

恒顺醋业 (600305)

大力发展醋主业，期待盈利能力提升

——恒顺醋业调研报告

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
S0880208060347

本报告导读：

恒顺醋业做大醋业的计划明确，预计 2010 年销量达到 18 万吨，均价继续上升，老厂房折旧下降提升今年盈利。百货业务相对稳定，未来逐步退出房地产市场。

投资要点：

- 2009 年公司净利润拆分为：醋业约 500 万元，房地产 1700 万元，百盛商城 1691 万元，光电子 134 万元，建材 60 万元。其中百货、光电子产业由镇江百盛商城、江苏稳润光电主要经营。
- 大力发展醋主业，预计未来销量年增长 2 万多吨。国内醋产业集中度低，未来空间较大。公司 09 年醋销量 15 万吨，预计 10 年 18 万吨。并且在受让了恒顺调味品公司股权后，应占销量增加。09 年由于新、老厂固定资产的全年折旧吞噬了主业利润，2010 折旧预计将有所下降，主业利润翻倍的计划完成应该没有问题。
- 调动销售积极性，深耕华东区域，布局全国市场。公司在华东的市场占有率达到 70% 以上，未来该区域市场更多的来自结构调整，未来希望能在全国的 1、2 线城市都完成产品布局。销售策略上，增加地招人员，通过销售人员收入浮动激励提升员工积极性。
- 房地产业务年贡献利润 1700 万左右，未来 3、4 逐渐退出。公司不再增加新的土地储备，完成现有存量土地开发后将退出房地产业务。
- 百盛商场经营稳定。08、09 年百盛商场贡献利润 1700 万左右，由于附近新建八佰伴对购买力的分流，未来 1、2 年利润预计要低于 09 年，考虑到 2010 年修路的影响，预计 10、11 年利润贡献分别为 1000 万、1300 万元，贡献 EPS0.08、0.10 元。
- 未来增长主要看酱醋产业，预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.37、0.59 元，给予 2011 年 30 倍左右的估值，目标价格 18 元左右，谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	698	1,174	1,117	1,269	1,425
(+/-)%	-16%	68%	-5%	14%	12%
经营利润 (EBIT)	31	83	127	170	205
(+/-)%	-57%	165%	53%	34%	20%
净利润	-49	31	47	75	106
(+/-)%	-260%	163%	52%	60%	41%
每股净收益 (元)	-0.39	0.24	0.37	0.59	0.83
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.23	0.29

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	4.5%	7.1%	11.4%	13.4%	14.4%
净资产收益率 (%)	-11.9%	7.0%	10.1%	14.7%	18.3%
投入资本回报率 (%)	2.6%	5.6%	8.0%	12.2%	14.9%
EV/EBITDA	52.2	20.7	15.0	11.0	9.0
市盈率	-42.6	67.7	44.7	28.0	19.9
股息率 (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：中性

目标价格：18.00

上次预测：14.60

当前价格：16.52

2010.06.02

交易数据

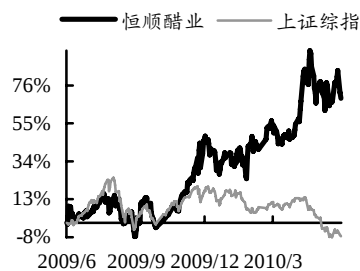
52 周内股价区间 (元)	8.85-19.49
总市值 (百万元)	2,098
总股本/流通 A 股 (百万股)	127/127
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	33

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	450
每股净资产	3.54
市净率	4.7
净负债率	339%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.06	0.06
Q2	0.04	0.06
Q3	0.01	0.07
Q4	0.13	0.18
全年	0.24	0.37

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	8%	70%
相对指数	8%	25%	76%

相关报告

《恒顺醋业公司 2010-04-15 调研提纲》	2010.04.13
《调味品产能即将释放 地产提升近年业绩》	2010.03.10
《醋业提价和产品结构调整效应体现》	2007.08.19
《估值偏低，清理非主业进程具有不确定性》	2007.07.02
《醋业稳步增长，合资厂投产发展空间更大》	2007.04.29

模型更新时间: 2010.06.02

股票研究

必需消费
食品饮料

恒顺醋业 (600305)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 18.00

上次预测: 14.60

当前价格: 16.50

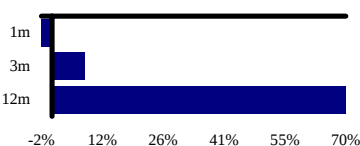
公司网址

www.zjhengshun.com

公司简介

公司是中国规模最大、经济效益最好的酱醋生产企业、国家农业产业化重点龙头企业。公司是镇江香醋的发源地，前身是成立于1840年清朝时期的一家制醋企业，拥有悠久的历史，公司拥有的“恒顺香醋酿造技艺”更被列入第一批国家级非物质文化遗产名录。公司主要生产香醋，酱油，酱菜和色酒等近200个品种的系列调味品，产品畅销全国和世界43个国家及地区，落户中国南极长城考察站和北京人民大会堂，被认定为国宴专用产品、中国名牌产品，恒顺商标也被认定为我国酱醋业中首件中国驰名商标。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.85-19.49

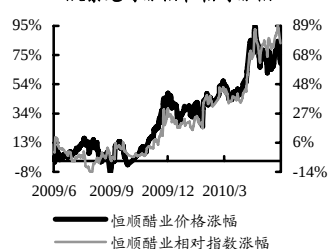
市值 (百万)

2,098

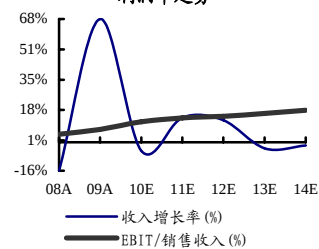
财务预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
损益表							
营业总收入	698	1,174	1,117	1,269	1,425	1,378	1,355
营业成本	508	857	750	837	930	879	839
税金及附加	16	43	39	38	40	39	38
销售费用	73	85	92	102	114	110	108
管理费用	71	106	110	122	135	131	129
EBIT	31	83	127	170	205	220	241
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0	0	0
投资收益	17	18	11	14	15	15	15
财务费用	70	60	74	78	67	63	62
营业利润	-68	40	65	107	153	171	194
所得税	8	11	17	28	39	43	49
少数股东损益	-25	4	7	10	15	16	18
净利润	-49	31	47	75	106	118	133
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	400	741	964	971	959	983	1,009
其他流动资产	0	0	0	0	0	0	0
长期投资	127	123	123	123	123	123	123
固定资产合计	556	767	812	802	884	1,003	963
无形资产及其他资产	77	76	74	72	71	69	68
资产合计	2,459	2,993	3,108	3,057	3,116	3,137	3,155
流动负债	1,550	2,223	2,335	2,225	2,199	2,126	2,042
非流动负债	263	146	122	124	127	131	136
股东权益	415	442	464	509	578	651	730
投入资本(IC)	1,348	1,115	1,203	1,053	1,038	1,096	1,134
现金流量表							
NOPLAT	35	63	96	129	155	166	182
折旧与摊销	25	48	57	63	70	83	92
流动资金增量	219	410	-33	134	89	51	-89
资本支出	-189	-185	-94	-45	-145	-195	-45
自由现金流	90	335	27	281	169	106	140
经营现金流	-17	370	153	354	340	325	209
投资现金流	-176	-239	-83	-31	-130	-180	-30
融资现金流	274	113	152	-317	-221	-122	-154
现金流净增加额	80	244	223	7	-11	24	26
财务指标							
成长性							
收入增长率	-15.7%	68.1%	-4.8%	13.6%	12.3%	-3.3%	-1.7%
EBIT 增长率	-56.7%	165.3%	53.4%	33.9%	20.5%	7.0%	9.8%
净利润增长率	-259.7%	162.9%	51.6%	59.8%	40.9%	11.5%	13.1%
利润率							
毛利率	27.3%	27.0%	32.9%	34.0%	34.7%	36.2%	38.1%
EBIT 率	4.5%	7.1%	11.4%	13.4%	14.4%	15.9%	17.8%
净利润率	-7.0%	2.6%	4.2%	5.9%	7.4%	8.5%	9.8%
收益率							
净资产收益率(ROE)	-11.9%	7.0%	10.1%	14.7%	18.3%	18.1%	18.2%
总资产收益率(ROA)	-2.0%	1.0%	1.5%	2.5%	3.4%	3.8%	4.2%
投入资本回报率(ROIC)	2.6%	5.6%	8.0%	12.2%	14.9%	15.1%	16.0%
运营能力							
存货周转天数	729	419	450	360	300	290	290
应收账款周转天数	22	16	16	16	16	16	16
总资产周转天数	1201	848	996	(7)	8	3	2
净利润现金含量	0.35	11.94	3.26	4.72	3.22	2.76	1.57
资本支出/收入	27%	16%	8%	4%	10%	14%	3%
偿债能力							
资产负债率	73.7%	79.2%	79.0%	76.8%	74.6%	71.9%	69.0%
净负债率	200.1%	138.9%	145.4%	92.0%	63.9%	52.0%	38.3%
估值比率							
PE	-42.6	67.7	44.7	28.0	19.9	17.8	15.8
PB	5.1	4.7	4.5	4.1	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	52.2	20.7	15.0	11.0	9.0	8.0	7.1
P/S	3.0	1.8	1.9	1.7	1.5	1.5	1.5
股息率	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.8%	2.1%	2.6%

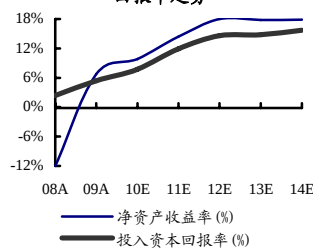
股票绝对涨幅和相对涨幅



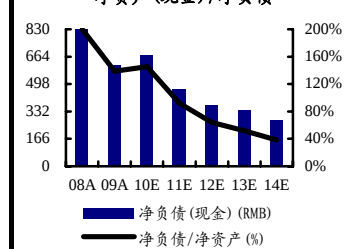
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 恒顺醋业主要业务分析.....	4
2. 醋产业前景光明，市场提升需销售配合.....	5
2.1. 国内醋产业格局简析：集中度低，消费区域分隔.....	5
2.2. 公司醋业现状及产能扩张分析.....	6
2.3. 提高产品档次推动均价上升，延伸产品利润贡献还需时日.....	6
2.4. 销售是关键，公司将加大销售投入.....	7
2.5. 2010 年醋业利润预计翻翻.....	8
3. 逐步退出房地产业务，存量未来三、四年释放.....	8
4. 百货利润相对稳定.....	9
5. 投资价值依赖未来醋业增长.....	10

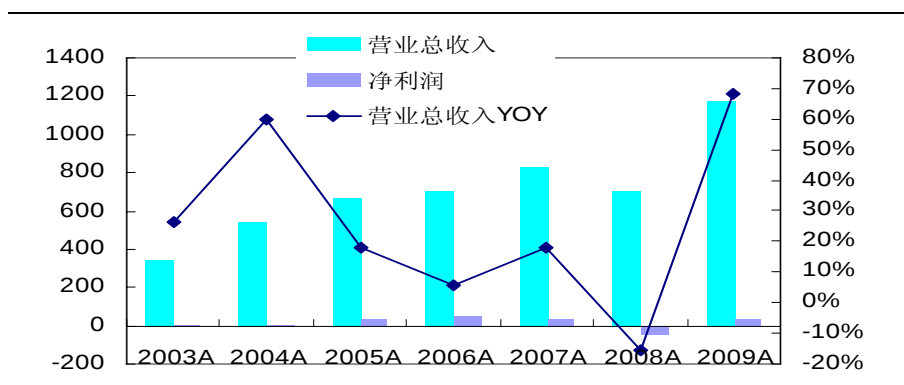
1. 恒顺醋业主要业务分析

恒顺醋业主要业务包括酱醋调味品、房地产、建筑安装、百货、光电子等，其中百货、光电子产业由公司参股联营公司镇江百盛商城、江苏稳润光电主要经营。

恒顺醋业 2009 年实现营业收入 11.7 亿元,同比增长 68%,营业利润 4044 万元,同比增长 159%,归属于母公司的净利润 3097 万元,同比增长 163%,每股收益 0.24 元。2009 年公司净利润拆分为:醋业约 500 万元,房地产 1700 万元,百盛商城 1691 万元,光电子 134 万元,建材 60 万元。

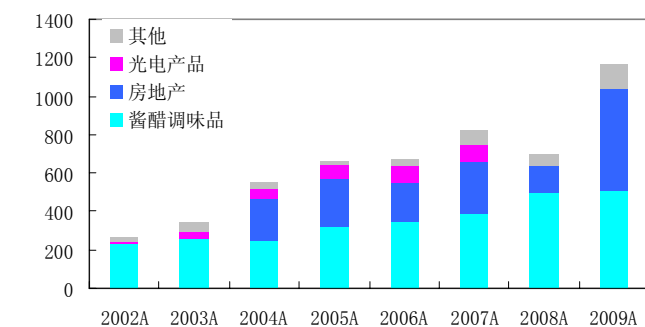
根据公司未来业务发展规划将集中精力做大做强醋主业,这应该跟镇江市新任领导的思路有关。房地产业务将在 3、4 年后逐渐退出,存量地产预计将在未来 4 年内消化完毕。商贸的百盛商场公司将继续持有,光电子不再投入。

图 1: 恒顺醋业收入、利润变化 (百万元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券

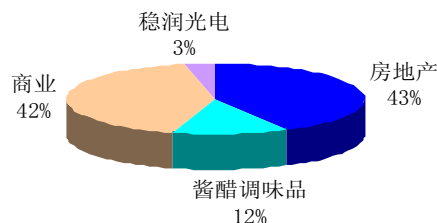
图 2: 恒顺醋业收入结构变化



数据来源: Wind, 国泰君安证券

注: 2008 年新会计报表后稳润光电不再计入收入

图 3: 恒顺醋业 2009 年主要利润结构



数据来源: Wind, 国泰君安证券

注: 不考虑亏损

表 1: 公司主要产业及未来发展分析

产业	产业主体	2009 年净利润 (万元)	未来发展策略
醋业	江苏恒顺调味食品有限公司	429	做大做强主业
地产	江苏恒顺置业	1700	3-4 年逐步退出
商业	镇江百盛商城	1691	合营企业, 不参与经营, 平稳发展
光电子	稳润光电	134	联营企业, 不参与经营, 前景不明朗
其他		-856	
合计		3098	

数据来源: Wind, 国泰君安证券

2. 醋产业前景光明, 市场提升需销售配合

2.1. 国内醋产业格局简析: 集中度低, 消费区域分隔

目前国内醋年产量 300 多万吨, 但是行业集中度非常低。恒顺醋业是国内销量最大的企业, 2009 年销量 15 万吨, 占行业总销量的 5% 左右。前三家企业产量占比也仅为 8% 左右。

从消费区域看, 醋消费北方要远高于南方, 这应该与北方多食用面食有关, 其中尤以山西为最。山西醋年产销量约有 200 多吨, 占国内 70% 左右, 但是山西地区醋生产比较分散, 其中最大的企业山西水塔陈醋销量在 5 万吨左右。

镇江地区香醋生产格局: 1 家大公司+多家小公司。镇江香醋知名度很高, 生产厂家也众多, 估计有六七十家之众, 但是知名品牌不多, 其中以“恒顺”知名度最高, 余者很多都以镇江香醋为名, 分别标以各个厂商生产字样。这一方面对镇江香醋起到了推广的左右, 但是另一方面也存在质量隐患和对“镇江香醋”品牌的滥用, 当然这也为镇江可能的醋生产企业整合提供了基础。

附加值高的醋延伸产品未来增长空间大。近年来不断有醋饮料、保健醋等附加值较高的食醋延伸品种退出, 这也是借鉴海外醋饮的发展经验, 其中海外消费比较成熟的是果醋饮料, 强调其保健、美容功能, 美国、日本的果醋占比都在 10% 以上, 这应该也是未来国内醋产品发展方向之一。目前国内这一产品还处于发展初期, 未来应该会有较大发展空间。

表 2: 国内醋业企业产量排名

排名	企业名称	产量 (万吨)
1	江苏恒顺醋业	15
2	山西水塔陈醋	5
3	北京龙门和田宽	3
4	天津独流老醋公司	3
5	四川保宁醋	1

数据来源: 国泰君安证券

2.2. 公司醋业现状及产能扩张分析

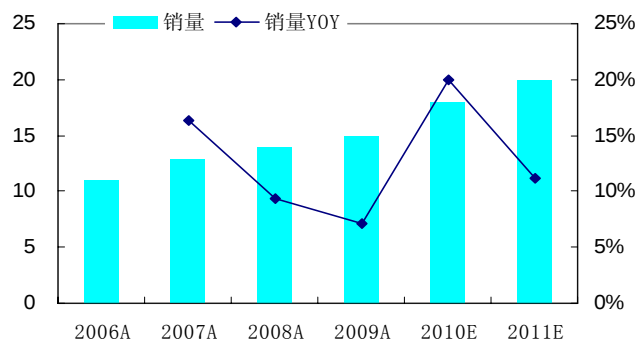
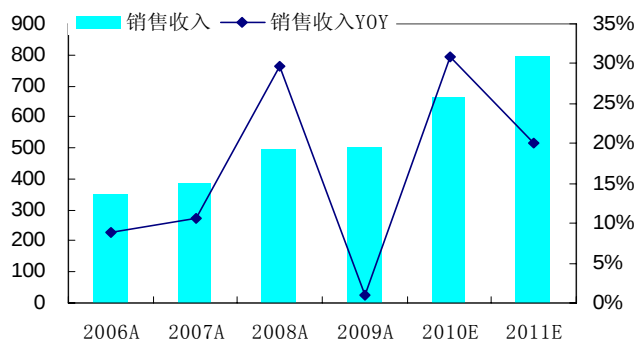
2009 年公司醋产销量为 15 万吨，同比增长 7%，销售收入 5 亿元，同比增长 1%，净利润 500 万元左右，同比大幅下降，主要是由于新厂房的折旧大幅度增加。公司预计 2010 年醋产销量达到 18 万吨，醋业利润将翻倍，2011 年公司醋销量有望超过 20 万吨。公司计划未来 5 年产销量扩张至 50 万吨。

2007 年，公司在政府主导下与新加坡 JHS 控股公司合资成立了江苏恒顺调味食品有限公司，由公司持股 51%，JHS 持股 49%，并以此为主导兴建的恒顺工业园区。2008、2009 年公司在恒顺工业园新建 20 万吨香醋产能，09 年 5 月开工投产，同时公司逐步将市中心的老厂房搬迁至新工业园区。目前公司产能合计达 20 万吨，恒顺工业园计划中的第二期 30 万吨产能建设目前还未开工，预期在未来公司醋销量能完全消化后一期产能后，二期的建设也将会提上日程。

2010 年初，公司与子公司恒顺调味食品公司、新加坡 JHS 控股公司签订了股权转让协议，由子公司江苏恒顺调味食品公司采取回购股权的方式收购新加坡 JHS 持有的恒顺调味食品公司 49% 股权。转让完成后恒顺醋业完全控股恒顺调味食品公司，2009 年被摊薄的醋业产量、利润将再次回到公司，也有利于公司未来对醋产业的运作。

图 4：公司酱醋调味品销售收入及变动（百万元）

图 5：公司醋销量及变化（万吨）



数据来源：Wind，国泰君安证券

数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.3. 提高产品档次推动均价上升，延伸产品利润贡献还需时日

公司目前醋产品结构为：4-5 元以上的高档产品占比 10%，主打产品出厂价格在 4-5 元间，占比约 40%，其余产品占比 50%。公司希望能继续提升中高档产品占比，推动价格和盈利能力的上升。

从近几年国内醋产品零售价格看，均价处于上升阶段。公司表示，在 07、08 年年成本上涨的推动下，公司也对部分产品实现了提价，但是目前基本以产品结构调整为主，提高高附加值产品占比从而推动均价的上升，预计未来公司产品均价继续上升，销售毛利率提高。

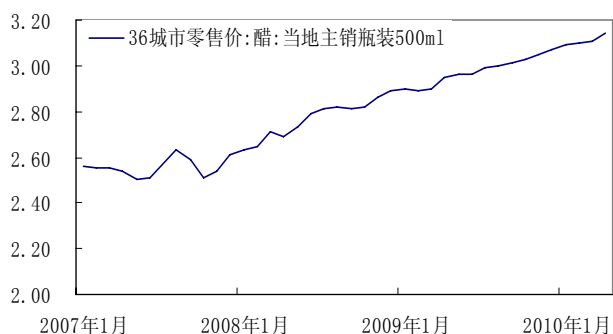
延伸产品开发现状和设想。从海外经验看，高档的苹果醋、醋饮料等的

醋产业中销量能占到10%多。公司目前的醋延伸产品主要有苹果醋饮料、醋保健产品，如醋胶囊等。不过此类产品目前在公司收入占比非常低，公司表示需要到普通醋销量达到一定规模，市场占有率比较高了以后才会大力发展这些产品，短期仍以传统的香醋为主。因此尽管我们对未来醋饮料、保健胶囊等的盈利能力有很高的期待，但是短期难以产生多少实际的效益。

由于公司醋生产工艺的前端与黄酒生产工艺是一样的，利用工艺上的一致，公司也生产少量的黄酒。不过考虑到黄酒竞争激烈，公司在黄酒领域并无品牌优势等隐私，我们认为公司黄酒业务的利润贡献会很有限。

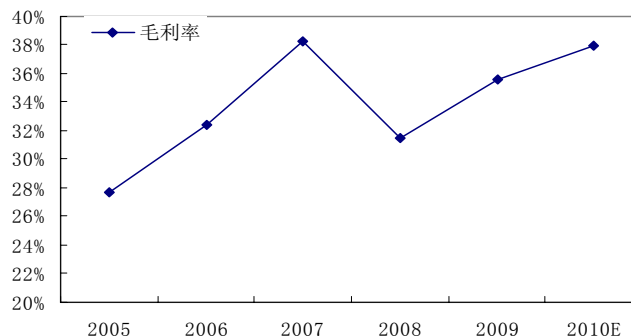
在公司产品品种品牌上，未来仍以中高档的“恒顺”、“北固山”，中低档的“金山”、“恒大”为主，但是会对目前200多个品种进行合理的梳理，集中发展几个主导产品。

图 6：国内醋产品零售价格持续上涨



数据来源：Wind，国泰君安证券

图 7：公司酱醋产品毛利率变化



数据来源：Wind，国泰君安证券

2.4. 销售是关键，公司将加大销售投入

销售区域布局：销售优势区域在华东地区，未来希望能向其他区域扩张。公司在华东的市场占有率比较高，在上海、安徽、浙江、江苏地区的占有率达到70%以上，基于如此高的区域市场占有率，未来公司在华东的销售增长将更多的来自产品结构调整。在其他区域上，公司希望能完成在1、2线城市的布点。不过目前国内醋消费在口感上还是有一些区域差别，如：山西地区以高粱酿制的醋口味比较重，镇江的香醋更适合佐餐，因此在其他区域的推广上，尤其是在北方的推广上，公司可能需要更多的努力。

充分利用品牌优势，加大地面推广力度，增加地招人员。公司认为恒顺醋业的品牌知名度已经非常高，因此在品牌的宣传上投入可以相对小一些，主要加大地面铺货的力度，加强销售网络控制。销售网络的加强主要是两个方面：

(1) 通过薪酬改革，刺激员工的积极性。公司去年借厂房搬迁的机会，对员工进行了重新的竞聘上岗，对销售人员的工资进行了改革，以前是固定工资，现在实行了浮动工资，工资与业绩挂钩，这有利于调动员工的积极性。

(2) 增加地招人员, 重点加强地招业务人员的营销网络建设, 增强公司驾驭市场的能力。目前公司销售人员, 加上地招, 共 500-700 人左右, 其中地招一半左右在华东, 对华东市场进行了深耕细作, 公司计划未来增加到 1000 人左右。一是可以利用当地人员的关系网, 二是要求他们多跑批发市场、经销商, 加大对市场的反馈力度和对经销商的服务。公司表示海天已经证明了这个模式的可行性, 公司也从海天引进了 2 人在上海做企划, 这直接带来了公司销售体制上的变化, 公司希望最终能做到“有人的地方就有恒顺”。

2.5. 2010 年醋业利润预计翻翻

公司酱醋产品 2009 年仅盈利 500 万左右, 远低于 2008 年 2000 万左右的利润, 主要原因有是新建工业园厂房折旧大幅度增加, 吞噬了大量的利润。公司预计今年利润能翻翻, 回到千万的盈利水平, 主要的业绩增长来自几个方面:

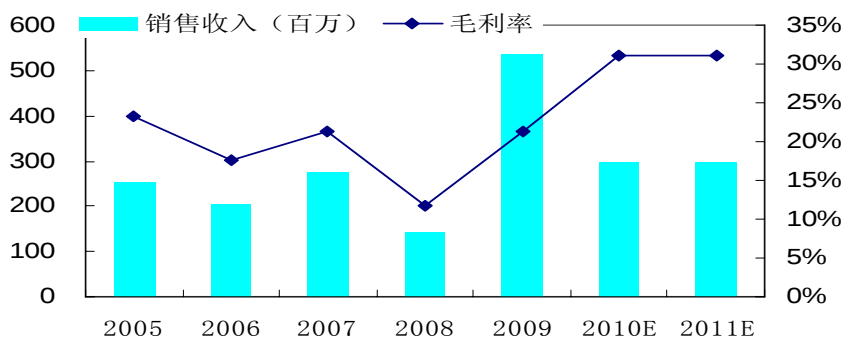
- 销量增长 2 万吨, 产品均价上升, 产品毛利率预计上升。
- 固定资产折旧下降。虽然新厂是从 2009 年 5 月份开始投产, 老厂 09 年底也基本不再使用, 但是两个厂房都是全年摊折旧, 新厂增加固定资产折旧 3000 万左右, 老厂计提折旧 900 万左右, 因此固定资产折旧增加很快, 从现金流量表上看, 公司 09 年固定资产折旧增加了 2242 万元。预计今年新厂固定资产折旧增加应该很少, 老厂房已经不再生产产品, 折旧会很低, 因此今年的固定资产折旧费用会有较大的下降。

3. 逐步退出房地产业务, 存量未来三、四年释放

公司房地产业务 2009 年收入、利润都大幅增长, 主要是由于镇江住房 09 年价格大幅上扬。2009 年公司房地产业务收入达到 5.37 亿元, 净利润 1700 万左右, 在公司总利润中占比已经达到 54%。

2008 年之后公司不再增加新的土地储备, 目前公司拥有未开发土地约 200 亩, 计划在未来 3、4 年中完成现有存量土地的开发后, 将逐步退出房地产业务, 集中力量做调味品主业。预计未来 3 年房地产业务年收入在 3 亿左右, 销售净利率比前几年会有所提高, 净利润维持在 1700 万元左右, 贡献 EPS0.13 元。

图 8: 公司房地产业务收入、毛利变化



数据来源: Wind, 国泰君安证券

表 3: 公司大部分土地储备

主体	土地面积 (亩)	成本 (亿元)	地址
江苏恒顺置业发展有限公司子公司	312.87	1.8	学府路打靶场地块
镇江恒顺房地产公司	304	/	学府路 80 号“恒美嘉园”
	268	/	学府路 21 世纪乐园西侧“恒顺翠谷”
	265.62	1.56	学府路教顶山
江苏恒顺置业发展有限公司子公司	49.27	0.455	学府路车桥厂地块
镇江中房新鸿房地产开发有限公司			
江苏恒顺置业发展有限公司子公司			
宜兴市恒兴置业有限公司	306.35	2.02	宜兴市国土资源局宜兴项目用地

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

4. 百货利润相对稳定

公司参股镇江百盛商城有限公司, 持股比例 50%, 公司基本不参与百盛的经营管理, 以权益法计, 08、09 年分别获得收益 1700 万元, 以初始投资 4703 万元看, 这是笔极其成功的投资。未来公司将继续持有此股份, 获得稳定的投资收益。

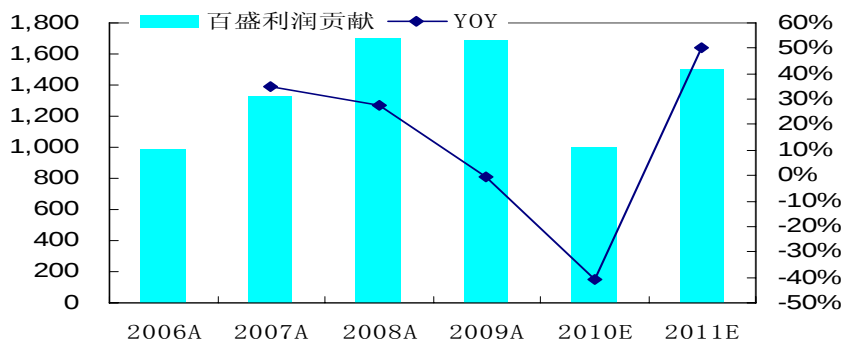
不过预计 2010、2011 年百盛的业绩会有所下降, 主要原因有二:

(1) 2010 年上半年, 镇江百盛商场门前的地下通过在建, 影响门店的人流量, 从而对百盛业绩形成负面影响;

(2) 附近新开张的八百伴商场, 对人流量和销售都有一定的分流。八百伴开张之前, 百盛是当地唯一一家高档百货商场, 新开张的八百伴与公司档次相当, 对当地购买力的分流是显而易见的。

预计百盛商场 2010、2011 年对公司的利润贡献分别为 1000 万、1300 万元, 贡献 EPS0.08、0.10 元。

图 9: 公司商业利润贡献 (万元) 及变化



数据来源: Wind, 国泰君安证券

5. 投资价值依赖未来醋业增长

基于公司未来逐渐退出房地产业务的想法，以及商业相对稳定的投资收益，未来公司的业绩增长主要看酱醋产业的增长，公司做大做强醋主业的想法也比较明确。对于醋产业的空间，我们是比较看好的，未来产品升级的空间很大，市场集中度低，不过未来恒顺醋业市场的大小更多的是依赖公司管理层的表现和对销售的控制。

短期看，由于销量增加和折旧下降，公司 2010 年醋业绩翻倍可能性非常大。长期，需进一步观察公司酱醋产品销售的变化，期望销量的增长、价格提升带来盈利的增加。另外，在醋产销量继续增长、新工业园区的二期工程建设完毕后，单位产品的固定资产摊销将下降，即单位产品固定成本下降，并且销售规模的增加也将带来销售费用率、管理费用率等的下降。

预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.37、0.59 元，给予 2011 年 30 倍左右的估值，目标价格 18 元左右，谨慎增持。

表 4: 主要业务销售情况假设

		2008A	2009A	2010E	2011E
醋业	销售均价	3,553	3,351	3,653	3,945
	YOY	18.64%	-5.69%	9.00%	8.00%
	销量	14	15	18	20
	YOY	9.37%	7.14%	20.00%	11.11%
	销售收入	497	503	657	789
	YOY	29.76%	1.04%	30.80%	20.00%
房地产	毛利率	31.50%	35.63%	38.00%	39.50%
	销售收入	141	537	300	300
	YOY	-48.82%	281.84%	-44.17%	0.00%
	毛利率	11.76%	21.38%	31.00%	31.00%

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。

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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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		