

葡萄酒

署名人：张镭

S0960209060260

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

参与人：柯海东

S0960110080062

kehaidong@cjis.cn

0755-82026712

莫高股份

600543

中性

品质优势突出，未来成长关键在发力全国营销

近日我们走访了莫高股份，与公司管理层交流了公司长期发展战略及销售情况。公司已经完成从啤酒原料供应商到二线葡萄酒龙头的转型，公司的葡萄酒具原料、品质优势，在甘肃市场已经处于绝对垄断地位，未来的主要增长点为省外市场开拓，我们将紧密跟踪莫高全国范围的品牌塑造、营销推广情况。

投资要点：

- **公司是二线葡萄酒龙头。**由于人民币升值、下游啤酒厂需求减少等因素，曾占公司收入达 70% 的麦芽业务越来越不具吸引力，公司这几年业务重心逐步转向葡萄酒。今年前三季度葡萄酒收入达 1.38 亿元，贡献了公司收入的 52%，公司葡萄酒业务收入在同行中排名第七，是二线葡萄酒龙头。
- **原料、品质有优势，产品结构优化，产能充裕。**葡萄酒强调“三分工艺，七分原料”，公司在中国最佳的酿酒葡萄种植区域甘肃武威有 1 万亩葡萄园，种植的黑比诺是稀缺的优质品种，具原料优势。莫高金爵士、金冰酒、黑/白比诺等葡萄酒品质上乘，其中冰酒被指定为钓鱼台国宾馆国宴特供酒。中高档的黑/白比诺葡萄酒占公司收入比重逐步提高到 40%，使葡萄酒业务毛利率从 06 年的 55% 提高到近期的 67%。预计 08 年定向增发募投建设的莫高国际酒庄今年内完工后，公司产能将增至 2.5~3 万吨，可支撑 10 亿元的销售收入（按吨酒价格 4 万元计算）。
- **葡萄酒行业未来有望保持 20% 左右的高速增长，二线厂商仍有机会。**近年来我国葡萄酒的产量、收入、利润总额复合增速都接近 20%，保持了高速增长。但目前人均年消费量仅 0.85 升，仍远低于世界平均的 4.5 升，日本的 2.06 升，因此未来几年保持高增速概率很大，最近五年前三家厂商的集中度在下降，我们认为，在行业成长空间广阔，葡萄酒口感多样化的情况下，二线葡萄酒仍有机会。
- **公司垄断甘肃市场，销售网络正逐步向全国铺开。**公司在甘肃市场占有率已达 80%，去年省外的收入仅 7000 余万元，有很大的提高空间。公司去年底开始在央视打广告吸引经销商，目前省外经销商有 300~400 家，主要集中在长三角、珠三角的二线城市，计划未来要提高到 1000 家以上，但公司经营战略偏稳健，因受 08 年金融危机影响，08 年募投建设的全国营销网络建设项目仅完成了 15%，目前公司账面有 4.41 亿元现金，资产负债率仅为 8%，对铺开全国市场所需的高费用投入有足够的保障。未来品牌塑造、营销推广情况值得紧密跟踪。
- **暂时给予“中性”的投资评级。**我们预测 10、11、12 年公司 EPS 分别为 0.11、0.28、0.47 元，当期股价对应 11 年 P/E 为 46 倍，已反映公司成长性，暂时给予“中性”的投资评级。
- **风险提示：**渠道建设进展缓慢；管理层激励机制没有完善；麦芽价格进一步下跌

6 - 12 个月目标价： 15.00 元

当前股价： 13.57 元

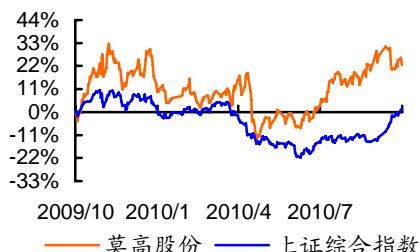
评级调整： 首次

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 3041.54 |
| 总股本(百万) | 321 |
| 流通股本(百万) | 321 |
| 流通市值(亿) | 44 |
| EPS (TTM) | 0.12 |
| 每股净资产(元) | 3.12 |
| 资产负债率 | 9.8% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|------|-------|------|
| 莫高股份 | 0.00 | 19.35 | 5.93 |
| 上证综合指数 | 0.00 | 17.49 | 2.43 |



主要财务指标

| 单位： 百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 331 | 336 | 433 | 591 |
| 同比(%) | -22% | 2% | 29% | 36% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 36 | 36 | 91 | 150 |
| 同比(%) | -27% | 0% | 151% | 65% |
| 毛利率(%) | 43.2% | 42.9% | 53.5% | 58.1% |
| ROE(%) | 3.6% | 3.5% | 8.0% | 11.7% |
| 每股收益(元) | 0.11 | 0.11 | 0.28 | 0.47 |
| P/E | 115.04 | 115.03 | 45.83 | 27.75 |
| P/B | 4.15 | 4.01 | 3.69 | 3.25 |
| EV/EBITDA | 69 | 50 | 26 | 17 |

资料来源：由浙江长研公司

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

| | |
|---|---|
| 一、公司简介：从啤酒原料供应商到二线葡萄酒龙头的华丽转身 | 3 |
| 二、葡萄酒业务：市场空间广阔，公司有原料、品质优势，在甘肃处于垄断地位，未来成长看全国销售 . | 4 |
| 2.1 葡萄酒行业的前景广阔 | 4 |
| 2.2 公司葡萄酒原料、品质优越，产能有充分保障，产品结构持续优化 | 6 |
| 2.3 销售立足甘肃，稳健推进全国市场 | 7 |
| 三、麦芽及其他业务：减少投入，保持平稳经营 | 7 |
| 四、盈利预测及估值 | 8 |

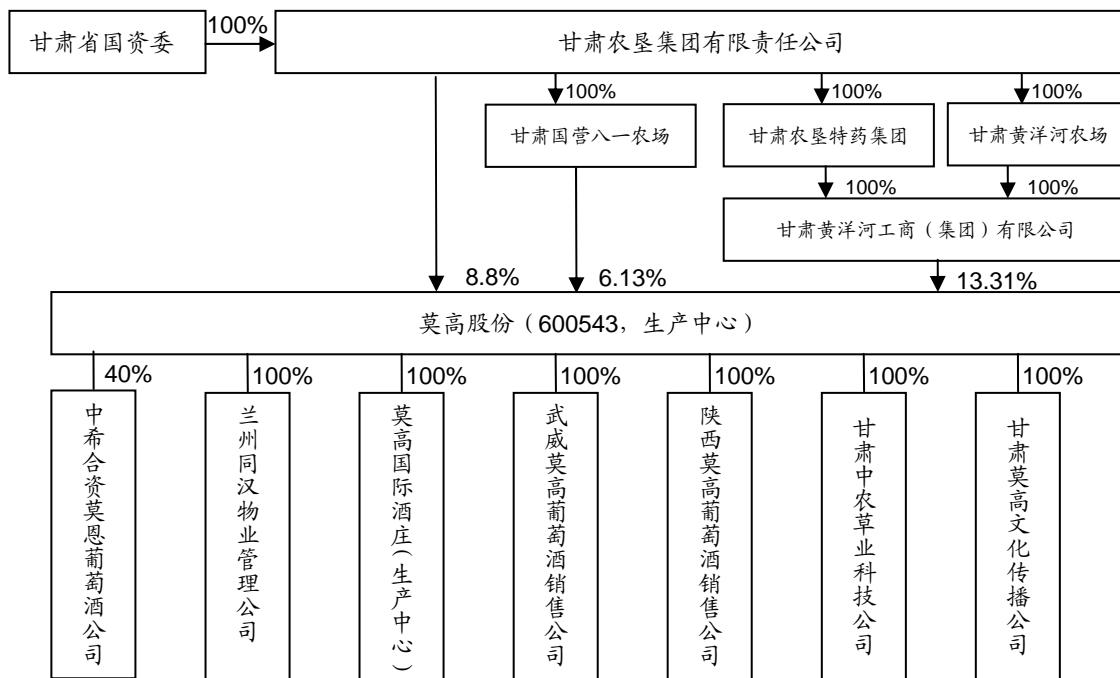
一、公司简介：从啤酒原料供应商到二线葡萄酒龙头

的华丽转身

莫高股份(600543)前身为甘肃饮马啤酒原料股份有限公司，95年成立，原主营业务是麦芽，04年在上交所上市，主营业务逐步转变为葡萄酒，公司生产基地位于中国最优秀的酿酒葡萄种植区域甘肃省武威市。现在实际控制人是甘肃农垦集团，直接持股8.8%，间接持股19.44%，合计持股28.24%，甘肃农垦集团是甘肃省国资委的独资公司。

公司主体是生产中心，下设6个子公司分别分销大麦芽、葡萄酒、苜蓿、复方甘草片等。公司现为甘肃省最大的大麦芽、葡萄酒生产企业，产量规模和经济效益连续多年居甘肃省首位；公司也是甘肃省最大的复方甘草片生产企业，产量规模和经济效益连续多年居全国前三位。

图1 莫高股份组织架构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

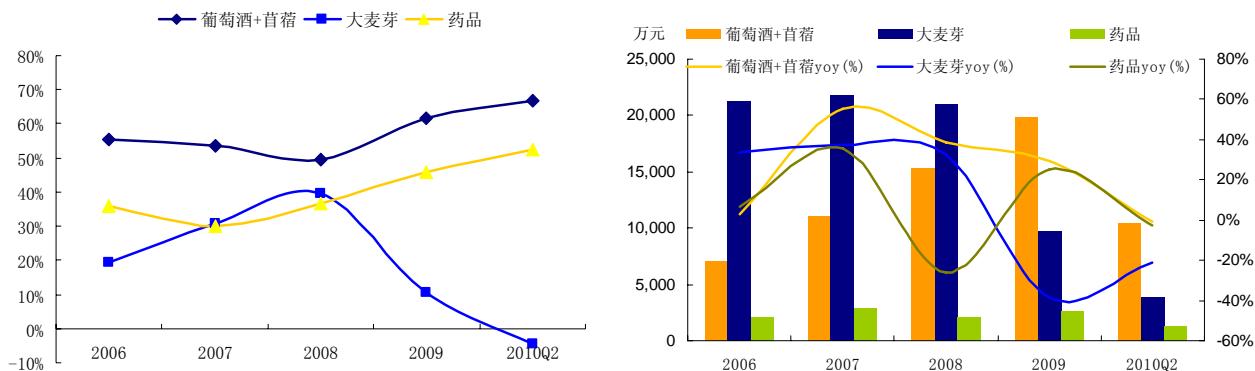
公司的麦芽业务因受近年来人民币升值，澳洲大麦屡屡丰收，海运费下降，进口价格越来越低，而且下游的啤酒厂商改变了生产工艺，麦芽需求量减少了40%等因素的影响，毛利率从04年的30%降到今年中期的-4.6%，已无利可图。而葡萄酒的毛利率则节节攀升，从06年的55%提高到今年中期的67%。因此公司这几年业务重心逐步转向发展前景更好的葡萄酒。08年6月公司定向增发了4000万股，募集了3.90亿元资金来大力发展葡萄酒业务。今年前三季度，葡萄酒业务收入1.38亿元，贡献了公司收入的52%，苜蓿及药品贡献了不到10%，而麦芽业务则萎缩到35%，因此我们关注的重点是葡萄酒业务。

表 1 08 年公司定向增发投资项目情况（至 10 年中期止）

| 项目 | 投资额 (万元) | 目的 | 进度 |
|-----------------------|----------|-------------|-----|
| 莫高国际酒庄 | 6405 | 增加产能 1.5 万吨 | 72% |
| 葡萄酒营销网络建设项目 | 18783 | 布局全国销售网络 | 15% |
| 新增 2 万亩酿酒葡萄基地及榨汁发酵站项目 | 13791 | 增加 2 万亩葡萄园 | 32% |
| 合计 | 38979 | | |

资料来源：公司公告、中投证券研究所整理

图 2 近年来莫高股份分业务毛利率、收入



资料来源：公司公告、中投证券研究所整理

二、葡萄酒业务：市场空间广阔，公司有原料、品质

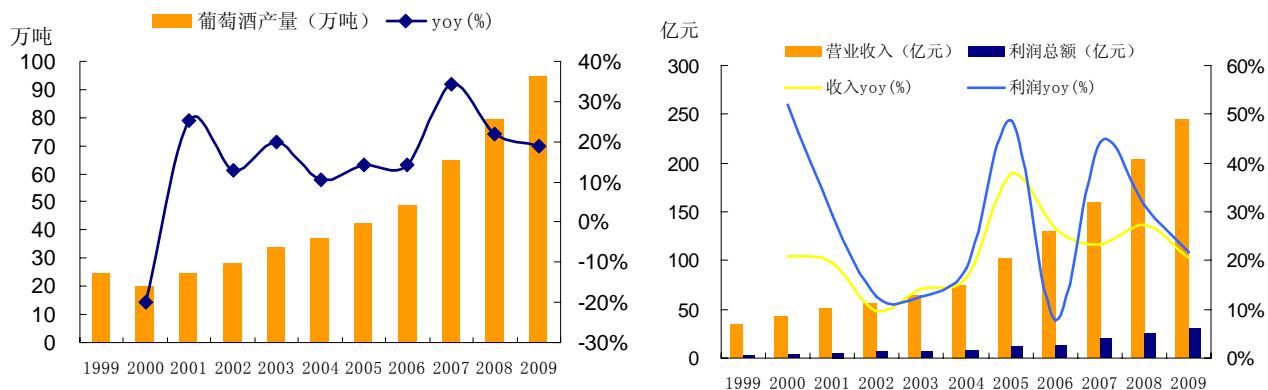
优势，在甘肃处于垄断地位，未来成长看全国销售

2.1 葡萄酒行业的前景广阔

葡萄酒富有高雅时尚的文化内涵，且由葡萄全汁发酵，酒精含量低，含有 200 多种对人体有益的营养成分，口感丰富，因此适应了目前人们追求健康、高尚生活的消费趋势。我国葡萄酒行业发展虽然起步晚，但发展迅速，近 10 年来产量、收入、利润总额复合增速都接近 20%，今年中期达到 25%，但目前我国人均年消费量仅 0.85 升，仍远低于世界平均的 4.5 升，日本的 2.06 升，因此未来几年保持目前的高增速是大概率事件。

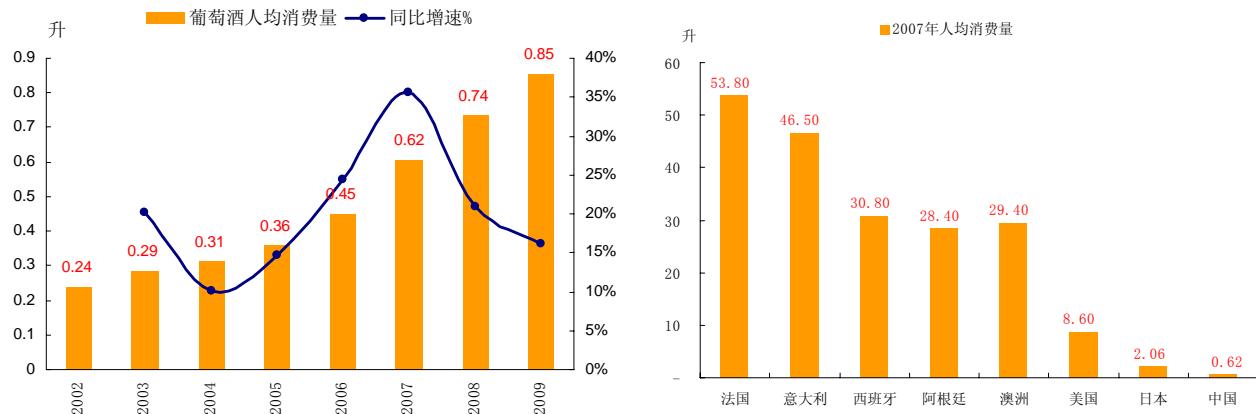
值得注意的是，近几年由于葡萄酒处于推广期，收入、利润增速主要由销量贡献，售价提升并不多，近 5 年来葡萄酒吨价的复合增长率仅为 5.30%。但随着消费者接受度提高，近期主流厂商如张裕、长城对中低端酒（100 元以下）进行了 20%~100% 幅度的提价，预示着葡萄酒吨酒价格增长速度很有可能提高。

图 3 近 10 年来我国葡萄酒产量、收入、利润快速增长



资料来源：统计局、中投证券研究所

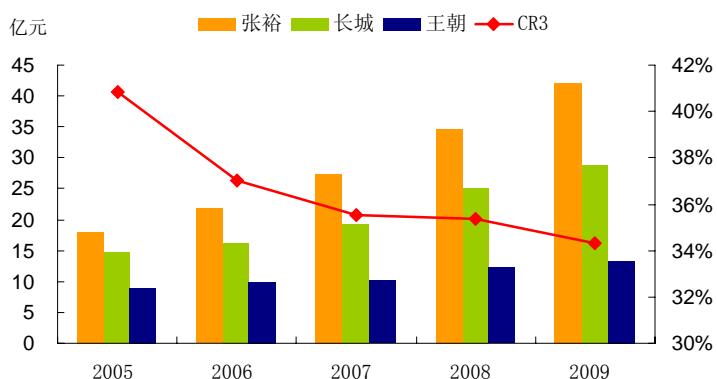
图 4 近 10 年来我国人均消费量增速快，但与国际水平相比提高空间仍很大



资料来源：统计局、FAO、中投证券研究所整理

截止 09 年，国内规模以上葡萄酒生产企业约 600 家，前 10 家占有 61.8% 的市场份额，张裕、长城、王朝这 3 家合计占 34.31% 的市场份额，但前三家的集中度在最近五年是缓慢下降的，我们认为，在行业成长空间广阔，酿酒葡萄产地、品种多样化造成葡萄酒口感多样化的情况下，二线葡萄酒仍有机会。

图 5 葡萄酒前三家企业的合计市场份额



资料来源：各公司公告、统计局、中投证券研究所

表 2 主要葡萄酒厂商基本情况比较

| 厂商 | 葡萄种植区域 | 葡萄园面积(万亩) | 主要品种 | 产能(万吨) | 10Q2收入(亿) | 10Q2净利润(亿) |
|--------|----------|-----------|-------------|--------|-----------|------------|
| 张裕 | 山东、河北、新疆 | 25 | 赤霞珠、蛇龙珠、霞多丽 | 14 | 24.82 | 5.86 |
| 长城 | 河北、山东 | 15 | 赤霞珠、梅鹿辄、霞多丽 | 13 | 14.64 | 1.50+ |
| 王朝 | 天津、山东、河北 | 4 | 赤霞珠、玫瑰香、霞多丽 | 7 | 7.85 | 1.14 |
| 新天(中葡) | 新疆 | 12 | 梅鹿辄、雷司令 | 11 | 1.10 | -1.09 |
| 通天 | 吉林 | 4 | 山葡萄 | 2 | 2.89 | 0.89 |
| 莫高 | 甘肃 | 1 | 黑比诺 | 2.5~3 | 1.56 | 0.20 |
| 通葡股份 | 吉林 | N.A | 山葡萄 | 3 | 0.42 | 0.01 |

资料来源：各公司公告、中投证券研究所整理

2.2 公司葡萄酒原料、品质优越，产能有充分保障，产品结构持续优化

葡萄酒有“三分工艺，七分原料”的说法，优质的葡萄园是稀缺资源，是厂商的“战略资源”。公司有 1 万亩葡萄园，在甘肃武威，有两大优势：一是该地区位于世界上酿酒葡萄最佳产区北纬 36 度至 40 度间，地处腾格里大沙漠南缘，祁连山山麓，土壤中性偏弱酸，气候干旱少雨，热量始终，极少虫害，非常适合酿酒葡萄的种植；二是灌溉用水是祁连山雪水，且方圆 50 公里无工业污染，保证了葡萄的品质。08 年募投打算扩建的 2 万亩葡萄园由于征地问题仍进展缓慢，但目前约 7000~9000 吨的葡萄年产量仍足以支撑公司的发展。

公司葡萄品种主要是黑比诺、白比诺、霞多丽、雷司令、赤霞珠。其中黑比诺是具优势的稀缺品种，公司从 1983 年起引入种植，培育了十多年才成功，在 99 年酿造出中国第一瓶黑比诺葡萄酒，05 年采用拉菲工艺，生产了顶尖的金爵士黑比诺干红，被称为“中国拉菲”。黑比诺系列售价普遍高于 100 元，随着黑比诺销量的逐步提高，公司毛利率从 06 年的 55% 提高到今年中期的 67%。目前由黑比诺系列酒贡献了葡萄酒业务收入的 40%。

公司的另一特色产品是冰酒。该产品酿造技术独特，在零下 7 度左右，等葡萄的水份结了冰，采摘下来压榨成碎冰，用葡萄中不会结冰浓度最高的浓汁来酿酒。目前只有德国、法国、加拿大和中国等冰酒少数几个国家的特定地点，才有条件酿制出高品质的冰酒，其中加拿大省的尼亚加拉地区最为著名。而且受气候影响，大多数产区往往要隔 3~4 年才能收获一次冰葡萄，不是每年都有冰酒出产，且每 10KG 左右冰葡萄才压榨一瓶冰酒 375ml，仅为普通葡萄的 10% 左右，这决定了冰酒的珍稀性。国内能量产冰酒的只有莫高跟张裕。公司的葡萄园有酿造冰酒最佳的气候条件，从加拿大引进了冰酒酿造技术，开发了莫高金冰、银冰、精品等冰酒。其生产冰酒的时间早于张裕，被确定为钓鱼台国宴专用酒。但由于品牌力不足的缘故，莫高的冰酒产品线相对较低端，售价集中在 200 元左右，低于张裕 400 元以上的售价，对收入的贡献不到 20%，仍有提升空间。

莫高零售价低于 80 元的其他干红、干白系列约占收入的四成左右，08 年定向增发募投新建的莫高国际酒庄在今年已建成，预计还将推出高端的酒庄

酒、国酒金爵士、XO 等，这将有望进一步提高公司的毛利率。目前莫高的葡萄酒产能约有 2.5~3 万吨，全国排名第五。其中生产中高档葡萄酒的莫高酒庄产能约 1.5 万吨，产低档酒的武威分厂产能则有 1 万吨。

表 3 主要产品价格

| 系列 | 品种 | 零售价格 (元/瓶) | 占收入比例 |
|-----|----------|------------|---------|
| 黑比诺 | 2001 黑比诺 | 108 | 40% |
| | 2000 黑比诺 | 155~218 | |
| | 8 年黑比诺 | 468 | |
| 冰酒 | 特供金爵士黑比诺 | 680 | 10%~20% |
| | 小金冰 | 208 | |
| | 银标冰酒 | 260 | |
| | 金标冰酒 | 320 | 10%~20% |
| | 钻石级金冰 | 360 | |

资料来源：中投证券研究所整理

2.3 销售立足甘肃，稳健推进全国市场

公司的销售区域仍集中在省内，省外仅贡献 40%的收入。目前公司在省内以直分销为主，市场占有率高达 80%以上，预计以后维持 10%~20%的自然增长率。未来的主要增长点还是在省外市场。

公司的省外市场以依靠经销商开拓市场为主，市场布局正逐步展开，08 年募投了 1.88 亿元用于营销网络建设项目，但受 09 年金融危机影响，公司对推广建设较为谨慎，进展较慢，至今年中期仅完成 15%，随着经济形势好转，未来推广速度有望加快。09 年公司提出实施“四个一”营销工程，目标是 3~5 年发展 1000 家经销商，设立 1000 家专卖店，培养回款百万元的经销商 1000 个，实现销售收入 10 亿元。

为了落实计划，吸引省外经销商，公司于 09 年 10 月 1 日开始在央视打广告，品牌诉求点是“走万里丝绸之路，酿千年莫高酒”，但由于公司计划的广告投入控制在收入的 8%以内以便税前可以列支，09 年仅投入约 400 万元的广告费用，所以显得相对保守。

目前省外代理商有 300~400 家，比 09 年多了 100 家左右，主要分布在珠三角、长三角等区域的二线城市。公司对与经销商合作显得较为稳健，除了坚持不赊销，还认为品牌宣传，费用投入应该在销售渠道布局完成后进行才起到事半功倍的效果，销售政策略为保守。

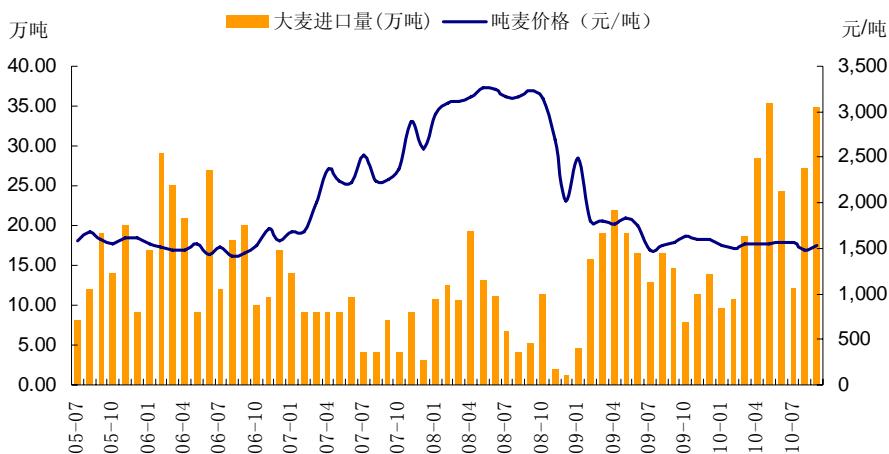
公司账面上有 4.41 亿元现金，资产负债率仅为 8%，对铺开全国市场所需的高费用投入有足够的保障。

三、麦芽及其他业务：减少投入，保持平稳经营

公司目前有 17 万吨的大麦芽加工产能。麦芽是以大麦为主要原料，经浸麦—>发芽—>烘干三阶段工艺所得到。1 吨大麦能产 800 公斤大麦芽，麦芽的价格紧跟大麦变化，一般为大麦的 1.7 倍。

麦芽主要用于生产啤酒，但目前啤酒企业改变了生产工艺，吨酒麦芽用量从100kg下降到50kg~60kg，需求量大为减少。另外一方面，麦芽的主要出口国澳洲在经历过07年的大干旱后近年来连年丰收，使得麦芽供应稳定，而人民币又不断升值，导致进口价格减少，因此，预计公司的麦芽业务难有大的改善，公司今后不会再有大的投入。

图6 进口大麦量价变化情况



资料来源：ACMR，中投证券研究所

甘草片和苜蓿是公司的非主营业务，占公司总收入约10%，每年贡献3000万元左右的收入，甘草片属于居民常用的国家处方类药物，价格受国家管制。而苜蓿是动物饲料的主要原料，08年公司曾对苜蓿生产线做过改良，由原来的简单加工改造成可以生产各类综合饲料2万吨。预计这两块业务未来的收入、利润都会保持平稳。

四、盈利预测及估值

我们预计公司10、11、12年EPS分别为0.11, 0.28, 0.47元，11年的EPS对应当前股价的P/E为46倍，略高于张裕39倍的P/E，当前股价基本反映了公司未来的成长性，暂时给予“中性”评级。

由于葡萄酒是公司的重点业务，我们重点预测葡萄酒业务，假设：

- 1、今年完工莫高国际酒庄，明年释放部分产能，且销售网络建设加快，使得公司销量增速比行业高10~15个百分点(如06、07年时)；
- 2、吨酒售价提价幅度与行业保持一致，但公司优化产品结构，使毛利率进一步提高；
- 3、麦芽业务及其他业务保持平稳，不再投入；
- 4、营业费用率保持平稳。

表4 主要业务盈利预测

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 葡萄酒 | | | | | | | |
| 销量(吨) | 2,223.00 | 3,223.35 | 4,222.59 | 5,024.88 | 5864.04 | 7916.45 | 10687.20 |
| $yoy\ (%)$ | | 45.00% | 31.00% | 19.00% | 16.70% | 35.00% | 35.00% |
| 吨酒价格(元/吨) | 28363.00 | 29837.88 | 30792.69 | 32948.18 | 35254.55 | 39308.82 | 43868.64 |

| | | 5% | 3% | 7% | 7% | 12% | 12% |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入 (百万) | 63.05 | 96.18 | 130.02 | 165.56 | 206.73 | 311.19 | 468.83 |
| yoY (%) | | 53% | 35% | 27% | 25% | 51% | 51% |
| 毛利率 (%) | 55% | 54% | 49% | 62% | 67% | 70% | 70% |
| 成本 (百万) | 28.10 | 44.71 | 65.82 | 63.71 | 68.35 | 93.36 | 140.65 |
| 收入占比 | 21% | 27% | 34% | 52% | 62% | 72% | 79% |
| 大麦芽 | | | | | | | |
| 销量 (吨) | 54,190.00 | 57,995.96 | 41,921.40 | 34,014.87 | 39,656.65 | 37,277.25 | 37,277.25 |
| yoY (%) | | 7.02% | -27.72% | -18.86% | 16.59% | -6.00% | 0.00% |
| 吨麦价格 (元/吨) | 3912.16 | 3741.64 | 5013.80 | 2857.86 | 2572.08 | 2520.64 | 2470.22 |
| yoY (%) | | -4% | 34% | -43% | -10% | -2% | -2% |
| 收入 (百万) | 212.00 | 217.00 | 210.19 | 97.21 | 102.00 | 93.96 | 92.08 |
| yoY (%) | | 2% | -3% | -54% | 5% | -8% | -2% |
| 毛利率 (%) | 19% | 31% | 40% | 10% | -5% | 0% | 0% |
| 成本 (百万) | 171.17 | 150.08 | 126.72 | 87.03 | 106.65 | 93.96 | 92.08 |
| 收入占比 | 70% | 61% | 55% | 30% | 30% | 22% | 16% |
| 药品及其他 | | | | | | | |
| 收入 | 28.69 | 42.31 | 43.84 | 58.55 | 27.00 | 28.35 | 29.77 |
| 成本 | 16.86 | 26.35 | 24.88 | 26.69 | 16.74 | 14.18 | 14.88 |
| 收入占比 | 9% | 12% | 11% | 18% | 8% | 7% | 5% |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | | | | |
| 现金 | 715 | 842 | 911 | 1079 |
| 应收账款 | 387 | 500 | 529 | 596 |
| 其它应收款 | 65 | 75 | 98 | 132 |
| 预付账款 | 7 | 10 | 12 | 16 |
| 存货 | 4 | 5 | 5 | 6 |
| 其他 | 239 | 244 | 256 | 313 |
| 非流动资产 | | | | |
| 长期投资 | 397 | 440 | 457 | 477 |
| 固定资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 305 | 403 | 433 | 457 |
| 其他 | 19 | 19 | 19 | 18 |
| 资产总计 | 1112 | 1283 | 1368 | 1556 |
| 流动负债 | | | | |
| 短期借款 | 96 | 232 | 227 | 264 |
| 应付账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 38 | 34 | 37 | 46 |
| 非流动负债 | | | | |
| 长期借款 | 57 | 198 | 190 | 219 |
| 其他 | 13 | 11 | 11 | 11 |
| 负债合计 | 109 | 243 | 238 | 275 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 321 | 321 | 321 | 321 |
| 资本公积 | 466 | 466 | 466 | 466 |
| 留存收益 | 216 | 252 | 343 | 494 |
| 归属母公司股东权益 | 1003 | 1039 | 1130 | 1281 |
| 负债和股东权益 | 1112 | 1283 | 1368 | 1556 |

现金流量表

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | | | | |
| 净利润 | 140 | 182 | 102 | 140 |
| 折旧摊销 | 36 | 36 | 91 | 150 |
| 财务费用 | 23 | 35 | 45 | 52 |
| 投资损失 | -8 | -1 | -1 | -1 |
| 营运资金变动 | 57 | 139 | -51 | -75 |
| 其它 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | | | | |
| 资本支出 | 137 | -74 | -75 | -75 |
| 长期投资 | 54 | 74 | 75 | 75 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | | | | |
| 短期借款 | 191 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -53 | 5 | 2 | 2 |
| 普通股增加 | 50 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -143 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 225 | 113 | 29 | 67 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 331 | 336 | 433 | 591 |
| 营业成本 | 188 | 192 | 201 | 248 |
| 营业税金及附加 | 8 | 6 | 8 | 12 |
| 营业费用 | 61 | 64 | 82 | 112 |
| 管理费用 | 23 | 33 | 41 | 54 |
| 财务费用 | -8 | -1 | -1 | -1 |
| 资产减值损失 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 40 | 42 | 101 | 166 |
| 营业外收入 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 2 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 40 | 40 | 101 | 166 |
| 所得税 | 4 | 4 | 10 | 16 |
| 净利润 | 36 | 36 | 91 | 150 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 36 | 36 | 91 | 150 |
| EBITDA | 55 | 76 | 145 | 217 |
| EPS (元) | 0.11 | 0.11 | 0.28 | 0.47 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -21.8% | 1.6% | 29.1% | 36.3% |
| 营业利润 | -28.4% | 4.0% | 142.7 | 65.1% |
| 归属于母公司净利润 | -27.2% | 0.0% | 151.0 | 65.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 43.2% | 42.9% | 53.5% | 58.1% |
| 净利率 | 11.0% | 10.8% | 21.0% | 25.4% |
| ROE | 3.6% | 3.5% | 8.0% | 11.7% |
| ROIC | 4.7% | 7.0% | 15.2% | 22.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 9.8% | 19.0% | 17.4% | 17.7% |
| 净负债比率 | 8.42% | 3.77% | 3.85% | 3.33% |
| 流动比率 | 7.48 | 3.63 | 4.02 | 4.09 |
| 速动比率 | 4.73 | 2.51 | 2.81 | 2.81 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.29 | 0.28 | 0.33 | 0.40 |
| 应收账款周转率 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 应付账款周转率 | 4.82 | 5.32 | 5.71 | 6.01 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.11 | 0.11 | 0.28 | 0.47 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.44 | 0.57 | 0.32 | 0.43 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.12 | 3.24 | 3.52 | 3.99 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 115.04 | 115.03 | 45.83 | 27.75 |
| P/B | 4.15 | 4.01 | 3.69 | 3.25 |
| EV/EBITDA | 69 | 50 | 26 | 17 |

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上
推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%
中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上
中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

研究团队简介

张镭：中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东：中投证券研究所食品饮料行业分析师，中山大学财务与投资学硕士，华中科技大学工业设计工学学士，武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434