

显著受益于世园会的西安餐饮龙头

增持首次评级

目标价 14.4元

投资要点:

- 西安市-承接东部与西部的枢纽, 区域中具有战略定位
- 受益于2011年西安世园会, 高集中度餐饮市场中龙头企业受益明显
- 公司工业化食品园区注入新鲜活力, 老字号餐饮品牌有望连锁扩张

报告摘要:

- 西安餐饮市场呈现高集中度, 受益于2011年西安世园会公司业绩有望增长30%。2011年4月28日, 世园会将在西安浐灞生态区召开, 当地餐饮业将明显受益。西安市餐饮收入增速从2009年的15%左右, 升至2010年的40%左右, 规模以上企业占市场份额的59%, 西安饮食作为当地的餐饮龙头, 旗下老字号餐饮门店将受益明显。我们预计2011年公司餐饮主业增长30%。
- 公司积极盘活资产, 2010年非经常性损益下降, 主业盈利能力突显。2009年老孙家饭庄由于东大街改造工程, 净利润下滑500万元; 2009-2010年转让西京国际饭店及老孙家物业项目将为公司节省财务费用1000余万元。随着老孙家招商局旗舰店的经营步入正轨及公司财务负担的减轻, 公司所属西安饭庄、老孙家、五一饭店、同盛祥、德发长等多处老字号餐饮门店的盈利能力将重返常态。
- 公司卤制牛羊肉及速冻水饺等工业化食品注入新鲜活力。公司绿色食品工业园项目已竣工, 园区占地70亩, 一期用地30余亩, 园区位于距西安市区20公里的高陵区。预计此项目年收入9000万元, 贡献利润1000余万元。我们看好工业化食品的项目前景, 预计2011-2013年年均增速60%。
- 估值与评级。我们认为公司老字号餐饮业务具有连锁扩张的潜力, 同时食品工业化项目前景乐观。预计2010-2012年每股收益0.24元、0.32元、0.40元, 对应PE48倍、39倍、32倍, 给予增持评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入/万元	54,441	56,365	62,228	80,468	105,421
同比增长率/%	8.40%	3.53%	10.40%	29.31%	31.01%
净利润/万元	1,376	4,700	4,690	6,481	7,888
同比增长率/%	17.77%	241.68%	-0.22%	38.19%	21.72%
每股收益/元	0.07	0.24	0.24	0.32	0.40
PE	179.1	53.2	47.5	38.6	31.7

分析师

胡建军

执业证书编号: S1180210010226

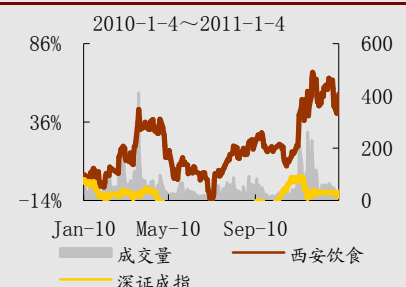
联系人

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化
20100930	6522
20100630	6291
20100331	5867

数据来源: 港澳资讯

公司数据

总股本(亿股)	2.00
总市值(亿元)	23.66
流通比例	83.5%
12个月最高/最低(元)	13.25/6.5

数据来源: 港澳资讯

目录

一、 承接东西部的西北餐饮龙头	4
(一) 全国餐饮行业高速发展.....	4
1、餐饮业规模效应明显.....	4
2、连锁餐饮业单平米营业额逐年上升.....	5
(二) 陕西省西安市餐饮行业增速高于全国均值.....	5
1、陕西省餐饮业增速大幅高于全国.....	5
2、西安市餐饮行业三年复合增长 28%.....	6
3、西安市餐饮行业集中度高达 59%，龙头企业将显著受益地区高增长.....	6
(三) 西安市—承接东部与西部的重要枢纽.....	7
1、西部大开发西安的战略定位.....	7
2、承东启西、联贯南北的区位优势.....	8
(三) 2011 年世园会发力，餐饮业将最直接受益.....	8
二、 专注“老字号”餐饮业务	9
(一) 公司资产一览表.....	9
(二) 公司分业务盈利能力.....	10
(三) 盈利预测及投资建议.....	11

插图

图 1: 限额以上餐饮企业盈利情况.....	4
图 2: 单平米营业收入逐年提升.....	5
图 3: 陕西餐饮业营业收入.....	5
图 5: 西安市餐饮零售额.....	6
图 6: 西安餐饮市场集中度有所提升.....	6
图 7: 西安市人均国内生产总值增速.....	7
图 8: 各省会城市人均旅游消费.....	7
图 9: 西安市第三产业占比上升.....	7
图 10: 西安周边交通图.....	8
图 11: 上海世博园区内餐饮销售额.....	9
图 12: 上海世博园区内商品销售零售额.....	9
图 13: 上海世博会期间相关标的收益.....	12
图 14: 国有控股型企业分项财务数据.....	13
图 15: 西安饮食分项财务数据.....	13

表格

表 1: 公司主要经营店面.....	9
表 2: 公司拥有酒店资产.....	10
表 3: 公司分业务盈利情况.....	10
表 4: 公司分业务盈利预测.....	11

一、承接东西部的西北餐饮龙头

西安饮食股份有限公司隶属于西安旅游集团，是以餐饮服务、酒店宾馆、食品加工、旅游休闲四大产业为支柱的大型上市公司。公司所属西安饭庄、老孙家、五一饭店、同盛祥、德发长、东亚饭店、春发生、西安烤鸭店、同盛祥等 10 多家企业均为地方特色鲜明，具有区域代表性的餐饮“老字号”，其中多处老字号餐饮门店均处于西安钟鼓、东大街等中心商业地段。

2007 年公司启动食品生产基地项目，以降低公司工业化食品的生产成本,大幅增加工业化食品的产量,增强公司的盈利能力，工业化食品生产将是公司今后主业发展的重要方向。近年来，公司积极盘活资产，先后出售了西京国际饭店、老孙家营业楼项目等物业，转而专注于做大做强老字号餐饮品牌及绿色工业化食品园区。

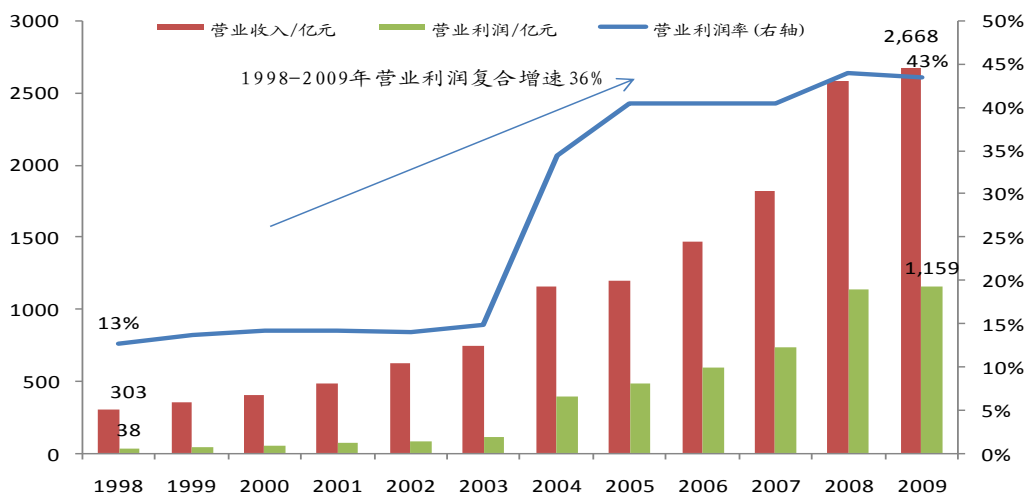
同时，公司旗下老字号品牌将显著得益于西安市旅游环境的高增长，2011 年 4 月至 10 月即将召开的世园会，无论从商务游客还是休闲游客而言，饮食消费为必须消费，二当地老字号特色餐饮品牌无疑成为首选消费品种。

(一) 全国餐饮行业高速发展

1、餐饮业规模效应明显

1998-2009 年我国限额以上餐饮企业营业收入增长了近 110 倍，复合增长达 22%；营业利润增长了 30 倍，复合增长率高达 36%。由此我们可以看出餐饮业规模效应较为明显，营业收入的增加无疑将提高餐饮业的边际利润，连锁化、规模化发展无疑是餐饮企业做大做强的必经之路。

图 1：限额以上餐饮企业盈利情况

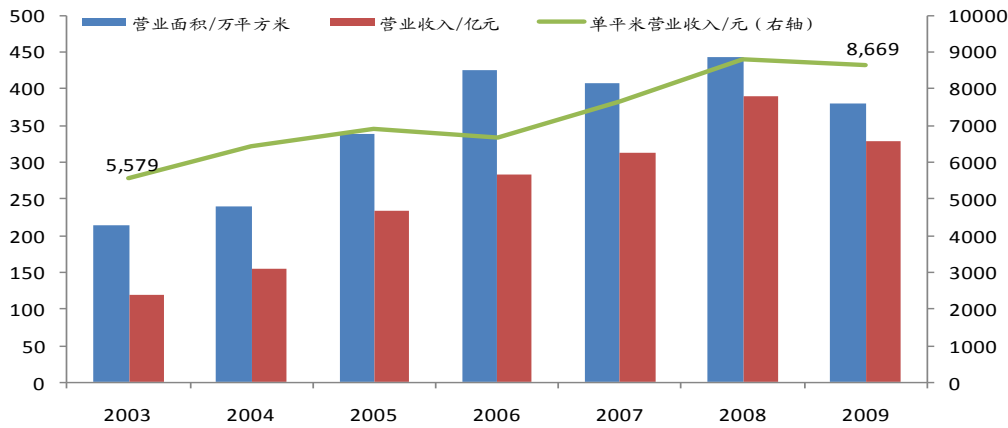


资料来源：Wind，宏源证券

2、连锁餐饮业单平米营业额逐年上升

我们大致计算了西安饮食旗下老孙家饭庄的 2009 年的单平米销售额为 4337 元, 同时我们也统计了全国连锁餐饮业的单平米销售额 2009 年高达 8669 元, 参考 2003 年的数据也有 5579 元, 可以推断老孙家饭庄的单平米销售额仍有较大的提振空间, 中短期内不存在增长乏力或是遇到瓶颈的担忧。

图 2: 单平米营业收入逐年提升



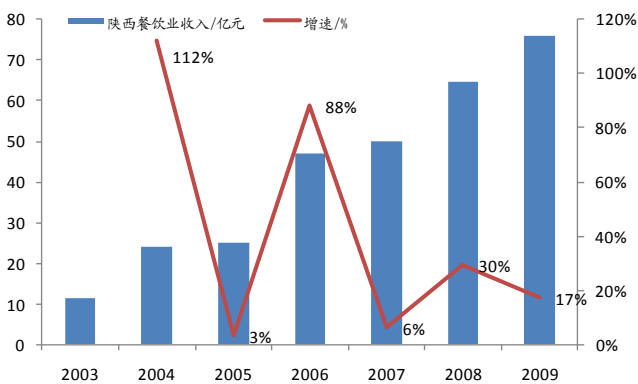
资料来源: Wind, 宏源证券

(二) 陕西省西安市餐饮行业增速高于全国均值

1、陕西省餐饮业增速大幅高于全国

2007-2009 年陕西餐饮业收入复合增速 37%，同期全国餐饮业收入 24%。得益于居民消费观念的转变、城镇化率的提高及市区县交通通达性的改善, 我们认为西部地区餐饮业高增速将持续。

图 3: 陕西餐饮业营业收入



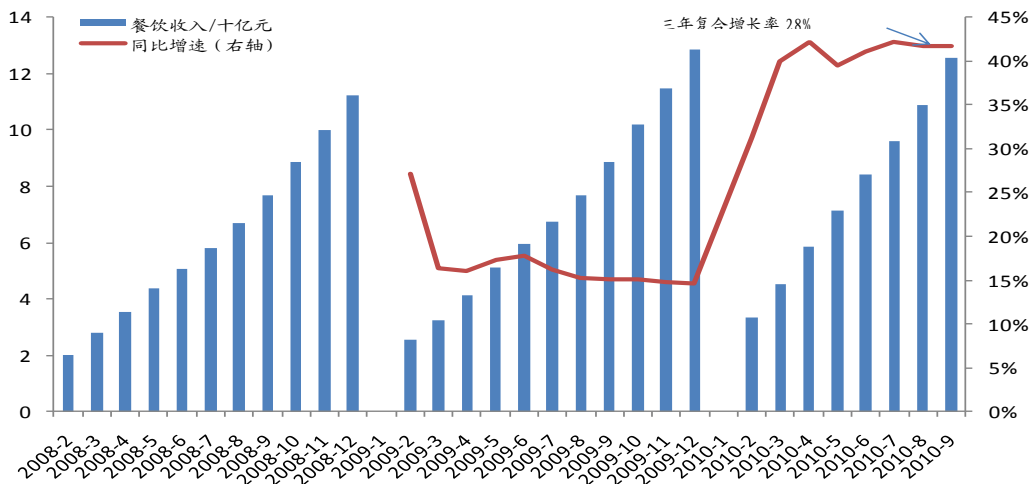
资料来源: CEIC, 宏源证券

2、西安市餐饮行业三年复合增长 28%

2009 年西安市餐饮业同比增长 19%，2010 年 9 月同比增速高达 42%。以 2007 年 9 月和 2010 年 9 月的数据为准，我们测算的西安市餐饮行业三年的复合增速为 28%。

进入 2010 年来，西安市餐饮业收入同比增长迅猛，由 2009 年同比增速 20% 的平台一举跃上 40% 的平台，我们从当地了解的情况也反应 2010 年五一及十一黄金周期间，西安室内宾馆无论规模大小，一律一房难求，而高速增长游客数量比来带来餐饮业的繁荣，高集中度的餐饮市场又必然使规模以上餐饮企业受益明显。

图 5：西安市餐饮零售额

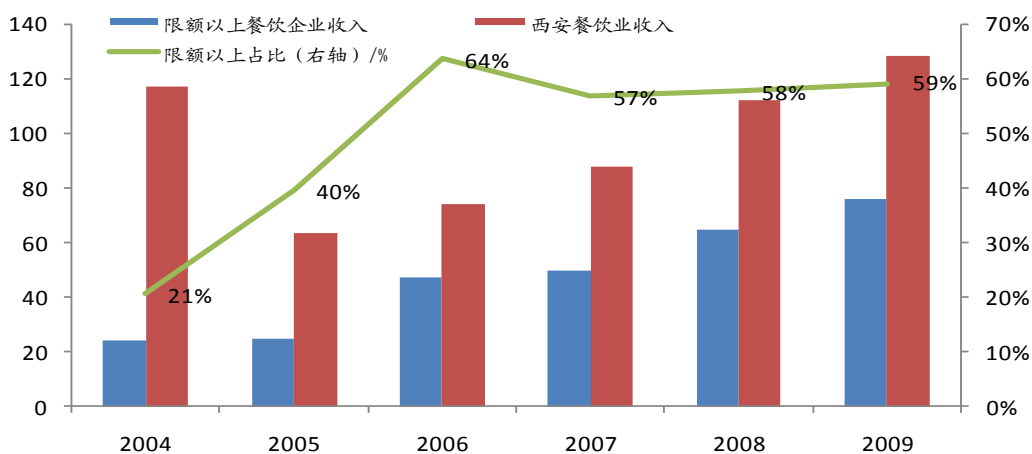


资料来源：CEIC, 宏源证券

3、西安市餐饮行业集中度高达 59%，龙头企业将显著受益地区高增长

西安市餐饮行业集中度有 2003 年的 22% 逐步升至 59%，可见西安市餐饮市场较为集中，过半的餐饮收入都被几家大型餐饮企业囊括其中。西安饮食作为市内唯一一家上市公司，资本扩张极具优势。

图 6：西安餐饮市场集中度有所提升



资料来源：CEIC, 宏源证券

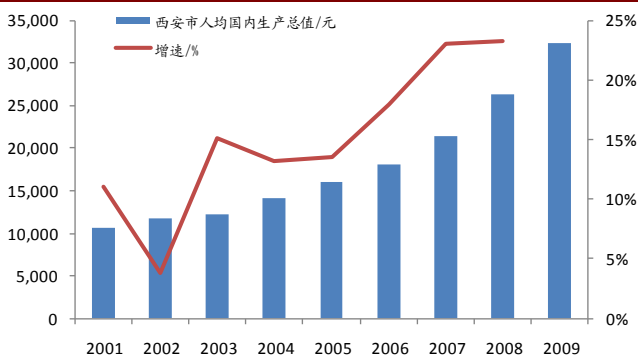
(三) 西安市—承接东部与西部的重要枢纽

1、西部大开发西安的战略定位

进入 2008 以来，西安市人均 GDP 同比增速 20% 左右，受益于消费升级、城镇化率提高，西安本地居民的人均旅游消费将有较大的提振空间。2010 年初西郑高铁开通后，西安与郑州高铁行程缩减为 2 小时，大量的郑州游客涌向西安市，图 8 我们看出郑州游客的人均旅游消费为西安游客的近 3 倍，并且高于北京的统计值，接近上海市的统计值，由此我们可以推断高消费群体的流入将使西安市旅游总收入跨上一个新的平台。

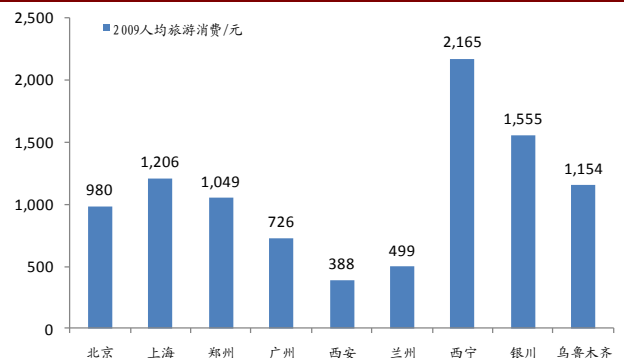
同时，国务院发布的《关中-天水经济区发展规划》，提出把西安建设成为国际一流旅游目的地城市，以西安为核心的关中—天水经济区建设成为“彰显华夏文明的历史文化基地”。2010 年，我市将确保接待海外旅游者 76.03 万人次，同比增长 13%；力争接待海外旅游者 80 万人次，同比增长 18.87%；确保创汇 4.5 亿美元，同比增长 15.38%；力争创汇 4.55 亿美元，同比增长 16.7%；确保接待国内旅游者 4479 万人次，同比增长 16%；力争接待国内旅游者 4925 万，同比增长 27.5%；确保国内旅游收入 314 亿元，同步增长 18.04%；力争国内旅游收入 333.6 亿元，同比增长 25.4%；确保旅游业总收入 350 亿元，同比增长 17.8%；力争总收入 370 亿元，同比增长 24.5%。

图 7：西安市人均国内生产总值增速



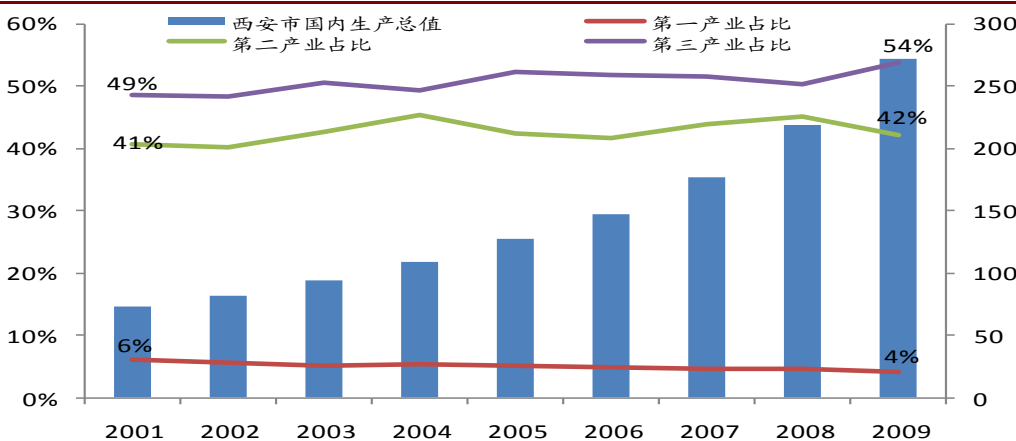
资料来源：CEIC, 宏源证券

图 8：各省会城市人均旅游消费



资料来源：CEIC, 宏源证券

图 9：西安市第三产业占比上升



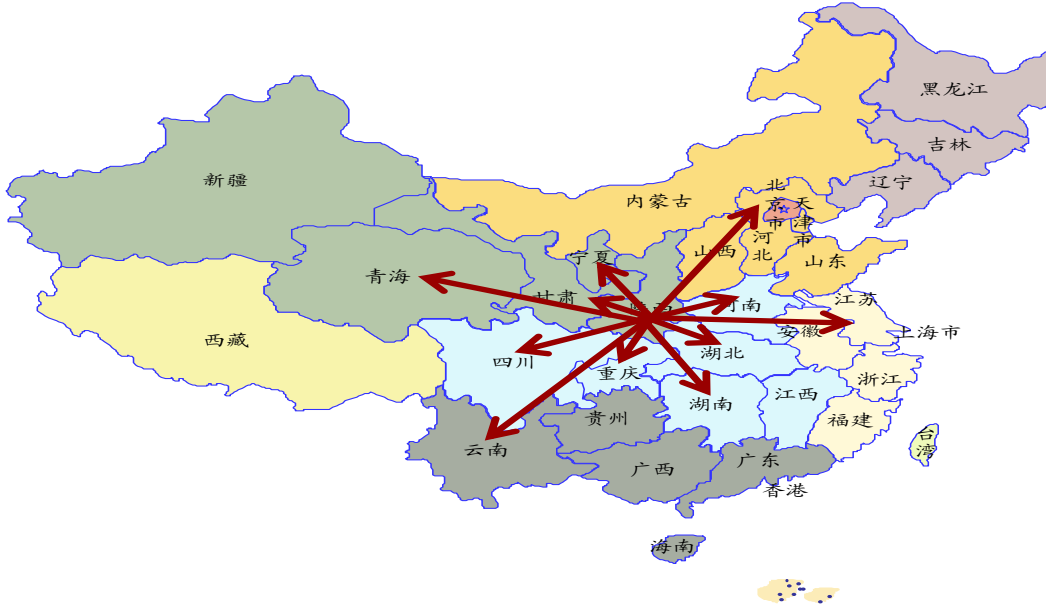
资料来源：CEIC, 宏源证券

2、承东启西、联贯南北的区位优势

陕西是中国大西北的门户，是连接中国东、中部地区和西北、西南的交通枢纽，拥有得天独厚的承东启西、联贯南北的经济地理位置。省会西安是西北地区最大的中心城市和区域性科教、金融、商贸和国际旅游中心。

无论是标准化餐饮业务的向外扩张还是食品工业销售渠道的拓展，良好的区位优势无疑有助于扫清扩张中遇到的物流障碍。

图 10: 西安周边交通图



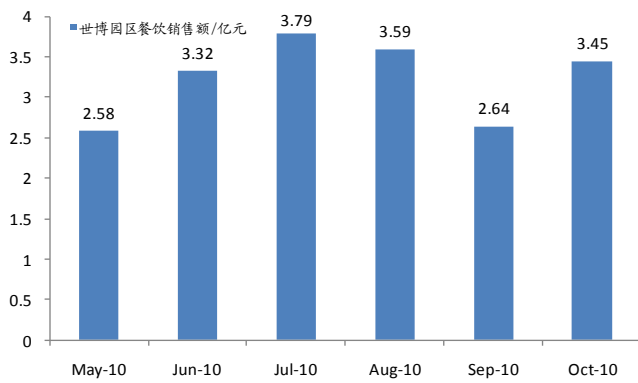
资料来源：宏源证券

(三) 2011 年世园会发力，餐饮业将最直接受益

2010 年世博会历时 183 天共接待 7038 万人次，园区内餐饮收入高达 19.37 亿元，零售收入 45.08 亿元，2011 年西安世园会将于园会 4 月 28 日至 10 月 22 日在西安浐灞生态区举行，会期 178 天，预计参观游客 1200 万人次。从参观人数上看，世园会的规模效应为世博会的 17%，但根据游客热情度及消费能力的不同，我们按 15% 的比例保守估计，预计世园会园区内餐饮收入将达到 2.9 亿元，零售收入达到 6.8 亿元。

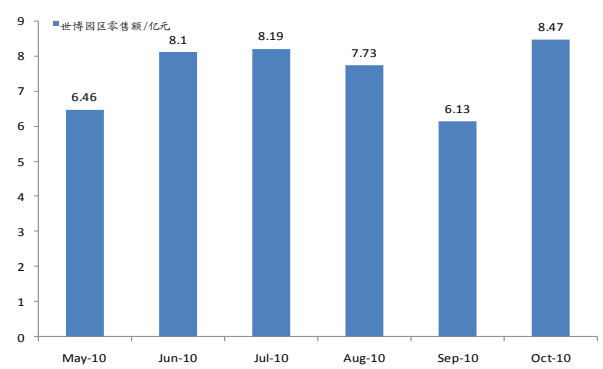
从公司层面来看，我们看到 2010 年中报显示锦江股份的上海肯德基业务同比增长 19.14%，三季报则显示营收同比增长 45.27%。而我们认为本地特色餐饮的吸引力必将高于西式快餐，结合西安市餐饮市场的高集中度一同考虑，我们预计西安饮食 2011 年餐饮收入增速空间为 30%-40%。

图 11: 上海世博园区内餐饮销售额



资料来源: 上海统计局, 宏源证券

图 12: 上海世博园区内商品销售零售额



资料来源: 上海统计局, 宏源证券

二、专注“老字号”餐饮业务

(一) 公司资产一览表

表 1: 公司主要经营店面

店面名称(均为单体店)	店面简介
大香港鲍翅酒楼高新店	酒楼营业面积 4800 平方米, 内设宴会大厅两个, 多功能厅一个, 豪华包间 34 个, 可同时容纳 1000 余人就餐。来自粤港地区的近百名厨合力奉献粤菜精品、极品海鲜, 日供应菜品 500 多种。
大香港鲍翅酒楼国宾馆	酒店一楼餐饮大厅可同时容纳 280 余人同时用餐, 二、三楼是设施齐全、高贵典雅的 30 多个包间和两个多功能厅。四至七楼是各种豪华间、标准间、单人间客房 83 套, 商务中心、专用会议室、大型停车场等一应俱全。
老香港私家菜主题酒楼	营业面积共达 6000 余平方米, 设有 1000 多个餐位, 43 个豪华包间。
天子海鲜火锅南门店	
西安饭庄东大街总店	一楼可容纳 350 人, 二楼可容纳 200 人, 主要以婚宴接待为主
西安饭庄津镐路店	29 元一位的自助服务为主
西安饭庄南郊店	
西安饭庄和平路店	
老孙家招商局店	12000 平方米
老孙家端履门店	3800 平方米
白云章饺子馆	
五一饭店东大街店	近千人的接待能力
德发长	总面积为 5676.04 平方米, 共有中高档客房 81 间
同盛祥	4000 平米, 1000 人就餐
西安烤鸭东大街总店	
369 烤鸭王国菜酒楼 (兴庆路店)	3000 平方米, 可容纳 50 余桌客人
西安烤鸭西荷花园店	

资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

表 2: 公司拥有酒店资产

店面名称	店面简介
大香港国宾(碑林区)	200 间客房
西安饭庄(东大街)	170 套客房, 400 余人入住
西安饭庄(和平门)	70 间套房
常宁宫(长安区)	共有客房 232 间/套, 552 张床位, 其中别墅 27 幢。大小会议室共 7 个。
永宁宫(市区南大街)	70 间

资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

(二) 公司分业务盈利能力

表 3: 公司分业务盈利情况

分公司	控股比例	2006		2007		2008		2009	
单位: 万元		收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
西安饭庄	100%	6457	1160	7074	1450	9453	1448	11503	1439
老孙家饭庄	100%	5406	491	6173	518	6507	562	6852	57
五一饭店	100%	2535	395	2778	373	2972	425	2629	152
西安烤鸭店	100%	2675	349	2740	360	2700	370	2912	378
德发长酒店	100%	3789	359	4250	366	4485	403	4784	389
东亚饭店	100%	1697	342	1977	341	2219	446	2111	290
同盛祥饭庄	100%	2190	224	2565	264	2994	307	3848	477
解放路饺子店	100%	462	(39)	76	0	112		168	0
合计		24748	3320	27557	3672	31329	3960	34638	3182
鲜达饮品公司	100%		(657)	56	(97)	56	(83)	56	(373)
永宁宫大酒店	100%	924	69	1455	(135)	1329	(424)	1353	(370)
桃李村饭店	100%	394	54	262	73	309	65	183	(9)
西京国际饭店	100%	2415		3014	(247)	3166	(250)	1193	(76)
清雅斋饭庄	100%	277	(129)	77	0	152	2	134	(10)
老孙家筹建处	100%		(1044)		(1157)		(841)		
合计		28758	2657	32420	3266	36341	3271	37557	2344
公司总部			(654)	171	186	212	(711)	148	2559
合计		28758	2003	32591	3452	36553	2560	37705	4903
投资收益			9		251		7		5264
合计		28758	2012	32591	3703	36553	2567	37705	10167

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

公司所属西安饭庄、老孙家、五一饭店、同盛祥、德发长、东亚饭店、春发生、西安烤鸭店、同盛祥等多处老字号餐饮门店均处于西安钟鼓、东大街等中心商业地段。从分业务盈利能力来看, 西安饭庄与老孙家为公司主要净利润贡献点, 2009 年老孙家饭庄由于东大街改造工程, 使得净利润大幅下滑, 2010 年盈利能力将重返常态。同时西京国际饭店以挂牌转让, 亏损项目也将进一步减少。

(三) 盈利预测及投资建议

表 4: 公司分业务盈利预测/万元

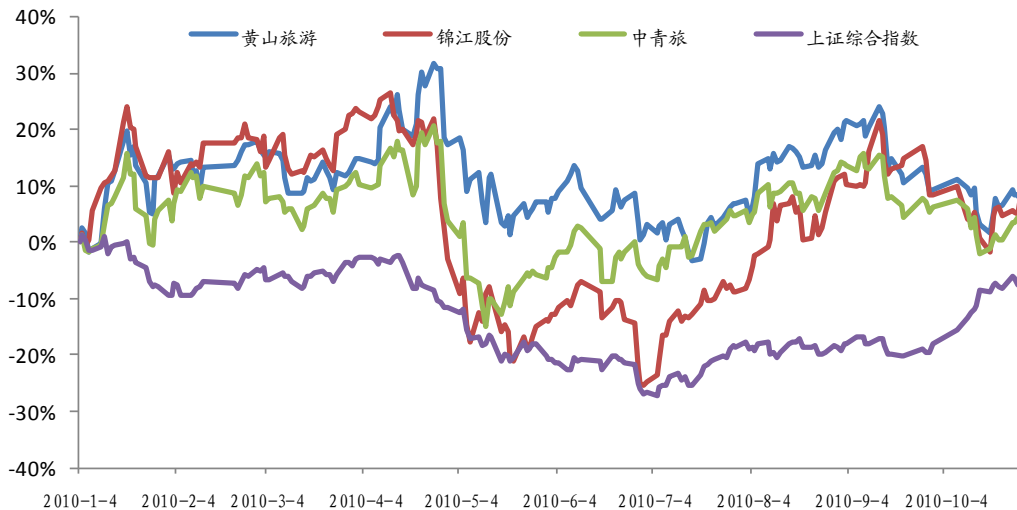
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
餐饮业	31,402	34,718	35,687	39,256	51,033	66,343
增长%	1.9%	10.6%	2.8%	10.0%	30.0%	30.0%
成本	14,140.3	15,612.5	15,541.9	17,272.7	22,454.5	29,190.9
毛利率	55.0%	55.0%	56.5%	56.0%	56.0%	56.0%
商品收入	6,875	6,928	7,149	7,863	12,581	20,130
增长%	6.9%	0.8%	3.2%	10.0%	60.0%	60.0%
成本	3,952.2	3,896.9	4,183.3	4,453.3	7,125.3	11,400.4
毛利率	42.5%	43.8%	41.5%	43.4%	43.4%	43.4%
客房收入	6,850	6,846	6,257	6,382	6,382	6,382
增长%	2.0%	-0.1%	-8.6%	2.0%	0.0%	0.0%
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他收入	5,098	5,950	7,272	8,727	10,472	12,566
增长%	100.2%	16.7%	22.2%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	1,803.6	2,110.4	2,338.0	2,805.6	3,366.8	4,040.1
毛利率	64.6%	64.5%	67.9%	67.9%	67.9%	67.9%
营业收入(合计)	50,224.4	54,441.5	56,364.9	62,228.1	80,468.3	105,421.4
增长%	8.0%	8.4%	3.5%	10.4%	29.3%	31.0%
营业成本	19,895.6	21,618.0	22,064.6	24,269.0	31,382.6	41,114.4
毛利率%	71.8%	71.3%	72.4%	72.2%	72.1%	72.3%
营业税费	2,570.8	2,795.6	2,889.9	2,800.3	3,621.1	4,744.0
销售费用	19,920.1	22,106.0	24,169.7	26,758.1	34,601.4	45,331.2
管理费用	3,157.2	3,328.2	3,436.6	3,733.7	4,828.1	6,325.3
财务费用	3,232.5	2,648.3	2,066.5	225.7	78.5	32.0
资产减值损失	56.3	18.5	250.2	738.1	20.6	38.7
投资收益	250.9	6.5	5,264.4	2,800.0	3,000.0	3,000.0
利润总额	2,355.8	2,151.8	6,542.5	6,415.6	8,866.5	10,791.3
所得税	1,137.9	689.8	1,723.4	1,732.2	2,394.0	2,913.7
实际税负%	48.3%	32.1%	26.3%	27.0%	27.0%	27.0%
净利润	1,217.9	1,462.0	4,819.0	4,683.4	6,472.5	7,877.7
少数股东损益	49.9	86.4	118.9	-6.2	-8.0	-10.5
归属于母公司所有者的净利润	1,168.0	1,375.6	4,700.1	4,689.6	6,480.6	7,888.2
增长%	-1.4%	17.8%	241.7%	-0.2%	38.2%	21.7%
净利润率%	2.3%	2.5%	8.3%	7.5%	8.1%	7.5%
稀释 EPS	0.06	0.07	0.24	0.24	0.32	0.40

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

公司 2011 年受益于世园会, 保守估计餐饮主业营收增长 30%; 2011-2012 年商品收入考虑进公司绿色食品工业园区的销量, 本项目主要从事稠酒饮品、月饼糕点、肉类制品、方便食品、冷冻食品、成品及半成品的研发、生产、销售。公司转出西京饭店后, 财务费用将大幅减少; 销售费用率与管理费用率保持稳定

同时，我们统计了2010年旅游板块世博会相关受益股的表现，2010年1-5月份相关个股分别跑赢上证综指20%-30%，其中包括餐饮业务和高成长性经济型酒店业务的锦江股份表现最为抢眼。

图 13: 上海世博会期间相关标的收益



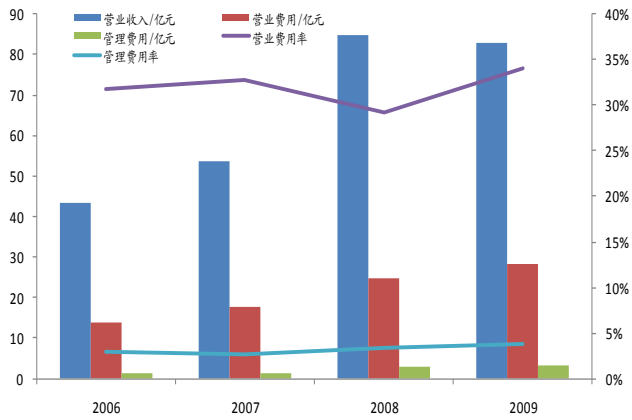
资料来源: Wind, 宏源证券

我们认为从以下两个层面来看，公司都具有投资价值，首先行业层面向好，西安市餐饮收入增速从2009年的15%左右，升至2010年的40%左右，结合西安餐饮市场59%的高集中度，西安饮食作为当地的餐饮龙头，餐饮主业将受益明显。同时借2011年西安世园会发力，公司所属老字号餐饮品牌将直接受益，支撑2011年业绩高成长。

其次公司层面向好，公司2009年盘活西京饭店，股权转让价格2.3亿元，获得投资收益5000余万元；2010年挂牌转让西安老孙家饭庄营业楼项目，转让价格1.68亿元，将获得投资收益2800万元。公司日前也披露，通过股权转让等形式，已经完成了大部分盘活公司存量资产等工作，随着西安市东大街、解放路等商业街区皇城复兴计划、旧城改造计划的加紧实施，公司部分营业网点在改造之列。通过改造，公司历史传承下来的餐饮店配比少量客房的格局将发生根本转变，盘活公司存量资产等工作将基本完成。自公司转让西京国际饭店、西安饭庄和平路店拆迁及西安市东大街、解放路等商业街区旧城改造，公司客房数量已经自然大幅下降，公司原来主营业务中的客房业务所占比重已经很小，公司目前的主营业务基本由餐饮、工业化食品、休闲度假构成。

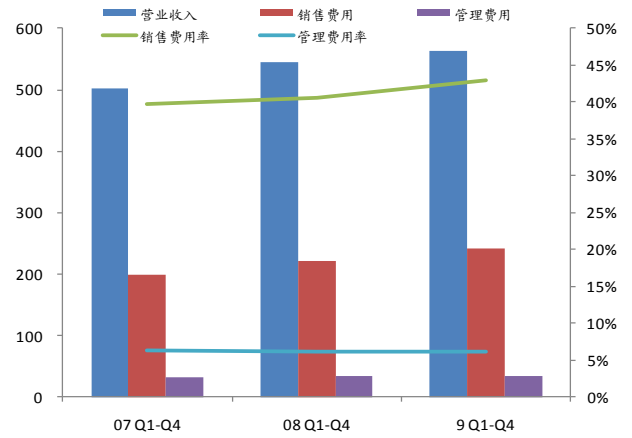
综上所述，我们认为公司老字号餐饮业务具有连锁扩张的潜力，同时也非常看好食品工业化项目的前景。考虑到公司所在行业及地域市场空间的景气向上、积极地基本面改善及主题事件的催化，我们给予公司增持评级，预计2010-2012年每股收益0.24元、0.32元、0.40元，对应PE48倍、39倍、32倍。

图 14: 国有控股型企业分项财务数据



资料来源: 上海统计局, 宏源证券

图 15: 西安饮食分项财务数据



资料来源: 上海统计局, 宏源证券

财务报表及财务指标预测

2011年2月16日

股价: 12.54

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	54,441	56,365	62,228	80,468	105,421	成长性				
减: 营业成本	21,618	22,065	24,269	31,383	41,114	营业收入增长率	3.5%	10.4%	29.3%	31.0%
营业税费	2,796	2,890	2,800	3,621	4,744	营业利润增长率	249.2%	8.0%	22.5%	21.3%
销售费用	22,106	24,170	26,758	34,601	45,331	净利润增长率	241.7%	12.0%	23.1%	21.7%
管理费用	3,328	3,437	3,734	4,828	6,325	EBITDA增长率	52.9%	-30.2%	19.1%	21.1%
财务费用	2,648	2,066	226	78	32	EBIT增长率	92.5%	-14.7%	19.9%	20.6%
资产减值损失	18	250	-51	21	39	NOPLAT增长率	67.5%	-21.2%	20.4%	21.0%
加: 公允价值变动	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-27.0%	-3.5%	1.9%	8.3%
投资和汇兑收	7	5,264	2,800	3,000	3,000	净资产增长率	12.9%	12.6%	13.8%	14.8%
营业利润	1,933	6,752	7,293	8,936	10,836	利润率				
加: 营业外净收支	218	-209	-88	-70	-45	毛利率	60.9%	61.0%	61.0%	61.0%
利润总额	2,152	6,542	7,205	8,867	10,791	营业利润率	12.0%	11.7%	11.1%	10.3%
减: 所得税	690	1,723	1,945	2,394	2,914	净利润率	8.3%	8.5%	8.1%	7.5%
净利润	1,375.6	4,700.1	5,265.9	6,480.6	7,888.2	EBITDA/营业收入	20.4%	12.9%	11.9%	11.0%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	15.6%	12.1%	11.2%	10.3%
货币资金	11,439	9,530	9,334	12,070	15,813	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	244	193	162	129
应收帐款	2,401	2,799	3,423	4,426	5,798	流动营业资本周转天数	-54	-36	-21	-20
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	115	106	94	94
预付帐款	649	2,742	2,489	3,219	4,217	应收帐款周转天数	4	4	5	5
存货	3,289	3,070	3,111	4,023	5,271	存货周转天数	20	18	16	16
其他流动资产	0	-0	0	-	0	总资产周转天数	518	408	318	276
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	326	245	188	150
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	1,751	1,760	1,760	1,760	1,760	ROE	11.6%	11.2%	12.1%	12.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.6%	7.8%	8.7%	9.0%
固定资产	45,525	30,908	35,803	36,812	38,708	ROIC	11.7%	12.6%	15.7%	18.7%
在建工程	12,375	15,519	1,245	1,609	2,108	费用率				
无形资产	8,826	4,341	7,467	8,047	10,542	销售费用率	42.9%	43.0%	43.0%	43.0%
其他非流动资产	2,552	2,850	2,850	2,850	2,850	管理费用率	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	88,807	73,519	67,482	74,817	87,068	财务费用率	3.7%	0.4%	0.1%	0.0%
短期债务	31,490	12,590	5,606	2,638	2,021	三费/营业收入	52.6%	49.4%	49.1%	49.0%
应付帐款	10,423	10,836	11,201	14,484	18,976	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	43.4%	31.1%	29.3%	30.2%
其他流动负债	4,477	6,202	5,875	6,422	7,170	负债权益比	76.8%	45.2%	41.4%	43.2%
长期借款	3,801	310	310	310	310	流动比率	0.61	0.98	1.22	1.30
其他非流动负债	1,767	1,987	2,213	2,213	2,213	速动比率	0.51	0.82	1.01	1.08
负债总额	51,958	31,925	21,196	22,059	26,432	利息保障倍数	4.27	33.31	114.87	339.64
少数股东权益	589	635	629	621	611	分红指标				
股本	19,953	19,953	19,953	19,953	19,953	DPS(元)	-	-	-	-
留存收益	16,306	21,006	26,272	32,753	40,641	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	36,849	41,595	46,854	53,327	61,205	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,376	4,700	5,260	6,473	7,878	EPS(元)	0.24	0.26	0.32	0.40
加: 折旧和摊销	4,238	3,552	498	536	703	BVPS(元)	2.08	2.35	2.67	3.07
资产减值准备	18	250	-51	21	39	PE(X)	53.2	47.5	38.6	31.7
公允价值变动损	-	-	-	-	-	PB(X)	6.0	5.3	4.7	4.1
财务费用	3,232	3,132	1,783	226	78	P/FCF	-142.7	660.0	91.2	66.7
投资收益	-7	-5,264	-2,800	-3,000	-3,000	P/S	4.4	4.0	3.1	2.4
少数股东损益	86	119	-6	-8	-11	EV/EBITDA	22.0	30.6	25.1	20.3
营运资金的变动	1,973	3,071	-149	1,186	1,372	CAGR(%)	62.1%	62.9%	64.2%	17.8%
经营活动产生现	10,715	8,077	2,977	5,286	7,013	PEG	0.9	0.8	0.6	1.8
投资活动产生现	-2,422	14,504	-5,170	1,390	-1,430	ROIC/WACC	1.0	1.1	1.4	1.7
融资活动产生现	-6,220	-24,489	-7,210	-3,047	-649	REP	5.6	5.2	4.0	3.1

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。