

水井坊(600779.SH)

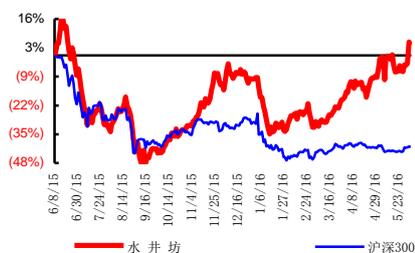
臻酿美酒，品鉴未来，三年高增长可期

评级：**买入** 前次：
 目标价(元)：**20.1**
 分析师 联系人
 胡彦超 范劲松
 S0740512070001
 021-20315176
 huyc@r.qlzq.com.cn fanjs@r.qlzq.com.cn
 2016年06月12日

基本状况

总股本(百万股)	489
流通股本(百万股)	489
市价(元)	14.78
市值(百万元)	7,221
流通市值(百万元)	7,221

股价与行业-市场走□对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	364.87	854.87	1,104.4	1,406.8	1,698.6
营业收入增速	-24.88	134.29	29.20%	27.38%	20.74%
净利润增长率	-162.29	121.84	151.89	47.86%	28.75%
摊薄每股收益(元)	-0.82	0.18	0.45	0.67	0.86
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/市场)					
市盈率(倍)	—	70.75	32.58	22.04	17.12
PEG	—	0.58	0.21	0.46	0.60
每股净资产(元)	2.44	2.62	2.98	3.53	4.28
每股现金流量	-0.22	0.48	0.56	0.66	0.82
净资产收益率	-33.75	6.87%	15.24%	19.01%	20.15%
市净率	4.00	4.86	4.97	4.19	3.45
总股本(百股)	488.55	488.55	488.55	488.55	488.55

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 核心观点：2012-2014年造成公司业绩大幅下滑的不利因素已逐步清除，目前业绩蓄势待发。公司主动将核心产品价位由600元降至300-500元，顺应当下消费趋势。2013年推出300元的臻酿八号新品，凭借深厚品牌积淀和优质口感，在核心省份的婚宴市场和商务消费场景中大放异彩，收入占比达到45%，成为2015年业绩反转的主要驱动力。我们认为，2013-2016年公司在广告投放、品鉴会宣传、渠道建设以及管理方面做了大量基础工作，公司业绩已经进入高速增长期，改革带来的红利至少可持续三年，臻酿八号低基数下具备高增长弹性，未来3年单品收入有望突破10亿元（年均复合增速35%以上），井台也有望实现10%以上的增长。**
- 公司内忧外患已逐步清除，业绩蓄势待发。**2012-2014年业绩大幅下滑主要原因有：行业调整带来高端酒动销锐减、管理层混战、核心领导离任以及费用率大增。2014年起，公司做出了积极调整：(1) 定位300-400元价位，开创新品臻酿八号，更加适应商务消费和婚宴消费；(2) 渠道支持力度远超同行，经销商积极性高涨，营销创新持续强化，逐步试水品鉴会模式。(3) 核心管理层团队稳定。经历诸多调整，我们认为不利因素已经逐步摒弃，公司业绩蓄势待发。
- 臻酿八号美酒脱颖而出，未来3年单品收入有望突破10亿元。**在消费者心目中，臻酿八号拥有深厚品牌积淀和优质口感，在湖南长沙、江苏南京、苏州等地的婚宴和商务消费市场中大放异彩，2015年收入占比达到45%。我们认为臻酿八号目前处于高速成长期，2013-2016年公司在广告投入、品鉴会宣传、渠道体系（扁平化）以及经销商团队建设方面尚处于加大投入期，变革红利可在未来2-3年逐步释放。2015年臻酿八号单品收入规模仅为3.8亿元，市场占比不足2%，低基数下具备高增长弹性，未来三年收入有望突破10亿元（年均复合增速35%以上），同时井台瓶也有望在未来三年实现10%以上的增长。

- **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 20.1 元。**整体来看，我们认为公司摘帽后业绩已经迎来确定性反转，去年低基数下今年将实现高增长。我们看好大单品臻酿 8 号在未来 2-3 年可实现加速放量增长。根据盈利预测，预计 2016-2018 年公司分别实现净利润 2.22、3.28、4.22 亿元，同比增长 151.89%、47.86%、28.75%，对应 EPS 为 0.45、0.67、0.86 元。参考可比公司的估值水平以及公司历史市盈率，看好公司大单品未来高成长潜力，给予目标价 20.1 元，对应 2017 年 30xPE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：打压三公消费力度继续加大、中高端酒动销不及预期、食品安全事件风险。**

内容目录

简介：主打次高端，雄厚的品牌积淀和不断优化的渠道体系助推业绩增长	5 -
产品：臻酿美酒，定位 300-500 元次高端市场	5 -
品牌：白酒第一坊，媲美茅五泸	6 -
渠道：四大核心市场齐发力，品鉴会模式持续推进	7 -
臻酿八号有望继续驱动业绩高增长	7 -
公司内忧外患已逐步清除，业绩蓄势待发	7 -
臻酿八号美酒脱颖而出，未来 2-3 年收入有望突破 10 亿元	10 -
投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 20.1 元	12 -
盈利预测	12 -
相对估值法	12 -
投资建议	13 -
风险提示	13 -

图表目录

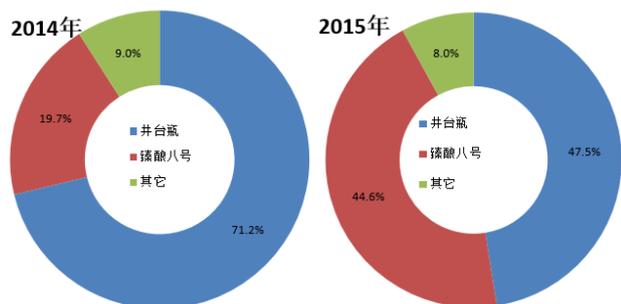
图表 1: 2015 年井台+八号收入占比超过 90%.....	- 5 -
图表 2: 2015 年臻酿八号销量占比近 50%.....	- 5 -
图表 3: 420 元的井台瓶水井坊产品.....	- 5 -
图表 4: 300 元的臻酿八号.....	- 5 -
图表 5: 水井坊超高档产品菁翠.....	- 6 -
图表 6: 水井坊中档产品天号陈.....	- 6 -
图表 7: 全兴大曲获三次中国名酒荣誉称号.....	- 6 -
图表 8: 省内市场收入占比不足 15%.....	- 7 -
图表 9: 河南、江苏等四省收入占比均超 10%.....	- 7 -
图表 10: 2012-2014 年, 核心产品降价销售	- 8 -
图表 11: 2012-2014 年业绩下滑内外因分析.....	- 8 -
图表 12: 2013/2014 年销售成本占比过高	- 8 -
图表 13: 2013/2014 年销售费用、管理费用率陡增.....	- 8 -
图表 14: 次高端 300-500 元市场占比仅为 4.5%	- 9 -
图表 15: 2015 年次高端产品增速普遍达 30%以上.....	- 9 -
图表 16: 白酒行业各产品价格带市场规模测算.....	- 9 -
图表 17: 2016 年较 2013 年公司焕然一新.....	- 10 -
图表 18: 臻酿八号渠道的毛利远高于茅台、五粮液和剑南春.....	- 10 -
图表 19: 水井坊品鉴会现场	- 11 -
图表 20: 核心大单品未来增速预测	- 11 -
图表 21: 相较于优秀竞品, 臻酿八号还有较大差距.....	- 11 -
图表 22: 水井坊收入分项预测表—中高档酒 (单位: 百万元)	- 12 -
图表 23: 水井坊收入分项预测表—低档酒 (单位: 百万元)	- 12 -
图表 24: 可比公司估值表.....	- 13 -
图表 25: 水井坊财务预测三张表 (单位: 百万元)	- 14 -

简介：主打次高端，雄厚的品牌积淀和不断优化的渠道体系助推业绩增长

产品：臻酿美酒，定位 300-500 元次高端市场

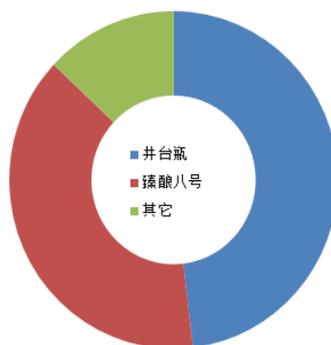
- 臻酿八号和井台瓶定位 300-500 元价位，收入占比超过 90%。公司产品定位次高端市场，100 元以上产品收入占比高达 98%，100 元以上的产品当中，核心大单品是臻酿八号（终端 300 元左右）和井台瓶（终端 420 元左右），2014 年和 2015 年两者收入占比均高于 90%。从产品的销量来看，臻酿八号和井台瓶的销量占比也接近 90%，其中八号的销量占比接近一半。

图表 1：2015 年井台+八号收入占比超过 90%



来源：中泰证券研究所

图表 2：2015 年臻酿八号销量占比近 50%



来源：中泰证券研究所

图表 3：420 元的井台瓶水井坊产品

水井坊 井台瓶 52度500ml单瓶装
【京东自营,品质保证】水井坊核心装,更多选品

京东 ¥419.00 (降价通知)
价: 价格上涨

促销信息: ×1 (条件: 购买)
息:

支持: 礼品购
配送: 上海浦东新区高东镇
至:

来源：中泰证券研究所

图表 4：300 元的臻酿八号

水井坊 臻酿八号 52度500ml单瓶装
【京东自营,品质保证】水井坊核心装,更多选品

京东 ¥308.00 (降价通知)
价: 价格上涨

促销信息: ×1 (条件: 购买)
息:

支持: 礼品购
配送: 上海浦东新区高东镇
至:

来源：中泰证券研究所

图表 5: 水井坊超高档产品菁翠



来源：中泰证券研究所

图表 6: 水井坊中档产品天号陈



来源：中泰证券研究所

品牌：白酒第一坊，媲美茅五泸

- 公司历史悠久，产品屡获中国名酒荣誉，品牌沉淀深厚。公司在 1951 年成立，生产的全兴大曲曾获三届中国名酒称号，具有良好的品质基础。1999 年被国家文物局列为“1999 年全国十大考古新发现”，借此打造出全新的品牌“中国白酒第一坊”，凭借差异化的定位、营销，成功切入高档酒阵营，成为与茅台、五粮液、国窖 1573 齐名的中国高档白酒。与公司同样获奖三次的洋河以及剑南春，收入体量分别是 160 亿元和 66 亿元，公司业绩还仍有较大成长空间。

图表 7: 全兴大曲获三次中国名酒荣誉称号

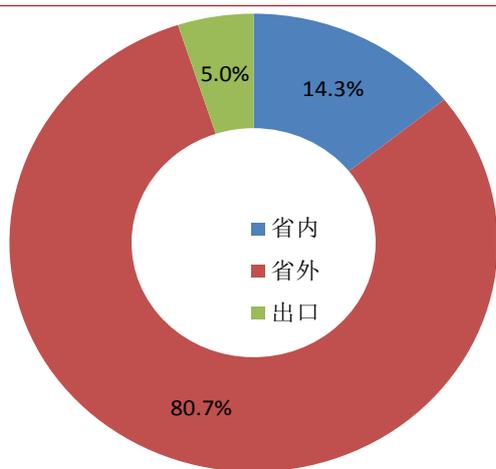
获奖产品	届次
贵州茅台	①②③④⑤
泸州老窖	①②③④⑤
山西汾酒	①②③④⑤
西凤酒	①② ④⑤
五粮液	②③④⑤
古井贡酒	②③④⑤
董酒	②③④⑤
全兴大曲酒	② ④⑤
剑南春	③④⑤
洋河大曲	③④⑤

来源：中泰证券研究所

渠道：四大核心市场齐发力，品鉴会模式持续推进

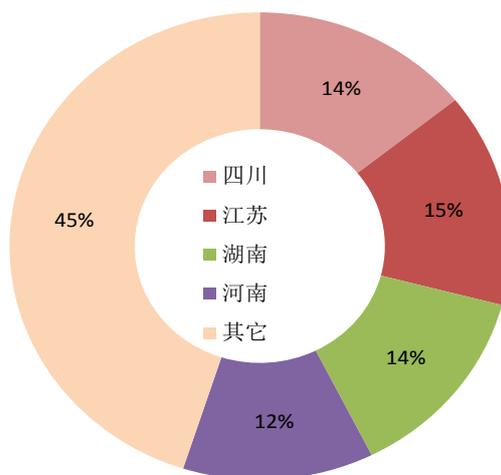
- 省外远大于省内，具备走向全国化的先天条件。2015 年公司省内收入为 1.16 亿元，同比增长 44.04%，占整体收入的 14.26%；省外收入为 6.55 亿元，同比增长 166.27%，占整体收入的 80.72%，省外增速靓丽。区域拓展布局上，公司立足河南、江苏、湖南、四川四大基础市场，加速开拓北京、上海、两广等重点区域。目前核心省份市场收入占比均突破 10%，相对较为均衡。我们认为，水井坊作为一个半全国化的品牌，产品已在不少省份得到了较好培育，未来可在更多省份深入扎根并成长。

图表 8：省内市场收入占比不足 15%



来源：wind、中泰证券研究所

图表 9：河南、江苏等四省收入占比均超 10%



来源：wind、中泰证券研究所

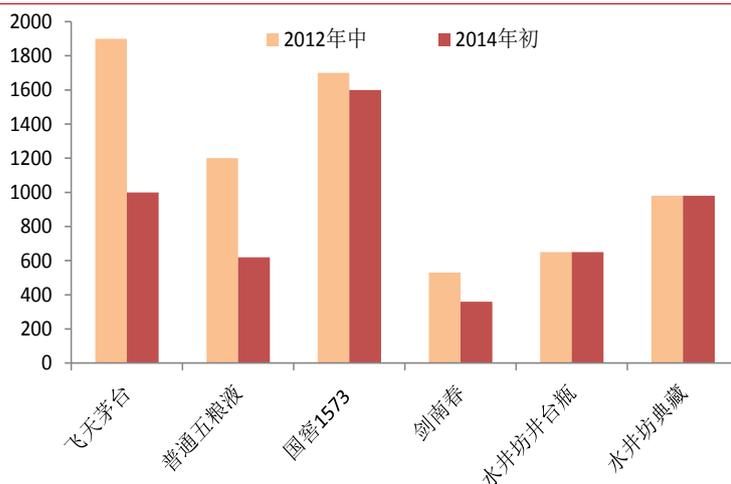
- 销售管理上采取总代、直营、与帝亚吉欧合作三种模式并行，借助于国外高端消费品品鉴会方式进行推广，渠道模式不断优化。与全国逾 30 个总代合作，渠道占比达 70%左右。在北京、吉林、内蒙等地采取扁平化直营模式（没有总代的地方自己做）；在广东、福建等地与帝亚吉欧合作。此外，线上打通五大电商渠道并借力帝亚吉欧开拓海外市场，推广方式上借鉴国外高端消费品品鉴会方式加大推广力度。

臻酿八号有望继续驱动业绩高增长

公司内忧外患已逐步清除，业绩蓄势待发

- 行业调整以及公司结构变动、战略失误是导致 2012-2014 年公司业绩大幅下滑的主要原因。
- 外因：行业调整以及出口遇到较大阻力。

图表 10: 2012-2014 年, 核心产品降价销售



来源: 中泰证券研究所

- **内因:** (1) 管理层混战, 核心领导离任。(2) 定位失误, 调整行动缓慢, 高端动销锐减, 中低端难以起量。(3) 收入大幅下滑, 而费用不减。

图表 11: 2012-2014 年业绩下滑内外因分析

类别	原因	分析
外因	国内	高档白酒竞争愈发激烈, 主流产品纷纷降价, 飞天茅台终端价从峰值的2200一路下滑至950附近, 挤压次高端市场
	国际	水井坊的国际市场销售推进受经济形势等影响也遇到了较大阻力。
内因	管理层混战, 核心领导离任	2013年, 帝亚吉欧以2.33亿英镑收购盈盛投资持有集团的剩余47%股权, 同年总经理离任。公司管理层变化的前后一段时间的状态是: 本地高管无心管理, 外资人员尚未进入, 管理进入混乱期。
	定位失误, 调整行动缓慢, 高端动销锐减, 中低端难以起量	行业调整期间, 核心高端产品纷纷下调价格, 水井坊调整缓慢, 2014年初, 飞天终端价已经下跌到999元, 普通五粮液的价格则是699元, 而水井坊井台装价格是998元。当时水井坊卖得比五粮液还贵, 很多市场被五粮液抢走了。新品方面在2012年推出天号陈, 因为和水井坊的品牌关联度不高, 缺乏较好品牌的基础, 动销一般。
	收入大幅下滑, 而费用不减。	2013年公司为保证市场份额, 加大了产品宣传推广力度, 以上原因导致公司净利润下降较大, 为维护水井坊品牌及价格体系, 公司对退出总代的库存做退货处理, 2013年冲减当期销售收入约8000万元。2014年邛崃项目计提了减值准备2亿左右。

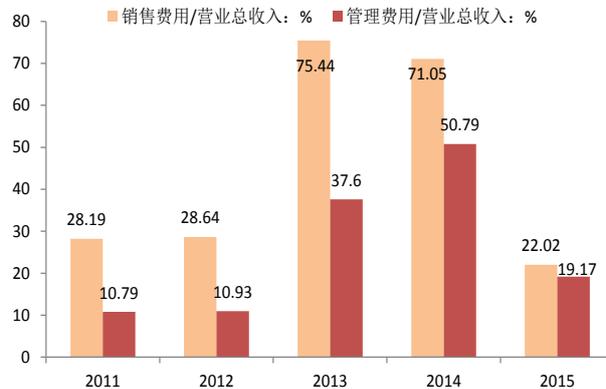
来源: 中泰证券研究所

图表 12: 2013/2014 年销售成本占比过高



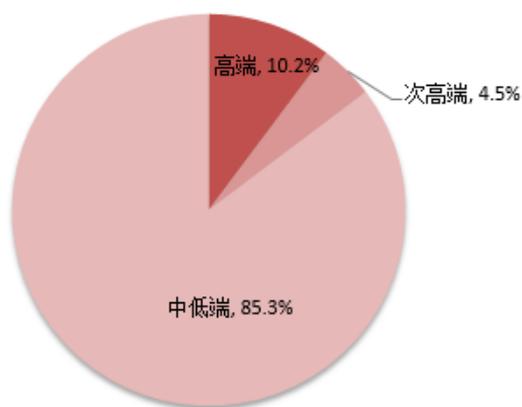
来源: wind、中泰证券研究所

图表 13: 2013/2014 年销售费用、管理费用率陡增



来源: wind、中泰证券研究所

- **2015年以来，行业迎来弱复苏，公司痛定思痛之后果断摒弃不利要素，在战略定位、渠道建设方面做出深度优化，目前已取得初步成效，未来2-3年有望持续实现高增长。**
- **外因：行业弱复苏，未来趋势弹性大，300-500元价格带已迎来高增长，高端酒强烈提价预期下次高端产品迎来放量良机。**白酒行业消费升级趋势明显，推动千亿市场规模的100-300元产品消费逐步升级，假定有20%的100-300元产品消费升级至300-500元，次高端酒的市场规模将提升近1倍。目前次高端白酒市场占比仅为4.5%，具备高弹性，2015年增速普遍达到30%以上，在当前高端酒提价预期下次高端300-500元产品有望迎来放量良机。

图表 14：次高端 300-500 元市场占比仅为 4.5%


来源：wind、中泰证券研究所

图表 15：2015 年次高端产品增速普遍达 30% 以上

产品	零售价（元/瓶）	2015年增速
飞天茅台	900	8%
普通五粮液	729	3%
国窖1573	659	100%
水井坊-井台	358	40%
剑南春	350	30%
洋河天之蓝	318	15%
水井坊臻酿8号	300	400%
汾酒青花瓷20年	280	40%
古井年份原浆5年	132	15%
洋河海之蓝	129	15%
口子窖6年	129	15%

来源：京东商城、中泰证券研究所

图表 16：白酒行业各产品价格带市场规模测算

类别	代表品牌	价格带（元）	吨酒均价（万元/吨）	销量估算（万吨）	收入规模（亿元）
高端	53度飞天茅台、五粮液、1573、梦之蓝M9&M6	500以上	150.6	3.7	557.4
次高端	梦之蓝M3、水井坊臻酿八号、青花瓷20年、剑南春、西凤酒、红花郎15年、舍得	300-500	87.4	2.8	244.7
中低端	海之蓝、古井贡酒、老白干、今世缘金种子、枝江大曲、稻花香、金六福、老村长、牛栏山	0-300	3.7	1279.1	4719.7
合计	——	——	——	1285.6	5521.8

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **内因：核心骨干调整到位，团队日趋稳健；策略实施调整，大幅下调核心产品价格以契合市场。**渠道方面，已经在一些重点区域如北京、成都等地采取扁平化直营来取代原总代模式，公司将逐步从单一销售模式向多元化渠道模式转变。

图表 17: 2016 年较 2013 年公司焕然一新

	2013年	2016年
团队	团队不稳定，核心领导离任	核心领导已就位，团队稳健
策略	渠道价格不顺应市场，经销商亏损	大幅下调核心产品的价格，经销商信心大增，300元的新品珍酿八号暴涨，井台瓶也受追捧
渠道	总代模式	扁平化直营（北京、成都等地）+总代+品鉴会；2015年开展品鉴会500场；2016年渠道费用加大20%以上，计划新增30%的销售人员

来源：中泰证券研究所

臻酿八号美酒脱颖而出，未来 2-3 年收入有望突破 10 亿元

- 定位精准，300-400 元更加适应商务消费和婚宴消费需求。**公司 2013 年开始研发 300~400 元定位的水井坊臻酿 8 号，主动降低零售价格，规避与茅台、国窖等竞争对手的正面竞争，更加适应商务消费和婚宴消费。从外包装看，臻酿 8 号与原有井台瓶的差别较小，我们认为这是水井坊在主动变相降价，意在凸显产品性价比优势。在消费者心目中，8 号既有品牌，又具备优质口感，在湖南长沙、江苏南京、苏州等地的婚宴市场和商务消费场景中大放异彩。如长沙当地，喜宴喜欢购买 300 元左右的产品，臻酿八号的成为首选，主要原因有：品牌力足、价位合理。竞品酒鬼酒名字中带有鬼字不适合喜宴；剑南春终端 400 元左右略贵，与水井坊品牌力拉不开。
- 渠道支持力度大，大商积极性高涨。**我们在 2015 年上半年就已经发现水井坊的经销商力推水井坊，背后的核心原因是经销商有利可图。在目前渠道利润普遍偏低的背景下，水井坊依旧是经销商重要的选择。

图表 18: 臻酿八号渠道的毛利远高于茅台、五粮液和剑南春

类别	国窖1573	52度五粮液	53度飞天茅台	臻酿八号	52度剑南春
出厂结算价	620	679	819	300	339
折扣后结算价	420	-	-	210	280
一批价	550-560	630-640	830-840	250	350-40
终端价	739	729	878	310	418-40
一批经销商毛利率	32%	小幅倒挂	2%左右	19%左右	11%左右
终端毛利率	33%左右	15%左右	5%左右	24%左右	19%左右

备注：终端价来自酒仙网，一批价及折扣价来自经销商调研（单位：元/瓶）；剑南春-40元是指返还纸盒退40元/瓶

来源：中泰证券研究所；剑南春的 280 是较低价格（扣掉了 40 元的拉环返现）

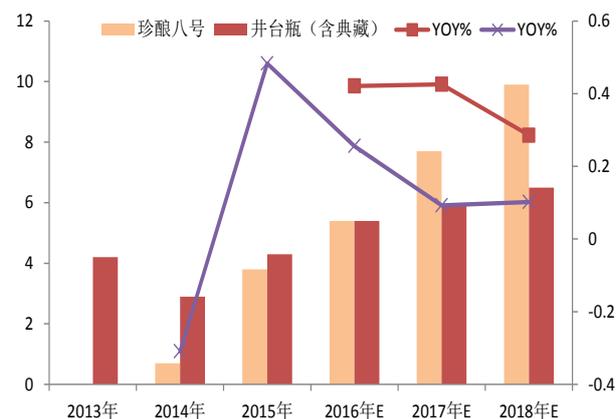
- 渠道体系积极调整，善用品鉴会推广，持续增长可期。(1) 2016 年开启专卖店模式，费用落地以及人员的积极调整有望驱动公司业绩增长。公司在 2016 年将渠道的费用支持转化到营业店，可以直接传递到终端，我们认为这一举措可以提高消费者的购买频次。公司目前的营业点有 12000 个，2016 年计划从中挑选 3000 家成立专卖店实行专营；团队方面公司计划要新增业务人员，扩张 30% 以上，目前销售人员是 175 人，今年要扩张到 200 人以上，费用的落地以及人员的积极调整有望驱动公司业绩的增长。(2) 臻酿美酒，品鉴未来。公司善用品鉴会模式进行销售，行业首屈一指。最高级别的品牌盛宴还邀请到名人及主流媒体出席，整合资源扩大水井坊品牌宣传广度。在成都，水井坊与蓝顶艺术家合作，展现品牌与艺术的匠心之精湛；在杭州/长沙/广州，与知名美食家欧阳应霖合作，探讨匠心与美学的关系。这些活动的推出，大大促进了媒体和消费者对于水井坊的认知与了解。2015 年近 500 场品鉴会覆盖主要核心市场，受众群体近万人，公司收入也由不足 4 亿元快速增长至 8 亿元，2016 年公司将持续在核心省份（尤其是广东和江苏）大力推广品鉴会。

图表 19：水井坊品鉴会现场



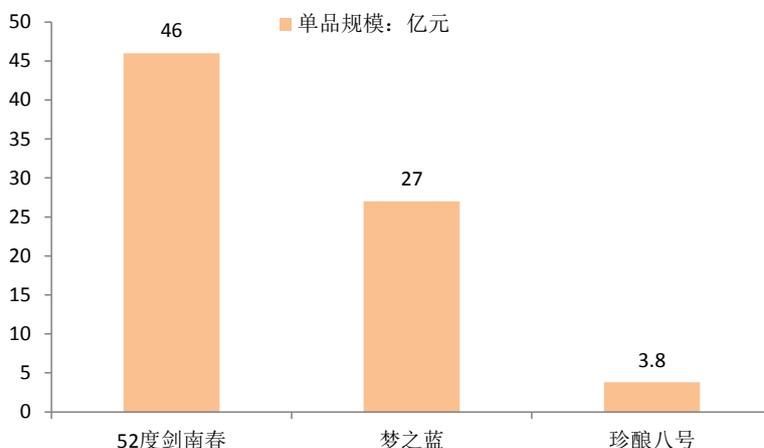
来源：中泰证券研究所

图表 20：核心大单品未来增速预测



来源：中泰证券研究所

图表 21：相较于优秀竞品，臻酿八号还有较大差距



来源：中泰证券研究所；注：剑南春 2015 年按照 66 亿营收、核心产品占比 7 成来匡算；梦之蓝是按照 160 亿营收的 17%（梦之蓝的占比）来匡算

- 综合而言，臻酿八号目前还处于高速成长期，2013-2016 年公司在广告投入、品鉴会宣传、渠道体系（扁平化）以及经销商团队建设方面依旧处于加大投入期，我们认为前期投入带来的红利可在未来 2-3 年逐步释放。臻酿八号目前基数小，新品增速快，未来收入有望突破 10 亿元。即未来三年保持年均复合增速 35% 以上。在公司营销战略以及渠道架构大幅调整的背景下，井台瓶也有望在未来三年实现 10% 以上的增长。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 20.1 元

盈利预测

- 我们预计 2016-2018 年公司分别实现收入 11.05、14.07、16.99 亿元，同比增长 151.89%、47.86%、28.75%，归属于母公司净利润分别为 2.22、3.28、4.22 亿元，同比增长 151.89%、47.86%、28.75%，对应 EPS 为 0.45、0.67、0.86 元。

图表 22：水井坊收入分项预测表—中高档酒（单位：百万元）

中高档酒	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入(百万元)	427.8	358.7	809.5	1052.3	1347.0	1629.9
YOY (%)		-16.15%	125.66%	30.00%	28.00%	21.00%
成本(百万元)	108.3	111.7	200.6	250.8	313.5	376.2
YOY (%)		3.12%	79.65%	25.00%	25.00%	20.00%
毛利(百万元)	319.5	247.0	608.9	801.5	1033.5	1253.7
毛利率	74.69%	68.87%	75.22%	76.17%	76.73%	76.92%

来源：中泰证券研究所

图表 23：水井坊收入分项预测表—低档酒（单位：百万元）

低档酒	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入(百万元)	49.9	1.5	1.4	1.6	1.7	1.9
YOY (%)		-97.03%	8.50%	10.00%	10.00%	10.00%
成本(百万元)	30.2	1.3	1.0	1.1	1.2	1.2
YOY (%)		-95.69%	-24.62%	8.38%	8.38%	6.72%
毛利(百万元)	19.8	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7
毛利率	39.59%	12.16%	30.99%	32.00%	33.00%	35.00%

来源：中泰证券研究所

相对估值法

- 对比行业内可比公司酒鬼酒、沱牌舍得、山西汾酒的估值水平，基于公司未来高增长潜力，我们给予公司 2017 年 30 倍 PE，目标价为 20.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 24：可比公司估值表

可比公司	最新收盘价 (截至 6 月 6 日)	EPS			PE		
		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
000799.SZ 酒鬼酒	21.50	0.38	0.52	0.72	56.58	41.35	29.86
600702.SH 沱牌舍得	20.41	0.15	0.43	0.65	136.07	47.47	31.40
600809.SH 山西汾酒	22.54	0.71	0.82	0.95	31.75	27.49	23.73
可比公司平均估值					74.8	38.77	28.33

来源：wind、中泰证券研究所

投资建议

- **首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 20.1 元。**整体来看，我们认为公司摘帽后业绩已经迎来确定性反转，去年低基数下今年将实现高增长。我们看好大单品臻酿 8 号在未来 2-3 年可实现加速放量增长。根据盈利预测，预计 2016-2018 年公司分别实现净利润 2.22、3.28、4.22 亿元，同比增长 151.89%、47.86%、28.75%，对应 EPS 为 0.45、0.67、0.86 元。参考可比公司的估值水平以及公司历史市盈率，看好公司大单品未来高成长潜力，给予目标价 20.1 元，对应 2017 年 30xPE，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- **打压三公消费力度继续加大。**尽管公务消费占比逐年走低，但是政治改革依旧进行，不排除部分区域或者单位出现“禁酒令”的可能。从体制内开始肃清酒风，进而影响商务消费与民间消费。
- **中高端酒动销不及预期。**白酒行业处于充分竞争状态，消费升级驱动的中高端白酒动销存在不达预期的可能。
- **食品安全事件风险。**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

图表 25：水井坊财务预测三张表（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	486	365	855	1,104	1,407	1,699	货币资金	253	108	364	659	983	1,372
增长率	-70.31%	-24.9%	134.3%	29.2%	27.4%	20.7%	应收账款	158	58	72	115	166	209
营业成本	-146	-116	-211	-280	-347	-414	存货	765	776	717	690	722	772
%销售收入	30.1%	31.9%	24.7%	25.3%	24.6%	24.4%	其他流动资产	47	35	32	38	40	42
毛利	340	248	644	825	1,060	1,284	流动资产	1,223	979	1,185	1,502	1,909	2,395
%销售收入	69.9%	68.1%	75.3%	74.7%	75.4%	75.6%	%总资产	59.3%	60.3%	66.0%	73.9%	80.9%	85.8%
营业税金及附加	-78	-51	-124	-161	-203	-246	长期投资	29	27	18	18	18	18
%销售收入	16.0%	14.0%	14.5%	14.6%	14.4%	14.5%	固定资产	561	494	464	409	356	306
营业费用	-366	-259	-188	-254	-295	-340	%总资产	27.2%	30.5%	25.8%	20.1%	15.1%	11.0%
%销售收入	75.4%	71.0%	22.0%	23.0%	21.0%	20.0%	无形资产	116	96	63	37	11	7
管理费用	-183	-185	-164	-175	-194	-226	非流动资产	839	644	610	530	451	396
%销售收入	37.6%	50.8%	19.2%	15.8%	13.8%	13.3%	%总资产	40.7%	39.7%	34.0%	26.1%	19.1%	14.2%
息税前利润 (EBIT)	-287	-247	168	236	368	473	资产总计	2,062	1,622	1,795	2,031	2,360	2,791
%销售收入	-59.1%	-67.7%	19.7%	21.3%	26.1%	27.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	4	2	3	10	16	24	应付款项	280	352	383	423	439	462
%销售收入	-0.7%	-0.4%	-0.3%	-0.9%	-1.2%	-1.4%	其他流动负债	56	56	123	146	190	229
资产减值损失	3	-62	-63	0	0	0	流动负债	336	409	506	570	629	690
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	127	0	0	21	11	12	其他长期负债	93	20	8	8	8	8
%税前利润	-80.2%	0.0%	0.0%	8.0%	2.7%	2.4%	负债	429	429	513	577	637	698
营业利润	-153	-307	108	267	395	509	普通股股东权益	1,624	1,193	1,281	1,454	1,723	2,093
营业利润率	-31.6%	-84.3%	12.7%	24.2%	28.1%	30.0%	少数股东权益	8	0	0	0	0	0
营业外收支	-5	5	-2	0	0	-1	负债股东权益合计	2,062	1,622	1,795	2,031	2,360	2,791
税前利润	-159	-303	106	267	395	508	比率分析						
利润率	-32.7%	-82.9%	12.4%	24.2%	28.1%	29.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	7	-100	-18	-45	-67	-86	每股指标						
所得税率	—	-33.1%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益(元)	-0.314	-0.825	0.180	0.454	0.671	0.863
净利润	-152	-403	88	222	328	422	每股净资产(元)	3.325	2.443	2.623	2.976	3.527	4.284
少数股东损益	2	0	0	0	0	0	每股经营现金净额(元)	-0.902	-0.217	0.479	0.560	0.657	0.819
归属于母公司的净利润	-154	-403	88	222	328	422	每股股利(元)	2.010	2.000	1.800	0.100	0.120	0.150
净利率	-31.6%	-110.4%	10.3%	20.1%	23.3%	24.8%	回报率						
							净资产收益率	-9.45%	-33.75%	6.87%	15.24%	19.01%	20.15%
现金流量表（人民币百万元）							总资产收益率	-7.45%	-24.83%	4.90%	10.91%	13.88%	15.11%
							投入资本收益率	-20.31%	-31.10%	15.53%	25.13%	42.23%	55.84%
净利润	-152	-403	88	222	328	422	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	-70.31%	-24.88%	134.29%	29.20%	27.38%	20.74%
非现金支出	33	99	99	31	28	25	EBIT增长率	-154.98%	13.95%	167.99%	40.17%	56.14%	28.62%
非经营收益	-177	87	-68	-21	-11	-12	净利润增长率	-145.47%	-162.29%	121.84%	151.89%	47.86%	28.75%
营运资金变动	-145	111	115	42	-24	-35	总资产增长率	-22.27%	-21.31%	10.64%	13.18%	16.18%	18.26%
经营活动现金净流	-441	-106	234	273	321	400	资产管理能力						
资本开支	83	23	-22	-49	-51	-51	应收账款周转天数	51.1	62.0	4.2	7.0	8.0	8.0
投资	226	0	0	0	0	0	存货周转天数	2,494.4	2,416.1	1,291.0	900.0	760.0	680.0
其他	-3	-6	9	21	11	12	应付账款周转天数	697.3	456.5	193.1	180.0	170.0	160.0
投资活动现金净流	140	-29	31	71	62	63	固定资产周转天数	388.7	504.5	202.8	143.1	98.4	70.0
股权筹资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权筹资	427	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-15.49%	-9.07%	-28.43%	-45.29%	-57.03%	-65.56%
其他	-119	-6	0	-50	-59	-73	EBIT利息保障倍数	80.0	153.7	-59.3	-23.0	-22.4	-20.1
筹资活动现金净流	308	-6	0	-50	-59	-73	资产负债率	20.83%	26.43%	28.60%	28.42%	26.99%	25.01%
现金净流量	7	-141	265	294	324	390							

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。