



走向全国的高端陕菜品牌

买入维持

投资要点:

- 杭州西安饭庄开业半年实现盈利, 老字号品牌外省成功复制
- 积极整合销售渠道, 预计工业化食品 5 年复合增速 49.5%
- “三百工程”开锣, 预计总体贡献净利润相当于三个西安饭庄总店

报告摘要:

- 餐饮品牌口味的区域性差异正在弱化, 公司外省扩张打开成长空间。今年 4 月份开张的西安饭庄杭州店, 经营面积 480 平米。现在各地人口流动性增大, 餐饮业口味的地域性差异正在淡化, 即使在用餐口味较为挑剔的杭州市, 我们也已成功实现盈利。公司在不盲目跃进的前提下, 稳健扩张, 提升在全国的市场占有率。未来的扩张会考虑北京、上海、深圳三地, 同时也将考虑郑州、太原等二线城市。品牌方面首先进驻西安饭庄, 综合各产品的经营情况, 对销售情况较好的产品品牌分拆经营。
- 工业化食品今年预计完成 1 个亿, 5 年完成 5 个亿。公司的食品工业园去年 4 月份竣工, 现在积极开拓销售渠道。工业园现有产能 3 个亿, 明年将两层的厂区扩建, 产能扩大至 10 个亿。力争今年完成销售收入 1 个亿, 5 年实现销售如入 5 个亿, 复合增速将达到 49.5%。
- “做老百姓吃得起的泡馍”, 快速占据低端市场。“三百工程”现在以直营模式为主, 今后主要考虑加盟模式, 公司只负责品牌和半成品食品配送, 既不承担经营风险、又能够保证产品质量的稳定和统一。假设一家百平米左右的店年贡献净利润 5 万元, 那么 100 家店产生的 500 万元收益将超越现在西安饭庄总店的净利润贡献。
- 存量资产盈利释放与外延扩张双轮驱动, 维持买入评级。公司的资产优质, 在不考虑外延扩张的基础上, 现有的存量资产的经营仍具有很大的提振空间。老门店经营管理体系的升级、食品工业园销售渠道的改善、有效的员工激励机制都将帮助公司实现跨越式发展。同时, “三百工程”与外省扩张也正在积极推进, 预计 2011-2013 年 EPS0.33 元、0.44 元、0.51 元, 对应 PE29 倍、22 倍、19 倍, 维持买入评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入/万元	56,365	59,215	69,409	82,122	95,766
同比增长率/%	3.53%	5.06%	17.21%	18.32%	16.61%
净利润/万元	4,700	3,440	6,652	8,878	10,104
同比增长率/%	241.68%	-26.82%	93.39%	33.46%	13.81%
每股收益/元	0.24	0.17	0.33	0.44	0.51
PE	40	56	29	22	19

服务业研究组

分析师:

陈旭 (S1180511080001)

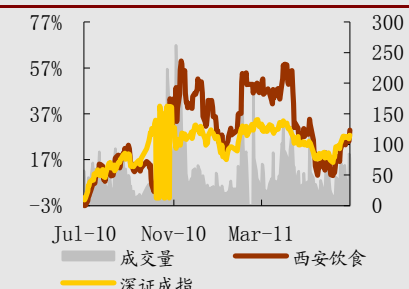
联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(亿股)	2.00
总市值(亿元)	19.35
流通比例	83.5%
12个月最高/最低(元)	13.59/6.5
主要股东	西安旅游集团有限责任公司

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 1《宏源证券*公司调研简报*西安饮食: 老字号品牌腾飞在即*000721*旅游酒店行业*孙妍》, 2011.5
- 2《宏源证券*公司年报简评*西安饮食: 扣非后主要门店净利润增长 86%*000721*旅游酒店行业*孙妍》, 2011.3
- 3《宏源证券*公司深度研究*西安饮食: 显著受益于世园会的西安餐饮龙头*000721*旅游酒店行业*孙妍》, 2011.2

一、西安饮食会谈纪要

Q1: 西旅集团对西安饮食的一个战略定位是怎样的？未来将如何发展？

A: 西安旅游集团作为我们的控股股东，希望我们借助资本市场的平台，发挥好上市公司的功能，大力发展和做强做大餐饮主业，大力发展食品工业园。

点评: 公司从 97 年上市至今并未做过再融资，借助陕西省、西安市的经济高速发展，公司旗下的 13 个老字号餐饮品牌也正迎来黄金发展期，今后公司将打造餐饮主业与食品工业成为公司的两大支柱产业，借助资本市场平台，稳健快速扩张，将公司的老字号品牌立足陕西，走向全国。

Q2: 公司餐饮品牌的外省扩张的战略是如何推进的？主要将进驻哪些品牌？

A: 今年 4 月份西安饭庄杭州店已经开张，经营面积 480 平米，培育期非常短，目前已经实现盈利。未来的扩张会考虑北京、上海、深圳三地优先开发，同时也将考虑郑州、太原等二线城市。现在各地人口流动性增大，餐饮业口味的地域性差异正在淡化，这也是我们外省扩张非常有利的契机。品牌方面还是先在外省市进驻西安饭庄，综合各产品的经营情况，对销售情况较好的产品品牌分拆经营。

点评: 我们认为公司的外省扩张思路非常清晰，在不盲目跃进的前提下，积极调研考察外省市场，稳健扩张，提升在全国的市场占有率。公司强调的扩张是以盈利为目的，保证开店的成功率和投资回报率，杭州店的成功运营更加增添了我们对公司成功打开全国市场的信心。

Q3: 在员工激励方面，如何保证公司利益与员工利益一致？

A: 十年以来公司都对这方面的问题有所考虑，作了如下几方面：首先是输出对一个共同价值的认可，公司与员工高层面的追求是一致的。其次，我们也在不断总结好的做法、管理模式，提高员工积极性。去年以来公司内部已经讨论了很多的方案，也在向别的上市公司积极的学习，陕西省内的一些国有企业的激励手段也有所突破，我们要将三个班子的利益捆绑在一起，即管理、服务、技术团队，具体的激励方案，公司正在考虑积极的推进。更高层面的来讲，我们要保证公司、员工、股东利益的一致，共同谋求长期发展。

点评: 作为一家劳动密集型的服务性企业，保证员工利益与公司利益的一致将成为公司长远发展的关键。从锦江股份的高管增持股票、到欧亚集团的计提超额利润成立股权基金等激励方案的出台，我们相信国有企业一样可以将员工利益与公司利益绑定。公司激励政策的出台必将为公司的长远发展翻开全新一章。

Q4: 我们的“三百工程”进展情况如何?

A: “三百工程”是我们除了大、中型直营连锁店的第三个层面的扩张,我们认为西安的发展及城市变化正处于价值兑现阶段,北至渭河,东至临潼,西至咸阳的“大西安”区域正在形成。“三百工程”是低成本的扩张,比以前的大中型店投资小很多,现已经开业了 30 多家,西安市东、西、南的布局比较多一些,上半年主要完成了 7 个系列 logo 的策划,门店推进会在下半年加快进行。

我们的小型连锁店定位 150 平米左右,投资 5-10 万(上限不能超过 40 万)。德发长 300 平米的门店,日均营业额能达到 12000 元;老孙家人民泡馍 110 平米门店,日均营业额 6000。还有在商场和小吃城分布的便利店与专柜,我们采取只负责供货,并且从销售收入中提取分成的模式。

点评: 公司的“三百工程”现在以至营模式为主,今后主要考虑加盟模式,公司只负责品牌和半成品食品的配送,既不承担经营风险、又能够保证产品质量的稳定和统一。在日益重视食品安全的今天,我们认为大品牌、小门店的模式将快速的收到消费者的青睐,“做老百姓吃得起的泡馍”也是公司发起“三百工程”的初衷。我们认为只要公司选址准确,加快扩张速度已形成规模效应,公司的各品牌市场占有率将在短时期内迅速提升,亦将对公司的整体盈利产生较大贡献。假设一家百平米左右的店年贡献净利润 5 万元,那么 100 家店产生的 500 万元收益将超越现在西安饭庄总店的净利润贡献。

Q5: 目前食品工业园销售的情况如何?

A: 我们的高陵食品工业园去年 4 月份竣工,占地 65 亩,现只使用了一半。10 年年底实现了之前三个食品分厂统一整合,他们各自拥有不同的销售渠道,现在正在整合,这也是我们从热蒸现卖向工业化食品转型的重要阶段。我们现在有产能 3 个亿,力争今年完成 1 个亿,明年将两层的厂区扩建,产能扩大至 10 个亿。我们的预计 5 年内达到 5 个亿的销售收入。

点评: 公司的工业化食品园区主要生产速冻水饺、元宵,月饼,卤质牛羊肉,方便装泡馍等工业化食品,同时承担着公司各门店的半成化食品配送的功能。食品工业园成立刚刚一年的时间,仍处于培育期,我们认为公司销售渠道的完善将成为助推工业化食品高速发展的关键。

Q6: 公司的毛利率较高,与同类企业基本持平,而净利率却很低低,为什么?

A: 这个要追溯到公司发展的历史,我们从 97 年上市以来,从未进行过再融资,财务负担一直很重,高企的财务费用影响了我们的净利润率,但经过公司近期积极盘活资产,我们的财务费用率会大幅下降,公司的净利润率将不低于同行业的上市公司水平。

点评: 公司盘活西京国际饭店、转让老孙家营业楼物业,已将公司的资产负债率降至合理水平,财务费用将大幅减少,利润将进入释放周期。

Q7: 为什么西安饭庄盈利显著高于其他店?

A: 西安饭庄分公司有一个总店，7 个分店，较好的盈利能力还是得益于品牌优势和陕菜及西北小吃的快速发展。

点评: 西安饭庄建于 1929 年，素以“陕菜正宗”、“陕西风味大全”闻名于世，曾接待过周恩来、叶剑英等党和国家领导人，张学良、杨虎城等爱国将领及老舍、柳青等文化名流。悠久的历史 and 深厚的文化背景支持着西安饭庄多年来的发展。最近开业的西安饭庄立丰国际店，投资 200 多万，年租金 100 多万，在西安市经历 4 个月的导入期就开始盈利，

Q8: 西安饭庄总店拆除重建，会不会影响今明两年的总收入?

A: 西安饭庄总店现在每年的净利润贡献是 3-400 百万，因拆除重建减少的收入和利润我们正在寻找替代店，会保证公司稳健的发展。

点评: 除总店外，饭庄在西安市内还有 7 家分店，其中一部分是新开业不久，新店进入成熟期的利润贡献有望超越老店的水平，仍维持其总体的增长。

二、公司相关数据

表 1：相关餐饮类企业基本情况对比

公司名称	公司简介	经营产品	网店布局	盈利状况
杏花楼	创建于清代咸丰元年1851年广东人“胜仔”开的甜品店，到如今颇具规模，享誉中城的粤菜名家。杏花楼月饼品牌崛起于20世纪初，独特的配方，精湛的工艺，品牌走俏。上海杏花楼（集团）有限公司是以餐饮、酒店和食品加工业为主的大型企业集团，汇集了中华美食之精华。特色饭店和老字号酒楼有南新雅华美达大酒店、杏花楼、新雅粤菜馆、扬州饭店、沈大成、香满楼、德兴面馆、燕云楼、洪长兴、老正兴、功德林、老半斋、德大西菜社等二十余户。	在经营发展思路上，杏花楼集团以老字号特色餐饮品牌为基础，积极延伸产业链，一方面，向食品工业方向开拓，另一方面，投资发展现代酒店宾馆业，不把鸡蛋放在一个篮子里，目前已经形成了老字号特色餐饮业、食品工业、现代酒店业齐头并进的产业发展格局。杏花楼月饼，是杏花楼酒家最富盛名的产品之一。	杏花楼在上海、浙江、江苏、等地均有店铺，全国约有近百家店铺。	2005年，杏花楼集团营业总收入达到8.1亿元，实现经营利润6000多万元，名列全国餐饮业经营百强前列，具有150多年历史的著名老字号—杏花楼品牌荣获“最具影响力的上海老商标”殊荣。
广州酒家	广州酒家于1939年建立，改革开放后，广州酒家积极开拓连锁经营，企业规模由原来的一间店发展为包括有6间高级酒家、1个大型食品生产基地及30多间连锁食品商场等在内的大型饮食企业集团，总资产达4亿多元，在行业中位居全国前列。广州酒家现有职工2000多人，拥有中级职称以上技术人员666人，其中高级烹饪技师19人、高级点心师15人、高级服务技师13人，先后有数十人次在历届全国及世界烹饪大赛中获奖。	广州酒家从80年代中期开始走连锁经营的道路，90年代初组建企业集团，主要经营业态有粤菜餐饮服务、食品工业经营和物业租赁。	企业集团拥有八间高级酒家(分店)、一间西餐厅、一个大型食品生产基地及遍布全市的连锁食品商场，并跻身全国餐饮业十强，成为一个总资产达5亿多元的最具广州餐饮特色的大型饮食企业集团。	2008年集团销售收入8.2亿元，销售增长超过20%，发展平稳。“2005年至今，我们集团每年收入增长20%，但利润有30%的增长。而2010年集团销售收入11亿元，纯利有1.2亿元，销售收入和利润的同比增长达到27%和33%。”广州酒家集团总经理助理赵利平表示。
味千拉面	味千拉面为日本一家专吃拉面的店铺，以九州熊本为中心，始创于1968年，而其徽号是妹妹携带碗面图案，至目前为此在日本已有100余间分店。味千拉面自1968年创设以来，在日本、香港、新加坡、台湾、中国大陆等各地区拥有500家连锁店，是日本第二大拉面连锁店。味千拉面有“白汤之雄”美誉，其独特的白汤采用猪的大骨、肉骨、豚骨及各类鱼骨，经长时间文火熬炖而成。其汤头富含大量“软骨素”，能提高人体对钙质的吸收和补偿。	味千拉面(ajisen ramen)通过直营和代理的方式，向广大消费者销售拉面。	目前全国已有380家店 北京31家，天津3家，上海89家，重庆7家，香港37家，广东60家，浙江12家，河北1家，贵州4家，河南2家，江苏36家，四川16家，山东20家，安徽2家，江西3家，湖南4家，湖北9家，海南1家，广西2家，云南4家，海南1家，辽宁9家，陕西7家，福建15家。同时，味千中国在上海、深圳、北京、青岛、成都、昆明、贵阳及香港设立食品制造及加工中心，为集团的餐厅网络提供支援。	2009年营业额为19.86亿港元。
西贝莪面村	北京西贝餐饮管理公司，成立于2001年11月，由内蒙古西贝餐饮有限责任公司董事长贾国龙先生发起创立。西贝餐饮管理公司的创立和健康发展，为统一管理“西贝餐饮”投资的企业，为品牌扩张、连锁经营奠定了基础。	业态：餐饮：中餐、特色餐饮；西贝莪面村，西贝餐饮旗下的餐饮品牌。西贝莪，西北、贾氏也。莪面者，燕麦面也。西贝莪面村，味及中国“雄鸡”之项背腰尾，揽黄河、大漠、高原、草原为一体，融汉、蒙、满、回、维等民族于一体；三秦、三晋、陇西、塞北绵延千里，花儿、长调、晋剧、秦腔流传百世。采莪面、羊肉、山菌、野菜，调陈醋、辣椒、孜然、胡油。西北风、西北味、西北人，赫然而出，浑然自立。	主要网点：北京、上海、深圳、包头、呼和浩特等8个城市。包头8家，呼和浩特2家，沈阳1家，石家庄1家，天津1家，上海2家，深圳3家，北京11家	公司创始人贾国龙先生，出于对餐饮业的热爱，1988年5月29日由亲人资助5500元起家，在内蒙古巴彦淖尔市临河区开始从事餐饮业。经过17年的执着坚持、辛勤开拓，从起初的一个“黄土坡小吃店”发展成目前拥有“西贝（莪面村）”、“腾格里塔拉”两个品牌，18家（其中3家正在筹备建设中）酒楼、餐厅和一所餐饮职业学校的餐饮企业集团。公司总资产8000余万元，营业面积28030平方米，餐位数6580个，从业人员2300余人，营业收入近2亿元。
大食代	大食代美食广场品牌实用由新加坡投资商在1997年在上海创建。是对中国人在生活方式的改变以及对美好事物的需求的了解上创建的。目前，管理层在中国负责管理的总营业面积约25,000多平方米，美食专柜超过240家，现场工作人员约3,000人。大食代汇集了众多美食，店内环境整洁，广受消费者青睐。“大食代”是国内首家经营管理主题美食广场的公司之一，将多种国际风味与本地特色菜式汇聚一堂，并有效结合中外餐饮人才，将美食广场的管理做到既国际化又本土化，赢得了国内外发展商、业主、餐饮经营者及广大顾客的青睞与赞赏。	大食代引进众多特色餐饮公司共同经营，也直接投资经营果汁吧、甜品屋、铁板火锅和员工餐厅等项目食品价格适中，适合广大消费者。	作为美食广场的专业管理公司，“大食代”迅速向全国扩展，在京沪、东北、华南开设了10多家分店。	2006年营业额人民币3亿元，是中国最大的美食广场连锁店。
海底捞	海底捞成立于1994年，是一家以经营川味火锅为主、融汇各地火锅特色为一体的大型跨省直营餐饮品牌火锅店，全称是四川省简阳市海底捞餐饮股份有限公司。	海底捞虽然是一家火锅店，它的核心业务却不是餐饮，而是服务。在将员工的主观能动性发挥到极致的情况下，“海底捞特色”日益丰富。2004年7月，海底捞进军北京，开始了一场对传统的标准化、单一化服务的颠覆革命。	海底捞火锅店目前在北京、上海、西安、郑州、天津、南京、沈阳、杭州、青岛等全国多个城市拥有五十多家直营店，四个大型现代化物流配送基地和一个原料生产基地。	2009年营业额近10亿元，2010年营业额近15亿元
大娘水饺	大娘水饺于1996年4月创建于常州，是以水饺为主打产品，融合西式快餐理念，致力于价格平民化、品质标准化、管理现代化、品牌国际化的中式快餐连锁企业。	大娘水饺是以中国传统食品水饺为主打产品，融合西式快餐理念，致力于品质标准化、管理现代化、品牌国际化的中国快餐十佳品牌企业。	在苏、沪、皖、京、鲁、浙、粤、赣、甘、黑等地区有逾300家连锁店，2002年11月和2004年12月，分别在印尼雅加达与澳大利亚悉尼成功开办连锁店。自2003年起，又相继投资1亿元成立了一家速冻食品生产企业。	2005年实现营业收入3.5亿元

资料来源：网站搜索，宏源证券

表 1 (续): 相关餐饮类企业基本情况对比

豆捞坊	上海肥得捞餐饮管理有限公司是于 2004 年在上海注册成立的一家餐饮管理公司。成立之初即集合了东方饺子王、乐购等餐饮、零售业大型优秀企业中的若干优秀骨干组成创业团队, 主要管理者均拥有 10 年以上的餐饮经营、管理经验或者拥有海外留学背景。公司志在以坚实完善的公司架构, 在现代优化的管理体系下, 运用成熟高效的资本工具走真正的连锁经营的道路。		豆捞坊是目前国内时尚、高端火锅的创始者及扛鼎之作。		豆捞坊(DOLAR SHOP)在上海、北京、南京、杭州、太仓等地拥有 22 家店	
东来顺	中华老字号“东来顺”, 始建于 1903 年, 1955 年实现公私合营。1988 年以东来顺品牌为核心的北京东来顺餐饮公司成立, 公司发挥老字号品牌优势, 涉足连锁产业开发、品牌半成品、成品研发等领域, 为企业的可持续发展注入了活力。1996 年, 东来顺连锁总部成立, 老字号东来顺走上了特许经营的连锁发展道路。		东来顺中高档餐饮品牌, 集正餐、快餐、风味小吃和外卖于一体, 为广大顾客提供了方便、满意的服务。		东来顺已发展连锁店 200 家, 连锁网络覆盖全国 28 个省市、自治区。	
小尾羊火锅	内蒙古小尾羊餐饮连锁股份有限公司成立于 2001 年 9 月 12 日, 坐落于呼包鄂经济圈的草原钢城包头市, 是一家集餐饮文化研究、传统膳食开发、民族食品生产、肉羊养殖加工于一体的现代化连锁企业, 是内蒙古特色餐饮龙头企业之一, 也是国家级农牧业产业化龙头企业, 更是草原餐饮品牌的行业领军企业之一。		小尾羊公司主营业务是内蒙古火锅涮, 以蒙餐、休闲小烧烤、羊蝎子火锅为辅, 通过餐饮连锁这一现代商业模式在全球发展加盟连锁和直营连锁。		分别在北京、上海、深圳、江苏、安徽、浙江成立了六家分公司和小尾羊调味品有限公司等三家子公司, 在全国已经有 612 家连锁店, 其中自营店 42 家。并走上国际化的道路, 分别在日本、澳大利亚、英国、阿联酋、越南等地开设了小尾羊火锅店。	
永和大王	永和大王是全国连锁快餐企业, 所经营的品均是符合中国人的口味的豆浆、油条、各种稀饭以及中式的小点心。该店设有专门的网站, 设有网上订货信箱, 开通 24 小时的电话送货热线, 只要你的手指轻轻地按下号码, 永和的员工就会以最快的速度把热乎乎的食品送到你的手上。		作为中式快餐领导品牌和中华美食传统的现代传承者, 永和和大王提供 50 多种中国传统各色美食, 涵盖了各色早餐正餐到小食等系列食品。		永和和大王在上海、北京、深圳、武汉、杭州、青岛、苏州等地共拥有 200 家连锁店, 是国内著名的中式快餐品牌。	
					1999 年连锁店年营业收入达到 4.2 亿元。2000 年营业收入 4.5 亿元。2004 年营业收入 6.5 亿元	
					内蒙古小尾羊原是一家经营不善、濒临破产、以火锅为主的餐饮公司, 2001 年创始人余佳荣斥资 300 万元买下了“小尾羊”商标经营使用权, 开始重新经营。小尾羊发展迅速, 2005 年营业收入已达 3.6 亿元, 连锁店 500 多家, 在 2005 年度中国餐饮百强企业排名中仅次于小肥羊位列全国第三。	
					2009 年永和和大王年营业收入达到了 3 亿元人民币。	

资料来源: 网站搜索, 宏源证券

表 2: 公司旗下主要门店盈利情况/万元

分公司	控股比例	2006		2007		2008		2009		2010	
单位: 万元		收入	净利润	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	14,905	5,101
老孙家饭庄	100%	5406	491	6173	518	6507	562	6852	57	7,344	(338)
五一饭店	100%	2535	395	2778	373	2972	425	2629	152	2,425	(72)
西安烤鸭店	100%	2675	349	2740	360	2700	370	2912	378	2,980	68
德发长酒店	100%	3789	359	4250	366	4485	403	4784	389	5,547	384
东亚饭店	100%	1697	342	1977	341	2219	446	2111	290	937	92
同盛祥饭庄	100%	2190	224	2565	264	2994	307	3848	477	4,580	509
解放路饺子店	100%	462	(39)	76	0	112		168	0	49	(2)
大香港	75%	-	180	-	180	-	324	-	172		585
合计		25211	3522	27633	3852	31441	4284	34806	3354	38767	6327
鲜达饮品公司	100%		(657)	56	(97)	56	(83)	56	(373)	56	(52)
永宁宫大酒店	100%	924	69	1455	(135)	1329	(424)	1353	(370)	1,547	(283)
桃李村饭店	100%	394	54	262	73	309	65	183	(9)	136	(36)
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)	134	(13)
老孙家筹建处	100%		(1044)		(1157)		(841)				1
合计		28758	2657	32420	3266	36341	3271	37557	2344	40639	6155
公司总部			(654)	171	186	212	(711)	148	2559	37	(1,724)

合计	28758	2003	32591	3452	36553	2560	37705	4903	40676	4431
投资收益		9		251		7		5264		30
合计	28758	2012	32591	3703	36553	2567	37705	10167	40676	4461

三、投资建议

经过此次的调研，更增强了我们认为公司管理层经营思路正在转变的信心。上市多年以来，公司与资本市场沟通较少的沟通较少的原因主要有两点：首先是这届管理班子大多 07 年才开始任职，之前的领导并没有借力资本市场；其次，公司之前的资产结构比较复杂，资产负债率高企，酒店、餐饮类资产经营参次不齐。经过这三年的资产调整，公司主业突出，做大作强老字号餐饮品牌的方向已定，这个时候有基础也有信心与资本市场共同谋求发展。

我们认为公司的资产优质，在不考虑外延扩张的基础上，现有的存量资产的经营仍具有很大的提振空间，老门店经营管理系统的升级、食品工业园销售渠道的改善都将帮助公司实现跨越式发展。同时，“三百工程”与外省扩张也正在积极推进，公司增量资产的发展也已迈开步伐，因此我们仍然维持之前的判断，即公司的存量资产已进入盈利释放周期，增量资产发展前景广阔，我们中长期看好公司的发展，预计 2011-2013 年 EPS0.33 元、0.44 元、0.51 元，对应 PE29 倍、22 倍、19 倍，维持买入评级。

财务报表及财务指标预测						2011年9月7日	股价: 9.64			
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	56,365	59,215	69,409	82,122	95,766	成长性				
减: 营业成本	22,065	24,280	27,278	31,207	37,349	营业收入增长率	5.1%	17.2%	18.3%	16.6%
营业税费	2,890	3,001	3,332	3,531	4,597	营业利润增长率	-79.8%	560.6%	32.9%	13.6%
销售费用	24,170	26,514	29,499	32,028	36,391	净利润增长率	-26.8%	93.4%	33.5%	13.8%
管理费用	3,437	3,340	3,540	3,285	3,831	EBITDA增长率	-60.3%	106.7%	31.0%	13.0%
财务费用	2,066	707	118	18	-64	EBIT增长率	-76.5%	340.5%	31.4%	12.9%
资产减值损失	250	42	-253	94	74	NOPLAT增长率	-36.6%	55.1%	31.8%	13.1%
加: 公允价值变动	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-17.5%	-3.9%	14.7%	10.6%
投资和汇兑收	5,264	30	3,100	-	-	净资产增长率	1.3%	15.9%	18.3%	17.6%
营业利润	6,752	1,362	8,996	11,960	13,590	利润率				
加: 营业外净收支	-209	3,553	-81	-68	-54	毛利率	59.0%	60.7%	62.0%	61.0%
利润总额	6,542	4,915	8,916	11,892	13,535	营业利润率	2.3%	13.0%	14.6%	14.2%
减: 所得税	1,723	1,254	2,229	2,973	3,384	净利率	5.8%	9.6%	10.8%	10.6%
净利润	4,700.1	3,439.7	6,652.0	8,878.0	10,103.7	EBITDA/营业收入	7.7%	13.6%	15.1%	14.6%
资产负债表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	3.5%	13.1%	14.6%	14.1%
货币资金	9,530	9,019	10,411	12,318	17,018	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	186	161	148	143
应收账款	2,799	1,460	1,735	2,053	2,394	流动营业资本周转天数	-62	-57	-46	-47
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	101	82	80	85
预付账款	2,742	984	1,041	1,232	1,436	应收账款周转天数	4	5	5	5
存货	3,070	3,471	3,470	4,106	4,788	存货周转天数	20	18	17	17
其他流动资产	-0	0	-	0	-	总资产周转天数	444	371	331	324
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	239	181	161	155
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	1,760	1,542	1,543	1,543	1,543	ROE	8.7%	13.7%	15.4%	14.9%
投资性房地产	-	3,660	3,660	3,660	3,660	ROA	5.1%	9.5%	11.1%	11.0%
固定资产	30,908	30,433	31,564	36,184	39,786	ROIC	10.1%	19.1%	26.2%	25.8%
在建工程	15,519	11,925	6,941	8,212	9,577	费用率				
无形资产	4,341	4,557	4,859	5,749	6,704	销售费用率	44.8%	42.5%	39.0%	38.0%
其他非流动资产	2,850	5,337	5,337	5,337	5,337	管理费用率	5.6%	5.1%	4.0%	4.0%
资产总额	73,519	72,388	70,561	80,394	92,243	财务费用率	1.2%	0.2%	0.0%	-0.1%
短期债务	12,590	9,990	3,315	1,304	-	三费/营业收入	51.6%	47.8%	43.0%	41.9%
应付账款	10,836	11,922	13,882	16,424	19,153	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	41.8%	30.8%	28.2%	26.4%
其他流动负债	6,202	6,113	6,928	7,310	7,719	负债权益比	71.7%	44.5%	39.2%	35.8%
长期借款	310	318	318	318	318	流动比率	0.53	0.86	0.98	1.17
其他非流动负债	1,987	1,895	2,127	2,127	2,127	速动比率	0.41	0.68	0.77	0.95
负债总额	31,925	30,237	21,724	22,637	24,335	利息保障倍数	2.93	77.38	674.10	#####
少数股东权益	635	745	779	821	868	分红指标				
股本	19,953	19,953	19,953	19,953	19,953	DPS(元)	1.50	-	-	-
留存收益	21,006	21,453	28,105	36,983	47,087	分红比率	87.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	41,595	42,151	48,838	57,757	67,908	股息收益率	15.6%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	4,700	3,440	6,687	8,919	10,152	EPS(元)	0.17	0.33	0.44	0.51
加: 折旧和摊销	3,552	3,900	324	383	447	BVPS(元)	2.11	2.45	2.89	3.40
资产减值准备	250	42	-253	94	74	PE(X)	55.9	28.9	21.7	19.0
公允价值变动损	-	-	-	-	-	PB(X)	4.6	3.9	3.3	2.8
财务费用	3,132	1,783	405	118	18	P/FCF	22.9	141.7	103.1	41.4
投资收益	-5,264	-30	-3,100	-	-	P/S	3.2	2.8	2.3	2.0
少数股东损益	119	221	35	41	48	EV/EBITDA	40.8	18.9	14.1	12.1
营运资金的变动	3,071	120	2,675	1,780	1,774	CAGR(%)	44.3%	66.0%	22.8%	40.5%
经营活动产生现	8,077	4,561	6,485	11,235	12,429	PEG	1.3	0.4	1.0	0.5
投资活动产生现	14,504	1,263	1,920	-5,604	-4,631	ROIC/WACC	0.9	1.7	2.3	2.2
融资活动产生现	-24,489	-6,335	-6,793	-2,028	-1,240	REP	5.9	3.1	2.0	1.7

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 jiahaozen@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。