

聚焦国缘，步入发展黄金期

■ **强大的创新基因，带领品牌不断跃升。**公司困境重生 1996 年创立今世缘系列，居安思危 2004 年提出国缘系列，强大的创新基因让公司不断成长实现品牌跃迁，从高沟到今世缘再到国缘，并逐渐发展成为江苏的高端品牌。创新基因深入骨髓，将使公司长期发展充满活力。

■ **江苏经济发展促进消费升级，国缘产品充分受益。**江苏省经济实力较强，居民消费层次较高。2017 年江苏省人均 GDP 为 10.7 万元，较全国人均 GDP 高出 44.3%。2017 年 GDP 增速为 7.2%，高于全国平均增速 6.9%。经济的繁荣，庞大的人口基数以及浓厚的饮酒文化奠定了江苏白酒消费市场的繁荣。大众消费升级，江苏主流价格带向 300 元-500 元跃迁，公司国缘产品充分受益。

■ **省内迎来发展黄金期，强势地区市占率提升。**今世缘在江苏的市占率约为 9%，仅次于洋河。从区域分布来看，公司在大本营淮安、省会南京、苏北重镇盐城等地区的品牌认可度较高。未来南京有望超过淮安成为今世缘的第一大营收地区。与此同时，公司在相对薄弱的苏南地区加大招商力度，苏南的白酒消费品牌较为分散，徽酒和川酒占据一席之地，但其在次高端价位段的产品力较为薄弱，这使国缘系列在苏南的大规模拓展成为可能。另一方面，洋河聚焦省外市场拓展，今世缘迎来省内份额提升的黄金窗口。

■ **产品结构提升，净利表现更优。**随着国缘占比的提升，“一降双升”效应加强，即毛利率和净利率上升，销售费用率下降。良好的净利表现主要来源于国缘销量的增加。2017 年国缘营收占比超过 60%，利润占比超过 70%，国缘已成为公司业绩的主要贡献点。未来随着全国化的进程和省内结构的升级，国缘的占比有望进一步提升，带动利润率的提高，公司净利表现有望更优。

■ **省外坚持“2+5+N”战略，牵手浙江商源开启合作元年。**2017 年国缘营收占比接近 62%，利润占比超过 70%，逐渐成为今世缘新的业绩增长引擎。“国缘”全国化成为今世缘 2018 年的主要战略方向，按照既定的“2+5+N”区域推进节奏的同时，公司牵手浙江商源开启省外拓展新篇章。

■ **投资建议：**我们预计公司 2018-19 年的每股收益分别为 0.92 元和 1.17 元，目标价相当于 2019 年 23 倍市盈率。上调评级至买入-A，目标价 26.8 元。

■ **风险提示：**省内竞争加剧，高端产品营收增速放缓。

摘要(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	2554.4	2957.5	3619.3	4333.1	5112.6
净利润	754.2	895.9	1157.4	1464.3	1786.6
每股收益(元)	0.60	0.71	0.92	1.17	1.43
每股净资产(元)	3.68	4.19	4.70	5.57	6.57

盈利和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	34.8	29.3	22.7	17.9	14.7
市净率(倍)	5.7	5.0	4.5	3.8	3.2
净利润率	29.5%	30.3%	32.0%	33.8%	35.0%
净资产收益率	16.3%	17.0%	19.6%	21.0%	21.7%
股息收益率	0.9%	0.7%	1.3%	1.7%	2.0%
ROIC	28.5%	30.7%	43.9%	37.1%	49.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

调高评级

6 个月目标价：**26.8 元**
 股价 (2018-06-20) **21.96 元**

交易数据

总市值(百万元)	27,548.82
流通市值(百万元)	27,548.82
总股本(百万股)	1,254.50
流通股本(百万股)	1,254.50
12 个月价格区间	12.57/24.16 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.98	46.53	81.87
绝对收益	6.29	35.45	74.6

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
 sucheng@essence.com.cn
 021-35082778

符蓉

报告联系人

furong1@essence.com.cn

相关报告

今世缘：省内升级趋势明显，国缘增长迅猛/苏斌	2018-04-10
今世缘：深耕省内带动收入增长/苏斌	2017-10-30

内容目录

1. 公司核心投资逻辑提炼	4
1.1. 江苏经济发展促进消费升级，净利表现有望更优	4
1.2. 次高端价格带扩容，品牌跃迁进行时.....	5
1.3. 省内强势地区收入提升快，弱势地区加强渠道建设.....	6
1.4. 省外坚持“2+5+N”战略，携手浙江商源开启合作元年	6
2. 公司概况	6
2.1. 股权结构清晰，管理层稳定	7
2.2. 发展历程：困境重生不断创新，国缘崛起进行时	7
2.3. 产品：产品结构多元化，品牌定位清晰	9
3. 江苏省白酒市场分析	10
3.1. 经济强省，饮酒氛围浓厚，产销两旺.....	10
3.2. 江苏经济增长持续，商务活动活跃	10
3.3. 大众消费升级，江苏主流价格带向 300 元-500 元跃迁.....	11
3.4. 竞争格局：苏北以地产酒为主，苏南开放度更高	12
3.5. 次高端市场：今世缘洋河共享消费升级红利.....	13
4. 公司分析	14
4.1. 竞争优势	14
4.1.1. 品牌：品牌力不断提升，产品结构持续优化.....	14
4.1.2. 渠道：厂商“1+1”深度协销，品牌与渠道双驱动.....	15
4.2. 财务状况	16
4.3. 战略：聚焦国缘，全国化发展.....	17
5. 省外市场分析	17
5.1. 省外市场拓展有一定基础	17
5.2. 浙江市场：与浙江商源“强强联合”，开启合作元年.....	18
5.3. 北京市场：中低端民酒呈双寡头格局，中高端市场由外来酒占据.....	18
5.4. 安徽市场：市场容量大，竞争极度激烈	18
6. 投资建议和风险提示	19

图表目录

图 1：公司核心投资逻辑提炼图	4
图 2：江苏 GDP 增速领先全国	5
图 3：国缘占公司营收比例持续提升.....	5
图 4：江苏省白酒行业竞争格局	6
图 5：公司各地区收入及增速.....	6
图 6：2017 年今世缘控股人持股比例	7
图 7：公司发展历程	9
图 8：江苏人均可支配收入高于全国（单位：元）	10
图 9：2017 年末江苏省常住人口全国前 5（单位：万人）	10
图 10：2017 年江苏省白酒产量全国第 4（单位：万千升）	10
图 11：江苏省 GDP 增速领先全国	11
图 12：江苏省固定资产投资额及增速.....	11
图 13：白酒消费结构的变化	11

图 14: 江苏省人均可支配收入持续增长 (单位: 元)	12
图 15: 江苏省人均食品饮料支出提高 (单位: 元/年)	12
图 16: 15 年以来江苏省房屋均价持续上涨 (单位: 元)	12
图 17: 300 元以上价格带产品增速较快 (单位: 元)	12
图 18: 安徽省各地级市白酒市场情况	13
图 19: 江苏省各品牌白酒份额	14
图 20: 2016 年, 2017 年今世缘省内收入增速高于洋河	14
图 21: 近三年产品类别占营收比重对比	15
图 22: 国缘占公司营收比例持续提升	15
图 23: 全国白酒市场价格带及主要品牌	15
图 24: 2017 年今世缘的产品结构	16
图 25: 2017 年洋河的产品结构	16
图 26: 今世缘和洋河的毛利率对比	17
图 27: 今世缘毛利率和净利率都在平稳增长	17
图 28: 今世缘和洋河的销售费用率对比	17
图 29: 今世缘和洋河的管理费用率对比	17
图 30: 安徽省 17 年人均 GDP 相当于 09 年的江苏省	19
表 1: 京东白酒各价位段销售情况	5
表 2: 2017 年今世缘高管持股比例	7
表 3: 公司主要产品及价格	9
表 4: 近三年今世缘的经销商数量	16
表 5: 近三年今世缘的分区域营业收入	16

1. 公司核心投资逻辑提炼

从宏观层面来看，近些年江苏省经济发展速度领先全国，消费升级的进程较为迅速，以今世缘、洋河为代表的苏酒公司产品价格带不断跃迁，其高端产品国缘、梦之蓝占比持续提升带动公司营收加速。从竞争格局来看，今世缘、洋河股份、古井贡，口子窖、西凤酒等在省内拔尖的酒企拥有共性，即受地域白酒文化保护，在省内容易形成一家独大或两强领先的局面，从而以较为稳定的格局不断受益省内大众白酒消费升级，促使省内白酒市场品牌集中度持续提升。另一方面，洋河集中攻坚新江苏市场，带给今世缘提升省内市占率的黄金窗口期。从公司层面来看，强大的创新基因将带领品牌不断跃迁。公司困境重生 1996 年创立今世缘系列，居安思危 2004 年提出国缘系列，强大的创新基因让公司不断成长实现品牌跃迁，从高沟到今世缘再到国缘，并逐渐发展成为江苏的高端品牌。创新基因深入骨髓，将使公司长期发展充满活力。

图 1：公司核心投资逻辑提炼图

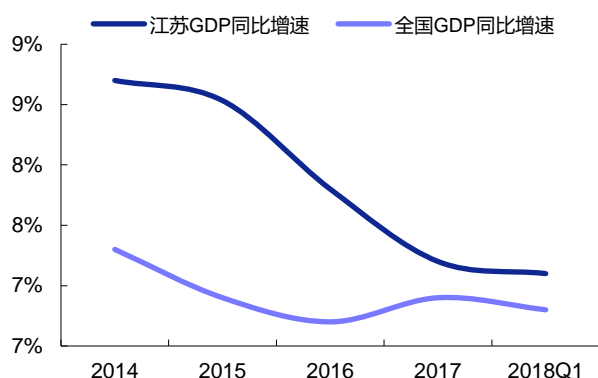


资料来源：安信证券研究中心

1.1. 江苏经济发展促进消费升级，净利表现有望更优

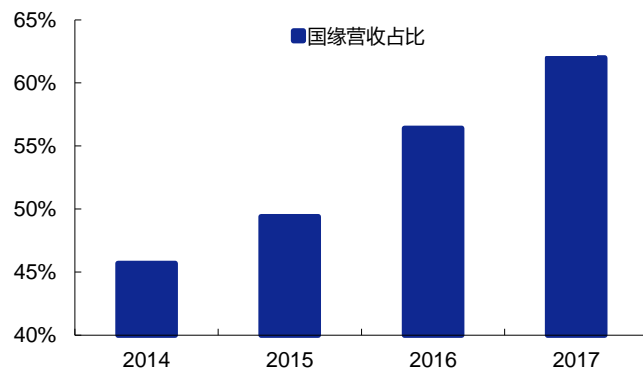
作为中国经济大省，江苏省 GDP 总量位列全国第二，仅次于广东省。2017 年江苏省人均 GDP 为 10.72 万元，远高于全国平均水平（5.97 万元），与此同时江苏省的 GDP 增速也快于全国平均水平。经济发展促进省内消费升级，今世缘、洋河等苏酒公司的产品结构持续改善，另一方面产品结构的优化有助于毛利率和净利率水平的提升，公司的净利表现有望更优。

图 2：江苏 GDP 增速领先全国



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：国缘占公司营收比例持续提升



资料来源：今世缘发展大会，糖酒快讯，安信证券研究中心

1.2. 次高端价格带扩容，品牌跃迁进行时

2017 年以茅台、五粮液为代表的高端白酒终端价格涨幅超过 30%，高端酒的提价为次高端打开市场空间。从京东白酒的数据来看，2018 年春节期间 300-700 元价位段销量占比提升至 4.5%，但无论从横向对比还是纵向来看，此比例仍然偏低，未来次高端价位段有望持续扩容，今世缘的国缘系列定位次高端价位段有望充分受益。另一方面，2018 年春节次高端价位段的产品均价仅为 407 元，相较 2015 年 497 元的均价水平有较大空间，次高端酒企有望通过品牌投入，提升 400 元以上产品的占比。

产品结构提升带动营收增长，国缘占比已超六成。从公司近几年的经营数据来看，2014-2017 年白酒总销量增速分别为 9.4%、-3.9%、-1.8%、-3.6%；均价增速分别为 9.4%、5.0%、7.6%、19.8%。2014-2017 年国缘品牌销售业绩占今世缘总营收的比例分别为 46%、49%、56%和 62%，2017 年国缘对今世缘的利润贡献度更是超过 70%，逐渐成为公司新的业绩增长引擎。

表 1：京东白酒各价位段销售情况

各价位段产品均价（元）				
	100 元以下	100-300 元	300-700 元	700 元以上
2015	35	161	497	942
2016	32	158	490	1004
2017	32	157	416	1106
2018 年春节	34	153	407	1155
各价位段产品销售额占比				
	100 元以下	100-300 元	300-700 元	700 元以上
2015	30%	26%	30%	14%
2016	29%	25%	27%	20%
2017	28%	22%	18%	32%
2018 年春节	27%	24%	19%	30%
各价位段产品销量占比				
	100 元以下	100-300 元	300-700 元	700 元以上
2015	78%	15%	5.6%	1.4%
2016	79%	14%	4.9%	1.8%
2017	80%	13%	3.9%	2.7%
2018 年春节	78%	15%	4.5%	2.5%

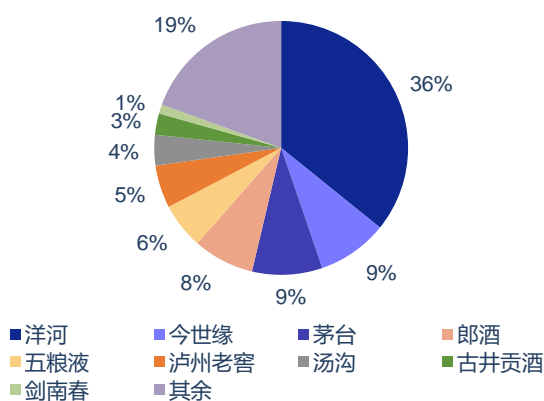
资料来源：京东数据，安信证券研究中心

1.3. 省内强势地区收入提升快，弱势地区加强渠道建设

省会地区势头强劲，苏南加强渠道建设。根据佳酿网调研统计，今世缘在江苏省的市占率约为 9%，仅次于洋河。从区域分布来看，公司在大本营淮安、省会南京、苏北重镇盐城等地区的品牌认可度较高，为公司的品牌强势地区。2008 年公司开始在南京地区推广产品，近几年将南京作为重点区域加大力度完善其渠道建设。从 2017 年和 2018 年一季度的营收增速来看，南京地区的增速显著快于公司平均水平，未来南京有望超过淮安成为今世缘的第一大营收地区。与此同时，公司在相对薄弱的苏南地区加大招商力度，2017 年苏南地区经销商共 67 个，同比增加 12 个，品牌招商正在进行中。与苏北地区不同，苏南的白酒消费品牌较为分散，徽酒和川酒占据一席之地，但其在次高端价位段的产品力较为薄弱，这使国缘系列在苏南的大规模拓展成为可能。

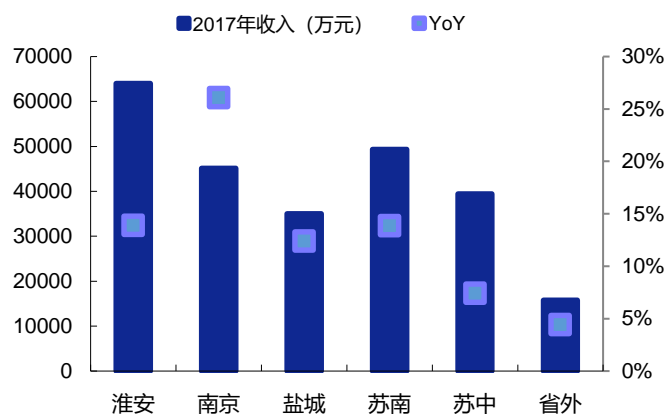
洋河聚焦省外市场拓展，今世缘迎来省内份额提升的黄金窗口。2015 年以来洋河加大力度发展省外市场，从而在省内减少了对竞争对手的封锁与打击，2017 年和 2018 年一季度洋河省内营收增速为 11%和 15%，而今世缘的增速为 15%和 31%。未来洋河的省外拓张仍将加速进行，给今世缘留出了发展的黄金窗口。

图 4：江苏省白酒行业竞争格局



资料来源：佳酿网，安信证券研究中心

图 5：公司各地区收入及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

1.4. 省外坚持“2+5+N”战略，携手浙江商源开启合作元年

2017 年公司省外收入占比仅为 5.3%，虽然在 31 个重点市县板块市场普遍增长，但是其营收体量仍然较小。未来公司将坚持“2+5+N”战略，继续围绕北京、上海等有一定消费认知基础的市场，进行战略性培育。另一方面，2018 年 5 月公司与浙江商源签订合作协议，开启省外拓展新篇章。浙江市场没有本土强势品牌，而与江苏有特定的地缘关系，人流、信息流互动相当频繁，随着国缘品牌在江苏市场的快速发展以及在行业影响力不断提升，对浙江市场的辐射影响越来越大。同时商源集团在浙江市场的认知度较高，有较好的消费者基础，未来双方将对优质经销商资源进行整合和捆绑，不断拓张今世缘的省外版图。

2. 公司概况

今世缘酒业股份有限公司是江苏省两家白酒行业上市公司之一，公司实际控制人为江苏省涟水县人民政府，旗下有国缘、今世缘和高沟三个品牌，在低中高端市场均有产品线覆盖。产品主要定位是中高端，以国缘为代表的次高端产品逐渐成为公司的主要增长点。根据 2017 年年报显示，特 A+类和特 A 类产品（其中主要是国缘系列）占据主营业务收入的 79.8%，其中国缘应属占比约 62%。从地域分布上看，公司深耕江苏省内市场，2017 年省内营业收入占比 94.6%，和洋河、双沟、汤沟在江苏省形成“三沟一河”的竞争格局，在苏北地区今

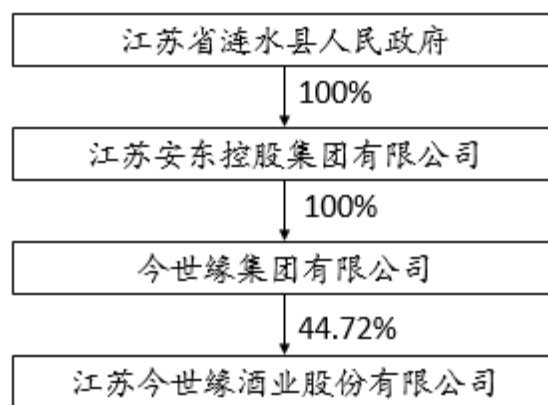
世缘和洋河更是形成了中高端白酒市场的双寡头竞争格局。

2015 年底以来，伴随白酒行业的复苏以及省内大众消费升级，公司进入加速成长窗口期。2015 年,2016 年,2017 年,2018 年一季度公司营业收入同比增长 1.05%,5.34%,15.78%,31.10%；归母净利润同比增长 5.78%，11.41%，18.92%，31.96%。公司围绕“2+5+N”区域拓展规划进行省外市场布局，其中“2+5”作为省外市场的重点突破对象，目标在 2018 年销售占比达到省外销售总额的 60%以上。此外，2018 年 5 月公司与浙江商源集团达成战略合作关系，共同开拓浙江市场。

2.1. 股权结构清晰，管理层稳定

目前今世缘集团有限公司持有公司 44.72%的股权，是公司第一大股东，其实际控制人为江苏省涟水县人民政府。另外，管理层参与持股，将高管和企业利益捆绑在一起，提高员工的积极性。2017 年年底高管合计持股 15.64%。良好的股权激励制度有利于提高企业的竞争力。

图 6：2017 年今世缘控股人持股比例



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 2：2017 年今世缘高管持股比例

姓名	职务	期末持股数(万股)	持股比例
周素明	董事长、总经理	4,500	3.59%
吴建峰	副董事长、副总经理	2,250	1.79%
倪从春	董事、副总经理	2,250	1.79%
王卫东	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	2,250	1.79%
羊栋	副总经理	2,250	1.79%
严汉忠	监事会主席	2,246	1.79%
陆克家	副总经理	2,190	1.75%
朱怀宝	原监事会主席	1,687	1.35%
合计		19,623	15.64%

资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.2. 发展历程：困境重生不断创新，国缘崛起进行时

公司坐落在开国总理周恩来的故乡淮安市，地处名酒之乡千年古镇高沟，是中国白酒业经济效益十佳企业。高沟酿酒，始于西汉，盛于明清，源远流长。千年酒文化滋润着甜甜的高沟酒，也催生了灿烂辉煌的缘文化。1996 年今世缘品牌诞生，以它入口甜、绵、爽、净、香的口感博得了消费者的青睐，现已被评为中国十大文化名酒、中国十大高端商务白酒、中华婚宴首选品牌等。2014 年，今世缘正式登陆 A 股市场。

强大的创新基因让公司不断成长实现品牌跃迁，从高沟到今世缘再到国缘，公司困境重生并逐渐发展成为江苏的高端品牌。从历史的维度来看，公司发展主要历经四个阶段：

1、1996年之前：历史悠久，却逐步陷入困境

今世缘的前身是位于淮安市涟水县高沟镇的高沟酒厂。清末民初，高沟糟坊有八大家，即天泉、裕源、公兴、涌泉、钜源、广泉、源盛、长春八大糟坊。1944年，中共涟水县委用500元党费在高沟镇兴办了金庄酒厂；1949年，县委将金庄酒厂与当时著名的八大糟坊之一的裕源糟坊合并（其他糟坊后并入），于9月30日正式成立了地方国营高沟酒厂。1987年7月，地方国营高沟酒厂更名为“江苏高沟酒厂”。1996年，由于各种原因高沟酒厂陷入困境，高沟品牌严重亏损，濒临倒闭。

2、1996-2004年：新的开始，拓展省内市场

1996年，一个全新的品牌“今世缘”创立，在省内中端酒市场打出了一片天地。今世缘以淮安为根据地，首先确立了“淮安-南京”的双核心区域市场战略。在市场扩张过程中，今世缘制定了“基地市场抓整合，重点市场抓挖潜，薄弱市场抓提升，省外市场抓培育”的战略目标，按照这一目标，实施“由点到线，由线到面”的市场拓展策略。在淮安、南京市场得到巩固之后，今世缘又乘势开发苏州、无锡、常州、镇江等市场，贯通了宁沪线，接着又打通了陇海线徐州到连云港一段，形成了南有宁沪线、北有陇海线，两线加压，省内开花的市场格局。1998年，公司营业收入突破一亿，2004年突破四亿。尽管在这期间，受徽酒冲击，市场份额有过下滑，但是又再次回升，使品牌保住了在省内市场的有利地位。

3、2004-2010年：继续扩大规模，向省外市场进发

2004年，在白酒消费结构升级之时，高端品牌“国缘”应运而生。在省内市场得到加强巩固之后，今世缘将目光放到了省外市场，以周边省市为重点，坚持“重点突破，周边辐射”的策略，突出以今世缘喜铺为载体，形成今世缘特色的营销网络。2006年，今世缘投资2.5亿元进行6000吨优质酒酿造技改项目；2008年，又投资12亿元进行技改工程，优质酒酿造规模跨入行业前十位。2007年，公司营业收入突破10亿元；2010年，公司税利突破10亿元。

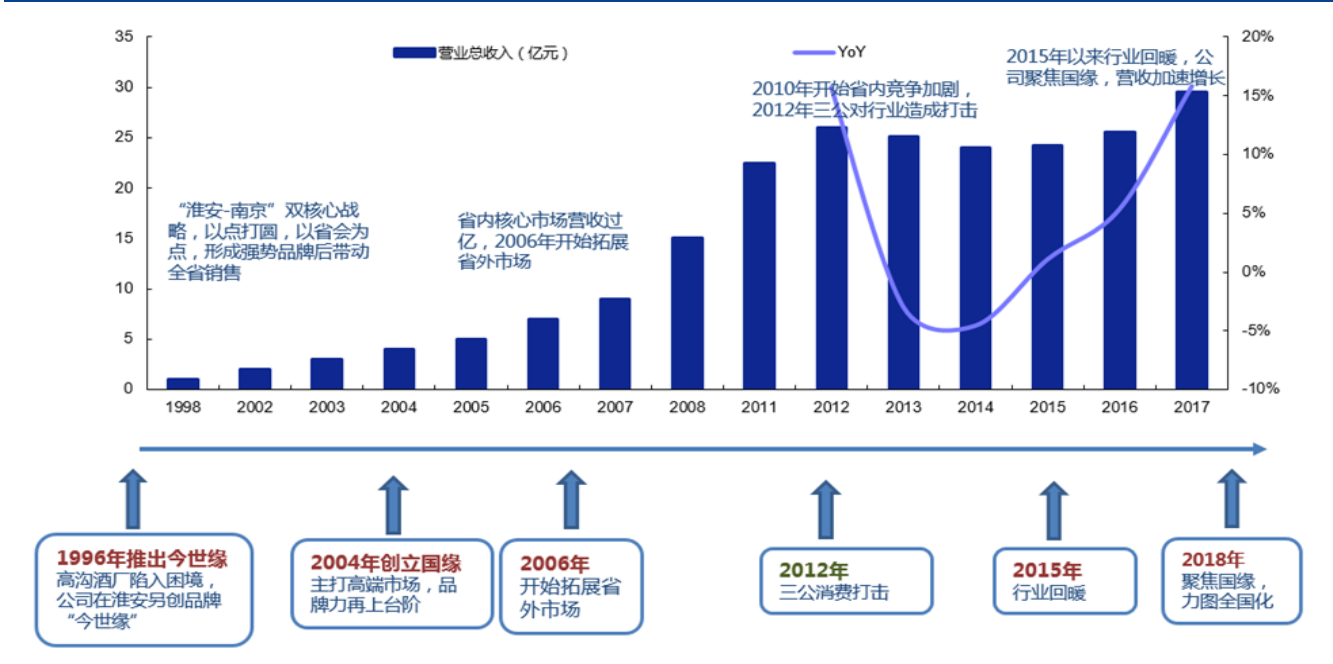
4、2010-2014年：接连遭遇打击，进入深度调整

2010年，江苏省内白酒品牌的竞争处于白热化阶段。洋河经销商对零售商采取的某些措施也一定程度上打压了今世缘，抢占了今世缘酒的部分市场。而川酒、徽酒此时也正在江苏省内进一步抢占市场，夺得一席之地。2012年底，中央的“八项规定”政策出台，如火如荼的白酒行业遭到巨大冲击。今世缘在接连打击下，2013、2014年两年的营业收入都处于负增长。在行业遭遇寒冬之际，今世缘将重心从公务饮酒转到大众消费和商务消费上，选择转型聚焦婚喜宴市场。

5、2014-2018年：行业复苏，步入加速增长阶段

2014年，今世缘在A股上市，销售收入同比增速逐年增加。公司年报显示，2017年，南京地区的销售收入同比增长了26%，苏南地区的经销商数量同比增加22%，省内扩张加速。同时，“2+5+N”区域拓展规划继续推进，战略合作的动作频频。大众消费升级，国缘系列在销售收入占比逐年增加，2017年比重超过60%。今年一月公司提出，2018年将是聚焦国缘、力图全国化的元年，国缘品牌的定位也正式从“江苏高端白酒创导品牌”升级为“中国高端中度白酒”创领者，意味着国缘品牌将发力全国市场。

图 7：公司发展历程



资料来源：wind, 安信证券研究中心

2.3. 产品：产品结构多元化，品牌定位清晰

公司白酒产品主要是浓香型白酒，旗下拥有“国缘”、“今世缘”和“高沟”三个著名商标。其中“国缘”、“今世缘”是“中国驰名商标”，“高沟”是“中华老字号”。2017年国缘系列占公司营收超过60%，定位中国高端中度白酒，坚持与大事结缘，同成功相伴，为英雄干杯的品牌打造策略，聚焦次高端价位，针对的是企事业单位和高端个人消费者，主要用于商务宴请和私人收藏。今世缘系列定位为喜庆缘分酒，创意扩展喜庆消费场景，主做中档日常喜庆消费，针对的是中产阶级消费者和普通企事业单位。高沟系列定位为正宗苏派老名酒、中华老字号，以“正宗苏派老名酒，老朋友一起喝的酒”为品牌定位诉求，聚集中低端产品，传播高性价比差异特性品牌认知，立足从城镇酒店渠道启动，着力引导和培育消费氛围，致力将高沟品牌打造成为江苏本土大众日常消费用酒畅销品牌。

表 3：公司主要产品及价格

品牌	单品	当前价格
国缘	国缘 V6	1580
	国缘 V3	750
	国缘 K5	588
	国缘 K3	388
	国缘 K1	200
	国缘四开	478
	国缘双开	338
	国缘单开	188
	国缘柔雅	268
	国缘淡雅	138
今世缘	典藏 15	208
	典藏 10	128
	典藏 5	88
	典藏福缘	262
	典藏吉缘	128
	典藏祥缘	78
高沟	高沟大青花	88
	高沟小青花	66

资料来源：天猫、京东、1号店、安信证券研究中心

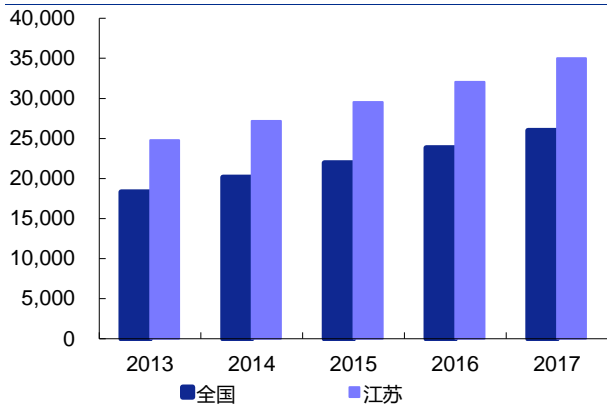
3. 江苏省白酒市场分析

江苏省作为东部经济强省，2017 年人均 GDP 为 10.7 万元，较全国人均 GDP 为 5.97 万元高出 44.3%。同时江苏省常住人口 8,029 万人，居全国第五位，奠定了江苏酒类消费市场的繁荣。据中国产业信息网显示，江苏省白酒市场容量超过 400 亿元，大众消费和商务消费需求旺盛。2017 年以来省内消费升级持续，主流价格带上移至 300 元以上。今世缘早在 2004 年推出国缘系列产品，提早占位次高端，充分受益本轮消费升级，产品结构持续优化。

3.1. 经济强省，饮酒氛围浓厚，产销两旺

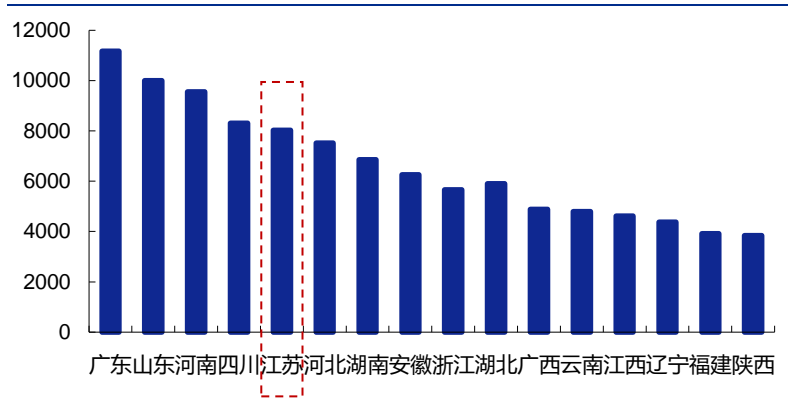
经济实力、人口以及饮酒文化共同造就苏酒广阔的市场空间。江苏属于长江经济带北翼，与安徽、浙江、上海共同构成的长江三角洲城市群已成为国际 6 大世界级城市群之一。江苏省经济实力较强，居民消费层次较高。2017 年江苏省人均 GDP 为 10.7 万元，较全国人均 GDP 为 5.97 万元高出 44.3%，人均可支配收入 35,024 元，高于全国人均 25,963 元 34.8%。常住人口 8,029 万人，居全国第 5 位。经济的繁荣，庞大的人口以及浓厚的饮酒文化奠定了江苏省消费市场的繁荣，据中国产业信息网数据显示，江苏省白酒市场容量超过 400 亿，2017 年江苏省白酒产量为 106 万千升，在全国 23 个省份中排名第 4。

图 8：江苏人均可支配收入高于全国（单位：元）



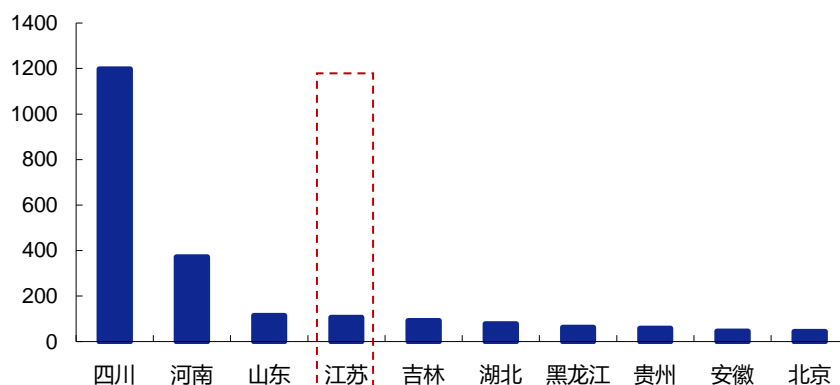
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：2017 年末江苏省常住人口全国前 5（单位：万人）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：2017 年江苏省白酒产量全国第 4（单位：万千升）

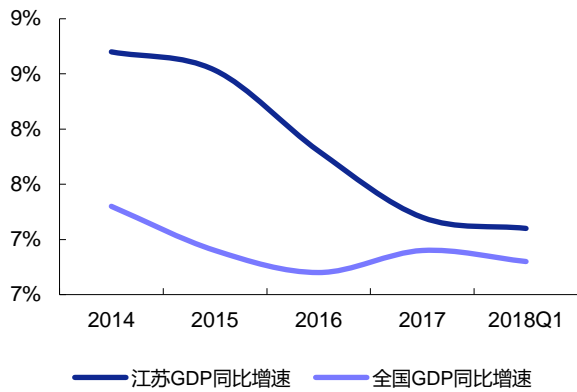


资料来源：中商情报网，安信证券研究中心

3.2. 江苏经济增长持续，商务活动活跃

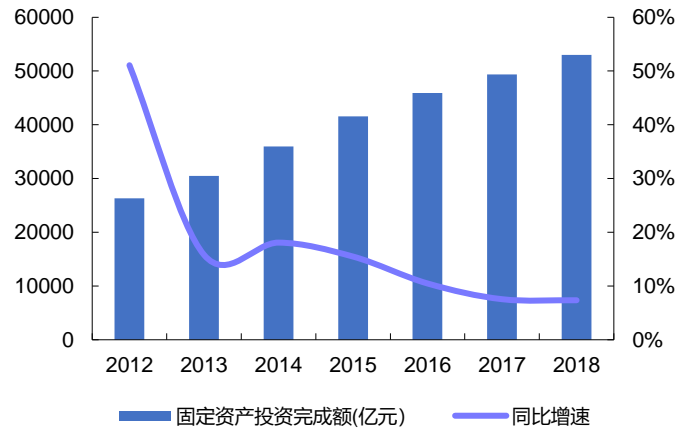
2017年江苏省GDP增速7.2%，高于全国平均增速6.9%。固定资产投资额达4.94亿元，同比增加7%，带动白酒商务需求的提升。我们认为受江苏省经济增长利好影响，由于白酒消费与经济增长有较强的相关性，未来江苏白酒市场将继续扩容，消费升级持续利好苏酒销售。

图 11：江苏省 GDP 增速领先全国



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 12：江苏省固定资产投资额及增速

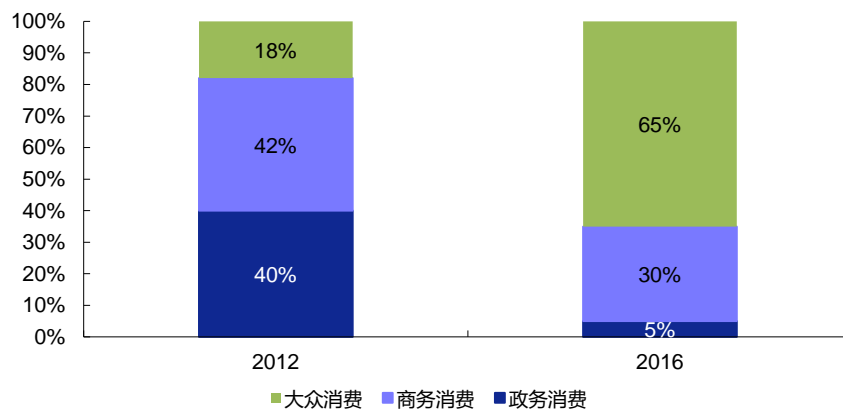


资料来源：wind，安信证券研究中心

3.3. 大众消费升级，江苏主流价格带向 300 元-500 元跃迁

白酒消费结构从政务消费向个人消费转变。2012 年以前白酒消费以政务消费和商务消费为主，2012 年政府出台“禁酒令”和限制“三公消费”，白酒行业进入深度调整期，消费结构逐步从政务向个人消费转变。根据中国产业信息网数据显示，2012 年起白酒消费由政府和企业消费占主导（80%左右）逐步向个人及商务消费倾斜，2016 年后个人消费占比上升至 65% 左右，商务消费占比上升至 30% 左右，预计未来个人消费占比有望进一步提升。

图 13：白酒消费结构的变化

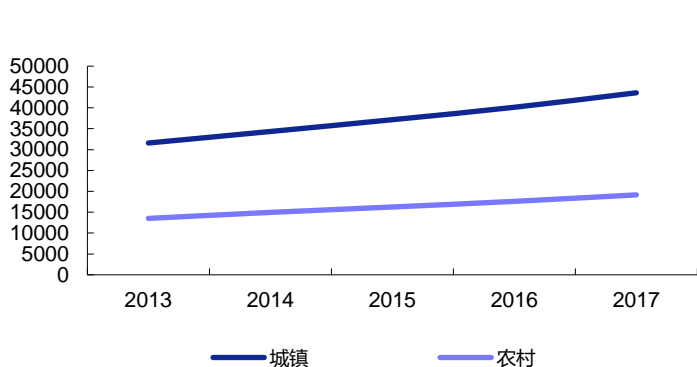


资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

人均可支配收入提升，大众消费升级进行中。随着江苏省 GDP 的增长，居民人均可支配收入逐年攀升，2017 年江苏省人均可支配收入达 3.50 万元，超过全国平均水平 2.60 万元，居民消费能力增强，消费者对高品质生活的诉求不断提升。此外江苏省房价持续上涨也是推动驱动消费升级的重要因素，2017 年初以来商品房累计销售均价持续提高，高涨的房价带来财富效应，居民增加在消费品上的支出。人均可支配收入的增长和高涨的房价共同推动本轮消费升级，江苏省人均食品饮料支出从 2015 年的 6266 元增长至 2017 年的 7389 元。本轮消费升级进行中，省内主流价格带从 150-300 元跃迁至 300 元-500 元，300 元以上价格带

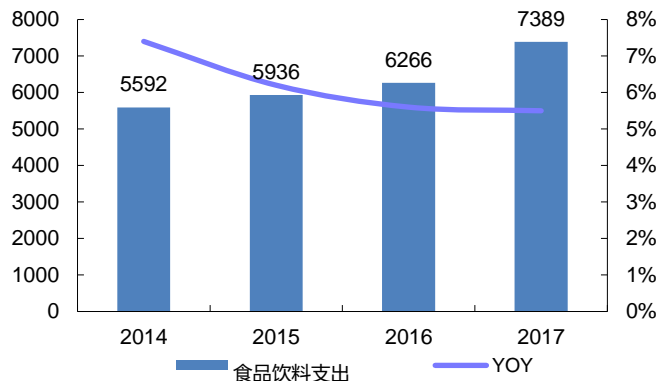
的今世缘特A+类,天之蓝,梦之蓝营收增速显著高于300元以下的今世缘特A类和海之蓝,今世缘低端产品甚至出现营收的负增长。300元以上价位的扩容将使在次高端提前占位的洋河和今世缘充分受益,产品结构持续优化带动业绩加速增长,2018年第一季度今世缘特A+(出厂价300元以上)营收7.07亿元,同比大幅增长67.96%,营收占比达到49.89%。随着产品结构的优化,公司毛利率继续提升,2018年一季度达到74.37%的新高。

图 14: 江苏省人均可支配收入持续增长 (单位: 元)



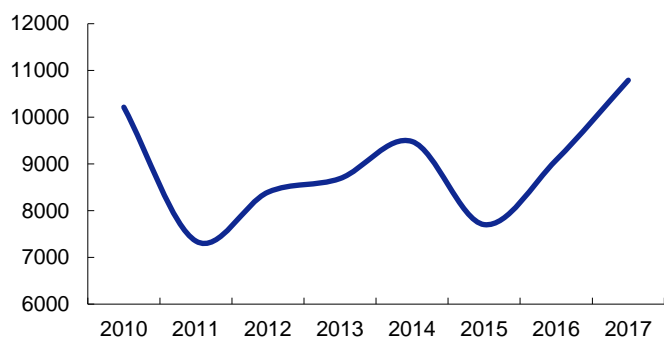
资料来源: wind,安信证券研究中心

图 15: 江苏省人均食品饮料支出提高 (单位: 元/年)



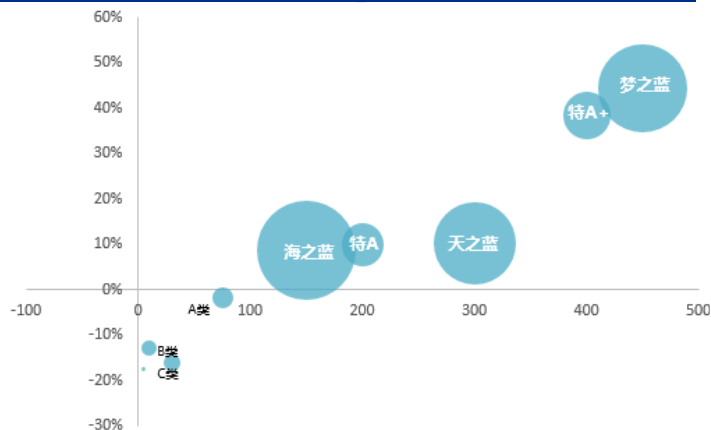
资料来源: wind,安信证券研究中心

图 16: 15 年以来江苏省房屋均价持续上涨 (单位: 元)



资料来源: wind,安信证券研究中心

图 17: 300 元以上价格带产品增速较快 (单位: 元)

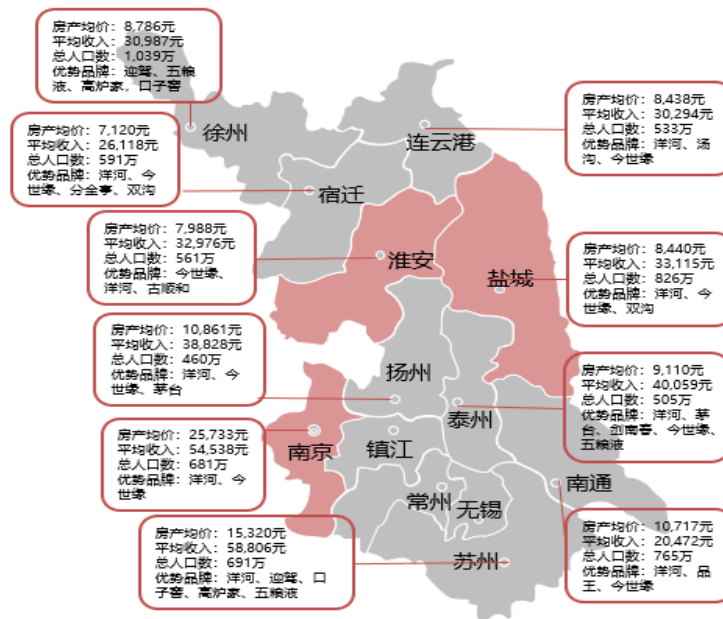


资料来源: wind,安信证券研究中心

3.4. 竞争格局: 苏北以地产酒为主, 苏南开放度更高

江苏作为白酒产销大省, 历来是各大白酒品牌的商家必争之地, 市场竞争较为激烈。按照地域可以将江苏白酒市场大致分为苏南、苏中和苏北。苏北是苏酒产出的大本营, 是洋河, 今世缘, 双沟等地产酒的发源地。苏北白酒市场有较高的进入壁垒, 地产酒在品牌认可度以及渠道力上均有优势, 因此苏北以省内品牌竞争为主, 据糖酒快讯数据显示, 苏北地区白酒市场中, 苏酒大约占 75% 的市场份额, 主流品牌为洋河、今世缘、双沟, 汤沟。而苏南开放度较高, 呈现苏酒, 徽酒, 川酒三足鼎立的市场格局, 徽酒以古井贡酒, 口子窖, 高炉家为主, 川酒主要有五粮液, 泸州老窖, 剑南春等。苏南地区经济较苏北更发达, 消费层次高, 川酒和徽酒品牌与一定的市占率。

图 18：安徽省各地级市白酒市场情况



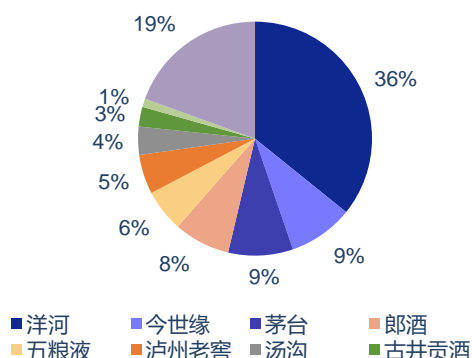
资料来源：wind，安信证券研究中心

3.5. 次高端市场：今世缘洋河共享消费升级红利

今世缘洋河良性竞争，次高端扩容持续进行中。江苏省白酒上市公司共两家，分别为洋河股份和今世缘。洋河在省内占据龙头地位，市占率达 35% 以上，今世缘占比约 10%。作为省内两大强势的地产酒品牌，洋河和今世缘均定位次高端，洋河在省内主推 300 元以上的梦之蓝和 100-300 元价位段的天之蓝，今世缘早在 2004 年就推出定位 300 元以上的国缘系列，提前卡位优势突出。随着消费升级和次高端价格带的扩容，洋河和今世缘共同均迎来产品结构优化，净利持续增长的发展窗口期，梦之蓝 2018 年第一季度增速在 50% 左右，国缘系列 2018 年第一季度特 A+ 类（出厂价 300 元以上）营收 7.07 亿元，同比大幅增长 67.96%，营收占比达到 49.89%。

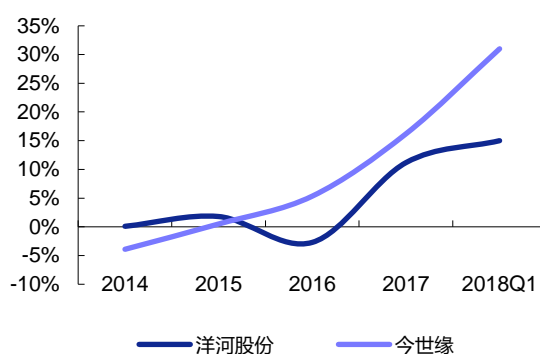
洋河聚焦省外市场拓展，今世缘迎来省内份额提升的黄金窗口。2015 年以来洋河大力推行全国化战略，积极开拓新江苏市场，2016 年新江苏市场 395 个，2017 年拓展至 455 个，省外营收占比约 50%。洋河对省外市场的聚焦使其减少了省内对竞争对手的封锁与打击。今世缘把握省内发展机遇期，渠道下沉，精耕省内渠道。近几年将南京作为重点区域加大力度完善其渠道建设。从 2017 年和 2018 年一季度的营收增速来看，南京地区的增速显著快于公司平均水平，未来南京有望超过淮安成为今世缘的第一大营收地区。与此同时，公司在省外品牌占比较高的苏南地区加大招商力度，2017 年苏南地区经销商共 67 个，同比增加 12 个，品牌招商正在进行中。2017 年和 2018 年一季度洋河省内营收增速为 11% 和 15%，而今世缘的增速为 15% 和 31%，略高于洋河。我们认为随着未来洋河省外拓张的加速推进，今世缘将迎来省内市场发展的黄金窗口，省内市占率有望进一步提高。

图 19：江苏省各品牌白酒份额



资料来源：佳酿网，安信证券研究中心

图 20：2016 年，2017 年今世缘省内收入增速高于洋河



资料来源：wind,安信证券研究中心

4. 公司分析

4.1. 竞争优势

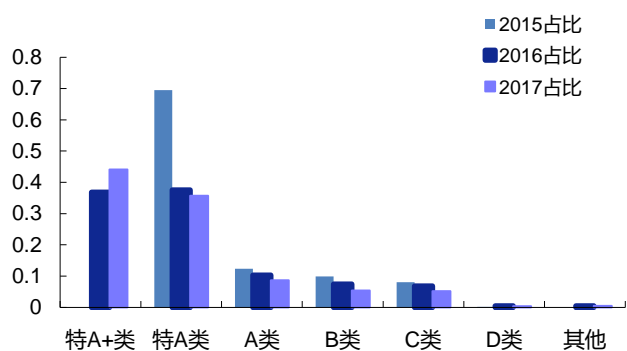
4.1.1. 品牌：品牌力不断提升，产品结构持续优化

品牌历史悠久，区域号召力强大。今世缘的前身是江苏著名“三沟一河”之一的高沟酒厂。公司白酒产品主要是浓香型白酒，旗下拥有“国缘”、“今世缘”和“高沟”三个著名商标。高沟酒厂 1956 年就获得江苏省酿酒第一的奖旗；1984 年在全国第四届评酒会上，被评为全国浓香型白酒第二名；1995 年，高沟特曲被国家技术监督部门认定为国家浓香型名优白酒实物标准。所以说，今世缘 1996 年的诞生是对高沟老品牌赋予了新的品牌灵魂。在今世缘成立之后，品牌又屡次斩获国家殊荣，已被评为中国十大文化名酒、中国十大高端商务白酒、中华婚宴首选品牌等，现为国家外交部及江苏省政府接待指定用酒。2017 年，今世缘获得“全国质量奖”这一中国企业界最高荣誉，成为继茅台、五粮液等之后第五家获此殊荣的白酒企业。

从低端向高端产品跃迁，彰显强大的品牌创新力。上个世纪 90 年代，消费者对高沟酒的普遍认知是低档酒；在高沟品牌面临危机时，企业创造出全新的品牌——今世缘，主攻中端市场，今世缘品牌的打造是将缘文化与酒文化进行结合，今世缘酒业由此找到了启动市场的另一个支点；2004 年，在白酒消费结构升级之时，“国缘”品牌应运而生，占位“领袖级礼宾酒”，瞄准江苏高端白酒市场，也为今世缘酒业的发展带来了新的活力。特 A+类和特 A 类（其中大多数是国缘系列）的产品销售规模不断增长，占营收的比重也逐年增加，现在已成为公司的核心增长引擎。

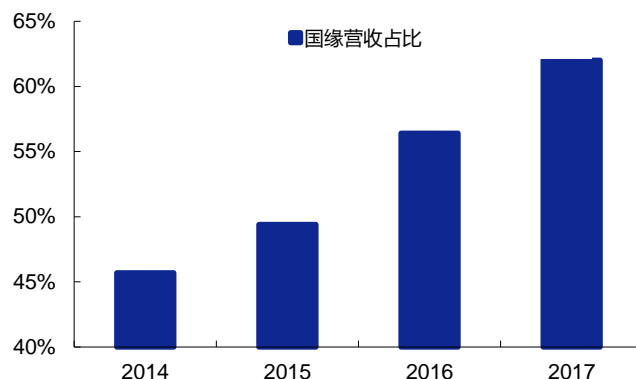
产品定位清晰，高性价比彰显。2017 年国缘系列占公司营收超过 60%，定位中国高端中度白酒，坚持与大事结缘，同成功相伴，为英雄干杯的品牌打造策略，聚焦次高端价位，针对的是企事业单位和高端个人消费者，主要用于商务宴请和私人收藏。今世缘系列定位为喜庆缘分酒，创意扩展喜庆消费场景，主做中档日常喜庆消费，针对的是中产阶级消费者和普通企事业单位。高沟系列定位为正宗苏派老名酒、中华老字号，以“正宗苏派老名酒，老朋友一起喝的酒”为品牌定位诉求，聚集中低端产品，传播高性价比差异特性品牌认知，立足从城镇酒店渠道启动，着力引导和培育消费氛围，致力将高沟品牌打造成为江苏本土大众日常消费用酒畅销品牌。

图 21：近三年产品类别占营收比重对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

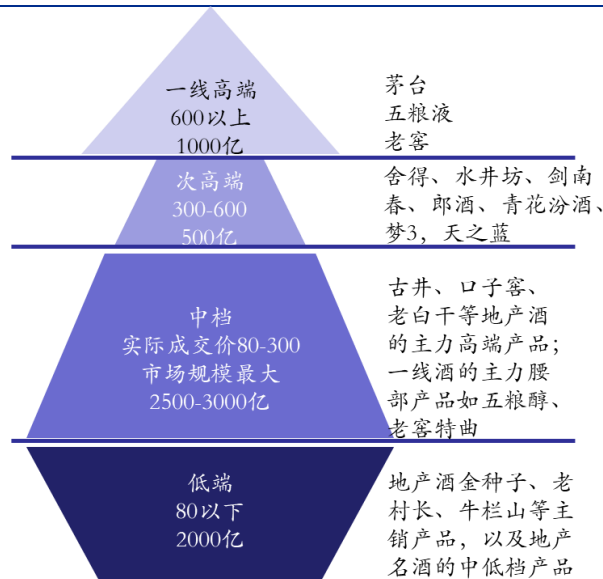
图 22：国缘占公司营收比例持续提升



资料来源：wind,安信证券研究中心

次高端价位崛起，未来成长空间大。今世缘作为江苏省第二大品牌，2017 年 95%的营业收入来自于省内。江苏省作为国内经济大省，经济的增长和人均收入的提高为省内白酒行业的消费升级提供了重要动力。2017 年以洋河梦之蓝、今世缘国缘系列、水井坊等品牌为代表的次高端产品共同迎来加速增长，今世缘特 A+类产品的营收增速达到 38.31%，销量提高 34.84%，均价提高 2.57%，因此可以看出，以特 A+为代表的次高端产品放量明显。

图 23：全国白酒市场价格带及主要品牌



资料来源：wind,中国产业信息网，安信证券研究中心

4.1.2. 渠道：厂商“1+1”深度协销，品牌与渠道双驱动

今世缘继续厂家主导，厂商分工协作的“1+1”深度协销模式为主的销售模式，根据营销战略，实行分产品、分区域管理，销售渠道目前仍以经销为主，但正积极向“经销商+直销+线上销售”的模式转变，对商超系统、重点团购单位等实行直销，江苏省内淮安和南京市市区有部分直销，省外上海、北京也有部分直销，喜庆家微商城、电商主流平台合作深入开展，基本完成了“1+5+新零售”的渠道网络建设。另外，今世缘继续深化在 2016 年就提出的“品牌+渠道”的双驱动战略，按照今世缘《渠道三化建设指导方案》的要求，渠道方面将大力推进区域市场网格化、渠道建设扁平化、终端管理精细化，并要特别注重渠道终端数量与质量的平衡与统一，注重品牌匹配，对不同的品牌采取不同的渠道及营销策略。

2017 年底，今世缘的省内经销商的数量为 297 家，省外经销商的数量为 264 家，而且呈现

了继续增长的趋势。南京地区在逐步精简经销商数量，提高质量，成为了 2017 年营收增长速度最快的地区。省内苏南地区正在持续扩充经销商数量，在营收增长方面也获得良好的表现。省外地区招商较少，营业收入在缓慢提高。公司将继续按照既定的战略推进节奏，巩固省内市场，拓展省外市场，实施全国化战略。

表 4：近三年今世缘的经销商数量

经销商数量	2015	2016	2017	YoY(2017/2016)
省内	264	280	297	6%
其中：淮安地区	17	20	23	15%
南京地区	66	63	60	-5%
盐城地区	18	19	20	5%
省内苏南	45	55	67	22%
省内苏中	50	51	52	2%
省内苏北	69	72	75	4%
省外	227	245	264	8%
合计	491	525	561	7%

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

表 5：近三年今世缘的分区域营业收入

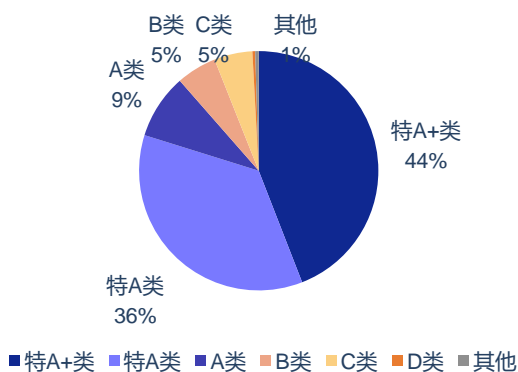
营业收入(万元)	2015	2016	2017	YoY (2017/2016)	2017 占比
省内	226,723	238,835	277,506	16%	95%
淮安地区	52,774	56,203	64,007	14%	22%
南京地区	31,800	35,781	45,116	26%	15%
盐城地区	31,161	31,175	35,038	12%	12%
省内苏南	41,491	43,340	49,342	14%	17%
省内苏中	37,594	36,706	39,429	7%	13%
省内苏北	31,904	35,630	44,575	25%	15%
省外	13,652	15,101	15,770	4%	5%
小计	240,375	253,936	293,276	15%	100%

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

4.2. 财务状况

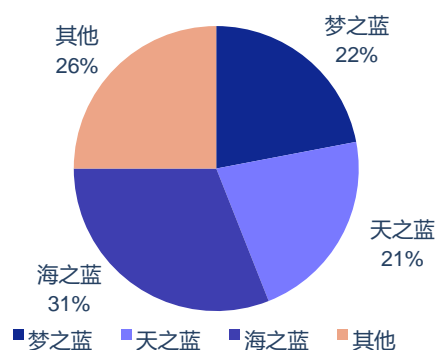
产品结构优化，利润率平稳增长。公司产品结构伴随消费升级得到改善，2017 年国缘系列占比超过 60%，国缘系列中以国缘四开、国缘双开为代表的次高端系列放量，营收占比提升至 44.1%。可以看出洋河的产品结构中，中高端系列梦之蓝和天之蓝营收占比约为 43%，而今世缘的国缘系列占比超过 60%。得益于产品结构优化，近年来今世缘的毛利率处于 70% 上下，2017 年毛利率和净利率增长态势持续。

图 24：2017 年今世缘的产品结构



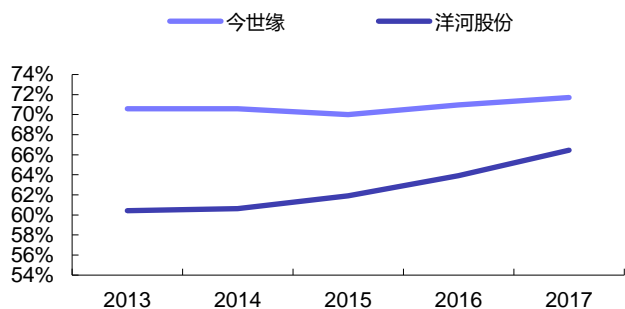
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 25：2017 年洋河的产品结构



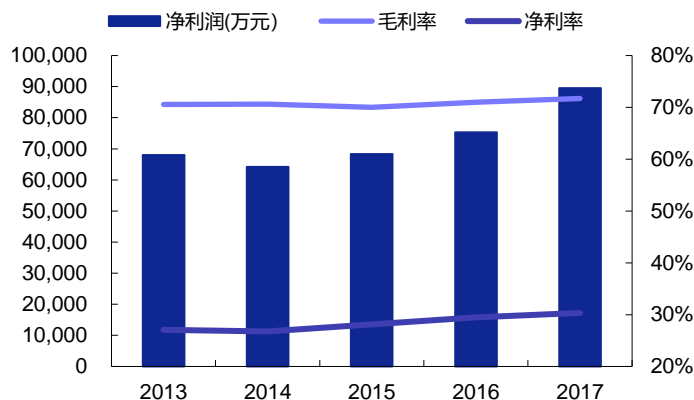
资料来源：渠道调研，安信证券研究中心

图 26：今世缘和洋河的毛利率对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

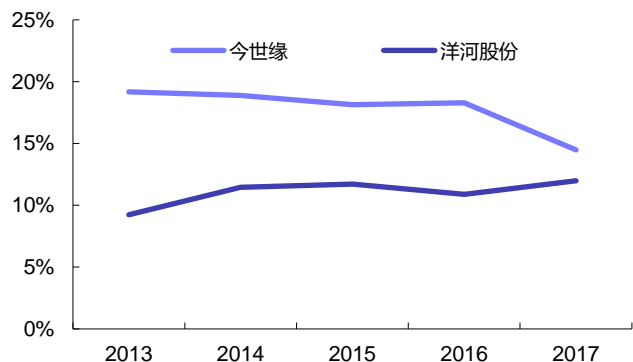
图 27：今世缘毛利率和净利率都在平稳增长



资料来源：wind,安信证券研究中心

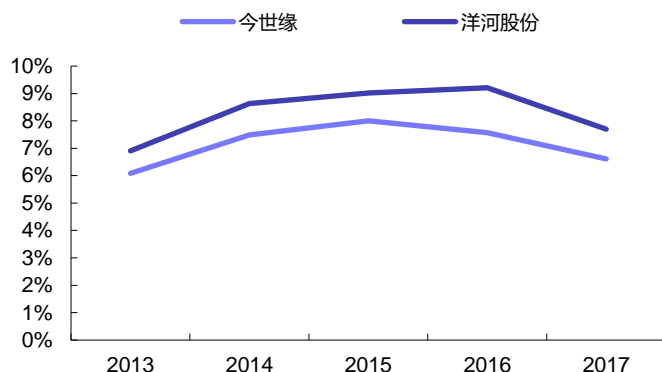
经营效率提高，销售费用率和管理费用率呈下降趋势。今世缘的“品牌+渠道”双驱动战略以及“渠道下沉+深度协销”模式，使公司的经营效率逐年提高。销售费用率逐渐下降到向洋河靠拢，管理费用率也处于下降趋势中，且近五年一直低于洋河。

图 28：今世缘和洋河的销售费用率对比



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 29：今世缘和洋河的管理费用率对比



资料来源：wind,安信证券研究中心

4.3. 战略：聚焦国缘，全国化发展

从今世缘酒业的发展来看，2017 年公司实现营收和净利润双增长，出厂价 300 元以上酒水的销售占比超过 40%，国缘对今世缘酒业市场业绩增长功不可没。2017 年国缘收入占比约王伟 62%，利润占比超过 70%。公司把 2018 年定位为国缘全国化元年，将核心聚焦“中国高端中度白酒”的战略定位，聚焦国缘系列，打造品牌战略的新价值高地。

另外，公司在坚持大单品战略的同时，对国缘品牌的打造计划是：在全国市场上主打 300—600 元价格带，在省内及北上广深等省制高点市场培育 700-1000 元价格区间的国缘 V 系产品。在国缘品牌走向全国的过程中，将遵循坚持“重点突破，周边辐射，梯次开发，滚动发展”的省外市场总体策略，按照既定的“2+5+N”区域推进节奏，继续围绕北京、上海等有一定消费认知基础的市场，进行战略性培育。

5. 省外市场分析

5.1. 省外市场拓展有一定基础

从 2006 年开始，今世缘就有过向全国性品牌进军的尝试，以安徽、北京、浙江等地区为重点，坚持“重点突破、周边辐射”的策略，抓住重点，加大投入，形成了自己独具特色的营销网络，为之后的省外市场突破打下了良好基础。2018 年，今世缘再次强调全国化拓张，明确“2+5+N”市场发展战略，并强调省外拓张的执行性。与此同时，公司 2018 年 5 月牵手浙江商源，全国化布局再下一城。

5.2. 浙江市场：与浙江商源“强强联合”，开启合作元年

2018 年 5 月，今世缘与浙江商源签订合作协议，达成战略合作关系，开启省外拓展新阶段。浙江市场作为加快拓展省外的“2+5”战略市场，因市场没有本土白酒品牌，消费能力强，白酒结构层次高等因素，成为华东地区重要的白酒板块市场之一。浙江与江苏特定的地缘关系，人流、信息流互动相当频繁，融合程度越来越高，随着国缘品牌在江苏市场的快速发展以及在行业影响力不断提升，对浙江市场的辐射影响越来越大。

浙江商源集团是中国酒水行业的优秀企业，自成立 20 余年来，坚持创新是前列动力，实现了由批发商、品牌运营商、渠道整合商、供应链增值服务提供商的转变。近年来，凭借品牌运作与营销模式的创新，坚持做“平台+”专业公司，整合供应链上下游资源，形成了酒水供应链增值服务、酒水连锁销售、酒水生产、酒水物流和仓储、酒水渠道投资咨询服务协同发展的业务布局，建立白酒大生态圈，代表了当下酒类企业的战略制高点。

5.3. 北京市场：中低端民酒呈双寡头格局，中高端市场由外来酒占据

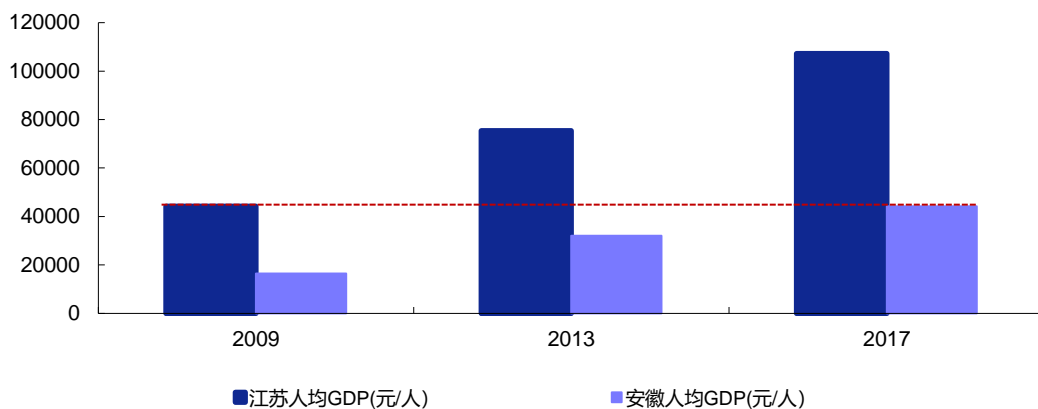
近两年随着白酒行业发展向暖，北京酒类市场产销稳中有升。据糖酒快讯报道，2016 年 1-11 月，北京 55 家规模以上企业共销售酒类产品 174.3 万千升，同比增长 0.3%；实现酒类商品销售收入 226.3 亿元，同比增长 10.5%。北京作为中国首都，外来人口多、流动性大、消费需求多样化，白酒市场因此涵盖多种香型及品牌。中低端白酒市场由京酒代表红星、牛栏山占据市场主流，形成双寡头格局，而茅台、五粮液、剑南春、泸州老窖等老八大名酒在北京中高端白酒市场中拥有稳定的消费群体，其他外来白酒品牌发展参差不齐。北京作为开放的一线城市，包容性很强。中高端市场上，在外来酒企较多的情况下，生产浓香型白酒的今世缘在进军北京市场时，从政界宴会用酒入手，已在北京打开了小部分的市场。

5.4. 安徽市场：市场容量大，竞争极度激烈

安徽省是白酒产销大省，是国内几大重要的白酒产区之一。据中商产业研究院数据显示，2017 年安徽省白酒产量 44 万千升，在全国 23 个省份中排名第九，连续 7 年居全国前十。市场容量 200-250 亿左右，具有浓厚的饮酒文化，消费频次高，场景多。其中，皖北阜阳、亳州、淮北、宿州、蚌埠五大城市市场容量较大，均在 10 亿以上。

随着消费升级持续，200 元以上价格带是未来安徽白酒市场升级方向。对标江苏市场来看，安徽省 2017 年人均 GDP 相当于江苏省 2009 年的水平。苏酒在上一轮周期中完成从 100 元以下向 300 元升级，本轮周期向 300 元以上升级。而徽酒目前大众白酒消费从过去的 100 元以下向 100 元以上升级，合肥等经济相对发达市场开始向 200-300 元升级。两省主流白酒消费价格相距甚远。我们认为随着安徽省 GDP 的增长，人均消费水平的提高，未来 3 年安徽白酒主流价位有望提升至 200 元以上，这对定位次高端的苏酒品牌今世缘打入安徽市场，是一个较好的机会。与此同时，洋河在安徽白酒市场打开缺口，也给今世缘提供了范例。

图 30：安徽省 17 年人均 GDP 相当于 09 年的江苏省



资料来源：wind,安信证券研究中心

6. 投资建议与风险提示

投资建议：我们预计公司 2018-19 年的每股收益分别为 0.92 元和 1.17 元，目标价相当于 2019 年 23 倍市盈率。上调评级至买入-A，目标价 26.8 元。

风险提示：省内竞争加剧，高端产品营收增速放缓。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,554.4	2,957.5	3,619.3	4,333.1	5,112.6	成长性					
减:营业成本	741.7	835.3	962.3	1,106.6	1,272.6	营业收入增长率	5.3%	15.8%	22.4%	19.7%	18.0%
营业税费	245.4	405.1	506.7	606.6	715.8	营业利润增长率	10.9%	21.4%	27.9%	26.5%	22.1%
销售费用	467.2	428.3	477.0	533.6	601.2	净利润增长率	10.1%	18.8%	29.2%	26.5%	22.1%
管理费用	193.4	195.5	205.9	217.7	232.1	EBITDA 增长率	11.8%	20.3%	27.0%	25.5%	22.2%
财务费用	-18.5	-10.5	-18.3	-27.2	-36.6	EBIT 增长率	11.9%	22.0%	28.2%	26.3%	21.9%
资产减值损失	0.9	5.3	5.3	5.3	5.3	NOPLAT 增长率	10.9%	21.8%	28.5%	26.3%	21.9%
加:公允价值变动收益	-	2.0	-	-	-	投资资本增长率	13.1%	-10.3%	49.7%	-8.3%	35.2%
投资和汇兑收益	70.7	101.0	64.3	64.3	64.3	净资产增长率	14.3%	14.2%	11.9%	18.4%	18.0%
营业利润	994.9	1,208.0	1,544.8	1,954.7	2,386.5	利润率					
加:营业外净收支	10.8	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4	毛利率	71.0%	71.8%	73.4%	74.5%	75.1%
利润总额	1,005.8	1,203.6	1,540.4	1,950.3	2,382.1	营业利润率	38.9%	40.8%	42.7%	45.1%	46.7%
减:所得税	252.3	308.3	385.1	487.6	595.5	净利润率	29.5%	30.3%	32.0%	33.8%	35.0%
净利润	754.2	895.9	1,157.4	1,464.3	1,788.7	EBITDA/营业收入	41.7%	43.4%	45.0%	47.2%	48.8%
						EBIT/营业收入	38.2%	40.3%	42.2%	44.5%	46.0%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	101	91	78	69	66
货币资金	997.8	1,289.2	1,212.1	2,484.4	2,461.4	流动营业资本周转天数	261	214	209	207	204
交易性金融资产	-	202.0	-	-	-	流动资产周转天数	614	584	519	533	549
应收帐款	38.3	32.8	47.6	48.7	64.9	应收帐款周转天数	5	4	4	4	4
应收票据	29.7	30.9	33.7	44.5	51.6	存货周转天数	204	196	182	177	172
预付帐款	13.6	10.1	37.2	9.9	41.1	总资产周转天数	818	816	724	702	701
存货	1,514.4	1,704.0	1,948.2	2,313.9	2,564.5	投资资本周转天数	385	335	324	311	296
其他流动资产	1,950.9	1,774.4	2,111.8	2,540.7	2,966.3	投资回报率					
可供出售金融资产	483.4	599.3	444.8	509.2	517.7	ROE	16.3%	17.0%	19.6%	21.0%	21.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.2%	12.4%	15.8%	15.3%	17.2%
长期股权投资	8.9	10.0	10.0	10.0	10.0	ROIC	28.5%	30.7%	43.9%	37.1%	49.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	741.4	761.8	807.4	853.4	1,035.4	销售费用率	18.3%	14.5%	13.2%	12.3%	11.8%
在建工程	37.9	236.8	309.4	367.5	258.8	管理费用率	7.6%	6.6%	5.7%	5.0%	4.5%
无形资产	126.1	111.5	91.3	71.1	51.0	财务费用率	-0.7%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
其他非流动资产	236.2	429.0	260.5	295.3	316.1	三费/营业收入	25.1%	20.7%	18.4%	16.7%	15.6%
资产总额	6,178.6	7,223.2	7,324.6	9,562.5	10,357.5	偿债能力					
短期债务	150.0	-	-	-	-	资产负债率	25.2%	26.9%	19.3%	26.8%	20.3%
应付帐款	646.4	743.1	699.7	1,041.0	968.0	负权益比	33.7%	36.8%	24.0%	36.7%	25.5%
应付票据	39.1	70.0	51.3	93.5	70.9	流动比率	2.96	2.62	3.85	2.92	3.91
其他流动负债	701.5	1,113.6	648.8	1,413.3	1,046.3	速动比率	1.97	1.73	2.46	2.01	2.68
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-52.91	-113.52	-83.60	-70.80	-64.22
其他非流动负债	20.8	17.4	16.1	18.1	17.2	分红指标					
负债总额	1,557.7	1,944.2	1,415.8	2,565.9	2,102.3	DPS(元)	0.19	0.15	0.28	0.35	0.43
少数股东权益	6.4	16.7	14.6	13.0	10.9	分红比率	31.6%	21.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	股息收益率	0.9%	0.7%	1.3%	1.7%	2.0%
留存收益	3,327.6	3,984.0	4,639.7	5,729.1	6,989.8						
股东权益	4,620.9	5,279.1	5,908.8	6,996.6	8,255.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.60	0.71	0.92	1.17	1.43
净利润	753.5	895.4	1,157.4	1,464.3	1,788.7	BVPS(元)	3.68	4.19	4.70	5.57	6.57
加:折旧和摊销	91.8	99.4	102.0	116.2	147.0	PE(X)	34.8	29.3	22.7	17.9	14.7
资产减值准备	0.9	5.3	-	-	-	PB(X)	5.7	5.0	4.5	3.8	3.2
公允价值变动损失	-	-2.0	-	-	-	P/FCF	109.9	25.1	-206.0	14.7	49.4
财务费用	2.3	1.6	-18.3	-27.2	-36.6	P/S	10.3	8.9	7.3	6.1	5.1
投资损失	-70.7	-101.0	-64.3	-64.3	-64.3	EV/EBITDA	13.8	13.1	14.9	11.2	9.1
少数股东损益	-0.7	-0.5	-2.1	-1.6	-2.1	CAGR(%)	24.7%	25.9%	19.2%	24.7%	25.9%
营运资金的变动	-394.4	156.4	-1,026.8	372.6	-1,226.2	PEG	1.4	1.1	1.2	0.7	0.6
经营活动产生现金流量	924.6	1,001.3	147.9	1,860.0	606.6	ROIC/WACC	2.6	2.8	4.0	3.3	4.4
投资活动产生现金流量	-1,007.7	-529.9	273.8	-233.9	-139.5	REP	2.0	2.3	1.6	1.9	1.1
融资活动产生现金流量	-352.3	-230.6	-498.8	-353.8	-490.2						

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅		
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔		
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦		wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034