

张裕 A (000869.SZ)

转型方向已定，期待大众餐酒突围

 评级：**增持**

前次：

目标价(元)：

32.4

分析师

食品饮料团队成员

王颖华

胡彦超

S0740513120001

黄文婧

021-20315161

wyh@r.qlzq.com.cn

2014年10月14日

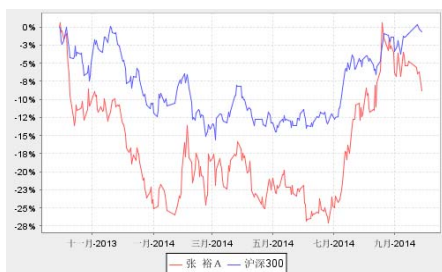
基本状况

总股本(百万股)	685.46
流通股本(百万股)	453.46
市价(元)	29.54
市值(百万元)	20248.61
流通市值(百万元)	13395.23

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,643.5	4,320.9	4,157.3	4,257.6	4,735.4
营业收入增速	-6.37%	-23.44%	-3.79%	2.41%	11.22%
净利润增长率	-10.82%	-38.38%	2.01%	3.60%	14.96%
摊薄每股收益(元)	2.48	1.53	1.56	1.62	1.86
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	18.94	17.66	20.03	19.33	16.81
PEG	—	—	9.94	5.36	1.12
每股净资产(元)	8.63	9.06	10.12	11.33	12.79
每股现金流量(元)	1.90	1.07	1.63	2.06	2.39
净资产收益率	28.77%	16.88%	15.42%	14.26%	14.53%
市净率	5.45	2.98	3.09	2.76	2.44
总股本(百万元)	685.46	685.46	685.46	685.46	685.46

股价与行业-市场走势对比



备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **张裕身上贴着许多牛股标签：**曾经 A 股市场的十倍股，处在未来还有十倍空间的千亿果酒市场，集中度低、龙头老大份额只有个位数，和行业第二品牌规模有量级的差异，占有上游近 1/4 的葡萄资源，唯一上规模的葡萄酒 A 股可选标的品牌！张裕，未来是否还是中国果酒老大引领行业发展，能否再续辉煌？
- **我们认为，张裕的之前失利来自于战略资源投入方向与行业增长极间的错位。**具体说，就是行业增长极从高端向高性价比比大众餐酒转移（因为进口、电商、反腐等原因），而在这个过程中，张裕却把最多的资本投入、新品开发、渠道建设集中在高端如酒庄酒市场，导致了市场份额的下降和品牌话语权的削弱。主要表现在主流餐酒产品性价比竞争力不够、渠道利润空间不足，引发的渠道扩张销售意愿减弱。
- **随着张裕的品牌策略调整到位，资源逐渐向中低档大众餐酒市场转移和侧重：餐酒子品牌推出和新品的丰富、大流通渠道的梳理和细化，张裕将依托其精细的管理、强大的渠道、新疆巨大的高性价比葡萄基地资源、悠久的历史品牌影响力，重归成长。这一过程正在推进，我们认为 2-3 年内可以看到明显效果。**
- **1、餐酒产品线梳理和投入。**公司计划梳理、优化餐酒产品线。年初的成都糖酒会上，张裕表示即将推出 17 个系列共 50 余款时尚葡萄酒新品，以满足年轻消费者不同口味偏好的需求，8 月公司正式推出醉诗仙品牌，首款产品定价在 68 元，价格带覆盖 30-60 元的大众餐酒市场，大有做强餐酒系列之势。我们认为，有贴近市场、性价比高的好产品，是张裕再次腾飞的基础，也是迈出的第一步。
- **2、大流通渠道的梳理和扁平化。**公司之前销售体系大多依靠经销商，近年来在缩减层级、贴近消费者、增加终端掌控力方面做了长足的努力：如，在大型商超推广 A 类直供模式，压缩层级增加渠道盈利空间，如，积极强化终端掌控和开发力度，将经销商职能转变为配送商，强化终端覆盖和管理，如，在旗舰店建设上加大投入，建立以承包模式为主的张裕直营专卖网络。这些都为渠道扁平打下基础。我们认为，

占比 20% 的直供半直供 KA 渠道、处于试探期的旗舰店渠道改革，都处在于张裕的增量渠道，而其核心利益所在的庞大的经销商体系的产品结构调整、盈利水平的提升、销售动力增强，是影响公司销售恢复弹性、可持续性的核心和关键，也是大餐酒战略得以执行效果的决定力量，我们期待经销商体系活力的恢复。

- **我们认为：张裕现在的变革思路清晰——**围绕着餐酒增长点，酝酿新的突破：从品牌打造、产品性价比提升、渠道效率提升等诸多方面进行推进。虽然由于阶段性的战略调整，公司近三年增速还处于由负转正、缓慢恢复阶段，但长期来看，待其战略调整完成，仍然将恢复较高的稳定成长性，具有长期投资价值。
- 公司 2014-2016 年的收入 41.57 亿、42.58 亿、47.35 亿，EPS 为 1.56、1.62、1.86，盈利增速 2%、4%、15%，考虑到张裕作为行业龙头长期增长的稳定性，我们按照 2015 年的 EPS，给予龙头消费品公司 20 倍 PE 估值，给予公司目标价 **32.4 元**。首次覆盖，给予“**增持**”评级。
- **催化剂：**1、2014 年渠道过剩存货的消化，使得张裕销售开始见底回升，出现估值修复行情，2、未来三年，市场都将观察公司战略改进的效果，公司新产品渠道和消费者的接受程度超预期、报表业绩超预期增长、国家在上游种植方面的支持政策出台或张裕对于上游种植成本和产品的优化，都将成为股价的催化剂，提升市场信心和公司估值水平。
- **风险提示：**1、由于公司转型的力度和投入不足，导致转型的速度和效果不达预期；2、公司产品结构调整，性价比提升可能伴随着毛利率的下降；3、公司在餐酒产品方面提升性价比的努力由于涉及上游种植业，可能因为产业链条过长，导致进度较慢，影响餐酒产品的性价比，从而在和进口产品竞争方面竞争力的不确定；3、公司在酒庄和工业园方面的建设需要大量的固定资产投入，对现金需求大，现金需求和财务费用存在不确定性；4、董事长近 70 岁，未来三年可能面临领导班子更迭对战略决策变化带来的调整。

内容目录

张裕怎么了？—— 行业增长极的错配.....	- 5 -
葡萄酒全球贸易趋势：新世界的高性价比产品主导国际贸易市场	- 5 -
葡萄酒在中国：巨大的餐酒市场，高性价比餐酒成为新的增长极	- 6 -
张裕：曾经以高端酒庄酒为核心增长点的战略遇到挑战	- 8 -
张裕之变——餐酒突围，打造中式葡萄酒餐酒的高性价比	- 9 -
大众餐酒突围，从建立餐酒品牌、塑造主打产品做起	- 9 -
提升餐酒竞争力措施一：提升种植、采购效率加大对于产品性价比的突破	- 10 -
提升餐酒竞争力措施二：从原料、渠道两方面加大消费者的可获得性	- 11 -
张裕的未来：构建多风格餐酒大众产品线，激活经销体系	- 14 -
盈利预测、估值和投资建议	- 16 -
盈利预测假设条件	- 16 -
公司估值	- 17 -
投资建议	- 18 -
风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1：国际葡萄酒贸易比重加大	- 5 -
图表 2：新世界在国际贸易中的比重迅速提高	- 5 -
图表 3：新世界国家的葡萄酒出口价格越发具有竞争力	- 5 -
图表 4：价格竞争力强的葡萄酒出口国出口量增长表现优于其它国家	- 6 -
图表 5：2000-2011 主要葡萄酒消费国人均消费量变化	- 6 -
图表 6：进口葡萄酒份额逐年上升	- 7 -
图表 7：法国酒价格参考	- 7 -
图表 8：智利酒价格参考	- 7 -
图表 9：1.5 欧成本的进口葡萄酒终端合理价格 50-100 元	- 8 -
图表 10：键入图表的标题	- 8 -
图表 11：张裕产品体系详览	- 9 -
图表 12：张裕新大众餐酒品牌——诗醉仙	- 10 -
图表 13：国内产品和进口葡萄酒性价比比较——以张裕为例	- 11 -
图表 14：张裕六大基地概况	- 11 -
图表 15：国内主要葡萄酒品牌销售规模对比	- 13 -
图表 16：张裕庞大的分销和终端体系	- 13 -
图表 17：张裕近年渠道打造，以直供、半直供的商超和终端为主	- 14 -

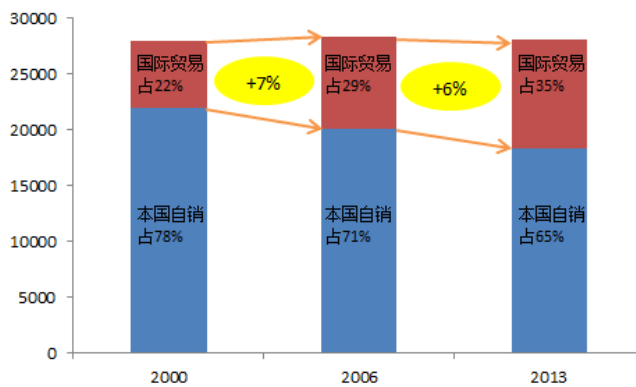
图表 18: 未来餐酒将成为张裕葡萄酒收入主要贡献来源	- 15 -
图表 19: 张裕各品类产品毛利贡献.....	- 15 -
图表 20: 各系列销售量假设	- 16 -
图表 21: 各系列吨酒价格假设.....	- 16 -
图表 22: 销售收入及成本分拆假设.....	- 16 -
图表 23: 费用、利润预测	- 17 -
图表 24: 行业估值比较.....	- 17 -
图表 25: 绝对估值假设指标	- 18 -
图表 26: 绝对估值结果.....	- 18 -
图表 27: 盈利预测.....	- 19 -

张裕怎么了？—— 行业增长极的错配

葡萄酒全球贸易趋势：新世界的高性价比产品主导国际贸易市场

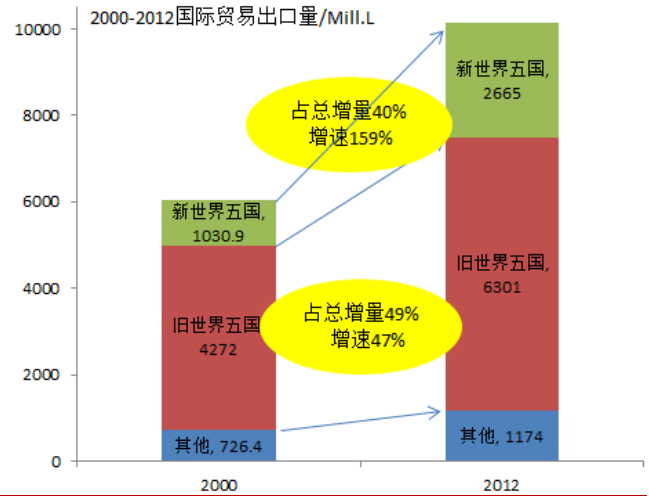
- 在我们前期的行业报告《进口酒冲击仍将存在，最严峻时候或已过去-20140608》中，我们提到，葡萄酒和其他的食品饮料不同，是比较典型的国际贸易品种，随着中国消费品的开放和进口产品的涌入，国际贸易的变化趋势也将同样在中国市场上演。

图表 1: 国际葡萄酒贸易比重加大



来源：齐鲁证券研究所，国际烈酒组织报告

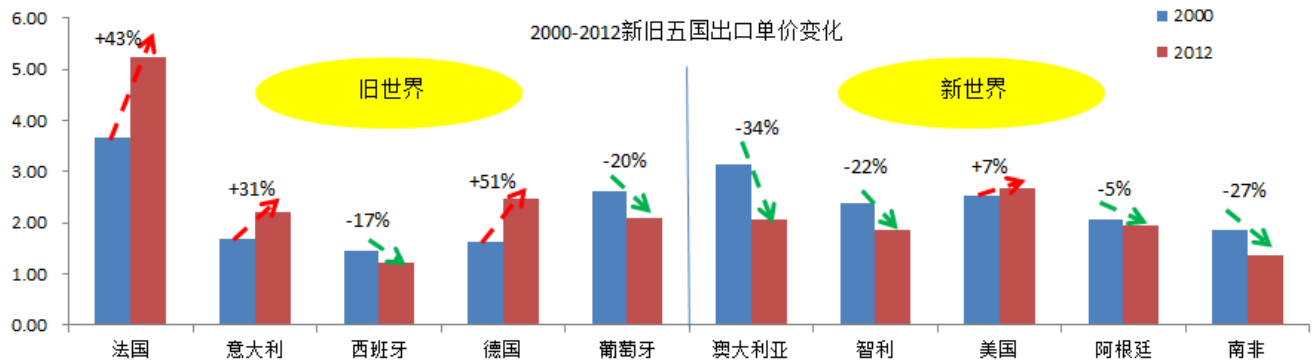
图表 2: 新世界在国际贸易中的比重迅速提高



来源：齐鲁证券研究所

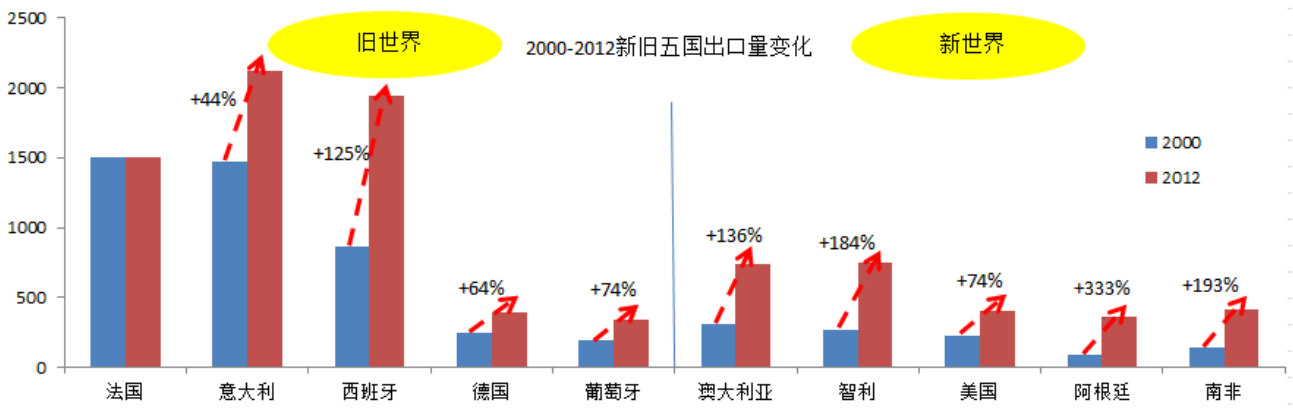
- 国际葡萄酒贸易的变化趋势用一句话概括：以新世界为代表的工业化、规模化生产方式带来的葡萄酒（农副产品生产方式改变）生产效率的提高，使得性价比较高的新世界酒在国际贸易中的比重和地位逐渐提高。

图表 3: 新世界国家的葡萄酒出口价格越发具有竞争力



来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 价格竞争力强的葡萄酒出口国出口量增长表现优于其它国家

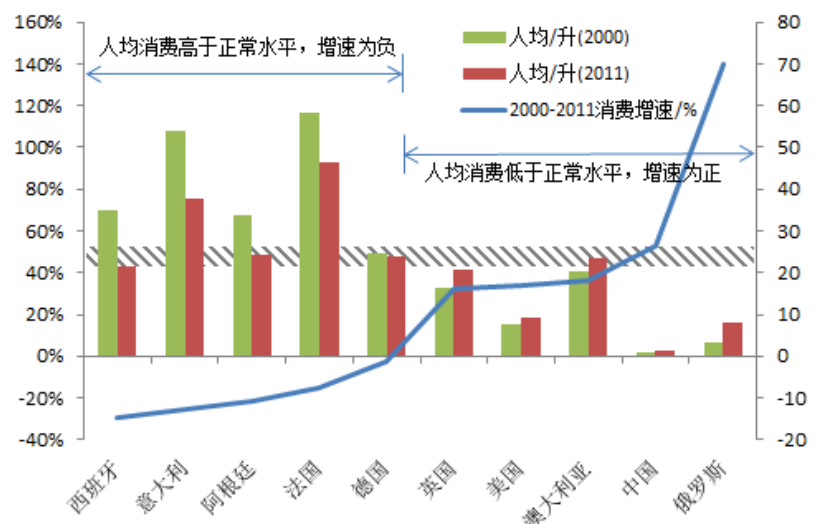


来源: 齐鲁证券研究所

葡萄酒在中国: 巨大的餐酒市场, 高性价比餐酒成为新的增长极

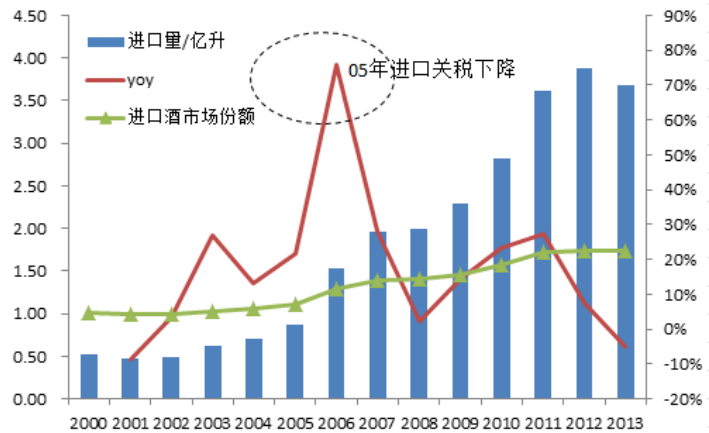
- 中国葡萄酒市场仍将有 10 倍发展空间。虽然中国拥有传统白酒的烈酒饮用习惯, 但啤酒、果酒、烈酒的比例极为不均, 为以葡萄酒为代表的果酒提供了巨大的空间。根据行业经验和统计数据, 酒类消费量和酒精度成反比: 我国, 白酒产销 1200 万千升、啤酒 5000 万千升, 以葡萄酒为代表的果酒消费应该在 2000 万千升左右, 而目前国产加进口不到 150 万千升, 市场空间有十倍之大。参考全球葡萄酒 10 个最大的消费国基本呈现规律: 人均消费量越高, 消费增速越低。我们认为, 正常人均消费为 20~25L/年/人 (约两周喝一瓶 750ml 的葡萄酒), 我国消费容量应达 2600 万千升。我们认为, 中国葡萄酒消费仍处于非常初期的增长阶段。

图表 5: 2000-2011 主要葡萄酒消费国人均消费量变化



来源: 齐鲁证券研究所, 青啤财务报告

- 从我们的研究经验来看, 一个消费品品类销量爆发增长通常伴随着其大众化的过程, 在葡萄酒行业这几年高速增长过程中, 我们同样观察到, 大众餐酒 (而非高档酒) 成为行业首要增长极, 进口酒的涌入, 加速了这个过程。

图表 6: 进口葡萄酒份额逐年上升


来源: 齐鲁证券研究所

- 葡萄酒国际贸易主流价格在 1-2 欧元/瓶, 到达我国零售终端的合理价格也就在 50-150 元, 而从终端销售了解到, 50-150 元的价格段也是目前出货量最大, 增速最明显的价格, 这个亲民的价格对于我国葡萄酒巨大的餐酒市场启动, 发挥了关键作用。我国进口葡萄酒成本大多在 1.5 欧元左右, 随着渠道的成熟, 终端价格也逐渐理性回归到百元左右。如下图: 法国和智利是我国进口葡萄酒主要国家占进口量的一半左右, 根据我们测算的进口销售的分销成本加总和终端零售价格参考, 主流价格在百元以下。从渠道来看, 近年葡萄酒增长最快的渠道为电商、商超, 电商的主流成交零售价在 50-60 元, 商超的主流成交价也在 60-80 元附近。**

图表 7: 法国酒价格参考

类型	在法国所在比例 (%)	千箱/9升每箱	法国离岸均价/瓶	零售价上海 2011/RMB
非地区餐酒	53.1%	4049	€1.3-1.5 (RMB 12-14)	69
波尔多	33.0%	2517	€5.4 (RMB 50)	115
朗格多克	5.5%	421	€1.98 (RMB 18.5)	81
罗纳河谷	1.3%	102	€3.28 (RMB 30.2)	55

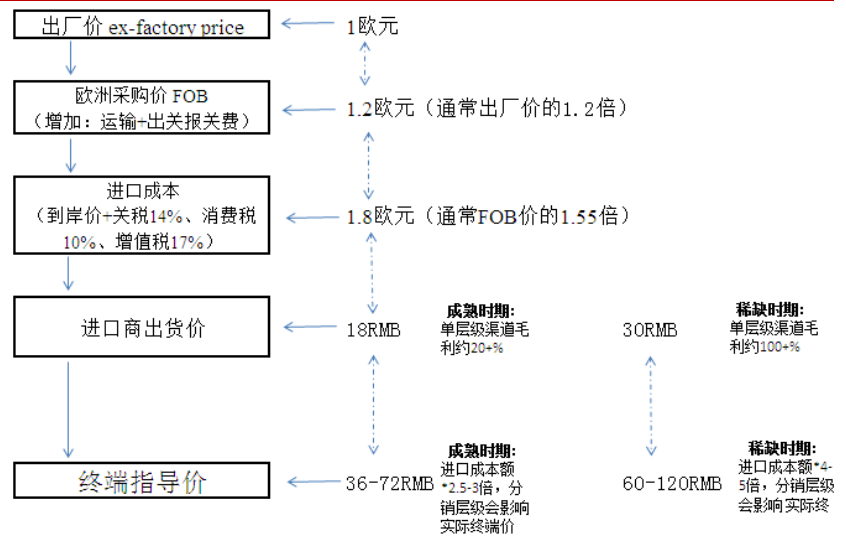
来源: 齐鲁证券研究所, 青啤财务报告

图表 8: 智利酒价格参考

智利离岸均价/瓶	RMB	占智利出口量百分比 (%)	千箱/9升每箱	零售价上海 2011/RMB
低于US\$ 1.67	低于RMB 11	4.6%	57	35
US\$ 1.68-2.5	RMB 11-16	66.1%	815	44
US\$ 2.5-3.3	RMB 17-21	16.8%	308	58
US\$ 3.4-4.2	RMB 22-27	6.8%	84	84
高于US\$ 4.2	高于RMB 27	5.4%	67	178

来源: 齐鲁证券研究所, 青啤财务报告

图表 9: 1.5 欧成本的进口葡萄酒终端合理价格 50-100 元



来源: 齐鲁证券研究所

- 葡萄酒的餐酒扩张，还不仅仅体现在价格上，大众餐酒的品类分裂，产品多样化将和平价化共同打开中国居民的葡萄酒味蕾。曾经，我们最常见的大众葡萄酒就是干红，现在越来越多花样的餐酒被引入中国市场。例如，法国最大的葡萄酒集团卡斯戴尔（原来俗称的法国卡斯特）将淡葡萄酒引入中国，开发中国新葡萄酒人群的味蕾。

张裕：曾经以高端酒庄酒为核心增长点的战略遇到挑战

- 前些年，张裕体系产品最大的变化就是升级：从普通干红铺市、到解百纳的推广、到卡斯特、到爱斐堡，在产品升级思路下大力建设、推广酒庄酒策略，这给张裕的上一轮品牌提升和利润创造立下汗马功劳，但也在行业增长极向大众餐酒的降级转变中，给张裕带来了不小的冲击，核心体现在市场份额的下降和被进口酒的替代。
- 从下表中我们可以看出，张裕前些年增长最快的品类是高端的酒庄酒系列，而在行业增长极向低端产品转型的过程中，张裕没有很快的加大大众产品的扩张，导致其阶段性的增长受阻。

图表 10: 键入图表的标题

	品种	细分品种 (价格元)	价格区间/元	毛利率	销量/吨					
					2007	2009	2010	2012	2013	
高档酒	百年百窖		3000+							
	酒庄酒 (除冰酒外, 以 750ml 为一瓶计)	爱斐堡	特选、珍藏、大师、丁特各 (300-2000)	300-2000	80%+	1851	4000	5000	6000	3000
		冰酒 375ml	金钻、蓝钻、黑钻 (150-1000)							
		卡斯特	珍藏、特选 (300-500)							
		宁夏	摩塞尔十五世酒庄干红 (1000+)							
陕西	瑞湖城堡酒庄干红 (300-500)									
	新疆	巴保男爵酒庄干红 (300-500)								
解百纳	大师、珍藏、特选、优选		70-200	80%+	16000	21600	24400	28000	22000	
普通葡萄酒	普通干红		30-100	60%+	34000	37000	40000	45000	40000	

来源: 齐鲁证券研究所

- 目前，张裕正在积极梳理其大众餐酒产品线，从品牌建立、到产品线梳理、到渠道的效率的提升，试图强化品牌体系中大众餐酒的影响力。

张裕之变——餐酒突围，打造中式葡萄酒餐酒的高性价比

大众餐酒突围，从建立餐酒品牌、塑造主打产品做起

- 张裕的产品体系：**张裕产品体系分为两大部分，葡萄酒、白兰地（以葡萄为原料的蒸馏酒，度数较葡萄酒更高），其中，张裕体系下的主流白兰地产品价格较低，葡萄酒又分高中低三个档次：高档酒庄酒、中档解百纳、大众餐酒三大系列。我们俗称的餐酒，主要是说张裕葡萄酒中的普通干红系列，也包含大众价位的白兰地和其他葡萄酒。

图表 11：张裕产品体系详览

	白兰地	干红	解百纳	酒庄酒
产品线	-SKU 最多 20-30 个 卖的最好的就是一款金奖 -正在产品升级： 现在主推 3/4/5 星	-SKU 从 800 个到 200 个，还要进一步压缩，未来希望缩减到 10-20 个款 -正在产品聚焦，推出醉诗仙品牌，未来希望像中档解百纳一样，普通干红以醉诗仙为品牌，逐步替换，现在部分销售量少的逐步缩减	-SKU 最多时候也有 100-200 个，现在只有 10 多个	现在国内八大酒庄：烟台卡斯特酒庄、北京爱斐堡国际酒庄、辽宁黄金冰谷冰酒酒庄、新疆张裕巴保男爵酒庄、宁夏摩塞尔十五世酒庄、陕西瑞那城堡酒庄、还有两个在烟台正在建的酒庄。
渠道	-全渠道深度分销	-餐酒绝大部分 80%左右商超	-解百纳一半酒店一般商超	-酒庄酒主要靠酒店
主要区域分布	-广东 -90%都在广东卖	-福建、江苏、山东等全国都有，福建、江苏，大概占 1/3	-山东最大 10%，福建、江苏也不错，前三大一共能占 20%多	-浙江、山东、北京、上海 70%以上
出厂（含税）价	18-20 元	20 元左右	60 元左右	150-200 元左右
终端	25 元	30 元	100 元	300 元
销量-2013	40000 吨	40000 吨	20000 多吨	3000 多吨 （最好的时候 5000 多吨）
毛利率	60%左右	60%以上	80%以上	80%以上

来源：齐鲁证券研究所，公司及市场渠道草根调研

- 张裕正加大产品体系中餐酒的建设，包涵品牌、产品线等。**我们前文中讲到前几年张裕的扩张点主要在高档的酒庄酒系列上。而今对于餐酒的梳理成了重中之重，措施包括：1、设立了“醉诗仙”品牌（公司希望能打造像中档酒中的代表的解百纳品牌）。公司 2014 年下半年推出大众葡萄酒品牌“醉诗仙”，在全国范围，主要是商超渠道进行铺市。新产品

价格带在 30-60 元（30-60 元的价格带主要是原来解百纳之下、普通干红之上，张裕体系中比较空白的价格带）。公司希望通过主打“醉诗仙”形成公司新的餐酒品牌，也希望对原有的餐酒体系进行升级和替代。

2、梳理产品线，款少，更精致、更新潮，做大单品。张裕已经对公司产品进行梳理，从原有的 800 多个降低到 2014 年的 200 多个，其中，普通干红的产品线还是比较繁杂。公司希望通过淘汰销量小的单品，推出新的主打单品，逐渐梳理餐酒产品体系，做到聚焦大单品。我们从年初成都糖酒会了解到，张裕准备推出 17 个系列共 50 余款时尚葡萄酒新品，以满足年轻消费者不同口味偏好的需求，新品零售价格均在 100 元之内。

图表 12：张裕新大众餐酒品牌——醉诗仙



来源：网络公开产品资料

提升餐酒竞争力措施一：提升种植、采购效率加大对于产品性价比的突破

- 葡萄酒行业有句话“七分原料、三分酿造”，这句话道出了葡萄酒原本的农副产品的属性，也说出了行业竞争的核心焦点之一：原料。
- 我们认为，原料对于葡萄酒行业的影响主要体现在两个方面：第一、成本，通过科学化、机械化种植、酿造，降低成本，是大众餐酒的重要竞争手段之一，这也是国际上新世界产品替代旧世界产品的重要原因之一。而对于中国来说，由于上游种植业的粗放、土地获取成本高、税收补贴政策不健全等因素，中国的大众酿酒葡萄原料，比进口同等产品（包含关税、物流等费用）贵 20%，上游的落后大大制约了中国葡萄酒品牌的发展；第二，品种的多样性，在中国，被大众认知的特色葡萄酒品种并不多，张裕解百纳所用的“蛇龙珠”算是比较广泛认知的有中国特色的品种之一，葡萄品种的特色有限同样限制了下游葡萄酒产品的多样化，同时，给产品溢价所依赖的差异化增添不少难度。

图表 13: 国内产品和进口葡萄酒性价比比较——以张裕为例

	酒庄酒	解百纳	餐酒
性价比指数	低	高	低
原因	顶级产品中国的原料、酿造等各项成本较高,好酒的价格较进口产品比偏贵	解百纳采用以蛇龙珠为主的原料混酿,原料主要在烟台产区出产,风味比较独特,产品风味差异化提升产品性价比	餐酒原料比较同质化,进口原料质量稳定,价格(包括进口成本关税)较国内低 20%,有产地背书,国内产品性价比不高

来源: 齐鲁证券研究所,公司及行业草根调研

- 张裕正在加大产品和原料性价比方面做积极的努力。首先,推广机械化示范种植。公司 2014 年起在烟台地区的自有葡萄园尝试种植业的现代化升级,努力通过机械化、集约化的方式提升葡萄原料质量的稳定性和成本的竞争力。未来,烟台的试点将会在更多合作葡萄基地推广。其次,推动市场化收购价格机制的形成。公司 2013 年起在收购价格方面引入国际比价和优质优价的收购政策,试图推动上游种植业的产业升级,最终提升本土原料的性价比和国际竞争力。
- 我们认为,张裕作为行业龙头,正承担着推动整个中国葡萄酒产业升级的责任,尤其在上游种植业现代化的努力中,承担了相应的社会责任和外部成本,这可能将使短期内其付出和收获的效益不完全对等,但长期看,将奠定龙头企业在行业中的地位。

提升餐酒竞争力措施二: 从原料、渠道两方面加大消费者的可获得性

- 我们在前期行业深度报告中,通过对全球市场的分析,认为,葡萄酒的可获得性主要表现在两个方面:首先,是以原料为基础的充裕的供应,另一个是对于消费者易获得。
- 从原料的角度上来看,张裕拥有全国近 1/4 的酿酒葡萄基地。张裕对于基地的建设非常重视,拥有 30 多万亩酿酒葡萄园(其中小部分是自有,大部分是和农户合作的形式控制),以保证原料供应质和量。

图表 14: 张裕六大基地概况

基地概况	基地自然条件及酿酒特点
烟台基地: 约 7 万亩 位置: 烟台市所辖的蓬莱、龙口、莱州等地 酒庄: 卡斯特酒庄 特点: 与波尔多同一纬度,具有百余年种植葡萄历史	<ul style="list-style-type: none"> ● 自然条件: 烟台位于北纬 37.5 度附近,与法国著名葡萄酒产区波尔多地区处于同一纬度。烟台属暖温带大陆性季风气候,三面环海,由于受海洋的影响,与同纬度的内陆相比,气候温和,夏无酷暑、冬无严寒。境内多丘陵山地,土壤类型分为棕壤、褐土、潮土和风砂土,以棕壤土为主。土壤中性偏酸、砾石含量高、透气性好,特别适宜葡萄生长。海岸葡萄酒需要的“阳光、沙砾、海洋”三大要素,烟台都具备。 ● 酒体特色: 张裕百年酒窖干红,是目前中国唯一一款收藏级葡萄酒,也是张裕最高端的葡萄酒,酿酒葡萄也来自烟台基地的 300 亩优质葡萄基地,每株葡萄树均达到 25 年以上黄金树龄。
陕西基地: 1.5 万亩 位置: 泾阳县北部沿山的白王、口镇、兴隆、蒋路、龙泉等地 酒庄:	<ul style="list-style-type: none"> ● 自然条件: 这里位于陕西关中腹地,泾河下游,海拔 550 米至 700 米,属暖温带大陆性季风气候。年平均气温 13 摄氏度,年降水量 548.7 米,年平均日照时数 2195 小时,无霜期 213 天。土壤类型为黄绵土、黄棕壤、棕壤,土层深厚,耕作层松软,保肥能力强,土壤中富含营养矿物质元素,利于葡萄根系生长。 ● 酒体特色: 主要葡萄品种有: 赤霞珠、蛇龙珠、红玫瑰、霞多丽、贵人香、龙眼、白玉霓等。

基地概况	基地自然条件及酿酒特点
<p>宁夏基地：8 万亩 位置：贺兰山东麓 酒庄：宁夏罗斯十五世酒庄 特色：葡萄酒地理标志产品保护区</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 自然条件：贺兰山东麓地区地处黄河冲积平原与冲洪积倾斜平原交汇地带，是世界葡萄种植的“黄金地带”，位于中温带干旱气候区，属于典型的大陆性气候，具有高积温、强光照、少降雨、大温差、可控水、无污染的特点，并能引黄灌溉。在这里种植葡萄无病虫害，具有香气发育完全、色素形成良好、含糖量高、含酸量适中、品质优良的优势。由此，<u>贺兰山东麓地区成为继山东烟台、河北昌黎之后第三个被国家质量监督检验检疫总局批准认定的中国葡萄酒地理标志产品保护区。</u> ● 生产条件：张裕公司总农艺师程国利博士说，宁夏冻害比较多，夏季干旱，<u>葡萄产量低</u>。也正因为产量低，只要结了葡萄，就能成熟得较好。 ● 酒体特色：宁夏酒的香气介于烟台和新疆之间，既不像新疆基地的葡萄那么强壮、饱满和浓郁，又不像烟台基地的葡萄那么细腻和优雅，恰好处在中间。所以<u>宁夏基地的葡萄，主要特色就是酿出的酒平衡性好。</u>
<p>北京基地：1500 亩 位置：北京市密云县 酒庄：爱斐堡酒庄 特色：一株葡萄一瓶酒 特色：全球首创（种植酿造、主题旅游、专业品鉴、休闲度假）四位一体酒庄模式</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 自然条件：酒庄副总经理阮仕立介绍，北京密云县属于暖温带半湿润、半干旱季风型大陆性气候，酒庄葡萄园为山地和丘陵，富含石灰质的砾石混合土壤，土质疏松，透气性好，适合生产优质酿酒葡萄。 ● 生产条件：栽培模式结合北京属于埋土防寒区的实际，采用的是独龙杆水平篱架式，既便于埋土，又可人工限产，确保了葡萄品质。<u>栽培密度是一亩地 266 株葡萄树，仅仅是波尔多的一半。“爱斐堡做到了一株葡萄树酿一瓶酒。”</u> ● 酒体特色：阮仕立说，由于北京在烟台和新疆的中间地带，所以这里的葡萄既有烟台滨海葡萄的优雅、细腻，又有西部新疆葡萄的强壮、饱满，兼具两者的优点。
<p>辽宁基地：5000 亩 位置：辽宁桓龙湖湖区 酒庄：黄金冰谷冰酒酒庄 特色：全球最大的冰酒基地，年产冰酒接近 1000 千升，相当于目前全球的冰酒年总产量，使珍稀的世界冰酒产能扩大了一倍。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 自然条件：张裕总工程师李明博博士称，桓龙湖湖区之所以称“黄金冰谷”，是因为有三大明显优势：一是纬度合适，北纬 41 度可在适当时机确保零下 8℃ 的严寒环境，是种植冰酒葡萄的绝佳地带；二是依山傍水，种植区海拔 380 米，葡萄园缓坡向阳，十分有利于形成夏季温暖但昼夜温差大、冬季寒冷但不干燥的湖区小气候，使葡萄果实表面产生贵腐菌，从而形成浓郁、独特的香气。尤其是在 12 月上中旬，对葡萄在零下 8℃ 的自然条件下冰冻超过 24 小时具有充分的保证，这是加拿大的冰酒湖区也难以企及的优势；三是土质优异，主要为棕壤、草甸土和水稻土，土壤偏酸性(PH 值 5.5~6.5)，含大量氮、磷、钾等有机质，非常适合优良冰酒葡萄品种威代尔的生长。 ● 生产条件：以上种种优越条件可保证桓龙湖湖区威代尔葡萄经压榨后的葡萄汁白利糖度能够达到每升 350 克，完全达到甚至高于加拿大酒商质量联盟 (VQA) 和国际葡萄与葡萄酒组织 (OIV) 的标准。
<p>新疆基地：8 万亩，仍在扩 位置：天山北麓 酒庄：新疆巴保男爵酒庄 酿酒葡萄平均糖度高达 23 度</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 自然条件：这里属于典型的中温带干旱荒漠气候，有效积温高，日照充足，昼夜温差大，有利于糖分的迅速积累和葡萄色素的形成，使浆果的颜色深、含糖量高。张裕新疆生产营销中心原料基地负责人王建国说，天山北麓产区多为冲积平原或洪积平原，成土母质以冲积物为主，其中含有砾石、沙粒，土质粒径较细，土质疏松，通水透气性强，有利于葡萄根系的生长发育。土壤属于棕漠土、灰漠土和潮土，富含钙质，土层深厚，有机质含量丰富。 ● 生产条件：新疆生产建设兵团农 8 师 152 团团团长王东旭告诉记者，张裕新疆基地，一列葡萄架从这头到那头一般都会有 400 到 500 多米，长的有 700 米，一般一列就是 2 亩地，这样便于机械化作业和管理。

来源：齐鲁证券研究所

- **张裕的销售规模几倍于竞争对手，在渠道方面的建设，远胜于国内外同行。**张裕年销售 40-50 亿，销售规模是国内第 2-3 名品牌的 3-5 倍。而进口品牌大多通过进口商运营国内渠道，国内最大的进口商厦门建发、

ASC 等规模基本也在 10 亿以下，从规模来看，张裕的铺货率、市场影响力都远胜竞争对手。

图表 15: 国内主要葡萄酒品牌销售规模对比

单位：亿元人民币

公司名称	2013 年		2012 年		2011 年	
	营业收入	市场份额	营业收入	市场份额	营业收入	市场份额
张裕 A	43.21	10.59%	56.44	12.87%	60.28	15.67%
中国食品 (H 股)	14.75	3.61%	31.08	7.09%	29.54	7.68%
王朝 (H 股)	-	-	-	-	11.56	3.01%
本公司	7.11	1.74%	7.98	1.82%	8.36	2.17%
通天 (H 股)	1.76	0.43%	6.58	1.50%	8.30	2.16%
中葡股份 (A 股)	5.52	1.35%	6.19	1.41%	5.37	1.40%
莫高股份 (A 股)	3.65	0.89%	3.61	0.82%	3.63	0.94%
通葡股份 (A 股)	0.85	0.21%	0.84	0.19%	0.95	0.25%

来源：威龙股份公开资料

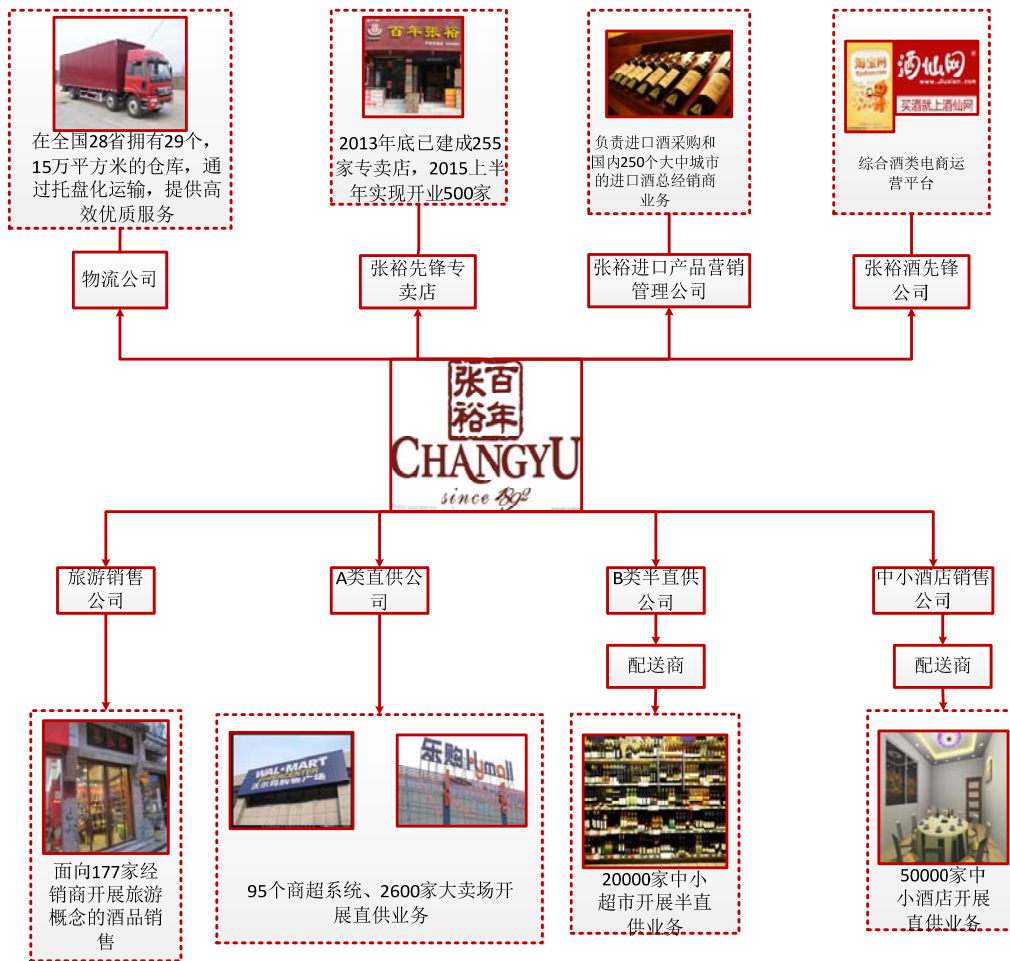
- 不同于高端酒庄酒销售以酒店为主，餐酒的销售主要是在商超，张裕正在通过分销渠道的扁平化，提升商超等快消渠道的运营效率。张裕目前正在努力打造 A 类直供商超、B 类通过经销商配送的半直供商超、以承包方式直营的先锋酒庄连锁专卖店为主。目前，公司扁平化的直供、半直供渠道占总销售的约 20%，未来随着商超主打产品普通餐酒的放量和扁平化渠道的推进，这一占比仍将提升。力图通过渠道的进一步扁平加强终端管理，提升周转效率，通过减少渠道的损耗和加价，在实现加强终端管理的同时，降低零售价格，从而提升消费者购买的可获得性（更多的网店、更便宜的价格等等）。

图表 16: 张裕庞大的分销和终端体系



来源：张裕调研

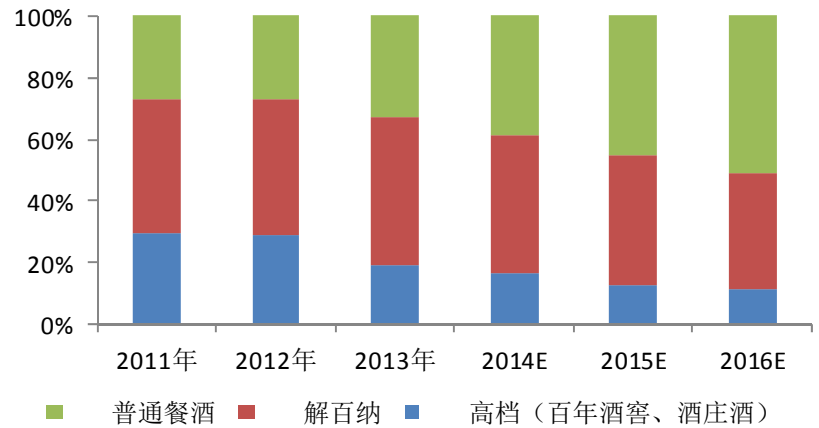
图表 17: 张裕近年渠道打造, 以直供、半直供的商超和终端为主



来源: 张裕

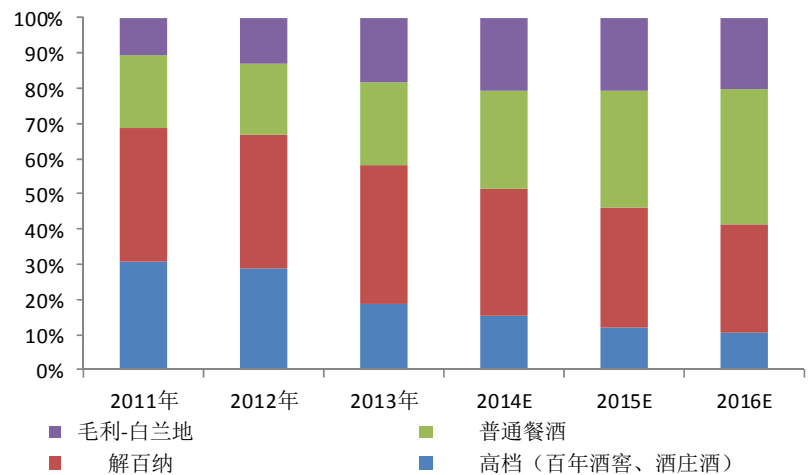
张裕的未来: 构建多风格餐酒大众产品线, 激活经销体系

- 由于张裕前期的战略侧重点不在大众餐酒系列, 其普通餐酒性价比也不够, 因此, 长期以来, 以干红为代表的餐酒系列中鲜有大单品, 上百个产品整体呈现大而不强的态势, 在整体业务中的收入、业务贡献比例也不高。

图表 18: 未来餐酒将成为张裕葡萄酒收入主要贡献来源


来源: 齐鲁证券研究所

- 而产品的好最终将通过销售渠道的单位产品盈利提高, 消费者自然点击率上升, 产品周转加快等方式, 推动渠道盈利的提升和渠道销售、扩张的动力增强。这些变化在前期除了提供一个优秀的产品外, 还需要公司一定程度的前期营销推广和渠道费用投入。
- 我们认为, 通过努力和调整, 假以时日, 张裕的普通餐酒产品体量、品牌都会实现由大变强的过程: 通过提升上游种植、加强市场化采购价格机制形成的努力, 降低成本增加产品的价格竞争力; 通过对产品线的精简、推出多样化产品、强化餐酒品牌, 提升餐酒的产品吸引力; 通过渠道的扁平, 强化对终端的管理和消费者的传播。我们预计, 随着餐酒系列逐渐成为公司收入、盈利的主导品类, 2016年后, 公司将迎来新一轮业绩的加速成长。

图表 19: 张裕各品类产品毛利贡献


来源: 齐鲁证券研究所

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测假设条件

- **销售量和价格假设：**假设酒庄酒下滑放缓，解百纳 2014 年开始企稳恢复增长，干红 2014 年开始加速增长，酒庄酒和解百纳各系列均价保持稳定，其中，由于新餐酒品牌产品价格高于原系列使得从销售均价上移，白兰地正在进行产品升级，均价提升。

图表 20：各系列销售量假设

	2012年	2013年	2014E	2015E
葡萄酒、白兰地大类销售				
销量-葡萄酒-吨	81,677	67,978	69,050	75,563
高档(百年酒窖、酒庄酒)	6,000	3,000	2,500	2,000
解百纳	28,000	22,000	19,800	19,800
普通餐酒	47,500	42,500	46,750	53,763
销量-白兰地-吨	45,000	40,000	44,000	45,000

来源：齐鲁证券研究所

图表 21：各系列吨酒价格假设

	2012年	2013年	2014E	2015E
葡萄酒、白兰地大类销售				
吨酒价-葡萄酒-元	55,724	49,009	44,653	42,781
高档(百年酒窖、酒庄酒)	213,333	205,128	200,000	200,000
解百纳	70,667	70,655	70,655	70,655
普通餐酒	25,071	25,071	25,333	26,667
吨酒价-白兰地-元	19,089	20,467	21,000	21,000

来源：齐鲁证券研究所

- **毛利假设：**大众餐酒（葡萄酒餐酒和白兰地）由于新推出的主打产品价格高于原先抵挡餐酒，吨酒价可能上升，其他品类吨酒价格保持不变。从增长结构来说，低价的餐酒品类增速高于高价的中高档葡萄酒销售。由于对上游采购和合作的加强，2013 年开始的成本控制策略 2015 年开始集中体现效果，公司各品类产品成本每年保持 5 个百分点下降。根据以上的收入成本变化假设，得出公司的毛利率将于 2015 年起恢复。

图表 22：销售收入及成本分拆假设

报告参数	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014E	2015E	2016E
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表			
财务报表分析(原始货币:百万元)								
营业收入	4,199	4,983	6,028	5,644	4,321	4,157	4,258	4,735
葡萄酒			4,967	4,551	3,332	3,083	3,163	3,535
白兰地			758	859	819	924	945	1,050
其他			303	233	171	150	150	150
营业成本	1,192	1,258	1,439	1,401	1,358	1,337	1,357	1,444
葡萄酒			1,030	949	960	904	917	964
白兰地			287	323	298	348	356	395
其他			122	129	100	85	85	85
毛利	3,008	3,725	4,588	4,242	2,963	2,821	2,901	3,291
葡萄酒			3,937	3,602	2,372	2,179	2,246	2,571
白兰地			471	536	521	576	590	655
其他			181	104	70	65	65	65
毛利率	71.6%	74.8%	76.1%	75.2%	68.6%	67.8%	68.1%	69.5%

来源：齐鲁证券研究所

- **费用假设：**由于新餐酒的推广，我们预计费用率将有小幅上升，但由于公司存在严格的费用预算控制，也在逐渐削减低效使用的费用增加效率，我们预测每年费用率上升 0.1 个百分点。

图表 23: 费用、利润预测

会计年度截止日: 12/31	2012	2013	2014E	2015E	2016E
单位: 人民币百万元					
营业总收入	5,643.53	4,320.95	4,157.31	4,257.69	4,735.45
增长率 (YOY)	-6.37%	-23.44%	-3.79%	2.41%	11.22%
营业成本	1,401.09	1,357.90	1,336.75	1,357.14	1,443.97
占营业收入比重	24.8%	31.4%	32.2%	31.9%	30.5%
其中: 原料料	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧和摊销额	144.51	150.16	160.13	204.67	446.20
职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利	4,242.44	2,963.05	2,820.56	2,900.55	3,291.48
毛利率	75.17%	68.57%	67.85%	68.13%	69.51%
增长率 (YOY)	-7.53%	-30.16%	-4.81%	2.84%	13.46%
营业税金及附加	318.21	236.39	237.20	238.65	264.89
占营业收入比重	5.64%	5.47%	5.71%	5.61%	5.59%
销售费用	1,449.22	1,140.84	1,018.54	1,047.39	1,169.66
占营业收入比重	25.68%	26.40%	24.50%	24.60%	24.70%
管理费用	254.37	245.50	236.20	241.90	269.05
占营业收入比重	4.51%	5.68%	5.68%	5.68%	5.68%
EBITDA	2,365.13	1,490.48	1,488.74	1,577.29	2,034.08
占营业收入比重	41.91%	34.49%	35.81%	37.05%	42.95%
增长率 (YOY)	-8.77%	-36.98%	-0.12%	5.95%	28.96%
EBIT	2,220.63	1,340.32	1,328.61	1,372.61	1,587.88
占营业收入比重	39.35%	31.02%	31.96%	32.24%	33.53%
增长率 (YOY)	-10.74%	-39.64%	-0.87%	3.31%	15.68%
财务费用	-19.92	-18.70	-65.35	-70.03	-74.50
占营业收入比重	-0.35%	-0.43%	-1.57%	-1.64%	-1.57%
净利润 (归属于母公司所有者的)	1,700.93	1,048.19	1,069.30	1,107.84	1,273.55
占营业收入比重	30.14%	24.26%	25.72%	26.02%	26.89%
增长率 (YOY)	-10.8%	-38.4%	2.0%	3.6%	15.0%

来源: 齐鲁证券研究所

公司估值

- 相对估值, 由于 2014-2016 是张裕业绩的恢复期, 难以有较高的增速, 我们按照 20151.62 元 20 倍 PE, 给予目标价 32.4 元。公司 2014-2016 年的收入 41.57 亿、42.58 亿、47.35 亿, EPS 为 1.56、1.62、1.86, 盈利增速 2%, 4%, 15%, 考虑到张裕作为行业龙头长期增长的稳定性, 我们按照 2015 年的 EPS, 给予龙头消费品公司 20 倍 PE 估值, 给予公司目标价 32.4 元。

图表 24: 行业估值比较

排名	代码	简称	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (LF)	市现率 PCF (TTM)	市销率 PS (TTM)
				TTM	14E	15E	TTM	14E	15E			
		行业均值(整体法)	165.78	1.33	1.96	2.18	17.12	14.43	13.00	3.12	-58.26	3.57
		行业中值	48.83	0.19	0.76	0.86	32.27	23.83	20.73	3.33	-13.05	4.60
1	600519.SH	贵州茅台	1782.66	13.24	13.75	15.09	11.79	11.36	10.34	3.94	2500.53	5.65
2	000858.SZ	五粮液	684.03	1.63	1.80	1.98	11.06	10.02	9.08	1.83	-11.98	3.28
3	002304.SZ	洋河股份	658.88	4.25	4.47	4.92	14.41	13.69	12.45	3.65	-23.78	4.62
4	600600.SH	青岛啤酒	525.94	1.47	1.64	1.89	26.52	23.74	20.63	3.55	-145.12	1.74
5	000568.SZ	泸州老窖	238.38	1.84	1.59	1.77	9.24	10.67	9.62	2.44	-21.33	2.71
6	000869.SZ	张裕A	202.49	1.38	1.44	1.57	21.41	20.52	18.85	3.11	148.67	4.96
7	000729.SZ	燕京啤酒	192.67	0.26	0.29	0.33	26.22	23.93	20.86	1.59	2792.83	1.36
8	600809.SH	山西汾酒	142.26	0.39	0.73	0.82	42.49	22.49	19.99	3.66	-20.76	3.29
9	603369.SH	今世缘	131.72	1.30	1.25	1.29	20.23	21.03	20.31	3.92	13.14	5.48
10	000596.SZ	古井贡酒	127.31	1.20	1.30	1.48	21.08	19.41	17.07	3.24	-48.74	2.73

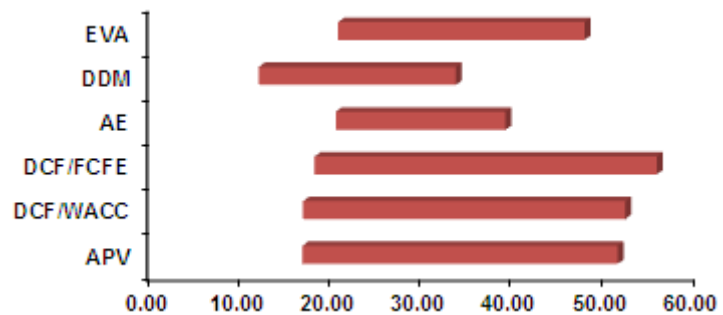
来源: Wind

- **绝对估值: 25 元。**考虑到葡萄酒处于行业成长较初期, 我们认为中国企业在渠道的广深度有绝对优势, 产品性价比调整到位后长期发展机会确定, 永续增长率假设为 3%。由于我们对公司长期的成长性比较看好, 3 年以后预计公司可以恢复到年均 15-20% 的盈利增速 (在一个成长性的消费品企业不激进), 而 2014-2016 年我们认为张裕的调整期, 所以绝对估值结果由于考虑到了长期发展, 绝对估值在 25 元左右。

图表 25: 绝对估值假设指标

资产回报率Ka		股票回报率Ke	
行业Beta	0.80	股本总额	685.46
无风险利率Rf	4.00%	股价	31.24
风险溢价	8.00%	股本价值Ve	21,413.90
资产回报率Ka	10.40%	债务总额Vd	243.17
		债务利率Kd	8.00%
		实际税率Tc	24.98%
加权平均资本成本WACC			
债务比率D/(E+D)	1.12%	股票Beta	0.80
权益比率E/(E+D)	98.88%		
WACC	10.35%	股票回报率Ke	10.40%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 26: 绝对估值结果


来源: 齐鲁证券研究所

投资建议

- **我们认为:** 张裕是一家极具长期投资价值的公司, 由于短期的战略调整和业绩修复, 近三年业绩的增长承压, 但长期来看, 待其战略调整完成, 仍然将恢复较高的稳定成长性。
- **首次覆盖给予“增持”评级, 目标价 32.4。**
- **催化剂:** 1、2014 年渠道过剩存货的消化, 使得张裕销售开始见底回升,

出现估值修复行情，2、未来三年，市场都将观察公司战略改进的效果，公司新产品渠道和消费者的接受程度超预期、报表业绩超预期增长、国家在上游种植方面的支持政策出台或张裕对于上游种植成本和产品的优化，都将成为股价的催化剂，推动市场表现。

风险提示

- 由于公司转型的力度和投入不足，导致转型的速度和效果不达预期；
- 公司在餐酒产品方面提升性价比的努力由于涉及上游种植业，可能因为产业链条过长，导致进度较慢，影响餐酒产品的性价比，从而在和进口产品竞争方面竞争力的不确定；
- 公司在酒庄和工业园方面的建设需要大量的固定资产投入，对现金需求大，新增资产的盈利能力和带来的现金和财务费用压力存在不确定性；
- 董事长曾表示 70 岁退休，未来三年可能面临领导班子更迭对战略决策变化带来的市场波动。

图表 27: 盈利预测

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
营业总收入	6,028	5,644	4,321	4,157	4,258	4,735	货币资金	2,533	2,227	1,368	720	728	932
增长率	20.96%	-6.4%	-23.4%	-3.6%	2.4%	11.2%	应收账款	259	256	356	266	272	293
营业成本	-1,439	-1,401	-1,368	-1,337	-1,357	-1,444	存货	1,756	2,269	2,121	2,381	2,231	2,136
%销售收入	23.9%	24.8%	31.4%	32.2%	31.9%	30.5%	其他流动资产	93	52	54	62	56	61
毛利	4,588	4,242	2,953	2,821	2,901	3,291	流动资产	4,641	4,804	3,889	3,428	3,287	3,482
%销售收入	76.1%	75.2%	68.6%	67.8%	68.1%	69.5%	%总资产	63.6%	59.1%	43.7%	38.5%	34.2%	32.7%
营业税金及附加	-362	-318	-236	-237	-239	-265	长期投资	5	5	0	0	0	0
%销售收入	6.0%	5.6%	5.5%	5.7%	5.6%	5.6%	固定资产	2,058	2,696	3,444	4,800	5,652	6,466
营业费用	-1,503	-1,449	-1,141	-1,019	-1,047	-1,170	%总资产	28.2%	33.2%	43.0%	53.9%	58.8%	60.8%
%销售收入	24.9%	25.7%	26.4%	24.5%	24.6%	24.7%	无形资产	412	439	475	485	496	506
管理费用	-235	-254	-245	-236	-242	-269	非流动资产	2,655	3,319	4,102	5,468	6,331	7,155
%销售收入	3.9%	4.5%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	%总资产	36.4%	40.9%	51.3%	61.5%	65.8%	67.3%
息税前利润 (EBIT)	2,488	2,221	1,340	1,329	1,373	1,688	资产总计	7,296	8,123	8,002	8,897	9,618	10,638
%销售收入	41.3%	39.3%	31.0%	32.0%	32.2%	33.5%	短期借款	81	151	243	0	0	0
财务费用	45	20	19	38	29	30	应付账款	1,080	1,246	950	903	931	1,029
%销售收入	-0.7%	-0.4%	-0.4%	-0.9%	-0.7%	-0.6%	其他流动负债	891	593	344	823	782	841
资产减值损失	-14	-3	-2	0	0	0	流动负债	2,032	1,989	1,537	1,726	1,713	1,870
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	114	74	94	94	94	94
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,146	2,064	1,631	1,820	1,807	1,964
营业利润	2,518	2,238	1,357	1,356	1,401	1,618	普通股股东权益	5,014	5,913	6,208	6,914	7,648	8,511
营业利润率	41.8%	39.7%	31.4%	32.9%	32.9%	34.2%	少数股东权益	136	146	163	163	163	163
营业外收支	22	32	40	31	35	35	负债股东权益合计	7,296	8,123	8,002	8,897	9,618	10,638
税前利润	2,540	2,270	1,397	1,388	1,436	1,653	比率分析						
利润率	42.1%	40.2%	32.3%	33.6%	33.7%	34.9%	每股净资产	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-632	-569	-349	-349	-359	-413	每股净利润	3.617	2.481	1.529	1.530	1.571	1.809
所得税率	24.9%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产(元)	9.508	8.626	9.057	10.087	11.158	12.417
净利润	1,907	1,701	1,048	1,049	1,077	1,240	每股经营现金流(元)	2.855	1.900	1.072	1.600	2.019	2.361
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利(元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500	0.500
归属于母公司的净利润	1,907	1,701	1,048	1,049	1,077	1,240	回报率						
净利率	31.6%	30.1%	24.3%	25.2%	25.3%	26.2%	净资产收益率	38.04%	28.77%	16.88%	15.17%	14.09%	14.57%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	26.14%	20.94%	13.10%	11.79%	11.20%	11.68%
净利润	1,907	1,701	1,048	1,049	1,077	1,240	投入资本收益率	69.23%	41.77%	19.15%	15.66%	14.52%	15.49%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	119	147	152	160	205	223	营业总收入增长率	20.96%	-6.37%	-23.44%	-3.79%	2.41%	11.22%
非经营收益	-64	1	-29	-25	-35	-35	EBIT增长率	32.17%	-10.74%	-39.64%	-0.87%	3.31%	15.68%
营运资金变动	-456	-547	-436	-87	138	191	净利润增长率	32.98%	-10.82%	-38.38%	0.04%	2.69%	15.18%
经营活动现金净流	1,506	1,302	735	1,037	1,384	1,618	总资产增长率	21.94%	11.34%	-1.50%	11.19%	8.11%	10.60%
资本开支	754	868	961	1,485	1,033	1,012	资产管理能力						
投资	199	0	-17	0	0	0	应付账款周转天数	6.9	8.5	13.2	14.0	13.0	12.0
其他	45	668	418	0	0	0	存货周转天数	366.8	524.2	580.0	650.0	600.0	540.0
投资活动现金净流	-510	-210	-560	-1,495	-1,033	-1,012	应付账款周转天数	62.0	72.3	78.4	70.9	73.8	74.4
股权募资	0	10	16	0	0	0	固定资产周转天数	87.1	113.7	164.0	214.5	258.7	255.3
债权募资	0	0	243	-243	0	0	偿债能力						
其他	-738	-796	-1,040	-7	-343	-343	净负债/股东权益	-47.61%	-34.27%	-17.65%	-10.17%	-9.32%	-11.44%
筹资活动现金净流	-738	-786	-781	-250	-343	-343	EBIT利息保障倍数	-55.9	-111.5	-71.7	-35.2	-47.9	-52.9
现金净流量	258	306	-606	-648	9	254	资产负债率	29.41%	25.40%	20.38%	20.49%	18.79%	18.46%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

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%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。