



2009年01月23日

审慎推荐

食品饮料

中金公司研究部

分析员: 袁霏阳 yuanfy@cicc.com.cn

联系人: 孙轶佳 sunyj@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

承德露露 (000848/15.06 元)

盈利大幅增长前景仍可期待

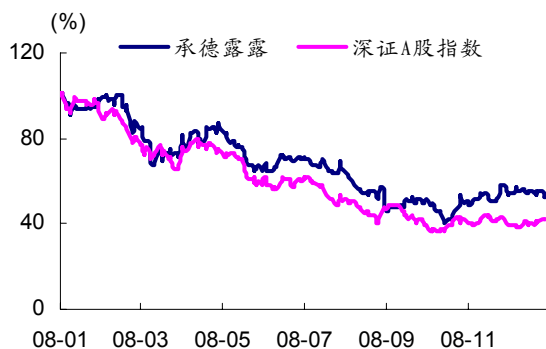
主要财务指标

(单位: 人民币百万元)	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E
主营业务收入	960	1,188	1,103	1,394	1,521	1,637	1,762
(+/-%)	-8.5	23.8	-7.1	26.4	9.1	7.6	7.6
主营业务利润	308	358	360	427	463	532	620
(+/-%)	-12.5	16.3	0.6	18.6	8.5	14.9	16.6
净利润	37	43	67	87	123	162	217
(+/-%)	31.5	15.7	55.6	30.8	41.0	31.8	33.5
每股收益 (元)	0.14	0.14	0.35	0.46	0.65	0.85	1.14
(+/-%)	31.5	-3.6	154.6	30.8	41.0	31.8	33.5
每股经营现金流 (元)	0.36	0.47	1.65	0.73	0.84	1.13	1.45
市盈率 (倍)	105.3	109.2	42.9	32.8	23.2	17.6	13.2
市净率 (倍)	5.1	6.2	5.6	4.9	4.5	4.1	3.6
股价/经营现金	42.1	32.1	9.1	20.6	17.9	13.3	10.4
EV/EBITDA (倍)	18.9	16.4	15.7	11.7	12.7	10.2	8.1
净资产收益率 (%)	5.1	6.0	14.1	15.9	20.9	24.8	29.2
投入资本回报率 (%)	2.7	3.4	6.5	10.7	15.1	18.8	23.0
股息收益率 (%)	1.8	0.0	0.7	2.7	2.8	3.4	4.5

A股

股票代码	000848CH
当前股价	人民币 15.06
日成交量 (百万股)	0.98
52周最高价/最低价	人民币 29.25/11.44
总市值 (百万元)	2862.695
发行股数 (百万股)	190
其中: 流通股 (百万股)	109
主要股东 (持股比例)	万向三农有限公司 (42.55%)

近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

要点

- ◆ **08 年业绩应与预期一致。**预计四季度公司可录得 0.38 亿元净利润, 同比增速为 35%, 盈利增长主要来自杏仁露销量持续增长以及毛利率水平提升。四季度杏仁露销售维持稳步增长态势, 预计收入同比增速仍有 8.5%。08 年 10 月产品提价、主要包装物成本下降以及所得税率降低, 推高利润率水平, 并使公司盈利持续快速增长。
- ◆ **09 年销售滑坡可能性较小。**目前, 公司产品主要销售地是在河北和北京, 两者累计约占公司销售收入 60%。根据终端调研反馈, 近期公司产品在北京与河北地区销量仍维持同比上升态势。同时, 露露餐饮消费占比仅为 10%, 餐饮景气度下滑对公司销售影响有限。露露前期积极拓展河北、东北等地二三线市场, 已在 09 年春节前夕初见成效, 并将成为未来销量增长主要来源。
- ◆ **产品提价, 销售未受影响。**08 年 10 月, 公司对主要产品再次提价, 提价幅度约为 4%。提价后, 产品销售未受影响。经销商反映, 根据以往经验, 露露产品在超市零售价有高低, 但低价并未换来销量优势。
- ◆ **09 年利润率提升空间仍将显著。**根据中金钢铁研究员估计, 09 年国内镀锡板均价将同比下跌 5-15%, 而占公司成本 51% 的马口铁罐价格也将随之下调。在现有盈利中, 我们仅保守预期公司 09 年马口铁罐采购成本同比下降 2%, 加之产品单价 4% 升幅, 公司 09 年毛利率将同比提高 2 个百分点。此外, 运输成本下降以及管理层费用控制意识强烈, 使得销售与管理费用率同比分别下降 0.3 个和 0.2 个百分点的假设很可能实现。因此, 即便销售收入同比未有增长, 通过毛利率提升与费用率压缩即可保证公司 09 年净利润同比增长 20% 以上。
- ◆ **维持“审慎推荐”。**我们维持 08-10 年每股收益分别为 0.65 元、0.85 元和 1.14 元的盈利预测, 对应 08、09 两年市盈率分别为 23.2 和 17.6 倍, 低于可比公司均值。同时, 基于公司良好的现金流状况, DCF 估值模型亦显示其 08 年末合理股价即已高达 19.78 元, 股息收益率预期则稳定在 3% 以上, 显示较高投资价值, 我们由此维持“审慎推荐”的投资评级。股价主要风险在于部分机构持仓成本较低。

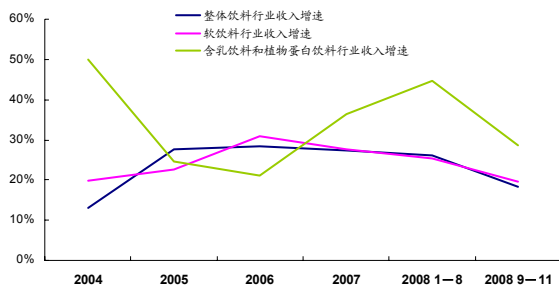
08 年业绩将符合预期

预计四季度公司可录得 0.38 亿元净利润, 同比增长 35%, 业绩增长主要来自杏仁露销量持续增长以及毛利率水平提升。四季度杏仁露销售维持稳步增长态势, 预计收入同比增速可达 8.5%。08 年 10 月产品提价、主要包装物成本下降以及所得税率降低, 推高利润率水平, 并使公司盈利持续快速增长。

09 年销售滑坡可能性较小

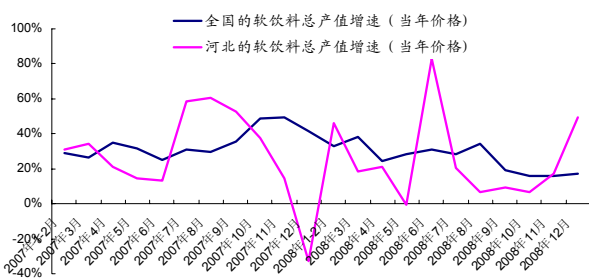
我们看到, 在金融危机逐步蔓延的 08 年四季度, 软饮料销售仍维持 19.5% 的同比增长, 含乳饮料销售增速达到 28.7%, 高于饮料行业平均水平, 显示出该细分市场良好的防御特性。同时, 河北地区软饮料销售收入在 08 年 12 月仍维持同比 49.7% 的高速增长。因承德露露销售收入占到河北省软饮料行业 18%, 河北地区软饮料销售高速增长有利于露露销售的稳定性。

图 1: 08 年四季度含乳及植物蛋白饮料仍保持快速增长



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图 2: 08 年 12 月河北软饮料企业销售仍保持快速增长



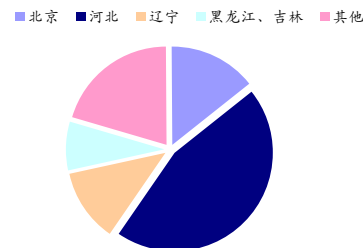
资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

09 年露露销售收入稳定增长的预期仍在。目前, 露露的主要销售区域为河北和北京, 两者累计约占公司销售收入 60%。根据终端调研反馈, 09 年春节旺季, 露露在北京、石家庄等大型城市的销售收入与去年同期基本持平, 显示公司产品在原有市场上的高忠诚度和稳定性。同时, 公司产品餐饮销售占比仅为 10%, 餐饮业景气度下滑对其影响有限。此外, 公司正在积极拓展河北和东北等地二、三线城市, 09 年春季旺季已初见成效, 在张家口、廊坊等地销售收入增速较快, 新市场拓展将使露露 09 年销售仍有望保持稳定增长态势。

08 年 10 月, 公司对主要产品再次提价, 提价幅度约为

4%。提价后, 产品销售未受影响, 印证了补丁市场消费者价格敏感度较低的结论。同时, 经销商也反映根据以往经验, 露露产品在超市零售价有高低, 但低价并未换来销量优势。

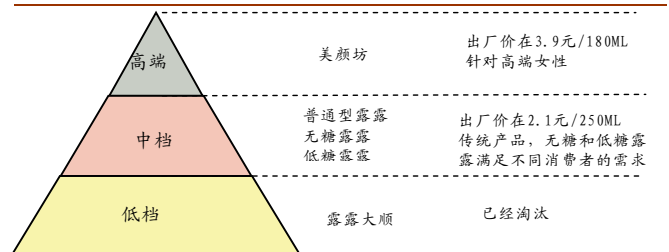
图 3: 露露产品主要销售区域



资料来源: 中金公司研究部

虽然公司目前产品仍为传统露露牌杏仁露, 但已开始新产品拓展。2008 年 3 月, 公司推出高端新产品“美颜坊”, 由大 S 为其形象代言人, 产品定位于高端年轻时尚女性消费者, 180ML 包装, 出厂价是普通产品两倍, 毛利率比普通产品至少高出 10 个百分点。同时, 公司也在积极开发适合不同季节饮用的杏仁露产品, 并有进一步向其他植物蛋白饮品进军的设想, 产品多元化开发为公司销售收入持续增长提供动力, 同时也使公司毛利率持续提升成为可能。虽然目前“美颜坊”由于上市时间较短, 销量较小、营销投入较大, 仍未实现盈利, 但我们预计其 08 年亏损幅度将小于 1000 万元, 不会对公司盈利带来太大压力。

图 4: 公司产品结构



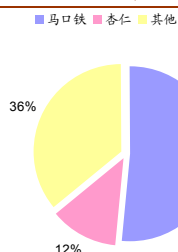
资料来源: 中金公司研究部

09 年利润率提升空间仍将显著

目前, 公司主要生产成本为马口铁罐, 2008 年马口铁罐占公司成本比重约为 51%。08 年下半年以来, 公司马口铁采购已采用“随行就市”方式。马口铁罐主要原材料为镀锡板, 2008 年 8 月以来, 镀锡板价格大幅度回落也使马口铁罐采购成本相应降低。根据钢之家报价, 23*878*900 镀锡板价格由 2007 年 8 月 1 日 10600 元/吨, 大幅降至 2009 年 1 月 21 日 8200 元/吨。而且, 根据中金钢铁研究员预测, 09 年镀锡板钢材料均价将同比下跌 5-15%。所以, 在偏乐观的均价下跌 10% 的假设下, 09 年镀锡板均价为 8667 元/吨, 对应的毛利率水平为 33.5%; 在最悲观的镀锡板价格同比上涨 5% 的前提下, 09 年镀锡板均价维持在 10112 元/吨, 对应的 09 年毛利率预测为 30.9%。但从目前行情来看, 08 年镀锡板价格最高点仅为 10600 元/吨, 最悲观假设不可能实现。目前,

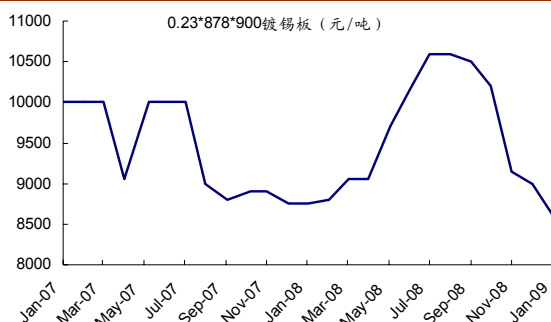
我们假设 09 年镀锡板均价同比下跌 4%至 9245 元,公司马口铁罐采购价格同比下降 2%,略低于镀锡板降幅,这一假设仍显得保守。在产品提价 4%和马口铁罐采购价格同比下降 2%的假设下,公司 09 年毛利率可达 32.5%,同比提高 2 个百分点。

图 5: 公司成本结构 (2008 年 10 月提价前)



资料来源：中金公司研究部

图 6: 宝钢 0.23*878*900 镀锡板报价



资料来源：钢之家，中金公司研究部

表 1: 公司毛利率敏感性分析

	非常 悲观情况	悲观 情况	目前 假设	基本 情况	乐观 情况
09 年镀锡板均价	10112	9630	9245	9149	8667
09 年镀锡板同比涨幅	5.0%	0.0%	-4.0%	-5.0%	-10.0%
09 年马口铁罐同比涨幅	2.5%	0.0%	-2.0%	-2.5%	-5.0%
09 年毛利率水平	30.9%	31.8%	32.5%	32.7%	33.5%

注：假设镀锡板价格上涨 1%，马口铁罐价格仅上涨 0.5%，镀锡板价格下跌 1%，马口铁罐价格下跌 0.5%。

资料来源：中金公司研究部

此外，我们预期 2008 年公司销售费用率仍有 14.8%，对比其他补丁市场公司，如旺旺食品 11.5-12.5%的销售费用率，露露销售费用率压缩空间仍高达 2-3 个百分点。我们预计，公司 09 年销售和管理费用率仍不可能达到旺旺的水平，但将呈现逐步压缩态势。其中，由于成品油价格下跌、养路费取消以及渠道投入节省，我们保守估计公司 09 年营销费用率可同比下降 0.3 个百分点。管理费用上，09 年公司亦可通过压缩行政开支缩减管理费用率至 06 年 3.2%的水平，即同比下降 0.2 个百分点。

综上，毛利率提升加上费用率节省，公司 09 年税前利润率升幅预计可达 2.5 个百分点。即在 08 年税前利润率 11.4%的基础上，即便收入不增长，09 年净利润提升空

间亦有 20%以上。考虑到公司 09 年马口铁采购价格下跌幅度仍有超出预期的可能，利润率回升成为公司 09 年盈利持续快速增长的重要源泉。

表 2: 公司费用率水平及假设

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1H2008	2008E	2009E
营业费用	159.09	215.39	156.03	165.23	158.82	172.30	134.89	134.89	237.32
占有销售收入比重	14.8%	20.5%	16.3%	13.9%	14.4%	12.4%	14.9%	14.8%	14.5%
广告费	41.60	78.57	64.77	51.39	47.08	82.92	32.51		
占有销售收入比重	3.9%	7.5%	6.8%	4.3%	4.3%	5.9%	3.6%		
物流费用	32.25	34.75	N/A	N/A	31.45	43.83	25.53		
占有销售收入比重	3.0%	3.3%	N/A	N/A	2.9%	3.1%	2.8%		
财务费用	6.18	12.4	12.1	9.59	19.66	12.35	4.14		
资产负债率	33.3%	32.5%	31.8%	35.2%	52.8%	45.1%	35.4%	44.8%	44.8%
管理费用	35.44	35.44	35.44	35.44	35.44	37.19	51.70	51.70	51.70
管理费用率	3.3%	3.4%	3.7%	3.0%	3.2%	2.5%	4.1%	3.4%	3.2%

资料来源：中金公司研究部

从管理层释放盈利的意愿来看，由于其薪酬已与盈利增速挂钩，这就使得公司利润增长动力依旧。同时，09 年 6 月 8 日，万向集团股权解禁，目前 15.8 元的股价相对万向集团 3.46 元的持仓成本，年度复合收益率仅为 28.8%，这在万向集团各项中收益率并不算高，所以在现有资本市场低迷的情况下，万向通过二级市场抛售股票并非英名之举动，这就使得其对露露业绩持续增长的需求依然强烈。08 年万向集团帮助露露打造高端产品“美颜坊”，也体现了万向集团投资的长期性。

表 3: 万向集团持仓成本分析

时间	受让方	转让方	转让股份	股份转让价 (元)
2003 年	深圳市万向投资有限公司	露露集团有限责任公司	67,405,000.00	4
2004 年	万向三农有限公司	深圳通联投资有限公司 (原名: 深圳万向)	67,405,000.00	2.93

时间	年度分红计划	股本	每股成本 (元)
2004 年 5 月	2003 年度获得分红: 每股税后 0.16 元	67,405,000	3.84
2005 年 5 月	2004 年度获得分红: 每股税后 0.16 元, 转增 0.2 股	80,886,000	3.07
2006 年 6 月	股改上市日, 万向三农支付对价 6846.84 万元	80,886,000	3.91
2007 年 6 月	2006 年度获得分红: 每股税后 0.09 元	80,886,000	3.82
2008 年 5 月	2007 年度获得分红, 每股税后 0.36 元	80,886,000	3.46

资料来源：中金公司研究部

09 年原本预期的股权激励计划实施可能性较低，这是因为目前管理层就股权激励的业绩增长幅度和标准、股权激励方式（现金还是股权）等问题尚未与大股东达成一致，同时，低迷的资本市场也将相应推迟这一激励计划的实施。

维持“审慎推荐”的投资评级

我们维持 08-10 年每股收益分别为 0.65 元、0.85 元和 1.14 元的盈利预测，对应 08、09 两年市盈率分别为 23.2 和 17.6 倍，低于可比公司均值。此外，基于公司良好的现金流状况，DCF 估值模型亦显示其 08 年末合理股价即已高达 19.78 元，股息收益率预期则稳定在 3%以上，显示出较高投资价值，我们由此维持“审慎推荐”的投资评级。股价主要风险在于部分机构持仓成本较低。

附表 1：盈利预测假设及财务报表

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	(单位: 人民币百万元)	2003 A	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E
销售收入							损益表								
杏仁露							主营业务收入	1,049	960	1,188	1,103	1,394	1,521	1,637	1,762
销售单价 (百元/吨)	60.5	59.9	63.9	66.7	69.4	72.2	主营业务利润	351	308	358	360	427	463	532	620
(+/-%)		-1.0%	6.6%	4.5%	4.0%	4.0%	营业费用	215	156	165	159	172	225	237	250
销量 (万吨)	20	18	22	23	24	24	管理费用	45	44	58	52	43	52	54	55
(+/-%)		-6.1%	17.9%	5.0%	3.5%	3.5%	营业利润	84	101	126	140	202	184	238	313
销售收入 (百万元)	1186.6	1102.4	1385.8	1520.5	1636.7	1761.7	财务费用	12	12	10	20	12	11	11	11
(+/-%)		-7.1%	25.7%	9.7%	7.6%	7.6%	税前利润	61	64	96	120	157	173	227	302
其他							净利润	28	37	43	67	87	123	162	217
销售收入 (百万元)	1.0	0.9	8.4	0.0	0.0	0.0	每股盈利 (元)	0.11	0.14	0.14	0.35	0.46	0.65	0.85	1.14
(+/-%)		-7.2%	807.7%				每股股利 (元)	0.20	0.20	-	0.10	0.40	0.42	0.51	0.68
总计 (百万元)	1187.6	1103.3	1394.1	1520.5	1636.7	1761.7	现金流量表								
(+/-%)	-7.1%	26.4%	9.1%	7.6%	7.6%	7.6%	经营活动现金流净额	80	93	146	314	139	160	215	276
销售成本							投资活动现金流净额	-27	-6	-10	-245	-73	-10	-10	-10
杏仁露							融资活动现金流净额	31	-60	-318	-29	-144	-87	-91	-109
杏仁露采购总成本 (百万元)	95.7	83.2	132.2	143.7	157.4	164.6	货币资金增加额	84	27	-182	40	-79	62	113	157
(+/-%)	-13.0%	58.8%	8.8%	9.5%	4.6%	4.6%	货币资金期初余额	299	383	410	228	268	189	251	365
关联杏仁采购单价 (元/吨)	17450	22220	21880	23193	24352	24352	货币资金期末余额	383	410	228	268	189	251	365	522
(+/-%)	27.3%	-1.5%	6.0%	5.0%	0.0%	0.0%	资产负债表								
杏仁数量 (万吨)	0.55	0.37	0.60	0.62	0.65	0.68	货币资金	383	410	228	268	189	251	365	522
(+/-%)	-31.7%	61.2%	2.6%	4.3%	4.6%	4.6%	应收账款	8	29	22	6	1	1	1	1
印铁采购总成本 (百万元)	462.6	415.2	489.6	559.7	567.7	578.8	存货	122	89	150	126	160	175	182	189
(+/-%)	-10.2%	17.9%	14.3%	1.4%	1.9%	1.9%	长期投资	27	24	22	58	36	36	36	36
关联铁罐采购价格 (元/个)	0.590	0.564	0.564	0.614	0.602	0.593	固定资产	449	413	386	336	307	243	219	198
(+/-%)	-4.4%	0.0%	8.9%	-2.0%	-1.5%	-1.5%	无形资产	82	74	65	62	41	32	22	13
直接人工费用 (百万元)	82.9	74.3	95.9	100.7	108.4	114.4	资产合计	1,145	1,118	1,165	1,081	1,064	1,148	1,259	1,407
(+/-%)	-10.4%	29.1%	5.0%	7.6%	5.6%	5.6%	短期借款	210	215	258	250	150	150	150	150
其他制造费用 (百万元)	188.0	170.0	241.5	253.5	271.6	283.9	应付帐款	61	62	68	144	143	157	164	169
(+/-%)	-9.6%	42.0%	5.0%	7.1%	4.5%	4.5%	应付股利	2	4	-	5	1	5	22	55
单位成本 (百元/吨)	42.3	40.4	44.2	46.4	46.9	46.8	应交税金	30	9	27	35	13	14	14	15
(+/-%)	-4.6%	9.5%	5.0%	0.9%	-0.2%	-0.2%	长期借款	-	-	-	-	-	-	-	-
成本总额 (百万元)	829.2	742.7	959.2	1057.7	1105.1	1141.8	股本	259	259	311	190	190	190	190	190
(+/-%)	-10.4%	29.1%	10.3%	4.5%	3.3%	3.3%	储备和未分配利润	483	468	408	283	357	401	466	552
其他							负债和所有者权益合计	1,145	1,118	1,165	1,081	1,064	1,148	1,259	1,407
成本总额 (百万元)	0.8	1.0	8.4												
(+/-%)	29.2%	724.4%													
总计 (百万元)	830.0	743.7	967.5	1057.7	1105.1	1141.8									
(+/-%)	-10.4%	30.1%	9.3%	4.5%	3.3%	3.3%									
毛利率	30.1%	32.6%	30.6%	30.4%	32.5%	35.2%									
销售费用	165.2	158.8	172.3	225.0	237.3	250.2									
销售费用率	13.9%	14.4%	12.4%	14.8%	14.5%	14.2%									
管理费用	58.1	52.4	42.9	51.7	54.0	54.6									
管理费用率	4.9%	4.8%	3.1%	3.4%	3.3%	3.1%									

资料来源：中金公司研究部

附表 2：公司 2009 年每股收益对收入的敏感性分析

	销量同比增速				
	-10.0%	-5.0%	3.5%	5.0%	10.0%
09年EPS	0.73	0.78	0.85	0.87	0.91
同比增速	12.9%	19.9%	31.8%	33.9%	40.9%

资料来源：中金公司研究部

附表 3：DCF 估值

人民币：百万元	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
息税前利润	184	238	313	344	378	416	458	504	554	609
同比变化 (%)		29.3%	31.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
自由现金流	143	197	256	282	310	341	375	412	454	499
同比变化 (%)		37.7%	30.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
期末增长率		2.0%								
加权资本成本		12.0%								
税后债务成本率		4.5%								
股本成本率		12.0%								
无风险回报率		4.5%								
风险补偿率		7.5%								
Beta 系数		1.0								
最优资本结构		0.0%								
自由现金流贴现值										1,853
期末价值折现金额										1,836
企业价值										3,689
净现金 (债务)										70
权益价值										3,759
每股价值 (元)										19.78

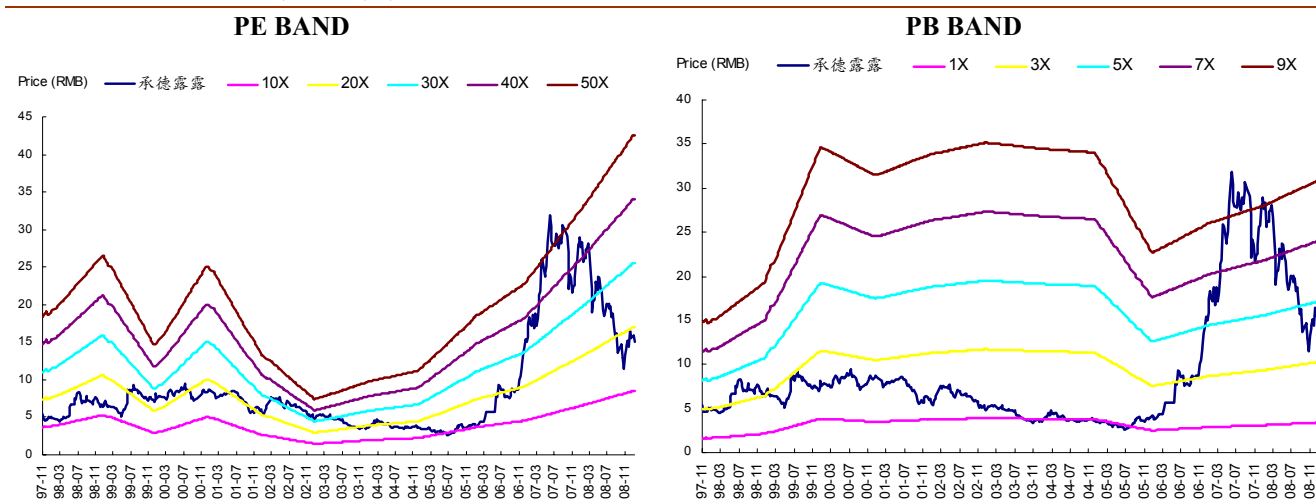
资料来源：中金公司研究部

附表 4: 行业可比公司估值表

公司 (截至于2009-1-22)	代码	投资评级	收入 复合增长率 (08-10 %)	每股收益 复合增长率 (08-10 %)	PEG 2008 PER/08-10 CAGR	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
						2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
A股																				
可选消费类																				
贵州茅台	600519.SH	审慎推荐	12.3%	14.4%	1.33	19.1	16.2	14.6	7.4	5.4	4.2	40.0	34.8	29.9	0.8	1.5	1.7	12.5	10.8	9.8
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	11.5%	38.3%	0.78	29.7	18.4	15.5	4.8	3.8	3.0	16.1	20.6	19.7	0.0	0.0	0.0	13.0	8.2	6.9
张裕A	000869.SZ	中性	13.5%	18.6%	1.25	23.2	19.1	16.5	8.6	7.7	7.0	36.9	40.4	42.5	3.9	4.8	5.5	16.2	13.2	11.4
金枫酒业	600616.SH	中性	n.m.	0.3%	n.m.	19.2	20.6	19.1	4.2	3.7	3.3	22.1	18.2	17.4	1.8	1.8	1.8	14.3	12.9	12.2
古越龙山	600059.SH	中性	13.4%	8.6%	3.71	31.9	27.4	27.1	2.4	2.3	2.2	7.7	8.6	8.3	2.5	2.9	3.0	13.0	11.6	11.4
可选消费类平均			12.7%	16.0%	1.54	24.6	20.3	18.6	5.5	4.6	4.0	24.6	24.5	23.5	1.8	2.2	2.4	13.8	11.3	10.3
低价快消类																				
三全食品	002216.SZ	中性	16.2%	18.8%	1.72	32.2	27.6	22.8	3.1	2.8	2.5	9.7	10.2	11.0	0.0	0.0	0.0	18.0	13.9	11.0
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	7.6%	32.7%	0.71	23.2	17.6	13.2	4.5	4.1	3.6	20.9	24.8	29.2	2.8	3.4	4.5	12.7	10.2	8.1
青岛啤酒	600600.SH	中性	12.3%	28.3%	1.35	38.3	29.3	23.3	4.1	3.8	3.5	10.7	12.9	14.8	1.3	1.8	2.2	12.0	9.9	8.6
燕京啤酒	000729.SZ	中性	13.7%	18.7%	1.56	29.3	24.9	20.8	2.4	1.8	1.6	6.0	6.5	7.4	1.4	1.6	1.9	11.0	9.2	8.2
双汇发展	000895.SZ	中性	8.8%	19.0%	1.43	27.1	20.6	19.2	7.9	7.0	6.5	29.0	33.8	33.9	3.2	4.2	4.5	15.5	11.9	11.0
伊利股份	600887.SH	审慎推荐	7.5%	n.m.	n.m.	n.m.	19.8	15.5	2.9	2.6	2.3	n.m.	13.2	15.0	0.0	1.1	1.6	n.m.	7.1	5.8
光明乳业	600597.SH	回避	0.1%	n.m.	n.m.	n.m.	55.4	36.6	2.3	2.3	2.2	n.m.	4.1	5.9	0.0	0.4	1.1	n.m.	10.0	8.2
低价快消类平均			9.5%	23.5%	1.28	30.0	27.9	21.6	3.9	3.5	3.2	15.3	15.0	16.7	1.2	1.8	2.3	13.8	10.3	8.7
A股覆盖总体平均			10.6%	19.8%	1.38	27.3	24.7	20.3	4.6	3.9	3.5	19.9	19.0	19.6	1.5	2.0	2.3	13.8	10.7	9.4

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

附图 1: 历史价格市盈率、市净率区间



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。