

张裕 A (000869.SZ)
调研报告：进口酒决心现，保守迟缓渐改
变

 评级：**买入**

 前次：**买入**

目标价(元)：

47.8

分析师

联系人

胡彦超

张帅

S0740512070001

zhangshuai@r.qizq.com.

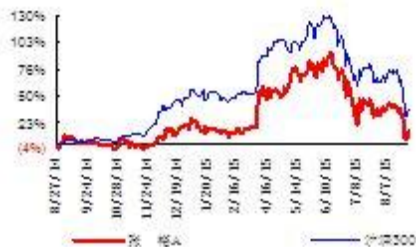
021-20315176

huyc@r.qizq.com.cn

2015年9月20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)	34.05
市值(百万元)	15440
流通市值(百万元)	23340

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)	4,320.9	4,156.7	4,941.6	5,876.4	6,861.6
营业收入增速	-23.44	-3.80%	18.88%	18.92%	16.77%
净利润增长率	-38.38	-6.72%	16.28%	15.43%	18.00%
摊薄每股收益(元)	1.53	1.43	1.66	1.91	2.26
前次预测每股收益(元)	1.53	1.43	1.66	1.1	2.26
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	17.66	24.44	26.68	18.21	15.43
PEG	—	—	1.64	1.18	0.86
每股净资产(元)	9.06	9.98	11.20	13.11	15.37
每股现金流量(元)	1.07	0.92	.03	0.74	1.95
净资产收益率	16.88%	14.29%	14.81%	14.60%	14.70%
市净率	2.98	3.49	3.95	2.66	2.27
总股本(百万元)	685.46	685.46	685.46	685.46	685.46

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 实际行动彰显做进口酒决心，公司保守的态度和迟缓的步伐正在发生转变。**上半年国内进口葡萄酒销量占比进一步提升至 28%，海外禀赋优势和文化根基使得这种趋势不可逆转，未来有望与国产葡萄酒平分秋色，之前市场一直担心张裕做进口酒的决心，但我们认为公司的行动比表态更加积极，那个曾经犯过战略失误、行动迟缓的张裕正在改变。当前公司已具有做进口酒的决心，想清楚了即使自己不做别人也会做，做了虽然会对自有品牌形成一定冲击，但不做的冲击更大，预计公司收购爱欧仅是开始，未来会继续在性价比较高的美洲、澳洲等地寻求布局。而强大的渠道优势和品牌运作经验，使得张裕是少数可能把进口酒品牌做出来的企业。
- 葡萄酒和白兰地一大一小双轮驱动，分别享受长期消费升级和良好竞争格局。**葡萄酒是符合消费升级和健康趋势的品类，行业仍然具有成长属性，长期看千亿空间，在想清楚进口酒与自有品牌的发展矛盾后，可以说制约张裕葡萄酒业务的最后桎梏已经破除，未来公司中高端酒保持平稳（政务消费挤出后 2015 年已经开始恢复性增长），普通干红和进口酒将成为主要增长极。而白兰地竞争格局很好，公司在中低端领域基本没有对手，仅广东一省销售超过 7 亿元，目前大力进行全国化推广，潜在市场空间一百亿。
- 渠道建设和产品结构日渐清晰，运作更加精细化和制度化。**公司越来越注重终端开发，把终端话语权掌握逐渐在自己手里，且不同渠道进行区隔，运作也更加精细化和制度化。先锋专卖店启动“天使计划”，全力打造中高端消费模式，形成商超、餐饮和专卖店并进的完整渠道网络，满足高中低端不同消费需求；同时公司产品结构也日渐清晰，高端酒庄酒和中端解百纳保持平稳，营销资源逐渐向普通干红、进口酒和白兰地倾斜，全力打造品牌战略（普通干红归结到醉诗仙等品牌）。虽然对于进口酒的品牌推广仍需一定时间，但解决了所有权这一进口酒商的最大痛点。另外，公司加快白兰地推广系统建设，建立起覆盖全国主要城市的白兰地营销体系。5 月底推出新品多名利后，公司形成了富郎多干邑、多名利、可雅和金

奖四大白兰地品牌，覆盖各层次需求。

- **考核体系逐渐完备，公司管理层主要人员均有月度业绩指标保证激励效果。**公司各品类单独考核的体系逐渐完备，且考核制度更加精细化。激励方面，虽然目前上市公司层面没有股权激励的打算，但管理层主要人员每个月都有硬性的业绩指标，与工资和奖金直接挂钩，效果仍然能够保证。
- **公司估值合理、安全边际显著，分红稳定、长期标的首选。**目前公司估值对应 15 年仅 20 倍 PE，在酒类中低于行业已无增长、竞争格局较差的啤酒，在整个食品饮料板块中也处于低位平，安全边际显著。公司上市以来分红慷慨，平均分红率接近 50%，股息率维持在 2%-3% 的较高水平，从分红角度也可以作为长期首选标的，享受公司稳定分红。
- **目标价 47.8 元，重申“买入”评级。**葡萄酒行业加速复苏，而张裕将是首要受益者，上半年公司业绩已经积极向好，预计未来 2-3 年盈利增速会逐步回升。长期来看，公司主营产品的顺利转型以及其在进口酒市场的巨大潜力，保证未来具有稳定的成长性。预计公司 2015-17 年实现 EPS 分别为 1.66、1.91、2.26 元，同比增长 16%、15%、18%，给予目标价 47.8 元，对应 2016 年 25 倍 PE，重申“买入”评级。
- **风险提示：**转型速度和效果不达预期、与进口酒商相竞争存在不确定性。

图表 1：爱欧在公司官方微商开始预售



来源：张裕官方微商、齐鲁证券研究所

附录：张裕调研 Q&A

■ **1、上半年各品类的增速和占比？**

■ A: 各品类占比：白兰地 18%，解百纳 33%，酒庄酒 15%，普通干红 29%，其他 5%（起泡酒，冰酒，干白等）；各品类增速：白兰地 11%，解百纳 15%，酒庄酒 20%，普通干红 25%。

■ **2、上半年酒庄酒为什么增长较快？**

■ A: 三公消费控制没有那么严了，而且酒庄酒基数比较小，上半年进行了营销体系和内部考核的调整，今年开始单独考核（只是单独考核，销售团队没有分开）。需求当然也起来了，民间消费为主，主要是商务消费。

■ **3、经销商数量增长情况？**

■ A: 渠道变化不大，经销商数量比较稳定，现在还是 3000 多个经销商。渠道经销商是分开的，商超/餐饮的经销商都是不同的。

■ **4、终端开发和建设的情况？**

■ A: 以前主要围绕经销商转，2012 年转向终端开发。这个转变是很大的，涉及整个组织架构和整个考核体系的调整。

■ 终端的开发主要是我们自己，没有经销商合作，也不是直营，坏账、收款等还是经销商负责，终端开发完了交给经销商，但终端的管理听我们的，不再听经销商。（目前已发完成开发的比例 30%-40%，重点终端一定要覆盖到，每一个市场都有重点终端，每个月访问多少次，做什么工作都有很细的考核办法）。开发终端，也没有增加太多的人员，只是工作方向变了。

■ 两年前成立了白兰地专门的销售团队，不要过度依赖葡萄酒。

■ **5、原材料葡萄的价格情况？**

■ A: 国内葡萄之前有很强的保护价，现在和国际市场逐步接轨。目前公司海外原料占比还比较少。对于国内葡萄，公司每年谈价格，目前自产的不多，10%左右，当前国内葡萄总体而言还是过剩的。这两年葡萄价格在往下走，不过这个靠天吃饭，未来怎么样还要看，包括一些政策方面的影响。总体来看，国内葡萄比西班牙、智利高，大约高 20%左右。

■ **6、原料价格往下走，公司的出厂价有没有调整？**

■ A: 近两年出厂价没调，很稳定的。而原料价格是往下走的。

■ **7、公司白兰地产品主要在广东销售，推广到全国会不会有困难？**

■ A: 对于白兰地，公司确实下了很大的劲，计划在 155 个城市做一个重点发展（不包括广东）。张裕靠白兰地起家，二十年前占比 80%，现在反过来了，主要是葡萄酒。白兰地这个产品比较特殊，初次口味很难适

应，但一旦适应就会喜欢上饮用，也是以葡萄为原料，浓度更高而已。广东市场公司进入很早，精耕细做很多年了，广东比较开放，对外来事物的接受程度很高。白兰地在广东市场基本上没有往下走过，之前有一个专门的销售队伍，但二十年前销售额很难适应两只队伍，所以后来合并了，不过现在又是分开的了。

- 目前公司白兰地产品还是低端为主。白兰地的竞争格局更好，我们在中低端基本上处于垄断，高端主要是马爹利，我们的竞争对手主要是一些中低档白酒。目前华东市场努力去做，进行口味推广和品牌推广，但要形成比较大的规模预计还要 2-3 年。

■ 8、未来葡萄酒高中低端的发展规划？

- A：高中低端都不放弃，解百纳稳步发展，毕竟体量很大了。

■ 9、介绍一下公司这次收购爱欧的情况？

- A：公司进口酒之前主要是代理的，涉及产权等问题，现在进行收购，把产业链全部打通了。实际上公司在法国就开始收购白兰地的酒庄，只是规模比较小，可能没有引起很大的关注。
- 西班牙那个，目前在中国的销售不多，可以说几乎没有。它的产能空间很大，是非常新的厂，也就建成了 2-3 年。其产品定位比较便宜，相当于国内普通干红的售价。但他们产业链不一样，国外流通环节加价比较少，所以终端价也比较低。但进口过来，价格是怎样的还真不知道，担心和解百纳的竞争，不用担心，竞争的东西太多了。

■ 10、国家统计局的数据显示行业规模有 400 亿元？

- A：统计数据 400 亿，这个数据没法说，我们认为不可能有 400，重复统计太多了，外面的厂，每个省都统计一遍。

■ 11、爱欧进来以后，还是以他们的品牌为主还是再回设立新的品牌？会不会派人参与管理？为什么爱欧毛利率不到 30%？

- A：还是以他们的品牌为主，推广肯定会进行的，但不会派人参与管理。海外毛利率低，因为经营环境是不一样的，对下游的参与也都不一样，他们的产业链非常明确，生产有生产的，销售有销售的。而在国内 20% 的毛利是活不下去的。国内白酒的毛利很高，而且下游很简单，他们的毛利更应该下来，不过他们做品牌的推广比较多。

■ 12、未来公司的毛利率会不会往下走？

- A：我们的毛利会不会往下走，一个是看价格，一个是看产品结构。之前是因为中低端占比提升，所以毛利率有所下降，未来结构调整不会影响太大了，高端下降的很多了。未来主要看价了，如果价格能撑住，则毛利率不会往下走，如果竞争激烈，价格是会往下走的，但我们认为目前可能性不大。我们主要是结构的调整，价格比较稳定。

■ **13、爱欧完成交割和并表的时间？**

■ A: 9月完成交割，四季度并表。

■ **14、怎么看长城、威龙等对手的情况？**

■ A: 这个不好讲，他们做的也都不错。

■ **15、几个酒庄的盈利情况？**

■ A: 八大酒庄，绝大部分都盈利了，宁夏因为定位很高，所以情况不太好。最好的是烟台卡斯特和北京爱斐堡，爱斐堡每年 3000-4000 万盈利。目前公司的酒庄酒主要是卡斯特那边，80%以上来自卡斯特，今年主要是它的增长。

■ **16、为什么中西部葡萄酒销售较少？**

■ A: 葡萄酒相对还是比较奢侈的，同时与饮酒习惯也有关系，所以中西部较少。

■ **17、目前先锋店的数量和“天使计划”的实施情况？**

■ A: 先锋目前 200 来家。大部分是自营的，经销商很少。“天使计划”招聘 500 名店长，目前招聘了 100-200 人，以后业务是承包经营为主。这种模式下，毛利肯定有保障，提供了硬件，且提供启动资金 60 万，店长实际上是经销商，相当于一个小型经销商。公司有专门的方案，要求和条件很多，选拔比较严格。提出这么多条件从今年才开始，以前做的没有这么具体。以前一些简单的要求满足就接受了，现在不行。

■ **18、股权激励有没有考虑，现在价格比较合适？**

■ A: 对于上市公司层面的股权激励，目前公司没有这个想法。

■ **19、现在公司 AB 股并存，有一些公司开始回购，张裕有没有打算？**

■ A: 公司很大的精力用在经营上，还没有考虑。

■ **20、怎么看公司未来的发展？**

■ A: 张裕完全从市场竞争中走出来的，葡萄酒是一个充分竞争的行业。只要不出现大的问题，应该不会往下走。之前下滑主要是国家政策的影响，之前中高端占大头，特别是酒庄酒和解百纳。

■ **21、目前进口酒的占比？**

■ A: 进口酒占比还在往上走，目前 30%左右。关税减免以后占比会更大。

■ **22、为什么会选择收购西班牙这一家公司？**

■ A: 选择西班牙这一家，一是其产品上有很强的竞争力，另外很关键的一点就是他们的团队，愿意留下来，年富力强、充满活力，知识结构和年龄结构很好，同时要价也合理。我们收购的标准也是有一定行业定位的，但规模也不能太大，规模适中。目前剩下 25%的股权还是他们的。

■ **23、怎么看现在的进口酒行业？**

■ A: 进口酒整体很庞大，但没有成型的，行业很混乱。由于很暴利，之前大量的资本进来，目前价格往下走不一定是坏事，有很多资本就会退出去。

■ **24、自有进口酒品牌进来，会不会对张裕品牌冲突？**

■ A: 我们不会做，别人也会做。同时代理我们也不会放弃，有些东西不代理不行。五大海外市场部负责协调没有产权关系的企业，去做代理，有些必须做代理，不是你想吃了就吃了的。短期还是自产为主，进口酒占比的提升还是比较漫长。希望把自己的进口酒做成品牌，没有这个就没有其他优势。

■ **25、目前是不是还有两个在建的酒庄？酒庄酒的价格有没有变化？**

■ A: 对的，都在我们的葡萄酒城，比较小。酒庄酒价格也没有变化，完全扛住出了进口酒的冲击，因为价格对消费品是很重要的，公司不会随便降价的，只能说推一些低端的品类，降价是会要命的。

■ **26、看有些分析用公告中披露的那个酒庄酒收入，算出来感觉有些不对？**

■ A: 那个只是内部的销售收入，主要还是看销售公司，那边基本是个成本，比成本稍微高一点，利润加成，实际收入不是那个，远比那个大。

■ **27、为什么醉诗仙销售收入很小？**

■ A: 醉诗仙是新品牌，形成规模还需要时间。如果没品牌，做营销很难，未来把低端也就是普通干红全部归结到醉诗仙和贵馥酒等品牌，不过时间估计还很长。

■ **28、从渠道看，哪些渠道的销售比较好？各渠道的产品档次？**

■ A: 餐饮往下走，商超往上走。餐饮渠道全部由经销商来做，直营主要在商超，上海的商超基本上是直营的。餐饮还是以中高端为主，商超中低端，专卖店中高端为主。

■ **29、对电商方面的发展规划？**

■ A: 已经有自己的电商平台“酒先锋”，但公司要求很严，必须盈利，所以目前不会有太大的投入和发展。

■ **30、有没有拓展其他品类的想法？**

■ A: 目前还是葡萄酒和白兰地为主，其他还没有很大的发展考虑。白兰地 100 亿规模在中国是有的，这个品类是不错的。目前白兰地在广东主要还是商超为主，可以佐餐饮用，也可以做料酒。规划的 155 个城市基本是全新要进入的，不包括广东。大部分会和葡萄酒分开，因为销售渠道是不一样的，消费群体、消费手段等也是不一样的。如果白兰地全国能做成广东那样，那张裕就不用要葡萄酒了。

■ 白兰地除了口味的问题，还有确实有些地区没有经销商和渠道，完全空白的。除了广东，目前白兰地在山东还行，福建还可以，广西也还可以。其他地方就很差了，广告做得也很少。白兰地的生产全部在烟台。

■ **31、广东葡萄酒的销售情况？**

■ A: 葡萄酒在广东一般，是白兰地的 1/5-1/6。

■ **32、公司的体制还是比一些同行要好？**

■ A: 是的，体制上张裕确实比王朝、长城要强一点。

■ **33、白兰地的海外收购情况？**

■ A: 去年至今就收购了两个酒庄，性价比、质量都很好，但体量比较小。干邑是去年收购的，第二个是今年收购的。属于高端白兰地，下游客户对他们的评价很好，但市场环境确实比较差，价格比较贵，出厂价就在 300-400 元，终端要上千元，不过产品确实很好。

■ **34、专卖店年销售额达到多少才能盈利？**

■ A: 平均单店收入 200 万以上才能盈利，这是平均水平，还要看地理位置，上海的可能要更高。

■ **35、如果“天使计划”中的一家店没有成功，公司会不会接手过来？**

■ A: 对于“天使计划”，如果他们做的不好，我们接手的可能性也不大，还是要利用他们自己在当地的资源，我们只能去赚我们应该赚的钱。虽然公司给予启动资金，但店长自己也会有保证金等，失败了公司的损失也不会太大。

■ **36、公司产品出厂的加价率和渠道利润率情况？**

■ A: 酒庄酒最高，接近翻倍，解百纳和普通干红次之。

■ **37、如果公司做直营，经销商的 30%是公司自己拿？**

■ A: 直营是为了让利消费者，性价比提高，所以那 30%不会要。这样的话，经销商不会有意见吗？（追问），

经销商和直营的产品是区隔开的，包括餐饮的。经销商的利润是最基本的，经销商利润没的赚的话，这个产品就要死，所以首先要保证经销商的利润。

■ **38、烟台葡萄酒城的情况，折旧怎么提？建成后产能情况？**

■ A：烟台葡萄酒城争取明年开始投产，折旧从投产后就开始提了。建成以后，总的产能达到 35 万吨，老的也会淘汰一部分。

■ **39、爱欧上游多不多？**

■ A：爱欧上游比较少，收购葡萄为主，自己也就 2000-3000 亩。收购葡萄的价格也是每年谈判。

■ **40、公司管理层有没有业绩指标？**

■ A：领导都有指标，每个月都有，而且是与工资和奖金挂钩的。

图表 1: 张裕销售预测表

高档（酒庄酒）							
平均售价（万元/吨）	21.33	20.51	20.00	20.20	20.20	20.00	
增长率（YOY）	—	-3.85%	-2.50%	1.00%	0.00%	-1.00%	
销售数量（吨）	6,400.00	4,100.00	3,600.00	3,780.00	3,893.40	4,010.20	
增长率（YOY）	—	-35.94%	87.80%	5.00%	3.00%	3.00%	
销售收入	1,365.33	841.02	720.00	763.56	786.47	801.96	
增长率（YOY）	—	-38.40%	-14.39%	6.05%	3.00%	1.97%	
毛利率	87.37%	83.77%	82.75%	83.09%	82.92%	82.41%	
销售成本	172.48	136.53	124.20	129.11	134.31	141.10	
增长率（YOY）	—	-20.84%	-9.03%	3.95%	4.03%	5.06%	
毛利	1,192.85	704.49	595.80	634.45	652.16	660.86	
增长率（YOY）	—	-40.94%	-15.43%	6.49%	2.79%	1.33%	
占总销售额比重	24.19%	19.46%	17.32%	15.45%	13.38%	11.69%	
占主营业务利润比重	28.11%	23.78%	21.40%	19.13%	16.46%	14.12%	
解百纳							
平均售价（万元/吨）	7.07	7.00	7.06	7.14	8.14	9.14	
增长率（YOY）	—	-0.95%	0.86%	1.13%	15.30%	28.01%	
销售数量（吨）	28,172.00	20,000.00	18,500.00	22,200.00	25,530.00	29,359.50	
增长率（YOY）	—	-29.01%	-7.50%	20.00%	38.00%	32.25%	
销售收入	1,990.92	1,400.00	1,306.10	1,585.08	2,078.14	2,683.46	
增长率（YOY）	—	-29.68%	-6.71%	21.36%	59.11%	69.29%	
毛利率	82.00%	77.36%	75.81%	76.32%	78.81%	80.75%	
销售成本	358.35	317.00	315.98	375.38	440.33	516.50	
增长率（YOY）	—	-11.54%	-0.32%	18.80%	39.35%	37.59%	
毛利	1,632.57	1,083.00	990.12	1,209.70	1,637.82	2,166.96	
增长率（YOY）	—	-33.66%	-8.58%	22.18%	65.42%	79.13%	
占总销售额比重	35.27%	32.40%	31.42%	32.08%	35.36%	39.11%	
占主营业务利润比重	38.48%	36.55%	35.56%	36.48%	41.33%	46.30%	
大众餐酒							
平均售价（万元/吨）	2.51	2.40	2.53	2.53	2.48	2.48	
增长率（YOY）	—	-4.27%	5.54%	0.02%	-2.00%	0.00%	
销售数量（吨）	47,677.00	45,437.00	46,398.00	60,317.40	75,396.75	86,706.26	
增长率（YOY）	—	-4.70%	2.12%	30.00%	62.50%	43.75%	
销售收入	1,195.26	1,090.49	1,175.26	1,528.18	1,872.02	2,152.83	
增长率（YOY）	—	-8.77%	7.77%	30.03%	59.29%	40.88%	
毛利率	65.02%	53.58%	51.44%	51.94%	50.47%	50.22%	
销售成本	418.13	506.17	570.70	734.48	927.29	1,071.71	
增长率（YOY）	—	21.06%	12.75%	28.70%	62.48%	45.91%	
毛利	777.14	584.32	604.57	793.70	944.74	1,081.12	
增长率（YOY）	—	-24.81%	3.46%	31.28%	56.27%	36.21%	
占总销售额比重	21.18%	25.24%	28.27%	30.92%	31.86%	31.37%	
占主营业务利润比重	18.32%	19.72%	21.71%	23.93%	23.84%	23.10%	
葡萄酒合计							
销售收入小计	4551.51	3331.51	3201.36	3876.82	4736.63	5638.25	
销售成本小计	948.96	959.70	1010.88	1238.98	1501.92	1729.32	
毛利	3602.55	2371.81	2190.49	2637.85	3234.71	3908.93	
平均毛利率	79.15%	71.19%	68.42%	68.04%	68.29%	69.33%	
白兰地							
平均售价（万元/吨）	2.11	2.17	2.17	2.19	2.19	2.17	
增长率（YOY）	—	2.74%	0.02%	1.00%	0.00%	-1.00%	
销售数量（吨）	40,659.00	37,713.00	37,462.00	43,081.30	47,389.43	52,128.37	
增长率（YOY）	—	-7.25%	-0.67%	15.00%	10.00%	10.00%	
销售收入	859.12	818.69	813.42	944.79	1,039.27	1,131.76	
增长率（YOY）	—	-4.71%	-0.64%	16.15%	22.76%	8.90%	
毛利率	62.38%	63.63%	65.89%	66.50%	66.00%	65.31%	
销售成本	323.24	297.74	277.46	316.52	353.40	392.63	
增长率（YOY）	—	-7.89%	-6.81%	14.08%	11.65%	11.10%	
毛利	535.89	520.95	535.96	628.26	685.87	739.13	
增长率（YOY）	—	-2.79%	2.88%	17.22%	9.17%	7.77%	
占总销售额比重	15.22%	18.95%	19.57%	19.12%	17.69%	16.49%	
占主营业务利润比重	12.63%	17.58%	19.25%	18.94%	17.31%	15.79%	
其他							
销售收入	233.37	170.75	141.95	120.00	100.55	91.68	
毛利率	44.72%	41.02%	40.68%	41.82%	41.49%	35.65%	
销售成本	129.00	100.70	84.20	69.82	58.83	59.00	
增长率（YOY）	—	-21.94%	-16.39%	-17.08%	-30.13%	-15.50%	
毛利	104.37	70.05	57.75	50.18	41.72	32.68	
占总销售额比重	4.13%	3.95%	3.41%	2.43%	1.71%	1.34%	
占主营业务利润比重	2.46%	2.36%	2.07%	1.51%	1.05%	0.70%	
总计							
销售收入小计	5644.00	4320.95	4156.73	4941.61	5876.45	6861.69	
销售成本小计	1401.19	1358.14	1372.53	1625.32	1914.15	2180.95	
毛利	4242.81	2962.81	2784.20	3316.29	3962.30	4680.74	
平均毛利率	75.17%	68.57%	66.98%	67.11%	67.43%	68.22%	

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：财务报表摘要
损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	5,644	4,321	4,157	4,942	5,876	6,862
增长率	-6.37%	-23.4%	-3.8%	18.9%	18.9%	16.8%
营业成本	-1,401	-1,358	-1,372	-1,625	-1,914	-2,181
%销售收入	24.8%	31.4%	33.0%	32.9%	32.6%	31.8%
毛利	4,242	2,963	2,784	3,316	3,962	4,681
%销售收入	75.2%	68.6%	67.0%	67.1%	67.4%	68.2%
营业税金及附加	-318	-236	-269	-297	-382	-444
%销售收入	5.6%	5.5%	6.5%	6.0%	6.5%	6.5%
营业费用	-1,449	-1,141	-1,006	-1,230	-1,516	-1,777
%销售收入	25.7%	26.4%	24.2%	24.9%	25.8%	25.9%
管理费用	-254	-245	-257	-301	-369	-430
%销售收入	4.5%	5.7%	6.2%	6.1%	6.3%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	2,221	1,340	1,252	1,487	1,696	2,030
%销售收入	39.3%	31.0%	30.1%	30.1%	28.9%	29.6%
财务费用	20	19	17	-17	16	11
%销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.4%	0.3%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	-3	-2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,238	1,357	1,267	1,470	1,712	2,041
营业利润率	39.7%	31.4%	30.5%	29.8%	29.1%	29.7%
营业外收支	32	40	36	37	38	38
税前利润	2,270	1,397	1,303	1,507	1,750	2,079
利润率	40.2%	32.3%	31.3%	30.5%	29.8%	30.3%
所得税	-569	-349	-325	-370	-437	-530
所得税率	25.1%	25.0%	24.9%	24.6%	25.0%	25.5%
净利润	1,701	1,048	978	1,137	1,312	1,549
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,701	1,048	978	1,137	1,312	1,549
净利率	30.1%	24.3%	23.5%	23.0%	22.3%	22.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,701	1,048	978	1,137	1,312	1,549
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	147	152	156	13	15	17
非经营收益	1	-29	-98	-12	-24	-24
营运资金变动	-547	-436	34	254	-797	-205
经营活动现金净流	1,302	735	1,070	1,391	507	1,337
资本开支	868	961	1,237	855	917	926
投资	0	-17	0	0	0	0
其他	658	418	254	0	0	0
投资活动现金净流	-210	-560	-983	-855	-917	-926
股权募资	10	16	0	0	0	0
债权募资	0	243	273	-300	16	-16
其他	-796	-1,040	-357	-24	-316	-14
筹资活动现金净流	-786	-781	-83	-324	-300	-30
现金净流量	306	-606	4	211	-710	382

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	2,227	1,368	1,145	1,357	646	1,028
应收款项	256	356	315	418	461	541
存货	2,269	2,121	2,087	1,951	2,972	3,374
其他流动资产	52	54	41	65	67	69
流动资产	4,804	3,899	3,589	3,792	4,146	5,012
%总资产	59.1%	48.7%	40.3%	37.9%	36.7%	38.3%
长期投资	5	0	0	0	0	0
固定资产	2,696	3,444	4,385	5,211	6,063	6,921
%总资产	33.2%	43.0%	49.2%	52.1%	53.7%	52.8%
无形资产	439	475	668	721	809	898
非流动资产	3,319	4,102	5,323	6,202	7,142	8,088
%总资产	40.9%	51.3%	59.7%	62.1%	63.3%	61.7%
资产总计	8,123	8,002	8,912	9,994	11,288	13,100
短期借款	151	243	300	0	16	0
应付款项	1,246	950	1,053	1,178	1,404	1,623
其他流动负债	593	344	262	683	423	483
流动负债	1,989	1,537	1,615	1,861	1,843	2,107
长期贷款	0	0	209	209	209	209
其他长期负债	74	94	85	85	85	85
负债	2,064	1,631	1,909	2,155	2,137	2,401
普通股股东权益	5,913	6,208	6,840	7,676	8,988	10,537
少数股东权益	146	163	163	163	163	163
负债股东权益合计	8,123	8,002	8,912	9,994	11,288	13,100

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	2.481	1.529	1.426	1.659	1.915	2.259
每股净资产(元)	8.626	9.057	9.979	11.198	13.112	15.371
每股经营现金净流(元)	1.900	1.072	0.920	2.029	0.739	1.951
每股股利(元)	1.100	0.500	0.440	0.440	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.77%	16.88%	14.29%	14.81%	14.60%	14.70%
总资产收益率	20.94%	13.10%	10.97%	11.38%	11.63%	11.82%
投入资本收益率	41.77%	19.15%	14.74%	16.75%	14.56%	15.30%
增长率						
营业总收入增长率	-6.37%	-23.44%	-3.80%	18.88%	18.92%	16.77%
EBIT增长率	-10.74%	-39.64%	-6.60%	18.79%	14.05%	19.68%
净利润增长率	-10.82%	-38.38%	-6.72%	16.28%	15.43%	18.00%
总资产增长率	11.34%	-1.50%	11.38%	12.13%	12.95%	16.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.5	13.2	14.2	12.9	13.4	13.3
存货周转天数	524.2	590.0	559.6	563.8	566.8	564.6
应付账款周转天数	72.3	78.4	81.9	79.1	79.9	80.0
固定资产周转天数	113.7	164.0	206.5	213.8	207.0	202.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.27%	-17.65%	-9.08%	-14.64%	-4.61%	-7.65%
EBIT利息保障倍数	-111.5	-71.7	-72.5	89.0	-107.4	-186.9
资产负债率	25.40%	20.38%	21.42%	21.57%	18.93%	18.33%

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。