

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

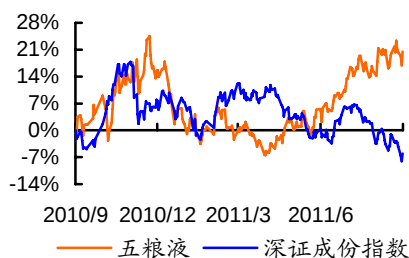
6-12 个月目标价:	55.00 元
当前股价:	39.46 元
评级调整:	维持

基本资料

深证成份指数	11011.18
总股本(百万)	3796
流通股本(百万)	3796
流通市值(亿)	1498
EPS (TTM)	1.45
每股净资产(元)	4.84
资产负债率	35.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
五粮液	4.34	14.15	22.17
深证成份指数	-5.90	-6.22	-16.21



相关报告

《五粮液-提价幅度超市场预期, 明年业绩有望继续增长 40%+》2011-8-31

《五粮液-基本面强劲大超预期, 上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报》

《五粮液-年内团队有望彻底稳定, 基本面良好, 股价回落正是买入良机——董事会秘

五粮液

000858

强烈推荐

基本面持续强劲, 十二五末市值有望冲击 5000 亿
——深圳投资者交流会纪要

2011/9/8, 五粮液在深圳召开投资者交流会, 公司高管悉数出席, 公司的基本面情况持续超预期、投资者关系持续改善、估值处于低位, 近期提价利好兑现使股价有所回落, 提供了加仓良机, 我们认为短期利好仍未完全兑现, 惊喜仍将纷呈踏来, 中长期看, 十二五末公司市值有望冲击 5000 亿, 我们持续“强烈推荐”。

投资要点:

- 前 8 个月五粮液系列酒销量接近 9 万吨, 接近去年全年的 86%, 而全年规划完成 13.5 万吨总销量, 规划目标较 2010 年增幅达 29%。公司 1-8 月份生产经营情况: 收入+30%; 净利润+40%; 预收帐款比中报的 82 亿元略有下降, 主要原因是 8 月份已经停止让经销商打款, 目前为 70 亿左右 (-12 亿); 前 8 个月五粮液系列酒产品接近 9 万吨, 完成全年规划的 60%; 9 月 10 日起, 公司主品牌提价 150 元 (提价幅度 29.5%, 提价后出厂价 659 元, 终端价 1109 元), 9 月 1 日起, 团购价提高 120 元, 达 689 元; 永福酱酒 1-8 月销量近 500 吨, 全年规划目标是 800 吨。
- 我们判断全年业绩维持高增长原因在良好的销售+累积的巨额预收帐款释放。
- 良好的销售情况缘于宏观环境+营销模式变革。从宏观层面看, 我们认为是投资性需求推高了茅台终端价格后, 茅台假酒较多, 挤出的需求使得五粮液、1573 这些替代品也受益; 从公司层面看, 实际上也是公司营销变革的必然结果。公司从品牌、渠道两方面持续变革。**品牌力提升:** 董事长亲自带队做团购, 争取意见领袖提升品牌力 (中报高价位酒量增 30%, 收入增 36%说明整体价增 6%, 原因有二: 一是超高档的定制酒销售情况良好; 二是团购比例提高, 我们估算团购比例已达 30%+, 另外公司今年对总经销品牌加强了考核, 减少开发品牌; **渠道扁平化:** 大力发展专卖店, 削减老店的计划量, 以供给新店, 扁平化渠道提高掌控力 (目前已有近 1000 家专卖店数量与茅台相仿), 掌控力提高, 则价格体系理得很顺, 经销商利益有保障, 销售动力很足。而去年年底成立华东营销中心一改过去品牌事业部资源分散的缺点, 充分整合资源, 贴近市场, 取得良好成效。
- 累积的巨额预收款的释放, 取决于管理层的态度, 公司对资本市场的持续重视及充分沟通实际上表明了态度。我们认为有三个因素决定了管理层释放业绩动力强: 1、今年公司董事会换届; 2、宜宾市国资委对公司进行市值考核, 考核标准

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	15541	22027	27301	33728
同比(%)	40%	42%	24%	24%
归属母公司净利润(百万元)	4395	6464	9267	11816
同比(%)	35%	47%	43%	27%
毛利率(%)	68.7%	68.6%	74.8%	76.2%
ROE(%)	24.3%	27.6%	29.9%	29.2%
每股收益(元)	1.16	1.70	2.44	3.11
P/E	33.85	23.02	16.06	12.59
P/B	8.22	6.35	4.80	3.68
EV/EBITDA	20	14	10	8

资料来源: 中投证券研究所

是参照行业市值情况，公司最大对手无疑是茅台，而茅台中报收入增速达 49%；3、白酒行业今年利润总额整体增速在 40%+，公司作为白酒巨头，从情感上理应超越行业水平。中报中公司预收款高达 82 亿元，我们测算，释放 6 亿元对应 EPS 为 0.1 元（ $6 \times 85\%$ （高档酒毛利率） $\times (1-25\%) / 37.96 = 0.1$ 元）。若假设去年底 71 亿元的预收款数量合理，则至少能释放 0.2 元。

- **明年的业绩有望保持 40%+ 的增长。**公司今年上半年主品牌产量增速 10%+，决定了明年可供放量 10%+，照公司自 9 月 10 日起提价幅度 29.5% 的水平估算，明年业绩有望实现 40%+ 的增长，关键假设在于终端价格体系无需控量就能顺利执行到位，我们预期公司将通过持续的渠道扁平化保证提价后价格体系到位。
- **中长期规划：公司规划到 2015 年实现营业收入 400 亿元，2010-2015 年复合增速达 20.88%，如果按 12 倍的市销率估值，十二五末市值有望达 5000 亿元，增长来自内涵式增长+外延式扩张并举。**内涵式增长来自营销体系持续变革，提高销售能力，外延式增长则来自整合地方酒企，拓展销售渠道，目前白酒行业收入 CR10 仍不到 40%，整合空间巨大。而增长最大支撑在于品质保障，40 万吨的白酒产能逐步恢复释放（目前产能利用率仅 25%）。
- **公司目前仍是我们最看好的白酒投资标的，6-12 个月目标价 55 元，较现价有 40% 的空间。**11/12/13 年 EPS 分别预测为 1.7/2.44/3.11，当前股价对应 PE 分别为 23/16/13 倍，估值极具吸引力，我们维持 55 元的目标价，维持“强烈推荐”评级。
- **股价催化剂：CPI 持续高企，并购**

风险提示：政务消费受限制、社会舆论对高档酒消费及提价的持续关注

附录：交流环节 Q&A

Q：五粮液品牌价值与茅台的差距在拉大，公司有何措施扭转？

A：公司的品牌价值 526 亿，茅台 300 多亿，我们比它高。

Q：提价后，终端价格的调整情况，对目前终端价与茅台的差距问题怎么看？

A：终端差价是在逐步缩小。

Q：今年中低档酒的销量为何超预期，华东营销中心的模式是怎么运作的？

A：华东营销中心成立后，我们更贴近市场了，跟商家联动、促销力度比较大，中低档酒，特别是五粮醇增长较快。

Q：公司有无危机意识，战略思路是怎样？

A：我们的压力来自资本市场及宜宾市国资委，如果我们不增长，宜宾市经济增长会受影响。危机意识：过去我们收入、利润总额都是行业龙头，目前茅台的利润总额、终端价都超过我们，而后面有洋河这种追兵，所以我们提出十二五规划是：一、提升品牌价值，以此带动五粮液、系列酒的发展；二、优化结构，优化酒种的结构；三、优化品牌，来满足和适应市场的需要；四、加快整合，资本运作。

Q：请公司对行业的高增长能否持续作分析？公司今年的增长这么快，有多少是行业增长带动，有多少是自己营销变革贡献的增长？

A：各地酒企都在高增长。我们看历史上行业最低点产量 300 多万吨，今年预计要超过 900 万吨。在十一五期间，白酒处于黄金期，十二五，目前来看还处于黄金期，在后年的发展，我认为取决于十八大，中国国情是政治决定经济。

公司营销策略做了调整，不再开发新品牌，把团购酒、定制酒作为重要的方向去发展，提高了吨酒价格；去年年底跟总经销品牌的重新签了协议，加强考核，如果完不成 80%，要警告处理；我们的增长主要是我们的主观努力。

Q: 我们的品牌价值与终端价背离，渠道方面的原因可能是：专卖店建设、团购与竞争对手有差距？品牌方面，公司不再开发品牌，是否意味着会有压缩的举措？

A: 终端渠道我们会有相应的措施将会近期出来，目的是保证提价后价格体系稳定；茅台在管理及信息化上面超过我们，我们也在大力加强追赶；品牌的问题是我们会进一步梳理，会新开发，但也会砍掉表现不好的。

Q: 行业的普遍高增长，问题是酒有多少被收藏了，有多少被消费掉，又或者现在社会闲散资金较多，酒经销商增多了，带动了量的增长？茅台价格拉高，会否很有可能是挤出了部分需求增加了对五粮液、老窖的需求，五粮液是否应该保持与茅台的价差，以放量？

A: 关于放量问题，实际上我们没有放量，因为我们将质量放在首位。我们第一不控量，第二不放量，去年我们生产出来的基酒有多少符合标准就会今年销售掉。价的问题总有一个度，价如果控制不住，会有风险，贴上腐败酒的标签，吓退消费者。行业的过度发展问题，我的看法是消费者要理性，投资者也要理性，除了五粮液没有大规模投资新增产能外，其他酒厂现在都在大规模增加产能，尤其是浓香型白酒，新增的产能的品质不确定性会很大。江苏、山西都在大规模地上产能。而我们认为成熟行业应该只有 3~5 个知名企业，知名品牌。

Q: 收购兼并有什么进展，标的上有什么标准，收购的区域有何想法？五粮液最具备中档酒做强做大的潜质，但近年来行业深度分销是个好的举措、趋势，公司有无跟进的想法？

A: 收购兼并是资本运作的思路之一。我们已经有些正在接触的标的，但还没办法披露。我们考虑的标的主要看三点：有区域优势，但地理决定了不能产好酒，有较强的营销能力。我们的想法是利用当地的资源，将基酒输出，提升他们的产品质量。

2006 年以前，我们销量很大，金六福、浏阳河、京酒、尖庄、火爆等，销量很好，但是盈利情况一般，主要是价格较低。所以我们要做战略调整，减少这种价位买断酒的销售。

Q: 现在大批往小批走，将单品牌集中到多品牌运营平台是否是一种趋势？

A: 我们不提倡批发商这个概念，我们更提倡精细化。关于多品牌运营问题，是应对市场竞争的做法，但不是一成不变的，我们要适应市场。

Q: 团购比例提升，是否意味着经销商占比下降？

A: 我们这几年加大力度，团购消费比例在提高。

Q: 固定资产投资增速如果在十二五下降，会否影响白酒行业的发展？白酒这种提价模式有无可持续性？

A: 这几年白酒的发展，不仅仅是固定资产投资增长拉动的，因为十一五期间也是经济整体高增长拉动的。中国国情是政治在前，经济在后，所以要看十八大中央如何定调。提价这个问题，中央提出提高初次分配比例。提价空间有多大，也取决于十八大的定调。

Q: 公司对销售人员的薪酬激励与同行相比，是否需要调整？

A: 我们的看法是五粮液的薪酬制度是需要改革, 我们的薪酬水平只是茅台的一半 (报表反映), 因此我们有可能聘请人力资源咨询公司来设计方案进行调整。

Q: 对白酒行业过热的看法? 量增不大的情况下, 竞争激烈, 渠道费用上升怎么看? 如何考虑投入产出比?

A: 我的判断是量上 900~1000 万吨基本上算是个上限了。我们树立重点品牌, 将重要的资源投入到重点品牌中去。

Q: 对限制三公费用对白酒行业影响怎么看?

A: 三公费用支出的趋势应该要减少。我们在 1989 年时名烟名酒不许上宴席已经吃过亏, 目前我们在党政军中的比例较小, 风险不大, 关键要看十八大。

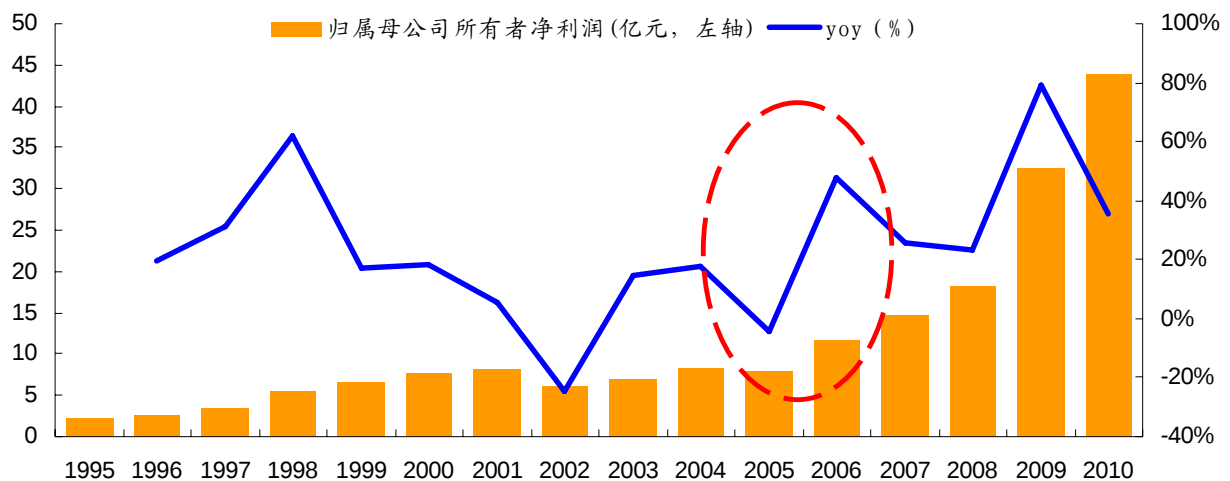
Q: 公司如何看待洋河的深度分销? 绵柔口感的创新?

A: 洋河的模式是将终端细化, 下沉, 这样的话业绩很容易爆发式增长, 但是需要警惕品质。我们也在调整营销模式, 在 12 月 28 日成立的华东营销中心也是应对竞争的做法。经过几十年的优胜劣汰的竞争, 浓香型成为消费主流, 如果要调整, 要花很长时间。

Q: 长期规划?

A: 十二五股份公司规划收入要达到 400 亿 (利润总额不能低于 200 亿), 将现有产能充分利用起来。

图 1 五粮液十一五首年 (2006) 业绩高增长



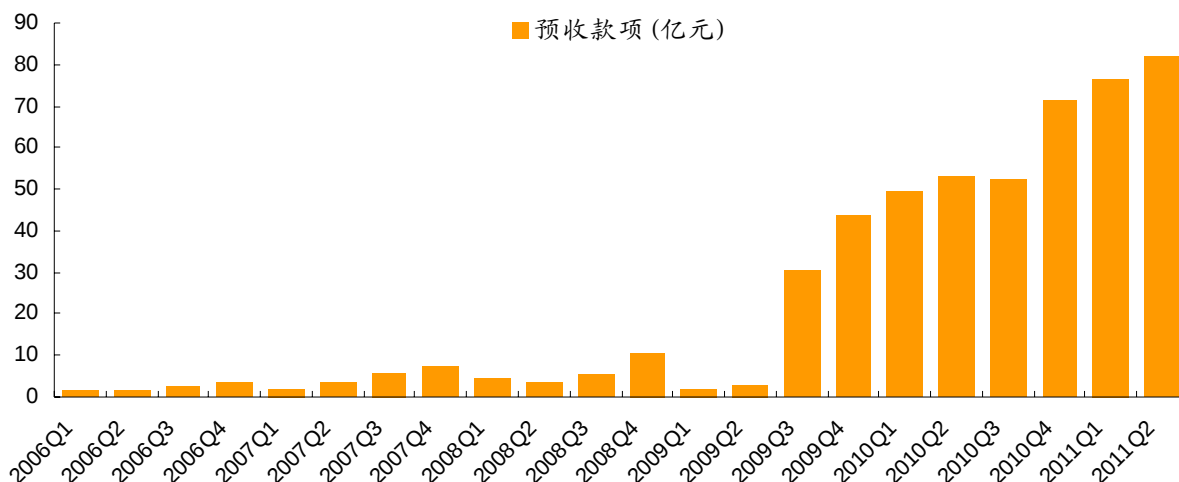
资料来源: wind、中投证券研究所

表 1 五粮液产品系列

产品档次	产品系列	终端价 (元/瓶)	2010 年销量 (吨)	收入占比
高档	五粮液	889+	12800	70%
中档	六和液、五粮春	150~600	6450	30%
低档	五粮醇、金六福、浏阳河、尖庄、散酒	150-	70965	

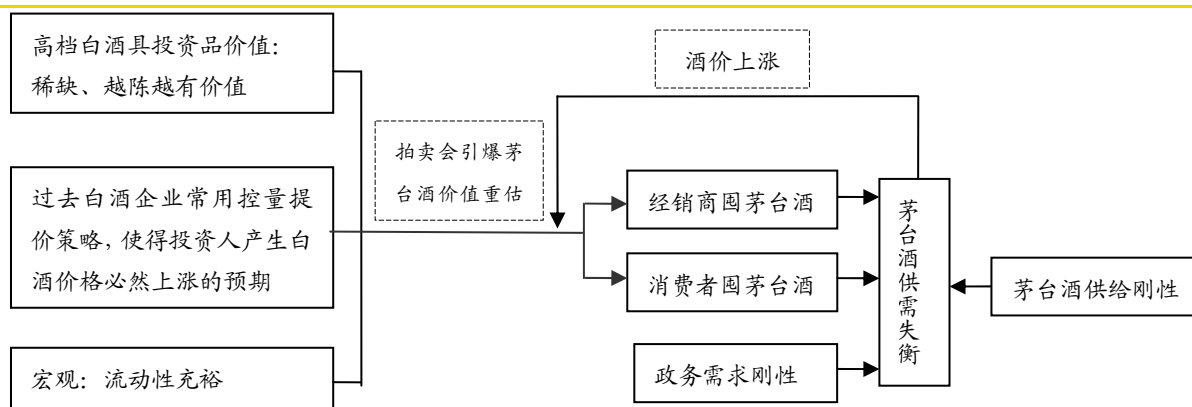
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 2 公司巨额的预收帐款有望为业绩保持稳定增长保驾护航



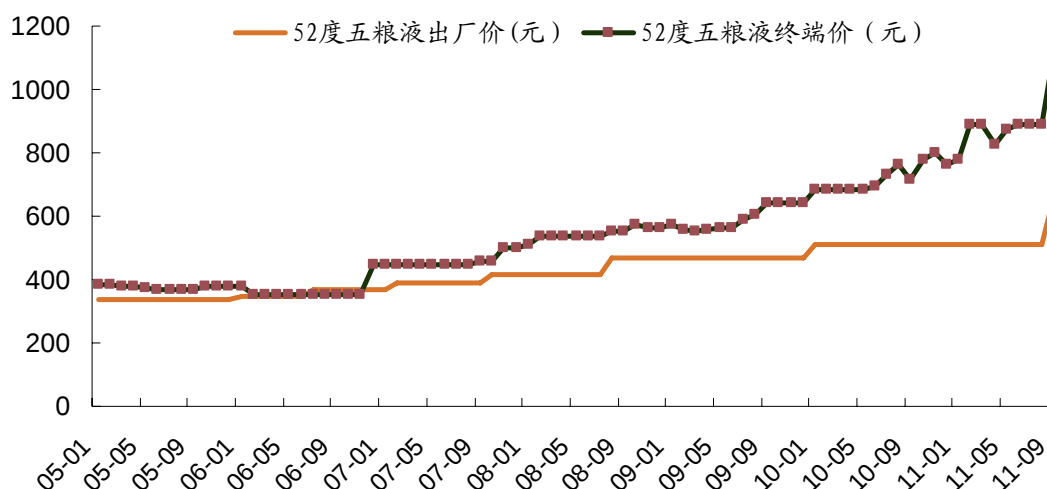
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 普通 53 度茅台酒终端价飙升分析逻辑



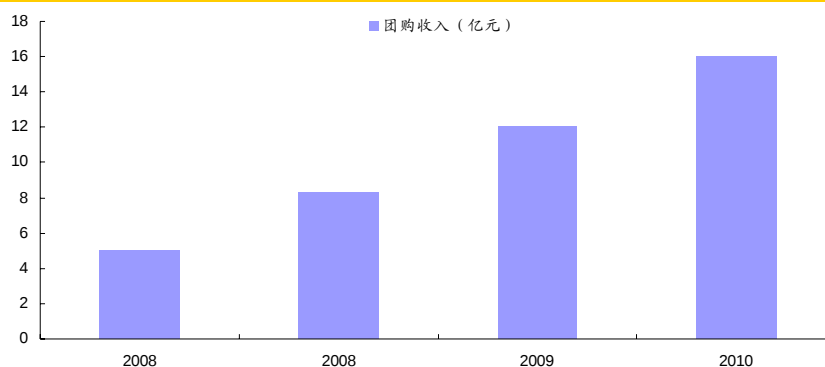
资料来源：中投证券研究所

图 4 五粮液出厂价、终端价



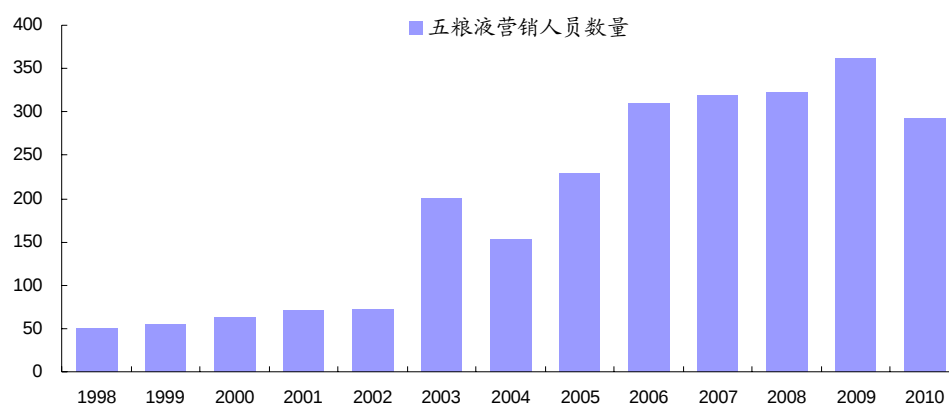
资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

图 5 五粮液团购收入迅速提升



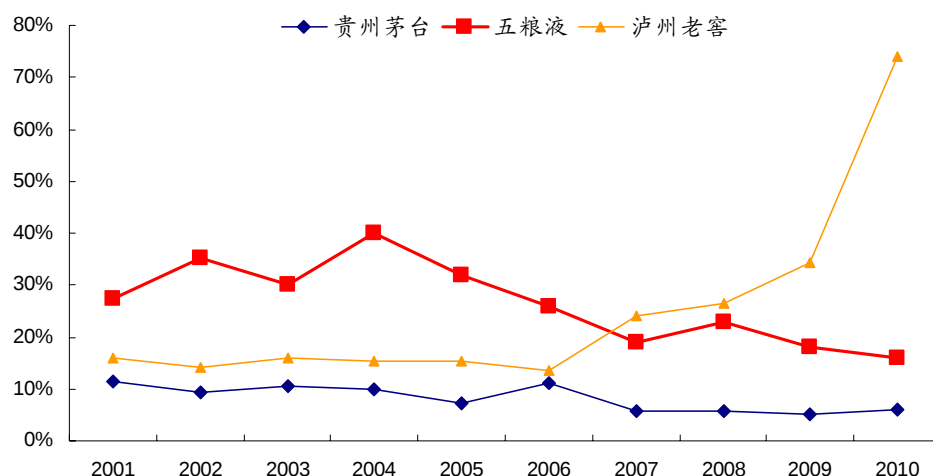
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 五粮液营销人员团队持续壮大



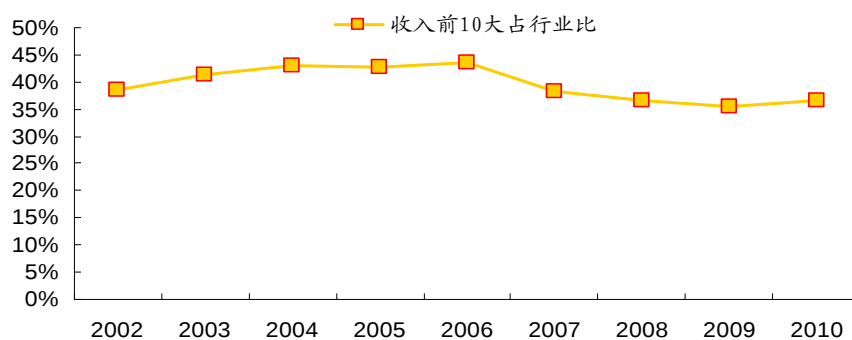
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 从前 5 大客户贡献收入占比持续降低可见五粮液对经销商掌控能力提升



资料来源：公司公告、中投证券研究所（注：为剔除 2008 年前五粮液巨额关联交易的影响，2008 年前五粮液的数据均为前 4 大客户贡献收入比例）

图 8 白酒行业集中度仍有很大的提升空间



资料来源：统计局、公司公告、中投证券研究所

附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告

五粮液-基本面持续强劲，十二五末市值有望冲击 5000 亿——深圳投资者交流会纪要	2011/9/8
贵州茅台-中报业绩超预期，印证了今年将是茅台业绩高速增长的新起点——2011 年中报点评	2011/8/30
五粮液-提价幅度超市场预期，明年业绩有望继续增长 40%+	2011/8/30
水井坊-中高档酒下滑趋势扭转，控股权稳定后关注如何重塑品牌渠道	2011/8/26
酒鬼酒-定增获批利好兑现，复兴进程有待跟踪	2011/8/24
白酒-高景气度下白酒行业的发展趋势及风险隐患——中投证券白酒行业研讨会会议纪要	2011/8/24
皇氏乳业-成本拐点已现，期待省外扩张	2011/8/22
双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善	2011/8/18
五粮液-基本面强劲大超预期，上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报	2011/8/16
青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升	2011/8/13
伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点	2011/8/5
葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要	2011/8/4
酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂	2011/8/3
洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/7/22
五粮液-公司研究：老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差 29%！）	2011/7/21
酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/7/07
酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定坚实基础	2011/6/28
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22

双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/1/19
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
白酒行业-以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010/12/3
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点，加速回归一线名酒	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010/10/29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	21370	23584	31796	43316	营业收入	15541	22027	27301	33728
现金	14134	17864	25653	35983	营业成本	4863	6920	6866	8035
应收账款	89	20	25	30	营业税金及附加	1392	1974	2446	3022
其它应收款	38	108	134	165	营业费用	1803	2555	3167	3912
预付账款	328	14	14	16	管理费用	1562	1872	2321	2867
存货	4515	3768	3739	4375	财务费用	-192	-240	-326	-462
其他	2265	1810	2232	2746	资产减值损失	15	0	0	0
非流动资产	7304	7022	6704	6339	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	33	27	27	27	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	6373	6322	6112	5803	营业利润	6095	8946	12827	16354
无形资产	300	296	292	289	营业外收入	51	0	0	0
其他	598	377	273	221	营业外支出	75	0	0	0
资产总计	28674	30605	38500	49655	利润总额	6070	8946	12827	16354
流动负债	10288	6666	6620	7918	所得税	1508	2237	3207	4089
短期借款	0	0	0	0	净利润	4562	6710	9620	12266
应付账款	155	69	69	80	少数股东损益	167	246	353	450
其他	10133	6597	6551	7838	归属母公司净利润	4395	6464	9267	11816
非流动负债	19	3	3	3	EBITDA	6672	9367	13217	16655
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.16	1.70	2.44	3.11
其他	19	3	3	3					
负债合计	10307	6669	6622	7920	主要财务比率				
少数股东权益	265	511	864	1314	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	3796	3796	3796	3796	成长能力				
资本公积	953	953	953	953	营业收入	39.6%	41.7%	23.9%	23.5%
留存收益	13352	18677	26264	35670	营业利润	32.9%	46.8%	43.4%	27.5%
归属母公司股东权益	18101	23426	31014	40421	归属于母公司净利润	35.5%	47.1%	43.4%	27.5%
负债和股东权益	28674	30605	38500	49655	获利能力				
					毛利率	68.7%	68.6%	74.8%	76.2%
					净利率	28.3%	29.3%	33.9%	35.0%
					ROE	24.3%	27.6%	29.9%	29.2%
					ROIC	130.0	143.5%	201.0	276.5%
					偿债能力				
					资产负债率	35.9%	21.8%	17.2%	16.0%
					净负债比率				
					流动比率	2.08	3.54	4.80	5.47
					速动比率	1.64	2.97	4.23	4.91
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.74	0.79	0.77
					应收账款周转率	156	383	1107	1105
					应付账款周转率	24.65	61.61	99.61	107.84
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.16	1.70	2.44	3.11
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	1.40	2.51	3.34
					每股净资产(最新摊薄)	4.77	6.17	8.17	10.65
					估值比率				
					P/E	33.85	23.02	16.06	12.59
					P/B	8.22	6.35	4.80	3.68
					EV/EBITDA	20	14	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434