

古井贡酒 (000596)

复苏之路刚起步，未来业绩将保持高增长

——古井贡酒调研报告

	胡春霞	洪婷
	021-38676186	021-38676550
	huchunxia@gtjas.com	hongting@gtjas.com
	S0880208060347	S0880108103684

本报告导读：

09 年古井贡复苏之路刚刚起步，我们认为深厚的历史和品牌积淀将继续推动古井原浆年份酒销量增长实现未来业绩的高增长。

投资要点：

- 09 年古井贡业绩触底回升，复苏之路刚刚起步。公司 09 年净利润同比增长 306.25%，毛利率从 38.47% 上升到 60.81%。公司推出中高档系列产品古井年份原浆系列的销量实现快速增长推动公司业绩高速增长；坚持“回归白酒，回归高档”的发展战略，置出非白酒业务，减少低档酒亏损产品的占比实现公司盈利能力的提升。
- 深厚的历史和品牌积淀将继续推动古井原浆年份酒销量增长。古井贡酒是老八大名酒之一，曾 4 次入选全国名酒，在上世纪 90 年代一直位居白酒行业第三，古井原浆年份系列推出使得古井贡这个著名的历史品牌重焕光彩，其品牌的历史地位将继续推动年份酒销量增长。
- 产品定位增长潜力较大的中高档市场；2010 年细分安徽市场，省外市场重点突破。公司古井原浆系列产品价格位于 100-400 元之间，该区间未来增长空间较大。今年公司将安徽省细分为 19 个市场，实现“三通”，挖掘安徽省市场的增长潜力；省外市场公司加强在央视和凤凰卫视的广告投入，今年将在北京、广州、上海、南京和郑州等重点市场有所突破。
- 董事长的更换不会影响公司长期成长能力，管理层激励尚未落实给未来业绩高增长带来风险。虽然公司的董事长更换，但政府和新任管理层承诺坚持“三个不变”，我们认为对公司长期成长的影响较小。
- 复苏刚刚起步，长期成长能力将推动公司业绩继续保持高增长。我们预测公司 2010-2011 年的 EPS 为 1.15 和 1.93 元，目标价 56 元，鉴于公司的成长能力，给予长期的增持。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,201	1,379	1,341	1,933	2,529
(+/-)%	24.7%	14.8%	-2.7%	44.1%	30.8%
经营利润 (EBIT)	47	75	165	359	603
(+/-)%	107%	60%	119%	117%	68%
净利润	34	35	140	270	453
(+/-)%	154%	2%	305%	92%	68%
每股净收益 (元)	0.14	0.15	0.60	1.15	1.93
每股股利 (元)	-	0.20	0.74	1.43	2.40

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营利润率 (%)	5%	6%	13%	19%	24%
净资产收益率 (%)	4%	4%	18%	43%	113%
投入资本回报率 (%)	5%	6%	35%	42%	48%
EV/EBITDA	148	106	54	26	16
市盈率	295	289	71	37	22
股息率 (%)	0.0%	0.5%	1.7%	3.4%	5.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

目标价格：**56.00**

当前价格：**42.60**
2010.05.05

交易数据

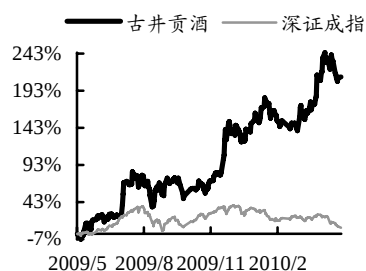
52 周内股价区间 (元)	12.48-47.50
总市值 (百万元)	10,011
总股本/流通 A 股 (百万股)	235/175
流通 B 股/H 股 (百万股)	60/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	26

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	808
每股净资产	3.44
市净率	12.4
净负债率	1%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.13	0.32
Q2	0.02	0.05
Q3	0.05	0.10
Q4	0.4	0.68
全年	0.60	1.15

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	20%	241%
相对指数	14%	30%	231%

相关报告

《古井贡酒公司 2010-04-23 调研提纲》
2010.04.16

模型更新时间: 2010.05.05

股票研究

必需消费
食品饮料

古井贡酒 (000596)

评级: 增持

上次评级:

目标价格: 56.00

上次预测:

当前价格: 42.60

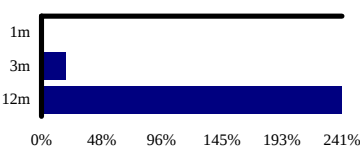
公司网址

www.gujing.com

公司简介

公司是中国第一家白酒上市企业白酒业是目前公司的支柱产业,其中安徽古井贡股份有限公司是中国白酒行业的著名企业。其拳头产品古井贡酒为中国老八大名酒之一,古井贡酒的历史始自曹操向汉献帝晋献九酝春酒,至今已有1800多年,该酒自参加全国白酒评比以来四次蝉联金奖,并荣获巴黎第十三届国际食品博览会上金奖和原国家轻工部质量大赛金奖、出口产品金奖,1987年更是被选为国宴用酒。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

12.48-47.50

市值 (百万)

10,011

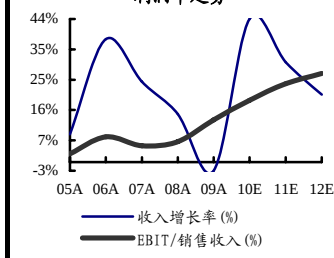
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	653.66	963.70	1,201.36	#####	#####	1,933	2,529	3,057
营业成本	387.47	649.14	813.10	848.48	525.70	676	792	884
税金及附加	120.21	130.15	129.73	157.04	188.43	271	354	428
营业费用	52.31	68.12	114.55	144.41	247.10	328.65	417.36	498.26
管理费用	77.08	87.32	83.60	142.03	205.74	289.98	354.13	412.67
EBIT	16.59	28.97	60.38	86.94	174.46	367.61	611.78	834.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	(0.22)	(0.01)	0.00	0.10	4.11	0.00	0.00	0.00
财务费用	5.07	6.75	6.79	4.77	4.48	0	0	31
营业利润	11.48	22.69	46.91	75.26	165.14	359	603	795
所得税	11.57	13.38	18.16	42.62	25.95	90	151	199
少数股东损益	(0.08)	(0.01)	(0.06)	(0.10)	(0.04)	0	0	0
净利润	5.09	13.33	33.88	34.58	140.09	270	453	597
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、交易性金融资产	102	126	155	274	361	252	330	399
其他流动资产	677	703	676	641	485	705	922	1,115
长期投资	35	12	11	30	32	3	4	5
固定资产合计	474	467	485	481	361	386	532	659
无形及其他资产	47	57	58	93	104	107	110	114
资产合计	1,336	1,365	1,384	1,520	1,342	1,453	1,899	2,292
流动负债	455	531	492	602	531	782	1,460	2,156
长期负债	70	19	44	35	3	8	10	12
股东权益	810	815	849	832	762	629	404	109
投入资本(IC)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
投入资本(IC)	787	805	795	700	424	443	577	694
现金流量表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	2	13	39	39	147	276	459	626
折旧与摊销	0	1	7	7	10	10	11	11
流动资金增量	23	(16)	30	126	167	10	15	13
资本支出	(47)	(4)	(26)	(38)	100	(38)	(160)	(142)
自由现金流	(22)	(6)	50	133	424	257	324	509
经营现金流	33	5	77	172	321	289	479	652
投资现金流	(5)	(26)	(82)	(64)	93	(22)	(171)	(153)
融资现金流	(42)	(28)	(28)	(58)	(217)	(397)	(672)	(919)
现金流净增加额	(14)	(48)	(33)	49	198	(129)	(365)	(419)
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性								
收入增长率	8.6%	37.9%	24.7%	14.8%	-2.7%	44.1%	30.8%	20.8%
EBIT 增长率	-138.9%	3.9%	108.4%	44.0%	100.7%	110.7%	66.4%	36.4%
净利润增长率	-101.9%	13.6%	227.6%	1.9%	306.3%	92.5%	67.9%	31.8%
利润率								
毛利率	40.7%	37.1%	32.3%	38.5%	60.8%	65.0%	68.7%	71.1%
息税前利润率	2.5%	7.8%	5.0%	6.3%	13.0%	19.0%	24.2%	27.3%
净利润率	0.8%	7.3%	2.8%	2.5%	10.4%	13.9%	17.9%	19.5%
收益率								
净资产收益率(ROE)	0.6%	30.5%	4.0%	4.2%	18.5%	43.1%	50.8%	52.3%
总资产收益率(ROA)	0.4%	8.1%	2.4%	2.3%	10.4%	18.6%	23.8%	26.0%
投入资本回报率(ROIC)	0.2%	18.8%	4.9%	5.6%	34.7%	42.3%	47.5%	50.3%
运营能力								
存货周转天数	536	136	240	207	291	241	281	315
应收账款周转天数	34	63	17	13	13	10	11	11
总资产周转天数	750	288	418	384	389	264	242	250
净利润现金含量	6.6	0.1	2.3	5.0	2.3	1.1	1.1	1.1
资本支出/收入	7%	6%	2%	3%	-7%	2%	6%	5%
偿债能力								
资产负债率	39.3%	72.6%	38.7%	43.4%	41.2%	55.7%	78.4%	95.2%
净负债率	1.4%	64.0%	-6.0%	-19.6%	-46.9%	-35.9%	35.5%	533.6%
估值比率								
PE	294.8	46.3	294.8	288.8	71.3	37.0	22.1	16.7
PB	12.4	14.1	11.8	12.1	13.2	16.0	24.9	94.5
EV/EBITDA	597.0	37.7	148.2	105.7	53.8	26.3	16.0	11.8
P/S	15.28	2.54	8.31	7.97	8.93	6.20	4.74	3.92
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	1.7%	3.4%	5.6%	7.4%

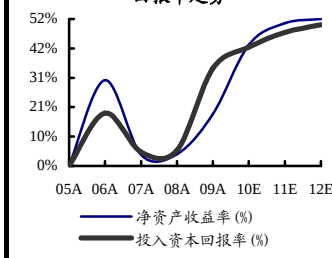
股票绝对涨幅和相对涨幅



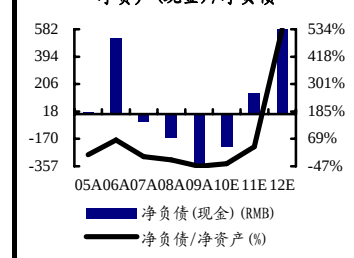
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 白酒行业景气持续向好.....	4
2. 09 年古井贡复苏之路刚刚起步.....	4
3. 公司未来将继续实现品牌回归和业绩高增速.....	5
3.1. 深厚的历史和品牌积淀继续推动古井贡原浆酒快速增长.....	5
3.1.1. 古井贡品牌的历史地位较高，年份原浆酒实现品牌的回归.....	5
3.1.2. 独特产品诉求及质量优势将帮助年份原浆脱颖而出.....	6
3.2. 产品定位集中于中高档市场，增长潜力较大.....	6
3.3. 聚焦并细分安徽市场，全国市场重点突破.....	7
3.4. 品牌梳理继续，公司产品结构将继续提升.....	8
3.5. 原酒供应充足，保证高品质产品的市场供应.....	8
3.6. 董事长的更换不会影响公司长期的发展和成长能力.....	8
4. 公司发展存在的风险.....	8
5. 盈利预测和投资建议.....	9
图 1: 白酒行业的 2009-2010 年的累积产量及增速变化.....	4
图 2: 公司高档酒、中档酒和低档酒收入的变化.....	5
图 3: 公司毛利率的变化.....	5
表 1: 公司置出的子公司的净利润.....	5
表 2: 古井原浆酒的产品诉求.....	6
表 3: 公司主要产品系列表.....	7
表 4: 白酒行业的主要价格区间及该区间的产品.....	7
表 5: 二线地方性白酒企业业绩预测及估值比较.....	9

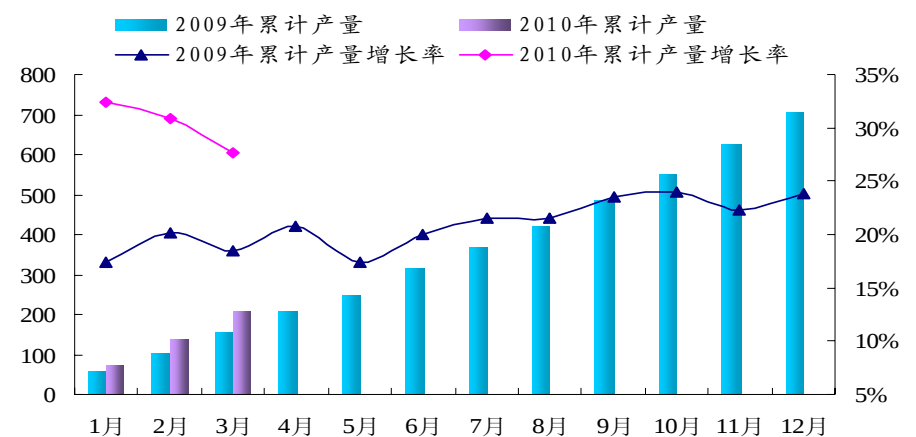
近日我们参加了古井贡酒 2009 年的股东大会，与公司领导进行交流。公司通过回归主业、重塑品牌，推出古井贡年份原浆，实现 09 年业绩的大幅增长。我们通过调研认为古井贡 09 年增长是公司未来复苏之路的第一步，我们长期看好公司未来的复苏和成长能力。我们看好公司的主要理由是：

- **深厚的历史和品牌积淀将推动古井贡年份原浆系列酒销量保持高速增长。**古井贡是老八大名酒之一，曾四次入选全国名酒，古井年份原浆系列使古井品牌重回主流市场，其历史上的品牌影响力将帮助古井年份原浆系列的销量继续实现高速增长。
- **产品系列集中于中高档市场，增长潜力较大。**公司主导产品年份原浆系列零售价格集中在 100-400 元的中高档市场，该市场未来增长的潜力较大。
- **原酒供应充足，保证产品品质。**公司白酒的产能为 5 万吨，老基酒的贮存量约为 2 万吨，老基酒的供应充足保证高档产品品质，保证市场增长的稳定性。

1. 白酒行业景气持续向好

白酒行业自去年下半年开始实现复苏，09 年全年增速 23.82%，达到自 2001 年以来的历史最高水平。该景气的增长势头一直持续都 2010 年，2010 年前三个月的累积产量增速也达到 27.72%，高于 2009 年的水平。我们预计在经济持续好转的环境下，今年白酒行业的景气将持续向好。

图 1：白酒行业的 2009-2010 年的累积产量及增速变化



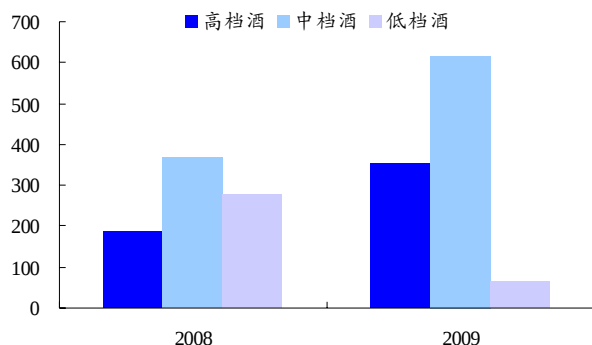
数据来源：WIND, 国泰君安证券

2. 09 年古井贡复苏之路刚刚起步

公司 09 年业绩触底回升，白酒业务实现营业收入 10.37 亿元，同比增长 10.37%，公司净利润 1.40 亿元，同比增长 306.25%。09 年业绩的大幅增长主要的主要原因有以下几点：

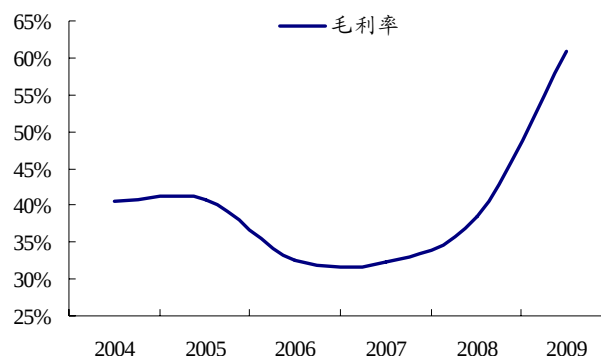
公司推出新产品—古井贡原浆系列获得初步成功。古井原浆酒定位中高档市场，改变公司之前以低档酒为主的产品结构。09 年公司吨酒价格上升了 40%，毛利率从 38.47% 上升到 60.81%，盈利能力获得较大提升。

图 2：公司高档酒、中档酒和低档酒收入的变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 3：公司毛利率的变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

“回归白酒，回归高档”的发展战略推动公司白酒业务的增长。公司提出“回顾白酒，回归高档”的发展战略，09 年公司将亳州古井大酒店有限责任公司，亳州派瑞特包装制品有限责任公司，安徽瑞福祥食品有限公司，安徽老八大酒业有限公司，4 家非白酒主营或业绩持续较差的公司置出股份公司。公司置出另一方面公司梳理产品结构，减少低档的亏损的产品，推出高档酒古井年份原浆系列，实现公司盈利能力的提高。

表 1：公司置出的子公司的净利润

子公司名称	2008 年净利润	2009 年至处置日净利润
亳州古井大酒店	-149	-32
亳州派瑞特包装制品有限责任公司	50	9
安徽瑞福祥食品有限公司	-245	-1340
安徽老八大酒业有限公司	7	-18
合计	-337	-1381

数据来源：公司公告，国泰君安证券

3. 未来将继续实现品牌回归和业绩高增速

3.1. 深厚的历史和品牌积淀继续推动古井贡原浆酒快速增长

3.1.1. 古井贡品牌的历史地位较高，年份原浆酒实现品牌的回归

公司的古井贡酒的品牌就有深厚的历史和积淀，1963 年就以第二名的成绩成为中国政府第一次白酒评比评出的“八大名酒”（俗称老八大），并在之后 1984 年和 1989 年的评选中也连续入围。

同时公司古井贡酒的销售在历史上也曾经保持了较为辉煌的成就：在白酒市场激烈竞争，排名不断变化的上世纪 90 年代（1991-1997 年），公司始终占据着行业第三的位置，其品牌知名度和影响力在上世纪 90 年代是与现在市场上的前几大龙头企业五粮液和泸州老窖齐名的。

但是从 21 世纪开始公司由于管理层发展思路的偏差，产品集中于低档，

公司进行多元化发展，白酒主业被忽视。与公司古井贡酒品牌地位相符的中高档产品一直缺失，使得公司的业绩一直处于较为低迷的状态。

2008 年公司重新推出古井原浆系列正是实现了古井贡作为全国性知名品牌的回归，我们认为凭借历史上较高的品牌地位，古井年份原浆系列有成为全国性畅销产品的潜力。

3.1.2. 独特产品诉求及质量优势将帮助年份原浆脱颖而出

公司从产品的生产原料和生产过程的角度给予年份原浆独特的产品诉求：引九酝古法，配桃花春曲，采无极之水，纯正原浆，手工酿造。相对于“五粮液—中国的五粮液、世界的五粮液”，“洋河蓝色经典男人的情怀”等品牌诉求不同，古井年份原浆酒的产品诉求着重体现了产品的历史厚度和质量的保证，更能够突出产品的质量优势，利于年份原浆系列在竞争中脱颖而出。

表 2：古井原浆酒的产品诉求

九酝古法	公元 196 年，曹操进献给汉献帝的酿酒方法，公司利用新技术对其改造运用到目前的酿酒过程中
桃花曲	桃花盛开时制曲，此曲酿酒保证酒体香似幽兰，芬芳不散。
无极之水	公司目前保存有历史悠久的两个井分别为宋井和魏井，目前魏井仍在使 用，无极水是指采自井下 3 尺以下之水，
明代窖池	公司拥有 600 多年历史的明代古窖池。

数据来源：国泰君安证券

3.2. 产品定位集中于中高档市场，增长潜力较大

公司的产品系列主要分为古井贡年份原浆系列，古井贡酒系列和古井系列。目前公司的主力产品古井贡年份原浆系列产品包括 5 年年份原浆、8 年年份原浆、16 年年份原浆，市场价格分为约为 170 元、260 元和 440 元。古井贡年份原浆系列产品的价格集中于 100-400 元的价格区间中。

100-400 元的价格区间属于中档和次高档市场，近两年由于以下两方面原因，该价格区间的市场空间逐步增大：

高端品牌不断提价提供市场空白。经过近几年的提价，贵州茅台、五粮液和国窖 1573 等著名高端品牌的市场售价基本上都提高到了 400 元以上，400 元以下的市场出现部分空白。

居民收入提升，消费白酒的平均价格上升推动市场增长。随着居民收入和消费水平的提升，居民对白酒消费的价格也在不断的提升，统计数据显示 36 个大型城市白酒的平均销售价格已经从 21 世纪初的 20-30 元上升到 80-90 元。

目前在 100-400 元的价格的市场中仍处于群雄争霸阶段，地产品牌居多，并没有真正意义上的全国性品牌，也没有具有绝对垄断优势的产品，这就给了古井原浆酒受益于中档酒市场并实现持续增长的机会。

表 3：公司主要产品系列表

系列	主要产品	零售价（元/瓶）
古井原浆系列	5 年古井原浆	170
	8 年古井原浆	260
	16 年古井原浆	440
古井贡酒系列	古井贡酒十年陈酿	230
	古井贡酒五年陈酿	130
	精品幽雅古井贡酒	70
	红运古井贡酒	88
	金奖古井贡酒	108
古井系列	淡雅型古井酒	58

数据来源：国泰君安证券

表 4：白酒行业的主要价格区间及该区间的产品

价格区间	主要产品及品牌
400 元以上	贵州茅台、五粮液、国窖 1573，水井坊等
100-400 元	洋河蓝色经典，古井贡年份原浆，郎酒，老窖特曲，山西汾酒等
100 元以下	地产酒为主，包括金种子、老白干，红星二锅头等

数据来源：国泰君安证券

3.3. 聚焦并细分安徽市场，全国市场重点突破

公司目前的重点市场为安徽、江苏、山东和河南，2009 年四地收入占总收入的比重为 72%，2010 年 1 季度该比重提高到 76%。

公司目前在安徽省市场的市场占有率约为 10%，销售收入排名位于口子窖和迎驾之后位列省内第三。公司未来两年将集中精力发展省内市场，继续推进“聚焦战略”，09 年公司已经将安徽省细分为 19 个市场，实施渠道下沉，落实“店店通，路路通和人人通”的“三通”工程，目前在安徽地区公司主推产品的网点覆盖率已达到 97%以上。

另一方面公司今年将加强在安徽省内的广告宣传，已与安徽卫视建立了战略合作伙伴关系，公司将集中力量扩张安徽省市场，计划通过两年的时间使得安徽省内的排名重新回到第一位。

公司聚焦安徽等主力市场的同时，也逐步开始向全国市场布局，特别是公司重点打造的年份原浆酒将是公司打开全国市场的主销品牌。公司目前在国内共有 37 个销售大区，其中北京、广州、上海、南京和郑州是公司在省外重点发展的区域。

公司今年 1 季度销售实现了开门红，在所有销售大区中有 26 个大区实现了销售收入的翻番，公司的销售增长势头较为强劲。

3.4. 品牌梳理继续，公司产品结构将继续提升

公司历史上由于对品牌的疏于管理，公司产品的品类有多达 800 多种，由于产品均较为低档，盈利能力低，同时浪费公司资源和成本，同时也造成市场价格不统一和串货的现象。

公司自 2007 年开始秉持着“精简品牌，丰富产品”的方针，将收入较少、定价低的品牌全部清理出去，公司目前的产品品牌约为 100 多个，公司的最终目标是将产品品牌精简到 80 个左右。

公司在精简品牌的同时也进行产品结构的提升，公司目标是通过产品的梳理逐步将所有以古井贡酒命名的产品的市场价格全部提升到 100 元以上。产品的梳理和结构的提升在未来几年将继续，推动公司吨酒产品和盈利能力的提升。

3.5. 原酒供应充足，保证高品质产品的市场供应

公司白酒的生产历史较长，自上世纪 60 年代建厂以来白酒的生产持续不断，所以公司基酒的储量较为充足，总储量在 2 万吨以上，其中够年份的老基酒占 1/3 左右。公司称未来 3 年之内公司都不需要对外采购基酒。充足的老基酒储备为公司未来高档酒主要是古井原浆年份酒系列的市场增长提供较好的原料保证。

3.6. 董事长的更换不会影响公司长期的发展和成长能力

曾经领导公司走出低谷的曹杰董事长由于江苏省政府的调令而离开公司到皖新传媒担任董事长。亳州市政府派新领导余林担任古井集团和古井股份公司的董事长。

古井集团和股份公司也承诺董事长的变化并不会影响公司未来的发展，**保持三个不变**：公司制度、销售策略和销售计划**不变**；发展的总思路、目标、基本岗位的人员配置、核心团队的成员**不变**；亳州市政府对公司发展的支持**不变**。我们认为本次董事长的更换属于较为正常的人事变动，在“三个不变”的支持下，公司长期的发展和成长能力不会受到负面影响。

4. 公司发展存在的风险

股权激励政策尚未落实，管理层利益与企业利益尚未绑定。虽然通过上海浦创投资公司收购古井集团 40% 的股份实现改制，古井集团和上市公司都从原来的国有独资公司成为国有控股公司，机制的转变推动了公司的改革。但我们认为公司的改制尚未完成，能够实现管理层利益和企业利益一致的政策公司还尚未落实，对公司未来业绩的持续高增长可能有一定的风险。

5. 盈利预测和投资建议

我们认为凭借古井贡酒深厚的历史和品牌积淀，公司新推出的高档酒古井贡年份原浆系列将实现古井贡品牌的重塑和回归，实现在安徽等成熟市场和全国的新开拓市场的销量和业绩的增长。公司计划在 2014 年实现 50 亿的销售收入，重回白酒行业的第一阵营，我们依据以下假设，给出公司的盈利预测：

- 1) 公司 2010 年高档酒的收入同比增长 80%，2011 年增长 50%。
- 2) 公司的产品结构逐步提升，综合毛利率也逐年提升。
- 3) 由于市场扩张，公司的销售费用将维持在较高的水平，但销售费用率将逐步下降，管理费用率也下降。

我们预测公司 2010-2011 年的 EPS 为 1.15 和 1.93 元。公司 2010-2012 年的复合增长率为 49%，鉴于公司未来几年较高的业绩增速和成长能力，并参考同类的二线地方性白酒的估值，我们对给予公司 2010 年 1 倍的 PEG，目标价为 56 元，长期增持评级。

表 5：二线地方性白酒企业业绩预测及估值比较

	PRICE	总市值	EPS			CAGR	PE			PEG 2010	评级
			2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E		
洋河股份	133.9	603	4.00	5.68	7.39	35.96%	33	24	18	0.9	增持
山西汾酒	44.49	193	1.35	1.6	2.54	37.16%	33	28	18	0.9	增持
古井贡	42.5	100	1.15	1.93	2.54	48.62%	37	22	17	0.8	增持
伊力特	15.2	67	0.34	0.58	0.72	45.52%	45	26	21	1.0	增持

数据来源：国泰君安证券

作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

洪婷:

浙江大学金融学硕士，2007 年 7 月加入国泰君安研究所，目前从事食品饮料行业的研究工作。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		