

白酒

黄巍

0755-82026732

huangwei1@cjis.cn

贵州茅台

600519

强烈推荐

茅台提价时间和节奏符合预期

2009 年 12 月 7 日贵州茅台公布：鉴于产品原辅材料价格上涨、市场供求状况以及企业发展战略需要等因素，公司决定自 2010 年 1 月 1 日起适当上调贵州茅台酒出厂价格，平均上调幅度约为 13%。

投资要点：

- **茅台提价时间和节奏符合预期。**印证我们此前的两点判断：**1) 高端白酒提价集中在年底至来年初。**茅台提价执行时间从 2010 年 1 月 1 日开始，再次印证我们对行业提价时间段的判断；**2) 茅台提价将领先其他高端酒。**作为高端白酒中提价空间和能力最大的企业，其提价动向影响到五粮液和泸州老窖的提价行动，其提价行为具备行业领先意义。**我们预计，五粮液和国窖 1573 将继茅台之后陆续提价，幅度在 30 元水平。此外，老窖特曲 2010 年中将提价 20 元至 168 元。**
- **茅台提价行为具备持续性。**提价之后茅台的零售价和出厂价价差幅度为 54%，高于行业其他一线公司（提价前：35%；提价后：27%）的价差幅度，出厂价具备提升空间；此外，参考我国人均 GDP 的未来发展规划和国外 XO 的零售价格，茅台零售价看涨至少到 1000 元。基于经济后续持续增长的假设，我们认为茅台在出厂价和零售价均有明显提升空间的判断下，其提价行为具备持续性，未来数年量价齐升格局可以得到延续。
- **产能仍可翻倍，未来增量可完全消化。**长期产能可达 4.5 万吨，较目前产能扩张一倍。我们认为，两个方式可完全消化未来增量：**1) 增加专卖店数量。**截止 2008 年底，茅台专卖店为 808 个，按照茅台曾经规划每一个县级行政区至少有一个专卖店，截止目前我国有 2860 个县级行政区，专卖店扩张至少还有 2 倍的空间；**2) 消费升级长期利多。**随着人均收入水平提高，以全国 1 亿城市家庭年送礼或消费 1 瓶茅台计算，即可消化 5 万吨茅台，大于公司长期产能供给。
- **目标价 238 元，维持“强烈推荐”评级。**我们调整公司 2009~2011 年 EPS 为 5.22 元、6.80 元和 8.59 元，作为高端白酒基本面最好的上市公司，以及增长的高确定性，我们以 2010 年 35 倍 PE 来估其未来一年目标价，对应为 238 元，维持“强烈推荐”评级。

6-12 个月目标价： 238.00 元

当前股价： 170.00 元

评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3330.00
总股本(百万)	944
流通股本(百万)	944
流通市值(亿)	1605
EPS (TTM)	4.61
每股净资产(元)	14.77
资产负债率	27.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
贵州茅台	3.96	39.87	35.55
上证综合指数	-16.80	8.65	37.34



相关报告

贵州茅台系列报告之一（行业篇）：高端白酒消费趋势可以延续到 2020 年 2008/11/13

贵州茅台系列报告之二（公司篇）：看得见的持续增长 2008/11/14

贵州茅台：持续确定性增长 下半年实际经营情况将更好 2009/08/07

贵州茅台：势品牌基础成行茅台量价齐升趋势 2009/09/08

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	8242	10208	13017	16187
同比(%)	14%	24%	28%	24%
归属母公司净利润(百万元)	4001	5146	6665	8391
同比(%)	34%	30%	30%	26%
毛利率(%)	90.3%	90.7%	91.5%	92.0%
ROE(%)	33.8%	32.7%	32.0%	31.0%
每股收益(元)	4.03	5.22	6.80	8.59
P/E	40.68	31.38	24.09	19.06
P/B	13.75	10.25	7.72	5.90
EV/EBITDA	27	21	16	13

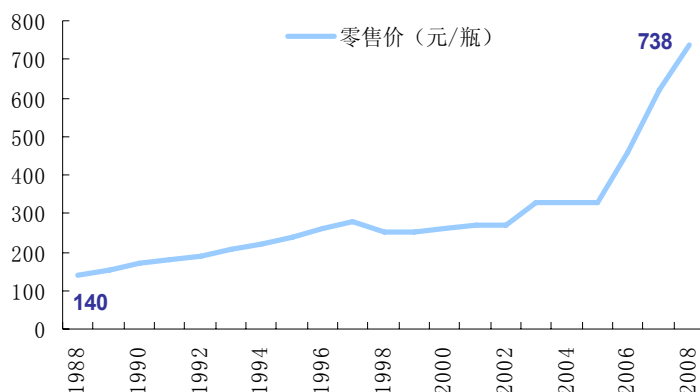
资料来源：中投证券研究所

一、茅台提价时间和节奏符合预期

表格 1 贵州茅台历史零售价格持续上涨

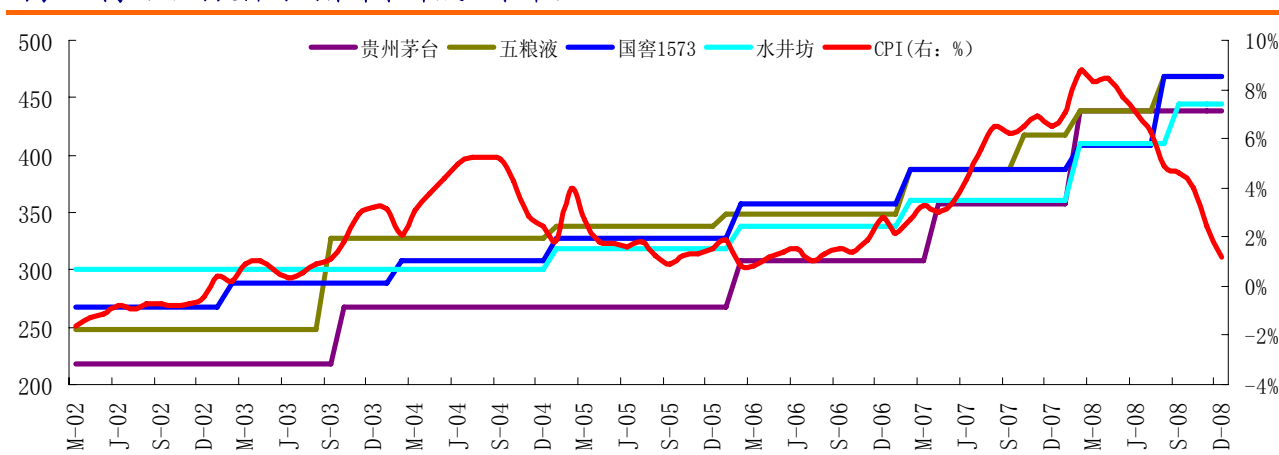
时间	零售价格
解放初期	1 元/斤
80 年代初	8 元/斤
1986	8 元+120 张侨汇券
1987	128 元
1988	140 元

备注：侨汇券：1980 年代，国家为了吸收外汇，鼓励国外的华侨、港澳同胞向国内寄钱，换成人民币后就可获得侨汇券。1986 年，1 张侨汇券大致对应 1 元人民币



资料来源：中投证券研究所

图表 1 高端白酒提价时间集中在年底至来年初



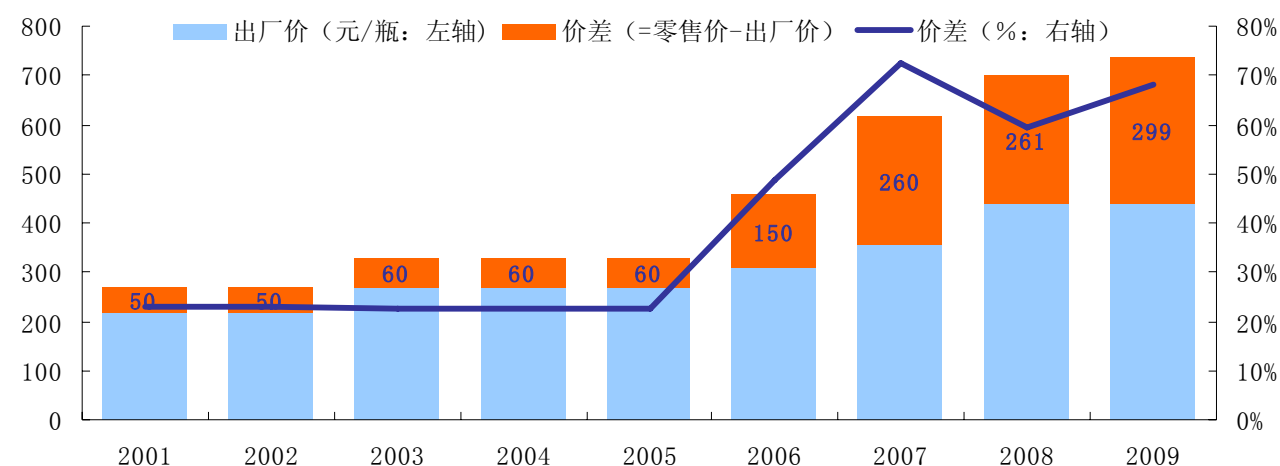
资料来源：中投证券研究所

表格 2 茅台酒提价历程表

提价时间	高度酒 (元/瓶)	提价幅度 (元/瓶)	低度酒 (元/瓶)	提价幅度 (元/瓶)
2001 年 8 月	218	40	148	20
2003 年 10 月	268	50	198	50
2006 年 2 月	308	40	228	30
2007 年 4 月	358	50	258	30
2008 年 1 月	439	81	298	40
2010 年 1 月	499	60	338	40

资料来源：中投证券研究所

图表 2 贵州茅台高度酒出厂价与零售价及价差幅度历史统计



资料来源：中投证券研究所

表格 3 高端酒出厂价与终端价价差 (元/瓶)

	出厂价	终端价	价差幅度
53 度茅台	499.00	768.00	53.91%
52 度国窖 1573	468.00	628.00	34.19%
52 度五粮液	469.00	638.00	36.03%
52 度水井坊	438.00	550.00	25.57%

资料来源：中投证券研究所

茅台提价时间和节奏符合预期。印证我们此前的两点判断：

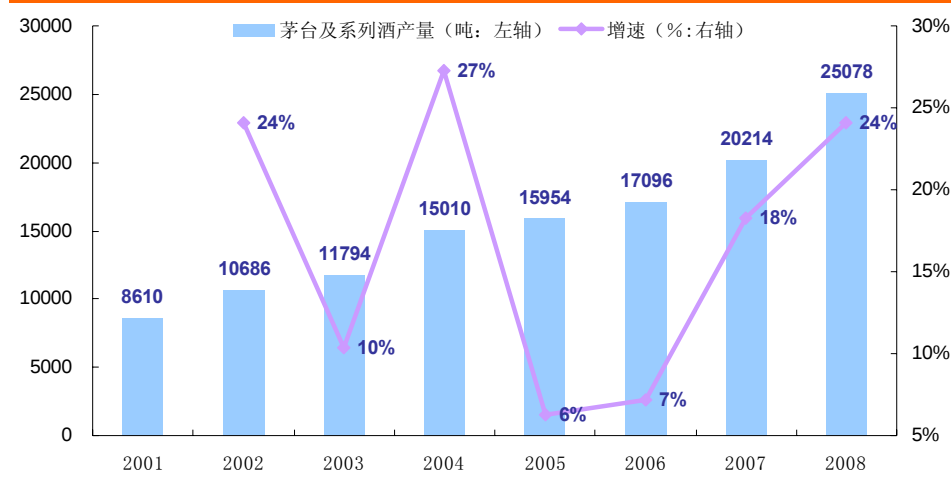
1) 高端白酒提价集中在年底至来年初。茅台提价执行时间从 2010 年 1 月 1 日开始，再次印证我们对行业提价时间段的判断；

2) 茅台提价将领先其他高端酒。作为高端白酒中提价空间和能力最大的企业，其提价动向影响到五粮液和泸州老窖的提价行动，其提价行为具备行业领先意义。

我们预计，五粮液和国窖 1573 将继茅台之后陆续提价，幅度在 30 元水平。此外，老窖特曲 2010 年中将提价 20 元至 168 元。

二、茅台产销量会稳步上升

图表 3 贵州茅台及系列酒历年产量



资料来源：中投证券研究所

十一五规划的产能建设完毕之后，茅台酒的产能将达到 **25000 吨** 的水平。若是结合 1 吨高度酒可以出更多的低度酒及系列酒，25000 吨的产能可以支撑 35000 吨商品酒的年产量，此外收购的习酒产能也在 5000 吨左右。

对于茅台增量酒的消化，我们认为可以从两个角度考虑：

- ✧ 一个是区域营销的深度，表现为经销商数量和专卖店数量的增加；
- ✧ 一个是收入水平提高所带来的消费升级。

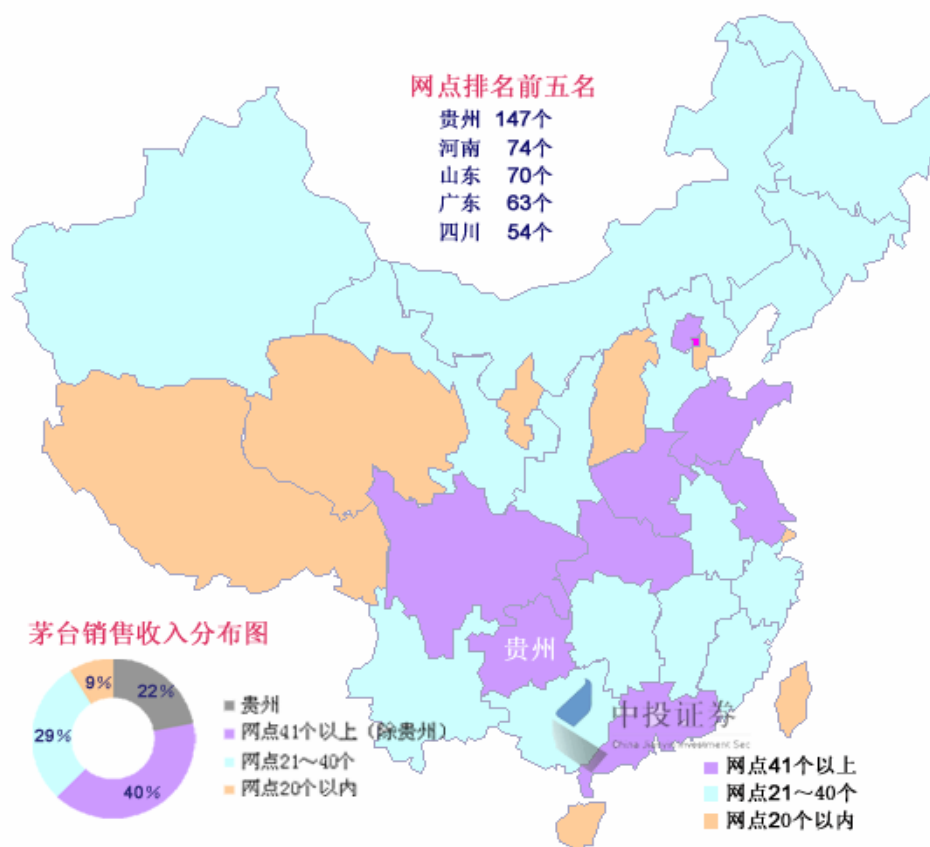
对于茅台专卖店增量的分析：

专卖店未来至少有 2 倍增长空间。截止 2008 年底，茅台专卖店为 808 个，按照茅台曾经规划每一个县级行政区至少有一个专卖店，截止目前我国有 2860 个县级行政区，而茅台的专卖店数量才 800 多个，换言之，专卖店至少还有 2 倍的空间，而且，最后可能县级行政区都不止一个专卖店。

按照目前平均一个专卖店 5 吨酒来计算，新增的 2000 个专卖店（仅做到基本覆盖水平）就可以消化 10000 吨茅台酒的增量，而且每个专卖店的量都是被配额发放，未来存在单店量进一步增长的空间。若是按照平均一地区 2 个专卖店，仍为 5 吨单店配额水平，至少可以消化 30000 吨茅台。

因此，从专卖店增加的角度考虑，未来茅台 15 年内增加的近 2 万多吨产能完全可以消化。

图表 4 贵州茅台各省销售网点分布图



资料来源：中投证券研究所；网点指专卖店、专卖柜、自营专卖店、特约经销商、总代理

对于消费升级的分析：

表格 4 世界著名洋酒集团概述

品牌	品类	国家	品牌创立时间	隶属公司	进入中国时间	2006 年全球销售量	品牌风格	经典型号或款式
绝对伏特加 (Absolute Vodka)	伏特加	瑞典	1879 年	威恩仕集团 (V&S Group)	2002 年	1.18 亿瓶	简单、纯净、完美	ABSOLUT 伏特加原味
尊尼获加 (Johnnie Walker)	威士忌	苏格兰	1820 年	帝亚吉欧集团 (Diageo)	1992 年	1.5 亿瓶	深邃而精致	蓝牌 (Blue Label) 黑牌 (Black Label)
轩尼诗 (Hennessy)	干邑	法国	1765 年	路威酩轩集团 (LVMH)	2001 年	5000 万瓶	口感丰富细腻 经久观赏性	轩尼诗李察 百乐廷
芝华士 (Chivas)	威士忌	苏格兰	1801 年	保乐力加集团 (Pernod Ricard Group)	1992 年	5016 万瓶	醇和细腻 逸致人生	芝华士 12 年 芝华士 18 年
酩悦香槟 (Moët & Chandon)	香槟酒	法国	1743 年	路威酩轩集团 (LVMH)	2001 年	NA	华丽象征 幻彩 节日代名词	法国酩悦粉红香槟 法国酩悦香槟
人头马 (Remy Martin)	干邑	法国	1724 年	人头马君度集团 (Rémy Cointreau Group)	1994 年	NA	酒味丰富细致 清淡芬芳	路易十三
马爹利 (Martell)	干邑	法国	1715 年	保乐力加集团 (Pernod Ricard Group)	1987 年	1672 万瓶	深远执著 灵感 凝练 独立自创	马爹利金皇 凯旋珍享干邑

资料来源：中投证券研究所；福布斯排行榜

消费升级也可以充分化解茅台产能。茅台酒全部产能达产后，产能将达到45000吨，我们设定茅台酒的远期目标是城市家庭每年购买一瓶茅台酒，可以用作消费，也可以用作送礼，假设我国有一亿城市家庭，就是年消费一亿瓶茅台酒，对应的年需求量就是50000吨，仍然高于茅台达产后的全部产能。国外洋酒虽然其为全球市场，但是高端品牌的消费群体数量与我国高端白酒的消费群体数量不一定有多大差距，这主要在于消费该品牌要引起消费者共鸣，因此，参考国外洋酒2006年的销量，我们预期茅台酒未来城市一亿家庭每年消费一瓶，全年销量一亿瓶的目标并不是遥不可及。再结合茅台酒不可复制的核心竞争力、合适的商业模式，我们认为这个目标可以实现。

我们认为：从专卖店数量增加和消费升级两个角度考虑，茅台的未来达产产能可以被完全消化。

三、盈利预测及估值

表格 5 茅台 53 度营收分拆预测表

53 度茅台	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
销量 (吨)	7100.00	6900.00	8000.00	9000.00	10000.00	11000.00	12000.00
增长率 (%)	2.90%	-2.82%	15.94%	12.50%	11.11%	10.00%	9.09%
吨酒收入 (万/吨)	62.70	78.45	80.30	90.72	100.93	111.90	122.88
增长率 (%)	13.35%	25.12%	2.35%	12.98%	11.25%	10.87%	9.81%
吨酒成本 (万/吨)	6.99	6.63	6.70	6.80	6.90	7.00	7.10
增长率 (%)	-19.11%	-5.16%	1.03%	1.49%	1.47%	1.45%	1.43%
收入 (百万)	4451.87	5413.10	6423.66	8164.92	10092.75	12309.21	14745.15
增长率 (%)	16.64%	21.59%	18.67%	27.11%	23.61%	21.96%	19.79%
成本 (百万)	496.46	457.58	536.00	612.00	690.00	770.00	852.00
增长率 (%)	-16.76%	-7.83%	17.14%	14.18%	12.75%	11.59%	10.65%
毛利率 (%)	88.85%	91.55%	91.66%	92.50%	93.16%	93.74%	94.22%

资料来源：中投证券研究所

表格 6 茅台年份酒营收分拆预测表

53 度茅台	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
销量 (吨)	480.00	420.00	535.00	600.00	650.00	700.00	750.00
增长率 (%)	300.00%	-12.50%	27.38%	12.15%	8.33%	7.69%	7.14%
吨酒收入 (万/吨)	250.00	304.76	333.00	375.00	425.00	475.00	525.00
增长率 (%)	27.66%	21.90%	9.27%	12.61%	13.33%	11.76%	10.53%
吨酒成本 (万/吨)	13.54	14.52	14.80	15.30	15.80	16.30	16.80
增长率 (%)	1.56%	7.25%	1.90%	3.38%	3.27%	3.16%	3.07%
收入 (百万)	1200.00	1280.00	1781.55	2250.00	2762.50	3325.00	3937.50
增长率 (%)	410.64%	6.67%	39.18%	26.29%	22.78%	20.36%	18.42%
成本 (百万)	65.00	61.00	79.18	91.80	102.70	114.10	126.00
增长率 (%)	306.25%	-6.15%	29.80%	15.94%	11.87%	11.10%	10.43%

毛利率 (%)	94.58%	95.23%	95.56%	95.92%	96.28%	96.57%	96.80%
---------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

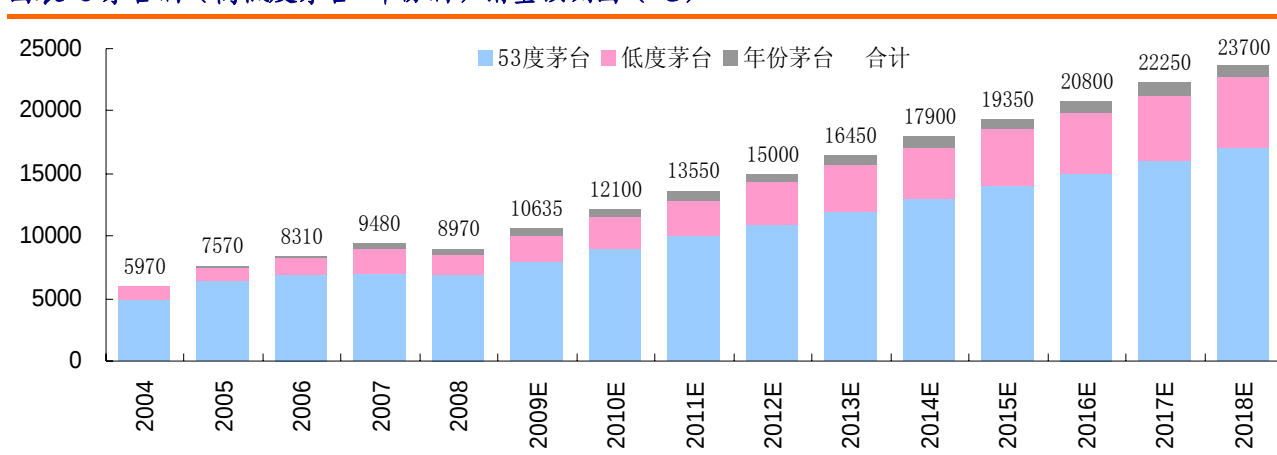
资料来源：中投证券研究所

表格 7 茅台低度酒营收分拆预测表

53 度茅台	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
销量 (吨)	1900.00	1650.00	2100.00	2500.00	2900.00	3300.00	3700.00
增长率 (%)	47.29%	-13.16%	27.27%	19.05%	16.00%	13.79%	12.12%
吨酒收入 (万/吨)	55.25	65.11	66.22	75.11	82.93	91.82	100.71
增长率 (%)	11.55%	17.84%	1.71%	13.42%	10.41%	10.72%	9.68%
吨酒成本 (万/吨)	6.07	6.24	6.30	6.45	6.60	6.75	6.90
增长率 (%)	-22.90%	2.84%	0.93%	2.38%	2.33%	2.27%	2.22%
收入 (百万)	1049.78	1074.25	1390.67	1877.78	2405.07	3030.13	3726.31
增长率 (%)	64.30%	2.33%	29.45%	35.03%	28.08%	25.99%	22.98%
成本 (百万)	115.32	102.99	132.30	161.25	191.40	222.75	255.30
增长率 (%)	13.55%	-10.70%	28.46%	21.88%	18.70%	16.38%	14.61%
毛利率 (%)	89.01%	90.41%	90.49%	91.41%	92.04%	92.65%	93.15%

资料来源：中投证券研究所

图表 5 茅台酒 (高低度茅台+年份酒) 销量预测图 (吨)



资料来源：中投证券研究所

目标价 238 元，维持“强烈推荐”评级。我们调整公司 2009~2011 年 EPS 为 5.22 元、6.80 元和 8.59 元，作为高端白酒基本面最好的上市公司，以及增长的高确定性，我们以 2010 年 35 倍 PE 来估其未来一年目标价，对应为 238 元，维持“强烈推荐”评级。

主要研究报告

1、 五粮液系列报告之一（资产定价篇） ：酒类注入资产 用平滑年度 PS 估价相对合理	2008/08/26
2、 五粮液系列报告之二（进出口公司篇） ：结算价调整幅度 预计在 90 元/瓶	2008/09/08
3、 古越龙山系列报告之一（行业篇） ：黄酒行业 十年六倍空间	2008/09/23
4、 张裕系列报告之一（行业篇） ：到 2012 年我国葡萄酒人均消费量将翻倍至 1 升	2008/10/17
5、 贵州茅台系列报告之一（行业篇） ：高端白酒消费趋势可以延续到 2020 年	2008/11/13
6、 贵州茅台系列报告之二（公司篇） ：看得见的持续增长	2008/11/14
7、 食品饮料 2009 年策略报告 ：寻找确定性最强能够熬过冬天后发芽的种子	2008/12/12
8、 食品饮料 2009 年月报（第一期） ：白酒产量和收入尚可 12 月大事首选茅台经销商大会	2009 /01/05
9、 青岛啤酒 ：啤麦成本下降可体现在一季度 快于市场预期	2009/01/13
10、 张裕 ：09 年发展思路：巩固高端 兼顾低端	2009/01/19
11、 食品饮料 2009 年月报（第二期） ：08 年产量白酒最为稳定 1 月亮点事件杭州发放消费券	2009 /02/02
12、 青岛啤酒 ：朝日啤酒 溢价 36% 收购 ABI 青啤 19.99% 股权	2009 /02/02
13、 伊利股份 ：销量恢复略好预期 上游资源掌控向垄断发展	2009/02/13
14、 五粮液 ：08 年业绩符合预期 资产收购进程明朗	2009/02/18
15、 五粮液 ：酒类资产收购告一段落 下一步关注结算价调整	2009/02/24
16、 青岛啤酒 ：1 月主品牌销量占总销量 55% 略超预期	2009/02/25
17、 食品饮料 2009 年月报（第三期） ：2 月亮点事件轻工业振兴计划	2009 /03/01
18、 三全食品 ：稳定的毛利率 刚性的费用 成长看销量的扩张	2009/03/04
19、 食品饮料 2009 年月报（产量版） ：2 月产量增长理想 乳业恢复超预期	2009 /03/16
20、 双汇发展 ：09 年关注自建渠道、产能扩张和商品猪基地建设	2009/03/19
21、 张裕 ：应对经济调整 发展中低端葡萄酒和白兰地	2009/03/23
22、 泸州老窖 ：2009 年试点改革营销体制 三项措施促销量增长	2009/03/24
23、 贵州茅台 ：08 年两点惊喜 09 年三点关注	2009/03/25
24、 食品饮料二季度投资策略 ：二季度关注啤酒 长期看好高端消费品	2009 /03/27
25、 食品饮料月报（营收版） ：前 2 月营收冷热不均 白酒表现突出	2009 /03/30
26、 五粮液 ：一季度开局良好 09 年做好 3 项工作	2009 /03/30
27、 食品饮料 2009 年月报（第四期） ：3 月看点成都糖酒会 本期关注伊力特	2009 /04/07

28、青岛啤酒: 08 年经营正常 09 年发展看 3 点	2009 /04/09
29、张裕 A: 08 年符合预期 09 年发展中低端品种和白兰地	2009 /04/10
30、泸州老窖: 08 年经营正常 09 年构建新的三大营销体系	2009 /04/18
31、食品饮料 2009 年月报(产量版): 3 月产量增速放缓 白酒增速依旧稳定	2009 /04/18
32、贵州茅台: 一季报业绩符合预期 二季度关注打假效果和申请世博会唯一赞助商资格	2009 /04/21
33、五粮液: 一季报预收账款发挥作用 关注团购和新品推出	2009 /04/22
34、双汇发展: 一季报符合预期 二季度关注猪价触底和单季度收入增加	2009 /04/23
35、张裕: 一季报符合预期 二季度关注麟球推广进度	2009 /04/24
36、泸州老窖: 一季度预计是全年经营低点	2009 /04/28
37、青岛啤酒: 二季度关注销量 成本 整合	2009 /04/30
38、食品饮料 2009 年月报(第五期): 08 年年报和 09 年 1 季报分析	2009 /05/05
39、青岛啤酒: ABI 剩余 7.01%股权转让给新华都	2009 /05/11
40、食品饮料 2009 年月报(产量版): 4 月产量增速全面回升	2009 /05/14
41、海南椰岛: 2009 步入新的成长阶段	2009 /05/22
42、食品饮料 2009 年月报(第六期): 5 月二线白酒和资产整合品种表现突出	2009 /06/01
43、食品饮料 2009 年月报(产量版): 5 月产量继续回升 下半年重点关注高端酒投资机遇	2009 /06/15
44、青岛啤酒: 发展以市场为导向 二季度经营情况或超预期	2009 /06/16
45、泸州老窖: 迎接第三次超常规发展	2009 /06/18
46、食品饮料 2009 年下半年投资策略: 销量增速超预期、提价预期提前、以及消费税调整低于预期创造下半年关注高端酒投资机遇	2009 /07/06
47、食品饮料 2009 年月报(产量版): 6 月白酒产量增速靓丽 下半年坚定看好高端白酒行情	2009 /07/18
48、燕京啤酒: 从区域品牌走向全国品牌	2009 /07/29
49、泸州老窖: 下半年经营情况将继续二季度回升趋势	2009 /07/30
50、食品饮料 2009 年月报(第八期): 洋河启思录: 二线白酒成长效仿的标杆	2009 /08/03
51、贵州茅台: 持续确定性增长 下半年实际经营情况将更好	2009 /08/07
52、青岛啤酒: 销量和业绩均出现高增长 三季度关注权证行权	2009 /08/07
53、食品饮料 2009 年月报(产量版): 7 月白酒产量增速创历史新高 高端白酒是下半年重要投资机遇	2009 /08/14
54、双汇发展: 二季度经营情况理想 屠宰、养殖、低温肉发展进程在预期内	2009 /08/15
55、五粮液: 二季报符合预期 三个变化后值得期待五粮液的再次腾飞	2009 /08/18
56、食品饮料 2009 年月报(第九期): 09 年上半年 白酒业绩普遍增幅理想	2009 /09/01

57、食品饮料行业系列深度报告(白酒):白酒行业成长性和稳定性领先行业 高端白酒更佳	2009 /09/07
58、贵州茅台:强势品牌基础成行茅台量价齐升趋势(深度报告)	2009/09/08
59、食品饮料 2009 年月报(产量版):8 月产量增速保持高位 禁酒令有一定影响	2009 /09/18
60、食品饮料 2009 年月报(第十期):十月关注高端白酒的量价齐升格局演变想	2009 /10/09
61、食品饮料 2009 年四季度投资策略:重点关注一线高端白酒 适当关注二线成长白酒	2009/10/12
62、泸州老窖:经营情况逐步回升 华西证券投资收益超预期	2009 /10/15
63、贵州茅台:两节合一和消费税新政 轻微影响三季报	2009 /10/26
64、双汇发展:三季度经营正常 集团整体上市仍需等待	2009 /10/26
65、燕京啤酒:销量增速快于行业 禁酒令不改行业长期增长趋势	2009 /10/26
66、张裕:三季度经营明显好转 经济复苏中增速弹性强于白酒	2009 /10/26
67、食品饮料 2009 年月报(第 11 期):食品饮料各子行业 3 季度均好于前 2 季度	2009 /11/03
68、食品饮料 2009 年月报(第 12 期):12 月食品饮料表现将继续强于大势	2009 /12/01

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	12241	13825	18349	24504	营业收入	8242	10208	13017	16187
现金	8094	10714	14889	20683	营业成本	800	951	1110	1294
应收账款	35	82	104	129	营业税金及附加	682	817	1041	1295
其它应收款	83	119	152	189	营业费用	532	633	794	971
预付账款	742	10	11	13	管理费用	941	1041	1315	1619
存货	3115	2747	2997	3247	财务费用	-103	-94	-128	-178
其他	173	153	195	243	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3513	4244	5323	6122	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	5	5	5	投资净收益	1	2	2	2
固定资产	2190	3385	4615	5492	营业利润	5390	6862	8887	11187
无形资产	445	465	485	505	营业外收入	6	3	3	3
其他	874	388	218	119	营业外支出	11	3	3	3
资产总计	15754	18068	23672	30626	利润总额	5385	6862	8887	11187
流动负债	4251	2510	2926	3414	所得税	1385	1715	2222	2797
短期借款	0	0	0	0	净利润	4001	5146	6665	8391
应付账款	121	48	56	65	少数股东损益	201	220	250	280
其他	4129	2462	2870	3349	归属母公司净利润	3799	4926	6415	8111
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	5453	7020	9107	11451
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.03	5.22	6.80	8.59
其他	0	0	0	0					
负债合计	4251	2510	2926	3414	主要财务比率				
少数股东权益	259	479	729	1009	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	944	944	944	944	成长能力				
资本公积	1375	1375	1375	1375	营业收入	13.9%	23.9%	27.5%	24.4%
留存收益	8926	12761	17698	23884	营业利润	19.1%	27.3%	29.5%	25.9%
归属母公司股东权益	11245	15080	20017	26203	归属于母公司净利润	34.2%	29.7%	30.2%	26.4%
负债和股东权益	15754	18068	23672	30626	获利能力				
					毛利率	90.3%	90.7%	91.5%	92.0%
					净利率	46.1%	48.3%	49.3%	50.1%
					ROE	33.8%	32.7%	32.0%	31.0%
					ROIC	165.7	139.9%	150.5	170.7%
					偿债能力				
					资产负债率	27.0%	13.9%	12.4%	11.1%
					净负债比率				
					流动比率	2.88	5.51	6.27	7.18
					速动比率	2.15	4.41	5.25	6.23
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.60	0.62	0.60
					应收账款周转率	159	138	112	111
					应付账款周转率	8.84	11.27	21.54	21.53
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	4.03	5.22	6.80	8.59
					每股经营现金流(最新摊薄)	5.56	5.03	7.42	9.34
					每股净资产(最新摊薄)	11.91	15.98	21.21	27.76
					估值比率				
					P/E	40.68	31.38	24.09	19.06
					P/B	13.75	10.25	7.72	5.90
					EV/EBITDA	27	21	16	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

黄巍, 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 武汉华中科技大学国际金融专业学士、数量经济学硕士, 加拿大温哥华 UBC (英属哥伦比亚) 数量经济学硕士, 4 年证券从业经验。2009 年“新财富”和“水晶球”最佳分析师评比上榜。

主要研究覆盖公司: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊、张裕、青岛啤酒、伊利股份、双汇发展、燕京啤酒等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434