



毛利稳步向上, 业绩加速增长

1、前 5 月销量增幅同比翻倍, 收入和利润均呈现快速增长

今年 1-5 月公司销量增长 16%, 较去年同期增速翻倍, 主要由于葡萄酒市场拉动明显, 公司不断完善的营销体系发挥作用。东部沿海等传统优势区域出现恢复性增长。公司产品结构继续升级, 高端酒增长快于普通葡萄酒, 预计 11 年毛利率提升至 75.8%。

2、加快产区建设, 继续推进酒庄酒

进口葡萄酒价格波动会促进中国葡萄酒生产企业积极布局国内葡萄种植基地建设。而张裕长期坚持布局国内的举措已抢占先机。酒庄酒的建设一方面有利于公司产品升级, 另一方面在食品安全问题突出的今天, 将产地作为自身产品货真价实的证据, 我们认为资本市场将给予重视产品安全的上市公司一定的溢价。

3、高端品牌越来越集中到极少数公司, 张裕高端定位将更突出在酒类消费领域, 高端品牌越来越集中在少数公司手中。白酒里的茅老五, 尤其是茅台已经奠定了奢侈品地位; 啤酒里的青岛。我们将这种现象称作“品牌的梯次选择”, 我们认为葡萄酒也会如此, 张裕已经奠定了高端品牌形象, 未来高端产品占比会越来越高。我们非常看好张裕酒庄酒的发展空间。公司后续酒庄酒的贮备非常到位, 公司着眼于长远, 不断开发新的酒庄, 烟台地区的百年酒窖、以及宁夏酒庄准备, 都意味着公司后期高端新品会持续推出, 销售占比也会越来越高。

盈利预测: 我们预计公司今年整体销量增长超 12%, 收入增长 35%, 高于行业平均水平。我们判断 11-13 年 EPS 分别为 3.72 元、4.85 元和 6.08 元。给予公司 2011 年 35 倍市盈率, 目标价为 130 元, 调高评级至“买入”。

预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万)	4982.94	6400.00	8000.00	9798.00
营业收入增长率	18.66%	28.44%	25.00%	22.48%
净利润 (百万)	1434.22	1960.59	2556.49	3206.52
净利润增长率	27.22%	36.70%	30.39%	25.43%
ROE	36.39%	37.81%	33.02%	29.29%
EPS (元)	2.72	3.72	4.85	6.08
P/E	2.81	24.70	18.94	15.10

张裕 A (000869)

调升评级

买入

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号: S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号: S1440209090411

联系人: 张萍

zhangpingbj@csc.com.cn

010-85156382

当前股价: 94.15 元

目标价格 6 个月: 130 元

调研日期: 2011 年 6 月 17 日

发布日期: 2011 年 6 月 23 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-2.11/3.66	5.33/13.11	24.22/18.95
12 月最高/最低价 (元)			125.48/74.0
总股本 (万股)			52728.00
流通 A 股 (万股)			34879.57
总市值 (亿元)			499.23
流通市值 (亿元)			330.24
近 3 月日均成交量 (万)			94.68
主要股东			
烟台张裕集团有限公司			50.40%

股价表现





目 录

1、2010 年葡萄品质较高，收购成本提升对毛利率影响不大	2
2、未来产区建设将以新疆为重点	3
3、2011 年前 5 个月销售量增幅翻倍	3
4、受需求拉动以及营销推进，2011 年东部传统市场恢复较快增长	4
5、继续推进新酒庄建设，展示“眼见为实”的品质	5
6、进口酒代理业务基数较小，同步于公司整体销售	5
7、继续深化三级营销体系，渠道费用保持稳定	6
8、公司历年目标完成情况	6
高端品牌越来越集中到极少数公司中，张裕高端定位将更为突出	8
盈利预测与估值	8

图 表

图 1：公司 06 年以来毛利率、净利率季节变化趋势	2
图 2：进口葡萄酒价格同比及环比趋势	3
图 3：张裕 2010 年各地区收入占比情况	5
图 4：张裕各销售区域收入增长趋势	5
图 5：进口葡萄酒数量（千升）	6
图 6：进口葡萄酒金额（万美元）	6
图 7：张裕营销费用率增长趋势	6
图 8：2008-2010 年张裕收入目标完成情况	7
图 9：2008-2010 年张裕成本费用控制情况	7

表 1：国内六大产区基本情况	3
表 2：公司主要产品销量预测	4
表 3：近三年公司发布的收入与成本目标	7
表 4：近三年公司目标实际完成情况以及我们对公司 2011 年收入与成本费用的预测	7
表 5：东西中部地区葡萄酒产量情况	8

调研目的:

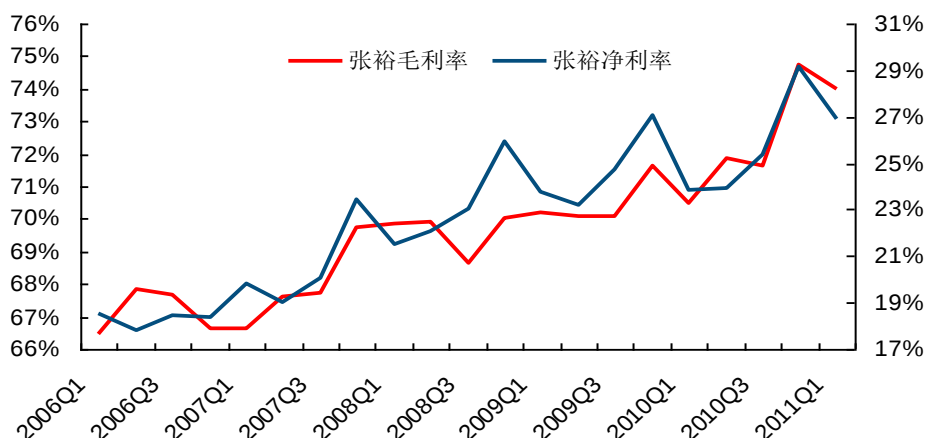
根据“十二五”规划,葡萄酒行业年增长速度 15%,目前中国人均年葡萄酒消费量仅为世界平均的 6%,为 0.42 升,未来增长空间大。而受益于葡萄酒行业高景气,龙头企业未来 3-5 年将继续保持较高的增长速度,在这一背景下我们对张裕公司进行了调研,重点从原料、生产基地、酒庄建设、产量、销量以及营销等方面对公司进行分析,并以此判断公司未来的发展情况。

核心内容:

1、2010 年葡萄品质较高,收购成本提升对毛利率影响不大

2010 年国内葡萄产量较去年有所减少,但品质处于历年较高水平,公司按照葡萄质量分级收购,其中 A 级占比达到 80%,整体葡萄收购成本上升 10-15%。葡萄原料占公司成本 50%,但由于公司不断改善产品结构,高档品销量增速较快,有效地缓解了原料成本上涨的压力,预计成本攀升不会对公司毛利率稳步上升的趋势造成影响。

图 1: 公司 06 年以来毛利率、净利率季节变化趋势

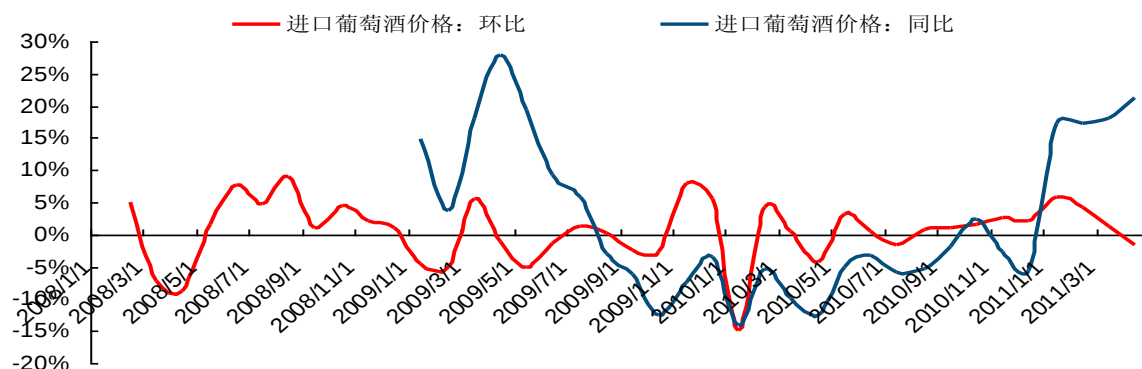


资料来源: 中信建投研究所、公司年报

国际市场上,由于去年主要产区智利发生地震、澳大利亚气候干旱,导致国际葡萄酒进口价格同样有所上涨,今年以来涨幅约为 10%。从同比数据来看,由于去年基数较低今年进口葡萄酒价格涨幅较大,但环比数据显示上涨的动力已不足,出现了环比下降趋势。

进口葡萄酒价格波动会促进中国葡萄酒生产企业积极布局国内葡萄种植基地建设。为稳定葡萄成本,公司主要竞争对手长城加大国内葡萄收购与基地建设,而张裕长期坚持布局国内葡萄基地的举措已抢占先机。

图 2：进口葡萄酒价格同比及环比趋势



资料来源：中信建投研究所、WIND

2、未来产区建设将以新疆为重点

目前张裕已在烟台、新疆、宁夏、陕西、辽宁、北京 6 个优质产区拥有 22 万亩葡萄基地，面积约占到国内总体面积的四分之一。公司根据投资环境、自然条件适时调整产区分布。由于新疆产区扩展空间较大、葡萄品质优越、种植成本较低以及与当地农八师形成了较好的合作关系，成为公司未来重点发展产区。如果条件成熟，公司计划将新疆产区面积在现有 8 万亩的基础上到 15 万亩左右。新疆基地还有两个酿造厂，石河子有可能成为张裕除烟台产区外规模最大的葡萄原料基地和生产基地。

表 1：国内六大产区基本情况

产区	现有面积	未来计划面积	产区特点
烟台	12 万亩	12 万亩	生产基地较为稳定，当地扩建的土地较少
新疆	8 万亩	12-15 万亩	扩展空间较大，种植、人工成本较低，与石河子农八师合作，未来有望成为除烟台之外最大的葡萄来源地和加工基地。但运输成本相对较高
宁夏	2 万亩	2 万亩	保持稳定，成功申请国内有机葡萄认证，品质较高，未来将成为高档葡萄酒的主要产区。目前正在继续向欧盟申请有机认证。
陕西	2000 亩左右	2000 亩左右	考虑与当地政府态度，不会以此为主
北京	1400 余亩	1400 余亩	生产爱菲堡酒庄酒，
辽宁	5000 亩	5000 亩（可以满足 1000 吨的冰酒产量）	冰酒生产基地，根据冰酒的市场销售情况决定

资料来源：中信建投研究所

3、2011 年前 5 个月销量增幅翻倍

2010 年公司实现销量 12.6 万吨，同比增长 8%。其中葡萄酒占比 52%，增长速度快于其他类型酒；而高档葡萄酒（解百纳、酒庄酒等）增长快于中低档酒。2011 年 1 季度公司高增长趋势不变，销售收入同比增幅 31.85%，



酒庄酒同比增长 35%，解百纳同比增长 31%，中档酒同比增长 20%。根据最新统计数据，公司 1-5 月份销量增长 16%，比去年同期 8% 增长幅度翻了一倍。保守预计全年整体销量增长超过 12%。

表 2：公司主要产品销量预测

					2011 年销量	
类型		2009 年销量 (吨)	2010 年销量 (吨)	同比增长	(预计)	同比增长
		(吨)				
葡萄酒系列	解百纳干红	21648.92	24404.14	12.73%	28100	15%
	酒庄酒	4000	4713.99	17.85%	6000	27%
	冰酒	227.36	286.01	25.80%	372	30.0%
	洋葡萄酒	99.19	116.27	17.22%	250	115.0%
	普通干红	38382.06	40018.42	4.26%	42900	7%
	甜葡萄酒	6613.68	7174.76	8.48%	8400	17%
	葡萄酒小计	70971.21	76713.59	8.09%	86022	12%
白兰地		38823.26	42369.81	9.14%	47500	12%
保健酒		3719.58	3775.07	1.49%	3900	3.%
香槟酒 (起泡酒)		2547.43	2893.12	13.57%	3450	19%
合计		116061.48	125751.59	8.35%	140872	12%

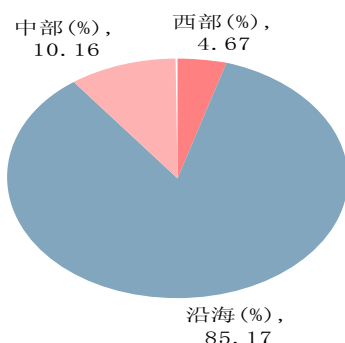
资料来源：中信建投研究所

由于当前整个葡萄酒消费环境还不成熟，很多酒种的消费群体尚处于培育期，公司与意大利起泡巨头多来利公司发展中国起泡酒市场。在欧美国家起泡酒能占葡萄酒市场份额 20%，而数据显示，目前中国整个起泡酒市场年销售额不超过 5 亿元，不到葡萄酒整体销售额 2%。随着葡萄酒市场日益成熟，人均消费葡萄酒的提升，未来的发展潜力很大。公司预计香槟酒未来市场容量会达到 30 亿元，占全部葡萄酒消费 10%。可以预见，未来起泡酒将成为张裕除干红、白兰地之外又一个利润增长点，这只是时间问题。张裕香槟酒曾经在 80 年代占据中国市场绝大多数份额。

4、受需求拉动以及营销推进，2011 年东部传统市场恢复较快增长

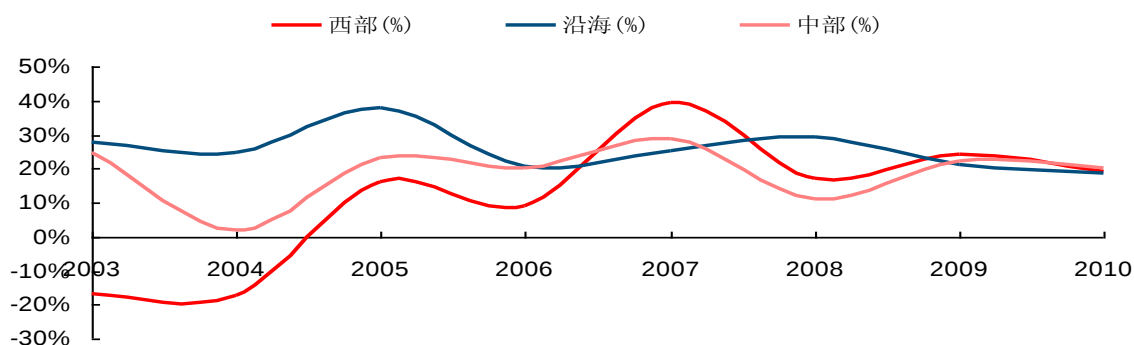
公司 85% 以上的收入来源于东部沿海地区，福建、上海等核心区域出现了恢复性增长，增幅超过 25%，而去年同期仅有 5% 的增长。由于东部地区葡萄酒产量占据全国 60% 以上的份额，葡萄酒文化普及较高，消费环境较好，公司未来依旧以东部沿海地区为主，将优势区域做精做细，而西部地区主要以中心城市为主。预计全年仅福建地区销售额增长就达到亿元。

图 3：张裕 2010 年各地区收入占比情况



资料来源：中信建投研究所、公司年报

图 4：张裕各销售区域收入增长趋势



资料来源：中信建投研究所、公司年报

5、继续推进新酒庄建设，展示“眼见为实”的品质

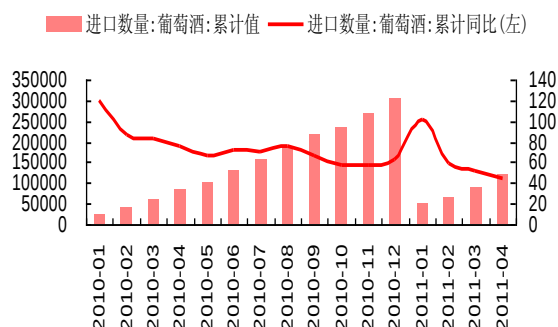
2011 将继续推进新酒庄建设，将投资 14 亿元用于新疆石河子（7 亿）、宁夏（3 亿）、陕西咸阳（4 亿）等三地新酒庄建设，2011 年酒庄酒产能过 5000 吨，2012 年要达 1 万吨。将来公司还要分两期投资 30-40 亿用于烟台中档葡萄酒基地建设，最终形成 40 万吨酿造、罐装产能。酒庄酒建设的跟进，一方面有助于推进公司产品结构升级延续；另一方面，在食品安全问题突出的今天，将产地作为自身产品货真价实的证据，以“眼见为实”来重塑消费者信心极有必要。同时我们坚持认为在产品质量丑闻频出的市场中，资本市场将给予重视产品安全的上市公司一定的溢价。

6、进口酒代理业务基数较小，同步于公司整体销售

2010 年进口酒金额达到 13 亿美元，同比增长 54%。今年 1-4 月份，我国进口葡萄酒数量达 11.84 万吨，同比增长 44%，进口金额 5.7 亿美元，同比增长 75%。进口葡萄酒无疑冲击着国内市场，但在消费者培育、产品定位以及扩大葡萄酒消费市场等方面做出了很大的贡献，尤其是缩短了消费者对葡萄酒的认知过程。进口葡萄酒从 10 年开始迅速增长，公司也积极参与到进口酒代理这一领域，于 2005 年成立了先锋国际酒业公司，作为

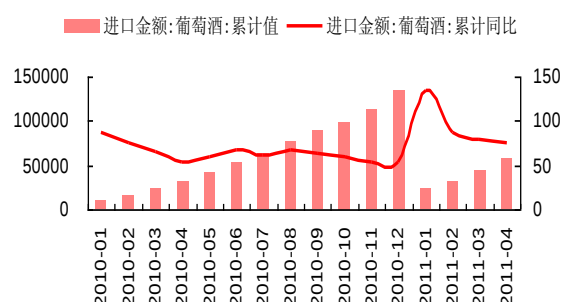
代理进口酒管理机构，专门对进口酒销售进行考核。但没有专门成立销售队伍运营进口酒，借助现有的销售渠道拉动。2010 年公司代理进口酒 200 吨，预计今年增长 50%，我们认为代理酒短期内不会成为公司重点，仅同步于公司整体的销售步伐。

图 5:进口葡萄酒数量（千升）



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 6: 进口葡萄酒金额（万美元）

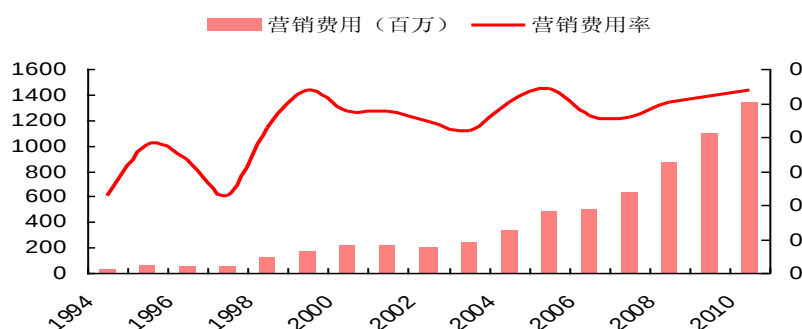


资料来源：WIND, 中信建投研发部

7、继续深化三级营销体系，渠道费用保持稳定

公司实施三级营销体系，销售人员 3000 人以上，目前渠道费用较为稳定，近年占销售比重逐渐下降。但广告投放（央视、地方电视台、平面等）费用一直提升，2010 年广告费达 4-5 亿元，使得公司营销费用率也出现逐步上升的趋势，2010 年已达到 27%，但我们认为这部分费用具有较大的弹性，公司对营销费用的调控能力较强。

图 7：张裕营销费用率增长趋势



资料来源：中信建投研究所、公司年报

8、公司历年目标完成情况

根据公司 08 年以来公布的预算数据来看，近三年公司销售收入目标基本都超额完成，但成本与费用控制较差，但从表 3、4 中，我们看出主营成本与三费占收入比重呈下降趋势，说明公司在控制成本方面越来越成熟，今年公司给予费用很大的空间，我们以 2010 年实际成本费用占比为准，估计 11 年的成本费用情况，判断公司将成本费用控制在 36 亿元以下的概率很大。

表 3：近三年公司发布的收入与成本目标

单位：百万	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 (E)
计划营业收入（超过）	3000	3700	4800	5800
同比		23%	30%	21%
计划主营业务成本+三费（低于）	1900	2200	2500	3600
（计划成本+三费）占计划营业收入比重	63%	59%	52%	62%
同比		16%	14%	44%

资料来源：公司公告

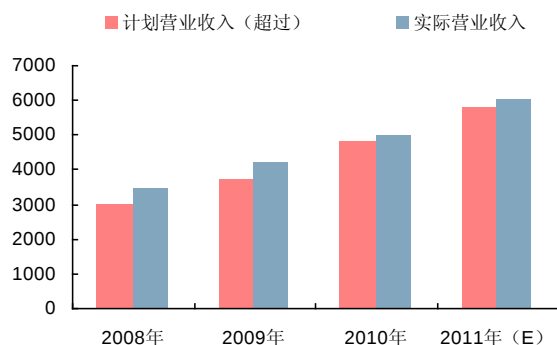
表 4：近三年公司目标实际完成情况以及我们对公司 2011 年收入与成本费用的预测

实际情况	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 (E)
实际营业收入	3,453	4,199	4,982.94	6,400
超额完成比例	15%	14%	4%	10%
主营业务成本+三费	2,065	2,475	2,785	3,578
（实际成本+三费）占实际营业收入比重	59.79%	58.94%	55.90%	55.90%
成本费用超出比例	7%	13%	11%	-0.6%

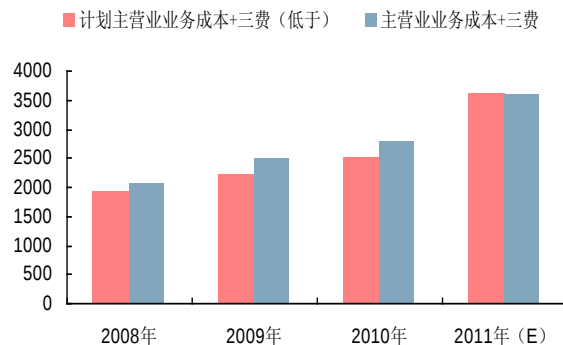
资料来源：中信建投研究所，我们以 10 年成本费用占比为准，判断 11 年的成本费用实际情况

自 2008 年以来，张裕（实际成本+三费）/收入占比一直呈现下降态势，这与公司高端产品占比不断提高有直接关系。从实际情况看，制造成本相对稳定，财费和管理费用占比也不高，变化主要来自营销费用。而营销费用方面，据我们了解，渠道费用变化不大，只要广告费用呈现金额的绝对上涨，比如央视广告费用同样时段和频道的价格每年涨幅大约是 10% 左右。

我们已经判断张裕未来高端产品占比还会提高，毛利率会不断提高，这为（实际成本+三费）/收入比率下降奠定坚实基础。而公司营销体制成熟，渠道费用大幅度上升可能性不大；单纯广告费用上升也是可预期的，因此影响未来（实际成本+三费）/收入比率的负面因素即不多也不大。即便公司今后每年该项指标都会超标，总的比率还应该是下降的。2011 年一季度公司（实际成本+三费）/收入比率为 59%，达到 2008 年高水平！比 2010 年 56% 提高约 3%，我们认为这是全年一个高点，理论上后期一定会下降。但如果考虑到营销费用向来是调控指标，如果公司要低调处理业绩，则维持高位也有可能。无论如何，62% 的可能性很小。

图 8：2008-2010 年张裕收入目标完成情况


资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 9：2008-2010 年张裕成本费用控制情况


资料来源：WIND, 中信建投研发部

高端品牌越来越集中到极少数公司中，张裕高端定位将更为突出

我们特别注意到，在酒类消费领域，高端品牌越来越集中在少数公司手中。白酒这种状况最为典型。2010 年以前茅老五三家公司对应着贵州茅台酒、国窖 1573 以及五粮液三大高端品牌，价格相差不大，而同时很多二线白酒公司也在积极开发高端产品，水井坊、舍得以及酒鬼也都有高端产品。但进入 2010 年茅台酒市场价格快速提高，将五粮液和国窖 1573 甩在后面，取得超越市场的奢侈品地位。而次高端市场品牌消费的特征也更加明显。

啤酒行业也是如此，青岛啤酒坚持走品牌线路，高端产品越来越得到市场认可，高端产品销售比重不断提高。

我们将这种现象称作“品牌的梯次选择”，消费者会形成“喝什么价位酒选择哪几个牌子性价比更高”的习惯，这是消费越来越成熟地表现。

这种现象提示我们，未来对品牌的认可度反过来影响着公司产品结构，大品牌公司高端产品比重会越来越高，茅台酒是典型事例，中低端的王子和迎宾酒始终无法在影响力上与茅台比肩。

我们认为葡萄酒领域也会如此，张裕已经奠定了高端品牌形象，未来高端产品占比会越来越高。我们非常看好张裕酒庄酒的发展空间。公司后续酒庄酒的贮备也非常到位，在爱菲堡酒庄酒销售连年增长的基礎上，公司又着眼于长远，不断开发新的酒庄，烟台地区的百年酒窖、以及宁夏酒庄准备，都意味着公司后期高端新品会持续推出，销售占比也会越来越高。

盈利预测与估值

基本预测：今年 1-5 月份公司销售量增长达到 16%，同步于行业平均水平。而今年 1-4 月葡萄酒行业销售收入增长 27%，我们预计公司今年整体销量将超过 12%，收入同比增长 35%，高于行业平均水平，净利润增长有望超过 37%。根据我们盈利预测，11-13 年 EPS 分别为 3.72 元、4.85 元和 6.08 元。给予公司 2011 年 35 倍市盈率，目标价为 130 元，调高评级至“买入”。

保守预测：但依照公司传统，其更愿意保持稳定增长的业绩表现，由于当前费用弹性较大（从历年计划完成情况也可看出），我们假设今年成本、三费按照公司计划执行，则预测净利润增长约 30%。基于此，公司 11-13 年 EPS 分别为 3.55 元、4.53 元、5.59 元，

表 5：东西中部地区葡萄酒产量情况

西部地区	2009 年产量（吨）	2010 年产量（吨）	同比增长（%）
产量:葡萄酒:新疆:累计值	10936	33466	206%
产量:葡萄酒:宁夏:累计值	9989	21887	119%
产量:葡萄酒:甘肃:累计值	19484	16751	-14%
产量:葡萄酒:云南:累计值	6037	15288	153%
产量:葡萄酒:陕西:累计值	13136	15062	15%
产量:葡萄酒:内蒙古:累计值	5250	6507	24%
产量:葡萄酒:四川:累计值	196	935	377%



上市公司调研报告

产量:葡萄酒:重庆:累计值	457	162	-65%
产量:葡萄酒:贵州:累计值	32	62	94%
合计	65516	110120	68%
东部地区	2009 年产量 (吨)	2010 年产量 (吨)	同比增长 (%)
产量:葡萄酒:山东:累计值	342,563.68	375,440.86	10%
产量:葡萄酒:河北:累计值	113,541.78	99,526.35	-12%
产量:葡萄酒:天津:累计值	50,287.40	63,466.10	26%
产量:葡萄酒:北京:累计值	12,760.85	10,185.86	-20%
产量:葡萄酒:江苏:累计值	922.00	2,034.10	121%
产量:葡萄酒:上海:累计值	1,420.57	1,381.48	-3%
产量:葡萄酒:福建:累计值	30.33	87.47	188%
合计	521,526.61	552,122.22	6%
中部及东北	2009 年产量 (吨)	2010 年产量 (吨)	同比增长 (%)
产量:葡萄酒:吉林:累计值	220906	208284	-6%
产量:葡萄酒:河南:累计值	102665	150306	46%
产量:葡萄酒:辽宁:累计值	26656	26781	0%
产量:葡萄酒:上海:累计值	1421	1381	-3%
产量:葡萄酒:安徽:累计值	640		
合计	352288	386752	10%

资料来源: 中信建投研究所、WIND

备注: 蓝色表示 10 年产量增长超过 30% 的地区



报表预测

	2010	2011E	增长率	2012E	增长率	2013E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	4982.94	6400.00	28.44%	8000.00	25.00%	9798.00	22.48%
营业成本	1257.91	1548.16	23.07%	1840.00	18.85%	2180.06	18.48%
营业税金及附加	286.38	352.00	22.91%	424.00	20.45%	509.50	20.17%
营业费用	1338.47	1638.40	22.41%	2016.00	23.05%	2461.26	22.09%
管理费用	218.01	288.00	32.10%	352.00	22.22%	411.52	16.91%
财务费用	-28.97	-49.60	71.21%	-55.37	11.63%	-66.91	20.84%
资产减值损失	4.80	3.81	-20.63%	5.08	33.33%	7.17	41.14%
公允价值变动收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
投资净收益	0.90	2.49	176.67%	2.00	-19.68%	1.80	-10.00%
营业利润	1907.24	2621.73	37.46%	3420.29	30.46%	4297.21	25.64%
营业外收入	25.58	21.62	-15.48%	25.34	17.21%	24.18	-4.58%
营业外支出	3.18	2.82	-11.32%	2.53	-10.28%	2.84	12.25%
利润总额	1929.65	2640.53	36.84%	3443.09	30.39%	4318.55	25.43%
所得税	475.45	660.13	38.84%	860.77	30.39%	1079.64	25.43%
净利润	1454.20	1980.40	36.18%	2582.32	30.39%	3238.91	25.43%
少数股东损益	19.98	19.80	-0.90%	25.82	30.40%	32.39	25.45%
归属母公司净利润	1434.22	1960.59	36.70%	2556.49	30.39%	3206.52	25.43%
EBITDA	2007.83	2739.76	36.45%	3567.41	30.21%	4467.53	25.23%
EPS（摊薄）	2.72	3.72	36.76%	4.85	30.38%	6.08	25.36%
资产负债表（百万元）							
流动资产	4030.71	5127.06	27.20%	7887.81	53.85%	10851.47	37.57%
现金	2489.80	3318.32	33.28%	5651.83	70.32%	8221.43	45.46%
应收账款	100.11	176.61	76.42%	158.77	-10.10%	248.74	56.67%
其它应收款	30.69	44.21	44.05%	44.58	0.84%	64.54	44.77%
预付账款	74.73	3.52	-95.29%	95.85	2623.01%	44.77	-53.29%
存货	1294.41	1532.05	18.36%	1862.76	21.59%	2203.67	18.30%
其他	40.97	52.34	27.75%	74.01	41.40%	68.32	-7.69%
非流动资产	1952.67	2275.22	16.52%	2630.15	15.60%	2957.52	12.45%
长期投资	5.00	5.00	0.00%	5.00	0.00%	5.00	0.00%
固定资产	1220.49	1562.65	28.03%	1873.25	19.88%	2147.24	14.63%
无形资产	208.85	252.33	20.82%	303.99	20.47%	362.70	19.31%
其他	518.33	455.24	-12.17%	447.90	-1.61%	442.58	-1.19%
资产总计	5983.38	7402.28	23.71%	10517.96	42.09%	13808.99	31.29%
流动负债	1881.68	2096.67	11.43%	2609.82	24.47%	2659.98	1.92%
短期借款	0.00	74.83	N/A	99.78	33.34%	58.20	-41.67%
应付账款	259.02	439.17	69.55%	420.60	-4.23%	593.90	41.20%
其他	1622.66	1582.66	-2.47%	2089.43	32.02%	2007.87	-3.90%
非流动负债	105.55	67.26	-36.28%	87.47	30.05%	89.44	2.25%
长期借款	0.00	22.55	N/A	27.86	23.55%	19.48	-30.08%
其他	105.55	44.71	-57.64%	59.62	33.35%	69.96	17.34%



上市公司调研报告

负债合计	1987.23	2163.93	8.89%	2697.29	24.65%	2749.42	1.93%
少数股东权益	156.44	176.24	12.66%	202.06	14.65%	234.45	16.03%
归属母公司股东权益	3839.71	5062.11	31.84%	7618.60	50.50%	10825.12	42.09%
负债和股东权益	5983.38	7402.28	23.71%	10517.96	42.09%	13808.99	31.29%

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	1228.15	1922.22	56.51%	2695.84	40.25%	3015.30	11.85%
净利润	1454.20	1980.40	36.18%	2582.32	30.39%	3238.91	25.43%
折旧摊销	78.18	99.24	26.94%	124.33	25.28%	148.99	19.83%
财务费用	-28.97	-49.60	71.21%	-55.37	11.63%	-66.91	20.84%
投资损失	-0.90	-2.49	176.67%	-2.00	-19.68%	-1.80	-10.00%
营运资金变动	-253.36	-133.32	-47.38%	58.23	-143.68%	-302.34	-619.22%
其它	-21.01	28.00	-233.27%	-11.66	-141.64%	-1.56	-86.62%
投资活动现金流	-521.75	-449.07	-13.93%	-464.40	3.41%	-473.20	1.89%
资本支出	373.73	411.85	10.20%	327.64	-20.45%	315.80	-3.61%
长期投资	5.00	0.00	-100.00%	0.00	N/A	0.00	N/A
其他	-143.02	-37.22	-73.98%	-136.77	267.46%	-157.40	15.08%
筹资活动现金流	-761.81	-644.63	-15.38%	102.08	-115.84%	27.50	-73.06%
短期借款	-224.50	74.83	-133.33%	24.94	-66.67%	-41.57	-266.68%
长期借款	-10.50	22.55	-314.76%	5.31	-76.45%	-8.37	-257.63%
其他	-526.81	-742.01	40.85%	71.82	-109.68%	77.45	7.84%
现金净增加额	-55.41	828.52	-1595.25%	2333.51	181.65%	2569.59	10.12%



分析师介绍

郑绮：食品饮料行业首席分析师,北京大学法学院法学学士、硕士。5 年投资银行工作经验, 11 年证券研究经验, 曾在 2006 年、2010 年《新财富》最佳分析师评选中入围, 获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生：经济学博士, 曾在罗林斯大学商学院及哥伦比亚大学商学院进修。农业、食品饮料行业分析师, 2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。2010 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。