

伊力特(600197.SH) 白酒行业

评级: 买入 首次评级

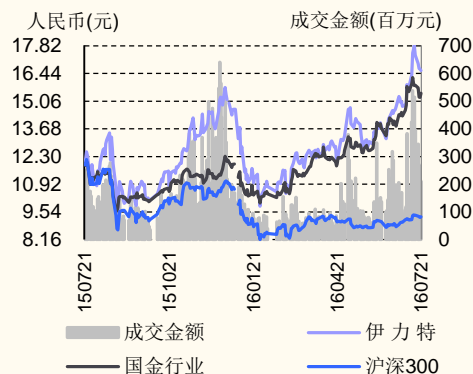
公司深度研究

市场价格(人民币): 16.58元
 目标价格(人民币): 21.50-21.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	441.00
总市值(百万元)	7,311.78
年内股价最高最低(元)	17.84/9.67
沪深300指数	3252.52
上证指数	3039.01



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.608	0.639	0.738	0.860	1.035
每股净资产(元)	3.72	4.13	4.74	5.38	6.32
每股经营性现金流(元)	0.56	0.56	0.80	1.18	1.34
市盈率(倍)	20.20	22.92	21.32	18.69	15.20
行业优化市盈率(倍)	14.43	18.00	23.18	23.18	23.18
净利润增长率(%)	-1.71%	5.17%	15.47%	14.07%	22.95%
净资产收益率(%)	16.33%	15.47%	15.56%	15.94%	16.34%
总股本(百万股)	441.00	441.00	441.00	441.00	441.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 大本营市场扎实稳固, 未来将坚定走出新疆

公司在疆内大本营稳固: 及时调整腰部产品, 迎合大众消费需求; 渠道下沉, 辅向县级市和村; 疆外竞争对手战略收缩回大本营; 疆内竞争对手实力有限, 无法形成威胁。在此基础上坚定走出新疆, 探索重点市场, 坚持公司带着经销商走, 由于华南地区白酒市场仍是一片蓝海, 浙江神话仍有复制的可能性。

■ 辩证看待买断式销售, 当下已到调整时机

买断式销售的优点颇多, 包括节约推广费用、降低运营风险、完善激励机制, 提升销售业绩、助力多品牌策略、提升市场份额。但买断式销售模式下, 渠道掌握在买断商手中, 厂家议价能力弱; 买断商共享疆内销售区域和渠道, 可能引发内部竞争; 不易集中营销资源维护大单品。唯有辩证看待、适时调整, 才能将企业的价值最大化。

■ 管理层换届, 兵团激励改革推动, 销售体制调整蓄势待发

新任董事长陈智出身体制内, 在担任伊帕尔汗香料董事长兼总经理期间, 多种调整措施并举, 展现出灵活的企业经营思路。我们认为, 管理层未来对销售体制的调整将是必然的。同时, 兵团激励体制改革的文件基本完成, 今年进入落实阶段, 伊力特作为兵团为数不多的上市公司必将成为受益者, 有助于修正公司偏低的薪酬水平。加之经销商更新换代循序渐进开展, 销售前景显著改善。

■ 煤化工公司长期应收款坏账准备未计提完毕, 略影响2016/2017盈利。

估值

■ 预计2016-2018年公司营业收入分别为17.18亿元、18.89亿元和21.32亿元, 归母净利润分别为3.24亿元、3.79亿元和4.34亿元, 摊薄后每股收益分别为0.74元、0.86元和1.04元。对应公司17年业绩给予25倍PE的保守估值, 对应目标价格21.50元, 给予“买入”评级。

风险提示

■ 新疆白酒需求继续萎缩; 公司销售体制改革进度不如预期; 非相关业务亏损幅度加大。

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
 yujie@gjzq.com.cn

申晟 联系人
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

内容目录

一、公司简介.....	4
1、隶属于兵团旗下的优质酒企.....	4
2、新疆白酒龙头，受行业调整影响，收入与利润增速放缓.....	5
3、买断式销售：经销商负责子品牌的创立和推广.....	5
二、大本营扎实稳固，坚定开拓疆外重点市场.....	6
1、疆内白酒行业尚未复苏，制造业 2025 或成转折点.....	6
2、大本营稳固：产品渠道调整到位，无强有力的竞争对手.....	7
3、坚定走出新疆，探索重点市场.....	9
4、今年费用压缩，净利润将会有一定的增长。.....	11
三、辩证看待买断式销售.....	11
1、优点：节约推广费用，完善激励机制，助力多品牌战略.....	11
2、缺点：不易提价，不易维护终端价稳定，不易维护大单品.....	13
四、管理层换届，兵团激励改革推动，销售体制调整蓄势待发.....	13
1、新任董事长出身体制内，但企业经营能力强、思路灵活.....	13
2、兵团激励改革正在逐步展开，公司有望成为受益者.....	14
3、销售体制调整方向：直销+经销商更迭.....	15
五、其他业务.....	16
1、煤化工业务：长期应收款坏账准备预计将于 16-17 两个财务年内计提完毕.....	16
2、多项与主业不相关亏损投资可剥离.....	17
六、估值及盈利预测：估值有底，上行空间大.....	17
风险提示.....	18

图表目录

图表 1：公司历史沿革一览.....	4
图表 2：兵团第四师国资委是实际控制人.....	4
图表 3：公司 2015 年白酒业务收入 15.79 亿元，同比增长 0.70%.....	5
图表 4：公司 2015 年白酒业务毛利 8.34 亿元，同比增长 1.09%.....	5
图表 5：公司前五大经销商各自握有强势买断品牌.....	5
图表 6：2011 后新疆酒类 CPI 分化并高于全国.....	6
图表 7：新疆白酒产量已连续两年下跌.....	6
图表 8：白酒行业营收增速滞后固定资产投资增速 1~2 年.....	7
图表 9：疆内竞争对手实力有限.....	7
图表 10：公司主要产品系列.....	8
图表 11：新疆农村居民消费能力较弱.....	9
图表 12：新疆汉族人口主要分布在城镇和兵团辖区.....	9
图表 13：商源旗下久加久连锁门店分布图.....	10

图表 14: 近年来公司疆外收入占比逐渐下降	10
图表 15: 琼闽粤桂 2015 年前 10 个月人均白酒产量(升)位居全国倒数前十...	11
图表 16: 琼闽桂 2015 年前 10 个月白酒总产量增速(%)位居全国前三	11
图表 17: 公司销售费用率和财务费用率处于 10 年来低位	11
图表 18: 买断式销售节约推广费用, 降低运营风险	12
图表 19: 公司拥有多个买断品牌, 单品众多 (不完全统计)	12
图表 20: 公司毛利率低于同行业上市公司	13
图表 21: 新任董事长陈智先生履历	14
图表 22: 伊帕尔汗调整前后示意	14
图表 23: 公司高管薪酬占营业收入比波动下滑	15
图表 24: 公司高管薪酬在收入接近的公司中排名靠后	15
图表 25: 兵团已有多家企业变相完成股权激励改革	15
图表 26: 焦炭现货价格比 2010 年最高价下跌 62%	16
图表 27: 煤化工公司连续五年亏损	16
图表 28: 长期应收款坏账准备计算步骤	16
图表 29: 2015 年末公司有多项与主业不相关的亏损投资	17
图表 30: 公司 PE 远低于营业收入相近的上市公司	17
图表 31: 公司 2016-2018 年收入预测	18

一、公司简介

1、隶属于兵团旗下的优质酒企

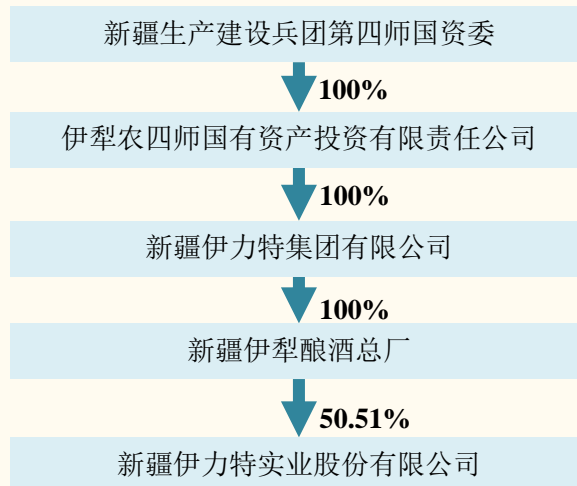
- 新疆伊力特实业股份有限公司位于新疆伊犁哈萨克族自治州新源县境内，巩乃斯草原腹地。公司源于新疆生产建设兵团十团下的酿酒组，经过近半个世纪的发展，现已成为中国白酒工业百强企业、中国白酒工业经济效益十佳企业，是伊犁州新源县重要的利税来源。新疆伊犁酿酒总厂持有50.51%的股份，是公司的控股股东；新疆生产建设兵团农四师国资局是公司的实际控制人。

图表 1：公司历史沿革一览



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2：兵团第四师国资委是实际控制人

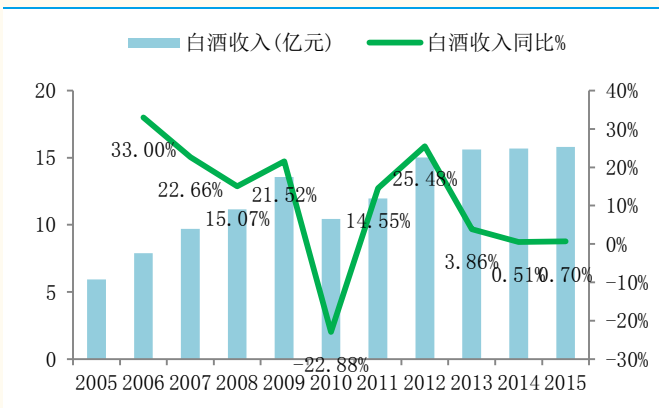


来源：公司年报，国金证券研究所

2、新疆白酒龙头，受行业调整影响，收入与利润增速放缓

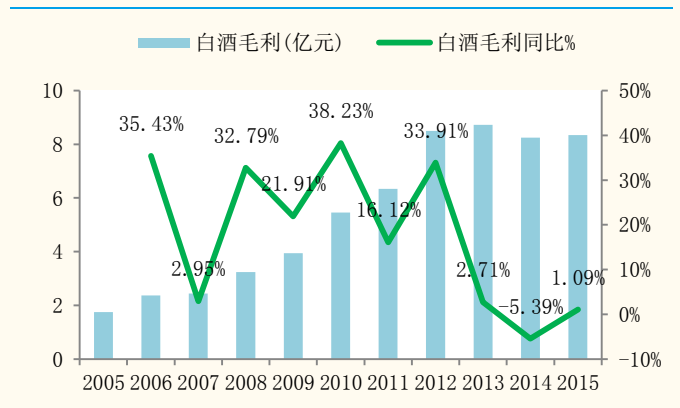
- 经过煤化工、浓缩果汁等非相关产业的逐步剥离，“伊力”牌系列白酒的产销成为公司绝对主业，占营业收入的 96.40%及毛利的 99.05%。“伊力”牌系列白酒是用天山雪水和伊犁河谷优质农作物为原料，经旗下四家酿酒分厂的陈年老窖发酵并精心勾兑而成。它以“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、诸味谐调、酒味全面”的独特风格闻名疆内外，主要销往新疆与浙江两地。
- 凭借良好的品牌形象以及兵团、经销商的通力配合，伊力特在新疆省内占有 40%以上的市场份额，且没有实力相当的竞争对手。受行业调整影响，公司近三年白酒收入与毛利增速均放缓。2015 年公司白酒业务取得营业收入 15.79 亿元，同比增长 0.70%；取得毛利 8.34 亿元，同比增长 1.09%。

图表 3：公司 2015 年白酒业务收入 15.79 亿元，同比增长 0.70%



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 4：公司 2015 年白酒业务毛利 8.34 亿元，同比增长 1.09%



来源：公司年报，国金证券研究所

- 在兵团的影响下，公司还参股了食品加工、野生果综合加工、印务制品、玻璃制品、铁路物流、煤化工、宾馆服务等副业，但体量不大。

3、买断式销售：经销商负责子品牌的创立和推广

- 公司是行业内少有的以“买断式经营”为主的企业（另外一家与公司销售模式相近的名酒企业是陕西西凤）。“买断式经营”模式下，公司仅提供产品、包装物和出厂价指导，不负责销售，实际是作为“伊力特”大品牌的运营商和酒水生产商。经销商定位于其所运营产品的“全国总代理”，但实际上经销商不仅负责销售，还要负责子品牌的创立与推广、包装、运输、铺货和定价。这种模式的优劣都较为显著，需要辩证看待。
- 目前，公司拥有 40 家左右的经销商，前 5 大经销商销售金额占总额的 76.30%，高度集中。部分核心经销商是由农四师供销社改制而来，与公司合作达 20 年，在合作流程上的默契程度高。

图表 5：公司前五大经销商各自握有强势买断品牌

核心经销商	主要经销产品	2015 年销售额	占总销售额比重
伊犁糖烟酒有限责任公司	250ml 伊力老窖	4.69 亿元	28.66%
浙江商源食品饮料公司	伊力老陈酒	3.43 亿元	20.95%
乌鲁木齐市宗泰糖酒副食品有限责任公司	500ml 伊力老窖	2.18 亿元	13.29%

乌鲁木齐市福隆天源商贸有限公司	柔雅系列、大曲、特曲	1.39 亿元	8.51%
上海卓君酒类贸易中心	伊力王酒	0.80 亿元	4.89%
其他经销商	陈坛窖、伊力珍、封坛年份系列等	3.88 亿元	23.70%

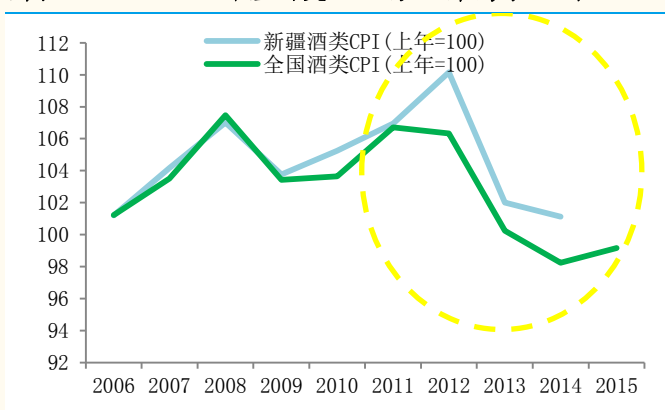
来源：国金证券研究所

二、大本营扎实稳固，坚定开拓疆外重点市场

1、疆内白酒行业尚未复苏，制造业 2025 或成转折点

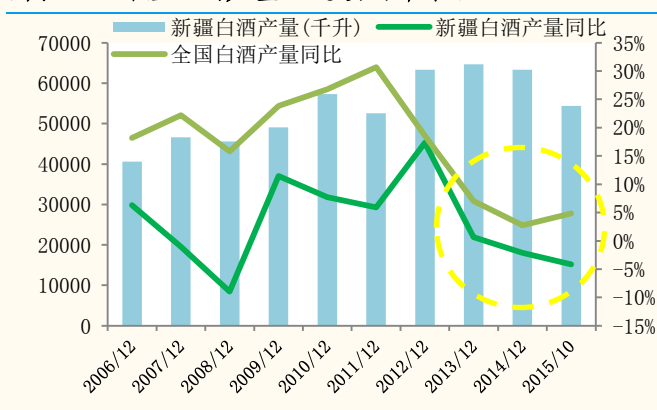
- 短期内新疆白酒复苏略滞后于全国，处于量跌价稳状态。自 2011 年八项禁令压缩政务消费以来，大众化消费逐渐成为白酒消费核心驱动因素。政商消费以高端白酒为主，新疆本土高端产品的价位本身不高，因此下调的空间也比较小，体现在酒类 CPI 自 2011 年后分化并高于全国；但新疆本地的民间消费能力本身较弱，无法及时弥补政商消费的空缺，使得新疆白酒的产销量仍在下跌，复苏略滞后于内地地区。

图表 6：2011 后新疆酒类 CPI 分化并高于全国



来源：国家统计局，国金证券研究所

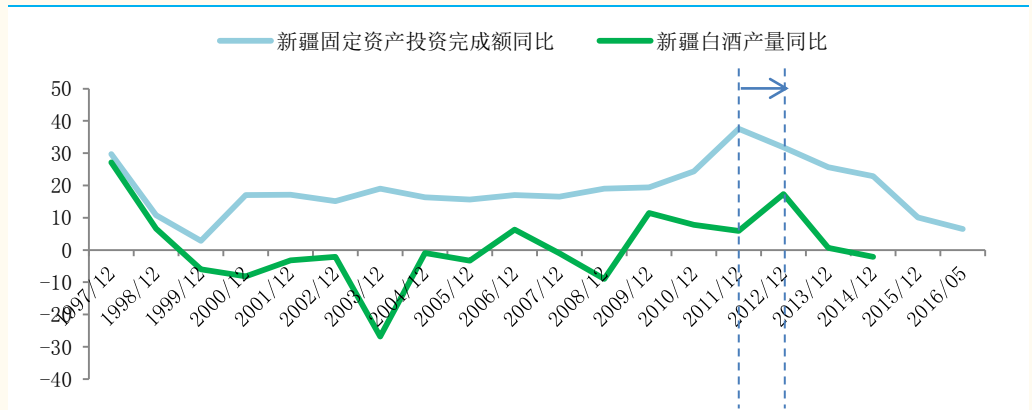
图表 7：新疆白酒产量已连续两年下跌



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 长期来看疆内投资扩张或拉动白酒消费增长。2016 年 6 月新疆发布《中国制造 2025 新疆行动方案》。根据方案，新疆将积极承接东部产业转移，力争到 2020 年全区制造业增加值翻一番，到 2025 年全区制造业增加值力争再翻一番。方案将刺激化工、特色轻工、有色等多个领域的固定资产投资增加。根据以往经验，白酒行业营收增速往往滞后固定资产投资增速 1~2 年，因此我们预测 2018 年将是新疆白酒行业的分水岭，在此之前行业营收以-5%~5%的低速增长，之后将有望以 5%~10%的中速增长。

图表 8：白酒行业营收增速滞后固定资产投资增速 1-2 年



来源：国家统计局，国金证券研究所

2、大本营稳固：产品渠道调整到位，无强有力的竞争对手

- **新疆市场地处封闭，一般消费品多由本地品牌主导市场，白酒市场亦不例外。**目前，伊力特在新疆白酒市场占有率超过 40%，白酒产量约占新疆的 60%，税收约占 90%，利润占 80% 以上，是疆内白酒行业当之无愧的绝对龙头。
- 除疆内市场相对封闭、消费者对本地品牌忠诚度高之外，公司近年市占率也跟疆外对手战略收缩、疆内对手实力下滑及公司近年来高度重视疆内市场有较大关系。此外，从香型上来看，疆内消费者偏好浓香型，伊力特也迎合了疆内消费者的消费需求。
- **疆外竞争对手战略收缩。**新疆白酒市场消费以地产酒为主，外来酒多为高端及中高端名酒，主要包括五粮液、茅台、泸州老窖、洋河、郎酒等，也包含临近省份如甘肃的金徽、青海的青青稞等。本轮白酒行业调整中，由于新疆高端酒市场萎缩及复苏缓慢，外来名酒多选择战略收缩，将战略重点转向巩固优势省份，考虑到新疆高端酒市场复苏较慢，外来名酒短期内卷土重来的可能性不大。
- **疆内竞争对手实力有限。**2005~2010 年间肖尔布拉克是公司的主要竞争对手，之后因为资金等方面无法跟上，转型做高端酱香型白酒，产量骤降至数百吨，年营收也下降至 3000~5000 万元。2011~2012 年的主要竞争对手是第一窖古城，八项规定的出台使其营收腰斩。目前公司和古城是疆内的一线品牌，其它酒企的销售额都不过亿；公司在年收入、产能、产品强势区域、品牌知名度等方面遥遥领先疆内竞争对手，短期内没有同行竞争的威胁。

图表 9：疆内竞争对手实力有限

企业名称	最高年收入(亿元)	年产能(吨)	强势区域	主要品牌	品牌内涵	经营战略
伊力特	17.62	30000	全新疆和浙江	王酒、老窖、特曲、大曲和起标酒五大系列	“兵团精神”、“英雄精神”	逐步尝试推行经销商分级管理；加快完成产品结构优化调整，明晰产品线；尽快选择 1-2 个内地重点市场进行开拓培育
肖尔布拉克	2	10000	新疆	“疆矛”、“新酱”、“丝路古酿”等六大系列 100 余个产品	“新疆酒乡”、“新疆茅台”	主动降低产销量，引进茅台技术，生产酱香型白酒

古城	3	18000	昌吉和乌鲁木齐	古城经典和西域风情两大系列 200 多种产品	“新疆第一窖”、“新疆酒文化发源地”	积极调整产品结构，使其产品更大程度上满足普通消费者的需求，在原生态、绿色、有机方面多下功夫
白杨	1.75	20000	石河子	“白杨”、“小白杨”、“一家亲”三大品牌、六大系列 80 余种产品	“军垦文化”、“喝白杨，喜洋洋”	积极开拓疆外市场
三台	2	12000	昌吉和北疆个别县市	清香型北庭系列、浓香型三台老窖系列、营养酒系列和果酒系列	“千年酒镇、酿造专家”	从“名酒”向“民酒”转型；大打保健牌，开发竹叶青酒、枸杞酒等产品；营销网络渠道的重心下移至三、四级市场。

来源：国金证券研究所

- 近年来更加注重以疆内市场为核心。伊力特自 1998 年开启与浙江商源合作，正式实施疆外战略，双方自此开启近 20 年的合作。但近年来由于行业出现调整及商源自身转型原因，加之疆内竞争加剧，公司将大部分精力重新转向疆内，抢夺疆内、疆外竞争对手的市场份额。
- 与此同时，近年来公司在渠道和产品上及时进行调整，迎合大众消费需求，取得了很好的成效。
- 腰部产品强势，满足大众消费。公司主要拥有伊力王、老窖、老陈酒、柔雅、特曲等系列，涵盖高中低价位段。其中：伊力王酒定位次高端，主要用于提升“伊力特”品牌形象，但收入占比不足 5%。250ml 伊力老窖（小老窖）是公司核心大单品，单瓶半斤装适合个人独饮，6 瓶套装和 10 瓶套装适合民间宴会消费，迎合不同消费场景的需求；2015 年小老窖为公司贡献收入 4.7 亿，占伊力特营业收入约 29%。柔雅系列（价格区间覆盖 50-400 元，核心产品价格区间在 70-130 元）是公司近年来成长迅速的明星系列，凭借精致的包装、亲民的价格以及经销商的有力推广，2015 年销售占比已提升近 10%。总体来看，公司主要是 50-130 元尤其是 100 元左右价格的腰部产品较为强势。

图表 10：公司主要产品系列

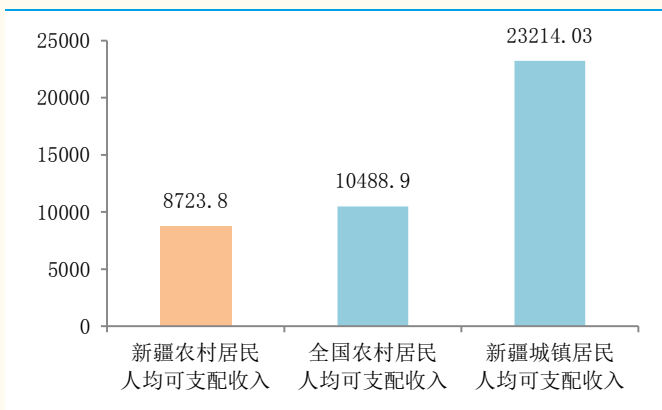
产品系列	终端价	销售额占比	发展战略
伊力王 	328-699 元	4.89%	确保销量的逐年稳步增长，提升“伊力特”品牌形象及知名度
小老窖 	65-79 元	约 29%	打造具有品牌形象影响力的全国化大单品，在确保目前销量的基础上，进一步提升增长
老陈酒 	119 元左右	20.95%	继续加大对经销商的赊销力度
柔雅 	50-400 元， 核心产品 70-130 元	约 10%	打造成为最具英雄文化特色的中档酒品牌，使其具备全国化大单品的品牌基因，提升销量占比

伊力特曲		30~100 元			
------	---	----------	--	--	--

来源：国金证券研究所

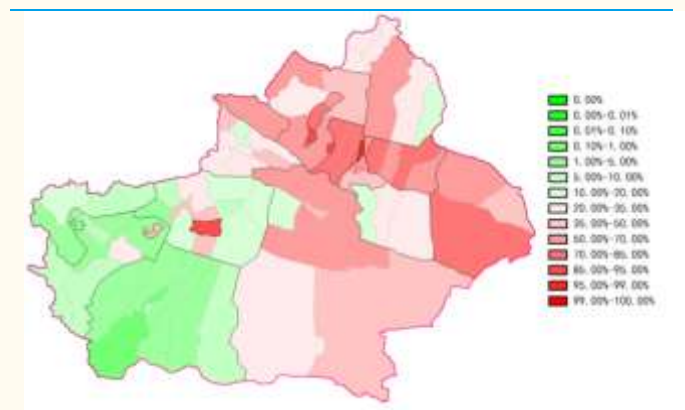
- **渠道下沉，支持经销商渠道下沉至县级市和村。**近年来公司加强了对市场、经销商的销售和运营管理的支持力度。经销商已在新疆主要城市开设多家伊力特专卖店，全面覆盖城镇渠道；同时，公司给予了经销商资金支持，共同将渠道下沉至县、镇和村。伊力特的消费者以汉族居多，新疆汉族人口主要集中在城镇和新疆生产建设兵团辖区，因此深耕县、镇级渠道能够有效地拓宽销路，吸引潜在消费者；而新疆农村的汉族居民数量较少，人均消费能力仅为城镇居民的三分之一，因此农村渠道的开发潜力有限。

图表 11：新疆农村居民消费能力较弱



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 12：新疆汉族人口主要分布在城镇和兵团辖区



来源：公开网络，国金证券研究所

3、坚定走出新疆，探索重点市场

历史上，伊力特对疆外拓展的思路经历两次转变，大致可分为三个阶段。

- **第一阶段（1998-2010）：携手浙江商源抢占蓝海市场，创造浙江神话。**浙江商源在 1998 年成为公司低度伊力特全国总代理，彼时浙江省以黄酒为主，白酒市场尚为一片蓝海。商源根据浙江人偏好低度酒的特点开发了 38 度老陈酒系列产品，启用了“免费送酒”和“买断终端”两大营销手段，投资 2 亿买断了市场的 A 类酒店、夜场和商超等终端入场权，伊力特产品得以长驱直入，成为浙江市场的主流白酒。此后，伴随着商源在长三角地区的渠道扩展，公司疆外营收占比逐年上升。

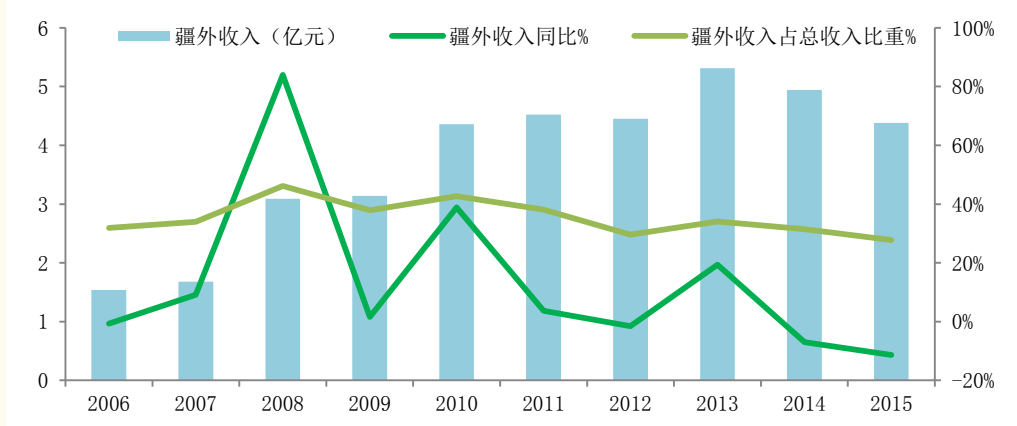
图13: 商源旗下久加久连锁门店分布图



来源: 商源官网, 国金证券研究所

- **第二阶段 (2011-2015): 重新以新疆为战略核心市场。** 泸州老窖小特曲在新疆热销, 其体积与定价与公司小老窖类似, 构成了对公司核心单品的直接竞争, 威胁到公司的疆内市占率。此后, 八项规定的出台使公司的危机感进一步增强, 进而将守护大本营作为核心战略。公司产品优先供应疆内, 并加大疆内广告投放力度, 在配货、送货、打假上给予倾斜, 新疆市占率稳步回升, 其他的小地产酒厂随即衰败。

图14: 近年来公司疆外收入占比逐渐下降

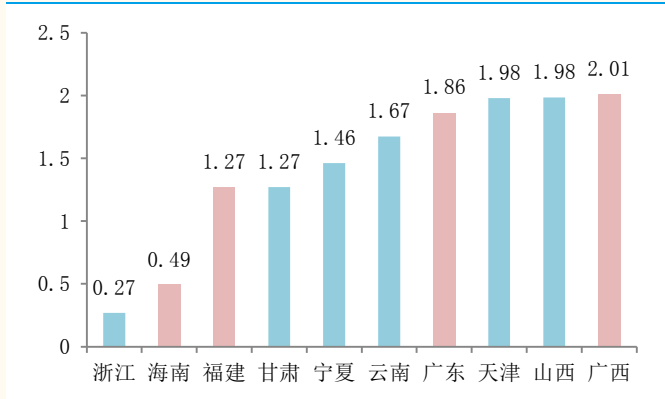


来源: 公司年报, 国金证券研究所

- **第三阶段 (预计 2017 之后): 坚定走出新疆, 有望试水直销模式。** 今年公司内部已初步达成共识: 一定要走出新疆、重拾增长。除新疆、浙江、上海等传统强势市场以外, 公司计划选择 1-2 个内地重点市场进行开拓培育, 让伊力特由区域品牌逐步成长为泛区域性白酒品牌。由于商源、卓君以外的疆外经销商规模大多只有千万级别, 对终端的控制力也不强, 若想要在陌生市场开拓销路, 公司需要发挥更大的主导作用。因此, 我们认为, 未来公司很有可能在疆外新兴市场试水直销模式。
- 浙江神话仍有复制的可能性。我们注意到, 福建、广东、广西和海南四省份均为白酒消费小省, 人均白酒产量常年位居全国倒数前十的行列中, 当

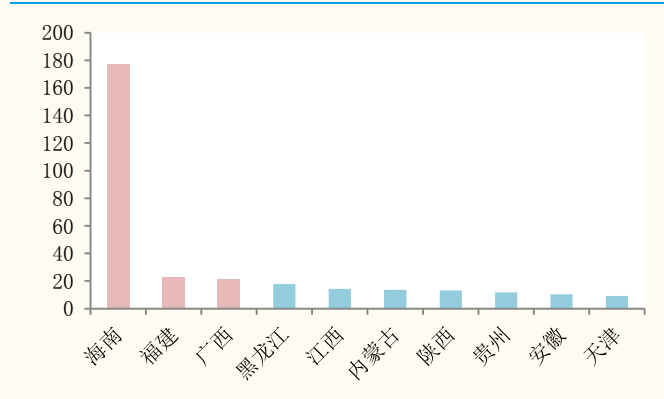
地居民多饮啤酒和葡萄酒。但这些省份的白酒产量增速在低基数下领跑全国，其中海南、福建、广西分列前三位，展现出了巨大的开发潜力。

图表 15: 琼闽粤桂 2015 年前 10 个月人均白酒产量 (升) 位居全国倒数前十



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 16: 琼闽桂 2015 年前 10 个月白酒总产量增速 (%) 位居全国前三

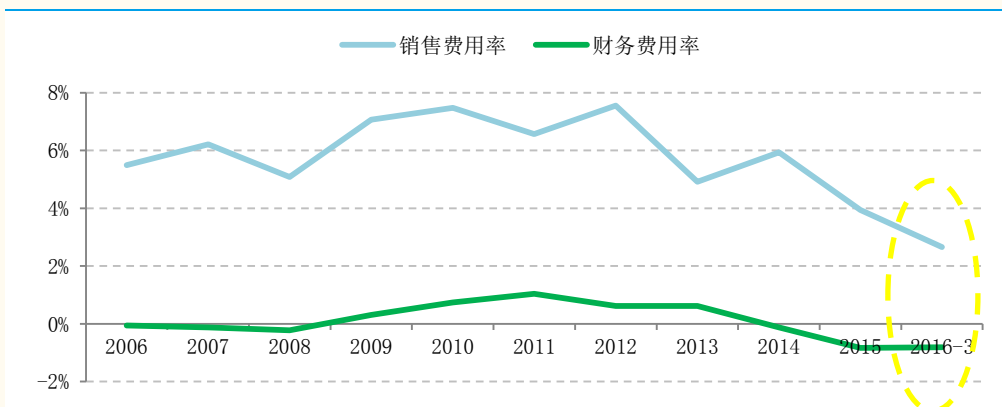


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

4、今年费用压缩，净利润将会有一定的增长。

- 公司今年暂无较大的扩张动作，可借此机会减少营销方面的投入，从而降低销售费用；同时，截至今年一季度，公司账面留存的货币现金高达 9.7 亿元，倘若合理处置，可产生不菲的利息收入，进一步冲减财务费用。从今年一季报来看，公司的销售费用率和财务费用率均处于近 10 年来最低水平，全年双降的可能性很大。

图表 17: 公司销售费用率和财务费用率处于 10 年来低位



来源: 公司年报, 国金证券研究所

三、辩证看待买断式销售

当下市场的焦点之一是公司会如何调整买断式销售体制，我们认为买断式销售是一把双刃剑，既不能否认它的优点，也不能夸大它的缺点，唯有辩证地看待、适时地调整，才能将企业的价值最大化。

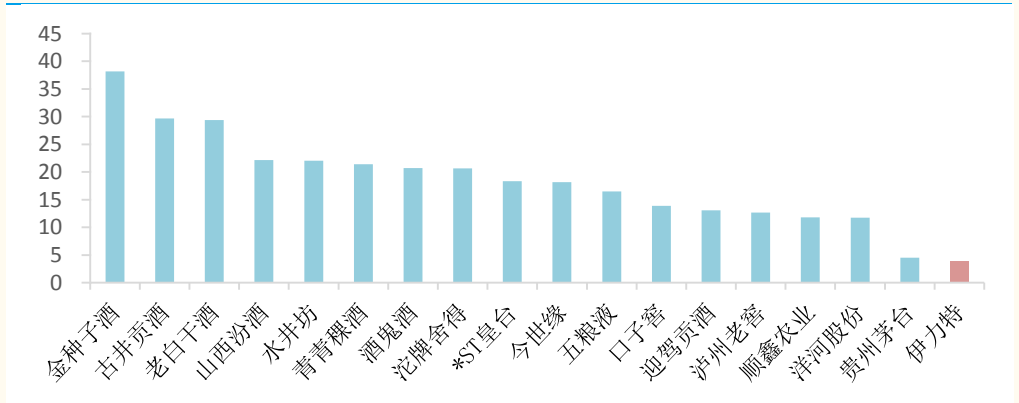
1、优点：节约推广费用，完善激励机制，助力多品牌战略

- **节约推广费用，降低运营风险。**在买断销售模式下，厂家可直接利用商家现有的营销网络和销售队伍，节省了推广费用；并且可以收取商家的特许

保证金作为营运资金的补充，有利于资金融通。2015 年末伊力特销售费用率仅为 3.94%，是销售费用率最低的上市公司。

厂家给予商家品牌创立和推广的自主权，转移了新产品的开发风险。通过在合同中事先约定销售目标，同时也转移了部分销售压力。此种安排下，厂家专注于产品生产和质量控制，商家负责包装运输、品牌推广和销售，双方利用各自的专业优势和资源，从而实现优势互补，互利共赢。

图表 18: 买断式销售节约推广费用，降低运营风险



来源: WIND, 国金证券研究所

- **完善激励机制，提升销售业绩。**厂家与商家事先签订合同，约定销售目标和利润分成。商家需向厂家交纳保证金，合同到期后在没有违背合同的前提下予以返还。在合同约定的期限和地域内，商家拥有垄断经营权，自主负责品牌的创立推广、包装和定价。合同不仅通过设定销售目标对商家进行硬约束，更运用垄断经营和利润分成机制来激发商家销售的积极性。
- **助力多品牌策略，提升市场份额。**国内市场上现有的白酒品牌多推行多品牌策略，以高档子品牌树立形象，中低档子品牌抢占市场。买断式销售模式下，商家拥有品牌的设计和经营自主权，实行垄断经营，更有积极性去布局和推广新的品牌。通过多品牌的推广，可以助力公司实现广覆盖，深渗透的市场目标。公司旗下就拥有伊力王、老陈酒、陈坛窖等多个买断品牌，每个买断品牌下辖 3~10 种单品，实现。此外，与地方经销商的合作有利于打破地方封锁，开发更有针对性、适应消费者需求的地域性品牌。

图表 19: 公司拥有多个买断品牌，单品众多 (不完全统计)

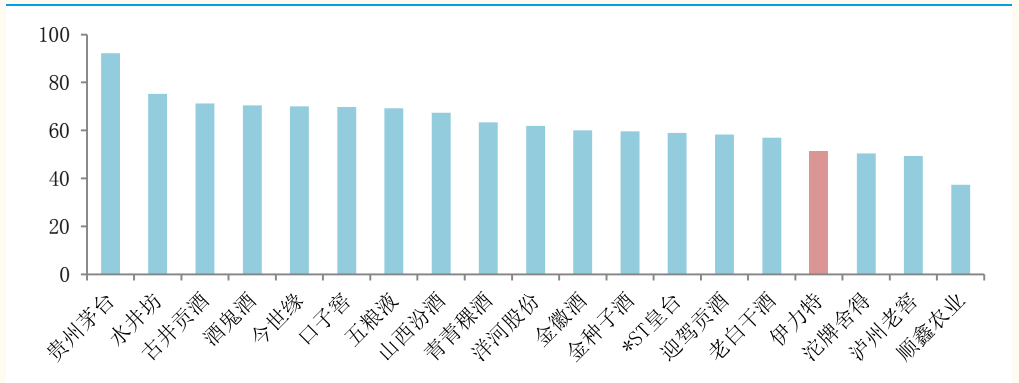
买断品牌	下辖单品
伊力老陈酒	十五年、十年陈酿(大)、十年陈酿(小)
伊力陈坛窖	30 年窖藏红陈坛、福祿寿喜、十五年窖藏、十年(大)、十年(小)、二十年窖藏红花瓷、二十年窖藏青花瓷
伊力金窖液	小金窖、46 度金窖液、金相玉质、50 度金窖液、浪淘沙、醉金沙、宝葫芦、浪沙金、玉壶
伊力封坛年份酒	九年、十二年、十八年、三十年
老伊力	窖藏十五年、西域情、十五年窖藏、老伊力酒、老伊力酒(小)、十年酿制
伊力珍酒	十年经典、一品红、红经典、3 星、4 星、经典 2008(100ml)、经典 2008、珍藏、窖藏
伊力春	红钻石、蓝钻石、绿钻石、红颜
伊力圆缘	45° 圆缘 250ml、45° 圆缘 500ml、喜缘、情缘、品缘、精致圆缘、圆缘 10 年
伊力王	黄王、红王、蓝王、世纪金典、宝石蓝、八音盒、旗舰、云中漫步、中国红
伊力特国融	伟业、大业、基业、二十年

来源: 国金证券研究所

2、缺点：不易提价，不易维护终端价稳定，不易维护大单品

- **渠道掌握在买断商手中，厂家议价能力弱。**公司没有自己的销售部门和销售人员，高度依赖于买断商，甚至伊力特专卖店也是买断商开设的。这种情况下，厂商双方的议价能力是不对等的。尤其是当行业复苏时，即使终端价持续上涨，公司也不能及时上调出厂价，导致业绩过于稳健。出厂价低使得毛利率也低，近年来公司毛利率始终在 50%左右，在同行业上市公司中排名靠后。

图表 20：公司毛利率低于同行业上市公司



来源：WIND，国金证券研究所

- **买断商共享疆内销售区域和渠道，可能引发内部竞争。**公司在疆内没有销售区域划分，同一区域内有多家买断商，不同买断品牌正面交锋，有可能引发内部竞争。内部竞争的形式之一是相互模仿，当某款产品热销时，其他买断商可以依样仿制出类似包装的产品，以瓜分热销产品的消费群体，其副作用是加剧了产品的同质化。形式之二是价格战，由于买断品牌过多，某些档次相同、目标消费群体相近、包装相仿的品牌容易相互压价，不利于终端价格维持稳定。
- **不易集中营销资源维护大单品。**公司今年的经营计划中提出要进一步规范伊力老窖核心产品市场运作，打造具有品牌形象影响力的全国化大单品。大单品的形成往往需要厂家集中优势资源进行持续地投入，因此不少厂家近年来都在削减品牌数量，以集中资源维护大单品。而买断经营是建立在买断商相互分散、独立经营之上的，每家买断商只能在力所能及的范围内推广自创单品，导致营销和渠道的投入相对分散。倘若要削减某一款买断品牌，不仅直接损害了买断商的利益，还会引起商标权的纠纷，难免遇到重重阻力。

四、管理层换届，兵团激励改革推动，销售体制调整蓄势待发

1、新任董事长出身体制内，但企业经营能力强、思路灵活

- 6月22日，徐勇辉先生因其已经到法定退休年龄辞去董事长一职，董事会增补陈智先生为公司董事候选人。7月11日，董事会选举陈智先生为公司新任董事长。陈智先生今年50岁，将领导伊力特未来十年的发展。此次换届很可能意味着对过去保守经营状态的彻底告别，公司近年来经营层面的停滞局面将大概率结束。
- 陈智先生自1985年以来先后在兵团农四师下属的拜什墩农场、恒信贸易、伊帕尔汗香料和公司任职，迄今已在体制内服务了31年。

图表 21：新任董事长陈智先生履历

时间	职位
1985.11	入职农四师拜什墩农场
1997.11~2000.10	农四师拜什墩农场场长
2000.11~2013.11	新疆伊犁恒信国际贸易物流有限责任公司总经理
2005.03~2015.05	新疆伊帕尔汗有限董事长兼总经理
2013.01~	新疆伊犁恒信国际贸易物流有限责任公司董事长
2015.06~2016.06	新疆伊力特实业股份有限公司监事长、党委书记

来源：伊帕尔汗公开转让说明书，国金证券研究所

- 在担任伊帕尔汗香料董事长兼总经理期间，陈智先生多种调整措施并举，将伊帕尔汗发展成为中国最大的薰衣草产品制造企业，并于新三板上市，展现出了灵活的思路。他在延伸产品开发、经销商关系维护和销售体制调整上的经验，正是公司所需要的。我们相信在陈智的加盟下，公司高层未来对销售体制的调整将是或大或小的问题，而不是是非问题。

图表 22：伊帕尔汗调整前后示意

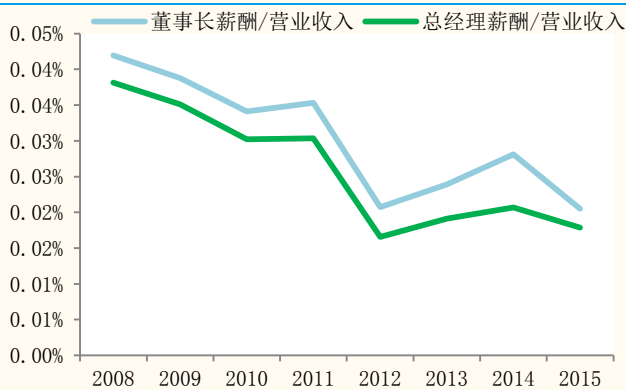
调整前	调整后
主要销售低端薰衣草精油，经营方式比较初级。	注重多样化产品的开发。 伊帕尔汗开发出七大类 18 个系列 136 个品种的薰衣草系列产品，提高了产品附加值，并及时淘汰过时、滞销产品。
疆外欠缺销售渠道。	积极进军内地与线上市场。 伊帕尔汗确立以新疆市场为中心、以国内各大中城市为外延扩张的发展战略，与各类代理商、经销商合作，在全国各大城市拥有 300 多家专卖店，产品远销海内外
消费者培育不足，不能做到主动消费。	开创旅游与文化产业。 伊帕尔汗瞄准薰衣草产业在全国旅游市场中独一无二的资源优势，于 2010 年建成中国首个薰衣草文化旅游景区，目前已跻身国家 AAA 级景区，成为伊帕尔汗新的增长极。
2006 年收入仅 930 万元。	2015 年伊帕尔汗营业收入达 4181.26 万元，CAGR(9)=18.18%；实现归母净利润 490.11 万元；当年于新三板上市。

来源：国金证券研究所

2、兵团激励改革正在逐步展开，公司有望成为受益者

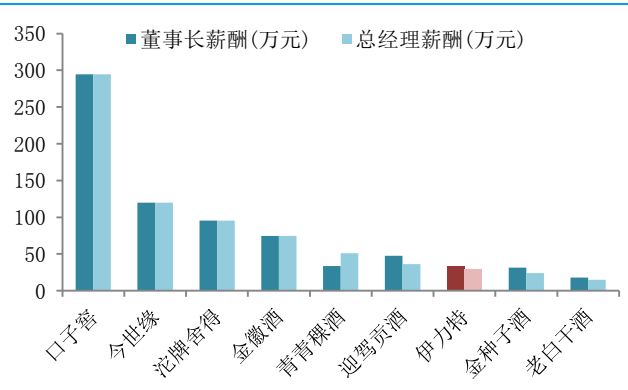
- **公司高管薪酬受兵团约束，薪酬明显偏低，高管力争用业绩换取报酬。**从纵向来看，公司高管薪酬的增幅远落后于业绩增幅，2015 年占营业收入比重仅为 0.021%；从横向来看，公司高管薪酬在营收相近的 9 家上市公司中排名倒数第 3，仅高于金种子酒和老白干酒，并且老白干已推行混改，未来高管薪酬超越公司将是时间问题。不过，不合理的薪酬制度并没有打消管理层开拓进取的信念，新任董事长陈智提出“有为才有位”的观点，力争用业绩换取回报，向外界展现变革信心。

图表 23: 公司高管薪酬占营业收入比波动下滑



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 24: 公司高管薪酬在收入接近的公司中排名靠后



来源: WIND, 国金证券研究所

- **兵团激励体制改革已正式推进, 公司迎来改革良机。**2015 年兵团不断完善国有企业现代企业制度, 印发了《兵团国有企业负责人履职待遇、业务支出管理办法》, 研究起草了《兵团国资委监管企业负责人经营业绩考核暂行办法》和《兵团国资委监管企业负责人薪酬管理暂行办法》, 待国务院批复《兵团国有企业负责人薪酬制度改革实施方案》后出台。此外, 兵团也积极推进混合所有制改革试点, 起草了《兵团国有企业发展混合所有制经济的指导意见》。从政策面来看, 相关文件已准备就绪, 兵团激励体制改革蓄势待发。
- **与此同时, 多家兵团企业变相推行了股权激励改革。**2015 年 12 月 25 日, 兵团同意新中基优先进行深化国企改革试点, 依法落实董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理的职权, 探索完善中长期激励机制与员工持股计划。此次试点意味着兵团激励体制改革的全面落实, 未来将有更多企业纳入试点; 公司作为兵团旗下为数不多的上市公司之一, 有望在未来成为受益者。

图表 25: 兵团已有多家企业变相完成股权激励改革

公司名称	公布日期	公告内容
伊帕尔汗	2013.12.10	伊帕尔汗上市前第四次增资, 增加的 223.5 万元由公司 47 名员工认缴, 占总出资的 10%。
天康生物	2014.8.25	发行股份吸收合并天邦投资。天邦投资是由公司的董事、监事、高级管理人员和部分中层管理人员出资成立的持股公司, 主要股东杨焰和成辉分别为公司的董事长和总经理。
百花村	2016.1.14	实施 2016 年员工持股计划, 参与对象为百花村及下属公司的董事、监事、中高层管理人员及优秀的核心员工, 计划筹集资金不超过 9824 万元, 认购股份不超过 800 万股。

来源: 国金证券研究所

3、销售体制调整方向: 直销+经销商更迭

- **激励体制改革将使直销可行化。**一旦改革落实, 公司可按业绩给予销售人员薪酬, 避免竞争对手高薪挖人, 从而保留自己的销售团队, 使直销可行化。公司有望未来在疆外销售中试水直销, 主导产品的开发和销售。
- **原有经销商将更迭调换。**公司将对不满足要求、动力不足的经销商进行调整, 保持经销商队伍的活力和战斗力。本着尊重存量的原则, 经销商更新换代的工作将循序渐进开展。

五、其他业务

1、煤化工业务：长期应收款坏账准备预计将于 16-17 两个财务年内计提完毕

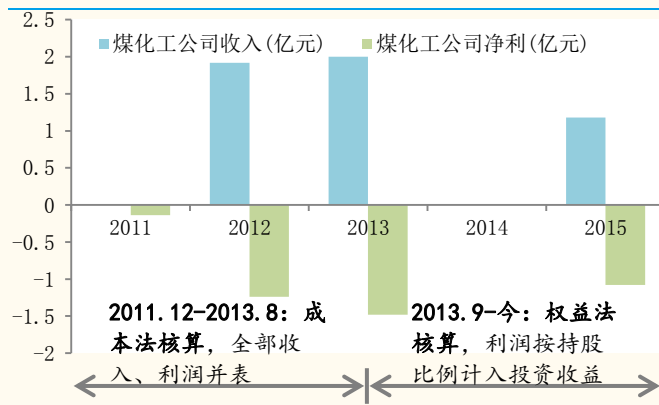
- 伊力特尚持有煤化工公司 41.2% 的股权。2015 年 2008 年 6 月公司与五洋建设集团、金正源投资共同设立新疆伊力特煤化工有限责任公司，公司出资 6100 万元占注册资本的 61%；2010 年 3 月公司以自有资金 4 亿元对煤化工公司增资，出资额比重提升至 92.2%。煤化工公司位于煤炭资源丰富的伊犁州尼勒克县，所需原材料全部由股东拥有的矿井提供，销售对象为兵团旗下的天业集团、南钢集团和中粮四方糖业。然而 2010 年伊始，钢铁市场即陷入低迷，拖累焦炭需求，焦炭现货价格持续下跌，迄今为止比最高价下跌了 62%。煤化工公司的产业链并不完整，产品附加值低，无法将成本转嫁给下游企业，因而自点火以来从未盈利。为此 2013 年 5 月公司与兵团第四师 71 团签订了《股权转让协议书》，将煤化工公司 51% 的股权剥离给 71 团，剩余持有煤化工公司 41.2% 的股权。

图表 26：焦炭现货价格比 2010 年最高价下跌 62%



来源：WIND，国金证券研究所

图表 27：煤化工公司连续五年亏损



来源：公司年报，国金证券研究所

- 长期应收款坏账准备尚余 1.04 亿元，预计 2016-2017 两年内将计提完毕。当前煤化工公司的长期股权投资已全额计提减值准备，对后续期间盈利无影响。煤化工公司的长期应收款账面总值为 3.51 亿元，尚有 1.04 亿元未计提坏账准备。假设 2016 年与 2017 年分别确认剩余账面净值的 60% 和 100% 无法收回，则应分别计提坏账准备 0.71 亿元和 0.61 亿元，扣除资金占用费收入后，分别影响净利润 0.56 亿元和 0.48 亿元。

图表 28：长期应收款坏账准备计算步骤

	2014A	2015A	2016E	2017E
对资产负债表影响：				
长期应收款-期初总值	3.16	3.35	3.51	3.67
加：资金占用费	0.19	0.17	0.15	0.13
长期应收款-期末总值	3.35	3.51	3.67	3.80
坏账准备-期初	0.79		2.48	3.19
加：当期减值损失	1.09	0.60	0.71	0.61
坏账准备-期末	1.87	2.48	3.19	3.80
长期应收款-期末净值	1.47	1.04	0.48	0.00

对利润表影响:

资金占用费	0.19	0.17	0.15	0.13
减: 当期减值损失	-1.09	-0.60	-0.71	-0.61
合计	-0.90	-0.43	-0.56	-0.48

来源: 伊帕尔汗公开转让说明书, 国金证券研究所

2、多项与主业不相关亏损投资可剥离

- 出于业务多元化的初衷, 公司曾拥有湘财证券、鑫泰燃气等多项与主业不相关的投资。经过多年的出租和剥离, 公司手中尚有果汁、建材、期货和煤化工业务等投资, 大多处于亏损状态。随着兵团改革的逐步推进, 我们认为公司有望进一步转让不相关业务, 集中力量做强主业。

图表 29: 2015 年末公司有多项与主业不相关的亏损投资

被投资企业	主营业务	投资总额 (万元)	公司持 股比例	年末净资 产(万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
新疆伊力特酒店有 限责任公司	住宿、餐饮、美发、桑 拿等	11,858.15	99.17%	7,749.11	400.00	-198.26
伊犁伊力特果业有 限公司	野生果浓缩汁、果汁饮 料加工销售等	300.00	48.25%	308.53	135.10	-67.04
伊力特野生果投资 开发有限公司	野生果浓缩汁、果汁饮 料等产品的加工销售等	4000.00	100.00%	3737.01	1082.14	-442.74
伊犁青松南岗建材 有限责任公司	水泥及其制品等		12.25%	4568.67	41872.52	-24774.84
金石期货有限公司	商品期货经纪和金融期 货经纪等	2450.00	20.42%	12221.95	6491.02	641.16
新疆伊力特煤化工 有限责任公司	气煤焦、冶金焦、焦 炭、型焦、粒焦等	20600.00	41.20%	2965.29	11808.68	-10802.70

来源: 公司年报, 国金证券研究所

六、估值及盈利预测: 估值有底, 上行空间大

- 截至 7 月 20 日, 伊力特对应 2016 年业绩市盈率仅为 22.5 倍, 在白酒行业的上市公司中排行靠后。尤其是与金种子酒相比, 公司的营业收入相近, 年末每股收益、年末每股经营活动现金流量更高, 在变革预期的支撑下发展潜力更大, 但市盈率却低得多。

图表 30: 公司 PE 远低于营业收入相近的上市公司

名称	收盘价	每股收益 (TTM)	市盈率 (TTM)
口子窖	37.30	1.17	32
今世缘	14.64	0.57	26
金徽酒	37.34	0.67	55
青青稞酒	21.52	0.48	45
迎驾贡酒	26.59	0.72	37
老白干酒	26.53	0.19	139
金种子酒	11.37	0.10	110
平均值			67
伊力特	16.68	0.67	25

来源: WIND, 国金证券研究所

- 预计 2016-2018 年伊力特营业收入分别为 17.18 亿元、18.89 亿元和 21.32 亿元，同比增长率分别为 4.93%，9.97%和 12.85%。

图表 31：公司 2016-2018 年收入预测

		2015A	2016E	2017E	2018E
伊犁糖烟酒有限责任公司	营业收入(亿元)	4.69	5.63	7.04	8.79
	同比%		20.00	25.00	25.00
浙江商源食品饮料公司	营业收入(亿元)	3.43	3.33	3.36	3.39
	同比%		-3.00	1.00	1.00
乌鲁木齐市宗泰糖酒副食品有限责任公司	营业收入(亿元)	2.18	2.18	2.25	2.31
	同比%		0.00	3.00	3.00
乌鲁木齐市福隆天源商贸有限公司	营业收入(亿元)	1.39	1.46	1.61	1.77
	同比%		5.00	10.00	10.00
上海卓君酒类贸易中心	营业收入(亿元)	0.80	0.80	0.82	0.85
	同比%		0.00	3.00	3.00
其他销售渠道	营业收入(亿元)	3.88	3.78	3.82	4.20
	同比%		-2.50	1.00	10.00
合计	营业收入(亿元)	16.37	17.18	18.89	21.32
	同比%		4.93	9.97	12.85

来源：国金证券研究所

- 预计 2016-2018 年归属于母公司股东的净利润分别为 3.24 亿元、3.79 亿元和 4.57 亿元，摊薄后每股收益分别为 0.74 元、0.86 元和 1.04 元。对应公司 17 年业绩给予 25 倍 PE 的保守估值，对应目标价格约 21.50 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 新疆白酒需求继续萎缩；
- 公司体制调整进度不如预期；
- 非相关业务亏损幅度进一步加大。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,753	1,628	1,638	1,718	1,889	2,132	货币资金	360	783	883	1,282	1,670	1,925
增长率		-7.1%	0.6%	4.9%	10.0%	12.9%	应收款项	722	252	327	342	376	425
主营业务成本	-909	-776	-796	-859	-907	-981	存货	661	648	630	706	745	806
%销售收入	51.9%	47.6%	48.6%	50.0%	48.0%	46.0%	其他流动资产	43	33	36	28	36	40
毛利	844	852	842	859	982	1,151	流动资产	1,786	1,715	1,876	2,358	2,828	3,196
%销售收入	48.1%	52.4%	51.4%	50.0%	52.0%	54.0%	%总资产	77.7%	74.3%	76.8%	84.5%	87.7%	83.1%
营业税金及附加	-222	-230	-252	-223	-246	-277	长期投资	67	212	157	101	61	70
%销售收入	12.7%	14.1%	15.4%	13.0%	13.0%	13.0%	固定资产	357	324	350	282	266	496
营业费用	-86	-97	-65	-60	-85	-149	%总资产	15.5%	14.0%	14.3%	10.1%	8.2%	12.9%
%销售收入	4.9%	5.9%	3.9%	3.5%	4.5%	7.0%	无形资产	64	43	42	41	55	68
管理费用	-64	-68	-74	-69	-94	-117	非流动资产	513	594	568	434	397	650
%销售收入	3.6%	4.2%	4.5%	4.0%	5.0%	5.5%	%总资产	22.3%	25.7%	23.2%	15.5%	12.3%	16.9%
息税前利润 (EBIT)	472	458	452	507	557	608	资产总计	2,299	2,309	2,444	2,792	3,225	3,846
%销售收入	26.9%	28.1%	27.6%	29.5%	29.5%	28.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-11	2	14	29	31	37	应付款项	551	417	329	344	467	645
%销售收入	0.6%	-0.1%	-0.8%	-1.7%	-1.6%	-1.7%	其他流动负债	244	217	261	329	355	380
资产减值损失	-224	-83	-65	-72	-61	0	流动负债	794	634	591	672	822	1,025
公允价值变动收益	0	0	0	-4	-4	0	长期借款	0	0	0	0	0	0
投资收益	161	0	2	-2	0	0	其他长期负债	17	21	19	15	17	20
%税前利润	40.0%	n.a	0.5%	n.a	0.0%	0.0%	负债	812	656	610	687	839	1,045
营业利润	398	377	402	459	523	645	普通股股东权益	1,475	1,641	1,822	2,092	2,373	2,787
%营业收入	22.7%	23.1%	24.6%	26.7%	27.7%	30.2%	少数股东权益	13	12	12	12	13	13
营业外收支	4	16	6	7	8	8	负债股东权益合计	2,299	2,309	2,444	2,792	3,225	3,846
税前利润	402	393	408	466	531	653	比率分析						
利润率	22.9%	24.1%	24.9%	27.1%	28.1%	30.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-137	-124	-126	-140	-159	-196	每股指标						
所得税率	34.0%	31.6%	30.9%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益	0.618	0.608	0.639	0.738	0.860	1.035
净利润	265	269	282	326	372	457	每股净资产	3.344	3.722	4.131	4.744	5.382	6.320
少数股东损益	-7	1	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.901	0.558	0.565	0.803	1.178	1.339
归属于母公司的净利润	273	268	282	326	371	457	每股股利	0.180	0.200	0.200	0.200	0.220	0.220
净利率	15.6%	16.5%	17.2%	18.9%	19.7%	21.4%	回报率						
							净资产收益率	18.49%	16.33%	15.47%	15.56%	15.94%	16.34%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.86%	11.61%	11.54%	11.66%	11.74%	11.85%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	20.93%	18.93%	17.02%	16.86%	16.30%	15.15%
净利润	265	269	282	326	372	457	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-0.52%	-7.12%	0.57%	4.91%	9.95%	12.86%
非现金支出	275	115	96	106	97	51	EBIT 增长率	53.21%	-2.95%	-1.35%	12.23%	9.95%	9.04%
非经营收益	-141	3	-6	8	-9	-8	净利润增长率	15.24%	-1.71%	5.17%	15.47%	14.07%	22.95%
营运资金变动	-2	-141	-123	-86	59	90	总资产增长率	-17.11%	0.43%	5.82%	14.26%	15.81%	19.19%
经营活动现金净流	397	246	249	354	519	590	资产管理能力						
资本开支	-37	20	-60	-31	-87	-287	应收账款周转天数	3.2	2.5	2.7	5.0	5.0	5.0
投资	24	255	13	56	40	-9	存货周转天数	272.2	307.9	293.0	300.0	300.0	300.0
其他	0	-1	0	-6	-4	0	应付账款周转天数	75.6	60.1	62.8	63.0	75.0	90.0
投资活动现金净流	-14	274	-47	-51	-296	-296	固定资产周转天数	72.5	72.7	71.6	68.7	53.8	90.5
股权募资	0	0	0	33	6	45	偿债能力						
债权募资	-122	0	0	-4	2	3	净负债/股东权益	-24.22%	-47.36%	-48.16%	-60.90%	-69.67%	-68.46%
其他	-103	-97	-101	-5	-87	-88	EBIT 利息保障倍数	43.6	-208.8	-32.7	-17.5	-18.3	-16.4
筹资活动现金净流	-225	-97	-101	24	-79	-40	资产负债率	35.30%	28.39%	24.95%	24.62%	25.96%	27.14%
现金净流量	159	423	100	398	389	254							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD