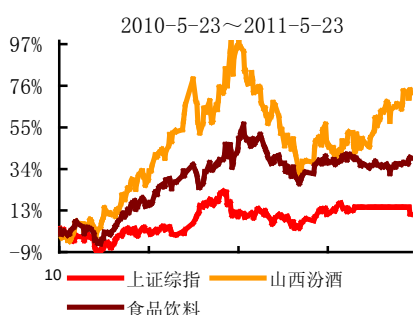


分析师： 刘晓峰 赵大晖
执业证书编号： S0050511040004
Tel: 010-59355921;13501223241
Email: yfliuxf@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

食品饮料	
投资评级	
本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	100

市场数据	
市价(元)	71.00
上市的流通 A 股(亿股)	4.33
总股本(亿股)	4.33
52 周股价最高最低(元)	38.9-82.78
上证指数/深证成指	2858.46/12161.03
2010 年股息率	1.47%

52 周相对市场表现



相关研究

山西汾酒 (600809. SH)

战略先行/营销发力 清香之王有望加速回归

投资要点

● **战略定位、目标构建和阶段部署非常清晰。**作为“中国白酒产业的奠基者、传承中华五千年白酒文化的火炬手、中国白酒酿造技艺的教科书、见证中国白酒发展历史的活化石”的汾酒，其目标是成为“世界第一文化名酒”，百亿目标从“朦朦胧胧”到“隐约可见”，质量规模、质量规模效益、质量效益科技三大发展阶段重点清晰。

● **百亿目标有望提前实现。**经历了 2010 年、今年一季度的高增长，汾酒集团的百亿目标有望提前至 2013 年实现；今年 1~4 月份，青花瓷系列销量已接近去年总销量。

● **大力拓展省外市场，省内市场还有较大空间。**公司将加大全国市场布局力度，期望未来的省内外销售额占比实现“掉转”（由省内：省外=7：3 转变为省内：省外=3：7），一季度二者占比为 65:35；省内市场中，以大同为代表的晋北市场还有很大拓展空间。

● **与银基合作，可以加快公司高档产品进入全国市场的速度。**

● **机制还将是公司未来发展的主要障碍。**

● **我们小幅调高了盈利预测，**预计 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 2.04 元、3.11 元和 4.68 元，动态市盈率分别为 34.82 倍、22.83 倍和 15.18 倍，估值基本合理，但考虑公司近三年较高的成长性，维持“买入”评级。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3016.63	4525	6335	8552
增长率(%)	40.73	50.00	40.00	35.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	494.49	883	1346	2025
增长率(%)	39.29	78.52	52.49	50.42
毛利率(%)	76.59	76.59	80.30	81.89
净资产收益率(%)	25.67	36.74	35.91	35.07
EPS(元)	1.14	2.04	3.11	4.68
P/E(倍)	62.16	34.82	22.83	15.18
P/B(倍)	15.96	11.82	7.79	5.15

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2835	3678	5665	8578
现金	1081	1345	2592	4693
应收账款	505	757	1043	1384
其它应收款	10	15	26	35
预付账款	223	281	361	445
存货	1016	1280	1644	2021
其他	0	0	0	0
非流动资产	621	792	1023	1267
长期投资	5	5	5	5
固定及无形资产	583	736	947	1166
其他	34	52	72	97
资产总计	3456	4470	6688	9845
流动负债	1389	1546	2125	2817
短期借款	0	0	0	0
应付账款	984	1433	1980	2638
其他	406	113	145	179
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	1389	1546	2125	2817
少数股东权益	133	325	617	1057
归属母公司股东权益	1933	2600	3946	5971
负债和股东权益	3456	4470	6688	9845

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	822	678	1515	2391
净利润	602	1075	1639	2465
折旧摊销	40	51	66	81
财务费用	-4	-7	-8	-11
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	166	-465	-218	-196
其它	18	24	38	53
投资活动现金流	-120	-205	-277	-300
资本支出	-121	-205	-277	-300
其他投资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-328	-210	8	11
短期借款	0	0	0	0
新发股份	2	0	0	0
其他	-330	-210	8	11
现金净增加额	374	264	1247	2101

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3017	4525	6335	8552
营业成本	706	891	1147	1412
营业税金及附加	513	769	1077	1453
销售费用	581	917	1284	1648
管理费用	304	343	417	435
财务费用	-4	-7	-8	-11
资产减值损失	27	41	57	77
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	1402	2339	3437	4990
营业外收支	-23	-11	16	64
利润总额	1379	2328	3453	5054
所得税	265	484	738	1136
净利润	602	1075	1639	2465
少数股东损益	107	192	292	440
归属母公司净利	494	883	1346	2025
EBITDA	925	1614	2418	3606
EPS（元）	1.14	2.04	3.11	4.68

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	40.74	50.00	40.00	35.00
营业利润	32.58	76.52	50.38	49.82
归属母公司净利润	39.30	78.52	52.49	50.42
获利能力				
毛利率	74.87	76.59	80.30	81.89
净利率	21.36	19.95	23.75	25.87
ROE	29.13	36.74	35.91	35.07
ROIC	41.30	59.56	65.27	78.21
偿债能力				
资产负债率	40.21	34.58	31.78	28.62
净负债比率	-52.32	-45.98	-56.79	-66.78
流动比率	2.04	2.38	2.67	3.04
速动比率	1.31	1.55	1.89	2.33
营运能力				
总资产周转率	0.87	1.01	0.95	0.87
应收帐款周转率	5.98	5.98	6.08	6.18
应付帐款周转率	3.68	3.68	3.68	3.68
每股指标(元)				
每股收益	1.14	2.04	3.11	4.68
每股经营现金	1.90	1.57	3.50	5.52
每股净资产	4.47	6.00	9.11	13.79
估值比率				
P/E	62.16	34.82	22.83	15.18
P/B	15.90	11.82	7.79	5.15
EV/EBITDA				

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

1994年毕业于山东大学生物化学专业，获理学学士学位；之后进入中国农业大学食品学院农产品加工与工业专业，1997年获得工学硕士学位。2008年毕业于中国农业大学经管学院管理科学与工程专业，获得管理学博士学位。曾经在北京市食品工业办公室工作，作为主要参加人开展过多项涉农产业链发展战略研究工作，对食品饮料行业有着较为深刻的理解。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn