

# 相对估值与成长性兼备

## 食品饮料行业 2010 年度策略报告

### 报告关键点：

- 食品饮料整体处于相对估值低点
- 一线白酒增长乏力，二线名酒量增价升，推荐白酒行业
- 成本继续下降，产品结构更趋优化，推荐啤酒行业
- 销售费用率有望下降，带来投资乳制品行业的机会

### 报告摘要：

- **白酒行业（同步大市-A）：**一线白酒增长乏力，二线名酒量增价升。我们预计10年其他一线白酒在贵州茅台提价的带动下可能会选择小幅提价，但提价幅度仅能弥补消费税新政对业绩的侵蚀，因此一线白酒企业整体的业绩增长有限；部分二线白酒伴随着改制和营销管理的改善已经驶入回归和振兴的快车道。在消费升级的大背景下，通过产品结构升级，以及深耕本土及开拓省外市场实现量价齐升，由此我们判断部分二线白酒企业的业绩增速将大幅超过一线。给与白酒行业“同步大市-A”的评级。
- **啤酒行业（领先大市-A）：**成本下降，毛利率回升。由于进口大麦价格依然处于低位，预计明年大麦价格相较今年将出现20%左右的跌幅，利好整体行业。而行业中龙头公司将继续产品结构的调整，并合理自己产品基地的布局，在产量、销售及净利润增长等方面超越市场均值，我们给与啤酒行业“领先大市-A”的评级。
- **乳品行业（同步大市-B）：**恢复性增长到位，行业转入稳定增长期，原奶价格虽然上涨，但明年整体行业的销售费用率有望下降。恢复性增长所带来的快速增长有望结束，未来增长重新进入稳步增长的态势。而原奶价格由于存栏量的减少及饲料价格的高企，将逐步上涨。但由于今年行业销售费用率异于常态的高，明年则有望大幅度下降，对龙头企业业绩提升帮助极大。但基于行业实际盈利高点已过，因此我们给与乳品行业“同步大市-B”的评级。
- **葡萄酒行业（同步大市-B）：**行业景气触底回升，进口酒冲击剧烈。明年经济形势进一步好转，葡萄酒行业的整体经营状况已度过最困难的时期并开始迎接新一轮增长，但增速会略有所下降。由于进口原装葡萄酒的增速仍将大幅超越市场的发展速度，我国葡萄酒市场将面临进口原装酒的剧烈冲击。张裕等行业龙头企业依托其品牌和渠道控制力的强大优势，暂时受到的冲击有限。给与葡萄酒行业“同步大市-B”的投资评级。

食品饮料

上次评级

同步大市-A

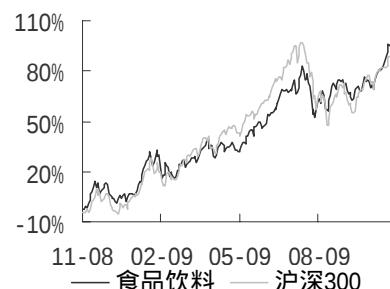
领先大市-A

报告日期

2009-12-16

| 首选股票        | 目标价   | 评级   |
|-------------|-------|------|
| 600600 青岛啤酒 | 40.20 | 买入-B |
| 600809 山西汾酒 | 43.80 | 买入-B |
| 600887 伊利股份 | 30.15 | 买入-B |
| 000568 泸州老窖 | 38.00 | 增持-A |
| 000596 古井贡酒 | 35.00 | 增持-A |
| 600199 金种子酒 | 16.00 | 买入-B |

### 12 个月行业表现



### 研究员

**独孤南薰** 高级行业分析师  
021-68765196 dugunx@essence.com.cn  
**李铁** 行业分析师  
010-66581633 litie2@essence.com.cn

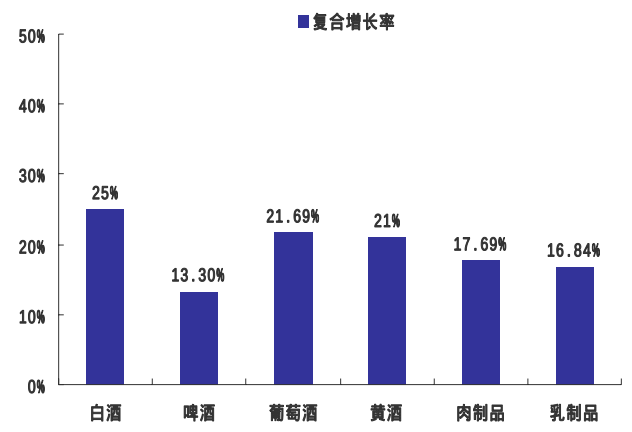
### 前期研究成果

**白酒葡萄酒行业：期待旺季来临**  
2009-10-19  
**乳制品：路漫漫其修远兮**  
2009-09-23  
**白酒产销两旺，葡萄酒行业景气回升**  
2009-08-12

## 1. 食品饮料行业概况

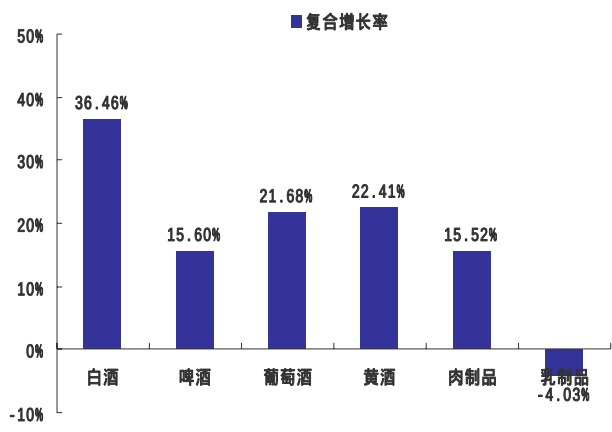
05 年至 2008 年，食品饮料各个子行业实现了不同程度的增长。白酒、葡萄酒、黄酒和肉制品的收入增幅较大。从利润的增速看，白酒、黄酒、葡萄酒的增速位列前三位，乳业由于去年三聚氰胺事件的影响，使行业利润落入负增长。白酒、啤酒和黄酒利润增速超过收入增速，表明行业的盈利能力在提高。

图 1 2005-2008 年子行业主营收入复合增长率



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

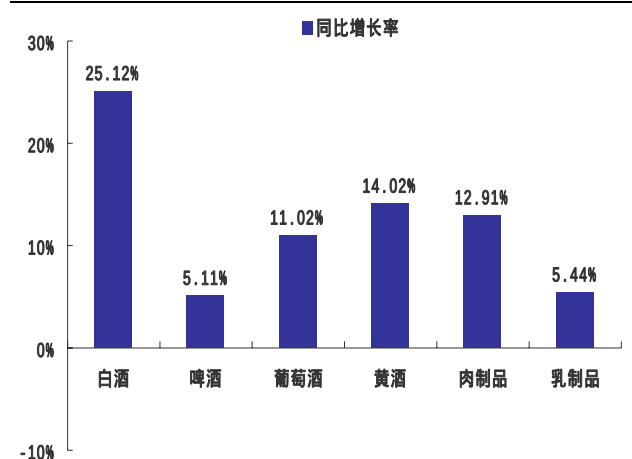
图 2 2005-2008 年子行业利润复合增长率



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

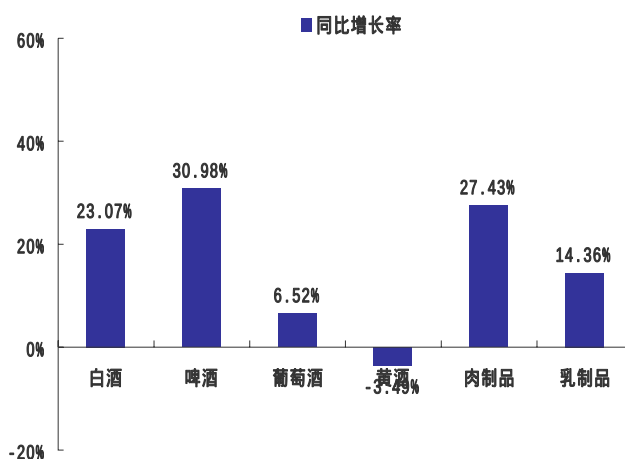
09 年前三季度与去年同期相比食品饮料各子行业除黄酒外收入和利润实现双增，特别是啤酒行业，大麦价格的下降使得行业的盈利能力显著提高。肉制品和乳制品行业同样主要得益于主要原材料价格维持低位，如生猪、原奶价格的大幅下降使得行业利润水平大幅增长。黄酒行业由于自身消费群体的局限性以及分布在外向型经济主导的长三角地区，受经济下行的冲击较大，前三季度利润为负增长。白酒、葡萄酒受经济下行的影响，盈利增长低于收入增速，特别是葡萄酒，这也与葡萄酒的主要消费人群和地区对经济形势的变化较为敏感有关。一线的高端白酒在上半年处于控量保价的状态，真正实现旺销的是中档和中高档白酒，这与 06-08 年高端白酒量价齐升有较大的区别，因此白酒行业的收入略高于利润增速。我们判断：四季度随着经济回暖，高端白酒和葡萄酒的销量逐渐恢复，在销售占比中逐步增加，利润增速会重新超过收入。

图 3 2009Q1-Q3 子行业主营收入同比增长



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

图 4 2009Q1-Q3 子行业利润同比增长

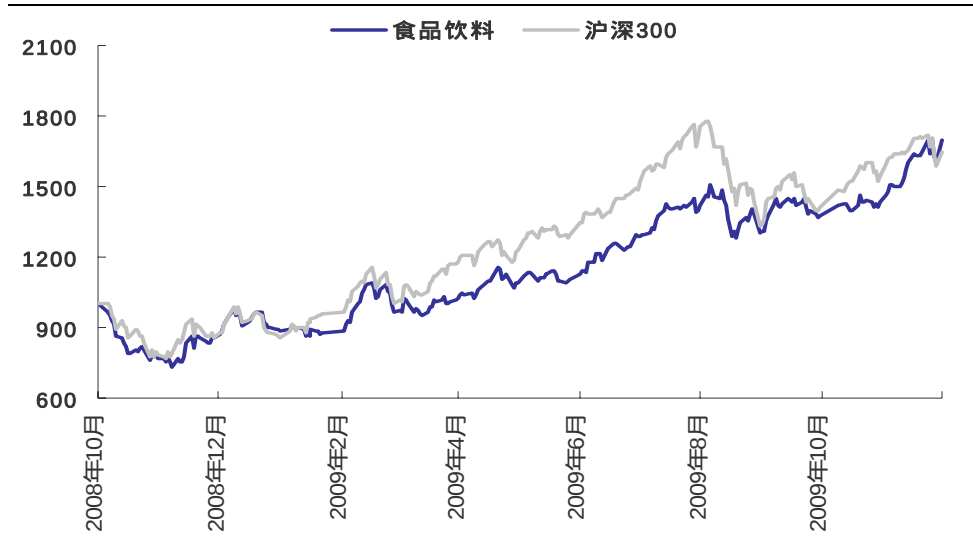


数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

## 2. 行业处于平均水平，具有一定的估值优势

从去年四季度至今食品饮料板块的表现皆弱于大盘，特别是在自 09 年 3 月份开始的这轮“小阳春”行情中更是跑输大盘。

图 5 食品饮料行业与大盘走势



数据来源：Wind 安信证券研究中心

行业的估值处于历史中等水平的位置，静态 PE 为 54 倍。自 2006 年以来食品饮料行业的平均相对沪深 300 的估值溢价约为 2.08 倍，目前为 2.15 倍，行业现在基本处于近 3 年相对估值的平均水平，估值水平并不高。

图 6 食品饮料行业与大盘 PE 比较



数据来源：Wind 安信证券研究中心

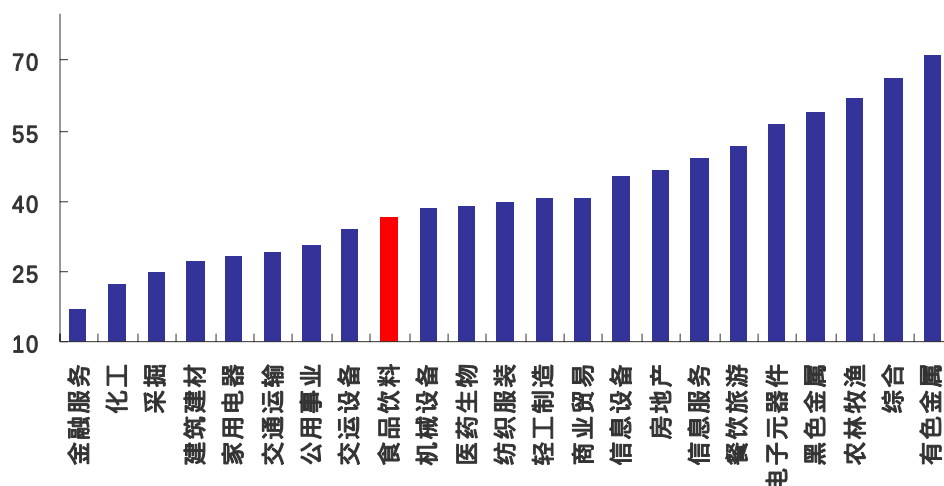
图 7 食品饮料行业 PE/大盘 PE



数据来源：Wind 安信证券研究中心

与 A 股其他行业 09 年动态估值对比，食品饮料行业处于较低位置，具有相对的估值优势。

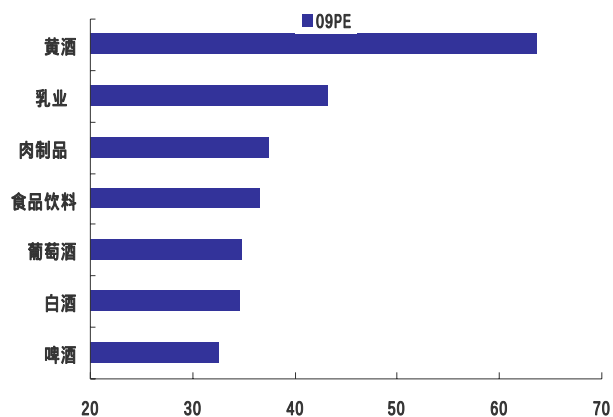
图 8 食品饮料行业与 A 股其他行业估值比较



数据来源：Wind 安信证券研究中心

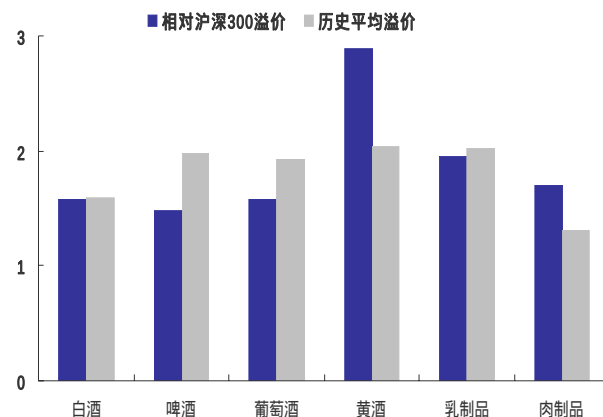
以 09 年的动态估值来看，白酒、啤酒和葡萄酒处于相对低位，黄酒、乳业以及肉制品的估值高于行业平均。历史数据表明：啤酒、葡萄酒当前的估值水平明显低于历史平均。白酒、乳业当前的估值水平基本处于历史平均水平，但黄酒、肉制品的估值水平已高于历史平均。

图 9 食品饮料子行业估值比较



数据来源：Wind 安信证券研究中心

图 10 食品饮料行业子行业历史估值比较



数据来源：Wind 安信证券研究中心

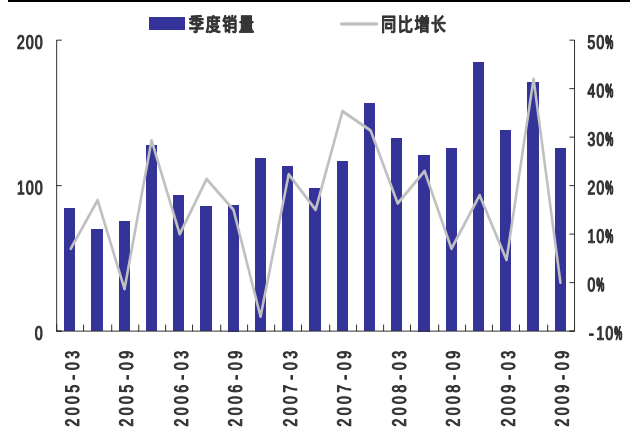
### 3. 白酒行业：二线名酒量增价升，一线白酒有估值优势

#### 3.1. 行业数据表明销售结构变化

经济的冷暖似乎并未降低国人对白酒的消费热情，近几年的销量还呈稳步上升之势。从季度收入和利润的增速对比来看，在 2 季度收入增速超过利润之后，3 季度的利润增速重超收入。这种数据的变化与今年白酒消费市场的状况完全一致：上半年，一线高端白酒企业实行控量保价，而市场上中档和中高档白酒热销。3 季度由于渠道的存货消耗殆尽，经销商在经济回暖的背景下开始补库存并且憧憬中秋和国庆的旺销，因此市场出现了一线高端白酒量增价升的局面。高端白酒的销售收入占比增加，在行业数据上表现为利润的增速超过收入。

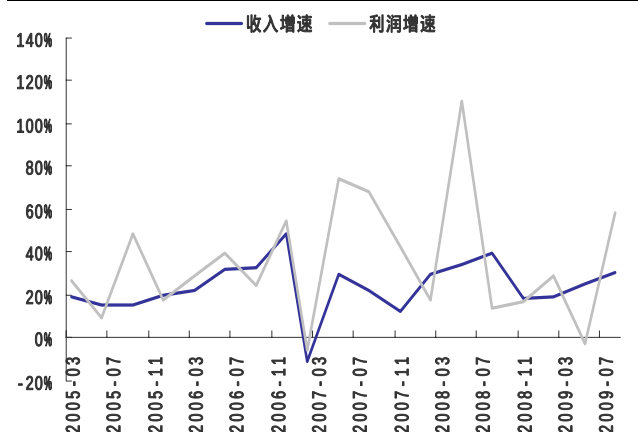
## 行业深度分析

图 11 白酒行业销量及增速



数据来源：Wind 安信证券研究中心

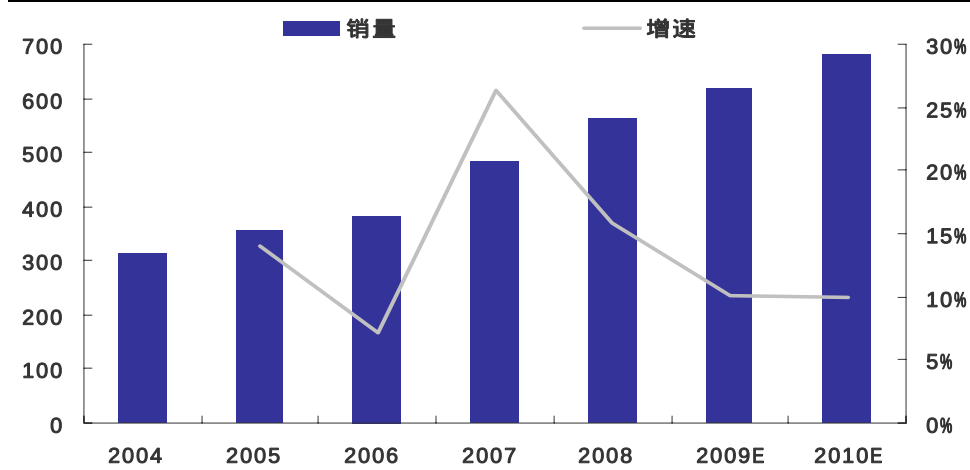
图 12 白酒行业收入和利润增速



数据来源：Wind 安信证券研究中心

我们认为：根据近几年的行业数据，结合我国白酒消费市场的状况，白酒行业销量的增速应逐渐趋缓，行业收入和利润增速的变化主要体现在消费结构的变化。具体来说就是高端和中低端的销售占比的变化。

图 13 白酒行业的销量及预测



数据来源：Wind 安信证券研究中心

### 3.2. 一线白酒：业绩增长源自直接提价

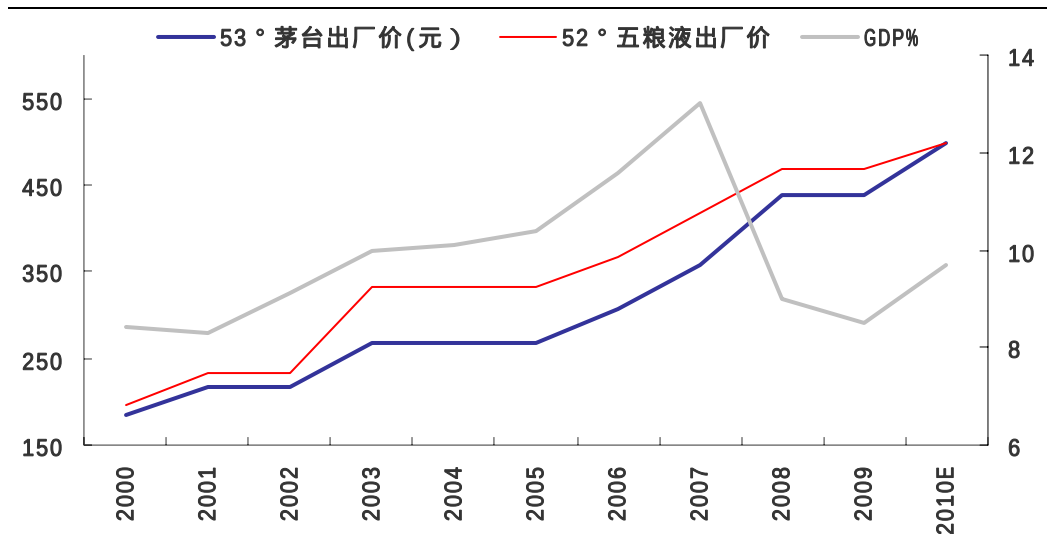
我们将白酒类上市公司大致分为一线白酒和二线白酒类上市公司。一线白酒类上市公司包括：贵州茅台、五粮液、泸州老窖和水井坊。古井贡酒、洋河股份、金种子酒等为二线白酒的代表。由于资源的稀缺性，一线白酒的增长主要源自直接提价，因此判断提价成为一线白酒企业明年业绩增长的关键。

我们分析近 10 年高端白酒的代表-贵州茅台及五粮液的提价路径与我国经济走势时发现：在经济繁荣的年份高端白酒提价，增速较小的年份不提，让市场休整、消化。05-07 年，我国经济高速发展，在此期间高端白酒在此阶段进行了连续大幅提价。08 年受国际金融危机的影响，我国经济增速大幅下降，但高端白酒的企业仍逆市提价，造成的结果是年底价格体系受到了巨大的冲击：价格倒挂、串货现象严重，影响甚至延续到 09 年上半年，大多数公司只能通过严格地控量保价维持价格体系。尽管 3 季度高端白酒看似实现了“热销”，但主要是由于经销商补库，以及随着经济的回暖，对中秋、国庆旺销的预期，然而事后证明，中秋、国庆并未实现期望的“热销”，高端白酒市场并未呈现想象中的“整体旺销”。

贵州茅台作为一线白酒的龙头，茅台酒以其“国酒”的品牌形象一直为高端商务政务接待的首选，受此次经济危机的影响最小，具有最高的终端市场价格，而出厂价却低于国窖 1573 和五粮液 30 元，最具提价的基础。随着经济回暖选择了在 09 年末提

价，这也给其他一线白酒出了一个难题。

图 14 高端白酒提价与经济增速



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

基于以上分析，我们认为在 06-08 年连续 3 年提价之后，市场需要休整以消化，09 年可以看作是高端白酒价格体系的休整年。跟我们宏观部门的预测，明年 GDP 增速将达到 9.7，伴随着我国经济的迅速恢复，加之高端白酒的价格体系经过 09 年的恢复休整，在贵州茅台的带动下其他一线白酒可能会根据自身的情况以及竞争的态势选择提价跟进，例如：五粮液。但我们判断一线白酒明年提价的幅度不会太大，基本弥补营业税新政对公司利润的侵蚀，因此业绩增长有限。

### 3.3. 二线白酒：回归与振兴，量价齐升，业绩大幅增长

从 1-9 月上市公司经营数据看，二线白酒表现大幅强于一线，部分二线白酒销售收入和利润增速更是大大超越一线。

表 1 一、二线白酒上市公司盈利对比

|      | 1-9月总收入 (亿元) | 收入同比增长% | 1-9月总利润 (亿元) | 利润同比增长% |
|------|--------------|---------|--------------|---------|
| 泸州老窖 | 32.11        | 4.35    | 12.64        | 16.46   |
| 水井坊  | 8.45         | -3.42   | 1.52         | -34.76  |
| 古井贡酒 | 9.72         | -2.70   | 0.46         | 96.45   |
| 酒鬼酒  | 2.64         | 39.88   | 0.37         | 370.75  |
| 五粮液  | 80.30        | 22.06   | 23.83        | 48.54   |
| 金种子酒 | 7.44         | 64.79   | 0.45         | 139.16  |
| 贵州茅台 | 78.07        | 20.36   | 39.80        | 20.45   |
| 沱牌曲酒 | 5.48         | -16.63  | 0.45         | 10.59   |
| 山西汾酒 | 17.07        | 51.63   | 4.68         | 87.18   |
| 洋河大曲 | 28.92        | 41.20   | 9.04         | 59.53   |

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

不可否认，二线白酒公司业绩的大幅增长有一部分小基数的因素，但通过我们调研以及整理的有关资料表明，部分二线白酒的未来增长是可持续的。二线名白酒的提价是顺应消费升级，通过产品结构升级实现间接提价，这些古井贡酒、山西汾酒、金种子酒以及洋河股份等老名酒已经驶入回归与振兴的快车道，通过深耕本土市场和开拓省外市场实现销量的大幅增长，量价齐升推动二线名白酒企业业绩快速增长。给予行业“同步大市-A”的投资评级。

表 2 白酒上市公司盈利预测

| 代码     | 简称   | 最新日期       | 最新价格<br>(元) | 每股收益 (元) |      |      |      | 市盈率    |        |       |       | CAGR<br>09-11 | PEG<br>09-11 |
|--------|------|------------|-------------|----------|------|------|------|--------|--------|-------|-------|---------------|--------------|
|        |      |            |             | 08A      | 09E  | 10E  | 11E  | 08A    | 09E    | 10E   | 11E   |               |              |
| 000568 | 泸州老窖 | 2009-11-30 | 39.33       | 0.91     | 1.15 | 1.30 | 1.58 | 43.22  | 34.20  | 30.25 | 24.89 | 17%           | 1.76         |
| 000596 | 古井贡酒 | 2009-11-30 | 34.12       | 0.15     | 0.30 | 0.51 | 0.72 | 227.47 | 113.73 | 66.90 | 47.39 | 55%           | 1.22         |
| 600779 | 水井坊  | 2009-11-30 | 20.76       | 0.64     | 0.60 | 0.78 | 0.82 | 32.44  | 34.60  | 26.62 | 25.32 | 17%           | 1.57         |
| 000799 | 酒鬼酒  | 2009-11-30 | 16.23       | 0.14     | 0.20 | 0.25 | 0.30 | 119.51 | 81.15  | 64.92 | 54.10 | 22%           | 2.89         |
| 000858 | 五粮液  | 2009-11-30 | 28.44       | 0.48     | 0.78 | 1.03 | 1.20 | 59.62  | 36.46  | 27.61 | 23.70 | 24%           | 1.15         |
| 600199 | 金种子酒 | 2009-11-30 | 13.23       | 0.09     | 0.25 | 0.40 | 0.54 | 147.00 | 52.92  | 33.08 | 24.50 | 47%           | 0.70         |
| 002304 | 洋河股份 | 2009-11-30 | 115.10      | 1.65     | 2.62 | 3.58 | 4.47 | 69.76  | 43.93  | 32.15 | 25.75 | 31%           | 1.05         |
| 600519 | 贵州茅台 | 2009-11-30 | 173.91      | 4.03     | 5.33 | 6.03 | 7.38 | 43.15  | 32.63  | 28.84 | 23.57 | 18%           | 1.63         |
| 600702 | 山西汾酒 | 2009-11-30 | 42.37       | 0.12     | 1.21 | 1.46 | 1.70 | 344.47 | 35.02  | 29.02 | 24.92 | 19%           | 1.57         |
| 600197 | 伊力特  | 2009-11-30 | 11.76       | 0.28     | 0.28 | 0.36 | 0.45 | 42.00  | 42.00  | 32.67 | 26.13 | 27%           | 1.22         |

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

当然，并非所有的二线名白酒都能够实现快速增长，我们分析研究认为实现快速增长的企业具备如下条件：首先是老名酒，属于区域强势品牌；其次，公司改制，管理层和职工持股，公司有新气象；第三，公司的营销管理改善。代表公司如洋河股份、古井贡酒、金种子和山西汾酒。

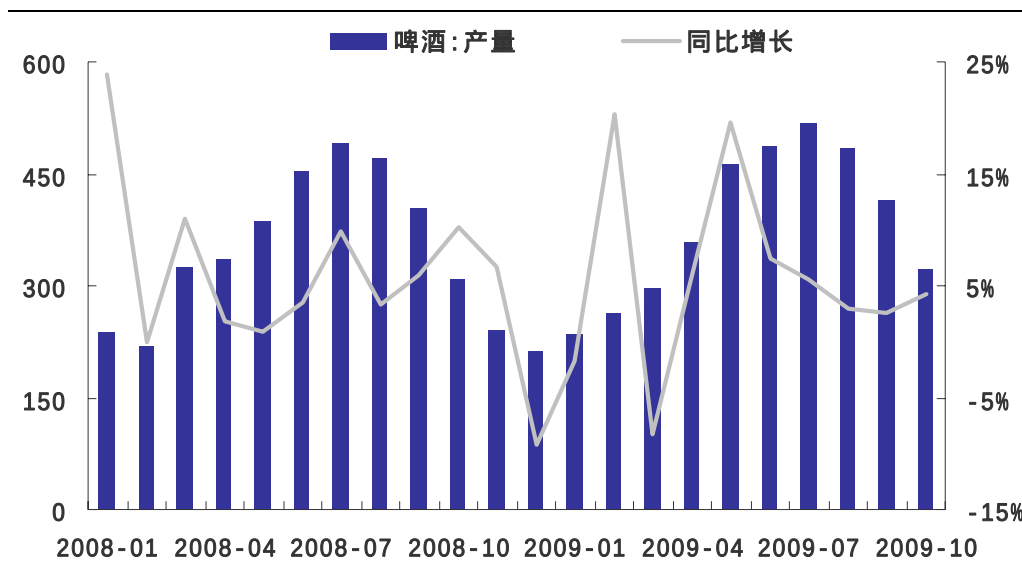
## 4. 啤酒行业

### 4.1. 销量稳步增长

#### 4.1.1. 啤酒产量稳步上升

2009 年度我过啤酒行业产销量整体在前七个月增长较快，其中在 2 月及 5 月两月份行业产销量同比增长皆在 20% 以上。但进入下半年，受“打击酒驾”、旺季气温较低等因素影响，啤酒产销量增速放缓。啤酒行业 2009 年 1 - 10 月，整体产销量为 3843.09 万千升，同比增长为 5.76%，略超 2008 年 5.5% 的增长率。

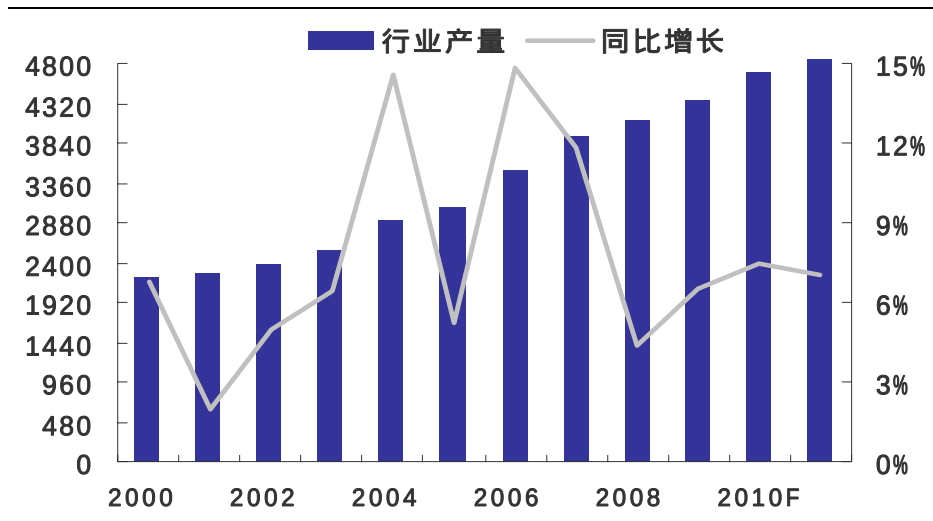
图 15 啤酒行业产量，2008 年 1 月 - 2009 年 10 月（左轴，百万吨；右轴，百分比）



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

从整体行业来看，啤酒行业整体处于一个成熟增长期，除非遇到特殊年份，每年产销量的增幅预计会维持在 6-7% 之间。

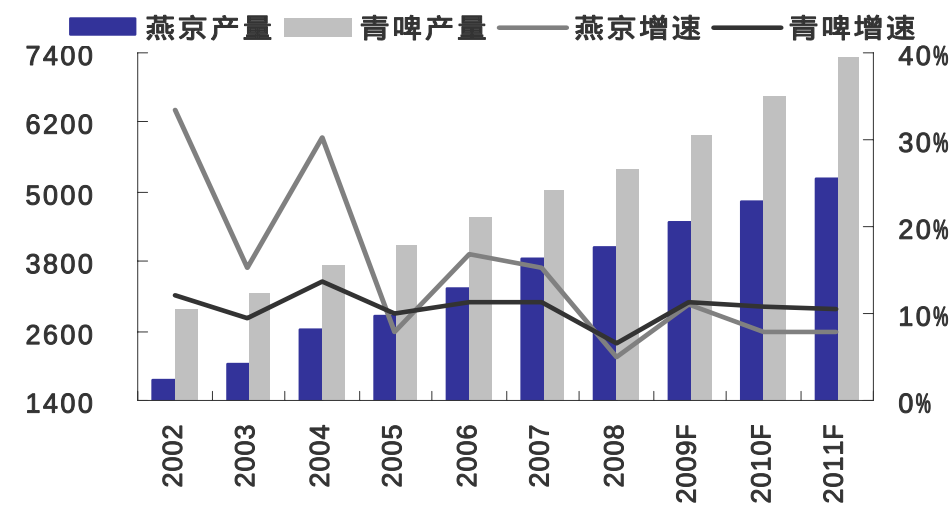
图 16 中国啤酒行业产量，2000 年 - 2011 年（左轴，百万吨；右轴，百分比）



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心预测

而我们预计作为国内 A 股上市公司的两强，随着新产能的投入，青岛啤酒及燕京啤酒的产销量增速将超过行业平均。且由于青岛啤酒当前把主要精力放在产品升级上，燕京啤酒的产销量增速有望超过青岛啤酒。

图 17 燕京啤酒及青岛啤酒历年产量及增速（左轴，万千升；右轴，百分比）



数据来源：公司资料，安信证券研究中心预测

#### 4.2. 行业整体利润随大麦价格下降出现好转

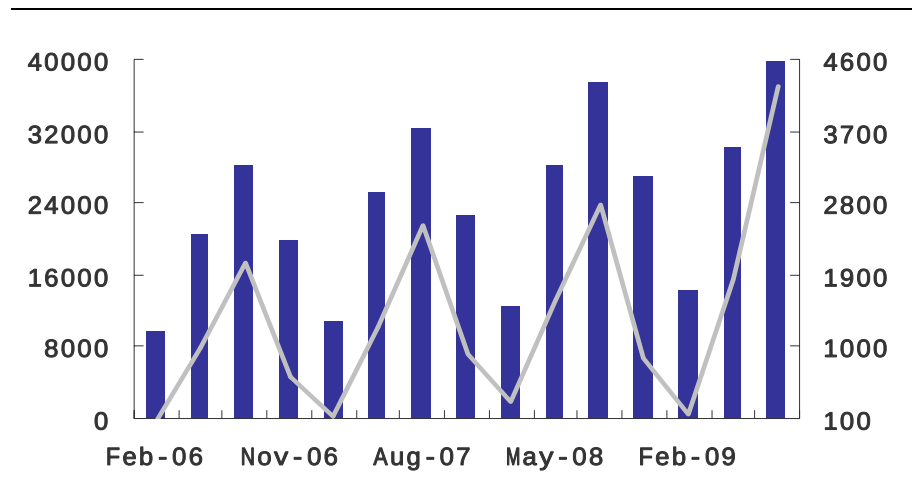
而从销售收入来看，2009 年 1 - 8 月，中国啤酒行业累计完成销售收入 843.6 余亿元，同比增长 11.02%，增速超过产销量。与此同时，中国啤酒行业的利润总额达到 62.7 余亿元，同比增长 31%。正如我们在去年四季度的预测，整体行业由于大麦价格前期的下降，并在二季度开始的使用，导致成本下降，并且在 2009 年二季度开始出现利润的好转。

我们认为，由于澳大利亚去年降雨充分，澳大利亚冬季作物皆出现较大丰收，其中占

中国啤酒厂商可变成成本份额较大的大麦，产量在 682 万吨，增产 92 万吨，同比增长 15.3%。而澳大利亚农业部最近一期的预测澳大利亚 2009 - 2010 年度大麦产量将会达到 771.3 万吨，同比增长 13%。

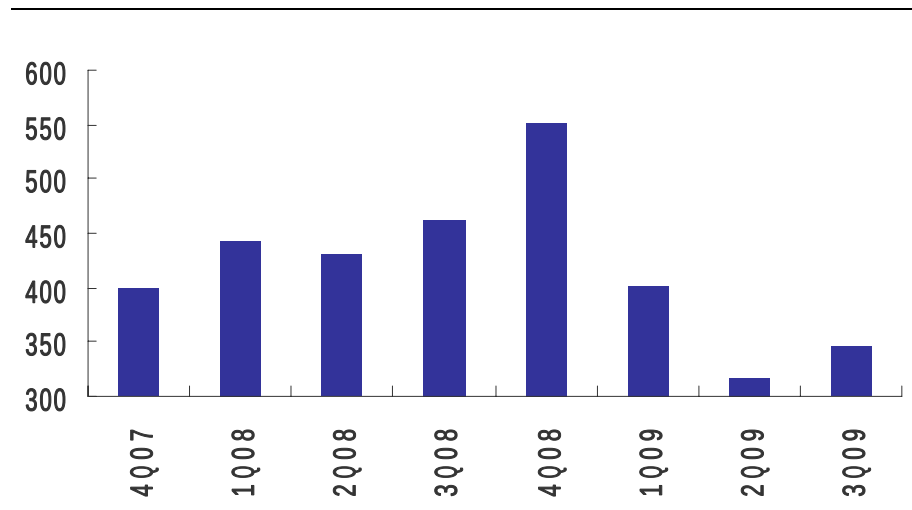
而近期无论是加拿大西岸期货价格，澳麦出口价格以及中国进口大麦的到岸价格皆创出两年多以来的新低。而由于大型啤酒企业一般情况下会在 11 月底至 12 月初，谈判澳麦进口的价格，因此这些企业明年大麦的进口价格有望在 200 - 220 美元/吨，相较 2009 年度有约 20% 的下降。

图 18 啤酒行业相应季度收入及利润总额（左轴，收入；右轴，利润总额）



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 19 澳大利亚酿酒用大麦出口均价（澳元/吨）



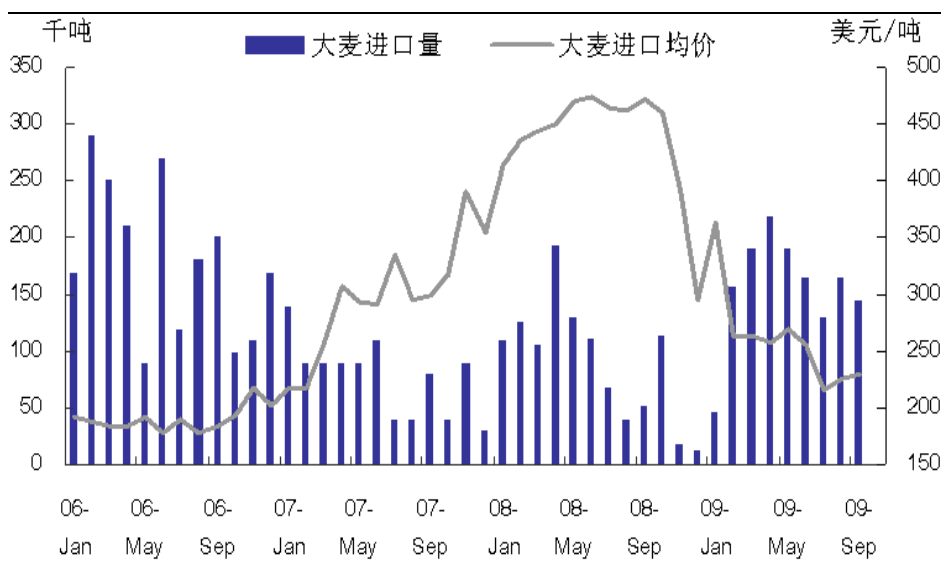
数据来源：ABARE，安信证券研究中心

图 20 国际大麦主产区加西大麦期货价格（加元/吨）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 21 中国大麦进口量及到岸均价，（左轴，千吨；右轴，美元/吨）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

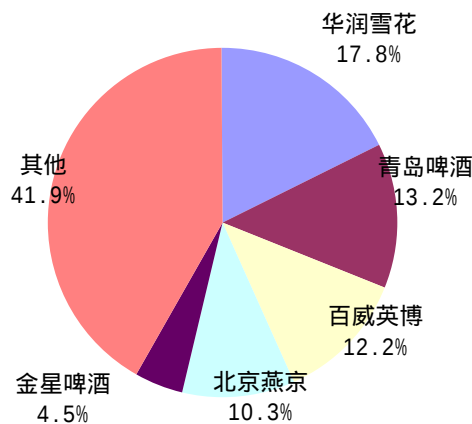
#### 4.2.1. 包装物成本，要涨也难

包装物方面，由于玻璃瓶供应商处于较弱势地位，而啤酒厂商议价能力较强，且在 2008 年考虑实际情况后，皆已经有小幅度提高了玻璃瓶收购价格。考虑到玻璃瓶及啤酒厂商的供求地位，我们认为短期之内，啤酒瓶价格再次上涨的可能性不大。而从大型啤酒企业第一轮包装物竞价情况来看，此块支出几无变动。但是需要指出的变数是，如果石油价格继续上涨，传导至下游产品，则包装成本有可能提高。

#### 4.3. 集中度缓慢提高，直接提价尚难

中国啤酒行业整体来看，集中度有所提高，但是直接提价尚难。从 2008 年来看，中国最大的三家啤酒厂商占全部市场份额比率已经提高到 43.3%，而前五大的厂商已经占据近六成的市场份额，集中度相较先前明显提高。但由于分部地域的欠渗透性，与相对市场的分散性，导致提价能力较弱。

图 22 2008 年中国主要啤酒企业市场占有率

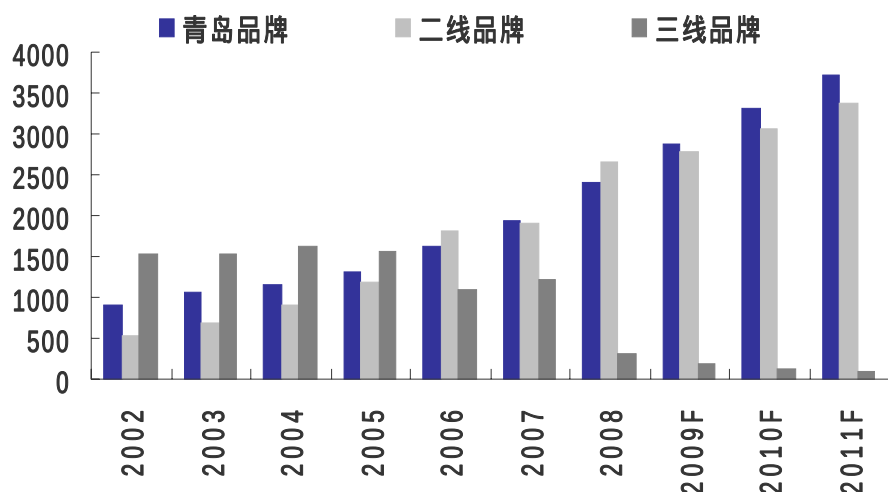


数据来源：安信证券研究中心

中国啤酒行业整体而言，早已经迈过快速发展期。整体市场的增速基本维持在 5 - 7 % 之间的自然增长率，而大型企业的增速则远超行业平均数。此现象说明，原先的需求型市场成为挤压型市场。大企业在挤压或收购小型企业及其市场份额这些缓冲区域的同时，势必进入相互直接的竞争局面。由于啤酒市场自 1980 年代以来，新进品牌较多，因此影响力相对较弱，竞争多局限于价格方面的角力。而除去大型企业，地方龙头为包住本土市场，也多采取低价策略，以使得相对地区中，低销售费用率的优势最大化。因此，各类企业除非万不得已皆不会采取直接提价的模式。

而各大啤酒企业把提价模式转变为间接性。青岛啤酒、燕京啤酒及雪花啤酒等等皆采取提高高端产品如纯生、小瓶装及易拉罐等产品来提高吨酒价格，继而提高整体利润率水平。

图 23 青岛啤酒的产品升级之路（千千升）



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

虽然啤酒行业整体提价能力较弱，而成本的下降及产品的结构的调整，有望使得啤酒行业的利润率继续提高，因此我们给予行业“领先大市-A”的评级。而龙头企业由于增量更快，产品结构更趋合理，因此净利润增速将更快。我们维持青岛啤酒“买入-B”的投资评级，并维持燕京啤酒“增持-A”的投资评级。

## 5. 乳制品行业

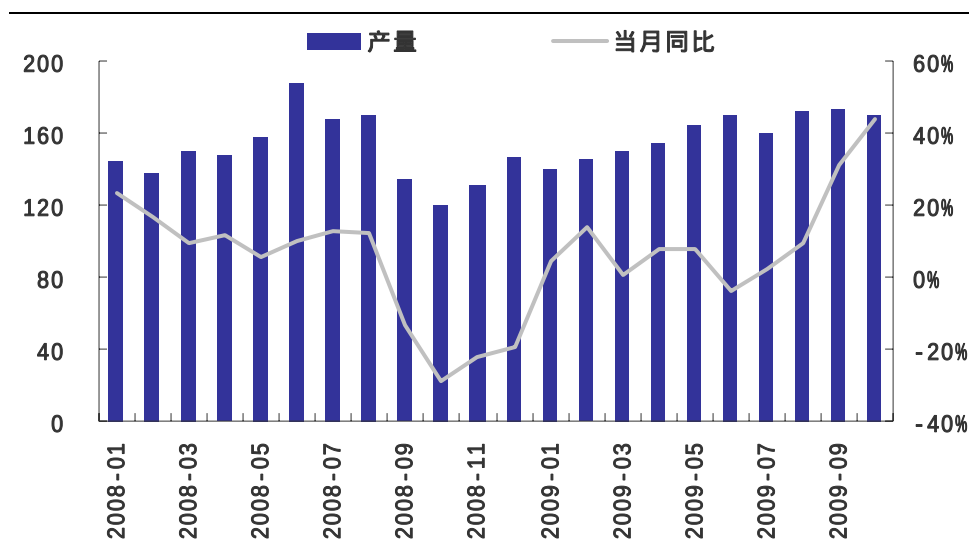
### 5.1. 乳制品产量恢复正轨

三聚氰胺事件以后，中国乳制品行业陷入低谷。所幸的是，随着政府各项措施监管及扶持的到位，企业促销力度的加大以及消费者略带无奈的健忘，乳制品行业整体已经完成恢复，重新步入正常轨道。

从乳制品行业层面来看，相较行业在 2008 年四季度的三个月的乳制品产量大幅度下降的情况，( 分别同比下降 28.8%、22.5%和 19.5% )，今年出现了明显的恢复势头。2009 年 9 月及 10 月，( 去年相同月份为离出事最近的 2 个月 )，乳制品产量分别同比增长 30.9%及 44.1%。而液态奶产量在这两个月份分别增长 34.3%及 46.9%，彰显行业恢复的完成，进而进入正常轨道。

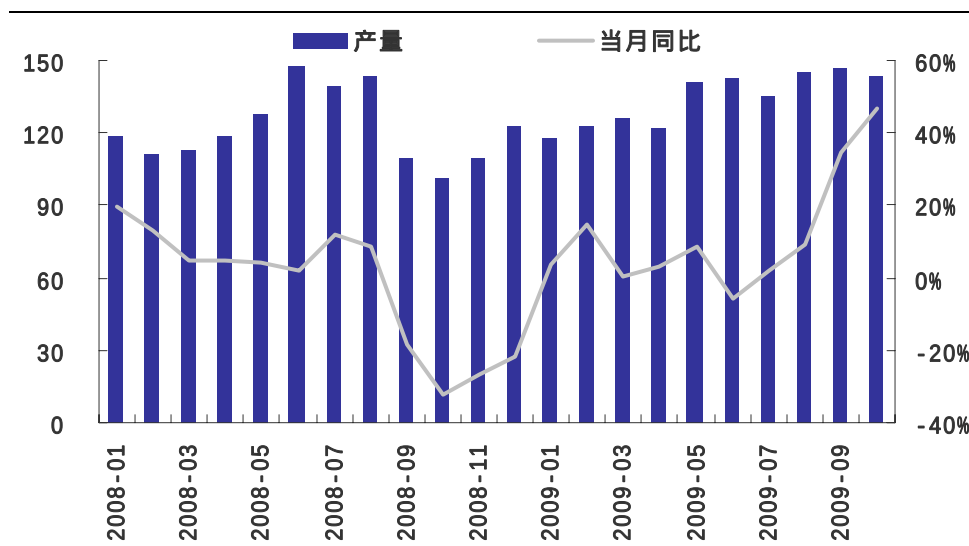
作为乳制品行业巨头的伊利股份及蒙牛乳业 ( 02319.HK )，两家公司当前的日均销售情况已经进入重新增长的情况，而伊利股份之奶粉及冷饮业务皆创出历史新高。

图 24 中国乳制品月度产量及同比增速 ( 左轴，百万吨；右轴，百分比 )



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 25 中国液态奶月度产量及同比增速 ( 左轴，百万吨；右轴，百分比 )



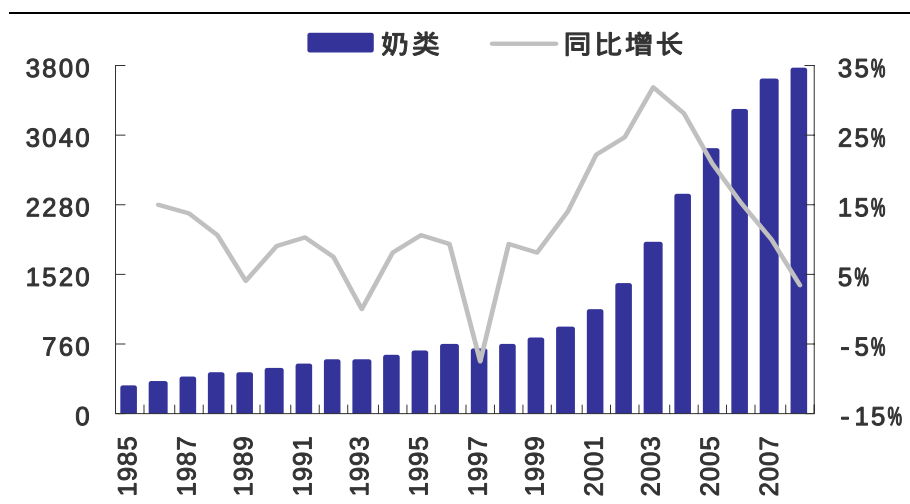
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

## 5.2. 整体行业尚存隐忧

### 5.2.1. 近年消费增速减缓

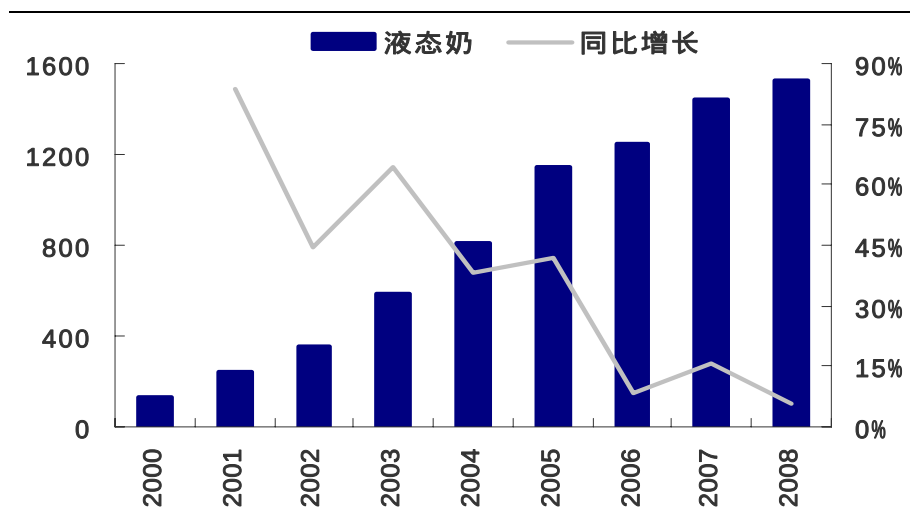
在 2000 年前后，随着 UHT 奶的逐步推广中国乳制品进入快速发展期，但是由于消费习惯，质量问题等等因素，乳制品的消费开始出现放缓的趋势。

图 26 中国乳制品年度产量及同比增速（左轴，百万吨；右轴，百分比）



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

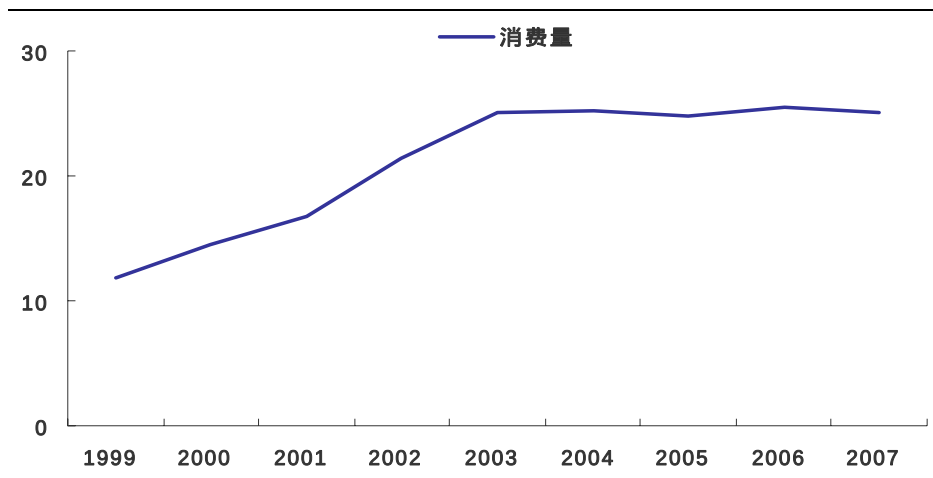
图 27 中国液态奶年度产量及同比增速（左轴，百万吨；右轴，百分比）



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

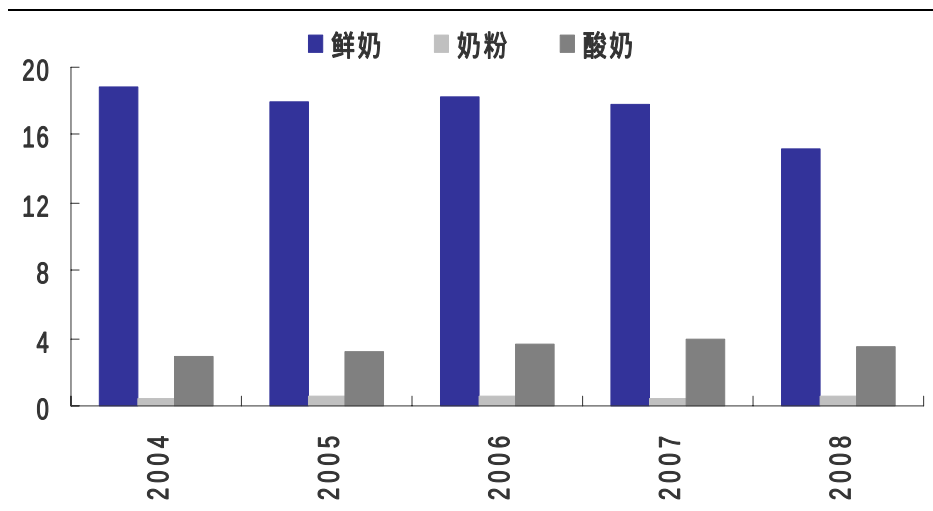
而中国乳制品消费的主要群体城镇消费非但没有出现提高，而且有略微下滑趋势，因此在农村消费群体尚未成熟的情况下，未来增长的源头，尚不能显现。

图 28 1999-2007 城镇居民人均液态乳消费量（单位：升）



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

图 29 中国 36 城市人均乳制品消费量（千克）



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

### 5.2.2. 原奶价格触底反弹

由于受三聚氰胺事件影响，原奶价格跌至低点，随着乳制品行业的恢复，原奶供应也趋紧张，加之饲料价格的高企，我们预计原奶价格将逐步上升。

图 30 中国 2009 年主产区生鲜乳周平均价格（元/千克）

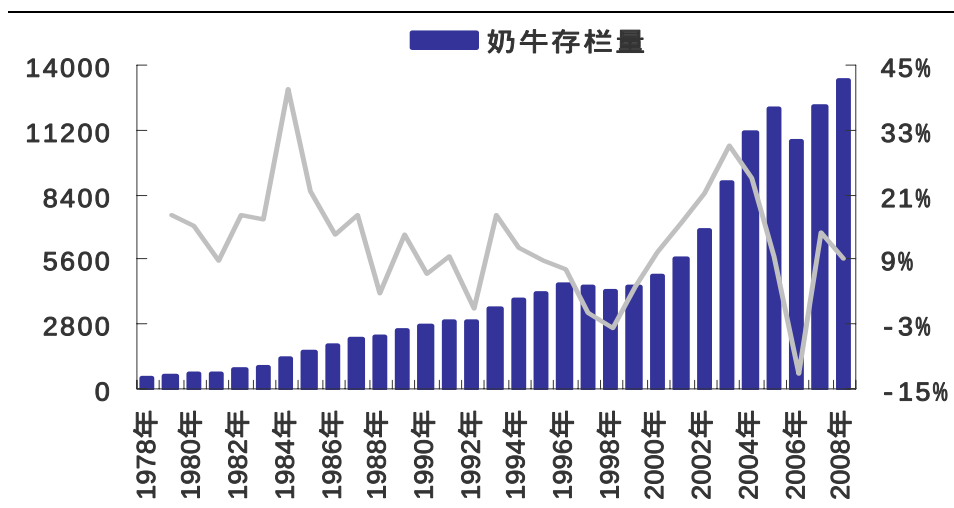


数据来源：中国奶业协会，安信证券研究中心

2009年初，由于担心食品安全问题，奶农散养的原奶出现大量滞销，原奶价格下跌较多，奶农亏本局面导致杀牛的情况屡屡出现。进入2009年下半年，乳制品快速恢复，原奶需求大幅度增加，而存栏的下降，奶源供应出现紧张情况，使得原奶价格出现攀升。

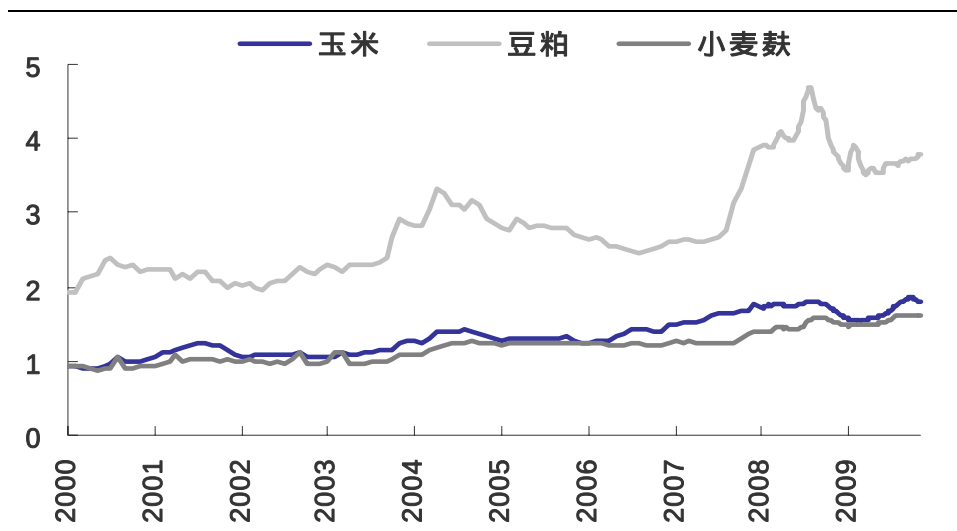
从历史情况来看，由于奶牛补栏周期为三年，因此奶牛数量的下降，应该会在一年以后导致奶价出现较大的涨幅。而乳制品企业如果没有较强的提价能力，则势必影响他们的盈利能力。2006年的存栏量下降加之2007年开始的饲料成本大幅度上涨，导致了2007年末及2008年初，乳制品大幅度提价的情况。

图 31 中国奶牛存栏量及增速（左轴，万头；右轴，百分比）



数据来源：中国奶业协会，安信证券研究中心

图 32 主要饲料原料价格走势（元/千克）



数据来源：中国奶业协会，安信证券研究中心

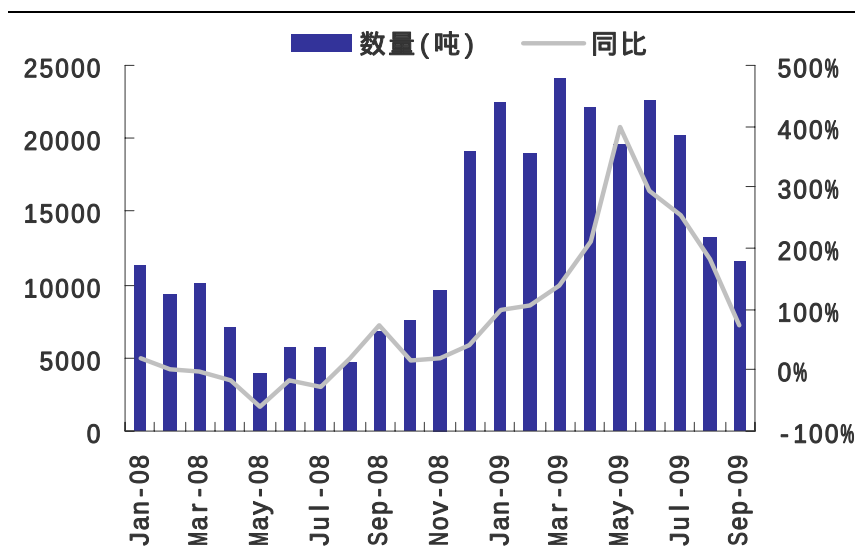
### 5.2.3. 行业提价难度大，但费用率将下降

在饮料制造行业中乳品制造行业的收入规模是最大的，对比酒类消费，未来还有巨大的成长空间，然而行业的销售利润率却是最低的（甚至低于啤酒行业的 5.95%）。由于目前国内乳品行业仍处于激烈的市场竞争状态中，价格仍是当前国内乳企竞争中最有力的“武器”，行业龙头甚至在原奶价格飙升的情况下都不敢轻言涨价。业内公司势必将通过产品结构的调整来应对原奶收购价格的上升。但是我们需要指出的是，由于 2009 年为事件后元年，各大企业的销售费用率皆出乎常态的高，而自 2010 年开始，我们预计此项费用率将有所下降。对于净利润率很低的行业，此费用率的下降，将对各大公司的业绩帮助极大。

### 5.3. 奶粉市场，进口涌入

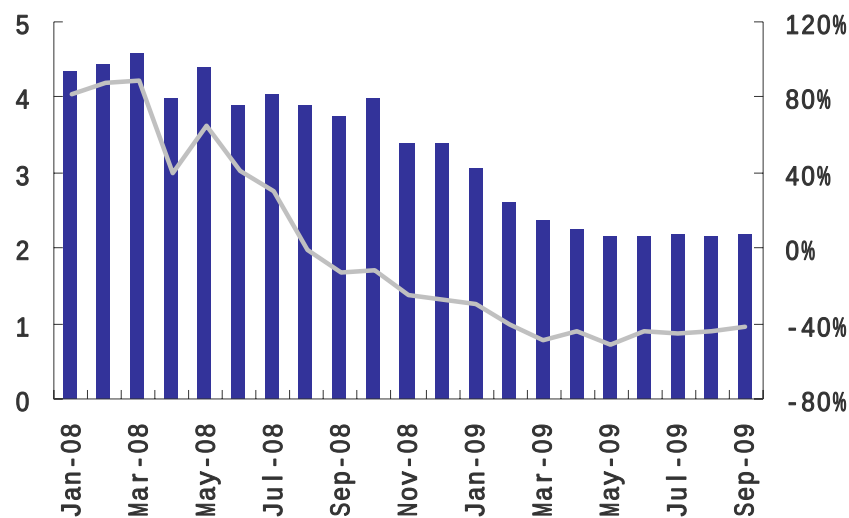
自从“三聚氰胺”以后，进口奶粉数量急剧增长。而从单价来看，平均价格下降明显，显示进口奶粉由原来高端市场逐步向中低端渗透的局面。而自 2009 年四季度以来，原奶价格的上涨，也加速了奶粉的进口。

图 33 中国进口奶粉数量及同比增速（左轴，吨；右轴，百分比）



数据来源：中国奶业协会，安信证券研究中心

图 34 中国进口奶粉单价及同比状况（美元/千克，左轴；百分比，右轴）



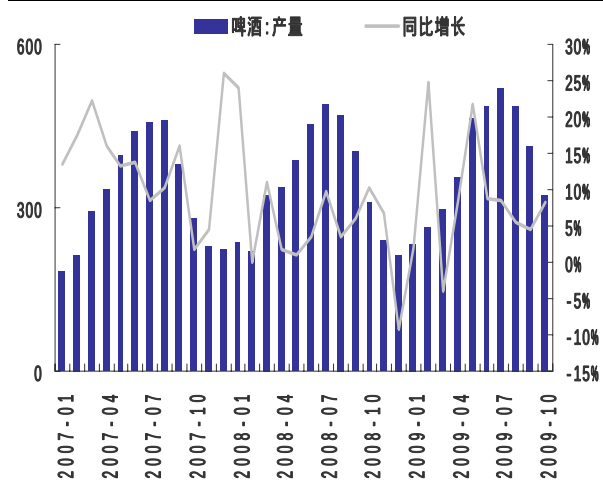
数据来源：中国奶业协会，安信证券研究中心

基于对原奶价格上涨及企业费用率下降的预期，我们维持行业“同步大市-B”的行业评级。维持伊利股份“买入-B”的投资评级。

## 6. 葡萄酒行业：受益经济回暖，行业开始恢复

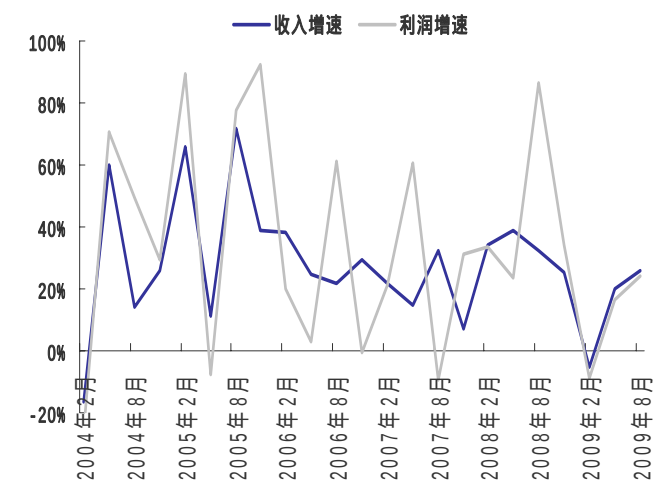
09 年葡萄酒行业实现较快地增长，1-10 月共生产葡萄酒 71.04 万千升，同比增长了 18.13%。前 8 个月共实现销售收入 153.2 亿元，比去年同期增长 14.02%；利润 17.59 亿元，同比增长了 6.52%。从二季度开始，随着经济的回暖，一季度产量、销售收入以及利润的“三降”现象完全得到改善，表明行业开始恢复。

图 35 07-09 年 10 月产量（单位：万千升）



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

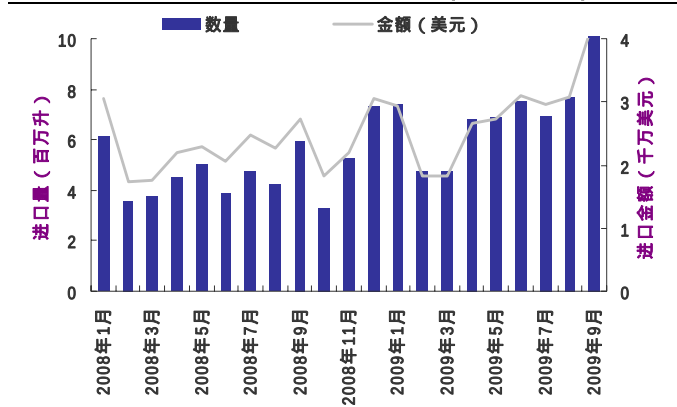
图 36 04-09 年三季度销售收入、利润增速



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

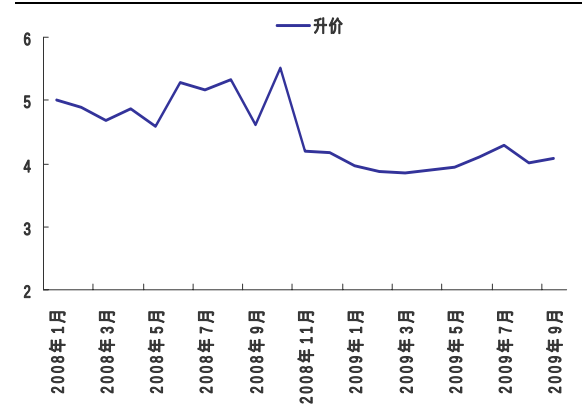
08 年 1 月-09 年 9 月葡萄酒进口数据显示：进口原装葡萄酒数量维持高速增长，前 9 个月进口 2 升以下葡萄酒 6328 万升，同比增长 51%，然而单位价格快速下降至 4.09 美元/升，比 2008 年 1 月下降 18%。这说明外国葡萄酒在加大力对我国出口的同时，产品结构逐步趋向“平民化”，以前进口葡萄酒是占领高端和超高端市场，现在已经开始冲击中档市场。

图 37 08-09 年月度进口葡萄酒（2 升以下）



数据来源：海关数据 安信证券研究中心

图 38 进口葡萄酒单位价格（单位：美元/升）



数据来源：海关数据 安信证券研究中心

08 年四季度至今年一季度，经济增速放缓使葡萄酒消费大幅下降，但从 2 季度起随着经济的回暖已经开始恢复。我们判断：由于明年经济形势进一步好转，葡萄酒行业的整体经营状况已经度过最困难的时期并开始迎接新一轮增长，但增速会略有所下降。但是，由于欧美等葡萄酒的主要出口国的产能过剩，加之它们普遍遭遇比我国更加严重的经济萧条，葡萄酒消费将受到抑制，因此对我国的出口的力度将加大，进口原装葡萄酒的增速大幅超越市场的发展速度，我国葡萄酒市场将面临进口葡萄酒的剧烈冲击。张裕等行业龙头企业依托其品牌和渠道控制力的强大优势，受到的冲击有限。给与葡萄酒行业“同步大市-B”的投资评级。

另外，对比葡萄酒行业的历史估值水平以及与沪深 300PE 的比较，也无特别的估值优势可言。

# 业绩将持续快速增长

## 青岛啤酒更新报告

### 报告关键点：

- 三线城市品牌几乎消逝
- 一线品牌及二线品牌增长迅速
- 大麦引领当前成本的下降
- 12个月目标价为40.2元，评级“买入-B”

### 报告摘要：

- 2002年时三线品牌产销量多于青岛品牌及二线品牌的总合，至2008年青岛品牌及二线品牌已经占到总产量的94%强。青岛啤酒一线品牌销量已经占到总销量的50%，而三线比例已经缩减到6%。而我们预计到2010年，公司三线品牌总产销量将降到12万吨不到，实际上退出公司序列。而在青岛主品牌里，高毛利率的小瓶及易拉罐产品增速皆超过30%。
- 公司当前7-8亿元的营销费用几乎全部用在“青岛”主品牌上，并且联姻NBA对“青岛”主品牌进行体育营销，而在前期及未来扩产上，几乎所有的产能皆生产“青岛”主品牌。我们预计在未来2-3年内，“青岛”主品牌将占公司产销量的50%以上。
- 在公司三大二线品牌中，“崂山”及“汉斯”将会分别偏居山东及陕西一隅，而“山水”将会成为公司着重打造的二线全国性品牌，主攻中低端市场。但由于中低端市场竞争激烈，且“山水”当前品牌影响力有限，我们预计若要成为全国性品牌尚需时日。
- 由于澳麦的持续丰收，造成进口大麦价格连续下降。我们预计相比2009年每吨进口澳麦250-270美元的采购价格，公司2010年度大麦价格依然将出现20%左右的下降。而包装成本则有可能随石油价格上升而波动，但由于格局的不对称性，其幅度不会很高。
- 基于我们对公司及啤酒行业的预判，我们对青岛啤酒做出2009年1.05元，2010年1.34元及2011年1.50元盈利预测，给予“买入-B”的投资评级，12个月的目标价则按2010年EPS1.34元的30倍PE，为40.2元。

**评级：**
**买入-B**

上次评级： 买入-B

**目标价格：**
**40.20 元**

期限： 3 个月 上次预测： 36.30 元

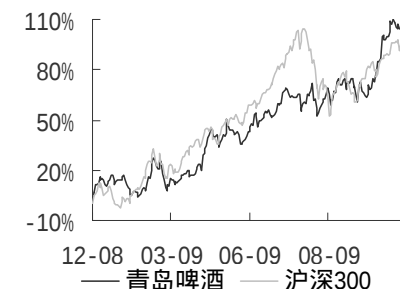
现价： 35.99 元

**报告日期：**
**2009-12-03**

### 市场数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值(百万元)   | 48,621.87     |
| 流通市值(百万元)  | 10,023.90     |
| 总股本(百万股)   | 1,350.98      |
| 流通股本(百万股)  | 278.52        |
| 12 个月最高/最低 | 17.28/36.90 元 |
| 十大流通股东(%)  | 76.45%        |
| 股东户数       | 28,296        |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月   |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | 4.97  | 10.32 | 15.70  |
| 绝对收益 | 12.02 | 25.58 | 107.60 |

### 研究员

**独孤南薰** 高级行业分析师

021-68765195 dugunx@essence.com.cn

**李铁**

行业分析师

010-66581633 litie2@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2007     | 2008     | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 13,709.2 | 16,023.4 | 18,328.3 | 22,012.5 | 25,659.2 |
| Growth(%) | 15.9%    | 16.9%    | 14.4%    | 20.1%    | 16.6%    |
| 净利润       | 598.0    | 733.8    | 1,485.6  | 1,898.5  | 2,121.7  |
| Growth(%) | 27.7%    | 25.3%    | 96.4%    | 27.8%    | 11.8%    |
| 毛利率(%)    | 41.6%    | 40.7%    | 41.8%    | 42.8%    | 43.9%    |
| 净利润率(%)   | 4.1%     | 4.4%     | 7.5%     | 8.0%     | 7.6%     |
| 每股收益(元)   | 0.41     | 0.52     | 1.05     | 1.34     | 1.50     |
| 每股净资产(元)  | 4.43     | 4.75     | 5.56     | 6.41     | 7.35     |
| 市盈率       | 73.9     | 59.0     | 29.1     | 22.8     | 20.4     |
| 市净率       | 6.9      | 6.4      | 5.5      | 4.8      | 4.2      |
| 净资产收益率(%) | 10.0%    | 11.4%    | 20.4%    | 22.6%    | 22.1%    |
| ROIC(%)   | 9.9%     | 11.1%    | 20.7%    | 31.4%    | 39.2%    |
| EV/EBITDA | 29.9     | 26.2     | 19.0     | 14.6     | 12.0     |
| 股息收益率     | 0.0%     | 0.0%     | 1.5%     | 2.0%     | 2.2%     |

### 前期研究成果

**青岛啤酒：业绩持续超预期**

2009-10-29

**青岛啤酒：中报业绩略超预期**

2009-08-07

**青岛啤酒：业绩增长超 50%，符合预期**

2009-04-30

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-10-29

| 利润表         | 2007     | 2008     | 2009E    | 2010E    | 2011E    | 财务指标        | 2007    | 2008  | 2009E  | 2010E   | 2011E   |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------|---------|-------|--------|---------|---------|
| 营业收入        | 13,709.2 | 16,023.4 | 18,328.3 | 22,012.5 | 25,659.2 | 成长性         |         |       |        |         |         |
| 减: 营业成本     | 8,001.6  | 9,509.0  | 10,658.4 | 12,584.8 | 14,390.4 | 营业收入增长率     | 15.9%   | 16.9% | 14.4%  | 20.1%   | 16.6%   |
| 营业税费        | 1,322.0  | 1,424.1  | 1,649.5  | 2,091.2  | 2,437.6  | 营业利润增长率     | 71.4%   | 11.6% | 76.8%  | 30.8%   | 20.1%   |
| 销售费用        | 2,651.3  | 2,972.0  | 3,500.7  | 4,083.3  | 5,003.6  | 净利润增长率      | 27.7%   | 25.3% | 96.4%  | 27.8%   | 11.8%   |
| 管理费用        | 667.3    | 902.1    | 769.8    | 924.5    | 1,077.7  | EBITDA 增长率  | 33.3%   | 12.5% | 31.7%  | 24.7%   | 15.7%   |
| 财务费用        | -5.9     | 45.6     | -59.5    | -94.6    | -155.9   | EBIT 增长率    | 66.7%   | 17.5% | 63.3%  | 29.8%   | 18.2%   |
| 资产减值损失      | 166.7    | 179.1    | 70.9     | 147.6    | 170.9    | NOPLAT 增长率  | 33.6%   | 28.5% | 88.2%  | 26.8%   | 10.0%   |
| 加: 公允价值变动收益 | -19.1    | 24.6     | -1.8     | -        | -        | 投资资本增长率     | 14.6%   | 0.8%  | -16.5% | -11.9%  | -13.3%  |
| 投资和汇兑收益     | -1.2     | -27.1    | 12.0     | 12.0     | 12.0     | 净资产增长率      | 5.4%    | 7.2%  | 13.4%  | 15.2%   | 14.8%   |
| 营业利润        | 886.0    | 988.9    | 1,748.8  | 2,287.6  | 2,747.0  | 利润率         |         |       |        |         |         |
| 加: 营业外净收支   | 118.2    | 119.2    | 114.0    | 93.0     | 82.0     | 毛利率         | 41.6%   | 40.7% | 41.8%  | 42.8%   | 43.9%   |
| 利润总额        | 1,004.1  | 1,108.1  | 1,862.8  | 2,380.6  | 2,829.0  | 营业利润率       | 6.5%    | 6.2%  | 9.5%   | 10.4%   | 10.7%   |
| 减: 所得税      | 406.1    | 374.3    | 377.2    | 482.1    | 707.2    | 净利率         | 4.1%    | 4.4%  | 7.5%   | 8.0%    | 7.6%    |
| 净利润         | 598.0    | 733.8    | 1,485.6  | 1,898.5  | 2,121.7  | EBITDA/营业收入 | 10.1%   | 9.7%  | 11.2%  | 11.6%   | 11.5%   |
| 资产负债表       | 2007     | 2008     | 2009E    | 2010E    | 2011E    | EBIT/营业收入   | 6.4%    | 6.5%  | 9.2%   | 10.0%   | 10.1%   |
| 货币资金        | 1,334.9  | 2,393.5  | 3,081.3  | 5,004.1  | 7,076.7  | 运营效率        |         |       |        |         |         |
| 交易性金融资产     | -        | 1.8      | -        | -        | -        | 固定资产周转天数    | 135     | 123   | 108    | 88      | 72      |
| 应收帐款        | 308.5    | 219.8    | 548.5    | 669.6    | 763.2    | 流动营业资本周转天数  | 5       | 7     | -5     | -16     | -20     |
| 应收票据        | 37.3     | 9.1      | 55.2     | 60.3     | 86.5     | 流动资产周转天数    | 107     | 117   | 121    | 132     | 152     |
| 预付帐款        | 862.5    | 225.5    | 587.8    | 852.1    | 1,183.1  | 应收帐款周转天数    | 9       | 7     | 8      | 8       | 9       |
| 存货          | 2,187.3  | 2,756.3  | 2,693.6  | 3,107.1  | 3,365.4  | 存货周转天数      | 52      | 57    | 55     | 49      | 47      |
| 其他流动资产      | -        | 55.3     | -300.8   | -260.3   | -224.6   | 总资产周转天数     | 277     | 270   | 257    | 243     | 243     |
| 可供出售金融资产    | 14.6     | 4.4      | -        | -        | -        | 投资资本周转天数    | 170     | 156   | 125    | 89      | 67      |
| 持有至到期投资     | -        | -        | -        | -        | -        | 投资回报率       |         |       |        |         |         |
| 长期股权投资      | 33.6     | 34.4     | 26.7     | 29.2     | 30.8     | ROE         | 10.0%   | 11.4% | 20.4%  | 22.6%   | 22.1%   |
| 投资性房地产      | -        | -        | -        | -        | -        | ROA         | 5.2%    | 5.9%  | 10.9%  | 11.8%   | 11.4%   |
| 固定资产        | 5,414.8  | 5,540.4  | 5,487.6  | 5,296.0  | 4,995.8  | ROIC        | 9.9%    | 11.1% | 20.7%  | 31.4%   | 39.2%   |
| 在建工程        | 225.4    | 108.2    | 65.0     | 39.3     | 24.0     | 费用率         |         |       |        |         |         |
| 无形资产        | 800.4    | 937.5    | 937.6    | 937.6    | 937.7    | 销售费用率       | 19.3%   | 18.5% | 19.1%  | 18.6%   | 19.5%   |
| 其他非流动资产     | 326.2    | 246.2    | 423.4    | 335.2    | 301.3    | 管理费用率       | 4.9%    | 5.6%  | 4.2%   | 4.2%    | 4.2%    |
| 资产总额        | 11,545.2 | 12,532.2 | 13,606.0 | 16,070.3 | 18,539.9 | 财务费用率       | 0.0%    | 0.3%  | -0.3%  | -0.4%   | -0.6%   |
| 短期债务        | 971.1    | 414.9    | 695.0    | 667.5    | 629.1    | 三费/营业收入     | 24.2%   | 24.5% | 23.0%  | 22.3%   | 23.1%   |
| 应付帐款        | 2,844.8  | 3,095.6  | 3,444.3  | 4,079.9  | 4,621.6  | 偿债能力        |         |       |        |         |         |
| 应付票据        | 207.3    | 147.0    | 286.2    | 344.8    | 374.5    | 资产负债率       | 48.1%   | 48.8% | 46.5%  | 47.8%   | 48.1%   |
| 其他流动负债      | 1,303.2  | 1,055.8  | 1,620.1  | 2,289.6  | 3,103.5  | 负债权益比       | 92.8%   | 95.3% | 87.0%  | 91.7%   | 92.7%   |
| 长期借款        | 90.9     | 15.9     | -3.1     | -15.1    | -6.1     | 流动比率        | 0.89    | 1.20  | 1.10   | 1.28    | 1.40    |
| 其他非流动负债     | 139.7    | 1,385.5  | 288.9    | 320.8    | 195.9    | 速动比率        | 0.47    | 0.60  | 0.64   | 0.84    | 1.01    |
| 负债总额        | 5,556.9  | 6,114.6  | 6,331.3  | 7,687.4  | 8,918.5  | 利息保障倍数      | -149.58 | 22.68 | -28.37 | -23.19  | -16.62  |
| 少数股东权益      | 479.2    | 335.4    | 446.8    | 589.2    | 748.3    | 分红指标        |         |       |        |         |         |
| 股本          | 1,308.2  | 1,308.2  | 1,308.2  | 1,308.2  | 1,308.2  | DPS(元)      | -       | -     | 0.47   | 0.60    | 0.68    |
| 留存收益        | 4,195.3  | 4,768.2  | 5,519.6  | 6,485.5  | 7,564.9  | 分红比率        | 0.0%    | 0.0%  | 45.0%  | 45.0%   | 45.0%   |
| 股东权益        | 5,988.3  | 6,417.6  | 7,274.6  | 8,382.9  | 9,621.4  | 股息收益率       | 0.0%    | 0.0%  | 1.5%   | 2.0%    | 2.2%    |
| 现金流量表       | 2007     | 2008     | 2009E    | 2010E    | 2011E    | 业绩和估值指标     | 2007    | 2008  | 2009E  | 2010E   | 2011E   |
| 净利润         | 598.0    | 733.8    | 1,485.6  | 1,898.5  | 2,121.7  | EPS(元)      | 0.41    | 0.52  | 1.05   | 1.34    | 1.50    |
| 加: 折旧和摊销    | 531.6    | 556.5    | 363.1    | 366.7    | 369.7    | BVPS(元)     | 4.43    | 4.75  | 5.56   | 6.41    | 7.35    |
| 资产减值准备      | 166.7    | 179.1    | 70.9     | 147.6    | 170.9    | PE(X)       | 73.9    | 59.0  | 29.1   | 22.8    | 20.4    |
| 公允价值变动损失    | 19.1     | -24.6    | -1.8     | -        | -        | PB(X)       | 6.9     | 6.4   | 5.5    | 4.8     | 4.2     |
| 财务费用        | 26.9     | 8.8      | 60.2     | -59.5    | -94.6    | P/FCF       | -       | 36.4  | 25.7   | 16.7    | 15.3    |
| 投资收益        | 1.2      | 27.1     | -12.0    | -12.0    | -12.0    | P/S         | 3.0     | 2.6   | 2.2    | 1.8     | 1.6     |
| 少数股东损益      | 39.9     | 34.2     | 111.4    | 142.4    | 159.1    | EV/EBITDA   | 29.9    | 26.2  | 19.0   | 14.6    | 12.0    |
| 营运资金的变动     | 9.2      | -35.9    | 58.9     | 514.6    | 358.7    | CAGR(%)     | 47.0%   | 42.5% | 23.6%  | -100.0% | -100.0% |
| 经营活动产生现金流量  | 1,094.1  | 1,509.5  | 2,016.6  | 2,963.3  | 3,012.2  | PEG         | 1.6     | 1.4   | 1.2    | -0.2    | -0.2    |
| 投资活动产生现金流量  | -1,114.6 | -854.0   | -9.1     | -23.0    | -22.7    | ROIC/WACC   | 1.0     | 1.1   | 2.1    | 3.2     | 4.0     |
| 融资活动产生现金流量  | 102.1    | 442.0    | -1,528.4 | -753.2   | -755.5   | REP         | 5.9     | 5.1   | 3.1    | 2.2     | 2.0     |

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

# 领河东以图中原

## 山西汾酒更新报告

### 报告关键点：

- 巩固山西，拓展省外
- 品牌缩减，聚焦强势
- 理顺销售，趋势待发
- 2008 - 2010年，公司净利润CAGR预计为43.94%
- 12个月目标价为43.80元，评级“买入 - B”

### 报告摘要：

- 山西汾酒在2009年上半年迎来涅槃重生，在白酒企业普遍遭遇困难的情况下，销售收入同比增长86.26%，接近11亿元，净利润则同比增长更快达到272%多，为2.3亿余元。公司各项指标均创下新高。
- 山西汾酒在本地市场优势较大，和集团一起占据整个山西白酒市场近七成的市场份额，并约占其收入的70%。且由于口味原因，山西汾酒的清香型相对其它香型的名酒在当地优势明显，而汾酒品牌相对当地地产酒则品牌优势明显，因此在未来公司将保持此等优势。
- 山西汾酒在巩固本土市场的同时，积极开拓省外市场，并且以原先清香型传统市场为主。其周边省份销售占到省外销售额的60%多，而尤以河南和陕西的销售为佳。综合其周边省份的市场容量，及山西汾酒当前的市场份额，我们认为公司未来拓展的空间甚大，如何实现则有赖于公司的具体举措。从当前情况来看，公司已经迈上正轨。
- 公司针对原有品牌及系列过多的情况，缩减了品牌，聚焦了强势。首先，从原先的千余种，缩减到130余个，并且形成高中低三大系列，高端之“国藏汾”及“青花瓷”，中端的老白汾系列，以及低端的玻璃瓶装汾酒。并且，以销定产，品种开发由销售情况决定。而在销售渠道方面，公司也进行大规模改组，当前公司与经销商利益趋同，未来发展可期。
- 基于我们对公司及白酒行业的预判，我们预测2009年、2010年及2011年每股收益的分别为1.21元，1.46元及1.70元。维持“买入 - B”的投资评级，12个月的目标价则按2010年EPS1.46元的30倍PE，调高至43.80元。

**评级：**
**买入-B**

上次评级： 买入-B

**目标价格：**
**43.80 元**

期限： 12 个月 上次预测： 43.80 元

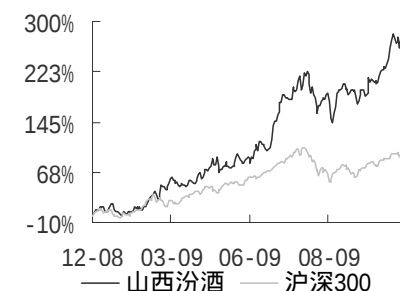
现价： 42.37 元

**报告日期：**
**2009-12-03**

### 市场数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值(百万元)   | 18,343.00     |
| 流通市值(百万元)  | 18,343.00     |
| 总股本(百万股)   | 432.92        |
| 流通股本(百万股)  | 432.92        |
| 12 个月最高/最低 | 10.66/42.37 元 |
| 十大流通股东(%)  | 79.45%        |
| 股东户数       | 22,396        |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月   |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | 20.39 | 25.55 | 199.17 |
| 绝对收益 | 27.44 | 40.81 | 291.07 |

### 研究员

**独孤南薰** 高级行业分析师

021-68765195 dugunx@essence.com.cn

**李铁**

行业分析师

010-66581633 litie2@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 1,846.8 | 1,584.5 | 2,467.0 | 2,858.4 | 3,272.7 |
| Growth(%) | 20.9%   | -14.2%  | 55.7%   | 15.9%   | 14.5%   |
| 净利润       | 359.6   | 245.2   | 524.4   | 632.9   | 736.6   |
| Growth(%) | 38.0%   | -31.8%  | 113.9%  | 20.7%   | 16.4%   |
| 毛利率(%)    | 77.1%   | 76.5%   | 76.5%   | 76.8%   | 77.5%   |
| 净利润率(%)   | 19.5%   | 15.5%   | 21.3%   | 22.1%   | 22.5%   |
| 每股收益(元)   | 0.83    | 0.57    | 1.21    | 1.46    | 1.70    |
| 每股净资产(元)  | 3.24    | 3.67    | 4.85    | 6.14    | 7.64    |
| 市盈率       | 40.8    | 59.8    | 28.0    | 23.2    | 19.9    |
| 市净率       | 10.5    | 9.2     | 7.0     | 5.5     | 4.4     |
| 净资产收益率(%) | 29.6%   | 19.8%   | 31.9%   | 30.5%   | 28.6%   |
| ROIC(%)   | 49.7%   | 25.5%   | 63.7%   | 46.6%   | 35.5%   |
| EV/EBITDA | 20.5    | 27.4    | 15.0    | 13.1    | 11.4    |
| 股息收益率     | 1.3%    | 0.5%    | 1.1%    | 1.7%    | 2.0%    |

### 前期研究成果

|              |            |
|--------------|------------|
| 山西汾酒：业绩符合预期  | 2009-10-21 |
| 山西汾酒：领河东以图中原 | 2009-09-22 |
| 山西汾酒：完成自我救赎  | 2009-09-16 |

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-10-20

| 利润表               | 2007           | 2008           | 2009E          | 2010E          | 2011E          | 财务指标           | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>1,846.8</b> | <b>1,584.5</b> | <b>2,467.0</b> | <b>2,858.4</b> | <b>3,272.7</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 422.2          | 372.9          | 580.7          | 662.1          | 736.9          | 营业收入增长率        | 20.9%       | -14.2%      | 55.7%        | 15.9%        | 14.5%        |
| 营业税费              | 287.6          | 244.9          | 414.5          | 480.2          | 549.8          | 营业利润增长率        | 35.9%       | -29.1%      | 96.1%        | 18.7%        | 15.2%        |
| 销售费用              | 362.9          | 310.0          | 333.0          | 428.8          | 490.9          | 净利润增长率         | 38.0%       | -31.8%      | 113.9%       | 20.7%        | 16.4%        |
| 管理费用              | 92.1           | 149.4          | 167.8          | 171.5          | 196.4          | EBITDA 增长率     | 41.6%       | -26.9%      | 86.8%        | 18.5%        | 15.0%        |
| 财务费用              | -3.5           | -0.6           | -6.0           | -5.5           | -5.8           | EBIT 增长率       | 35.7%       | -28.8%      | 95.1%        | 18.9%        | 15.3%        |
| 资产减值损失            | 0.5            | 22.1           | 24.0           | -10.0          | 1.0            | NOPLAT 增长率     | 30.3%       | -23.7%      | 111.9%       | 21.3%        | 16.4%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本增长率        | 48.5%       | -15.1%      | 65.8%        | 53.1%        | 16.0%        |
| 投资和汇兑收益           | 0.1            | 0.1            | 0.1            | 0.2            | 0.1            | 净资产增长率         | 15.5%       | 13.2%       | 32.3%        | 26.6%        | 24.4%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>685.2</b>   | <b>486.0</b>   | <b>953.1</b>   | <b>1,131.5</b> | <b>1,303.7</b> | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | -17.5          | -42.1          | -23.0          | -20.0          | -10.0          | 毛利率            | 77.1%       | 76.5%       | 76.5%        | 76.8%        | 77.5%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>667.7</b>   | <b>443.9</b>   | <b>930.1</b>   | <b>1,111.5</b> | <b>1,293.7</b> | 营业利润率          | 37.1%       | 30.7%       | 38.6%        | 39.6%        | 39.8%        |
| 减: 所得税            | 252.5          | 129.3          | 260.4          | 300.1          | 349.3          | 净利润率           | 19.5%       | 15.5%       | 21.3%        | 22.1%        | 22.5%        |
| <b>净利润</b>        | <b>359.6</b>   | <b>245.2</b>   | <b>524.4</b>   | <b>632.9</b>   | <b>736.6</b>   | EBITDA/营业收入    | 38.5%       | 32.8%       | 39.3%        | 40.2%        | 40.4%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | EBIT/营业收入      | 36.9%       | 30.6%       | 38.4%        | 39.4%        | 39.7%        |
| 货币资金              | 172.0          | 542.1          | 662.7          | 433.9          | 722.3          | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -              | -              | -              | -              | -              | 固定资产周转天数       | 63          | 85          | 61           | 52           | 44           |
| 应收帐款              | 171.1          | 47.0           | 147.7          | 327.8          | 326.4          | 流动营业资本周转天数     | 114         | 145         | 127          | 214          | 263          |
| 应收票据              | 572.9          | 283.5          | 439.3          | 884.9          | 1,076.0        | 流动资产周转天数       | 260         | 342         | 258          | 281          | 311          |
| 预付帐款              | 14.4           | 15.1           | 15.7           | 42.2           | 79.0           | 应收帐款周转天数       | 24          | 23          | 13           | 28           | 34           |
| 存货                | 496.5          | 691.8          | 684.2          | 816.3          | 948.8          | 存货周转天数         | 88          | 135         | 100          | 94           | 97           |
| 其他流动资产            | -0.0           | -0.0           | -              | -0.0           | 0.0            | 总资产周转天数        | 346         | 455         | 334          | 343          | 364          |
| 可供出售金融资产          | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本周转天数       | 201         | 258         | 203          | 276          | 315          |
| 持有至到期投资           | -              | -              | -              | -              | -              | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | 4.8            | 4.8            | 4.8            | 4.8            | 6.0            | ROE            | 29.6%       | 19.8%       | 31.9%        | 30.5%        | 28.6%        |
| 投资性房地产            | -              | -              | -              | -              | -              | ROA            | 22.0%       | 14.9%       | 27.2%        | 27.1%        | 26.1%        |
| 固定资产              | 330.2          | 420.9          | 416.7          | 408.6          | 394.9          | ROIC           | 49.7%       | 25.5%       | 63.7%        | 46.6%        | 35.5%        |
| 在建工程              | 98.5           | 53.5           | 32.7           | 20.2           | 12.7           | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 12.7           | 29.9           | 28.0           | 26.2           | 24.6           | 销售费用率          | 19.7%       | 19.6%       | 13.5%        | 15.0%        | 15.0%        |
| 其他非流动资产           | 13.4           | 26.6           | 26.2           | 26.4           | 29.0           | 管理费用率          | 5.0%        | 9.4%        | 6.8%         | 6.0%         | 6.0%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>1,886.5</b> | <b>2,115.4</b> | <b>2,458.0</b> | <b>2,991.3</b> | <b>3,619.8</b> | 财务费用率          | -0.2%       | 0.0%        | -0.2%        | -0.2%        | -0.2%        |
| 短期债务              | -              | -              | -              | -              | -              | 三费/营业收入        | 24.4%       | 29.0%       | 20.1%        | 20.8%        | 20.8%        |
| 应付帐款              | 92.7           | 119.1          | 113.0          | 121.5          | 155.4          | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | -              | -              | -              | -              | -              | 资产负债率          | 25.7%       | 25.0%       | 14.6%        | 11.1%        | 8.6%         |
| 其他流动负债            | 386.9          | 404.3          | 514.3          | 545.4          | 498.7          | 负债权益比          | 34.5%       | 33.3%       | 17.1%        | 12.5%        | 9.4%         |
| 长期借款              | -              | -              | -              | -              | -              | 流动比率           | 2.95        | 2.99        | 5.44         | 7.52         | 10.10        |
| 其他非流动负债           | -              | -              | -              | -              | -              | 速动比率           | 1.92        | 1.68        | 3.53         | 5.07         | 7.06         |
| <b>负债总额</b>       | <b>484.4</b>   | <b>528.0</b>   | <b>358.2</b>   | <b>333.3</b>   | <b>312.1</b>   | 利息保障倍数         | -193.46     | -749.22     | -157.21      | -205.36      | -224.52      |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>111.2</b>   | <b>120.6</b>   | <b>266.0</b>   | <b>444.5</b>   | <b>652.2</b>   | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 432.9          | 432.9          | 432.9          | 432.9          | 432.9          | DPS(元)         | 0.45        | 0.16        | 0.36         | 0.58         | 0.68         |
| 留存收益              | 857.9          | 1,033.8        | 1,400.9        | 1,780.6        | 2,222.6        | 分红比率           | 54.2%       | 28.3%       | 30.0%        | 40.0%        | 40.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>1,402.1</b> | <b>1,587.4</b> | <b>2,099.8</b> | <b>2,658.0</b> | <b>3,307.7</b> | 股息收益率          | 1.3%        | 0.5%        | 1.1%         | 1.7%         | 2.0%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 净利润               | 415.2          | 314.6          | 524.4          | 632.9          | 736.6          | EPS(元)         | 0.83        | 0.57        | 1.21         | 1.46         | 1.70         |
| 加: 折旧和摊销          | 30.1           | 35.0           | 23.4           | 24.2           | 24.6           | BVPS(元)        | 3.24        | 3.67        | 4.85         | 6.14         | 7.64         |
| 资产减值准备            | 0.5            | 22.1           | 24.0           | -10.0          | 1.0            | PE(X)          | 40.8        | 59.8        | 28.0         | 23.2         | 19.9         |
| 公允价值变动损失          | -              | -              | -              | -              | -              | PB(X)          | 10.5        | 9.2         | 7.0          | 5.5          | 4.4          |
| 财务费用              | -              | -              | -              | -6.0           | -5.5           | P/FCF          | -346.6      | 34.0        | -89.7        | -51.1        | 46.8         |
| 投资收益              | -0.1           | -0.1           | -0.1           | -0.2           | -0.1           | P/S            | 7.9         | 9.3         | 5.9          | 5.1          | 4.5          |
| 少数股东损益            | 55.7           | 69.4           | 145.3          | 178.5          | 207.8          | EV/EBITDA      | 20.5        | 27.4        | 15.0         | 13.1         | 11.4         |
| 营运资金的变动           | -370.9         | 217.0          | -138.4         | -743.8         | -373.6         | CAGR(%)        | 25.0%       | 44.3%       | -25.5%       | -100.0%      | -100.0%      |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>75.5</b>    | <b>589.7</b>   | <b>572.5</b>   | <b>76.1</b>    | <b>590.5</b>   | PEG            | 1.6         | 1.4         | -1.1         | -0.2         | -0.2         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-61.4</b>   | <b>-91.7</b>   | <b>-2.0</b>    | <b>-1.9</b>    | <b>-3.2</b>    | ROIC/WACC      |             |             |              |              |              |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-227.5</b>  | <b>-127.9</b>  | <b>-151.3</b>  | <b>-247.7</b>  | <b>-288.9</b>  | REP            |             |             |              |              |              |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

# 乳业龙头，王者归来

## 伊利股份更新报告

### 报告关键点：

- 奶粉业务增长较快
- 销售费用率较高，但属正常现象
- 维持投资评级，调高目标价至30.15元

### 报告摘要：

- 伊利奶粉业务增长较快。由于伊利股份的液态奶业务几乎饱和，未来增长将放缓，因此公司将新的增长点冀望于奶粉业务。伊利股份新的年产七万吨低温喷粉工艺的生产线于去年下半年投产，但是其演绎一出真正意义上的“生不逢时”。进入2009年，随着事件的淡化及补救措施的到位，公司的奶粉业务开始逐步步入正轨。伊利股份今年上半年奶粉产量即达到去年全年水平，我们预计其全年产量有望超过10万吨，销售收入有望达到40亿元。
- 低温喷粉，志在高端。伊利股份于去年下半年竣工的七万吨奶粉生产线，为国内奶粉厂商中第一个采取低温喷粉工艺。此项技术使得奶粉生产过程中，温度控制在四、五十度之间，避免了生产过程中营养的流失。并且奶粉的溶解温度在20度左右，减少了用开水冲泡时的营养流失。原先营养的最大程度的保全，加之适当的营养配方，使得伊利股份具备进入婴幼儿奶粉这一较高端子市场的能力。而相较一般成人奶粉，婴幼儿奶粉毛利率要高出七到八个百分点。
- 原奶价格有所回升，或侵蚀明年利润。今年前期，原奶收购价格不断使得各大乳制品企业的利润率有所提高。而饲料成本的高企（按体重600公斤，日产奶15公斤奶牛计，该成本今年以来累计增长约10%弱），并出现上涨态势，造成部分，特别是伊利主要原奶收购区的原奶价格出现上涨。如果此种现象继续维持下去，则会对公司产生不利影响。
- 销售费用率出现下降趋势，未来两年有望得到持续。由于去年的事件，公司投入大量销售费用，以维持市场。此项费用率最高时逾30%，但是从3季报来看，此费用率今年以来首次出现下降趋势。我们判断由于市场已经恢复，且大型企业间竞争有望放缓，公司销售费用率有望在未来2 - 3年出现逐年下降的趋势。而由于公司净利润率较低，下降一到两个百分点，对公司净利润帮助极大。
- 基于我们对公司及乳制品行业的预判，考虑到公司整体毛利率增长超出我们的预期，我们维持2009年、2010年及2011年每股收益的盈利预测分别为0.86元，1.05元及1.21元。维持投资评级“买入 - B”，12个月的目标价则按2010年EPS1.05元的30倍PE，调高至30.15元。

**评级：**
**买入-B**

上次评级： 买入-B

**目标价格：** **30.15 元**

期限： 12 个月 上次预测： 28.35 元

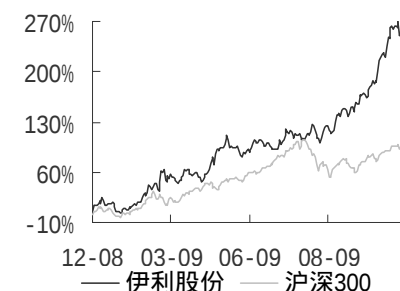
现价： 27.69 元

**报告日期：** **2009-12-03**

### 市场数据

|            |              |
|------------|--------------|
| 总市值(百万元)   | 22,133.25    |
| 流通市值(百万元)  | 20,151.49    |
| 总股本(百万股)   | 799.32       |
| 流通股本(百万股)  | 727.75       |
| 12 个月最高/最低 | 7.58/29.02 元 |
| 十大流通股东(%)  | 24.42%       |
| 股东户数       | 74,058       |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月   |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | 12.51 | 49.86 | 166.79 |
| 绝对收益 | 19.56 | 65.12 | 258.69 |

### 研究员

**独孤南薰** 高级行业分析师  
 021-68765195 dugunx@essence.com.cn  
**李铁** 行业分析师  
 010-66581633 litie2@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2007     | 2008     | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 19,359.7 | 21,658.6 | 26,595.0 | 33,034.0 | 39,275.9 |
| Growth(%) | 16.8%    | 11.9%    | 22.8%    | 24.2%    | 18.9%    |
| 净利润       | -20.6    | -1,687.4 | 684.1    | 839.7    | 965.4    |
| Growth(%) | -106.3%  | 8091.8%  | -140.5%  | 22.7%    | 15.0%    |
| 毛利率(%)    | 25.9%    | 26.8%    | 35.5%    | 35.1%    | 34.0%    |
| 净利润率(%)   | -0.1%    | -7.8%    | 2.6%     | 2.5%     | 2.5%     |
| 每股收益(元)   | -0.03    | -2.11    | 0.86     | 1.05     | 1.21     |
| 每股净资产(元)  | 5.89     | 4.04     | 4.92     | 5.71     | 6.61     |
| 市盈率       | -856.0   | -10.4    | 25.8     | 21.0     | 18.3     |
| 市净率       | 3.7      | 5.5      | 4.5      | 3.9      | 3.3      |
| 净资产收益率(%) | -0.1%    | -53.8%   | 18.2%    | 19.3%    | 19.1%    |
| ROIC(%)   | 0.8%     | -44.0%   | 21.3%    | 20.7%    | 20.5%    |
| EV/EBITDA | 28.1     | -11.8    | 18.5     | 14.4     | 12.9     |
| 股息收益率     | 0.3%     | 0.0%     | 0.0%     | 1.4%     | 1.6%     |

### 前期研究成果

**伊利股份：业绩超预期**  
 2009-10-30  
**伊利股份：奶粉引领未来增长**  
 2009-10-19  
**ST 伊利：救赎完成，遥望发展**  
 2009-08-30

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-10-29

| 利润表               | 2007            | 2008            | 2009E           | 2010E           | 2011E           | 财务指标           | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>19,359.7</b> | <b>21,658.6</b> | <b>26,595.0</b> | <b>33,034.0</b> | <b>39,275.9</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 14,347.3        | 15,849.1        | 17,166.7        | 21,437.3        | 25,930.5        | 营业收入增长率        | 16.8%       | 11.9%       | 22.8%        | 24.2%        | 18.9%        |
| 营业税费              | 82.6            | 121.5           | 133.0           | 181.7           | 216.0           | 营业利润增长率        | -84.7%      | -2520.8%    | -136.9%      | 37.4%        | 14.6%        |
| 销售费用              | 3,911.3         | 5,532.4         | 7,579.6         | 8,919.2         | 10,211.7        | 净利润增长率         | -106.3%     | 8091.8%     | -140.5%      | 22.7%        | 15.0%        |
| 管理费用              | 884.4           | 1,915.4         | 1,196.8         | 1,486.5         | 1,767.4         | EBITDA 增长率     | -41.8%      | -399.0%     | -164.4%      | 29.2%        | 11.4%        |
| 财务费用              | 29.2            | 14.5            | -31.2           | -29.4           | -37.3           | EBIT 增长率       | -80.0%      | -1888.2%    | -135.7%      | 39.3%        | 14.2%        |
| 资产减值损失            | 17.4            | 295.7           | -201.9          | 3.4             | 0.6             | NOPLAT 增长率     | -93.9%      | -7346.1%    | -140.1%      | 23.8%        | 14.6%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -               | -               | -               | -               | -               | 投资资本增长率        | 37.3%       | -17.4%      | 27.8%        | 15.4%        | 14.6%        |
| 投资和汇兑收益           | -2.9            | 20.0            | 5.0             | 5.0             | 5.0             | 净资产增长率         | 58.5%       | -31.4%      | 22.0%        | 15.9%        | 15.8%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>84.7</b>     | <b>-2,050.0</b> | <b>757.1</b>    | <b>1,040.3</b>  | <b>1,191.9</b>  | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 21.7            | 94.4            | 106.0           | 19.0            | 26.0            | 毛利率            | 25.9%       | 26.8%       | 35.5%        | 35.1%        | 34.0%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>106.4</b>    | <b>-1,955.6</b> | <b>863.1</b>    | <b>1,059.3</b>  | <b>1,217.9</b>  | 营业利润率          | 0.4%        | -9.5%       | 2.8%         | 3.1%         | 3.0%         |
| 减: 所得税            | 111.0           | -218.9          | 146.7           | 180.1           | 207.0           | 净利率            | -0.1%       | -7.8%       | 2.6%         | 2.5%         | 2.5%         |
| <b>净利润</b>        | <b>-20.6</b>    | <b>-1,687.4</b> | <b>684.1</b>    | <b>839.7</b>    | <b>965.4</b>    | EBITDA/营业收入    | 2.6%        | -7.1%       | 3.7%         | 3.9%         | 3.6%         |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2007</b>     | <b>2008</b>     | <b>2009E</b>    | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    | EBIT/营业收入      | 0.6%        | -9.4%       | 2.7%         | 3.1%         | 2.9%         |
| 货币资金              | 1,771.6         | 2,774.4         | 2,127.6         | 2,642.7         | 3,142.1         | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -               | -               | -               | -               | -               | 固定资产周转天数       | 73          | 78          | 67           | 52           | 42           |
| 应收帐款              | 504.1           | 280.1           | 415.3           | 543.0           | 1,205.2         | 流动营业资本周转天数     | -21         | -34         | -29          | -11          | 0            |
| 应收票据              | 125.8           | 23.0            | 87.4            | 108.6           | 139.9           | 流动资产周转天数       | 75          | 84          | 71           | 67           | 76           |
| 预付帐款              | 497.0           | 283.9           | 474.5           | 761.8           | 1,111.8         | 应收帐款周转天数       | 5           | 3           | 3            | 3            | 4            |
| 存货                | 1,737.4         | 2,020.4         | 1,826.0         | 2,981.9         | 3,536.1         | 存货周转天数         | 30          | 33          | 28           | 26           | 30           |
| 其他流动资产            | 0.0             | 36.1            | 95.2            | 179.0           | 253.9           | 总资产周转天数        | 163         | 182         | 155          | 131          | 127          |
| 可供出售金融资产          | 21.3            | 7.4             | -               | -               | -               | 投资资本周转天数       | 63          | 59          | 50           | 49           | 47           |
| 持有至到期投资           | -               | -               | -               | -               | -               | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | 390.4           | 516.0           | 519.5           | 559.5           | 579.5           | ROE            | -0.1%       | -53.8%      | 18.2%        | 19.3%        | 19.1%        |
| 投资性房地产            | -               | -               | -               | -               | -               | ROA            | 0.0%        | -14.7%      | 6.5%         | 6.8%         | 6.8%         |
| 固定资产              | 4,407.4         | 5,007.2         | 4,862.1         | 4,676.4         | 4,463.7         | ROIC           | 0.8%        | -44.0%      | 21.3%        | 20.7%        | 20.5%        |
| 在建工程              | 472.0           | 258.2           | 154.4           | 92.5            | 55.7            | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 179.7           | 224.7           | 209.8           | 195.9           | 183.0           | 销售费用率          | 20.2%       | 25.5%       | 28.5%        | 27.0%        | 26.0%        |
| 其他非流动资产           | 67.1            | 349.1           | 291.6           | 166.5           | 136.5           | 管理费用率          | 4.6%        | 8.8%        | 4.5%         | 4.5%         | 4.5%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>10,173.9</b> | <b>11,780.5</b> | <b>11,063.5</b> | <b>12,907.8</b> | <b>14,807.3</b> | 财务费用率          | 0.2%        | 0.1%        | -0.1%        | -0.1%        | -0.1%        |
| 短期债务              | 890.9           | 2,703.0         | 82.6            | 115.6           | 103.6           | 三费/营业收入        | 24.9%       | 34.5%       | 32.9%        | 31.4%        | 30.4%        |
| 应付帐款              | 3,157.8         | 3,892.2         | 4,421.0         | 4,757.3         | 5,115.0         | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | 20.4            | 300.5           | 282.2           | 411.1           | 426.3           | 资产负债率          | 53.7%       | 72.6%       | 64.4%        | 64.6%        | 64.3%        |
| 其他流动负债            | 972.4           | 1,200.6         | 2,017.7         | 2,753.4         | 3,530.9         | 负债权益比          | 116.1%      | 265.0%      | 181.0%       | 182.8%       | 180.2%       |
| 长期借款              | 94.6            | 54.6            | 54.6            | 54.6            | 54.6            | 流动比率           | 0.91        | 0.66        | 0.75         | 0.91         | 1.04         |
| 其他非流动负债           | 284.9           | 297.3           | 331.8           | 376.8           | 420.5           | 速动比率           | 0.57        | 0.39        | 0.47         | 0.53         | 0.65         |
| <b>负债总额</b>       | <b>5,466.7</b>  | <b>8,552.9</b>  | <b>7,127.0</b>  | <b>8,344.0</b>  | <b>9,522.2</b>  | 利息保障倍数         | 3.90        | -140.83     | -23.29       | -34.43       | -30.98       |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>494.3</b>    | <b>438.3</b>    | <b>470.5</b>    | <b>510.1</b>    | <b>555.6</b>    | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 666.1           | 799.3           | 799.3           | 799.3           | 799.3           | DPS(元)         | 0.06        | -           | -            | 0.32         | 0.36         |
| 留存收益              | 3,546.8         | 1,989.9         | 2,666.7         | 3,254.4         | 3,930.2         | 分红比率           | -250.7%     | 0.0%        | 0.0%         | 30.0%        | 30.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>4,707.2</b>  | <b>3,227.6</b>  | <b>3,936.5</b>  | <b>4,563.9</b>  | <b>5,285.1</b>  | 股息收益率          | 0.3%        | 0.0%        | 0.0%         | 1.4%         | 1.6%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2007</b>     | <b>2008</b>     | <b>2009E</b>    | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 净利润               | -4.6            | -1,736.7        | 684.1           | 839.7           | 965.4           | EPS(元)         | -0.03       | -2.11       | 0.86         | 1.05         | 1.21         |
| 加: 折旧和摊销          | 415.1           | 517.8           | 261.3           | 264.3           | 265.8           | BVPS(元)        | 5.89        | 4.04        | 4.92         | 5.71         | 6.61         |
| 资产减值准备            | 17.4            | 295.7           | -201.9          | 3.4             | 0.6             | PE(X)          | -856.0      | -10.4       | 25.8         | 21.0         | 18.3         |
| 公允价值变动损失          | -               | -               | -               | -               | -               | PB(X)          | 3.7         | 5.5         | 4.5          | 3.9          | 3.3          |
| 财务费用              | 18.5            | 45.4            | 32.5            | -31.2           | -29.4           | P/FCF          | -18.0       | 21.4        | -6.2         | 83.0         | 72.2         |
| 投资收益              | 2.9             | -20.0           | -5.0            | -5.0            | -5.0            | P/S            | 0.9         | 0.8         | 0.7          | 0.5          | 0.4          |
| 少数股东损益            | 15.2            | -49.3           | 32.2            | 39.6            | 45.5            | EV/EBITDA      | 28.1        | -11.8       | 18.5         | 14.4         | 12.9         |
| 营运资金的变动           | -58.1           | 784.8           | 1,319.7         | -308.0          | -449.8          | CAGR(%)        | -677.6%     | -183.5%     | 48.6%        | -100.0%      | -100.0%      |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>778.1</b>    | <b>182.6</b>    | <b>2,059.2</b>  | <b>804.6</b>    | <b>785.2</b>    | PEG            | 1.3         | 0.1         | 0.5          | -0.2         | -0.2         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-1,448.6</b> | <b>-909.6</b>   | <b>6.7</b>      | <b>-37.1</b>    | <b>-17.1</b>    | ROIC/WACC      | 0.1         | -4.4        | 2.1          | 2.1          | 2.1          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>1,429.6</b>  | <b>1,715.0</b>  | <b>-2,617.2</b> | <b>-211.5</b>   | <b>-277.4</b>   | REP            | 43.8        | -1.3        | 2.1          | 1.8          | 1.6          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

# 白酒大省的后起之秀

## 金种子酒更新报告

### 报告关键点：

- 2009年迎来公司业绩拐点
- 白酒三大系列促量价齐升
- 据阜阳，占皖南，拓省城
- 生化制药提高收入，土地储备提供安全边际
- 12个月目标价为16元，首次评级“买入 - B”

### 报告摘要：

- 由于公司对白酒核心业务的确立，加之2005年以来的培育逐步有所收获，公司业绩有望在2009年迎来拐点。我们预计公司2009 - 2011年净利润的复合增长率有望达到46.97%。
- 金种子酒三大中档白酒系列“地蕴醉三秋”、“柔和”及“祥和”增长迅速，我们预计至2009年，三大系列合计销量有望接近6000吨。而公司的整体销量有望从2008年的10000吨，增加到2009年的接近1.6万吨。
- 金种子酒在巩固阜阳本地市场的同时，积极开发安徽省内地产名酒较少的皖南地区。我们预计皖南地区在2009年将提供公司白酒业务总收入的一半左右。而公司也在省城合肥投入大量资金拓展市场。
- 在公司确立白酒为主的以前，长期为公司主要销售收入来源。但是由于金太阳为生产企业，且所处市场竞争激烈，虽然收入较大，但净利率甚低。从公司未来规划来看，此块业务依然将保留在上市公司内部，继续为公司贡献销售收入，也将维持净利率极低的状态。
- 公司在阜阳市区及开发区拥有1600余亩土地，其中可开发面积约在900亩，总体成本在2亿余元。900亩中有480亩位于开发区，当前地价约在70万/亩，公司有意将其等值置换到阜阳市区。而当前阜阳市区每亩土地价格约在150万。而阜阳市区房价在3000 - 4000元/平米。但此土地储备如何开发，何时开发，变数较大。
- 我们结合公司的发展趋势及白酒市场的环境，预计公司2009、2010、2011年每股收益分别为0.25元、0.40及0.54元，首次对公司评级为“买入 - B”，12个月目标价为16元。

评级：**买入-B**

上次评级：

目标价格：**16.00 元**

期限：12 个月 上次预测：

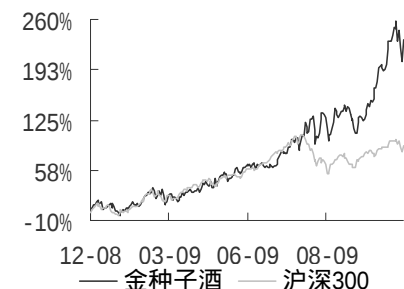
现价：13.23 元

报告日期：**2009-12-03**

### 市场数据

|            |              |
|------------|--------------|
| 总市值(百万元)   | 3,449.34     |
| 流通市值(百万元)  | 3,449.34     |
| 总股本(百万股)   | 260.72       |
| 流通股本(百万股)  | 260.72       |
| 12 个月最高/最低 | 3.80/14.28 元 |
| 十大流通股东(%)  | 39.21%       |
| 股东户数       | 58,346       |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月   |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | 17.52 | 40.70 | 141.17 |
| 绝对收益 | 24.57 | 55.96 | 233.07 |

### 研究员

**独孤南薰** 高级行业分析师  
 021-68765195 dugunx@essence.com.cn  
**李铁** 行业分析师  
 010-66581633 litie2@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2007  | 2008   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-----------|-------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 787.6 | 661.7  | 1,095.4 | 1,505.8 | 1,729.5 |
| Growth(%) | 1.8%  | -16.0% | 65.5%   | 37.5%   | 14.9%   |
| 净利润       | 26.2  | 24.3   | 64.7    | 104.8   | 139.4   |
| Growth(%) | 42.6% | -7.6%  | 166.9%  | 61.9%   | 33.0%   |
| 毛利率(%)    | 19.1% | 33.0%  | 35.1%   | 36.5%   | 39.9%   |
| 净利润率(%)   | 3.3%  | 3.7%   | 5.9%    | 7.0%    | 8.1%    |
| 每股收益(元)   | 0.10  | 0.09   | 0.25    | 0.40    | 0.53    |
| 每股净资产(元)  | 2.13  | 2.23   | 2.48    | 2.88    | 3.41    |
| 市盈率       | 130.7 | 141.4  | 53.0    | 32.7    | 24.6    |
| 市净率       | 6.2   | 5.9    | 5.3     | 4.6     | 3.9     |
| 净资产收益率(%) | 4.8%  | 4.2%   | 10.0%   | 14.0%   | 15.7%   |
| ROIC(%)   | 6.0%  | 5.1%   | 12.5%   | 19.4%   | 19.0%   |
| EV/EBITDA | 77.7  | 76.5   | 30.9    | 20.6    | 15.7    |
| 股息收益率     | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |

### 前期研究成果

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-11-16

| 利润表               | 2007         | 2008         | 2009E          | 2010E          | 2011E          | 财务指标           | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|-------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>787.6</b> | <b>661.7</b> | <b>1,095.4</b> | <b>1,505.8</b> | <b>1,729.5</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 637.6        | 443.2        | 711.1          | 956.3          | 1,039.6        | 营业收入增长率        | 1.8%        | -16.0%      | 65.5%        | 37.5%        | 14.9%        |
| 营业税费              | 28.8         | 61.2         | 131.5          | 180.7          | 207.5          | 营业利润增长率        | 65.6%       | 13.1%       | 181.6%       | 64.8%        | 31.5%        |
| 销售费用              | 35.2         | 82.5         | 128.2          | 172.4          | 198.9          | 净利润增长率         | 42.6%       | -7.6%       | 166.9%       | 61.9%        | 33.0%        |
| 管理费用              | 19.3         | 35.0         | 53.6           | 73.8           | 86.5           | EBITDA 增长率     | 13.4%       | -2.0%       | 144.6%       | 53.7%        | 26.5%        |
| 财务费用              | 10.7         | 6.7          | -1.2           | -1.1           | -3.3           | EBIT 增长率       | 29.7%       | -0.7%       | 130.1%       | 65.7%        | 30.1%        |
| 资产减值损失            | 27.7         | 1.1          | -17.8          | -24.7          | 5.1            | NOPLAT 增长率     | 17.3%       | -16.7%      | 106.5%       | 62.8%        | 31.7%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -            | 0.0          | -0.1           | -              | -              | 投资资本增长率        | -1.6%       | -15.9%      | 5.0%         | 34.5%        | 3.2%         |
| 投资和汇兑收益           | -            | -            | 0.2            | 0.2            | 0.2            | 净资产增长率         | 5.0%        | 4.7%        | 11.1%        | 16.2%        | 18.6%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>28.3</b>  | <b>32.0</b>  | <b>90.2</b>    | <b>148.6</b>   | <b>195.4</b>   | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 0.7          | 1.6          | 1.0            | -1.0           | 1.0            | 毛利率            | 19.1%       | 33.0%       | 35.1%        | 36.5%        | 39.9%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>29.0</b>  | <b>33.6</b>  | <b>91.2</b>    | <b>147.6</b>   | <b>196.4</b>   | 营业利润率          | 3.6%        | 4.8%        | 8.2%         | 9.9%         | 11.3%        |
| 减: 所得税            | 2.5          | 9.3          | 26.4           | 42.8           | 56.9           | 净利率            | 3.3%        | 3.7%        | 5.9%         | 7.0%         | 8.1%         |
| <b>净利润</b>        | <b>26.2</b>  | <b>24.3</b>  | <b>64.7</b>    | <b>104.8</b>   | <b>139.4</b>   | EBITDA/营业收入    | 5.7%        | 6.6%        | 9.8%         | 11.0%        | 12.1%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2007</b>  | <b>2008</b>  | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | EBIT/营业收入      | 4.9%        | 5.8%        | 8.1%         | 9.8%         | 11.1%        |
| 货币资金              | 38.7         | 79.4         | 217.6          | 230.5          | 266.8          | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -            | 0.1          | -              | -              | -              | 固定资产周转天数       | 38          | 46          | 27           | 19           | 16           |
| 应收帐款              | 67.8         | 45.8         | 31.8           | 122.4          | 140.6          | 流动营业资本周转天数     | 95          | 85          | 41           | 59           | 77           |
| 应收票据              | 44.9         | 42.1         | 61.5           | 95.8           | 102.6          | 流动资产周转天数       | 164         | 192         | 143          | 152          | 172          |
| 预付帐款              | 14.9         | 9.3          | 13.1           | 22.6           | 34.1           | 应收帐款周转天数       | 51          | 52          | 36           | 28           | 32           |
| 存货                | 175.5        | 187.8        | 181.7          | 292.4          | 344.3          | 存货周转天数         | 88          | 106         | 65           | 61           | 71           |
| 其他流动资产            | 0.0          | -            | -0.0           | -0.0           | -0.0           | 总资产周转天数        | 360         | 424         | 281          | 248          | 253          |
| 可供出售金融资产          | -            | -            | -              | -              | -              | 投资资本周转天数       | 280         | 304         | 172          | 150          | 152          |
| 持有至到期投资           | -            | -            | -              | -              | -              | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | 96.8         | 96.8         | 96.8           | 96.8           | 96.8           | ROE            | 4.8%        | 4.2%        | 10.0%        | 14.0%        | 15.7%        |
| 投资性房地产            | 24.0         | 23.4         | 23.5           | 25.4           | 27.7           | ROA            | 3.5%        | 3.1%        | 7.1%         | 9.0%         | 11.0%        |
| 固定资产              | 82.6         | 84.7         | 79.1           | 77.8           | 75.7           | ROIC           | 6.0%        | 5.1%        | 12.5%        | 19.4%        | 19.0%        |
| 在建工程              | 1.1          | 7.6          | 5.2            | 3.7            | 2.8            | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 218.6        | 213.0        | 198.9          | 185.7          | 173.4          | 销售费用率          | 4.5%        | 12.5%       | 11.7%        | 11.5%        | 11.5%        |
| 其他非流动资产           | 0.4          | 4.0          | 7.6            | 8.0            | 8.2            | 管理费用率          | 2.5%        | 5.3%        | 4.9%         | 4.9%         | 5.0%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>765.1</b> | <b>794.1</b> | <b>916.8</b>   | <b>1,161.0</b> | <b>1,273.1</b> | 财务费用率          | 1.4%        | 1.0%        | -0.1%        | -0.1%        | -0.2%        |
| 短期债务              | 114.7        | 32.0         | 43.4           | 105.3          | 10.0           | 三费/营业收入        | 8.3%        | 18.8%       | 16.5%        | 16.3%        | 16.3%        |
| 应付帐款              | 47.7         | 66.4         | 113.0          | 142.8          | 152.9          | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | 0.4          | -            | 1.9            | 2.6            | 2.8            | 资产负债率          | 27.5%       | 26.8%       | 29.6%        | 35.3%        | 30.1%        |
| 其他流动负债            | 47.1         | 109.8        | 143.9          | 196.4          | 258.1          | 负债权益比          | 37.9%       | 36.7%       | 42.0%        | 54.7%        | 43.0%        |
| 长期借款              | -            | -            | -              | -              | -              | 流动比率           | 1.62        | 1.71        | 1.87         | 1.86         | 2.32         |
| 其他非流动负债           | -            | -            | -              | -              | -              | 速动比率           | 0.73        | 0.77        | 1.15         | 1.09         | 1.35         |
| <b>负债总额</b>       | <b>210.3</b> | <b>213.1</b> | <b>271.0</b>   | <b>410.4</b>   | <b>383.1</b>   | 利息保障倍数         | 3.65        | 5.80        | -76.74       | -140.00      | -57.68       |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>3.4</b>   | <b>3.5</b>   | <b>3.5</b>     | <b>3.5</b>     | <b>3.5</b>     | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 260.7        | 260.7        | 260.7          | 260.7          | 260.7          | DPS(元)         | -           | -           | -            | -            | -            |
| 留存收益              | 290.6        | 316.8        | 381.6          | 486.4          | 625.8          | 分红比率           | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>股东权益</b>       | <b>554.8</b> | <b>581.0</b> | <b>645.8</b>   | <b>750.6</b>   | <b>890.0</b>   | 股息收益率          | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2007</b>  | <b>2008</b>  | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 净利润               | 26.5         | 24.3         | 64.7           | 104.8          | 139.4          | EPS(元)         | 0.10        | 0.09        | 0.25         | 0.40         | 0.53         |
| 加: 折旧和摊销          | 11.6         | 11.5         | 18.5           | 17.8           | 17.1           | BVPS(元)        | 2.13        | 2.23        | 2.48         | 2.88         | 3.41         |
| 资产减值准备            | 27.7         | -1.7         | -17.8          | -24.7          | 5.1            | PE(X)          | 130.7       | 141.4       | 53.0         | 32.7         | 24.6         |
| 公允价值变动损失          | -            | -0.0         | -0.1           | -              | -              | PB(X)          | 6.2         | 5.9         | 5.3          | 4.6          | 3.9          |
| 财务费用              | 12.9         | 10.6         | 6.6            | -1.2           | -1.1           | P/FCF          | -158.1      | 89.6        | 67.8         | -189.4       | 165.5        |
| 投资收益              | -            | -            | -0.2           | -0.2           | -0.2           | P/S            | 4.4         | 5.2         | 3.1          | 2.3          | 2.0          |
| 少数股东损益            | 0.2          | 0.0          | 0.0            | 0.0            | 0.0            | EV/EBITDA      | 77.7        | 76.5        | 30.9         | 20.6         | 15.7         |
| 营运资金的变动           | -27.9        | 106.7        | 118.1          | -147.7         | -29.6          | CAGR(%)        | 58.2%       | 79.1%       | 69.9%        | -100.0%      | -100.0%      |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>52.1</b>  | <b>143.5</b> | <b>182.2</b>   | <b>-51.1</b>   | <b>128.5</b>   | PEG            | 2.2         | 1.8         | 0.8          | -0.3         | -0.2         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-4.3</b>  | <b>-13.0</b> | <b>-1.8</b>    | <b>-1.9</b>    | <b>-1.9</b>    | ROIC/WACC      | 0.6         | 0.5         | 1.3          | 2.0          | 1.9          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-68.8</b> | <b>-89.8</b> | <b>12.5</b>    | <b>63.0</b>    | <b>-92.0</b>   | REP            | 9.4         | 12.8        | 4.9          | 2.4          | 2.3          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

# 驶入发展的快车道

## 古井贡酒更新报告

### 报告关键点：

- 聚焦品牌，产品线清晰
- 国退民进，改制顺利进行
- 实际所得税率大幅下降

### 报告摘要：

- **聚焦品牌，产品线清晰：**公司单品数量从06年的874个压缩至08年的150个，09年进一步精简至70个。产品覆盖高中低端：高端产品为年份原浆系列，中端产品为古井贡酒系列，古井牌作为低端产品系列，产品线清晰简洁。从08年4季度推出年份原浆系列后，产品结构不断提升，综合毛利率从08年的38%，提高至09年3季度的54%。年份原浆系列酒将成为公司新的利润增长点。
- **国退民进，改制进展顺利：**公司上半年已引入战略投资者-同华投资，迈出其改制的关键一步，为今后实现国退民进，管理层、技术骨干、投资伙伴和经销商持股打下基础。公司已于去年实现职工身份转变-工龄买断，管理层通过集团公开招聘，内部选拔，充分激发了职工工作的积极性和创造性。
- **实际所得税率大幅下降：**公司净利润近几年增长缓慢的主要原因之一就是实际所得税税率较高。从去年的年报看公司的实际所得税税率竟高达55.84%，公司认为由于没有处理好以销售公司避税而造成的双重纳税，实际根源我们认为这是由于国有企业的奖励机制使得职工对企业的经营业绩不敏感。09年改制后，职工的主观能动性被充分调动起来，09年3季报显示，公司实际所得税已降到32%的合理水平。因此这也将成为推动09年及今后业绩增长的重要因素之一。
- **剥离不良资产：**公司8月份将拖累公司业绩的瑞福祥食品有限公司置出，同时置入盈利的上海古井金豪酒店。11月公司又将多年亏损的安徽亳州古井大酒店的股份作价转让给集团。我们认为集团管理层已经开始关心上市公司的盈利，今后还将把公司的其他不良资产剥离，使公司聚焦白酒主业，业绩迅速增长。
- **盈利预测和投资评级：**根据白酒消费市场以及公司三季报的情况，我们预计公司09-11年的EPS分别为0.30、0.51和0.72元。我们坚持自初次调研以来的观点：公司正处于历史的“转折期”，改制的成功将会使公司驶入回归与振兴的快车道。尽管当前的股价计算公司09年的动态市盈率已经达到61倍，但由于公司前期基数较小，改制后发展的空间巨大，具有很大的弹性。6个月的目标价为35元，维持增持-A的投资评级。

**评级：**
**增持-A**

上次评级： 增持-A

**目标价格：** **35.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 24.00 元

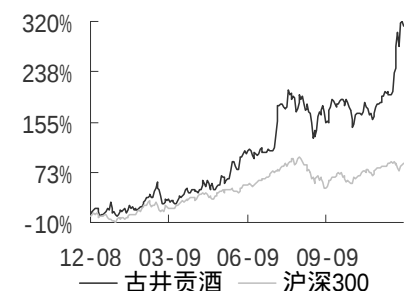
现价： 32.92 元

**报告日期：** **2009-12-03**

### 市场数据

|            |              |
|------------|--------------|
| 总市值(百万元)   | 7,926.55     |
| 流通市值(百万元)  | 5,902.68     |
| 总股本(百万股)   | 235.00       |
| 流通股本(百万股)  | 175.00       |
| 12 个月最高/最低 | 7.96/35.29 元 |
| 十大流通股东(%)  | 70.73%       |
| 股东户数       | 25,064       |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月   |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | 46.74 | 38.36 | 218.89 |
| 绝对收益 | 52.77 | 62.80 | 311.40 |

### 研究员

**李铁** 行业分析师  
 010-66581633 litie2@essence.com.cn  
**独孤南薰** 高级行业分析师  
 021-68765195 dugunx@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 1,201.4 | 1,378.9 | 1,423.3 | 1,744.7 | 2,078.5 |
| Growth(%) | 24.7%   | 14.8%   | 3.2%    | 22.6%   | 19.1%   |
| 净利润       | 33.8    | 34.5    | 85.8    | 145.6   | 205.8   |
| Growth(%) | 154.1%  | 2.1%    | 147.4%  | 69.6%   | 41.4%   |
| 毛利率(%)    | 32.3%   | 38.5%   | 44.2%   | 46.3%   | 47.4%   |
| 净利润率(%)   | 2.8%    | 2.5%    | 6.0%    | 8.3%    | 9.9%    |
| 每股收益(元)   | 0.14    | 0.15    | 0.30    | 0.51    | 0.72    |
| 每股净资产(元)  | 3.61    | 3.76    | 3.42    | 3.68    | 4.04    |
| 市盈率       | 153.0   | 149.9   | 73.5    | 43.3    | 30.6    |
| 市净率       | 6.1     | 5.9     | 6.4     | 6.0     | 5.5     |
| 净资产收益率(%) | 4.0%    | 3.9%    | 8.8%    | 13.9%   | 17.9%   |
| ROIC(%)   | 4.3%    | 4.2%    | 10.6%   | 17.1%   | 20.7%   |
| EV/EBITDA | 48.2    | 35.2    | 42.8    | 26.8    | 19.8    |
| 股息收益率     | 0.0%    | 0.0%    | 0.7%    | 1.2%    | 1.6%    |

### 前期研究成果

**古井贡酒：三季度业绩符合预期**  
 2009-10-29  
**古井贡酒：倾力品牌建设，立足长远发展**  
 2009-08-24  
**古井贡酒：夯实快速发展的基础**  
 2009-07-08

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-10-28

| 利润表               | 2007           | 2008           | 2009E          | 2010E          | 2011E          | 财务指标           | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>1,201.4</b> | <b>1,378.9</b> | <b>1,423.3</b> | <b>1,744.7</b> | <b>2,078.5</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 813.1          | 848.5          | 794.0          | 936.7          | 1,093.7        | 营业收入增长率        | 24.7%       | 14.8%       | 3.2%         | 22.6%        | 19.1%        |
| 营业税费              | 129.7          | 157.0          | 162.1          | 198.7          | 236.7          | 营业利润增长率        | 106.7%      | 60.4%       | 54.9%        | 71.9%        | 40.1%        |
| 销售费用              | 114.5          | 144.4          | 206.4          | 226.8          | 249.4          | 净利润增长率         | 154.1%      | 2.1%        | 147.4%       | 69.6%        | 41.4%        |
| 管理费用              | 83.6           | 142.0          | 146.6          | 179.7          | 214.1          | EBITDA 增长率     | 34.0%       | 33.7%       | -0.5%        | 61.7%        | 36.2%        |
| 财务费用              | 6.8            | 4.8            | -1.6           | 0.3            | 1.3            | EBIT 增长率       | 82.4%       | 49.0%       | 43.7%        | 74.5%        | 40.6%        |
| 资产减值损失            | 6.7            | 7.0            | -0.8           | 2.1            | 2.4            | NOPLAT 增长率     | 135.2%      | -4.3%       | 131.3%       | 72.2%        | 41.8%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本增长率        | -0.1%       | -9.4%       | 6.5%         | 17.3%        | 15.3%        |
| 投资和汇兑收益           | -              | 0.1            | -              | -              | -              | 净资产增长率         | 4.1%        | 4.0%        | 10.5%        | 7.5%         | 9.8%         |
| <b>营业利润</b>       | <b>46.9</b>    | <b>75.3</b>    | <b>116.6</b>   | <b>200.4</b>   | <b>280.9</b>   | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 5.1            | 1.8            | 1.0            | -1.0           | 1.0            | 毛利率            | 32.3%       | 38.5%       | 44.2%        | 46.3%        | 47.4%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>52.0</b>    | <b>77.1</b>    | <b>117.6</b>   | <b>199.4</b>   | <b>281.9</b>   | 营业利润率          | 3.9%        | 5.5%        | 8.2%         | 11.5%        | 13.5%        |
| 减: 所得税            | 18.2           | 42.6           | 31.7           | 53.8           | 76.1           | 净利润率           | 2.8%        | 2.5%        | 6.0%         | 8.3%         | 9.9%         |
| <b>净利润</b>        | <b>33.8</b>    | <b>34.5</b>    | <b>85.8</b>    | <b>145.6</b>   | <b>205.8</b>   | EBITDA/营业收入    | 9.0%        | 10.5%       | 10.1%        | 13.3%        | 15.3%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | EBIT/营业收入      | 4.5%        | 5.8%        | 8.1%         | 11.5%        | 13.6%        |
| 货币资金              | 154.7          | 273.7          | 573.4          | 524.7          | 502.5          | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -              | -              | -              | -              | -              | 固定资产周转天数       | 131         | 111         | 107          | 93           | 81           |
| 应收帐款              | 50.1           | 51.2           | 52.8           | 64.7           | 77.1           | 流动营业资本周转天数     | 106         | 76          | 65           | 73           | 87           |
| 应收票据              | 121.8          | 110.4          | 113.9          | 139.7          | 166.4          | 流动资产周转天数       | 249         | 228         | 265          | 254          | 234          |
| 预付帐款              | 10.9           | 8.5            | 6.3            | 3.7            | 0.6            | 应收帐款周转天数       | 11          | 9           | 10           | 9            | 9            |
| 存货                | 492.8          | 471.4          | 440.6          | 519.7          | 606.9          | 存货周转天数         | 173         | 132         | 118          | 102          | 100          |
| 其他流动资产            | -0.0           | 0.0            | -7.7           | 28.4           | 66.0           | 总资产周转天数        | 412         | 379         | 415          | 375          | 336          |
| 可供出售金融资产          | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本周转天数       | 264         | 219         | 208          | 191          | 186          |
| 持有至到期投资           | -              | -              | -              | -              | -              | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | -              | -              | -              | -              | -              | ROE            | 4.0%        | 3.9%        | 8.8%         | 13.9%        | 17.9%        |
| 投资性房地产            | 11.0           | 30.1           | -              | -              | -              | ROA            | 2.4%        | 2.3%        | 4.9%         | 7.8%         | 10.2%        |
| 固定资产              | 446.1          | 404.4          | 437.7          | 461.1          | 474.7          | ROIC           | 4.3%        | 4.2%        | 10.6%        | 17.1%        | 20.7%        |
| 在建工程              | 1.5            | 75.2           | 45.7           | 28.0           | 17.4           | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 54.5           | 89.4           | 89.5           | 89.6           | 89.7           | 销售费用率          | 9.5%        | 10.5%       | 14.5%        | 13.0%        | 12.0%        |
| 其他非流动资产           | 40.9           | 5.3            | 10.3           | 10.4           | 10.4           | 管理费用率          | 7.0%        | 10.3%       | 10.3%        | 10.3%        | 10.3%        |
| <b>资产总额</b>       | <b>1,384.3</b> | <b>1,519.5</b> | <b>1,762.5</b> | <b>1,870.0</b> | <b>2,011.7</b> | 财务费用率          | 0.6%        | 0.3%        | -0.1%        | 0.0%         | 0.1%         |
| 短期债务              | 55.0           | 75.0           | 300.0          | 300.0          | 300.0          | 三费/营业收入        | 17.1%       | 21.1%       | 24.7%        | 23.3%        | 22.4%        |
| 应付帐款              | 105.9          | 189.1          | 105.5          | 124.4          | 145.3          | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | -              | -              | -              | -              | -              | 资产负债率          | 38.7%       | 41.9%       | 44.6%        | 43.9%        | 42.7%        |
| 其他流动负债            | 331.1          | 337.5          | 345.4          | 356.6          | 369.7          | 负债权益比          | 63.1%       | 72.1%       | 80.6%        | 78.2%        | 74.6%        |
| 长期借款              | 36.0           | 25.0           | 25.0           | 25.0           | 25.0           | 流动比率           | 1.69        | 1.52        | 1.57         | 1.64         | 1.74         |
| 其他非流动负债           | 7.5            | 9.9            | 10.5           | 14.9           | 19.4           | 速动比率           | 0.62        | 0.72        | 0.97         | 0.96         | 0.98         |
| <b>负债总额</b>       | <b>535.6</b>   | <b>636.5</b>   | <b>786.4</b>   | <b>820.9</b>   | <b>859.3</b>   | 利息保障倍数         | 7.91        | 16.77       | -72.75       | 720.61       | 210.30       |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>3.2</b>     | <b>3.1</b>     | <b>3.4</b>     | <b>3.9</b>     | <b>4.7</b>     | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 235.0          | 235.0          | 285.0          | 285.0          | 285.0          | DPS(元)         | -           | -           | 0.15         | 0.25         | 0.36         |
| 留存收益              | 610.5          | 644.9          | 687.7          | 760.2          | 862.7          | 分红比率           | 0.0%        | 0.0%        | 50.0%        | 50.0%        | 50.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>848.7</b>   | <b>883.0</b>   | <b>976.1</b>   | <b>1,049.1</b> | <b>1,152.4</b> | 股息收益率          | 0.0%        | 0.0%        | 0.7%         | 1.2%         | 1.6%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 净利润               | 33.8           | 34.5           | 85.8           | 145.6          | 205.8          | EPS(元)         | 0.14        | 0.15        | 0.30         | 0.51         | 0.72         |
| 加: 折旧和摊销          | 56.2           | 67.0           | 29.1           | 32.2           | 34.9           | BVPS(元)        | 3.61        | 3.76        | 3.42         | 3.68         | 4.04         |
| 资产减值准备            | 6.7            | 7.0            | -0.8           | 2.1            | 2.4            | PE(X)          | 153.0       | 149.9       | 73.5         | 43.3         | 30.6         |
| 公允价值变动损失          | -              | -              | -              | -              | -              | PB(X)          | 6.1         | 5.9         | 6.4          | 6.0          | 5.5          |
| 财务费用              | 8.0            | 7.8            | 6.7            | -1.6           | 0.3            | P/FCF          | -           | 41.8        | 24.3         | #####        | 118.8        |
| 投资收益              | -              | -0.1           | -              | -              | -              | P/S            | 4.3         | 3.8         | 4.4          | 3.6          | 3.0          |
| 少数股东损益            | -0.1           | -0.1           | 0.3            | 0.5            | 0.7            | EV/EBITDA      | 48.2        | 35.2        | 42.8         | 26.8         | 19.8         |
| 营运资金的变动           | -88.7          | 69.4           | -51.3          | -118.0         | -124.7         | CAGR(%)        | 62.7%       | 81.4%       | 35.9%        | -100.0%      | -100.0%      |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>120.1</b>   | <b>207.8</b>   | <b>61.5</b>    | <b>62.7</b>    | <b>120.4</b>   | PEG            | 2.4         | 1.8         | 2.0          | -0.4         | -0.3         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-58.1</b>   | <b>-87.6</b>   | <b>-32.1</b>   | <b>-32.1</b>   | <b>-32.1</b>   | ROIC/WACC      | 0.5         | 0.4         | 1.1          | 1.8          | 2.2          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-33.7</b>   | <b>-1.2</b>    | <b>233.8</b>   | <b>-72.8</b>   | <b>-103.9</b>  | REP            | 12.9        | 14.5        | 6.4          | 3.4          | 2.5          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

**公司快报**
**泸州老窖(000568)**
**降低评级**

白酒与葡萄酒/食品饮料

# 攻守兼备

## 泸州老窖更新报告

### 报告关键点：

- 产品覆盖高中低端；
- 国窖1573和老窖特曲双轮驱动；
- 华西证券为公司业绩带来惊喜

### 报告摘要：

- 产品线覆盖高中低端：公司的产品线丰富清晰，从超高端的封坛年份酒，高端的国窖1573到低端的头曲、二曲等覆盖高中低端。与其他一线名白酒企业对比，公司的高端产品收入占比为67.45%，远低于水井坊93.67%的水平，而且低于茅台和五粮液94.25%和75.96%的占比。均衡的产品结构保证了公司在经济形势不佳或是处在恢复期，高端白酒提价的可能性较小的情况下通过中档和中高档白酒销量增长。
- 国窖1573和老窖特曲双轮驱动：尽管09年上半年高端白酒包含了老窖特曲及以上的产品（08年同期未包含），销售收入却同比降低了4.19%，这主要是公司在上半年对国窖1573等高端白酒采取控量保价的策略。上半年毛利率同比仅下降0.36%，主要是公司09年“国窖1573”和老窖特曲一受益于去年的提价，特别是老窖特曲在上半年再次提价10%。自5月份以来，在经济回暖、商务和政务活动日渐活跃的市场环境下，“国窖1573”等高端产品的市场需求开始恢复，因此我们预计10年公司的高端产品的销售情况会逐步向好，老窖特曲等中档产品的销售也会在中西部地区得到快速增长，这也预示着公司依靠其完整的高中低端产品线，配合“国窖1573”和老窖特曲攻守兼备的双牌战略的效果正在显现。
- 华西证券为公司业绩带来惊喜：公司通过三次受让已持有华西证券33318万股的股权，占总股本的34.86%。作为西部地区最大的证券公司，华西证券历来受到四川省政府的扶植和重视，为尽快实现进入全国券商前十名以及上市的目标，当地政府必定会进行一定的政策倾斜。虽然到目前为止，2008年中国的证券市场的表现不近人意，但我们相信以经纪业务为主业的华西证券，不会成为公司业绩的拖累，甚至有可能给公司带来意外的惊喜，成为公司新的利润增长点。
- 盈利预测和投资评级：在经济仍然处于恢复期，考虑到06-08年高端白酒连续大幅度的提价加之严查酒后驾车的专项活动的经常化，我们认为2010年高端白酒提价为小概率事件，尽管公司产品结构具有攻守兼备的优势，而且华西证券的收益增厚公司业绩，我们小幅下调公司09-11年的EPS为1.15、1.29和1.58元的盈利预测，给予公司2010年白酒业务30XPE，证券业务15XPE，6个月的目标价为38元，给予增持-A的投资评级。

**评级：**
**增持-A**

上次评级：买入-A

**目标价格：** **38.00 元**

期限：6 个月 上次预测：35.00 元

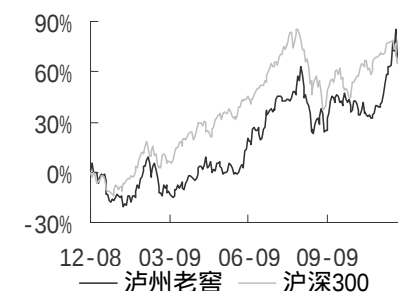
现价：36.07 元

**报告日期：** **2009-12-03**

### 市场数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值(百万元)   | 53,859.47     |
| 流通市值(百万元)  | 27,632.96     |
| 总股本(百万股)   | 1,394.24      |
| 流通股本(百万股)  | 715.32        |
| 12 个月最高/最低 | 17.14/40.39 元 |
| 十大流通股东(%)  | 27.11%        |
| 股东户数       | 49,618        |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月   |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | 25.36 | 16.74 | (0.62) |
| 绝对收益 | 29.33 | 33.44 | 80.47  |

### 研究员

**李铁**

010-66581633

**独孤南薰**

021-68765195

**行业分析师**

litie2@essence.com.cn

**高级行业分析师**

dugunx@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 2,926.9 | 3,798.4 | 4,577.7 | 5,490.9 | 6,794.3 |
| Growth(%) | 51.9%   | 29.8%   | 20.5%   | 19.9%   | 23.7%   |
| 净利润       | 771.8   | 1,267.0 | 1,603.2 | 1,806.3 | 2,214.7 |
| Growth(%) | 139.8%  | 63.7%   | 26.3%   | 12.7%   | 22.6%   |
| 毛利率(%)    | 56.9%   | 66.1%   | 65.1%   | 64.8%   | 64.6%   |
| 净利润率(%)   | 26.4%   | 33.3%   | 34.9%   | 32.8%   | 32.5%   |
| 每股收益(元)   | 0.55    | 0.91    | 1.15    | 1.29    | 1.58    |
| 每股净资产(元)  | 1.94    | 2.51    | 2.85    | 3.24    | 3.72    |
| 市盈率       | 53.0    | 32.4    | 25.6    | 22.8    | 18.6    |
| 市净率       | 15.1    | 11.7    | 10.3    | 9.1     | 7.9     |
| 净资产收益率(%) | 28.5%   | 36.3%   | 40.3%   | 39.9%   | 42.7%   |
| ROIC(%)   | 42.0%   | 51.3%   | 32.9%   | 37.4%   | 48.6%   |
| EV/EBITDA | 22.3    | 24.1    | 19.4    | 17.0    | 13.8    |
| 股息收益率     | 0.7%    | 1.2%    | 2.7%    | 3.1%    | 3.8%    |

### 前期研究成果

**泸州老窖：业绩符合预期，期待四季度绽放**

2009-10-16

**泸州老窖：上半年防守，下半年反击**

2009-07-30

**泸州老窖：双牌战略，攻守兼备**

2009-04-20

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-10-14

| 利润表               | 2007            | 2008           | 2009E          | 2010E           | 2011E           | 财务指标           | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|-------------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>2,926.9</b>  | <b>3,798.4</b> | <b>4,577.7</b> | <b>5,490.9</b>  | <b>6,794.3</b>  | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 1,260.6         | 1,288.9        | 1,597.0        | 1,934.7         | 2,407.0         | 营业收入增长率        | 51.9%       | 29.8%       | 20.5%        | 19.9%        | 23.7%        |
| 营业税费              | 216.6           | 263.4          | 317.7          | 384.4           | 475.6           | 营业利润增长率        | 115.6%      | 57.7%       | 24.8%        | 12.8%        | 22.5%        |
| 销售费用              | 352.4           | 512.8          | 618.0          | 741.3           | 917.2           | 净利润增长率         | 139.8%      | 63.7%       | 26.3%        | 12.7%        | 22.6%        |
| 管理费用              | 167.8           | 227.3          | 273.7          | 328.4           | 406.3           | EBITDA 增长率     | 97.3%       | 54.1%       | 22.8%        | 11.6%        | 20.7%        |
| 财务费用              | 13.9            | 2.2            | -28.4          | -55.9           | -100.9          | EBIT 增长率       | 113.8%      | 55.9%       | 22.9%        | 11.6%        | 21.1%        |
| 资产减值损失            | 11.7            | -0.6           | -11.5          | -               | -               | NOPLAT 增长率     | 137.5%      | 62.3%       | 24.6%        | 11.5%        | 21.2%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -               | -              | -              | -               | -               | 投资资本增长率        | 33.0%       | 94.1%       | -1.7%        | -6.8%        | -6.4%        |
| 投资和汇兑收益           | 158.8           | 171.9          | 280.0          | 200.0           | 200.0           | 净资产增长率         | 20.8%       | 28.9%       | 13.8%        | 13.7%        | 14.8%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>1,062.6</b>  | <b>1,676.2</b> | <b>2,091.1</b> | <b>2,358.2</b>  | <b>2,889.1</b>  | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 0.7             | -22.7          | 1.0            | -1.0            | 1.0             | 毛利率            | 56.9%       | 66.1%       | 65.1%        | 64.8%        | 64.6%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>1,063.3</b>  | <b>1,653.6</b> | <b>2,092.1</b> | <b>2,357.2</b>  | <b>2,890.1</b>  | 营业利润率          | 36.3%       | 44.1%       | 45.7%        | 42.9%        | 42.5%        |
| 减: 所得税            | 291.5           | 386.5          | 488.9          | 550.9           | 675.4           | 净利率            | 26.4%       | 33.3%       | 34.9%        | 32.8%        | 32.5%        |
| <b>净利润</b>        | <b>771.8</b>    | <b>1,267.0</b> | <b>1,603.2</b> | <b>1,806.3</b>  | <b>2,214.7</b>  | EBITDA/营业收入    | 38.9%       | 46.2%       | 47.1%        | 43.8%        | 42.7%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2007</b>     | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    | EBIT/营业收入      | 36.8%       | 44.2%       | 45.1%        | 41.9%        | 41.0%        |
| 货币资金              | 444.3           | 703.6          | 2,426.2        | 3,772.5         | 5,407.2         | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -               | -              | -              | -               | -               | 固定资产周转天数       | 67          | 62          | 65           | 59           | 51           |
| 应收帐款              | 93.2            | 49.2           | 59.3           | 71.2            | 88.0            | 流动营业资本周转天数     | 84          | 131         | 171          | 125          | 81           |
| 应收票据              | 160.7           | 529.4          | 638.0          | 765.3           | 946.9           | 流动资产周转天数       | 303         | 239         | 258          | 299          | 305          |
| 预付帐款              | 568.2           | 61.1           | -567.1         | -1,328.2        | -2,275.1        | 应收帐款周转天数       | 7           | 4           | 2            | 2            | 2            |
| 存货                | 1,239.4         | 1,188.7        | 1,472.8        | 1,784.2         | 2,219.8         | 存货周转天数         | 152         | 116         | 105          | 107          | 106          |
| 其他流动资产            | -0.0            | 0.0            | 7.4            | 17.2            | 31.1            | 总资产周转天数        | 489         | 454         | 462          | 473          | 449          |
| 可供出售金融资产          | -               | -              | -              | -               | -               | 投资资本周转天数       | 267         | 345         | 374          | 299          | 226          |
| 持有至到期投资           | -               | -              | -              | -               | -               | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | 789.4           | 1,342.6        | 1,342.0        | 1,342.0         | 1,342.0         | ROE            | 28.5%       | 36.3%       | 40.3%        | 39.9%        | 42.7%        |
| 投资性房地产            | 21.5            | -              | -              | -               | -               | ROA            | 17.2%       | 24.9%       | 24.1%        | 23.2%        | 24.1%        |
| 固定资产              | 518.5           | 790.6          | 859.3          | 930.9           | 1,005.5         | ROIC           | 42.0%       | 51.3%       | 32.9%        | 37.4%        | 48.6%        |
| 在建工程              | 422.7           | 57.3           | 40.4           | 30.2            | 24.1            | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 177.4           | 298.9          | 299.0          | 299.1           | 299.2           | 销售费用率          | 12.0%       | 13.5%       | 13.5%        | 13.5%        | 13.5%        |
| 其他非流动资产           | 56.6            | 71.7           | 82.7           | 86.3            | 88.4            | 管理费用率          | 5.7%        | 6.0%        | 6.0%         | 6.0%         | 6.0%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>4,491.9</b>  | <b>5,093.1</b> | <b>6,659.8</b> | <b>7,770.5</b>  | <b>9,177.1</b>  | 财务费用率          | 0.5%        | 0.1%        | -0.6%        | -1.0%        | -1.5%        |
| 短期债务              | -               | -              | 742.5          | 739.5           | 733.2           | 三费/营业收入        | 18.2%       | 19.5%       | 18.9%        | 18.5%        | 18.0%        |
| 应付帐款              | 600.4           | 281.4          | 172.0          | 208.4           | 259.2           | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | 397.1           | 155.6          | 192.7          | 233.5           | 290.5           | 资产负债率          | 39.7%       | 31.4%       | 40.3%        | 41.8%        | 43.5%        |
| 其他流动负债            | 781.3           | 1,161.7        | 1,575.1        | 2,067.5         | 2,705.5         | 负债权益比          | 65.7%       | 45.8%       | 67.5%        | 71.9%        | 76.8%        |
| 长期借款              | -               | -              | -              | -               | -               | 流动比率           | 1.41        | 1.58        | 1.50         | 1.56         | 1.61         |
| 其他非流动负债           | 2.3             | 1.6            | 1.0            | 0.3             | -0.8            | 速动比率           | 0.71        | 0.84        | 0.96         | 1.02         | 1.05         |
| <b>负债总额</b>       | <b>1,781.1</b>  | <b>1,600.2</b> | <b>2,683.4</b> | <b>3,249.1</b>  | <b>3,987.6</b>  | 利息保障倍数         | 77.31       | 760.71      | -72.67       | -41.16       | -27.64       |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>6.4</b>      | <b>14.8</b>    | <b>18.6</b>    | <b>23.0</b>     | <b>28.3</b>     | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 871.4           | 1,394.2        | 1,394.2        | 1,394.2         | 1,394.2         | DPS(元)         | 0.22        | 0.35        | 0.80         | 0.90         | 1.11         |
| 留存收益              | 1,833.0         | 2,083.8        | 2,563.6        | 3,104.2         | 3,767.0         | 分红比率           | 39.4%       | 38.6%       | 70.0%        | 70.0%        | 70.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>2,710.8</b>  | <b>3,492.8</b> | <b>3,976.5</b> | <b>4,521.4</b>  | <b>5,189.5</b>  | 股息收益率          | 0.7%        | 1.2%        | 2.7%         | 3.1%         | 3.8%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2007</b>     | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 净利润               | 771.8           | 1,267.0        | 1,603.2        | 1,806.3         | 2,214.7         | EPS(元)         | 0.55        | 0.91        | 1.15         | 1.29         | 1.58         |
| 加: 折旧和摊销          | 72.6            | 84.0           | 93.7           | 104.1           | 115.4           | BVPS(元)        | 1.94        | 2.51        | 2.85         | 3.24         | 3.72         |
| 资产减值准备            | 11.7            | -0.6           | -11.5          | -               | -               | PE(X)          | 53.0        | 32.4        | 25.6         | 22.8         | 18.6         |
| 公允价值变动损失          | -               | -              | -              | -               | -               | PB(X)          | 15.1        | 11.7        | 10.3         | 9.1          | 7.9          |
| 财务费用              | 10.9            | 13.9           | 2.2            | -28.4           | -55.9           | P/FCF          | -           | -38.6       | 16.9         | 19.3         | 16.5         |
| 投资收益              | -158.8          | -171.9         | -280.0         | -200.0          | -200.0          | P/S            | 14.0        | 10.8        | 9.0          | 7.5          | 6.0          |
| 少数股东损益            | -1.5            | 1.1            | 3.8            | 4.3             | 5.3             | EV/EBITDA      | 22.3        | 24.1        | 19.4         | 17.0         | 13.8         |
| 营运资金的变动           | 665.4           | -230.8         | 558.6          | 869.6           | 1,043.6         | CAGR(%)        | 32.8%       | 20.5%       | 19.8%        | -100.0%      | -100.0%      |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>1,228.8</b>  | <b>814.0</b>   | <b>1,939.5</b> | <b>2,528.3</b>  | <b>3,078.1</b>  | PEG            | 1.6         | 1.6         | 1.3          | -0.2         | -0.2         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-1,255.7</b> | <b>-67.3</b>   | <b>140.6</b>   | <b>36.8</b>     | <b>19.8</b>     | ROIC/WACC      | 5.3         | 6.5         | 4.2          | 4.8          | 6.2          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-306.5</b>   | <b>-486.9</b>  | <b>-348.7</b>  | <b>-1,208.4</b> | <b>-1,452.0</b> | REP            | 1.9         | 1.4         | 2.1          | 2.0          | 1.6          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-11-23

| 证券<br>代码 | 公司<br>名称 | 上次<br>评级 | 最新<br>评级 | 每股收益(元) |       |       | 市盈率(X) |       |       | ROE(%) |       |       | 现价     | 目标价    |
|----------|----------|----------|----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
|          |          |          |          | 2008    | 2009E | 2010E | 2008   | 2009E | 2010E | 2008   | 2009E | 2010E |        |        |
| 啤酒       |          |          |          |         |       |       |        |       |       |        |       |       |        |        |
| 600600   | 青岛啤酒     | 买入-B     | 买入-B     | 0.52    | 1.01  | 1.21  | 69     | 36    | 30    | 11.5%  | 20.0% | 21.0% | 35.96  | 36.30  |
| 000729   | 燕京啤酒     | 增持-A     | 增持-A     | 0.38    | 0.52  | 0.58  | 47     | 34    | 31    | 6.7%   | 9.0%  | 9.0%  | 17.83  | 16.00  |
| 白酒与葡萄酒   |          |          |          |         |       |       |        |       |       |        |       |       |        |        |
| 600779   | 水井坊      | 增持-A     | 增持-A     | 0.64    | 0.60  | 0.78  | 31     | 33    | 26    | 21.9%  | 19.0% | 22.0% | 20.07  | 18.00  |
| 000799   | 酒鬼酒      | 中性-A     | 中性-A     | 0.14    | 0.20  | 0.25  | 122    | 83    | 66    | 6.7%   | 9.0%  | 10.0% | 16.54  | 14.00  |
| 000869   | 张裕 A     | 增持-A     | 增持-A     | 1.70    | 1.90  | 2.17  | 43     | 38    | 33    | 35.2%  | 35.0% | 35.0% | 72.14  | 65.00  |
| 600519   | 贵州茅台     | 买入-A     | 买入-A     | 4.03    | 5.33  | 6.47  | 43     | 32    | 27    | 33.8%  | 33.0% | 30.0% | 171.78 | 190.00 |
| 600809   | 山西汾酒     | 买入-B     | 买入-B     | 0.57    | 1.21  | 1.46  | 72     | 34    | 28    | 16.7%  | 32.0% | 31.0% | 40.70  | 43.80  |
| 000858   | 五粮液      | 增持-A     | 增持-A     | 0.48    | 0.78  | 1.03  | 59     | 36    | 27    | 15.9%  | 24.0% | 26.0% | 28.00  | 25.75  |
| 000568   | 泸州老窖     | 买入-A     | 买入-A     | 0.91    | 1.15  | 1.35  | 42     | 33    | 28    | 36.4%  | 40.0% | 42.0% | 37.99  | 35.00  |
| 600238   | 海南椰岛     |          | 买入-B     | -1.49   | 0.46  | 0.57  | -11    | 37    | 29    | -72.0% | 18.0% | 18.0% | 16.79  | 10.83  |
| 600059   | 古越龙山     | 中性-A     | 卖出-A     | 0.18    | 0.29  | 0.31  | 58     | 35    | 33    | 7.8%   | 8.0%  | 8.0%  | 10.22  | 6.20   |
| 食品加工     |          |          |          |         |       |       |        |       |       |        |       |       |        |        |
| 600887   | 伊利股份     | 增持-A     | 买入-B     | -2.11   | 0.86  | 1.05  | -14    | 33    | 27    | -60.5% | 18.0% | 19.0% | 28.55  | 28.35  |
| 000895   | 双汇发展     | 中性-A     | 中性-A     | 1.15    | 1.42  | 1.82  | 43     | 35    | 27    | 29.2%  | 30.0% | 31.0% | 49.38  | 36.40  |
| 002143   | 高金食品     | 减持-B     | 减持-B     | 0.04    | 0.09  | 0.26  | 364    | 163   | 56    | 1.4%   | 3.0%  | 9.0%  | 14.66  | 6.50   |

## 作者简介

独孤南薰，食品饮料及家庭与个人用品行业高级分析师，毕业于美国西北大学，经济学学士，2003 年起从事证券研究工作，2008 年 8 月加入安信证券研究中心。2005 年度《Asia Money》亚洲最佳消费品分析师第六名。  
李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上；  
同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -10% 至 10%；  
落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

|                             |                                          |                             |                                         |
|-----------------------------|------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------|
| <b>朱贤</b><br>021-67865293   | <b>上海联系人</b><br>zhuxian@essence.com.cn   | <b>凌洁</b><br>021-68765237   | <b>上海联系人</b><br>lingjie@essence.com.cn  |
| <b>梁涛</b><br>021-68766067   | <b>上海联系人</b><br>liangtao@essences.com.cn | <b>李国瑞</b><br>021-68763872  | <b>上海联系人</b><br>ligr@essence.com.cn     |
| <b>南方</b><br>021-68765206   | <b>上海联系人</b><br>nanfang@essence.com.cn   | <b>张勤</b><br>021-68763879   | <b>上海联系人</b><br>zhangqin@essence.com.cn |
| <b>周蓉</b><br>010-66581676   | <b>北京联系人</b><br>zhourong@essence.com.cn  | <b>马正南</b><br>010-66581668  | <b>北京联系人</b><br>mazn@essence.com.cn     |
| <b>李昕</b><br>010-66581689   | <b>北京联系人</b><br>lixin@essence.com.cn     | <b>潘琳</b><br>0755-82558268  | <b>深圳联系人</b><br>panlin@essence.com.cn   |
| <b>张茜萍</b><br>0755-82558089 | <b>深圳联系人</b><br>zhangqp@essence.com.cn   | <b>王远洋</b><br>0755-82558087 | <b>深圳联系人</b><br>wangyy3@essence.com.cn  |
| <b>李瑾</b><br>0755-82558084  | <b>深圳联系人</b><br>lijin@essence.com.cn     |                             |                                         |

## 安信证券研究中心

**深圳**  
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

**上海**  
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

**北京**  
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034