

白酒  
署名人: 张镭

S0960209060260  
0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

kehaidong@cjis.cn

0755-82026712

12个月目标价: 270.00元

当前股价: 178.95元

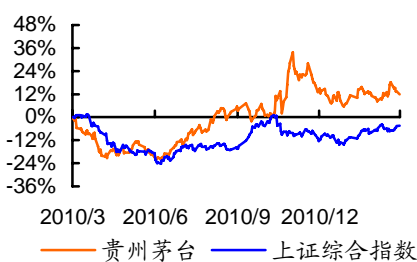
评级调整: 维持

### 基本资料

上证综合指数	2984.01
总股本(百万)	944
流通股本(百万)	944
流通市值(亿)	1689
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	19.65
资产负债率	27.5%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
贵州茅台	0.15	-3.79	7.05
上证综合指数	2.72	9.18	14.27



### 相关报告

《贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010年年报点评》2011-3-21  
《贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至3000亿元》2011-3-10

## 贵州茅台

600519

强烈推荐

**放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳战略措施**  
——季克良接受采访报道点评

2011年3月29日,据媒体报道,季克良接受采访时表示“在涨价(出厂价)的同时,实行严格的限价(终端价)措施,以保证消费者能够以959元的价格买到最为畅销的53度茅台酒,从长远看,对于国家、投资者、企业、消费者和经销商五方面都是有好处的。虽然,经销商的利益受到了一些调整,但是从长远来看,更多消费者愿意购买,销量上去了,利润自然更有保障。”该观点与我们深度报告中提到的“**放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳战略措施**”的观点不谋而合。在贵州省政府“更快更好”地发展的要求下,2011年作为“十二五”的开局之年将有望成为茅台量价齐升发展的新起点,公司业绩有望重归高速增长的路径,我们维持“强烈推荐”的评级。

### 投资要点:

- **自今年起的“十二五”将成为茅台量价齐升发展的新阶段。**在贵州省政府提出“更好更快”地发展产业经济的大背景下,随着2010年新管理层上任,公司有强烈的恢复到高成长路径的动机,制定了到“十二五”末,即2015年,茅台酒产量达到40000吨,集团销售收入达260亿元以上的目标,即意味着规划今后五年上市公司收入复合增速约为17.4%,产量复合增速约为12.5%,公司有望进入量价齐升发展的新阶段。
- **投资性需求推动茅台酒终端价飙涨,通过放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳战略措施。**2009年中期起在新增投资性需求(包括经销商、消费者囤酒行为)的推动下,茅台酒终端价增速一改过去10年与城镇居民月均可支配收入增速基本同步的规律,达60%+,目前终端价与出厂价价差比例已达123%,为史上最高,公司已通过限购限价来平抑消费者投资性需求,未来通过放量、提高出厂价(提高经销商囤货成本)来平抑经销商投资性需求是公司最佳战略措施。
- **“十一五”产能扩张为明后5年放量打下基础,“十二五”产能继续扩张将保障公司持续发展。**由于5年的生产周期,公司在“十一五”期间每年新增的2000吨产量将在2012年左右释放,2010年公司存货为55.74亿元,同比增长32.96%,延续了从2008年起的高增长,我们估算在2012年—2016年间,普通高度茅台酒销量增速有望提高到12%+,为量价齐升打下坚实的基础。公司制定的“十二五”产能规划到2015年达到40000吨,较当前产能几近翻番增长,将保障长期持续发展。
- **市场容量仍有很大空间,团购+专卖店发展为放量打下坚实基础。**我们认为可以从两个角度来看茅台酒的市场容量,一是静态的当前假茅台酒的市场空间较大;二是动态的随着消费升级,茅台的需求量也在不断提高,因为从产量上看,以茅台、五粮液、国窖1573、水井坊为主的高档白酒占全部白酒的总产量仅为0.34%(2010年数据),提升潜力很大。从终端市场的反映来看,当前茅台酒也处于紧缺状态。

### 主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11633	16551	20405	24511
同比(%)	20%	42%	23%	20%
归属母公司净利润(百万元)	5340	7730	9621	11636
同比(%)	17%	45%	24%	21%
毛利率(%)	90.9%	92.4%	92.8%	93.2%
ROE(%)	27.5%	28.4%	28.7%	28.1%
每股收益(元)	5.35	7.05	8.77	10.61
P/E	32.63	22.52	18.10	14.96
P/B	8.96	6.39	5.19	4.21
EV/EBITDA	19	13	10	9

资料来源:中投证券研究所

截至 2011 年 2 月份，公司在全国共有专卖店 929 家，特约经销商 296 家，分别比 2009 年末增长了 10%、35%，合计共 1225 家，领先于五粮液的 872 家。若按照公司每个县级行政区至少有一家专卖店的规划，我国目前有 2860 个县级行政区，则茅台专卖店及特约经销商数量仍有翻两番的空间，为茅台酒销售放量打下基础。

- **预收帐款蓄水池升至史上高位，再储蓄动力不足。**2010 年公司预收帐款增至 47.39 亿元，同比增速达 34.76%，为史上最高，预收帐款/营业收入（2010 年第 4 季度）达 2.06，远高于过去 6 年 0.69 的平均水平，公司再通过预收帐款“储蓄”业绩的动力在减少。在贵州省政府“更快更好”地发展的要求下，2010 年的低业绩基数为公司实现“十二五”良好开局作了铺垫。
- **维持强烈推荐的投资评级。**根据公司分配方案，我们已在 2011 年 3 月 20 日的年报点评中微调了公司的盈利预测，预测公司 11、12、13 年实现 EPS7.05、8.77、10.61 元，维持未来 12 个月 3000 亿的目标市值，分红送股后 270 元的目标价，维持“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**政务消费受限制、经济下行、业绩释放进程

附录新闻报道：<http://news.sohu.com/20110329/n280035526.shtml>

涨价、限价，让茅台和季克良站在风口浪尖。

同时，假酒问题也因为近来坊间传言的“十瓶茅台一半假”而让人惊心。因此，前来参加全国两会的全国人大代表、贵州茅台集团董事长季克良自然成为了媒体和其他参会代表、委员们的焦点。

与此同时，年轻的 80 后、90 后们似乎并不像上几代人那样喜欢白酒，而是越来越青睐于更加“时尚”的洋酒、葡萄酒。随着种类繁多、营销手段高超的外国酒类品牌不断地在中国市场上发力，在中国白酒行业已经“独孤求败”多年的茅台，也正在面临着新的挑战。

3 月 10 日，本刊记者专访季克良，听这位今年已经 72 岁高龄、在茅台工作了超过 47 个年头的“国酒掌门人”，解答关于茅台的种种疑问与好奇。

“假茅台”不超过 5%

对于季克良来说，无论是见到各级领导、其他代表委员还是媒体记者，“涨价”和“假酒”都是绕不开的两个话题，这也使得他成为了今年两会最受关注的代表委员之一。在百度“两会代表热搜榜”上，季克良以 279951 次的热度排名第五，也是排名最高的企业家。

“茅台此次提价的幅度是 20%，确实不小，但是涨价主要调整的还是经销商的利益。”季克良告诉《中国经济周刊》，“因为在涨价的同时，实行严格的限价措施，以保证消费者能够以 959 元的价格买到最为畅销的 53 度茅台酒。”

季克良表示，涨价的决定从长远看，对于国家、投资者、企业、消费者和经销商五方面都是有好处的。“涨价使企业利润增加，当然也会增加国家税收和投资者收益。由于有限价措施，不允许经销商加价，消费者购买的价格实际上是比涨价以前还要低的，并没有增加消费者的负担。”

过去经销商的毛利率太高，是茅台此次推出“限价令”的主要原因。“虽然，经销商的利益受到了一些调整，但是从长远来看，更多消费者愿意购买，销量上去了，利润自然更有保障。”季克良说。

目前，茅台一级销售渠道主要有茅台专卖店、经销商及特约经销商，但是对于一些二级销售商，限价令无法约束，所以季克良建议消费者尽量到一级销售渠道购买，既可以保真，又不用遭遇加价。

至于假酒，季克良表示：“假酒确实有，但绝对不像市场上讲的有这么多。”

“过去五年，国家查处的假茅台酒共计 350 吨左右，而我们同期的销售量是 4.5 万吨以上，也就是查获的假酒占总销量的不到 1%。考虑到没有查到的假酒以及其他各种因素，我认为在市场上流通的假酒绝不会超过 5%。”他说。

除了到正规渠道购买，季克良还建议消费者一定要主张自己的权利，一旦发现买了假茅台酒，一定举报。另外就是喝了真茅台酒以后，最好把茅台酒的包装酒瓶、商标等包材毁掉，不给制假者可乘之机。

茅台增产“急不得”

但是，无论是二级或三级销售商加价销售，还是假酒频现，其根本原因还是由于供给缺口。

季克良表示，茅台要扩大产能并非像一般人想象的那么简单，这是由茅台独特的地理位置、特殊的加工工艺、市场变化状况等一系列因素决定的。“茅台需要按照科学的速度发展。”他说。

据季克良介绍，茅台镇，地势偏远、交通不便，但也正是这一方水土才能出

产佳酿。茅台酒厂曾经尝试过异地建厂，连盖厂房的砖都是标好编号，然后原样重建，酒曲、酒罐、工人甚至窖泥都从茅台运去，但是茅台上空的微生物群是无法复制带去的，因此异地无法生产出地道的“茅台”。

更大的难度来自于茅台独特的加工工艺，有很多环节是“急不得”的。茅台酒的生产要与赤水河水情变化相符合进行“季节性生产”，需要严格按照一年一个生产周期，端午踩曲、重阳下沙投料。历经八次摊晾、加曲堆积发酵和入池发酵，再经过九次蒸煮、七次取酒的复杂漫长过程。

茅台酒的生产周期很长，至少需要五年，即同一批原料要生产一年，烤的新酒还要放三年才能进行勾兑，勾兑后还要保存一年，以保证不同年份出产的酒有相对统一的口味。

一般的白酒两斤粮食就能出产一斤酒，个把月最长一两年就可以完成整个生产过程。而一斤茅台酒则需要五斤粮食来生产，而且生产周期要长达五年，生产工艺复杂，储存时间长，所以增产量也会比较缓慢。

在国际上，中国的“国酒”茅台与苏格兰威士忌、法国科涅克白兰地一起被称为世界三大顶级蒸馏名酒。但是，苏格兰威士忌有尊尼获加（Johnnie Walker），法国白兰地有马爹利（Martell）、轩尼诗（Hennessy）等世界级品牌，相比之下国酒在品牌上的国际影响力方面就要逊色很多。从某种意义上讲，产量是茅台国际化最大的瓶颈，因为产量连国内需求都无法满足，国际化的步伐自然受到影响。

面对长期供不应求的市场现状，季克良表示茅台已经在尽最大能力调整产量规划。“我们原来的计划是‘十二五’期间实现产能3万吨，‘十三五’达到4万吨。现在，我们进行了调整，计划‘十二五’期间要达到4万吨，‘十三五’要达到5万吨，把整个计划整整提前了五年。”他说。而目前，茅台的年产能在2.5万吨左右。

茅台给谁喝？

对于中国人来说，茅台已经不仅仅是一种酒。因为过去茅台的产量小、计划供应，对于普通老百姓来说几乎遥不可及，很难买到或者难以承受其价格。在特定的历史时期，茅台常常都是作为国宴用酒、外交国礼用酒……

“那都是20年前的老调子了。”季克良说，“现在茅台早已走入寻常百姓家了。我就看到过这样的报道，一个农民工过年回家，为自己60岁的老父亲买了一瓶茅台酒，想让老人家尝一尝真正的茅台。还有在很多城市里面，婚宴、谢师宴、满月酒用茅台来招待宾朋，都已经不是什么新鲜事了。”

“我从来没有把茅台定义为奢侈品，因为我们1000元左右的价格，远远比不上动辄几千上万甚至十几万的红酒和洋酒，就现在中国百姓的消费水平而言，只要不是天天喝，是消费得起茅台酒的。”季克良说，“我一直的主张都是要让老百姓喝得起茅台酒，不要把茅台酒价格提得很高，这么好的酒就要让老百姓都能享受才对。”

随着时代的变化，还有消费者口味的多元化，特别是年轻的消费者追求时尚。“如何让年轻一代人继续喜欢中国的白酒，这个担心是存在的。”季克良说，“啤酒说自己是液体面包、红酒说自己是液体蛋糕、威士忌说自己是生命之水，能够喝出健康。我们的茅台同样是能喝出健康的，它是有机食品，适量饮用有益健康。”

“这并不是我信口之言，而是经过科学验证和实践证明的。而且我们的历史、品质、品牌绝不比洋酒逊色，甚至还要胜过它们，比如茅台酒蕴涵的微量成分多达1000多种，这是白兰地、威士忌、伏特加等外国名牌蒸馏白酒都无法相比的。”他说，“我们要做的就是向更多的人，特别是年轻人介绍我们自己的好酒，把中国绵延千年的白酒文化传承下去。”

虽然应国资委的要求，季克良几延任期，但是从去年开始，季克良考虑起“退休”的问题。那么，他还有哪些未竟的心愿希望茅台的年轻人帮他完成。“原来我们讲的是要‘做好、做强、做大国酒茅台’，我后来提了个建议，要再加上‘做久’国酒茅台，这两个字就是我对后来者最大的希望。”他说。

47年喝掉两吨茅台的“老爷子”

孙冰

茅台领导和员工大多称呼季克良为“老爷子”，而不是称呼董事长之类职务，这其中包含了大家对这位一头银发、满身书卷气的老“茅台人”的崇敬。今年已经是季克良在茅台的第48个年头，据传说，在这期间，由于工作需要，老爷子喝过的茅台酒加起来估计有两吨。

1939年4月，季克良出生在江苏南通。1960年，季克良考入了当时的无锡轻工工业学院，学习食品发酵专业。无锡轻工工业学院的前身是南京工学院食品工业系，这个院系是1952年全国高校院系调整时，由原中央大学、复旦大学、武汉大学

学、浙江大学、江南大学的相关科系共同组建的，1958年该系建制迁到无锡。  
就在1963年，茅台酒的质量出现了波动，这引起了周恩来总理和原国家轻工业部的极大关注，周总理指示要求选拔、培养相关专业的毕业生到茅台酒厂，以便跟踪研究茅台酒的生产工艺，总结其特点和规律，保证品质。

1964年，刚刚毕业的季克良被轻工业部选拔、分配到远在贵州的茅台酒厂工作。经过近一个星期的颠簸，季克良第一次踏进了茅台酒厂的大门，这一干就是47年，小季成为老季，又成为了今天的季老爷子。

季克良来到茅台酒厂的时候，正值酒厂的低谷时期，当年产量只有220吨，亏损则高达84万元，人员只有300多人。1981年，季克良被任命为副厂长，1983年，他成为茅台酒厂的厂长。

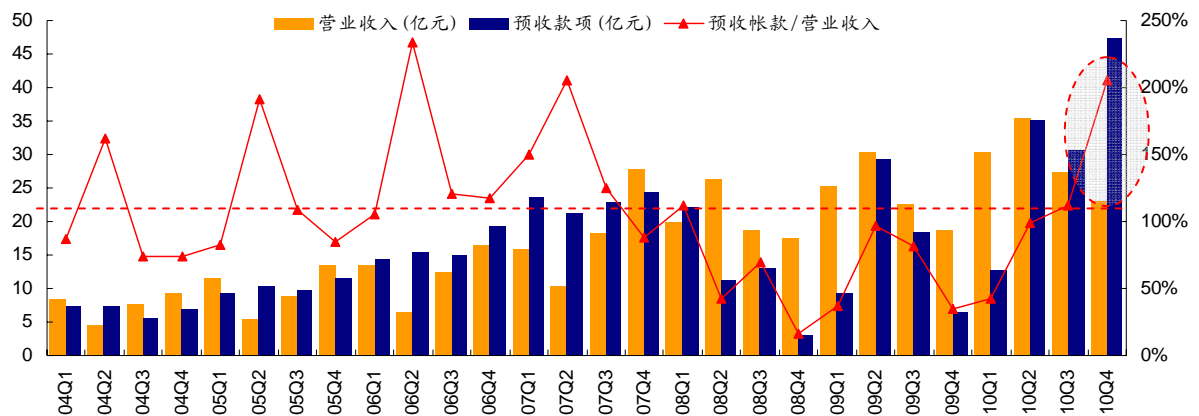
1985年，认为自己并不适合做行政工作的季克良主动辞去厂长职务，成为茅台酒厂历史上第一位总工程师。

1998年，金融危机剧烈冲击加上山西朔州毒酒案爆发，使得整个中国酒业遭遇了前所未有的冲击和挑战，连一向是“皇帝女儿不愁嫁”的茅台也出现了滞销。当年5月，季克良临危受命，被任命为公司党委书记，集党委书记、董事长、总工程师于一身。

2001年8月27日，贵州茅台（600519.SH）挂牌上交所，并在之后成为中国A股市场为数不多的“百元股”之一。这一年，茅台酒厂实现了产量6000吨。

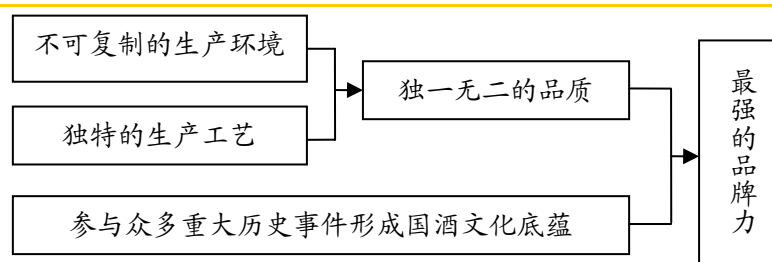
2003年，茅台产量首次突破了一万吨，这也是当年毛主席和周总理对茅台的期望。在产量突破万吨举行的庆祝活动中，季克良感慨万千，“这是我一生中最幸福的时刻。”他说。

图1 公司预收帐款/营业收入的情况



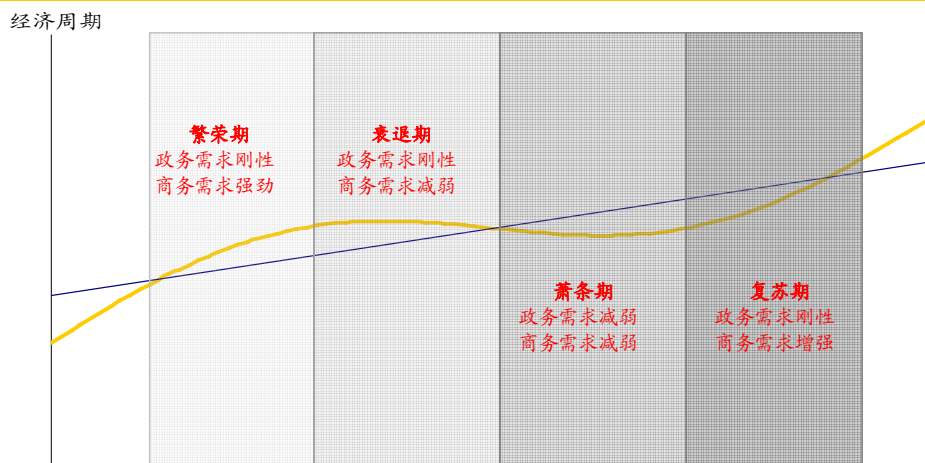
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图2 贵州茅台品牌力来源



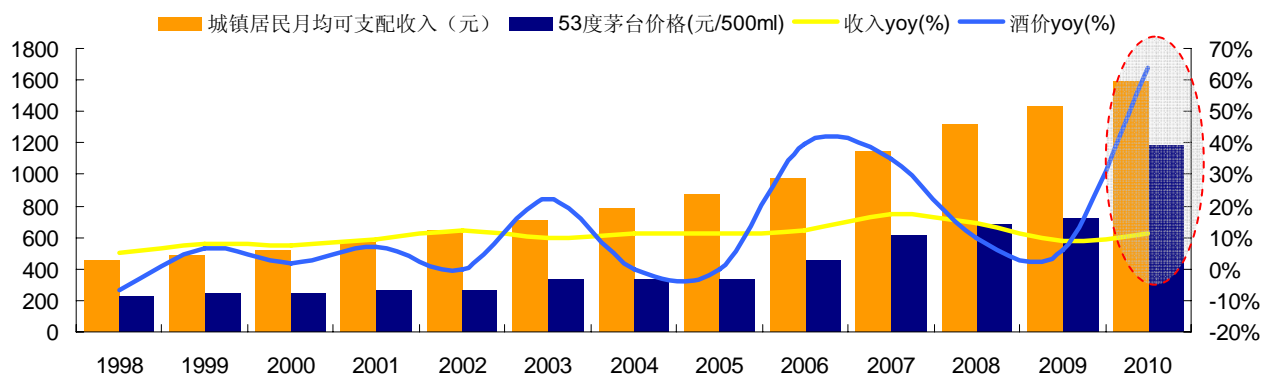
资料来源：中投证券研究所

图 3 理论上宏观经济波动与高档酒需求变化情况



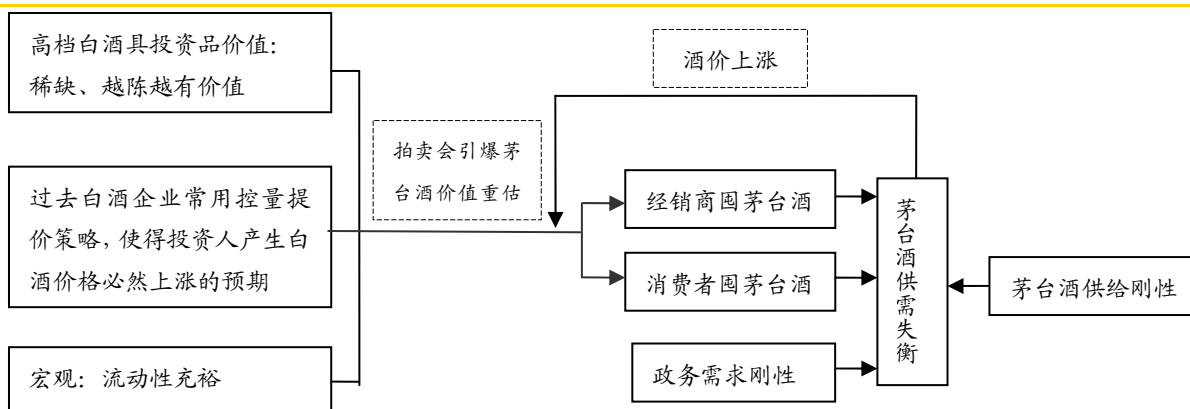
资料来源：中投证券研究所

图 4 普通 53 度茅台酒价格与城镇居民月均可支配收入的变化趋势



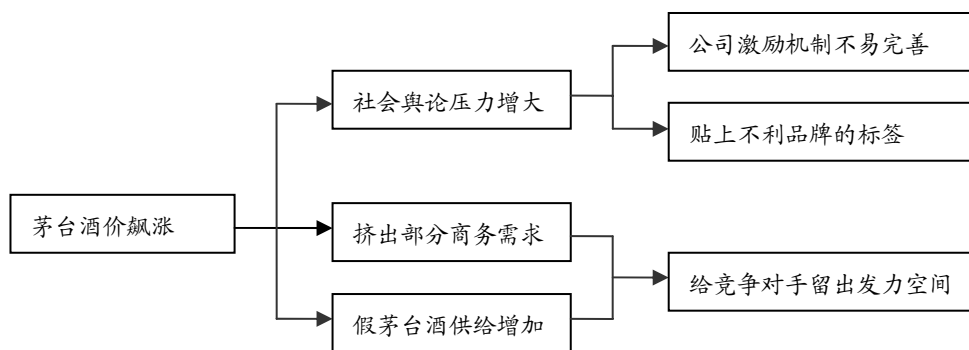
资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 5 普通 53 度茅台酒终端价飙升分析逻辑



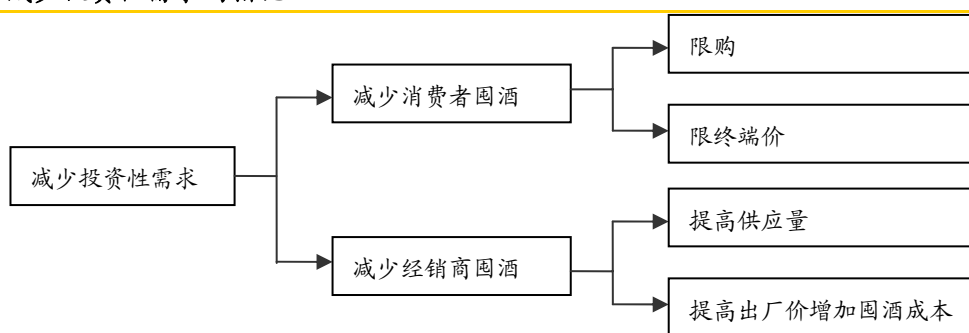
资料来源：中投证券研究所

图 6 普通 53 度茅台酒终端价飙升存在的风险



资料来源：中投证券研究所

图 7 减少投资性需求的措施



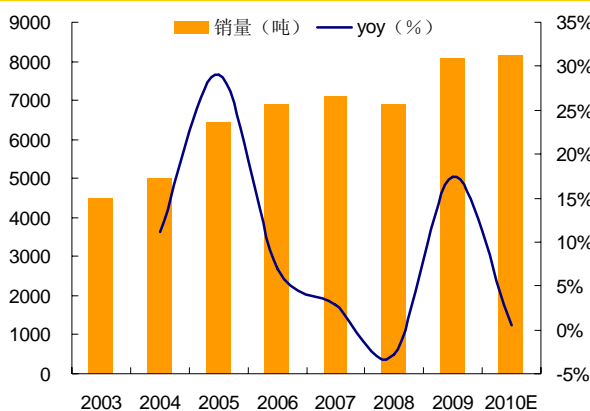
资料来源：中投证券研究所

表 1 贵州茅台产品结构及品牌发展战略

产品定位	产品	贡献收入比重	终端价 (元/500ml)	发展战略
超高档酒	茅台年份酒	30%	8000+	打造成顶级奢侈品
高档酒	普通 53 度茅台酒 (普通高度茅台)	60%	1380	量价齐升
中低档酒	茅台系列酒: 水立方、灿烂人生	10%-	500 ~ 600	放量抢占市场
	茅台系列酒: 王子酒、迎宾酒		180-	

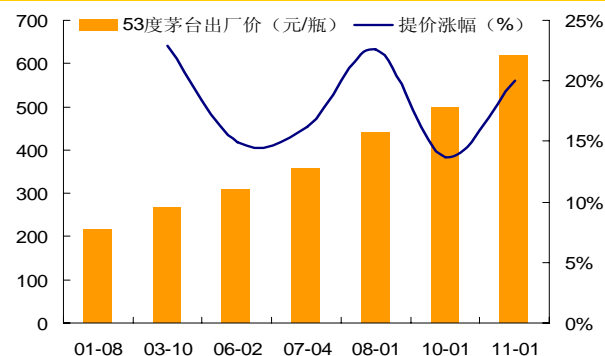
资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 8 普通 53 度茅台销量情况



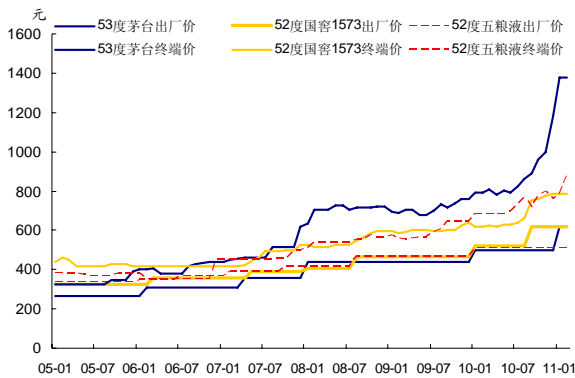
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 9 普通 53 度茅台出厂价提价情况



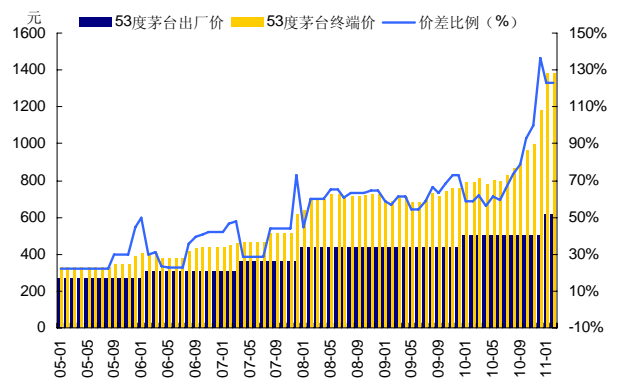
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 10 高档酒终端价与出厂价价差情况



资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 11 普通 53 度茅台酒终端价与出厂价价差



资料来源：中投证券研究所搜集整理

表 2 高档酒出厂价与终端价价差（元/瓶）

	出厂价	终端价	价差幅度
普通 53 度茅台	619	1380	123%
52 度国窖 1573	619	938	52%
52 度五粮液	509	889	75%
52 度水井坊	438	658	50%

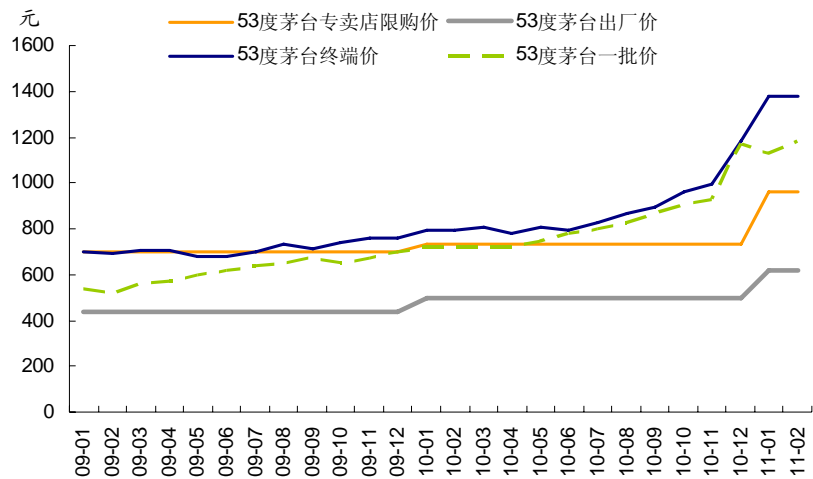
资料来源：中投证券研究所搜集整理

表 3 平抑茅台酒价飙升的措施

政策执行层面	措施	中投证券点评
公司层面	<p>在 2011 年初，53 度茅台酒终端限价为 959 元，派出 10 个工作组检查全国销售情况，公布了违反限价令的惩罚措施：在茅台省区市场，如发现价格违规现象，将处罚所在片区大区经理和经销商每次 2000 元，副经理、营销员等也依次给予处罚；对擅自更改价格体系，放任价格违规的，相关责任人调离销售公司，撤销职务。</p> <p>对违反经营管理规定，如对月度销售计划、销售发票、销售收据、销售记录存根不齐全不详实的经销商，立即停止合同计划，扣减保证金 50%；对拒不配合市场检查的经销商，立即停止合同计划，扣减保证金 50%，并扣减茅台酒年度合作计划 20%。此外，如经销商两次价格违规，或两次跨区域销售，则坚决取缔合同。</p> <p>每瓶酒都有唯一身份识别条码，通过这一条码就可以追踪供货渠道。</p>	<p>有利于打击经销商层面的涨价行为，措施严厉，但持续执行难度较大</p>
经销商层面	<p>在全国多个城市，部分茅台酒专卖店纷纷实行限购：有的规定只有年满 18 周岁的消费者，凭身份才能每次购买一瓶，每周购买两瓶；有的则规定每个顾客最多一次只能购买两瓶，还要凭身份证购买。</p>	<p>有利于打击消费者层面的投资性需求</p>

资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 12 普通 53 度茅台酒的专卖店限购价



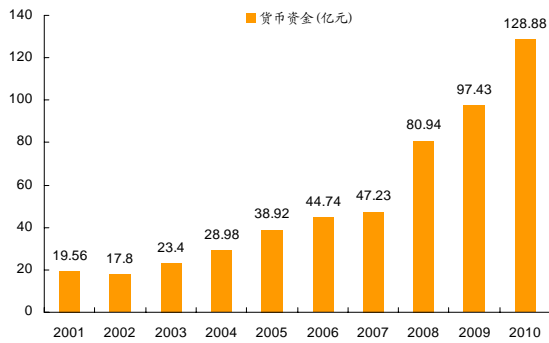
资料来源: 中投证券研究所搜集整理

表 4 白酒吨酒产能扩张所需投资及建设时间

	普香型	浓香型	清香型
吨酒产能扩张所需投资(万元)	26	8	2
建设时间(年)	1	2	1

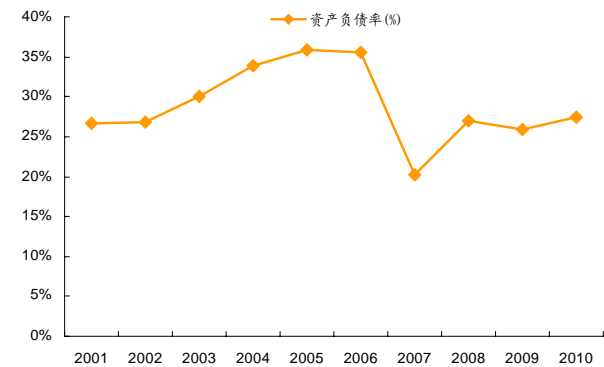
资料来源: 公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 13 贵州茅台账面有高额现金



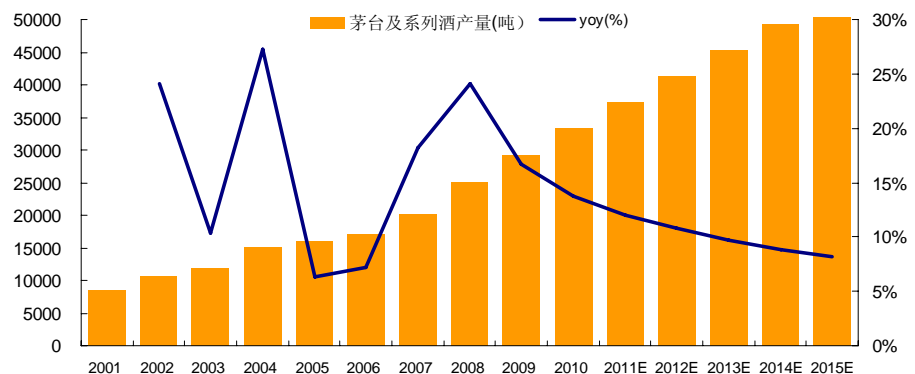
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 14 贵州茅台资产负债率很低



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

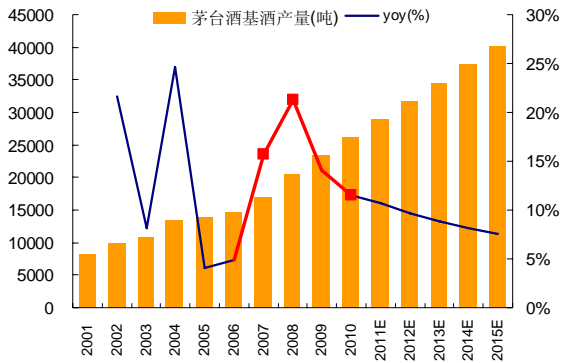
图 15 茅台及系列酒产量情况





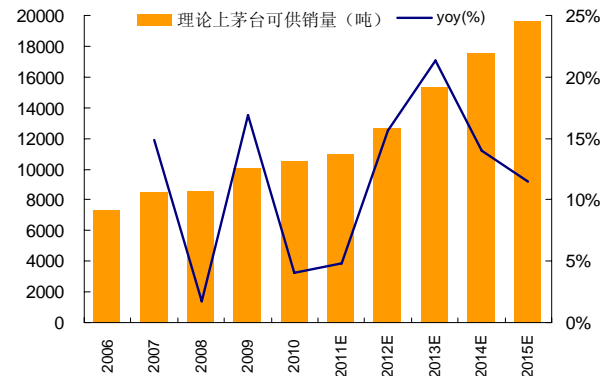
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 16 茅台酒基酒产量预测情况



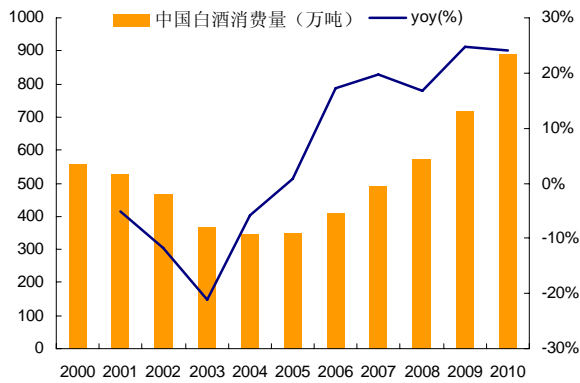
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 17 茅台酒理论销量预测情况



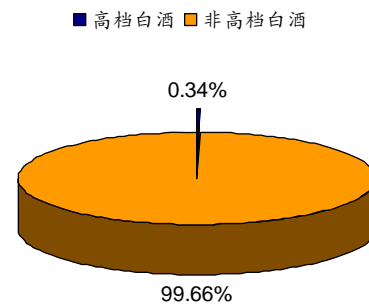
资料来源：中投证券研究所

图 18 近 10 年白酒消费量情况



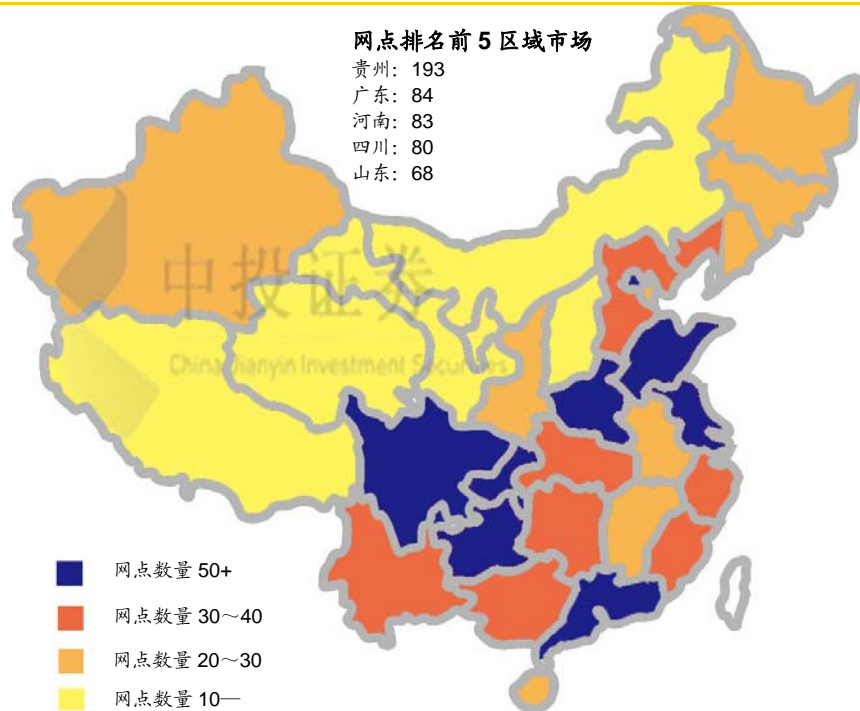
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 19 高档白酒消费结构



资料来源：中投证券研究所搜集整理，注：高档白酒定义为：茅台、五粮液、国窖 1573、水井坊

图 20 贵州茅台专卖店及特约经销商网点覆盖范围



资料来源: 公司主页、中投证券研究所

表 5 盈利预测关键假设表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
普通 53 度茅台						
销量 (吨)	6900.00	8040.00	8137.00	9330.00	10630.00	11930.00
yoy (%)	-2.82%	16.52%	1.21%	14.66%	13.93%	12.23%
吨酒收入 (万/吨)	78.45	78.45	91.27	113.22	126.10	137.51
yoy (%)	25.12%	0.00%	16.34%	24.05%	11.37%	9.05%
收入 (百万)	5413.10	6307.43	7426.65	10563.31	13403.94	16404.79
yoy (%)	21.59%	16.52%	17.74%	42.24%	26.89%	22.39%
毛利率 (%)	91.55%	91.77%	91.83%	92.88%	93.45%	93.85%
低度茅台						
销量 (吨)	1650.00	1630.00	1345.00	1545.00	1745.00	1945.00
yoy (%)	-13.16%	-1.21%	-17.48%	14.87%	12.94%	11.46%
吨酒收入 (万/吨)	65.11	62.17	75.11	92.89	98.76	105.42
yoy (%)	17.84%	-4.51%	20.82%	23.67%	6.32%	6.75%
收入 (百万)	1074.25	1013.36	1010.24	1435.13	1723.28	2050.46
yoy (%)	2.33%	-5.67%	-0.31%	42.06%	20.08%	18.99%
毛利率 (%)	90.41%	89.87%	91.04%	92.43%	92.58%	92.76%
年份酒						
销量 (吨)	420.00	524.00	536.00	620.00	670.00	720.00
yoy (%)	-12.50%	24.76%	2.29%	15.67%	8.06%	7.46%
吨酒收入 (万/吨)	304.76	304.76	450.00	600.00	650.00	700.00
yoy (%)	21.90%	0.00%	47.66%	33.33%	8.33%	7.69%

收入 (百万)	1280.00	1596.94	2412.00	3720.00	4355.00	5040.00
yoy (%)	6.67%	24.76%	51.04%	54.23%	17.07%	15.73%
毛利率 (%)	95.23%	95.87%	96.87%	97.57%	97.68%	97.77%
茅台酒合计						
销量合计 (吨)	8550.00	9670.00	9482.00	10875.00	12375.00	13875.00
yoy (%)	-5.00%	13.10%	-1.94%	14.69%	13.79%	12.12%

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20300	27330	34186	42461
现金	12888	20440	26529	34111
应收账款	1	132	163	196
其他应收款	59	194	239	287
预付账款	1530	1530	1914	2215
存货	5574	4785	5035	5285
其他流动资产	248	248	306	368
非流动资产	5287	6397	7734	8957
长期投资	4	4	4	4
固定资产	4192	5742	7140	8403
无形资产	452	472	492	512
其他非流动资产	639	179	98	38
资产总计	25588	33727	41921	51419
流动负债	7028	7353	9073	10578
短期借款	0	0	0	0
应付账款	232	63	73	84
其他流动负债	6796	7290	9000	10495
非流动负债	10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	0	0	0
负债合计	7038	7353	9073	10578
少数股东权益	151	563	1076	1697
股本	944	1038	1038	1038
资本公积	1375	1375	1375	1375
留存收益	16080	23398	29359	36731
归属母公司股东权益	18399	25811	31772	39144
负债和股东权益	25588	33727	41921	51419

现金流量表				
单位:百				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6201	9337	10880	12801
净利润	5340	7730	9621	11636
折旧摊销	286	383	500	615
财务费用	-177	-167	-235	-303
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	632	1072	982	841
其他经营现金流	121	318	12	12
投资活动现金流	6201	-1777	-1880	-1880
资本支出	1732	1800	1800	1800
长期投资	-33	-60	0	0
其他投资现金流	7900	-37	-80	-80
筹资活动现金流	-1293	-8	-2911	-3339
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	94	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1293	-102	-2911	-3339
现金净增加额	3145	7552	6089	7582

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11633	16551	20405	24511
营业成本	1053	1259	1460	1670
营业税金及附加	1577	2244	2767	3324
营业费用	677	993	1224	1471
管理费用	1346	1915	2361	2836
财务费用	-177	-167	-235	-303
资产减值损失	-3	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	7161	10306	12828	15514
营业外收入	5	3	3	3
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	7162	10306	12828	15514
所得税	1823	2577	3207	3879
净利润	5340	7730	9621	11636
少数股东损益	289	412	513	621
归属母公司净利润	5051	7318	9108	11015
EBITDA	7270	10523	13093	15826
EPS (元)	5.35	7.05	8.77	10.61

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	20.3%	42.3%	23.3%	20.1%
营业利润	17.9%	43.9%	24.5%	20.9%
归属于母公司净利润	17.1%	44.9%	24.5%	20.9%
获利能力				
毛利率(%)	90.9%	92.4%	92.8%	93.2%
净利率(%)	43.4%	44.2%	44.6%	44.9%
ROE(%)	27.5%	28.4%	28.7%	28.1%
ROIC(%)	124.5	170.5%	200.2	228.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	27.5%	21.8%	21.6%	20.6%
净负债比率(%)				
流动比率	2.89	3.72	3.77	4.01
速动比率	2.10	3.07	3.21	3.51
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.56	0.54	0.53
应收账款周转率	634	194	110	109
应付账款周转率	5.67	8.54	21.47	21.34
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	4.87	7.05	8.77	10.61
每股经营现金流(最新摊薄)	5.97	8.99	10.48	12.33
每股净资产(最新摊薄)	17.72	24.86	30.60	37.70
估值比率				
P/E	32.63	22.52	18.10	14.96
P/B	8.96	6.39	5.19	4.21
EV/EBITDA	19	13	10	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

## 免责声明

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, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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