

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

洋河股份 (002304)

买入

饮料

重大事件快评

公司评级

2015年11月16日

# 一张图教你看懂洋河的投资规律及近期跟踪研究

证券分析师：刘鹏

021-60933167

liupeng7@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514050003

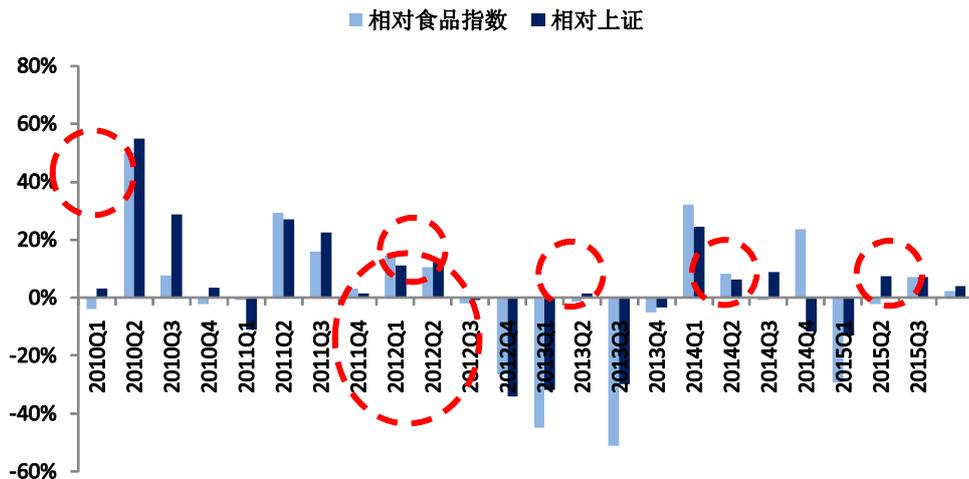
## 事项：

公司公告 2015 年 Q1-3 实现营收 136.61 亿元，同比增长 11.02%；归母净利润为 44.61 亿元，同比增长 12.01%；EPS2.96 元。2015Q3 实现营收 40.9 亿元，同比增长 11.97%；归母净利润为 12.76 亿元，同比增长 13.12%。公司预测 2015 年净利润变动幅度为：5%-15%。公司业绩增长平稳符合预期。

## 引言：揭示我们 Q4 初推洋河的理由（最深刻的洋河投资规律用一张图表展现）

洋河历来是每年涨的最早的食品大白马，其超越其他白酒公司的管理能力和运营能力结合优秀的产品定位带来了极其稳健的收益，基于这样收益增长趋势，并考虑到白酒自身的壁垒（外资无法替代，电商也难以替代）和洋河的龙头地位，我们认为对于投资而言是存在很好的反复路径的，即基于估值和业绩的驱动，可以做波段。

图 1：洋河股价相对食品指数、相对上证指数



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

从过去规律看，如下表和图，2季度洋河投资效应最好，过去五年2季度在当年四个季度中收益（包括相对和绝对）排名第一的有四次，我们这里定义为：“二季度全年最佳效应”，但是从过去三年的规律看，近三年“二季度当年最佳效应”

开始前移，当年一季度取得最好收益的有 1 次，第二好的有一次，我们认为出现这个原因和近年来反腐，白酒消费向节假日倾斜有关，这种倾斜带来当年一季度的业绩一般都比较较好。

表 1: 分季度相对收益排名 (相对上证综指)

	Q1	Q2	Q3	Q4
2010	4	1	2	3
2011	4	1	2	3
2012	2	1	3	4
2013	4	1	3	2
2014	1	3	2	4

排名表示在 1 年四个季度的次序

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

综合以上，我们认为洋河的投资一般从当年一季度开始延续到二季度是最有性价比的。

但是，今年由于股价超跌，业绩超预期，投资周期前移，因此我们在今年 9 月进行布局，10 月初（四季度初）开始全力推荐。

我们认为公司将在省外市场，效率提升和新产品的推动下引领白酒的优势行情。建议继续买入预计公司 15-17 年 EPS 3.40/3.92/4.63 元，给予 16 年 20 倍，6 个月合理估值 78 元，还有 30% 以上空间。维持买入评级。

当然，我们认为未来 2 年将是洋河重新王者回归的时期，其投资价值也绝不限于一个季度。长期（2 年）看，我们认为在行业整合，平台化和互联化的支持下公司具有重回 1500 亿元市值的能力。

我们于 9 月下旬独家调研洋河股份，和公司高管进行了深入沟通，形成以下结论：

- （1）行业正在经历弱复苏，这种复苏将更加有选择性，同一类规模的企业间的差距大幅扩大，对于营销能力，执行力，产品开发能力的要求进一步提升，这些因素成为不同公司在弱复苏中抢夺市场和利润的关键；
- （2）从增长的角度看，需求恢复提供的增量远低于抢夺其他公司份额对龙头企业增长的贡献，系统性的需求恢复并没有到来，但是由于白酒的可选特性，未来的需求弹性还是大于目前的一些食品；
- （3）洋河代表了白酒行业发展的两个方向—创新（包括产品和渠道）和平台化。公司业务方面从渠道，库存和价格三个方面看：渠道方面，新江苏市场由按区域划分转变为按规模划分，新江苏市场表现比较好，今年外省区域增长 20% 以上，海之蓝增长 15% 以上，天和梦系列预计转正。未来省外市场将逐步贡献六成以上营业收入。库存方面：洋河的渠道库存目前是相对比较合理。价格方面：中秋旺季白酒龙头价格企稳，洋河梦 3、梦 6 较去年表现良好；高中低端白酒的量价合理，蓝色经典贡献大部分营业收入；
- （4）洋河的新增长点包括两个层次，第一是平台化产品，包括红酒，预调酒和微分子酒，其中微分子酒是最重要的替代性产品，对其他品牌酒的替代性最强，希望培养成下一个梦系列；预调酒兼顾时尚更注重大健康；红酒走小品类方向，期望与白酒形成很好互补；起泡酒还在研究测试阶段，多品类经营，短期不会很快推向市场。第二类增长是渠道创新和品牌优化。洋河 1 号等“互联网+”方面运行良好，洋河 1 号以经销商引流为主，洋河 1 号目前已在省外布置了 100 多

个城市，主要还是以经销商引流为主，帮助经销商在网上找消费对象，在这 100 多个城市中消费者有需要公司产品就会在半个小时到达。外延并购将以海外公司为主；

## 一、行业分析—白酒行业处于弱复苏状态，个位数增长，龙头止跌企稳，空间打开

**(1) 白酒行业处于弱复苏状态，行业平均个位数增长，龙头止跌企稳，行业空间会打开。**

今年白酒行业处于弱复苏状态，所谓弱复苏就是复苏缓慢。从整个行业来看，行业目前是个位数增长，十几家上市公司加在一起平均下来也是个位数增长。茅台、五粮液、洋河这三家一线白酒加起来平均也是个位数增长，因为茅台和洋河是正增长、五粮液是负增长，加起来依旧是个位数增长。从行业整体来看增长比较缓慢，但目前来看这是一个好的兆头：第一、不再跌，止跌企稳了；第二、行业龙头比如五粮液有一点问题，一个行业龙头不跌，止跌回升时整个行业就会企稳，这次五粮液是出乎市场预期的，如果五粮液不跌的话，整个行业就企稳了，空间就会打开。

**(2) 行业趋势向好，消费结构趋于理性，各大企业平稳增长，白酒消费出现结构分化，商务和居民消费未来呈增长态势，政府消费降档但不消失，行业中低速增长，行业集中度明显提升，中高端价位将成主流消费。**

目前来看，趋势是好的：1) 从行业来看，行业是小幅回升；2) 从消费趋势来看，结构会好一点，原因是宏观环境发生变化，未来保持趋势，消费结构会好，一些企业的盈利能力将会复苏，比如洋河今年的收入一定会增长，现在洋河已经开始谋划明年的增速情况，明年会比今年好一点。今年几大企业基本是一个平稳增长，茅台是 1%，五粮液是平衡，洋河是 5%。白酒行业 16、17 年会好一点，白酒行业与经济景气度密切相关。白酒消费包括政府消费、商务消费、居民消费。其中政府消费档次降下来了，但并不代表政府消费就没了。从量上来讲，商务消费和大众消费未来会呈增长态势，因为消费者的品牌消费意识在增强，民生改善也在不断的强化，居民消费能力将向上走。比如洋河梦 9 在有些地方销售比较好。大量的经济活动会带来商务消费。反腐站稳根基，接下来是发展经济。中国未来经济是向上趋势，商务消费未来空间会很大，但增长很快可能性不大。整体行业未来趋势是：中低速增长，行业的集中度提升，各个企业表现不一样，消费趋势中高价位会成为销售的主流。公司明年会有一个积极的成长。

## 二、公司业务分析 1 (销售)：营销转型，以省外为主，新江苏模式发力

公司新江苏市场由按区域划分转变为按规模划分，营销转型，新江苏市场表现比较好，期待未来省外市场贡献六成以上营业收入。

**新江苏市场由按区域划分转变为按规模划分。**

今年新江苏市场调整了策略，以前是按照省份来划分，现在是按照销售规模来划分。市或县达到一定规模就是新江苏市场，一旦确定为新江苏市场就会重点资源配置，重点投放资源，资源聚焦使其锦上添花。

**营销转型，新江苏市场表现比较好。**

省外划分了 280 个新江苏市场，市或县达到一定规模就是新江苏市场，重点投放资源。新江苏市场高于整个平均省外增速 (22%)，趋势明年还会持续。现在公司两个特点：净利润增速大于营收增速，省外增速大于省内增速，省外增长空间大，省外增长更有意义。

新江苏市场占省外营收的比例大，期待未来省外市场贡献六成以上营业收入。新江苏市场营收占省外营收的 70%，公司希望未来整个省外市场的总量能够大于整个省内市场的总量。现在省外、省内市场营收占比是 4:6，未来希望省外能够变成 6 以上，这样空间就打开了。省外产品主要是中高端，结构比较好，但省外投入会大一些。

**三、公司业务分析 2 (库存): 公司渠道库存合理, 产品价格没有回落, 总体向好**  
洋河的渠道库存目前是相对比较合理的。以前有些经销商的库存比较大, 公司采取了一些方法, 现在趋于合理。渠道库存一般取决于几个因素:

- 1) 公司的保障能力, 比如发货速度, 经销商提前把钱打给公司, 公司却要很长时间才能把货发给经销商, 这样为了销售就会提前储备一些库存;
- 2) 分公司压货, 各个公司为了完成任务会出现压货行为;
- 3) 经销商想获取公司政策会囤货;
- 4) 经销商当地销售能力出现问题, 库存走不了, 会出现库存。

公司库存合理的原因是:

- 1) 前三个方面是与公司有关, 公司对分公司是有制度要求的, 不允许分公司给下面经销商压货;
- 2) 公司的保障能力是很好的, 公司不但生产能力很强大, 物流能力也很强大, 在全国各地像洋河这样拥有分总仓库的白酒企业是没有的, 洋河搞招商物流互走, 在全国好多大的城市都设了物流点。物流点具体是指在哪个地方要货, 就会从哪个地方的物流点发货, 这样就会保障经销商随时要货随时发货, 使经销商更加便利, 消费者消费更加快乐。从公司层面讲生产能力很强, 物流保障程度很强, 作为经销商也没有必要囤积更大的库存, 因为经销商囤积库存也是有成本的, 洋河具有这么强大的物流能力, 经销商就没有必要囤积太多的库存。有的经销商已不必须需要库存了, 因为没有库存又能保证销售, 这是最佳的、也是最经济的。另外, 公司对库存的管控也比较严。公司白酒总体价格没有回落, 总体上是比较好的, 公司有一个指导价格。

**四: 公司业务分析 3 (价格): 价格稳定, 梦系列有效恢复, 旺季价格企稳**

中秋旺季白酒龙头价格企稳, 洋河梦 3、梦 6 较去年表现良好; 高中低端白酒的量价合理, 蓝色经典贡献大部分营业收入, 梦系列毛利率最大; 100-300 元价位段公司有两大超大单品海之蓝和天之蓝, 未来这个价位段将很有竞争力。

国庆旺季白酒龙头价格企稳, 洋河梦 3、梦 6 较去年表现良好。

白酒龙头企业价格基本稳住, 不往下走便是好事。梦 3、梦 6 今年表现比去年好一点, 上半年梦 3、梦 6 都实现了正增长。梦 6 的开票价格是 600 多元/瓶。去年梦 6 下降两位数, 今年不降反增。主要原因是品质好, 具体表现为: 1) 梦系列的绵柔, 契合消费需求; 2) 营销上省外新江苏市场运行比较好。

高中低端白酒的量价合理, 蓝色经典贡献大部分营业收入, 梦系列毛利率最大。

从量上来看, 公司高端酒的量一定没有低端酒的量大, 因为低端酒的金额很小, 量会相对比较大。高端酒占营收的比重很大, 蓝色经典的营收比重占整个营收的 60%以上, 但量上只有几万吨。毛利率最大的还是梦系列。

100-300 元价位段公司有两大超大单品海之蓝和天之蓝, 未来这个价位段将很有竞争力。

100-300 元之间公司有两个超大单酒都是第一名，海之蓝和天之蓝都是在这个价位最大的，未来 100-300 价位段的白酒将是主流价位段，因为一方面居民消费升档会到这个价位段，另一方面政府消费降档也可能降到这个价位段，所以 100-300 是个很有竞争力的价位段，一大部分企业会瞄准这个价位段。

## 五、公司增长看点 1 (公司新品类): 微分子酒是重点, 预调酒和红酒是补充 预调酒兼顾时尚更注重大健康。

公司预调酒走的方向不一样。从行业来看预调酒目前走势比较好，但预调酒营养价值不高，时间长了，市场热度会下去。洋河会走兼顾时尚但同时更倾向于健康酒概念的道路。公司认为大健康、大消费才会有未来，未来消费者会更注重健康酒的概念，因为人们生活水平提高了，会更多的关爱健康。公司研发出来的微分子酒就是为了迎合未来消费的需要。基于预调酒，时尚加健康的方向会更有未来。

**红酒走小品类方向, 期望与白酒形成很好互补; 起泡酒还在研究测试阶段, 多品类经营, 短期不会很快推向市场。**

红酒这一块的是在走一个小品类的方向，去年销售了 3 个多亿，今年期望做到 4 亿多，保持 20% 左右的增长。中国的红酒市场规模不大，也就是 4、5 百个亿的市场，销售 5 个亿左右就排名前几位了，去年 3 个亿好像就已经排名前五位了。今年如果能实现公司的目标应该还是会排名前五位左右。在中国红酒的消费场景没有消费白酒的消费场景多，但公司经营红酒也是一个消费品类的补充。未来公司期望能够做大红酒，使其成为白酒一个很好的互补，这样也能使经销商能够更好的配货销售。红酒和白酒不一样，不能很快的放量，因为红酒的文化需要慢慢的培育。起泡酒公司目前还在研究和测试阶段，短期来看不会很快推向市场，未来对起泡酒的期望也不是很大，公司期望走一个品类的补充，因为这一块利润空间比较小，市场变化比较大。

**微分子酒为公司战略性大单品, 目前还在重点市场投放, 集中在团购渠道, 近几年不会放量, 打好基础才会发力。**

微分子作为战略储备性产品目前还处在品牌的培优、建设阶段，今年在省内的样板市场、省外的成熟市场选择了部分的点做推广，还是集中在团购渠道，现在还处在一个品牌兴起的阶段。整体规划是近几年不放太大的量，因为近几年其他产品还是处在一个恢复增长的阶段，比如蓝色经典还处在一个恢复增长的阶段。近几年会把现有的产品做好，微分子酒主要是把品牌建设性做好，把基础做好，等其具有一定的口碑、知名度和名誉度后才会发力。做品牌不能急于求成，要慢慢做。

## 六、公司增长看点 2 (新渠道和外延): 酒业电商以经销商引流为主和外延策略以进口为主

**洋河 1 号等“互联网+”方面运行良好, 洋河 1 号以经销商引流为主, 采用两种消费模式。**

B2C 方面今年的目标是确保 3 亿，7 月份已经实现了 70%，O2O 也是目标确保 3 亿，1-7 月份也已经实现了 70% 多。洋河 1 号目前已在省外布置了 100 多个城市，主要还是以经销商引流为主，帮助经销商在网上找消费对象，在这 100 多个城市中消费者有需要公司产品就会在半个小时到达。公司还是期望能够直接通过公司下单。

洋河 1 号有两种消费模式：1) 先付费模式：消费者直接在 APP 上下单，这种模式发货时间上可能长一些；2) 后付费模式：时间敏感性比较强的消费者建议选择这种模式，由经销商把货送给消费者制定地点，一手交钱，一手交货。

未来希望洋河 1 号能将一大部分产品通过这种平台销售出去，目前这种规模还是比较小，因为一些消费者对我们的平台认知还是不够高。现在选择后付费的比较多，这里就是因为信任度的问题。

调整并购策略，放眼国外。

公司今年在并购策略上进行了调整，具体是 1) 要并购就并购大企业；2) 向互联网方面发展，要对营销上有帮助。今年并购的思路是：过去公司并购小酒厂是解决市场竞争的问题，现在是从规模和整体市场竞争实力上来考虑，公司并购的标准是并购对象应具有一定的平台底蕴、一定的市场规模、一定的消费者基础，并购后能增加公司的整体竞争实力。同时公司也想把眼光放大，放到国外去，包括白酒和葡萄酒。国外好的品类也会予以考虑。

## 附件 1：公司三季报点评

### 一、三季报业绩平稳增长，符合预期

公司公告 2015 年 Q1-3 实现营收 136.61 亿元，同比增长 11.02%；归母净利润为 44.61 亿元，同比增长 12.01%；EPS2.96 元。2015Q3 实现营收 40.9 亿元，同比增长 11.97%；归母净利润为 12.76 亿元，同比增长 13.12%。公司预测 2015 年净利润变动幅度为：5%-15%。公司业绩增长平稳符合预期。

### 二、公司单三季度营收持续平稳增长，主业蓝色经典系列恢复增长，贡献主要营收

公司营收单三季度同比增长 11.97%，相比单二季度增长 0.96pct。我们认为公司能保持相对平稳的增长，与传统主业蓝色经典系列的恢复增长密切相关。目前蓝色经典系列已为公司贡献了六成以上营业收入，为公司业绩的持续稳定增长提供了有效支撑。据草根调研知，海之蓝放量增长，天之蓝和梦之蓝转正，梦 3、梦 6 今年表现好于去年，上半年梦 3、梦 6 都实现了正增长。我们预计四季度还会保持两位数的平稳增长，明年会有一个积极的增长预期。

### 三、公司单三季度归母净利润实现持续稳定提高，新江苏市场持续发力，中秋旺季带动销量提升

公司归母净利润单三季度同比增加 13.32%，相比单二季度增加 0.85pct。公司近来积极进行营销转型，调整新江苏市场策略，将新江苏市场的划分由按区域划分转变为按规模划分，积极拓展省外市场，新江苏模式持续发力。目前公司新江苏市场占省外营收比为 70%，比重较大。单三季度公司毛利率为 61.65%，相对二季度降低 0.32pct，因为海之蓝放量增长，天之蓝和梦之蓝转正，但海之蓝的毛利率低于天之蓝和梦之蓝的毛利率。此外中秋旺季销量有所提升在一定程度上促进了利润的增长。我们认为毛利率四季度会略有下降，因为天之蓝和梦之蓝转正速度会低于海之蓝放量速度，但全年毛利率会比去年略有增长。

### 四、公司单三季度和前三季度期间费用率都同比增加，存款利息收入下降成主因

公司单三季度期间费用率为 21%，同比增 2.35pct，其中公司单三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比增加 0.08pct、0.23pct、0.52pct。公司前三季度期间费用率为 16.83%，同比增 0.44pct，其中前三季度销售费用率和管理费用率分别下降 0.31pct、0.17pct，但财务费用率同比增加 0.92pct。其中财务费用的增长主要系存款利息收入下降导致。我们预计公司的期间费用率还会增加，因为当前市场还有降息降准的空间，财务费用率必然会提高，但销售费用率和管理费用率可能会下降，因为公司的渠道等已比较完善，相关费用增长空间不大，但财务费用率增加的影响预期会大

于管理和销售费用。

## 五、推行“双核驱动”战略，新业蓄势待发，成为新的增长点，看好长期发展

公司推行“双核驱动”战略，在做强做大传统主业的同时积极发展新业，微分子酒、预调酒、葡萄酒、互联网+等新业顺势成为公司新的增长看点，为公司未来的发展提供了可操作的弹性和巨大的空间。其中微分子酒成为继蓝色经典后的又一大单品，目前正处在品牌和市场的培育期；葡萄酒是公司多品牌、多品类、多元化营销战略的又一大成果，走小品类方向，期望与白酒形成很好互补；预调酒兼顾时尚更注重大健康；洋河1号等互联网+业务为公司发展注入了新的活力。

【风险提示】行业复苏态势错综复杂，进程曲折不明朗。

### 附件 2：分析师介绍

刘鹏，食品工程硕博连读，化学工程学士。2014年5月加入国信证券，现为食品饮料首席分析师。2014年新财富最佳分析师食品饮料行业入围。擅长非酒食品深入研究。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2012-2014年，在华泰研究所和中信研究部分别担任分析师和高级分析师。硕博连读士期间主研方向为食品风味分析，在食品专业顶级期刊—欧洲食品学会会刊《Food Control》发表论文，并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。

从2012年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润等股票。中炬，恒顺是从12年首推至今涨幅最大达到8倍和9倍。百润股份从14年停牌前开始涨幅达到12倍，在后来的股灾中，江中药业和青海春天在股灾中非常强势，江中在股灾中创出牛市以来新高（相对收益达到80%）。

实习生张燕对本报告有贡献。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	4347	7180	10576	14261
应收款项	204	226	256	292
存货净额	10097	10801	12178	13906
其他流动资产	1543	1704	1933	2201
<b>流动资产合计</b>	<b>16191</b>	<b>19912</b>	<b>24943</b>	<b>30659</b>
固定资产	8365	7781	7010	6227
无形资产及其他	1693	1625	1557	1490
投资性房地产	2488	2488	2488	2488
长期股权投资	20	23	23	23
<b>资产总计</b>	<b>28758</b>	<b>31829</b>	<b>36022</b>	<b>40887</b>
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	2577	2756	3107	3548
其他流动负债	6145	6421	7254	8129
<b>流动负债合计</b>	<b>8721</b>	<b>9177</b>	<b>10361</b>	<b>11677</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	307	350	393	436
<b>长期负债合计</b>	<b>307</b>	<b>350</b>	<b>393</b>	<b>436</b>
<b>负债合计</b>	<b>9029</b>	<b>9527</b>	<b>10754</b>	<b>12113</b>
少数股东权益	4	5	5	5
股东权益	19725	22297	25263	28768
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28758</b>	<b>31829</b>	<b>36022</b>	<b>40887</b>

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	4.19	3.40	3.92	4.63
每股红利	2.08	1.69	1.95	2.30
每股净资产	18.32	14.80	16.76	19.09
ROIC	24%	26%	30%	36%
ROE	23%	23%	23%	24%
毛利率	61%	61%	61%	61%
EBIT Margin	39%	41%	42%	43%
EBITDA Margin	43%	46%	46%	47%
收入增长	-2%	11%	13%	14%
净利润增长率	-10%	14%	15%	18%
资产负债率	31%	30%	30%	30%
息率	3.3%	3.8%	4.3%	5.1%
P/E	15.0	18.5	16.0	13.6
P/B	3.4	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	12.2	13.9	12.4	10.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>14672</b>	<b>16232</b>	<b>18410</b>	<b>20966</b>
营业成本	5777	6397	7194	8118
营业税金及附加	190	211	239	273
销售费用	1680	1712	1942	2097
管理费用	1267	1204	1356	1451
财务费用	(237)	(144)	(222)	(310)
投资收益	53	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(38)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>6010</b>	<b>6851</b>	<b>7901</b>	<b>9338</b>
营业外净收支	21	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>6031</b>	<b>6851</b>	<b>7901</b>	<b>9338</b>
所得税费用	1523	1730	1995	2358
少数股东损益	1	1	1	1
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4507</b>	<b>5121</b>	<b>5905</b>	<b>6979</b>

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>4507</b>	<b>5121</b>	<b>5905</b>	<b>6979</b>
资产减值准备	30	7	(3)	(4)
折旧摊销	536	770	842	854
公允价值变动损失	38	0	0	0
财务费用	(237)	(144)	(222)	(310)
营运资本变动	(5036)	(382)	(412)	(676)
其它	(30)	(6)	3	5
<b>经营活动现金流</b>	<b>46</b>	<b>5509</b>	<b>6335</b>	<b>7158</b>
资本开支	(1389)	(124)	0	0
其它投资现金流	210	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(228)</b>	<b>(127)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(0)	0	0	0
支付股利、利息	(2243)	(2549)	(2939)	(3474)
其它融资现金流	1161	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3326)</b>	<b>(2549)</b>	<b>(2939)</b>	<b>(3474)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(3508)</b>	<b>2833</b>	<b>3396</b>	<b>3684</b>
货币资金的期初余额	7855	4347	7180	10576
货币资金的期末余额	4347	7180	10576	14261
企业自由现金流	(1584)	5278	6170	6926
权益自由现金流	(423)	5385	6336	7158

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

相关研究报告：  
[中国价值投资网](http://www.jztzw.net) 最多、最好用研究报告 服务商

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)