

中性-B (首次)

恒顺醋业 600305.SH

目标估值: NA
当前股价: 16.52 元
2010 年 6 月 3 日

销售网络开始编织 战术战略尚需升级

基础数据

上证综指	2571
总股本(万股)	12715
已上市流通股(万股)	12715
总市值(亿元)	21
流通市值(亿元)	21
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	6.9
资产负债率	80.6%
主要股东	江苏恒顺集团有限公司
主要股东持股比例	52.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	16	71
相对表现	12	40	75



相关报告

1、《食品饮料业 2010 年二季度投资策略-阳型企业阴型战术 阴型企业阳型战略》2010/4/15

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

董广阳 (研究助理)

0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn

黄珺 0755-82943241

huangj@cmschina.com.cn
S1090208040189

我们近期调研了公司，总体上认可公司“回归主业，扩大销售”的思路和编织销售网络的策略，但也看到公司在体制束缚、战术战略方面仍没有取得突破，可能导致改善过程颇多波折，改善效果尚待观察。首次给予“中性-B”投资评级。

- **酱醋调味品主业稳定增长。**恒顺香醋作为四大名醋之一，具有 170 年历史的品牌，在江南地区有较好的消费基础。公司过去一直是个生产型企业，销售未有大的发展。09 年 5.9 亿元主营业务收入中，80%来自恒顺香醋，其余来自酱油、料酒、鸡精、酱菜等相关产品。公司主业有能力跟随行业稳步发展，但要跨越式发展必然要靠抢占更多市场份额。
- **房地产、光电等多元化业务将逐步退出。**公司过去在主业不见明显增长情况下追求多元化投资，现有的多元化业务包括房地产、光电、商业百货投资，房地产存量开发，预计 3 年后退出，稳润光电股权应继续转让，商业投资预计会维持现状。
- **多重压力下求变，公司回归到正确的大方向上。**来自政府、同行和自身三方面的压力，使公司发展已经到了必须求变的阶段。我们认为其基本方向正确，一是回归主业，逐步退出其他业务，二是开始招聘销售人员，建设销售网络，三是开始注重产品结构的提升。
- **体制束缚尚未解决，战略战术尚需升级。**大方向初定与变革成功之间，尚有很长的路，我们认为公司在这方面还没有准备充分。根本性的是体制问题尚未解决，战术性问题在于公司对产品线规划、渠道管理、品牌营销方面仍没有清晰的思路，这些问题不但影响变革的成效大小，也延缓变革成效的显现。
- **首次给予“中性-B”投资评级。**公司有发展的压力和动力，编织销售网络是好的开端，但我们建议公司在市场开拓和品牌建设方面有更为清晰的战略规划，并严格执行，如此方能看到公司有根本性改善。预计 10-11 年 EPS0.39 元，0.50 元，10 年-11 年 PE 分别为 41.9、33.0，高估值尚没有持续快速提升的业绩预期支撑，所以给予“中性-B”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	698	1174	1129	1449	1664
同比增长	-16%	68%	-4%	28%	15%
营业利润(百万元)	-68	40	67	84	101
同比增长	-287%	-159%	65%	25%	21%
净利润(百万元)	-49	31	50	64	76
同比增长	-260%	-163%	61%	27%	19%
每股收益(元)	-0.39	0.24	0.39	0.50	0.60
PE	-42.7	67.8	42.0	33.0	27.7
PB	5.1	4.8	4.4	4.0	3.6

资料来源: 招商证券

一、酱醋调味品稳定增长

主业收入结构：公司 80%销售来自恒顺香醋。恒顺香醋创立于 1840 年，与山西老陈醋、四川保宁醋、福建永春红曲米醋并称中国四大名醋，其品质和品牌深获消费者喜爱。恒顺醋业股份有限公司主营酱醋调味品，主业收入 80%来自于恒顺香醋，在其醋产品品牌中，80%以上都是恒顺，其他品牌万通、金山、北固山等都是后来收购当地企业所得。除恒顺在全国市场销售外，北固山在北京、武汉、上海都有些市场。

产品结构：90%为中低档产品。目前品种 200 多个，砍掉了一些低端的，还在调理一些产品。公司以出厂价高于 4.5 元/kg 的为高端产品，现在占比 10%，产品酸度比较好；袋装醋是低档的，外面 1 块钱 1 袋，其他都是中档产品，中、低档各占 40-50%。虽然与同行山西陈醋相比，恒顺醋业产品吨价已经较高，但从其自身讲，产品中低档比重仍旧过大。目前公司产品结构在朝中高档方面切换，对终端只有指导价，镇江以外地区考虑物流配送成本价格会有些差别。

诸多产品中，销售量比较大的有两款产品，恒顺香醋 A 陈，现在收入 1 个亿，另一个品种 B 香，收入七八千万。这两款产品历史比较长，保持稳定略有增长。在产品方面，公司一是对 A 陈、B 香升级换代，包装不变，主要是规格作些改变。二是开发新的产品。公司的想法是先要支撑住销量，再补充新产品。

销售区域：江浙沪、安徽等江南市场占据 60%销售额。其中，镇江有专门的子公司运作，目前 1 亿元销售额；苏州、无锡、南京等城市在 6000 万以上；安徽省 6000 万以上；上海 5000 万；广东 1000 万。其他地区有武汉、北京、陕西等相对表现不错。

相关调味产品发展差强人意。主业另外 20%收入来自公司开发的调味相关产品，如料酒、黄酒、酱油、鸡精、酱菜等产品，但基本都是区域销售。在醋的基础上，公司主要推鸡精、复合调味料、黄酒、料酒等。

- **鸡精：**做了很多年，但销售区域局限性很大，几百万的销售额，公司计划用醋的销售渠道向外推广，现在业务略有盈利。公司专门成立了事业部，但推进效果还要观察。
- **黄酒：**公司投入比较大，2 万吨的产能，开发了四个品种，年初计划销售 2000 万元以上，目前来看达到目标可能性不大。但黄酒是公司下一步发展的重点。
- **料酒：**料酒主要是在江南以外的地区销售，江南地区做菜更多用黄酒，行业格局还不稳定，没有特别强的企业，公司具备一定优势。目前该业务收入增速大于 50%，几个品种，每个月销售两三百万元，安徽、湖南基数低，翻倍增长。现在数千吨的水平，去年收入近 4 千万元。公司希望在 2、3 年内再翻番。
- **酱油、酱菜：**前几年在萎缩，现在稳定。酱油产量 2、3 万吨，也是几百万销售额，近期也设立了酱油事业部来运作；酱菜还是一直在萎缩，这两块业务基本不盈利。
- 除调味品外，公司还储备醋的衍生产品如妙爽果醋、蜂蜜养生醋、妃醋等产品，其果醋口感不错，300 多 ml 玻璃瓶装餐饮终端售价 10 元。这块业务量很小，但产品属性上应属于软饮料，运作模式与醋有较大差异，公司目前无精力顾及。

图 1、公司主业收入小幅稳定增长

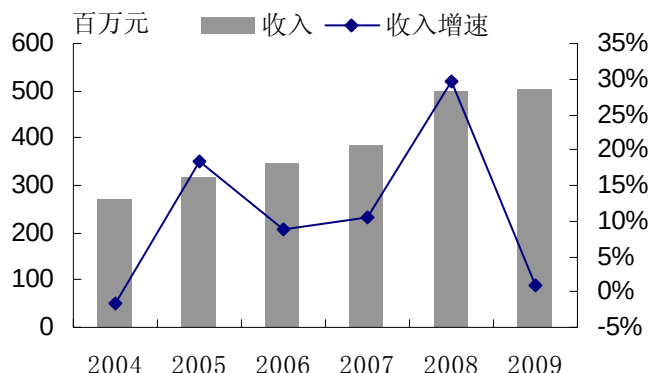
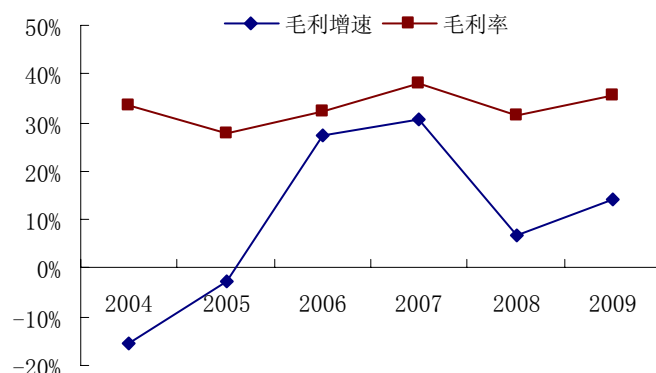


图 2、毛利率基本稳定在 30%以上



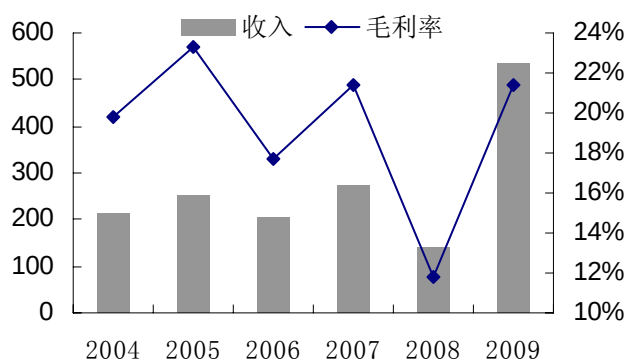
资料来源：公司公告，招商证券研究

二、多元化业务逐步退出

房地产业务过去利润率较低。公司作为国有企业，有拿地之便利，但该业务的财务状况不是很突出，过去毛利率和净利率较低，而公司负债率较高，一是因为房地产公司靠负债开发，资金成本大，也影响公司主业的资金投入；二是公司作为国有企业，考虑到社会效益，政府限制房价，镇江当地地产本身不够旺，房价不高；三是房地产配套的项目设施建设包括幼儿园、小学、中学、体育公园等，都摊到了前面的项目中。房地产销售额去年 5 亿多，今年预计 3 亿多元，因只有一个楼盘可卖，12 月份交付，估计产生 1000 多万元利润。

预计未来利润率提高，3 年后基本退出房地产业务。公司表示，去年镇江房价政策放开，涨幅比较大（去年的楼盘，年初售 3800 元/平米，年底到 6000，今年开盘是 7000 多），加上配套项目提前摊销，今后毛利率会提高 5 个百分点左右。公司现在还有 300 亩地可开发，建筑面积 25 万平米，剩下的土地预计每平方米有近 2000 元税前利润。公司是存量开发，估计 3 年后结束开发。

图 3、公司房地产业务发展情况



资料来源：公司公告，招商证券研究

百盛商城投资收益 10 年下降至 1000 万左右，未来应有一定回升。公司投资收益现有两块来源，其中百盛商城持股 50%，09 年贡献 1700 万左右的收益，10 年由于门前道路建设、附近新开商场八佰伴，经营受到影响，预计贡献 1000 万左右。预计这块业务未来仍会继续持有，随门前道路建设完成，及商城调整，利润贡献有望回升。

稳润光电 10 年投资收益稳定，长远应退出。公司 02 年投资入股江苏稳润光电有限公司，目前是国内规模最大、设备最先进的 LED 封装器件和半导体照明产品专业制造企业之一。随着制造成本的下降和发光效率、光衰等技术瓶颈的突破，LED（半导体光源）优势日趋明显，其全面取代传统光源已为时不远。但出于技术上的制约，LED 产业上下游各环节差异很大，上游产品技术难度极高，而下游的封装和应用进入壁垒很低，缺乏核心技术，中国企业只能聚集在产业的末端。尽管凭借“低成本”优势，中国迅速变成全球的 LED 封装基地，但竞争地位脆弱。稳润光电经历 08 年亏损后，09 年市场需求形势较好，利润近五百万元，原来估计今年形势也好，但实际情况看与去年差不多，预计贡献 100 多万元利润。

三、体制束缚尚未解决 战略战术尚需升级

公司发展速度落后于调味品同行企业。公司自上市以来虽然主业稳定发展，但相比调味品同行还是过于缓慢。酱油行业海天、加加、淘大等企业都已是恒顺的几倍甚至 10 倍，鸡精行业的企业历史很短，但太太乐年销售额已经 20 多亿。除了醋行业本身区域特征较强、行业内企业低价竞争激烈的特点外，恒顺过去多元化发展分散精力、国企体制下人事机制不到位是主要原因。

表 1、2005 年和 2008 年调味品行业前十大企业

排名	公司	主营产品	2005 年	公司	2008 年	08 年综合产量
1	佛山市海天	酱油、醋、蚝油	22.9 亿元	佛山海天	40.6 亿元	96 万吨
2	上海太太乐	鸡精、味精	13.46 亿元	湖南加加	38.8 亿元	48 万吨
3	李锦记公司	酱、酱油、复合调味	12.73 亿元	上海太太乐	19.9 亿元	14 万吨
4	湖南加加	酱油味精	11.78 亿元	李锦记（新会）	14.5 亿元	20 万吨
5	广东佳隆	鸡精、复合调味料	8.63 亿元	广东美味鲜	10.1 亿元	35 万吨
6	王守义十三香	香辛料	6.2 亿元	北京王致和	7.3 亿	15 万吨
7	北京王致和	腐乳、酱油、醋	6.19 亿元	王守义十三香	6.7 亿元	2.64 万吨
8	广东美味鲜	酱油、复合调味料	5.14 亿元	烟台欣和味达美	6.3 亿元	8.5 万吨
9	江苏恒顺	醋、酱油、酱菜	4.11 亿元	沈阳红梅	6.2 亿元	8.5 万吨
10	沈阳红梅	味精、酱油	3.63 亿元	江苏恒顺	5.9 亿元	16 万吨
13	山西水塔老陈醋	醋	3.3 亿元	山西水塔老陈醋	4.6 亿元	10 万吨

资料来源：国家统计局，招商证券研究 注：据了解水塔老陈醋因采购当地其他醋厂的产品，实际销量与恒顺差类似，吨价较低

多重压力下求变，战略回归主业。公司面临三方面压力：一是政府，镇江政府希望恒顺成为镇江名片，但目前的发展状况并不令政府满意，政府批了 1000 亩地用作公司生产和营销基地，必然要有更快的发展和更大的规模；二是同行，调味瓶同行的酱油、鸡精领域都出现了龙头企业，尤其是海天，酱油已经成为全球三甲，其蚝油、鸡精、复合调味品都对业内企业形成了不小压力。同时，作为四大名醋之首的山西老陈醋，这两年也意识到过去低价竞争的恶果，在山西省政府支持下开始抱团取暖，成立了醋产业协会，努力改善山西老陈醋的市场地位。三是自身，多年发展速度缓慢，2010 年又是恒顺品

牌 170 年历史，公司也认识到专业化发展的重要性，开始战略回归，加大主业投入、收缩辅业投资，房地产方面不再拿地，只做存量开发，并让出稳润光电控股权。

招聘销售人员，铺设销售网络是好的开端。公司过去一直偏向于生产而轻于销售，如今思路有所转变，市场部引进了海天的几位销售人员，学习海天的地招模式。公司的销售人员 07 年前 300 多个，现在 800 人，其中 200-300 人是公司总部，400 多是地招的，对地招人员给与当地最低工资的底薪，其他都是提成。除了销售人员的招聘，生产、物流也在逐步改善。

但我们认为公司在具体战略战术思路仍不清晰，可能导致销售推进会有波折。公司自己认为其产品质量很好，品牌响亮，关键在于销售网络，只要招聘销售人员，把货铺到终端，就能快速发展。我们则认为公司对行业本质思考不够深入，在一系列具体的产品线规划、渠道设计与管理、区域拓展、品牌营销方面，策略仍显模糊，这可能导致资源不能有效投入到最合适的时间和地点，而销售人员在执行时也会感到困惑。虽然铺货能促进一定的销售，但投入产出效率未必高。

体制尚未完全突破，亦可能影响推进效果。公司 08 年报表示：传统国有企业干部任用、劳动用工管理和工资制度彻底打破，全员竞争上岗和绩效考核全面实施，以岗位工资和计件工资为主体的不同类型人员薪资标准开始推行。合资公司员工分批进入和劳动关系调整依法实施，老职工离岗休养安置方案也已经职代会讨论通过，目前正平稳实施。但公司目前销售人员年龄结构仍然偏大，良好激励机制仍未建立，国企的体制突破尚需要一定时间。

（以下为访谈摘录）

产品线规划：公司是不是应该先把醋和料酒做大，再做别的产品？

答：他觉得这样不太符合调味品企业特点，因为醋、料酒和其他调味品都具有配套性，经销商需要整个调味品产品系。现在调味品企业都是多元化，主做一个产品如酱油，其他调味品也是配套性跟上。（但是公司目前有这个实力吗？）

渠道管理：去超市看恒顺把果醋饮料和食醋陈列在一起，都放在调味品货架上，这是不是市场疏于管理了？天地壹号就很明确把果醋放在饮料区域，在深圳餐饮终端也投放很多。

答：公司还没有把果醋当作饮料，目前国内也没有一个标准，还有假产品，这个产品需要很大投入，公司现在的实力做了只能给已有的饮料企业康师傅统一这类企业铺好路。渠道方面公司主要是做商超和流通。没有直销给餐饮店的，但和大娘水饺有合作，替他们生产，这点海天和小肥羊也是签了合同，成为小肥羊的指定供应商。这个产品比较小，追求规模，直供的量比较小的化成本较大。

区域拓展：公司是不是可以先找地市作样板市场，再一个一个复制出去？销售区域的规划情况？

答：现在没有做大面的样板市场，但做一些样板超市、样板乡镇市场。恒顺的销售主要集中在江浙沪、安徽等地。目前最大的任务是强化网点推广，网络布局，渗透到基层市场去。网络布局方面，公司在南京、无锡、常州、扬州等地，分渠道分区域做得比较深。其他地区都不分。公司在外地设立办事处，全国有 30 多个，不一定按照省级区域分，几个人专门分工处理订单，做市场等。人员部分自派和地招，自己派的人企业认同感强些，有上进心，但现在很多地方派出去作了很多年的人。

品牌规划：公司对品牌规划是怎样的想法？是不是应该把恒顺品牌拿来作中高端，其他

品牌做低端？

答：业内对品牌树立有两种做法，一种像海天那样，所有调味品种，不管高中低档，都打海天品牌。另一种做法，是主品牌做中高档，其他品牌做低档。这两种做法都有成功。公司没有明确这么提，总体上结构是往中高端做。

广告营销：作为消费品企业，应该让终端拉动，公司为什么不做广告？

答：目前电视媒体的广告确实少，但现在有调味品有几个趋势，一是重点在终端，如在社区、超市做展卖和促销；二是对经销商本身返利，及对重点表现的经销商予以奖励。先把网络铺好，等公司做到了 10 个亿再去打广告。

目前公司的营销模式上有什么独创性的东西吗？

答：没有，和其它调味品企业大同小异。

从海天过来公司 2 年，自己的销售思路推进顺利吗？

答：恒顺老员工比例大，做销售这行需要年轻人，新招的年轻人需 2-3 年培养，人员流失率也高，恒顺员工在当地待遇还不错，但跟行业其他企业比还是不高。

三、盈利预测和投资策略

预计主业全年稳定增长。现在新产能 1 期满负荷在 12 万吨，如果销售好会再投一个 12 万吨的规模。现在恒丰厂 3 万吨产能基本已经停产，新区在不够用时可以在这边生产。加上老厂区搬迁过来的设备，公司满负荷产能在 18 万吨左右。

今年的整体目标是产量增 20%，收入增长 20-30%。产品质量可以保障，但产品的包装已经跟不上时代，现在在改，但还需要消化现有的很多库存。今年从 1-4 月目标达成率看，前 3 个月尚可，但 4 月份大部分片区都没有完成任务目标。

毛利率基本会保持稳定。公司通过内部管理，降低了部分成本；现在销售也是重点推广毛利率比较高的产品。但原料成本略有上升，加上新建产能固定资产折旧摊销接近 3000 万，下半年要上一期另外 10 万吨产能建设，会增加摊销。因去年提的折旧已是完整的会计年度，所以估计今年提的和去年差不多。综合来看，公司毛利率近年会基本稳定，重点看结构提升力度。

费用有所节省。公司新厂区去年投产，去年年底满产，以前 3 块厂区（老厂、恒丰、新厂）分开生产，运输成本很高，现在集中在新区生产，这块费用有所节省。

公司 10 年将新增 2 块收益。一是市区老厂的土地由政府收回所获的补偿款。公司有 2 块地在市区，一块在新的镇江市政府边上，一块在火车站附近，这两块地的帐面成本很低。其中 1 块地近 2 个月会收走，会计入部分收益 1000 多万，同时也减少了计提折旧，一年也有七八百万，另一块地预计要到 11 年收回。二是新加坡 JHS 的少数股权下半年收回。该事项只剩下细节问题，估计 1、2 个月就能完成，这块贡献较小。

业绩预测与投资策略：首次给予“中性-B”投资评级。公司有发展的压力和动力，编织销售网络是好的开端，但我们建议公司在市场开拓和品牌建设方面有更为清晰的战略规划，并严格执行，如此方能看到公司有根本性改善。预计 10-11 年 EPS0.39 元，0.50 元，10 年-11 年 PE 分别为 41.9、33.0，高估值尚没有持续快速提升的业绩预期支撑，所以给予“中性-B”投资评级。

表 2、收入结构预测

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
酱醋业					
产量	14	15	17.7	20	23
吨价	3553	3351	3418	3521	3626
收入	497	503	605	704	834
(+, -)	29.8%	1.0%	20.4%	16.4%	18.5%
吨成本	2434	2157	2200	2244	2311
成本	341	324	389	449	532
毛利	157	179	216	255	302
(+, -)	6.8%	14.3%	20.4%	18.4%	18.5%
毛利率	31.5%	35.6%	35.6%	36.3%	36.3%
房地产					
收入	141	537	374	595	680
成本	124	422	283	446	510
毛利	17	115	91	149	170
(+, -)	-71.9%	594.1%	-20.6%	63.2%	14.3%
毛利率	11.8%	21.4%	24%	25%	25%
其他					
收入	60	134	150	150	150
成本	43	111	120	120	120
毛利率	29.2%	16.9%	20%	20%	20%
总收入	698	1174	1129	1449	1664
(+-)	-15.7%	68.1%	-3.8%	28.4%	14.8%
总成本	508	857	792	1015	1162
毛利	191	317	337	434	502
(+-)	-18.7%	65.9%	6.4%	28.9%	15.7%
毛利率	27.3%	27.0%	29.8%	30.0%	30.2%

资料来源: 公司公告、招商证券研究

表 3: 恒顺醋业季度及年度利润表

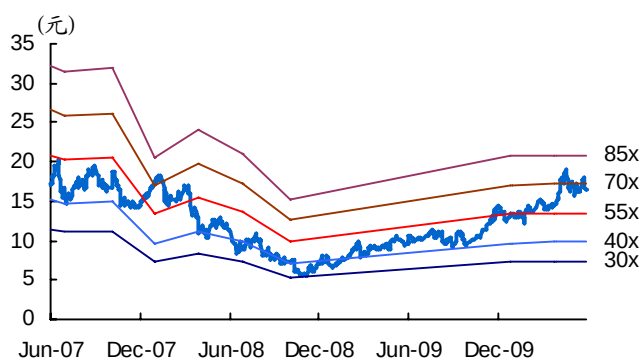
单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	08A	09A
一、营业总收入	192	156	128	222	219	202	204	550	208	698	1174
二、营业总成本	185	141	129	328	220	187	202	543	196	783	1152
其中: 营业成本	138	103	92	175	164	133	153	406	147	508	857
营业税金及附加	3	4	2	6	6	5	5	27	3	16	43
营业费用	16	18	13	26	21	20	21	23	20	73	85
管理费用	15	15	13	27	19	25	15	47	20	71	106
财务费用	13	0	9	49	10	3	7	40	7	70	60
资产减值损失	1	1	0	44	0	0	1	0	0	46	1
三、其他经营收益	13	-2	4	2	10	1	3	5	5	16	19
公允价值变动收益	0	0	0	-1	0	0	0	1	0	-1	1
投资收益	13	-2	4	3	10	1	3	4	5	17	18
四、营业利润	20	12	4	-104	9	16	5	12	17	-68	40
加: 营业外收入	0	0	0	8	2	0	0	9	0	8	11
减: 营业外支出	1	1	1	3	0	1	1	2	0	6	4
五、利润总额	19	11	3	-99	10	15	3	19	17	-66	47
减: 所得税	3	3	1	1	2	6	1	2	4	8	11

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	08A	09A
六、净利润	16	8	2	-101	8	9	2	17	13	-75	35
减: 少数股东损益	1	1	1	-28	0	3	1	1	5	-25	4
母公司所有者净利润	15	8	2	-73	8	6	2	16	8	-49	31
EPS	0.12	0.06	0.01	-0.57	0.06	0.04	0.01	0.13	0.06	-0.39	0.24

主要比率											
毛利率	28%	34%	29%	21%	25%	34%	25%	26%	29%	27%	27%
营业利润率	10%	8%	3%	-47%	4%	8%	2%	2%	8%	-10%	3%
净利率	8%	5%	1%	-33%	4%	3%	1%	3%	4%	-7%	3%
营业费率	8%	12%	10%	12%	9%	10%	10%	4%	10%	10%	7%
管理费	8%	10%	10%	12%	9%	13%	7%	9%	9%	10%	9%
实际税率	17%	26%	37%	-1%	20%	42%	36%	11%	22%	-13%	24%
YoY											
收入增长率	20%	-13%	-30%	-27%	14%	29%	59%	148%	-5%	-16%	68%
营业利润增长率	49%	-27%	-76%	980%	-56%	30%	19%	-111%	95%	-287%	-159%
净利润增长率	52%	-37%	-85%	8191%	-47%	-25%	3%	-122%	2%	-260%	-163%

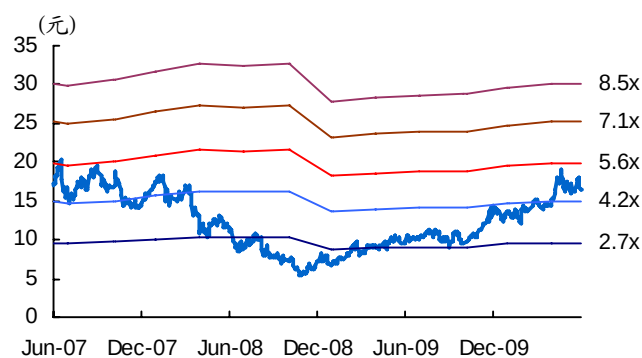
资料来源: 公司公告、招商证券研究

图 4: 恒顺醋业历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 5: 恒顺醋业历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《食品饮料业 2010 年二季度投资策略-阳型企业阴型战术 阴型企业阳型战略》2010/4/15

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1683	2009	1542	1961	2238
现金	397	741	50	50	50
交易性投资	3	0	0	0	0
应收票据	0	1	1	1	1
应收款项	49	57	55	70	81
其它应收款	40	44	42	54	62
存货	1003	968	1211	1552	1776
其他	190	198	183	235	268
非流动资产	776	984	1021	1056	1089
长期股权投资	127	123	123	123	123
固定资产	517	734	779	820	859
无形资产	75	73	66	59	53
其他	57	54	54	54	54
资产总计	2459	2993	2563	3018	3327
流动负债	1550	2223	1748	2151	2399
短期借款	968	1145	852	1064	1187
应付账款	97	167	154	197	226
预收账款	56	136	92	118	135
其他	429	776	651	772	851
长期负债	263	146	146	146	146
长期借款	262	121	121	121	121
其他	1	25	25	25	25
负债合计	1813	2369	1895	2297	2545
股本	127	127	127	127	127
资本公积金	243	239	239	239	239
留存收益	45	76	116	165	222
少数股东权益	232	181	186	189	193
母公司所有者权益	415	442	483	531	588
负债及权益合计	2459	2993	2563	3018	3327

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(17)	370	(161)	(41)	60
净利润			50	64	76
折旧摊销			63	65	67
财务费用			50	70	77
投资收益			(12)	(14)	(14)
营运资金变动			(317)	(229)	(151)
其它			4	3	4
投资活动现金流	(176)	(239)	(100)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	274	113	(430)	141	40
借款变动			(382)	212	123
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(9)	(15)	(19)
其他			(38)	(56)	(63)
现金净增加额	80	244	(691)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	698	1174	1129	1449	1664
营业成本	508	857	792	1015	1162
营业税金及附加	16	43	41	53	61
营业费用	73	85	91	116	133
管理费用	71	106	99	125	143
财务费用	70	60	50	70	77
资产减值损失	46	1	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	1	0	0	0
投资收益	17	18	12	14	14
营业利润	(68)	40	67	84	101
营业外收入	8	11	10	10	10
营业外支出	6	4	4	4	4
利润总额	(66)	47	73	89	107
所得税	8	11	18	22	27
净利润	(75)	35	54	67	80
少数股东损益	(25)	4	4	3	4
母公司所有者净利润	(49)	31	50	64	76
EPS (元)	(0.39)	0.24	0.39	0.50	0.60

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-16%	68%	-4%	28%	15%
营业利润	-287%	-159%	65%	25%	21%
净利润	-260%	-163%	61%	27%	19%
获利能力					
毛利率	27.3%	27.0%	29.8%	30.0%	30.2%
净利率	-7.0%	2.6%	4.4%	4.4%	4.6%
ROE	-11.9%	7.0%	10.3%	12.0%	12.9%
ROIC	0.1%	3.8%	5.4%	6.1%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	73.7%	79.2%	73.9%	76.1%	76.5%
净负债比率	50.0%	45.3%	38.0%	39.3%	39.3%
流动比率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.4	0.5	0.2	0.2	0.2
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	0.5	0.9	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转率	16.3	22.2	20.3	23.2	22.1
应付帐款周转率	6.9	6.5	4.9	5.8	5.5
每股资料(元)					
每股收益	-0.39	0.24	0.39	0.50	0.60
每股经营现金	-0.14	2.91	-1.27	-0.32	0.47
每股净资产	3.26	3.48	3.80	4.18	4.63
每股股利	0.00	0.07	0.07	0.12	0.15
估值比率					
PE	-42.7	67.8	42.0	33.0	27.7
PB	5.1	4.8	4.4	4.0	3.6
EV/EBITDA	165.8	29.0	23.5	19.3	17.2

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华，清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。