



2009年2月17日

食品饮料

中金公司研究部

分析员：袁霏阳 yuanfy@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

葡萄酒行业更新

09年增幅预期更趋谨慎

投资要点：

1. 削减行业销售增幅预期

我们将09年葡萄酒行业销售增幅预期从08年10月24日报告中估计的15%调减至10%。在前份报告中，15%收入增幅来自12%销量增幅与2-3%的价格提升预期。现在，我们将价格提升幅度削减至零，并将12%销量增幅调减至10%。增幅预期趋于谨慎主要因为：

◆ 09-10年春节假期所在月份不同

葡萄消费的春节效应依然明显，并由此导致历年来一季度行业销售全年占比较高。09年春节提前至1月使得葡萄酒消费的春节效应提前显现，调查表明，08年12月长城、张裕和王朝的收入增幅分别达到50%、20%和10%，均为这三家企业在08年最后四个月中收入增幅最高月份。而在之后的09年1月，这三家公司收入同比增幅分别仅有2%、0%和-2%。考虑到2010年春节又将延后至2月中旬，我们对09年行业销售增幅预期趋于谨慎。

◆ 中高端酒开局不利加剧年内产品升级压力

1月份张裕销售收入同比持平，如果考虑08年2月公司葡萄酒产品平均近15%的提价幅度，公司实际销量同比缩减，其中中高端产品降幅更大。这一现象同样发生在长城酒身上，1月份公司中高端产品销量同比下滑近20%。

中高端酒开局不利加剧年内消费升级与葡萄酒企业产品结构提升压力，压力可能与中高端葡萄酒消费更多依赖私人与商务消费，与高端白酒相比较少受到政府消费庇护有关。这从小包装酒进口量在09年1月出现同比下滑中亦可见一斑。

我们由此将09年价格提升预期削减至零，并且调低全行业销量增幅预期至10%。全行业销量增幅预期依然可达两位数主要是建立在人均消费量依然处在快速成长期，葡萄酒占国内酒精饮料消费总量之比可由当前不足2%提升至未来近5%的预判之上。1999-2007年间，以产量粗略模拟的国内葡萄酒消费总量保持年均18.6%的高速增长，其中1999-2003经济低速成长期内的葡萄酒产量年均增幅为17.2%，2003-2007经济高速成长期内的葡萄酒产量年均增幅为18.0%。

2. 利润率仍有望保持平稳

08/09榨季之初，因葡萄短产（受08年初气温偏低影响）曾一度造成原料抢购，并推高原料采购成本。由于河北产区榨季开始较晚，因此上个榨季胶东产区原料价格同比升幅更大。以张裕为例，采自胶东产区的原料入库成本同比平均提高15%。但这一升幅并不会对企业毛利率构成压力，原因在于：1）葡萄酒企业同期包装物料和动力成本同比下降7-8%；2）受产品存储期影响，上榨季原料成本不会在09年全数体现；3）企业改用成本更具竞争力的进口原酒部分替代国内原料采购。

3. 竞争力排序仍首选张裕和长城

葡萄酒企业高毛利率和高费用率现象反映行业竞争关键在于营销投入，营销投入两个核心领域分别是渠道建设与广告促销，因此规模与产品结构带来的企业盈利能力决定了形成于多年之前的行业寡头垄断格局不易打破，以张裕、长城和王朝为代表的行业三甲地位依然如故，而其中张裕和长城的竞争力更为突出。

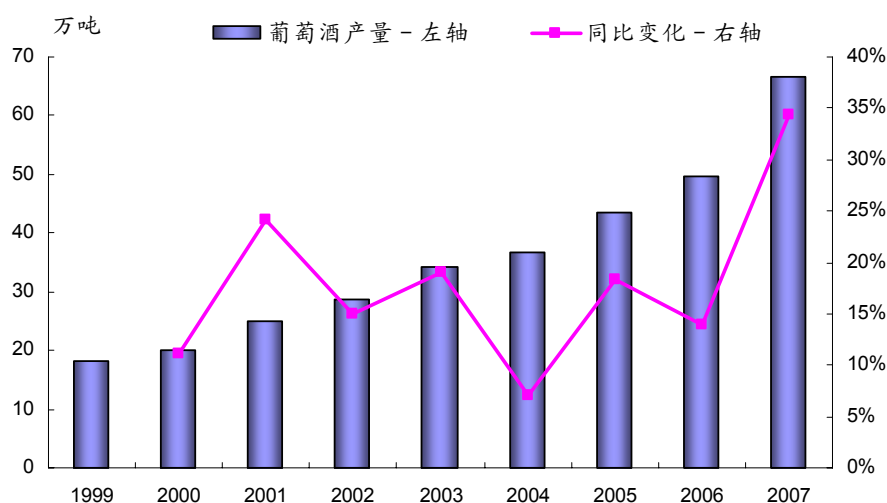
张裕竞争优势得益于多年前已然形成的企业规模与2003-2008年间产品结构提升努力所产生的卓越成效（公司吨酒出厂价格从2003年不到20000元/吨提升至2008年近33000元/吨），而且迄今为止，张裕已在全国布局470个市县级营业部，近3000个经销商，常职销售人员高达2000人，成为行业中营销队伍最为庞大的葡萄酒企业。

长城竞争优势同样得益于多年前旗下三家企业分别打拼国内不同区域市场所积攒下来的规模优势以及 2006 年整合完成以来公司着力提升产品结构所产生的不菲成果（公司吨酒出厂价格已从整合前约 21000 元/吨升至 2008 年逾 23000 元/吨）。而且，最近两年公司正手改革早先大经销商网络，采取更具深度和扁平化的分销模式缩短与终端市场及消费者距离。

4. 企业盈利预测与投资评级调整

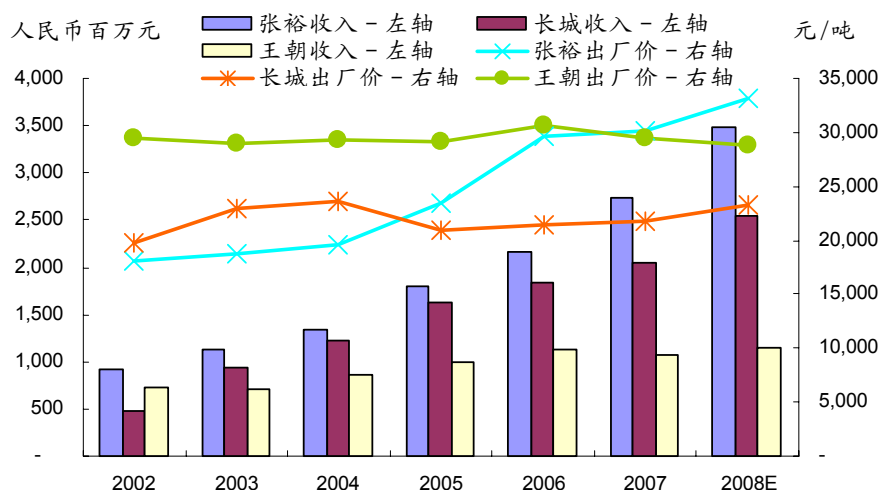
基于更为谨慎的 09 年行业销售增幅预期，我们分别下调张裕和长城销售和盈利预测，上调王朝销售和盈利预测主要因为前期假设过于保守。结合当前估值水平，盈利预测调整后我们维持张裕 A（000869.CH）“中性”评级和王朝（828.HK）“减持”评级，但下调中国食品（506.HK）和张裕 B（200869.CH）投资评级至“审慎推荐”。盈利预测和投资评级的具体调整依据及调整幅度请详见企业报告部分。

图 1：国内葡萄酒产量历年变化（1999-2007）



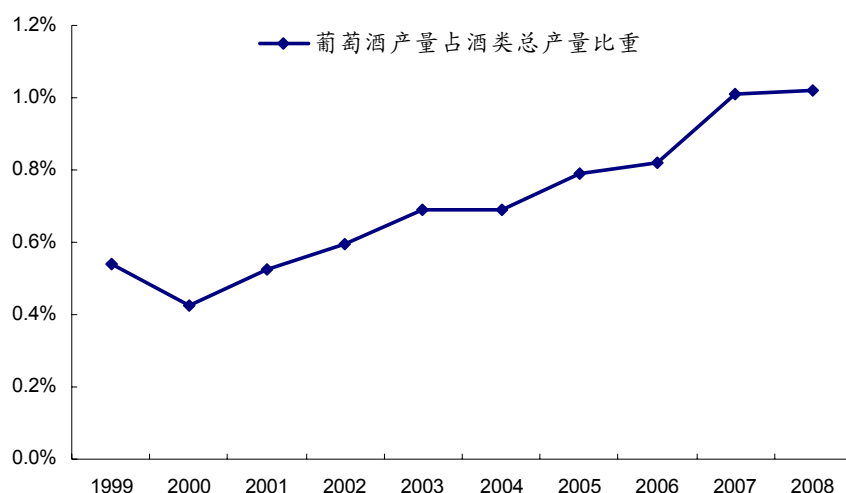
资料来源：国家统计局、中金公司研究部

图 2：三大企业销售收入与吨酒出厂价格变化情况（2002-2008）



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 3：国内葡萄酒产量占酒类总产量比重的历年变化



资料来源：国家统计局、中金公司研究部

表 1：港股食品饮料公司最新估值表

公司 (截至 2009-2-16)	代码	投资评级	收入 复合增长率 (08-10 %)	每股收益 复合增长率 (08-10 %)	PEG 2008 PER/08-10 CAGR	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA	
						2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E
低估值消费类																			
中国食品	506.HK	审慎推荐	18.9%	27.9%	0.58	16.1	11.4	9.8	1.5	1.3	1.2	9.3	11.8	12.2	1.0	1.4	1.6	6.6	5.1
王朝酒业	828.HK	减持	0.0%	-2.9%	n.m.	9.8	10.1	10.4	0.9	0.8	0.8	9.0	8.4	7.8	4.8	4.7	4.6	3.0	2.9
张裕B	200869.SZ	审慎推荐	9.7%	12.0%	1.35	16.2	14.2	12.9	5.7	5.3	4.9	35.2	37.1	38.0	5.6	6.4	7.0	10.8	9.4
可选消费类平均			9.5%	12.3%	1.14	14.0	11.9	11.0	2.7	2.5	2.3	17.8	19.1	19.3	3.8	4.2	4.4	6.8	5.8
低估值快消类																			
青岛啤酒	168.HK	中性	12.3%	28.3%	0.99	28.2	21.6	17.1	3.0	2.8	2.5	10.7	12.9	14.8	1.8	2.4	3.0	8.6	7.4
顶益	322.HK	中性	21.2%	20.2%	1.16	23.4	19.0	16.2	5.3	4.8	4.4	22.8	25.5	27.0	3.3	4.1	4.8	10.6	8.5
蒙牛乳业	2319.HK	中性	2.8%	n.m.	n.m.	19.3	14.4	2.9	3.0	2.6	n.m.	15.6	18.0	0.0	1.4	1.8	n.m.	8.8	6.3
中国旺旺	151.HK	审慎推荐	21.8%	24.7%	0.84	20.7	16.0	13.3	2.8	2.4	2.1	13.2	15.2	16.0	1.4	1.9	2.2	11.8	8.9
高估值组平均			14.5%	24.4%	0.99	24.1	18.9	15.3	3.5	3.3	2.9	15.6	17.3	19.0	1.6	2.4	3.0	10.3	8.4
统一企业	220.HK	推荐	15.2%	37.3%	0.44	16.5	10.7	8.8	1.4	1.2	1.1	8.3	11.6	12.8	1.5	2.3	2.9	3.9	3.0
华宝国际	336.HK	审慎推荐	28.7%	25.2%	0.58	14.5	11.6	9.3	5.7	4.1	3.1	38.9	35.6	33.3	2.1	2.6	3.2	12.4	9.4
雨润食品	1068.HK	中性	22.7%	16.2%	0.66	10.8	9.5	8.0	2.7	2.2	1.8	24.8	23.1	22.5	2.3	2.6	3.1	9.5	7.2
低估值组平均			22.2%	26.3%	0.53	13.9	10.6	8.7	3.2	2.5	2.0	24.0	23.4	22.9	2.0	2.5	3.1	8.6	6.5
低估值快消类平均			17.8%	25.3%	0.75	19.0	15.4	12.4	3.4	2.9	2.5	19.8	19.9	20.6	1.8	2.5	3.0	9.5	7.6
港股覆盖总体平均			15.3%	21.0%	0.83	17.4	14.3	12.0	3.2	2.8	2.5	19.1	19.7	20.2	2.4	3.0	3.4	8.6	7.1

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

表 2：中金公司盈利预测与市场一致预期期间的比较

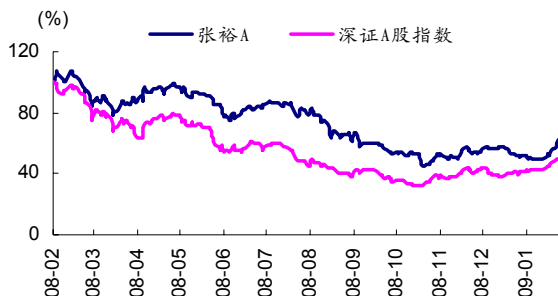
公司	货币	净利润								
		2008E (百万元)			2009E (百万元)			2010E (百万元)		
		市场预测	中金预测	差异	市场预测	中金预测	差异	市场预测	中金预测	差异
张裕A	CNY	905	887	-2.0%	1,134	1,014	-10.6%	1,381	1,116	-19.2%
张裕B	CNY	891	896	0.6%	1,086	1,023	-5.8%	1,319	1,125	-14.7%
中国食品	HKD	483	455	-5.8%	633	644	1.7%	776	744	-4.1%
王朝	HKD	154	148	-4.0%	168	143	-14.6%	168	139	-17.0%

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

张裕 A (000869/52.45 元)：中性

主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2005A	2006A	2007	2008E	2009E	2010E	A股
主营业务收入	1,804	2,163	2,730	3,357	3,694	4,038	股票代码 000869 CH
(+/-%)	34.8	19.9	26.2	23.0	10.0	9.3	当前股价 人民币 52.45
息税前利润	422	613	914	1,172	1,339	1,475	日成交量 (百万股) 0.95
(+/-%)	37.1	45.2	49.1	28.2	14.3	10.1	52周最高价/最低价 人民币93/36.5
净利润	312	444	636	887	1,014	1,116	总市值 (百万元) 23,279
(+/-%)	53.0	42.1	43.2	39.5	14.3	10.1	发行股数 (百万股) 527
每股盈利 (元)	0.59	0.84	1.21	1.68	1.92	2.12	其中：流通股 (百万股) 83
(+/-%)	53.0	42.1	43.2	39.5	14.3	10.1	主要股东 (持股比例) 烟台张裕集团有限公司 (50.4%)
每股经营现金流 (元)	0.62	0.75	1.55	1.53	1.87	2.06	
市盈率 (倍)	88.5	62.3	43.5	31.2	27.3	24.8	
市净率 (倍)	15.0	13.8	12.4	10.9	10.1	9.4	
EV/EBITDA(倍)	57.8	39.1	28.1	21.9	18.9	17.2	
股价/经营现金流 (倍)	85.0	69.5	33.9	34.3	28.0	25.4	
净资产收益率 (%)	16.9	22.1	28.5	35.0	37.0	38.1	
投入资本回报率 (%)	13.3	16.3	19.5	24.9	26.8	27.9	
现金分红收益率 (%)	1.3	1.5	2.1	2.9	3.3	3.7	



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

投资要点：

四季度销售增速继续放缓：公司 10 和 12 两月销售增幅仍有 20%，但 11 月份偏低，因此四季度销售增幅应在 15-20% 之间，低于 1-3 季度累计 25% 的收入增幅。预计 08 年全年公司葡萄酒销量在 6 万吨左右，同比增长 15%。

营销费用率预算下调约 1.5 个百分点：受到葡萄酒销量增速减缓与产品结构持续改善压力提升的影响，公司下调 09 年营销费用率预算约 1.5 个百分点，以延续盈利不低于销售增幅的趋势。预计 09 年，中高端产品中的解百纳和喀斯特庄园酒销量增幅会逊于公司平均（两者在 08 年分别取得约 18000 吨和 2300 吨销量），冰酒和爱斐堡庄园酒销量虽因低基数以及公司营销资源倾斜而有望取得持续大幅增长，但因 08 年两者仅分别录得 160-170 吨和 80-90 吨销量，而且针对中低档产品市场占有率相对偏低弱点，公司已于年末加推中低档酒新产品，所以即使 09 年这两款高价酒的销量增幅预期较高，仍难以改善公司产品结构持续提升压力。

下调盈利预测，维持“中性”评级：我们下调公司 08-10 年销售预测，盈利预测下调主要受销售预测下调影响。调整后公司 08-10 年销售同比增幅分别为 23%、10%和 9%，盈利增幅分别为 39%、14%和 10%。当前股价下，09 年市盈率仍有 27 倍，DCF 模型所提示的 09 年末合理股价低至 33.84 元。但考虑到销售与盈利稳定增长预期仍在，而且 3.3-3.7% 的分红收益率预期依然具有吸引力，我们维持 A 股“中性”评级。

表 3: 公司销售和盈利预测调整

(人民币: 百万元)	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	3483	3357	-3.6%	4009	3694	-7.9%	4489	4038	-10.0%
毛利率	72.8%	70.3%	-2.4%	74.0%	70.3%	-3.8%	74.7%	70.2%	-4.5%
营销费用	836	793	-5.2%	947	825	-12.8%	1048	892	-14.8%
营销费用/销售收入	24.0%	23.6%	-0.4%	23.6%	22.3%	-1.3%	23.3%	22.1%	-1.2%
管理费用	221	191	-13.4%	243	206	-15.3%	264	222	-16.0%
管理费用/销售收入	6.3%	5.7%	-0.6%	6.1%	5.6%	-0.5%	5.9%	5.5%	-0.4%
息税前利润	1277	1172	-8.3%	1556	1339	-13.9%	1798	1475	-18.0%
息税前利润率	36.7%	34.9%	-1.8%	38.8%	36.2%	-2.6%	40.0%	36.5%	-3.5%
所得税率	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%
净利润	966	887	-8.2%	1175	1014	-13.8%	1358	1116	-17.8%
净利润率	27.7%	26.4%	-1.3%	29.3%	27.4%	-1.9%	30.2%	27.6%	-2.6%
每股收益 (人民币元)	1.832	1.682	-8.2%	2.229	1.923	-13.8%	2.575	2.116	-17.8%

资料来源: 中金公司研究部

表 4: 公司盈利预测关键假设

(人民币: 百万元)	(Rmb mn)	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入	Sales revenue	2,730	3,357	3,694	4,038
葡萄酒	Wine	2,125	2,684	2,987	3,295
白兰地	Brandy	450	528	554	582
香槟	Sparkling wine	155	41	43	45
保健酒	Healthy liquor		105	110	116
毛利率	Gross margin	69.7%	70.3%	70.3%	70.2%
葡萄酒	Wine	71.7%	72.7%	72.5%	72.3%
白兰地	Brandy	63.1%	61.7%	61.7%	61.7%
香槟	Sparkling wine	61.5%	59.7%	59.7%	59.7%
保健酒	Healthy liquor		56.8%	56.8%	56.8%
营业费用	Selling expense	625	793	825	892
营业费/销售收入	S&D/Sales	22.9%	23.6%	22.3%	22.1%
管理费用	G&A expense	178	191	206	222
管理费/销售收入	G&A/Sales	6.5%	5.7%	5.6%	5.5%
营业利润	Operating profit	948	1,188	1,357	1,494
营业利润率	Operating margin	34.7%	35.4%	36.7%	37.0%
所得税率	Tax rate	32.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	Net profit	636	887	1,014	1,116
净利润率	Net profit margin	23.3%	26.4%	27.4%	27.6%

资料来源: 中金公司研究部

表 5: DCF 模型及主要假设

人民币: 百万元	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
息税前利润	1,339	1,475	1,622	1,784	1,963	2,159	2,375	2,613	2,874	3,161
同比变化 (%)		10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
自由现金流	902	1,002	1,102	1,212	1,333	1,466	1,613	1,774	1,952	2,147
同比变化 (%)		11.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
期末增长率		2.0%								
加权资本成本		12.0%								
税后债务成本率		4.5%								
股本成本率		12.0%								
无风险回报率		4.5%								
风险补偿率		7.5%								
Beta 系数		1.0								
最优资本结构		0.0%								
							自由现金流贴现值			8,398
							期末价值折现金额			7,897
							企业价值			16,295
							净现金(债务)			1,549
							权益价值			17,844
							每股价值(元)			33.84

资料来源: 中金公司研究部

表 6：调整后的盈利预测及主要财务比率

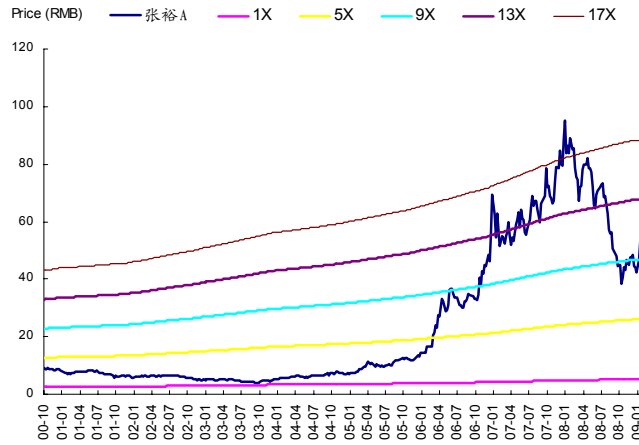
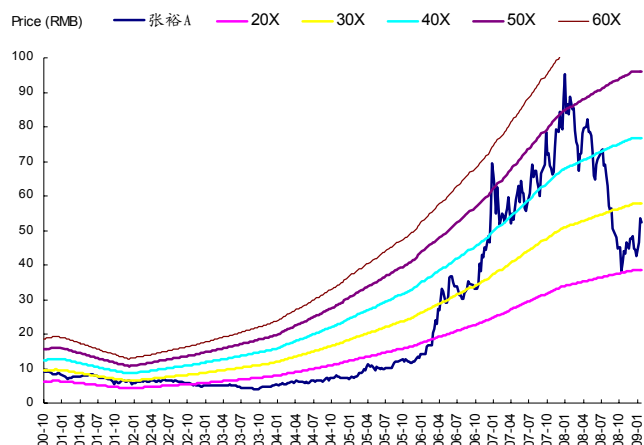
(单位：人民币百万元)	2005A	2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表						
主营业务收入	1,804	2,163	2,730	3,357	3,694	4,038
主营业务利润	1,056	1,282	1,717	2,156	2,371	2,589
营业费用	-489	-501	-625	-793	-825	-892
管理费用	-147	-169	-178	-191	-206	-222
营业利润	422	613	914	1,172	1,339	1,475
财务费用	-22	-21	-23	-15	-17	-18
税前利润	443	634	949	1,189	1,359	1,495
净利润	312	444	636	887	1,014	1,116
每股盈利 (元)	0.59	0.84	1.21	1.68	1.92	2.12
每股股利 (元)	0.70	0.80	1.10	1.54	1.75	1.93
现金流量表						
经营活动现金流净额	326	398	816	807	987	1,088
投资活动现金流净额	-21	-20	-244	-60	-60	-60
融资活动现金流净额	-203	-284	-389	-580	-809	-925
货币资金增加额	102	94	184	167	117	103
货币资金期初余额	1,062	1,161	1,192	1,323	1,490	1,607
货币资金期末余额	1,161	1,192	1,323	1,490	1,607	1,710
资产负债表						
货币资金	1,161	1,192	1,323	1,490	1,607	1,710
应收款项	67	83	94	114	132	151
存货	530	715	836	935	1,030	1,128
长期投资合计	27	25	25	25	25	25
固定资产合计	479	636	689	710	710	707
无形资产及其他资产	26	16	211	211	211	211
资产合计	2,348	2,729	3,251	3,558	3,788	4,005
短期借款	-	-	-	-	-	-
应付款项	122	125	202	198	218	238
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	68	154	339	339	339	339
长期借款	-	-	-	-	-	-
股本	527	527	527	527	527	527
储备和未分配利润	1,322	1,482	1,702	2,009	2,213	2,404
负债和所有者权益合计	2,348	2,729	3,251	3,558	3,788	4,005

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 4：公司历史市盈率与市净率区间图

P/E BAND

P/B BAND

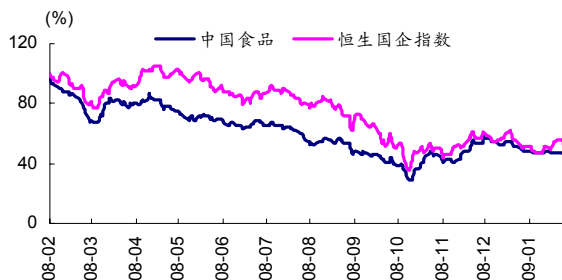


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

中国食品 (506 HK/2.62 港元): 下调评级至 “审慎推荐”

主要财务指标及近期股价表现

(港币: 百万元)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	H股
主营业务收入	5,749	6,509	9,743	14,924	17,853	21,106	股票代码 506 HK
(+/-%)		13.2	49.7	53.2	19.6	18.2	当前股价 港币 2.62
主营业务利润	1,658	2,002	2,425	3,436	4,504	5,285	目标股价 港币 3.03
(+/-%)		20.7	21.1	41.7	31.1	17.3	日成交量 (百万股) 4.99
营业利润	420	538	917	781	1,082	1,290	52周最高价/最低价 港币 5.64/1.51
(+/-%)		28.3	70.4	(14.9)	38.6	19.2	总市值 (百万元) 7,313
净利润	257	342	792	455	644	744	发行股数 (百万股) 2,791
(+/-%)		32.9	131.4	(42.5)	41.4	15.6	主要股东 (持股比例) Wide Smart Holdings Limited (68.87%)
每股盈利 (港元)	0.10	0.12	0.28	0.16	0.23	0.27	
持续经营每股盈利 (港元)	0.10	0.12	0.15	0.16	0.23	0.27	
每股净资产 (港元)	0.98	1.39	1.63	1.75	1.96	2.19	
每股经营现金流 (港元)	0.18	0.17	0.19	0.09	0.35	0.37	
持续经营市盈率(倍)	26.9	21.4	17.3	16.1	11.4	9.8	
市净率(倍)	2.7	1.9	1.6	1.5	1.3	1.2	
股价/经营现金流(倍)	14.3	15.2	13.7	28.8	7.4	7.2	
净资产收益率(%)	9.9	8.8	17.4	9.3	11.8	12.2	
投入资本回报率(%)	10.7	9.8	15.8	10.4	12.4	12.8	
每股股利 (港元)	0.00	0.03	0.04	0.03	0.04	0.04	
现金分红收益率(%)	0.0	1.1	1.7	1.0	1.4	1.6	
EV/EBITDA(倍)	16.9	13.2	7.7	6.6	5.1	4.4	



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资要点:

08 年盈利恐低于市场一致预期 5%: 公司葡萄酒和饮料业务盈利符合我们早先预期, 估计盈利贡献将分别高达 4.4 亿港元和 2.2 亿港元, 但因巧克力业务于下半年受到三聚氰胺事件影响而可能产生约 1.5 亿港元全年亏损, 令公司 08 年盈利大幅低于我们早先预期, 并可能低于市场一致预期约 5%。

09 年盈利大幅增长预期犹在: 我们虽下调公司 09-10 年葡萄酒销售和盈利增幅预测, 但预计 09 年公司盈利大幅增长预期仍在。增长主要来自: 1) 糖果业务亏损有望在 09 年减少至 5000 万港元以内 (09 年 1 月该项业务实现销售收入 8000 余万港元, 同比将近翻番, 并实现盈利); 2) 尽管食用油价格仍有继续小幅回落预期, 但产销量增长与政府限价令取消仍使该项业务有望于 09 年贡献逾 4000 万港元盈利 (08 年该项业务基本盈亏平衡), 09 年 1 月公司小包装油销量同比增长 8%; 3) 饮料业务产能扩张将带来销售收入 40-50% 的同比增长预期 (09 年 1 月公司饮料销量同比增长 70%), 尽管出让吉林厂一次性收益在 09 年不能重复而且部分参股厂盈利增长前景黯淡, 但预计 09 年公司饮料业务仍可贡献约 10% 盈利增幅。

因股价涨幅较大而下调投资评级至 “审慎推荐”: 当前股价下, 公司 09 年预测市盈率为 11.4 倍, 基于 11.8% 09 年净资产收益率预期下的市净率为 1.3 倍, 较港股食品饮料公司估值平均水平仍有优势。由于公司股价自去年 10 月底低点反弹至今, 累计涨幅已接近 70%, 使得基于 DCF 模型所得到的 09 年末 3.03 港元目标股价仅高出当前股价 15.6%。考虑到 09 年公司实际盈利仍有高出现有预期的可能, 而且 DCF 模型关键假设较为保守, 我们于是将公司投资评级由推荐下调至 “审慎推荐”。

表 7：公司销售和盈利预测调整

(港币：百万元)	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	15987	14924	-6.6%	18761	17853	-4.8%	21656	21106	-2.5%
毛利率	22.6%	23.0%	0.4%	23.4%	25.2%	1.9%	23.6%	25.0%	1.5%
营销费用	2233	2135	-4.4%	2611	2802	7.3%	3029	3258	7.6%
营销费用/销售收入	14.0%	14.3%	0.3%	13.9%	15.7%	1.8%	14.0%	15.4%	1.5%
管理费用	598	581	-2.9%	682	681	-0.2%	751	797	6.1%
管理费用/销售收入	3.7%	3.9%	0.2%	3.6%	3.8%	0.2%	3.5%	3.8%	0.3%
息税前利润	940	781	-16.9%	1251	1082	-13.5%	1483	1290	-13.0%
息税前利润率	5.9%	5.2%	-0.6%	6.7%	6.1%	-0.6%	6.8%	6.1%	-0.7%
所得税率	21.0%	21.0%	0.0%	23.0%	23.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%
净利润	601	455	-24.3%	783	644	-17.8%	896	744	-17.0%
净利润率	3.8%	3.1%	-0.7%	4.2%	3.6%	-0.6%	4.1%	3.5%	-0.6%
每股收益 (港币元)	0.215	0.163	-24.3%	0.281	0.231	-17.8%	0.321	0.266	-17.0%

资料来源：中金公司研究部

表 8：公司盈利预测关键假设

(港币：百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入	9743	14924	17853	21106
酒类				
销量(吨)	95052	109665	120661	132747
销售单价(港币/吨)	21714	26167	26252	26304
销售收入	2086	2894	3194	3521
饮料				
销量(吨)	935000	1458600	2187900	2664090
销售单价(港币/吨)	3293	3260	3228	3195
销售收入	3079	4755	7062	8513
小包装食用油				
销量(吨)	431600	525000	682500	819000
销售单价(港币/吨)	9647	13023	10418	10418
销售收入	4163	6837	7111	8533
糖果				
销量(吨)	6191	6191	6811	7492
销售单价(港币/吨)	70659	70659	71366	72080
销售收入	437	437	486	540
毛利率	24.9%	23.0%	25.2%	25.0%
酒类	49.7%	56.3%	56.4%	56.5%
饮料	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%
小包装食用油	7.1%	6.8%	9.0%	9.0%
糖果	44.2%	16.4%	36.3%	47.4%
营业利润	917	781	1082	1290
营业利润率	9.4%	5.2%	6.1%	6.1%
持续经营净利润	424	455	644	744
持续经营净利润率	4.4%	3.1%	3.6%	3.5%

资料来源：中金公司研究部

表 9: DCF 模型及主要假设

港币: 百万元	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
息税前利润	1,082	1,290	1,419	1,561	1,717	1,889	2,078	2,286	2,514	2,766
同比变化 (%)		19.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
自由现金流	397	404	444	489	538	591	651	716	787	866
同比变化 (%)		1.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
期末增长率		2.0%								
加权资本成本		10.9%								
税后债务成本率		4.5%								
股本成本率		12.5%								
无风险回报率		4.5%								
风险补偿率		8.0%								
Beta 系数		1.0								
最优资本结构		20.0%								
							自由现金流贴现值			3,571
							期末价值折现金额			3,911
							企业价值			7,482
							净现金(债务)			988
							权益价值			8,470
							每股价值(港币)			3.03

资料来源：中金公司研究部

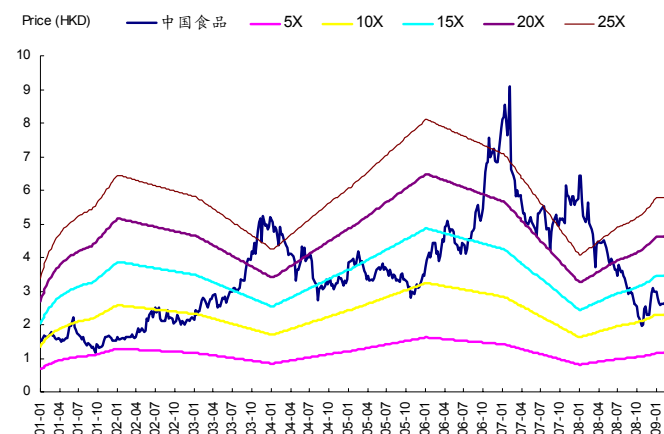
表 10: 调整后的盈利预测及主要财务比率

港币: 百万元	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
损益表						
主营业务收入	5,749	6,509	9,743	14,924	17,853	21,106
主营业务成本	-4,090	-4,507	-7,318	-11,487	-13,349	-15,821
主营业务利润	1,658	2,002	2,425	3,436	4,504	5,285
其他业务收入	100	107	567	70	70	70
营业费用	-1,075	-1,262	-1,669	-2,135	-2,802	-3,258
管理费用	-250	-294	-396	-581	-681	-797
其他经营性收益	-13	-14	-9	-9	-9	-9
息税前利润	420	538	917	781	1,082	1,290
财务费用	-41	-45	-33	-23	-23	-23
应占联营公司权益	55	50	49	20	20	20
税前利润	434	543	933	778	1,079	1,287
所得税	-81	-106	-136	-163	-248	-322
少数股东权益	-96	-95	-64	-160	-187	-222
净利润	257	342	792	455	644	744
持续经营净利润	257	342	424	455	644	744
现金流量表						
经营活动现金流净额	513	481	535	254	982	1,023
投资活动现金流净额	0	0	-400	-400	-400	-400
融资活动现金流净额	-196	936	122	-126	-72	-102
货币资金增加额	94	818	-1,181	-272	510	521
资产负债表						
货币资金	516	1,308	1,397	1,125	1,635	2,155
存货及应收款项	2,177	2,498	541	828	991	1,171
固定资产合计	1,263	1,407	2,083	2,185	2,275	2,354
商誉	672	919	1,333	1,333	1,333	1,333
其他资产	662	705	674	674	674	674
资产合计	5,291	6,837	8,992	10,762	12,325	14,103
借款	549	596	285	285	285	285
其他负债	1282	1573	2855	4135	4939	5854
少数股东权益	793	731	1,075	1,234	1,422	1,643
股本	264	279	279	279	279	279
储备和未分配利润	2,326	3,597	4,280	4,609	5,181	5,823
负债和所有者权益合计	5,291	6,837	8,992	10,762	12,325	14,103

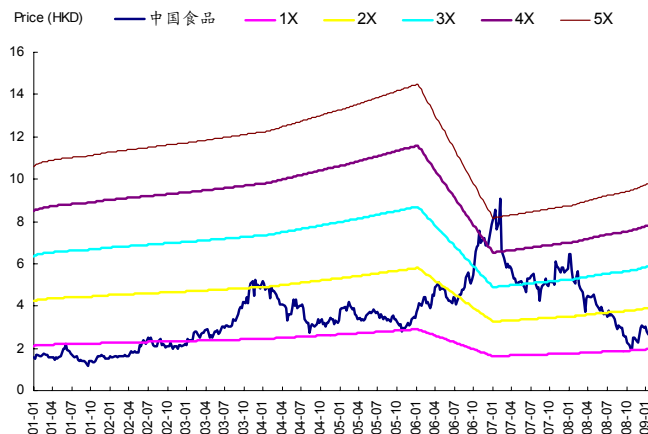
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 5：公司历史市盈率与市净率区间图

P/E BAND



P/B BAND



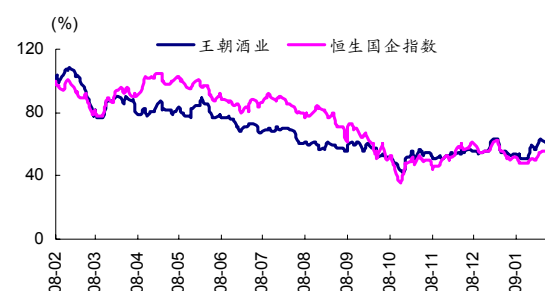
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

王朝 (828 HK/1.16 港元)：减持

主要财务指标及近期股价表现

(港币: 百万元)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	947	1,114	1,123	1,301	1,301	1,301
(+/-%)	11%	18%	1%	16%	0%	0%
息税前利润	229	151	181	206	200	194
(+/-%)	-4%	-34%	20%	14%	-3%	-3%
净利润	179	115	126	148	143	139
(+/-%)	2%	-36%	10%	17%	-3%	-3%
每股盈利 (元)	0.14	0.09	0.10	0.12	0.12	0.11
(+/-%)	2%	-36%	10%	17%	-3%	-3%
市盈率	8.1	12.6	11.4	9.8	10.1	10.4
EV/EBITDA	2.7	3.7	3.0	3.0	2.9	2.8
市净率	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
净资产收益率	13.7	8.2	8.1	9.0	8.4	7.8
投入资本回报率	13.9	8.4	8.4	9.3	8.6	8.0
现金分红收益率	4.9	3.6	4.1	4.8	4.7	4.6

	H股
股票代码	828 HK
当前股价	港币 1.16
目标股价	港币 1.00
日成交量 (百万股)	0.42
52周最高价/最低价	港币 2.19/0.78
总市值 (百万元)	1,444
发行股数 (百万股)	1,245
主要股东 (持股比例)	Famous Ever Group Limited (44.82%)



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

投资要点：

下半年销量增幅提高，因营销费用率重新高企：公司下半年葡萄酒销量同比增幅逼近 10%，因同期销售费用率由上半年 26-27% 重又大幅攀升至 32-33% 的水平，使得下半年公司盈利同比增幅逊于上半年 20% 的水平。预计全年公司销售收入和盈利同比分别增长 16% 和 17%，收入大于销量增幅主要因受港币汇率变动影响，公司产品人民币吨酒出厂价格同比涨幅不到 1%。

预计 09 年盈利难有增长：尽管公司在年初推出桶装酒销售（一种高价高毛利率新产品），并计划于一季度内推出冰酒产品，但我们估计这两种高价产品在 09 年内的销售贡献率将低于 5%，而其原有产品则会因为行业销售增速减缓以及公司相对较弱的市场竞争力而面临滞胀甚至倒退风险，事实上在过去五年间公司每年销售增幅均明显落后于同期行业平均水平。考虑到 08 年下半年销售费用率提升主要因为渠道拓展成本上升所致，因此 09 年难有回落预期，销售滞胀和费用率提升使得 09 年公司盈利面临较大增长压力，目前我们预计明后两年公司盈利将会持续小幅下滑。

维持“减持”评级：我们虽因早期过度低估而上调公司 08-10 年销售与盈利预测，但公司竞争劣势与持续增长压力依旧，我们由此维持“减持”评级。公司 09 年末目标股价为 1.00 港元，来自港股食品公司估值平均水平加 40% 折扣。

表 11：公司销售和盈利预测调整

(港币：百万元)	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	1124	1301	15.8%	1129	1301	15.3%	1133	1301	14.8%
毛利率	52.9%	53.5%	0.6%	53.0%	53.5%	0.4%	53.2%	53.5%	0.3%
营销费用	355	408	14.7%	368	409	10.9%	369	410	10.9%
营销费用/销售收入	31.6%	31.3%	-0.3%	32.6%	31.4%	-1.3%	32.6%	31.5%	-1.1%
管理费用	97	102	5.5%	101	106	5.1%	106	111	4.8%
管理费用/销售收入	8.6%	7.8%	-0.8%	8.9%	8.1%	-0.8%	9.3%	8.5%	-0.8%
息税前利润	162	206	26.7%	148	200	35.0%	146	194	32.7%
息税前利润率	14.4%	15.8%	1.4%	13.1%	15.3%	2.2%	12.9%	14.9%	2.0%
所得税率	21.0%	28.0%	7.0%	21.0%	28.0%	7.0%	21.0%	28.0%	7.0%
净利润	128	148	15.5%	117	143	23.0%	115	139	21.0%
净利润率	11.4%	11.4%	0.0%	10.3%	11.0%	0.7%	10.2%	10.7%	0.5%
每股收益 (港币元)	0.103	0.119	15.5%	0.094	0.115	23.0%	0.093	0.112	21.0%

资料来源：中金公司研究部

表 12：公司盈利预测关键假设

(港币：百万元)	2007	2008e	2009e	2010e
销售收入	1,123	1,301	1,301	1,301
中档葡萄酒	984	1,169	1,169	1,169
高档葡萄酒	102	121	121	121
香槟和白兰地	12	12	12	12
销量 (千吨)	38	41	41	41
中档葡萄酒	36	40	40	40
高档葡萄酒	1	1	1	1
香槟和白兰地	0.3	0.3	0.3	0.3
销售单价 (元/吨)	29,258	31,568	31,568	31,568
中档葡萄酒	27,300	29,484	29,484	29,484
高档葡萄酒	86,528	93,450	93,450	93,450
香槟和白兰地	40,000	40,000	40,000	40,000
毛利率	51.5%	53.5%	53.5%	53.5%
销售费用	339	408	409	410
销售费用率	30.2%	31.3%	31.4%	31.5%
管理费用	105	102	106	111
管理费用率	9.3%	7.8%	8.1%	8.5%
营业利润	181	206	200	194
营业利润率	16.1%	15.8%	15.3%	14.9%
所得税率	30.2%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	126	148	143	139
经利润率	11.2%	11.4%	11.0%	10.7%

资料来源：中金公司研究部

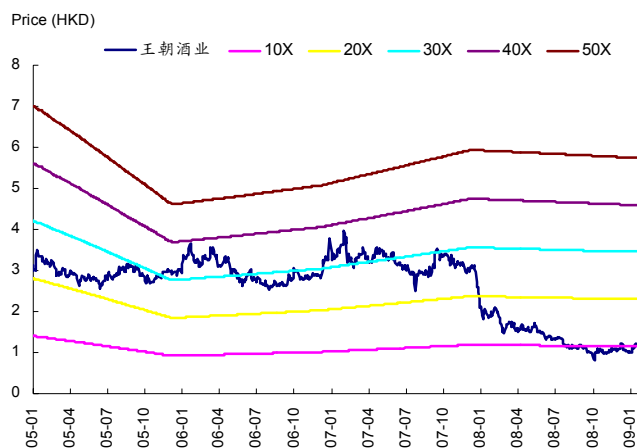
表 13: 调整后的盈利预测及主要财务比率

(单位: 港币百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
损益表						
主营业务收入	947	1114	1123	1301	1301	1301
主营业务成本	(457)	(547)	(544)	(606)	(606)	(606)
主营业务利润	491	567	579	696	696	696
营业费用	(222)	(388)	(339)	(408)	(409)	(410)
管理费用	(59)	(71)	(105)	(102)	(106)	(111)
营业利润	229	151	181	206	200	194
财务费用	(0)	0	0	0	0	0
利润总额	229	151	181	206	200	194
净利润	179	115	126	148	143	139
现金流量表						
经营活动现金流	54	113	134	73	164	167
投资活动现金流	(107)	(62)	(32)	(100)	(100)	(100)
融资活动现金流	585	(62)	(60)	(50)	(49)	(47)
现金及现金等价物净增加额	531	(11)	41	(78)	15	20
资产负债表						
货币资金	763	764	830	728	743	763
应收账款及票据	112	98	107	123	123	123
其它应收款项	40	43	61	71	71	71
存货	355	386	423	515	515	515
长期投资	9	9	9	9	9	9
固定资产净额	293	313	362	442	503	556
在建工程	0	0	0	25	25	25
无形资产及其他资产	19	59	62	62	62	62
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款及票据	51	44	44	49	49	49
其它应付款项	204	200	230	256	256	256
长期借款	0	0	0	0	0	0
少数股东权益	31	30	33	33	33	34
股东权益	1306	1400	1561	1638	1714	1787
财务指标						
净债务/所有者权益	-58.4%	-54.6%	-53.2%	-44.4%	-43.4%	-42.7%
资产负债率	16.0%	14.6%	14.7%	15.5%	14.9%	14.4%
应收账款周转期(天)	43	34	33	32	35	35
应付账款周转期(天)	40	32	30	28	30	30
存货周转期(天)	241	247	271	282	310	310
速动比率	3.6	3.7	3.6	3.0	3.1	3.1
流动比率	5.0	5.3	5.2	4.7	4.8	4.8
主营业务利润率	51.8%	50.9%	51.5%	53.5%	53.5%	53.5%
EBIT 利润率	24.2%	13.6%	16.1%	15.8%	15.3%	14.9%
税前利润率	24.2%	13.6%	16.1%	15.8%	15.3%	14.9%
净利润率	18.9%	10.3%	11.2%	11.4%	11.0%	10.7%
EBITDA 利润率	26.6%	16.7%	18.5%	18.3%	18.4%	18.5%
营业、管理费用/营业收入	29.6%	41.2%	39.5%	39.2%	39.5%	40.0%
利息保障倍数	663	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
投入资本回报率	13.9%	8.4%	8.4%	9.3%	8.6%	8.0%
总资产收益率	14.7%	7.0%	7.1%	7.7%	7.1%	6.7%
净资产收益率	13.7%	8.2%	8.1%	9.0%	8.4%	7.8%
股息收益率	4.9%	3.6%	4.1%	4.8%	4.7%	4.6%

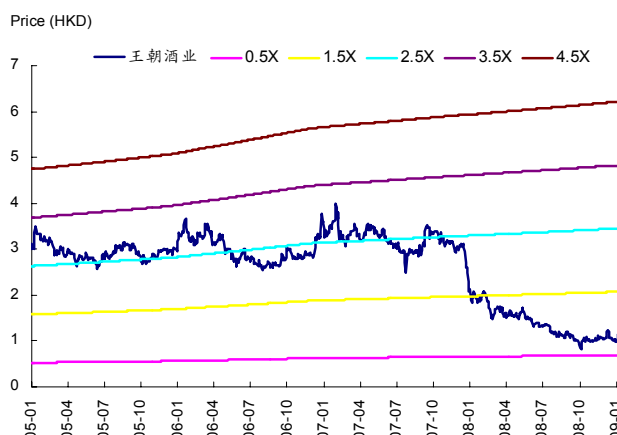
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 6: 公司历史市盈率与市净率区间图

P/E BAND



P/B BAND



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。