

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

领先于行业拐点, 显现出向好迹象

——青岛啤酒(600600)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

买入(首次)

市场数据(2017-10-23)

发布日期: 2017年10月25日

收盘价(元)	32.42
一年内最高/最低(元)	35.80/28.80
沪深300指数	3930.8
市净率(倍)	2.68
流通市值(亿元)	225.62

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	12.58
每股经营现金流(元)	2.60
毛利率(%)	41.95
净资产收益率-摊薄(%)	6.76
资产负债率(%)	46.14
总股本/流通股(万股)	135098.28/69591.36
B股/H股(万股)	0/65506.92

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- 2014年以后, 行业从高速增长转变为低速增长, 行业进入了相对良性的竞争阶段: 行业内的企业数量大幅减少, 胜出的优势企业开始通过兼并和新建产能扩大市场份额, 开始从区域走向全国市场; 并且, 优势企业开始注重提升产品质量和产品结构, 中高端啤酒被引入市场, 优势品牌逐步树立, 行业附加值不断增加, 利润率随之提升。通过扩大产能、兼并市场、建立品牌价值和增加产品附加值, 优势企业完成了从量增到质增、从规模到效益的蜕变。
- 我们认为, 判断啤酒企业是否处于从量增到质增的拐点, 可以使用以下维度衡量: 1, 市场已经集中于几大优势企业, 企业之间的竞争格局变得稳定; 2, 固定资产和在建工程的数额趋稳或下降; 3, 与固定资产伴生的折旧费用、处置损益和减值准备等指标下降; 4, 期间费用率企稳或下降; 5, 存货呈现下降趋势; 6, 工人数量稳定或者下降; 7, 现金开始大幅积累起来; 8, 投资理财产品的金额开始大幅增加; 9, 最后, 业内的优势企业开始向市场要效益, 表现为各项盈利能力指标明显提升。
- 我们按照上述维度, 考察了公司最近两期的财务指标, 认为公司的基本面正在发生变化, 这种变化也暗示行业正在发生相关的转变。资本支出有下降势头; 存货正在下降; 收益质量更好, 开始产生超额利润; 现金指标大幅改善
- 预计公司2017、2018、2019年的EPS分别为1.05、1.11、1.35元, 同比增长36.36%、5.71%和21.62%, 参照10月23日收盘价32.42元, 对应的PE分别为30.88、29.21和24.01倍。如果考虑到6元的每股现金, 则2017、2018、2019年的实际估值则为25.16、23.80、19.57倍。公司拥有利基和基本面反转的投资机会, 我们首次给予公司“买入”评级, 12个月内的目标价格40元。

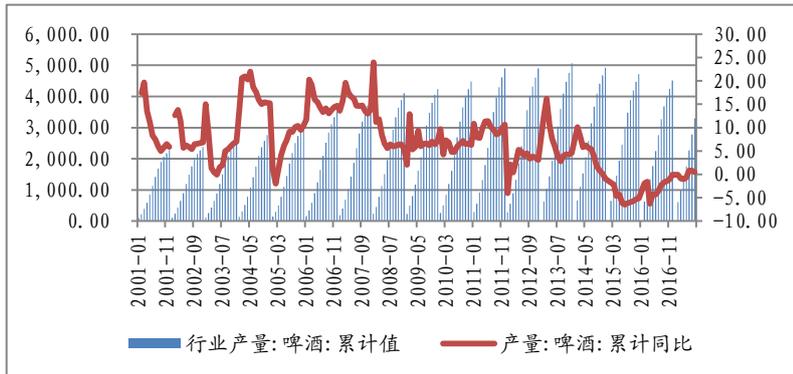
风险提示: 宏观经济下滑影响啤酒消费; 区域市场竞争过于激烈; 食品安全。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	27634.7	26106.3	27249.3	28094.0	29797.8
增长比率	-4.9%	-5.5%	4.4%	3.1%	6.1%
净利润(百万元)	1713.1	1043.5	1419.9	1504.7	1821.2
增长比率	-13.9%	-39.1%	36.1%	6.0%	21.0%
每股收益(元)	1.27	0.77	1.05	1.11	1.35
市盈率(倍)	24.6	40.4	29.7	28.0	23.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券

1. 啤酒行业的新拐点若现

图表 1: 啤酒行业从高增长进入低增长阶段



资料来源：中原证券 WIND

从 2000 年至 2014 年十四年间，啤酒行业经历了高速发展的一个时期。快速发展的行业总是招致各路资本的介入。因此，这一时期：啤酒行业竞争激烈、地方品牌林立，产品结构偏低，价格战频繁，最终导致行业利润率低下，众多地方企业无法生存而永久地从行业退出。此外，在这一阶段，经过啤酒销量的成倍增长，消费基数变得庞大，潜在的增量则越来越少，行业不可避免地进入低增长的历史阶段。

2014 年以后，行业从高速增长转变为低速增长，行业进入了相对良性的竞争阶段：行业内的企业数量大幅减少，胜出的优势企业开始通过兼并和新建产能扩大市场份额，开始从区域走向全国市场；并且，优势企业开始注重提升产品质量和产品结构，中高端啤酒被引入市场，优势品牌逐步树立，行业附加值不断增加，利润率随之提升。通过扩大产能、兼并市场、建立品牌价值 and 增加产品附加值，优势企业完成了从量增到质增、从规模到效益的蜕变。

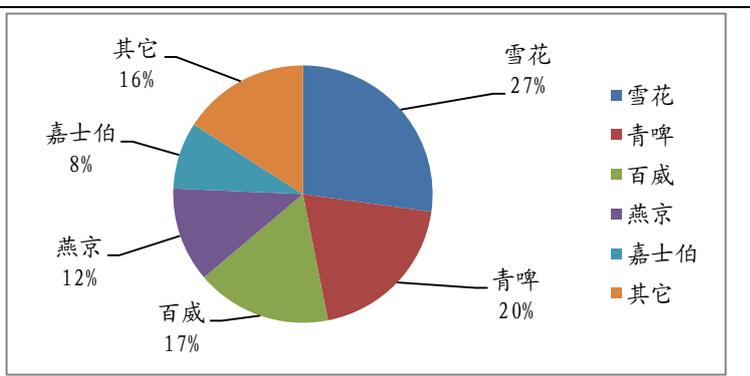
我们认为，判断啤酒企业是否处于从量增到质增的拐点，可以使用以下维度衡量：

- 1， 市场已经集中于几大优势企业，企业之间的竞争格局变得稳定；
- 2， 固定资产和在建工程的数额趋稳或下降；
- 3， 与固定资产伴生的折旧费用、处置损益和减值准备等指标下降；
- 4， 期间费用率企稳或下降；
- 5， 存货呈现下降趋势；
- 6， 工人数量稳定或者下降；
- 7， 现金开始大幅积累起来；
- 8， 投资理财产品的金额开始大幅增加；
- 9， 最后，业内的优势企业开始向市场要效益，表现为各项盈利能力指标明显提升。

2. 拐点出现，公司最先受益

国内啤酒市场的份额数据始终在变化之中，我们拿到的相对新的数据是：前五大品牌在国内市场的占比合计达到 84%，市场已经相当集中。其中，排名第一的是华润雪花，第二是青岛啤酒，第三是百威啤酒，第四是燕京啤酒，第五是嘉士伯啤酒。公司排名第二，在国内市场的占有率达到 20%，其核心市场有山东市场、华北市场和华南市场。此外，就产品结构来说，公司的产品定位在国产啤酒中是比较高的。如果说，雪花啤酒是规模的代表，而青岛啤酒就是国产高端啤酒的代表。

图表 2：公司市场份额已经达到 20%



资料来源：中原证券 WIND

我们按照上述维度，考察了公司最近两期的财务指标，认为公司的基本面正在发生变化，这种变化也暗示行业正在发生相关的转变。

从当下和未来看，公司所在的啤酒行业都将是低速增长的快消行业，公司拥有的利基能够保证它在低速增长的环境中出类拔萃，拥有相对较高的增长水平。公司拥有的利基有：品牌、满足销售半径的产能、反复消费的客户基础。当行业拐点到来时，公司将更快更显著地显现出趋势性改善和向好。所以，除了利基公司还有基本面反转的投资机会。

2.1. 资本支出有下降势头

2010 至 2016 年期间，公司的固定资产投资大幅增加，六年间增加 1.08 倍，并且公司对无形资产的投入也同步增加。

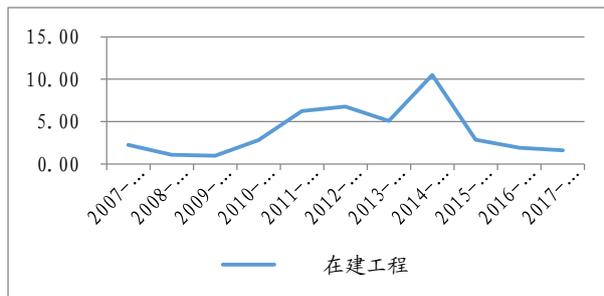
此外，从其它指标也同样看出：2011 至 2016 年是公司大幅扩张的一个时期，表现为在建工程、资产处置和固定资产减值的大幅增加。公司的主要行为是：通过产能扩张克服啤酒销售半径的障碍，达到占领新市场的目标。另外，由于啤酒是人工密集型产业，员工数量的增加一般配合产能的扩张。由此，我们从公司的从业人员数量也可以看出：2011 至 2016 年，公司的员工数量增加较多，从 2009 年年末的 3.38 万人增加至 2016 年的 4.32 万人，增幅 26.47%。

但是，从 2016 至 2017 年开始，公司的资本支出大幅减少，战略似乎由扩张转变为保

守。我们看到，2016年以后，公司的固定资产不再增加而是趋稳，无形资产的购置相应地大规模减少，在建工程逐渐下降并趋稳，员工数量不再增加，等等。

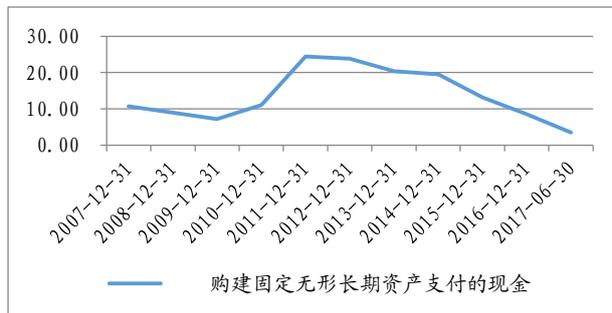
2016年之前，公司实施扩张战略，并需要大量的资金支持；2016年之后，公司开始收缩资本开支，转而向前期的扩张追索利润。我们认为，随着未来资本开支的大幅减少，公司的各项费用将会减少、盈利能力将会增强，此外，公司的现金将会越来越多。

图表 3: 在建工程大幅减少



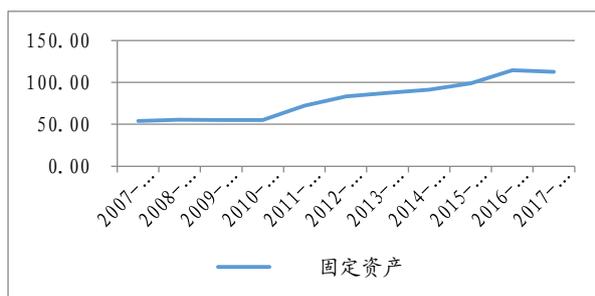
资料来源：中原证券 WIND

图表 4: 长期资产的投入大幅减少



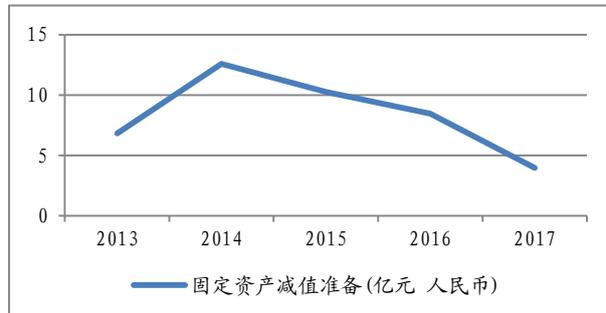
资料来源：中原证券 WIND

图表 5: 固定资产高位回落



资料来源：中原证券 WIND

图表 6: 固定资产减值准备减少



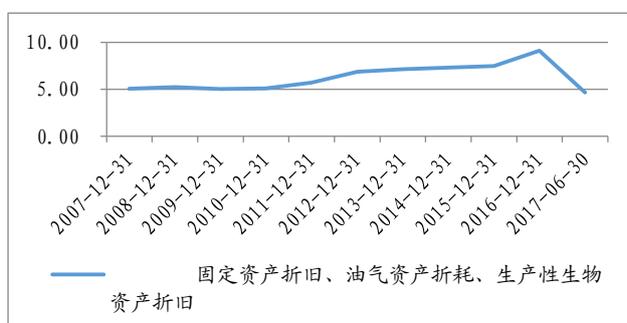
资料来源：中原证券 WIND

图表 7: 资产处置损失大幅减少



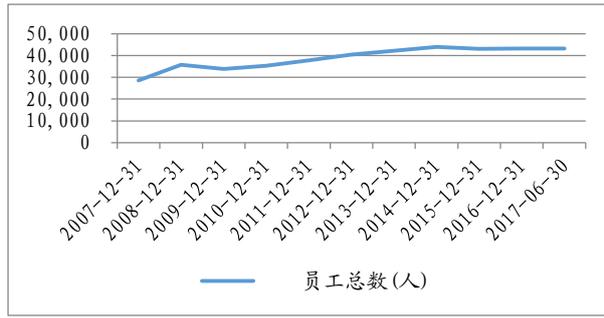
资料来源：中原证券 WIND

图表 8: 资产折旧大幅下降



资料来源：中原证券 WIND

图表 9: 员工人数不再增加

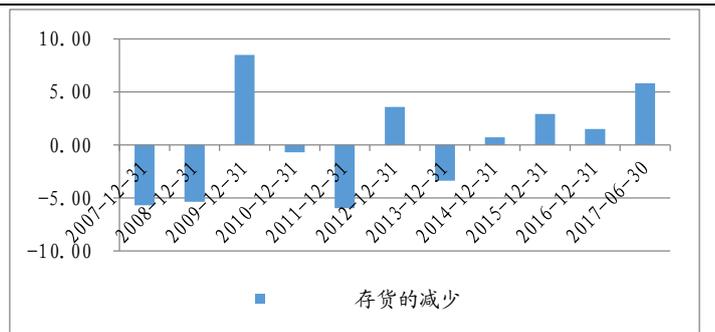


资料来源: 中原证券 WIND

2.2 存货正在下降

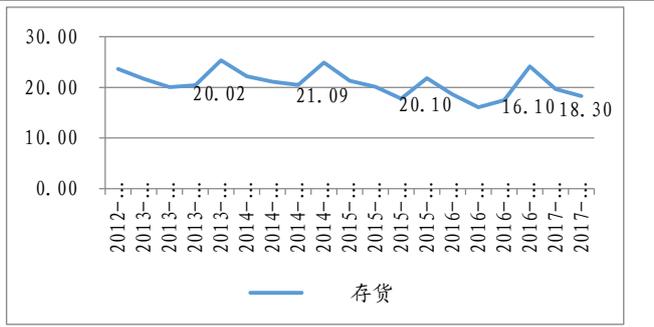
我们看到: 2014 年以来, 公司存货的减少已经持续了三年半之久。而此前的 2007 至 2013 年, 公司在大多数年份的存货都是增加的, 仅有两年的存货是减少的, 周期波动也比较明显。我们认为, 公司存货持续下降是啤酒行业近年来去产能的结果。许多地方上的啤酒产能已经大范围关闭, 且因环保门槛提高而无法重回行业, 促成了近几年行业产能的有效减少, 从而引导需求向品牌啤酒集中, 有助于品牌企业持续去库存。由于存货减少的年份增多且持续, 公司的整体存货金额呈小幅下降的态势: 2017 年上半年的存货金额 18.30 亿元, 相较 2012 年以来的存货波动的底部还要低。

图表 10: 存货的减少已经持续了三年半



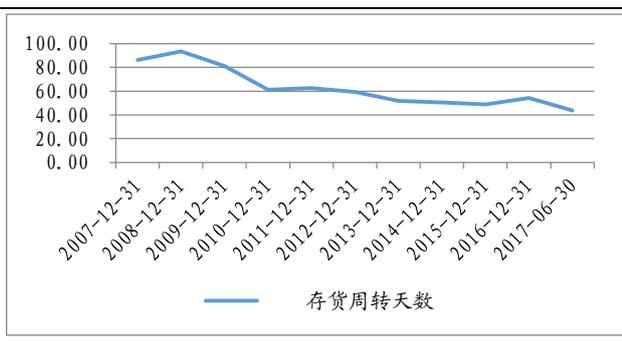
资料来源: 中原证券 WIND

图表 11: 公司存货下降



资料来源: 中原证券 WIND

图表 12: 存货周转天数下降, 运营效率提升



资料来源: 中原证券 WIND

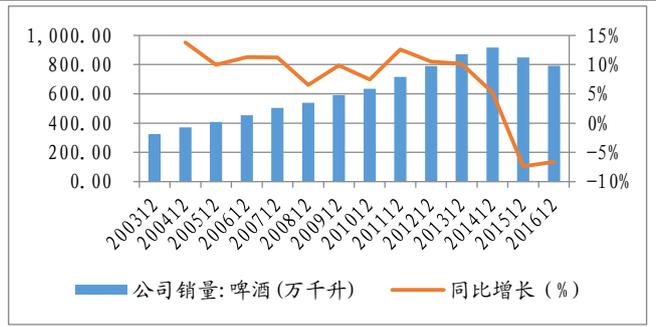
2.3 收益质量更好, 开始产生超额利润

2.3.1 营业收入重现增长

公司的啤酒销量于 2014 年结束了长达十余年的高增长, 2014 年仅实现个位数增长, 而 2015、2016 年已经连续两年负增长。公司的销售增长情况与啤酒行业完全同步, 前期的高增长得益于啤酒消费不饱和、消费基数不够高, 等等。但是, 啤酒行业转向低增长和负增长的原因却较为复杂, 包括: 宏观经济环境恶化, 基建和房地产投资增长低下, 消费乏力; 此外, 啤酒消费经过十多年的高增长后, 消费达到饱和状态, 在新生人口增长缓慢的条件下, 啤酒消费继续保持高增长显然是没有基础的, 在这个意义上, 啤酒与白酒两个行业的发展内因完全相同。区别是白酒消费另外还要面临受众群断档的文化难题; 而啤酒消费更为经典和传统, 稍作改变即能迎合新生代。不论对于啤酒还是白酒, 未来的增长空间来自两部分: 一是大型知名企业市场的兼并, 二是产品结构的升级, 包括提价。

从 2017 年上半年看, 公司的啤酒收入结束了两年的下滑而重现增长, 增幅 2.15%。增长原因一是: 作为前期营销和产能大幅投入的结果, 公司在全国市场的份额得到扩张和稳固; 二是: 今年, 宏观经济复苏强劲, 对酒水消费的拉动作用明显。2017 年 1 至 8 月, 国内啤酒的产量为 3297.60 万千升, 同比增长 0.5%, 三年来首次转负为正。我们判断, 公司作为行业龙头企业, 今年前八个月的销量增长应该好于行业平均, 也因此拉动了公司收入的增长。

图表 13: 公司的啤酒销量增长转负为正



资料来源: 中原证券 WIND

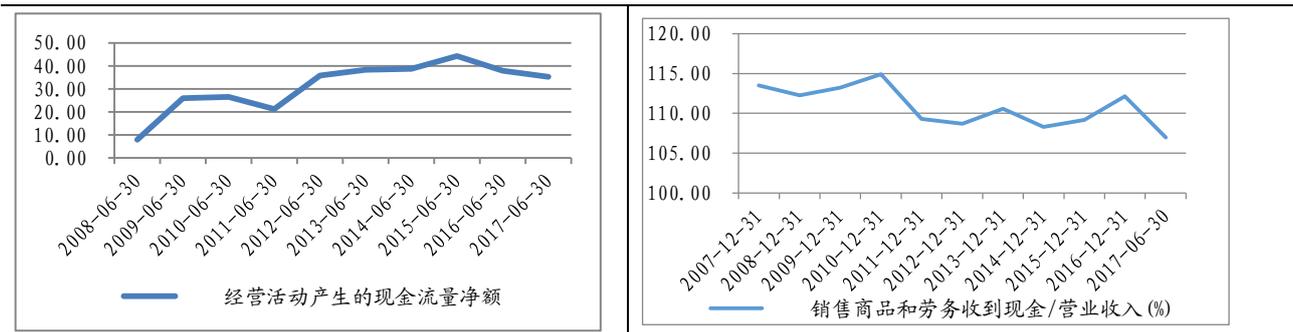
图表 14: 公司的啤酒收入重拾增长



资料来源: 中原证券 WIND

公司收入是否重回正增长的新阶段, 仍需要观察。我们看到, 公司的经营性现金流净额同比略有下滑势头, 且销售商品流入现金对营业收入的覆盖倍数也有所下滑。故我们认为, 公司的销售增长情况有待确认。

图表 15: 经营性现金流净额略有下降



资料来源: 中原证券 WIND

但是, 分地区分析时, 我们发现核心市场 (山东、华北和华南) 的增长好于预期, 不排除带动全部市场的收入增长超预期。

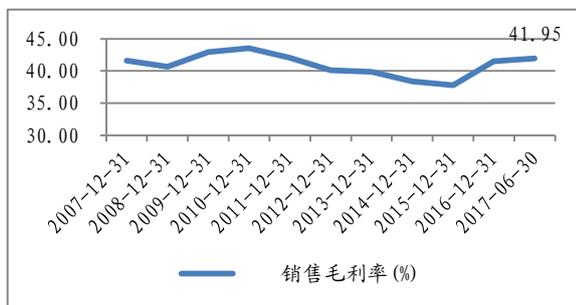
对于 2018 和 2019 年, 我们认为: 行业和公司有条件持续地正增长, 且增长情况好于 2017 年。一是, 啤酒属于高频消费, 消费基础雄厚, 消费群体较大, 客户群稳定, 此外, 啤酒稍作升级和改良即可满足新生代的口味和追求, 文化层面不排除他; 二是, 经济环境正在加速回暖,

投资、消费和进出口贸易数据相当漂亮，将会持续拉动餐饮、个人和家庭消费，从而促进啤酒消费；三是，公司在华南、华东和东南市场投入较大，三大市场的收入规模在低基数之上，有望实现较快增长。

2.3.2 毛利率结束长达六年的下滑

经历了六年的长期下滑，2017年公司的毛利率首次上升：较2016年提高0.42个百分点；较2015年提高4.16个百分点。我们认为有以下几个原因：一，为满足消费升级，公司的产品战略及时转变，适时推出了精酿、原浆、白啤、纯生等高端啤酒，仅2017年上半年，高端啤酒的销量较上年增加了1万千升，促进了产品结构的提升；二，公司目前在全国市场的份额超过20%，排名第二，规模效益已经形成，规模效益下营业成本进一步摊薄，推升了毛利率。

图表 16: 公司毛利率上升

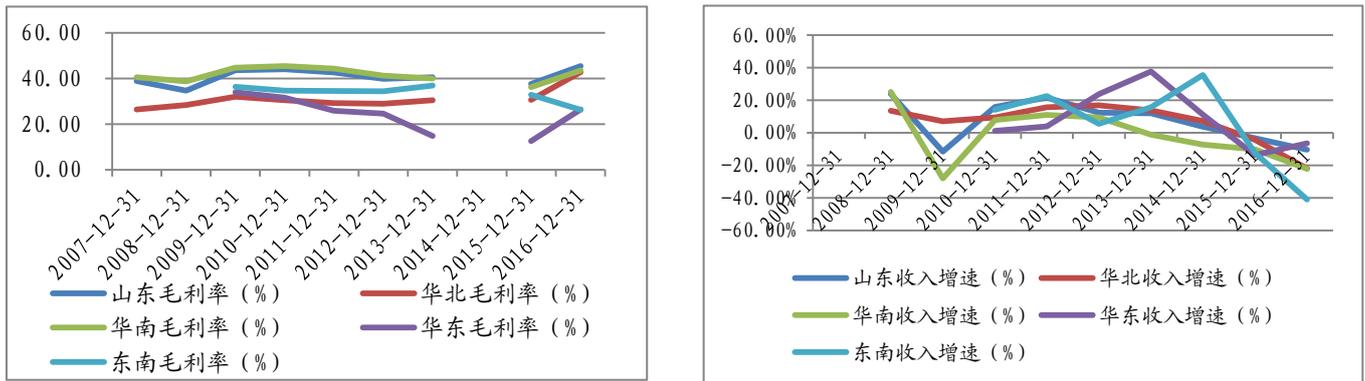


资料来源：中原证券 WIND

如果上述两点原因成立，我们判断，2018、2019年，公司的盈利能力将会持续提升。一，消费升级是长期趋势，公司产品不断推陈出新，满足了消费升级的需求；二，公司在华南、东南和华东市场，虽遭遇了激烈的竞争，但是公司对三大区域做了较大的投入，通过“攻坚战”我们认为，公司在三大区域的市场占有率有望提升，规模效益继而被夯实，规模“红利”持续放大。

我们认为，2016年时，公司为了攻占下盈利高地而放弃了部分的销售增长，换言之，2016年各大市场销售增速大幅下降是战略选择的结果。2014、2015年期间，行业增长骤然放缓，各品牌不得不通过促销降价来抢夺有限的增量，行业竞争升温，公司在各大市场的毛利率急剧下滑。2016年，公司着力于拉升各大市场的毛利率，导致当期各大市场的收入均负增长且幅度超预期。从2017年上半年各大市场的销售数据分析，今年各大市场的销售情况良好，全年销售增长有可能会远远好于上年。

图表 17: 各大市场的毛利率和收入增长情况



资料来源: 中原证券 WIND

2.3.3 收益质量更好, 营业利润对于收入增长的弹性变大

2017 年上半年, 公司的营业利润增幅达到 19.59%, 同期的营业收入增幅仅 2.15%, 毛利率提升也仅提高 0.42 个百分点。由此判断, 啤酒市场格局一旦集中和稳定, 龙头企业的利润对于收入和毛利率的改善异常敏感, 即通过成本控制, 收入的微幅增长能够带来利润的大幅增加。换言之, 啤酒变成了一个“好生意”。

图 18: 公司营业利润的增长远超收入



资料来源: 中原证券 WIND

2.3.4 期间费用率下降, 净利润率上升

由于固定资产投入的大幅减少, 公司的各项费用率出现下降势头。2017 年上半年, 公司的期间费用率仅 22.92%, 是 2007 年以来的最低值。其中, 管理费用率下降是公司相关税费调至税金项下所致, 不具有参考性。2017 年以来, 公司的销售费用率下降接近三个百分点——我们认为, 在市场占有率提升的条件下, 销售基础设施、人员工资等成本是能够得到摊薄的。

净利润率对于费用的下降尤为敏感。由于 2017 年以来费用的大幅收缩, 公司的净利润率在上半年达到了 8.13%, 为 2007 年以来的最高水平。

我们认为，如果资产开支的收缩成为行业常态，未来公司的费用率仍有下降空间，同时净利润率仍有提升空间。啤酒行业的龙头企业，通过前期的投入和扩张，目前是否走到了一个临界点：企业通过挤出中小企业、占有市场而达成最大的规模效益；此阶段完成以后，龙头企业的资本开支和各项费用开始大幅收缩，从而开始“收割”前期的投入红利。

图表 19: 费用率为十年最低



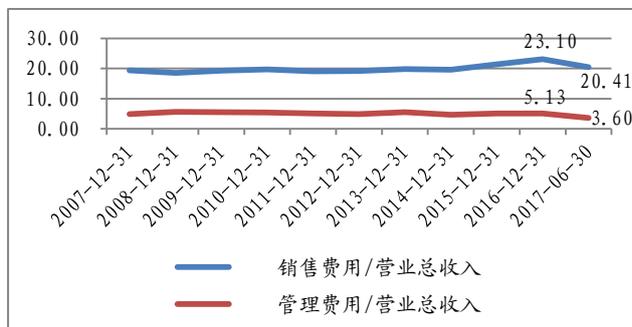
资料来源：中原证券 WIND

图表 20: 净利润率为十年最高



资料来源：中原证券 WIND

图表 21: 销售和管理费用率均下降

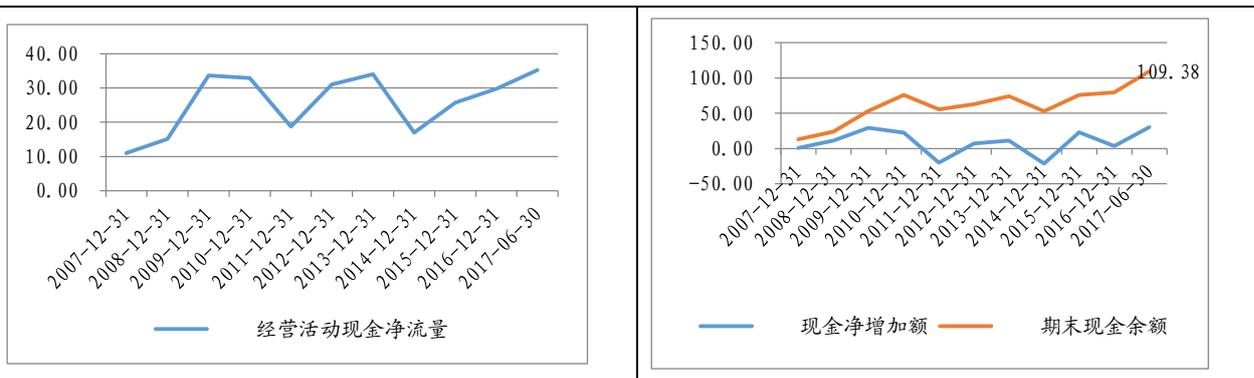


资料来源：中原证券 WIND

2.4 现金指标大幅改善

截至2017年6月30日,公司的期末现金余额增加至109.38亿元,减去期末长期负债28.36亿元,期末属于股东的现金余额为81.02亿元,合计每股6元现金——相当于,投资者购买的每股股票里有6元的“小红包”。公司正在从资本支出依赖型企业转变为通过自身运营创造充足现金的“现金奶牛”。

图表 22: 公司现金增加



资料来源: 中原证券 WIND

我们还看到,2017年上半年,公司的自由现金流增加。自由现金流是企业满足了投资需求之后剩余的现金流,是企业经营活动现金流量扣除资本性支出之后的金额,说明公司的资本支出确实减少了。我们核算了每股自由现金收益率:用每股自由现金/每股股价,即每股自由现金收益率。2017年上半年,公司的每股自由现金收益率达到2.70元,股价收益率达到8.27%。

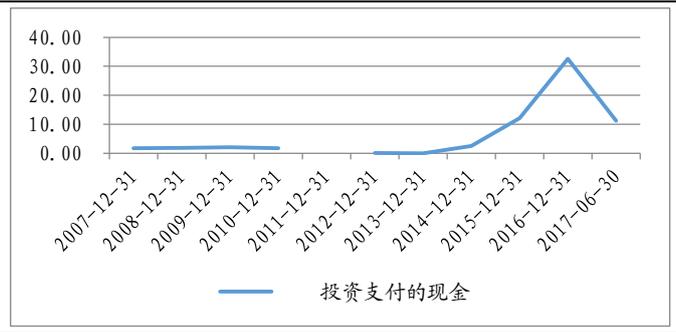
图表 23: 每股自由现金达到 2.70 元



资料来源: 中原证券 WIND

当现金增多而没有资本性开支的时候,公司往往会将闲置现金投向银行的理财产品。我们通过理财产品的购置金额发现:公司2015、2016和2017年的现金明显多于之前阶段,辅证了公司现金正在增加的论断。

图表 24: 公司投资理财产品的现金增多

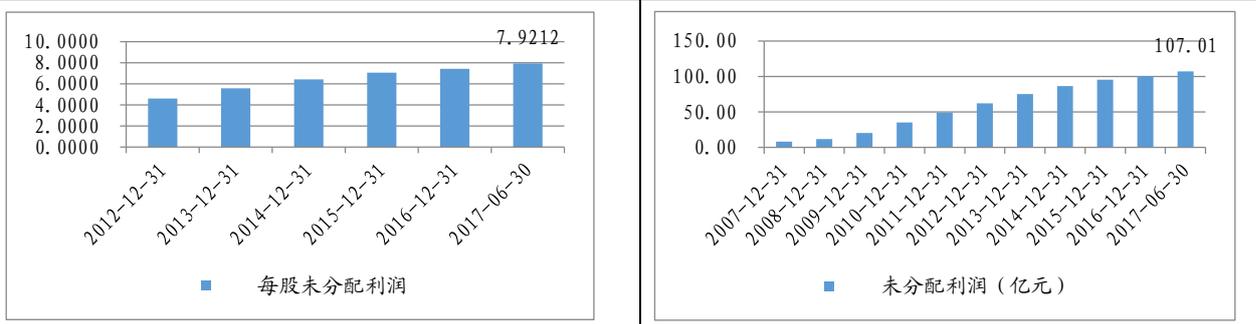


资料来源: 中原证券 WIND

2.5 公司未来应加大分红力度

公司历史上的分红比例仅不到 30%: 长期以来, 公司为应对行业的快速变化而实施偏扩张的战略, 导致大量现金流向固定资产和无形资产的新建或并购。如果我们判断正确, 即公司正在由资本支出依赖型企业转型为“现金奶牛”, 公司未来极有可能会加大分红比例。参照 10 月 18 日的收盘价, 公司的股息率为 1.06%, 比较双汇发展 (000895) 的股息率 4.70%, 公司的股息率仍有提升空间。公司提高股息率能够增强股价的吸引力。

图表 25: 公司每股未分配利润达到 7.92 元



资料来源: 中原证券 WIND

3. 投资建议

国内啤酒行业经历了四年的下滑期, 我们于今年看到了行业底部回升的迹象。啤酒行业回升与宏观环境回暖有关, 也与自身的内在发展密切相关。啤酒行业完成了从分散到集中的过程, 目前市场品牌集中, 几大龙头企业占据了国内大部分市场, 市场占领者从追求规模发展至追求利润, 未来将会通过提价和提升产品结构来提升利润水平, 并从而大幅改善公司的业绩。

公司是国内啤酒行业的佼佼者, 市场占有率有望超过 20%, 几大品牌中排名第二。我们认为, 公司将会先于行业展现出向好的变化。预计公司 2017、2018、2019 年的 EPS 分别为 1.05、1.11、1.35 元, 同比增长 36.36%、5.71%和 21.62%, 参照 10 月 23 日收盘价 32.42 元, 对应的 PE 分别为 30.88、29.21 和 24.01 倍。如果考虑到 6 元的每股现金, 则 2017、2018、2019 年的实际估值则为 25.16、23.80、19.57 倍。公司拥有利基和基本面反转的投资机会, 我们首

次给予公司“买入”评级，12个月内的目标价格40元。

4. 投资风险

- 1, 宏观经济下滑将直接影响啤酒消费;
- 2, 区域市场竞争过于激烈将会侵蚀公司利润;
- 3, 食品安全风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	27634.7	26106.3	27249.3	28094.0	29797.8	成长性					
减: 营业成本	17,192.1	15,265.3	15,782.8	16,266.4	17,229.1	营业收入增长率	-4.9%	-5.5%	4.4%	3.1%	6.1%
营业税费	2,030.4	2,231.4	2,386.1	2,472.3	2,681.8	营业利润增长率	-18.8%	-11.6%	30.0%	6.6%	21.8%
销售费用	5,904.5	6,029.4	5,994.9	6,180.7	6,257.5	净利润增长率	-13.9%	-39.1%	36.1%	6.0%	21.0%
管理费用	1,412.4	1,340.5	1,253.5	1,264.2	1,281.3	EBITDA 增长率	-12.7%	0.4%	20.4%	3.8%	14.7%
财务费用	-299.6	257.4	-232.7	-283.5	-342.0	EBIT 增长率	-20.2%	-11.1%	37.4%	4.8%	22.0%
资产减值损失	2.1	7.8	0.0	-	-	NOPLAT 增长率	-24.9%	-10.4%	36.5%	4.8%	22.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-9.5%	-2.9%	38.0%	-15.5%	-8.2%
投资和汇兑收益	462.4	151.0	68.0	80.0	80.0	净资产增长率	5.7%	4.4%	22.0%	4.2%	4.9%
营业利润	1,855.2	1,640.3	2,132.8	2,273.9	2,770.0	利润率					
加: 营业外净收支	419.7	483.2	-	-	-	毛利率	37.8%	41.5%	42.1%	42.1%	42.2%
利润总额	2,274.8	2,123.4	2,132.8	2,273.9	2,770.0	营业利润率	6.7%	6.3%	7.8%	8.1%	9.3%
减: 所得税	662.8	1,017.7	619.1	659.4	803.3	净利润率	6.2%	4.0%	5.2%	5.4%	6.1%
净利润	1713.1	1043.5	1419.9	1504.7	1821.2	EBITDA/营业收入	9.1%	9.6%	11.1%	11.2%	12.1%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	5.6%	5.3%	7.0%	7.1%	8.1%
货币资金	8,401.8	8,572.7	9,072.9	11,548.1	13,321.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	124	147	148	136	119
应收账款	318.7	358.5	151.4	160.8	170.3	流动营业资本周转天数	-67	-79	-73	-71	-70
应收票据	22.8	26.4	19.0	27.8	21.9	流动资产周转天数	145	169	163	176	194
预付账款	44.4	51.8	123.6	57.2	134.3	应收账款周转天数	4	5	3	2	2
存货	2,182.4	2,412.4	1,357.9	2,256.9	1,571.8	存货周转天数	30	32	25	23	23
其他流动资产	917.3	1,187.7	1,300.0	1,400.0	1,500.0	总资产周转天数	362	404	388	384	380
可供出售金融资产	0.6	0.6	1,000.0	1,000.0	1,000.0	投资资本周转天数	105	104	117	121	101
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,507.7	379.5	447.5	527.5	607.5	ROE	10.4%	6.4%	7.1%	7.3%	8.4%
投资性房地产	25.5	24.9	24.9	24.9	24.9	ROA	5.7%	3.7%	5.3%	5.2%	6.2%
固定资产	9,896.9	11,447.6	10,947.1	10,227.2	9,481.2	ROIC	13.0%	12.9%	18.1%	13.8%	19.9%
在建工程	287.5	193.4	-	-	-	费用率					
无形资产	2,707.1	2,974.7	2,739.6	2,504.5	2,269.3	销售费用率	21.4%	23.1%	22.0%	22.0%	21.0%
其他非流动资产	2,187.9	2,446.7	1,528.4	1,509.7	1,507.1	管理费用率	5.1%	5.1%	4.6%	4.5%	4.3%
资产总额	28,500.6	30,077.2	28,712.3	31,244.6	31,609.6	财务费用率	-1.1%	1.0%	-0.9%	-1.0%	-1.1%
短期债务	810.4	302.3	-	-	-	三费/营业收入	25.4%	29.2%	25.7%	25.5%	24.2%
应付账款	6,652.3	6,968.0	6,184.3	7,371.1	6,986.5	偿债能力					
应付票据	100.1	307.5	130.9	321.0	157.6	资产负债率	43.3%	43.9%	28.3%	31.3%	28.8%
其他流动负债	2,190.2	2,706.9	1,801.3	2,096.0	1,952.7	负债权益比	76.3%	78.2%	39.4%	45.6%	40.4%
长期借款	1.7	1.4	1.4	-	-	流动比率	1.22	1.23	1.48	1.58	1.84
其他非流动负债	2,579.9	2,911.9	-	-	-	速动比率	1.00	0.99	1.31	1.35	1.67
负债总额	12,334.6	13,198.0	8,117.8	9,788.0	9,096.9	利息保障倍数	-5.19	5.37	-8.16	-7.02	-7.10
少数股东权益	-292.1	565.2	659.0	768.8	914.4	分红指标					
股本	1,351.0	1,351.0	1,351.0	1,351.0	1,351.0	DPS(元)	0.39	0.35	0.47	0.56	0.67
留存收益	15,021.4	14,870.6	18,584.5	19,336.8	20,247.4	分红比率	30.8%	45.3%	45.0%	50.0%	50.0%
股东权益	16,166.0	16,879.1	20,594.5	21,456.6	22,512.7	股息收益率	1.3%	1.1%	1.5%	1.8%	2.2%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,612.0	1,105.7	1,419.9	1,504.7	1,821.2	EPS(元)	1.27	0.77	1.05	1.11	1.35
加: 折旧和摊销	965.3	1,152.0	1,129.1	1,155.1	1,181.1	BVPS(元)	12.18	12.08	14.76	15.31	15.99
资产减值准备	2.1	7.8	-	-	-	PE(X)	24.6	40.4	29.7	28.0	23.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.6	2.6	2.1	2.0	2.0
财务费用	-305.0	-273.4	-232.7	-283.5	-342.0	P/FCF	14.5	55.5	-24.6	13.6	16.6
投资收益	-462.4	-	-68.0	-80.0	-80.0	P/S	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4
少数股东损益	-101.1	62.2	93.9	109.8	145.5	EV/EBITDA	13.3	13.2	10.7	9.6	7.9
营运资金的变动	1,127.8	1,556.5	-3,474.1	739.4	-184.1	CAGR(%)	0.0%	21.2%	-9.2%	0.0%	21.2%
经营活动产生现金流量	2,574.6	2,970.9	-1,132.0	3,145.4	2,541.8	PEG	492.4	1.9	-3.2	560.6	1.1
投资活动产生现金流量	-236.7	-1,164.0	-1,199.4	-200.0	-200.0	ROIC/WACC	1.2	1.2	1.7	1.3	1.9
融资活动产生现金流量	-30.7	-1,470.4	2,831.6	-470.2	-568.6	REP	3.5	3.6	1.8	2.7	1.9

资料来源：贝格数据，中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。