

泸州老窖 (000568)

买入/维持评级

股价: RMB45

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:s1000210080001

(021)6849 8639

hongting@lhq.com

蒋小东

SAC 执业证书编号:s0930208020141

(021)6849 8615

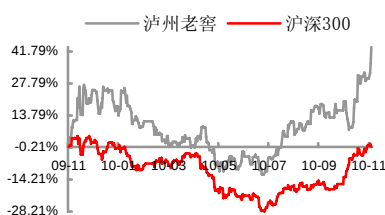
jiangxiaodong@lhq.com

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,394
流通 A 股 (百万股)	1,394
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	62,741

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

明年业绩有望重回增长快车道

—— 泸州老窖调研推荐报告

- 国窖 1573 率先提价, 稳居高档酒市场。**公司今年 9 月率先将出厂价提升 100 元到 618 元。提价后经销商进货积极性并未受影响, 全年仍能实现 10% 的销售增长。公司国宝窖池的稀缺性和产品优良的品质巩固公司的提价能力以及在高档白酒市场的地位, 预计未来国窖 1573 将维持价升量稳的发展势头。
- 老窖特曲渠道修复, 销量逐步回升。**公司老窖特曲产品历史上的销量曾达到过 11000 吨, 09 年回落到仅有 5000 吨。09 年 3 季度通过渠道修复, 老窖特曲销售有较为明显回升, 我们认为在中档酒市场快速增长的背景下, 老窖特曲凭借其在全国的品牌力以及公司对渠道修复的努力, 老窖特曲销售回升的趋势将持续, 将于 2011 年下半年开始成为公司业绩新的增长点。
- 新产品推出拓展新市场的同时实现对现有产品结构的提升。**公司今年推出两款新产品 9 年陈老窖特曲和中国品味。9 年陈老窖特曲定位此高档市场, 市场价 538 元, 是对老窖特曲系列的产品升级; 中国品味定位超高档市场, 市场价格 1900 元, 是对国窖 1573 的产品升级。新产品的推出在提升公司收入的同时对盈利能力也将会有较大的推动。
- 柒泉销售模式提升公司经营效率。**公司将主销区的经销商组织起来组建柒泉销售公司, 实现公司与经销商的利益一体化。柒泉公司对于管理市场、减少串货, 经销商的销售效率以及公司在地方上的销售人员的公司积极性方面都有一定的推动。
- 盈利预测和投资建议。**在国窖 1573 提价、老窖特曲销量回升以及新产品推出的推动下, 公司未来的业绩将有望重新进入增长快车道, 我们调高泸州老窖 2010-2012 年的 EPS 到 1.49、1.98 和 2.58 元, 其中华西证券贡献的业绩分别为 0.20 元、0.22 元和 0.24 元。给予公司明年白酒行业 30 倍, 证券业务 10 倍的 PE, 公司目标价为 55 元, 给予买入评级。
- 风险提示:** 白酒行业景气下降。老窖特曲的销量回升和新产品的推广速度低于预期。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4370.4	5689.0	7057.0	8647.0
(+/-%)	15.1	30.2	24.0	22.5
归属母公司净利润(百万元)	1673.3	2183.0	2878.0	3664.0
(+/-%)	32.2	30.5	31.8	27.3
EPS(元)	1.20	1.49	1.98	2.58
P/E(倍)	37.5	23.4	17.6	13.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

1. 国窖 1573 稳居高档酒市场，价格提升推动业绩增长.....	4
率先提价稳固在高档酒市场的地位	4
产品质量和稀缺性巩固公司高档酒的提价能力	5
2. 老窖特曲销量回升成公司未来业绩新增长点	5
处于增速最快，空间最大的中档酒价格区间	6
老窖特曲品牌力强，深厚的全国性市场基础为回升提供保障	7
修补销售渠道，销售力正在逐步上升	7
3. 新产品开拓新市场同时并推动产品结构升级	7
4. 柒泉销售模式推升公司经营效率	8
5. 转让华西证券扩股认购权，为白酒主业发展储备资金	9
6. 业绩有望重回增长快车道，给予买入评级	9
7. 风险提示	10

图表目录

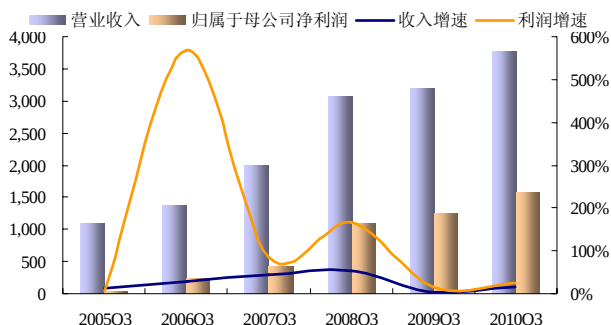
图 1 泸州老窖收入及归属于母公司的净利润变化.....	4
图 2 泸州老窖各类产品的收入变化	4
图 3 茅台、五粮液和国窖 1573 的出厂价历史提价过程.....	5
图 4 国内主要高档白酒的零售价变化.....	5
图 5 老窖特曲历史销量及预测.....	6
图 6 泸州老窖销售费用率的变化	9
图 7 泸州老窖营业利润率及净利润率变化.....	9
表 1: 白酒产品档次及各档次市场的发展情况	6
表 2: 泸州老窖特曲品牌历史获奖情况汇总	7
表 3: 公司主要老产品及新产品的价格及产品档次情况.....	8
表 4: 泸州老窖主要产品的销量和吨酒价格等的预测	9
表 5: 重点上市公司盈利预测及估值比较	10

公司今年 3 季度一改 2008-2009 年的颓势，收入和业绩增速呈现明显回升。前 3 季度收入实现 37.64 亿元，同比增长 17.26%，其中 3 季度单季度的收入增速回升较为明显达到 30.46%，较 2 季度上升 22 个百分点，较去年同期也上升了 26 个百分点。3 季度单季度的净利润增速也达到 33.32%，较 2 季度上升 20 个百分点，较去年同期上升 7 个百分点。

我们认为通过 2008-2009 年的调整，公司的白酒业务有望从低谷回升，自 2011 年下半年开始公司业绩将进入新一轮的增长期。我们做出以上判断的主要依据有以下几点：

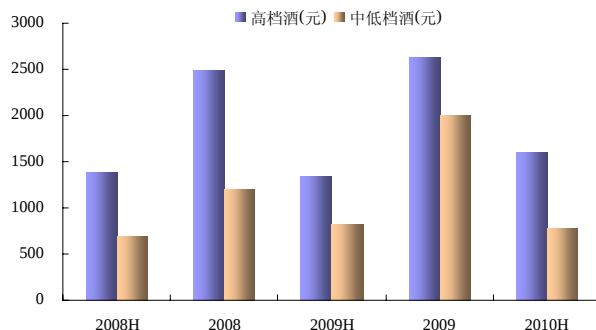
- 率先提高国窖 1573 的出厂价，推动公司业绩的同时巩固该产品在高档市场中的地位。
- 公司主要中档酒产品老窖特曲经过销售渠道的调整和修补等，其销量增速有望实现持续的提升。
- 公司今年推出新产品 9 年陈老窖特曲和中国品味，期待在明年下半年或后年开始形成新的业绩增长点。
- 柒泉销售公司模式完善并推广，提高企业的经营效率。

图 1 泸州老窖收入及归属于母公司的净利润变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

图 2 泸州老窖各类产品的收入变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

1. 国窖 1573 稳居高档酒市场，价格提升推动业绩增长

公司于 2000 年推出国窖 1573 进军高档酒市场，经过 10 年的努力，国窖 1573 已经在高档酒市场中占有较为重要的一席之地，与贵州茅台、五粮液、水井坊等并列高档酒龙头产品。国窖 1573 2007-2009 年的销量分别为 2200 吨、2700 吨和 2800 吨，今年 1-3 季度同比增速超过 10%，预计今年销量超过 3000 吨，达到 3300 吨。

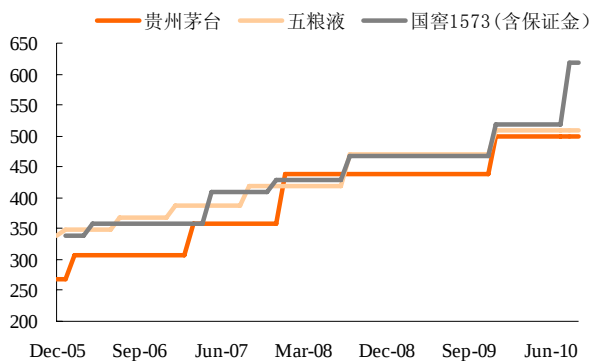
率先提价稳固在高档酒市场的地位

公司于今年 9 月率先将国窖 1573 的出厂价提升了 100 元，达到 618 元，市场零售价约为 798 元。公司是今年各大高档白酒产品中第一个提价的，同时据我们了解提价之

后，经销商进货热情依旧，社会库存处于正常水平，出厂价、一批价和零售价格保持稳定。

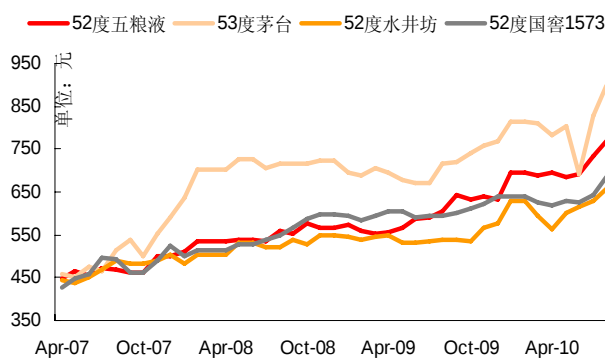
我们认为通过本次率先提价，公司有效的稳固了国窖 1573 在高档酒市场的一席之地，避免在未来茅台、五粮液相继提价的情况时候被挤出高档酒市场。从历史来看，在 2005 年开始的高档白酒涨价潮中，原先居于高档酒市场的剑南春和水井坊等都渐渐落后，逐步退出了白酒市场的第一阵营，而国窖 1573 依然稳居第一阵营之中，这充分证明了国窖 1573 的品牌高度及产品质量已基本获得高档白酒销售市场的认同，我们预计其未来仍然能够随着消费升级和高档酒产品提价而逐步提价推动公司业绩和盈利能力提升。

图 3 茅台、五粮液和国窖 1573 的出厂价历史提价过程



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

图 4 国内主要高档白酒的零售价变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

产品质量和稀缺性巩固公司高档酒的提价能力

公司国窖 1573 以明代 1573 年老窖池为其产品特点和品牌诉求。公司拥有的窖池都具有悠久的历史，其中 430 年历史的窖池 4 个，300-400 年历史的窖池 94 个，200-300 年历史的窖池 344 个，100-200 年历史的窖池 1177 个。历史悠久的老窖窖池资源给予国窖 1573 较高的产品质量以及产品一定的稀缺性。

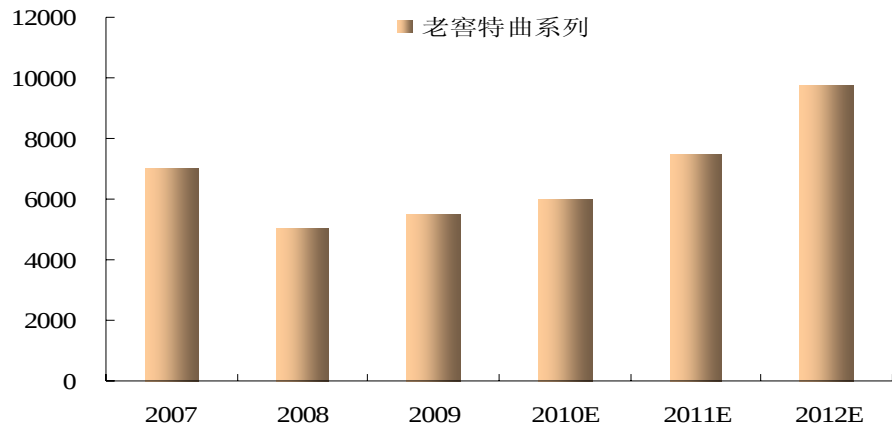
公司目前国窖 1573 的成品酒最大产能为 3600 吨，商品酒产能为 4500 吨，国窖 1573 产品短期内的市场供应量有限巩固公司国窖 1573 的提价能力。

2. 老窖特曲销量回升成公司未来业绩新增长点

公司于 2007 年推出中华老字号包装的泸州老窖特曲，定位中档酒市场，全面替代市场上原有的老窖特曲系列产品。是公司“双品牌战略”中主推的产品品牌之一。在推出初期，市场反响良好，2007 年当年实现约 7000 吨的销量，但由于白酒行业整体景气下滑，产品价格提升过快，消费者对新产品包装短期接受度较差等原因，老窖特曲销量在 2008-2009 年出现了下滑和停滞不前，2008 年销量约为 5000 吨，2009 年约为 5500 吨。

公司自 2009 年下半年开始对老窖特曲的销售市场和渠道进行重新的梳理和修复，增加对经销商的投入和支持，给予一定的让利，8 月份开始老窖特曲销售量增速有所回升，出货量同比增速达到 30%，我们预计随着老窖特曲销量回升趋势的持续，老窖特曲将有望在 2011 年下半年开始成为公司未来业绩的新增长点。

图 5 老窖特曲历史销量及预测



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

处于增速最快，空间最大的中档酒价格区间

老窖特曲通过近几年的提价，出厂价已经提升到 125 元左右，而市场零售价也突破 200 元，处于中档酒销售市场。我们认为该市场是白酒行业中未来增速最快、空间虽大的市场。

随着消费者可支配收入的提高和消费升级，居民的平时的餐饮消费用酒的平均价格已经从 100 元以下上升到 100-200 之间。该中档酒产品市场自 2008 年开始实现快速增长，成为白酒市场中一大亮点，洋河蓝色经典海之蓝、古井贡年份原浆 5 年陈、山西汾酒老白汾、郎酒等都于近两年受益于还市场整体的增长而实现销售的快速增长。预计未来随着政府收入体制改革的实施，全面推升居民收入水平，将实现居民收入增长和经济发展同步，居民收入的提升对中档酒销售市场的增长将会较大的推动力，预计该市场未来的增长速度和空间仍然存在。

表 1：白酒产品档次及各档次市场的发展情况

产品档次	零售价格区间	主要品牌	未来增长趋势
超高档产品	1000 元	茅台年份酒、中国品味、洋河梦之蓝 M9、其他高档品牌的定制酒	针对超高端客户群，市场较小
高档酒	500 元-1000 元	贵州茅台、五粮液、国窖 1573、洋河梦之蓝 M3、M6，水井坊、9 年陈老窖特曲	总量基本固定，年均增速 10%左右
次高档酒	300-500 元	洋河天之蓝、山西汾酒青花瓷、红花郎、五粮春等	稳定增长
中档酒	100-300 元	老窖特曲、洋河海之蓝、古井贡年份原浆 5 年陈、山西汾酒老白汾、郎酒、五粮醇等	增速快，发展空间大
低档酒	100 元以下	老白干、金种子、红星二锅头、部分地产酒品牌	以地产酒为主

资料来源：华泰联合证券

老窖特曲品牌力强，深厚的全国性市场基础为回升提供保障

在众多中档酒市场的品牌之中，只有老窖特曲是真正意义上的全国性品牌，其品牌力在中档酒市场中较为突出。

老窖特曲是中国老八大名酒之一，是唯一一家连续获得 5 届名酒称号的白酒品牌，也是第一届白酒评比中浓香型白酒的唯一获奖品牌。产品的品牌在历史上有较大的影响力，销量曾经达到 2 万吨的销售量，在全国各主要城市均有销售。我们认为凭借深厚的品牌和市场基础，老窖特曲有可能从中档酒市场中突围而出，实现销量的持续回升。

表 2：泸州老窖特曲品牌历史获奖情况汇总

届数	时间	获奖品牌
第一届	1952	茅台、汾酒、 泸州大曲 、西凤酒
第二届	1963	五粮液、古井贡酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲、茅台、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、 泸州老窖特曲
第四届	1984	茅台、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲、双沟大曲、黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989	茅台、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲、双沟大曲、黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒
第六届	2007	口子牌、丰谷牌、五粮春牌、汾酒牌、国窖牌等 36 个品牌产品

资料来源：华泰联合证券

修补销售渠道，销售力正在逐步上升

公司吸取之前在运作老窖特曲上的一些问题和教训，主要从以下几个方面重新对老窖特曲的销售渠道进行修补：

- **增加经销商利润，提高经销商销售积极性。**公司通过稳定市场零售价，给予经销商折扣折让的方式增加并稳定经销商的利润。
- **梳理经销商，重新协调渠道利润。**公司对老窖特曲重点销售市场的经销商进行梳理，将利润在各级经销商之间调节，实现渠道利润的协调，提升经销商积极性。

3. 新产品开拓新市场同时并推动产品结构升级

公司于今年相继推出了两个新产品：9 年陈老窖特曲和中国品味。9 年陈老窖特曲定位次高档市场，出厂价约为 300 多元，市场零售价为 538 元。中国品味定位超高档市场，市场零售价为 1573 元。

9 年陈老窖特曲：该产品于今年 3 季度推出，公司为其成立了专门的事业部，目前主要团购的销售渠道。

公司推出该产品的目的是对老窖特曲产品的一个升级，填补公司国窖 1573 和老窖特曲之间的产品空白，该产品的推出将帮助公司在不提升老窖特曲产品价格的情况下，

依然可以实现老窖特曲系列的产品升级，推动老窖特曲系列的盈利能力。我们预计该新产品的市场仍需 1 年左右的培育期，预计到 2011 年年底将为公司贡献业绩。

中国品味：中国品味是对国窖 1573 产品的一个升级，以开拓超高档白酒市场，满足高端消费人群消费升级的需求。目前主要在体验店等渠道进行体验和销售，未来将逐步向传统的餐饮和团购渠道推广。

我们预计未来随着中国品味销售的提升，将替代原国窖 1573 的部分市场，帮助公司未来在高档酒市场增速下降的情况下，通过中国品味在高档酒产品中的占比，实现高档酒的整体盈利能力的提升。

表 3：公司主要老产品及新产品的价格及产品档次情况

公司主要产品	出厂价	零售价	产品档次	市场内主要同类产品
中国品味（新推出）	1573 元	1900 元	超高档酒	洋河梦之蓝 M9
国窖 1573	618 元	798 元	高档酒	茅台、五粮液、国藏汾酒、剑南春、红花郎、山西汾酒青花瓷等
9 年陈老窖特曲（新推出）	300 多元	538 元	次高档酒	五粮春、洋河天之蓝、古井贡
老窖特曲系列（包括百年老窖和浓香经典）	100-200 元	200-300 元	中档酒	原浆酒 8 年陈、五粮醇、洋河海之蓝、古井贡原浆酒 5 年陈、老白汾、老白干
头曲、二曲系列	100 元以下	200 元以下	低档酒	干

数据来源：华泰联合证券

4. 柒泉销售模式提升公司经营效率

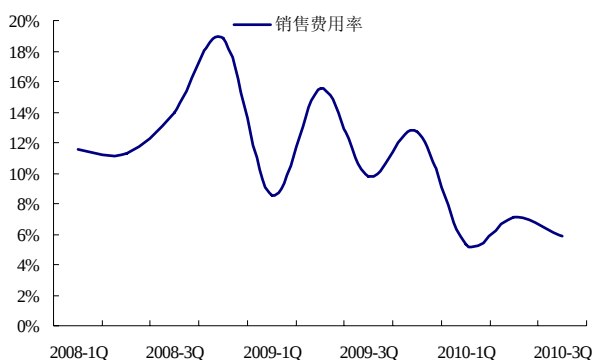
柒泉销售模式是公司于 2009 年推出的一种新型的经销商合作模式，公司将几个国窖 1573 和老窖特曲的主要销售区域的经销商组建成一个柒泉销售公司，经销商根据其在当地市场销售收入的占比持有该公司的股权并于年底进行分红，同时公司的大区经理在柒泉公司也有一定的股权。公司给予柒泉公司一定的价格折让，同时柒泉公司将负担部分的销售费用。

目前公司已经建成了 5 个柒泉公司，分别位于华北、西南、中南、重庆、福建地区，占公司国窖 1573 和老窖特曲收入的 70% 以上，未来在一定区域的销售量达到一定规模时，公司将继续建立柒泉公司。

经过近一年的运行，柒泉公司模式的建立对公司的销售和经营效率都有一定的提升，公司的销售费用率从去年 3 季度的 9.77% 下降到 5.86%，营业利润率从去年 3 季度的 50.66% 上升到 52.89%。我们认为柒泉销售模式主要从以下几个方面推动公司的销售和经营效率：

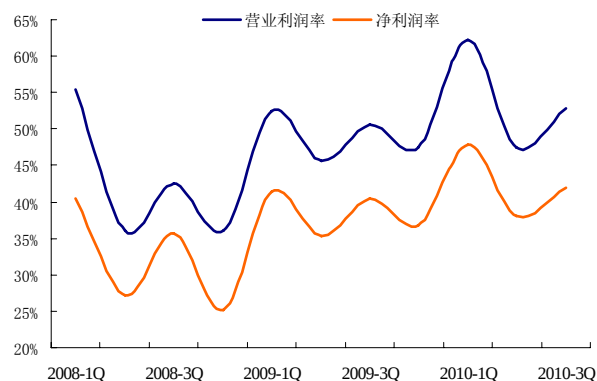
- **经销商统一管理，利于统一市场价格，减少窜货。**公司要求主销区的经销商全部加入柒泉公司，便于公司对经销商的管理，防止窜货行为的发生，实现销售市场的有序发展。
- **提高经销商对销售费用的使用效率。**公司给予经销商一定量的销售费用，经销商通过自身的努力所节省的销售费用将归于柒泉公司，成为经销商的利润来源，这样可以提升公司销售费用的使用效率，提高公司的经营效率。
- **对公司销售主管的股权激励。**公司的销售大区经理及省区经理在该柒泉公司持有一定的股份，该地区的销售增长将直接体现在销售主管的收入中，将对该地区的销售主管有一定的激励。

图 6 泸州老窖销售费用率的变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

图 7 泸州老窖营业利润率及净利润率变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

5. 转让华西证券扩股认购权，为白酒主业发展储备资金

公司今年7月公告将公司子公司华西证券增发扩股部分的认购权转让给母公司泸州老窖集团，转让之后，泸州老窖持有华西证券的股权将从 34.86% 下降到 24.96%。公司近期正在进行转让工作的部分文件准备工作，预计该转让最快将于明年年初完成。

公司本次让渡扩股认购权的目的是为了更加专注于白酒主业的发展，将原来本次认购所需的资金转用于白酒主业的发展，为未来白酒业务的发展积蓄资金。

6. 业绩有望重回增长快车道，给予买入评级

在国窖 1573 提价、老窖特曲销量回升以及新产品推出的推动下，公司未来的业绩将有望重新进入增长快车道，我们调高泸州老窖 2010-2012 年的 EPS 到 1.49、1.98 和 2.58 元，其中华西证券贡献的业绩分别为 0.20 元、0.22 元和 0.24 元。给予公司明年白酒行业 30 倍，证券业务 10 倍的 PE，公司目标价为 55 元，给予买入评级。

表 4：泸州老窖主要产品的销量和吨酒价格等的预测

	2009	2010E	2011E	2012E
--	------	-------	-------	-------

中高档酒系列销量 (吨)	国窖 1573	3000	3300	3630	3993
	百年老窖和浓香 经典	500	550	605	666
	老窖特曲	5000	5500	6600	8250
中高档酒系列吨酒 价格(元/吨)	国窖 1573	666667	700000	805000	845250
	百年老窖和浓香 经典	188034	188034	197436	205333
	老窖特曲	188034	170940	188034	222222
营业收入(百万元)	中高档系列	3164	3484	4413	5475
	低档系列	1996	2196	2635	3162
营业成本(百万元)	中高档系列	554	523	596	657
	低档系列	1329	1361	1581	1834
毛利率	中高档系列	82.50%	85.00%	86.50%	88.00%
	低档系列	33.41%	38.00%	40.00%	42.00%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

表 5：重点上市公司盈利预测及估值比较

公司名称	收盘价	市值(亿元)	EPS			PE			投资评级
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	
贵州茅台	179.73	1548	5.58	6.78	8.29	32	27	22	买入
五粮液	38.52	1412	1.26	1.60	2.00	31	24	19	买入
泸州老窖	45	568	1.49	1.98	2.58	30	23	14	买入
洋河股份	254.99	1025	4.53	6.87	9.83	56	37	26	增持
古井贡酒	78.42	180	1.15	1.93	2.61	68	41	30	增持
山西汾酒	76.13	311	1.26	1.80	2.47	60	42	31	增持
水井坊	28.4	132	0.65	0.78	0.94	44	36	30	增持
张裕 A	114	554	2.62	3.41	4.33	44	33	26	增持
青岛啤酒	38.04	496	1.23	1.59	2.03	31	24	19	买入
燕京啤酒	21.07	248	0.70	0.90	1.15	30	23	18	增持
伊利股份	43.09	312	0.86	1.05	1.35	50	41	32	增持

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

7. 风险提示

明年白酒行业整体景气下滑的风险。

老窖特曲的销量回升和新产品的推广速度低于预期的风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					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	3004	6303	9430	13384	营业收入	4370	5689	7057	8647
现金	937	3351	6224	9875	营业成本	1458	1888	2181	2495
应收账款	31	99	106	107	营业税金及附加	324	455	565	692
其他应收款	25	83	85	93	营业费用	499	427	459	536
预付账款	126	331	414	311	管理费用	290	370	423	476
存货	1196	2007	2065	2340	财务费用	0	0	0	0
其他流动资产	0	432	536	657	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	2978	1256	1321	1312	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	1702	0	0	0	投资净收益	357	280	300	300
固定资产	808	875	909	861	营业利润	2155	2830	3730	4749
无形资产	308	329	360	402	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	51	52	48	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	5983	7558	10751	14696	利润总额	2152	2830	3730	4749
流动负债	1717	1992	2275	2516	所得税	460	623	821	1045
短期借款	0	188	201	211	净利润	1691	2207	2909	3704
应付账款	221	227	278	313	少数股东损益	18	24	31	40
其他流动负债	0	1577	1796	1992	归属母公司净利	1673	2183	2878	3664
非流动负债	1	0	0	0	EBITDA	2154	2964	3891	4932
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.20	1.49	1.98	2.58
其他非流动负	1	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1718	1992	2275	2516	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	16	40	72	112	成长能力				
股本	1394	1394	1394	1394	营业收入	15.1%	30.2%	24.0%	22.5%
资本公积	354	494	494	494	营业利润	28.5%	31.3%	31.8%	27.3%
留存收益	2500	3638	6516	10180	归属母公司净利	32.2%	30.5%	31.8%	27.3%
归属母公司股	4248	5527	8405	12069	获利能力				
负债和股东权	5983	7558	10751	14696	毛利率(%)	0.0%	66.8%	69.1%	71.1%
现金流量表					净利率(%)	38.3%	38.4%	40.8%	42.4%
单位: 百万元					ROE(%)	39.4%	39.5%	34.2%	30.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	39.9%	91.8%	118.5	147.2
经营活动现金	1067	1388	2786	3517	偿债能力				
净利润	1691	2207	2909	3704	资产负债率(%)	28.7%	26.3%	21.2%	17.1%
折旧摊销	0	135	161	184	净负债比率(%)	99.93	9.45%	8.84%	8.38%
财务费用	0	0	0	0	流动比率	1.75	3.16	4.15	5.32
投资损失	-357	-280	-300	-300	速动比率	1.05	2.16	3.24	4.39
营运资金变动	0	-775	15	-71	营运能力				
其他经营现金	1424	101	0	0	总资产周转率	0.79	0.84	0.77	0.68
投资活动现金	-115	1766	74	125	应收账款周转率	148	88	69	81
资本支出	122	188	188	125	应付账款周转率	8.27	8.43	8.64	8.45
长期投资	0	-1702	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	251	261	250	每股收益(最新)	1.20	1.49	1.98	2.58
筹资活动现金	-719	-740	13	10	每股经营现金流	0.77	1.00	2.00	2.52
短期借款	0	188	13	10	每股净资产(最	3.06	3.96	6.03	8.66
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	37.49	23.44	17.62	13.54
资本公积增加	3	141	0	0	P/B	14.71	8.80	5.79	4.03
其他筹资现金	-722	-1069	0	0	EV/EBITDA	29	16	12	9
现金净增加额	234	2413	2873	3652					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn