

五粮液：改革即将全面进行

五粮液公司分析报告

报告关键点：

- 处罚决定尘埃落定，三件“大事”将依次落实；
- 由“块块”到“条条”，实现扁平化管理；
- 内涵式和外延式发展并进；

报告摘要：

- 处罚决定尘埃落定，三件“大事”将依次落实：**前不久五粮液公司发布了证监会对五粮液处罚决定的公告，我们认为这基本已经表明证监会对五粮液之前“调查门”事件定了调子，有了一个结论。因此我们认为今年期待五粮液的第二件“大事”即唐桥先生正式宣布出任集团公司董事长，实现领导班子新老交替即将到来。随后，预计8月或9月的适当时机，五粮液将提高其出厂价（我们预计是提20%的幅度，约120元），这也就完成了我们期待公司发生的第三件“大事”。
- 由“块块”到“条条”，实现扁平化管理：**我们分析认为公司未来将会以区域营销中心成为销售主导，再次形成扁平化管理的模式，品牌事业部的直接管理权限将会被削弱，主要职能是包括五粮液品牌、中价位品牌、全国性品牌和区域性品牌的品牌管理和营销策划工作。在华东营销中心试点取得阶段性成果后，这种营销方式将会在其他地区市场迅速复制，形成6-8个区域销售中心。未来不排除公司学习借鉴泸州老窖的营销模式，成立类似“柒泉”模式的厂商联合体。
- 内涵式和外延式发展并进：**我们认为公司未来的发展和增长模式将是内涵式增长和外延式发展并进。内涵式增长主要依靠营销体制改革，使营销扁平化、精细化。以高端和中低端“两头带动中间”。把中价位产品做大、做强，把上量的低价位产品做实、做稳，实现营销转型。对于外延式增长，主要是通过资本运作，整合5-6个白酒行业的区域名酒形成区域强势品牌，充分提高其酒质和品牌力，将当地市场做深做透，同时辐射周边市场。每个市场如果能做到5-10亿的规模，公司的销售额将会提升30-60亿元。
- 盈利预测和投资评级：**我们认为五粮液即将进入一个新的发展时期。尽管当前公司体制上没有洋河、郎酒的优势；营销体系和价格策略缺乏同为国企的泸州老窖灵活，市场对其预期普遍不高。但我们认为这正是五粮液业绩弹性大、超预期基础所在。因为洋河、老窖几乎已经将体制和营销发挥到极致，改善空间有限。五粮液只要意识到其经营短板，凭借多年培养的众多优秀人才，辅之以强大的品牌号召力、巨大的产能和品质优势，针对发展战略进行适合自身发展条件的调整就能够发挥其自身的巨大潜力。建议从全局和长远发展的战略高度重新审视五粮液。我们预计公司2011-2013年的销售收入分别增长21.30%、29.40%和20.40%，EPS分别为1.52元、2.01元和2.50元，对应21、16和13倍PE。考虑到公司的行业龙头地位以及未来3-5年的快速发展势头，我们给予公司2011年30倍PE，6个月的目标价为45元，维持买入-A的投资评级。
- 风险提示：**白酒行业激烈的市场竞争和食品安全问题。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,129.2	15,541.3	18,846.5	24,389.3	29,376.3
Growth(%)	40.3%	39.6%	21.3%	29.4%	20.4%
净利润	3,466.7	4,562.1	5,816.7	7,678.7	9,532.2
Growth(%)	79.2%	35.5%	31.6%	32.0%	24.1%
毛利率(%)	65.3%	68.7%	68.7%	69.6%	69.8%
净利润率(%)	29.2%	28.3%	30.7%	31.3%	32.3%
每股收益(元)	0.85	1.16	1.52	2.01	2.50
每股净资产(元)	3.84	4.84	6.37	8.39	10.90
市盈率	37.2	27.5	20.9	15.8	12.7
市净率	8.3	6.6	5.0	3.8	2.9
净资产收益率(%)	23.8%	24.8%	24.1%	24.1%	23.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

45.00 元

期限： 6个月 上次预测： 43.00元

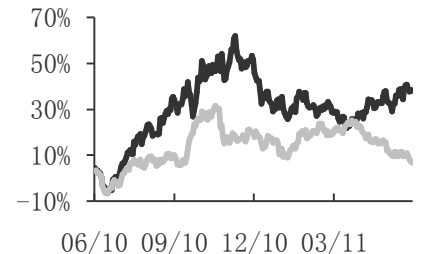
现价(2011年06月20日)： 34.40元

报告日期：

2011-06-21

总市值(百万元)	130,581.26
流通市值(百万元)	130,565.92
总股本(百万股)	3,795.97
流通股本(百万股)	3,795.52
12个月最低/最高	22.20/41.48 元
十大流通股股东(%)	60.28%
股东户数	415,248

12个月股价表现



06/10 09/10 12/10 03/11

— 五粮液 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.90	15.79	31.38
绝对收益	0.00	5.19	38.01

李铁

010-66581633
执业证书编号

行业分析师

litie2@essence.com.cn
S1450511020014

前期研究成果

五粮液：证监会下达《行政处罚决定书》公告点评	2011-05-30
五粮液：走进新时代	2011-04-06
五粮液：营销体制改革，业绩增长可期	2011-03-30

1. 处罚决定尘埃落定，三件“大事”将依次落实

前不久，五粮液公司发布了证监会对五粮液处罚决定的公告，我们认为这基本已经表明证监会对五粮液之前“调查门”事件定了调子，有了一个结论。因此我们认为今年期待五粮液的第二件“大事”即唐桥先生正式宣布出任集团公司董事长，实现领导班子新老交替即将到来。随后，在下半年，预计8月或9月的适当时机，五粮液提高其出厂价（我们预计是提20%的幅度，约120元），这也就完成了我们期待公司发生的第三件“大事”。

我们期待五粮液的三件“大事”关键其实还是唐总顺利主持五粮液的全面工作。只有公司完成新老交替，未来公司的一系列生产经营发展战略的变革才有可能得以实现。

“调查门”尘埃落定使公司“换届”能够得以顺利进行，而且预计很快就将跟进，因为唐总被提名任命为集团董事长在春节期间就已经公示了。

2. 营销模式转变

去年年末我们已经感觉到公司营销方式将要发生一系列变化，成立华东营销中心就是一个非常强烈的信号。据我们了解，华东营销中心是唐总主持下新营销方式的一种尝试，实际上是对五粮液多年来的以品牌事业部引导销售工作的改革试点。公司已经意识到自2006年开始的在品牌事业部管理下的品牌代理模式已经无法适应当今白酒行业激烈的市场竞争形势，特别是对中低档酒的竞争，这种模式管理粗放、无法形成合力，甚至内耗的弊端已经充分暴露出来了。去年底公司在其重要的市场，也是当今白酒行业竞争最为激烈的华东地区，成立了公司营销工作的一个“特区”-华东营销中心。

2.1. 厂商结合，决策迁移

对于一线名酒来说，300元价格带（200-400元）的产品具有极大的商业价值。五粮液在300元的价格带布局了以六和液为代表的战略性产品。这个价格区间的产品在白酒营销界被称作“金腰带”产品，他们既可以获得规模效益，也可作为防御产品抵挡二线名酒和区域强势品牌的进攻。由于五粮液强大的品牌张力，其在“黄金腰带”价格区的品牌优势还是十分明显的，但由于其渠道战略上的滞后，300元价格带产品的销售情况并不理想。

表1 300元价格带（198-388元）/500ML 对各层级名酒的定位

	一线名酒	二线名酒	区域强势品牌	区域割据品牌	全国性通路品牌
300元价格带	金腰带价格带，利用品牌优势追求撇脂利润	规模性产品，实现对区域强势品牌战略遏制	竞争性价格带，并力争实现规模化销售，挑战二线名酒战略基础	很难跟进，很难规模化	主要看品牌背书与品牌历史，以及品牌价值延伸空间

数据来源：远景（中国）营销咨询管理公司、安信证券研究中心

我们注意到：公司在去年12.18经销商会上宣布成立“华东营销中心”，实际上是营销体制改革的一次尝试，落实“四个贴近”的具体措施。五粮液公司早在2006年就已实现营销体制改革，以五粮液品牌事业部（五粮液产品）、直销品牌事业部和买断品牌事业部的品牌销售管理取代原来31个直属区的管理。这种营销管理体系对于理顺终端价格，打击串货等方面确有独到之处。但随着竞争的加剧，二线名酒和区域性强势品牌对于中价位白酒市场的争夺愈发激烈，五粮液已经意识到单纯靠经销商已经无法抗衡当地或是附近地区竞争对手，所以五粮液需要与经销商联合开拓市场。华东营销中心将全权管理华东地区公司所有产品，包括直销和总经销产品。中心通过市场调研获取的消费者需求的信息，统筹安排公司的产品线和产品投放量。另外，中心在经销商审批、产品销售计划制定甚至财务上都拥有完全的自主权，实现更具主动性的营销模式。公司称华东模式一经试验成功，其他地区将迅速复制。

我们认为华东营销中心的设立正是落实公司大力发展中低端产品的具体措施。由于五粮液的高端、超高端产品拥有绝对优势的品牌地位，但其中、低端产品却面临着二线名酒和区域强势品牌厂家和经销商的夹击，公司集权式的管理模式流程多，对市场变化缺乏效率而受到诟病。华东销售中心获得部分授权后，将有效地提升市场反应速度。决策组织前移，还可以更大限度地发挥五粮液的整体优势，打出“组合拳”。公司在政策上也给予支持：包括品牌打造、市场支持、促销政策等。因此，华东营销中心不仅是一次“决策前移”的尝试，更是公司对于厂商结合这种新的营销模式（对五粮液来说）的尝试，对于五粮液未来的发展至关重要。

2.2. 由“块块”到“条条”，实现扁平化管理

我们分析认为公司未来将会以区域营销中心成为销售主导，再次形成扁平化管理的模式，品牌事业部的直接管理权限将会被削弱，主要职能是包括五粮液品牌、中价位品牌、全国性品牌和区域性品牌的品牌管理和营销策划工作。在华东营销中心试点取得阶段性成果后，这种营销方式将会在其他地区市场迅速复制，形成 6-8 个区域销售中心。未来不排除公司学习借鉴泸州老窖的营销模式，成立类似“柒泉”模式的厂商联合体。

3. 重构产品线

由于浓香型白酒生产工艺的特点，五粮液公司在生产出一级酒的同时还会生产出大量的二级酒、三级酒，这也成就了五粮液丰富的产品线和构成了其进攻及防御的纵深。随着茅台、五粮液价格连续拔高，其后已经显露出巨大的价格空间。对五粮液来说，未来几年高端产品“量价齐升”和中低端产品走量是其发展的一个亮点，这也就是公司在经销商会议上所提到的“以两头带动中间”。2010 年公司销售五粮春 5860 吨，同比增长 26%；五粮醇 13100 吨，同比增长 13%；尖庄 7365 吨，同比增长 17%；金六福 1.8 万吨，同比增长 0.62%；浏阳河 12500 吨，六和液 590 吨。其中六和液、五粮醇等中价位产品的销售增幅达到 50-60%，销售额超过 50 亿元。

表 2 公司“1+9+8”品牌系列¹

五粮液酒系列	紫光液系列	现代人酒系列
五粮春酒系列	尖庄酒系列	长三角酒系列
五粮醇酒系列	浏阳河酒系列	王者风范酒系列
五湖液酒系列	京酒系列	百年老店酒系列
两湖春酒系列	酿神酒系列	国宴酒系列
金六福酒系列	玉酒系列	春夏秋冬酒系列

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

公司从 2010 年底开始尝试营销方式转变，以提升中价位产品的销量和销售额，包括品牌打造、市场支持和促销政策。发展的重点是向两边延伸，扩大新的营销增长点：把中价位产品做大、做强，把上量的低价位产品做实、做稳，实现营销转型。公司在原“1+9+8”产品体系的基础上重点打造五粮春、五粮醇、六和液这几款现有产品。按照公司“十二五”规划，至少要培育出一个销量在 5 万吨以上的产品，翻阅五粮液的发展史，尖庄销量曾经达到过 15 万吨，金六福、浏阳河都达到过 10 万吨的销售记录。2011 年公司的计划是总销量增长 20%以上，我们预计上述产品的增长将要达到 25-30%。

我们也应该清醒地认识到：公司“次高端”和“中高端”产品很弱，这几年基本没有“影响力”，300-600 元价格带形成了很大一块价格空档，出现了产品断层。对比与五粮液极具可比性的泸州老窖这几年产品价格，战略“卡位”是非常值得公司学习和借鉴的。我们看到从 200 元到 600 元，行业最赚钱的价格带泸州老窖通过不断推新品以“窖龄酒”和“特曲系列”布有“重兵”。

¹ 公司“1+9+8”品牌战略除了“1”-五粮液和“9”中的部分品牌，其实尚未最终完成，我们根据当前的市场情将最可能成为“1+9+8”品牌战略的品牌进行归类。其中黄色代表 1，绿色代表 9，而蓝色代表 8。

表 3 泸州老窖产品系列结构

档次	系列	产品	出厂价(元/瓶)	终端价(元/瓶)	销售部门
超高端	1573 系列	世界品味	N/A	N/A	
		中国品味	1573	1980 元	
高端		国窖 1573	619	939 元	
次高端	特曲系列	年份特曲(9 年)	300 多元	688 元	销售公司、柒泉公司
	窖龄酒系列	90 年	约 300 元	608 元	
		60 年	约 200 元	358 元	
中档酒	金奖特曲系列	30 年	100 多元	278 元	博大公司
		金奖 1952	约 200 元	338 元	
		金奖 1963	136 元	238 元	
	特曲系列	经典特曲(老字号)	135 元	218 元	销售公司、柒泉公司
低端	大曲系列	头曲	-	58	博大公司
		二曲	-	38	
	"泸州" 系列	泸州老酒坊、永盛烧坊等	N/A	N/A	泸州老酒坊、论道酒业

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

事实上泸州老窖的价格“卡位”虽好，但其中端、次高端的产品也是一直处于“点市场”状态，很难在全国铺开。原来计划打全国市场的“经典老窖特曲”目前也不得不调整战略，改变为主攻重点市场，事实上这个价格带的白酒品牌中，区域强势品牌并不好斗，一线品牌在这个价格带的产品没有绝对优势。五粮液应该也注意到这一点，预计不会完全照搬之前老窖的全国式打法。我们注意到公司一直提到要利用其雄厚的生产(45万吨产能)和资本实力进行资本运作，进行行业整合。因此我们预计公司很可能在证监会处罚决定落地后积极地进行行业整合：挖掘区域名酒、充分利用其巨大的产能优势、加之当地政府的强力支持，将其迅速培育成区域强势品牌，占领当地次高端和中档酒市场，达到相同的效果，甚至更省力(因为不是强攻当地市场，而是收编)。例如：几年前公司一直与枝江在进行接触，最后主要是因为“调查门”事件搁置，使维维获得了此次绝好的机会。事实上五粮液公司这几年一直在进行项目调研和储备，我们相信随着处罚决定的公布，新的领导班子确定后，将会加快资本运作的步伐。

我们预计公司未来 3-5 年的品牌战略：全国品牌以高端、超高端产品五粮液系列为代表，中低端产品以五粮春、五粮醇、六和液、尖庄为代表；再作 5-6 个区域强势品牌填补次高端、中档价格带的结构模式。

4. 内涵式和外延式发展并进

我们认为公司未来的发展和增长模式将是内涵式增长和外延式发展并进。内涵式增长主要依靠营销体制改革，使营销扁平化、精细化。以高端和中低端“两头带动中间”。把中价位产品做大、做强，把上量的低价位产品做实、做稳，实现营销转型。对于外延式增长，主要是通过资本运作，整合 5-6 个白酒行业的区域名酒形成区域强势品牌，充分提高其酒质和品牌力，将当地市场做深做透，同时辐射周边市场。每个市场如果能做到 5-10 亿的规模，公司的销售额将会提升 30-60 亿元。

5. 近期情况

2011 年一季度公司实现销售总量 3.67 万吨，同比增 23.34%。其中，五粮液 4818 吨，同比增长 21%，五粮春 2337 吨，增长 22%；五粮醇 2653 吨；六和液 316 吨，增长 112%；普酒 234 吨。全年五粮液销量有望突破 1.4 万吨，同比增长 10%以上。五粮醇上半年销量爆发，全年增长不会低于 50%。1-5 月基酒生产形势良好，为明年销售奠定了坚实的基础，我们预计明年五粮液销量可达到 1.6 万吨以上。

到目前为止，公司高中低价位酒的价格都走强。今年总量增长 30-40%，基本无悬念。有些增长十分强劲，例如：五粮醇销售 2 万吨比较有保障，增长 50% 以上。六和液由于基数小，增长情况其实一般。五粮春由于前期价格没有跟上，现在对价格仍比较保守，失去了很好的机会（酒质非常好），预计今年增长 20-30%，2011 年预计能达到 7000 吨销量。六和液的价位虽然可以调，但市场氛围还是没起来，还处于培育期。尖庄今年不会放太多的量，因为还没有完全实行华东营销中心这种体制，中低价酒位深度分销现在做不到，与洋河、古井贡等的营销水平不在一个层面上。

从设立到现在看，华东营销中心效果较为理想。在领导班子完成新老交替后，如果能够复制华东营销中心的模式进行复制，销量将会迅速提升到 14-15 万吨。另外，市场对公司中秋、国庆之前（8 月或 9 月份）提高出厂价的预期极高（对发改委的承诺是上半年不提价，茅台和国窖 1573 都已经提过出厂价），目前五粮液产品渠道、终端价格顺畅，我们了解到公司已经开始控货。如果茅台、国窖 1573 继续提价，不排除五粮液以年底或 2012 年初再次提价进行应对。

表 4 目前北京地区茅台、五粮液、国窖 1573 的价格情况（单位：元）

	出厂价	一批价	市场价
茅台	619	1100-1200	1300-1500
五粮液	509	738	874
国窖 1573	619	680	824

数据来源：糖酒快讯、安信证券研究中心

6. 盈利预测和投资评级

公司在 2011 年的经营计划中强调今年的主要目标是总销量提高至少 20%，大力支持已有产品五粮春、五粮醇、六和液和尖庄，因此上述产品的综合销售增速将达到约 30%。结合公司高端产品当前市场价格情况和实现厂商联合、决策前移等一系列给力中低端产品营销体制改革，同时公司正处于天时、地利、人和的又一最佳发展时期，我们判断公司未来几年将掀起发展建设的新高潮。同时由于公司目前估值水平正处于历史较低水平，极具安全边际，整体向上的趋势开始确立，未来的成长空间大。建议从全局和长远发展的战略高度重新审视五粮液。我们预计公司 2011-2013 年的销售收入分别增长 21.30%、29.40% 和 20.40%，EPS 分别为 1.52 元、2.01 元和 2.50 元，对应 21、16 和 13 倍 PE。考虑到公司的行业龙头地位以及未来 3-5 年的快速发展势头，我们给予公司 2011 年 30 倍 PE，6 个月的目标价为 45 元，维持买入-A 的投资评级。

表 5 盈利预测（单位：吨，万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总销售(吨)	84455	104390	122769	134235	146520
高端(吨)	11288	13725	15308	16503	18102
五粮液	10406	12799	14335	15482	17030
中低档(吨)	73167	90665	107461	117732	128418
销售收入(万元)	1112451	1554088	1884601	2438860	2937549
高端(万元)	911867	1318583	1589881	2086693	2518607
五粮液	863357	1267139	1532731	2023205	2448078
中低档	200584	235505	294721	352168	418943
成本(万元)	363137	488098	588940	740639	887823
五粮液	172671	253428	306546	404641	489616
中低端	175912	216664	265249	316951	377049

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

表 6 白酒行业主要公司盈利估值表

代码	简称	最新日期	最新价格 (元)	每股收益(元)				市盈率				CAGR 10-12	PEG 10-11
				09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E		
000568	泸州老窖	2011-6-20	42.72	1.20	1.58	2.16	2.81	35.60	27.04	19.78	15.20	33%	0.60
000596	古井贡酒	2011-6-20	70.80	0.60	1.34	2.40	3.57	118.00	52.84	29.50	19.83	81%	0.36
000858	五粮液	2011-6-20	34.40	0.86	1.15	1.52	2.01	40.00	29.91	22.63	17.11	33%	0.69
002304	洋河股份	2011-6-20	105.65	1.52	2.45	3.62	4.83	69.51	43.12	29.23	21.90	47%	0.62
600519	贵州茅台	2011-6-20	203.46	4.57	5.35	7.41	8.99	44.52	38.03	27.46	22.63	25%	1.09
600702	山西汾酒	2011-6-20	64.46	0.82	1.14	1.77	2.46	78.61	56.54	36.42	26.20	44%	0.82

数据来源: Wind、安信证券研究中心

7. 总结

我们认为五粮液即将进入一个新的发展时期。尽管当前五粮液的体制上没有洋河、郎酒有优势,营销体系和价格策略没有同为国企的泸州老窖灵活,因此市场对其普遍预期不高。但我们认为这正是五粮液未来业绩弹性大、能够超预期的基础所在。因为洋河、老窖已经几乎将体制和营销发挥到极致,改善空间有限。五粮液只要意识到其短板,凭借多年培养的优秀人才,辅之以强大的品牌号召力、巨大的产能和品质优势,针对其发展战略进行适合自身发展条件的调整就能够发挥其自身巨大的潜能。

五粮液老一辈领导集体为公司发展到今天的行业龙头地位奠定了坚实的基础,新一届领导班子将会针对当前行业和市场的新形势做出全面改革,带领公司全体员工实现二次创业,我们相信五粮液将迎来一个美好的新时代!

8. 风险

白酒营销市场激烈的市场竞争使销售充满不确定性;

公司为使中低档产品在竞争中处于优势地位,加大费用投入导致公司净利润的增幅与销售收入的增长不匹配;

白酒行业中食品安全问题使行业充满系统性风险。

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总					单位	百万元	模型更新时间	2011-4-1			
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,129.2	15,541.3	18,846.5	24,389.3	29,376.3	成长性					
减: 营业成本	3,860.7	4,863.2	5,889.6	7,406.6	8,878.5	营业收入增长率	40.3%	39.6%	21.3%	29.4%	20.4%
营业税费	798.6	1,392.2	1,696.2	2,195.0	2,632.1	营业利润增长率	88.7%	32.9%	27.6%	32.0%	24.1%
销售费用	1,164.2	1,803.2	2,186.2	2,926.7	3,407.6	净利润增长率	79.2%	35.5%	31.6%	32.0%	24.1%
管理费用	839.0	1,561.9	1,894.1	2,451.1	2,952.3	EBITDA 增长率	89.4%	29.3%	14.0%	29.3%	21.5%
财务费用	-109.7	-192.5	-542.3	-827.0	-1,200.4	EBIT 增长率	97.1%	31.8%	22.2%	30.5%	22.3%
资产减值损失	8.5	15.0	-29.4	-0.0	-0.0	NOPLAT 增长率	98.2%	30.5%	22.5%	30.5%	22.3%
加: 公允价值变动收益	15.5	-6.9	0.0	-	-	投资资本增长率	27.3%	-31.3%	-33.5%	-83.1%	-638.1%
投资和汇兑收益	3.1	3.4	3.4	3.4	3.4	净资产增长率	27.3%	26.0%	31.7%	31.8%	29.9%
营业利润	4,586.7	6,094.7	7,755.6	10,240.2	12,709.5	利润率					
加: 营业外净收支	18.9	-24.5	-	-2.0	-	毛利率	65.3%	68.7%	68.7%	69.6%	69.8%
利润总额	4,605.6	6,070.2	7,755.6	10,238.2	12,709.5	营业利润率	41.2%	39.2%	41.2%	42.0%	43.3%
减: 所得税	1,138.9	1,508.2	1,938.9	2,559.6	3,177.4	净利润率	29.2%	28.3%	30.7%	31.3%	32.3%
净利润	3,466.7	4,562.1	5,816.7	7,678.7	9,532.2	EBITDA/营业收入	46.0%	42.6%	40.1%	40.0%	40.4%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	40.2%	38.0%	38.3%	38.6%	39.2%
货币资金	7,543.6	14,134.5	22,019.6	33,115.9	46,910.6	运营效率					
交易性金融资产	23.7	20.8	20.8	20.8	20.8	固定资产周转天数	182	154	121	92	74
应收帐款	171.6	127.0	154.4	199.8	240.6	流动营业资本周转天数	28	-17	-50	-70	-96
应收票据	1,842.1	2,180.6	2,644.2	3,421.8	4,121.5	流动资产周转天数	356	401	499	555	643
预付帐款	195.7	328.4	489.2	691.4	933.7	应收帐款周转天数	2	2	2	2	2
存货	3,476.8	4,514.8	5,453.9	6,858.7	8,221.7	存货周转天数	90	93	95	91	92
其他流动资产	29.3	63.7	60.0	103.2	142.1	总资产周转天数	555	574	635	657	724
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	226	153	86	31	-16
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	30.0	32.5	32.1	32.1	32.1	ROE	23.8%	24.8%	24.1%	24.1%	23.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.6%	15.9%	15.4%	15.0%	14.2%
固定资产	6,935.9	6,373.5	6,287.3	6,114.5	5,886.0	ROIC	55.0%	56.4%	100.5%	197.2%	1425.7%
在建工程	218.5	514.6	309.4	186.2	112.3	费用率					
无形资产	308.1	299.6	299.7	299.8	299.9	销售费用率	10.5%	11.6%	11.6%	12.0%	11.6%
其他非流动资产	73.7	83.6	89.2	89.5	89.7	管理费用率	7.5%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%
资产总额	20,849.1	28,673.5	37,859.6	51,133.7	67,011.1	财务费用率	-1.0%	-1.2%	-2.9%	-3.4%	-4.1%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	17.0%	20.4%	18.8%	18.7%	17.6%
应付帐款	579.0	844.5	202.7	254.9	305.5	偿债能力					
应付票据	-	56.5	68.4	86.0	103.1	资产负债率	30.1%	35.9%	36.2%	37.8%	38.3%
其他流动负债	5,684.7	9,387.4	13,426.6	18,932.3	25,191.8	负债权益比	43.0%	56.1%	56.8%	60.7%	62.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.12	2.08	2.25	2.30	2.37
其他非流动负债	4.9	19.1	31.0	50.9	68.9	速动比率	1.56	1.64	1.85	1.95	2.05
负债总额	6,268.6	10,307.4	13,728.6	19,324.1	25,669.4	利息保障倍数	#####	-30.67	-13.30	-11.38	-9.59
少数股东权益	305.4	265.1	299.4	344.7	400.9	分红指标					
股本	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	DPS(元)	0.09	0.15	-	-	-
留存收益	10,479.1	14,305.1	20,087.4	27,720.8	37,196.7	分红比率	10.8%	13.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	14,580.5	18,366.1	24,182.8	31,861.5	41,393.6	股息收益率	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
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	3,466.7	4,562.1	5,816.7	7,678.7	9,532.2	EPS(元)	0.85	1.16	1.52	2.01	2.50
加: 折旧和摊销	683.1	770.1	337.7	347.5	354.2	BVPS(元)	3.84	4.84	6.37	8.39	10.90
资产减值准备	8.5	8.3	-29.4	-0.0	-0.0	PE(X)	37.2	27.5	20.9	15.8	12.7
公允价值变动损失	-15.5	6.9	0.0	-	-	PB(X)	8.3	6.6	5.0	3.8	2.9
财务费用	-	-	-	-542.3	-827.0	P/FCF	-	17.6	15.8	11.4	9.1
投资收益	-3.1	-3.4	-3.4	-3.4	-3.4	P/S	10.8	7.8	6.4	5.0	4.1
少数股东损益	221.9	166.7	34.3	45.3	56.2	EV/EBITDA	22.3	16.3	13.3	9.2	6.4
营运资金的变动	2,388.9	3,320.6	1,834.1	3,122.2	3,960.4	CAGR(%)	30.4%	27.8%	26.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	6,054.0	7,703.1	7,447.8	10,363.3	12,699.3	PEG	1.2	1.0	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-4,257.0	-464.5	-28.3	-28.7	-28.7	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-178.8	-647.8	542.3	827.0	1,200.4	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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

李铁声明，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

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@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
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
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