

五粮液 (000858)

证券研究报告

2017年12月26日

民族第一品牌扬帆起航,自下而上趋势全面加速

1、1218 彰显发展信心，十三五目标有望提前实现

根据今年五粮液 1218 经销商大会传达的信息，公司 2018 年及十三五经营规划为：1) 2018 年收入指引 400 亿元（其中系列酒突破 100 亿，华中市场突破 100 亿），同增超过 30%，五粮液品牌投放量将达 2 万吨；2) 十三五规划集团收入达到千亿，酒业贡献 600 亿元（五粮液 400 亿元、系列酒 200 亿元）。由此看来，2020 年集团的千亿目标、公司的 600 亿目标均有望提前实现，为五粮液的新征程开了好头。我们预计公司 2017 年营收有望突破 300 亿元。

2、国企改革彰显“涅槃重生”之心，静待辉煌之时

唯有打破国有体制机制束缚，提高人员激励，才能保证在行业中立于不败之地。公司定增计划于今年 11 月尘埃落定，员工积极性被盘活，经销商利益被优化；通过加大执行“百城千县万店”工程、试点“五粮 e 店”、进行物流改革等措施，不断进行渠道下沉；薪酬制度上将进行全新的大改革，明显提升员工收入水平，要特别强调收入和贡献密切挂钩，将多向生产一线、营销一线人员倾斜。国改在稳步推进中，内部治理改善、经营效率提高、渠道利益优化的正向循环助力公司不断实现新目标。

3、核心观点重申，上调 18-19 年业绩

1、按照公司规划，我们维持 18 年-19 年营业收入增速至 28%、27%，净利润增速分别至 40%、35%。2、结合历史水平、提价预期、产品结构优化三个方面，毛利率仍有提升空间。3、改革节奏明快坚定不移，激活人员积极性，渠道执行力改善，经营优化，费用率仍有改善空间。4、多年布局海外市场，受益于一带一路，海外空间较大。

盈利预测：我们预计 18-19 年净利润增速至 40%、35%。考虑到公司品牌地位、产品带腰部优势，以及公司在今年 1218 经销商大会上传递的乐观信号，未来公司销售费用将保持稳中有降，改革进程加快，业绩弹性较大，我们上调公司 18 年目标市盈率至 33 倍，目标价 110 元，37%空间。

风险提示：食品安全风险、改革不达预期风险、终端需求下降风险

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	80.56 元
目标价格	110 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,795.97
流通 A 股股本(百万股)	3,795.75
A 股总市值(百万元)	305,803.08
流通 A 股市值(百万元)	305,785.69
每股净资产(元)	13.34
资产负债率(%)	21.53
一年内最高/最低(元)	83.58/33.65

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《五粮液-首次覆盖报告:自下而上看好，国企性价比优势再创辉煌》
2017-12-13

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,659.29	24,543.79	30,057.86	38,328.04	48,543.61
增长率(%)	3.08	13.32	22.47	27.51	26.65
EBITDA(百万元)	8,098.23	8,998.40	11,995.34	16,743.40	22,490.98
净利润(百万元)	6,176.12	6,784.53	9,002.73	12,622.60	16,987.39
增长率(%)	5.85	9.85	32.69	40.21	34.58
EPS(元/股)	1.63	1.79	2.37	3.33	4.48
市盈率(P/E)	49.53	45.08	33.98	24.23	18.01
市净率(P/B)	7.06	6.50	5.89	5.24	4.55
市销率(P/S)	14.12	12.46	10.18	7.98	6.30
EV/EBITDA	9.57	10.74	22.80	15.98	11.81

资料来源：wind，天风证券研究所

PE-Band

五粮液历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band

五粮液历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

- 1. 1218 彰显发展信心，十三五目标有望提前实现..... 4
 - 1.1. 明年规划收入同增超 30%，十三五目标有望提前完成 4
 - 1.2. 品牌优势占先机，量价齐升增业绩 4
 - 1.3. 经营效率不断提升，降本控费增效益 6
- 2. 国企改革彰显“涅槃重生”之心，静待辉煌之时..... 6
 - 2.1. 定增计划：尘埃落定，盘活员工积极性，优化经销商利益 7
 - 2.2. 渠道改革：“百城千县万店”+“五粮 e 店”+物流改革 7
 - 2.3. 人事改革：新董事长上任+内部竞聘+扩大营销队伍 8
 - 2.4. 薪酬改革：收入和贡献挂钩+向生产和营销一线员工倾斜 8
- 3. 3、核心观点重申，上调 18-19 年业绩 9
 - 3.1. 十三五规划有望超预期，上调 18-19 年业绩 9
 - 3.2. 毛利率仍有提升空间 9
 - 3.3. 费用率仍有改善空间 10
 - 3.4. 受益于一带一路历史机遇，拥抱广阔海外市场 11
- 4. 盈利预测..... 11
- 5. 风险提示..... 11

图表目录

- 图 1：中产及以上阶层数量的增加是高端白酒需求旺盛的重要基础..... 4
- 图 2：五粮液白酒销量不断释放..... 5
- 图 3：39 度五粮液零售价提高到 699 元/瓶..... 5
- 图 4：52 度新品零售价提高到 1099 元/瓶..... 5
- 图 5：52 度 1618 零售价提高到 1199 元/瓶..... 6
- 图 6：52 度交杯零售价提高到 1399 元/瓶..... 6

图 7,2006-2016 年五粮液期间费用率与净利率走势	6
图 8 历经 5 年，五粮液定增计划终于尘埃落定	7
图 9：“五粮 e 店”酒类零售终端店内景	7
图 10：公司 2012-2017Q3 毛利率净利率	9
图 11：期间费用率横向比较	10
图 12：销售费用率横向比较	10

1. 1218 彰显发展信心，十三五目标有望提前实现

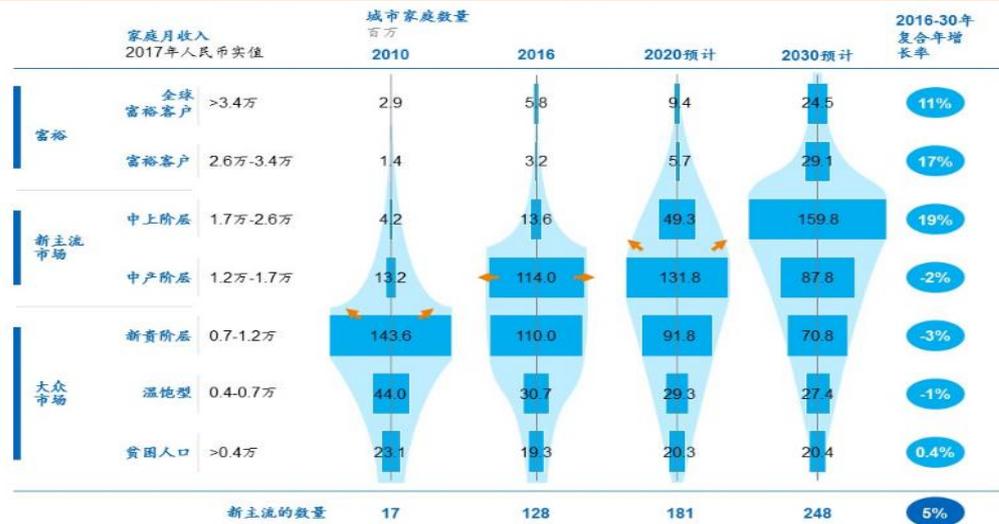
1.1. 明年规划收入同增超 30%，十三五目标有望提前完成

根据董事长李曙光在 1218 全国经销商大会的发言，2017 年 1-11 月，集团实现营收 782 亿元、净利润 134.5 亿元，力争全年收入超过 800 亿、净利润 140 亿元。我们预计公司 2017 年营收有望突破 300 亿元。1218 全国经销商大会董事长李曙光表示：公司 2018 年及十三五经营规划为：1) 2018 年收入指引 400 亿元（其中系列酒突破 100 亿，华中市场突破 100 亿），同增超过 30%，五粮液品牌投放量将达 2 万吨；2) 十三五规划集团收入达到千亿，酒业贡献 600 亿元（五粮液 400 亿元、系列酒 200 亿元），五粮液规划投 2020 年集团的千亿目标、公司的 600 亿目标均有望提前实现，发展前景较为乐观。

1.2. 品牌优势占先机，量价齐升增业绩

品牌端：大众消费崛起，高端白酒旺盛的需求具备坚实基础。中国产业信息网数据显示：2012 年“三公消费”限制以后，政务消费由 2012 年的 40% 下降到 2014 年的 5%，大众消费由 60% 提升至 95%。大众消费在终端占比的提升，使得高端白酒市场化趋势愈发明显。根据麦肯锡全球研究院，中产阶层、和中上阶层的家庭数量不断攀升，从 2010 年的 1700 万户增长到 2016 年的 1.28 亿户，到 2020、2030 年将分别达到 1.81 亿户、2.48 亿户。居民收入的增加，将加速白酒消费升级和白酒消费基础的变革，高端白酒的大众消费成为核心增量。消费品的 28 法则提示我们需求基数扩大，80% 的份额被 20% 的公司拿走，拥有强大品牌认知和消费者基础的五粮液就是这 20%。

图 1：中产及以上阶层数量的增加是高端白酒需求旺盛的重要基础



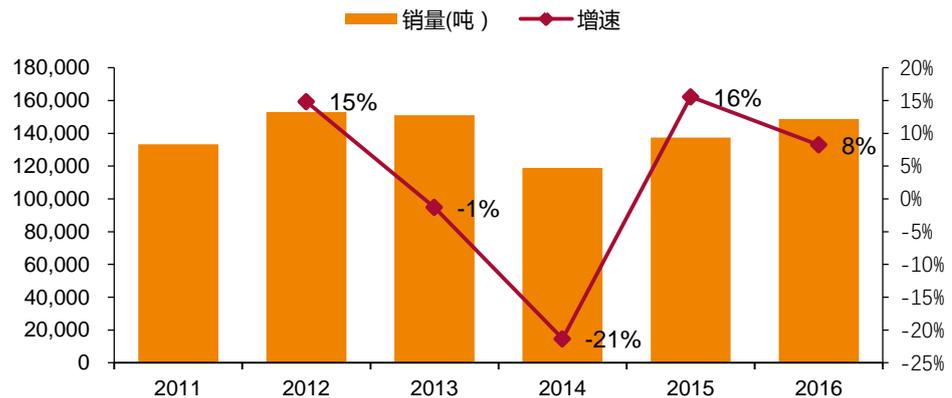
资料来源：麦肯锡全球研究院，天风证券研究所

清理品牌数量，加强品牌聚焦。为了解决品牌多、聚焦模糊的问题，2016 年底公司提出构建“1+3+5”的品牌聚焦战略，“1”即高端主品牌普五、“3”即 1618、交杯酒、低度五粮液、“5”即为五粮春、五粮醇、特头曲、绵柔尖庄、六和液。今年 1218 经销商大会上又提出实施“1+3”战略，“1”是做精做细销售收入占 70% 以上的 52 度精品，“3”是指五粮液品牌核心产品体系，延展到三个维度：高端化、年轻化时尚化低度化、国际化。系列酒过去品牌比较多，能有上百个，公司计划 2018 年能梳理到 40 多个，主动淘汰不盈利的品牌，向中高价位品牌、自营品牌、优势品牌聚焦。

五粮液多年来在全国范围内积累的品牌优势，占据先机。2016-2017 百度关键词指数，白酒品牌中五粮液排名第 1，今年“双 11”天猫平台酒水销量五粮液排名第 2，从主动搜索和个人消费者购买两个层面，体现了五粮液在消费者心中的强势品牌地位。

销量端：公司产能规模优势明显，形成了独有的“十里酒城”规模，具备年产 20 万吨纯粮固态发酵能力，拥有数万口上至 649 年下至几十年的地穴式发酵窖池，公司还积极通过技改、员工激励等措施来提升出酒率以及优品率，以满足不同产品价格带的消费需求。根据十三五规划，公司要建设 10 万吨的生产基地，另外还要新建 30 万吨原酒储存能力，陈酿时间延长至 3 年。按照 2018 年 2 万吨投放量、普五占比 70%估算，2018 年普五预计销量在 1.5 万吨左右，预计较 2017 年增长 16%左右。2018 年普五计划内外销售比例为 1:1，则出厂价格较 2017 年变相提升 5%左右。未来普五的供需矛盾有望缓解，奠定五粮液的高端格局基础。

图 2：五粮液白酒销量不断释放



资料来源：公司公告，天风证券研究所

价格端：根据市场及竞品表现、公司经营态度，看高明年提价概率。茅台一批价和终端价的上升，带动了白酒行业的公司端、市场端相继涨价，五粮液的批价和终端价也随之上升。今年 11 月底，39 度五粮液/52 度新品五粮液/52 度 1618/52 度交杯的零售价分别上调至 699/1099/1199/1399 元每瓶，其中新品五粮液和 1618 的供货价也随之上调，分别为 939 元/969 元，新品五粮液今年经历三次上调终端价，共计上涨 270 元/瓶。竞品国窖 1573 年内多次提价，而公司核心单品普五 2017 年仅在 2 月份提高了一次出厂价。

行业集体提价、终端价提升拓宽渠道利润使得五粮液在出厂价方面处于一个蓄力的状态。根据公司 2017 年 11 月 6 日发布的机构投资者调研纪要，公司会视市场情况来决定明年是否涨价。综合上述市场反馈、同业表现、公司经营态度三个方面，我们认为明年五粮液出厂价提升的可能性较大。

图 3：39 度五粮液零售价提高到 699 元/瓶



资料来源：酒食汇，天风证券研究所

图 4：52 度新品五粮液零售价提高到 1099 元/瓶



资料来源：酒食汇，天风证券研究所

图 5：52 度 1618 零售价提高到 1199 元/瓶



资料来源：酒食汇，天风证券研究所

图 6：52 度交杯牌零售价提高到 1399 元/瓶



资料来源：酒食汇，天风证券研究所

表 1：普五 VS 国窖 1573 出厂价提价

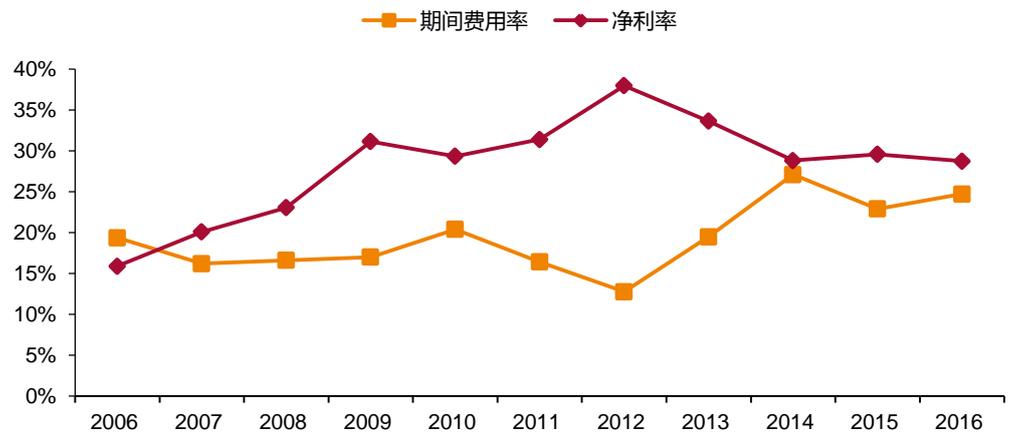
	计划内出厂价	计划外出厂价（商超供货价）	提价时间
普五	739	839 (809)	2017-02
	679		2016-08
	609		2012
国窖 1573	760		2017-08
	740	810	2017-07
	680	810	2017-03

资料来源：糖酒快讯，天风证券研究所

1.3. 经营效率不断提升，降本控费增效益

在费用控制方面，公司同时推进全面预算管理和全面成本管理，成本费用会进一步精细化。随着公司国企改革深化，人员激励到位，公司的经营和管理效率会不断提升，我们预计未来公司销售费用稳中有降，管理费用率将持续下降，彰显国企改革成效。

图 7,2006-2016 年五粮液期间费用率与净利率走势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 国企改革彰显“涅槃重生”之心，静待辉煌之时

在茅台稳步快跑的情形下，五粮液的压力不仅仅是追赶茅台，作为“行业老二”，五粮液

的优势明显，但来自竞争对手的压力并不小：目前洋河的“新国酒”定位以及在净利率等业绩指标上反超五粮液，泸州老窖推出“浓香国酒”定位并提出“重回行业三甲”的目标。唯有进行改革，打破机制束缚，提高人员激励，才能保证在行业中立于不败之地。

集团提出整体目标，人才战略为核心驱动因素，股权激励，晋升机制优化为重要手段，激发公司各业务线条活力，把握行业深度调整后，集中度提升时代机遇，利用名酒先发优势加速份额夺取。五粮液改革路径和举措非常清晰，今年在人事、渠道、人才等方面均作出努力，行业地位深厚的五粮液具备更好的起点，改革潜力巨大。

2.1. 定增计划：尘埃落定，盘活员工积极性，优化经销商利益

公司 2013 年筹划“混改”事项，2015 年 10 月发布非公开发行预案，2016 年 6 月提交证监会审核，2016 年 12 月公布增发预案修订稿，2017 年 5 月证监会审核通过，2017 年 11 月由于股票发行涉及程序性等相关事项需进一步沟通与落实，公司预计无法在发行有效期内完成发行工作，经公司申请，中国证监会于 2017 年 11 月重新核发通过批文。从定增预案透露的信息来看，员工持股计划认购不超过 2200 万股，认购金额不超过 5.1 亿元。经销商认购不超过 1800 万股。优化多方利益，有利于盘活员工经营积极性，捆绑重点经销商利益，增强渠道执行力。

图 8 历经 5 年，五粮液定增计划终于尘埃落定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 渠道改革：“百城千县万店” + “五粮 e 店” + 物流改革

进一步推进渠道下沉，强化终端营销转型，工程的稳步实施就是最好例证，同时推动线上线下融合，不断创新销售模式，推动营销体系快速走上精细化运营之路，向“十三五”千亿美元目标奋进。2017 年建设重点市场 29 个、5000 家终端网络，新增经销商 234 家。

专卖店方面，五粮液是白酒行业里最早发展专卖店的，在 2013-2014 年间，关掉了一部分门店，2016 年下半年开始进行大力度恢复，2017 年新增超过 400 家，总计已经突破 1000 家，是公司未来的重中之重，是万店的核心，2018 年预计增加 500-600 家，弥补空白市场的不足。同时在 2018 年落实对专卖店进行升级和信息化建设。

新零售方面，2017 年 11 月在北京、上海、广州、成都、郑州、宜宾六座城市同步投入运营测试第一批五粮 e 店（包括实体门店和 APP 两个零售系统），消费者可以在“五粮 e 店”app 下单，由附近的实体 e 店进行配送。五粮 e 店可以对终端销售数据进行持续的采集和累积，进而为公司决策层的营销调度、决策提供数据支撑，有助于公司整合更多的优质市场资源，形成更大的优势。

图 9：“五粮 e 店”酒类零售终端店内景



资料来源：糖酒快讯，天风证券研究所

物流方面，集团加大力度推进物流产业的改革，于 2017 年 11 月 9 日与中国物流签署战略合作协议，双方拟通过合作，将安吉物流打造成全国最大的以白酒物流为重点的综合性物流服务商，由企业物流向第三方、第四方物流转型、由区域性物流向全国性物流升级。

2.3. 人事改革：新董事长上任+内部竞聘+扩大营销队伍

今年 3 月李曙光同志任五粮液集团有限公司党委书记、董事长、五粮液股份有限公司党委书记，6 月份提出“人才是五粮液实现二次创业宏伟目标的关键”，12 月份五粮液集团、股份公司范围内的在册在岗人员进行内部选拔，对系列酒公司总经理、盈泰光电公司总经理、圣山集团公司总经理等 3 个中层正职管理职位，五粮醇、系列酒等 2 个副总经理，以及 507 车间副主任等多个中层副职管理职位进行公司内部公开竞聘。营销人员方面，今年增加 260 人、品牌部达到 530 人，随着百千万工程推进，营销人员还会继续增加。

2.4. 薪酬改革：收入和贡献挂钩+向生产和营销一线员工倾斜

董事长李曙光在今年投资者交流会上指出，整体薪酬调整是二次创业的重中之重，薪酬制度上将进行全新的大改革，明显提升员工收入水平，要特别强调收入和贡献密切挂钩。薪酬调整会多向生产一线员工、营销一线员工倾斜，力争优秀员工的薪资能达到甚至超过高管水平，加强营销的激励和考评，努力使薪酬水平略高于行业。同时公司会对人才库进行梳理启动人才工程，引进高端金融人才等。

表 2：五粮液 2017 年改革大事记

事件	主要内容	时间
主要领导人调整	五粮液集团公司召开干部大会，宣布市委、市政府关于五粮液集团公司主要领导调整的决定。李曙光同志任五粮液集团有限公司党委书记、董事长、五粮液股份有限公司党委书记。	2017 年 3 月
二次创业动员大会	集团召开各单位党政负责人参加大讨论动员会，认真学习五粮液党委 17 号文件《关于开展“对标先进、二次创业、再铸辉煌、我们怎么干？”》	2017 年 4 月
运营商大会	李曙光围绕战略、形势、市场、营销四个方面布局五粮液的工作，明确跨越式发展；建立符合市场规律的价格形成机制；大力实施“百城千县万店”工程。	2017 年 6 月
人才座谈会	提出人才是五粮液实现二次创业宏伟目标的关键。	2017 年 6 月
承办低度酒论坛	集团公司承办了低度白酒发展高峰论坛，对低度酒品类进行了战略性占位。	2017 年 7 月

五粮液 e 店开业	“五粮 e 店”包括实体门店和 APP 两个零售系统。消费者可以在“五粮 e 店” app 下单，由附近的实体 e 店进行配送。五粮 e 店将基于大数据运用，建立起基于消费者、经销商、销售人员、终端门店的大数据信息管理系统，并整合第三方供应链管理、信息化技术、零售运营经验等优势资源提供配套服务，实现对营销过程的精细化管理。第一批 6 家五粮 e 店，已在北京、上海、广州、成都、郑州、宜宾六座城市同步投入运营测试。	2017 年 11 月
与中国物流签署战略合作协议	五粮液集团与中国物流签署战略合作协议，双方拟通过合作，将五粮液旗下的安吉物流打造成全国最大的以白酒物流为重点的综合性物流服务商，由企业物流向第三方、第四方物流转型、由区域性物流向全国性物流升级。	2017 年 11 月
定增预案通过批文	员工持股计划认购不超过 2200 万股，认购金额不超过 5.1 亿元，经销商认购不超过 1800 万股。优化多方利益，有利于盘活员工经营积极性，捆绑重点经销商利益，增强渠道执行力。	2017 年 11 月
内部竞聘	对五粮液集团、股份公司范围内的在册在岗人员进行内部选拔，对系列酒公司总经理、盈泰光电公司总经理、圣山集团公司总经理等 3 个中层正职管理职位，五粮醇、系列酒等 2 个副总经理，以及 507 车间副主任等多个中层副职管理职位进行公司内部公开竞聘。	2017 年 12 月

资料来源：公司公告，云酒头条，天风证券研究所

3.3、核心观点重申，上调 18-19 年业绩

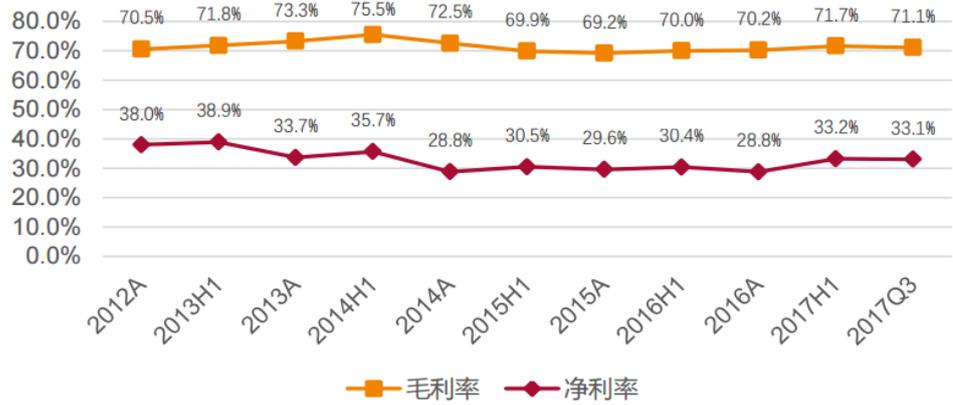
3.1. 十三五规划有望超预期，上调 18-19 年业绩

公司 1218 共商共建共享大会上董事长李曙光表示：公司 2018 年收入将突破 400 亿元，同增超过 30%，五粮液品牌投放量将达 2 万吨；十三五规划集团收入达到千亿，酒业贡献 600 亿元（五粮液 400 亿元、系列酒 200 亿元），公司的 600 亿目标均有望提前实现，发展前景较为乐观。另外公司明年销售费用将稳中有降，国改的推进将逐步提高经营效率，公司管理费用率也有望降低。结合公司产品结构优化、明年提价概率较大，我们预测 18 年-19 年营业收入增速为 28%、27%，净利润增速分别为 40%、35%。

3.2. 毛利率仍有提升空间

从历史角度看，公司盈利能力仍有优化空间。回顾历史数据，公司毛利率水平和历史高点仍有差距。公司目前毛利率水平在 71%左右，历史高点达到过 75%。净利润率方面，当前公司净利润率为 33%，与历史高点 38-39%相比仍有优化空间。结合市场反馈，竞品表现，公司经营态度，看高普五明年提价概率，提价趋势结合产品结构优化，毛利率有望进一步上升。

图 10：公司 2012-2017Q3 毛利率净利润率



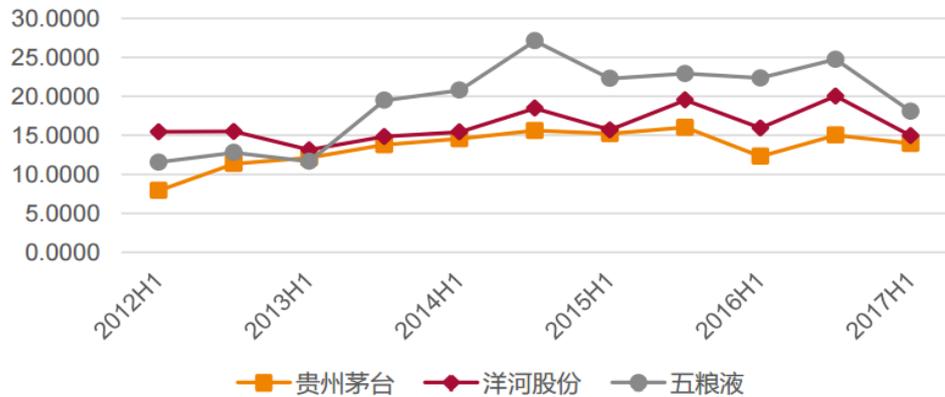
资料来源：wind,天风证券研究所

3.3. 费用率仍有改善空间

经营优化，费用率仍有改善空间。横向对比茅台、五粮液、洋河的期间费用率。五粮液的期间费用率从 2013H2 开始一度上升到 25%以上，相较于 2012 年增加 1 倍。剧烈的费用率变化引起我们的重视，将期间费用率拆分后我们发现弹性最大的部分是销售费用率。

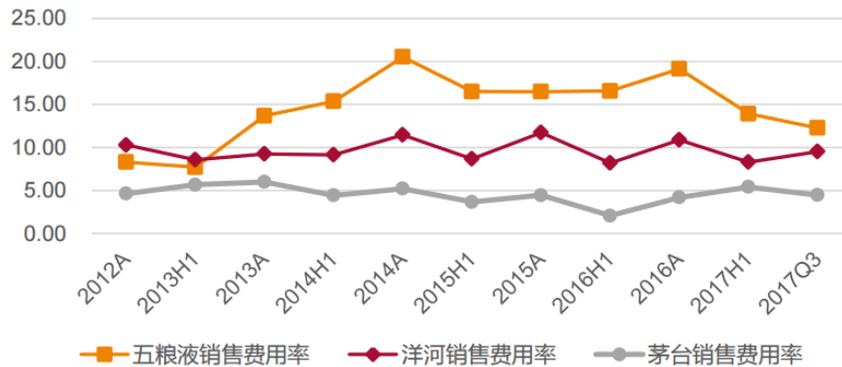
经营优化是控制销售费用率的重要手段。品牌力较强的公司可以依靠品牌号召力是产品自然动销，因此品牌力越强的企业，其销售费用率一般会更低。我们认为通过内部经营的优化，结合五粮液的品牌力，公司费用率仍有改善空间。

图 11：期间费用率横向比较



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：销售费用率横向比较



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司自下而上的改革举措坚定不移, 经营效率提升, 弹性巨大; 公司内部控制提升, 渠道执行力改善, 伴随产品价格增长, 渠道盈利能力逐步改善。在行业结构性复苏的背景之下, 抓住自上而下的行业性机会, 公司在收入规模扩大、毛利提升和费用控制方面的提升空间依然可观, 改革释放弹性大。

3.4. 受益于一带一路历史机遇, 拥抱广阔海外市场

一带一路参与国家, 酒类市场广阔。饮酒量排名在前 20 位的国家, 按 40 度酒精度折算消费规模达到 2750 万吨/年, 是国内白酒产量的 2 倍。受益程度主要考虑两点: 1、对高档白酒概念的认知, 将会随着带着资本、产业走出去的中国人一起走向海外, 成为海外人民对中国白酒的基本印象, 这个利好只有一线名酒能享受到。2、白酒在海外作为舶来品, 被海外民众所记住的注定只有作为代表的少数。渠道开发、管理上有更多张力的白酒品牌将会抢占国外消费者对白酒的认知。

产品生产方面, 融入国际标准体系: 目前公司正加快推进地理标志“五粮液”申报“中国-欧盟 100+100 地理标志”互认互保步伐, 加快五粮液乃至中国白酒国际化进程。

渠道方面, 多元合作拓展业务: 五粮液通过开设海外旗舰店、与 DFS 环球免税集团开展合作, 与美国百富门集团等合作, 加速海外渠道布局。今年公司积极建设欧洲、亚太、美洲三大营销中心, 并在“一带一路”沿线近十几个国家和地区布局了营销网络, 目前五粮液与全球 29 个国家和地区的 90 多名经销商建立了直接合作关系, 五粮液及系列酒产品已进入英国、美国、法国、荷兰和西班牙在内的全球 40 多个国家和地区。

品牌营销, 持续发力: 五粮液多年来在世界各地持续不断的营销活动, 将中国白酒推向世界。在高端合作领域, 五粮液分别与杭州 G20 峰会、长安俱乐部、欧美同学会、年度中国青年领袖评选深入合作, 通过各种文化活动与专场巡展。

4. 盈利预测

我们预计 18-19 年净利润增速至 40%、35%。考虑到公司品牌地位、产品带腰部优势, 以及公司在今年 1218 经销商大会上传递的乐观信号, 未来公司销售费用将保持稳中有降, 改革进程加快, 业绩弹性较大, 我们上调公司 18 年目标市盈率至 33 倍, 目标价 110 元, 37%空间。

5. 风险提示

食品安全风险、改革不达预期风险、终端需求下降风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	26,374.19	34,665.92	33,133.66	39,574.63	42,289.35
应收账款	126.39	126.49	216.20	219.70	315.52
预付账款	332.13	271.65	467.29	427.51	657.75
存货	8,700.85	9,257.37	10,674.89	14,126.04	16,995.99
其他	9,063.85	10,183.12	10,952.44	17,459.21	17,995.21
流动资产合计	44,597.41	54,504.54	55,444.48	71,807.09	78,253.82
长期股权投资	902.01	794.64	794.64	794.64	794.64
固定资产	5,347.63	5,431.46	5,276.01	5,069.89	4,833.38
在建工程	554.77	292.88	175.73	105.44	63.26
无形资产	411.69	402.45	389.58	376.71	363.84
其他	733.13	748.43	662.34	635.47	609.85
非流动资产合计	7,949.22	7,669.87	7,298.29	6,982.15	6,664.98
资产总计	52,546.63	62,174.41	62,742.77	78,789.24	84,918.79
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,338.17	3,695.92	1,812.38	5,185.79	3,915.97
其他	5,629.45	9,991.97	7,308.90	12,974.91	10,932.60
流动负债合计	7,967.62	13,687.89	9,121.28	18,160.70	14,848.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	233.86	280.66	221.79	245.44	249.30
非流动负债合计	233.86	280.66	221.79	245.44	249.30
负债合计	8,201.47	13,968.55	9,343.07	18,406.14	15,097.86
少数股东权益	1,016.24	1,129.13	1,478.25	1,969.90	2,637.25
股本	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97
资本公积	953.20	953.26	953.26	953.26	953.26
留存收益	39,532.95	43,280.76	48,125.48	54,617.24	63,387.72
其他	(953.20)	(953.26)	(953.26)	(953.26)	(953.26)
股东权益合计	44,345.16	48,205.86	53,399.70	60,383.10	69,820.93
负债和股东权益总计	52,546.63	62,174.41	62,742.77	78,789.24	84,918.79

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	6,410.48	7,056.77	9,002.73	12,622.60	16,987.39
折旧摊销	618.62	573.44	286.14	289.68	291.80
财务费用	(0.10)	(0.15)	(783.09)	(817.97)	(920.97)
投资损失	(34.14)	(33.43)	(17.47)	(17.94)	(17.23)
营运资金变动	(369.09)	3,870.10	(6,995.12)	(832.78)	(7,020.17)
其它	65.30	230.03	366.23	490.99	662.08
经营活动现金流	6,691.07	11,696.76	1,859.43	11,734.58	9,982.90
资本支出	368.41	185.58	58.87	(23.65)	(3.86)
长期投资	34.14	(107.37)	0.00	0.00	0.00
其他	(796.72)	(239.48)	(75.62)	42.91	31.62
投资活动现金流	(394.17)	(161.26)	(16.75)	19.26	27.76
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	732.11	765.92	783.09	817.97	920.97
其他	(3,087.02)	(3,959.84)	(4,158.02)	(6,130.84)	(8,216.90)
筹资活动现金流	(2,354.91)	(3,193.93)	(3,374.93)	(5,312.87)	(7,295.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,941.98	8,341.57	(1,532.25)	6,440.97	2,714.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,659.29	24,543.79	30,057.86	38,328.04	48,543.61
营业成本	6,671.96	7,314.25	8,343.74	10,107.73	12,539.70
营业税金及附加	1,784.68	1,941.17	2,371.56	3,071.20	3,853.06
营业费用	3,568.06	4,694.55	5,049.72	5,557.57	6,067.95
管理费用	2,128.81	2,143.70	2,606.02	3,142.90	3,883.49
财务费用	(732.11)	(765.86)	(783.09)	(817.97)	(920.97)
资产减值损失	25.80	12.20	12.20	12.20	12.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	17.11	(0.66)	(5.26)
投资净收益	34.14	33.43	17.47	17.94	17.23
其他	(68.29)	(66.86)	(69.16)	(34.56)	(23.93)
营业利润	8,246.24	9,237.21	12,492.29	17,271.69	23,120.15
营业外收入	66.16	118.91	16.87	17.34	17.00
营业外支出	24.90	18.72	40.02	27.88	28.87
利润总额	8,287.49	9,337.41	12,469.14	17,261.15	23,108.28
所得税	1,877.01	2,280.65	3,117.29	4,146.91	5,453.56
净利润	6,410.48	7,056.77	9,351.86	13,114.25	17,654.73
少数股东损益	234.37	272.23	349.12	491.65	667.34
归属于母公司净利润	6,176.12	6,784.53	9,002.73	12,622.60	16,987.39
每股收益(元)	1.63	1.79	2.37	3.33	4.48

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.08%	13.32%	22.47%	27.51%	26.65%
营业利润	2.66%	12.02%	35.24%	38.26%	33.86%
归属于母公司净利润	5.85%	9.85%	32.69%	40.21%	34.58%
获利能力					
毛利率	69.20%	70.20%	72.24%	73.63%	74.17%
净利率	28.51%	27.64%	29.95%	32.93%	34.99%
ROE	14.25%	14.41%	17.34%	21.61%	25.28%
ROIC	33.41%	37.13%	68.64%	63.81%	84.13%
偿债能力					
资产负债率	15.61%	22.47%	14.89%	23.36%	17.78%
净负债率	-36.77%	-37.70%	-38.76%	-39.40%	-30.32%
流动比率	5.60	3.98	6.08	3.95	5.27
速动比率	4.51	3.31	4.91	3.18	4.13
营运能力					
应收账款周转率	161.10	194.12	175.42	175.86	181.40
存货周转率	2.58	2.73	3.02	3.09	3.12
总资产周转率	0.44	0.43	0.48	0.54	0.59
每股指标(元)					
每股收益	1.63	1.79	2.37	3.33	4.48
每股经营现金流	1.76	3.08	0.49	3.09	2.63
每股净资产	11.41	12.40	13.68	15.39	17.70
估值比率					
市盈率	49.53	45.08	33.98	24.23	18.01
市净率	7.06	6.50	5.89	5.24	4.55
EV/EBITDA	9.57	10.74	22.80	15.98	11.81
EV/EBIT	10.31	11.40	23.36	16.27	11.96

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com