

贝因美(002570.sz)

下半年成本压力或趋势下降

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010017

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020009

短期行业仍处“混战”中，未来前景可期

1) 短期来看，行业销售费用率高难下降，主要原因为：A、国内将奶粉定位为快消品，使得其广告费用和渠道费用居高不下；B、品牌太多，需要用广告来告知消费者，宣传产品。2) 长期来看，行业整合是趋势，从国家对食品安全角度考虑，未来小企业生存成本越来越大，大企业有整合空间。且大多数国家 2-3 个优势品牌市场份额为 70% 左右，如在美国，美赞臣、雅培和雀巢三家市场份额超过 90%。3) 居民消费收入提高以及出生率提高将继续推动行业发展，前景可期。

战略定位清晰：生养教提供商

该定位打破婴幼儿奶粉“天花板”，至少有两大成功之处：第一、奶粉仅是具体化产品，公司跳出产品可提供更多附加值的服务，具备专业方面优势，则可扩大奶粉销售量。第二、婴童行业广阔，不仅可以销售食品，还可以销售如尿不湿等婴童用品、玩教具等。

下半年压力或降下降，带来净利率提升机会

当前原奶价格企稳，而乳清粉价格已创 3 年新高，预计下半年成本压力或将下降。

近期管理层变得对公司影响不大

已辞职的董事长谢宏仍为公司实际控制人，其已制定好公司未来几年战略，上市后各方面制度已规范化，而新任总经理叶宏为人务实，执行力强，在营销渠道方面具备多年经验，与离任董事长互补。

盈利预测与估值：预计11-13年EPS为1.11元、1.47元和2.11元，按照12年25-30PE计算，12个月内合理价值为37-45元，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全，原材料价格上涨，小非解禁减持压力。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,245.22	4,028.30	4744.36	5719.39	8481.33
增长率(%)	67.41%	24.13%	17.78%	20.55%	48.29%
EBITDA(百万元)	515.55	645.33	665.26	909.63	1287.72
净利润(百万元)	375.78	422.24	473.73	625.79	899.58
增长率(%)	243.66%	12.36%	12.19%	32.10%	43.75%
每股收益(元)	0.981	1.102	1.11	1.47	2.11
市盈率	0.00	0.00	31.87	24.13	16.78
市净率	0.00	0.00	4.53	3.82	3.11
EV/EBITDA	0.16	0.34	19.40	14.27	9.58

数据来源: 浙江贝因美科工贸股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	37.00
目标价格(元)	45.00
前次评级	无评级

股价走势

贝因美(002570)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	12.87%	-20.00%	-11.86%
沪深 300	8.19%	-6.86%	19.60%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

426.05/43.00

主要股东:

贝因美集团有限公司

主要股东持股比例

38.66%

财务比率

ROE	38.23%
ROA	24.65%
资产负债率	58.49%
每股净资产(元)	2.88

2010 年报数据

目录索引

一、公司投资要点	3
二、行业仍处“混战”中，前景可期	4
（一）外资品牌占优势，销售费用率高	4
（二）行业整合是趋势，前景可期	5
三、定位清晰：婴幼产业生养教服务商	6
（一）战略定位为公司开辟了更为广阔的成长空间	6
（二）公司已制定实施了具体战术配合战略定位	7
四、等待下半年成本下降的净利率提升的机会	8
五、管理层变动影响及其它	9
（一）管理层变动对公司影响不大	10
（二）剩余 4.62 亿元超募资金方案仍在进行中	10
六、盈利预测与估值	10
七、风险提示	11

图表索引

图 1：近年我国婴幼儿奶粉市场销量	4
图 2：婴幼儿配方奶粉市占率 2010.10	4
图 3：各婴幼儿奶粉品牌销售费用率	4
图 4：居民消费收入影响奶粉销量	5
图 5：我国新生儿近几年数量较为稳定	5
图 6：我国婴幼儿奶粉销售额以及增值率预测	6
图 7：我国婴幼儿奶粉销售量以及增值率预测	6
图 8：生养教方案解决和服务提供商的综合运行模式	6
图 9：公司收入结构占比	7
图 10：美赞臣近年销售收入	7
图 11：研发费用占收入比重	8
图 13：公司近 3 年举办育婴活动情况	8
图 14：原材料采购金额占比	9
图 15：公司销售毛利率和净利率情况	9
图 16：生鲜乳价格企稳	9
图 17：乳清粉现货价格继续攀升	9
图 18：二季度大洋洲脱脂和全脂离岸指导价小幅回落	9
图 19：公司募集资金情况	10

一、公司投资要点

- 短期行业仍处“混战”中，未来前景可期：1) 短期来看，行业销售费用率高难下降，造成其局面的主要原因为：A、国内将奶粉定位为快消品，使得其广告费用和渠道费用居高不下；B、品牌太多，需要用广告来告知消费者，宣传产品。2) 长期来看，行业整合是趋势，从国家对食品安全角度考虑，未来小企业生存成本越来越大，大企业有整合空间。且大多数国家2-3个优势品牌市场份额为70%左右，如在美国，美赞臣、雅培和雀巢三家市场份额超过90%。3) 居民消费收入提高以及出生率提高将继续推动行业发展，前景可期。A、居民收入增长将推动原有中高收入消费者进行消费升级，带来行业“价”的上升，低收入人群收入增长将增加行业“量”的增长。B、未来十几年将是我国生育高峰期，未来我国“二胎”政策放开将推动行业发展。
- 定位婴幼儿产业生教养综合方案解决者和服务提供商，打破婴幼儿奶粉“天花板”，至少有两大成功之处：第一、奶粉仅是具体化产品，公司跳出产品可提供更多附加值的服务，具备专业方面优势，则可扩大奶粉销售量。第二、婴童行业广阔，不仅可以销售食品，还可以销售如尿不湿等婴童用品、玩教具等。
- 生鲜乳、奶粉基粉和乳清粉，三者占总采购金额比重超过80%，今年以来，生鲜乳和乳清粉价格上涨使得公司毛利率和净利率呈现下降趋势，当前原奶价格企稳，而乳清粉价格已创3年新高，预计下半年成本压力或将下降。
- 近期理层变动对公司影响不大：已辞职的董事长谢宏仍为公司实际控制人，其已制定好公司未来几年战略，各方面制度已规范化，而新任总经理叶宏为人务实，执行力强，在营销渠道方面具备多年经验，与离任董事长互补。
- 剩余4.62亿元超募资金方案或将成为公司短期股价催化剂，目前具体方案未定，可能投向：渠道建设、除奶粉外的其它婴幼儿用品如尿不湿、玩教具等。
- 盈利预测与估值：预计11-13年EPS为1.11元、1.47元和2.11元，按照12年25-30PE计算，12个月内合理价值为37-45元，给予“买入”评级。

二、行业仍处“混战”中，前景可期

（一）外资品牌占优势，销售费用率高

根据EUROMONITOR统计，2008 年我国婴幼儿配方奶粉的市场规模已达250亿元，03-08年行业复合增速为22.67%，目前我国已成为仅次于美国的世界第二大婴幼儿配方奶粉市场。行业竞争仍然较为激烈，仍处在“混战”，具体表现在：

第一、奶粉企业市场占有率较为分散且外资占主导，且有一定知名度的品牌接近20个，根据AC尼尔森数据，2010年10月，我国婴幼儿配方奶粉市场占有率第一、二名皆为外资品牌多美滋和美赞臣，分别为14.2%和14%，两者加起来不到30%，国内品牌贝因美和伊利股份市占率分别为10.8%和9.6%，分列第三和第四，外资品牌惠氏和雅培市占率在8%左右，国内品牌雅士利、飞鹤和圣元市占率在4-5%，相当于第一列阵营的1/3。

第二、市占率不高导致行业销售费用率高，如贝因美销售费用率2010年度为40.2%，今年仍有小幅上升，而国内品牌飞鹤和外资品牌美赞臣销售费用率与贝因美较为相近，其中，美赞臣2010年销售费用率为36.9%，销售净利率为14%。而澳优销售费率为30.1%，部分原因是2009年前公司基本采取经销商模式，且广告宣传也由经销商做，公司给予产品折扣，导致其销售费用率低，未来公司逐渐在重点地区自己做广告宣传，降低折扣，则费用率也将上升。

图 1： 近年我国婴幼儿奶粉市场销量

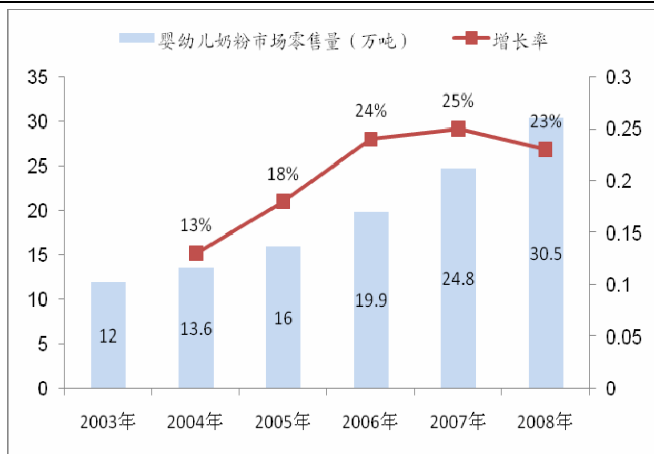


图 2： 婴幼儿配方奶粉市占率 2010.10

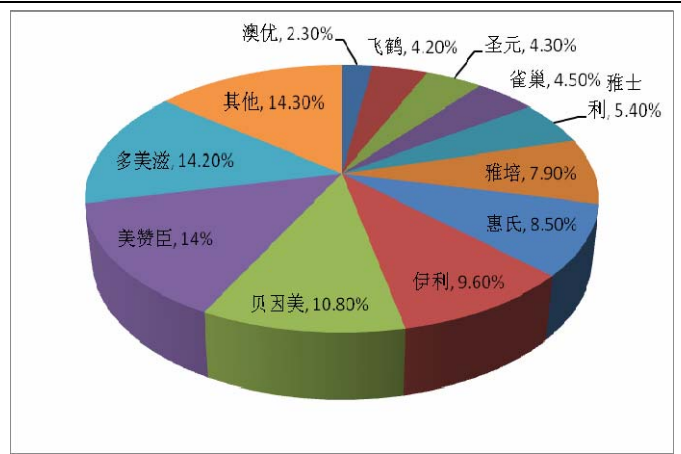
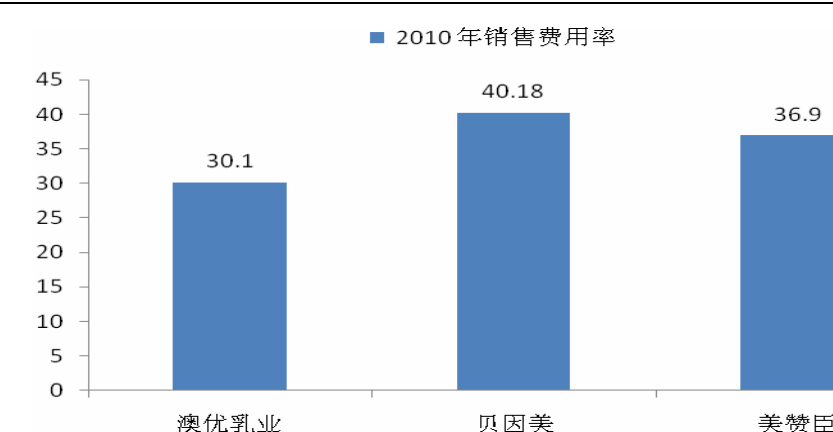


图 3： 各婴幼儿奶粉品牌销售费用率



数据来源：贝因美招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）行业整合是趋势，前景可期

根据AC尼尔森数据，今年1-5月婴幼儿配方奶粉行业增速仅为10%左右，出现增速放缓，主要原因为：一方面，母乳时间延长导致对婴幼儿奶粉需求下降；另一方面，今年食品安全整顿导致消费者海外代购增加。但是展望未来发展趋势，我们认为：

第一、短期来看，行业销售费用率高难下降，造成其局面的主要原因为：1）国内将奶粉定位为快消品，使得其广告费用和渠道费用居高不下，而国外将奶粉定位特殊产品，有些在药店销售，其所需的渠道费用不如国内高；2）品牌太多，需要用广告来告知消费者，宣传产品。

第二、长期来看，行业整合是趋势，具体表现在：1）今年乳企资格重新认证，145家婴幼儿配方奶粉企业中114家通过，淘汰率为21%，从国家对食品安全角度考虑，未来小企业生存成本越来越大，大企业有整合空间。2）从国外情况看，大多数国家2-3个优势品牌市场份额为70%左右，如在美国，美赞臣、雅培和雀巢三家市场份额超过90%，而目前国内品牌众多，具备安全质量、优良口碑以及良好营销渠道的优秀企业有望在竞争中胜出。

第三、居民消费收入提高以及出生率提高将继续推动行业发展，前景可期。

1）居民收入将直接影响奶粉销量，原因为：居民收入增长将推动原有中高收入消费者进行消费升级，带来行业“价”的上升，低收入人群收入增长将增加行业“量”的增长，共同促进行业稳定增长。

2）近几年我国出生率维持在12%左右，但奶粉销量和收入都有较快增长，尤其在“三聚氰胺”以前，且每年婴儿出生数量皆在1600万左右。展望未来，受20世纪80年代至90年代我国第三次人口出生高峰的影响，未来十几年将是我国生育高峰期，庞大的婴幼儿消费群体孕育着我国婴幼儿食品的巨大市场空间，此外，我国“二胎”政策也将放开，这在一定程度推动行业发展。

根据EUROMONITOR预计，未来几年我国婴幼儿奶粉销售量和金额皆保持10%的增长，由于婴幼儿奶粉作为必需品，价格将快于量的上涨速度，至2014年，我国婴幼儿奶粉销量可达68.57万吨，销售金额为693.5亿元。

图 4： 居民消费收入影响奶粉销量

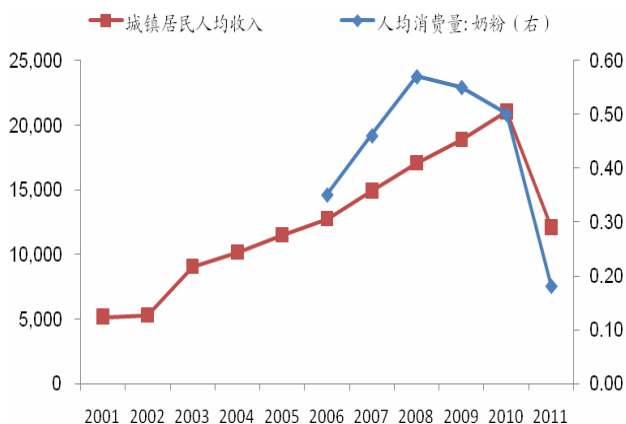
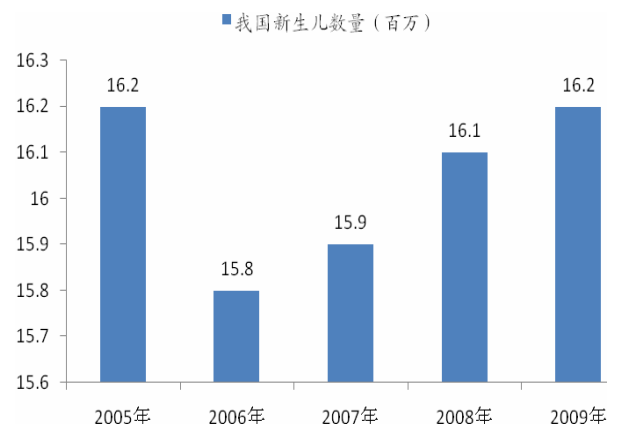


图 5： 我国新生儿近几年数量较为稳定



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 6：我国婴幼儿奶粉销售额以及增值率预测

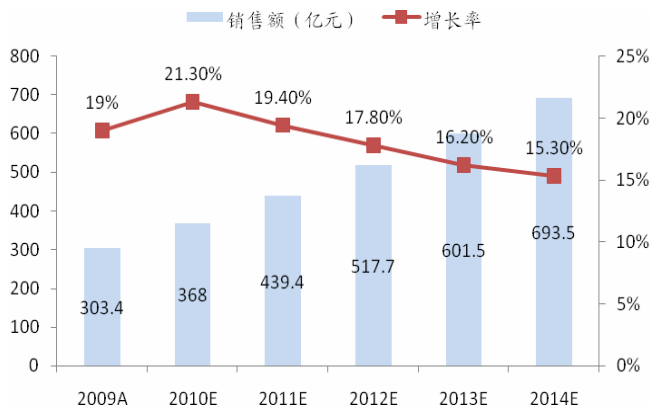
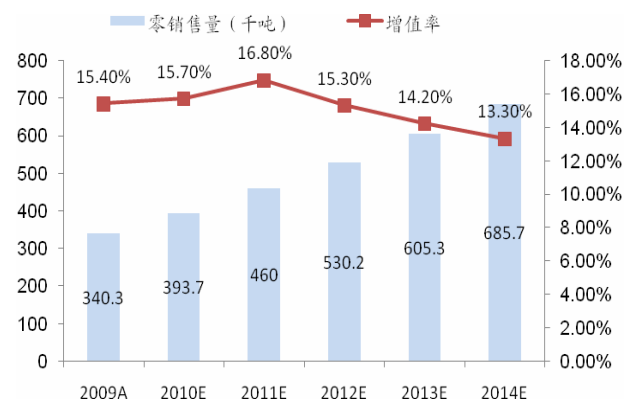


图 7：我国婴幼儿奶粉销售量以及增值率预测



数据来源：EUROMONITOR，广发证券发展研究中心

三、定位清晰：婴幼产业生养教服务商

（一）战略定位为公司开辟了更为广阔的成长空间

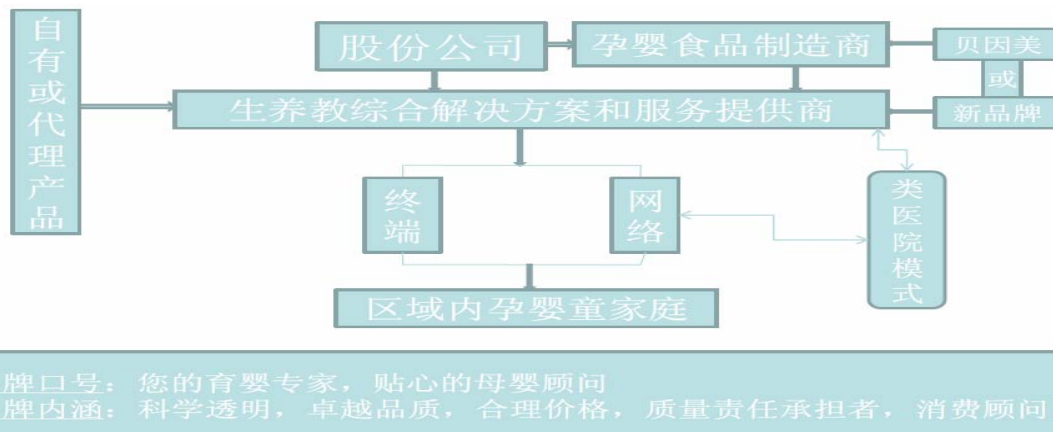
公司目前主营产品为奶粉和米粉婴幼儿食品，2010 年共实现销售收入 37.6 亿元，占主营收入比重为 93.5%，市场份额为 10.8%，简单从 EUROMONITOR 收入预测的情况看，我们做一个猜想：假设公司至 2014 年市占率升值 30%，则销售收入可达 210 亿元，与全球性奶粉企业美赞臣销售收入相当，2010 年美赞臣销售收入为 31.4 亿美元，或许奶粉将遇到“天花板”。

但是换个角度思考，从美国发展情况看，美国婴童行业子行业销售占比为：玩教具 50%、食品 30%、食品和用品各 10%，而中国食品占比最大。

因此，我们认为，公司定位婴幼产业生养教综合方案解决者和服务提供商的战略地位，至少有两大成功之处：

第一、奶粉仅是具体化产品，公司跳出产品可提供更多附加值的服务，具备专业方面优势，则可扩大销售量。第二、婴童行业广阔，不仅可以销售食品，还可以销售如尿不湿等婴童用品，还有玩教具等。故奶粉行业的天花板则存在，公司未来成长空间广阔。

图 8：生养教方案解决和服务提供商的综合运行模式



数据来源：公司招股说明书

图 9： 公司收入结构占比

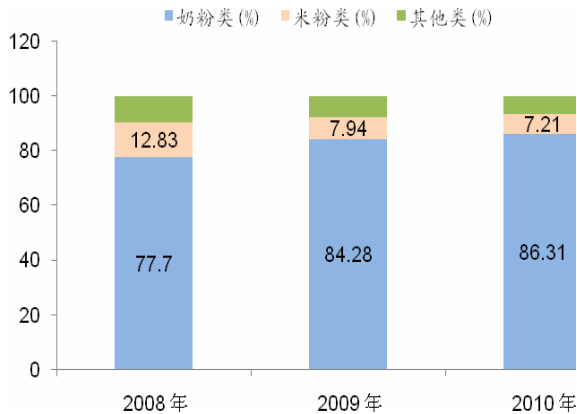
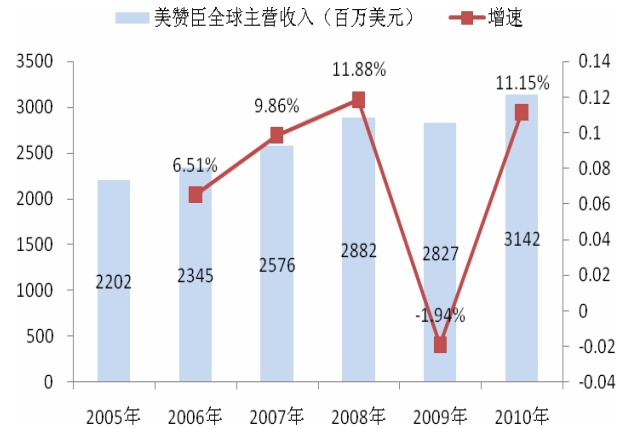


图 10： 美赞臣近年销售收入



数据来源：EUROMONITOR，广发证券发展研究中心

（二）公司已制定实施了具体战术配合战略定位

伟大的战略需要具备措施配合，公司所为具体表现在：

第一、绝对放心产品为核心，具体表现在：1）世界上最先进的设备，公司05年引进的最新的设备，很多大型企业都是90年代引进，公司较其先进10年；2）采购优质原材料，即公司采购的生鲜乳主要产地为黑龙江“中国奶牛之乡”安达市，基粉主要产地为黑龙江、荷兰，乳清粉主要产地为爱尔兰、芬兰，全脂奶粉的主要产地为新西兰。此外，公司高端产品不用乳清粉，而用乳清蛋白，两者价格差距大；3）持续投入研发，不断提高产品质量，2010年公司的研发费用为1.11亿元，占销售收入比重为2.76%，远高于同行其它奶粉企业；4）现场管理非常好，引进日本技术，但却被日本称赞，且干法生产线都不是罐装等。

第二、专业客户人员培养口碑，公司拥有500多人专业客服人员（这些人员大都是具备医学知识+有小孩+经过专门培训）提供24小时客服热线，从目前情况看，打进电话的大多咨询的不是奶粉问题，而是养育小孩方面问题，这为“生养教”服务提供商奠定基础。

值得一提的是，公司近期提拔的副总经理钱慧芳则为客服部经理，侧面反映公司专业客服培养公司口碑上较为重视。

第三、公司专门研究课件，引进退休儿科大夫指导，并定期进行消费者教育培训，如亲自活动，月嫂培训，婴幼儿技能训练等，这为公司未来销售除奶粉和米粉等食品外产品提供基础。

第四、结合当前奶粉行业营销中“渠道为王”特点，公司在全国范围内布局营销网络，目前在全国23个省市设立了26家分公司，拥有超过2200家经销商，覆盖8万个以上的零售终端，6个大区各设一名销售总监和重要客户销售总监。

此外，结合婴童店与公司发展定位相似特点（即婴童店口碑更重要，带有一定的专业性，不像大卖场很难配备一个专业人员去影响，此外，婴童店可以给消费者作为第三方服务，而医学渠道不能作为正规渠道，且全是费用，不产生量），公司也正在大力发展婴童店渠道，目前公司15%的收入来源于婴童店渠道，且公司已布局与婴童店类似的婴童生活馆，目前杭州婴童生活馆略有盈利，北京生活馆略有亏损。

图 11： 研发费用占收入比重

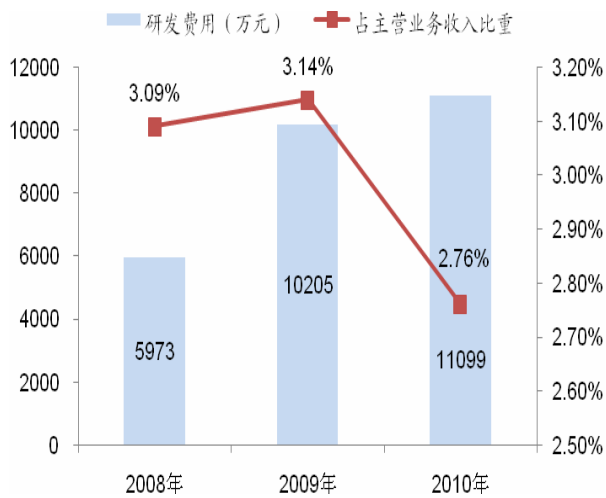
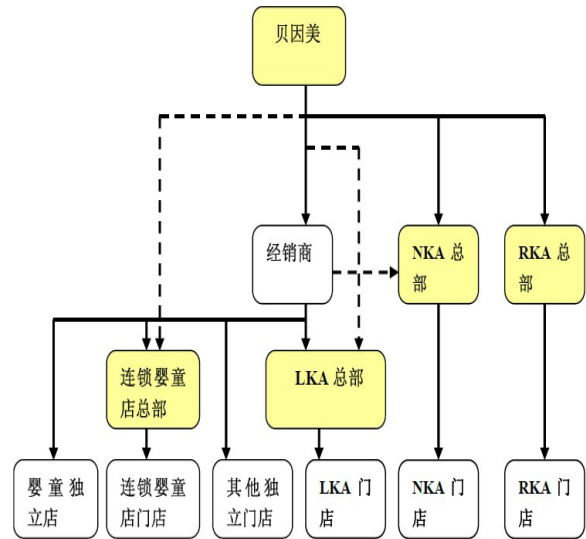


图12： 公司营销渠道布局



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图 13： 公司近 3 年举办育婴活动情况

	讲座	孕妇秀	亲子活动	沙龙活动	媒体育婴活动	婴幼儿体格检测	婴幼儿技能训练	课题研讨	月嫂培训
08年	3792	300	1360	59	453	666	-	20	78
09年	4425	313	4360	203	230	4698	84	13	-
10年	9235	182	14239	266	与讲座、主题活动等联合开展			1677	-
总计	17452	795	19959	528	683	5364	84	1710	78

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

四、等待下半年成本下降的净利率提升的机会

公司主要原材料为生鲜乳、奶粉基粉和乳清粉，三者占总采购金额比重超过80%，其中，2010年生鲜乳占比为35%，乳清粉为15%，因此，今年以来，生鲜乳和乳清粉价格上涨使得公司毛利率和净利率呈现下降趋势，回顾上半年情况，今年一季度末开始，生鲜乳价格有所企稳，而乳清粉价格仍为现下降趋势，因此，我们认为，公司上半年受原材料价格上涨影响，毛利率和净利率皆下滑明显，中报业绩或降平淡。

展望下半年，1）预计下半年原奶价格窄幅震荡，一季度由于缺奶，原奶价格仍有上涨，但二季度有富余，近期原奶价格有所松动，从一季度的3.7元收奶价格降为3.5元左右，但9月份后需求起来后，预计原奶价格涨幅也不大。（PS：2010年很多奶牛得了疫病，加上饲料上涨，原奶价格持续上涨，但目前中国原奶价格与欧洲差不多了，预计年内原奶价格涨幅不大。2）乳清粉、乳清蛋白以及DHA等主要从国外进口，公司议价能力一般，乳清粉价自去年7月份以来，价格格持续上涨，而公司主要生产高端产品，需要大量采购乳清粉，乳清粉价格将直接影响公司成本，但考虑到目前涨幅比较大，创近3年新高，因此，从环比趋势上看，下半年涨幅或

降小于上半年。

图 14：原材料采购金额占比

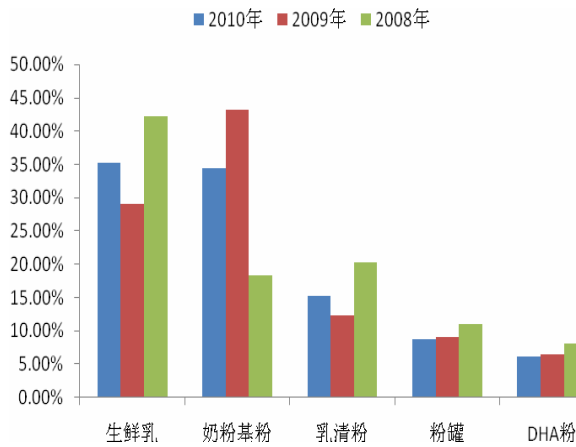


图 15：公司销售毛利率和净利率情况

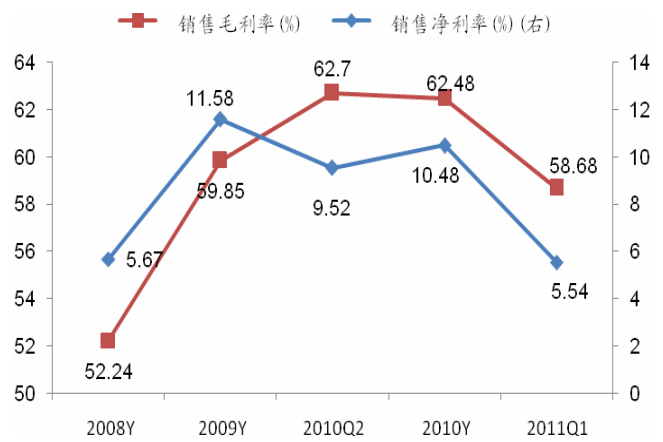


图 16：生鲜乳价格企稳

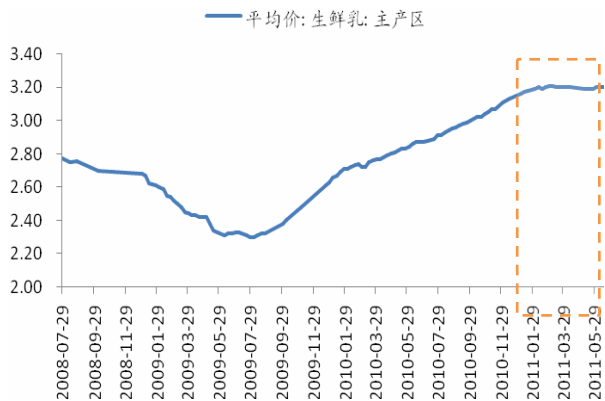


图 17：乳清粉现货价格继续攀升

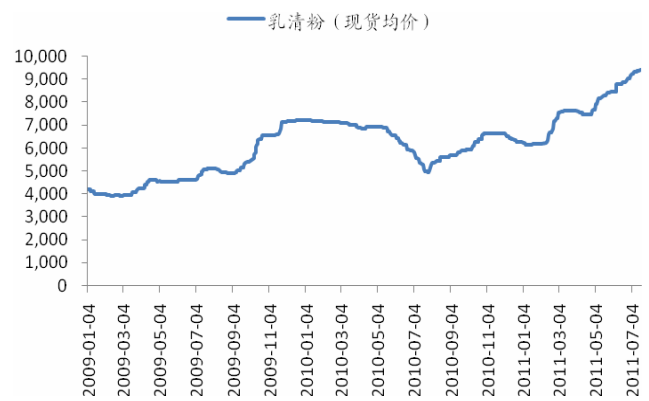
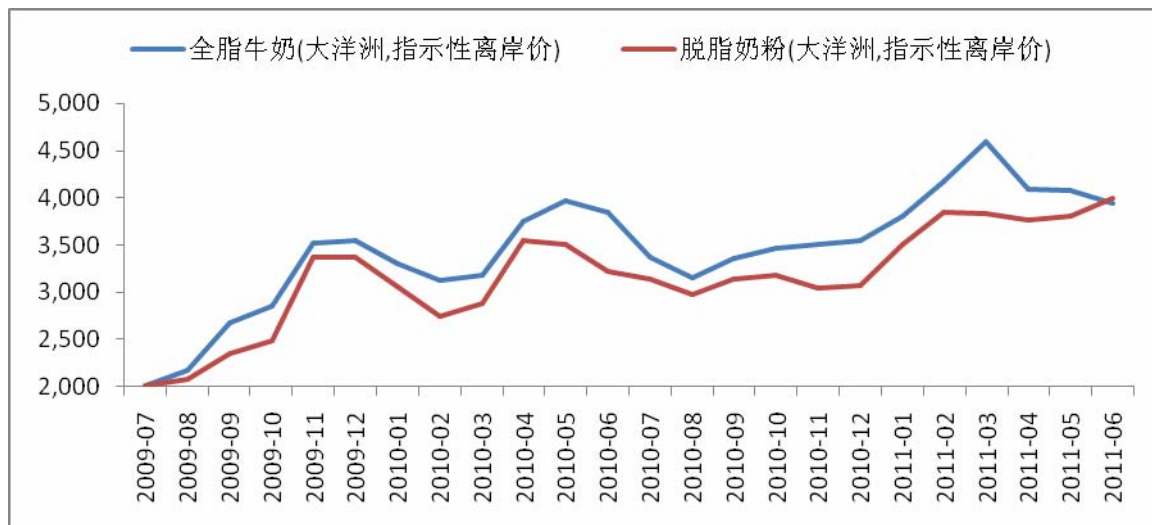


图 18：二季度大洋洲脱脂和全脂离岸指导价小幅回落



数据来源：公司招股说明书，Wind资讯，广发证券发展研究中心

五、管理层变动影响及其它

（一）管理层变动对公司影响不大

近期，公司公告董事长兼总经理谢宏由于身体原因辞职，其作为公司创始人兼灵魂人物，在上市后短短3个月便退出，我们认为，这对已上市的公司影响不大，原因有：

第一、已辞职的董事长谢宏仍为公司实际控制人，董事长在制定战略上能力较强，看的更长远，更清晰，且个人魅力比较强，在公司创立的初期做出巨大贡献，现在公司已上市，各方面制度都已规范化，且战略也已清晰，董事长离职对公司未来经营不会产生较大影响。

第二、新上任总经理叶宏女士仅在2010年1月入职，公司对其已有1年多的考验期，现在董事长把重任交给她，说明能力是被认可，据知其为人务实，执行力强，在营销渠道方面具备多年经验，因此，在公司清晰战略下，叶总可踏踏实实做事业，实现公司生养教服务商战略定位。

附：公司新上任总经理和副董事长履历

叶宏，总经理，女，生于1963年，硕士学历，曾任江苏省苏州市百汇连锁超市配送中心经理，宁波三江购物俱乐部有限公司副总经理，2010年加入贝因美。

朱德宇，法定代表人，男，生于1963年，硕士学历，曾任海南六合市场开发股份有限公司项目投资部经理，上海融捷房地产投资发展有限公司总经理，广州贝龙环保热力设备股份有限公司上海分公司副总经理，德国巴高克集团恩德·奥迪高能源设备技术服务（上海）有限公司中国市场经理，2002年加入贝因美，现任本公司副董事长，贝因美集团董事兼总经理。

（二）剩余4.62亿元超募资金方案仍在进行中

公司超募资金的使用备受市场关注，根据发行结果，公司共募集资金18.06亿元，扣除发行费用1.02亿元，募集资金净额为17.02亿元，扣除募投项目需投入8.72亿元，则超募资金为8.3亿元，根据公司5月27日公告，使用超募资金归还银行贷款3.68亿元，则目前剩余4.62亿元超募资金未使用。

目前超募资金使用方案仍在进行中，围绕公司的定位，有可能投向：渠道建设、除奶粉外的其它婴幼儿用品如尿不湿、玩教具等。若方案盈利性不错，将增厚公司未来价值，是股价短期催化剂。

图 19： 公司募集资金情况

项目	拟投入募集资金	实际募集资金净额
北海年产 6000 吨米粉项目	1.23	1、募集到位资金=发行价格*发行股数=42 元*0.43=18.06 亿元；2、发行费用：1.04 亿元
黑龙江年产 5 万吨配方奶粉项目	5.99	
补充营运资金	1.50	
合计	8.72	募集资金净额=18.06-1.02=17.02 亿元

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

六、盈利预测与估值

根据前面分析，盈利预测假设：1）募投项目2013年贡献产能，在募投项目未达产前，公司通过外购，销量小幅增长；2）公司每年都8-10%小幅提价；3）2011年毛利率下降至59%，此后基本保持稳定；4）销售费用率保持在39-40%水平。

预计11-13年EPS为1.11元、1.47元和2.11元，按照12年25-30PE计算，12个月内合理价值为37-45元，给予“买入”评级。

七、风险提示

乳清粉等上游材料价格上涨，食品安全问题，小非解禁减持压力

资产负债表

单位：百万元

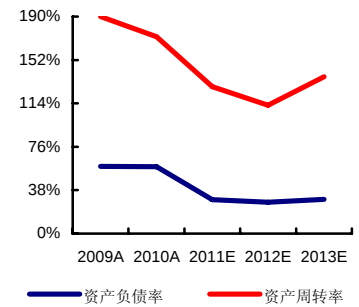
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	945	1,393	3,133	3,490	4,631
货币资金	337	579	2,544	2,471	3,114
应收及预付	236	378	111	438	652
存货	352	436	478	581	865
其他流动资产	20	0	0	0	0
非流动资产	1,082	1,267	1,601	1,968	2,289
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	628	1,108	1,496	1,849	2,170
在建工程	293	2	-8	12	17
无形资产	137	132	113	107	102
其他长期资产	24	25	0	0	0
资产总计	2,027	2,660	4,734	5,458	6,919
流动负债	1,005	1,190	1,052	1,150	1,712
短期借款	205	405	0	0	0
应付及预收	687	728	1,052	1,150	1,712
其他流动负债	113	57	0	0	0
非流动负债	185	366	351	351	351
长期借款	180	351	351	351	351
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	15	0	0	0
负债合计	1,190	1,556	1,403	1,501	2,063
股本	383	383	426	426	426
资本公积	78	78	1,788	1,788	1,788
留存收益	375	644	1,117	1,743	2,643
归属母公司股东权益	835	1,104	3,331	3,957	4,857
少数股东权益	1	0	0	0	0
负债和股东权益	2,027	2,660	4,734	5,458	6,919

利润表

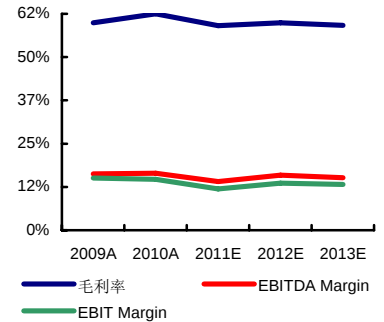
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3245	4028	4744	5719	8481
营业成本	1303	1511	1944	2293	3466
营业税金及附加	12	43	50	60	90
销售费用	1205	1618	1898	2231	3282
管理费用	237	264	285	359	520
财务费用	17	29	-1	-5	-4
资产减值损失	-2	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	474	552	568	781	1128
营业外收入	15	62	62	62	62
营业外支出	29	66	33	43	47
利润总额	461	548	597	801	1143
所得税	85	126	124	175	243
净利润	376	422	474	626	899
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	376	422	474	626	900
EBITDA	527	662	665	910	1288
EPS (元)	0.98	1.10	1.11	1.47	2.11

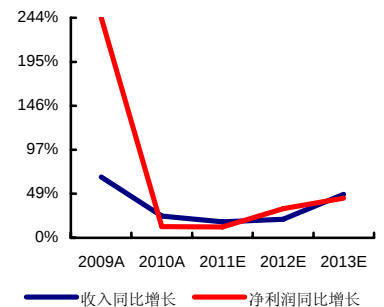
资产负债率趋势



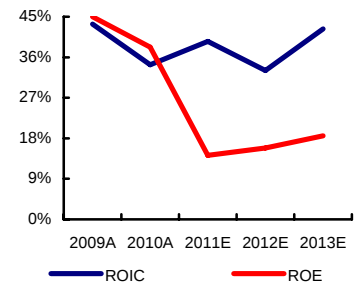
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势

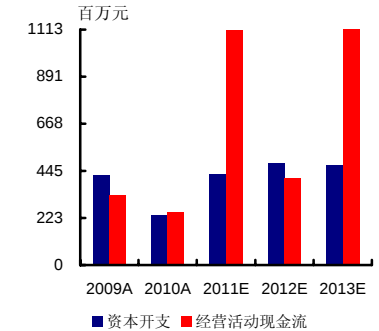


现金流量表

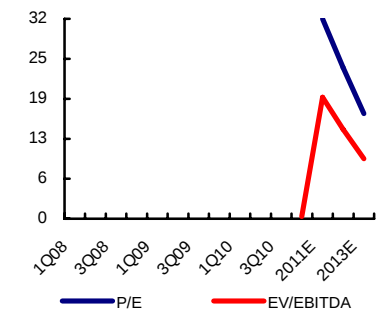
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	329	250	1,107	408	1,113
净利润	376	422	474	626	899
折旧摊销	39	70	98	133	164
营运资金变动	-98	-284	539	-331	64
其它	12	42	-4	-19	-15
投资活动现金流	-444	-214	-428	-480	-470
资本支出	-424	-233	-428	-480	-470
投资变动	-19	20	0	0	0
其他	-1	-1	0	0	0
筹资活动现金流	155	202	1,286	0	0
银行借款	504	661	-405	0	0
债券融资	-428	-267	-63	0	0
股权融资	224	0	1,753	0	0
其他	-144	-191	0	0	0
现金净增加额	40	238	1,964	-72	643
期初现金余额	293	337	579	2,544	2,471
期末现金余额	333	575	2,544	2,471	3,114

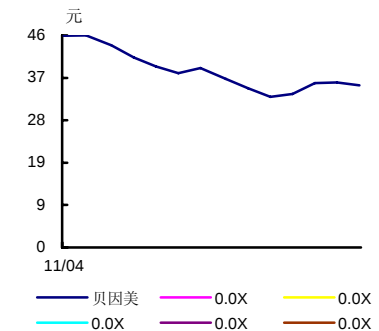
资本支出与经营活动现金流



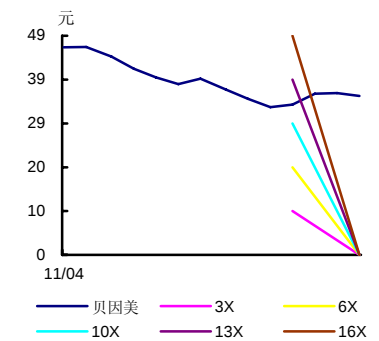
相对估值



PE BAND



PB BAND



主要财务比率

单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	67.4%	24.1%	17.8%	20.6%	48.3%
营业利润	286.7%	16.6%	2.9%	37.5%	44.4%
归属于母公司净利润	243.7%	12.4%	12.2%	32.1%	43.8%
获利能力					
毛利率	59.9%	62.5%	59.0%	59.9%	59.1%
净利率	11.6%	10.5%	10.0%	10.9%	10.6%
ROE	45.0%	38.2%	14.2%	15.8%	18.5%
ROIC	43.4%	34.3%	39.5%	33.0%	42.3%
偿债能力					
资产负债率	58.7%	58.5%	29.6%	27.5%	29.8%
净负债比率	9.9%	20.3%	-65.8%	-53.6%	-56.9%
流动比率	0.94	1.17	2.98	3.03	2.70
速动比率	0.53	0.76	2.46	2.46	2.13
营运能力					
总资产周转率	1.90	1.72	1.28	1.12	1.37
应收账款周转率	19.10	17.52	17.52	17.52	17.52
存货周转率	4.32	3.84	4.07	3.95	4.01
每股指标 (元)					
每股收益	0.98	1.10	1.11	1.47	2.11
每股经营现金流	0.86	0.65	2.60	0.96	2.61
每股净资产	2.18	2.88	7.82	9.29	11.40
估值比率					
P/E	0.0	0.0	31.9	24.1	16.8
P/B	0.0	0.0	4.5	3.8	3.1
EV/EBITDA	0.2	0.3	19.4	14.3	9.6

广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。