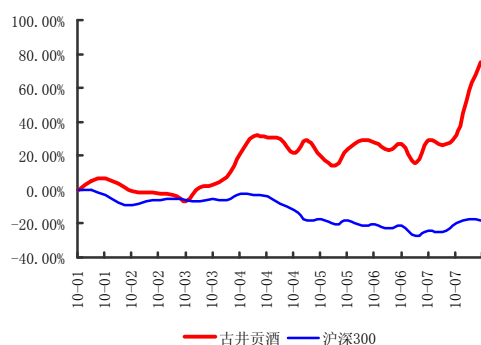


评级： 谨慎推荐
继续上演爆发式增长

市场表现(%)	1M	3M	6M	12M
绝对	47.47	36.33	79.45	161.66
相对沪深 300	34.41	36.31	87.49	182.56



报告日期 2010 年 8 月 9 日

市场数据 2010 年 8 月 6 日

最新收盘价 (A 股) 60.88 元

最新收盘价 (B 股) 32.96 港元

总股本 (百万股) 235.00

A 股/B 股 175.00/60.00

所属行业 食品饮料业

研究员: 郭得存

电 话: (0351) 4131415

E mail: guodc@dtsbc.com.cn

网 址: http://www.dtsbc.com.cn

投资要点:

估值和投资策略: 估值已不低, “谨慎推荐”。

公司近几年呈现出爆发式增长的态势, 我们预计公司 2010 年、2011 年的每股收益分别为 1.11 元和 1.64 元。

目前股价分别对应 2010 年 55.06 倍、2011 年 37.01 倍的市盈率, ReOI 模型给出的公司 2010 年末的每股价值为 41.66 元, 隐含 2010 年 37.68 倍、2011 年 25.32 倍的市盈率。

综合来看, 公司目前的估值水平已经不低, 存在一定的回调风险, 但考虑到行业以及公司的良好发展势头, 我们继续维持“谨慎推荐”的投资评级, 股价调整是较好的介入时机。

业绩回顾: 毛利率提高的超乎想像, 杠杆作用开始转向。

上半年实现营业收入 8.56 亿元, 同比增长 21.42%; 综合收益 1.07 亿元, 同比增长 201.56%, 每股综合收益为 0.46 元; 毛利率大幅提高 20.45 个百分点至 71.77%, 第二季度提高的幅度更大;

另一方面, “财务杠杆”的负面作用变大, 但经营负债杠杆开始起到正面作用, 有力的抵消了前者的负面作用。RE 和 ReOI 也开始变为正值, 各盈利能力指标均出现大幅提高的趋势。

风险提示: 产品需求的下滑导致高增长不可持续; 板块估值回调的风险。

单位: 百万元, 元。

项目	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,464.63	1,341.43	1,609.71	1,931.65
EPS adjusted	0.14	0.60	1.11	1.64
EPS reported	0.14	0.60	n/a	n/a
EPS 一致预期	n/a	n/a	1.10	1.68
RoCE	3.99%	16.60%	28.49%	33.03%
RNOA	5.37%	21.28%	44.89%	48.60%
P/E	58.40	57.02	55.06	37.01
P/B	2.21	9.89	14.08	10.80
Div. Yield	0.00%	1.03%	0.00%	0.00%

注: 一致预期数据取自聚源数据。

目录

1.估值和投资策略	3
2.业绩回顾	3
3.财务分析	5
3.3.1 盈利能力分析	5
第一层次：区分财务杠杆和经营负债杠杆的杠杆作用	5
第二层次：经营盈利能力的驱动因素分解	6
第三层次：销售利润率和周转率的驱动因素分解	6
3.3.2 增长能力分析	7
第一层次：RE和ReOI的增长分解	7
第二层次：RoCE和RNOA的增长分解	8
第三层次：普通股东权益（CSE）的变化分解	9

图表目录

图 1 营业收入同比增速得到扭转	3
图 2 税后核心营业利润增速保持高位	3
图 3 税后营业利润同比增速继续大幅提高	4
图 4 普通股东综合收益增速也继续大幅提高	4
图 5 第 2 季度营业收入同比增速有所恢复	4
图 6 第 2 季度综合收益的增速也有所恢复	4
图 7 高档酒成为增长主力	4
图 8 上半年毛利率和利润率继续上升	4
图 9 财务杠杆的负面作用越来越大	5
图 10 经营负债杠杆的开始起到正面作用	5
图 11 两种杠杆的作用总结	6
图 12 销售PM和ATO持续提高	6
图 13 核心销售利润率的分解	7
图 14 公司的应收账款周转率翻了一倍	7
图 15 存货周转率提高了 34.53%	7
图 16 固定资产周转率也提高了 36.36%	7
图 17 剩余收益终于转正	8
图 18 剩余营业收益也开始变为正值	8
图 19 RoCE的大幅提高是今年RE增长的主动因	8
图 20 RNOA的提高是今年ReOI增加的主动因	8
图 21 上半年RoCE的下降主要是由财务杠杆引起的	9
图 22 上半年RNOA的变化主要是由核心销售利润率引起的	9
图 23 当期CSE变化分解	9
图 24 平均CSE变化	9

1. 估值和投资策略

给予公司“谨慎推荐”的投资评级。公司近几年呈现出爆发式增长的态势，我们预计公司 2010 年、2011 年的每股收益分别为 1.11 元和 1.64 元。

目前股价分别对应 2010 年 55.06 倍、2011 年 37.01 倍的市盈率，ReOI 模型给出的公司 2010 年末每股价值为 41.66 元，隐含 2010 年 37.68 倍、2011 年 25.32 倍的市盈率。综合来看，公司目前的估值水平已经不低，存在一定的回调风险，但考虑到行业以及公司的美好发展势头，我们继续维持“谨慎推荐”的投资评级，股价调整是较好的介入时机。

2. 业绩回顾

上半年公司实现营业收入 8.56 亿元，同比增长 21.42%，扭转了近几年增速下滑的局面；实现税后核心营业利润 9,852 万元，同比增长 137.00%；实现税后营业利润 1.04 亿元，同比增长 163.95%；实现归属于母公司股东的综合收益 1.07 亿元，同比增长 201.56%，每股综合收益为 0.46 元。

从单季度来看，公司在第二季度实现营业收入 2.89 亿元，同比增长 14.87%；实现综合收益 3,211 万元，同比增长 223.99%（这主要是受低基数效应的影响），每股综合收益 0.14 元。第二季度的毛利率水平为 73.05%，同比大幅增加了 24.08 个百分点。

图 1 营业收入同比增速得到扭转

单位：百万元

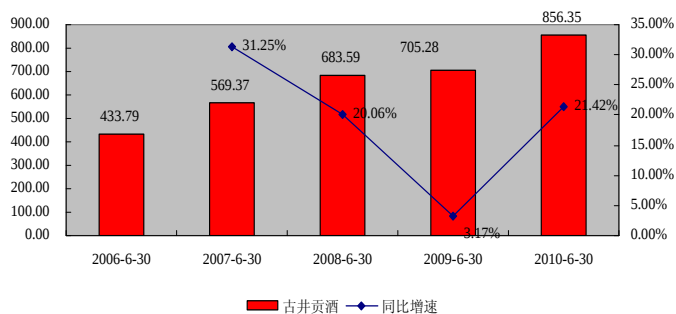
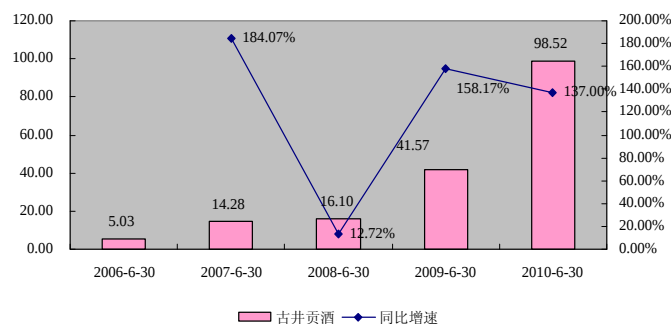


图 2 税后核心营业利润增速保持高位

单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

数据来源：大同证券研究部。

分产品系列来看，上半年增长的主要动力切换为高档酒，营业收入实现 3.96 个亿，同比增长 158.45%，占酒类收入的 50.43%，毛利率达到 80.58%，比去年提高了 0.78 个百分点。

分地区来看，华中地区仍然是主要销售市场，占到收入的 79.92%，由于市场份额已经较大，同比仅增长 15.16%；华北地区增长较为迅速，销售额由去年同期的 3,555 万元增长至今年的 8,990 万元，增幅高达 152.88%。

09 年公司的综合毛利率水平为 71.77%，比去年同期大幅提高 20.45 个百分点，总体上呈现出不断上升趋势，未来公司产品结构的调整将继续增强这种趋势；利润率为 12.54%，销售利润率为 12.14%；核心销售利润率为 11.50%，均比去年同期大幅提高。

图 3 税后营业利润同比增速继续大幅提高

单位：百万元

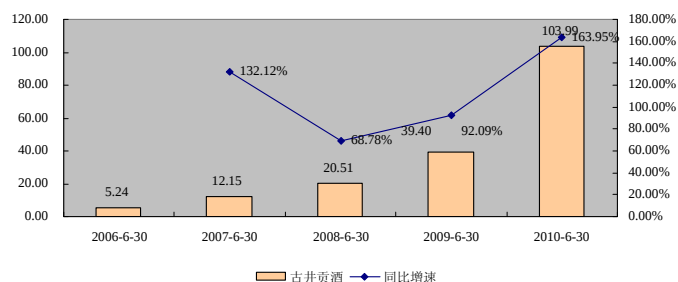
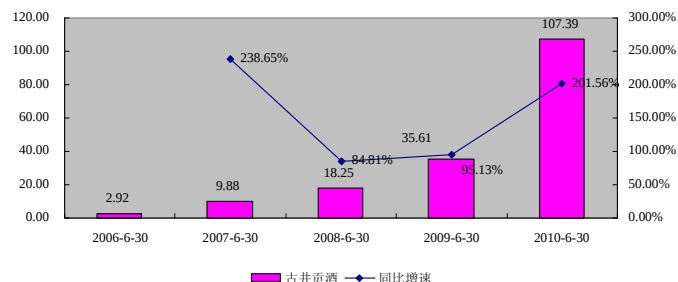


图 4 普通股东综合收益增速也继续大幅提高

单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

数据来源：大同证券研究部。

图 5 第 2 季度营业收入同比增速有所恢复

单位：百万元

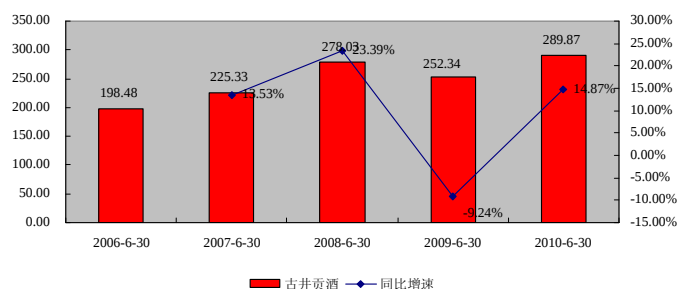
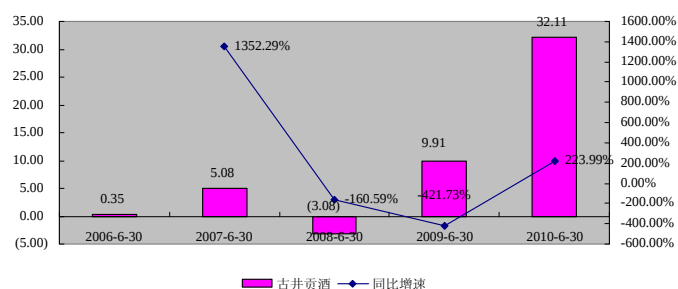


图 6 第 2 季度综合收益的增速也有所恢复

单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

数据来源：大同证券研究部。

图 7 高档酒成为增长主力

单位：百万元

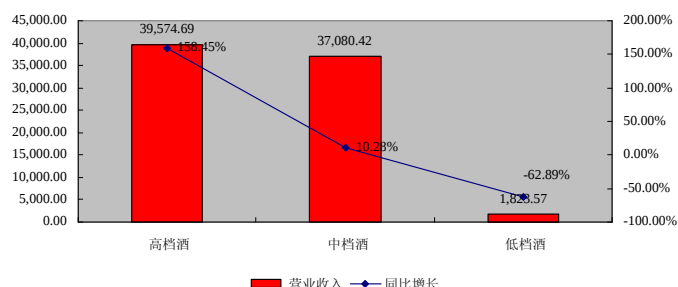
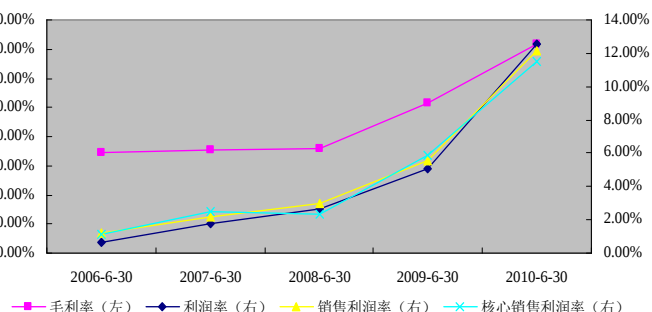


图 8 上半年毛利率和利润率继续上升



数据来源：大同证券研究部。

数据来源：大同证券研究部。

3. 财务分析

3.3.1 盈利能力分析

盈利能力分析主要采用层次分析法，其手段类似于杜邦分析，但是分析的更为细致。分析的主要目的是为了识别公司盈利能力的可持续部分，从而为预测和估值打下基础。所涉及的具体分解公式可以参见作者以前的报告。

第一层次：区分财务杠杆和经营负债杠杆的杠杆作用

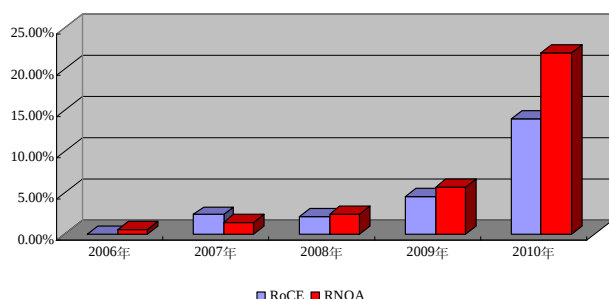
有利的财务杠杆（FLEV）可以直接提高公司的普通股权收益率（RoCE），经营负债杠杆（OLLEV）也可以通过作用于净经营资产收益率（RNOA）而间接作用于 RoCE。只要利用得当，两者都可以提高股东权益收益率。

图 9 显示，公司财务杠杆的作用总体上起到负面作用，尤其是近几年，表现为 RNOA 大于 RoCE。公司近几年的净金融资产逐渐增加，导致财务杠杆为负，再加上逐渐变大的经营差异率，使其负面作用力度也越来越大。

图 10 显示，公司经营负债杠杆在 06-08 年所起的作用为负，表现为经营资产收益率一直小于净经营资产收益率，但近两年来经营负债杠杆开始发挥正面作用，主要原因是经营资产收益率的不断提升，尤其是今年上半年，RoOA 达到 12.50%，同比提高了 7.33 个百分点。

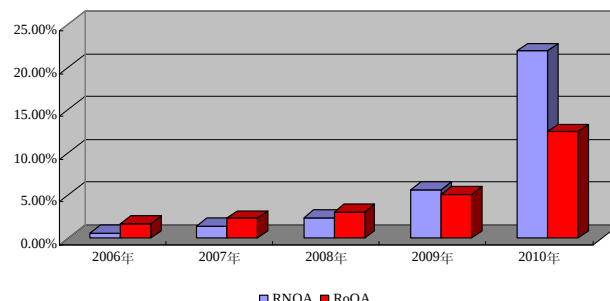
综合来看，财务杠杆的杠杆作用为负；经营负债杠杆开始发挥正面作用，并且有力的抵消掉了财务杠杆的负面作用。

图 9 财务杠杆的负面作用越来越大



数据来源：大同证券研究部。

图 10 经营负债杠杆的开始起到正面作用



数据来源：大同证券研究部。

第二层次：经营盈利能力的驱动因素分解

这部分主要是对 RNOA 的驱动因素进行分解。根据定义, RNOA 的驱动因素是销售利润率(PM)和净经营资产周转率 (ATO)。一般来说, PM 和 ATO 呈现出反向变化关系, PM 的典型值为 5.3% 左右, ATO 的典型值为 2.0 左右。

图 11 显示, 公司的销售利润率在 09 年以前逐渐接近典型值, 但今年上半年销售利润率大幅提高, 开始高于典型的 PM 值; 净经营资产周转率略低于典型值, 但一直在提高。未来几年, 公司的经营盈利能力有望继续呈现出双双提高的良好趋势。

图 11 两种杠杆的作用总结

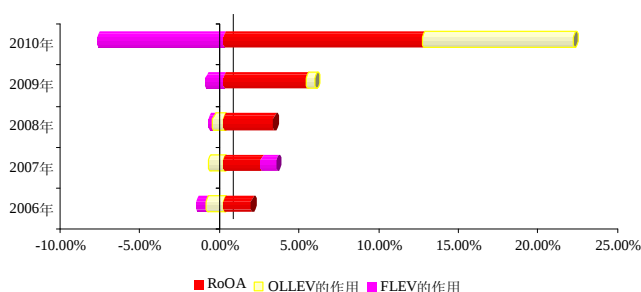
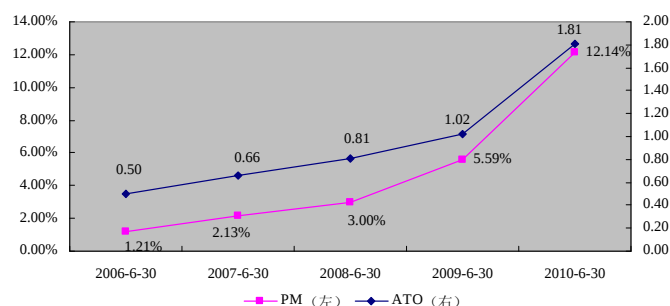


图 12 销售 PM 和 ATO 持续提高



数据来源：大同证券研究部。

数据来源：大同证券研究部。

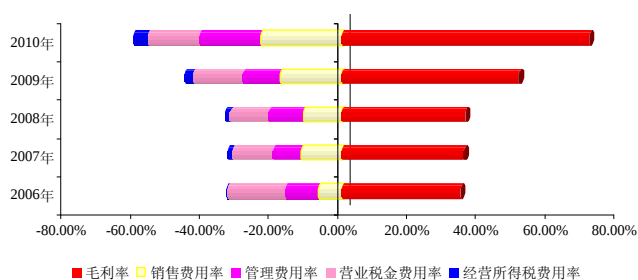
第三层次：销售利润率和周转率的驱动因素分解

这部分主要是对核心销售利润率和净经营资产周转率进行分解, 进一步细化盈利能力背后的驱动因素。

公司的核心销售利润率同比提高了 5.61 个百分点, 图 13 显示, 这主要得益于毛利率大幅提高了 20.45 个百分点; 销售费用率为 23.30%, 同比提高了 5.60 个百分点, 由于公司正处在市场开拓阶段, 所以未来几年销售费用率不会有明显的下降; 其他费用率也略有上升。

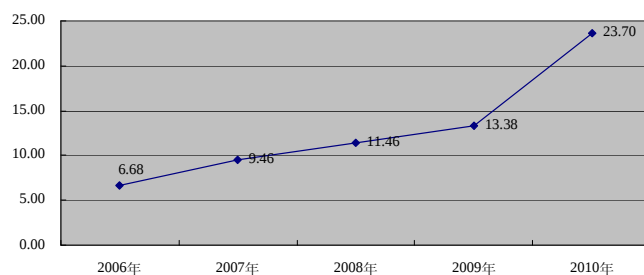
公司的净经营资产周转率持续提高, 从主要的周转率指标来看也都表现出同样的趋势。应收账款周转率翻了一倍, 存货周转率的同比提高了 34.53%, 固定资产的周转率也提高了 36.36%, 未来公司有望继续保持这种资产运营能力。

图 13 核心销售利润率的分解



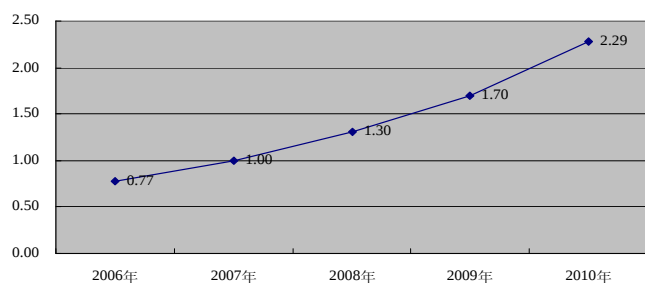
数据来源：大同证券研究部。

图 14 公司的应收账款周转率翻了一倍



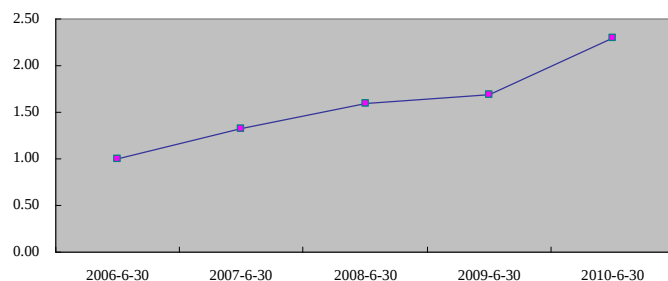
数据来源：大同证券研究部。

图 15 存货周转率提高了 34.53%



数据来源：大同证券研究部。

图 16 固定资产周转率也提高了 36.36%



数据来源：大同证券研究部。

3.3.2 增长能力分析

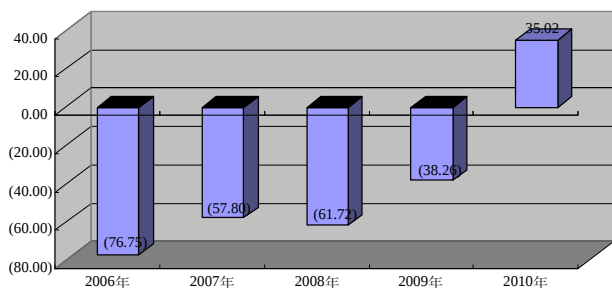
增长能力的分析依然采用层次分析法。不过此处所说的增长是指剩余收益（Residual Earnings）或者异常收益（Abnormal Earnings）的增长，更进一步说是指剩余营业收益（Residual Operating Incomes）的增长，该收益的不断增长代表公司不断为股东创造价值。增长能力的分析也可以分成三个大层次。

第一层次：RE和ReOI的增长分解

图 17 和 18 显示，公司 RE 和 ReOI 前几年一直为负值，但处在不断增长当中，今年上半年，随着公司 RoCE 和 RNOA 的大幅提高，两者终于转为正值，这种趋势反映了公司不断为股东创造价值而做出的努力。

图 17 剩余收益终于转正

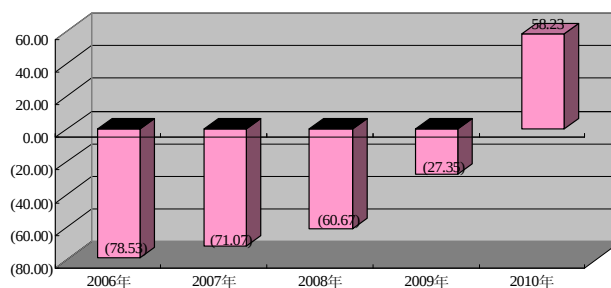
单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 18 剩余营业收益也开始变为正值

单位：百万元



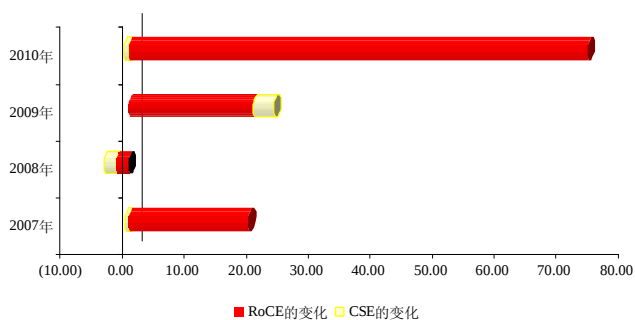
数据来源：大同证券研究部。

图 19 显示，上半年剩余收益增长的主要动因是股东权益回报率的大幅提高（表现为 RoCE 从 4.55% 提高至 14.04%），CSE 的提高也贡献了一部分。

图 20 显示，RNOA 的提高是上半年剩余营业收益增长的主要动力，净经营资产的减少了这种增长幅度。另一方面，正是由于 NOA 的减少，再加上盈利能力的提升，才使得 RoCE 和 RNOA 出现了较大的提升。我们认为，未来公司将会加大对经营资产的投入，所以只有努力提高盈利能力，才能使上述两个指标继续提高。

图 19 RoCE 的大幅提高是今年 RE 增长的主动因

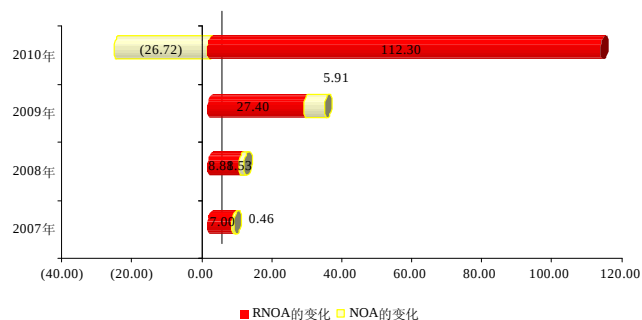
单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 20 RNOA 的提高是今年 ReOI 增加的主动因

单位：百万元



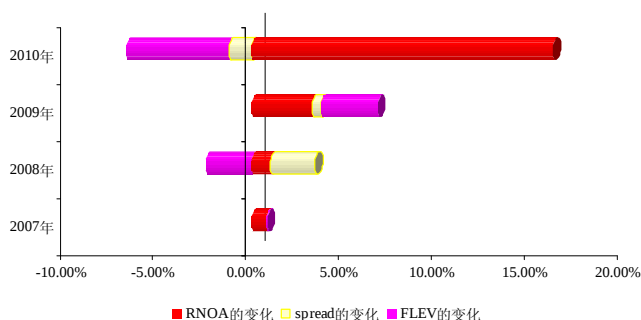
数据来源：大同证券研究部。

第二层次：RoCE和RNOA的增长分解

图 21 显示，上半年普通股权收益率的大幅增加主要是由于净经营资产收益率的大幅提高贡献的，财务杠杆虽然是主要的负面因素，但已经被净经营资产收益率的提升所抵消。

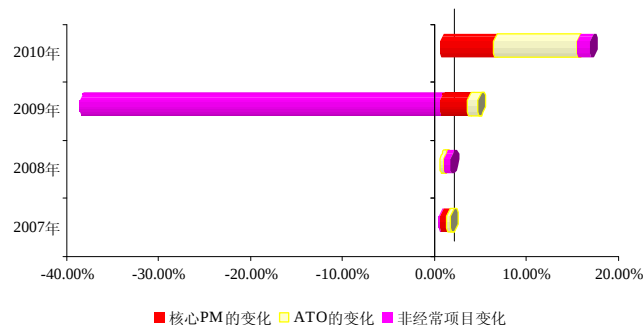
图 22 显示，得益于核心利润率、ATO 以及非经常项目的正向作用，净经营资产收益率有了较大幅度的提高，从作用力度上来看，ATO 的提高所起的作用更大一些。

图 21 上半年 RoCE 的下降主要是由财务杠杆引起的



数据来源：大同证券研究部。

图 22 上半年 RNOA 的变化主要是由核心销售利润率引起的



数据来源：大同证券研究部。

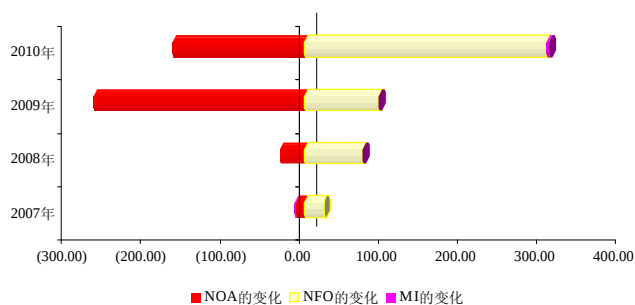
第三层次：普通股东权益（CSE）的变化分解

图 23 显示，上半年公司 CSE 的增加主要是由于净金融资产的大幅增加引起的（金融负债消失，银行存款从 2.23 亿增加到 4.43 亿元），净经营资产的下降侵蚀了部分增加的效果。

平均股东权益出现了下降，这种趋势与当期 CSE 有所不同。出现这种现象的主要原因是 ATO 的变化，销售收入和净金融资产增长为平均股东权益的增加贡献了力量，这部分效果同当期 CSE 变化的动因一致。

图 23 当期 CSE 变化分解

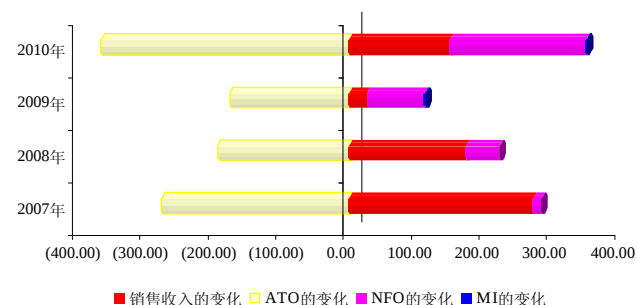
单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 24 平均 CSE 变化

单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

附录:

表 1 预测的利润表简表

单位: 百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,201.36	1,464.63	1,341.43	1,609.71	1,931.65
营业成本	813.10	856.13	525.70	450.72	540.86
毛利润	388.26	608.50	815.73	1,158.99	1,390.79
营业费用	327.87	511.68	641.27	804.86	869.24
税前核心营业利润	60.38	96.82	174.46	354.14	521.55
核心营业利润所得税	20.93	47.82	28.06	88.53	130.39
税后核心营业利润 (OI)	39.45	48.99	146.39	265.60	391.16
其他税后营业利润	(1.08)	(3.32)	(3.12)	—	—
税后营业利润	38.37	45.67	143.27	265.60	391.16
税后净金融费用	4.55	12.45	3.21	5.76	4.59
综合收益 (CI)	33.82	33.22	140.06	259.84	386.57
少数股东综合收益	(0.23)	(0.10)	(0.04)	0.00	0.00
普通股东综合收益	34.05	33.32	140.09	259.84	386.57
EPS(basic) adjusted	0.14	0.14	0.60	1.11	1.64
EPS(basic) reported	0.14	0.14	0.60		

表 2 预测的资产负债表简表

单位: 百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净营业资产 (NOA)	806.17	894.79	451.63	731.69	878.02
净金融负债 (NFO)	(50.63)	(41.32)	(356.36)	(284.18)	(447.10)
股东权益 (CSE+MI)	848.74	883.06	808.02	1,015.87	1,325.12
MI	3.24	3.13	0.00	0.00	0.00
CSE	845.50	879.93	808.02	1,015.87	1,325.12

表 3 预测的现金流量表简表

单位: 百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
税后 OI	38.37	45.67	143.27	265.60	391.16
△NOA	(10.60)	88.62	(443.16)	280.05	146.34
公司自由现金流 (C-I)	48.98	(42.95)	586.43	(14.45)	244.82
股利净支付 (d=回购+股利-发行)	0.02	0.00	268.15	51.97	77.31
债务融资流 (F=NFE-△NFO)	57.02	3.14	318.25	(66.42)	167.51
融资现金流总额(d+F)	57.04	3.14	586.40	(14.45)	244.82

表 4 ReOI 模型估值输出表

单位：百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014 and after
核心 RNOA (%)	4.89	5.48	32.41	58.81	53.46	53.46	53.46	53.46
ReOI (12.61%)	(40.00)	(36.47)	289.18	265.17	390.45	468.54	562.25	674.70
ReOI 增长率 (%)	——	(8.82)	(892.97)	(8.30)	47.25	20.00	20.00	20.00
折现因子 (12.61%)				1.10	1.20	1.32	1.45	1.59
ReOI 现值				241.81	324.71	355.33	388.84	425.52
ReOI 总现值			1,736.21					
持续价值 (CV)								10,120.55
持续价值 (CV) 现值			6,382.73					
股东权益 (CSE+MI)			808.02					
总权益价值 (V ^E)			8,926.95					
少数股东权益价值			(0.53)					
普通股权益价值(V ^{CSE})			8,927.48	9,789.67				
总股本	235.00	235.00	235.00	235.00				
每股价值 (元)			37.99	41.66				
杠杆远期 P/E			34.36	25.32	23.23	21.29		
杠杆 P/B			11.05	9.64	8.10	6.95		

注：(杠杆远期 P / E)_t = $\frac{V_t^{CSE}}{CI_{t+1}}$; (杠杆 P/B)_t = $\frac{V_t^{CSE}}{CSE_t}$

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。