

五粮液 (000858.SZ)

白酒行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市场价格 (人民币): 36.17 元
目标价格 (人民币): 42.00-42.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,795.76
总市值(百万元)	137,300.12
年内股价最高最低(元)	37.21/22.46
沪深 300 指数	3459.15
深证成指	10779.77



相关报告

1. 《基本面见底扬帆, 股权激励保驾护航-五粮液公司研究》, 2016.3.29

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006
yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

定增过会进入倒计时, 关注深港通行行情

公司基本情况(人民币, 考虑定增摊薄)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.537	1.627	1.862	2.086	2.333
每股净资产(元)	10.43	11.48	12.38	13.61	15.09
每股经营性现金流(元)	0.21	1.76	3.10	2.45	2.71
市盈率(倍)	13.99	16.77	19.43	17.34	15.51
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	-26.81%	5.85%	14.43%	14.49%	11.81%
净资产收益率(%)	14.74%	14.18%	15.04%	15.66%	15.79%
总股本(百万股)	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,878.22	3,878.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **保价: 循序渐进提出厂价。**2016 年春糖普五提价至 679 元, 但上半年由于年初提价之前进货比例较高, 一批价稳定在 640-650 元区间, 9 月份开始收 679 元打款增加+中秋临近, 一批价小幅上升至 650-660 区间, 但经销商依然盈亏平衡, 打款意愿不强烈。2016 年 9 月五粮液再次提价至 739 元, 旨在巩固品牌定位、进一步理顺经销商利润空间, 以缩小和飞天拉开的价差。由于市场库存原因, 我们认为 739 元的效应短时间内难以释放。考虑到年底的补贴, 2016 年经销商的平均拿货成本约为 650 元左右, 目前一批价基本维持在 680-700 区间, 经销商盈利小幅上升。
- **控量: 渠道库存趋于良性。**由于市场对于五粮液提价反应良好+茅台终端价格上升至 1,000 元, 客观上凸显五粮液的性价比, 这两方面的原因使得中秋、国庆旺季过后, 五粮液的经销商的库存里回归较低水平。2016 年 10 月, 五粮液宣布停止普五的供货, 2017 年大商合同量也将有所减少。在库存减少、厂家停货以及春节旺季即将到来的背景下, 五粮液一批价存在继续上涨的空间, 期望最终形成顺价。
- **期待定增最终过会, 增强管理层和经销商动力:**2015 年 10 月底, 五粮液改革方案落地, 非公开发行人股票认购主体包括了以高管和骨干员工为主的员工持股计划、以优秀经销商为主的资产管理计划以及外部战略投资者, 这一举措将有效捆绑高管、经销商利益。2016 年 7 月公司定增得到证监会受理反馈, 近期公司重新修订定增预案, 我们预计将有望于年前过会。
- **深港通有望引入更多多元化投资者:**深港通将在年内开启测试, 将有望给五粮液引入更多多元化的投资者, 白酒的特殊中国属性以及稳定的增速将吸引资金的流入。

投资建议

- 我们预计 2016-2018 年收入分别为 250 亿/284 亿/318 亿, 分别对应增速 15.4%/13.8%/12.0%。2016-2018 年净利润分别为 70.67 亿/80.91 亿/90.47 亿, 不考虑定增因素对应 EPS 分别为 1.862 元/2.131 元/2.383 元。若考虑来年定增完成, 则 2016-2018 年 EPS 分别为 1.862 元/2.086 元/2.333 元。我们给予对应 2017 年定增后 EPS 平均 20x 的估值, 目标价 42 元, 维持“买入”评价。

风险

- 政策风险/定增批复进度不达预期

内容目录

1. 保价控量：循序渐进提出厂价，渠道库存恢复良性.....	3
1.1 逐步提价，理顺渠道价格.....	3
1.2 2016 年主线提价控量，一批价稳步增长.....	3
1.3 经销商库存进一步消化.....	4
2. 产品组成：优化产品结构，布局全价位产品体系.....	4
2.1 主攻五大品牌，价格卡位清晰.....	4
2.2 高端酒依然为主要利润来源，提价有望提升毛利率.....	5
3. 渠道建设：调整经销商结构，加强渠道管控.....	5
3.1 2013 年开启大商策略.....	5
3.2 2015 年重设五品部，协调区域营销中心.....	6
4. 体制改革：混改捆绑员工、经销商利益，增强活力.....	6
5. 盈利预测.....	7

图表目录

图表 1：五粮液普五渠道价格逐步理顺.....	3
图表 2：五粮液出厂价、一批价及零售价.....	4
图表 3：茅台、五粮液终端价差.....	4
图表 4：五粮液重要产品价格带.....	4
图表 5：五粮液收入构成（亿元）.....	5
图表 6：五粮液毛利构成.....	5
图表 7：改制前扁平的渠道机构.....	6
图表 8：改制后的大商策略.....	6
图表 9：五粮液 4 大营销子公司.....	6
图表 10：五粮液非公开发行预案（二次修订稿）.....	7
图表 11：募投项目.....	7
图表 12：五粮液、茅台 PE 对比.....	8

1. 保价控量：循序渐进提出厂价，渠道库存恢复良性

2013 年三公消费、经济下行影响导致白酒行业经历了需求萎缩、库存高企以及价格下移后的几度市场调整，2014 年行业见底，2015 年整个行业进入恢复期，高端白酒的马太效应显现，率先走出阴霾。

1.1 逐步提价，理顺渠道价格

不同于茅台的控量保价策略，五粮液主要通过提高出厂价倒逼终端价格上涨。2013 年在提高出厂价后，普五出现了倒挂，2014 年 5 月降低出厂价，并把对于经销商的补贴改为市场营销支持。2015 年五粮液实行“控量稳价、量价平衡”的策略，力争 2016 春节前全面实现顺价销售，2015 年 8 月再次调出厂价至 659 元，2015 年年底一批价维持在 630 元左右，叠加 30 元的优秀经销商返利，渠道基本盈亏平衡。

图表 1：五粮液普五渠道价格逐步理顺

	出厂价	补贴	经销商成本	一批价	终端价
2013 年 2 月前	659 元	Q1 完成全年任务 10%-15%的返利	570-580 元	680 元	1109 元
2013 年 2 月后	729 元	返利 70 元，Q1 完成全年任务 10%-15%返利	570-580 元	640 元	1109 元
2014 年 3 月	729 元	返利 70 元，一批出货价不得低于 609	570-580 元	590 元	729 元
2014 年 5 月	609 元	降出厂价，取消补贴返利。若完成销售任务，按签约量 2:1 配货，配货价格 509 元	570-580 元	580 元	659 元
2015 年 1 月-3 月	609 元	29 元返利	580 元	570 元	609 元
2015 年 4 月-6 月	609 元	20 元返利	589 元	570 元	609 元
2015 年 6 月-8 月	609 元	10 元返利	600 元	580 元	618 元
2015 年 8 月-2016 年 3 月	659 元	30 元返利	629 元	610-630 元	699 元
2016 年 3 月	679 元	提出厂价，取消补贴	考虑到年底补贴和经销商提前打款锁定价格，平均成本约为 650 元	640 元	729 元
2016 年 9 月	739 元	提出厂价，取消补贴		670-680 元	829 元

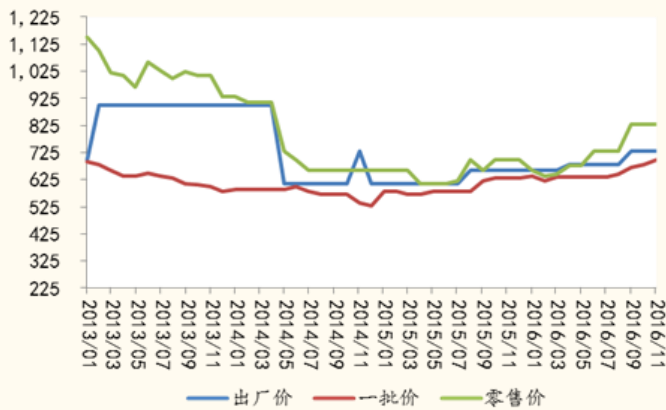
来源：国金证券研究所，京东，万得

1.2 2016 年主线提价控量，一批价稳步增长

2016 年春糖经销商大会上，五粮液上调普五的出厂价至 679 元，取消补贴而改为市场支持，旨在终端产品价格回升。今年自 6 月份以来，茅台一批价进入快速上升通道，经销商扭转了过去三年的困难局面，单瓶盈利超 100 元，茅台渠道信心快速恢复。而以大商为主的五粮液，虽然今年年初提了出厂价，但上半年由于年初提价之前以 659 元补贴 30 元的进货比例较高，一批价稳定在 640-650 元区间，9 月份开始部分大商开始按 679 元打款，加之中秋临近，一批价小幅上升至 650-660 区间，但经销商依然盈亏平衡，打款意愿不强烈。

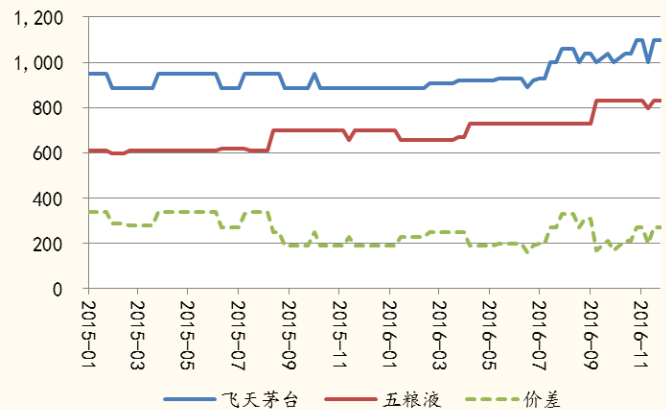
2016 年 9 月五粮液再次提价 60 元至 739 元，并于中秋节开始执行，这是 2016 年内第二次提价，提价幅度超市场预期（市场最高预期为之前的最高价 729 元）。对于五粮液来说，再次提价旨在巩固品牌定位、进一步理顺经销商利润空间，以快速缩小和飞天逐渐拉开的价差。由于市场库存的存在，739 元的一批价短时间难以快速释放。考虑到年底的补贴，2016 年经销商的平均拿货成本约为 650 元左右，目前一批价基本维持在 690 元附近，经销商盈利有所恢复。

图表 2：五粮液出厂价、一批价及零售价



来源：国金证券研究所

图表 3：茅台、五粮液终端价差



来源：国金证券研究所

1.3 经销商库存进一步消化

今年 10 月份，五粮液宣布停止普五的供货，2017 年大商合同量也将有所减少。市场对于五粮液的提价表现良好，主要是高端酒的消费者对于 700 元以上的产品，价格敏感度不高。而茅台价格的迅猛走势，拉开与五粮液价差近 300 元，客观上也凸显了五粮液的性价比。这两方面的原因使得中秋、国庆旺季过后，五粮液的经销商的库存里回归较低水平。在库存减少、厂家停货以及春节旺季即将到来的背景下，五粮液一批价存在继续上涨的空间，期望最终形成顺价。

2. 产品组成：优化产品结构，布局全价位产品体系

2.1 主攻五大品牌，价格卡位清晰

2013 年 7 月，五粮液开发推出中价位产品“五粮特曲、五粮头曲”，向下挤压式增长，特曲、头曲定价 100-400 元，定位民间消费，受三公消费的限制的影响比较小。2014 年正式提出聚焦打造以五粮液、特曲、头曲、五粮春、五粮醇、绵柔尖庄为主的“1+5+N”品牌体系，深耕市场。

2015 年经销商大会，公司强调布局全价产品体系，同时重视重点品牌打造，即在五粮液、五粮春、五粮醇、五粮特曲头曲和尖庄的基础上，从 100-700 每个价格段卡位全国性知名产品。

2016 年春糖期间，公司对未来重点品牌打造提出目标：至 2017 年培育年销售额 1-10 亿的品牌超 10 个，10 亿以上品牌超 5 个，20 亿品牌 1 个，扩展五粮液新的增长点。

图表 4：五粮液重要产品价格带

产品	类型	价格 (元/500ml)
高端产品		
普五	52 度	829
1618	52 度	849
腰部产品		
五粮春	50 度	238
	45 度	198
	35 度	175
五粮醇	50 度金淡雅	138
	50 度蓝淡雅	98
	50 度红淡雅	68
五粮头曲	52 度	119

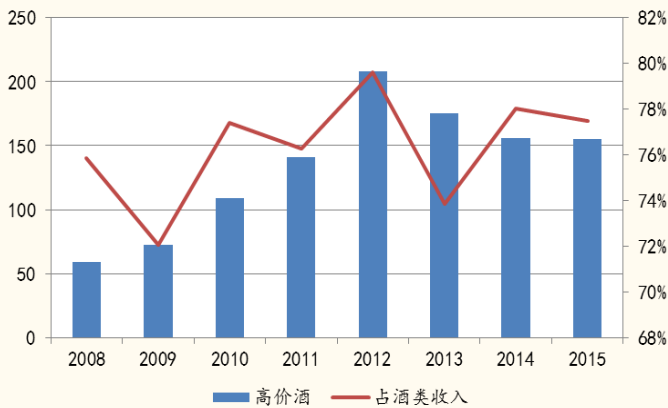
产品	类型	价格 (元/500ml)
五粮特曲	52 度	
低端产品		
绵柔尖庄		29-100

来源：国金证券研究所，京东自营

2.2 高端酒依然为主要利润来源，提价有望提升毛利率

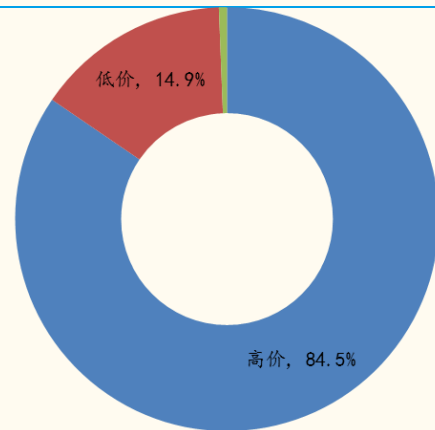
浓香型白酒的工艺决定了只有 10%左右的基酒可以用来做高端产品，其余做中低端。公司的收入近 70%来源于五粮液（普五，1618），约 30%来源于系列酒（五粮春、五粮醇、尖庄等），其中五粮液贡献了超过 80%的毛利率。2015 年高价位酒（500ml 含税价格>150 元）收入占比下降 2.77ppt 至 71.6%，中低价位酒占比上升 1.4ppt 至 22.34%。公司“1+5+N”的策略初见成效，五粮醇、系列酒以及尖庄对公司业绩收入贡献加大。中低价位酒的比重上升，使得 2015 年的总毛利略微下跌 2.3ppt，期望普五出厂价的提升会对毛利起到一定的提升作用。

图表 5：五粮液收入构成（亿元）



来源：国金证券研究所

图表 6：五粮液毛利构成



来源：国金证券研究所

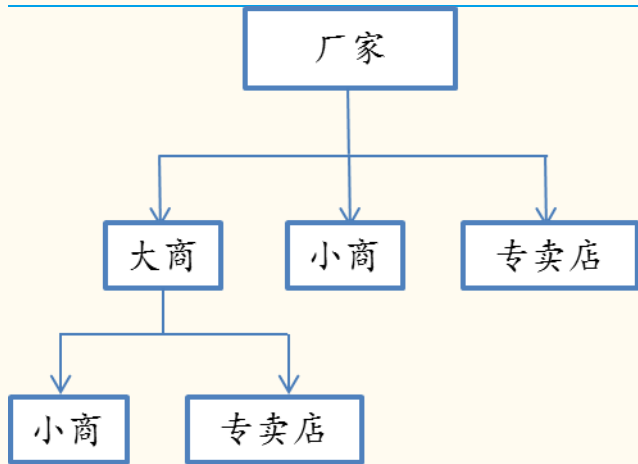
3. 渠道建设：调整经销商结构，加强渠道管控

3.1 2013 年开启大商策略

行业受冲击后，为了维护市场稳定，五粮液从 13H2 开始调整经销商结构，采取大商制，重点扶持核心经销商，加大对核心经销商的市场支持，使得一批没有营销能力和串货乱价的小经销商退出市场。五粮液的渠道从扁平化向垂直化转变，厂家发货给大经销商，小商再从大商拿货。同时设立七大营销中心（华北、华东、华南、华中、西北、东北），联合经销商一起运作和维护市场，深耕渠道。

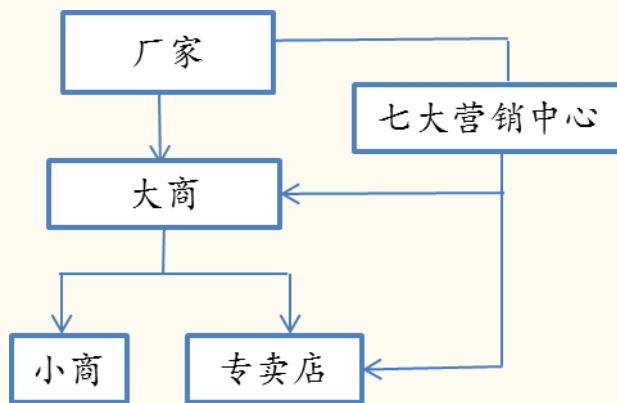
2014 年 8 月起，五粮液启动直分销模式，和运营商直接沟通，运营商对当地经销商管控和统一资源调配。直分销能够有效防范窜货、乱价等市场干扰因素，从而提升公司的渠道管理效果与成本。

图表 7：改制前扁平的渠道机构



来源：国金证券研究所

图表 8：改制后的大商策略



来源：国金证券研究所

3.2 2015 年重设五品部，协调区域营销中心

2015 年初，原五粮液市场部重新设立五粮液品牌管理事业部，下设品牌管理、销售管理、督导检查、特渠管理、综合服务五个工作处，并接管七大区域营销中心。新的五品部全面负责五粮液品牌运作、管理和服务工作，兼具品牌管理和销售管理双重职责和职权。一方面，五品部可对销售流动数据进行实时跟踪，及时调整产品量价；另一方面，五品部的成立驱动了公司对经销商责任区的划分，明显提高公司的渠道管控能力。

15 年公司还完成设立了五粮液专卖店、头特曲、系列酒、五粮醇 4 大品牌营销子公司。目前五粮醇、特头曲、系列酒已进入三个子公司独立运行的衔接阶段。品牌营销子公司的设立围绕打造重点区域和重点品牌，让机制更加灵活，同时更加专业化。

图表 9：五粮液 4 大营销子公司

子公司名称	设立时间	主要营销产品
五粮液专卖店品牌营销公司		五粮液
五粮头特曲品牌营销公司	2015.05	特曲、头曲
五粮液系列酒品牌营销公司	2015.10	五粮春、绵柔尖庄等
五粮醇品牌营销公司	2015.11	五粮醇

来源：国金证券研究所

4. 体制改革：混改捆绑员工、经销商利益，增强活力

2015 年 10 月混改方案落地：2015 年 10 月 31 日，五粮液公布了非公开发行股票预案（第一稿），拟向国泰君安资管计划、君享五粮液 1 号、泰康资管、华安基金、凯联基金拟筹建和管理的私募投资基金非公开发行不超过 10,000 万股人民币普通股，募集资金总额不超过 23.34 亿元，预计占发行后总股本约 2.57%。定增方案将管理层、员工、经销商以及战略投资者四方利益与上市公司绑定。

管理层和经销商持股，捆绑利益提升动力：根据预案，管理层的员工持股计划拟认购不超过 2,200 万股，实施员工持股计划，实现员工利益和公司利益共同成长。经销商的资产管理计划拟认购不超过 1,800 万股，使得优秀经销商具备了股东身份，提升了其忠诚度和团结度。

2016 年 12 月公司对定增预案做出二次修改：预计受近期证监会对再融资规模政策收紧的影响，五粮液非公开发行股票数量由原来的不超过 1 亿股缩减为不超过 8225.24 万股；扣除分红后发行价格由 23.34 元调整为 22.54 元，故总募集资金金额由原来的不超过 23.34 亿元调整为不超过 18.54 亿元。但在修订稿

中，员工持股计划及经销商出资金额不变，三家战略投资者出资额有所缩减。我们认为缩减募集资金规模主要是受近期政策影响，预计近期上会的再融资项目规模调整将不是个例。

预计年前大概率将获批：目前这一时点距公司 7 月下旬收到《证监会行政许可申请受理通知书》已有近 4 个半月时间，据过往经验来看，年前、即一个月之内公司定增获得证监会批复的可能性较大，最晚预计也应在 2017 年 1 月中旬前获批。

图表 10：五粮液非公开发行预案（二次修订稿）

发行对象	实际认购人	认购数量 (万股)	认购金额 (万元)	占非公开发行 股票比例	占发行后公司 总股本比例
国泰君安员工持股 1 号	公司员工	2,278	51,348	27.70%	0.59%
君享五粮液 1 号	经销商	1,863	42,012	22.66%	0.48%
战略投资者	泰康资管	2,313	52,154	28.13%	0.60%
战略投资者	华安基金	887	20,009	10.79%	0.23%
战略投资者	凯联基金	881	19,873	10.72%	0.23%
合计		8,225	185,397	100.0%	2.12%

来源：公司公告，国金证券研究所

定增增强公司核心竞争力：定增募集的资金将全部用于信息化建设、营销中心建设和服务型电子商务平台，这些项目将有利于提高公司的综合竞争水平、提升公司价值。

图表 11：募投项目

	投资总额	募资金额投入	项目效益
信息化建设	71,530 万元	71,530 万元	提高公司集约化管理掌控力，帮助解决串货甩卖问题
营销中心建设	98,796 万元	50,793 万元	营销中心将位于成都，相比总部宜宾，更贴近经销商
服务型电子商务平台	65,532 万元	63,074 万元	试水新型电商模式

来源：公司公告，国金证券研究所

5. 盈利预测

收入：收入稳健增长，未来随着高基数以及中低端酒占比提高，17-18 年收入增速略有下滑，我们预计 2016-2018 年收入分别为 250 亿/284 亿/318 亿，分别对应增速 15.4%/13.8%/12.0%。

毛利率：基本稳定。我们预计 2016 年毛利率随着普五出厂价的提升，毛利率略有上升，2017-2018 年毛利率基本稳定在 70% 左右。

费用率：今年三季度单季销售费用更由于去年同期低基数，出现了同比较大幅度的增长，预计未来逐渐回归正常水平，管理费用和财务费用也在合理的波动范围内，我们预计 2016-2018 年期间费用率维持在 24.4% 左右。

我们预计 2016-2018 年净利润分别为 70.67 亿/80.91 亿/90.47 亿，不考虑定增因素对应 EPS 分别为 1.862 元/2.131 元/2.383 元。若考虑来年定增完成，则 2016-2018 年 EPS 分别为 1.862 元/2.086 元/2.333 元。我们认为随着混改方案实施，管理层和经销商持股，联动性增强，叠加高端白酒势头向好，公司提价最终反映到报表上，渠道形成顺价，资金层面上深港通的开通将有望引入更多多元化的投资者，白酒的特殊中国属性将吸引资金的流入。我们给予对应 2017 年定增后 EPS 平均 20x 的估值，目标价 42 元，维持“买入”评价。

图表 12: 五粮液、茅台 PE 对比



来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要（考虑定增摊薄）

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	24,719	21,011	21,659	25,003	28,442	31,843	货币资金	25,763	22,382	26,374	37,707	43,162	49,668
增长率		-15.0%	3.1%	15.4%	13.8%	12.0%	应收款项	3,724	7,512	8,792	9,921	11,285	12,635
主营业务成本	-6,610	-5,772	-6,672	-7,437	-8,424	-9,416	存货	6,886	8,091	8,701	9,576	9,693	9,803
%销售收入	26.7%	27.5%	30.8%	29.7%	29.6%	29.6%	其他流动资产	569	515	731	999	1,058	1,118
毛利	18,108	15,239	14,987	17,566	20,018	22,427	流动资产	36,942	38,500	44,597	58,203	65,198	73,224
%销售收入	73.3%	72.5%	69.2%	70.3%	70.4%	70.4%	%总资产	83.7%	83.0%	84.9%	88.3%	89.6%	90.8%
营业税金及附加	-1,849	-1,517	-1,785	-2,050	-2,332	-2,611	长期投资	121	869	903	803	803	803
%销售收入	7.5%	7.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	固定投资	6,130	6,061	5,904	5,711	5,636	5,511
营业费用	-3,382	-4,309	-3,568	-4,300	-4,835	-5,350	%总资产	13.9%	13.1%	11.2%	8.7%	7.7%	6.8%
%销售收入	13.7%	20.5%	16.5%	17.2%	17.0%	16.8%	无形资产	358	476	502	496	484	473
管理费用	-2,264	-2,047	-2,129	-2,450	-2,802	-3,152	非流动资产	7,187	7,909	7,949	7,686	7,599	7,463
%销售收入	9.2%	9.7%	9.8%	9.8%	9.9%	9.9%	%总资产	16.3%	17.0%	15.1%	11.7%	10.4%	9.2%
息税前利润 (EBIT)	10,613	7,366	7,506	8,765	10,049	11,314	资产总计	44,130	46,409	52,547	65,889	72,798	80,687
%销售收入	42.9%	35.1%	34.7%	35.1%	35.3%	35.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	827	658	732	641	728	743	应付款项	2,519	2,555	4,538	10,406	11,822	13,227
%销售收入	-3.3%	-3.1%	-3.4%	-2.6%	-2.6%	-2.3%	其他流动负债	4,523	3,370	3,429	7,219	7,730	8,240
资产减值损失	-5	-6	-26	-1	0	0	流动负债	7,043	5,925	7,968	17,625	19,552	21,467
公允价值变动收益	-7	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	4	14	34	38	39	42	其他长期负债	68	1	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	负债	7,110	5,926	7,968	17,625	19,552	21,468
营业利润	11,432	8,032	8,246	9,442	10,816	12,099	普通股股东权益	36,093	39,580	43,563	46,980	51,654	57,285
营业利润率	46.3%	38.2%	38.1%	37.8%	38.0%	38.0%	少数股东权益	927	903	1,016	1,284	1,591	1,935
营业外收支	-185	-16	41	41	41	41	负债股东权益合计	44,130	46,409	52,547	65,889	72,798	80,687
税前利润	11,247	8,016	8,287	9,483	10,857	12,140	比率分析						
利润率	45.5%	38.2%	38.3%	37.9%	38.2%	38.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-2,925	-1,958	-1,877	-2,148	-2,459	-2,750	每股指标						
所得税率	26.0%	24.4%	22.6%	22.7%	22.7%	22.7%	每股收益	2.100	1.537	1.627	1.862	2.086	2.333
净利润	8,322	6,058	6,410	7,335	8,398	9,390	每股净资产	9.508	10.427	11.476	12.376	13.608	15.091
少数股东损益	349	223	234	268	307	343	每股经营现金净流	0.384	0.209	1.763	3.098	2.450	2.713
归属于母公司的净利润	7,973	5,835	6,176	7,067	8,091	9,047	每股股利	0.700	0.600	0.800	0.900	0.900	0.900
净利率	32.3%	27.8%	28.5%	28.3%	28.4%	28.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	22.09%	14.74%	14.18%	15.04%	15.66%	15.79%
净利润	8,322	6,058	6,410	7,335	8,398	9,390	总资产收益率	18.07%	12.57%	11.75%	10.73%	11.11%	11.21%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	21.21%	13.75%	13.02%	14.05%	14.60%	14.78%
非现金支出	682	659	642	572	597	596	增长率						
非经营收益	-90	82	-169	-114	-80	-83	主营业务收入增长率	-9.13%	-15.00%	3.08%	15.44%	13.75%	11.96%
营运资金变动	-7,455	-6,004	-192	3,967	386	396	EBIT增长率	-17.80%	-30.59%	1.89%	16.78%	14.65%	12.58%
经营活动现金净流	1,459	795	6,691	11,759	9,300	10,299	净利润增长率	-19.75%	-26.81%	5.85%	14.43%	14.49%	11.81%
资本开支	-338	-381	-394	-330	-469	-419	总资产增长率	-2.47%	5.17%	13.23%	25.39%	10.49%	10.84%
投资	12	-806	0	100	0	0	资产管理能力						
其他	4	0	0	38	39	42	应收账款周转天数	1.2	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0
投资活动现金净流	-322	-1,187	-394	-193	-430	-377	存货周转天数	374.5	473.5	459.3	470.0	420.0	380.0
股权募资	172	6	59	-234	0	0	应付账款周转天数	36.3	38.9	46.6	62.0	62.0	62.0
债权募资	0	0	0	0	0	1	固定资产周转天数	86.9	98.6	90.1	73.7	61.3	51.6
其他	-3,392	-2,995	-2,414	0	-3,416	-3,416	偿债能力						
筹资活动现金净流	-3,219	-2,989	-2,355	-234	-3,416	-3,415	净负债/股东权益	-69.59%	-55.29%	-59.16%	-78.13%	-81.06%	-83.87%
现金净流量	-2,082	-3,381	3,942	11,333	5,455	6,507	EBIT利息保障倍数	-12.8	-11.2	-10.3	-13.7	-13.8	-15.2
							资产负债率	16.11%	12.77%	15.16%	26.75%	26.86%	26.61%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-03-29	买入	28.00	32.00~35.00

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD