



## 定位于中高端单品, 聚焦重点市场

### 投资要点

- 公司概况: 定位于中高端, 业绩回升趋势明显:** 水井坊凭借“中国白酒第一坊”的酿酒古迹定位于中高端市场, 核心产品主要有水井坊典藏、水井坊井台装、水井坊臻酿八号等。除了拥有悠久的历史品牌历史、独特的地域环境、过硬的产品质量和精湛的酿造工艺等优势外, 公司的实际控制人帝亚吉欧在全球 180 多个国家和地区都开展有酒类经营业务, 为公司打开国际市场奠定了基础。公司积极调整产品结构、聚焦重点市场、加强费用管控, 16Q1 业绩靓丽, 实现收入 3 亿元, 同比+14%; 归母净利润 7831 万元, 同比+63%; 预收款项 8144 万元, 环比+91%, 动销向好。
- 行业复苏+聚焦产品+深耕渠道, 业绩稳健增长。**
  - 白酒行业复苏:** 白酒行业经历 3~4 年的调整后, 进入复苏阶段: 1、16Q1 我国白酒行业累计产量同比+7%, 2015 年前三季度销量同比+7%, 消费侧复苏势头明显, 2015 年前 10 个月白酒行业收入和利润总额同样出现回升, 同比增长 4%、8%、6%; 2、厂家预收账款自 2014 年开始逐步回升, 经销商打款积极性提高, 渠道信心明显恢复; 3、贵州茅台、五粮液带动白酒企业轮番提价, 收入增速预期有望不断上行。
  - 聚焦两大单品, 定位中高端市场:** 消费升级和三公经费限制的双向挤压带来中高端市场发展机遇, 公司积极调整产品体系, 聚焦井台和臻酿八号两大单品, 定位于中高端市场, 避免与贵州茅台、五粮液和剑南春等一线知名品牌在高端市场正面交锋, 两大单品均实现较好的顺价销售, 销售占比超过 80%。
  - 加强费用管控, 聚焦核心市场:** 1、费用管控方面, 公司在进行产品价格体系调整的同时加强成本费用管控, 盈利能力迅速提升; 2、渠道建设方面, 从全面撒网转向聚焦河南、江苏、湖南、四川四大重点市场, 开拓北京、上海、两广等重点区域, 降低广告费用, 此外, 公司未来将以经销商总代模式为主, 积极发展线上平台, 提高市场效率。
  - 递延奖金计划增强管理层积极性:** 公司在 4 月底发布递延奖金计划, 采用虚拟股票的方式, 实施周期三年, 在当年综合业绩指标达到最低起付值时, 奖金再递延三年支付。递延奖金每年预算总额上限为授予当年公司净利润的 3%, 若超过则进行同比例递减计算, 确保在当年净利润 3% 的预算额度内。递延奖金计划的推出显示: 1、公司各方面梳理整顿暂告一段落, 逐步走向正规; 2、给予管理层虚拟股票激励, 增强管理层积极性。
- 估值与评级:** 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.35 元、0.48 元、0.65 元, 对应动态 PE 分别为 42 倍、30 倍、23 倍, 首次给予“买入”评级。
- 风险提示:** 市场开拓或未达预期。

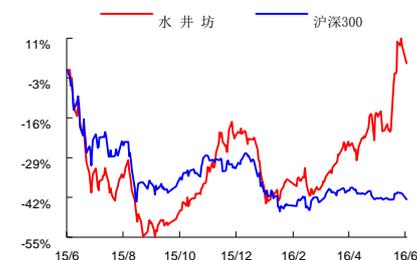
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	854.87	1051.41	1284.66	1571.13
增长率	134.29%	22.99%	22.18%	22.30%
归属母公司净利润(百万元)	87.97	170.83	235.74	318.48
增长率	-78.16%	94.18%	38.00%	35.10%
每股收益 EPS(元)	0.18	0.35	0.48	0.65
净资产收益率 ROE	6.87%	11.76%	13.97%	15.87%
PE	82	42	30	23
PB	5.60	4.94	4.25	3.57

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.89
流通 A 股(亿股)	4.89
52 周内股价区间(元)	7.37-16.4
总市值(亿元)	68.30
总资产(亿元)	18.67
每股净资产(元)	2.78

### 相关研究

## 目录

1. 公司概况：定位于中高端市场，业绩回升趋势明显.....	1
2. 行业复苏+聚焦产品+深耕渠道，业绩稳健增长.....	3
2.1 白酒行业复苏.....	3
2.2 定位于中高端市场，聚焦两大单品.....	5
2.3 加强费用管控，聚焦核心市场.....	6
2.4 递延奖金计划增强管理层积极性.....	6
3. 盈利预测与估值.....	7
4. 风险提示.....	8

## 图目录

图 1: 2012 年以来主营业务收入结构 .....	1
图 2: 2012 年以来主营业务毛利结构 .....	1
图 3: 2015 年分区域收入构成 .....	1
图 4: 2012 年以来分区域收入增长速度 .....	1
图 5: 2012 年以来收入及同比增速 .....	2
图 6: 15 年 Q1 以来单季收入及同比增速 .....	2
图 7: 2012 年以来归母净利润及同比增速 .....	2
图 8: 15 年 Q1 以来单季归母净利润及同比增速 .....	2
图 9: 2012 年以来预收款项（百万元）及环比增速 .....	2
图 10: 2015 年盈利能力大幅回升 .....	3
图 11: 单季度盈利能力 .....	3
图 12: 2015 年三费率开始呈下降趋势 .....	3
图 13: 单季度三费率略有波动 .....	3
图 14: 2012 年以来白酒行业产量及同比增速 .....	4
图 15: 2012 年以来白酒行业销量（折 65 度）及同比增速 .....	4
图 16: 2012 年以来白酒行业收入及同比增速 .....	4
图 17: 2012 年以来白酒行业利润总额及同比增速 .....	4
图 18: 2014 年以来水井坊（52 度，500ml）价格略有下降 .....	6

## 表目录

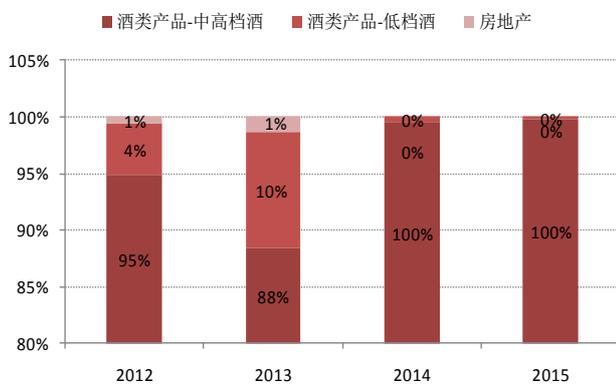
表 1: 2012 年以来主要白酒企业预收账款环比增速 .....	5
表 2: 公司虚拟股票目标授予职位和数量 .....	7
表 3: 公司业绩达成指标和支付系数 .....	7
表 4: 公司 2016-2018 年目标 .....	7
表 5: 分业务收入及毛利率 .....	8
附表: 财务预测与估值 .....	9

## 1. 公司概况：定位于中高端市场，业绩回升趋势明显

水井坊于1996在上交所上市，凭借“中国白酒第一坊”的酿酒古迹定位于中高端市场，核心产品有水井坊典藏、水井坊井台装、水井坊臻酿八号等。除了拥有悠久的历史、独特的地域环境、过硬的产品质量和精湛的酿造工艺等优势外，公司的实际控制人帝亚吉欧在全球180多个国家和地区都开展有酒类经营业务，为公司打开国际市场奠定基础，目前公司产品已进入海外31个国家和地区进行销售。

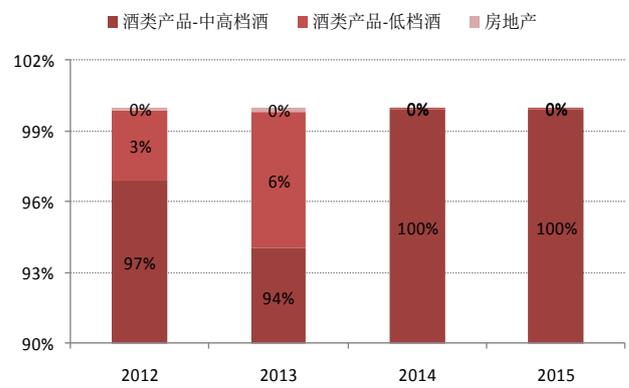
**主营业务结构：**公司持续聚焦中高端市场，目前，公司收入和毛利基本来自于中高端酒，其中以井台装和臻酿八号为主，两者合计占比70%左右。

图 1：2012 年以来主营业务收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

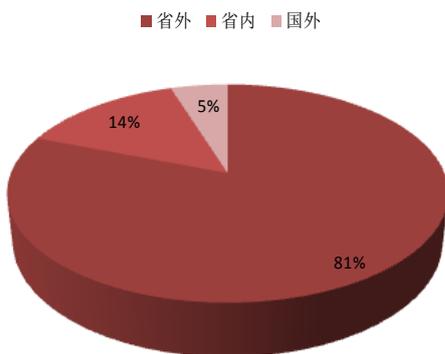
图 2：2012 年以来主营业务毛利结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

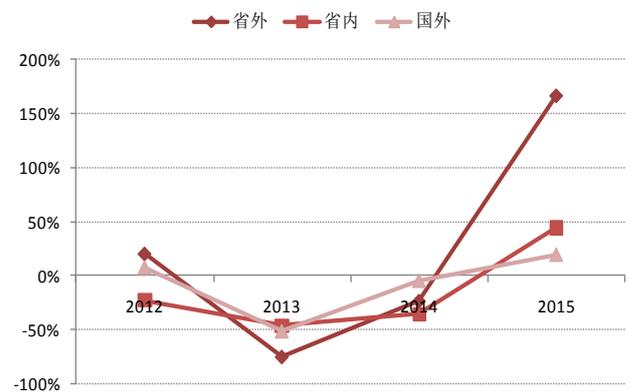
**分区域销售情况：**公司2015年各区域市场收入均出现大幅回升，其中省外收入6.5亿元，同比+166%，占比达到81%；省内收入1.2亿元，同比+44%，占比14%；国外收入4千万，同比+19%，占比仅为5%。

图 3：2015 年分区域收入构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

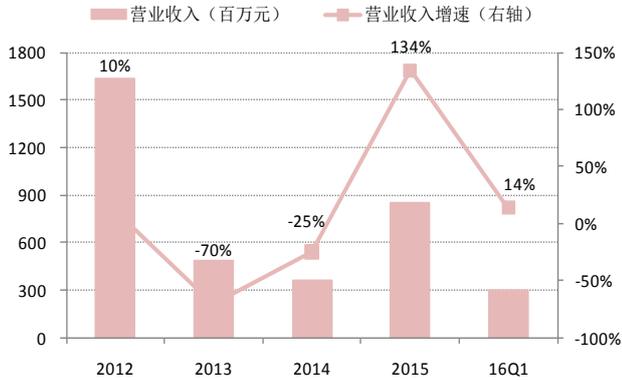
图 4：2012 年以来分区域收入增长速度



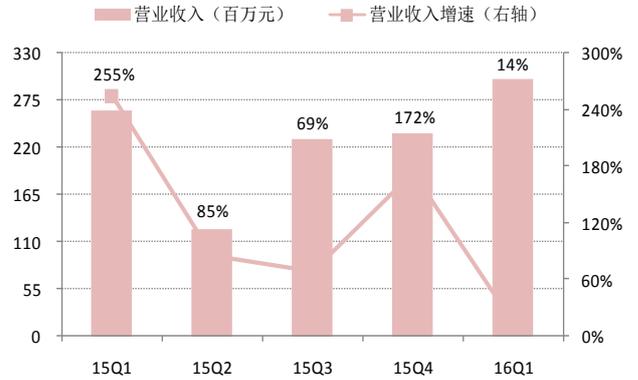
数据来源：公司公告，西南证券整理

**业绩状况：**公司2015年实现收入8.5亿元，同比+134%；归母净利润8797万元，同比+122%。16Q1实现收入3亿元，同比+14%；归母净利润7831万元，同比+63%；预收款项8144万元，环比+91%，动销向好。

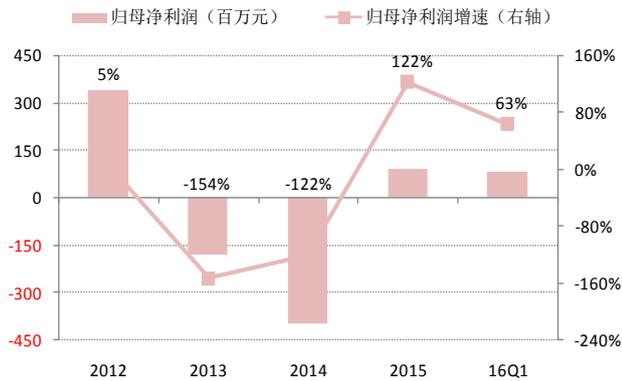
“三公消费”、“禁酒令”等政策的出台，中高端白酒遭遇断崖式下滑，公司以中高端白酒为核心业务，受到的影响较大，收入和利润自 2012 年开始持续下滑。2015 年公司聚焦区域市场，产品结构调整初步成功，顺利实现扭亏为盈，2016 年成功摘帽。未来随着白酒行业逐步回暖，公司聚焦核心产品和市场，业绩将保持稳健增长。

**图 5：2012 年以来收入及同比增速**


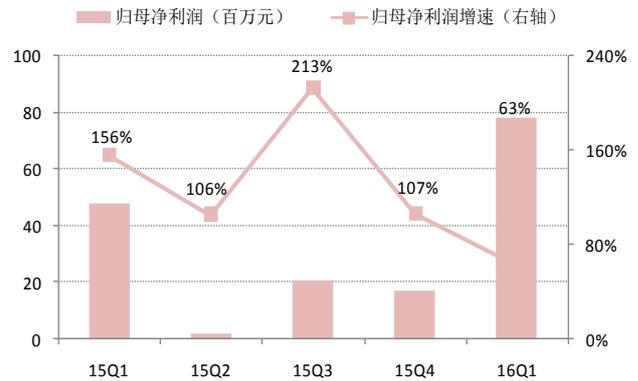
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：15 年 Q1 以来单季收入及同比增速**


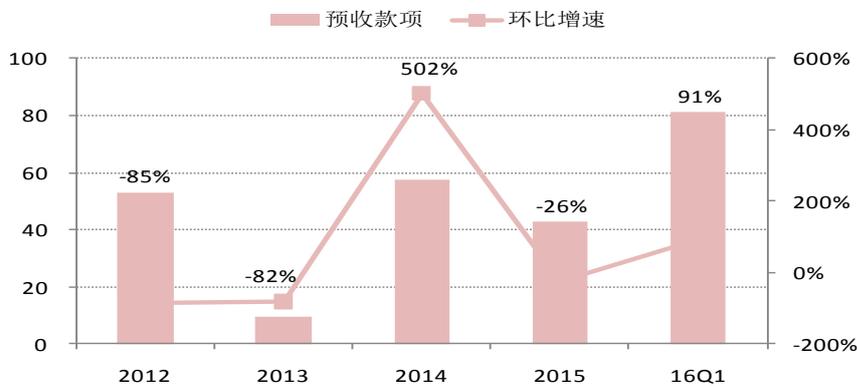
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：2012 年以来归母净利润及同比增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

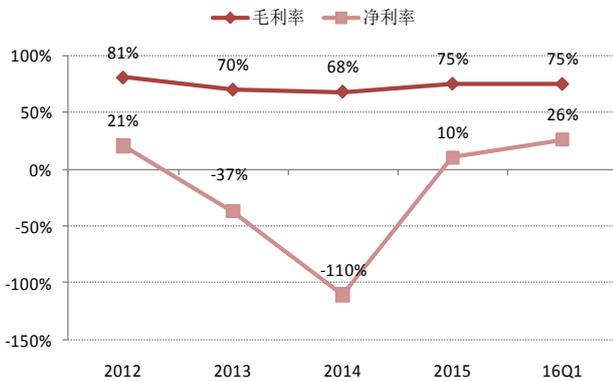
**图 8：15 年 Q1 以来单季归母净利润及同比增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

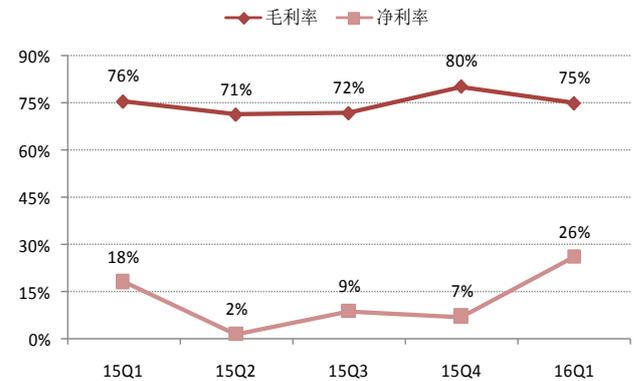
**图 9：2012 年以来预收款项（百万元）及环比增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

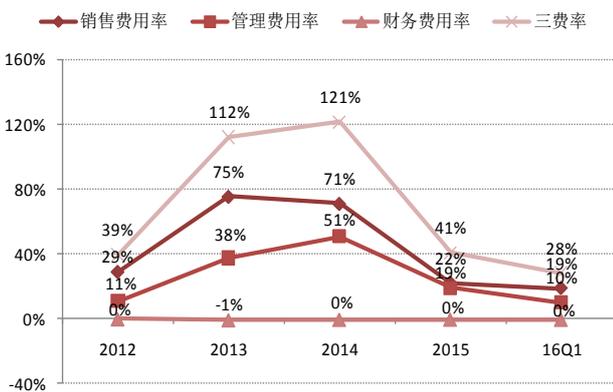
公司盈利能力在 2015 年迅速回升，毛利率达到 75%，同比+7pct，净利率为 10%，同比+120pct；16Q1 保持稳定增长，毛利率为 75%，净利率达到 26%。主因：1) 经过将近四年的清理，公司渠道库存趋于合理，渠道补货和终端动销理想，带来收入的大幅增长；2) 公司在费用方面加强对职工薪酬和销售开支的控制，三费率大幅下降。

**图 10：2015 年盈利能力大幅回升**


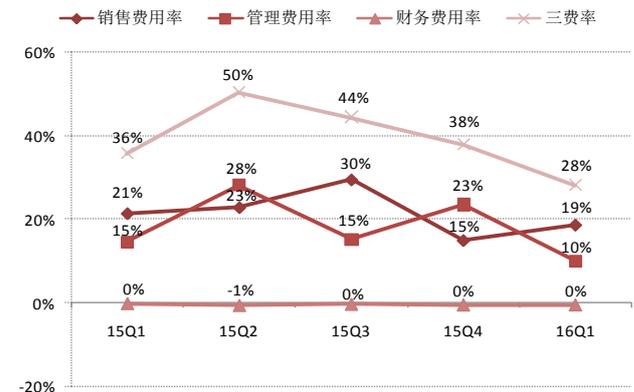
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11：单季度盈利能力**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 12：2015 年三费率开始呈下降趋势**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 13：单季度三费率略有波动**


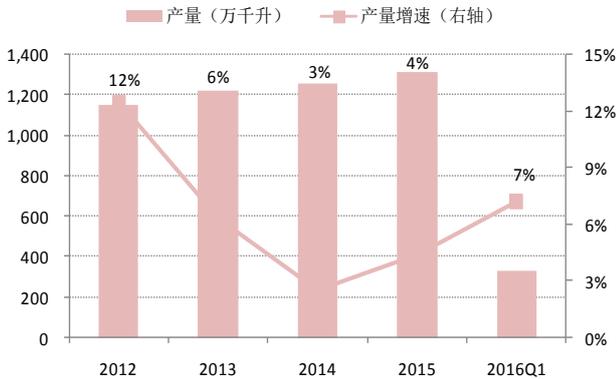
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2. 行业复苏+聚焦产品+深耕渠道，业绩稳健增长

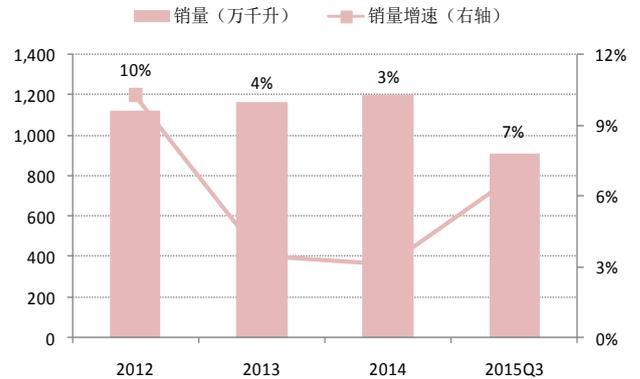
### 2.1 白酒行业复苏

白酒行业此前受宏观经济下滑、三公消费打压以及“塑化剂”事件影响，进入调整时期。经历 3~4 年的深度调整后，行业筑底复苏，渠道信心逐步恢复。

16Q1 我国白酒行业累计产量为 333 万千升，同比+7%；2015 年前三季度白酒行业折合 65 度销量 914 万千升，同比+7%，显示消费侧复苏势头较为明显。

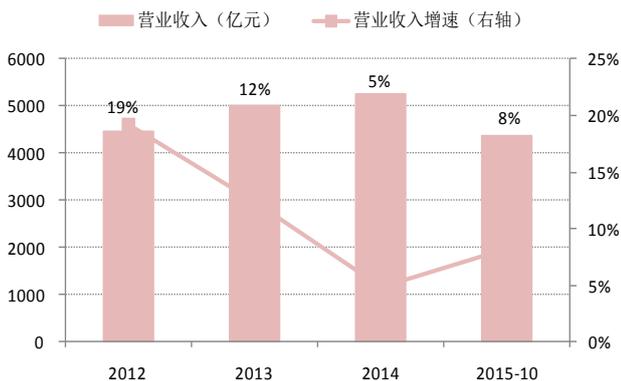
**图 14: 2012 年以来白酒行业产量及同比增速**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

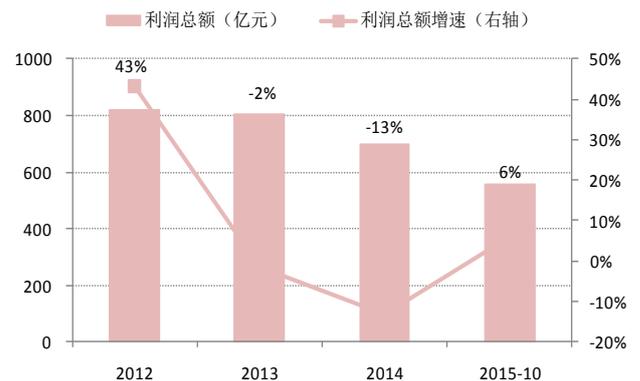
**图 15: 2012 年以来白酒行业销量（折 65 度）及同比增速**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

2015 年前 10 个月，白酒行业实现收入 4367 亿元，同比+8%；实现利润总额 558 亿元，同比+6%，扭转 2014 年-13%的态势。主因是政府消费向大众消费转变，渠道库存清理基本完毕，经销商和终端补库现象较为明显，带动白酒行业收入和利润增速逐步改善。

**图 16: 2012 年以来白酒行业收入及同比增速**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

**图 17: 2012 年以来白酒行业利润总额及同比增速**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

2015 年以来，白酒企业陆续上调核心产品出厂价。今年春季糖酒会期间，五粮液率先宣布涨价，自 3 月 26 日起，五粮液核心产品普五出厂价每瓶提高 20 元至 679 元；贵州茅台虽然没有直接宣布涨价，但是糖酒会期间，茅台在全国经销商座谈会上表示将继续实施控量保价政策，坚持月度发货，不压货不追货。行业景气度回升，预计下半年旺季需求给白酒行业带来进一步提价预期。

厂家预收账款自 2014 年开始逐步回升，渠道信心明显恢复。贵州茅台预收账款在 2014 年触底后，2015 年迅速反转，环比+460%，16Q1 增速放缓，环比+3%；五粮液 2014 年预收账款环比+4%，扭负为正，2015 年增速大幅提升，环比+132%，16Q1 继续加速，环比+242%；洋河股份 2014 年预收账款环比+1%，较 2013 年略有下降，2015 年大幅回升，环比+40%，16Q1 出现回落；泸州老窖 2014 年预收账款环比扭负为正，达到+48%，在高基数下 2015 年和 16Q1 预收账款增速有所回落。

**表 1: 2012 年以来主要白酒企业预收账款环比增速**

公司名	2012	2013	2014	2015	2016Q1
泸州老窖	16%	-47%	48%	-31%	-44%
古井贡酒	-15%	28%	156%	61%	63%
酒鬼酒	-23%	-68%	69%	0%	-17%
五粮液	-29%	-87%	4%	132%	242%
顺鑫农业	10%	180%	-1%	2%	-2%
洋河股份	-75%	4%	1%	40%	-67%
伊力特	58%	-28%	-30%	-46%	-57%
金种子酒	-39%	72%	3%	-12%	-21%
贵州茅台	-28%	-40%	-52%	460%	3%
老白干酒	1%	-18%	34%	-16%	-36%
沱牌舍得	-43%	146%	-43%	149%	-35%
水井坊	-85%	-82%	502%	-26%	91%
山西汾酒	5%	-69%	3%	0%	-1%
迎驾贡酒	14%	-40%	18%	1%	-24%
今世缘	12%	25%	-13%	-5%	-68%
口子窖	227%	4%	-39%	25%	-5%
金徽酒	20%	-20%	56%	61%	-32%
均值	2%	-2%	42%	47%	0%
中位数	1%	-20%	3%	1%	-21%

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 定位于中高端市场，聚焦两大单品

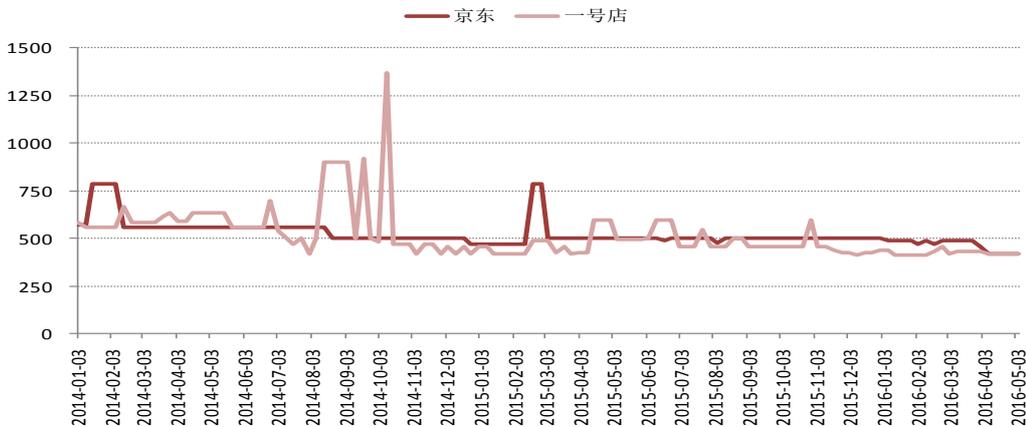
白酒行业升级和三公限制的反向挤压给中高端市场带来发展机遇。

1) 行业升级趋势较为明显，未来消费者更加注重消费的感受和舒适度，白酒文化也从之前的“拼量”逐步过渡到“小资消费”，“少喝酒、喝好酒”成为一个大趋势。

2) “限制三公消费”的反向挤压为中档白酒提供巨大的市场空间。之前高价酒依靠团购大力发展，在目前白酒大众消费需求+支付能力不足的环境下，消费者更愿意选择信价比较高的次高档。

3) 在此消费的大背景下，厂家更加注重腰部产品的培育和竞争。

公司 2015 年调整价格体系，重点打造井台和臻酿八号，200~500 元中高端市场大力布局，目前井台终端价 400 元左右，臻酿八号终端价 200~300 元，两大单品均实现较好的顺价销售。

**图 18：2014 年以来水井坊（52 度，500ml）价格略有下降**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 2.3 加强费用管控，聚焦核心市场

费用管控方面：公司在进行价格体系调整的同时，不断加强内部管理，合理降低各项费用成本，2015 年管理费用率同比下降 32pct，销售费用率同比下降 49pct，成功扭亏为盈，毛利率稳定增长，净利率大幅回升。

市场建设方面：公司采用聚焦战略，以前全面覆盖十几个区域，现在重点聚焦河南、江苏、湖南、四川四大核心市场，深入开拓北京、上海、两广等重点区域。聚焦资源，重点打造核心市场。同时，公司在渠道方面也进行调整和梳理，在行业调整时期，部分省市总代经销商退出，公司用直营方式介入，效果并不显著，未来将以经销商总代模式为主。此外，公司在线上 and 五大电商平台建立正式合作关系，着力提高市场建设效率。

### 2.4 递延奖金计划增强管理层积极性

公司在 4 月底发布递延奖金计划，采用虚拟股票的方式，实施周期三年，在当年综合业绩指标达到最低起付值时，奖金再递延三年支付。递延奖金每年预算总额上限为授予当年公司净利润的 3%，若超过则进行同比例递减计算，确保在当年净利润 3% 的预算额度内。递延奖金计划的推出显示：一、公司各方面梳理整顿暂告一段落，逐步走向正规；2、给予管理层虚拟股票激励，增强管理层积极性。

计算方式：实际授予虚拟股数 × 授予当年全年的平均收盘价 × 支付系数。

实际授予虚拟股数 = 目标授予股数 × 直线主管或董事会建议授予百分比，建议授予百分比为 0—150%，但要保证人均比率为 100%。

综合指标达成率 (%) = (实际净销售额/目标净销售额) × 30% + (实际净利润/目标净利润) × 30% + (实际现金转换率/目标现金转换率) × 40%。

**表 2: 公司虚拟股票目标授予职位和数量**

职位	虚拟股数量 (股)
董事长	100000
总经理	60000
副总经理、总监、董秘及核心高级经理	20000
董事 (不含独董)	15000

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 3: 公司业绩达成指标和支付系数**

公司综合业绩指标达成率	支付系数
<90%	0
≥90%, <100%	0.6
≥100%, <120%	1
≥120%	1.1

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 4: 公司 2016-2018 年目标**

	2016	2017	2018
净销售额	与 2015 年相比增长不低于 15%	与 2016 年相比增长不低于 15%	与 2017 年相比增长不低于 15%
净利润	与 2015 年相比增长不低于 15%	与 2016 年相比增长不低于 15%	与 2017 年相比增长不低于 15%
现金转化率	不低于 100%	不低于 100%	不低于 100%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理:

### 3. 盈利预测与估值

公司顺应白酒行业调整, 定位于中高端市场, 聚焦井台和臻酿八号两大单品, 在低基数下 2015 年收入增速达到 134%, 顺利扭亏为盈, 预计随着公司加速产品创新、深耕区域市场、充分利用品鉴会推广, 未来业绩将保持稳健增长。

核心假设:

- 1) 随着公司加速开拓中高端市场, 预计中高档酒将保持较高的收入增速, 毛利率保持稳定;
- 2) 低档酒收入随白酒行业复苏逐步实现正向增长, 但不是公司重点发展方向, 收入基本稳定, 难有较大增长, 毛利率保持稳定;
- 3) 收入增速上升, 加强成本费用管控, 预计三费率将进一步下降。

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.35 元、0.48 元、0.65 元, 对应动态 PE 分别为 42 倍、30 倍、23 倍, 首次给予“买入”评级。

**表 5: 分业务收入及毛利率**

百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>合计</b>					
营业收入	364	855	1051	1285	1571
yoy		135%	23%	22%	22%
营业成本	116	211	302	360	431
毛利率	68%	75%	71%	72%	73%
<b>中高档酒</b>					
收入	359	809	1004	1235	1519
yoy		126%	24%	23%	23%
成本	112	201	251	309	380
毛利率	69%	75%	75%	75%	75%
<b>低档酒</b>					
收入	1	1	1	2	2
yoy		-4%	5%	5%	5%
成本	1	1	1	1	1
毛利率	12%	31%	32%	32%	32%
<b>其他业务收入</b>					
收入	4	44	46	48	51
yoy		1057%	5%	5%	5%
成本	3	10	50	50	50
毛利率	32%	78%	78%	78%	78%

数据来源: 公司公告, 西南证券

## 4. 风险提示

市场开拓或未达预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	854.87	1051.41	1284.66	1571.13	净利润	87.97	170.83	235.74	318.48
营业成本	211.15	301.95	359.72	430.77	折旧与摊销	36.28	34.60	34.76	34.91
营业税金及附加	123.54	151.94	185.65	227.05	财务费用	-2.83	0.24	0.29	0.36
销售费用	188.28	199.77	231.24	267.09	资产减值损失	62.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	163.88	168.23	192.70	219.96	经营营运资本变动	73.32	-70.77	-51.19	-57.02
财务费用	-2.83	0.24	0.29	0.36	其他	-23.34	-0.43	0.80	0.89
资产减值损失	62.63	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>234.04</b>	<b>134.47</b>	<b>220.41</b>	<b>297.62</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	26.04	-2.00	-3.00	-4.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	4.57	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>30.62</b>	<b>-2.00</b>	<b>-3.00</b>	<b>-4.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>108.23</b>	<b>229.28</b>	<b>315.06</b>	<b>425.90</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.36	-1.51	-0.73	-1.26	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>105.87</b>	<b>227.77</b>	<b>314.32</b>	<b>424.64</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	17.90	56.94	78.58	106.16	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	87.97	170.83	235.74	318.48	其他	0.00	-0.24	-0.29	-0.36
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>0.00</b>	<b>-0.24</b>	<b>-0.29</b>	<b>-0.36</b>
归属母公司股东净利润	87.97	170.83	235.74	318.48	<b>现金流量净额</b>	<b>264.65</b>	<b>132.23</b>	<b>217.12</b>	<b>293.26</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	364.25	496.48	713.60	1006.86	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	77.42	97.48	118.63	144.69	销售收入增长率	134.29%	22.99%	22.18%	22.30%
存货	717.30	955.36	1115.80	1307.17	营业利润增长率	-64.80%	111.85%	37.41%	35.18%
其他流动资产	25.95	31.92	39.00	47.70	净利润增长率	-78.16%	94.18%	38.00%	35.10%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-47.82%	86.43%	32.56%	31.72%
投资性房地产	17.82	17.82	17.82	17.82	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	463.74	434.87	406.84	379.67	毛利率	75.30%	71.28%	72.00%	72.58%
无形资产和开发支出	55.75	52.69	49.63	46.58	三费率	40.86%	35.02%	33.02%	31.02%
其他非流动资产	72.53	71.85	71.17	70.50	净利率	10.29%	16.25%	18.35%	20.27%
<b>资产总计</b>	<b>1794.75</b>	<b>2158.47</b>	<b>2532.50</b>	<b>3020.98</b>	ROE	6.87%	11.76%	13.97%	15.87%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.90%	7.91%	9.31%	10.54%
应付和预收款项	290.60	390.96	470.37	567.98	ROIC	8.83%	18.15%	23.67%	30.51%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.57%	25.12%	27.25%	29.35%
其他负债	222.78	315.32	374.18	446.58	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>513.38</b>	<b>706.27</b>	<b>844.55</b>	<b>1014.56</b>	总资产周转率	0.50	0.53	0.55	0.57
股本	488.55	488.55	488.55	488.55	固定资产周转率	1.80	2.35	3.06	4.00
资本公积	399.51	399.51	399.51	399.51	应收账款周转率	81.66	98.45	98.16	98.20
留存收益	393.32	564.15	799.89	1118.37	存货周转率	0.27	0.33	0.32	0.34
归属母公司股东权益	1281.37	1452.20	1687.94	2006.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.86%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1281.37</b>	<b>1452.20</b>	<b>1687.94</b>	<b>2006.42</b>	资产负债率	28.60%	32.72%	33.35%	33.58%
负债和股东权益合计	1794.75	2158.47	2532.50	3020.98	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.34	2.26	2.37	2.49
					速动比率	0.92	0.90	1.04	1.19
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.18	0.35	0.48	0.65
					每股净资产	2.62	2.97	3.46	4.11
					每股经营现金	0.48	0.28	0.45	0.61
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	141.67	264.12	350.11	461.17					
PE	81.52	41.98	30.42	22.52					
PB	5.60	4.94	4.25	3.57					
PS	8.39	6.82	5.58	4.56					
EV/EBITDA	47.21	24.82	18.11	13.11					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn