

燕京啤酒 (000729.SZ)

啤酒行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

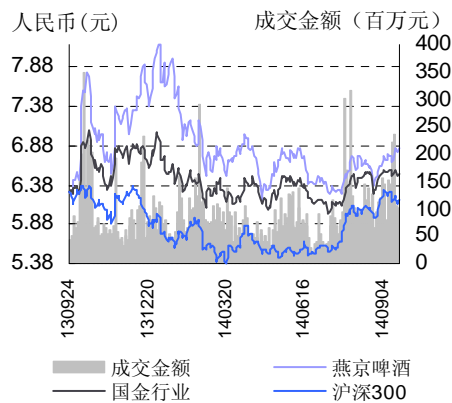
市价(人民币): 6.84元

目标(人民币): 8.28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)	2,499.36
总市值(百万元)	19,210.96
年内股价最高最低(元)	8.17/6.20
沪深300指数	2441.86
深证成指	8100.22



国企改革明确, 整体市值偏低

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.225	0.242	0.300	0.363	0.421
每股净资产(元)	3.87	4.18	4.28	4.44	4.66
每股经营性现金流(元)	0.53	1.10	0.36	0.66	0.70
市盈率(倍)	25.11	33.42	22.53	18.59	16.02
行业优化市盈率(倍)	21.42	29.34	26.07	26.07	26.07
净利润增长率(%)	-30.09%	20.13%	23.63%	21.18%	16.03%
净资产收益率(%)	5.81%	5.80%	7.00%	8.17%	9.03%
总股本(百万股)	2,522.59	2,808.45	2,808.62	2,808.62	2,808.62

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **燕京啤酒: 以产品质量与基地市场为保障, 经营稳健。**燕京啤酒是中国第三大啤酒企业, 采取“1+3”品牌战略, 主品牌“燕京”, 其他三个重点品牌是漓泉(广西)、惠泉(福建)、雪鹿(包头)。2013年啤酒产销量571.4万千升, 销售收入137.5亿元, 实现净利润6.8亿元。北京、广西是主要市场, 两地收入占比合计一半以上, 北京以外的外埠市场收入占比70-75%。燕京啤酒是市属国有企业, 北京市人民政府通过顺义区人民政府和北京市国资委控制57.46%的股权。14年以来, 公司继续实施稳定的市场策略, 坚持做中国品质最好的啤酒, 采用市场化的激励方式, 配合以高净利的鲜啤为产品突破口, 稳扎稳打, 形成大西南市场, 实现销售稳步增长。
- **啤酒行业: 中国啤酒行业将逐步进入利润率提升的时代。**中国啤酒行业自90年代进入平稳增长期, 产量的增长速度基本等同于GDP的增速。行业集中度不断提升, 2013年CR3为53.3%, CR4为64.6%。啤酒行业近年来的利润增速>收入增速>销量增速, 未来趋势仍会持续。以美国啤酒行业为例来看, CR4超过60%以后, 是行业集中度提升的关键时期。美国在80年代CR4集中度超过了60%, 同时在80年代也是美国啤酒行业利润率的最低点, 之后, 随着集中度进一步提升, 利润率也大幅提升。当然, 利润率提升的过程仍有多次反复, 但总体特点十分明确。

估值和投资建议

- **这个时点燕京主要看经营稳健+吨酒市值低+国企改革+啤酒行业长期利润率提升, 国企改革长期有助于改善企业利润率和周转率。**燕京啤酒总市值190亿, 产能800万吨, 吨市值不到2400元。青岛啤酒的总产能在1200万千升左右, 吨市值约4500元。北京市国企改革目前在试点阶段, 试点企业包括燕京的控股股东北控集团。从上市公司来讲, 不管是在个人激励层面还是在企业发展层面, 都有充分的动力参与国企改革。从燕京啤酒来讲, 结合北京市政府从管资产到管资本的改革方向, 企业在人员激励、混合所有制、提升资本效率等方面都有很大的想象空间, 有望在国企改革后改变目前周转速度较低、盈利能力较差的局面。预计14/15年收入为151.6亿/168.8亿, 同比增长10.3%/11.3%; 净利润为8.41亿/10.20亿, 同比增长23.63%/和21.18%; EPS分别为0.300元/0.363元。

风险

- 天气影响啤酒消费, 国企改革速度低于预期

赵晓媛 分析师 SAC 执业编号: S1130513070001
(8621)60230229
zhaoxiy@gjzq.com.cn

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)60230228
cheng@gjzq.com.cn

内容目录

1、燕京啤酒：以产品质量与基地市场为保障，经营稳健	3
2、啤酒行业：啤酒行业将逐步进入利润提升的时代	7
3、经营稳健+吨酒低市值+国企改革+啤酒行业长期利润率提升	10
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

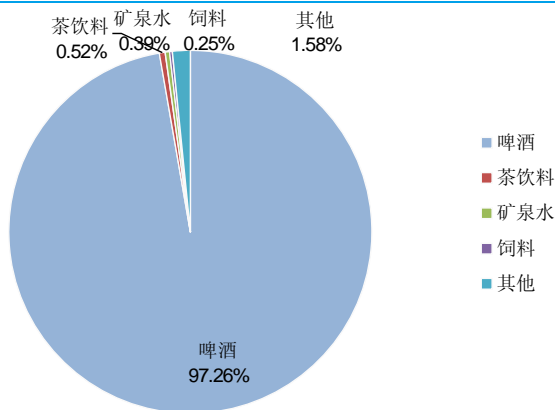
图表 1：2013 年燕京啤酒的收入构成，总收入达到 137.5 亿，主业突出，啤酒是主要的收入来源	3
图表 2：燕京啤酒的收入、利润增速，13 年收入 137.5 亿，归属母公司股东净利润 6.8 亿.....	3
图表 3：燕京啤酒的产品档次和主要的代表类型	4
图表 4：燕京啤酒的股权比例	4
图表 5：燕京啤酒主要区域的收入.....	5
图表 6：2013 年度燕京啤酒各个区域的销量占比.....	5
图表 7：燕京啤酒的利润率水平（1997-2013）	6
图表 8：燕京啤酒价格的变动历史.....	6
图表 9：中国啤酒行业近几年呈个位数增长.....	7
图表 10：中国啤酒产量全球第一，占全球产量 25%.....	7
图表 11：中国啤酒行业各个公司的市场份额（%）	7
图表 12：各个国家啤酒行业的 CR5（%）	7
图表 13：各个国家的啤酒吨酒价格（元/千升）	8
图表 14：中国啤酒行业的发展历程.....	8
图表 15：世界各国啤酒企业的净利润率水平多由竞争格局决定，中国偏低（%）	9
图表 16：中国人均啤酒销量和其他地区的对比（升）	9
图表 17：美国啤酒销售利润率的稳步提升是在集中度达到一定程度之后	10
图表 18：燕京啤酒和青岛啤酒近几年毛利率的对比.....	11
图表 19：燕京啤酒和青岛啤酒近几年净利率的对比.....	11

1、燕京啤酒：以产品质量与基地市场为保障，经营稳健

- 燕京啤酒是中国第三大啤酒企业：公司主营啤酒，兼有饮料、发酵产品等业务。公司 1980 年建厂，1993 年组建集团。经过 33 年发展，2013 年啤酒产销量 571.4 万千升，进入世界啤酒产销量前八名，销售收入 137.5 亿元，实现净利润 6.8 亿元。2014 年燕京啤酒品牌价值总计 660.76 亿元。员工 42239 人。

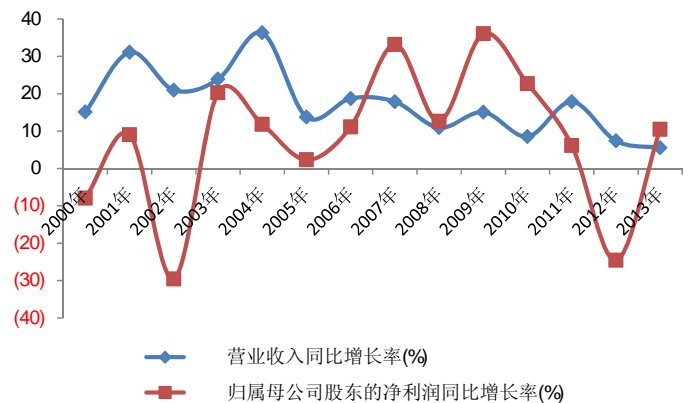
燕京啤酒采用纯天然矿泉水酿造（国家四部委认证），通过中国绿色食品发展中心审核，符合绿色食品 A 级标准。燕京啤酒是中国名牌产品，中国驰名商标，人民大会堂国宴特供酒，中国啤酒行业绿色食品认证产品，中华人民共和国建国 50 周年及澳门回归献礼酒，全国“两会”宴会专用酒。目前燕京啤酒有 8°P、10°P、11°P、12°P 四大类，一百多个品种，精品高档和普通中、低档啤酒齐全，包装方式采用瓶装、易拉罐装和桶装，能满足不同口味和不同消费层次的消费者的需求。

图表1：2013 年燕京啤酒的收入构成，总收入达到 137.5 亿，主业突出，啤酒是主要的收入来源



来源：国金证券研究所

图表2：燕京啤酒的收入、利润增速，13 年收入 137.5 亿，归属母公司股东净利润 6.8 亿



- 采取“1+3”的品牌策略，致力于酿造中国最好的啤酒。燕京是中国清爽酒的开创者，也是领导者，致力于持续提升产品的口感和风味。14 年初公司提出要酿造中国最好的啤酒，口感更加优化，更适应不同区域的消费者以及不同群体的需求，成本要为品质让路。公司采取“1+3”品牌策略，主品牌“燕京”，其他三个重点品牌是“漓泉（广西）”、“惠泉（福建）”、“雪鹿（包头）”，2013 年度，公司四大品牌销量合计 515 万千升，占啤酒总销量的 90%。其中“燕京”牌啤酒销量 378 万千升，同比增长 7%，占总销量的 73%。

公司着力提高燕京品牌在全国市场的影响力，除去福建之外，在广西、内蒙，“燕京”主品牌的占有率、销量已经越来越高。14 年上半年燕京销量 307 万千升，同比增长 4.19%，其中燕京主品牌销量 212 万千升，同比增长 8.65%，“1+3”品牌销量 272 万千升，同比增长 4.62%，占比达到 89%。

- 中高端产品占比超过 1/3。公司产品分高中低档，高档啤酒以纯生为代表、中档啤酒以鲜啤为代表、普通啤酒以清爽为代表。14 年上半年，公司总销量增长 4.2%，而中高端酒增长达到 11.8%，使中高端酒销量占比提升 2.55 个百分点至 37.6%。普通酒方面，推进研发满足消费者更多的口味需求；燕京鲜啤策略是高档纯生口味和中档产品价格的结合，主打性价比，使中档产品向鲜啤聚焦；高档酒方面，在不断提升纯生酒风味的基础上，去年推出白啤酒，白啤酒今年已经在北京市场全面铺货。

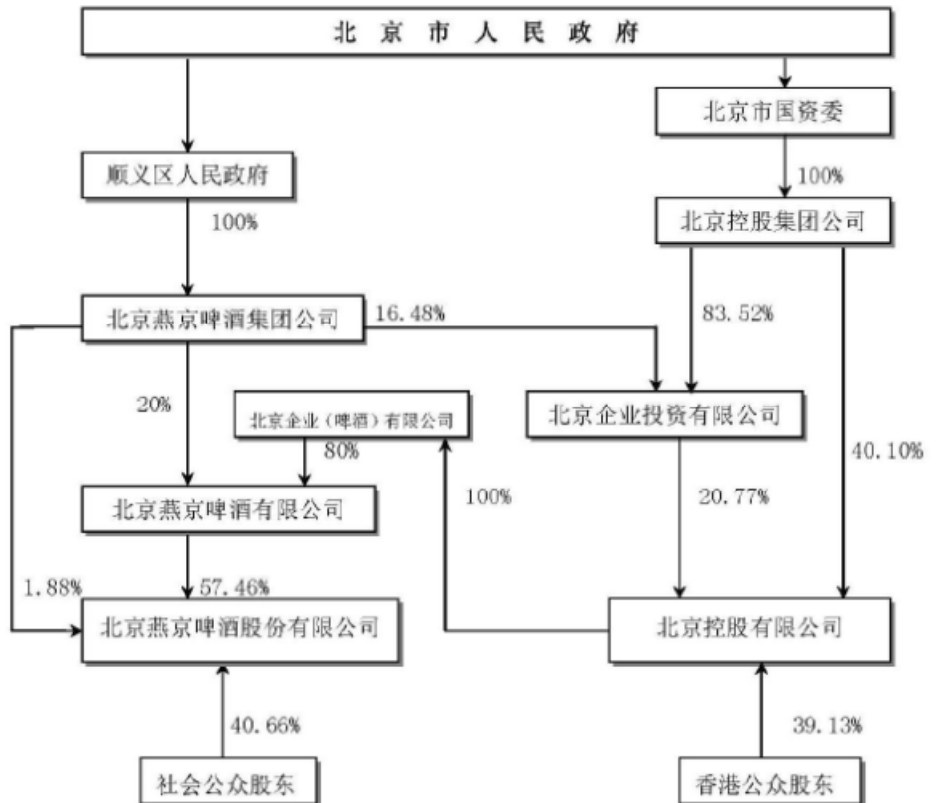
图表3: 燕京啤酒的产品档次和主要的代表类型

产品档次	类型	代表	图片	终端零售价
高档	纯生	燕京纯生500ml		6-7元
中档	鲜啤	燕京鲜啤10度500ml		4-5元
低档	清爽	燕京清爽10度580ml		3-4元

来源: 公司网站, 国金证券研究所

- 燕京啤酒是市属国资企业: 北京市人民政府通过顺义区人民政府和北京市国资委控制 57.46%的上市公司股权。燕京啤酒集团是国务院重点支持的520家大型企业之一, 1997年5月, 燕京完成股份制改造, 以股权置换方式参加了由北京人民政府统一运作的、集中北京市八家企业在香港"北京控股"的红筹股上市; 而后, 由北京燕京啤酒有限责任公司、北京西单商场股份有限公司、北京市牛栏山酒厂三家企业募集设立的北京燕京啤酒股份有限公司在国内 A 股上市, 具备了"A 股身份、红筹背景"这样一个独特而优秀的股权结构模式。

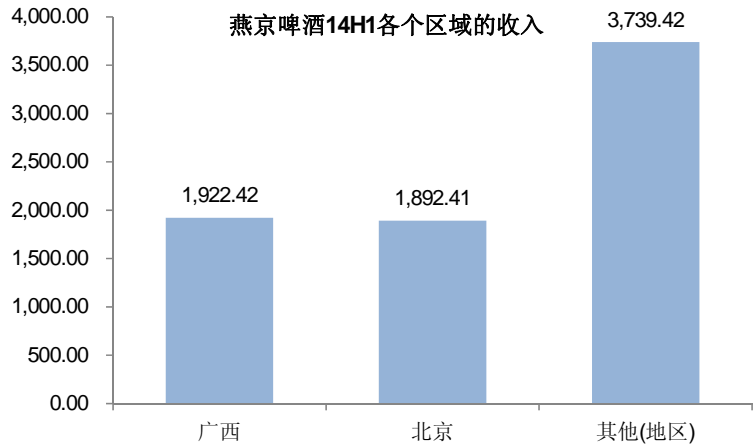
图表4: 燕京啤酒的股权比例



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 北京以外的外埠市场收入占比 70-75%，北京、广西是主要市场，两地收入占比合计一半以上，各占 26-27%。公司具有市占率优势的基地市场是广西、北京、内蒙，具有局部优势的市场是云南、四川、新疆。13 年外埠市场销售收入 72%，其中广西市场占比 27%。广西分公司已经达到了 124 万千升的销售。

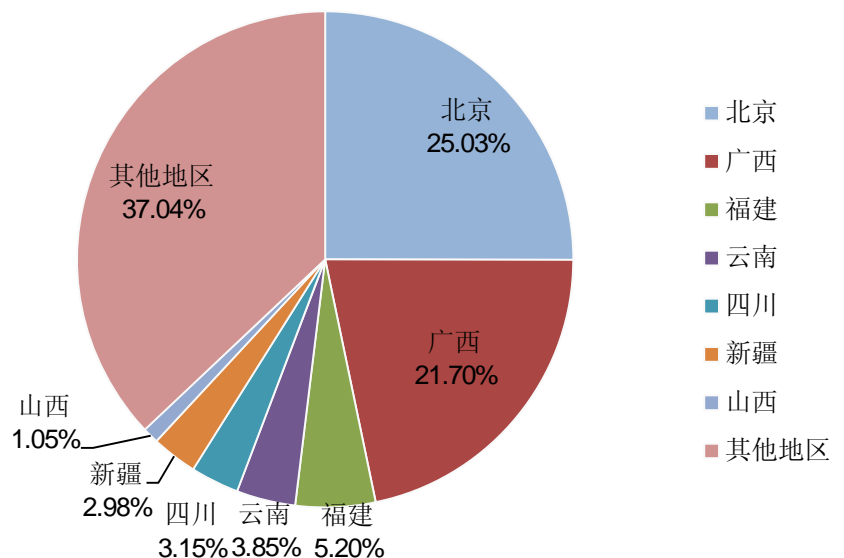
图表5: 燕京啤酒主要区域的收入



来源: 公司财报, 国金证券研究所

- 北京、广西、内蒙是优势市场，中西部地区（云南、四川、新疆、福建）是当前突破方向。公司在北京、广西占有率在 85%以上，内蒙占有率在 75%以上，具有绝对优势地位，在云南、四川、新疆、山西等地区发展速度较快，优势区域不断拓展。2013 年，广西市场实现啤酒销量 124 万千升，比去年同期增长 9.73%；云南市场实现销量 22 万千升，比去年同期增长 29.4%；四川市场实现销量 18 万千升，比去年同期增长 20.32%；新疆市场实现销量 17 万千升，比去年同期增长 20.24%；山西市场实现销量 6 万千升，比去年同期增长 10.78%；福建市场年度内加大整合力度，采取针对性措施，市场实现了恢复和拓展，燕京惠泉公司 2013 年实现销量 29.71 万千升，同比增长 1.36%，实现利润 2422.93 万元，同比增长 133.4%。

图表6: 2013 年度燕京啤酒各个区域的销量占比



来源: 国金证券研究所

广西: 2013 年广西发展得非常好，燕京漓泉公司啤酒的产销量、经济效益再创历史新高。销量 124 万千升，同比增长 9.73%。营业收入 371983

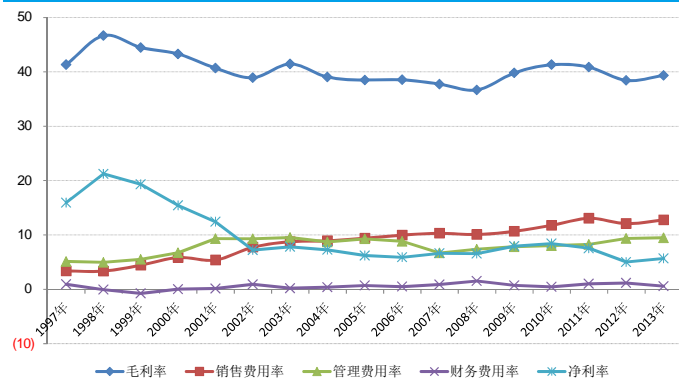
万元，同比增长 12.12%；实现利润 57414 万元，同比增长 10.04%。其中听装啤酒总量达 15 万千升，同比增长 15.38%，燕京鲜啤系列产品达 40 万千升，同比增长 42.86%。以广西为核心的大西南市场在市场销量、收入、利润增长等方面都呈现良好发展态势。

内蒙：燕京啤酒在内蒙市场占有率在 75%以上，具有绝对优势地位。2013 年，整个内蒙市场盈利状况保持增长态势，在呼市以东市场，2013 年销量、利润持续增长；呼市以西地区经过调整以后，市场趋于稳定。

西部：竞争较弱，以广西这个优势市场为核心，带动区域增长，在云南、贵州、四川、新疆、内蒙形成增长半径；中西部的人均收入和人均啤酒消费均相对较低，长远增长有空间。14 年 5 月以来西南地区持续遭遇强降雨，上半年广西收入增速放缓至 2.29%（13 年为 12.1%）对西南地区销量产生一定影响；云南销量 13 万千升，同比增长 9.17%（13 年 29%），预计全年销量将成为云南地区第一；福建增速延续去年向好的态势，上半年销售 16 万千升同比增 6.31%（13 年 2.4%）；新疆上半年销售 9 万千升，同比增长 3.15%（13 年 21%）；四川是这几年燕京增长速度最快的一个市场，盈利也很好，每年销量的增长在 20%左右。

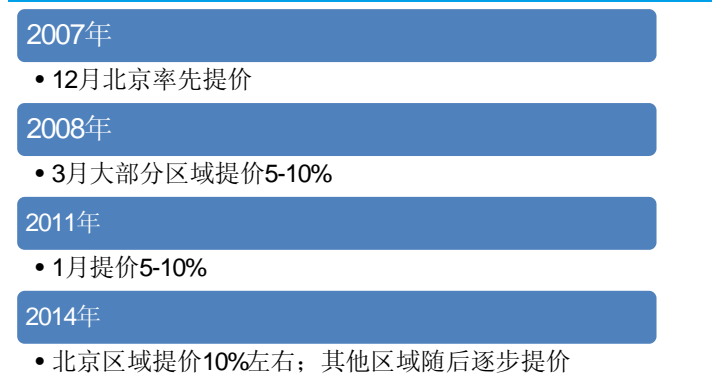
- 基于“燕京品牌”和北京、广西、内蒙的基地市场，公司近年进行了若干次价格上调，大部分是由成本驱动。每一次提价都会带来毛利率的上升，目前燕京啤酒的啤酒部分毛利率达到 44.2%。

图表7：燕京啤酒的利润率水平（1997-2013）



来源：国金证券研究所

图表8：燕京啤酒价格的变动历史



- 销售开拓稳健，在开拓市场方面，每年只是进入一到两个市场，销售激励采取市场化方式，研发激励正加速设计。公司力争在所在市场尽快形成较强的影响力，进而形成更多的基地市场，从而稳固市场，提升盈利能力。在外埠公司的各个区域市场上，激励市场化，收入与业绩直接挂钩。这两年在陆续解决北京总部的激励问题，总部现在销售部门激励比较到位，在市场上有竞争能力。公司现在正在计划技术研发队伍和一些综合管理部门的激励，特别是研发部门，这两年加大了对科研成果的奖励力度。

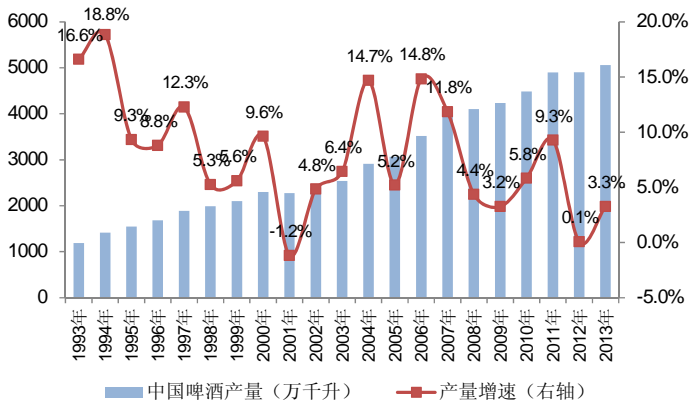
市场化激励为公司提供前进动力。以大区经理为例，燕京考核非常市场化，不同市场之间人员待遇差距悬殊，考核采取 5 个系列的一套指标，总经理除了保底工资外其他全部浮动，13 年大区经理最高收入超过 500 万/年。

- 国企改革为公司的发展提供想象力，更加市场化是方向，长期增长有保证，净利润率提升潜力大。北京市国企改革目前在试点阶段，试点企业包括燕京的控股股东北控集团。从上市公司来讲，不管是在个人激励层面还是在企业发展层面，都有充分的动力参与国企改革。从燕京啤酒来讲，结合北京市政府从管资产到管资本的改革方向，企业在人员激励、混合所有制、提升资本效率等方面都有很大的想象空间，有望在国企改革后改变目前周转速度较低、盈利能力较差的局面。

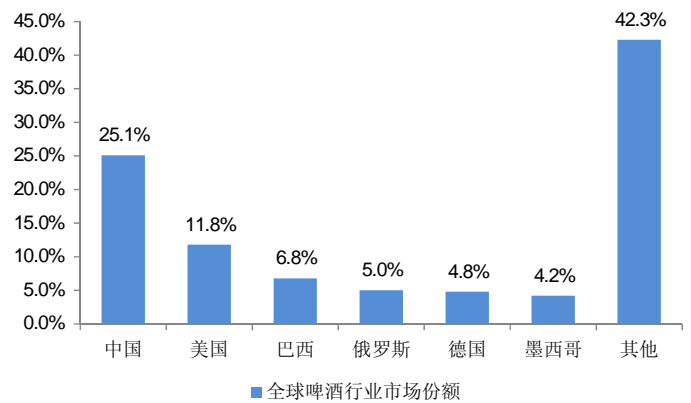
2、啤酒行业：啤酒行业将逐步进入利润提升的时代

- 2013年，中国啤酒行业的产量达到5061万千升，位居全球第一，近几年呈个位数增长。中国啤酒行业自80年代开始加速发展，经过十余年的高速发展（1979-1992，销量CAGR=32.15%）后，于90年代进入平稳增长期，产量的增长速度基本等同于GDP的增速。

图表9：中国啤酒行业近几年呈个位数增长



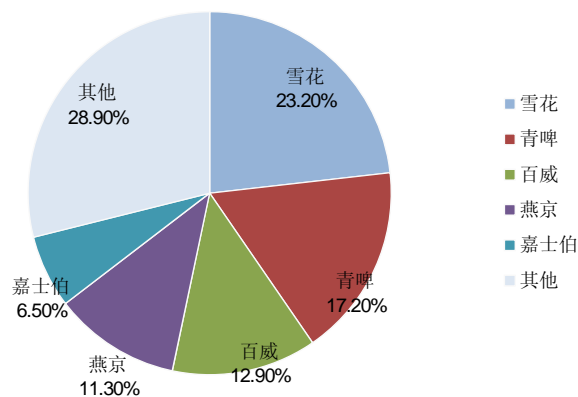
图表10：中国啤酒产量全球第一，占全球产量25%



来源：国金证券研究所

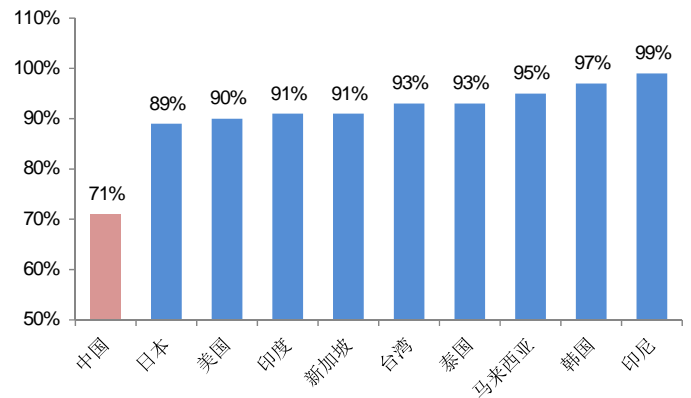
- 中国啤酒行业集中度不断提升，2013年CR3为53.3%，CR5为71.1%。2013年，中国啤酒行业的产量达到5061万千升，前五名的雪花、青岛、百威、燕京、嘉士伯的销量分别为1172万千升、870万千升、655万吨千升、571万千升、330万千升，市场份额分别为23.2%、17.2%、12.9%、11.3%、6.5%。

图表11：中国啤酒行业各个公司的市场份额 (%)



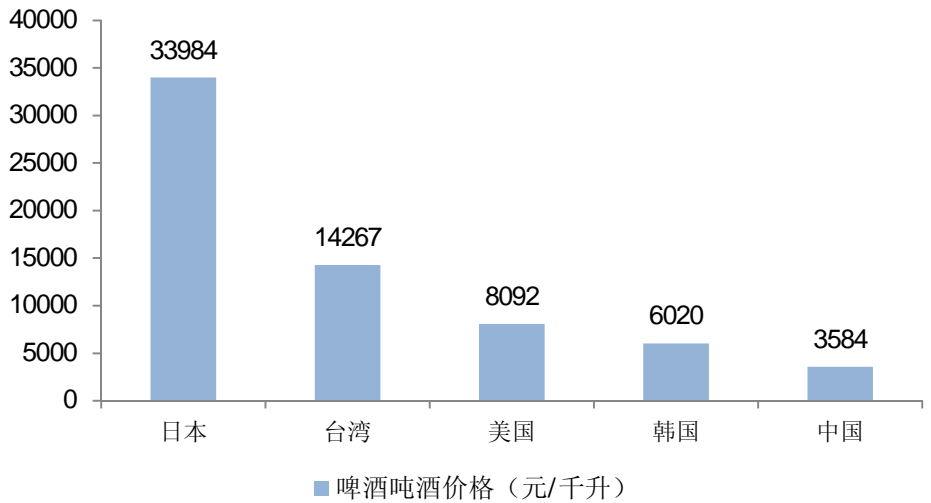
来源：国金证券研究所

图表12：各个国家啤酒行业的CR5 (%)



- 吨酒价格提升有潜力，啤酒行业是难得的比国外单价低的产品。2013年，中国啤酒行业收入1814亿，产量5061万千升，平均价格3583元/吨。近年来，青岛、燕京等啤酒上市公司的高端产品增速基本高于低端产品，产品升级特征明显。同时，从服装、食品等品牌化消费品来看，大部分产品的价格高于国外发达国家，而啤酒的均价远低于世界其他国家。07年以来，行业整体性提价，成本推动是原因之一，消费升级带来的第二波价格上涨将由行业高端化带来。2003年以来中国啤酒吨酒收入水平不断提高，从未来来看，中国啤酒行业吨酒收入水平仍然会持续性提高。

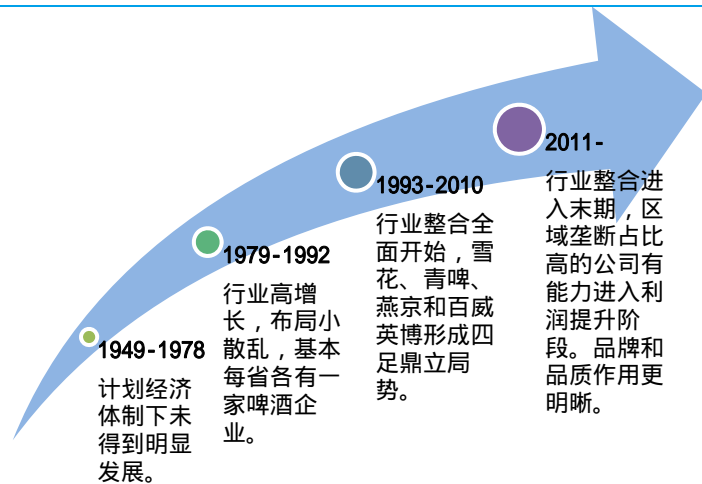
图表13: 各个国家的啤酒吨酒价格 (元/千升)



来源: 网络资料, 国金证券研究所

- 价格战时代结束, 品牌、品质在消费者心中的地位越来越高, 而中国人均收入水平的提升长期支持消费升级。啤酒在中国真正发展起来是在中国改革开放之后, 改革开放以前, 绝大多数居民还处于温饱线以下, 喝啤酒的可能性很小。改革开放以后, 居民购买力有了快速提高, 80年代, 中国啤酒行业的增长速度很快, 在 20-30%左右, 很多地方建啤酒厂。90年代之后, 中国的经济改革到了一定程度, 居民收入增长速度放缓, 啤酒消费进入相对稳定的增长阶段, 啤酒严重供过于求, 中国啤酒行业经历了一场比较惨烈的价格战, 啤酒的价格打的很低。到 2003 年以后, 从消费者角度来说, 产品消费上越来越关注品牌、品质、食品安全。消费场所也从过去以家庭消费为主转向以餐饮消费为主。从啤酒厂家角度来讲, 中国啤酒行业的整合已经初具规模, 大企业大品牌在行业里的影响力越来越强。

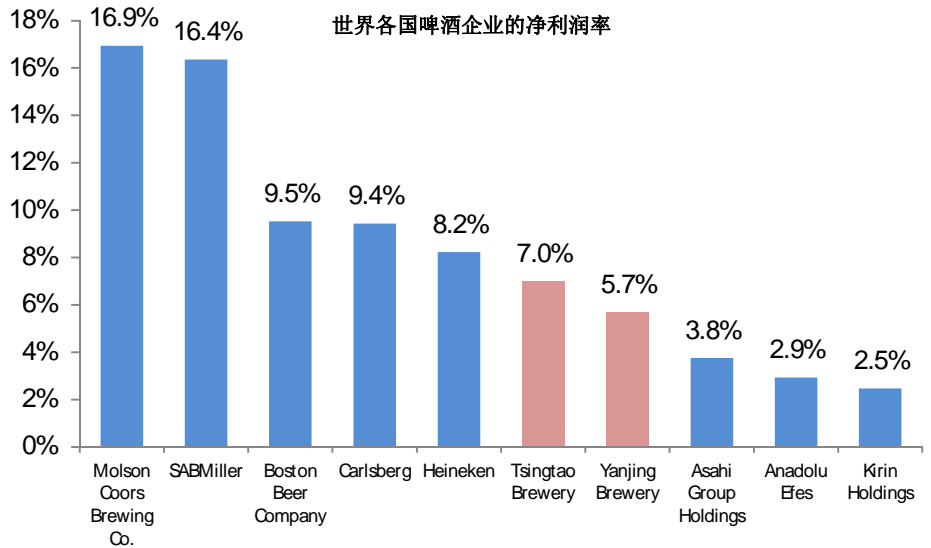
图表14: 中国啤酒行业的发展历程



来源: 网络资料, 国金证券研究所

- 中国啤酒企业的利润率在全球处于偏低水平, 中国竞争格局更类似于美国, 日本面积较小, 双寡头竞争的低利润率局面在中国存在性低。美国 CR3 约 80%, 行业第一百威英博的份额达到 50%。

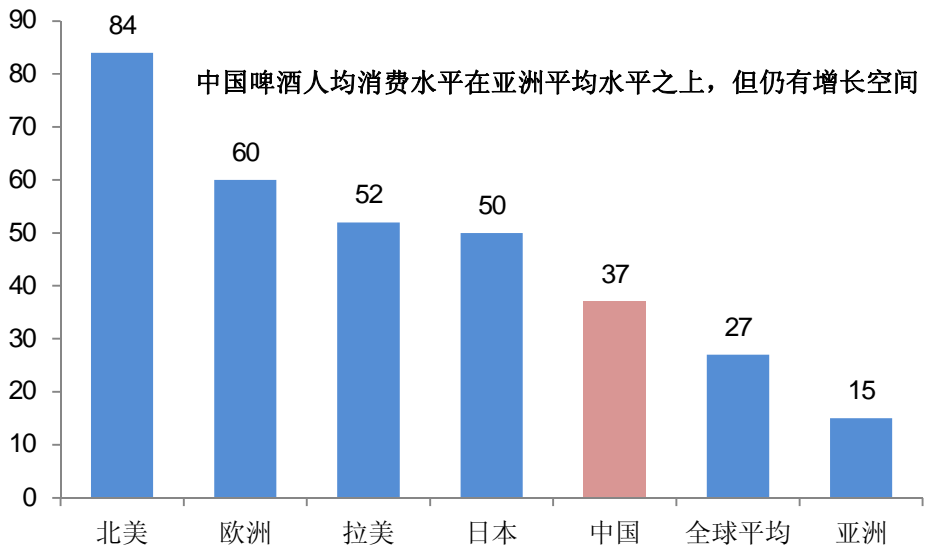
图表15: 世界各国啤酒企业的净利润率水平多由竞争格局决定, 中国偏低 (%)



来源: 网络资料, 国金证券研究所

- 啤酒行业近年来的利润增速>收入增速>销量增速, 未来趋势仍会持续。中国人均啤酒消费 37 升, 日本 50 升, 欧美 60-80 升, 中国人均啤酒销量有增长空间, 但增速会放缓, 未来将以个位数增长为主。销量增长的主要来源是人均啤酒销量较低的西部地区。而啤酒价格提升使收入和利润增长远超过销量增速。

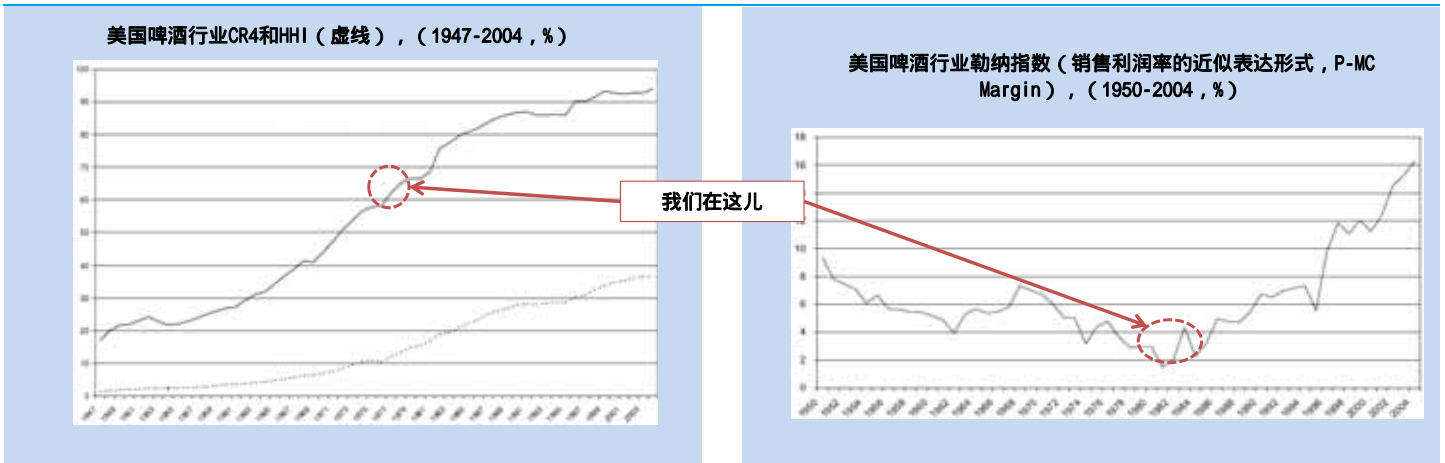
图表16: 中国人均啤酒销量和其他地区的对比 (升)



来源: 网络资料, 国金证券研究所

- 以美国啤酒行业为例来看, CR4 超过 60%以后, 是行业集中度提升的关键时期。从下图看, 美国在 80 年代 CR4 集中度超过了 60%, 同时在 80 年代也是美国啤酒行业利润率的最低点, 之后, 随着集中度进一步提升, 利润率也大幅提升。当然, 利润率提升的过程仍有多次反复, 但总体特点十分明确。

图表17: 美国啤酒销售利润率的稳步提升是在集中度达到一定程度之后



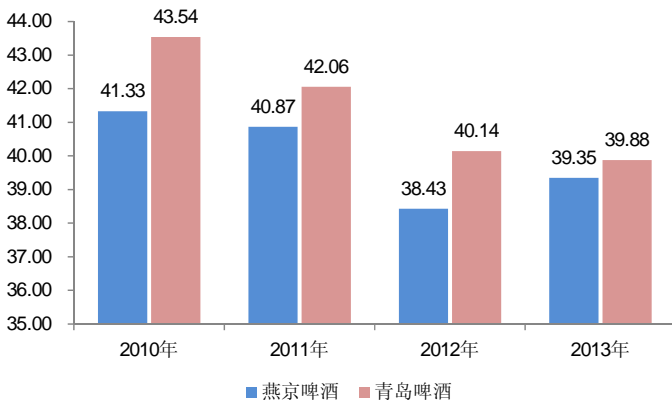
来源: 国金证券研究所

3、经营稳健+吨酒低市值+国企改革+啤酒行业长期利润率提升

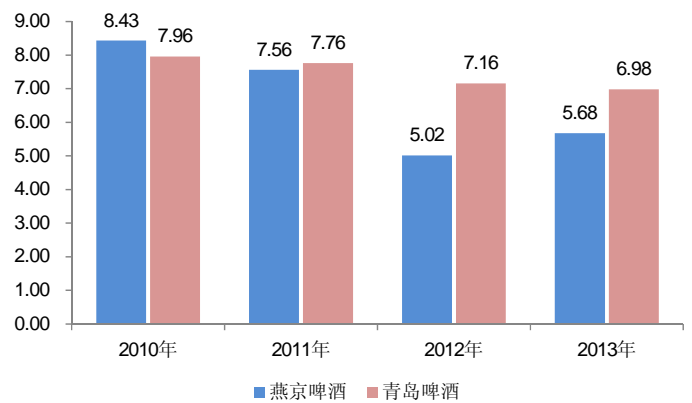
- **这个时点燕京主要看经营稳健+吨酒市值低+国企改革+啤酒行业长期利润率提升。**燕京啤酒总市值 190 亿，产能 800 万吨，吨市值不到 2400 元。青岛啤酒的总产能在 1200 万千升左右，吨市值约 4500 元。差距主要来自净利率和市场估值。在北京市国企改革北京下，燕京有望从管理层激励、股权多元化以及提高资本效率出发，提升企业经营效率改善净利率；同时，啤酒行业长期利润率提升趋势明确。从估值角度讲，燕京啤酒在行业地位上比青啤差许多，主要体现在基地市场和品牌覆盖力方面，国企改革若能有效推进，将改善燕京的长期估值中枢。
- **14 年上半年，利润增长>收入增长>销量增长。**14 年上半年，燕京销量为 307 万千升，同比+4.19%，慢于行业增长（14H1 啤酒行业增长 5.66% 达到 2580 万千升）；营业收入 77.57 亿，同比增长 5.3%，净利润 5.8 亿，同比增长 10.3%，保持了销售收入增长快于销量增长、利润增长快于销售收入增长的趋势。上半年北京收入增长 0.7%，北京市场上半年稳定，占产品 70-80% 的产品都是增长的，高档酒在北京是受到一定影响的，但价格调整因素在上半年还没有完全体现出来，在报表上反应没那么大。吨酒价格 14 年在 2527 元左右（提升 1.06%），13 年在 2400 元左右
- **目标：啤酒产销量 800 万千升，进入世界啤酒前六名。**2014 公司将继续以技改扩建、收购兼并等适宜的方式扩大规模，约需资金 13 亿元人民币。同时公司密切关注啤酒行业发展格局的变化，力争抓住行业整合的机会。**未来 2-3 年资本开支会相对较低。**主要有两方面因素：一是公司这两年更加注重产品品质的提升，不会单纯过于追求量的增长。二是过去几年的扩建、改造，生产能力比较充裕，除像云南、四川这些发展比较快的区域，其他区域产能充裕。
- **国企改革将加速推动燕京啤酒的利润率向行业龙头企业靠拢，并紧跟消费升级大趋势带来的啤酒企业利润率提升。**北京市国资国企改革有序推进，股权多元化、提高资本效率、建设现代化企业是主要改革方向。

北京市新一轮国资国企改革将围绕首都城市战略定位和特大型城市发展的阶段性特征，以市场化为导向，以提高国有资本的集中度和配置效率为核心，激发企业活力和提升竞争力为着力点，全面深化国有企业改革。年内将突出重点，有序推进各项改革任务。市属国企实现分类监管、分类考核，改组国有资本投资运营公司，积极推进京津冀协同发展，积极发展混合所有制经济、重点推动一级企业股权多元化，以管资本为主加强国有资产监管。在今天的改革工作中，北京市国资委还将进行董事会建设完善现代企业制度试点，落实董事会职权，建立起来责、权、利对等的运行机制；推进分类考核、改组国有资本投资运营公司等试点工作，探索路径、积累经验，为后续改革工作提供重要支撑。

图表18: 燕京啤酒和青岛啤酒近几年毛利率的对比



图表19: 燕京啤酒和青岛啤酒近几年净利率的对比



来源: 国金证券研究所

- 估值和定价: 燕京啤酒有稳定的基地市场, 能够保证公司的稳定增长。我们认为, 西北、西南地区等地方啤酒的人均消费仍然较低, 公司能够在大西南地区以广西为排头兵进行突破, 是贡献收入增长的主要区域力量。在基地市场, 竞争趋缓后单位价格的提升以及单位销售成本的下降是提升盈利的重要手段。同时, 随着消费升级的进行, 公司的产品结构将进一步优化, 净利率高的鲜啤产品每年增速在 15% 以上, 而当前高毛利的易拉罐等的产品在公司收入结构中的占比不到 10%, 而易拉罐在日本、欧美等国占比极高。同时, 随着北京地区国企改革的推进, 结合上述对于行业的判断, 燕京啤酒有望在利润率提升的过程中壮大公司市值。在行业并购方面, 目前啤酒行业能够并购的企业性价比不高, 公司仍在积极寻找标的加速外延式扩张。

预计 14/15 年收入为 151.6 亿/168.8 亿, 同比增长 10.3%/11.3%; 净利润为 8.41 亿/10.20 亿, 同比增长 23.63%/和 21.18%; EPS 分别为 0.300 元/0.363 元。

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	12,137	13,033	13,748	15,162	16,875	18,961	货币资金	1,438	1,387	1,609	910	1,013	1,138
增长率	7.4%	5.5%	10.3%	11.3%	12.4%		应收款项	221	203	224	379	422	474
主营业务成本	-7,176	-8,025	-8,338	-9,021	-9,956	-11,187	存货	3,972	4,301	4,050	4,449	4,910	5,517
%销售收入	59.1%	61.6%	59.5%	59.0%	59.0%		其他流动资产	413	498	436	453	500	561
毛利	4,960	5,008	5,410	6,140	6,919	7,774	流动资产	6,044	6,390	6,319	6,191	6,844	7,690
%销售收入	40.9%	38.4%	39.4%	40.5%	41.0%	41.0%	%总资产	36.2%	35.1%	33.4%	31.9%	34.5%	37.0%
营业税金及附加	-1,353	-1,405	-1,467	-1,622	-1,806	-2,029	长期投资	226	213	247	248	247	247
%销售收入	11.1%	10.8%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	固定资产	9,427	10,532	11,104	11,557	11,369	11,452
营业费用	-1,586	-1,576	-1,754	-1,895	-2,109	-2,370	%总资产	56.5%	57.8%	58.7%	59.6%	57.3%	55.1%
%销售收入	13.1%	12.1%	12.8%	12.5%	12.5%		无形资产	961	1,007	1,125	1,396	1,393	1,390
管理费用	-1,001	-1,220	-1,303	-1,425	-1,586	-1,782	非流动资产	10,635	11,834	12,586	13,203	13,011	13,092
%销售收入	8.2%	9.4%	9.5%	9.4%	9.4%	9.4%	%总资产	63.8%	64.9%	66.6%	68.1%	65.5%	63.0%
息税前利润 (EBIT)	1,020	808	886	1,198	1,417	1,593	资产总计	16,679	18,224	18,905	19,394	19,855	20,782
%销售收入	8.4%	6.2%	6.4%	7.9%	8.4%	8.4%	短期借款	2,522	3,620	1,474	1,318	779	419
财务费用	-123	-153	-79	-92	-74	-32	应付款项	2,803	3,047	4,028	3,882	4,298	4,829
%销售收入	1.0%	1.2%	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%	其他流动负债	106	264	378	804	830	863
资产减值损失	-4	-12	-6	0	0	0	流动负债	5,431	6,931	5,880	6,004	5,907	6,111
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	150	160	0	0	0	1
投资收益	0	0	93	0	0	0	其他长期负债	959	105	84	69	69	69
%税前利润	0.0%	0.0%	9.2%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	6,540	7,196	5,965	6,073	5,976	6,182
营业利润	893	643	894	1,105	1,343	1,561	普通股股东权益	8,753	9,752	11,741	12,021	12,479	13,100
营业利润率	7.4%	4.9%	6.5%	7.3%	8.0%	8.2%	少数股东权益	1,386	1,275	1,200	1,300	1,400	1,500
营业外收支	288	162	122	150	150	150	负债股东权益合计	16,679	18,224	18,905	19,394	19,855	20,782
税前利润	1,181	806	1,016	1,255	1,493	1,711	比率分析						
利润率	9.7%	6.2%	7.4%	8.3%	8.8%	9.0%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-271	-202	-234	-314	-373	-428	每股指标						
所得税率	22.9%	25.0%	23.1%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.670	0.225	0.242	0.300	0.363	0.421
净利润	910	604	781	941	1,120	1,283	每股净资产	7.232	3.866	4.181	4.280	4.443	4.665
少数股东损益	100	38	101	100	100	100	每股经营现金净流	0.681	0.528	1.101	0.363	0.661	0.698
归属于母公司的净利润	810	567	681	841	1,020	1,183	每股股利	0.160	0.200	0.210	0.200	0.200	0.200
净利率	6.7%	4.3%	5.0%	5.6%	6.0%	6.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.26%	5.81%	5.80%	7.00%	8.17%	9.03%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	4.86%	3.11%	3.60%	4.34%	5.14%	5.69%
净利润	917	654	781	941	1,120	1,283	投入资本收益率	5.72%	4.07%	4.70%	6.11%	7.22%	7.92%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	724	787	826	861	901	929	主营业务收入增长率	17.85%	7.39%	5.49%	10.28%	11.30%	12.36%
非经营收益	16	107	7	-3	-56	-96	EBIT增长率	-1.66%	-20.74%	9.57%	35.21%	18.35%	12.36%
营运资金变动	-834	-214	1,479	-779	-109	-156	净利润增长率	5.35%	-30.09%	20.13%	23.63%	21.18%	16.03%
经营活动现金净流	824	1,333	3,093	1,021	1,857	1,960	总资产增长率	13.69%	9.26%	3.74%	2.58%	2.38%	4.67%
资本开支	-1,243	-1,716	-1,598	-1,360	-559	-860	资产管理能力						
投资	-72	58	62	-1	0	0	应收账款周转天数	3.0	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4
其他	7	49	93	0	0	0	存货周转天数	176.9	188.1	182.8	180.0	180.0	180.0
投资活动现金净流	-1,308	-1,608	-1,443	-1,361	-559	-860	应付账款周转天数	46.1	46.5	46.3	45.0	45.0	45.0
股权募资	63	9	1,651	0	0	0	固定资产周转天数	259.5	#DIV/0!	#DIV/0!	244.5	204.8	174.2
债权募资	863	842	-2,302	-168	-539	-359	偿债能力						
其他	-497	-635	-601	-191	-656	-616	净负债/股东权益	21.37%	22.35%	-0.51%	3.59%	-1.18%	-4.44%
筹资活动现金净流	429	216	-1,253	-360	-1,195	-975	EBIT利息保障倍数	8.3	5.3	11.2	13.0	19.0	50.2
现金净流量	-55	-59	398	-699	103	125	资产负债率	39.21%	39.49%	31.55%	31.31%	30.10%	29.75%

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	1	2	6	6	8
增持	0	0	4	5	15
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.43	1.50	1.65

来源：朝阳永续

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 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 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%以下。

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，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: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD