

Diageo 支持将使公司更好更快地壮大



投资要点

- **报告亮点：**再次分析 Diageo 发展壮大的过程，着重分析 Diageo 收购兼并的特点；预期 Diageo 将会加大对水井坊的支持力度；相应上调对水井坊的盈利预测。
- **Diageo 收购兼并的特点：**1、**全球收购知名顶级品牌。**热衷对国际顶级酒类品牌的收购兼并，目前帝亚吉欧占据全球近 1/3 的洋酒市场，公司拥有全球 100 个顶级酒类品牌中的 17 个，拥有世界前二十的烈性酒品牌中的八个；2、**清理非酒类资产专注酒业。**在公司收购酒类资产的同时，公司有意识的出售一些非酒类的资产，目前，公司的酒类收入占公司收入比重达到 90% 以上；3、**收购为 Diageo 发展战略服务，看重对收购标的的绝对控制能力。**我们整理和分析了 97 年 Diageo 成立后发生的几十次收购兼并活动，从 2002 年后的并购活动全部集中在酒类业务。从 Diageo 历次的收购兼并案中，我们发现公司对大部分收购目标都实现 100% 股权收购，即使没有全股权收购的，也会有对相应收购的预期安排，如对剩余股权的收购期权要求，另外，对未完成绝对控股股权收购也会有进一步收购的行为。
- **Diageo 收购水井坊，目前远未达到绝对控股的水平。**Diageo 对水井坊实现相对控股通过了三次收购，历时 5 年有余。我们预期未来 Diageo 对水井坊：一是可能会加大水井坊的支持力度，有望使水井坊品牌成为真正意义的白酒顶级品牌，并使水井坊在国际市场拥有顶级品牌的定位和身份。二是从 Diageo 对待战略性并购对象的股权控制看，目前 Diageo 通过全兴集团间接持有水井坊仅仅只有 21% 的股权，不能排除提高对水井坊控制力的可能性。

财务与估值

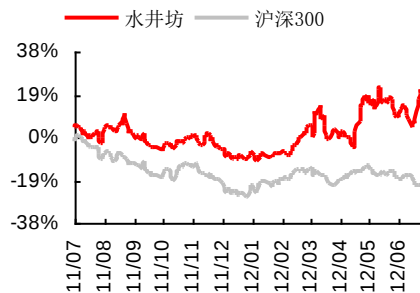
上调盈利预测。鉴于公司恢复性增长已经接近完成，我们预期 Diageo 对水井坊的支持力度会加强，国内国外市场的销售增量将有望超出我们原先预期，调整核心指标参考正文调整表，通过调整后，我们预计 2012-2014 年每股收益分别为 0.97、1.27、1.60 元。参考可比较公司 PE 估值，选取可比公司 2012 年调整后的平均 PE，对应目标价 34 元，维持公司增持评级。

风险提示：宏观经济的不确定性；社会舆论对高端酒高价定位的压力。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2012 年 07 月 06 日)	29.81 元
目标价格	34.00 元
52 周最高价/最低价	29.81/20.50 元
总股本/A 股 (万股)	48854/29532
A 股市值 (百万元)	14563
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2012 年 07 月 10 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	22.8	17.0	26.5	30.2
相对表现 (%)	22.4	20.3	28.4	50.8
沪深 300 (%)	0.5	-3.3	-1.9	-20.6



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	1,818	1,482	1,880	2,318	2,813
同比增长	8.6%	-18.5%	26.9%	23.3%	21.4%
营业利润 (百万元)	378	405	679	894	1,136
同比增长	-22.4%	7.1%	67.9%	31.7%	27.1%
归属母公司净利润 (百万元)	235	320	474	618	780
同比增长	-26.6%	36.1%	48.0%	30.4%	26.2%
每股收益 (元)	0.48	0.66	0.97	1.27	1.60
毛利率	55.5%	73.0%	81.6%	82.8%	83.6%
净利率	12.9%	21.6%	25.2%	26.7%	27.7%
净资产收益率	15.9%	20.5%	25.7%	27.4%	28.3%
市盈率 (倍)	61.8	45.4	30.7	23.5	18.6
市净率 (倍)	10.0	8.7	7.2	5.9	4.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师 **施剑刚**
021-63325888*6075
shijiangang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120024

相关报告

恢复性增长确立，长远发展可期 2012-07-03
完成要约收购，白酒业务恢复性高增长 2012-05-03
水井坊动态跟踪 —— 剥离地产项目，聚焦白酒主业 2011-11-23

Diageo 是全球最大的烈性酒企业

全球酒业资本运作的样板公司—帝亚吉欧（Diageo）

帝亚吉欧股份有限公司(Diageo)是全球知名的酒类公司,在全球范围内经营烈性酒、啤酒以及葡萄酒等产品,公司是全球最大的烈性酒生产销售企业,我们开始关注和认识帝亚吉欧应该从 2007 年收购水井坊母公司全兴集团开始的。帝亚吉欧在 1997 年由 Grand Metropolitan Public Limited Company (格瑞曼德)与 Guinness PLC (健力士)合并组建,帝亚吉欧的年轻和规模的不相称让人惊讶。公司的成长和资本运作能力被业内称颂。

帝亚吉欧快速成长的方式:

1、 全球收购知名顶级品牌

帝亚吉欧的短时间高速增长有很多因素,有很多值得讨论和分析的方面,但我们这里主要介绍公司发展壮大所采取的方式,那就是利用雄厚的资本进行全球范围酒类相关资产的收购兼并,更热衷对国际顶级酒类品牌的收购兼并,这种收购策略同样被另一家国际酒类巨头保乐力加(Pernod Ricard)所采用。目前帝亚吉欧占据全球近 1/3 的洋酒市场,公司拥有全球 100 个顶级酒类品牌中的 17 个,拥有世界前二十的烈性酒品牌中的八个,公司拥有世界第一的伏特加 Smirnoff (皇冠)、世界第一苏格兰威士忌 JohnnieWalker (尊尼获加)及第二的苏格兰威士忌、世界第一的利口酒 Baileys (百利甜酒)、世界第二的朗姆酒、世界第一的黑啤酒 Guinness (健力士),还拥有法国香槟酒和白兰地公司 Moët Hennessy (酩悦轩尼诗)34%的股份(并有意从路易威登手中收购余下 66%股权,酩悦轩尼诗拥有中国文君酒业 55%股权)。

2、 清理非酒类资产专注酒业。

在公司收购酒类资产的同时,公司有意识的出售一些非酒类的资产,如 2001 年公司将从事包装食品业务的 Pillsbury 出售给通用磨坊(General Mills),并因此持有通用磨坊 33%股份,2002 年 12 月,Diageo 又将持有汉堡王(Burger King)的股份进行了出售。至此,公司的酒类收入占公司收入比重达到 90%以上。

3、 收购为 Diageo 发展战略服务,看重对收购标的的绝对控制能力

我们整理和分析了 97 年 Diageo 成立后发生的几十次收购兼并活动,从 2002 年后的并购活动全部集中在酒类业务。从 Diageo 历次的收购兼并案中,我们发现公司对大部分收购目标都实现 100% 股权收购,即使没有全股权收购的,也会有对相应收购的预期安排,如对剩余股权的收购期权要求,另外,对未完成绝对控股股权收购也会有进一步收购的行为,如下表所列示的第 5、7、8、20、21、27、28、29、31 和 37 收购案。

表 1: Diageo 收购历程

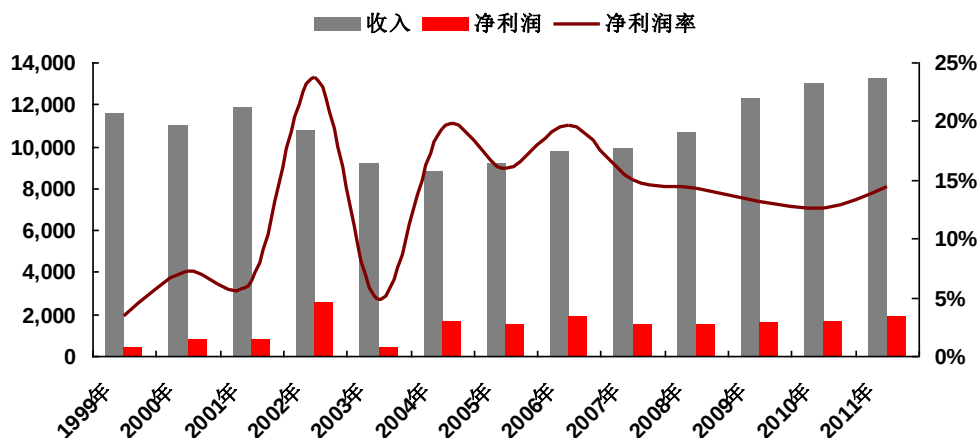
序号	被收购目标	行业	国家	持有比例	拟购比例	完成日期
1	Heinz Bakery Products	烘焙	美国	0%	100%	09/08/98
2	INT ID NORDIC AB	食品	N/A	0%	100%	11/26/98
3	Productos Kikuet Inc	N/A	卢森堡	0%	100%	12/07/98
4	Hazelwood Farms Bakeries	烘焙	美国	0%	100%	05/04/99
5	Grupo Cruzcampo SA	西班牙	酒类	88.17%	10.53%	12/17/99
6	US/Canada bakery business	烘焙	美国、加拿大	0%	100%	02/16/00
7	UDV Industrial e Comercio Ltda	葡萄酒、烈酒	巴西	70%	30%	09/28/00
8	Bundaberg Rum	饮料	英国	50%	50%	12/06/00
9	23 家 Burger King restaurants	餐厅	美国	0%	100%	01/09/01
10	295 家 Regent Street ppty	休闲与娱乐产品	英国	0%	100%	07/16/01
11	30 家 restaurants/FL	零售-餐厅	美国	0%	100%	10/18/01
12	Lehigh Valley plant	葡萄酒、烈酒	美国	0%	100%	11/26/01
13	Seagram liquor business	葡萄酒、烈酒	法国	0%	未公布	12/20/01
14	20 家 Burger King restaurants/VA	零售-餐厅	美国	0%	100%	07/17/02
15	Tanzania Breweries Limited		坦桑尼亚	0%	20%	12/01/02
	备注：通过子公司收购					
16	Dorval plant	其他产品制造	加拿大	0%	100%	01/20/03
17	Chalone Wine Group Ltd/The	葡萄酒、烈酒	美国	0%	100%	02/09/05
18	Ursus Vodka Holding NV	葡萄酒、烈酒	荷兰	0%	100%	02/25/05
19	Old Bushmills Distillery Co Ltd	葡萄酒、烈酒	法国	0%	100%	08/25/05
20	Smirnov	葡萄酒、烈酒	俄罗斯	0%	75%	07/01/06
				75%	25%	12/01/08
21	四川成都全兴集团有限公司	白酒	中国	0%	43%	12/12/06
				43%	6%	06/27/11
				49%	4%	07/14/11
22	Rosenblum Cellars	葡萄酒、烈酒	美国	0%	100%	02/29/08
23	DHN Drinks (Pty) Limited	啤酒、饮料	南非	0%	42.25%	05/01/08
	备注：帝亚吉欧与另一家公司合作的风投项目，另一家公司也持有 42.25%股份，还有一家持有 15.5%股份					
24	Sedibeng Brewery (Pty) Limited		南非	0%	25%	05/01/08
	备注：帝亚吉欧与另一家公司合作的风投项目，另一家公司持有 75%股份					
25	Ketel One Worldwide BV	葡萄酒、烈酒	美国	0%	50%	06/09/08
	备注：帝亚吉欧拥有购买剩下 50%的期权，行权日期：06/09/11-06/09/13					
26	Distillery and bottling facility	葡萄酒、烈酒	加拿大	0%	100%	06/30/08
27	D Distribution	葡萄酒、烈酒	俄罗斯	75%	25%	12/19/08
28	Global distribution rights for Windhoek Beer	酒类	纳米比亚	75%	25%	02/26/09
29	Stirrings LLC	葡萄酒、烈酒	美国	0%	20%	01/01/07
				20%	80%	06/16/09

30	Daiti sake brand	食品	巴西	0%	100%	05/14/10
31	London Group LLC	多元化	美国	42.5%	28.75%	06/29/10
	备注：帝亚吉欧拥有购买剩下 28.75%的期权，行权日期：2013 年					
32	LNJ Group			0%	20%	09/30/10
	备注：帝亚吉欧将视公司未来三年表现决定是否将比例提升至 50%，且有在 2014 年提升至 100%的期权					
33	Serengeti Breweries Limited	啤酒		0%	51%	10/22/10
	备注：帝亚吉欧通过子公司收购的 51%股权，对剩下 49%股权收购拥有 2013 年到期的期权					
	Rum Creations Products Inc	朗姆酒		0%	50%	05/01/11
34	备注：帝亚吉欧拥有对剩余 50%股份的购买期权，到期日 2016 年					
35	Kenya Breweries Limited	啤酒	肯尼亚	0%	20%	06/06/11
	备注：帝亚吉欧通过子公司收购的 20%股权，子公司拥有剩下 80%股权，帝亚吉欧拥有子公司 50.03%股权					
36	Zacapa Rum	葡萄酒、烈酒	危地马拉	0%	100%	06/16/11
37	Hanoi Liquor JSC	葡萄酒、烈酒	越南	0%	18.67%	05/13/11
				18.67%	6.26%	05/26/11
				24.93%	5.07%	08/19/11
38	Mey Icki Sanayi ve Ticaret AS	葡萄酒、烈酒	土耳其	0%	100%	08/24/11
49	Meta Abo Brewery	酿酒厂	埃塞俄比亚	0%	100%	01/10/12
40	Cabin Fever Maple Flavored Whisky	葡萄酒、烈酒	美国	0%	100%	06/07/12
41	Cachaca brand Ypioca and Certain Production Assets	葡萄酒、烈酒	巴西	0%	100%	06/30/12

资料来源：Diageo 年报，东方证券研究所

帝亚吉欧对全球酒类资产的收购兼并带来的直接影响就是业务结构发生了较大的变化，且由此大幅提升了公司业务的净利润率水平，在 2003 年之前帝亚吉欧的净利润率基本保持在 6%左右，通过大幅提高酒类资产比例后，公司的净利润率水平大幅提升至 15%左右，个别年份接近 20%。同时，公司对酒类领域的聚焦和资本的成功运作获得了资本市场的全面认可，我们通过观察图 2 中公司股价在伦敦和纽约交易所的表现就一目了然。

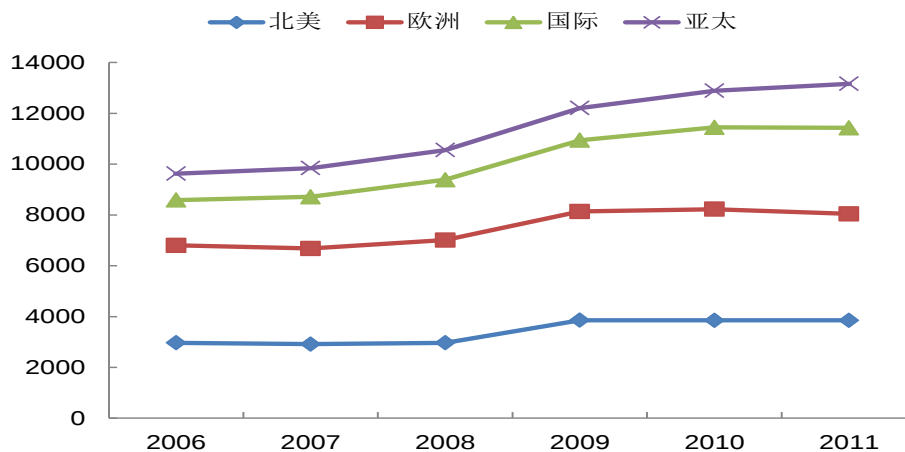
图 1: Diageo 历年财务数据 (£ million)



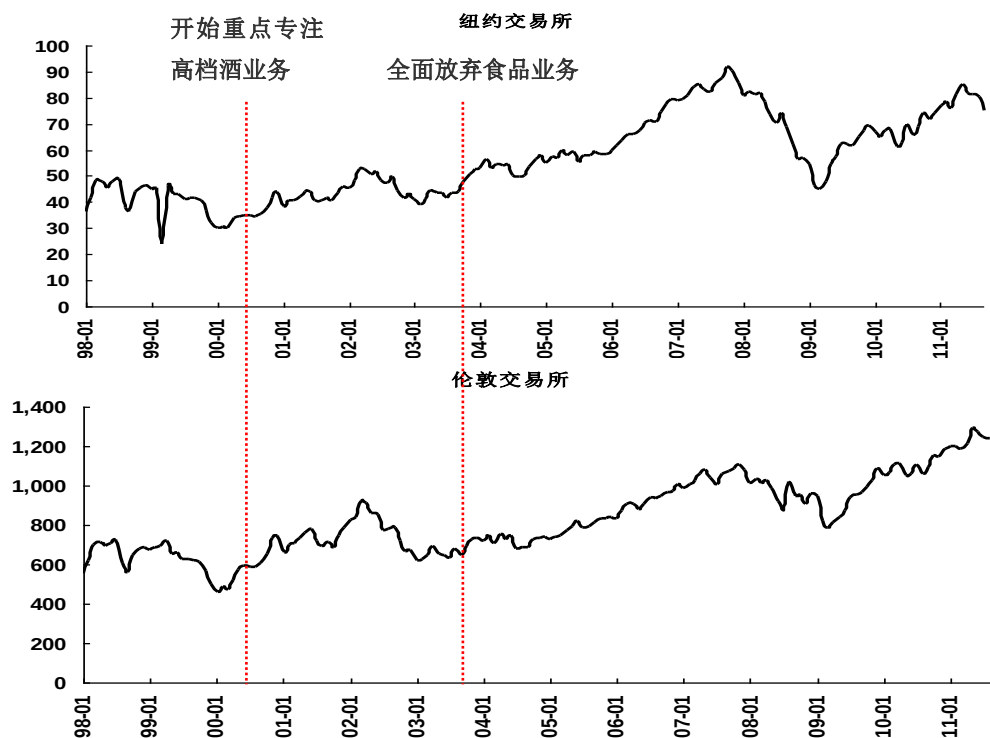
注：2002 年因出售汉堡王有一次性收益，扣除该因素，2002 年公司的净利润率大致为 7% 左右。

资料来源：Diageo 年报，东方证券研究所

图 2: 亚太地区成为 Diageo 全球增长最快的销售区域 (£ million)



资料来源：Diageo 年报，东方证券研究所

图 3：Diageo 纽约和伦敦交易所股价表现


资料来源：东方证券研究所

Diageo 收购水井坊填补白酒业务空白

Diageo 在收购水井坊之前，其洋酒产品主要通过国内经销商销售，对于白酒产业投资除了通过持有 34% 股权的联营企业酩悦轩尼诗控股的文君酒业外，对中国白酒业务是空白一片。通过 5 年左右时间，Diageo 逐步掌握了国内高端白酒品牌水井坊的相对控制权，并顺利闯关商务部审批和实施要约收购义务。

我们认为，从 Diageo 收购兼并的战略目标和方式上看（从我们总结的 Diageo 历次全球收购兼并中体现的很明显），我们判断 Diageo 对于重大、且极为重要的收购标的需要掌握更高的控制权，所以我们判断 Diageo 对于水井坊：

一是会加大水井坊的支持力度，使水井坊品牌成为真正意义的白酒顶级品牌，并使水井坊在国际市场拥有顶级品牌的定位和身份。近几年以来，水井坊通过 Diageo 的努力已经顺利进入了国际市场，2011 年水井坊销售量约 200 吨左右，出口额 6800 万余元，同比增长 52%，已进入 20 多个国家 40 余个机场的免税店。据人民网消息，2012 年 7 月 5 日，Diageo 发表声明，称该公司已在英国市场推出中国白酒品牌“水井坊”，产品将以 500 毫升装的规格上市，售价为 96.19 英镑（折合人民币 952 元）。水井坊品牌在整个英国市场的销售将通过酒和行（一家总部位于英国的东方食品专业批发商）进行。Diageo 作为水井坊的实际控制人，将利用其在英国的本土优势，不断加强品牌的渠道建设。登陆英国市场只是水井坊品牌进驻欧洲市场的第一步，后续会逐步推广至其他欧

洲市场。Diageo 扮演者水井坊国际市场独家经销商的身份，此次进入英国市场，恰合奥运会开幕前期，相信 Diageo 也会利用此次机会做好相应的营销工作。

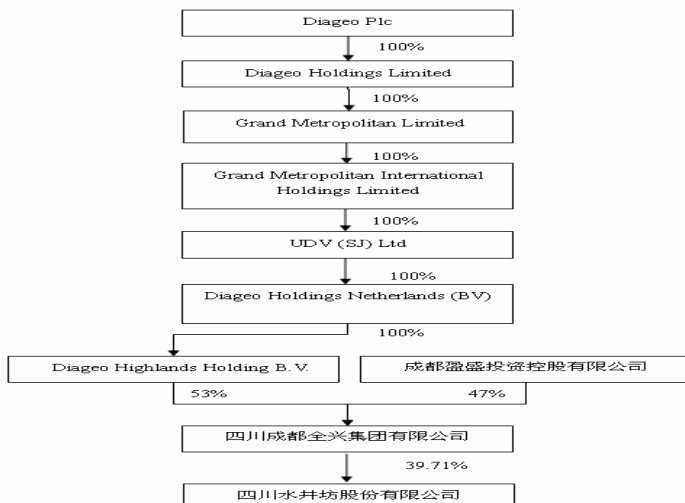
二是从 Diageo 对待战略性并购对象的股权控制看，目前 Diageo 通过全兴集团间接持有水井坊仅仅只有 21% 的股权，从 Diageo 对水井坊的重视程度来看，相对较低的持股比例不是很相称，我们认为完全不能排除 Diageo 进一步提高对水井坊控制力的可能性。

表 2：Diageo 收购水井坊历程

收购历程	间接持有水井坊	收购价（亿元）	对应水井坊价格（元/股）	收购时点水井坊股价（元/股）
2007 年 1 月 27 日收购全兴集团 43% 股权	16.98%	5.17	6.23	14.16
2008 年 7 月 28 日再次收购 6% 全兴集团股权，持股比例达到 49%	19.46%	2 亿多（估计）	17.2 左右	23.72
2010 年 3 月 2 日再次收购 4% 全兴集团股权，持股比例达到 53%	21.05%	1.4	18.04	23.74

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：水井坊股权结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

调高盈利预测分析

调整盈利预测

我们调高公司未来三年的销量和吨价预测，保持各项费率、税率的前期预测水平，所有调整的基础来自于我们对 Diageo 未来对水井坊支持力度加大的假设，假设风险在于 Diageo 对水井坊加大、加快支持的时间点把握上。那么在这一时点我们判断 Diageo 加大支持力度的依据来自于一是 Diageo 顺利完成了对水井坊的相对控股；二是 Diageo 在其本土英国市场推出水井坊品牌；三是我们认为水井坊经过多年调整后，已经夯实了管理层和渠道建设的基础，水井坊做好了 Diageo 加大支持的准备。

我们调高未来三年的盈利预测，鉴于公司恢复性增长已经接近完成，再则，我们预期 Diageo 在完成对水井坊实现相对控股后，后续支持力度会加强，国内国外市场的销售增量都将超出我们原先预期，调整核心指标参考上表，通过调整后，我们预计 2012-2014 年每股收益，调整后分别为 0.97、1.27、1.60 元。参考可比较公司 PE 估值，选取可比公司 2012 年调整后的平均 PE，对应目标价 34 元，维持公司增持评级。

表 3：水井坊可比公司估值水平

名称	代码	股价	每股收益（元）			市盈率（倍）		
			2011EPS	2012EPS	2013EPS	2011PE	2012PE	2013PE
山西汾酒	600809	41.33	0.90	1.43	2.04	46	29	20
青青稞酒	002646	33.37	0.47	0.68	2.04	71	49	20
古井贡酒	000596	48.99	1.12	1.84	2.62	44	27	19
沱牌舍得	600702	38.89	0.58	1.15	1.72	67	34	23
酒鬼酒	000799	58.17	0.59	1.47	2.27	98	40	26
老白干酒	600559	30.13	0.66	0.83	1.07	46	36	28
调整均值（去掉最高、最低后的平均值）						57	35	22
水井坊	600779	244.59	0.66	0.97	1.27	45	31	23

注：所参考公司的盈利预测均采用一致预期。

资料来源：东方证券研究所

表 4：盈利预测调整分析表

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（标注除外）				调整后		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
核心假设						
收入	1,751	1,973	2,204	1,880	2,318	2,813
毛利率	81.08%	81.43%	81.74%	81.65%	82.80%	83.60%
分产品盈利预测						
中高档酒						
销量（吨）	2500	2650	2900	2,700	3,100	3,500
变动幅度				8.00%	16.98%	20.69%
单价（万元/吨）	64.81	68.69	70.07	64.81	69.99	75.59
变动幅度				0.00%	1.89%	7.88%
销售收入	1,620	1,820	2,032	1,750	2,170	2,646
变动幅度				8.00%	19.19%	30.20%
毛利率	85.20%	85.60%	86.00%	85.50%	86.40%	87.00%
变动幅度				0.4%	0.9%	1.2%
其他酒						
销售收入	131	148	168	131	148	168
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	1,751	1,973	2,204	1,880	2,318	2,813
变动幅度				7.4%	17.5%	27.6%
综合毛利率	81.08%	81.43%	81.74%	81.65%	82.80%	83.60%
变动幅度				0.7%	1.7%	2.3%

主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（标注除外）				调整后		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,751	1,973	2,204	1,880	2,318	2,813
变动幅度				7.4%	17.5%	27.6%
营业利润	623	735	851	679	894	1,136
变动幅度				9.0%	21.6%	33.5%
归属母公司净利润	437	512	589	474	618	780
变动幅度				8.6%	20.8%	32.4%
每股收益（元）	0.90	1.05	1.21	0.97	1.27	1.60
变动幅度				8.6%	20.8%	32.4%
毛利率（%）	81.08%	81.43%	81.74%	81.65%	82.80%	83.60%
变动幅度				0.7%	1.7%	2.3%
净利率（%）	24.95%	25.95%	26.74%	25.69%	27.45%	28.26%
变动幅度				3.0%	5.8%	5.7%

资料来源：东方证券研究所

公司超高的税率和费率有较大下调空间

相比其他白酒公司，水井坊的实际所得税率处于较高的水平，我们认为一定程度和公司超高的销售费用率都很大关系。白酒企业从投入期到发展成熟期的历程看，费用率会在产品成熟后逐步下降，相应的所得税率水平也会降至合理区域，净利润水平会逐步上升。

我们认为，水井坊在税率和费率上仍有较大的下调空间。

表 5：白酒公司销售费用率和实际所得税率比较

销售费用率%												
代码	公司	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
600779	水井坊	8.79	6.98	21.87	13.90	19.63	16.88	14.64	19.79	17.83	18.78	28.19
600519	贵州茅台	14.11	16.80	15.21	12.51	12.11	11.93	7.74	6.46	6.42	5.82	3.91
000858	五粮液	7.29	8.60	10.94	12.80	13.46	13.59	10.68	11.23	10.46	11.60	10.17
002304	洋河股份				13.45	13.24	11.29	7.85	8.45	10.12	9.67	9.49
000568	泸州老窖	23.42	22.52	21.93	25.09	23.95	15.28	12.04	13.50	11.43	6.02	4.62
600809	山西汾酒	14.25	18.33	14.87	13.87	14.85	13.93	19.65	19.56	16.98	19.28	20.53
000596	古井贡酒	10.93	9.35	10.27	13.37	8.00	7.07	9.53	10.47	18.42	21.57	24.13
600199	金种子酒	3.03	3.89	10.67	9.65	3.46	3.84	4.47	12.47	12.76	14.53	15.64
600702	沱牌舍得	11.47	11.98	13.59	12.55	11.53	15.47	14.81	18.99	13.66	9.34	10.14
600197	伊力特	5.81	7.54	8.85	5.62	6.29	5.49	6.21	5.08	7.07	7.47	6.57
002646	青青稞酒								10.51	9.76	9.94	11.26
实际所得税率%												
		2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
600779	水井坊	15.06	65.15	0.00	49.16	53.30	54.06	52.78	35.13	36.11	42.13	33.43
600519	贵州茅台	43.62	39.54	37.71	42.70	39.12	35.03	34.41	25.71	25.12	25.45	25.01
000858	五粮液	12.51	28.78	35.27	34.72	33.19	34.12	32.39	23.74	24.73	24.85	24.77
002304	洋河股份				45.09	46.50	35.92	35.32	25.16	25.08	25.28	25.21
000568	泸州老窖	31.22	52.43	60.20	63.71	62.53	34.52	27.41	23.38	21.39	21.87	24.45
600809	山西汾酒	20.90	61.05	24.28	42.87	38.60	36.12	37.82	29.12	30.83	30.56	30.87
000596	古井贡酒	36.13	47.06	230.09	0.00	69.81	56.44	34.93	55.28	15.63	23.25	33.37
600199	金种子酒	14.01	15.49	0.00	0.00	0.00	16.90	8.54	27.76	24.41	14.40	24.47
600702	沱牌舍得	19.11	57.75	42.94	35.18	34.77	21.57	39.64	44.19	13.20	21.41	26.74
600197	伊力特	13.52	17.16	17.75	11.75	313.19	9.84	18.09	16.79	38.11	40.35	27.83
002646	青青稞酒								16.93	16.66	25.87	25.30

资料来源：公司公告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	307	521	1,117	1,321	1,620	营业收入	1,818	1,482	1,880	2,318	2,813
应收账款	14	6	9	12	14	营业成本	808	401	345	399	461
预付账款	33	17	22	27	33	营业税金及附加	194	137	160	192	233
存货	1,127	1,051	690	797	923	营业费用	341	418	526	626	731
其他	291	394	466	575	698	管理费用	122	160	181	218	264
流动资产合计	1,772	1,990	2,305	2,732	3,287	财务费用	(4)	(3)	(8)	(12)	(15)
长期股权投资	31	9	9	9	9	资产减值损失	21	(14)	(2)	1	1
固定资产	162	146	330	497	654	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	45	119	84	67	59	投资净收益	41	21	0	0	0
无形资产	44	131	130	129	128	其他	0	0	0	0	0
其他	88	134	20	20	20	营业利润	378	405	679	894	1,136
非流动资产合计	370	539	573	722	870	营业外收入	23	78	30	30	30
资产总计	2,142	2,529	2,878	3,453	4,157	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	400	482	709	924	1,166
应付账款	125	129	110	128	148	所得税	168	161	234	305	385
其他	379	584	685	790	909	净利润	231	321	475	619	781
流动负债合计	504	713	796	918	1,057	少数股东损益	(4)	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	235	320	474	618	780
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.48	0.66	0.97	1.27	1.60
其他	176	147	50	50	50	主要财务比率					
非流动负债合计	176	147	50	50	50		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	680	860	846	968	1,107	成长能力					
少数股东权益	4	5	5	6	8	营业收入	8.6%	-18.5%	26.9%	23.3%	21.4%
股本	489	489	489	489	489	营业利润	-22.4%	7.1%	67.9%	31.7%	27.1%
资本公积	401	400	400	400	400	归属于母公司净利润	-26.6%	36.1%	48.0%	30.4%	26.2%
留存收益	569	777	1,139	1,591	2,155	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	55.5%	73.0%	81.6%	82.8%	83.6%
股东权益合计	1,462	1,670	2,032	2,486	3,051	净利率	12.9%	21.6%	25.2%	26.7%	27.7%
负债和股东权益	2,142	2,529	2,878	3,453	4,157	ROE	15.9%	20.5%	25.7%	27.4%	28.3%
现金流量表						ROIC	14.4%	17.1%	24.3%	26.2%	27.1%
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	偿债能力					
净利润	231	321	475	619	781	资产负债率	31.7%	34.0%	29.4%	28.0%	26.6%
折旧摊销	3	6	1	2	2	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(4)	(3)	(8)	(12)	(15)	流动比率	3.52	2.79	2.90	2.98	3.11
投资损失	(41)	(21)	0	0	0	速动比率	1.28	1.32	2.02	2.10	2.23
营运资金变动	(729)	219	367	(101)	(118)	营运能力					
其它	503	(50)	18	1	1	应收账款周转率	44.9	146.1	238.5	220.8	219.3
经营活动现金流	(37)	472	853	508	651	存货周转率	0.8	0.4	0.4	0.5	0.5
资本支出	507	(147)	(150)	(150)	(150)	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
长期投资	0	12	(0)	0	0	每股指标（元）					
其他	(472)	7	0	0	0	每股收益	0.48	0.66	0.97	1.27	1.60
投资活动现金流	35	(128)	(150)	(150)	(150)	每股经营现金流	-0.08	0.97	1.75	1.04	1.33
债权融资	(23)	(29)	(2)	0	0	每股净资产	2.99	3.41	4.15	5.08	6.24
股权融资	(7)	(1)	0	0	0	估值比率					
其他	(257)	(108)	(104)	(154)	(202)	市盈率	61.8	45.4	30.7	23.5	18.6
筹资活动现金流	(287)	(139)	(107)	(154)	(202)	市净率	10.0	8.7	7.2	5.9	4.8
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	37.3	34.4	20.9	15.9	12.5
现金净增加额	(289)	205	596	204	299	EV/EBIT	37.6	34.9	20.9	15.9	12.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn