

中低档酒表现亮眼

事件：上半年销售收入同比增长4.43%，利润总额同比增长11.5%，归属于公司净利润同比增长15%。中期每股收益0.61元，其中华西证券贡的投资收益折合每股0.086元。

研究结论

- **中低档酒表现亮眼：**中低档酒在剔除特曲收入的口径下，仍录得 35.8% 的高增长，弥补了整体收入的波动；这得益于公司在节后审时度势，针对头曲等中档酒做了大量促销，使得中低端酒的价格中枢上升，毛利率同比提升了 8%。一季度国窖 1573 实行控量保价，4 月份才缓慢放量；而泸州特曲 4 月份出厂价由 128 元（含 10 元保证金）提高至 135 元（含 7 元保证金），提升幅度约 10%，提价对销量略有负面影响；因此上半年高档酒计入特曲收入后仍同比下滑了 4000 万。
- **多因素提升二季度毛利率：**二季度单季毛利率高达 66.7%，同比上升 7.9%。我们判断有以下几点原因：一是在前期控量措施下，高端酒的销售比例相对去年同期上升；二是特曲去年 11 月和今年的两次提价提升了高端酒毛利率；三是中低档酒毛利率的提高。
- **管理营销领先，蛰伏待发：**上半年高端酒销售下滑，消费税同比下降 1600 万。以 60% 对外销售价格计算，消费税和城建附加带来的主营税金增量对 09、10 年的影响约为 1.53 和 3.66 亿；国窖 1573 每瓶（500ml）提高约 60—70 元可抵消。消费税的加强征收对今、明两年的业绩略有负面影响，但更有利于发挥优胜劣汰机制，提高行业集中度。公司的精细化管理和销售体系领先行业，加上后续实施股权激励的预期，必将在下一轮消费升级浪潮中再次爆发。
- **下半年会更好，维持买入评级：**去年四季度的高端白酒消费和股市成交量迅速下滑，下半年业绩增速将逐季提升。上半年华西证券确认了 1.6 亿的投资收益，预计下半年股市成交量不会出现大幅下滑，上调全年投资收益至 2.75 亿，同比增长 60%。根据新消费税政策，调整 09 年、10 年的每股盈利预测分别至 1.1 和 1.29 元，目前股价对应的 PE 为 28.8x 和 24.6x，维持买入评级；目标价 34.4 元。

风险因素：

- 高端需求的回暖
- 特曲提价步伐过快，导致其和终端需求脱节的风险
- 国窖 1573 迫于税收压力提价而导致销量波动



东方证券
ORIENT SECURITIES

林 静

食品饮料行业分析师

8621-63325888 × 6077

linjing@orientsec.com.cn

邓宏光

研究主管

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 7 月 29 日) 31.78 元

目标价格 (6 个月) 34.4 元

总股本/A 股 (万股) 139424/71533

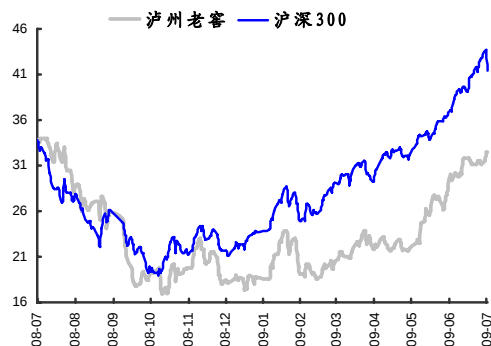
A 股市值 (百万元) 44301

国家/地区 中国

行业 食品饮料

报告日期 2009 年 7 月 30 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	7.4	30	-4
相对表现 (%)	-5.7	-2.7	-26.5

资料来源：WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3798	4485	5618	6921
主营业务利润	2246	2578	3098	3815
净利润 (百万)	1267	1524	1798	2220
每股收益 (元)	0.91	1.10	1.29	1.60
净资产收益率	36.4%	37.4%	37.3%	38.4%
每股经营现金	0.58	0.94	1.03	1.23
市盈率 (X)	35.00	28.88	24.59	19.91
市净率 (X)	12.74	10.79	9.17	7.64

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2532	3449	4334	5559
现金	704	1128	1584	2200
应收账款	28	46	57	70
其它应收款	21	27	32	41
预付账款	61	122	119	160
存货	1189	1460	1751	2114
其他	529	666	790	973
非流动资产	2561	2768	2926	3099
长期投资	1343	1500	1575	1654
固定资产	791	774	799	842
无形资产	299	319	347	373
其他	129	175	205	230
资产总计	5093	6217	7260	8658
流动负债	1599	2104	2423	2861
短期借款	0	0	0	0
应付账款	132	181	206	256
其他	1467	1923	2217	2605
非流动负债	2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	2	0	0	0
负债合计	1600	2104	2423	2861
少数股东权益	15	5	1	-5
股本	1394	1394	1394	1394
资本公积	351	351	351	351
留存收益	1733	2363	3092	4057
归属母公司股东权益	3478	4108	4837	5802
负债和股东权益	5093	6217	7260	8658
现金流量表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1212	1307	1435	1719
净利润	1267	1526	1800	2223
折旧摊销	84	89	97	107
财务费用	2	-21	-31	-43
投资损失	-172	-275	-330	-396
营运资金变动	74	11	-109	-178
其它	-44	-24	8	6
投资活动现金流	-383	-4	65	116
资本支出	-94	98	150	161
长期投资	520	150	75	79
其他	43	245	290	356
筹资活动现金流	-500	-878	-1044	-1219
短期借款	-254	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	523	0	0	0
资本公积增加	-352	0	0	0
其他	-416	-878	-1044	-1219
现金净增加额	330	425	456	616

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3798	4485	5618	6921
营业成本	1289	1502	1834	2194
营业税金及附加	263	404	685	911
主营业务利润	2246	2578	3098	3815
营业费用	513	578	736	900
管理费用	227	265	326	394
财务费用	2	-21	-31	-43
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	172	275	330	396
营业利润	1676	2032	2397	2960
营业外收入	11	0	0	0
营业外支出	34	0	0	0
利润总额	1654	2032	2397	2960
所得税	387	508	599	740
净利润	1267	1524	1798	2220
少数股东损益	1	-10	-4	-6
归属母公司净利润	1266	1534	1802	2226
EBITDA	1762	2100	2463	3024
EPS (元)	0.91	1.10	1.29	1.60
成长能力				
营业收入	29.8%	18.1%	25.3%	23.2%
营业利润	57.7%	21.2%	18.0%	23.5%
归属于母公司净利润	63.7%	21.2%	17.5%	23.5%
获利能力				
毛利率	66.1%	66.5%	67.3%	68.3%
净利率	33.3%	34.2%	32.1%	32.2%
ROE	36.4%	37.4%	37.3%	38.4%
偿债能力				
资产负债率	31.4%	33.7%	33.2%	32.9%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.58	1.64	1.80	1.95
速动比率	0.84	0.96	1.08	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.79	0.84	0.87
应收账款周转率	67	107	110	109
应付账款周转率	8.53	9.69	9.63	9.67
每股指标 (元)				
每股收益	0.91	1.10	1.29	1.60
每股经营现金流	0.58	0.95	1.03	1.23
每股净资产	2.49	2.94	3.47	4.16
估值比率				
P/E	35.00	28.88	24.59	19.91
P/B	12.74	10.79	9.17	7.64
EV/EBITDA	24	20	17	14

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

林静：食品饮料行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

邓宏光：研究主管

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn