



食品饮料行业-燕京啤酒(000729)

强烈推荐(首次)

燕京啤酒：产业溢价并购重啤，凸显公司价值洼地

燕京啤酒 (002570)

2013.3.6

王健超 (高级分析师)

电话: 020-88836121

邮箱: wangjc\_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310512070006

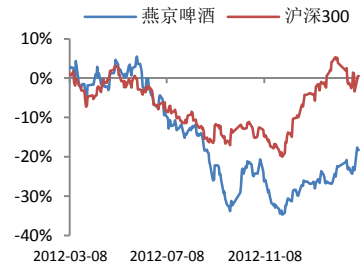
现价: 6.26 元

目标价: 9 元

股价空间: 43.7%

与众不同的观点

国内啤酒行业并购阶段已进入下半场，目前全国 32 个省和直辖市中，已有超过一半（16 个省和直辖市）CR2 超过 70%，达到了双寡头垄断格局。在剩余市场争夺中，由于（1）标的日益稀缺和（2）产业资本对国内啤酒未来提价预期明显，将可能导致并购方在收购价格上进行激烈争夺，从而拉高行业估值。燕京啤酒目前仅 160 亿的市值和 13 年 15.8 倍动态 PE，相比近期产业资本并购价格，处于明显价值洼地，值得二级市场投资者积极关注。



投资要点

- **国内并购进入下半场，标的稀缺拉高行业估值。**国内 2011 年啤酒行业 CR5（雪花、青岛、百威、燕京、嘉士伯）已超过 60%。剩下的二三线品牌中，可收购标的越发稀缺。基于啤酒巨头对于亚洲市场的看好，金威、重啤 13 年以来均被高价竞购，收购价对应高达 50 倍以上 PE（或 3 倍以上 PS）。相对而言，目前二级市场赋予燕京啤酒的估值明显低估。
- **PE 角度，燕京 12 年 18.6 倍 PE 处于低位。**从收购案例看，重啤（嘉士伯 50 倍 PE 收购）、金威（华润 160 倍 PE 收购）远高于目前燕京静态 18.6 倍 PE。从二级市场横向对比，青啤 25 倍 PE 较燕京高出 33%；从二级市场纵向对比，燕京目前 PE 绝对值和相对值均处于 08 年以来的低位。
- **市值角度，燕京 160 亿市值严重低估。**根据最近两起并购案例：（1）12 年重啤预计销售收入 30.9 亿元，按嘉士伯报价，重啤折算市值约 97 亿，市销比 3.1；（2）12 年金威预计销售收入 17 亿元，按华润雪花报价，金威市值 53.8 亿，市销比 3.2；（3）12 年燕京预计销售收入达到 124 亿元，其 160 亿市值对应的市销比仅 1.3，甚至低于青啤 2.0，处于显著低估状态。
- **公开增发获批，增发项目继续推动公司产能扩充。**1 月 21 日燕京公开增发项目已获证监会发审委通过。此次公开增发项目涉及四川、新疆、河北、云南、广东等地产能扩建，共计新增产能 69 万千升。预计 13-15 年，公司产销量将保持 10% 左右的速度增长，在 15 年达到集团“十二五”800 万千升的产销量目标。
- **投资建议：预计燕京啤酒 13-14 年的营业收入为 147.62 亿元、166.73 亿元，净利润为 11.63 亿元、13.04 亿元，EPS 为 0.41、0.48 元。按照 3 月 6 日收盘价 6.26 元，对应 13-14 年 PE 分别为 15.8、14.1 倍。按照 21 倍 PE 对应 13 年股价为 8.6 元，按照 1.6 倍 PS 对应 13 年股价 9.4 元。综合考虑，给予燕京啤酒目标价 9 元，“强烈推荐”评级。**

股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
燕京啤酒	11.57	25.15	12.96
食品饮料	5.54	17.09	-3.65
沪深 300	-4.43	20.19	18.62

基本资料

总市值	157.91 亿
总股本	25.23 亿
流通股比例	87.74%
资产负债率	38.44%
大股东	北京燕京啤酒投资 有限公司
大股东持股比例	57.48%

燕京啤酒 (000729) 盈利预测简表

单位:百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	12,136.8	13,071.0	14,762.5	16,673.2
增长率 (%)	17.9%	7.7%	12.9%	12.9%
净利润	917.3	986.9	1,163.4	1,303.5
增长率 (%)	6.1%	3.9%	17.9%	12.0%
每股收益 (EPS)	0.68	0.34	0.40	0.48
PE	19.8	18.6	15.8	14.1
PS	1.3	1.2	1.1	1.0

## 目录

1、燕京啤酒估值均处于价值洼地.....	3
1.1 产业资本和二级市场对啤酒公司的估值对比.....	3
1.1.1 产业资本给予啤酒企业的估价显著高于二级市场.....	3
1.1.2 二级市场上，燕京啤酒价值明显低估.....	4
2、燕京啤酒公开增发项目产能建设 69 万千升，继续扩充公司产能.....	6
3、大麦价格 13 年存在下行空间.....	7
4、收入预测及投资建议.....	9

## 表目录

表 1：2013 年以来两起啤酒行业收购案例概览.....	3
表 2：燕京啤酒估值明显低于 A 股目前主要啤酒上市公司.....	4
表 3：燕京啤酒公开增发项目（2013 年）继续推进公司产能扩张.....	6
表 4：预计 13-15 年燕京啤酒收入、销量、吨酒价将保持稳步提升.....	7
表 5：美国农业部 12 年下半年至今对美国大麦产量和库存量均作了上调.....	7
表 6：燕京啤酒分业务收入、毛利率预测.....	9

## 图目录

图 1. 燕京 12 年 18 倍 PE 处于行业最低水平.....	4
图 2. 燕京 12 年 1.3 倍 PS 大幅低于行业均值.....	4
图 3. 纵向比较，燕京绝对 PE 和相对 PE 目前均处于历史最低位.....	5
图 4. 07-11 年燕京啤酒收入年均复合增速 13.03%.....	5
图 5. 07-11 年燕京啤酒净利复合增速 16.77%.....	5
图 6. 美国明尼亚波力啤酒大麦价格 12 年下半年以来处于回来趋势，3 月初降至 5.2 美分/英斗.....	8
图 7. 13 年 1 月以来国内大麦价格出现调整，3 月初回到 2500 元/吨.....	8
图 8. CBOT 小麦收盘价 12 年 11 月以来出现明显的回调走势.....	8
图 9. 燕京啤酒业务毛利率与进口啤酒大麦价格走势.....	8

## 1、燕京啤酒估值均处于价值洼地

### 1.1 产业资本和二级市场对啤酒公司的估值对比

#### 1.1.1 产业资本给予啤酒企业的估价显著高于二级市场

国内啤酒行业并购阶段已进入下半场，目前全国 32 个省和直辖市中，已有超过一半（16 个省和直辖市）CR2 超过 70%，达到了双寡头垄断格局。而从市场集中度看，2011 年 CR5（（雪花、青岛、百威英博、燕京、嘉士伯）已经超过 60%。在剩余市场争夺中，可并购的二三线啤酒公司标的日益减少，将可能促使并购方在收购价格上进行激烈争夺，从而拉高啤酒行业整体估值。

基于以上市场背景，我们看到，在 2013 年发生的两个业内重大并购案例中，产业资本给出的收购价格出现明显的溢价情况。

- ◆ 华润创业 (0291.HK) 对金威啤酒 (0124.HK) 的收购报价达到 53.8 亿元，对应 2011 年 EPS0.02 元（12 年中报亏损，PE 无法对比），PE 高达 160 倍；金威 53.8 亿元的市值对应 2012 年 17 亿元的主营收入，PS 约为 3.2 倍。
- ◆ 嘉士伯对重庆啤酒 (600132.SH) 的要约收购报价高达 20 元/股，对应 12 年 EPS0.4 元，PE 高达 50 倍；要约价折合成重庆啤酒市值达到 97 亿元左右，PS 约为 3.1 倍。

我们认为，目前产业资本溢价收购的原因，一方面来自于剩余收购资产的稀缺，另一方面还在于啤酒巨头对于未来跑马圈地完成对于啤酒提价的乐观预期。

表 1：2013 年以来两起啤酒行业收购案例概览

公告日期	公司	收购方	收购资产	收购价	3月6日市值	12年主营业务收入	收购价折算每股价格	收购价对应 PE	收购价对应 PS
2013 2.5	金威啤酒 (0124.HK)	雪花	7个工厂共计150万吨产能	53.8 亿	55 亿	17 亿	3.2 元/股（公告前一交易日股价 3.33 元）	12 年中报亏损、11 年 EPS 对应 PE=160 倍	3.2
2013 3.5	重庆啤酒 (600132.SH)	嘉士伯	重庆啤酒 20% 股权	29.31 亿 (30% 的股权)	96.8 亿	30.9 亿	20 元/股（公告前一交易日股价 15.94 元）	PE=50 倍（预计 12 年 EPS0.4 元）	3.1

资料来源：广证恒生。 单位：元

### 1.1.2 二级市场上，燕京啤酒价值明显低估

#### (1) 横向对比，燕京的相对估值处于行业最低且大幅低于行业均值

二级市场上，目前一线龙头青岛啤酒 (600600.SH) 市值约在 502 亿元，12 年主营收入预计达到 257 亿元，12 年 PS2.0 倍、PE25 倍。而二三线啤酒企业 PS 普遍在 2 以上，同时由于部分企业处于微利，市盈率方面无法对比。

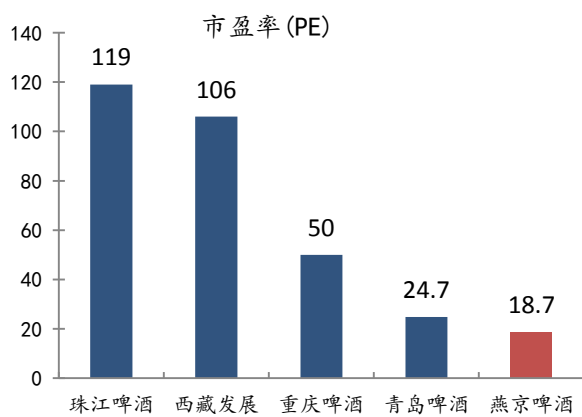
相比而言，燕京啤酒 (000729.SZ) 市值仅为 158 亿元，12 年 PS1.3 倍、PE18.4 倍。这一估值在二级市场的啤酒上市公司中处于最低水平。

表 2：燕京啤酒估值明显低于 A 股目前主要啤酒上市公司

A 股上市公司	12 年主营业务收入 (含预测)	收盘价 (3 月 6 日)	市值 (3 月 6 日)	12 年 EPS	对应 12 年 PE	对应 12 年 PS
珠江啤酒 (002461.SZ)	34.8 亿元	9.55 元	65 亿	0.08 元	119 倍	1.9 倍
重庆啤酒 (600132.SH)	30.9 亿元	19.28 元	93 亿	0.4 (预测)	50 倍	3.0 倍
惠泉啤酒 (600573.SH)	7.1 亿元	6.45 元	16 亿	-0.28 元 (预测)	NA	2.3 倍
西藏发展 (000752.SH)	4.9 亿	12.26 元	32 亿	0.1 元 (预测)	120 倍	6.5 倍
青岛啤酒 (600600.SH)	257 亿元	37.12 元	502 亿	1.32 元 (预测)	24.7 倍	2.0 倍
燕京啤酒 (000729.SZ)	124 亿元	6.26 元	158 亿	0.34 元 (预测)	18.4 倍	1.3 倍

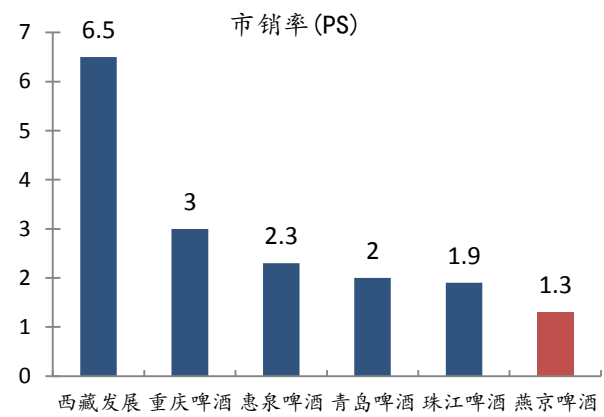
资料来源：广证恒生

图 1. 燕京 12 年 18 倍 PE 处于行业最低水平



资料来源：WIND, 广证恒生

图 2. 燕京 12 年 1.3 倍 PS 大幅低于行业均值



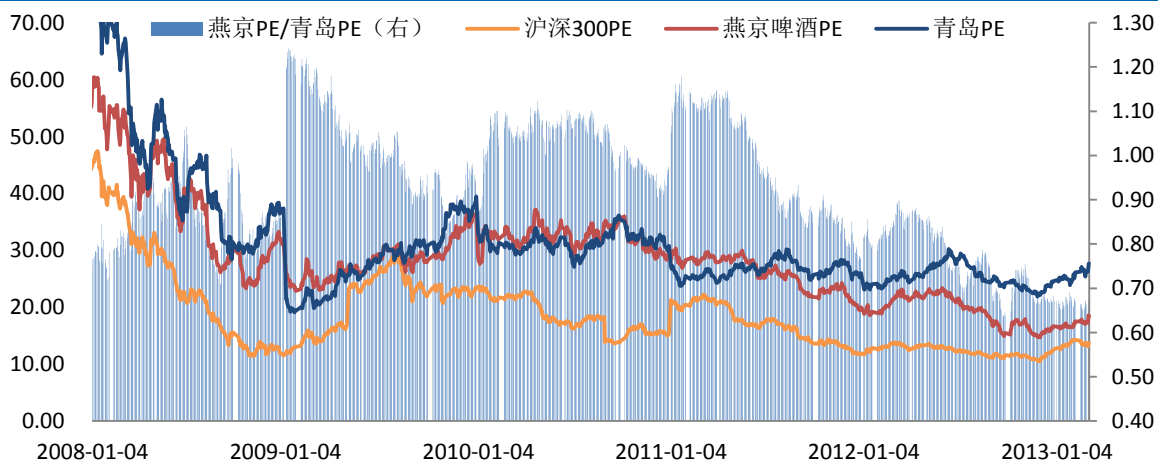
资料来源：WIND, 广证恒生

## (2) 纵向对比, 燕京估值处于近五年来的最低水平。

从 2008 年以来的燕京啤酒 PE 趋势图来看, 截止 13 年 3 月 6 日:

- ◆ 燕京静态 PE 为 18.6 倍, 绝对值上处于五年来的最低位;
- ◆ “燕京 PE / 沪深 300PE” 目前为 1.34, 处在五年来的低位区间;
- ◆ “燕京 PE / 青岛 PE” 目前仅为 0.66, 处在五年来的最低水平。近五年均值为 0.88。

图 3. 纵向比较, 燕京绝对 PE 和相对 PE 目前均处于历史最低位



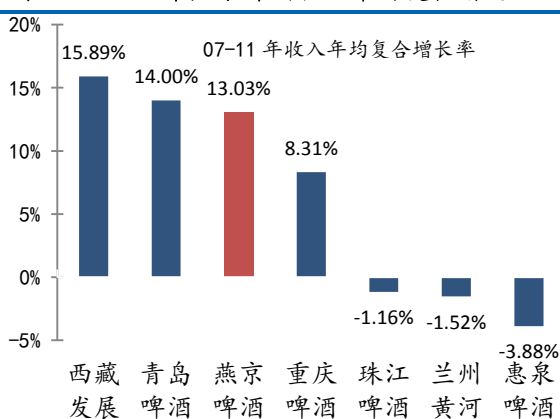
资料来源: WIND、广证恒生

## (3) 燕京近十年来收入、利润增速稳定增长, 有理由获取更高估值水平

从收入来看, 燕京啤酒自 1997 年上市之后, 每年收入增速基本保持在 10% 以上。2007-2011 年间收入年均复合增速 13.03%, 略低于青岛 14%; 从净利润来看, 燕京啤酒自 2003 年之后均维持净利的正增长态势, 2007-2011 年间净利润年均复合增速 16.77%。

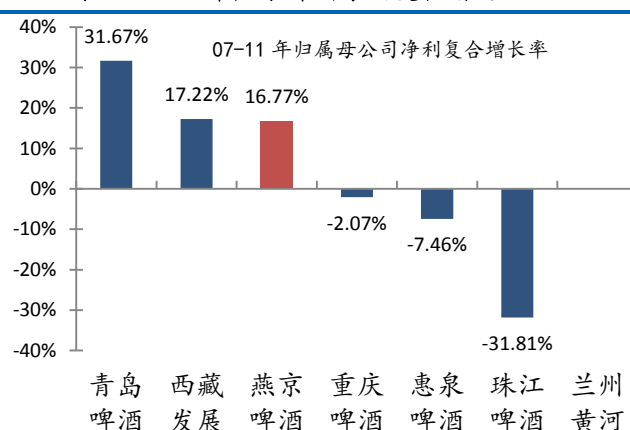
作为国内啤酒龙头, 燕京啤酒近十年来发展稳健, 其收入、净利增速也维持在行业中上水平。燕京啤酒有理由获取更高的估值水平。

图 4. 07-11 年燕京啤酒收入年均复合增速 13.03%



资料来源: 公司公告、广证恒生

图 5. 07-11 年燕京啤酒净利复合增速 16.77%



资料来源: 公司公告、广证恒生

## 2、燕京啤酒公开增发项目产能建设 69 万千升，继续扩充公司产能

2013 年 1 月 21 日，公司公开增发 A 股股票的申请获得证监会发审委审核通过。此次公开增发项目涉及四川南充、新疆石河子、河北沧州、云南昆明的啤酒产能扩充以及广东佛山、河北等地的包装建设项目。其中，啤酒产能建设共计 69 万千升（四川南充 15 万千升、新疆石河子 20 万千升、广东佛山 9 万千升、河北沧州 10 万千升、内蒙古呼和浩特 10 万千升、云南昆明 5 万千升），玻璃瓶（河北）产能年初 50 万吨。

燕京此次增发项目，主要产能实施地区在于此前已布局的区域，继续着眼于区域市场的精耕细作。预计 13-15 年，公司产销量将保持 10% 左右的速度增长，在 2015 年达到集团“十二五”800 万千升的产销量目标。

**表 3：燕京啤酒公开增发项目（2013 年）继续推进公司产能扩张**

序号	募集资金投向	产能(万千升)	具体项目名称	具体产品
1	四川燕京	10	新增 10 万千升/年啤酒生产线项目	480ml、9.5 度纯生(5.5 万千升) 500ml、9.5 度清爽(4.5 万千升)
		5	新增 5 万千升/年啤酒易拉罐生产线项目	330ml、10 度纯生(5 万千升)
2	新疆燕京	10	新增年产 10 万千升啤酒工程(三期)项目	568ml、10 度纯生(5 万千升) 568ml、10 度红纯生(5 万千升)
		10	其年产 10 万千升啤酒工程项目	568ml、10 度清爽(8 万千升) 568ml、10 度双滤爽(2 万千升)
3	广东燕京	9	600 罐/分钟易拉罐工程技术改造项目	500ml+330ml(9 万千升)
4	河北燕京	10	年产 10 万千升啤酒扩建工程项目	480ml、9.5 度清爽(5.5 万千升) 500ml、9.5 度双滤爽(4.5 万千升)
5	燕京啤酒(包头雪鹿)	10	燕京啤酒(呼和浩特)有限公司搬迁改造工程项目(10 万千升)	600ml、8 度雪鹿清爽(6 万千升) 600ml、8 度燕京清爽(4 万千升)
6	燕京啤酒(昆明)	5	新建 5 万千升啤酒产能填平补齐项目	568ml、10 度精品鲜啤(2.5 万千升) 568ml、10 度冰啤(2.5 万千升)
7	河北燕京玻璃制品		年产 50 万吨瓶罐玻璃建设项目	
合计		69		

资料来源：公司公告、广证恒生

**表 4: 预计 13-15 年燕京啤酒收入、销量、吨酒价将保持稳步提升**

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
收入 (百万)	7755	9016	9770	11498	12807	14484	16380	18525
收入 YOY	11.43%	16.25%	8.36%	17.68%	11.39%	13.09%	13.09%	13.09%
产销量 (万千升)	422	467	503	551	606	665	730	<b>802</b> (十二五规划目标)
销量 YOY	4.98%	10.66%	7.71%	9.46%	10%	10%	10%	10%
吨酒价 (元/千升)	1838	1931	1942	2088	2115	2178	2243	2311
单价 YOY	6.15%	5.05%	0.61%	7.51%	1.26%	3.00%	3.00%	3.00%

资料来源: 公司公告、广证恒生

### 3、大麦价格 13 年存在下行空间

根据 13 年 2 月份美国农业部最新数据: 2012/13 年度美国大麦期初库存在 0.6 亿蒲式耳, 较 12 年 5 月上调 0.15 亿蒲式耳; 产量为 2.2 亿蒲式耳, 较 12 年 5 月上调 0.2 亿蒲式耳; 期末库存 0.76 亿蒲式耳, 较 12 年 5 月上调 0.16 亿蒲式耳。

**表 5: 美国农业部 12 年下半年至今对美国大麦产量和库存量均作了上调**

月份	大麦: 期初库存: 美国 (百万蒲式耳)	大麦: 产量: 美国 (百万蒲式耳)	大麦: 期末库存: 美国 (百万蒲式耳)
2012-05	45.00	200.00	60.00
2012-06	52.00	200.00	67.00
...	...	...	...
2013-01	60.00	220.00	75.00
2013-02	60.00	220.00	76.00

资料来源: USDA、广证恒生

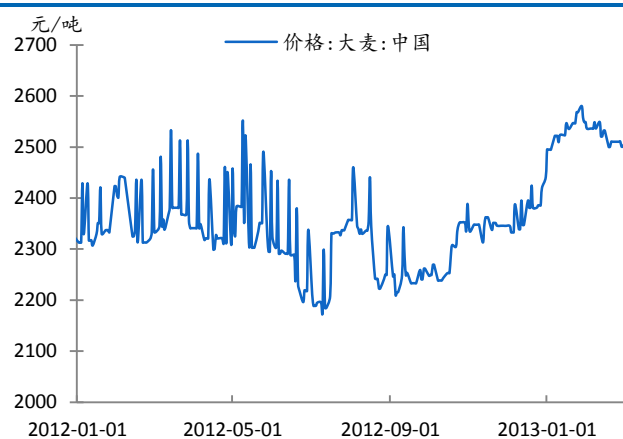
大麦产量的上调使得明尼亚波力啤酒大麦价格 12 年 8 月以来一直处于向下调整的趋势, 自 12 年 8 月的 6.05 美分/英斗的高位回落至 13 年 3 月的 5.2 美分/英斗, 期间跌幅达到 14%。

图 6. 美国明尼亚波力啤酒大麦价格 12 年下半年以来处于回来趋势, 3 月初降至 5.2 美分/英斗



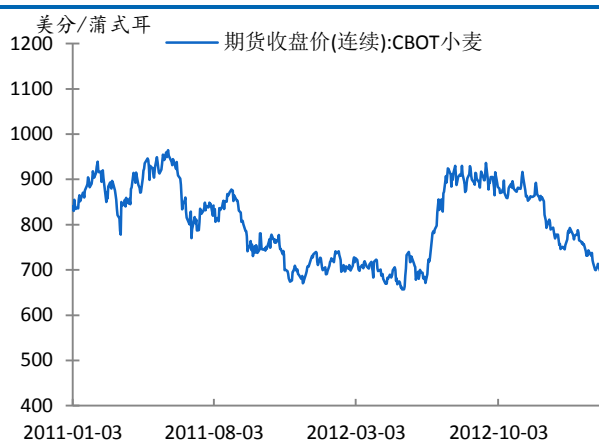
资料来源: WIND, 广证恒生

图 7. 13 年 1 月以来国内大麦价格出现调整, 3 月初回到 2500 元/吨



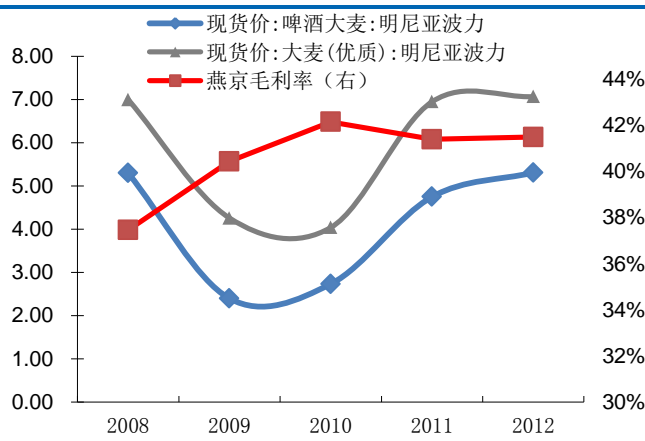
资料来源: WIND, 广证恒生

图 8. CBOT 小麦收盘价 12 年 11 月以来出现明显的回调走势



资料来源: WIND, 广证恒生

图 9. 燕京啤酒业务毛利率与进口啤酒大麦价格走势



资料来源: WIND, 广证恒生

对于 13/14 年度的预计, 全球大麦产量可能会出现回升。由于 12/13 年度受全球 (特别是美国) 干旱导致大麦减产, 因此今年上半年大麦仍可能维持供给偏紧状态。随着 13/14 年度干旱等恶劣气候概率降低, 预计全球大麦产量将有明显恢复, 供需格局将发生改变, 全球大麦价格存在下行空间。



## 4、盈利预测及投资建议

预计燕京啤酒 13-14 年的营业收入为 147.62 亿元、166.73 亿元,净利润为 11.63 亿元、13.04 亿元, EPS 为 0.41、0.48 元。按照 3 月 6 日收盘价 6.26 元,对应 13-14 年 PE 分别为 15.8、14.1 倍。

如果按照历史平均相对 PE (燕京 PE/青岛 PE) 0.88 倍,则 13 年燕京合理 PE 估值为 21 倍 PE (青啤 3 月 6 日股价对应 13 年 EPS 一致预期的动态 PE 为 24 倍),则燕京啤酒目标价为 8.6 元;

如果按照青岛啤酒 2 倍 PS 的 8 折来计算,燕京啤酒合理的市值至少在 230 亿元以上,折算成每股价格为 9.4 元。

以上估值仅仅是对比青岛啤酒来计算,如果参照产业资本对业内公司的并购价格,则燕京啤酒的市值至少在 300 亿元以上。

综合考虑,我们给予燕京啤酒目标价 9 元,“强烈推荐”评级。

表 6: 燕京啤酒分业务收入、毛利率预测

收入	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E	2014E	2015E
啤酒(百万元)	7,755.4	9,015.9	9,769.8	11,497.6	12796.8	14460.4	16340.3	18464.5
其他(百万元)	29.0	52.3	67.1	76.0	83.6	92.0	101.2	111.3
茶饮料(百万元)	101.6	89.9	82.0	101.0	110.1	120.0	130.8	142.6
矿泉水(百万元)	41.6	42.7	39.1	45.0	49.0	53.4	58.2	63.5
饲料(百万元)	15.1	19.6	30.7	30.7	33.4	36.5	39.7	43.3
毛利率	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E	2014E	2015E
啤酒(%)	37.46%	40.44%	42.16%	41.40%	41.5%	42.2%	42.2%	42.2%
其他(%)	39.88%	50.29%	65.76%	75.12%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
茶饮料(%)	21.16%	32.68%	31.38%	9.24%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
矿泉水(%)	33.57%	31.47%	27.89%	25.14%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%
饲料(%)	54.59%	46.70%	46.19%	36.63%	35%	35%	35%	35%
	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E	2014E	2015E
收入合计	8246.5	9490.1	10298.4	12136.8	13073.0	14762.3	16670.3	18825.2
增长率(%)	10.9%	15.1%	8.5%	17.9%	7.7%	12.9%	12.9%	12.9%
毛利合计	3025.2	3776.8	4256.7	4959.9	5510.0	6320.7	7134.3	8052.9
毛利率(%)	36.7%	39.8%	41.3%	40.9%	42.1%	42.8%	42.8%	42.8%

资料来源:公司公告、广证恒生

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,516.4	1,437.7	3,372.4	4,065.3	5,170.1	<b>营业收入</b>	10,298.4	12,136.8	13,071.0	14,762.5	16,673.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-	减: 营业成本	6,041.7	7,176.4	7,585.4	8,467.0	9,565.5
应收帐款	145.2	212.1	207.8	243.8	271.5	营业税费	1,178.2	1,353.1	1,542.4	1,742.0	1,967.4
应收票据	2.7	9.0	17.9	20.2	22.8	销售费用	1,212.1	1,586.3	1,594.7	1,771.5	2,000.8
预付帐款	430.9	409.2	526.9	579.7	683.8	管理费用	829.1	1,001.1	1,215.6	1,343.4	1,517.3
存货	2,983.0	3,972.0	2,230.8	2,783.7	3,144.8	财务费用	46.1	122.9	106.1	94.3	87.0
可供出售金融资产	0.0	3.7	4.7	7.3	9.7	资产减值损失	7.6	4.2	4.7	5.1	5.6
持有至到期投资	-	159.7	210.0	231.0	254.1	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-	投资和汇兑收益	0.6	6.7	4.0	4.4	4.8
投资性房地产	198.5	66.5	100.0	120.0	144.0	<b>营业利润</b>	984.1	899.6	1,026.3	1,343.6	1,534.5
固定资产	-	-	-	-	-	加: 营业外净收支	103.8	288.4	239.0	147.9	136.7
在建工程	7,475.6	8,630.1	8,242.5	7,831.5	7,420.4	利润总额	1,087.9	1,188.0	1,265.3	1,491.5	1,671.2
无形资产	1,008.4	797.4	797.4	797.4	797.4	减: 所得税	219.6	270.7	278.4	328.1	367.7
其他非流动资产	711.3	688.0	688.0	688.0	688.0	<b>净利润</b>	868.3	917.3	986.9	1,163.4	1,303.5
<b>资产总额</b>	198.7	293.5	322.8	355.1	393.1	<b>财务指标</b>	2010	2011	2012E	2013E	2014E
短期债务	14,670.7	16,679.1	16,721.4	17,723.0	18,999.8	<b>成长性</b>					
应付帐款	1,621.0	2,381.0	2,375.3	2,367.2	2,356.8	营业收入增长率	8.5%	17.9%	7.7%	12.9%	12.9%
一年内到期的非流动负债	2,019.6	2,379.5	1,093.9	1,220.4	1,379.9	营业利润增长率	20.2%	-8.6%	14.1%	30.9%	14.2%
预收账款	39.5	11.2	30.7	23.8	32.8	净利润增长率	22.7%	6.1%	3.9%	17.9%	12.0%
其他流动负债	429.7	659.5	713.7	760.4	836.9	<b>盈利能力</b>					
长期借款	150.0	150.0	170.0	200.0	230.0	毛利率	41.3%	40.9%	42.0%	42.6%	42.6%
其他非流动负债	902.0	959.1	103.4	30.0	32.6	营业利润率	9.6%	7.4%	7.9%	9.1%	9.2%
<b>负债总额</b>	5,161.7	6,540.3	4,487.1	4,601.7	4,869.0	净利润率	7.5%	6.7%	6.5%	6.8%	6.7%
少数股东权益	1,334.2	1,386.1	1,524.3	1,687.1	1,869.6	ROE	9.1%	9.0%	8.1%	8.9%	9.2%
股本	1,210.3	1,210.3	2,523.2	2,523.2	2,523.2	ROA	5.9%	5.5%	5.9%	6.6%	6.9%
留存收益	6,964.5	7,542.5	8,186.9	8,908.2	9,716.0	<b>偿债能力</b>					
<b>股东权益</b>	9,509.0	10,138.8	12,234.3	13,118.5	14,108.8	资产负债率	35.2%	39.2%	26.8%	26.0%	25.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	2010	2011	2012E	2013E	2014E	速动比率	0.51	0.38	0.98	1.12	1.34
净利润	868.3	917.3	986.9	1,163.4	1,303.5	利息保障倍数	22.34	8.32	10.68	15.24	18.64
加: 折旧和摊销	651.5	720.1	456.9	456.9	456.9	<b>运营效率</b>					
资产减值准备	7.6	4.2	4.7	5.1	5.6	存货周转天数	95	103	86	82	75
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	总资产周转天数	464	465	469	442	431
财务费用	84.9	78.4	141.1	106.1	94.3	<b>每股资料</b>					
投资收益	-0.6	-6.7	-4.0	-4.4	-4.8	EPS (元)	0.64	0.68	0.34	0.40	0.44
少数股东损益	98.4	100.1	138.2	162.9	182.5	BVPS (元)	3.77	4.02	4.85	5.20	5.59
营运资金的变动	-70.8	-895.4	411.9	-440.0	-255.3	<b>估值比例</b>					
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,548.2	824.1	2,100.6	1,438.2	1,775.3	PE (X)	25.1	19.8	18.6	15.8	14.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2,312.3	-1,307.9	-69.7	-36.6	-42.3	PB (X)	1.7	1.6	1.3	1.2	1.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,228.9	429.7	159.3	-467.6	-380.5	PS (X)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0

## 广证恒生——消费行业部

### 张伟（遗传工程专业博士，医药行业首席分析师，消费行业部组长）

10年证券投资行业研究从业经历与丰富的学术研究背景。成熟的专业素养赋予深刻的行业认识，长期的从业历练积累了较为丰富的经验，深入细致的分析支撑起更为前瞻的判断。主持研究课题获2008年中国证券业协会一等奖。

### 王健超（食品饮料行业 高级分析师）

西南财经大学金融学硕士，6年以上证券从业经验，具备扎实的资本市场研究功底，善于挖掘行业和公司基本面变化带来的投资机会，并结合消费趋势的数量分析及商业模式的定性分析双维度判断公司的投资价值。

### 尹倩（商业零售行业 高级分析师）

CPA，中山大学金融学硕士，两年“四大”会计师事务所转让定价工作。三年行业研究经验，目前从事商业零售研究，擅长数据分析和逻辑推理，挖掘行业变革中具有高增长潜力的公司。

### 刘霞（纺织服装行业 研究员）

北京师范大学金融学硕士，CPA，具备2年证券从业经验，曾就职于方正证券研究所。注重数据分析和逻辑推理，对纺织服装行业有深刻的理解和认识，擅于以专业和价值的尺度去挖掘纺织服装行业的投资机会。

### 潘天奇（化工行业 高级研究员）

四川大学化学学士，美国匹兹堡大学化学硕士，美国匹兹堡大学金融MBA。具备多年化工及医药行业科研与工作经历，对行业的技术、生产、经营有深入的理解，在世界顶级化学刊物发表多篇文章。同时具有深厚的金融学理论及分析功底，善于把握行业投资热点及个股投资机会。

## 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼  
电 话：020-88836132，020-88836133  
邮 编：510623

## 股票评级标准：

**强烈推荐：**6个月内相对强于市场表现15%以上；  
**谨慎推荐：**6个月内相对强于市场表现5%—15%；  
**中 性：**6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
**回 避：**6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。