

古井贡酒 (000596.SZ)

白酒行业

评级: 买入 维持评级

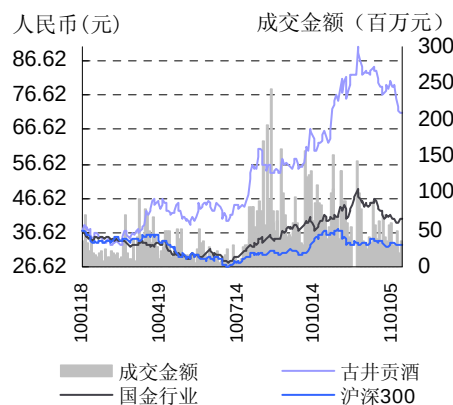
公司研究

市价(人民币): 71.23 元
 目标(人民币): 100.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 175.00
 总市值(百万元) 16,739.05
 年内股价最高最低(元) 90.75/32.78
 沪深 300 指数 3091.86
 深证成指 12294.17



相关报告

1. 《定增方案出炉,继续强烈看好》, 2010.11.29
2. 《预期中的提价,基本面将继续超预期》, 2010.10.31
3. 《业绩略低预期,但基本面继续超预期》, 2010.10.24

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130209030281
 (8621)61038215
 cheng@gjzq.com.cn

肖喆

联系人
 (8621)61038276
 xiaozhe@gjzq.com.cn

古井贡酒复制洋河高增长可期;

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.147	0.596	1.181	2.358	3.538
每股净资产(元)	3.74	3.44	4.62	6.98	10.52
每股经营性现金流(元)	0.88	1.49	2.22	3.28	4.47
市盈率(倍)	165.56	13.89	28.77	18.22	12.14
行业优化市盈率(倍)	103.64	33.64	65.85	65.85	65.85
净利润增长率(%)	2.07%	305.15%	98.16%	99.64%	50.01%
净资产收益率(%)	3.93%	17.34%	25.57%	33.80%	33.64%
总股本(百万股)	235.00	235.00	235.00	235.00	235.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 我们认为古井贡酒将成为 11 年收入和利润增长最快的白酒公司之一: 预计 11-12 年销售收入达到 31.2 亿和 43 亿, 同比增长 67.6%和 38.7%, 净利润达到 5.5 和 8.3 个亿, 同比增长 96%和 51%。
- 5 大措施确保实现 12 年 50 亿(含税)跨越式目标: 1) 省内省外有望实现两翼齐飞; 2) 产品结构进一步优化精简, 全价格带覆盖; 3) 年份原浆放量突破, 产品继续升级; 预计 11-12 年有望实现同比增长超过 100%和 50%。; 4) 导入科学的考核和激励机制, 打造酒界黄埔军校; 5) 品牌持续做加法, 品牌内涵再升级;
- 产品结构升级和费用投放优化共促净利率上升: 1) 产品结构持续做减法, 单品价格不断上升, 带来整体白酒业务毛利率的上升; 2) 费用投放从粗放式管理走向精细化, 提升费用使用效率, 降低费用投放比例;
- 50 亿目标后, 畅想 100 亿发展: 1) 文化内涵做加法, 支撑产品高端化, 同时保健酒业务将是潜力增长点; 2) 渠道改革和商业模式革新, 试水酒水专卖店连锁模式;

投资建议和估值

- 我们自 10 年推荐公司以来, 公司获得了明显的超额收益; 11 年, 我们认为公司仍将获得白酒版块中的超额收益, 公司在这两年极有可能进入高速增长期, 市场对公司的看法会从怀疑走向相信; 业绩的高弹性也会相应的获得较高的估值溢价;
- 再次提升 11 年和 12 年盈利预测; 净利润达到 5.5 和 8.3 个亿, 每股 EPS 为 2.36 和 3.54 元,
- 我们给予公司 6-12 个月 100 元目标价位, 相当于 42x11PE 和 28x12PE; 较增发价格 66.86 元, 目前股价有较好的安全边际;

风险

- 流动性风险; 食品安全风险; 市场竞争加剧风险;

内容目录

11 年投资古井贡酒的逻辑--高增长才刚刚启动	4
12 年 50 亿跨越式目标如何实现?	4
区域扩张: 省内省外两翼齐飞	4
产品体系: 构建 112X 的结构	6
核心单品: 年份原浆的突破和升级	7
科学考核和激励: 打造酒界黄埔军校	9
品牌: 持续内涵升级	9
利润的高弹性有多大?	9
产品结构调整带来的毛利率上升	10
费用模式改变带来的费用率下降	11
50 亿后是否就是增长的瓶颈?	11
文化内涵做加法	11
渠道改革和商业模式的革新	12
盈利预测: 11-12 年 EPS2.36 和 3.54, 6 个月目标 100 元	12
核心假设	12
投资建议	12
附录: 三张报表预测摘要	15

图表目录

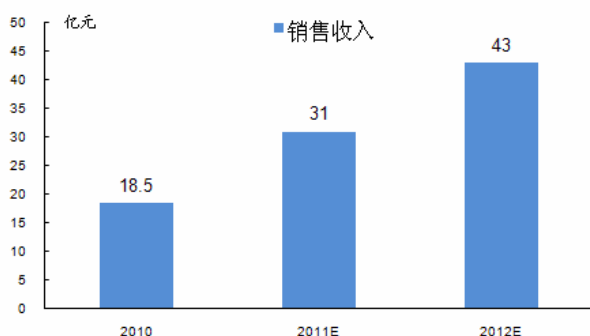
图表 1: 销售预测	4
图表 2: 净利润预测	4
图表 3: 10 年成功拿下合肥和布局皖北地区	4
图表 4: 11 年省内走向全面开花	4
图表 5: 省内空间测算	5
图表 6: 区域占有率对比	5
图表 7: 区域主流价位带占有率对比	5
图表 8: 立足安徽, 重点苏鲁豫浙冀, 潜力东北	6
图表 9: 产品新体系: 112X	7
图表 10: 火箭般的增长速度	7
图表 11: 献礼版、5 年、8 年和 16 年年份原浆	8
图表 12: 10 年下半年再次推出红版 16 年年份原浆和 26 年年份原浆	8
图表 13: 上市以来历经三次提价	9
图表 14: 10 年品牌新的诠释	9
图表 15: 10 年品牌新的诠释	9
图表 16: 产品结构升级和费用投放优化共促净利率的提升	10

图表 17: 产品组合做减法	10
图表 18: 产品单价做加法	10
图表 19: 毛利率的提升	11
图表 20: 曹操与华佗是两位最好的酒类代言人	12
图表 21: 募投项目	12
图表 22: 销售结构分拆	14

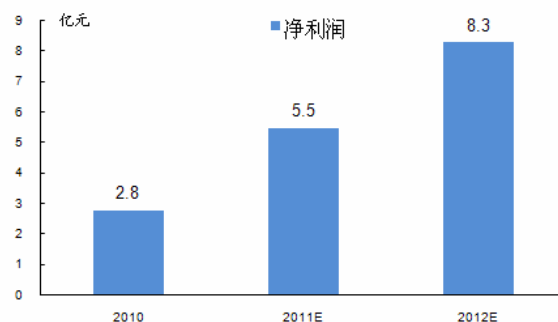
11 年投资古井贡酒的逻辑--高增长才刚刚启动

- 本文试图对以下三个问题给出我们的分析与预测。
 - 1. 11-12 年的业绩高增长是否可持续，市场的空间来自哪里？
 - 2. 公司盈利弹性到底有多大？
 - 3. 50 亿目标是否就是公司的发展瓶颈？
- 核心假设：销售收入 11-12 年增速分别为 67.6%和 38.7%，净利润增速分别为 96%和 51%，净利率水平达到 17.75%和 19.27%；

图表1：销售预测



图表2：净利润预测



来源：国金证券研究所

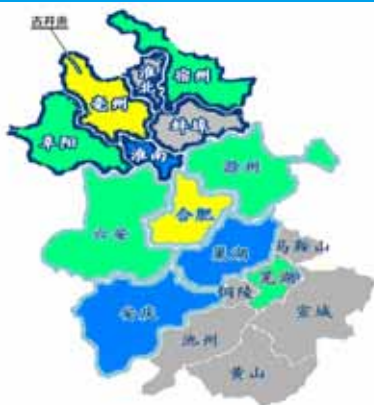
12 年 50 亿跨越式目标如何实现？

- 我们把公司 50 亿增长的实现路径，归结为一句话“省内省外两翼齐飞，年份原浆升级突破”：省内市场从点状走向全面开花，省外核心市场持续聚焦；年份原浆通过产品裂变，升级和突破，以保持高增长。

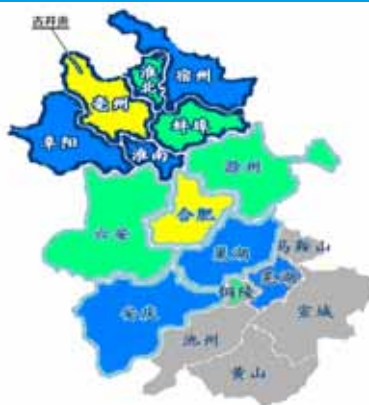
区域扩张：省内省外两翼齐飞

- 省内从点状市场到全面开花；
 - 从经销商了解的情况来看，10 年省内实现 5 个亿元市，6 个 5000 万元市，20 个地级市全部突破 2000 万；多个市场实现 100%以上的增长。从我们走访的安徽市场来看，明显感受到年份原浆整体消费氛围的持续升温。
 - 11 年公司希望实现省内市场全面开花，紧抓合肥和亳州的同时，突破 15 个地级市场；

图表3：10 年成功拿下合肥和布局皖北地区



图表4：11 年省内走向全面开花



来源：国金证券研究所

■ 安徽经济腾飞，加快省内消费升级

- 从品牌力、关键市场表现和关键价位带等角度看，古井贡酒已经奠定省内第一的位置，但我们认为古井贡酒在省内还没有成为绝对强势的品牌，省内空间仍非常巨大。
- 根据我们在 10 年提出白酒市场空间的测算公式（详细测算方式可参考我们 10 年 7 月的报告《从吃喝玩乐看白酒消费、升级与未来》），我们认为古井贡酒在省内的提升空间仍非常大；根据我们的测算，安徽市场 2012 年市场容量将达到 110 亿，主流价位带容量达到 50 亿，届时古井贡酒省内占有率达到 20%，主流价位带占有率接近 27%，而目前古井贡在省内的市场占有率只有 13%。

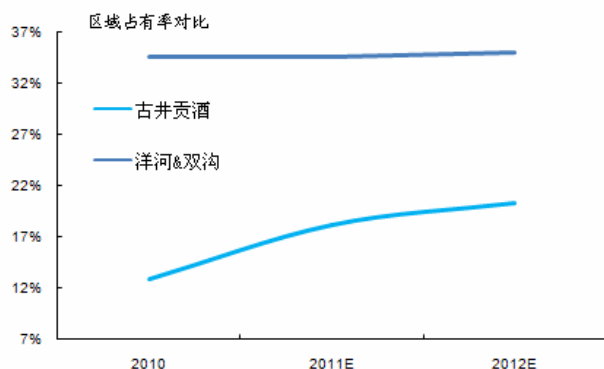
图表5：省内空间测算

单位亿元		2010	2011E	2012E
古井贡酒	安徽销售收入	9.18	16.13	22.31
	安徽市场容量	71.51	88.74	110.14
	省内占有率	12.83%	18.18%	20.26%
	安徽年份原浆收入	3.74	8.58	13.21
	安徽市场主流价位带容量	32.19	40.20	49.66
	省内主流价位带占有率	11.61%	21.34%	26.61%

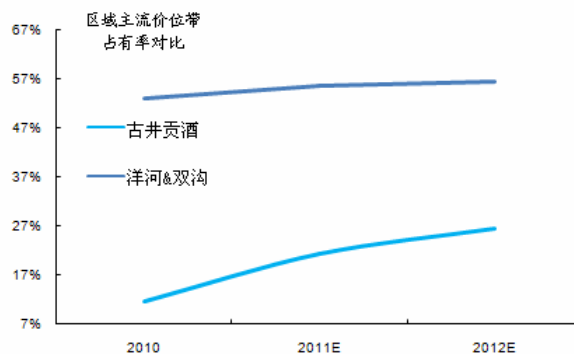
来源：国金证券研究所；主流价位带指零售价 100-150 元；

- 从古井贡酒和洋河的对比来看，老名酒在基地市场的占有率有极大的提升空间。根据我们的测算，洋河和双沟 10 年在江苏的市场占有率达到 34.5%，主流价位带占有率超过 50%；从洋河和双沟的数据来看，同时鉴于古井贡酒目前的产品结构和品牌在省内的强势程度，我们认为 12 年省内市场占有率达到 20%有较强的可实现性。

图表6：区域占有率对比



图表7：区域主流价位带占有率对比



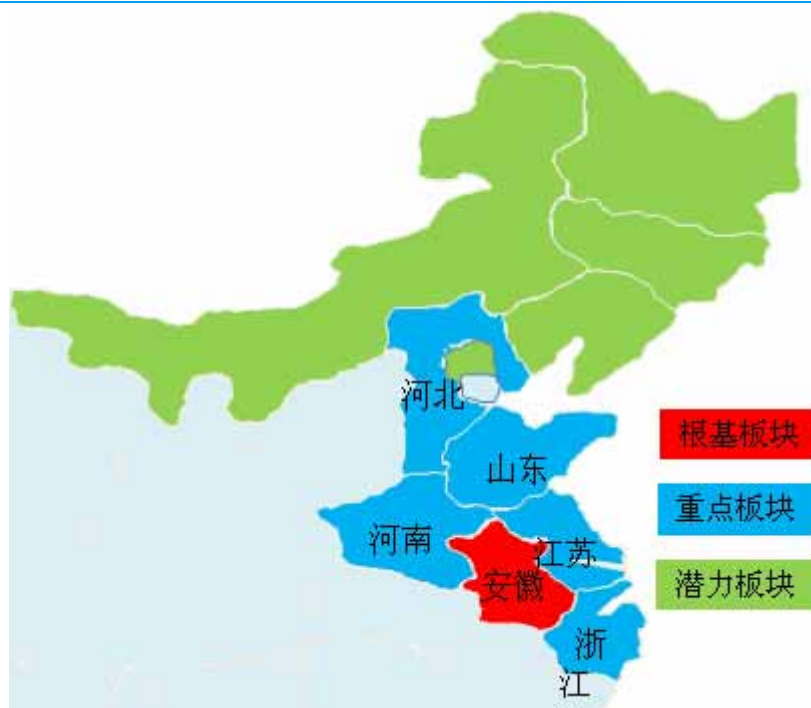
来源：国金证券研究所；注：我们假设洋河和双沟在省内的市场占有率基本维持不变，同时古井贡省内销售占比保持在 50%；

■ 省外的增长策略—聚焦苏鲁豫浙冀

- 省外消费基础历来较浓厚。古井贡酒在苏鲁豫浙冀等安徽周边市场历来有着非常良好的消费基础和品牌认知度。自 90 年代以来，古井贡酒的销售基本上有一半都是在省外市场销售，足以证明古井贡酒在省外一直保有较强的品牌认知度和美誉度。
- 公司提出“深挖安徽，聚焦苏鲁豫浙冀”的市场开拓策略，试图在 5 大核心区域打造 2-5 亿的销售市场。从 10 年的情况来看，这些省外核心区域都已跨越投入产出平衡状态，11 年公司加大省外市场的开拓力度，细分各区域市场，加大人员投放力度。鉴于公司在省外良好的

品牌基础和目前迅猛的上升势头，我们认 11 年在重点板块市场实现 40-50%的增长可期。

图表8: 立足安徽，重点苏鲁豫浙冀，潜力东北

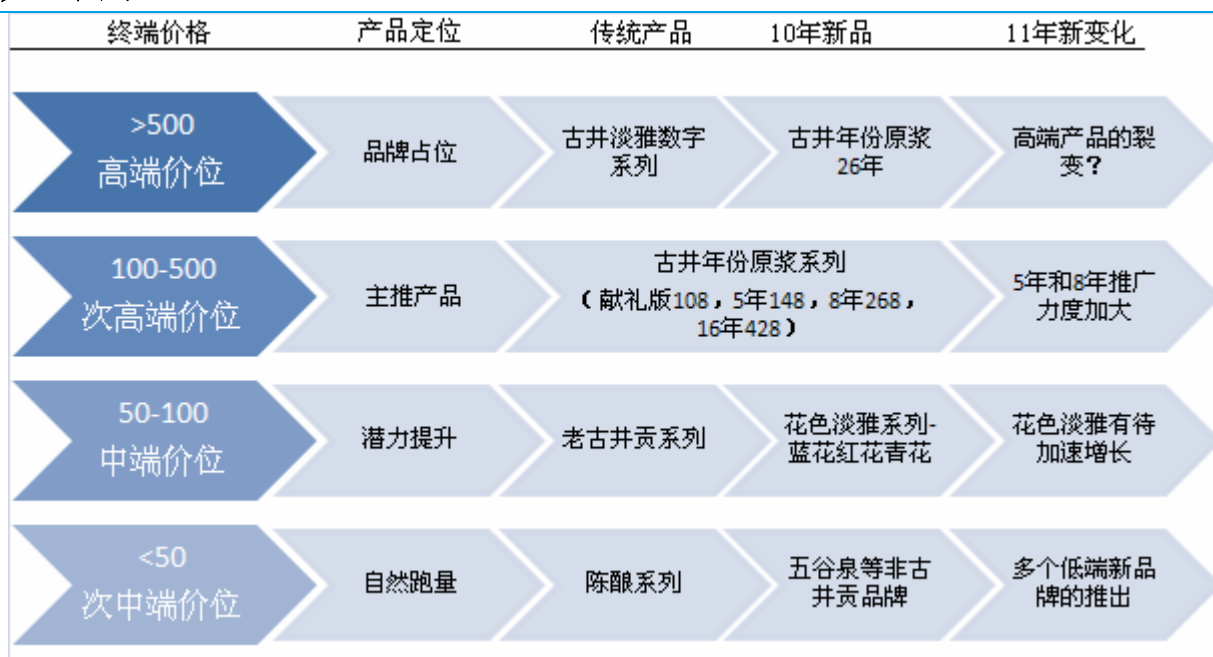


来源：国金证券研究所

产品体系：构建 112X 的结构

- 古井贡酒产品规划得以进一步规范，未来产品体系将构建 112X 结构；即储备一个奢侈品牌，重点推进年份原浆系列，辅以老古井和花色淡雅两个系列产品，打造 X 个非古井贡的中低端品牌。
- 高端产品完成向上延伸。10 年古井贡推出了 16 年和 26 年的新品年份原浆产品，定位更加高端，是对已有的 5 年，8 年和 16 年年份原浆产品的有力补充。我们认为，高端新品的推出，在实现品牌“提前占位”的同时，成功奠定了公司在安徽超高端白酒的地位，目前 16 年和 26 年逐渐成为安徽省内政府用酒选择。
- 中端产品线已梳理清楚，推广思路仍有待提升。古井贡已有的中端产品以金奖古井贡，红运古井贡以及精品优雅古井贡为主。10 年，公司推出了新的“古井淡雅”系列，分为红花蓝花青花三个品种，价位覆盖 50-100 元，整体设计时尚，同时梳理了老古井系列产品，亦细分为三个单品。我们认为公司中档产品线已经明晰，但推广思路仍有待提升。
- 低端光瓶酒产品将通过副品牌经营。未来公司低档酒和瓶装酒将可能采用多个全新的副品牌来经营。我们非常认同这一做法，副品牌的及时推出，将能有效防止母品牌古井贡酒的“向下”联想，让公司得以进一步缩减古井贡酒品牌的低端产品，同时维持普通酒的销售。

图表9：产品新体系：112X



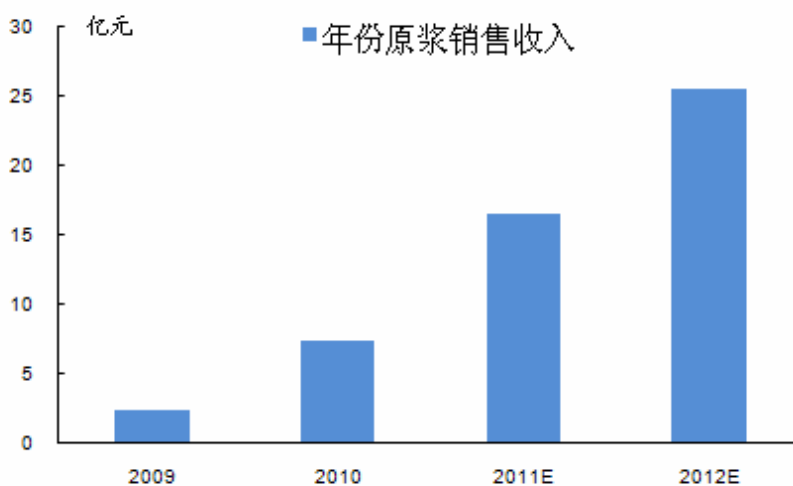
来源：国金证券研究所

核心单品：年份原浆的突破和升级

■ 火箭般的增长速度！

- 年份原浆 08 年推出，09 年即实现 2.4 亿，10 年实现 7.4 亿，同比增长 208%，可谓火箭般的成长速度；我们预计年份原浆 11 和 12 年将实现 16.5 亿和 25.5 亿，同比增长 122%和 54%。

图表10：火箭般的成长速度



来源：国金证券研究所

■ 年份原浆成功的原因：好的卖点、切入点和推广方案

- 好的卖点：1) 好的品牌占位，中国白酒原浆级年份酒典范；2) 稀有性的突出，纯正原浆手工酿造；3) 贵族血统，老八大名酒，比剑南春、洋河更早获奖的中国名酒；4) 丰富的产品内涵，九酝酒法、无极水、桃花曲、明代窖池、双择标准、陶坛储藏；5) 高科技牌，杂醇含

量低，口感好，不上头；6）特殊工艺玻璃瓶，不含铅；7）突出的健康诉求，“要健康，喝年份原浆”。

图表11：献礼版、5年、8年和16年年份原浆



来源：国金证券研究所

- 好的切入点，产品初始定位以竞争对手为中心，主打竞品七寸；年份原浆献礼版在设计上就是主攻口子窖5年，年份原浆的火爆式发展，在打击竞品的同时，一举奠定其徽酒之巅的品牌地位。

图表12：10年下半年再次推出红版16年年份原浆和26年年份原浆



来源：国金证券研究所

- 好的推广方案；公司专门成立团队推进古井原浆系列产品的推广。在市场开拓上参考了洋河蓝色经典的推广方法：聚焦市场，聚焦区域，聚焦品牌，集中资源打造省内样本市场。公司在市场开拓上，把重点放在安徽，安徽的重点放在合肥，芜湖，淮南，亳州。通过以点带面的方式实现逐渐的突破，逐步打造多个千万级销售区域。公司自创的三通工程和168工程有效落实网点建设和产品动销。
- 年份原浆的升级与突破
 - 结构调整与优化：年份原浆系列覆盖108到888元的零售价格带；在献礼版完成历史使命的同时，公司有意识倾斜资源，加大5年和8年的推广。预计11年5年和8年有望实现超百增长，年份原浆系列产品结构得以优化。
 - 产品的裂变，为争夺次高端价格带做准备。目前年份原浆价格战线拉的过长，同时16年26年产品与5年8年产品区隔不够明晰。我们建议公司大可在26年产品上做裂变，推出年份原浆·汉代贡，年份原浆·唐代贡等品牌子系列。
 - 价格的动态管理：年份原浆自推出以来，产品价格先后调整3次，我们觉得11年年份原浆依然会保持小幅提价幅度，进一步优化价格体系，平衡渠道差价。

图表13：上市以来历经三次提价

调价时间	调价幅度
2009年12月	红运系列、金奖系列等部分产品的销售价格原价基础上上调5%
2010年3月	年份原浆系列产品的销售价格原价基础上上调5%-20%
2010年10月	年份原浆系列产品的销售价格原价基础上上调5%-20%

来源：国金证券研究所

科学考核和激励：打造酒界黄埔军校

■ 管理层稳定后，激励有望得以落实；

- 11年高管激励将提上议程。10年公司高层经历较大的变动，原董事长和总经理都先后离职，但我们认为随着新任市长的履新和新总经理的上任，新的管理团队将得以稳定，切实的管理层激励方案有望提上议程。
- 中层激励机制得到不断改进。10年公司大幅修订内部的激励和考核方式。绩效考核整体方案兼顾整体与重点，长期与短期；通过拉开员工薪酬差距，激励能者多劳，对表现优异的员工甚至不惜给予百万薪酬。
- 完善人才培养体系，建立人才梯队。通过加强人才考察、考核、跟踪和培训等多方面的制度，公司意图加强人才储备和培养，为50亿乃至100亿的增长目标提前做好人才铺垫。

品牌：持续内涵升级

- 万事俱备，只待点睛之笔。古井贡酒在品牌力、产品结构和营销团队等多个方面都具备了实现50亿目标的条件。从硬实力来看，条件已经比较成熟，但在软实力的诠释上尚缺点睛之笔。目前原浆、年份、淡雅等概念已经泛滥。古井贡酒尽管首创出这些概念，但其创新尚停留在产品层面，品牌精神层面的诠释尚很匮乏，公司若想真正走向全国化，品牌诠释的创新将比产品创新来得更加关键。公司尚欠缺的是郎酒“神采飞扬中国郎”这样的神来之笔。预计公11年一季度将启用新的品牌宣传，点睛之笔值得期待。

图表14：10年品牌新的诠释



来源：国金证券研究所

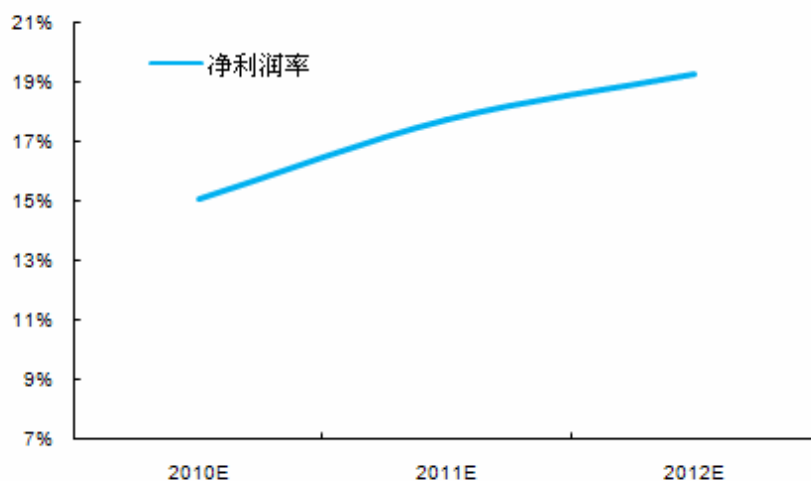
图表15：10年品牌新的诠释



利润的高弹性有多大？

- 我们古井贡酒在未来两年极有可能进入高速成长期；市场对公司的看法会从怀疑走向相信；业绩的高弹性也会相应的获得较高的估值溢价；

图表16: 产品结构升级和费用投放优化共促净利率的提升



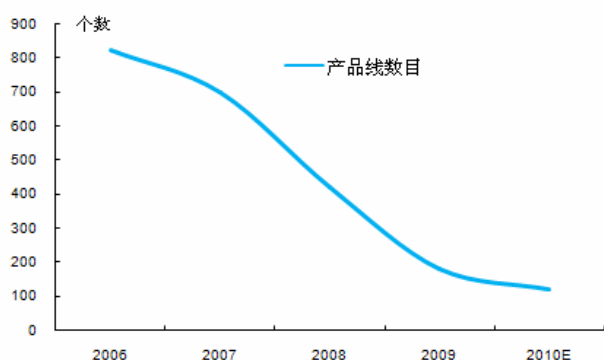
来源: 国金证券研究所

产品结构调整带来的毛利率上升

■ 产品结构做减法, 产品价格做加法;

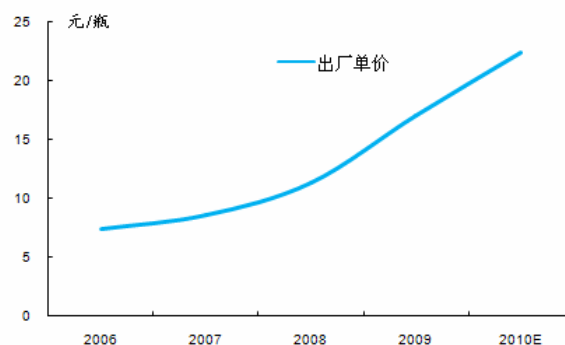
- 一减一加有效提升整体盈利能力: 06 年调整以来, 公司大幅砍去不盈利的低端产品, 产品数目从 800 余个降至 10 年 100 余个; 产品出厂单价从 06 年不到 8 元提升到 10 年接近 25 元。

图表17: 产品组合做减法



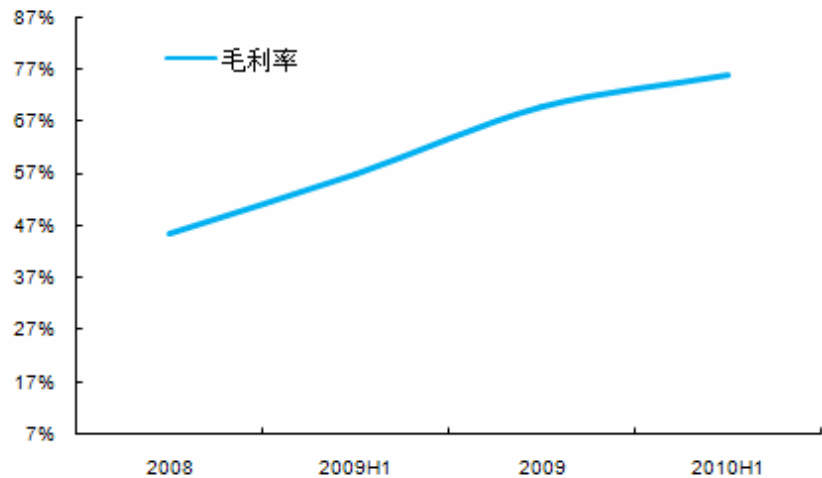
来源: 国金证券研究所

图表18: 产品单价做加法



- 一减一加策略下, 白酒业务毛利率得到极大提升, 从 08 年的 45.52% 迅速提升至 10 年上半年的 76.08%。

图表19：毛利率的提升



来源：国金证券研究所

费用模式改变带来的费用率下降

- 费用投放从粗放式管理走向精细化，提升费用使用效率，降低费用投放比例；目前公司销售和管理费用合计占销售收入接近 40%，在可比白酒上市公司中排名前列，接近洋河在市场推广期的费用投放比例；公司 11 年将着重改革费用投放模式，通过降低渠道费用比例及提升品牌建设费用比例，实现从渠道推动走向品牌拉动。
- 以电视媒体广告投放为例，公司预计两年内在央视等媒体投放 3.7 亿，11 年央视费用接近 1 亿，整体品牌建设投入费用预计较 10 年翻番。我们认为品牌资源的倾斜，宣示着古井贡酒加速品牌高端化和全国化的布局。
- 我们认为费用模式改革将带来费用使用效率的提升以及费用比率的下降，我们在盈利假设中只是略微降低了 11 年的期间费用 1 个百分点；视费用模式改革的情况，我们将适当再调整。

50 亿后是否就是增长的瓶颈？

- 公司提出实现 50 亿，畅想 100 亿的发展目标。
 - 我们认为古井贡的品牌力有能力支撑向 100 亿目标发展，但这对公司资源整合能力提出非常高的要求。

文化内涵做加法

- 我们认为，亳州丰富的文化内涵足以增添古井贡酒的品牌厚度和历史积淀。亳州是中国历史文化名城，素有天下道源、华佗故里、中华药都之美誉。一代枭雄曹操及中医外科鼻祖华佗皆生于此。
- 亳州产好酒的历史，可追溯至一千八百年前，东汉建安年间，曹操曾将家乡亳州产的“九酝春酒”进献给献帝刘协，并上表说明九酝春酒的制法。“九酝酒法”是对当时亳州造酒技术的总结，也是亳州的“九酝春酒”曾作为贡品的最早的也是唯一的文字依据。古井贡酒也因此得名。
- 亳州的两位历史名人曹操和华佗是酒类最好的代言人，公司大可进一步深挖。曹操与煮酒论英雄的典故特别契合白酒的社交属性；华佗一代名医的形象则非常适合为保健酒背书。保健酒应该成为公司成长的新极。

图表20：曹操与华佗是两位最好的酒类代言人



来源：国金证券研究所

渠道改革和商业模式的革新

■ 商业模式创新上，加大对渠道的掌控（如：加快专卖店的建设）；

- 公司借助本次非公开发行股票数量为不超过 2,000 万股的 A 股，计划募集资金 12.66 亿，计划在合肥成立全国营销指挥中心及区域物流运营中心，在安徽市场新建 102 家精品终端展示店，进一步落实谋划全国布局，聚焦苏鲁豫皖，深度营销安徽市场的战略思想。
- 专卖店建设是三通工程的升级版，进一步提升区域市场掌控力，增强企业自身对市场的管控和分销能力。公司计划在安徽省增加 102 个营销网点，一方面进一步提高省内的网点覆盖率，进一步落实渠道下沉和销售渠道扁平化战略；另一方面，公司按照“体验馆”、“旗舰店”、“专卖店”三个层次对这些网点进行功能设计，将它们打造为古井贡酒高端品牌的展示平台和消费体验平台，借以突出品牌高端形象。

图表21：募投项目

序号	项目名称	总投资额	计划使用募集资金
1	优质基酒酿造技术改造项目	13,500	13,500
2	基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目	68,600	68,600
3	营销网络建设项目	27,500	27,500
4	品牌传播建设项目	65,000	17,000
合 计		174,600	126,600

来源：国金证券研究所

盈利预测：11-12 年 EPS2.36 和 3.54，6 个月目标 100 元

核心假设

- 核心假设：销售收入 11-12 年增速分别为 67.6%和 38.7%，净利润增速分别为 96%和 51%，净利率水平达到 17.75%和 19.27%；

投资建议

- 我们自 10 年推荐公司以来，公司获得了明显的超额收益；11 年，我们认为公司仍将获得白酒版块中的超额收益，公司在这两年极有可能进入高速增长期，市场对公司的看法会从怀疑走向相信；业绩的高弹性也会相应的获得较高的估值溢价；
- 再次提升 11 年和 12 年盈利预测；净利润达到 5.5 和 8.3 个亿，每股 EPS 为 2.36 和 3.54 元，

- 我们给予公司 6-12 个月 100 元目标价位，相当于 42x11PE 和 28x12PE。

图表22：销售结构分析

项 目	2010E	2011E	2012E
年份原浆系列			
平均售价（万元/吨）	15.00	16.50	18.15
增长率（Y0Y）	5.00%	10.00%	10.00%
销售数量（吨）	4,950.00	10,000.00	14,000.00
增长率（Y0Y）	N/A	102.02%	40.00%
销售收入（百万元）	742.50	1,650.00	2,541.00
增长率（Y0Y）	N/A	122.22%	54.00%
毛利率	85.00%	86.00%	87.00%
销售成本（百万元）	111.38	231.00	330.33
增长率（Y0Y）	N/A	107.41%	43.00%
毛利（百万元）	631.13	1,419.00	2,210.67
增长率（Y0Y）	N/A	124.84%	55.79%
占总销售额比重	40.38%	52.86%	58.90%
占主营业务利润比重	46.85%	59.81%	65.81%
淡雅系列			
平均售价（万元/吨）	5.20	5.62	6.07
增长率（Y0Y）	N/A	8.00%	8.00%
销售数量（吨）	8,000.00	9,000.00	10,000.00
增长率（Y0Y）	N/A	12.50%	11.11%
销售收入（百万元）	416.00	505.44	606.53
增长率（Y0Y）	N/A	21.50%	20.00%
毛利率	74.00%	74.00%	74.00%
销售成本（百万元）	108.16	131.41	157.70
增长率（Y0Y）	N/A	21.50%	20.00%
毛利（百万元）	307.84	374.03	448.83
增长率（Y0Y）	N/A	21.50%	20.00%
占总销售额比重	22.63%	16.19%	14.06%
占主营业务利润比重	22.85%	15.76%	13.36%
其他古井贡酒			
平均售价（万元/吨）	4.00	4.20	4.41
增长率（Y0Y）	N/A	5.00%	5.00%
销售数量（吨）	17,000.00	23,000.00	26,450.00
增长率（Y0Y）	N/A	35.29%	15.00%
销售收入（百万元）	680.00	966.00	1,166.45
增长率（Y0Y）	N/A	42.06%	20.75%
毛利率	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本（百万元）	272.00	386.40	466.58
增长率（Y0Y）	N/A	42.06%	20.75%
毛利（百万元）	408.00	579.60	699.87
增长率（Y0Y）	N/A	42.06%	20.75%
占总销售额比重	36.98%	30.95%	27.04%
占主营业务利润比重	30.29%	24.43%	20.83%
销售总收入（百万元）	1838.59	3121.53	4314.06
销售总成本（百万元）	491.59	748.87	954.66
毛利（百万元）	1346.99	2372.65	3359.40
平均毛利率	73.26%	76.01%	77.87%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,201	1,379	1,341	1,839	3,122	4,314
增长率		14.8%	-2.7%	37.1%	69.8%	38.2%
主营业务成本	-813	-848	-526	-492	-749	-955
% 销售收入	67.7%	61.5%	39.2%	26.7%	24.0%	22.1%
毛利	388	530	816	1,347	2,373	3,359
% 销售收入	32.3%	38.5%	60.8%	73.3%	76.0%	77.9%
营业税金及附加	-130	-157	-188	-276	-468	-647
% 销售收入	10.8%	11.4%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	-115	-144	-247	-450	-749	-1,035
% 销售收入	9.5%	10.5%	18.4%	24.5%	24.0%	24.0%
管理费用	-84	-142	-206	-267	-437	-604
% 销售收入	7.0%	10.3%	15.3%	14.5%	14.0%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	60	87	174	354	718	1,073
% 销售收入	5.0%	6.3%	13.0%	19.3%	23.0%	24.9%
财务费用	-7	-5	-4	7	17	32
% 销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.7%
资产减值损失	-7	-7	-9	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	4	1	1	1
% 税前利润	0.0%	0.1%	2.5%	0.3%	0.1%	0.1%
营业利润	47	75	165	362	736	1,105
营业利润率	3.9%	5.5%	12.3%	19.7%	23.6%	25.6%
营业外收支	5	2	1	8	3	3
税前利润	52	77	166	370	739	1,108
利润率	4.3%	5.6%	12.4%	20.1%	23.7%	25.7%
所得税	-18	-43	-26	-93	-185	-277
所得税率	34.9%	55.3%	15.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	34	34	140	278	554	831
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	34	35	140	278	554	831
净利率	2.8%	2.5%	10.4%	15.1%	17.8%	19.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	34	140	278	554	831
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	74	69	59	64	70
非经营收益	0	13	-13	12	-4	-4
营运资金变动	0	86	153	173	157	151
经营活动现金净流	0	208	350	521	772	1,049
资本开支	-66	-90	-29	-51	-55	-60
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	8	2	0	1	1	1
投资活动现金净流	-58	-88	-29	-51	-54	-59
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-24	7	-232	-8	0	1
其他	-10	-8	-7	0	0	0
筹资活动现金净流	-34	-1	-239	-8	0	1
现金净流量	-92	119	82	462	717	991

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	155	274	361	823	1,541	2,532
应收款项	172	162	116	172	292	404
存货	493	471	366	269	410	523
其他流动资产	11	9	3	7	10	12
流动资产	830	915	846	1,272	2,253	3,470
% 总资产	60.0%	60.2%	63.1%	72.8%	82.7%	88.2%
长期投资	11	30	32	33	32	32
固定资产	485	481	361	351	338	324
% 总资产	35.0%	31.6%	26.9%	20.1%	12.4%	8.2%
无形资产	57	92	82	90	98	106
非流动资产	554	604	496	476	470	463
% 总资产	40.0%	39.8%	36.9%	27.2%	17.3%	11.8%
资产总计	1,384	1,520	1,342	1,748	2,723	3,933
短期借款	68	86	5	0	0	0
应付款项	156	247	262	288	465	623
其他流动负债	268	269	264	374	618	838
流动负债	492	602	531	662	1,083	1,461
长期贷款	36	25	0	0	0	1
其他长期负债	8	0	3	0	0	0
负债	536	627	534	662	1,083	1,462
普通股股东权益	846	880	808	1,086	1,640	2,471
少数股东权益	3	3	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,384	1,510	1,342	1,748	2,723	3,933

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.144	0.147	0.596	1.181	2.358	3.538
每股净资产	3.598	3.744	3.438	4.620	6.978	10.516
每股经营现金净流	0.511	0.884	1.489	2.217	3.284	4.465
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.01%	3.93%	17.34%	25.57%	33.80%	33.64%
总资产收益率	2.45%	2.29%	10.44%	15.89%	20.35%	21.14%
投入资本收益率	4.09%	3.91%	18.10%	24.47%	32.85%	32.55%
增长率						
主营业务收入增长率	30.49%	14.78%	-2.72%	37.06%	69.78%	38.20%
EBIT增长率	95.15%	43.97%	100.67%	103.01%	102.80%	49.38%
净利润增长率	157.60%	2.07%	305.15%	98.16%	99.64%	50.01%
总资产增长率	0.71%	9.05%	-11.09%	30.19%	55.82%	44.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.5	9.5	8.2	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	240.0	207.4	290.8	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	33.8	36.6	59.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	135.5	107.0	97.2	66.8	36.7	24.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.97%	-18.42%	-44.12%	-75.86%	-93.97%	#####
EBIT利息保障倍数	8.9	18.2	38.9	-47.4	-42.2	-33.7
资产负债率	38.69%	41.51%	39.80%	37.88%	39.78%	37.18%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	2	7	11
买入	0	0	2	5	17
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.53	1.61

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-22	买入	45.21	N/A
2 2010-04-30	买入	42.24	51.60 ~ 51.60
3 2010-05-12	买入	40.90	50.60 ~ 50.60
4 2010-07-02	买入	40.25	N/A
5 2010-08-09	买入	60.38	N/A
6 2010-10-24	买入	65.16	71.50 ~ 71.50
7 2010-10-31	买入	64.15	N/A
8 2010-11-29	买入	90.75	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室