

## 资产价值被低估，只欠国企改革东风

■对于啤酒行业的最新观点：1) 在我国啤酒行业可并购区域性标的所剩无几的情况下，行业整合进一步的推动力可能需要龙头间进行一定程度上的整合；2) 而判断啤酒行业盈利拐点的主要依据应该是围绕集中度结构和竞争格局展开的，首要关注龙头间整合能否实现一家独大、老二老三安分守己的稳定竞争结构，就像美国市场（前三份额分别为57%、18%和17%）。3) 当前我国啤酒行业老大其实还未真正决出，行业价格压制和费用投入因素短期仍存，因此行业盈利仍较难提升，还需看未来龙头进一步整合。

■国企改革一旦落地将推动经营改善，释放新活力和业绩：在行业竞争仍较胶着的大背景下，公司在发展道路上此刻正需要新的活力和动力来激活自身，以谋求新的未来，其实公司在产品、营销、管理等多方面确实是存在较大经营改善空间的，而这些改善的推动力可能需要公司体制改革或者借助外力外脑；在我国国企改革大潮汹涌的背景下，公司在引入战投和管理层激励机制改革方面有所突破的进度可能会加速，看好未来公司改革释放活力和红利。

■资产价值被低估的啤酒四强：公司当前份额11%左右，位列行业第四，其拥有的三大基地市场北京、广西和内蒙古份额高，分别达到了85%、85%和75%，战略价值显著。从行业可比吨产能市值和吨产能收购价两个维度分析，公司的资产价值都是被低估的，平均低于行业至少30%。

■投资建议：预计2014-2016年的营业收入增速分别为2.2%、6.9%和7.8%；净利润增速分别为1.9%、15.7%和14.8%；对应EPS分别为0.25元、0.29元和0.33元。在北京国企改革预期下，引入战略投资者和管理层激励机制改革可能会有松动，国企改革有望使得业绩和估值双提升，行业内弹性最大；同时公司15年PS1.6倍、PB1.9倍，均为行业最低，具有安全边际；当前吨产能价值3150元/吨，平均低于同行至少30%，仅按照4000元/吨给估值的话，合理市值应该在290亿；上调目标价至10.32元，对应35.6X15PE，维持增持-A投资评级。

■风险提示：国企改革低于预期；天气因素；部分重要市场竞争格局发生巨大负面变化；原料价格剧烈波动等。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	13,033.3	13,748.4	14,045.5	15,013.2	16,189.8
净利润	616.2	680.6	693.6	802.2	920.7
每股收益(元)	0.22	0.24	0.25	0.29	0.33
每股净资产(元)	3.47	4.18	4.34	4.51	4.72

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	38.1	34.5	33.9	29.3	25.5
市净率(倍)	2.4	2.0	1.9	1.9	1.8
净利润率	4.7%	5.0%	4.9%	5.3%	5.7%
净资产收益率	6.3%	5.8%	5.7%	6.3%	6.9%
股息收益率	1.2%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%
ROIC	5.3%	5.6%	5.7%	6.0%	7.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

维持评级

6个月目标价

10.32元

股价(2015-02-12)

8.36元

交易数据

总市值(百万元)	23,488.69
流通市值(百万元)	20,903.78
总股本(百万股)	2,809.65
流通股本(百万股)	2,500.45
12个月价格区间	6.19/8.69元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.79	-14.30	-33.50
绝对收益	-3.80	18.41	16.76

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004  
hengkun@essence.com.cn  
010-66581658

报告联系人

张龙

021-68763897

zhanglong2@essence.com.cn

相关报告

凉夏影响销量，期待北京国企改革	2014-10-17
行业竞争仍较激烈 关注北京国企改革	2014-08-14
白马实力，黑马精神，谱写2014新篇章	2014-05-30

## 正文目录

1. 对啤酒行业的一些观点.....	3
1.1. 啤酒行业前期观点回顾.....	3
1.2. 啤酒行业近期观点更新.....	4
2. 万事俱备，只欠东风——国企改革浪潮汹涌.....	5
3. 国企改革一旦落地将推动经营改善，释放新活力和业绩.....	6
3.1. 产品创新改善空间.....	6
3.2. 品牌营销创新改善空间.....	7
3.3. 管理经营效率改善潜力较大.....	7
4. 资产价值被低估的啤酒四强.....	8
5. 投资建议.....	10
6. 风险提示.....	10

## 图目录

图 1: 我国啤酒行业集中度提升趋势持续.....	3
图 2: 集中度提升带来行业盈利能力改善.....	3
图 3: 2013 年各国啤酒行业 CR3.....	3
图 4: 2013 年本土与外资龙头税前利润率的对比.....	3
图 5: 2007 年以来经历了三次比较全面的行业集体性提价（以箭头表示提价）.....	4
图 6: 2004 年以来全球大麦价格经历了两次上涨周期.....	4
图 7: 啤酒生产成本中大麦占比超 20%.....	4
图 8: 2013 年美国啤酒市场集中度.....	5
图 9: 2013 年日本啤酒市场集中度.....	5
图 10: 2013 年中、美、日三国啤酒龙头税前利润率比较.....	5
图 11: 北控集团、燕京啤酒股权结构图.....	6
图 12: 相比青岛啤酒，燕京啤酒产品创新能力相对较弱.....	6
图 13: 燕京啤酒广告代言人偏成熟年龄层消费群体.....	7
图 14: 广西漓泉广告代言人颇具绿色、年轻、活力形象.....	7
图 15: 燕啤管理费用率高于青啤近 4 个 pct.....	8
图 16: 2013 年全国啤酒市场份额.....	9
图 17: 三大基地市场份额高，战略价值显著.....	9

## 表目录

表 1: 2013 年燕啤与青啤的经营效率对比.....	7
表 2: 2013 年行业可比上市公司高管薪资对比.....	8
表 3: 燕京啤酒三大基地市场份额占比高，战略价值显著.....	8
表 4: 啤酒行业可比上市公司吨产能市值中值和均值分别高于燕啤 39%和 60%.....	9
表 5: 近一两年较大型啤酒整合可比案例吨产能收购价中值和均值分别高于燕啤 32%和 19%.....	9
表 6: 万德一致盈利预测（20150212）.....	10

## 1. 对啤酒行业的一些观点

### 1.1. 啤酒行业前期观点回顾

在 2014 年 5 月我们曾通过一篇燕京啤酒的长篇报告《燕京啤酒\_白马实力，黑马精神，谱写 2014 新篇章\_20140530》，深度分析了有关啤酒行业格局和盈利拐点的几个重要问题，我们当时的结论是：

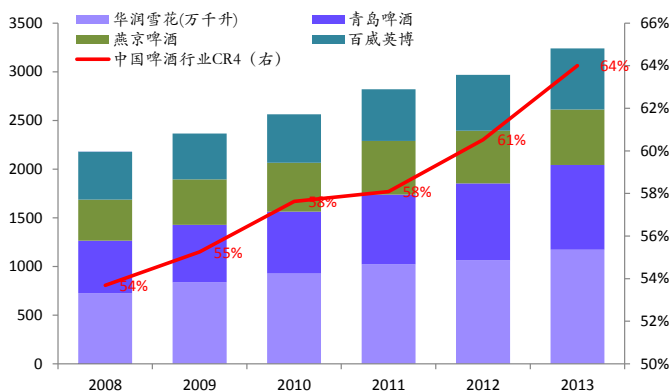
1) 行业集中度提升趋势持续，在区域性可并购标的已所剩无几的情况下，整合似乎已逐渐进入尾声；

2) 通过对比国际以及回溯过去十几年我国啤酒行业的盈利情况，得出集中度的提升会带来行业盈利能力的改善；

3) 尽管 CR5 已超 70%，但 CR3 仅 53%左右，是远低于可比国际情况的，因此认为我国集中度还有提升空间；

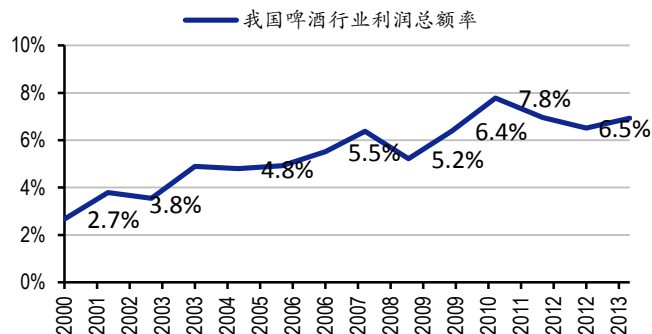
4) 关于当时啤酒行业盈利拐点是否来临这一问题，我们的结论是否定的！我们分析发现过去的几次行业集体性提价都跟原料成本大幅攀升紧密联系，都是成本推动型的被动提价，并非是由于竞争格局改善而进行的行业主动提价，这一点从行业毛利率并未显著提升可以得到验证。

图 1：我国啤酒行业集中度提升趋势持续



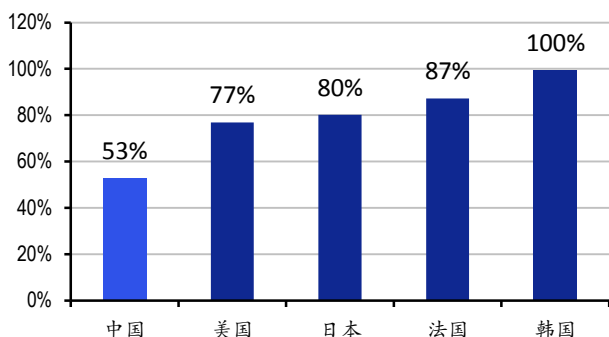
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：集中度提升带来行业盈利能力改善



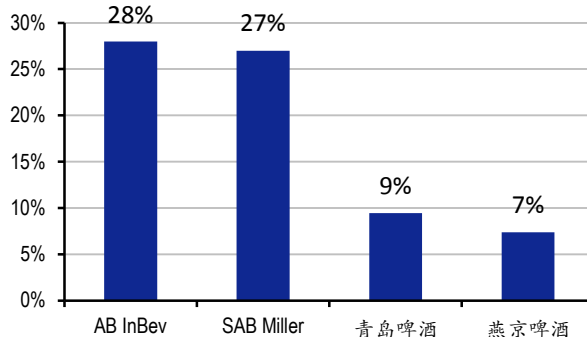
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：2013 年各国啤酒行业 CR3



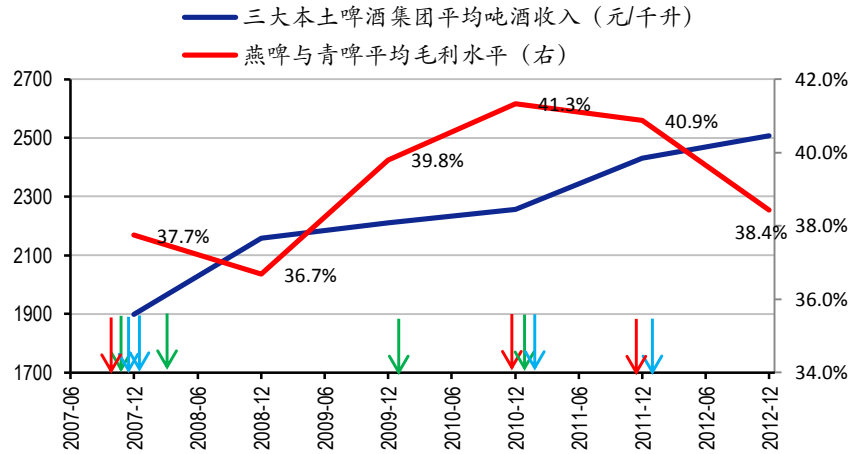
数据来源：公告，Euromonitor，安信（除中美日外为 08 年数据）

图 4：2013 年本土与外资龙头税前利润率的对比



数据来源：安信证券研究中心（外资为税前利润率，本土为利润总额率，两者口径最接近）

图 5：2007 年以来经历了三次比较全面的行业集体性提价（以箭头表示提价）



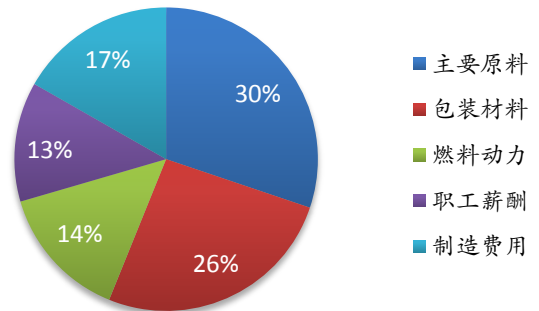
数据来源：安信证券研究中心（红色箭头-华润雪花；蓝色箭头-青啤；绿色箭头-燕啤）

图 6：2004 年以来全球大麦价格经历了两次上涨周期



数据来源：IMF，安信证券研究中心

图 7：啤酒生产成本中大麦占比超 20%



数据来源：燕京啤酒公司公告，安信证券研究中心

## 1.2. 啤酒行业近期观点更新

时至今日，我们的观点总体上仍与此前观点基本一致，但也发现了一些此前没有细致研究的问题：对比美国和日本啤酒市场，两者的集中度都很高，其中 CR4 分别为 83.6%和 91.2%，然而各自市场龙头的利润率水平却差别巨大，美国的百威英博税前利润率 28%，而日本的朝日仅为 6.6%！

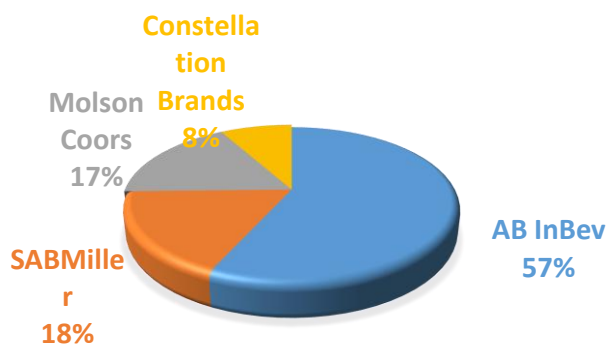
我们认为集中度都很高但盈利能力差别巨大的主要原因是集中度结构的差异，也就是竞争格局的差异，美国啤酒市场百威英博作为龙头一家独大，占有 57%的份额，行业老二份额仅为其三分之一不到，龙头地位难撼，在这样的情况下，老二老三基本上也不会有念想去抢份额，竞争格局稳定。稳定的格局下，几大龙头垄断了的行业在消费基础满足后，盈利能力自然就可以提升。

而反观日本啤酒市场，朝日和麒麟作为前两大龙头，份额伯仲间，分别为 38%和 34%；这样的竞争格局是不稳定的，谁都想做那个唯一的老大，盈利能力较难提升是不可避免的。

所以我们的最新观点是：

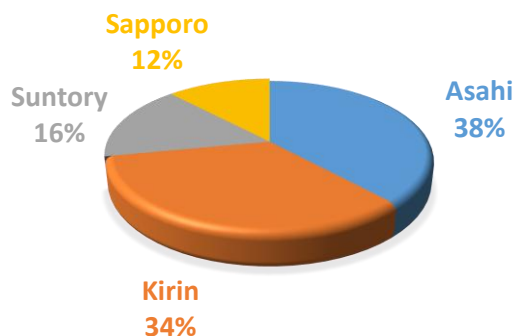
- 1) 在我国啤酒行业可并购区域性标的所剩无几的情况下,行业整合进一步的推动力可能需要龙头间进行一定程度上的整合;
- 2) 而判断啤酒行业盈利拐点的主要依据应该是围绕集中度结构和竞争格局展开的,龙头间整合能否实现一家独大、老二老三安分守己的稳定竞争结构,就像美国市场。
- 3) 当前我国啤酒行业老大其实还未真正决出,行业价格压制和费用投入因素短期仍存,因此行业盈利仍较难提升,还需看未来龙头进一步整合。

图 8：2013 年美国啤酒市场集中度



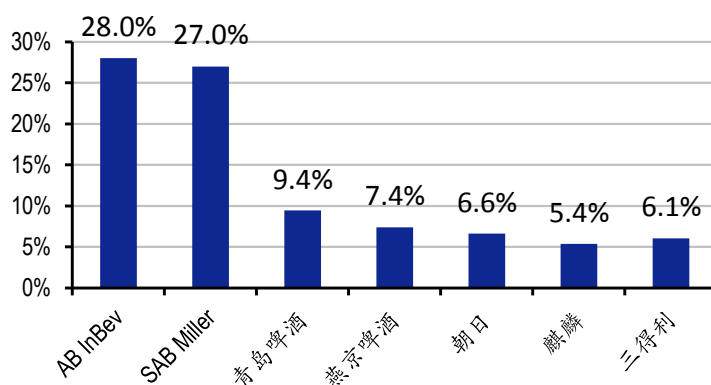
数据来源：Euromonitor2013, 安信证券研究中心

图 9：2013 年日本啤酒市场集中度



数据来源：Euromonitor2013, 安信证券研究中心

图 10：2013 年中、美、日三国啤酒龙头税前利润率比较



数据来源：公告, Bloomberg, 安信证券研究中心

## 2. 万事俱备，只欠东风——国企改革浪潮汹涌

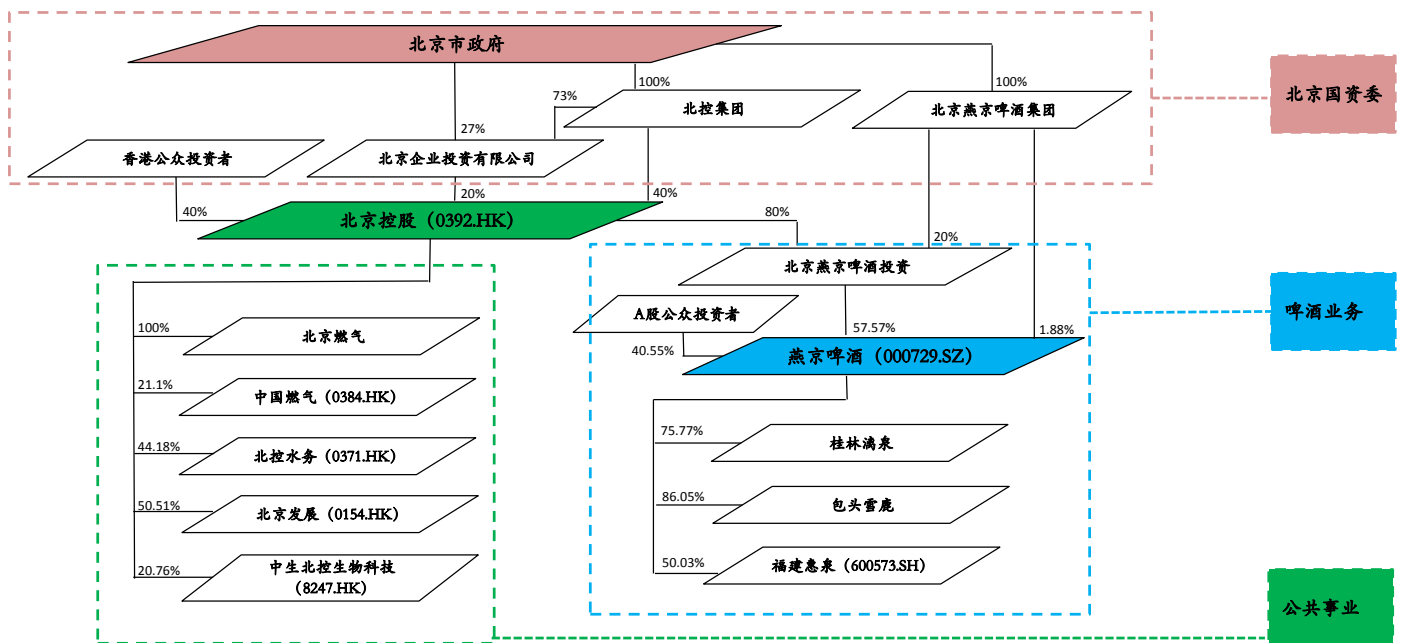
在行业竞争仍较胶着的大背景下,燕京啤酒在发展道路上此刻正需要新的活力和动力来激活自身,以谋求新的未来,其实公司在产品、营销、管理等多方面确实是存在较大经营改善空间的,而这些改善的推动力可能需要公司体制改革或者借助外力外脑,也就是我们此前一直关注的北京国企改革对公司的可能实质改善,具体来说,就是引入战略投资者和管理层激励机制改善。

而从当前我国国企改革浪潮来看,这些改革似乎可行性和可能性都逐渐提高了,同样是北京国资委旗下的消费类乳制品资产三元股份已经通过国资委和证监会批准,引入了复星作为战略投资者,持股 20%。

从公司股权结构来分析,其控股股东北京控股(0392.HK)主要资产实际上是以公共事业

类为核心的，（北控集团官网集团介绍中，有明确提到“北控集团作为首都基础设施和公用事业重要的投融资平台”），这样来看，对于消费类的啤酒板块做混合所有制改革是可行的。

图 11：北控集团、燕京啤酒股权结构图



数据来源：公司公告，安信证券研究中心整理

### 3. 国企改革一旦落地将推动经营改善，释放新活力和业绩

#### 3.1. 产品创新改善空间

对比青岛啤酒，燕京啤酒产品创新进度较慢，公司机制一旦改革有望为创新注入活力，再次提升产品力。产品除了2013年推出新品原酿白啤以外，鲜有非常大的突破，鲜啤是作为广东成熟产品在其他区域的推广；反观青岛啤酒，近一两年陆续推出了奥古特、逸品纯生、铝瓶系列、足球罐、炫奇等，充分显示了其创新进取的姿态，值得学习。

图 12：相比青岛啤酒，燕京啤酒产品创新能力相对较弱



数据来源：官网，安信证券研究中心

### 3.2. 品牌营销创新改善空间

同样对比青岛啤酒，燕京啤酒品牌营销创新力度还不够，期待机制改善下品牌活力再上一层楼。公司习惯于塑造民族品牌形象，持续与国家奥运和国家登月工程合作，成为官方合作伙伴，并不断冠名和赞助国家女排、女足和乒乓球事业等；而实际上啤酒是舶来品，与白酒不同，民族品牌形象可能并不是最好的营销方式。广告代言人总体针对成熟年龄阶层较大，像影视体育明星胡一虎、陈宝国、汤灿、何政军等，对年轻化、时尚化的消费主流吸引力略显不足。

而青岛啤酒则擅于以体育营销策略为核心，相继签约奥运会、与 NBA 合作、签约 2012 年伦敦奥运会中国冠军军团、签约迈阿密热火队，签约 CBA，倡导“激情、进取、梦想”等主流价值观，紧紧把握住年轻、时尚的时代脉搏。

其实燕京盈利能力最强市场广西子品牌漓泉的品牌营销做得是比较出色的，值得学习，每年都会和著名的年轻女星合作，包括最早的朱茵、2010 年的李玟、张惠妹、蔡依林、2013 年签约的 2012 年中国好声音季军吉克隽逸，推出全生态系列的广告，广告主要营销漓泉啤酒全生态、绿色、年轻、活力的主题。

图 13: 燕京啤酒广告代言人偏成熟年龄层消费群体



数据来源：安信证券研究中心整理

图 14: 广西漓泉广告代言人颇具绿色、年轻、活力形象



数据来源：安信证券研究中心整理

### 3.3. 管理经营效率改善潜力较大

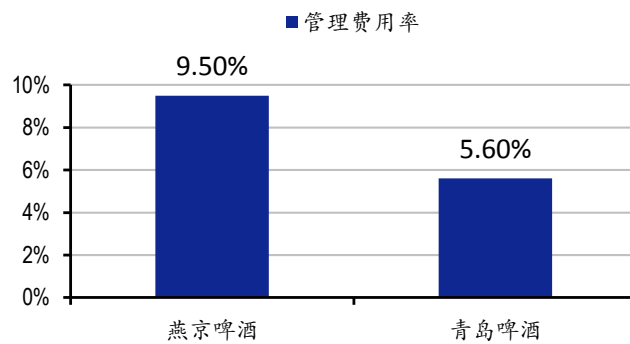
和青岛啤酒相比，燕啤经营效率相对较低，究其原因国资体制束缚是重要原因之一，（青岛啤酒的成功离不开其是国内最早完成混合所有制改革的啤酒企业这一红利，十多年前和百威合作，现在和朝日合作），因此，混改如果落地对于公司来说改善潜力大，有助业绩增长。2013 年末燕啤员工总数 4.2 万人，与青啤相似，然而公司的收入和利润分别仅为青啤的 50%和 35%；生产效率（产量/生产人员数）为 209 吨/人，销售效率（收入/销售人员数）为 188 万元/人，人均盈利能力（净利润/员工总数）为 1.61 万元/人，分别为青啤的 20%、6.5%和 35%。经营效率不高也导致了公司管理费用率高于同行青啤 4 个 pct。

表 1: 2013 年燕啤与青啤的经营效率对比

	生产人员	销售人员	员工总数	收入 (亿元)	净利润 (亿元)	产量(万 千升)	生产效率(吨/人) 产量/生产人数	销售效率(万/人) 收入/销售人员	人均盈利能力 (万/人) 净利润/员工总数
燕京啤酒	25859	7310	42239	137.5	6.8	540	209	188	1.61
青岛啤酒	7402	982	42235	283	19.7	790	1067	2882	4.66

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 15: 燕啤管理费用率高于青啤近 4 个 pct



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**管理层薪酬激励弱于行业。**A 股上市啤酒企业中, 公司收入 137 亿元, 仅位于青啤之后, 但其高管团队的薪资待遇在行业可比中大幅跑输, 即使收入只占燕啤四分之一的重啤和珠江啤酒待遇也不弱于燕京。总经理工资燕啤 60 万元, 而重啤和珠江啤酒分别为 128 万元和 46 万元。此外, 燕啤高管目前并没有获得股票激励, 截止 2015 年 2 月 11 日, 高管中持股最多的董事长李福成持股也仅 8.25 万股, 相当于市值 68 万元。

表 2: 2013 年行业可比上市公司高管薪资对比

薪酬 (万元)	董事长	总经理	营销总监	财务总监	生产总监	公司收入 (亿元)
燕京啤酒	60	60	120	41.6	36.4	137.5
青岛啤酒	187	155	301	84	146	283
重庆啤酒		127.8	191	164.2	166.3	33.9
珠江啤酒		46.4	64	54.8	55	33.5

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 4. 资产价值被低估的啤酒四强

**拥有市场战略价值显著。**燕京啤酒当前份额 11% 左右, 位列行业第四, 其拥有的三大基地市场北京、广西和内蒙古份额高, 分别达到了 85%、85% 和 75%, 战略价值显著。

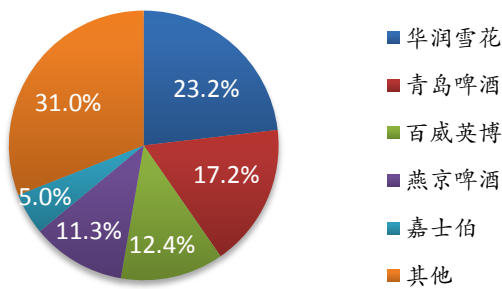
表 3: 燕京啤酒三大基地市场份额占比高, 战略价值显著

区域市场	份额	销量 (万千升)	收入 (亿元)	利润 (亿元)
北京	85%	130	38	2.2
广西	85%	124	37	4.86
内蒙古	75%	53	12	
福建	30%	30	8	0.2
广东	10%	37	9.2	0.58

数据来源: 安信证券研究中心 (2013 年数据)

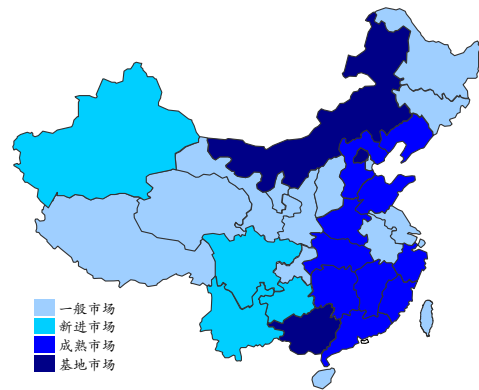


图 16: 2013 年全国啤酒市场份额



数据来源: 公司公告, Wind, 安信证券研究中心

图 17: 三大基地市场份额高, 战略价值显著



数据来源: 安信证券研究中心整理

燕京啤酒吨产能市值明显低估。通过啤酒行业横向对比, 燕京啤酒吨产能市值仅 3151 元/吨, 明显被低估, 而同期可比上市公司数据显示, 行业中位数和平均数分别为 4381 元/吨和 5057 元/吨, 分别高于燕京啤酒的吨产能市值 39%和 60%; 青岛啤酒吨产能市值 5450 元/吨, 高于燕啤 73%。

表 4: 啤酒行业可比上市公司吨产能市值中值和均值分别高于燕啤 39%和 60%

公司	产能 (万千升)	市值 (亿元)	吨产能市值 (元/吨)
燕京啤酒	730	230	3151
青岛啤酒	1000	545	5450
珠江啤酒	210	92	4381
重庆啤酒	200	77	3850
啤酒花	70	30	4286
西藏发展	50	36.6	7320
行业可比中值 (不包含燕啤)			4381
行业可比均值 (不包含燕啤)			5057

数据来源: 公告、官网、网络公开信息、安信证券研究中心

燕京啤酒吨产能收购价值同样被低估。通过啤酒行业近一两年纵向并购案例分析, 燕啤的潜在吨产能收购价值也是被低估的, 2013 年以来较大收购案例可比的中位数和平均数分别为 4167 元/吨和 3750 元/吨, 分别高于燕啤 32%和 19%; 2014 年啤酒行业金额最大的一笔收购是百威英博对吉林金士百的收购, 涉及金额 38 亿元, 对应吨产能收购价值为 4750 元/吨, 高于燕啤 51%。

表 5: 近一两年较大型啤酒整合可比案例吨产能收购价中值和均值分别高于燕啤 32%和 19%

时间	收购方	被收购标的	标的产能 (万千升)	收购价 (亿元)	吨产能收购价 (元/吨)
2014 年 7 月	百威英博	江苏大富豪 100%股权	100	16	1600
2014 年 4 月	百威英博	吉林金士百 100%股权	80	38	4750
2013 年 12 月	嘉士伯	重庆啤酒 30%股权	60	30	5000
2013 年 4 月	百威英博	菲律宾亚洲啤酒集团中国资产	60	25	4167
2013 年 2 月	华润雪花	金威啤酒资产	170	55	3235
2013 年以来较大收购案例可比中值					4167
2013 年以来较大收购案例可比均值					3750

数据来源: 公告、官网、网络公开信息、安信证券研究中心

## 5. 投资建议

预计 2014-2016 年的营业收入增速分别为 2.2%、6.9%和 7.8%；净利润增速分别为 1.9%、15.7%和 14.8%；对应 EPS 分别为 0.25 元、0.29 元和 0.33 元。在北京国企改革预期下，引入战略投资者和管理层激励机制改革可能会有松动，国企改革有望使得业绩和估值双提升，行业内弹性最大；同时公司 15 年 PS1.6 倍、PB1.9 倍，均为行业最低，具有安全边际；当前吨产能价值 3150 元/吨，平均低于同行至少 30%，仅按照 4000 元/吨给估值的话，合理市值应该在 290 亿；上调目标价至 10.32 元，对应 35.6X15PE，维持增持-A 投资评级。

表 6：万德一致盈利预测 (20150212)

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			
600600.SH	青岛啤酒	538.83	1.4715	1.5979	1.8139	27.07	24.93	21.96	3.45	-34.43	1.80
002461.SZ	珠江啤酒	91.89	0.0805	0.0000	0.0000	167.86	0.00	0.00	2.77	14.13	2.50
600132.SH	重庆啤酒	77.73	0.2062	0.0000	0.0000	77.87	0.00	0.00	5.51	-39.51	2.44
000752.SZ	西藏发展	36.93	-0.0087	0.0000	0.0000	-1,600.16	0.00	0.00	4.83	-28.76	8.98
600090.SH	啤酒花	29.91	0.1068	0.0000	0.0000	76.10	0.00	0.00	4.96	43,936.02	2.52
600573.SH	惠泉啤酒	25.63	0.1645	0.0000	0.0000	62.31	0.00	0.00	2.34	28.38	3.01
000929.SZ	兰州黄河	21.16	0.2336	0.0000	0.0000	48.76	0.00	0.00	3.24	69.79	2.60
000729.SZ	燕京啤酒	234.89	0.2522	0.2810	0.3272	33.14	29.75	25.55	1.89	34.76	1.66
行业均值(整体法)		132.12	0.4651	0.7086	0.8099	35.53	26.22	22.94	2.94	-239.42	1.95
行业中值		57.33	0.1854	0.9395	1.0705	55.53	27.34	23.75	3.35	21.25	2.51

数据来源：Wind、安信证券研究中心

## 6. 风险提示

国企改革低于预期；天气因素；部分重要市场竞争格局发生巨大负面变化；原料价格剧烈波动等。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年02月12日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>13,033.3</b>	<b>13,748.4</b>	<b>14,045.5</b>	<b>15,013.2</b>	<b>16,189.8</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	8,024.9	8,338.0	8,515.8	9,028.6	9,731.3	营业收入增长率	7.4%	5.5%	2.2%	6.9%	7.8%
营业税费	1,405.0	1,466.8	1,418.6	1,501.3	1,602.8	营业利润增长率	-23.0%	28.9%	-2.0%	20.9%	17.9%
销售费用	1,575.5	1,754.3	1,755.7	1,876.6	2,039.9	净利润增长率	-24.6%	10.5%	1.9%	15.7%	14.8%
管理费用	1,219.5	1,303.4	1,446.7	1,546.4	1,619.0	EBITDA 增长率	-7.0%	10.5%	0.7%	12.3%	9.7%
财务费用	153.1	78.8	75.3	57.2	9.8	EBIT 增长率	-17.2%	14.9%	-2.2%	17.3%	12.8%
资产减值损失	11.9	6.5	7.5	8.6	7.6	NOPLAT 增长率	-18.1%	15.7%	-2.7%	17.3%	12.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.4%	-4.4%	12.4%	-13.4%	10.0%
投资和汇兑收益	49.6	93.0	49.8	64.1	68.9	净资产增长率	8.8%	17.4%	4.0%	4.3%	5.0%
<b>营业利润</b>	<b>693.1</b>	<b>893.5</b>	<b>875.6</b>	<b>1,058.6</b>	<b>1,248.4</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	162.4	122.2	130.0	100.0	100.0	毛利率	38.4%	39.4%	39.4%	39.9%	39.9%
<b>利润总额</b>	<b>855.5</b>	<b>1,015.7</b>	<b>1,005.6</b>	<b>1,158.6</b>	<b>1,348.4</b>	营业利润率	5.3%	6.5%	6.2%	7.1%	7.7%
减:所得税	201.8	234.5	236.3	272.3	316.9	净利润率	4.7%	5.0%	4.9%	5.3%	5.7%
<b>净利润</b>	<b>616.2</b>	<b>680.6</b>	<b>693.6</b>	<b>802.2</b>	<b>920.7</b>	EBITDA/营业收入	12.4%	13.0%	12.9%	13.5%	13.7%
						EBIT/营业收入	6.5%	7.1%	6.8%	7.4%	7.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	240	248	265	249	225
货币资金	1,387.3	1,609.2	2,809.1	3,002.6	3,238.0	流动营业资本周转天数	47	26	30	30	27
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	172	166	184	196	195
应收帐款	199.6	220.7	208.2	255.7	240.8	应收帐款周转天数	6	6	5	6	6
应收票据	3.8	3.3	8.2	3.4	8.0	存货周转天数	114	109	109	109	109
预付帐款	305.1	238.9	305.5	260.1	337.4	总资产周转天数	482	486	504	491	461
存货	4,300.7	4,050.2	4,470.1	4,657.6	5,116.1	投资资本周转天数	351	340	345	319	288
其他流动资产	193.4	197.2	201.1	205.1	209.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	146.1	87.3	87.3	87.3	87.3	ROE	6.3%	5.8%	5.7%	6.3%	6.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.6%	4.1%	3.8%	4.3%	4.9%
长期股权投资	66.5	160.0	160.0	160.0	160.0	ROIC	5.3%	5.6%	5.7%	6.0%	7.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	8,766.3	10,203.9	10,485.7	10,277.6	9,991.6	销售费用率	12.1%	12.8%	12.5%	12.5%	12.6%
在建工程	1,765.8	900.3	490.2	413.2	359.2	管理费用率	9.4%	9.5%	10.3%	10.3%	10.0%
无形资产	734.0	852.3	826.0	799.8	773.6	财务费用率	1.2%	0.6%	0.5%	0.4%	0.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	22.6%	22.8%	23.3%	23.2%	22.7%
<b>资产总额</b>	<b>18,223.7</b>	<b>18,905.4</b>	<b>20,436.9</b>	<b>20,511.2</b>	<b>20,913.3</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	3,475.0	1,315.0	2,628.5	1,288.2	1,839.6	资产负债率	39.5%	31.5%	34.2%	31.6%	29.5%
应付帐款	2,593.3	3,187.9	2,279.3	3,604.3	2,841.1	负债权益比	65.3%	46.1%	51.9%	46.1%	41.9%
应付票据	20.3	4.0	20.3	4.9	21.8	流动比率	0.92	1.07	1.35	1.31	1.56
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.30	0.39	0.60	0.58	0.69
长期借款	160.0	-	956.6	-	214.3	利息保障倍数	5.53	12.34	12.63	19.51	127.83
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>7,196.3</b>	<b>5,964.6</b>	<b>6,981.0</b>	<b>6,476.1</b>	<b>6,178.5</b>	DPS(元)	0.10	0.08	0.09	0.11	0.12
少数股东权益	1,274.9	1,199.9	1,275.6	1,359.7	1,470.4	分红比率	45.0%	33.0%	36.8%	38.3%	36.0%
股本	2,522.6	2,808.5	2,809.7	2,809.7	2,809.7	股息收益率	1.2%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%
留存收益	7,229.9	8,932.5	9,370.7	9,865.8	10,454.7						
<b>股东权益</b>	<b>11,027.4</b>	<b>12,940.8</b>	<b>13,455.9</b>	<b>14,035.1</b>	<b>14,734.8</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	EPS(元)	0.22	0.24	0.25	0.29	0.33
净利润	653.7	781.3	693.6	802.2	920.7	BVPS(元)	3.47	4.18	4.34	4.51	4.72
加:折旧和摊销	775.1	820.0	854.6	911.4	966.2	PE(X)	38.1	34.5	33.9	29.3	25.5
资产减值准备	11.9	6.5	-	-	-	PB(X)	2.4	2.0	1.9	1.9	1.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-85.5	-22.5	17.0	55.9	51.1
财务费用	167.7	93.6	75.3	57.2	9.8	P/S	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
投资损失	-49.6	-93.0	-49.8	-64.1	-68.9	EV/EBITDA	10.9	13.2	14.2	11.4	10.7
少数股东损益	37.5	100.6	75.7	84.1	110.8	CAGR(%)	10.7%	9.7%	-5.7%	10.7%	9.7%
营运资金的变动	-310.1	1,509.4	-1,712.4	1,592.3	-1,600.8	PEG	3.6	3.6	-5.9	2.7	2.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,333.1</b>	<b>3,093.5</b>	<b>-62.9</b>	<b>3,383.0</b>	<b>337.9</b>	ROIC/WACC	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0
投资活动产生现金流量	-1,608.3	-1,602.6	-650.2	-535.9	-531.1	REP	1.9	2.5	2.4	2.4	1.7
融资活动产生现金流量	216.1	-1,252.7	1,913.1	-2,653.6	428.5						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

