

张裕 A (000869. SZ)

初步完成进口酒布局，正式开启国际化战略，上调中期目标价至 60 元！

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价 (元)：**60**

分析师 联系人

胡彦超 张帅

S0740512070001 zhangshuai@r.qizq.com.cn

021-20315176

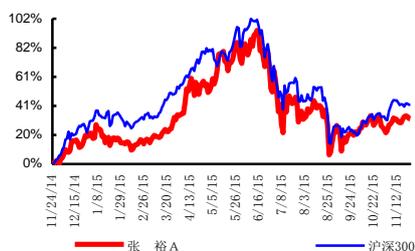
huyc@r.qizq.com.cn

2015 年 12 月 1 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)	43.08
市值(百万元)	29529.62
流通市值(百万元)	19535.06

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	4,749.7	5,603.0	6,551.3
营业收入增速	-23.44%	-3.80%	14.27%	17.97%	16.92%
净利润增长率	-38.38%	-6.72%	9.01%	15.10%	18.62%
摊薄每股收益 (元)	1.53	1.43	1.55	1.79	2.12
前次预测每股收益 (元)	1.53	1.43	1.55	1.79	2.12
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	17.66	24.44	28.46	19.48	16.42
PEG	—	—	3.16	1.29	0.88
每股净资产 (元)	9.06	9.98	11.05	12.31	13.84
每 现金流量	1.07	0.92	1.86	0.53	1.64
净资产收益率	16.88%	14.29%	14.07%	14.53%	15.34%
市净率	2.98	3.49	4.00	2.83	2.52
总股本 (百万股)	685.46	685.46	685.46	685.46	685.46

投资要点

- 核心观点：**(1) 葡萄酒行业短期复苏有望持续，进口酒继续高歌猛进开启国内新一轮消费增长，长期来看葡萄酒仍具备较高成长性(3-4 倍空间)，是符合健康化和低酒精度趋势的品类，目前行业规模 400-500 亿元，仅占整个酒类消费的 5%。(2) 前 10 月进口葡萄酒延续量升价跌态势、性价比继续凸显，进口量同比增速高达 43.5%，占国内葡萄酒市场份额提升至 28%。但我们认为当前看待进口酒的视角应该从强冲击到新增长转变，以张裕、长城为代表的国内酒企都开始积极拥抱进口酒，从而也将从中受益。(3) 张裕海外并购持续发力，8 月底收购西班牙爱欧、10 月取得澳大利亚鹰标的独家经销权、11 月收购法国蜜合花，迅速完成进口酒的初步布局，公司保守的态度和迟缓的步伐正在发生转变，且未来进口酒业务收入目标占比 30% 以上，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。(4) 同时，我们认为这也是公司国际化战略的正式开启，且管理层对未来的全球化路径规划清晰，参照葡萄酒巨头星座公司发展，其通过不断并购发展壮大，近 30 年收入增长 30 倍、市值增长 75 倍。(5) 上调中期目标价至 60 元，继续强烈推荐。目前公司估值合理(对应 15 年 26 倍)，安全边际相对显著，同时分红稳定，也可作为长期标的的首选。
- 下半年公司海外并购持续发力，迅速完成进口酒的初步布局，验证我们前期判断。从 8 月底收购西班牙爱欧集团 75% 股权，到 10 月获得澳洲富邑集团旗下纷赋酒庄的鹰标系列产品在中国区的独家经销权，再到 11 月收购法国卡斯黛乐旗下酒庄蜜合花 90% 股权，张裕用不到三个月的时间迅速完成了进口酒的战略性布局。这正如同我们 9 月 20 日报告《进口酒决心现，保守迟缓渐改变》中所写的一样“公司保守的态度和迟缓的步伐正在发生积极转变，收购爱欧仅是开始，未来将会继续寻求海外布局。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。”

- **进口酒新品国内全面上市，共享渠道、进行国际化营销。**11月25日至26日，张裕在北京张裕爱斐堡国际酒庄召开新品上市发布会，正式推出公司近期收购的著名品牌产品：西班牙爱欧公爵系列、法国蜜合花酒庄系列，以及张裕在中国独家经销的澳大利亚纷赋酒庄鹰标系列。**(1) 爱欧公爵产品：**张裕一举发布包括德比梦在内的爱欧公爵17个产品系列共53款单品，零售价从30元左右到600元不等。目前公司已将核心销售体系向爱欧公爵全面开放，欲借助张裕强大而成熟的国内渠道将爱欧公爵打造为国内市场的西班牙葡萄酒第一品牌。并且，张裕公益捐赠萨马兰奇基金会，支持中国体育事业发展，努力强化中西两国葡萄酒文化融合。**(2) 纷赋酒庄产品：**该酒庄是澳大利亚富邑集团旗下的明星酒庄，目前张裕已经取得鹰标系列产品在中国大陆的独家经销权，并且纷赋酒庄鹰标系列产品还将在2016年成为NBA官方合作伙伴。**(3) 蜜合花酒庄产品：**包括蜜合花系列和苔思藤系列，产品质量优良、品牌较为成熟，具备较强市场竞争力，属于波尔多AOC级别葡萄酒。目前国内市场缺少进口酒超级大单品，公司具备强大的分销体系，有信心把蜜合花酒庄产品打造成中国的超级大单品。我们认为张裕高性价比进口酒产品体系在国内的全面上市，有望在强渠道分销体系下实现进口酒业务的高速增长。

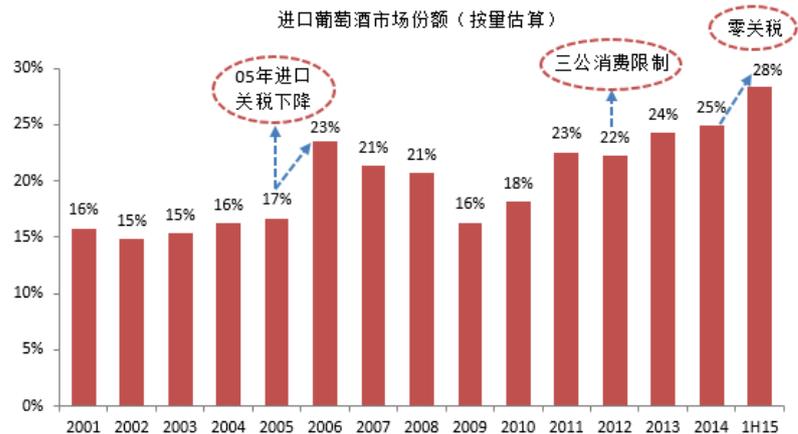
图表 1：近年来张裕海外战略布局情况

公司	时间	事件
张裕	2013年10月	以4000万元收购了法国富郎多家族干邑公司，目前该酒庄生产的富朗多干邑和多名利白兰地已经在国内上市。
	2014年	出资1000万欧元在法国设立了一家全资子公司法尚控股，主要从事投资、收购兼并葡萄酒、白兰地等酒类生产、销售及进出口业务。
	2015年8月	以2625万欧元现金收购西班牙葡萄酒生产商爱欧集团75%的股权。
	2015年10月	取得澳大利亚富邑集团旗下的明星纷赋酒庄的鹰标系列产品在中国大陆的独家经销权。
	2015年11月	出资333万欧元(折合人民币约2,260万元)收购卡斯黛乐酒庄公司持有的蜜合花农业公司90%股权。

来源：公司公告、糖酒会调研、中泰证券研究所

- **进口酒高歌猛进开启新一轮消费增长，内资酒企海外布局渐入佳境。**2015年前10月进口葡萄酒延续量升价跌势态，进口量同比增速达43.5%，进口额同比20.0%，进口均价大幅下降16.4%。我们认为零关税的实施使得进口酒的高性价比再次凸显，上半年进口酒的市场份额大幅提升至28%。考虑到进口酒的海外禀赋优势和文化根基使得这种趋势短期不可逆转，随着澳大利亚关税的逐步下降，未来进口酒有望与国产葡萄酒平分秋色。面对进口酒高增长局面，产业界一致看好进口酒的未来发展前景。**我们认为看待进口酒的视角应该从强冲击到新增长转变**，目前以张裕、中粮和洋河为代表的内资酒企也加快了布局进口酒的步伐，意在打开新一轮成长空间。我们认为进口酒的资源禀赋所凸显的高性价比优势短期很难改变，内资酒企积极拥抱进口酒是明智之举。而渠道和品牌优势决定了他们在混乱的进口酒市更具优势场，更有可能建立起品牌。

图表 2：1H15 进口葡萄酒市场份额提升至 28%



来源：WIND、海关总署、中泰证券研究所

图表 3：2015 年前 10 月葡萄酒进口量增长 43.5%



来源：WIND、中泰证券研究所

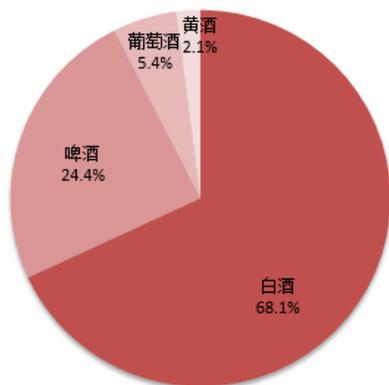
图表 4：2015 年前 10 月葡萄酒进口额增长 20.0%



来源：WIND、海关总署、中泰证券研究所

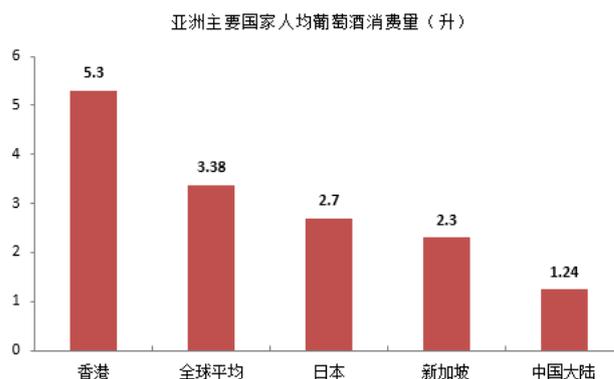
- **葡萄酒行业仍具有较高成长性，龙头张裕在进口酒业务驱动下有望打开新一轮成长空间。**从行业看，葡萄酒是符合消费升级和健康趋势的品类，仍然具备成长属性，目前行业规模仅为 400-500 亿元，占整个酒类消费的 5%，长期看行业具备 3-4 倍增长空间。而短期行业复苏强劲、且有望持续，身为龙头的张裕也必将受益。从公司本身看，发力中低端、渠道精细化、积极拥抱进口酒，战略调整清晰明确，之前保守的态度和迟缓的步伐也正在逐步发生转变。随着 11 月底爱欧集团进口酒在国内的正式面市，公司进口酒业务收入将会大幅提升，未来 30% 的进口酒比重有望逐步得以实现。

图表 5: 中国酒类市场葡萄酒占比仅为 5.4%



来源: WIND、中泰证券研究所

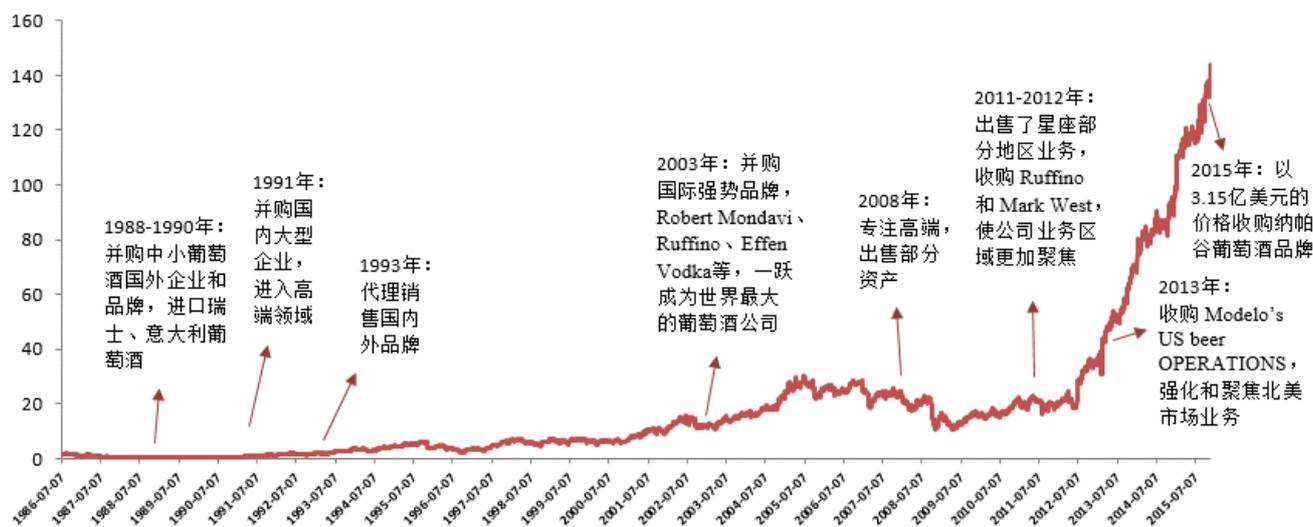
图表 6: 中国大陆人均葡萄酒消费量低于亚洲国家



来源: WIND、QIV、中泰证券研究所

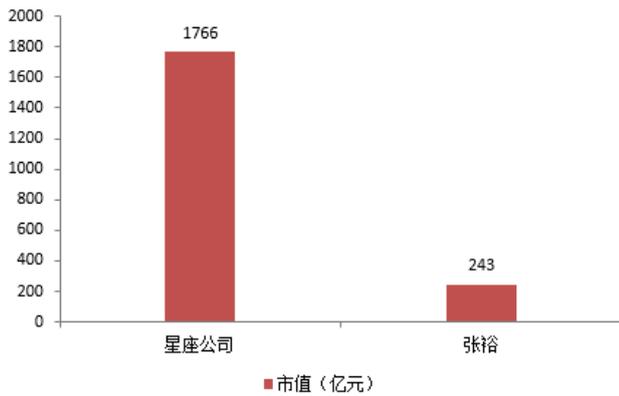
- **公司国际化战略布局逐渐清晰，有望打造中国的“星座公司”。** (1) 全球化和品类扩张是消费品公司市值突破的两大重要路径。参照全球最大的葡萄酒巨头美国星座公司发展历程，经过长达 30 年的持续并购和产品区域聚焦，实现主营收入增长 30 多倍，市值增长 75 倍，可见海外并购扩张是成为酒业巨头的必经之路。从市值和收入规模来看，星座公司是张裕的 7-9 倍，在新世界葡萄酒消费的驱动下，我们认为张裕海外并购和扩张的潜在增长空间仍很大。(2) 目前公司管理层对国际化战略规划清晰，发布会上公司表示未来会继续进行一系列海外收购（法国、智利、澳大利亚等酒庄产区），继续为中国消费者探寻世界不同产区、不同风土的佳酿，把它们带到中国，与张裕品牌的葡萄酒一起为消费者提供高品质、高性价比、多样化的葡萄酒选择。并且公司计划在国内外设立更多的工厂，实现“两条腿走路”模式，公司预计海外市场业务比重有望在 5 年内达到整个公司销售额的 30%。我们认为公司的全球化视野和雄心可见一斑，其“好行业、好公司”优势属性更为其成为中国的“星座公司”提供良好的看点。

图表 7: 美国星座公司葡萄酒业务并购历程 (纵坐标为股价: 美元)



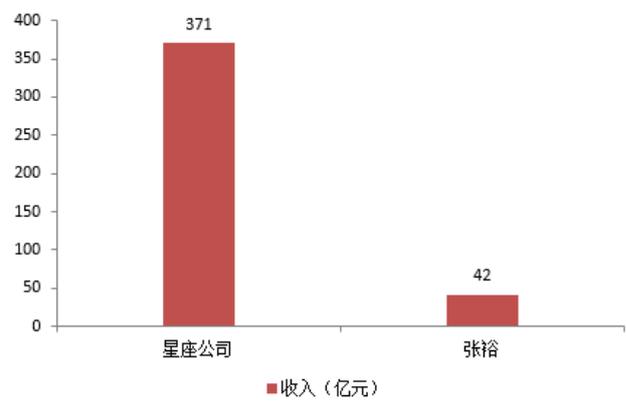
来源: WIND、中泰证券研究所 (注: 从 1986 年上市起统计)

图表 8: 星座公司市值是张裕的 7 倍



来源: WIND、中泰证券研究所

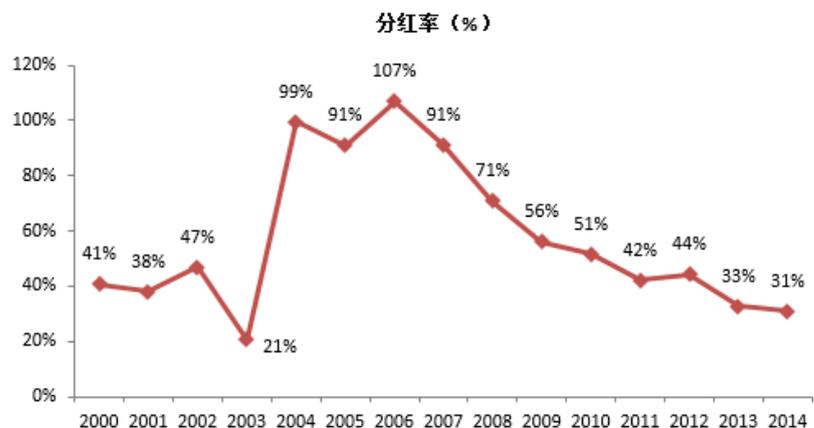
图表 9: 星座公司收入是张裕的 9 倍



来源: WIND、中泰证券研究所

- **公司估值合理、安全边际显著，分红稳定、长期标的的首选。**目前公司估值对应 15 年 26 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水平，安全边际相对显著。另外，公司自上市以来平均分红率接近 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。
- **上调目标价至 60 元，重申“买入”评级。**预计 2015-17 年 EPS 为 1.55、1.79、2.12 元，同比增长 9%、15%、18%。考虑到公司进口酒布局的坚定决心和潜在成长空间，可给予较高估值溢价。我们上调 12 个月目标价至 60 元，对应 2016 年 33xPE，重申“买入”评级。葡萄酒行业正在加速复苏，而张裕将是首要受益者，前三季度公司业绩已经趋于向好，未来 2-3 年盈利预计会逐步回升。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增长潜力，保证其将拥有稳定的成长性。
- **风险提示：**转型的速度和效果不达预期，与进口酒商相竞争存在的不确定性。

图表 10: 张裕历年分红均值接近 50%



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 11：近期相关报告汇总，持续追踪葡萄酒行业及公司情况

日期	报告	类型
20151124	《海外收购再下一城，进口酒竞争力更上一层楼》	公司点评
20151028	《2015南京秋季糖酒会：产业视角看快速发展的进口葡萄酒市场》	会议纪要
20151027	《业绩略低于预期，长期发展空间仍足》	季报点评
20151015	《短期复苏强劲、长期仍具备较高成长性，看好龙头张裕》	行业深度
20150920	《进口酒决心现，保守迟缓渐改变》	调研报告
20150827	《业绩大幅超预期，海外收购落地打开进口酒业务成长空间》	中报点评
20150824	《上半年进口酒量升价跌、性价比再凸显，有望倒逼张裕海外战略加速》	行业深度
20150430	《走出谷底、加速增长、重申“买入”》	季报点评
20150428	《业绩下滑大幅收窄，2015年有望加速恢复》	年报点评
20150407	《葡萄酒行业路在何方》	行业深度

来源：中泰证券研究所

图表 12: 张裕销售预测表

产品销售收入

单位: 人民币百万元

项目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
高档 (酒庄酒)						
平均售价 (万元/吨)	21.33	20.51	20.00	20.10	20.00	20.10
增长率 (YOY)	—	-3.85%	-2.50%	0.50%	-0.50%	0.50%
销售数量 (吨)	6,400.00	4,100.00	3,600.00	3,924.00	4,198.68	4,408.61
增长率 (YOY)	—	-35.94%	87.80%	9.00%	7.00%	5.00%
销售收入	1,365.33	841.02	720.00	788.72	839.72	886.11
增长率 (YOY)	—	-38.40%	-14.39%	9.54%	6.47%	5.53%
毛利率	87.37%	83.77%	82.75%	83.01%	82.75%	82.49%
销售成本	172.48	136.53	124.20	134.02	144.84	155.12
增长率 (YOY)	—	-20.84%	-9.03%	7.91%	8.07%	7.10%
毛利	1,192.85	704.49	595.80	654.70	694.88	730.99
增长率 (YOY)	—	-40.94%	-15.43%	9.89%	6.14%	5.20%
占总销售额比重	24.19%	19.46%	17.32%	16.61%	14.99%	13.53%
占主营业务利润比重	28.11%	23.78%	21.40%	20.62%	19.19%	17.47%
解百纳						
平均售价 (万元/吨)	7.07	7.00	7.06	7.10	7.15	7.20
增长率 (YOY)	—	-0.95%	0.86%	0.57%	1.27%	1.41%
销售数量 (吨)	28,172.00	20,000.00	18,500.00	20,997.50	24,147.13	28,493.61
增长率 (YOY)	—	-29.01%	-7.50%	13.50%	30.53%	35.70%
销售收入	1,990.92	1,400.00	1,306.10	1,490.82	1,726.52	2,051.54
增长率 (YOY)	—	-29.68%	-6.71%	14.14%	32.19%	37.61%
毛利率	82.00%	77.36%	75.81%	76.18%	75.88%	75.57%
销售成本	358.35	317.00	315.98	355.05	416.47	501.27
增长率 (YOY)	—	-11.54%	-0.32%	12.37%	31.80%	41.18%
毛利	1,632.57	1,083.00	990.12	1,135.77	1,310.04	1,550.27
增长率 (YOY)	—	-33.66%	-8.58%	14.71%	32.31%	36.49%
占总销售额比重	35.27%	32.40%	31.42%	31.39%	30.81%	31.31%
占主营业务利润比重	38.48%	36.55%	35.56%	35.78%	36.19%	37.04%
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	55,213.62	67,360.62	84,200.77
增长率 (YOY)	—	-4.70%	2.12%	19.00%	45.18%	52.50%
销售收入	1,195.26	1,090.49	1,175.26	1,398.88	1,672.50	2,090.62
增长率 (YOY)	—	-8.77%	7.77%	19.03%	42.31%	49.45%
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	672.34	828.45	1,040.74
增长率 (YOY)	—	21.06%	12.75%	17.81%	45.17%	54.80%
毛利	777.14	584.32	604.57	726.54	844.04	1,049.88
增长率 (YOY)	—	-24.81%	3.46%	20.18%	39.61%	44.50%
占总销售额比重	21.18%	25.24%	28.27%	29.45%	29.85%	31.91%
占主营业务利润比重	18.32%	19.72%	21.71%	22.89%	23.31%	25.09%
葡萄酒合计						
销售收入小计	4551.51	3331.51	3201.36	3678.42	4238.73	5028.27
销售成本小计	948.96	959.70	1010.88	1161.41	1389.77	1697.14
毛利	3602.55	2371.81	2190.49	2517.01	2848.96	3331.13
平均毛利率	79.15%	71.19%	68.42%	68.43%	67.21%	66.25%
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	40,458.96	45,314.04	52,111.14
增长率 (YOY)	—	-7.25%	-0.67%	8.00%	12.00%	15.00%
销售收入	859.12	818.69	813.42	887.28	993.75	1,131.39
增长率 (YOY)	—	-4.71%	-0.64%	9.08%	2172.45%	13.85%
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	297.26	337.92	392.50
增长率 (YOY)	—	-7.89%	-6.81%	7.14%	13.68%	16.15%
毛利	535.89	520.95	535.96	590.02	655.83	738.89
增长率 (YOY)	—	-2.79%	2.88%	10.09%	11.15%	12.66%
占总销售额比重	15.22%	18.95%	19.57%	18.68%	17.74%	17.27%
占主营业务利润比重	12.63%	17.58%	19.25%	18.59%	18.12%	17.65%
其他						
销售收入	233.37	170.75	141.95	184.00	370.55	391.68
毛利率	44.72%	41.02%	40.68%	36.70%	31.15%	29.41%
销售成本	129.00	100.70	84.20	116.48	255.12	276.50
增长率 (YOY)	—	-21.94%	-16.39%	38.33%	202.99%	137.39%
毛利	104.37	70.05	57.75	67.52	115.43	115.18
占总销售额比重	4.13%	3.95%	3.41%	3.87%	6.61%	5.98%
占主营业务利润比重	2.46%	2.36%	2.07%	2.13%	3.19%	2.75%
总计						
销售收入小计	5644.00	4320.95	4156.73	4749.70	5603.03	6551.34
销售成本小计	1401.19	1358.14	1372.53	1575.14	1982.81	2366.13
毛利	4242.81	2962.81	2784.20	3174.56	3620.22	4185.20
平均毛利率	75.17%	68.57%	66.98%	66.84%	64.61%	63.88%

来源: 中泰证券研究所

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	4,750	5,603	6,551
增长率	-6.37%	-23.4%	-3.8%	14.3%	18.0%	16.9%
营业成本	-1,401	-1,358	-1,372	-1,575	-1,983	-2,366
%销售收入	24.8%	31.4%	33.0%	33.2%	35.4%	36.1%
毛利	4,242	2,963	2,784	3,175	3,620	4,185
%销售收入	75.2%	68.6%	67.0%	66.8%	64.6%	63.9%
营业税金及附加	-318	-236	-269	-286	-308	-328
%销售收入	5.6%	5.5%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%
营业费用	-1,449	-1,141	-1,006	-1,211	-1,401	-1,605
%销售收入	25.7%	26.4%	24.2%	25.5%	25.0%	24.5%
管理费用	-254	-245	-257	-285	-308	-328
%销售收入	4.5%	5.7%	6.2%	6.0%	5.5%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	2,221	1,340	1,252	1,393	1,603	1,925
%销售收入	39.3%	31.0%	30.1%	29.3%	28.6%	29.4%
财务费用	20	19	17	-16	-5	-23
%销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.4%	0.3%	0.1%	0.3%
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	1,376	1,598	1,902
营业利润率	39.7%	31.4%	30.5%	29.0%	28.5%	29.0%
营业外收支	32	40	36	37	38	38
税前利润	2,270	1,397	1,303	1,413	1,636	1,940
利润率	40.2%	32.3%	31.3%	29.7%	29.2%	29.6%
所得税	-569	-349	-325	-347	-409	-485
所得税率	25.1%	25.0%	24.9%	24.6%	25.0%	25.0%
净利润	1,701	1,048	978	1,066	1,227	1,455
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	1,066	1,227	1,455
净利率	30.1%	24.3%	23.5%	22.4%	21.9%	22.2%

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	1,066	1,227	1,455
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	-17	-19	-6
营运资金变动	-547	-436	34	213	-862	-344
经营活动现金净流	1,302	735	1,070	1,275	361	1,122
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	275	238
其他	-796	-1,040	-357	-20	-348	-396
筹资活动现金净流	-786	-781	-83	-320	-73	-158
现金净流量	306	-606	4	100	-629	39

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	1,245	616	655
应收款项	256	356	315	411	439	517
存货	2,269	2,121	2,087	1,951	3,079	3,660
其他流动资产	52	54	41	64	68	72
流动资产	4,804	3,899	3,589	3,671	4,202	4,904
%总资产	59.1%	48.7%	40.3%	37.2%	37.0%	37.7%
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%	52.8%	53.4%	53.3%
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%	62.8%	63.0%	62.3%
资产总计	8,123	8,002	8,912	9,873	11,344	12,992
短期借款	151	243	300	0	275	513
应付款项	1,246	950	1,053	1,141	1,387	1,633
其他流动负债	593	344	262	698	785	905
流动负债	1,989	1,537	1,615	1,839	2,447	3,051
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	2,133	2,741	3,345
普通股股东权益	5,913	6,208	6,840	7,577	8,441	9,485
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	9,873	11,344	12,992

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	1.555	1.790	2.123
每股净资产 (元)	8.626	9.057	9.979	11.054	12.314	13.837
每股经营现金净流 (元)	1.900	1.072	0.920	1.860	0.527	1.637
每股股利 (元)	1.100	0.500	0.440	0.480	0.530	0.600
回报率						
净资产收益率	28.77%	16.88%	14.29%	14.07%	14.53%	15.34%
总资产收益率	20.94%	13.10%	10.97%	10.79%	10.81%	11.20%
投入资本收益率	41.77%	19.15%	14.74%	15.66%	14.18%	14.85%
增长率						
营业总收入增长率	-6.37%	-23.44%	-3.80%	14.27%	17.97%	16.92%
EBIT增长率	-10.74%	-39.64%	-6.60%	11.24%	15.12%	20.08%
净利润增长率	-10.82%	-38.38%	-6.72%	9.01%	15.10%	18.62%
总资产增长率	11.34%	-1.50%	11.38%	10.78%	14.90%	14.53%
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	222.4	217.1	211.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.27%	-17.65%	-9.08%	-13.38%	-1.53%	0.70%
EBIT利息保障倍数	-111.5	-71.7	-72.5	84.5	292.4	84.7
资产负债率	25.40%	20.38%	21.42%	21.61%	24.16%	25.74%

来源：中泰证券研究所

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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。