

古越龙山 (600059. SH)
聚焦主业，期待国企改革激发更大潜力

评级： 增持 前次：
目标价 (元)： 21.6
 分析师
胡彦超
 S0740512070001
 021-20315176
 huyc@r.qizq.com.cn
 2015年6月14日

基本状况

| | |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股) | 808.52 |
| 流通股本(百万股) | 808.52 |
| 市价(元) | 19.97 |
| 市值(百万元) | 16146.14 |
| 流通市值(百万元) | 16146.14 |

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

| 指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 1,467.9 | 1,337.9 | 1,425.7 | 1,488.4 | 1,578.7 |
| 营业收入增速 | 3.24% | -8.85% | 6.57% | 4.39% | 6.07% |
| 净利润增长率 | -24.57% | 28.42% | 5.94% | 9.73% | 6.64% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.23 | 0.23 | 0.24 | 0.27 | 0.28 |
| 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) | 41.86 | 39.10 | 82.58 | 75.25 | 70.57 |
| PEG | — | 1.38 | 13.91 | 7.73 | 10.63 |
| 每股净资产 (元) | 3.92 | 4.58 | 4.80 | 5.02 | 5.26 |
| 每股现金流量 (元) | 0.11 | -0.09 | 0.53 | 0.21 | 0.23 |
| 净资产收益率 | 5.78% | 4.99% | 5.04% | 5.29% | 5.39% |
| 市净率 | 2.42 | 1.95 | 4.17 | 3.98 | 3.80 |
| 总股本 (百万元) | 634.86 | 808.52 | 808.52 | 808.52 | 808.52 |

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 黄酒行业规模远低于其他酒种，在区域渗透、创新营销下未来具有一定提升空间。**由于消费区域的限制，黄酒整体行业规模远低于其他酒种，在我国整体酒消费总量中仅占4%左右。不过在政府和龙头企业的共同推动下，其全国化渗透率不断提升。从消费量和整体价格带来看，黄酒未来仍具有一定的提升空间，但要真正实现全国化和高档化仍需做很大努力，我们认为需要行业整合的加速和外部团队的协助。
- 公司作为行业龙头，品牌/规模优势明显，但受体制束缚，聚焦主业迈出改革坚实一步。**古越龙山是黄酒行业龙头，收入规模和市场占有率居第一位，拥有古越龙山、女儿红、状元红、沈永和、鉴湖五大老字号品牌，规模和品牌优势明显。且公司拥有高达25万吨原酒储备，按照目前均价50元/公斤计算，公司原酒价值已超过120亿元。但公司身为国企，长期受国有体制束缚，缺乏有效的股权激励等机制，在三家黄酒上市公司中体制相对较差，反映在毛利率、净利率上也均处于较低水平，有一定的改善空间。2014年12月底公司完成对所持威亨集团和威亨酒店股权的转让，集中资源做强主业，利于长期发展，同时我们认为这也是公司迈出改革的坚实一步。
- 另外，公司2014年初推出“厨绍酒”，进军高端料酒市场，目前已铺货至江浙沪等地，反响不错，今年将进行全国化推广。**料酒市场规模在200亿左右，没有区域消费限制，是一个比较大的调味品品类，近几年复合增速高达20%以上，发展前景良好，且目前也没有全国性的领导品牌。而料酒就是以黄酒为基础，所以公司具有天然的拓展优势，进军调味品市场，不仅可以较为迅速的扩大收入体量（获得3-5个亿收入是大概率事件）、提升盈利水平（高端料酒毛利率达50%-60%），同时我们认为这也是公司黄酒品牌全国化的一个突破口，即先占领消费者的厨房，再占领消费者的餐桌，在2014年报中公司也明确提出“将加快料酒事业部市场化步伐，力争2015年料酒销售有较大突破”。

- **浙江省国企改革进程加速，如果未来公司引入股权激励/或战投落地，将激发公司更大发展潜力。**2014 年下半年浙江省国企改革进程开始加速，而在绍兴市的三家国企中，和古越龙山属于同一实际控制人的浙江震源已于 2014 年 11 月开启国企改革进程，古越龙山的改革也有望加速落地。如果公司国企改革能够顺利推进，我们预计将有如下两种改革方向及相应影响：**(1) 实施股权激励，完善激励机制。**随着浙江国企改革的推进（明确提出推广实行职业经理人制），公司员工的股权激励计划有望落地，从而完善公司的激励机制；**(2) 引入战略投资者，尤其与公司能够优势互补的战略投资者，可以在渠道和营销方面给予公司支持，进行混合所有制改革。**浙江省国企改革要求到 2017 年混合所有制占比达 75%，公司有望在股权层面引入战略投资者，尤其与公司能够优势互补的战略投资者，可以在渠道和营销方面给予公司支持。一方面改善公司治理结构，另一方面能加快公司的区域拓展和产品创新
- **目标价 21.6 元，首次覆盖给予“增持”评级。**预计公司 2015-2017 年实现收入为 14.26/14.88/15.79 亿元，EPS 为 0.24/0.27/0.28 元，考虑国企改革预期以及公司优质的品牌和原酒价值、未来料酒市场的巨大拓展空间，给予公司目标价 21.6 元，对应 2016 年 80 倍 PE，“增持”评级。
- **风险提示：食品安全风险、产品的全国化推广和渠道拓展缓慢、国企改革力度不及预期。**

内容目录

| | |
|--------------------------------------|--------|
| 黄酒行业规模远低于其他酒种，在区域渗透、创新营销下未来具有一定提升空间 | - 4 - |
| 公司作为龙头、品牌/规模优势明显，但受体制束缚，聚焦主业迈出改革坚实一步 | - 6 - |
| 浙江省国企改革进程加速，期待股权激励/引入战投落地激发公司更大发展潜力 | - 9 - |
| 投资建议 | - 11 - |
| 风险提示 | - 11 - |

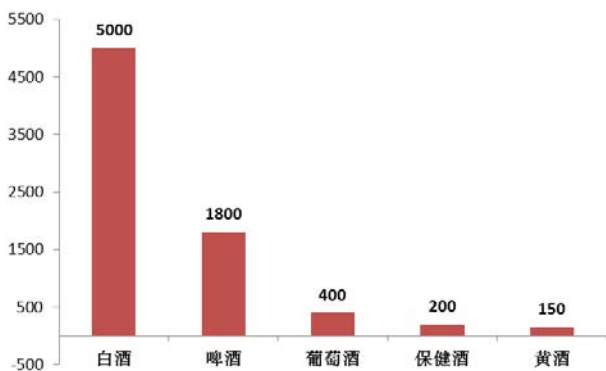
图表目录

| | |
|---|-------|
| 图表 1: 黄酒行业规模较小 | - 4 - |
| 图表 2: 江浙沪黄酒产值占比达 50% | - 4 - |
| 图表 3: 黄酒价格带较低，主流在 20-40 元 | - 4 - |
| 图表 4: 2013 年国内酒类市场深度调整以来，黄酒规模以上企业收入下滑幅度较小 | - 5 - |
| 图表 5: 黄酒消费税负在各种酒类中最轻 | - 5 - |
| 图表 6: 黄酒渗透率逐步提升 | - 6 - |
| 图表 7: 黄酒行业 CR3 市场占有率，古越龙山居首位 | - 7 - |
| 图表 8: 公司品牌优势明显，拥有众多老字号品牌 | - 7 - |
| 图表 9: 公司产能优势明显，位居首位 | - 8 - |
| 图表 10: 公司股权结构 | - 8 - |
| 图表 11: 公司毛利率偏低 (%) | - 9 - |

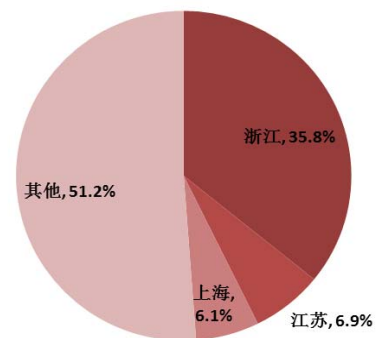
| | |
|------------------------------|--------|
| 图表 12: 公司净利率偏低 (%) | - 9 - |
| 图表 13: 公司推出的高端料酒产品..... | - 9 - |
| 图表 14: 浙江省国企改革进程..... | - 10 - |
| 图表 15: 浙江省已经进行国企改革的上市公司..... | - 10 - |

黄酒行业规模远低于其他酒种，在区域渗透、创新营销下未来具有一定提升空间

- **产销区域性强，行业规模远低于白酒、啤酒、葡萄酒等酒种。**黄酒与啤酒、葡萄酒并列为世界三大古酒，是我国特有的酿造酒品种，但目前国内黄酒产销具有非常明显的区域性特征，其生产和消费区域都主要集中在江浙沪地区，江浙沪黄酒产量占全国黄酒总产量的50%左右，而消费量能够占据70%以上。由于消费区域的限制，其整体行业规模远低于其他酒种，与白酒、啤酒、葡萄酒行业规模相比，黄酒业较为弱小。在我国整体酒消费总量中，黄酒仅占4%左右，且近十年总产量一直徘徊在130万吨上下。

图表 1: 黄酒行业规模较小


来源: WIND、齐鲁证券研究所

图表 2: 江浙沪黄酒产值占比达 50%


来源: WIND、齐鲁证券研究所

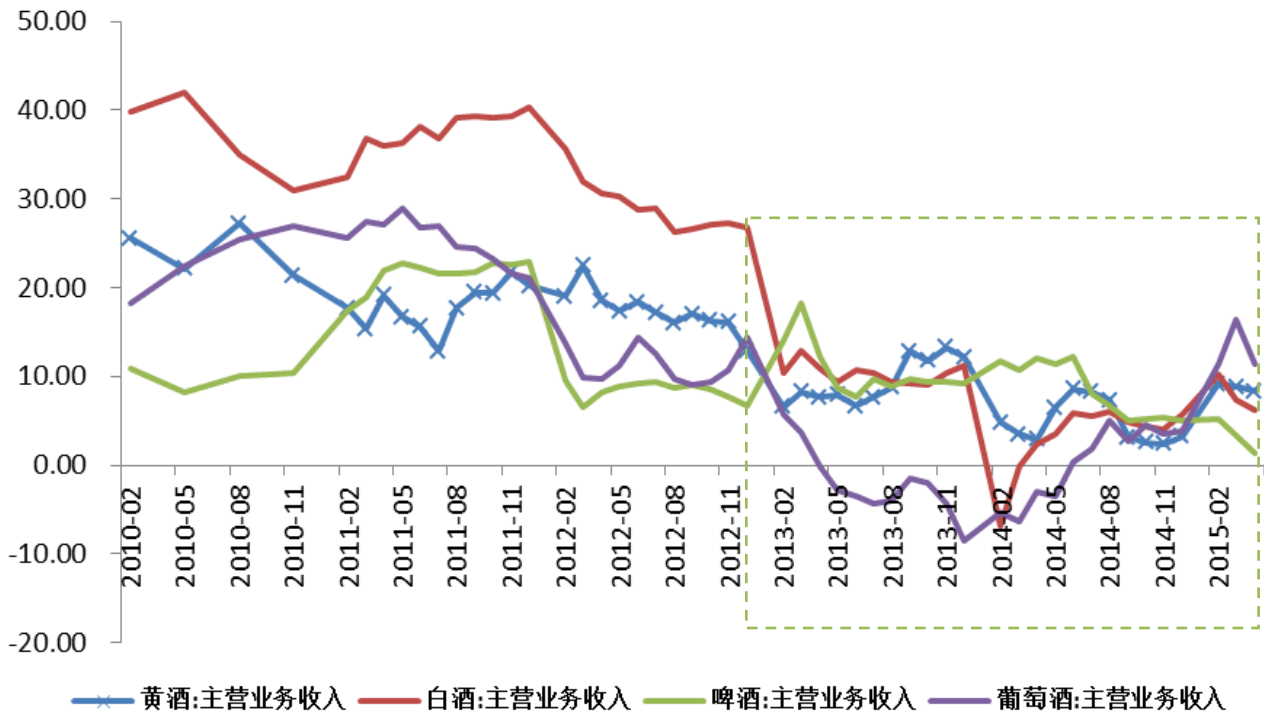
- **符合健康和老龄化趋势、整体价格带低，受限制三公消费影响相对较小。**黄酒以大米、黍米、粟为原料，一般酒精含量为14%-20%，相比白酒更健康、低度，且具有保健作用，消费人群以中老年人为主，符合健康和老龄化趋势。另外，黄酒整体价格带低，主流为20-40元，受限制三公消费的影响较小，对比其他酒种，自2013年国内酒类市场深度调整以来，黄酒规模以上企业收入下滑幅度较小，且其在餐饮渠道的销售量和销售额占比都实现提升。

图表 3: 黄酒价格带较低，主流在 20-40 元

| 品种名称 | 价格 (元) |
|-------------|--------|
| 古越龙山典藏金 5 年 | 18.2 |
| 古越龙山 8 年陈 | 39 |
| 会稽山 6 年陈 | 24 |
| 会稽山 8 年陈花雕 | 40 |
| 石库门上海老酒 | 28 |

来源: 天猫、齐鲁证券研究所

图表 4: 2013 年国内酒类市场深度调整以来, 黄酒规模以上企业收入下滑幅度较小



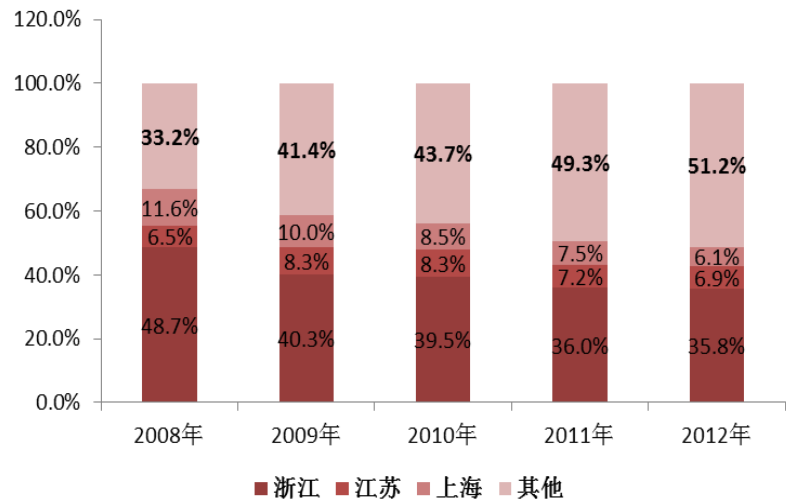
来源: WIND、齐鲁证券研究所

- 国家支持力度较大, 龙头企业积极拓展, 渗透率不断提升。相对来说黄酒的消费税负在各种酒类中是最轻的, 且国家出台了限制外商投资等多项政策, 地方政府也在资源整合、土地出让等给予支持。另一方面, 以古越龙山、会稽山等为代表的龙头企业从 2002 年开始营销发力, 努力进行全国市场的拓展。从产量分布来看, 传统消费区域江浙沪地区的产量占比逐渐下降, 安徽、福建、山东等非传统区域的黄酒消费初具规模, 黄酒的全国化渗透率不断提升。

图表 5: 黄酒消费税负在各种酒类中最轻

| 酒种 | 税收政策 | 度数 |
|-----|---|-----------------------|
| 黄酒 | 240元/吨征收消费税, 享有13%的出口退税 | 14度左右 |
| 白酒 | 增收20%的消费税, 并按1元/公斤征收从价税 | 分高中低度白酒, 从40度以下—50度以上 |
| 葡萄酒 | 征收10%从价税 | 12度左右 |
| 啤酒 | > 3000元/吨: 每吨征收250元消费税, < 3000元/吨: 每吨征收220元消费税 | 福建老酒 |

来源: 国家税务总局、齐鲁证券研究所

图表 6: 黄酒渗透率逐步提升


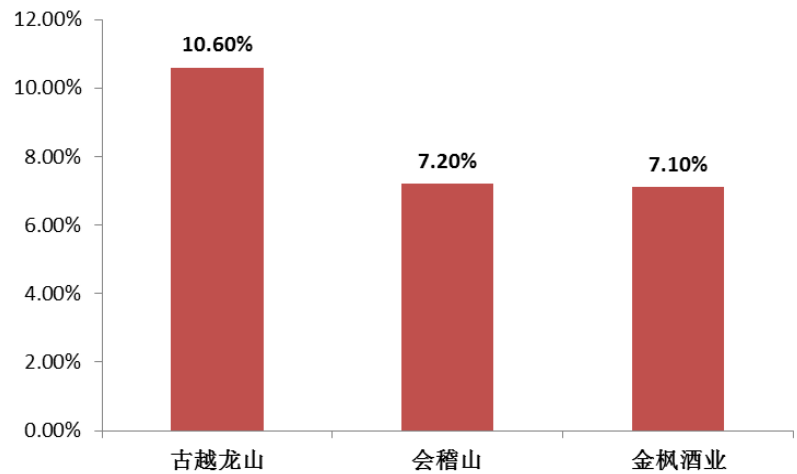
来源: WIND、齐鲁证券研究所

- 但要真正实现黄酒的全国化、突破江浙沪传统消费市场，仍需做很大的努力。我们看到黄酒企业曾经多次尝试推行产品全国化，大都以失败而告终——开发异地消费市场需要庞大而持续的营销投入，行业目前较为分散的格局使得先行者缺乏足够资金实力，并且顾虑自己的努力会换来竞争对手搭乘便车的可能，因此我们认为黄酒行业整合必须先于江浙沪传统消费市场的突破。
- 另一方面，从价上看目前黄酒档次定位偏低，主流价格带在 20-40 元，远低于白酒和葡萄酒，有较大的提升空间。2013 年开始多家黄酒领军企业在高端黄酒领域展开尝试，但是黄酒行业要想真正改变在消费者眼中平民化的形象，让黄酒消费从传统家庭到商务宴请开始转变，还需要提高产品和品牌的附加价值，而这也需要对营销策略进行调整。但就目前来看，国内大多数黄酒企业思想偏于保守，重销售、轻营销，营销观念落后，且产品创新力不足。我们认为借助外力可以加速实现突破，如同加多宝把凉茶品类做大，凉茶从偏隅广东一角推广到全国，外部团队的重要性不言而喻。

公司作为龙头、品牌/规模优势明显，但受体制束缚，聚焦主业迈出改革坚实一步

- 古越龙山是黄酒行业龙头，收入规模和市场占有率居第一位，拥有古越龙山、女儿红、状元红、沈永和、鉴湖五大老字号品牌，其中古越龙山和女儿红多次入选最具价值品牌 500 强，规模和品牌优势明显。另外，公司拥有丰富的原酒储备，高达 25 万吨，平均年份在十年左右，按照公司原酒交易平台目前十年份原酒均价 50 元/升计算，仅公司的原酒价值就已超过 120 亿元。

图表 7: 黄酒行业 CR3 市场占有率, 古越龙山居首位



来源: Euromonitor、齐鲁证券研究所

图表 8: 公司品牌优势明显, 拥有众多老字号品牌



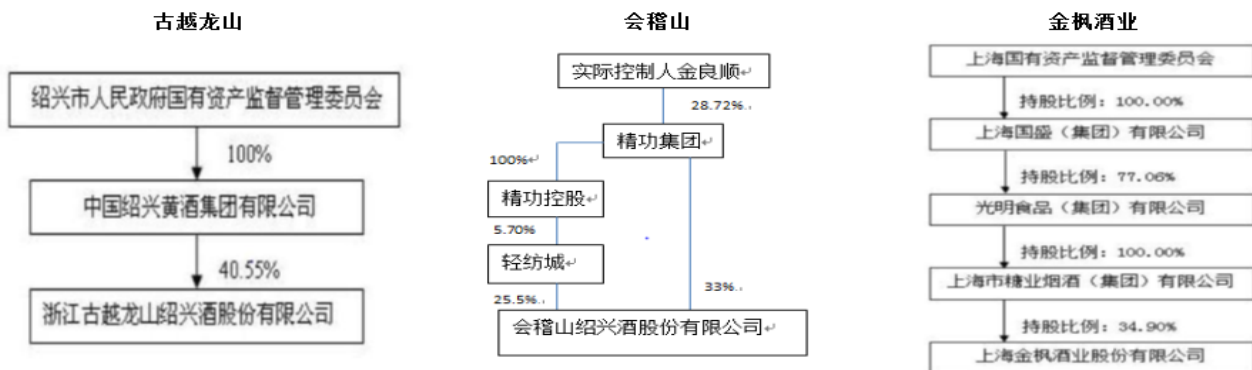
来源: 公司官网、齐鲁证券研究所

图表 9: 公司产能优势明显, 位居首位

| 公司 | 所在省份 | 企业性质 | 产能 (万吨) |
|-------------|------|------|---------|
| 古越龙山 | 浙江绍兴 | 国企 | 16 |
| 会稽山 | 浙江绍兴 | 国企 | 15 |
| 金枫酒业 | 上海 | 国企 | 12 |
| 张家港酿酒有限责任公司 | 江苏 | 民企 | 8 |
| 塔牌 | 浙江绍兴 | 国企 | 5 |
| 山东即墨黄酒厂 | 山东 | 民企 | 2.7 |

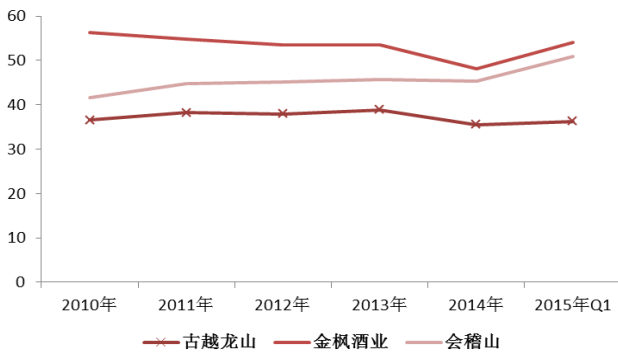
来源: 公司调研、胜景山河招股说明书、齐鲁证券研究所

- 但公司身为国企, 长期受国有体制束缚, 缺乏有效的股权激励等机制, 在三家黄酒上市公司中体制相对较差, 反映在毛利率、净利率上也均处于较低水平, 有一定的改善空间, 改制后盈利能力有望得到提升。
- 2014 年 10 月 21 日公司公告拟转让所持绍兴咸亨集团 38.48% 股权和绍兴市咸亨酒店 10.36% 股权, 其在 12 月底完成了转让, 获得投资收益 1.39 亿元。公司转让酒店资产 (咸亨即为鲁迅笔下的“咸亨酒店”, 具有独特的品牌文化价值, 公司能够转让显示了决心), 表明公司集中资源做强主业, 利于长期发展, 同时我们认为这也是公司迈出改革的坚实一步。
- 另外, 公司 2014 年初推出“厨绍酒”, 进军高端料酒市场, 目前已铺货至江浙沪等地, 反响不错, 今年将进行全国化推广。料酒市场规模在 200 亿左右, 没有区域消费限制, 是一个比较大的调味品品类, 近几年复合增速高达 20% 以上, 发展前景良好, 且目前也没有全国性的领导品牌。而料酒就是以黄酒为基础, 所以公司具有天然的拓展优势, 进军调味品市场, 不仅可以较为迅速的扩大收入体量 (获得 3-5 个亿收入是大概率事件)、提升盈利水平 (高端料酒毛利率达 50%-60%), 同时我们认为这也是公司黄酒品牌全国化的一个突破口, 即先占领消费者的厨房, 再占领消费者的餐桌, 在 2014 年报中公司也明确提出“将加快料酒事业部市场化步伐, 力争 2015 年料酒销售有较大突破”。

图表 10: 公司股权结构


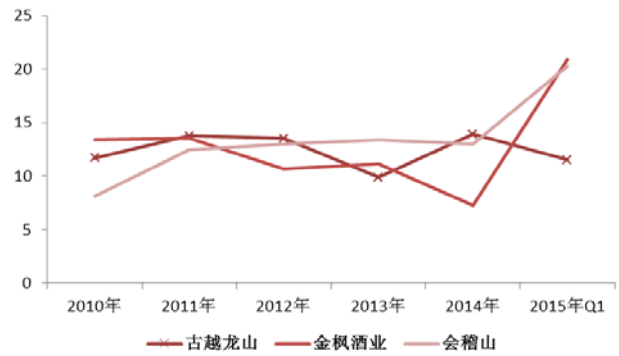
来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

图表 11: 公司毛利率偏低 (%)



来源: WIND、齐鲁证券研究所

图表 12: 公司净利率偏低 (%)



来源: WIND、齐鲁证券研究所

图表 13: 公司推出的高端料酒产品



来源: 公司官网、齐鲁证券研究所

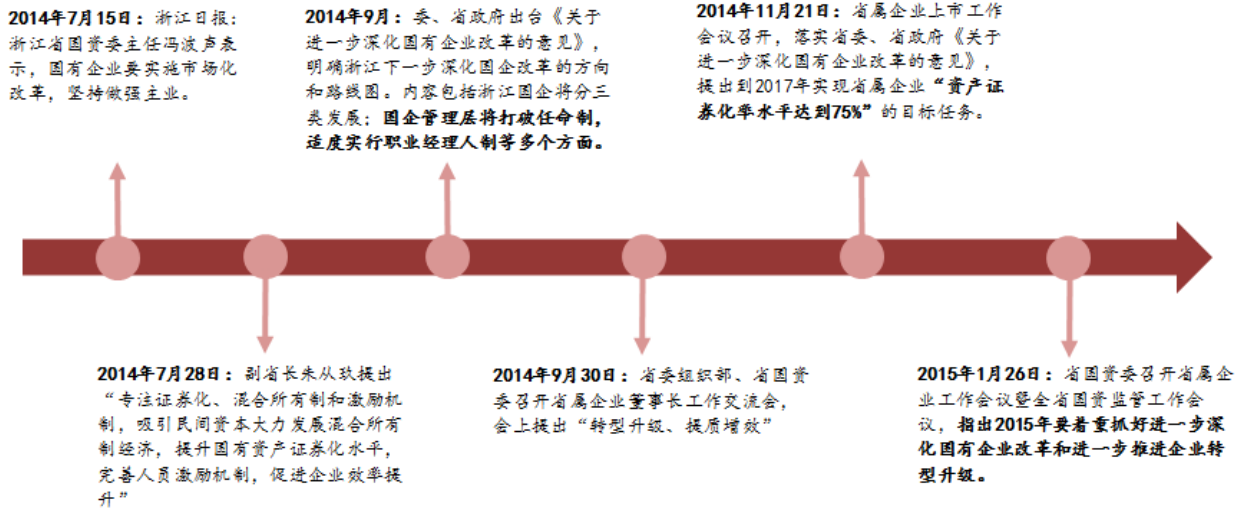
浙江省国企改革进程加速, 期待股权激励/引入战投落地激发公司更大发展潜力

- 从 2014 年下半年开始浙江省国企改革进程加速, 在一系列国资会议上多次强调推进国企改革。2014 年 9 月, 浙江省政府制定完成了《关于进一步深化国有企业改革的意见》, 明确了浙江下一步深化国企改革的方向和路线图。而在绍兴市的三家国企中, 和古越龙山属于同一实际控制人的浙江震源已于 2014 年 11 月公告变更控股股东拉开了国企改革的序幕 (变更为新成立的“绍兴震元健康产业集团”, 预计集团未来将成为绍兴市国资委大健康产业的资源整合平台), 古越龙山的改革也有望加速落地。
- 作为行业龙头, 古越龙山对黄酒消费的培养和产品推广做了很多努力, 开展“百城千店”活动, 拍摄《女儿红》宣传剧以及进行三四线城市乡镇销售网络的建设, 并推出了“玛咖酒”、“果味黄酒”、“预调酒”等特色酒, 积极培育年轻消费群体。同时, 公司转让酒店资产, 集中资源做强主业。但由于自身能力的限制, 我们认为有些品类的创新和渠道拓展

公司难以驾驭，除了进行内部调整外，可能还需要借助外部的力量，引入能和公司在相关产业方面形成优势互补的战略投资者不失为一个好的方向。

- 如果公司国企改革能够顺利推进，我们预计将有如下两种改革方向及相应影响：**(1) 实施股权激励，完善激励机制。**随着浙江国企改革的推进（明确提出推广实行职业经理人制），公司员工的股权激励计划有望落地，从而完善公司的激励机制；**(2) 引入战略投资者，进行混合所有制改革。**浙江省国企改革要求到 2017 年混合所有制占比达 75%，公司有望在股权层面引入战略投资者，尤其与公司能够优势互补的，可以在渠道和营销方面给予公司支持。一方面改善公司治理结构，另一方面能加快公司的区域拓展和产品创新。

图表 14：浙江省国企改革进程



来源：互联网、齐鲁证券研究所

图表 15：浙江省已经进行国企改革的上市公司

| 公司 | 行业 | 实际控制人 | 内容 |
|------|------|--------|---|
| 物产中大 | 零售 | 浙江省国资委 | 物产中大2015年2月13日公告，拟向物产集团的两大股东综资公司和交通集团发行股份吸收合并，物产集团整体作价104.89亿元；同时，向煌迅投资发行股份购买其持有的物产国际9.60%股权，并以8.86元/股向9名特定对象募集资金26.29亿元。 |
| 浙江震元 | 医药生物 | 绍兴市国资委 | 公司控股股东拟由绍兴市旅游集团（持有上市公司19.94%股权）变更为新成立的绍兴震元健康产业集团有限公司，可以更好的集中精力做好大健康业务，提升大健康产业在国有资产中的地位，同时理顺产权关系。预计集团将成为资源整合平台，长期利好公司发展。 |
| 英特集团 | 医药商业 | 中国中华集团 | 公司拟以14.07元/股的价格向华资实业和华辰投资发行约5714万股，购买其持有的英特集团下属子公司英特药业合计50%的少数股权。交易完成后，英特药业将成为英特集团的全资子公司。 |

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

投资建议

- 从消费量和整体价格带上看黄酒行业都有较大提升空间，而公司作为行业龙头，品牌/规模优势明显，且原酒价值已超过 100 亿元；2014 年底公司转让酒店资产、聚焦主业，迈出改革坚实一步，随着浙江省国企改革进程的加速，公司有望通过股权激励/引入战略投资者的方式进行改革，从而激发出公司更大的发展潜力
- 预计公司 2015-2017 年实现收入为 14.26/14.88/15.79 亿元，EPS 为 0.24/0.27/0.28 元，考虑国企改革预期以及公司优质的品牌和原酒价值，未来向料酒市场进军的巨大市场潜力，给予公司目标价 21.6 元，对应 2016 年 80 倍 PE，“增持”评级。

风险提示

- 食品安全风险；
- 产品的全国化推广和渠道拓展缓慢；
- 国企改革力度不及预期。

图表 5: 古越龙山财务预测三张报表

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业总收入 | 1,422 | 1,468 | 1,338 | 1,426 | 1,488 | 1,579 |
| 增长率 | 14.15% | 3.2% | -8.9% | 6.6% | 4.4% | 6.1% |
| 营业成本 | -882 | -898 | -862 | -890 | -905 | -941 |
| %销售收入 | 62.0% | 61.1% | 64.4% | 62.4% | 60.8% | 59.6% |
| 毛利 | 540 | 570 | 476 | 536 | 584 | 637 |
| %销售收入 | 38.0% | 38.9% | 35.6% | 37.6% | 39.2% | 40.4% |
| 营业税金及附加 | -63 | -55 | -47 | -53 | -54 | -58 |
| %销售收入 | 4.4% | 3.7% | 3.5% | 3.7% | 3.7% | 3.7% |
| 营业费用 | -193 | -221 | -213 | -217 | -230 | -244 |
| %销售收入 | 13.6% | 15.0% | 15.9% | 15.2% | 15.4% | 15.4% |
| 管理费用 | -91 | -98 | -105 | -103 | -109 | -116 |
| %销售收入 | 6.4% | 6.7% | 7.8% | 7.2% | 7.3% | 7.4% |
| 息税前利润 (EBIT) | 192 | 196 | 112 | 163 | 190 | 220 |
| %销售收入 | 13.5% | 13.4% | 8.3% | 11.4% | 12.8% | 13.9% |
| 财务费用 | -14 | -22 | -13 | 12 | 4 | -12 |
| %销售收入 | 1.0% | 1.5% | 0.9% | -0.8% | -0.3% | 0.8% |
| 资产减值损失 | -2 | -2 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | -7 | -7 | -7 |
| 投资收益 | 6 | 6 | 143 | 74 | 86 | 92 |
| %税前利润 | 2.6% | 3.3% | 57.8% | 28.7% | 30.0% | 30.0% |
| 营业利润 | 183 | 179 | 241 | 242 | 273 | 292 |
| 营业利润率 | 12.9% | 12.2% | 18.0% | 17.0% | 18.4% | 18.5% |
| 营业外收支 | 61 | 13 | 6 | 18 | 13 | 13 |
| 税前利润 | 244 | 192 | 247 | 260 | 286 | 305 |
| 利润率 | 17.2% | 13.1% | 18.5% | 18.2% | 19.2% | 19.3% |
| 所得税 | -52 | -47 | -61 | -62 | -70 | -74 |
| 所得税率 | 21.2% | 24.3% | 24.7% | 24.0% | 24.3% | 24.3% |
| 净利润 | 192 | 145 | 186 | 198 | 217 | 231 |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 归属于母公司的净利润 | 191 | 144 | 185 | 196 | 215 | 229 |
| 净利率 | 13.4% | 9.8% | 13.8% | 13.7% | 14.4% | 14.5% |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 481 | 259 | 404 | 412 | 184 | 190 |
| 应收款项 | 133 | 144 | 143 | 142 | 151 | 160 |
| 存货 | 1,534 | 1,643 | 1,849 | 1,667 | 1,726 | 1,803 |
| 其他流动资产 | 11 | 18 | 389 | 382 | 384 | 385 |
| 流动资产 | 2,159 | 2,065 | 2,784 | 2,602 | 2,443 | 2,538 |
| %总资产 | 60.2% | 57.5% | 64.3% | 56.8% | 49.9% | 47.3% |
| 长期投资 | 90 | 99 | 69 | 519 | 1,019 | 1,419 |
| 固定资产 | 1,148 | 1,237 | 1,287 | 1,286 | 1,270 | 1,250 |
| %总资产 | 32.0% | 34.5% | 29.7% | 28.0% | 25.9% | 23.3% |
| 无形资产 | 178 | 180 | 177 | 167 | 158 | 150 |
| 非流动资产 | 1,427 | 1,524 | 1,543 | 1,981 | 2,457 | 2,829 |
| %总资产 | 39.8% | 42.5% | 35.7% | 43.2% | 50.1% | 52.7% |
| 资产总计 | 3,586 | 3,589 | 4,328 | 4,583 | 4,901 | 5,367 |
| 短期借款 | 491 | 448 | 0 | 0 | 122 | 363 |
| 应付款项 | 554 | 538 | 491 | 530 | 543 | 567 |
| 其他流动负债 | 91 | 75 | 88 | 122 | 125 | 131 |
| 流动负债 | 1,136 | 1,061 | 578 | 652 | 790 | 1,061 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 其他长期负债 | 13 | 11 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 负债 | 1,149 | 1,071 | 591 | 665 | 802 | 1,074 |
| 普通股股东权益 | 2,408 | 2,488 | 3,703 | 3,882 | 4,061 | 4,254 |
| 少数股东权益 | 29 | 29 | 34 | 36 | 38 | 40 |
| 负债股东权益合计 | 3,586 | 3,589 | 4,328 | 4,583 | 4,901 | 5,367 |

| 比率分析 | | | | | | |
|---------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.301 | 0.227 | 0.229 | 0.242 | 0.266 | 0.283 |
| 每股净资产 (元) | 3.793 | 3.919 | 4.580 | 4.802 | 5.023 | 5.261 |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.113 | 0.114 | -0.086 | 0.529 | 0.206 | 0.232 |
| 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.080 | 0.045 | 0.045 | 0.045 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 7.92% | 5.78% | 4.99% | 5.04% | 5.29% | 5.39% |
| 总资产收益率 | 5.32% | 4.01% | 4.27% | 4.27% | 4.38% | 4.27% |
| 投入资本收益率 | 6.40% | 5.68% | 2.57% | 4.13% | 4.76% | 5.44% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 14.15% | 3.24% | -8.85% | 6.57% | 4.39% | 6.07% |
| EBIT增长率 | 5.94% | 2.11% | -43.16% | 46.04% | 16.83% | 15.29% |
| 净利润增长率 | 12.09% | -24.57% | 28.42% | 5.94% | 9.73% | 6.64% |
| 总资产增长率 | 15.91% | 0.06% | 20.59% | 5.90% | 6.94% | 9.51% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 28.3 | 31.8 | 35.9 | 33.3 | 33.9 | 34.0 |
| 存货周转天数 | 592.7 | 646.1 | 739.4 | 683.8 | 696.1 | 699.2 |
| 应付账款周转天数 | 148.1 | 158.3 | 157.1 | 156.0 | 156.8 | 156.6 |
| 固定资产周转天数 | 249.3 | 283.0 | 326.0 | 307.1 | 290.6 | 267.2 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 0.41% | 7.49% | -10.70% | -10.42% | -1.41% | 4.12% |
| EBIT利息保障倍数 | 14.0 | 8.9 | 8.8 | -13.7 | -46.3 | 18.1 |
| 资产负债率 | 32.04% | 29.85% | 13.65% | 14.51% | 16.37% | 20.00% |

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。