

张裕A (000869)

朝阳行业，领先公司

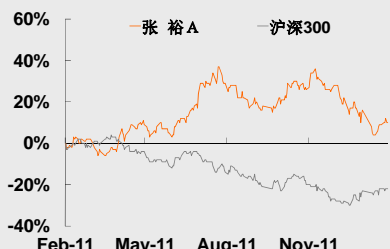
强烈推荐 (维持)

现价: 95.45 元

主要数据

行业	食品、饮料
公司网址	www.changyu.com.cn
大股东/持股	烟台张裕集团有限公司/50.40%
实际控制人/持股	流通 B 股股东 /33.85%
总股本(百万股)	527
流通 A 股(百万股)	349
流通 B/H 股(百万股)	178
总市值(亿元)	503.29
流通 A 股市值(亿元)	332.93
每股净资产(元)	8.26
资产负债率(%)	31.8

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 投资咨询资格编号 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

■ 百年张裕

张裕葡萄酒股份有限公司是由烟台张裕集团有限公司独家发起，烟台张裕集团有限公司的前身是张裕酿酒有限公司，成立于 1892 年，由著名华侨实业家张弼士先生投资创办，历史悠久，可谓百年张裕。张裕主导产品包括葡萄酒、白兰地、保健酒、香槟酒。2010 年，葡萄酒、白兰地营收分别占公司营收的约 82%、13%，毛利贡献则分别达到约 85%、11%。

■ 葡萄酒在中国仍是朝阳行业

2002-2011 年，规模以上葡萄酒企业营收、产量年复合增长 25%、21%，但行业未来增长空间仍然巨大，因为：2011 年我国人均葡萄酒消费量仅约 1.1 升，远低于全球平均水平 3 升/人年；2011 年葡萄酒行业营收、产量仅占中国酒精饮料的 7%、2%，远低于白酒和啤酒，替代空间大。

■ 深度分销加区域集中造就渠道领先优势

2002-2011 年(2011 年为我们预测数)，张裕营收、净利年均复合增长 21%、26%，行业快速发展中受益最大，这得益于公司渠道领先优势和中高端产品战略。渠道领先优势包括：张裕在行业内率先深度分销，2010 年底张裕销售人员达到 2906 人，超过行业主要竞争对手总和；深度分销同时，张裕还集中兵力主攻东部沿海市场。

■ 中高端产品战略助推公司快速增长

2003-2011 年，张裕主打中高端产品酒庄酒销量年复合增长约 49%，中高端产品解百纳销量年复合增长约 27%，远高于普通产品约 10% 的增速，也带动公司葡萄酒均价年复合增长 14%。我们估计，2011 年，张裕酒庄酒和解百纳销量分别增长约 25% 和 15%，2012 年有望继续增长 24% 和 15%。

■ 预计 2011-2013 年净利年复合增长 30%

我们预计，2011-2013 年张裕营收增长约 22%、20% 和 23%；净利增长约 30%、27% 和 33%，主要由营收增长、毛利率上升、费用率下降贡献；EPS 分别为 3.55 元、4.51 元和 5.98 元。

■ 维持“强烈推荐”评级，估值已回合理区间

行业快速发展背景下，靠深度分销和中高端产品战略，我们看好张裕持续增长能力，当前张裕估值已回合理区间。综合考虑，我们维持“强烈推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,199	4,982.9	6,052.5	7,253.0	8,952.0
YoY(%)	21.6	18.7	21.5	19.8	23.4
净利润(百万元)	1,127	1,434.2	1,869.8	2,376.2	3,150.5
YoY(%)	26.0	27.2	30.4	27.1	32.6
毛利率(%)	71.6	74.8	75.9	76.6	77.3
净利率(%)	26.8	29.2	31.3	33.2	35.7
ROE(%)	37.1	41.7	47.5	51.3	52.4
EPS(摊薄/元)	2.14	2.72	3.55	4.51	5.98
P/E(倍)	44.6	35.7	27.4	21.6	16.3
P/B(倍)	16.6	13.3	12.7	9.8	7.5

正文目录

一、 百年张裕	3
二、 葡萄酒在中国仍是朝阳行业	5
2.1 2002-2011 年行业营收年均增长 25%，产量年均增长 21%	5
2.2 仍有巨大成长空间：人均消费低&酒类饮料中占比小	5
2.3 张裕：行业快速发展的最大受益者	6
三、 渠道领先和中高端战略推动公司快速成长	7
3.1 过去十年保持快速增长	7
3.2 渠道领先：深度分销加区域集中	7
3.3 主打中高端市场助推快速增长	8
3.4 2012 年主导产品仍将量价齐升	9
四、 产能准备充足	10
五、 业绩预测与估值	10
5.1 预计 2011 - 2013 年净利年复合增长 30%	10
5.2 维持“强烈推荐”，回调就是买入良机	11

一、百年张裕

1.1 公司基本情况

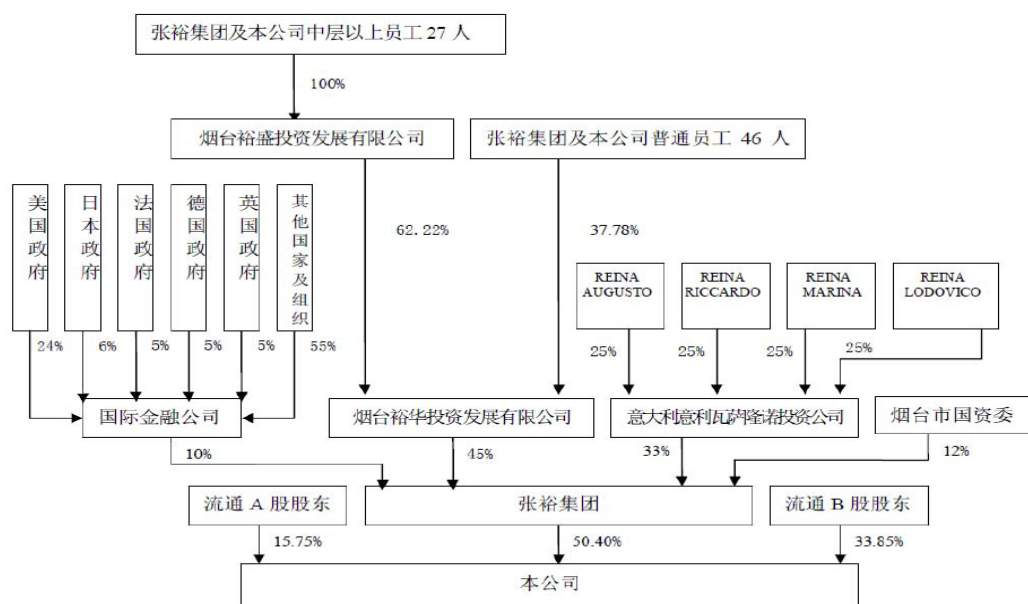
烟台张裕葡萄酒股份有限公司是由烟台张裕集团有限公司独家发起，以募集方式设立的股份公司，分别于 1997 年和 2002 年张裕 B 股和 A 股先后成功发行并上市。

烟台张裕集团有限公司的前身是张裕酿酒有限公司，成立于 1892 年，由著名华侨实业家张弼士先生投资创办，2012 年正是 120 周年庆，历史悠久，可谓百年张裕。1994 年 9 月，烟台张裕集团有限公司成为烟台市第一家国有独资有限责任公司。

1.2 管理层已是公司实际控制人

烟台张裕集团有限公司目前持有股份公司 50.4% 的股权，2004 年 8 月，烟台市国资委将其持有的张裕集团 45% 国有产权转让给由张裕集团（包括本公司）员工出资设立的烟台裕华投资发展有限公司，以董事长孙利强为首管理层和员工合计持有张裕集团 45% 的股权，成为公司实际控制人，管理层合计持有公司股权 22.68%。

图表 1 张裕股份股权结构一览

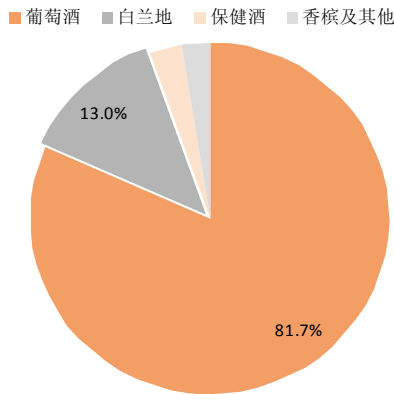


资料来源：公司年报，平安证券研究所

1.3 产品结构

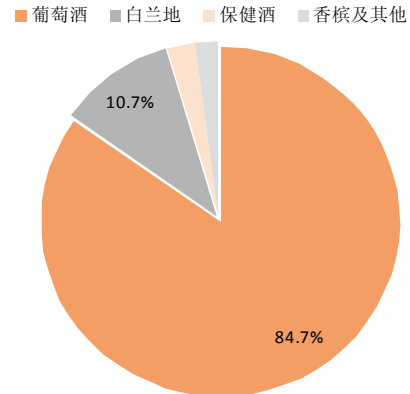
张裕的主导产品系列包括葡萄酒、白兰地、保健酒、香槟酒。2010 年，葡萄酒、白兰地营收分别占公司营收的约 82%、13%，毛利贡献则分别达到约 85%、11%。

图表 2 2010年葡萄酒营收占约82%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 2010年葡萄酒毛利占约85%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

以价格划分，张裕产品线较长，葡萄酒主要包括：百年酒窖、酒庄酒（由卡斯特、爱菲堡、冰酒等构成）、解百纳、普通干红；白兰地主要包括：XO级、VSOP级、金奖白兰地系列。

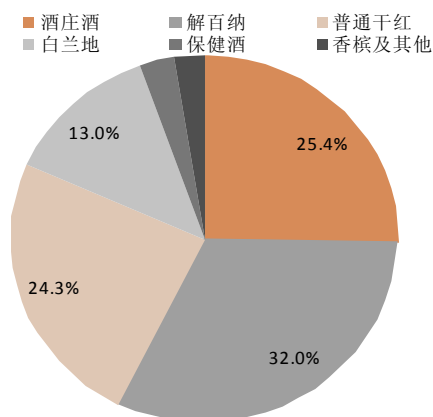
图表 4 张裕当前产品线

单位：元/瓶

葡萄酒系列	市场零售价
百年酒窖	3000 以上
酒庄酒系列	250-1000
解百纳系列	100 - 300
普通干红	100 以下
白兰地系列	
百年白兰地	29888
XO 级	1300
VSOP 级	300
金奖白兰地	100 以下

资料来源：张裕直供网，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（平安证券估算）



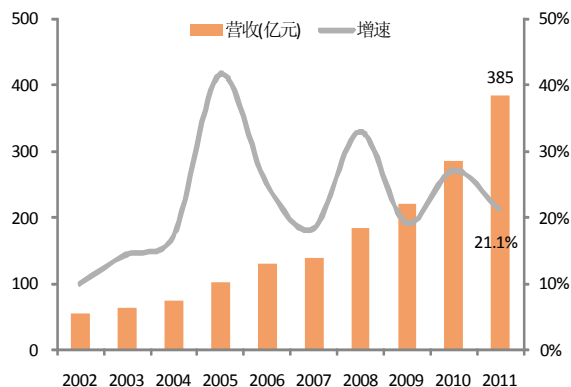
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、葡萄酒在中国仍是朝阳行业

2.1 2002-2011 年行业营收年均增长 25%，产量年均增长 21%

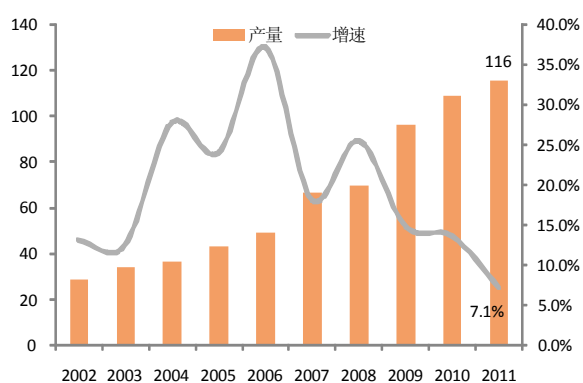
2002-2011 年，规模以上葡萄酒企业营收年均复合增长 25%，且 2005 年之后增速维持在 20% 以上，2011 年也有 21%。产量方面，2002-2011 年均复合增长 21%，2011 年有明显放缓，应与进口酒大幅增长有关，当年进口葡萄酒同比增长 28%，行业需求依然强劲。

图表 6 2002 - 2011 行业营收年均复合增长 25%



资料来源: WIND, 平安证券研究所

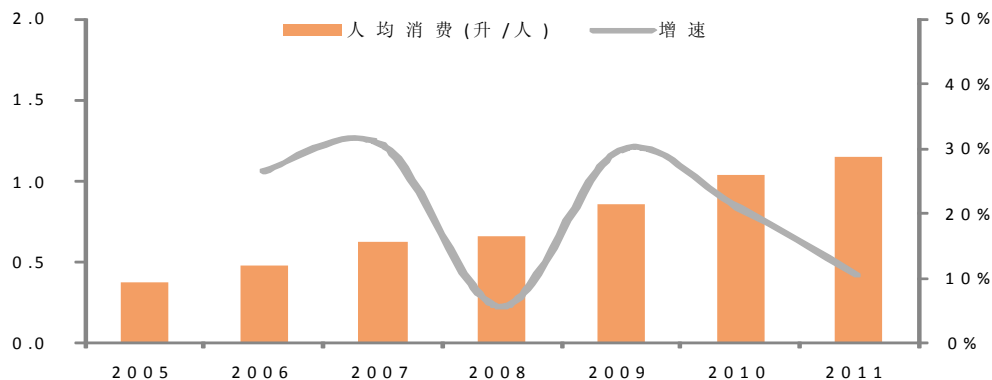
图表 7 2002 - 2011 行业产量年均复合增长 21%



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.2 仍有巨大成长空间：人均消费低&酒类饮料中占比小

图表 8 2005-2011 年人均消费量年复合增长 20%

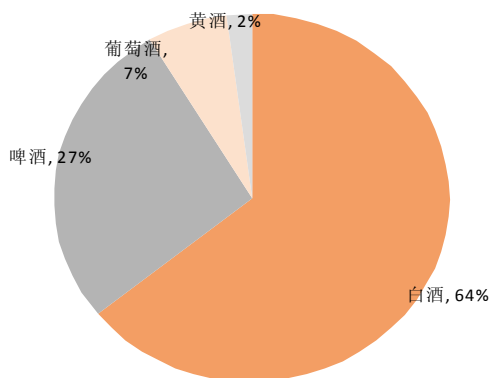


资料来源: WIND, 平安证券研究所

自 2005 年以来，中国人均葡萄酒消费量年均增长约 20%，尽管如此，2011 年人均消费量也仅约 1.1 升，远低于全球平均水平 3 升/人年。即使以此标准衡量，中国葡萄酒仍有约两倍成长空间。

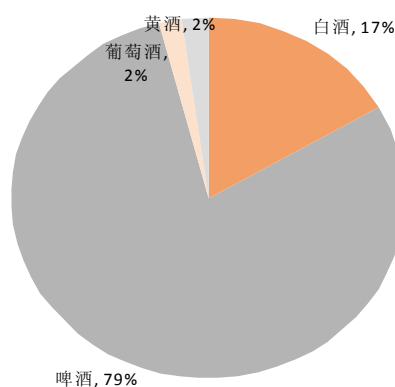
我们认为，另一组对比数据更有意义。即在中国酒精饮料中，2011 年葡萄酒的营收和产量分别仅占 7% 和 2%，远低于白酒和啤酒。从这个角度来看，随着未来中国居民消费习惯的逐渐演化，行业增长想象空间更大。

图表 9 2011年葡萄酒营收占国内酒精饮料约7%



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表 10 2011年葡萄酒产量占国内酒精饮料约2%



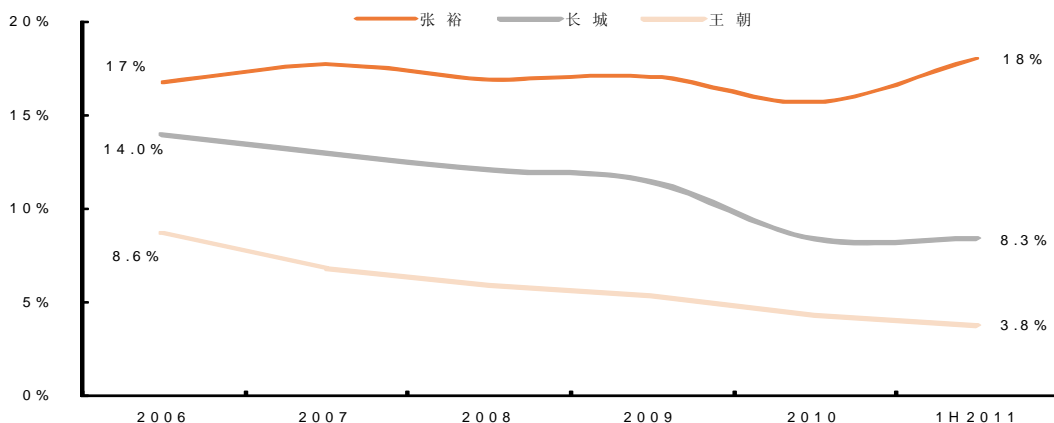
资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.3 张裕：行业快速发展的最大受益者

三巨头合计市场份额近年有所下降。随着行业的快速发展，张裕、长城、王朝三巨头合计市场份额有所稀释，从 2006 年的将近 40% 降至 1H2011 的约 30%。

张裕成为最大受益者。相比长城、王朝，张裕的市场份额稳中甚至略有上升，至 1H2011 仍有约 18%，成为行业快速发展中的最大受益者。

图表 11 三巨头中张裕市场份额稳中有升，成为最大受益者



备注：市场份额以营业收入估算，行业数据取统计局公布的规模以上企业营收数据，上市公司取当期披露营收数据。

资料来源: WIND, 平安证券研究所

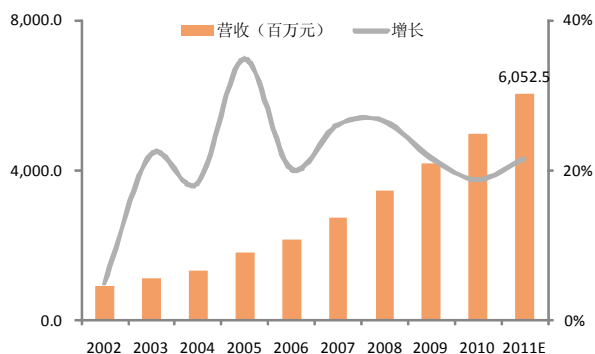
三、 渠道领先和中高端战略推动公司快速成长

3.1 过去十年保持快速增长

过去十年,张裕保持了快速增长。2002-2011年(2011年为我们预测数),张裕营收年均复合增长21%,净利润年均复合增长26%,且最近五年营收、净利增速仍保持稳定。

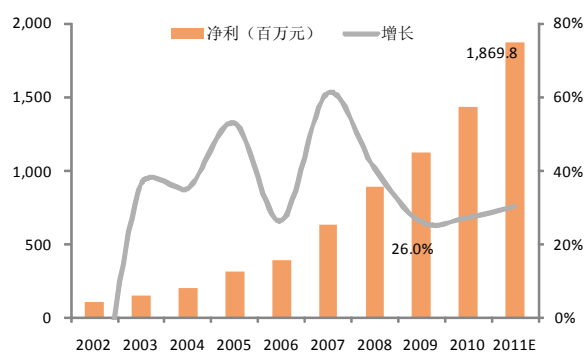
除了受益于行业快速增长的大环境外,我们认为,张裕能够保持快速增长,主要得益于其渠道领先和主打中高端市场的战略。

图表 12 2002 - 2011 营收年均复合增长 21%



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表 13 2002 - 2011 净利年均复合增长 26%

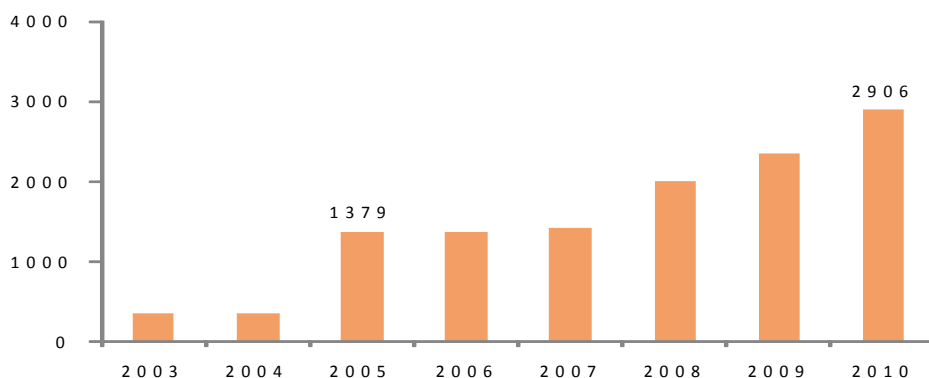


资料来源:公司公告,平安证券研究所

3.2 渠道领先: 深度分销加区域集中

国内主要葡萄酒企业中,张裕最早做深度分销。2005年,张裕销售人员已达到1379人,当年经销商数量超过3300家。2008年开始,张裕再次大幅度增加销售人员数量,至2010年底达到2906人。借助几千人的销售队伍,张裕对经销商实行了精细化管理,提升了公司产品覆盖面,且市场秩序良好,保持了持续竞争的能力。当前,张裕经销商已细分到县,在主抓的沿海发达地区,甚至乡镇都有一级经销商。

图表 14 张裕2005年销售人员已达到1379人,2010年进一步上升至2906人

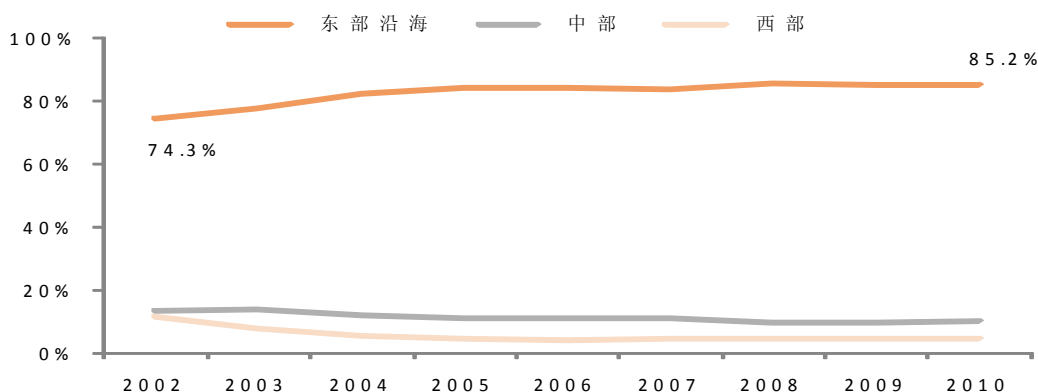


资料来源:公司年报,平安证券研究所

销售人员超过行业其他公司总和。根据我们 2011 年 5 月调研了解，张裕近 3000 人的销售队伍超过国内主要竞争对手的总和，包括长城、王朝、通天、威龙、莫高等。庞大的销售队伍大大提升了张裕的市场战斗力，由于管理层持股，公司管理水平高，执行力一流，扩大了这种优势。

区域集中进一步强化了深度分销的作用。销售人员遥遥领先同行的同时，张裕进一步将销售力量集中到了东部沿海地区。2010 年，东部沿海区域对张裕营收的贡献超过 85%，这一比例较 2002 年还上升了约 12 个百分点。

图表 15 营收区域构成中东部沿海始终是张裕的重中之重



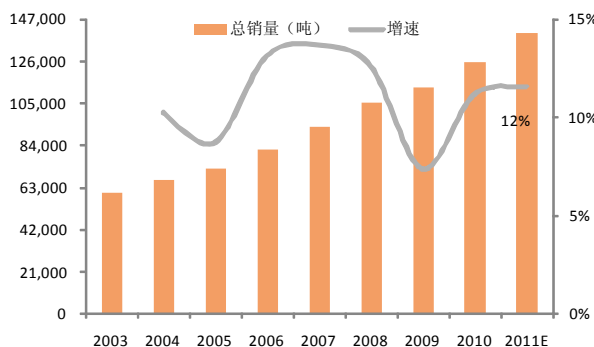
资料来源：公司公告，平安证券研究所

细分市场、分类营销将是持续稳定增长的强劲动力。2009 年上半年开始，张裕再次对销售系统进行改革，主要思路是“细分市场、分类营销”，即通过针对不同产品，细分不同渠道精耕细作，并全方位推动渠道进一步下沉。2010、2011 年，细分市场、分类营销工作效果得到显现，张裕营收保持了 20% 甚至更高的增长，我们认为，这未来仍将是推动张裕稳定增长的强劲动力。

3.3 主打中高端市场助推快速增长

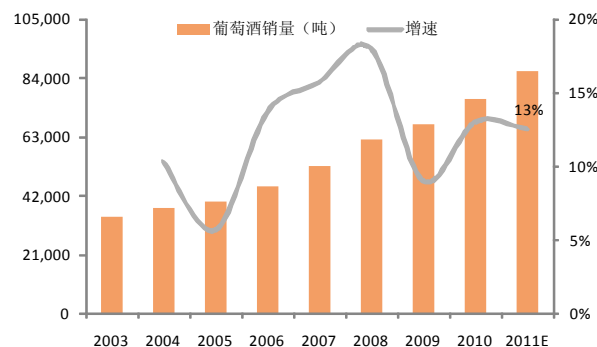
行业增长和深度营销推动销量稳步增长。随着中国人均葡萄酒消费上升，并借助行业最先开展深度分销的优势，张裕总销量保持了年均 10% 以上的增长，核心产品葡萄酒 2003 - 2011 年（2011 年为我们预测数）销量年复合增长约 12%。

图表 16 2003 - 2011 总销量年复合增长 11%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 17 2002 - 2011 葡萄酒销量年复合增长 12%

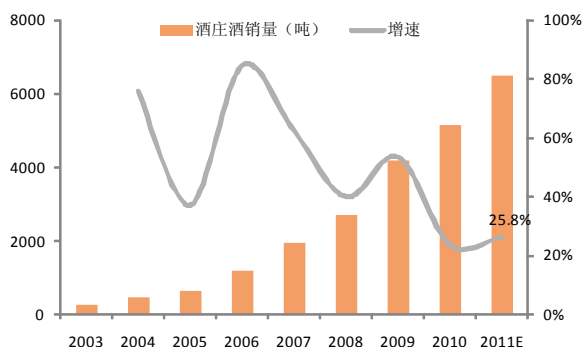


资料来源：公司公告，平安证券研究所

中高端产品酒庄酒和解百纳年均销量增幅远高于总销量。张裕的战略是主打中高端市场，主打产品是高端的酒庄酒和中高端的解百纳。其中，张裕酒庄酒（主要是张裕卡斯特酒庄、张裕爱菲堡酒庄、张裕冰酒酒庄、张裕凯利酒庄）从 2003-2011 年销量年复合增速约 49%，解百纳销量年复合增速也达到约 27%，远高于同期公司总销量和葡萄酒销量增速。

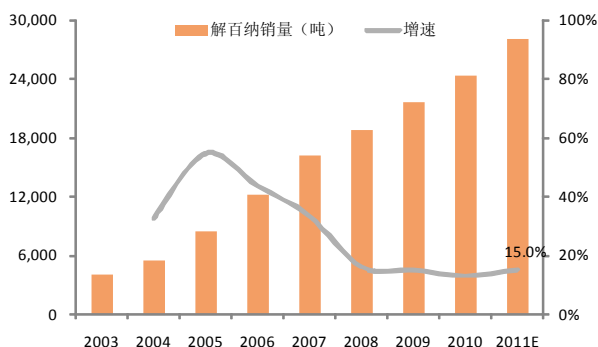
葡萄酒均价涨幅年复合增速达到 14%。得益于酒庄酒和解百纳等中高端产品的快速增长，以及每年小幅提价，2003-2011 年，张裕总产品均价年复合增长约 11%，葡萄酒均价年复合增速更是达到 14%。

图表 18 2003-2011 酒庄酒销量年复合增长 49%



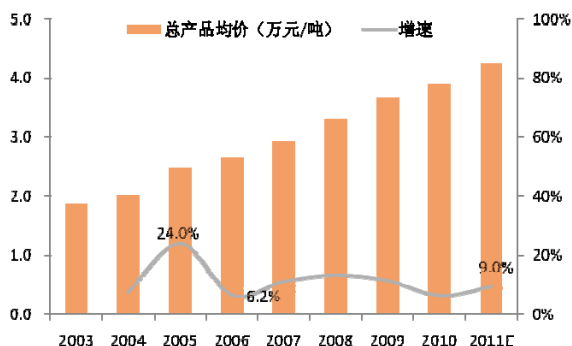
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 19 2003-2011 解百纳销量年复合增长 27%



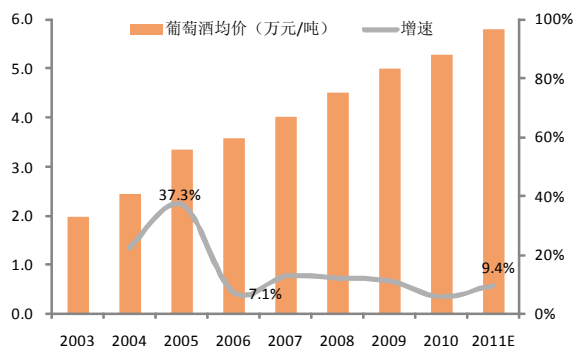
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 20 2003-2011 总产品均价年复合增长 11%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 21 2003-2011 葡萄酒均价年复合增长 14%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.4 2012 年主导产品仍将量价齐升

细分市场、分类营销仍将推动张裕销量稳步增长。张裕在 2009 年下半年开始新一轮销售改革，思路是细分市场、分类营销，不仅酒种上分葡萄酒、白兰地、保健酒和香槟，且针对不同价位产品和不同渠道，进行分类营销管理，并继续扩大销售队伍。在中国葡萄酒市场仍处于快速发展期的背景下，张裕品牌、渠道、管理相较竞争对手优势明显，故我们预计，2011-2013 年，张裕总销量仍能保持年均 10% 的增长。

预计酒庄酒 2012 年产能突破 1 万吨，销量增长 24%。2011 年，我们估计张裕酒庄酒销量接近 6500 吨。2012 年，公司在新疆、宁夏、陕西新建的三个酒庄有可能投产，且北京爱菲堡产能已扩充至 2000 吨/年，2012 年公司酒庄酒总产能应可达到 1 万吨。随着市场发展，未来北京爱菲堡、新疆、

宁夏、陕西等酒庄也可继续扩产，酒庄酒产能并非问题。2012 年，我们预计酒庄酒销量增长 24%，略低于 2011 年。

解百纳 2012 年销量有望突破 3 万吨。我们估计，张裕解百纳 2011 年销量已超过 2.8 万吨，增长约 13%，预计 2012 年销量增长 15%，能突破 3 万吨，符合公司中期达到 5 万吨的发展规划。

葡萄酒之外三大产品中，白兰地、保健酒相对稳定，我们预计 2012 年销量增长 8%，香槟酒市场空间更大一些，我们预计 2012 年销量增长 10%。

四、 产能准备充足

产能准备充足。葡萄原料对葡萄酒的质量影响重大，故首先看上游原料葡萄园，截止 2010 年底，张裕在山东、新疆、宁夏、陕西、辽宁、北京六大产区控制了超过 25 万亩的葡萄园，约可生产 14 - 16 万吨葡萄酒。我们估计，2011 年张裕总销量约 14 万吨。由于张裕约有 15% 的葡萄原料是外购，再加上自身控制葡萄园仍将增长，故上游葡萄原料的规划总体充足。在酿造和生产方面，张裕 2010 年时已提出，将在烟台投资 30 - 40 个亿，在 20 年之内，分二期建设每一期 20 万吨中档酒的产能，2012 年将有部分投产。对应公司 2011 年约 14 万吨的总销量，显然张裕为持续增长做好了充足的产能规划。

3 个新酒庄加北京爱菲堡扩建为酒庄酒增长做好了准备。2012 年，张裕在新疆、宁夏、陕西新建的三个酒庄可能投产，再加上北京爱菲堡扩建，2012 年张裕酒庄酒总产能将突破 1 万吨，而我们估计当年酒庄酒总销量约 8000 啊。展望未来，参考张裕卡斯特约 5000 吨/年的产能，新疆、宁夏、陕西和北京爱菲堡酒庄应有充足扩产空间。总体来看，酒庄酒产能无需担忧。

五、 业绩预测与估值

5.1 预计 2011 - 2013 年净利年复合增长 30%

预计 2011 - 2013 年净利年复合增长 30%。受益于人均消费量上升和价格上涨，中国葡萄酒行业在相当长一段时间内年均增长可达到 20% 左右。在细分市场、分类营销政策推动下，加上中高档产品占比继续上升，我们认为，张裕有能力在 2012 年及以后几年保持快速增长。我们预计，2011-2013 年，张裕营收分别增长约 22%、20% 和 23%，其中葡萄酒分别增长约 23%、21% 和 26%；净利分别增长约 30%、27% 和 33%，主要由营收增长、毛利率上升、费用率下降贡献；EPS 分别为 3.55 元、4.51 元和 5.98 元。

图表 22 预计2011 – 2013年净利年复合增长30%

		2010	2011E	2012E	2013E
EPS (元/股)		2.72	3.55	4.51	5.98
增长		27.2%	30.4%	27.1%	32.6%
公司合计	营收 (百万元)	4,983	6,052	7,253	8,952
	营收增速	18.7%	21.5%	19.8%	23.4%
	毛利率	74.8%	75.9%	76.6%	77.3%
葡萄酒	营收 (百万元)	4,069	5,003	6,072	7,624
	营收增速	20.0%	22.9%	21.4%	25.6%
	毛利率	77.6%	78.8%	79.4%	80.0%
其中	酒庄酒				
	营收 (百万元)	1,262	1,700	2,248	3,191
	营收增速	35.7%	34.7%	32.2%	42.0%
	毛利率	86.8%	87.6%	87.8%	87.5%
解百纳	营收 (百万元)	1,591	1,936	2,293	2,716
	营收增速	14.2%	21.7%	18.5%	18.5%
	毛利率	80.0%	81.0%	81.0%	81.0%
白兰地	营收 (百万元)	646	739	830	932
	营收增速	11.1%	14.4%	12.3%	12.3%
	毛利率	61.7%	61.2%	61.2%	61.2%
保健酒	营收 (百万元)	141	158	177	199
	营收增速	6.2%	12.1%	12.3%	12.3%
	毛利率	65.8%	65.8%	65.8%	65.8%
香槟 & 其他	营收 (百万元)	127	153	173	197
	营收增速	33.1%	20.6%	13.3%	13.3%
	毛利率	61.2%	61.2%	61.2%	61.2%

资料来源：平安证券研究所、公司公告

5.2 维持“强烈推荐”，回调就是买入良机

估值已回合理区间。张裕股价自 2011 年 11 月底持续向下调整，当前 2012 年预测 PE 已降至约 22 倍。在平安重点跟踪公司中，张裕较一线白酒公司溢价仍超过 20%，较重点公司均值高溢价约 16%。但综合考虑行业前景和公司优势，我们认为张裕估值已回合理区间。

回调就是买入良机，维持“强烈推荐”评级。葡萄酒在中国仍是朝阳行业，张裕在品牌、管理、营销、产品结构上较主要竞争对手优势明显，持续成长可期，我们仍维持对公司“强烈推荐”的评级，如遇回调，就是买入良机。

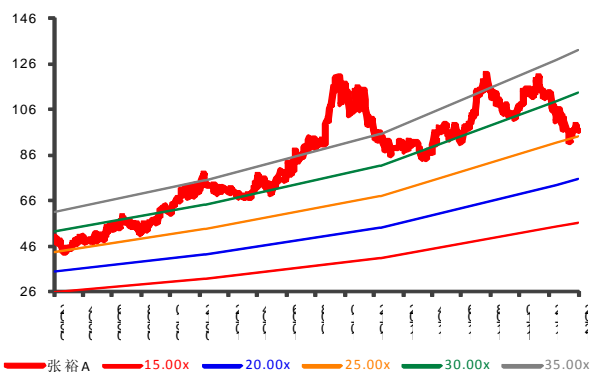
图表 23 平安重点跟踪食品饮料公司估值比较

单位：元，元/股，倍

股票名称	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		2月17日	2011	2012	2013	2011	2012	
泸州老窖	38.77	2.08	3.06	4.15	18.6	12.7	9.3	强烈推荐
五粮液	33.08	1.63	2.52	3.23	20.3	13.1	10.2	强烈推荐
贵州茅台	191.44	8.07	11.31	14.56	23.7	16.9	13.1	强烈推荐
沱牌舍得	21.90	0.55	0.93	1.33	39.8	23.5	16.5	强烈推荐
山西汾酒	61.33	1.82	2.75	3.82	33.7	22.3	16.1	强烈推荐
洋河股份	139.57	4.47	7.12	10.27	31.2	19.6	13.6	推荐
张裕 A	97.20	3.55	4.51	5.98	27.4	21.6	16.3	强烈推荐
双汇发展	69.22	1.22	3.36	4.59	56.7	20.6	15.1	强烈推荐
大北农	31.95	1.21	1.79	2.38	26.4	17.8	13.4	强烈推荐
青岛啤酒	33.45	1.23	1.51	1.85	27.2	22.2	18.1	推荐
伊利股份	21.41	1.17	1.36	1.66	18.3	15.7	12.9	推荐
均值		2.45	3.66	4.89	29.4	18.7	14.0	

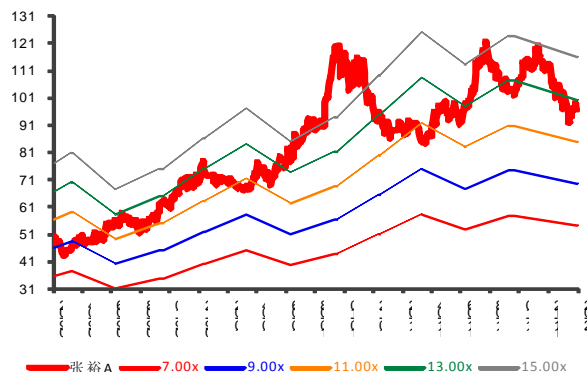
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 24 PE已接近2009年初低点



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 25 PB仍明显高于过去3年低点



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)					现金流量表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,983	6,052	7,253	8,952	净利润	1,454	1,896	2,409	3,194
YoY	18.7%	21.5%	19.8%	23.4%	折旧摊销	82	109	163	196
营业成本	1,258	1,459	1,698	2,028	营运资金投资	293	-292	-121	-41
毛利率	74.8%	75.9%	76.6%	77.3%	经营活动现金净流量	1,290	2,311	2,701	3,445
营业税金及附加	286	328	369	425	资本开支	-401	-917	-671	-1,007
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-1,421	-917	-671	-1,007
销售费用	1,338	1,539	1,770	2,036	债务融资	-163	0	0	0
管理费用	218	273	294	318	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-29	-39	-53	-72	支付红利	-633	-738	-935	-1,188
投资净收益	1	0	0	0	融资活动现金净流量	-868	-699	-882	-1,117
营业利润	1,907	2,494	3,175	4,217	当年现金净流量	-1,000	694	1,148	1,322
加: 营业外收入	26	26	26	26					
减: 营业外支出	3	3	3	3	资产负债表 (百万元)				
利润总额	1,930	2,516	3,197	4,240	货币资金	2,490	3,184	4,332	5,654
减: 所得税	475	620	788	1,045	应收款项	132	175	212	252
净利润	1,454	1,896	2,409	3,194	预付款项	75	44	66	87
减: 少数股东损益	20	26	33	44	存货	1,294	1,430	1,675	2,025
归属母公司所有者净利	1,434	1,870	2,376	3,151	其他流动资产	40	66	65	83
YoY	27.2%	30.4%	27.1%	32.6%	流动资产合计	4,031	4,899	6,349	8,101
销售净利率	29.2%	31.3%	33.2%	35.7%	长期股权投资	5	5	5	5
EPS (当年股本)	2.72	3.55	4.51	5.98	固定资产	1,430	2,188	2,648	3,403
EPS (最新股本摊薄)	2.72	3.55	4.51	5.98	无形资产	209	249	277	312
					其他非流动资产	309	320	338	359
					非流动资产合计	1,953	2,761	3,269	4,080
					资产总计	5,983	7,661	9,618	12,181
					短期借款	0	0	0	0
					应付款项	259	344	413	463
					预收款项	309	414	529	607
					应付股利	0	935	1,188	1,575
					其他流动负债	1,313	1,644	1,943	2,371
					流动负债合计	1,882	3,336	4,073	5,016
					长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					其他非流动负债	106	106	106	106
					非流动负债合计	106	106	106	106
					负债合计	1,987	3,442	4,178	5,122
					归属母公司所有者权益	3,840	4,036	5,224	6,800
					其中: 实收资本	527	527	527	527
					少数股东权益	156	182	216	260
					股东权益合计	3,996	4,219	5,440	7,059
					负债及股东权益总计	5,983	7,661	9,618	12,181

重要指标速览				
	2010A	2011E	2012E	2013E
估值				
PE	35.7	27.4	21.6	16.3
PEG	1.2	0.9	0.7	0.7
PB	13.3	12.7	9.8	7.5
PS	10.3	8.5	7.1	5.7
EV/EBITDA	25.5	19.5	15.2	11.5
股息收益率	1.4%	1.8%	2.3%	3.1%
经营回报率				
ROE	41.7%	47.5%	51.3%	52.4%
ROA	24.9%	27.1%	27.2%	28.7%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	33.2%	44.9%	43.4%	42.0%
速动比率	1.5	1.0	1.1	1.2
运营效率				
存货周转率	1.0	1.1	1.1	1.1
流动资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.2
固定资产周转率	3.9	3.3	3.0	3.0

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