

洋河股份 (002304)

深度全国化和产品高端化将推动公司持续快速增长

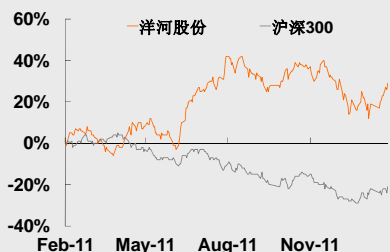
推荐 (首次)

现价: 139.00 元

主要数据

行业	食品、饮料
公司网址	nayanghe.com
大股东/持股	洋河集团/9.64%
实际控制人/持股	宿迁市国资委 /34.05%
总股本(百万股)	900
流通 A 股(百万股)	410
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	1251.00
流通 A 股市值(亿元)	569.71
每股净资产(元)	9.76
资产负债率(%)	41.1

行情走势图



相关研究报告

《股东大会投资者交流纪要--结构调整将是未来增长最重要来源》，2011年4月23日

证券分析师

文献 S1060209040123
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 拥有中国驰名商标最多的白酒企业

洋河股份是拥有中国驰名商标最多的白酒企业,包括“洋河”、“蓝色经典”、“梦之蓝”、“双沟”和“双沟珍宝坊”五个中国驰名商标。公司产品系列有:蓝色经典(又含海之蓝、天之蓝、梦之蓝)、洋河大曲、绵柔苏酒、珍宝坊系列(又含君坊、圣坊、帝坊)、青花瓷系列。

■ 多因素造就洋河奇迹

2004-2011年(2011为平安预测数),洋河营收年复合增长63%,净利润年复合增长123%。导致洋河持续高增长奇迹的因素至少可总结三点:一是八大名酒的品牌底蕴提供了扎实的产品和消费者基础;二改制引入管理层成为股东,重塑了公司机制;三是正逢白酒行业连续多年高景气。

■ 深度全国化是未来持续快速增长重要推手

我们估计,2011年洋河销售已覆盖全国90%的地级市、70%的县级市,2012年洋河将启动深度全国化,可达如下目标:一般省份销售要达到3-5亿元;重点省份要突破10亿元;在外省打造3-5江苏式市场;从打造亿元省深化到打造亿元区;销售网络要达到地产酒水平。这将是2012-2015年洋河持续快速增长重要推手。

■ 产品高端化仍将有力推动公司快速增长

一方面,洋河通过全国化实现了区域性扩张,产品覆盖面快速上升;另一方面,在强大销售渠道推动下,洋河产品结构得以快速升“天”升“梦”,推动营收快速增长。2011年,我们估计,蓝色经典中价格最高的“梦之蓝”增长近200%,价格其次的“天之蓝”增长超过100%,营收也首度超过“海之蓝”。

■ 预计2011-2013年净利年复合增长61%

我们预计,2011-2013年洋河白酒营收分别增长65%、45%和38%,净利分别增长83%、59%和44%,主要由营收增长、毛利率上升、费用率下降贡献,EPS分别为4.47元、7.12元和10.27元。

■ 首次给予“推荐”评级,静待成长消化估值溢价

渠道深度全国化和产品高端化推动下,我们看好洋河持续增长能力,也相信业绩增长将会逐渐消除估值溢价。综合考虑,我们首次给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,002	7,619	12,521	18,177	25,114
YoY(%)	49.2	90.4	64.3	45.2	38.2
净利润(百万元)	1,254	2,205	4,022	6,404	9,240
YoY(%)	68.7	75.9	82.5	59.2	44.3
毛利率(%)	58.5	56.3	58.2	60.7	62.5
净利率(%)	31.3	30.2	33.0	35.2	36.8
ROE(%)	24.7	36.8	49.6	55.6	54.3
EPS(摊薄/元)	1.39	2.45	4.47	7.12	10.27
P/E(倍)	99.8	56.7	31.1	19.5	13.5
P/B(倍)	24.7	18.1	13.5	9.1	6.2

正文目录

一、 拥有中国驰名商标最多的白酒企业.....	3
二、 多因素造就洋河奇迹.....	5
2.1 洋河奇迹：营收、净利持续高速增长.....	5
2.2 八大名酒，底蕴深厚.....	5
2.3 改制奠定快速增长基础.....	6
2.3 行业快速成长提供发展机遇.....	6
三、 持续增长动力：深度全国化和产品高端化.....	7
3.1 2012 启动深度全国化是持续快速增长重要推手.....	7
3.2 产品高端化仍将推动公司快速增长.....	7
四、 产能已不再是瓶颈.....	9
五、 业绩预测与估值.....	10
5.1 预计 2011 - 2013 年净利年均复合增长 61%.....	10
5.2 首次给予“推荐”评级，静待成长消化估值溢价.....	10

一、拥有中国驰名商标最多的白酒企业

1.1 公司基本情况

洋河股份是洋河集团等于 2002 年 12 月 27 日发起设立，主要发起人洋河集团前身为江苏洋河酒厂，是江苏省人民政府确定的 100 户地方国有大中型骨干企业之一。

江苏洋河酒厂始建于 1949 年 7 月，原名淮海贸易公司三分公司洋河槽坊，后改称苏北淮阴区酒类专卖事业公司洋河制酒厂，1951 年 9 月更名为苏北行署专卖事业公司洋河酒厂，1953 年 4 月更名为地方国营洋河酒厂，1986 年 8 月更名为江苏洋河酒厂。1997 年 5 月，经江苏省人民政府批准，江苏洋河酒厂整体改制为洋河集团，目前是由宿迁市国资委履行出资人职责的国有独资公司。

至 2011 年 2 月，洋河股份 100%收购双沟酒业，目前拥有“洋河”、“蓝色经典”、“梦之蓝”、“双沟”和“双沟珍宝坊”五个中国驰名商标，成为拥有中国驰名商标数量最多的白酒企业。

1.2 股东结构

江苏洋河集团是由宿迁市国资委履行出资人职责的国有独资公司，占公司 34.05%的股权。以董事长杨廷栋和总裁张雨柏为首，公司管理层在发行上市后直接持有 5.72%的股权，并间接通过蓝天贸易和蓝海贸易持有 21.69%的股权，管理层合计持有公司股权 27.72%。

图表 1 洋河股份股权结构一览

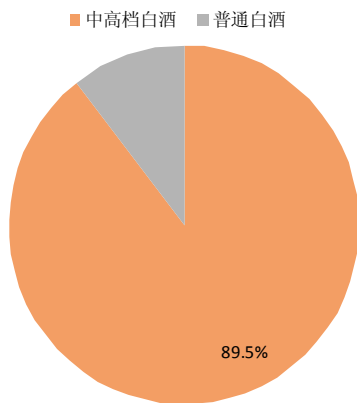
股东名称	股权性质	股份比例
江苏洋河集团有限公司	国有法人	34.05%
宿迁市蓝天贸易有限公司	境内非国有法人	11.19%
宿迁市蓝海贸易有限公司	境内非国有法人	10.50%
上海海烟物流发展有限公司	国有法人	9.64%
南通综艺投资有限公司	境内非国有法人	9.16%
上海捷强烟草糖酒（集团）有限公司	国有法人	4.50%
江苏省高科技产业投资有限公司	境内非国有法人	1.41%
杨廷栋	境内自然人	1.08%
张雨柏	境内自然人	0.73%
其他		17.74%

资料来源：招股说明书，公司公告，平安证券研究所

1.3 产品结构

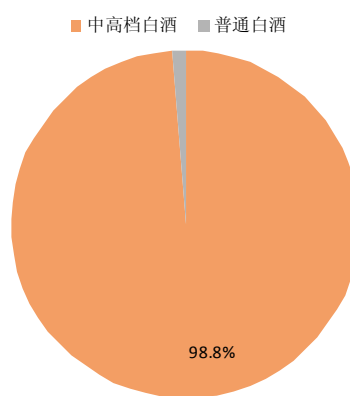
洋河股份的主导产品系列包括蓝色经典系列、洋河大曲等中高档白酒，和洋河普优曲、敦煌古酿等普通白酒。1H2011，中高档白酒营收占公司营收的 90%，毛利贡献则高达 99%。

图表 2 1H11中高档白酒营收约占90%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 1H11中高档白酒毛利约占99%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

至 2011 年 2 月，洋河收购了双沟 100% 股权，主导产品线进一步拓宽，目前主要包括：蓝色经典系列，包括海之蓝、天之蓝、梦之蓝（又分梦 3、梦 6、梦 9），洋河大曲、洋河普优曲、敦煌古酿；绵柔苏酒、珍宝坊系列(包括君坊、圣坊、帝坊)、青花瓷系列。

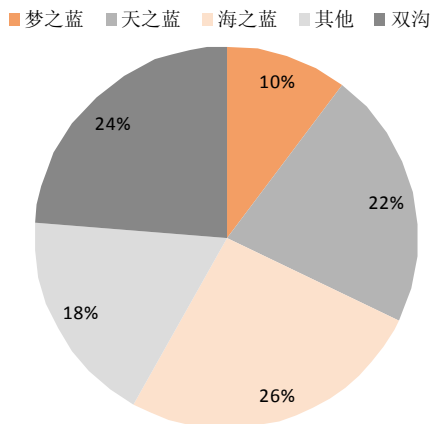
图表 4 洋河股份当前产品线

单位：元/瓶

洋河系列	市场零售价
梦之蓝	M3 约 750, M6 约 1200, M9 约 3200
天之蓝	约 450
海之蓝	约 200
其他	200 以下
双沟系列	
绵柔苏酒	绿苏约 1380
珍宝坊	君坊约 130、圣坊约 290、帝坊约 700
其他	130 以下

资料来源：酒仙网，公司网站，平安证券研究所

图表 5 2010年主打产品营收占公司营收比例（平安证券调整后）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

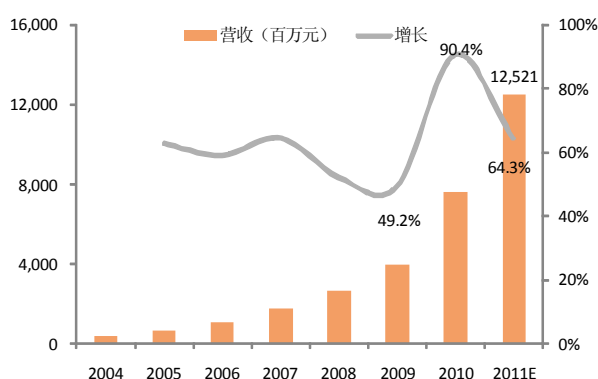
二、多因素造就洋河奇迹

2.1 洋河奇迹：营收、净利持续高速增长

从2004年至2011年(2011年为我们预测数)，洋河营收年均复合增长63%，增速最慢的2009年也达到49.2%，净利润年均复合增长123%，增速最慢的2009年也达到68.7%，可谓奇迹。

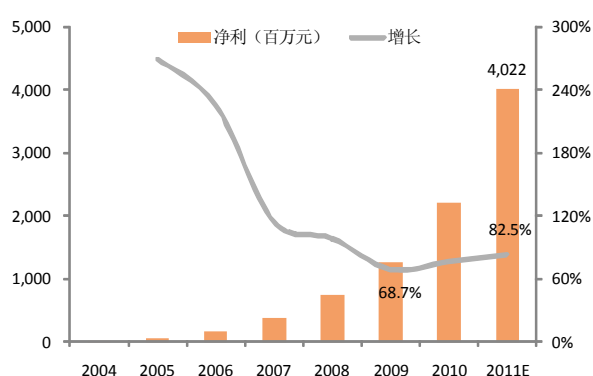
持续多年高增长的洋河奇迹表明，洋河的成功应该是系统性的，我们总结，至少包括三个方面：一是八大名酒的品牌底蕴提供了扎实的产品和消费者基础；二是2002年12年的股份制改造引入管理层成为股东，以此为契机开始重塑公司机制，为后续发展奠定管理基础；三是公司改制后正逢白酒行业连续多年高景气，为公司高速增长提供了环境。

图表6 2004-2011营收年均复合增长63%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 2004-2011净利年均复合增长123%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 八大名酒，底蕴深厚

图表8 中国五次评酒会获名酒金奖名单

评酒会时间	名酒金奖名单
1952	贵州茅台酒、山西汾酒、陕西西凤酒、四川泸州老窖特曲
1963(老八大名酒)	贵州茅台酒、四川五粮液、安徽古井贡酒、四川泸州老窖特曲、四川全兴大曲、，陕西西凤酒、山西汾酒、贵州董酒
1979	贵州茅台酒，山西汾酒，四川五粮液，剑南春，安徽古井贡酒， 江苏洋河大曲 ，贵州董酒，四川泸州老窖特曲
1984	茅台酒、汾酒、五粮液、 洋河大曲 、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、 双沟大曲 、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989	茅台酒、汾酒、五粮液、 洋河大曲 、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、 双沟大曲 、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：平安证券研究所

中国政府组织过五次评酒会，洋河在1952年第三次评酒会上当选八大名酒，此后两次也均获选名酒。另一方面，双沟大曲也分别在第四次和第五次获选名酒称号。

获选名酒表明洋河酒质经历了考验，应属国内一流。同时，名酒也意味着消费者基础扎实，这两者是洋河能够快速崛起的最重要基础。

2.3 改制奠定快速增长基础

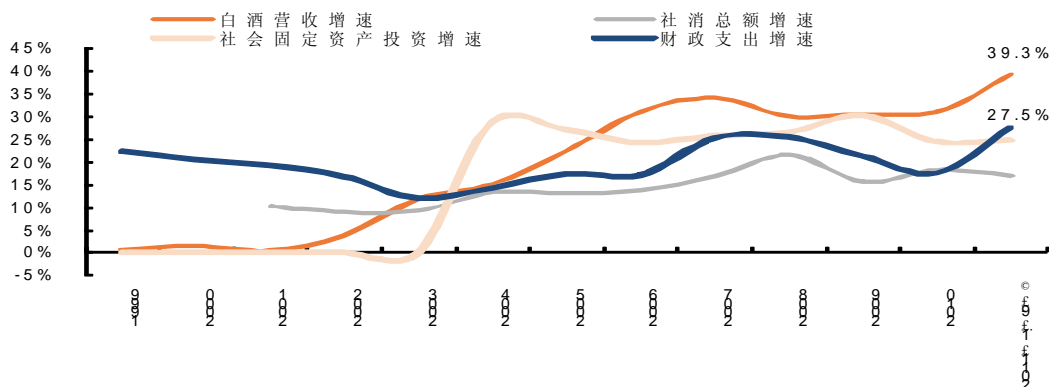
改制成为洋河自谷底回升的契机。上世纪 90 年代末期，茅台、洋河等名优白酒厂销售主要靠计划批条，渠道是国有性质的糖酒公司。90 年代末，国有老糖酒公司相继倒闭、改制、重组，洋河销售持续下滑，直到 2002 年 12 月股份制改造完成。

管理层入股奠定快速增长基础。2002 年 12 月洋河完成股份制改造，董事长杨廷栋、总经理张雨柏为首等 14 名自然人入股，2006 年 3 月增资扩股，引入公司管理层共计 91 人持股的蓝天贸易、蓝海贸易作为股东。管理层入股后，为整个公司机制改变并推动快速成长奠定了基础。

2.3 行业快速成长提供发展机遇

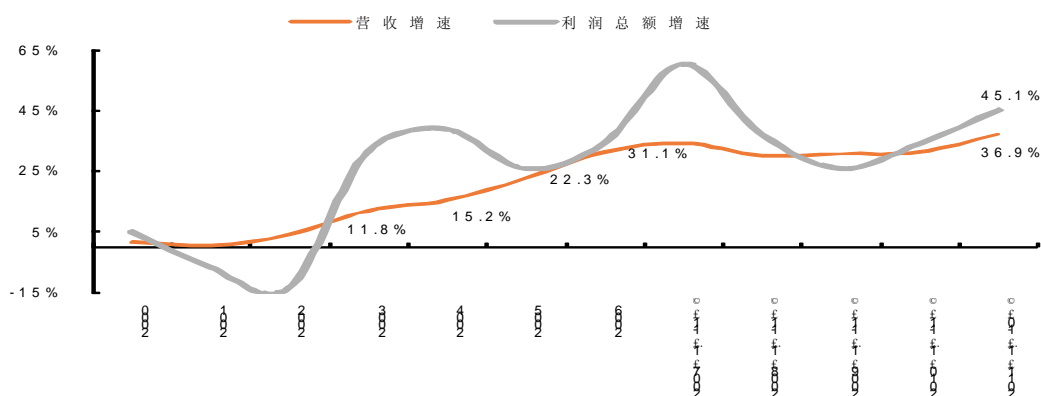
商务、政务和个人消费是白酒需求三大主力。受益于经济快速发展，从 2003 年开始，中国固定资产投资、社会消费品零售总额和财政支出三者增速均表现出逐年上升，这也代表三大需求均快速增长，推动了白酒行业营收增速加快，2006 年至今，行业营收增速就维持在 30%左右。

图表 9 2003年开始固定资产投资、社会消费品零售总额、财政支出增速均逐步提升



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 10 2002年开始白酒行业营收增速逐年上升，2006年后至今维持在30%左右



资料来源：WIND，平安证券研究所

三、 持续增长动力：深度全国化和产品高端化

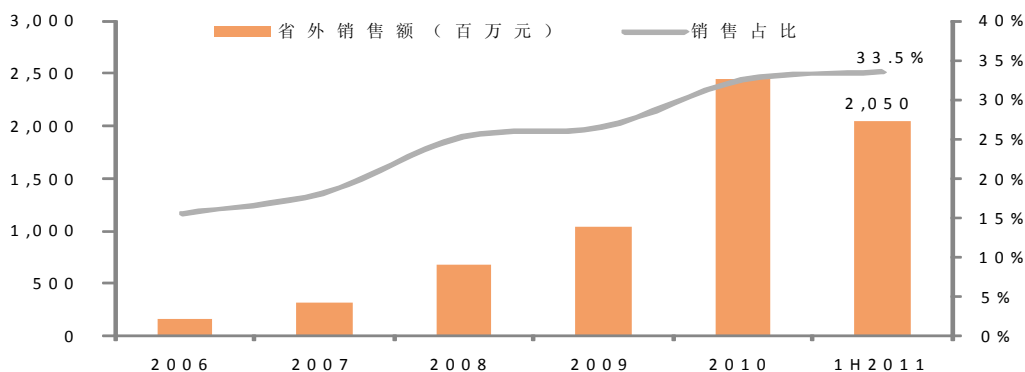
3.1 2012 启动深度全国化是持续快速增长重要推手

预计 2012 年初步全国化目标将基本达成。2008 年，洋河全面启动初步全国化。根据董事长杨廷栋在 2012 新年致辞，至 2011 年，全国有 22 个省回款过亿。我们估计，公司销售网络覆盖了全国 90% 的地级市、70% 的县级市，预计到 2012 年初步全国化目标将基本达成。

深度全国化将推动公司持续快速增长。2011 年，洋河开始提出全国化第二目标，即深度全国化，计划从 2012 年开始全面启动，争取 2015 年全面达成。通过深度全国化，我们认为，洋河可达到如下目标：一般省份销售要达到 3-5 亿元；重点省份要突破 10 亿元；在外省打造 3-5 个江苏式的市场；从打造亿元省继续深化到打造亿元区；销售网络上要达到当地地产酒的水平。

2012 年省外增速仍有望达到 100%。洋河省外市场的启动一般是三年，第一年在目标市场建立点；第二年要将点扩大；第三年销售势头也就起来了。2008-2011 年，洋河初步全国化已打下很好基础，且 2011 年对全国样板市场进行了调整，将省会、副省级城市全部做为样板市场打造，虽然前期投入大、建设慢，但一旦成功，产出将非常明显，且对全省具有辐射效应。从实际效果来看，公司管理层表示已在这些市场出现拐点突破迹象。2012 年正是公司初步全国化完成和深度全国化启动之年，正是发力的时候，省外市场 100% 增长很有可能。

图表 11 省外销售占比逐年提升，1H2011 已占公司营收三分之一



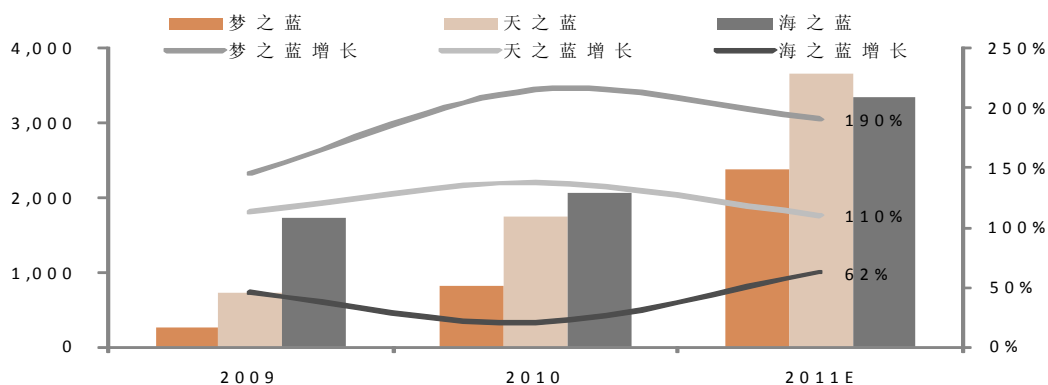
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 产品高端化仍将推动公司快速增长

升“天”升“梦”继续推动 2011 年快速增长。一方面，洋河通过初步全国化推动了区域性扩张，产品覆盖面快速提升；另一方面，在强大销售渠道推动下，洋河产品结构得以快速升“天”升“梦”，推动营收快速增长。我们估计，2011 年，蓝色经典中价位最高的“梦之蓝”接近 190%，价格次高的“天之蓝”增长超过 100%，且营收超过价格最低的“海之蓝”。

图表 12 天之蓝2011年营收已超过海之蓝

单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

我们估计 2012 年梦之蓝增长 80%。当前梦之蓝主力产品 M3 零售价格约 750 元/瓶，M6 零售价约 1200 元/瓶。随着五粮液、1573 价格上升，M3 约 750 元/瓶的价格带正是补位好时机，此市场上，洋河的品牌和渠道推力难有敌手。同时，公司以“蓝色经典梦之蓝”特约赞助 2012 年央视春节联欢晚会，并拿下了 2012 年 7、8 两个月新闻联播报时组合广告标的，这将有力地支撑梦之蓝 2012 年的快速增长。我们估计，2012 年，梦之蓝全系列销售有可能突破 4200 吨，营收增长约 80%。

绵柔苏酒可能成为高端产品新的增长点。2011 年 5 月，洋河推出超高端系列产品“绵柔苏酒”，6 月即上线批量生产，其中“绿苏”市场零售价约 1200 元/瓶。与“川酒”、“贵酒”相对应，“绵柔苏酒”可能成为江苏白酒的一张名片，省内、省外市场前景乐观。在洋河产品高端化的进程中，“绵柔苏酒”也很可能成为“梦之蓝”系列外新的增长点。

我们估计 2012 年天之蓝增长 60%。天之蓝零售价约 450 元/瓶，在这个市场上，洋河的品牌和渠道优势明显。我们估算，2011 年天之蓝营收超过 30 个亿，在洋河各产品系列中营收占比贡献达到第一，也是 2012 年启动深度全国化的主推产品之一。我们估计，2012 年天之蓝销量有望突破 13000 吨，营收增长约 60%。

深度全国化仍将推动海之蓝快速增长，我们估计 2012 年增长 30%。当前，海之蓝零售价约 200 元/瓶，这一产品在全国中低档政商务、居民日常消费仍有旺盛需求。深度全国化背景下，借助渠道进一步精耕细作，我们估计 2012 年海之蓝营收仍能增长 30%，销量可能突破 27000 吨。

图表 13 梦之蓝



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 14 绿苏（绵柔苏酒）



资料来源：公司网站，平安证券研究所

四、 产能已不再是瓶颈

上市前，洋河有中高档白酒产能 2.6 万吨，普通白酒产能 6.1 万吨，白酒产能已至瓶颈。上市后，公司加快了产能建设。到 2011 年中期，公司 IPO 项目“名优酒酿造技改项目”和“名优酒陈化老熟和包装技改项目”均已投产。

浓香型白酒所需贮存时间短，如五粮液只需贮存一年即可。且洋河成品酒平均酒度估计约 40 度，而浓香型白酒基酒度数约为 70 度，1 吨基酒可生产 1.75 吨成品酒。故我们认为，收购双沟和 IPO 项目投产应可基本解决洋河的基酒和包装产能瓶颈。

与此同时，洋河已规划继续投资“名优酒酿造技术改造工程（三期）”和“3 万吨名优酒酿造技改工程”，未来产能亦不是问题。

图表 15 洋河产能稳步扩张

	项目名称	投资额(百万元)	投产时间	新增产能
IPO项目	名优酒酿造技改项目	270	2011年6月	每年增加名优基酒 9,000 吨。
	名优酒陈化老熟和包装技改项目	385	2011年6月	每年新增名酒白酒包装能力 15,000 吨，每年可入窖贮存名酒基酒 9000 吨。
	白酒酿造副产物循环利用项目	97	已变更投向	
IPO超募资金项目	建设名优酒酿造技改二期工程	1,106	2012年12月	每年增加名优基酒 20,000 吨。
公司自筹资金项目	10万吨名优酒陈化老熟技术改造项目	624	2012年12月	包括研发中心、建造 2400 吨、800、400 吨酒罐及配套厂房和设备等
	名优酒酿造技术改造工程（三期）	1,326		每年新增 26500 吨名优基酒的生产能力。
	3万吨名优酒酿造技改工程	1,630	2011年8月公布投资公告，	每年新增 30000 吨名优酒的生产能力。
	双沟酒业园区包装物流项目	495	2012年2月股东大会通过	可形成 4.5 万吨的包装能力
	包装物流中心（二期）配套项目	538		可形成 10 万吨的储酒能力

资料来源：公司招股说明书、公司定期报告、平安证券研究所

五、 业绩预测与估值

5.1 预计 2011 – 2013 年净利年均复合增长 61%

预计 2011 – 2013 年净利年均复合增长 61%。通过渠道深度全国化和产品高端化，洋河仍有能力在 2012 年及以后保持快速增长。我们预计，2011-2013 年洋河白酒营收分别增长 65%、45%和 38%，其中主打产品蓝色经典系列分别增长 92%、53%和 41%；2011-2013 净利分别增长 82%、59%和 44%，主要由营收增长、毛利率上升、费用率下降贡献；EPS 分别为 4.47 元、7.12 元和 10.27 元。

图表 16 预计2011 – 2013年净利年均复合增长61%

	2010	2011E	2012E	2013E	
EPS (元/股)	2.45	4.47	7.12	10.27	
增长	75.9%	82.4%	59.2%	44.3%	
白酒合计营收 (百万元)	7,548	12,423	18,043	24,930	
增长	91.1%	64.6%	45.2%	38.2%	
毛利率	56.3%	58.2%	60.7%	62.5%	
中高档白酒营收 (百万元)	6,377	11,253	16,789	23,588	
增长	88.8%	76.5%	49.2%	40.5%	
毛利率	64.5%	64.0%	65.0%	66.0%	
中高档白酒中	蓝色经典 (百万元)	4,638	8,918	13,603	19,174
	增长	70.4%	92.3%	52.5%	41.0%
	蓝色经典 (百万元)	1,739	2,335	3,186	4,414
	增长		34.3%	36.5%	38.5%
普通白酒 (百万元)	1,171	1,171	1,254	1,343	
增长	104.8%	0.0%	7.1%	7.1%	
毛利率	14.7%	6.6%	8.4%	9.4%	

资料来源：平安证券研究所、公司公告

5.2 首次给予“推荐”评级，静待成长消化估值溢价

估值有明显溢价。从 2011 年营收规模上看，洋河低于茅台、五粮液，应会高于泸州老窖，但与这三家公司 2012 年预测 PE 相比，洋河 2012 年 20 倍的预测 PE 有明显溢价，也反映出市场对公司管理水平，和深度全国化、产品高端化带来持续快速增长能力的认可。

首次给予“推荐”评级，静待成长消化估值溢价。我们看好洋河股份的持续增长能力，也相信业绩增长将会逐渐消除估值溢价。综合考虑，我们首次给予“推荐”评级。

图表 17 白酒上市公司估值比较

单位：元，元/股，倍

	股价		EPS				PE				PEG
	2月10日	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	10年PE	
泸州老窖*	38.00	1.58	2.08	3.06	4.15	24	18	12	9	0.63	
五粮液*	32.66	1.16	1.63	2.52	3.23	28	20	13	10	0.69	
贵州茅台*	190.51	4.87	8.07	11.31	14.56	39	24	17	13	0.89	
洋河股份*	139.00	2.45	4.47	7.12	10.27	57	31	20	14	0.93	
水井坊	21.31	0.48	0.64	0.80	0.99	44	33	27	22	1.63	
均值						38	25	18	13	0.95	
沱牌舍得*	20.82	0.23	0.55	0.93	1.33	92	38	22	16	1.14	
山西汾酒*	59.00	1.14	1.82	2.75	3.82	52	32	21	15	1.04	
古井贡酒	83.73	1.25	2.48	4.03	5.67	67	34	21	15	1.02	
酒鬼酒	26.69	0.24	0.44	0.79	1.25	109	60	34	21	1.51	
伊力特	10.54	0.30	0.37	0.50	0.62	35	28	21	17	1.28	
金种子酒	16.23	0.30	0.69	1.03	1.45	53	24	16	11	0.78	
老白干酒	26.96	0.30	0.60	1.04	1.74	91	45	26	16	1.13	
均值						71	37	23	16	1.13	

备注：标*者2011-2013年EPS为平安预测值，其余为市场预期均值，取自WIND。

资料来源：WIND，平安证券研究所

附注：财务报表

损益表 (百万元, 元/股)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7,619	12,521	18,177	25,114
YoY	90.4%	64.3%	45.2%	38.2%
营业成本	3,329	5,238	7,152	9,411
毛利率	56.3%	58.2%	60.7%	62.5%
营业税金及附加	87	188	273	377
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	737	1,101	1,598	2,208
管理费用	441	615	892	1,233
财务费用	-52	-146	-308	-479
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	3,080	5,527	8,570	12,365
加：营业外收入	32	35	0	0
减：营业外支出	36	25	0	0
利润总额	3,076	5,537	8,570	12,365
减：所得税	778	1,399	2,166	3,125
净利润	2,299	4,137	6,404	9,240
减：少数股东损益	94	115	0	0
归属母公司所有者净利	2,205	4,022	6,404	9,240
YoY	75.9%	82.5%	59.2%	44.3%
销售净利率	30.2%	33.0%	35.2%	36.8%
EPS (当年股本)	4.90	4.47	7.12	10.27
EPS (最新股本摊薄)	2.45	4.47	7.12	10.27

重要指标速览	2010A	2011E	2012E	2013E
估值				
PE	56.7	31.1	19.5	13.5
PEG	0.9	0.8	0.7	0.8
PB	18.1	13.5	9.1	6.2
PS	16.4	10.0	6.9	5.0
EV/EBITDA	39.8	22.3	14.5	10.1
股息收益率	0.4%	1.0%	1.5%	2.2%
经营回报率				
ROE	36.8%	49.6%	55.6%	54.3%
ROA	25.2%	30.2%	33.4%	33.6%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	35.7%	35.0%	34.2%	33.1%
速动比率	1.9	1.8	1.9	2.1
运营效率				
存货周转率	2.4	2.3	2.2	2.2
流动资产周转率	0.8	0.9	1.0	0.9
固定资产周转率	8.4	6.7	6.4	7.3

现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	2,299	4,137	6,404	9,240
折旧摊销	112	234	381	488
营运资金投资	1,237	-1,305	77	180
经营活动现金净流量	3,840	3,166	6,837	9,775
资本开支	-42	-1,465	-1,484	-1,215
投资活动现金净流量	-1,164	-1,465	-1,484	-1,215
债务融资	93	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-360	-450	-1,207	-1,921
融资活动现金净流量	-468	-304	-899	-1,442
当年现金净流量	2,208	1,397	4,455	7,118

资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	6,884	8,281	12,735	19,854
应收款项	158	82	106	155
预付款项	100	365	445	621
存货	1,871	2,770	3,706	4,927
其他流动资产	56	47	67	93
流动资产合计	9,069	11,544	17,060	25,650
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	1,258	2,505	3,153	3,727
无形资产	715	695	1,149	1,302
其他非流动资产	424	428	428	429
非流动资产合计	2,411	3,642	4,744	5,472
资产总计	11,480	15,186	21,805	31,121
短期借款	0	0	0	0
应付款项	637	907	1,182	1,592
预收款项	1,026	433	563	823
应付股利	0	1,207	1,921	2,772
其他流动负债	2,099	2,440	3,457	4,784
流动负债合计	3,762	4,987	7,123	9,972
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	331	331	331	331
非流动负债合计	331	331	331	331
负债合计	4,093	5,318	7,454	10,303
归属母公司所有者权益	6,919	9,285	13,768	20,236
其中：实收资本	450	900	900	900
少数股东权益	468	583	583	583
股东权益合计	7,387	9,868	14,351	20,819
负债及股东权益总计	11,480	15,186	21,805	31,121

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257