

### 湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：巢枫

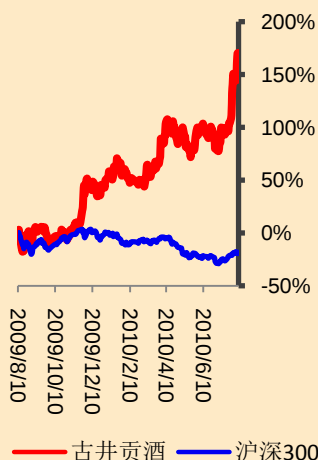
Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

| 市场数据         | 2010/8/8 |
|--------------|----------|
| 收盘价(元)       | 60.88    |
| 一年内最高价(元)    | 63.97    |
| 一年内最低价(元)    | 18.10    |
| 市净率          | 17.2     |
| 流通 A 股市值(亿元) | 106.5    |

| 基础数据       | 2010/6/30 |
|------------|-----------|
| 每股净资产(元)   | 3.55      |
| 资产负债率(%)   | 43.33     |
| 总股本(百万)    | 235.00    |
| 流通 A 股(百万) | 175.00    |

最近一年股价与大盘的涨幅



### 投资要点

- **2010年上半年公司业绩大幅增长。**公司2010年中报数据显示，上半年实现营业收入8.56亿元，同比增长21.42%；归属于母公司股东的净利润为1.07亿元，同比增长高达201.57%。**表1显示，净利润增速远远超过收入增速的主要原因是毛利率的提高。**10年上半年收入增长了21.42%，而营业成本却大幅下降了29.58%，致使综合毛利率同比增加了20.45个百分点，高达71.77%；在毛利率大幅提升的刺激下，尽管营业费用率上升了5.6个百分点，管理费用率同比上升了6.87个百分点，最终的利润率同比还是上升了9.68个百分点，净利润率同比上升了7.50个百分点；**10年上半年净利润率为12.54%，是同期净利率5.05%的2.5倍，同比增加了近150%，大约贡献了利润增速201.57%的75%，因此说10年上半年净利润的增速主要来自综合毛利率的提高。**
- **而毛利率大幅提高20.45个百分点的主要原因是公司产品毛利整体提升和产品结构调整所致。**一方面，公司白酒产品毛利率均有所提高。其中高档酒毛利率提高8.68个百分点，中档酒提高23.26个百分点，低档酒提高15.43个百分点。另一方面，低毛利率的低档酒和非白酒类业务的下降，也一定程度上贡献了综合毛利率的提升。10年上半年低档酒同比减少55.82%，非白酒业务也同比减少52.03%，与此同时，高档酒同比增速高达81.06%，高毛利产品的大幅增长与低毛利产品和业务的下降也一定程度上贡献了综合毛利率的提升。
- **2010年第二季度的收入同比增速和一季度相比有所放缓，但利润增速却有所提高。**二季度收入同比增长14.87%，低于一季度的同比增速25.07%；但净利润同比增速二季度为224%，高于一季度的192.9%。**这种收入同比增速和净利润同比增速在环比上的差异主要是因为计算同比增速时用的基数差异太大。**二季度相对处于白酒消费淡季，二季度单季净利润基数较一季度净利润基数小很多，09年一季度净利润为0.11元/股，而09年二季度净利润只有0.04元/股。
- **未来的发展前景** 宏观面受益于人口红利拐点引发的收入增长快于GDP增长、投资消费结构调整、安徽经济的崛起以及白酒消费的升级，具体内容请参见我们6月21日报告《把握收入分配体制改革和消费升级》。微观面受益于公司年份酒的高成长带来的产品结构调整，此外机制方面的改进和完善也将贡献于公司的增长。
- **盈利预测及估值** 我们预计公司10-12年的EPS为1.04元、1.52元、2.13元。自我们于5月20、5月23日、6月18日、6月21日推荐以来，公司股票上涨达51.8%，我们给予11年估值40-45倍的市盈率，估值为60-68，DCF估值为55-60元，因此，我们认为公司目前的股价基本合理，因此下调评级为“增持”。

| 主要财务指标    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1341.43 | 1770.68 | 2408.13 | 3202.81 |
| 每股收益(元)   | 0.60    | 1.04    | 1.52    | 2.13    |
| P/E       | 102.13  | 58.62   | 40.14   | 28.57   |

表 1 2010 年上半年净利润增速远超收入增速，主要归因于毛利率的提高

|                   | 1H08   | 2H08   | 1H09   | 2H09   | 1H10   | 1H09 同比  | 2H09 同比  | 1H10 同比  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 一、营业总收入           | 683.59 | 781.04 | 705.28 | 636.15 | 856.35 | 3.17%    | -18.55%  | 21.42%   |
| 二、营业总成本           | 658.72 | 732.63 | 656.40 | 524.01 | 719.46 | -0.35%   | -28.48%  | 9.61%    |
| 营业成本              | 437.95 | 418.18 | 343.34 | 182.36 | 241.79 | -21.60%  | -56.39%  | -29.58%  |
| 营业税金及附加           | 75.34  | 86.46  | 100.90 | 87.53  | 129.50 | 33.93%   | 1.24%    | 28.35%   |
| 销售费用              | 75.84  | 107.48 | 124.83 | 122.27 | 199.54 | 64.61%   | 13.76%   | 59.85%   |
| 管理费用              | 68.34  | 98.22  | 76.67  | 129.07 | 151.92 | 12.19%   | 31.40%   | 98.15%   |
| 财务费用              | 3.03   | 13.57  | 5.12   | -0.64  | -3.65  | 68.97%   | -104.72% | -171.19% |
| 资产减值损失            | -1.77  | 8.71   | 5.54   | 3.41   | 0.35   | -413.53% | -60.85%  | -93.61%  |
| 三、其他经营收益          |        |        |        |        |        |          |          |          |
| 公允价值变动净收益         | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |          |          |          |
| 投资净收益             | 0.00   | 0.10   | 0.00   | 4.11   | 0.88   |          |          |          |
| 四、营业利润            | 24.86  | 48.50  | 48.88  | 116.26 | 137.76 | 96.59%   | 139.69%  | 181.85%  |
| 加：营业外收入           | 4.53   | 6.38   | 3.08   | 4.05   | 9.18   | -32.07%  | -36.63%  | 198.36%  |
| 减：营业外支出           | 0.42   | 7.86   | 0.43   | 5.82   | 1.53   | 3.21%    | -25.88%  | 255.94%  |
| 五、利润总额            | 28.98  | 47.03  | 51.53  | 114.48 | 145.42 | 77.82%   | 143.41%  | 182.22%  |
| 减：所得税             | 10.74  | 31.88  | 15.97  | 9.98   | 38.03  | 48.71%   | -68.69%  | 138.09%  |
| 六、净利润             | 18.24  | 15.15  | 35.55  | 104.50 | 107.39 | 94.96%   | 589.79%  | 202.04%  |
| 减：少数股东损益          | -0.01  | -0.09  | -0.05  | 0.02   | 0.00   | 334.08%  | -121.40% | -100.00% |
| 归属于母公司所有者<br>的净利润 | 18.25  | 15.24  | 35.61  | 104.48 | 107.39 | 95.13%   | 585.60%  | 201.57%  |
| 每股收益              | 0.08   | 0.06   | 0.15   | 0.44   | 0.46   | 95.13%   | 585.60%  | 201.57%  |
| 以上同比为相对数，以下为绝对数   |        |        |        |        |        |          |          |          |
|                   | 1H08   | 2H08   | 1H09   | 2H09   | 1H10   | 1H09 同比  | 2H09 同比  | 1H10 同比  |
| 毛利率               | 35.93% | 46.46% | 51.32% | 71.33% | 71.77% | 15.38%   | 24.88%   | 20.45%   |
| 营业税金及附加率          | 11.02% | 11.07% | 14.31% | 13.76% | 15.12% | 3.29%    | 2.69%    | 0.82%    |
| 营业费用率             | 11.09% | 13.76% | 17.70% | 19.22% | 23.30% | 6.61%    | 5.46%    | 5.60%    |
| 管理费用率             | 10.00% | 12.58% | 10.87% | 20.29% | 17.74% | 0.87%    | 7.71%    | 6.87%    |
| 财务费用率             | 0.44%  | 1.74%  | 0.73%  | -0.10% | -0.43% | 0.28%    | -1.84%   | -1.15%   |
| 三项费用率             | 21.53% | 28.07% | 29.30% | 39.41% | 40.62% | 7.76%    | 11.33%   | 11.32%   |
| 利润率               | 4.24%  | 6.02%  | 7.31%  | 18.00% | 16.98% | 3.07%    | 11.97%   | 9.68%    |
| 实际所得税率            | 37.07% | 67.79% | 31.00% | 8.72%  | 26.15% | -6.07%   | -59.07%  | -4.85%   |
| 净利润率              | 2.67%  | 1.94%  | 5.04%  | 16.43% | 12.54% | 2.37%    | 14.49%   | 7.50%    |
| 归属母公司净利润率         | 2.67%  | 1.95%  | 5.05%  | 16.42% | 12.54% | 2.38%    | 14.47%   | 7.49%    |

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 2010 年二季度收入同比增速环比有所下降，净利润同比增速环比有所上升，主要是基数差异所致

|                   | 3Q09   | 4Q09   | 1Q10   | 2Q10   | 3Q09 同比  | 4Q09 同比  | 1Q10 同比  | 2Q10 同比  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 一、营业总收入           | 266.73 | 369.42 | 566.48 | 289.87 | -15.43%  | -20.66%  | 25.07%   | 14.87%   |
| 二、营业总成本           | 252.01 | 271.99 | 467.37 | 252.09 | -11.23%  | -39.39%  | 11.87%   | 5.65%    |
| 营业成本              | 108.00 | 74.36  | 163.66 | 78.13  | -46.03%  | -65.90%  | -23.73%  | -39.32%  |
| 营业税金及附加           | 37.43  | 50.10  | 84.75  | 44.75  | 14.09%   | -6.62%   | 24.34%   | 36.70%   |
| 销售费用              | 51.92  | 70.35  | 139.47 | 60.07  | 264.49%  | -24.55%  | 81.71%   | 24.95%   |
| 管理费用              | 55.11  | 73.95  | 81.31  | 70.62  | 55.69%   | 17.71%   | 46.70%   | 232.38%  |
| 财务费用              | 0.04   | -0.68  | -1.82  | -1.83  | -96.90%  | -105.57% | -163.15% | -181.51% |
| 资产减值损失            | -0.50  | 3.91   | 0.00   | 0.35   | #DIV/0!  | -55.14%  | -100.00% | -93.61%  |
| 三、其他经营收益          | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%    |
| 公允价值变动净收益         | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | #DIV/0!  | #DIV/0!  | #DIV/0!  | #DIV/0!  |
| 投资净收益             | 0.00   | 4.11   | 0.23   | 0.65   | #DIV/0!  | 4128.97% | #DIV/0!  | #DIV/0!  |
| 四、营业利润            | 14.72  | 101.54 | 99.34  | 38.42  | -53.30%  | 497.63%  | 182.63%  | 179.85%  |
| 加：营业外收入           | 2.45   | 1.60   | 2.48   | 6.70   | -41.51%  | -27.32%  | 37.30%   | 426.77%  |
| 减：营业外支出           | 0.41   | 5.41   | 0.08   | 1.44   | -65.95%  | -18.53%  | 392.54%  | 250.55%  |
| 五、利润总额            | 16.75  | 97.73  | 101.74 | 43.68  | -51.42%  | 678.65%  | 175.44%  | 199.38%  |
| 减：所得税             | 6.47   | 3.51   | 26.46  | 11.57  | -77.98%  | 40.63%   | 134.99%  | 145.51%  |
| 六、净利润             | 10.28  | 94.22  | 75.28  | 32.11  | 101.77%  | 837.11%  | 193.17%  | 225.10%  |
| 减：少数股东损益          | 0.01   | 0.01   | 0.00   | 0.00   | -159.97% | -110.09% | -100.00% | -100.00% |
| 归属于母公司所有者的净利润     | 10.27  | 94.21  | 75.28  | 32.11  | 100.73%  | 830.62%  | 192.91%  | 224.04%  |
| 每股收益              | 0.04   | 0.40   | 0.32   | 0.14   | 100.73%  | 830.62%  | 192.91%  | 224.04%  |
| 以上同比为相对数，以下同比为绝对数 |        |        |        |        |          |          |          |          |
|                   | 3Q09   | 4Q09   | 1Q10   | 2Q10   | 3Q09 同比  | 4Q09 同比  | 1Q10 同比  | 2Q10 同比  |
| 毛利率               | 59.51% | 79.87% | 71.11% | 73.05% | 22.96%   | 26.70%   | 18.48%   | 24.08%   |
| 营业税金及附加率          | 14.03% | 13.56% | 14.96% | 15.44% | 3.63%    | 2.04%    | -0.09%   | 2.47%    |
| 营业费用率             | 19.47% | 19.04% | 24.62% | 20.72% | 14.95%   | -0.98%   | 7.68%    | 1.67%    |
| 管理费用率             | 20.66% | 20.02% | 14.35% | 24.36% | 9.44%    | 6.53%    | 2.12%    | 15.94%   |
| 财务费用率             | 0.02%  | -0.18% | -0.32% | -0.63% | -0.40%   | -2.81%   | -0.96%   | -1.52%   |
| 三项费用率             | 40.14% | 38.88% | 38.65% | 44.45% | 23.99%   | 2.73%    | 8.83%    | 16.09%   |
| 利润率               | 6.28%  | 26.45% | 17.96% | 15.07% | -4.65%   | 23.76%   | 9.80%    | 9.29%    |
| 实际所得税率            | 38.62% | 3.59%  | 26.00% | 26.49% | -46.60%  | -16.30%  | -4.48%   | -5.81%   |
| 净利润率              | 3.85%  | 25.50% | 13.29% | 11.08% | 2.24%    | 23.35%   | 7.62%    | 7.16%    |
| 归属母公司净利润率         | 3.85%  | 25.50% | 13.29% | 11.08% | 2.23%    | 23.33%   | 7.62%    | 7.15%    |

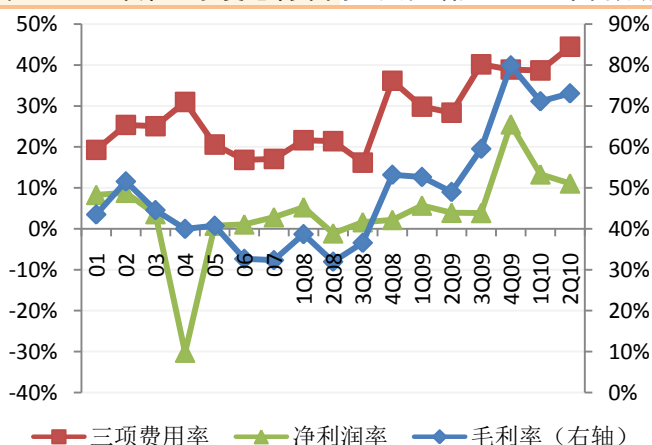
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 公司毛利率大幅提升主要是产品毛利普遍上升和产品结构调整所致

| 营业收入   | 2009 年上半年 | 2010 年上半年 | 同比      |
|--------|-----------|-----------|---------|
| 高档酒(元) | 21857.16  | 39574.69  | 81.06%  |
| 中档酒(元) | 29943.97  | 37080.42  | 23.83%  |
| 低档酒(元) | 4127.21   | 1823.57   | -55.82% |
| 其他     | 10020.01  | 4,806.60  | -52.03% |
| 合计     | 68060.21  | 83,285.28 | 22.37%  |
| 毛利率    |           |           |         |
| 高档酒(%) | 71.9      | 80.58     | 8.68    |
| 中档酒(%) | 49.26     | 72.52     | 23.26   |
| 低档酒(%) | 35.55     | 50.98     | 15.43   |
| 白酒合计   | 57.09     | 76.08     | 18.99   |

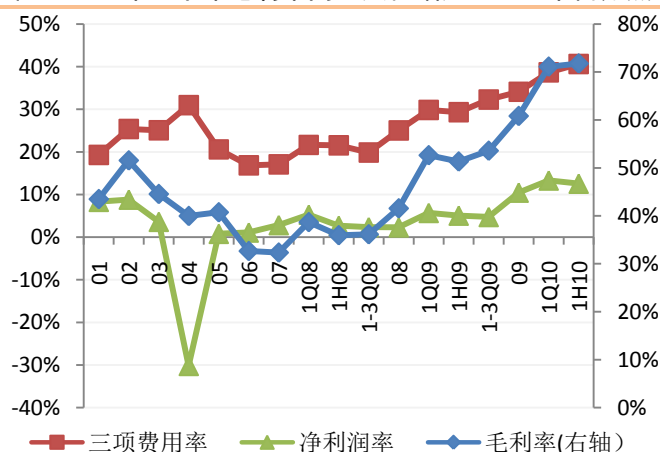
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 1 2010 年第二季度毛利率同比大幅增加 24.08 个百分点



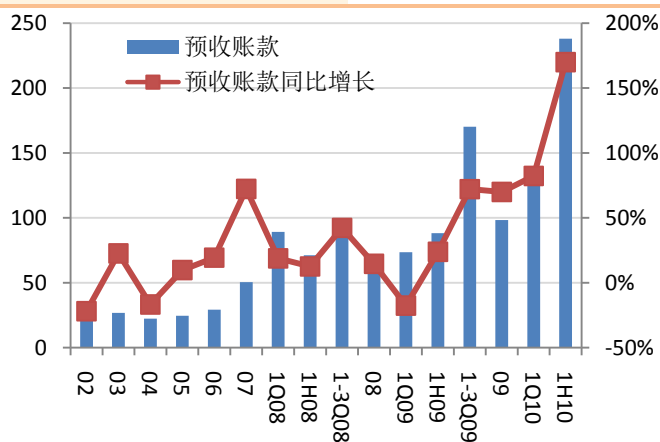
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2 2010 年上半年毛利率同比大幅增加 20.45 个百分点



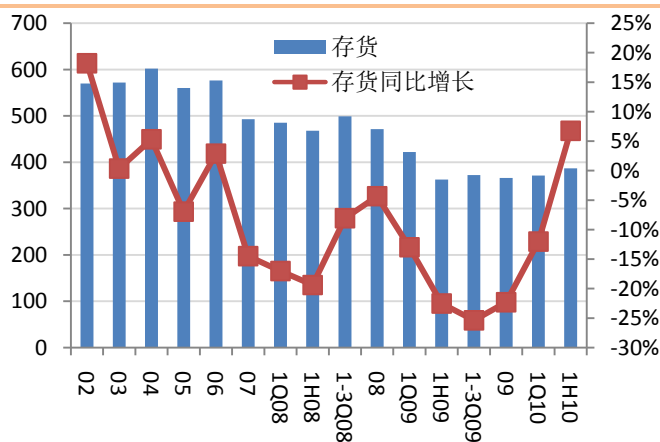
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 2010 年二季度末预收账款大幅增加 170%



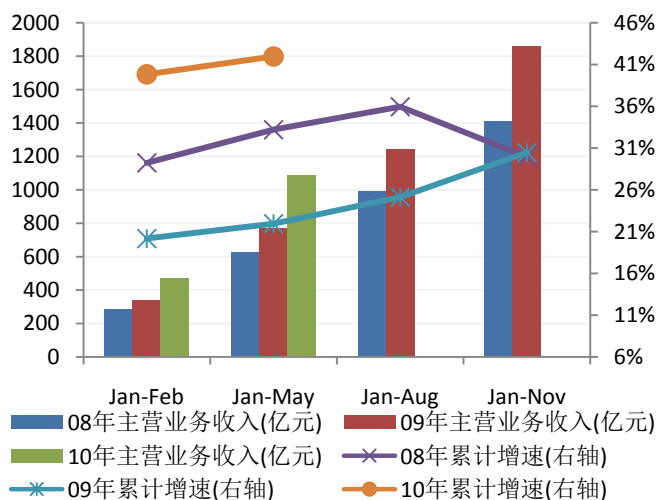
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 4 2010 年二季度末存货同比只增加 6.74%



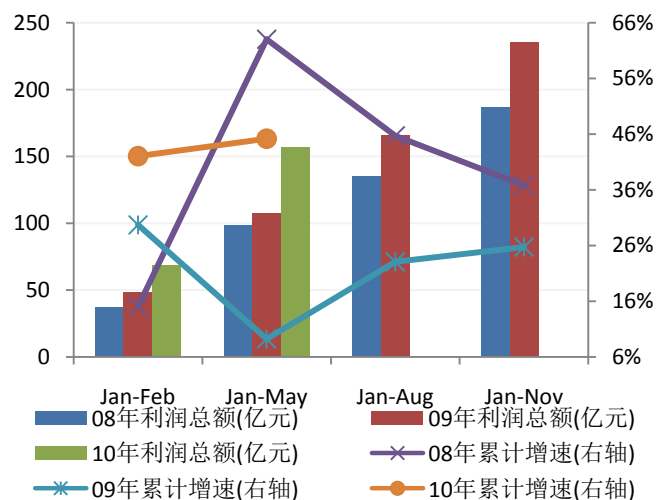
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 5 行业收入数据表明当前白酒业正处于高景气阶段



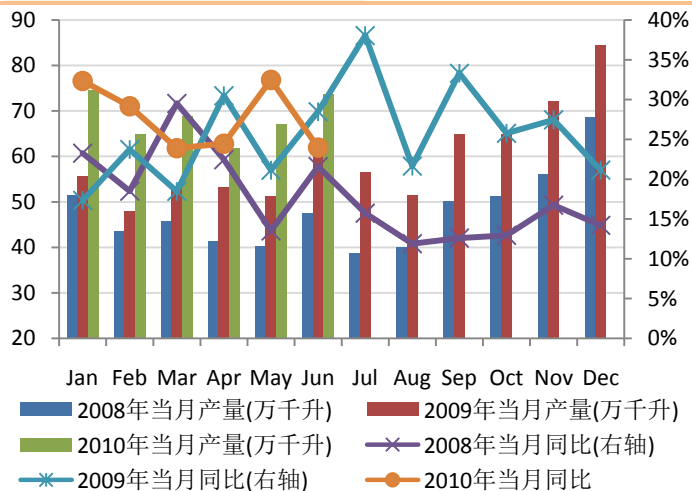
资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 6 行业利润数据也表明当前白酒业正处于高景气阶段



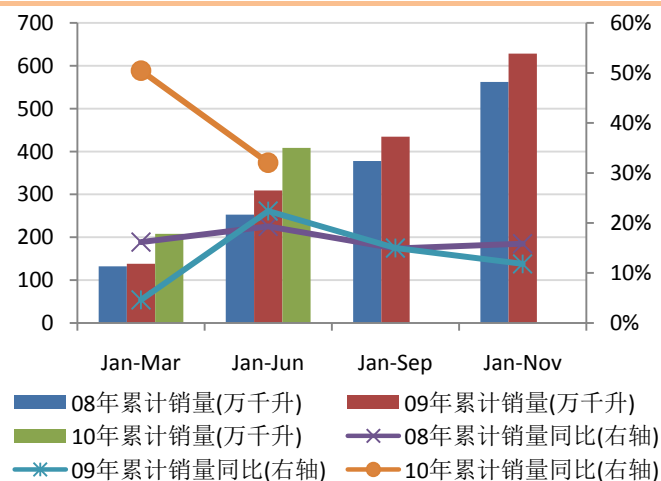
资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 7 白酒产量数据表明行业正处于高景气阶段



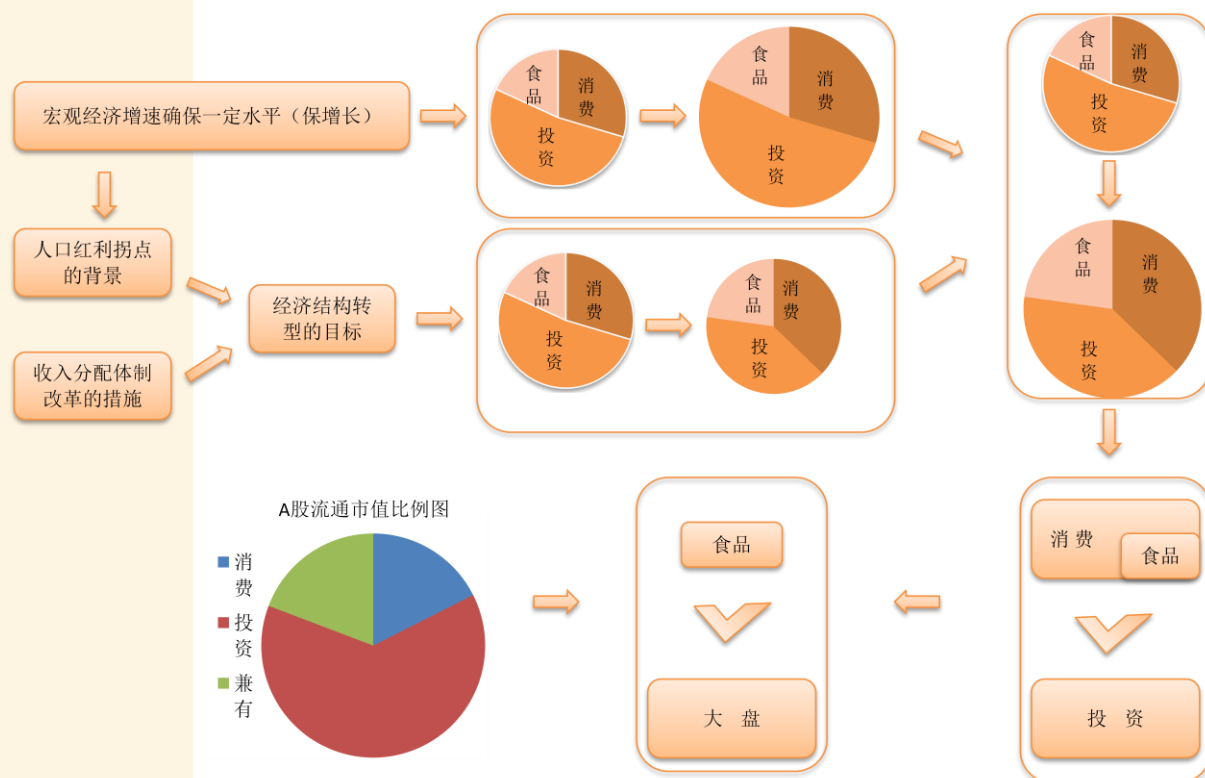
资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 8 白酒销量数据也表明行业正处于高景气阶段



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 9 人口红利拐点、收入分配体制改革以及资本市场投资品占比较大三大因素致使食品行业好于大盘



注：本图中食品占消费的数据以 38%衡量，仅作为参考；此外，食品是消费的一部分，图中的消费是除食品之外的消费；其三，经济结构调整中投资比重的目标值为 40%，仅作为参考。该图具体逻辑请参见我们 6 月 21 日的中期投资策略报告《把握收入分配体制改革和消费升级》

资料来源：湘财证券研究所

表 4 预测资产负债表和利润表

| 资产负债表         |      | 单位:百万元 |       |       |              | 利润表    |        | 单位:百万元 |        |  |  |
|---------------|------|--------|-------|-------|--------------|--------|--------|--------|--------|--|--|
| 会计年度          | 2009 | 2010E  | 2011E | 2012E | 会计年度         | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |  |  |
| 流动资产          | 846  | 1044   | 1374  | 1834  | 营业收入         | 1341   | 1771   | 2408   | 3203   |  |  |
| 现金            | 361  | 523    | 708   | 966   | 营业成本         | 526    | 501    | 650    | 833    |  |  |
| 应收账款          | 22   | 42     | 54    | 70    | 营业税金及附加      | 188    | 266    | 361    | 480    |  |  |
| 其他应收款         | 21   | 23     | 33    | 44    | 营业费用         | 247    | 425    | 578    | 769    |  |  |
| 预付账款          | 2    | 3      | 4     | 5     | 管理费用         | 206    | 266    | 361    | 480    |  |  |
| 存货            | 366  | 331    | 420   | 542   | 财务费用         | 4      | -17    | -23    | -32    |  |  |
| 其他流动资产        | 73   | 122    | 157   | 207   | 资产减值损失       | 9      | 8      | 8      | 8      |  |  |
| 非流动资产         | 496  | 498    | 526   | 529   | 公允价值变动收<br>益 | 0      | 0      | 0      | 0      |  |  |
| 长期投资          | 0    | 0      | 0     | 0     | 投资净收益        | 4      | 1      | 1      | 2      |  |  |
| 固定资产          | 357  | 367    | 392   | 403   | 营业利润         | 165    | 323    | 473    | 666    |  |  |
| 无形资产          | 82   | 80     | 77    | 74    | 营业外收入        | 7      | 8      | 8      | 8      |  |  |
| 其他非流动资<br>产   | 56   | 52     | 57    | 52    | 营业外支出        | 6      | 6      | 7      | 6      |  |  |
| 资产总计          | 1342 | 1542   | 1900  | 2363  | 利润总额         | 166    | 325    | 475    | 668    |  |  |
| 流动负债          | 531  | 572    | 644   | 715   | 所得税          | 26     | 81     | 119    | 167    |  |  |
| 短期借款          | 0    | 50     | 50    | 50    | 净利润          | 140    | 244    | 356    | 501    |  |  |
| 应付账款          | 66   | 62     | 81    | 104   | 少数股东损益       | 0      | 0      | 0      | 0      |  |  |
| 其他流动负债        | 465  | 460    | 513   | 561   | 归属母公司净利<br>润 | 140    | 244    | 356    | 501    |  |  |
| 非流动负债         | 3    | 0      | 3     | 1     | EBITDA       | 230    | 328    | 474    | 659    |  |  |
| 长期借款          | 0    | 0      | 0     | 0     | EPS (元)      | 0.60   | 1.04   | 1.52   | 2.13   |  |  |
| 其他非流动负<br>债   | 3    | 0      | 3     | 1     | 获利能力         |        |        |        |        |  |  |
| 负债合计          | 534  | 572    | 647   | 716   | 毛利率(%)       | 60.81% | 71.70% | 73.00% | 74.00% |  |  |
| 少数股东权益        | 0    | 0      | 0     | 0     | ROE(%)       | 17.34% | 25.17% | 28.44% | 30.41% |  |  |
| 股本            | 235  | 235    | 235   | 235   | ROIC(%)      | 35.81% | 51.12% | 61.75% | 69.99% |  |  |
| 资本公积          | 326  | 326    | 326   | 326   | 估值比率         |        |        |        |        |  |  |
| 留存收益          | 247  | 409    | 692   | 1086  | P/E          | 102.13 | 58.62  | 40.14  | 28.57  |  |  |
| 归属母公司股东<br>权益 | 808  | 970    | 1253  | 1647  | P/B          | 17.71  | 14.75  | 11.42  | 8.69   |  |  |
| 负债和股东权益       | 1342 | 1542   | 1900  | 2363  | EV/EBITDA    | 60.59  | 42.45  | 29.36  | 21.11  |  |  |

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 5 DCF 估值相关参数

|                    |       |
|--------------------|-------|
| 贝塔值 ( $\beta$ )    | 0.99  |
| 无风险利率 (%)          | 2.52% |
| 市场的预期收益率 (%)       | 8.00% |
| 股权资本成本 ( $K_e$ )   | 7.93% |
| 债务成本 $K_d$ (%)     | 3.75% |
| 债务比率 $D/(D+E)$ (%) | 0.03% |
| WACC               | 7.93% |

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 6 DCF 估值敏感性分析

| WACC (%) | 永续增长率 |        |        |        |         |         |
|----------|-------|--------|--------|--------|---------|---------|
|          | 0.00% | 1.00%  | 2.00%  | 3.00%  | 4.00%   | 5.00%   |
| 2.93%    | 95.32 | 141.31 | 286.33 | #####  | -236.02 | -118.87 |
| 3.93%    | 70.09 | 91.82  | 136.07 | 275.58 | #####   | -226.95 |
| 4.93%    | 55.15 | 67.57  | 88.48  | 131.06 | 265.34  | #####   |
| 5.93%    | 45.28 | 53.20  | 65.16  | 85.29  | 126.30  | 255.57  |
| 6.93%    | 38.28 | 43.71  | 51.35  | 62.87  | 82.26   | 121.75  |
| 7.93%    | 33.08 | 36.99  | 42.22  | 49.58  | 60.68   | 79.36   |
| 8.93%    | 29.06 | 31.99  | 35.76  | 40.80  | 47.89   | 58.59   |
| 9.93%    | 25.87 | 28.12  | 30.94  | 34.58  | 39.44   | 46.27   |
| 10.93%   | 23.27 | 25.05  | 27.22  | 29.94  | 33.45   | 38.14   |
| 11.93%   | 21.13 | 22.55  | 24.27  | 26.36  | 28.99   | 32.37   |
| 12.93%   | 19.33 | 20.49  | 21.86  | 23.52  | 25.54   | 28.07   |
| 13.93%   | 17.79 | 18.75  | 19.88  | 21.20  | 22.80   | 24.75   |

资料来源：湘财证券研究所

#### 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；  
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
市场比较基准为沪深 300 指数。

#### 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。