

近期报表业绩表现良好

谨慎推荐 首次评级

分析师: 董俊峰 王国平 执业证书编号: S0130200010339 邮箱: dongjunfeng@chinastock.com.cn 电话: 010-6656 8780

1. 事件

11日公司发布2010年第一季度业绩预增公告。

预计公司2010年第一季度归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长约150%；另外1月25日发布了2009年年度业绩预增公告，预计归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长约190%。

2. 我们的分析与判断

非公开发行增强实力。公司1月份公告了非公开发行股票预案，非公开发行股票数量为不超过3500万股（含3500万股），发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的90%，即发行价格不低于15.07元/股，募集资金（在扣除发行费用后）预计为55000万元。

表1: 募集资金投资项目

项目名称	项目总投资(万元)	拟投资金额(万元)
优质基酒酿造技改项目	21,176	21,176
优质酒恒温窖藏技改项目	17,421	17,421
营销与物流网络建设项目	10,355	10,355
技术研发及品控中心建设项目	6,108	6,048
合计	55,060	55,000

资料来源: 中国银河证券研究所

我们认为，募集资金投资项目实施顺利程度在某些方面决定了公司未来发展前景。如果能够完全顺利实施，那么预计公司未来可将现有7000吨基酒产能改造升级为6800吨优质基酒产能，大幅提升公司的基酒品质，进一步提升优质基酒的储存工艺水平和生产能力，通过陈化老熟实现优质基酒的品质提升，进一步提升白酒产品的品质，提升公司生产中高档的产能，大大优化公司白酒产品结构，物流和营销网络的建设有助于完善公司营销体系，满足安徽省内外市场对中高档酒的需求。

去年业绩符合市场预期，业绩前景未来几年可期。纵观全年季度数据可看出，公司净利润增速在各季度保持了快速稳定增长趋势，在主营业务收入同比稳定增长情况下，营业费用率小幅下降。

与国内同行业相比，柔和种子酒系列和恒温窖藏醉三秋在白酒领域已经形成了一定的规模优势，享有较高的品牌美誉度，公司未来将以现有产品为基础，推出金种子品牌高端系列产品，改善产品结构，提升产品档次，同时增加市场需求量较大的恒温窖藏醉三秋、柔和种子酒、祥和种子酒的产销量，增强公司的核心竞争力。

3. 投资建议

我们预计公司2009、2010和2011年EPS分别为0.26、0.51和0.65元，给予“谨慎推荐”评级。

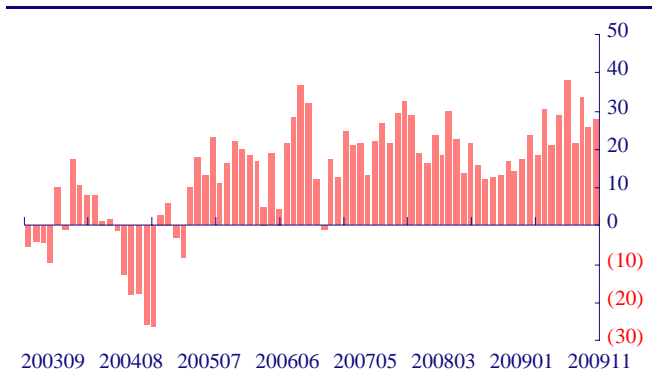
表：财务季度分析（百万元）

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
主营业务收入	118	148	186	210	246	223	275	
YoY	-51%	-39%	2%	70%	109%	51%	48%	
主营业务成本	71	101	130	141	145	147	185	
YoY	-65%	-52%	-10%	75%	103%	46%	42%	
主营业务税金	10	12	17	22	26	21	28	
YoY	59%	84%	182%	122%	155%	82%	62%	
营业费用	9	14	20	40	34	26	25	
YoY	30%	81%	116%	253%	267%	82%	26%	
管理费用	8	12	11	5	17	5	14	
YoY	12%	92%	54%	-658%	119%	-61%	33%	
财务费用	2	1	2	1	0	0	0	
YoY	-18%	-52%	-37%	-43%	-81%	-83%	-93%	
营业利润	16	8	6	3	23	19	23	
YoY	36%	-18%	-43%	-177%	47%	147%	257%	
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	
YoY								
利润总额	16	7	7	5	23	19	23	
YoY	33%	-34%	-42%	-202%	45%	173%	245%	
所得税	0	6	4	(1)	6	5	8	
YoY	289%	9561%	21424%	-129%	6242%	-25%	131%	
少数股东损益	0	(0)	(0)	0	(0)	(0)	0	
YoY	157%	226%	211%	218%	224%	172%	346%	
归属母公司净利	15	1	3	5	17	14	14	25
YoY	33%	-94%	-73%	-180%	10%	2325%	376%	368%
占第一季度比例	100%	4%	20%	34%	100%	83%	85%	145%
毛利率	39%	32%	30%	33%	41%	34%	33%	
主营业务税金率	9%	8%	9%	10%	11%	9%	10%	
营业费用率	8%	10%	11%	19%	14%	12%	9%	
管理费用率	7%	8%	6%	2%	7%	2%	5%	
财务费用率	2%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	
营业利润率	13%	5%	3%	1%	9%	8%	8%	
利润率	13%	5%	4%	2%	9%	8%	8%	
所得税率	1%	93%	54%	-15%	25%	25%	36%	
净利率	13%	0%	2%	3%	7%	6%	5%	

资料来源：中国银河证券研究所

白酒行业：年内景气度仍然良好

图 1：白酒当月产量增速继续保持较高水平（%）



资料来源：中国银河证券研究所，WIND

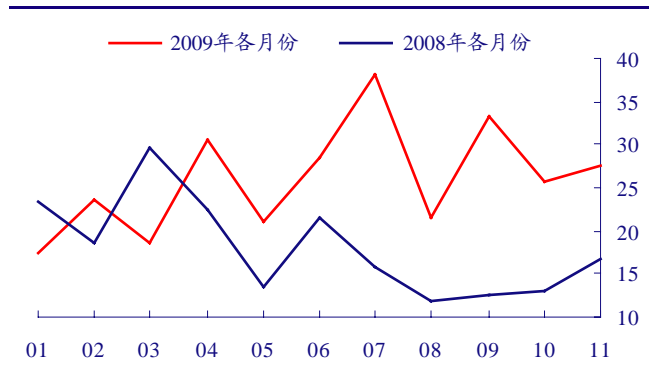
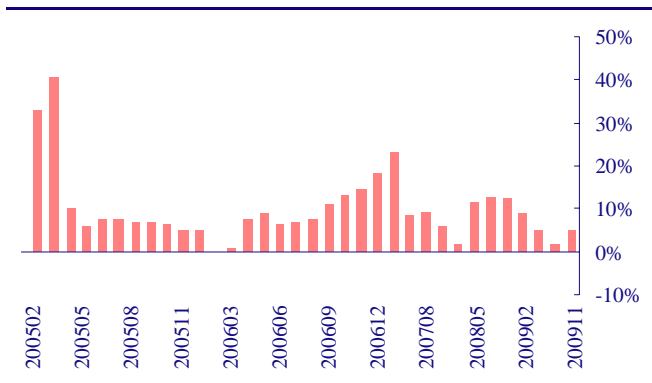
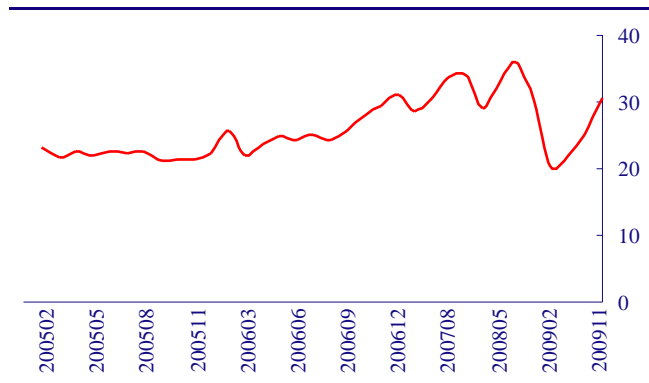


图 2：2010 年白酒吨酒价格增长率和销售收入增长率有望达到 0%和 15%左右



资料来源：中国银河证券研究所，WIND



高中端白酒是典型的政商务消费品行业，近年来增速突出；作为个人消费品的中低端白酒在宏观经济减速时反倒有望表现大大好于近年来傲视群酒的高中端白酒，特别是受益于消费降级的地产酒市场。我们预计经销商在年内各节前备货的动力较足，生产商出货量将提速。总之，未来几年 GDP 增速等关键因素能否产生实质性变化，将决定政商务消费品市场的景气度水平和能否回归高速增长通道。

我们认为白酒行业 2010 年不会重现往年量价齐升局面，高端白酒产品除了消费税因素外的直接提价，虽然仍然存在着随着宏观经济好转进行再次直接提价的概率，但却不能顺利放量，另外更重要的是中低端品牌占比提高，因此综合判断吨酒价格增长率为 0%左右、产量增长率和销售收入增长率均有望达到 15%、毛利率下降到 33%左右水平，吨酒利润和利润率将回归到 2006 年的水平。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股： 青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股： 青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908