

青稞名酒，西北龙头

青青稞酒 (002646) 新股询价报告

报告关键点:

- 使用青稞原料酿造清香型白酒，品类独特
- 深度分销模式带来西北市场高占有率
- 西北市场为基础，发行上市后布局全国

报告摘要:

- 青青稞酒是西北名酒龙头公司。**公司是青稞酒行业龙头企业。公司主营业务为青稞酒的研发、生产、销售，主要产品含互助、天佑德、八大作坊、永庆和等系列。公司被中国酿酒工业协会认定为“中国白酒清香型（青稞原料）代表”。公司拥有的“互助”、“天佑德”被国家工商总局商标局认定为中国“驰名商标”2011年，公司“互助”商标被国家商务部认定为“中华老字号”。公司本次拟公开发行不超过6000万股，发行后总股本将达到4.5亿股。本次募集资金将投向优质基酒产能、青稞酒老熟、营销网络与物流配送等4个项目，投资金额合计约3.5亿元。
- 产自青藏高原的青稞原料造就白酒品类独特性。**一般白酒生产企业酿造所用原料主要是高粱、小麦等谷物，公司的青稞酒在原料上具有独特性，其主要原料为产自高寒高海拔青藏地区产的青稞。青稞原料的稀缺性是公司产品最大的特点，产品线上已经形成天然壁垒，随着公司销售网络的扩张产品特点将转化为定价权和市场竞争的优势。
- 深度分销模式下，取得西北市场高占有率。**公司生产的青稞酒以其品质和品牌影响力在西北市场特别是青海市场拥有稳定的消费群体和极高的品牌忠诚度。2010年公司白酒销售收入占西北市场7.68%。公司在青海省内采取的是渠道深度营销的策略。我们认为西北白酒市场竞争环境相比东部市场偏弱，而深度分销的策略在东部白酒市场是屡试不爽的营销手段。公司结合自身地缘优势，借助深度分销策略将在临近的甘肃、西藏、新疆、宁夏、内蒙古等传统清香型白酒消费区域取得突破，并将逐步布局全国市场。
- 盈利预测和估值定价。**我们预测公司2011年实现销售收入8.0亿元，2012年实现销售收入11.1亿元，预计公司2011年净利润同比增长50.4%，预计2012年净利润同比增长47.3%，2012年全面摊薄后EPS为0.67元。可比上市公司2010年平均静态PE为77.5倍，2011年平均动态PE为46.1倍。公司在产品、销售区域和品牌影响力方面均有优势，成长属性良好。我们考虑公司在2011年底上市，按照公司2012年业绩给公司估值，我们认为2012年公司合理估值区间为24-28倍PE，合理询价区间为：16.08元-18.76元。
- 风险提示：**1) 白酒产业政策的风险；2) 市场聚焦在西北的市场区域性风险；3) 主要原料青稞价格波动的风险；4) 品牌影响力下降的风险。

建议询价区间:

16.08 - 18.76 元

上市首日定价区间:

26.80 - 30.15 元

报告日期: 2011-12-08

发行数据

总股本(万股)	39,000
发行数量(万股)	6,000
网下发行(万股)	1,200
网上发行(万股)	4,800
保荐机构	民生证券有限责任公司
发行日期	2011-12-13
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

青海华实科技投资管理有限公司	75.00%
浙江联泰投资有限公司	11.67%
福建劲达创业投资有限公司	5.00%
深圳嘉木投资有限公司	3.54%
北京天同金源投资管理有限公司	3.54%
上海津博投资发展有限公司	1.25%

徐昊
010-66581748
执业证书编号
李铁
010-66581633
执业证书编号

行业分析师
xuhao1@essence.com.cn
S1450511080005
行业分析师
litie2@essence.com.cn
S1450511020014

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	427.7	596.9	800.6	1,107.2	1,465.9
Growth(%)	76.6%	39.6%	34.1%	38.3%	32.4%
净利润	113.6	135.5	203.8	300.2	416.3
Growth(%)	130.9%	19.3%	50.3%	47.3%	38.7%
毛利率(%)	68.1%	69.9%	69.8%	71.4%	73.5%
净利润率(%)	26.6%	22.7%	25.5%	27.1%	28.4%
每股收益(元)	0.29	0.35	0.52	0.67	0.93
每股净资产(元)	0.46	1.16	2.32	2.73	3.51
净资产收益率(%)	62.6%	29.9%	22.5%	24.5%	26.4%
ROIC(%)	81.5%	103.3%	111.1%	86.7%	89.5%

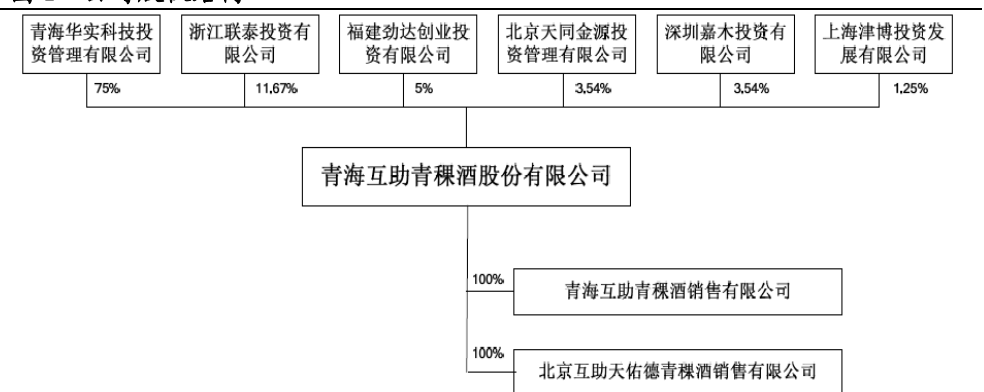
敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 公司概况

公司是青稞酒行业龙头公司，主营业务为青稞酒的研发、生产、销售，主要产品含互助、天佑德、八大作坊、永庆和等系列。公司生产的青稞酒属清香型白酒，被中国酿酒工业协会认定为“中国白酒清香型（青稞原料）代表”。公司拥有的“互助”、“天佑德”被国家工商总局商标局认定为中国“驰名商标”2011年，公司“互助”商标被国家商务部认定为“中华老字号”。

公司的控股股东为青海华实科技投资管理有限公司，该公司目前持有发行人 75% 的股权。公司的实际控制人为李银会先生，李银会先生目前持有青海华实科技投资管理有限公司 94% 的股权。

图 1 公司股权结构



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

公司生产的主要产品为互助、天佑德、八大作坊、永庆和等系列青稞酒，产品档次较全，覆盖高中低端产品。公司酿造的青稞原酒以优质青稞为原料，加入培养的青稞酒大曲，采用“清蒸清烧四次清”的传统酿造工艺，整个发酵遵循“养大楂、保二楂、挤三楂、追四楂”的原则，对达到发酵周期的酒醅进行缓火蒸馏、量质摘酒、分级贮存。公司酿酒所用的大曲采用青稞、豌豆为原料，制曲原料要求颗粒饱满、无杂质、无霉变的上等青稞和豌豆。

表 1: 公司产品系列表

项目	天佑德系列	八大作坊系列	互助系列	永庆和系列
1000 元以上	德天下			
500-1000 元	天之德、福之德、国之德、珍品			
300-500 元	家之德、礼盒	天赋		
90-300 元	人之德、织锦、四星	天成、天赐、4A、八大作坊	七彩互助、精品头曲	祥和
40-90 元			坛头曲、青稞王	泰和、仁和
40 元以下			青稞酒、青稞液	嘉和

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究所

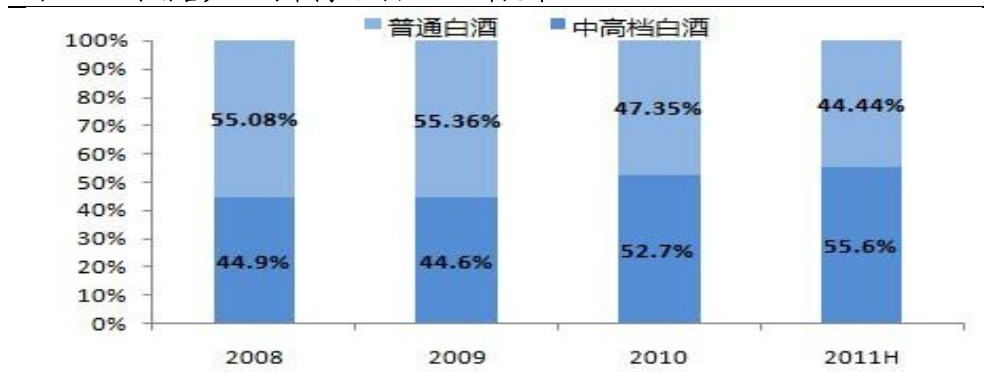
公司产品结构以中高档产品为主，产品线从高至低依次为天佑德系列、八大作坊系列、互助系列和永庆和系列。中高档白酒销售毛利达到 79.8%，普通白酒毛利率 58.8%，白酒综合毛利率 69.9%。公司的盈利能力在白酒上市公司中处于优势地位。

公司 2005 年-2010 年销量分别为 6978 吨、5837 吨、6263 吨、6657 吨、9,743 吨、11970 吨。公司产品销售均价不断上升，盈利能力逐年增强。公司 2005 年-2010 年产品销售均价分别为 16946 元/吨、21902 元/吨、26749 元/吨、36283 元/吨、

43766 元/吨、49797 元/吨。

公司目前白酒实际产能 1.6 万吨，但受原酒产量和窖藏量以及年份、市场需求等因素影响，2010 年成品酒产量 1.3 万吨。2010 年，公司销售白酒 1.19 万吨，实现主营业务收入 5.96 亿元，2010 年实现净利润 1.35 亿元。2008 年至 2010 年收入三年复合增长率达到 34.1%，三年净利润复合增长率达到 65.9%。驱动公司过去三年业绩高速增长的原因是依赖深度分销的销售模式和西北地区的地缘优势，带来销售的量价齐升局面。

图 2 公司销售产品的中高端酒占比不断提升

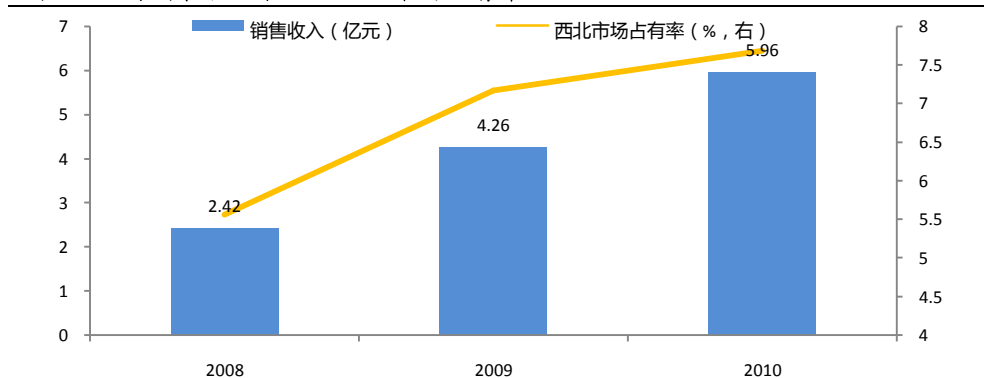


数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

公司生产的青稞酒以其卓越的品质和良好的声誉在西北市场特别是青海市场拥有稳定的消费群体和极高的品牌忠诚度。2010 年公司白酒销售收入占西北市场 7.68%。特别是在青海市场，公司凭借高品质、全系列的青稞酒产品和强大的市场营销网络在该区域内占据较高的市场地位，青稞酒的特殊香型和公司良好的品牌形象已经被当地消费者广泛接受，形成具有较高品牌忠诚度的消费群体，使得其他白酒企业很难大规模进入该区域市场。

青稞酒销售在青海省内市场的渠道设置采用经销商渠道和直营渠道相结合的方式，公司主要负责渠道开发、管理和维护工作，对终端渠道具有很强的掌控能力，经销商协助公司进行终端管理和维护工作；直营渠道主要包括大型连锁超市、团购、散酒乡村加盟店以及互助、虎台两家直营专卖店。青稞酒销售在青海省外市场的渠道设置主要以经销商渠道为主、直营渠道为辅。公司在省外市场主要利用青稞酒的品类优势，吸引当地优秀经销商和酒类专卖店加盟，共同进行市场开发和资源投入；同时公司在北京、兰州设有直营专卖店，负责当地市场开拓。

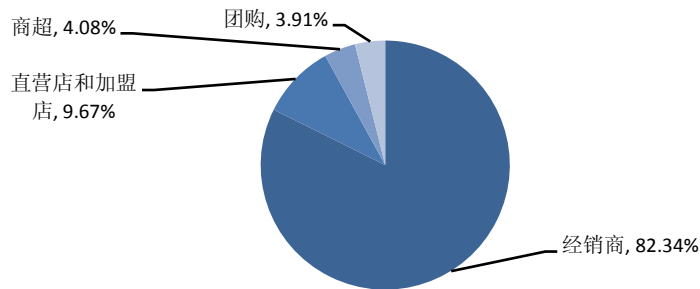
图 3 公司销售收入和西北地区市场占有率



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

青稞酒销售目前在青海省内市场采取深度分销的市场销售策略，对区域市场进行精耕，资源前置并且高度聚焦。销售区域覆盖全省各州市县，产品价位涵盖高中低档，销售渠道覆盖酒店、商超、专卖店、团购等全部通路，采取厂家控价的操作模式，实现公司在省内市场的较高占有率。目前甘肃、西藏、新疆、宁夏、内蒙古等周边市场正在按照上述销售策略进行操作，利用青海省市场的辐射作用，提升市场占有率。

图 4 公司 2010 年销售渠道占比



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

青稞酒在其他省外市场实行专卖店捆绑团购的销售模式，发挥青稞酒的品类优势，吸引当地优秀经销商加盟，并且对区域市场进行灵活投入。初期主要寻求机会性价位的突破，在专卖店、团购等机会性渠道进行拓展、实现机会性区域的产品覆盖，最终撬动整个省区市场，实现与传统销售渠道的合作。公司已经通过上述销售策略，在陕西、河南、山东、云南等省份取得一定的市场基础。

我们看好公司未来业绩成长。公司的青稞清香型白酒未来的消费增长空间较好，首先清香型白酒目前在白酒消费中占比很低，看好清香型白酒的发展前景。公司青稞酒的特点更加突出，从产品原料上即可构成对竞品的壁垒，同时会带来公司对产品的定价权优势。公司 2010 年销售吨酒价格约 5 万元/吨，500ML 单瓶含税出厂价折算约 29 元/瓶。我们认为随着西北地区人均收入水平的提升，公司产品的提价空间充裕，并且中高端销售增长所致的吨酒价格结构性提升也会非常显著。

2. 公司竞争优势

2.1. 原料优势

公司酿酒的主要原料为青稞，青稞主要种植于我国西藏、青海、甘肃的甘南、四川的阿坝、甘孜、云南的迪庆等高寒高海拔地区，上述地区人口密度和工业化程度相对较低，水源、土壤、空气等自然环境保护较好。另一方面，高寒高海拔地区的病虫害较少，而且当地居民出于文化和信仰的原因，基本不使用农药和化肥，使得青稞种植业具有天然的有机农业特征，保证青稞原料天然无污染的品质。青稞不仅具有良好的种植环境，而且具有丰富的药用和营养价值。据《本草拾遗》记载：青稞，下气宽中、壮精益力、除湿发汗、止泻，藏医典籍《晶珠本草》更把青稞作为一种重要药物，用于治疗多种疾病。青稞富含 β -葡聚糖以及钾、锌、硒等微量元素， β -葡聚糖是一种重要的可溶性膳食纤维，具有降血脂、调节血糖、调节肠道和提高免疫力等保健功能。根据中国科学院西北高原生物研究所的

检测结果,公司酿酒所用的肚里黄青稞 β -葡聚糖含量为4.06%,黑老鸦青稞17种氨基酸总量达到13.36%,白青稞烟酸含量6.01mg/100g,瓦蓝青稞的硒含量能够达到0.99mg/kg,不同青稞品种具有各自不同的营养特点,为公司深入挖掘和利用青稞的营养价值提供了广泛空间。

2.2. 产品优势

青稞天然无污染的种植特点和丰富的营养价值为青稞酒的高品质奠定了坚实基础。此外,公司不断运用和改良“清蒸清烧四次清”的传统酿造工艺,从原辅材料检验入库到成品酒检测出库的整个生产环节都严格执行产品质量标准和管理体系的要求,严格保证青稞酒的产品质量和良好的市场声誉,形成“清雅纯正、怡悦馥合、绵甜爽净、醇厚丰满、香味谐调、回味怡畅”的青稞酒特色。营养有机的青稞原料、青藏高原特有的地理环境、传统独特的酿造工艺、严格细致的质量控制,形成青稞酒有别于普通白酒的独特性,青稞酒的品类优势使公司能够摆脱普通白酒同质化竞争局面,为公司赢得广阔的市场空间和强大的可持续发展能力。2005年公司生产的青稞酒获得原产地域产品保护,被国家质量监督检验检疫总局授权使用互助青稞酒原产地域产品专用标志;2006年被中国酿酒工业协会认定为中国白酒清香型(青稞原料)代表;2007年公司根据《地理标志产品保护规定》,作为主要起草单位修订《地理标志产品互助青稞酒》(GB/T19331-2007);2010年被中国食品工业协会认定为食品安全信用等级A级。

2.3. 品牌优势

从白酒行业的发展趋势来看,当前白酒市场已由价格竞争转向品质、品牌以及产品特色的综合竞争,企业的品牌发展战略将成为决定其成败的关键因素之一。公司成立以来非常重视品牌建设,其生产的青稞酒以其卓越的品质和良好的声誉在西北市场特别是青海市场拥有稳定的消费群体和极高的品牌忠诚度。2005年以来,公司持续赞助环青海湖国际公路自行车赛,并在2009年组建中国天佑德洲际自行车队积极参与该项亚洲顶级赛事,公司还通过赞助世界攀岩赛、黄河抢渡挑战赛、出资冠名全国业余网球赛、在中央电视台投放广告等多种手段,不断提升公司在全国乃至国际上的品牌影响力。公司生产的青稞酒在2005年被中国酿酒工业协会确定为“全国酒类产品质量安全诚信推荐品牌”;2010年被国家工商总局确定为“国家商标战略实施示范企业”;公司的“互助”、“天佑德”商标被国家工商行政管理总局商标局认定为中国驰名商标,是青海省唯一拥有两件中国驰名商标的企业;2011年3月,公司“互助”商标被国家商务部认定为“中华老字号”。

2.4. 历史文化优势

青海以青稞酿酒的历史最早可以追溯到青铜时代齐家文化和卡约文化时期,宋元时期公司所在的互助土族自治县民间就有以青稞为原料土法酿造青稞酒的历史,这种土法酿制的青稞酒叫醪醪酒,具有酒香清雅、绵甜柔和的特点。根据《互助土族自治县县志》记载,明末清初,土族人民在醪醪酒原始工艺的基础上不断改进和完善制曲、发酵、蒸馏等工艺,酿造出清香甘美、醇厚爽口的“威远烧酒”(即今互助青稞酒),并逐步形成实力雄厚的“天佑德”、“永庆和”、“世义德”、“文玉合”、“义永合”、“永胜和”、“文和永”、“义兴成”等酿酒作坊,公司与上述八大作坊有着深厚的历史渊源,400余年的青稞酒酿造历史为公司产品积累了深厚的历史基础。

公司位于青藏高原少数民族文化和东部汉文化交汇融合之地,当地汉族、土族、回族、藏族等多民族聚居,带有强烈的青藏高原特色和土族文化特色,并在长期的历史发展过程中形成独特的青稞酒文化,同时也成为当地民族文化的重要组成部分。2008年,公司所在的互助酒厂作坊旧址被认定为“青海省文物保护单位”;

2009 年,公司的青稞酒传统酿造技艺被认定为“青海省非物质文化遗产代表作”;目前公司正在积极申报全国重点文物保护单位和国家级非物质文化遗产名录项目,积极保护和弘扬青稞酒传统文化。

2.5. 自然环境优势

白酒酿造受到水源、土壤、气候等多方面因素影响,特别是优质白酒的酿造对自然环境有着较高的要求。公司地处青藏高原的互助土族自治县,整个区域地形由西北向东南逐渐降低,形成以高山峡谷、低山丘陵为主的地貌特征,县域内自然环境保护良好,根据 2005 年青海省森林资源二类调查结果,互助县森林覆盖率达到 35.7%,居青海省首位;全县地表水总径流量 2 亿立方米(不含湟水和大通河),境内河川污染较少,水质良好,酸碱度均在 7.5—8.6 之间;耕地中绝大部分为壤土,占全县土壤的 67.2%,壤土质地介于黏土和砂土之间,兼有黏土和砂土的优点,通气透水、保水保温性能都较好,是较理想的农业土壤。良好的自然环境、优质的水源和理想的土壤使公司具备生产优质青稞酒的基础。此外,由于公司所处海拔较高,夏天凉爽舒适,全年均适宜白酒生产,不存在一般白酒企业的生产季节性问题。

2.6. 细分市场优势

从地域而言,公司在西北白酒市场具有较高的市场地位,2010 年公司白酒销售收入占西北市场 7.68%。特别是在青海市场,公司凭借高品质、全系列的青稞酒产品和强大的市场营销网络在该区域内占据较高的市场地位,青稞酒的特殊香型和公司良好的品牌形象已经被当地消费者广泛接受,形成具有较高品牌忠诚度的消费群体,使得其他白酒企业很难大规模进入该区域市场。从品类而言,公司在青稞酒细分品类中占据绝对的优势地位,是青稞酒国家标准《地理标志产品 互助青稞酒》(GB/T 19331-2007)的主要起草单位,根据中国轻工业企业信息发布中心的调查统计,公司生产的青稞酒荣列青稞酒行业 2009 年度全国产销量第一。

3. 募投项目分析

公司本次拟公开发行不超过 6000 万股,发行后总股本将达到 4.5 亿股,本次募集资金将投向四个项目:

- 1) 优质青稞酒援救酿造技改项目,投资合计 1.44 亿元。通过实施技术改造,公司将 9000 吨普通青稞原酒产能改造成优质青稞原酒产能 7800 吨、优质调味酒 1200 吨。
- 2) 优质青稞酒陈化老熟和包装技改项目,投资 2.33 亿元。通过优化厂区布局和淘汰落后包装生产线,实现 15600 吨的优质青稞原酒陈化老熟能力和年产 9000 吨青稞酒的包装能力。
- 3) 青稞酒研发及检测中心技改项目,投资 4403 万元。
- 4) 青稞酒营销网络与物流配送建设项目,投资 6986 万元。在青海建设西部营销中心,在西藏、甘肃成立 2 加分公司,在西藏、甘肃、陕西、云南、山东、河南共建设 8 家直营专卖店和 150 家加盟专卖店。

4. 盈利预测和定价分析

我们预测公司 2011 年实现销售收入 8.0 亿元，2012 年实现销售收入 11.1 亿元，预计公司 2011 年净利润同比增长 50.4%，预计 2012 年净利润同比增长 47.3%，公司 2011 年 EPS 为 0.52 元，2012 年全面摊薄后 EPS 为 0.67 元。可比上市公司 2010 年平均静态 PE 为 77.5 倍，2011 年平均动态 PE 为 46.1 倍。公司在产品、销售区域和品牌影响力方面均有一定优势，并且公司成长属性良好。还考虑公司年底上市，我们按照公司 2012 年业绩给予公司估值，我们认为 2012 年公司合理估值区间为 24-28 倍，合理询价区间为：16.08-18.76 元。考虑近期中小板市场上市新股首日平均涨幅，我们预计公司上市首日价格区间为 26.80-30.15 元，对应公司 2012 年 PE 区间为 40-45 倍。

表 2：可比上市公司估值表

公司简称	2011 半年报毛利率	EPS		PE	
		2010	2011	2010	2011
洋河股份	57.1%	2.45	4.38	57.30	32.06
酒鬼酒	72.6%	0.24	0.38	106.42	68.47
古井贡酒	74.4%	1.25	2.47	73.03	36.91
金种子酒	59.0%	0.30	0.70	59.21	25.88
老白干酒	39.6%	0.30	0.41	91.67	66.99
平均	60.5%	0.91	1.67	77.53	46.06

数据来源：公司财务报告、WIND、安信证券研究中心

5. 风险提示

5.1. 白酒产业政策的风险

公司所处行业为白酒行业。根据国家发改委《产业结构调整指导目录(2011 年本)》，“白酒生产线”被列入“限制类”。根据《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》(国发[2005]40 号)，对此类项目，国家有关部门要根据产业结构化升级的要求，遵循优胜劣汰的原则，实行分类指导，允许企业在一定期限内采取措施改造升级。若国家对现行白酒产业政策进行重大调整，如通过税收、土地、广告宣传、价格等方面的调控手段对白酒生产与消费进行限制，将会对公司的生产经营产生不利影响。

5.2. 市场聚焦在西北的市场区域性风险

青海市场是目前公司青稞酒产品最重要的市场，公司报告期内在青海市场实现的主营业务收入分别占公司当年主营业务收入的 95.50%、96.23%、90.80%、82.69%。尽管公司自 2008 年以来不断开拓省外市场，2010 年及 2011 年上半年省外市场销售占比亦有明显提升，但如果青海市场对青稞酒的需求量下降或公司在青海白酒市场份额下降，且公司省外市场的开拓效果未达预期，将对公司生产经营活动产生不利影响。

5.3. 主要原材料青稞价格波动的风险

公司青稞酒生产所需主要原料为青稞。2008 年-2011 年上半年，青稞占公司成本的比重分别为 14.20%、13.69%、11.40%、14.89%。2008 年-2010 年公司有较为稳定的青稞供应来源，且为进一步保证青稞原料供应，提升青稞原料品质，公司与青海省贵南草业开发有限责任公司签署《有机青稞种植基地建设协议》，划定贵南农场一万亩农用地作为种植有机青稞的特定区域，公司按照价格保护政策收购符合要求的青稞。然受自然气候、地理环境、市场供求关系等因素的影响，青稞可能出现歉收或价格上涨的情形，从而对公司生产经营和业绩产生一定的影响。

5.4. 品牌影响力下降的风险

互助、天佑德、八大作坊、永庆和为公司所使用的主要品牌，具有较高的知名度、美誉度，对公司的销售具有一定的促进作用。若公司对产品品牌维护不力，导致消费者对公司的信心下降，将对公司产品销售造成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011/12/6		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	427.7	596.9	800.6	1,107.2	1,465.9	成长性					
减: 营业成本	136.4	179.6	241.5	316.2	388.5	营业收入增长率	76.6%	39.6%	34.1%	38.3%	32.4%
营业税费	81.9	125.1	152.3	218.2	291.7	营业利润增长率	122.9%	45.2%	41.6%	46.9%	38.7%
销售费用	41.8	59.3	84.1	114.0	150.2	净利润增长率	130.9%	19.3%	50.3%	47.3%	38.7%
管理费用	34.4	38.1	46.4	63.1	82.1	EBITDA 增长率	115.6%	44.8%	38.9%	46.1%	38.8%
财务费用	0.9	2.7	0.1	-1.3	-2.4	EBIT 增长率	129.7%	46.3%	39.7%	46.4%	38.6%
资产减值损失	0.0	0.0	4.2	-2.8	1.3	NOPLAT 增长率	139.8%	20.5%	47.6%	46.8%	38.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-5.0%	37.3%	88.2%	34.2%	41.2%
投资和汇兑收益	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	净资产增长率	32.9%	149.5%	99.5%	35.5%	28.7%
营业利润	132.3	192.1	272.0	399.7	554.5	利润率					
加: 营业外净收支	4.3	-9.2	-	1.0	1.0	毛利率	68.1%	69.9%	69.8%	71.4%	73.5%
利润总额	136.6	182.8	272.0	400.7	555.5	营业利润率	30.9%	32.2%	34.0%	36.1%	37.8%
减: 所得税	22.8	47.3	68.0	100.2	138.9	净利润率	26.6%	22.7%	25.5%	27.1%	28.4%
净利润	113.6	135.5	203.8	300.2	416.3	EBITDA/营业收入	32.6%	33.8%	35.0%	37.0%	38.8%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	31.1%	32.6%	34.0%	36.0%	37.7%
货币资金	98.2	350.3	684.2	912.5	1,102.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	42	51	53	43	46
应收账款	0.4	0.5	46.4	22.6	39.2	流动营业资本周转天数	46	20	43	59	57
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	167	232	350	374	354
预付账款	0.8	15.7	23.2	35.1	54.8	应收账款周转天数	0	0	0	0	0
存货	127.0	174.7	258.3	313.4	392.8	存货周转天数	101	91	97	93	87
其他流动资产	0.6	1.5	2.0	3.1	4.4	总资产周转天数	236	309	427	449	436
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	116	96	119	132	137
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.0	-	20.0	20.0	20.0	ROE	62.6%	29.9%	22.5%	24.5%	26.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	35.8%	19.2%	17.1%	19.2%	21.0%
固定资产	49.4	119.7	114.3	153.0	219.8	ROIC	81.5%	103.3%	111.1%	86.7%	89.5%
在建工程	4.3	1.0	7.8	70.7	120.4	费用率					
无形资产	33.0	32.0	30.0	28.1	26.3	销售费用率	9.8%	9.9%	10.5%	10.3%	10.2%
其他非流动资产	3.3	12.1	7.6	8.0	8.2	管理费用率	8.0%	6.4%	5.8%	5.7%	5.6%
资产总额	318.1	707.6	1,193.7	1,566.4	1,988.4	财务费用率	0.2%	0.5%	0.0%	-0.1%	-0.2%
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	18.0%	16.8%	16.3%	15.9%	15.7%
应付账款	64.5	79.4	121.6	149.5	183.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	42.8%	35.9%	24.1%	21.6%	20.6%
其他流动负债	21.6	66.9	68.0	68.8	70.2	负债权益比	74.8%	55.9%	31.8%	27.6%	25.9%
长期借款	50.0	30.0	30.0	30.0	30.0	流动比率	2.64	2.46	4.00	4.27	4.34
其他非流动负债	-	3.4	4.8	7.5	11.8	速动比率	1.16	1.67	2.98	3.23	3.27
负债总额	136.1	253.7	288.1	338.9	408.8	利息保障倍数	147.75	72.25	2,897.95	-303.71	-234.21
少数股东权益	3.7	-	0.2	0.5	0.8	分红指标					
股本	100.0	120.0	390.0	450.0	450.0	DPS(元)	-	0.06	0.03	0.05	0.10
留存收益	78.2	333.9	515.5	777.0	1,128.8	分红比率	0.0%	17.7%	5.9%	7.9%	10.5%
股东权益	181.9	453.9	905.7	1,227.5	1,579.6	股息收益率					
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	113.8	135.5	203.8	300.2	416.3	EPS(元)	0.29	0.35	0.52	0.67	0.93
加: 折旧和摊销	6.2	7.1	8.2	11.1	16.1	BVPS(元)	0.46	1.16	2.32	2.73	3.51
资产减值准备	-6.9	0.0	4.2	-2.8	1.3	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	2.1	3.4	0.1	-1.3	-2.4	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.1	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	0.3	-0.0	0.2	0.3	0.3	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	36.5	20.6	-77.2	9.3	-48.4	CAGR(%)	38.2%	45.4%	40.5%	37.2%	35.7%
经营活动产生现金流量	156.6	133.7	139.3	316.8	383.2	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-36.3	-72.2	-33.0	-111.1	-131.0	ROIC/WACC	16.7	21.2	22.8	17.8	18.4
融资活动产生现金流量	-38.3	190.6	-32.1	80.7	-41.3	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

徐昊，食品饮料行业分析师，会计学硕士，3年食品饮料行业投资研究经验。曾就职于国都证券研究所，2011年7月加盟安信证券研究中心。

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。

分析师声明

徐昊、李铁分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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

黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@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: 200123

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