

五粮液 (000858.SZ)

白酒行业

评级：买入 维持评级

公司研究

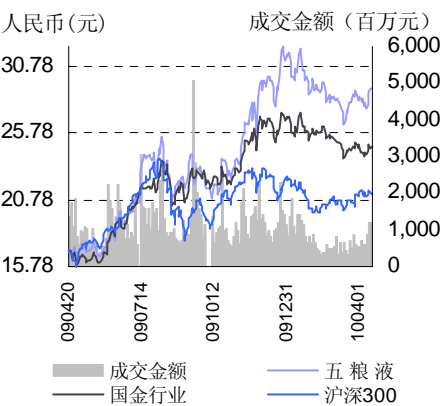
市价(人民币)：29.00元
目标(人民币)：50.02-55.02元

长期竞争力评级：高于行业均值

鲲鹏展翅九万里 扶我直上九重天

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 3,795.52 |
| 总市值(百万元) | 110,083.03 |
| 年内股价最高最低(元) | 32.20/16.23 |
| 沪深300指数 | 3356.33 |
| 深证成指 | 12416.86 |



相关报告

- 1.《估值吸引力增强 提供投资机会》，2010.3.19
- 2.《提价符合预期 股价仍有上涨空间》，2010.1.15
- 3.《五粮液将开启发展新纪元》，2009.12.24

分析师：陈钢

(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.477 | 0.855 | 1.304 | 1.550 | 1.809 |
| 每股净资产(元) | 3.00 | 3.76 | 5.06 | 6.61 | 8.42 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.52 | 1.59 | 0.55 | 1.69 | 1.98 |
| 市盈率(倍) | 27.97 | 37.04 | 22.25 | 18.71 | 16.03 |
| 行业优化市盈率(倍) | 33.64 | 65.85 | 65.85 | 65.85 | 65.85 |
| 净利润增长率(%) | 23.27% | 79.20% | 52.51% | 18.91% | 16.68% |
| 先前预期每股收益(元) | | | 1.304 | 1.550 | 1.809 |
| 净资产收益率(%) | 15.91% | 22.73% | 25.74% | 23.44% | 21.47% |
| 总股本(百万股) | 3,795.97 | 3,795.97 | 3,795.97 | 3,795.97 | 3,795.97 |

来源：公司年报、国金证券

投资逻辑

- **股份公司独立运作元年从现在开始**：公司4月15日公告的实质意义在于股份公司未来党组织负责人将自行负责与集团无关系，集团公司不再像以前能影响股份公司，这对于唐桥董事长独立管理以及强化改进销售体系等工作具有极为现实的意义。
- **五粮液终于找回了真实的自我**：全方面多样化发展是公司曾经走过的路，在经过这些年后，又回归主业踏实安心做好酒，我们认为这是公司品牌力发挥到极致最有效的途径，这才是公司核心竞争力最集中体现。
- **酱酒和并购是公司前进中隐形的翅膀**：对于酱酒许多投资者对其有异议，但我们认为这不仅有可能成为骚扰竞争对手的手段，也有可能成为公司一新的利润增长点。并购地方酒厂，不仅能使公司消化低档酒产能，还能形成投资收益，最重要无需竞争直接进入地方强势市场。
- **股价提升的助推剂**：市值考核、股权激励、唐桥董事长独立主政之后渴望成就伟业的雄心

投资建议

- 公司目前有着重塑酒业大王形象及地位的决心，并将会在整顿并梳理销售队伍以及公司将会在发挥品牌力上下大功夫，我们相信公司股价也会在市值考核、股权激励、唐桥董事长独立主政之后渴望成就伟业的雄心等刺激下上涨，强烈建议投资者关心并买入公司股票。

估值

- 我们预测公司2010年、2011年、2012年每股收益为1.304、1.550、1.809，对应市盈率为22.25、18.71、16.03。未来6-12个月给予公司第一阶段目标价为39.15-43.03元，未来两年有望实现第二阶段目标价50.02-55.02元。

风险

- 公司因平滑业绩的需要，其业绩释放低于市场预期。公司改善进展成效缓慢。

内容目录

| | |
|---|---|
| 我们强烈看好五粮液：推荐的逻辑 | 3 |
| 股份公司独立运作元年从现在开始 | 3 |
| 五粮液终于找回了真实的自我 | 3 |
| 酱酒和并购是公司前进中隐形的翅膀 | 5 |
| 股价提升的助推剂：市值考核、股权激励、唐桥董事长独立主政之后渴望成就伟业的雄心 | 6 |
| 股票估值和定价 | 6 |
| 投资策略 | 7 |
| 公司释放业绩的节奏还不太好把握 | 7 |
| 我们坚定看好五粮液 | 8 |
| 我们的估值及建议 | 8 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 9 |

图表目录

| | |
|------------------------------|---|
| 图表 1：公司近几年品牌价值在逐年提升 | 3 |
| 图表 2：公司近几年生产经营持续向好 | 4 |
| 图表 3：公司产品控货带来预收帐款大幅增加 | 4 |
| 图表 4：近几年五粮液销量 | 5 |
| 图表 5：公司生产一级酒量增加带来存货增加 | 5 |
| 图表 6：公司近几年产品提价 | 5 |
| 图表 7：公司产品品牌分类 | 5 |
| 图表 8：几大名酒价格变化图 | 5 |
| 图表 9：WACC 估值 | 6 |
| 图表 10：食品饮料企业的主要估值 | 7 |
| 图表 11：四川地区的一批价格 | 8 |
| 图表 12：公司产品控货带来预收帐款大幅增加 | 8 |

我们强烈看好五粮液：推荐的逻辑

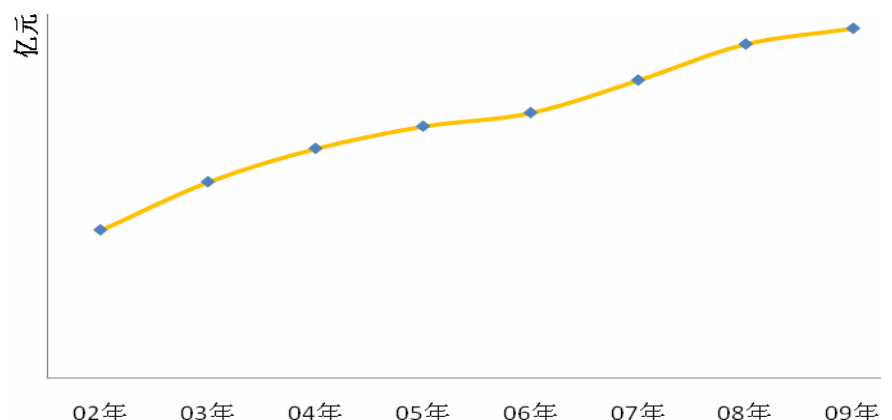
股份公司独立运作元年从现在开始

- 我们认为资本市场并没有充分有效解读公司公告的意义，更多的投资者将其解读为对前期整改事项进程进行公告而已
 - 公司 4 月 15 日发布公告称：五粮液于 2009 年 12 月 22 日披露<关于进一步完善公司治理结构的整改方案>中明确：经上级党委批准，组建中共宜宾五粮液股份有限公司委员会中共宜宾市委组织部宜组办[2010]1 号文件向中共宜宾市国资委党委批复：“经研究，同意建立中共宜宾五粮液股份有限公司委员会和中共宜宾五粮液股份有限公司纪律检查委员会。中共宜宾五粮液股份有限公司委员会下属党组织设置和班子成员组成等按相关规定和要求办理”有关组建事宜正在推进中，宜宾市国资委党委文件正式下达后，公司将及时公告。
- 我们认为这则公告的实质意义在于股份公司未来党组织负责人将与集团无关系，集团公司不再像以前影响股份公司，股份公司党组织负责人对股份公司具有人事任免权力，这对于唐桥董事长独立管理以及强化改进销售体系等工作具有极为现实意义。

五粮液终于找回了真实的自我

- 我们认为唐桥董事长思路已经清晰，五粮液作为酒业大王不仅在于有其名而在于有其实，产品品类齐全化（浓香、酱香、兼香均能生产，而且能形成较好销路），产品系列高中低档均能占领市场，只有这样才能全方面突破实现品牌张力最大化。全方面多样化发展是公司曾经走过的路，在经过这些年后，又回归主业踏实安心做好酒，我们认为这是公司品牌力发挥到极致最有效的途径，这才是公司核心竞争力最集中体现。
- 2009 年，五粮液品牌价值再度提升，2009 年 12 月 3 日，“2009 年度中国最有价值品牌”在美国纽约发布，“五粮液”品牌价值 472.06 亿元，居白酒制造业第一位，居中国最有价值品牌第 4 位。“五粮液”品牌比去年增长了 21.2 亿元，继续稳居中国食品饮料行业第一品牌位置，这也是五粮液连续 15 年成为中国食品行业最具价值的品牌第一位置，荣获“中国企业长青品牌”大奖。

图表1：公司近几年品牌价值在逐年提升

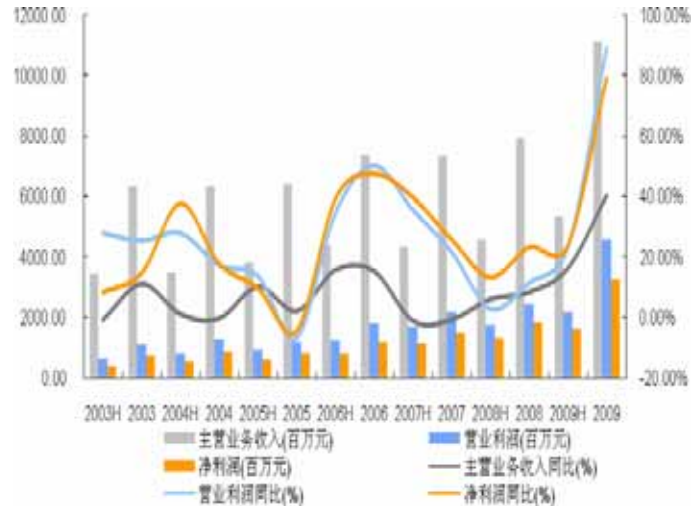


来源：国金证券研究所

- 从目前的产业竞争格局来分析是有利于公司这种龙头企业。白酒行业产能大于需求，市场竞争十分激烈，竞争不断向纵深发展，从广告宣传、品牌提升、包装改进、厂商服务的竞争，逐渐过度到品牌知名度、品牌质量、消费者忠诚度竞争。高档品牌竞争延伸到中档酒竞争，中档酒已成为激烈争夺的领域。现在白酒市场已形成高端白酒以品牌力竞争为主导，中

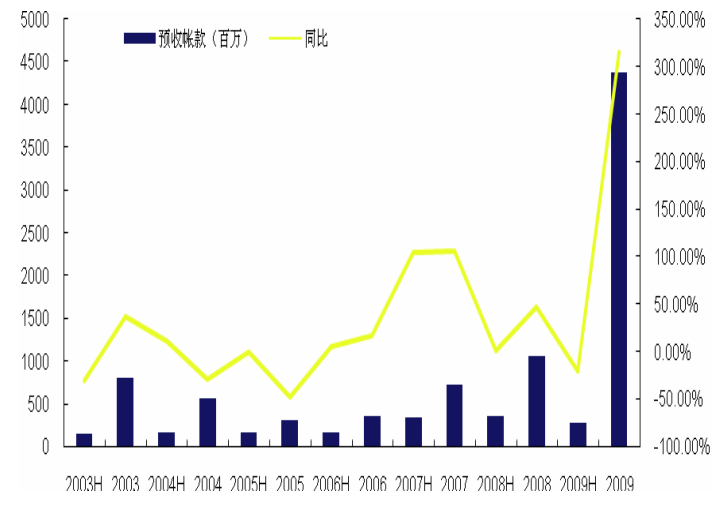
低端白酒以品牌力与成本竞争为主导的格局，消费趋势逐渐向品牌化、中高价产品集中，消费者集中度不断增强。我们认为公司目前所采取的做法，是一种出方位出击力争各方面做大做强的策略，这要求公司很强的运作能力，如果公司能再次抓住机会有望再铸王者风范。

图表2：公司近几年生产经营持续向好



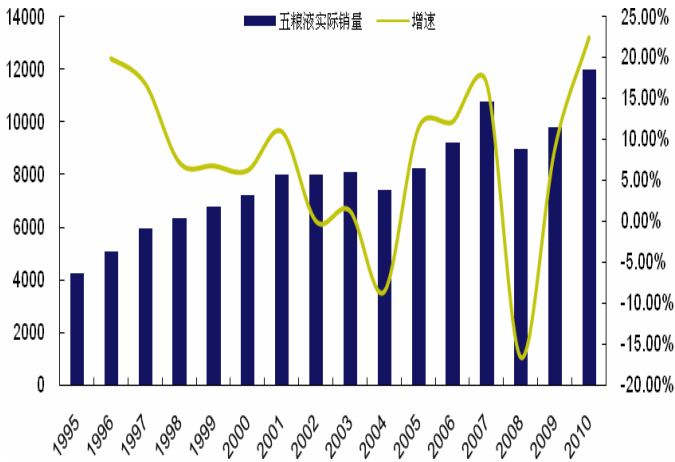
来源：国金证券研究所

图表3：公司产品控货带来预收帐款大幅增加



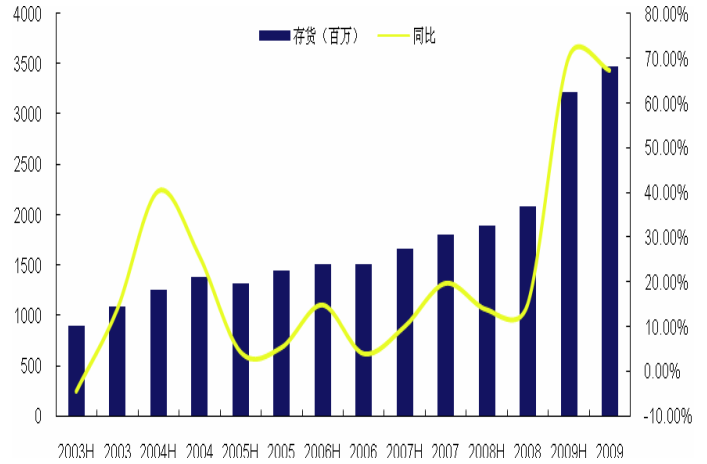
- 我们认为公司走这种全系列多样化发展之路，能适合地方政府建设白酒业发展区以及振兴地方经济的着力点。
 - 公司计划加大对白酒产业的投入，这包括计划建设五粮液工业园区；构建名酒金三角(四川宜宾、泸州、遵义为代表)，相关方案已获批准，将进入实质性阶段，预计将以五粮液为龙头，牵头进行；建设大型酱酒库，以满足酱香型白酒更为苛刻的储存要求；建立全国第一流的科技中心。
- 对于公司高中低酒的做法，公司思路目前较为清楚
 - 高档公司 2009 年五粮液销量约为 9800 吨，今年计划增加到 12000-13000 吨，这主要是得益于公司 09 年五粮液一级基酒产量达近 13000 吨，10 年也将新增基酒，这将保证公司 11 年销量增加到 13000-14000 吨打下基础。我们从销售市场所了解信息来判断，经过公司去年以来加强销售管理以及细化渠道等工作，在许多区域五粮液实现较大突破，去年华南区域五粮液销售约为 5 亿元，今年就有望做到 10 亿，从目前态势来看实现这个目标不太难。对于高档酒量价关系的处理，董事长对其判断也非常坦诚，均衡处理好量价关系，在保证销量稳步增长的基础上稳步提升价格，如果量影响到了价就一定要控量，但绝对不因为要实现第一高价酒，就武断的直接提价，而是根据市场供求关系水到渠成的提价。
 - ◆ 公司中低档酒的运作在逐步打造自身团队运作能力的前提下，还保留总经销制，如果团队销售运作能力增强将逐步取消总经销等。去年公司也做了许多细分渠道，加强自身销售力的工作，公司自身运作能也得到了一定提升，如中档五粮醇销售取得较大突破，较 08 年提高 5000 吨达到 11000 吨，实现销售收入约 5.5 亿元。而且面向大客户的专供和团供酒 09 年也实现了约 6 个亿的销售收入，今年有望实现 8 个亿的销售收入，这部分销售的增强有效培养一大批公司产品的忠实消费者。
 - 对于中低酒的运作，公司将反复核算其运作费用与高档酒利润的匹配度，如果中低酒运作大幅侵蚀高档酒就考虑以利润为主，如果投入和产出还可以将继续加大投入。

图表4：近几年五粮液销量

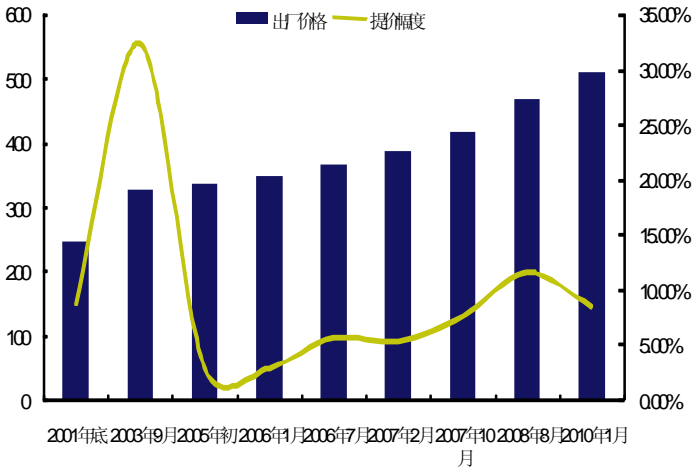


来源：国金证券研究所

图表5：公司生产一级酒量增加带来存货增加

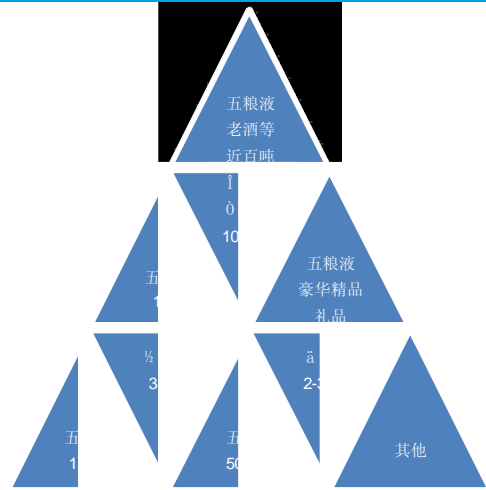


图表6：公司近几年产品提价

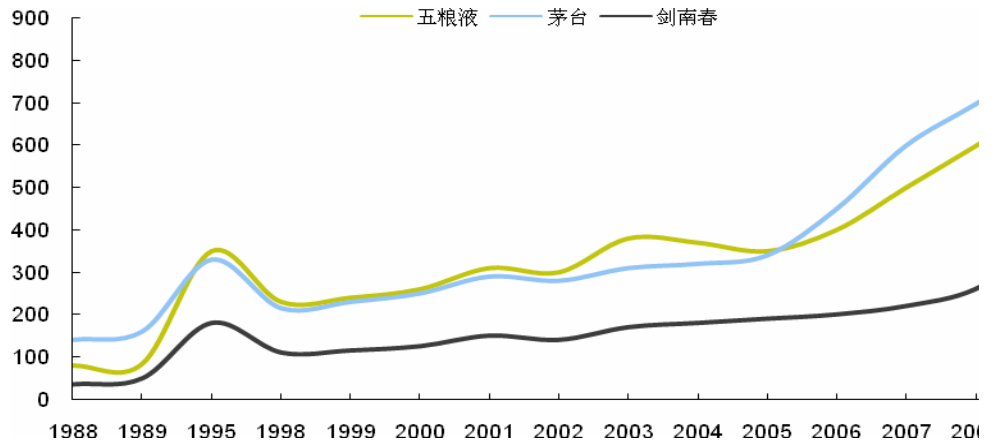


来源：国金证券研究所

图表7：公司产品品牌分类



图表8：几大名酒价格变化图



来源：国金证券研究所

酱酒和并购是公司前进中隐形的翅膀

- 对于酱酒许多投资者对其有异议，但我们认为这不仅有可能成为骚扰竞争对手的手段，也有可能成为公司一新的利润增长点
 - 首先我们认为这不是公司心血来潮，而是公司十年磨一剑结果，1999年公司就设计投产酱香型白酒，并在03年进一步加大投入力度，将酱香白酒产能由最初的年产2000吨扩建至20000吨水平。3月17日，公司成都糖酒会上举办新产品发布会，五粮液酱香白酒定名为“永福酱酒”，公司产品定位与茅台基本一致。
 - 从目前我们所掌握情况分析，其出厂价低于五粮液，终端零售与茅台相当，主要由银基公司来运作，我们认为这其中给经销商有近在300-400元的差距空间，足以调动经销商的积极性，如果今年能销售500吨左右，我们认为2010年就很容易实现1000吨翻番增长，届时投资者将会变得相当受鼓舞。
- 对于并购一事，我们认为许多投资者并没有深刻理解其实际意义，我们认为对于公司来讲，如果收购当地强势白酒企业，其庞大的低档酒有了好去处（公司的低档酒，卖给地产酒之后，就直接变成高档酒的原料），不仅直接就消灭了强硬的竞争对手，同时也形成了投资收益，这一套思路就跟全球顶级烈酒所作所为一样，让其成为五粮液系列牌中的一个组成部分就行。去年公司在实际运作过程中，地方政府有些不理解，我们相信只要沟通到位这一问题是可以解决的。对于整合全国性酒类企业，五粮液是最具实力和品牌力，而且从产品品类上来说，不存在品类上带给企业自身品牌定位上的局限性。

股价提升的助推剂：市值考核、股权激励、唐桥董事长独立主政之后渴望成就伟业的雄心

- 对于公司的市值考核，这是国资委对其较为重要的考核指标，因此公司相当重视，包括广泛听取投资者的建议，以及积极采取相关措施，我们认为这是推动股价上涨来自公司方面的最直接动力。
- 我们还认为在证监会处罚决定出来之后，公司将会推出股权激励等措施。对于证监会处罚决定，我们认为只是形式大于实质，本来对于公司三项问题就是可大可小的事情，在公司完成整改之后，这一处罚决定的结果已经没有意义了。有投资者提出公司货币资金增加这么多，财务上有很大压力，提出了公司可回购股票的提议，我们认为这些举措只能在证监会处罚决定出来之后，公司领导有可能会考虑这些事情。
- 从正常理性思维来考虑，我们认为唐桥董事长独立主政之后渴望成就伟业的雄心是非常正常的，这也是我们认为公司未来一两年能持续放业绩的动力所在。

股票估值和定价

图表9：WACC估值

II、WACC

| | | | |
|------|------------|--------|--------|
| 每股价值 | 50.02 | TV增长率 | 4.0% |
| 企业值 | 190,165.76 | WACC | 9.75% |
| 股票价值 | 189,860.32 | 债务 | 0.00 |
| | | 投资 | 53.68 |
| | | 少数股东权益 | 305.44 |

| 会计年度截止日: 12/31 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | TV | 合计 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| FCF | 1,449.60 | 5,734.67 | 6,683.77 | 8,155.13 | 10,840.20 | 12,176.85 | 13,542.69 | 15,029.02 | 16,789.65 | 18,340.40 | 331,780.02 | 440,521.99 |
| PV(FCF) | 1,320.83 | 4,761.10 | 5,056.15 | 5,621.19 | 6,808.23 | 6,968.38 | 7,061.56 | 7,140.46 | 7,268.37 | 7,234.41 | 130,871.39 | 190,112.08 |

来源：国金证券研究所

图表10：食品饮料企业的主要估值

| | | 收盘价 | EPS | | | | | PE | | | | |
|-----------|------|-----------|-------|-------|------|------|------|---------|--------|--------|-------|-------|
| | | 2010-4-16 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| 000848.SZ | 承德露露 | 37.77 | 0.46 | 0.58 | 0.63 | 0.86 | 1.03 | 82.11 | 65.12 | 59.72 | 44.12 | 36.58 |
| 000729.SZ | 燕京啤酒 | 21.54 | 0.37 | 0.42 | 0.53 | 0.73 | 0.87 | 57.86 | 51.29 | 40.38 | 29.56 | 24.67 |
| 600298.SH | 安琪酵母 | 37.71 | 0.33 | 0.39 | 0.78 | 0.99 | 1.25 | 112.87 | 97.95 | 48.55 | 37.94 | 30.06 |
| 600779.SH | 水井坊 | 22.97 | 0.41 | 0.64 | 0.60 | 0.83 | 0.94 | 56.02 | 35.89 | 37.99 | 27.75 | 24.40 |
| 000858.SZ | 五粮液 | 29 | 0.39 | 0.48 | 0.78 | 1.24 | 1.56 | 74.94 | 60.80 | 37.17 | 23.39 | 18.58 |
| 000895.SZ | 双汇发展 | 50.48 | 0.93 | 1.15 | 1.46 | 1.81 | 2.28 | 54.44 | 43.77 | 34.50 | 27.93 | 22.14 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 32.83 | 0.89 | 0.91 | 1.14 | 1.39 | 1.71 | 36.99 | 36.08 | 28.71 | 23.68 | 19.15 |
| 000869.SZ | 张裕A | 73.54 | 1.21 | 1.70 | 2.07 | 2.55 | 3.10 | 60.78 | 43.26 | 35.45 | 28.84 | 23.71 |
| 600616.SH | 金枫酒业 | 18.19 | 0.45 | 0.57 | 0.46 | 0.56 | 0.73 | 40.42 | 31.91 | 39.53 | 32.65 | 24.81 |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 35.74 | 0.43 | 0.53 | 0.97 | 1.19 | 1.43 | 83.78 | 66.84 | 37.01 | 30.06 | 24.97 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 147.98 | 3.00 | 4.03 | 5.12 | 6.21 | 7.64 | 49.33 | 36.72 | 28.91 | 23.82 | 19.36 |
| 600887.SH | 伊利股份 | 34.79 | -0.04 | -2.30 | 0.83 | 1.09 | 1.35 | -869.75 | -15.13 | 41.68 | 31.91 | 25.77 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 47.12 | 0.83 | 0.57 | 1.00 | 1.43 | 1.94 | 56.70 | 83.21 | 47.34 | 32.84 | 24.23 |
| 002216.SZ | 三全食品 | 27.7 | 1.02 | 0.87 | 0.48 | 0.64 | 0.84 | 27.03 | 31.87 | 57.21 | 43.13 | 32.88 |
| 600962.SH | 国投中鲁 | 15.4 | 0.50 | 0.41 | 0.07 | 0.20 | 0.33 | 30.80 | 37.56 | 210.10 | 78.93 | 46.09 |
| 600429.SH | 三元股份 | 8.07 | 0.03 | 0.06 | 0.07 | 0.14 | 0.19 | 269.00 | 125.70 | 123.96 | 57.44 | 42.10 |
| | | | | | | | | | | 171.60 | 35.87 | 27.47 |

来源：国金证券研究所

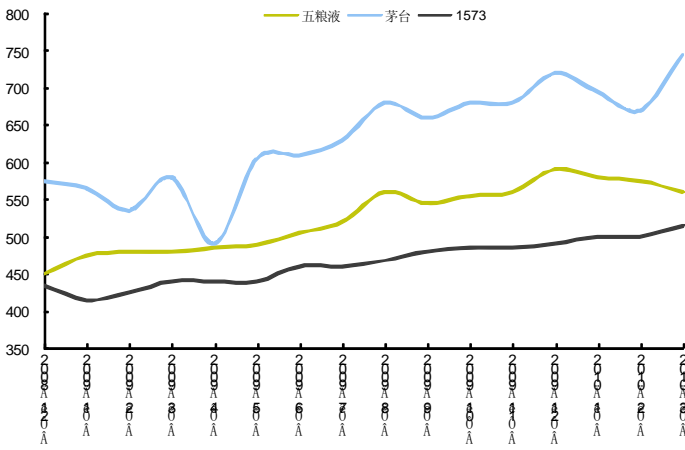
- 我们判断公司 2010 年销量增加 2000 吨，2011 销量增加 10%，均价提升 5%，我们用绝对估值得出 50.02 元，如果上浮 10%，我们确定为 50.02-55.02 元的估值区间。
- 我们采取 2010 年 30 倍估值并上浮 10%作为目标价的上限我们确定公司目标价为 39.15-43.03 元。

投资策略

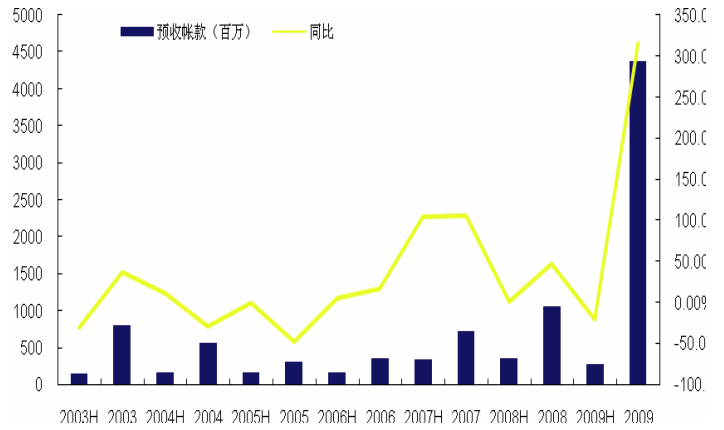
公司释放业绩的节奏还不太好把握

- 从我们跟踪终端销售以及经销商数据来分析，我们认为目前高档酒的销售态势不错，而且许多地区的一批价格目前也在逐步提升，包括公司的竞争对手茅台四月份就基本上将五月份的计划给执行完毕了，据经销商传闻公司目前货币资金就较年底 70 亿多增加了 20 亿，我们判断这多数就为预收帐款，如果属实这在季度还能实现这么好的预收帐款，我们判断公司销售态势是相当好。公司方面一直坚持 20%的销售增长，我们认为这有多重理解，有可能是公司低调也有可能是公司为可持续放业绩打基础，实际上我们认为一季度报的业绩并不太重要，只要公司在改进自身存在问题，而且销售态势还非常好就值得投资者关注并介入。

图表11：四川地区的一批价格



图表12：公司产品控货带来预收帐款大幅增加



来源：国金证券研究所

我们坚定看好五粮液

- 对于五粮液公司我们从去年以来一直认为存在着较大投资机会，也积极向投资者提醒投资机会
 - 《目前股价可积极大胆介入》，2009.8.19
 - 《突发因素考验长线投资者判断力》，2009.9.10
 - 《目前股价又为投资者提供积极建仓机会》，2009.10.6
 - 《公司拉开释放业绩的序幕》，2009.10.19
- 我们之前的投资建议是五粮液可赚三部分的钱，第一部分就是赚钱估值修复的钱，这一部分早已实现，第二部分就是销售公司股权又回来 15%，加上明年适度销量提升（较 2009 年增加 1500 吨）以及提价 30 元/瓶，这就能使公司做到 1.3 元/股，给予 30 倍市盈率，就使得公司股价达到 39.15-43.03 元/股，第三部分的钱就是五粮液上述第二步改善所带来业绩提升，也就是说如果未来公司发展更好的话，39.15-43.03 元的股价也只是为我们提供了一个安全边际，未来股价还存在着提升空间，这一步有望使公司实现 50.02-55.02 元的目标价。我们向投资者强烈建议关注第三部分的投资机会，因为公司目前股价还没有实现第二部分的目标价。

我们的估值及建议

- 公司目前有着重塑酒业大王形象及地位的決心，并将会在整顿并梳理销售队伍以及公司将会在发挥品牌力上下大功夫，我们相信公司股价也会在市值考核、股权激励、唐桥董事长独立主政之后渴望成就伟业的雄心等刺激下上涨。我们预测公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益为 1.304、1.550、1.809，对应市盈率为 22.25、18.71、16.03。我们认为继续维持买入评级，强烈建议投资者关心并买入公司股票，未来 6-12 个月阶段性目标价为 39.15-43.03 元，未来两年有望实现 50.02-55.02 元的第二阶段目标价。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 主营业务收入 | 7,329 | 7,933 | 11,129 | 19,879 | 22,236 | 24,375 | 货币资金 | 4,061 | 5,925 | 7,544 | 8,990 | 14,869 | 21,791 |
| 增长率 | | 8.2% | 40.3% | 78.6% | 11.9% | 9.6% | 应收款项 | 558 | 633 | 2,014 | 3,505 | 3,921 | 4,298 |
| 主营业务成本 | -3,378 | -3,618 | -3,861 | -8,573 | -9,084 | -9,475 | 存货 | 1,806 | 2,077 | 3,477 | 5,872 | 6,222 | 6,490 |
| % 销售收入 | 46.1% | 45.6% | 34.7% | 43.1% | 40.9% | 38.9% | 其他流动资产 | 59 | 106 | 249 | 539 | 570 | 593 |
| 毛利 | 3,951 | 4,315 | 7,269 | 11,306 | 13,152 | 14,899 | 流动资产 | 6,484 | 8,742 | 13,283 | 18,906 | 25,582 | 33,173 |
| % 销售收入 | 53.9% | 54.4% | 65.3% | 56.9% | 59.1% | 61.1% | % 总资产 | 56.0% | 64.8% | 63.7% | 71.3% | 76.8% | 80.8% |
| 营业税金及附加 | -583 | -566 | -799 | -1,531 | -1,712 | -1,877 | 长期投资 | 26 | 27 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| % 销售收入 | 8.0% | 7.1% | 7.2% | 7.7% | 7.7% | 7.7% | 固定资产 | 4,994 | 4,662 | 7,154 | 7,298 | 7,470 | 7,668 |
| 营业费用 | -783 | -891 | -1,164 | -1,900 | -2,112 | -2,316 | % 总资产 | 43.2% | 34.5% | 34.3% | 27.5% | 22.4% | 18.7% |
| % 销售收入 | 10.7% | 11.2% | 10.5% | 9.6% | 9.5% | 9.5% | 无形资产 | 62 | 61 | 376 | 268 | 234 | 206 |
| 管理费用 | -498 | -589 | -839 | -1,306 | -1,461 | -1,601 | 非流动资产 | 5,088 | 4,755 | 7,566 | 7,597 | 7,735 | 7,905 |
| % 销售收入 | 6.8% | 7.4% | 7.5% | 6.6% | 6.6% | 6.6% | % 总资产 | 44.0% | 35.2% | 36.3% | 28.7% | 23.2% | 19.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 2,087 | 2,269 | 4,467 | 6,569 | 7,866 | 9,105 | 资产总计 | 11,572 | 13,496 | 20,849 | 26,502 | 33,317 | 41,077 |
| % 销售收入 | 28.5% | 28.6% | 40.1% | 33.0% | 35.4% | 37.4% | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 92 | 160 | 110 | 156 | 186 | 308 | 应付款项 | 808 | 1,175 | 4,955 | 4,800 | 5,329 | 5,804 |
| % 销售收入 | -1.3% | -2.0% | -1.0% | -0.8% | -0.8% | -1.3% | 其他流动负债 | 1,135 | 865 | 1,308 | 2,074 | 2,314 | 2,532 |
| 资产减值损失 | 1 | 0 | -9 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 1,943 | 2,040 | 6,264 | 6,873 | 7,643 | 8,336 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 16 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资收益 | 3 | 2 | 3 | 3 | 4 | 6 | 其他长期负债 | 3 | 0 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 负债 | 1,945 | 2,040 | 6,269 | 6,873 | 7,643 | 8,337 |
| 营业利润 | 2,183 | 2,431 | 4,587 | 6,728 | 8,056 | 9,419 | 普通股股东权益 | 9,569 | 11,380 | 14,275 | 19,224 | 25,108 | 31,975 |
| 营业利润率 | 29.8% | 30.6% | 41.2% | 33.8% | 36.2% | 38.6% | 少数股东权益 | 57 | 76 | 305 | 405 | 565 | 765 |
| 营业外收支 | -5 | -32 | 19 | 3 | 3 | 3 | 负债股东权益合计 | 11,572 | 13,496 | 20,849 | 26,502 | 33,317 | 41,077 |
| 税前利润 | 2,178 | 2,399 | 4,606 | 6,731 | 8,059 | 9,422 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 29.7% | 30.2% | 41.4% | 33.9% | 36.2% | 38.7% | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 所得税 | -706 | -569 | -1,139 | -1,683 | -2,015 | -2,355 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 32.4% | 23.7% | 24.7% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 每股收益 | 0.387 | 0.477 | 0.855 | 1.304 | 1.550 | 1.809 |
| 净利润 | 1,473 | 1,830 | 3,467 | 5,049 | 6,045 | 7,066 | 每股净资产 | 2.521 | 2.998 | 3.761 | 5.064 | 6.614 | 8.423 |
| 少数股东损益 | 4 | 19 | 222 | 100 | 160 | 200 | 每股经营现金净流 | 0.439 | 0.520 | 1.595 | 0.554 | 1.695 | 1.982 |
| 归属于母公司的净利润 | 1,469 | 1,811 | 3,245 | 4,949 | 5,885 | 6,866 | 每股股利 | 0.100 | 0.060 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 20.0% | 22.8% | 29.2% | 24.9% | 26.5% | 28.2% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 15.35% | 15.91% | 22.73% | 25.74% | 23.44% | 21.47% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 12.69% | 13.42% | 15.56% | 18.67% | 17.66% | 16.72% |
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 投入资本收益率 | 14.66% | 15.11% | 23.05% | 25.10% | 22.98% | 20.86% |
| 净利润 | 1,473 | 1,830 | 3,467 | 5,049 | 6,045 | 7,066 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | -0.78% | 8.25% | 40.29% | 78.62% | 11.86% | 9.62% |
| 非现金支出 | 468 | 436 | 692 | 407 | 422 | 440 | EBIT增长率 | 19.99% | 8.73% | 96.83% | 47.06% | 19.75% | 15.76% |
| 非经营收益 | -3 | 1 | -20 | -5 | -7 | -9 | 净利润增长率 | 25.54% | 23.27% | 79.20% | 52.51% | 18.91% | 16.68% |
| 营运资金变动 | -272 | -294 | 1,911 | -3,347 | -27 | 25 | 总资产增长率 | 11.98% | 16.63% | 54.48% | 27.11% | 25.71% | 23.29% |
| 经营活动现金净流 | 1,666 | 1,973 | 6,050 | 2,103 | 6,432 | 7,522 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -247 | -106 | -985 | -439 | -557 | -607 | 应收账款周转天数 | 0.3 | 0.3 | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 投资 | 1 | 0 | -3,273 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 179.0 | 195.9 | 262.5 | 250.0 | 250.0 | 250.0 |
| 其他 | 3 | 1 | 1 | 3 | 4 | 6 | 应付账款周转天数 | 3.6 | 3.4 | 13.1 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 投资活动现金净流 | -243 | -106 | -4,257 | -436 | -553 | -601 | 固定资产周转天数 | 232.6 | 199.4 | 227.5 | 128.1 | 115.7 | 107.1 |
| 股权募资 | 15 | 0 | 11 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 1 | 净负债/股东权益 | -42.27% | -51.79% | -51.90% | -45.92% | -58.01% | -66.63% |
| 其他 | -163 | -3 | -190 | -221 | 0 | 0 | EBIT利息保障倍数 | -22.6 | -14.2 | -40.7 | -42.1 | -42.3 | -29.6 |
| 筹资活动现金净流 | -148 | -3 | -179 | -222 | 0 | 1 | 资产负债率 | 16.81% | 15.12% | 30.07% | 25.93% | 22.94% | 20.30% |
| 现金净流量 | 1,275 | 1,865 | 1,614 | 1,446 | 5,880 | 6,922 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|------|------|------|------|
| 强买 | 0 | 10 | 20 | 31 | 61 |
| 买入 | 0 | 0 | 5 | 5 | 16 |
| 持有 | 0 | 0 | 1 | 1 | 4 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.00 | 1.19 | 1.19 | 1.25 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2009-07-15 | 买入 | 23.57 | N/A |
| 2 2009-08-19 | 买入 | 20.94 | N/A |
| 3 2009-09-10 | 买入 | 21.88 | N/A |
| 4 2009-10-06 | 买入 | 20.91 | N/A |
| 5 2009-10-19 | 买入 | 21.98 | N/A |
| 6 2009-12-24 | 买入 | 31.85 | 39.00 ~ 42.00 |
| 7 2010-01-15 | 买入 | 31.56 | N/A |
| 8 2010-03-19 | 买入 | 28.03 | N/A |

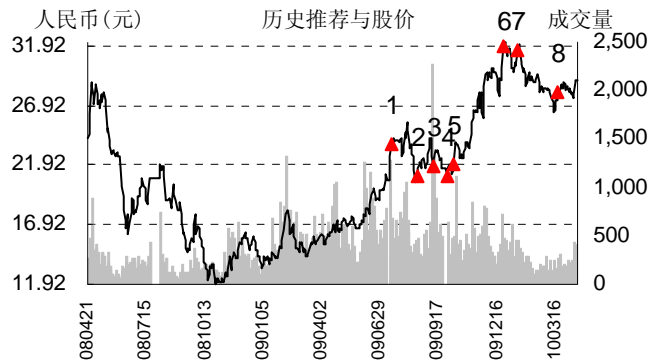
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------------|------------------------------------|--|
| 电话：(8621)-61038311 | 电话：(8610)-66215599-8832 | 电话：(86755)-82805115 |
| 传真：(8621)-61038200 | 传真：(8610)-61038200 | 传真：(86755)-61038200 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：200011 | 邮编：100032 | 邮编：518000 |
| 地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号 谷泰滨江大厦 15A 层 | 地址：中国北京西城区金融街 27 号 投资广场 B 座 4 层 | 地址：中国深圳福田区金田路 3037 号 金中环商务大厦 2805 室 |