

## 伊力特(600197.SH) 白酒行业

评级: 买入 维持评级

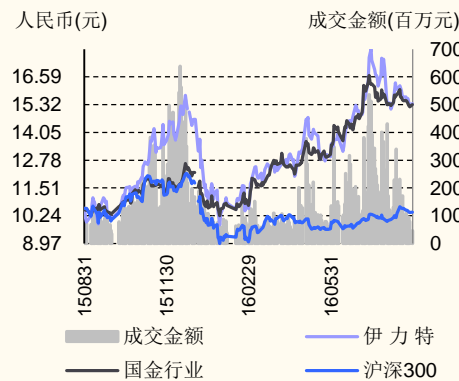
公司点评

市场价格(人民币): 15.36元  
 目标价格(人民币): 20.00-20.00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)	6,773.76
年内股价最高最低(元)	17.84/9.82
沪深300指数	3307.78
上证指数	3070.03



## 相关报告

1. 《估值有底, 变革在即-伊力特公司深度研究》, 2016.7.21

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

岳思铭 联系人  
 yuesiming@gjzq.com.cn

## 业绩平稳, 静候佳音

## 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	0.652	0.794	1.002
每股净资产(元)	3.72	4.13	4.66	5.25	6.15
每股经营性现金流(元)	0.56	0.56	0.75	1.11	1.28
市盈率(倍)	20.20	22.92	24.13	19.82	15.72
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%	2.03%	21.73%	26.14%
净资产收益率(%)	16.33%	15.47%	14.00%	15.65%	16.38%
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

## 业绩简评

■ 2015年上半年, 公司共实现营收 8.20 亿元(+yoy1.58%), 其中一季度 4.38 亿元(+yoy6.30%), 二季度 3.81 亿元(-yoy3.36%), 归属上市公司股东的净利润 1.38 亿元(+4.09%), 扣非后归属上市公司股东的净利润 1.38 亿元(+5.06%), 对应 EPS0.31 元/股。

## 经营分析

■ 淡旺季销售情况分化明显, 看好中秋国庆表现: 公司白酒主业实现收入 8.08 亿元, 占总收入的 98.52%, 权重创 2010 年以来新高。公司整体一季度营收 4.38 亿元(+yoy6.30%), 二季度 3.81 亿元(-yoy3.36%), 随行业淡旺季显现出明显的分化。由于新疆市场消费的滞后性(调研显示新疆地区的白酒消费较内地市场有三个季度左右的滞后性), 一季度新疆市场受整体行业复苏气氛带动, 展现了良好的动销同时也有部分是去年四季度销售延迟确认, 而进入到二季度传统淡季, 市场及渠道的库存需要消化, 从而影响了公司二季度业绩。我们认为, 随着白酒行业弱复苏趋势的确立, 随即而来的中秋国庆旺季公司动销环比向好, 并整体上呈现逐季改善的趋势。

■ 短期巩固疆内龙头地位, 长期放眼疆外市场开拓: 分地区市场来看, 本期公司疆内市场实现营收 5.95 亿元(+yoy3.35%), 收入占比回升至 72.57%, 这主要是因为公司疆内核心单品大小老窖上半年表现出色, 据我们调研显示小老窖单品上半年仍保持了 25% 左右的增长。此外, 伊力柔雅系列得益于经销商自身积极的激励政策, 本年度也加速发力, 为公司疆内增长做出贡献。未来一段时间, 公司仍计划巩固疆内市场, 最大化疆内市场复苏给公司销售带来的拉动效果。疆外市场本期实现营收 2.24 亿元(-yoy1.91%), 这主要是因为疆外市场公司过度依赖浙江商源, 而据我们了解, 浙江商源近期内发生了管理经营的问题, 影响了代理产品的销售。而未来, 公司坚定表示要让伊力特走出新疆, 并且由公司带领经销商进行疆外销售, 这将很大程度上解决公司对商源过度依赖的问题, 疆外销售改善空间巨大。

■ 期间费用变化平稳, 原料上涨致使毛利率下滑: 费用方面, 本期公司发生销售费用 6083.99 万元(-yoy3.17%) 主要是由于本期公司管理核心领导换届, 促销活动较为保守, 费用的减少所致; 管理费用为 1925.12 万元(+yoy2.66%), 增长主要来自于公司本期土地使用税及房产税的增加, 该增量主要来自于公司下属的野生果公司 2011 年获得 5 年免征政策本期到

期，需要缴纳税费。财务费用为正贡献 372.84 万元，主要是因为本期公司存款额度增加，利息收入增加。

- 在毛利率方面，受原材料价格上涨影响，1H2016 公司销售毛利率下降 0.9ppt 为 49.08%，其中白酒主业毛利率为 50.48% (-1.41ppt)，但由于费用的整体收缩，本期公司净利率提升了 0.42 个百分点，达到 16.81%。

#### 盈利调整

- 我们下调公司短期盈利预测，但不改对公司长期看好，预计 2016-2018 年公司营业收入分别为 16.63 亿元、18.49 亿元和 21.32 亿元，归母净利润分别为 2.88 亿元、3.50 亿元和 4.42 亿元。

#### 投资建议

- 整体来看 1H2016 的公司表现依然支持我们看好公司的核心逻辑，包括：（1）疆内市场龙头地位巩固，疆外市场前景广阔；（2）包销机制在行业低迷期节省费用，而行业弱复苏方兴，公司逐步改变机制拓展疆外市场；（3）管理层换届完成，公司一些列改革举措将逐步推进，为公司发展经营带来新变化。H2 公司业绩发生大的变化概率不大，但是关于公司机制变化的推进都有望成为公司股价表现的催化剂，请投资者关注。
- 每股收益分别为 0.65 元、0.79 元和 1.00 元。对应当前股价为 24X/20X/16X，维持“买入”评级。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>1,753</b>	<b>1,628</b>	<b>1,638</b>	<b>1,663</b>	<b>1,849</b>	<b>2,132</b>	货币资金	360	783	883	1,260	1,620	1,851
增长率		-7.1%	0.6%	1.6%	11.2%	15.3%	应收账款	722	252	327	331	368	425
主营业务成本	-909	-776	-796	-832	-888	-981	存货	661	648	630	683	729	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	27	36	40
毛利	844	852	842	832	961	1,151	流动资产	1,786	1,715	1,876	2,302	2,754	3,122
%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%	84.1%	87.4%	82.8%
营业税金及附加	-222	-230	-252	-246	-259	-298	长期投资	67	212	157	101	61	70
%销售收入	12.7%	14.1%	15.4%	14.8%	14.0%	14.0%	固定资产	357	324	350	282	266	496
营业费用	-86	-97	-65	-60	-83	-149	%总资产	15.5%	14.0%	14.3%	10.3%	8.4%	13.2%
%销售收入	4.9%	5.9%	3.9%	3.6%	4.5%	7.0%	无形资产	64	43	42	41	55	68
管理费用	-64	-68	-74	-75	-92	-117	非流动资产	513	594	568	434	397	650
%销售收入	3.6%	4.2%	4.5%	4.5%	5.0%	5.5%	%总资产	22.3%	25.7%	23.2%	15.9%	12.6%	17.2%
息税前利润 (EBIT)	472	458	452	451	527	586	<b>资产总计</b>	<b>2,299</b>	<b>2,309</b>	<b>2,444</b>	<b>2,736</b>	<b>3,151</b>	<b>3,772</b>
%销售收入	26.9%	28.1%	27.6%	27.1%	28.5%	27.5%	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	333	457	645
%销售收入	0.6%	-0.1%	-0.8%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	其他流动负债	244	217	261	321	349	380
资产减值损失	-224	-83	-65	-72	-61	0	流动负债	794	634	591	654	807	1,025
公允价值变动收益	0	0	0	-4	-4	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	161	0	2	0	0	0	其他长期负债	17	21	19	15	17	20
%税前利润	40.0%	n.a.	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>812</b>	<b>656</b>	<b>610</b>	<b>669</b>	<b>824</b>	<b>1,045</b>
营业利润	398	377	402	404	493	623	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,475</b>	<b>1,641</b>	<b>1,822</b>	<b>2,054</b>	<b>2,314</b>	<b>2,713</b>
营业利润率	22.7%	23.1%	24.6%	24.3%	26.6%	29.2%	少数股东权益	13	12	12	12	13	13
营业外收支	4	16	6	7	8	8	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,299</b>	<b>2,309</b>	<b>2,444</b>	<b>2,736</b>	<b>3,151</b>	<b>3,772</b>
税前利润	402	393	408	411	501	631	<b>比率分析</b>						
利润率	22.9%	24.1%	24.9%	24.7%	27.1%	29.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-137	-124	-126	-123	-150	-189	<b>每股指标</b>						
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	0.652	0.794	1.002
净利润	265	269	282	288	350	442	每股净资产	3.344	3.722	4.131	4.658	5.248	6.152
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	0.749	1.113	1.285
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>273</b>	<b>268</b>	<b>282</b>	<b>288</b>	<b>350</b>	<b>442</b>	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%	17.3%	18.9%	20.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	18.49%	16.33%	15.47%	14.00%	15.65%	16.38%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	11.86%	11.61%	11.54%	10.51%	11.51%	11.87%
							投入资本收益率	20.93%	18.93%	17.02%	15.27%	16.35%	15.19%
净利润	265	269	282	288	350	442	<b>增长率</b>						
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%	1.56%	11.18%	15.31%
非现金支出	275	115	96	106	97	51	EBIT增长率	53.21%	-2.95%	-1.35%	-0.20%	16.93%	11.26%
非经营收益	-141	3	-6	6	-9	-8	净利润增长率	15.24%	-1.71%	5.17%	2.03%	21.73%	26.14%
营运资金变动	-2	-141	-123	-70	52	81	总资产增长率	-17.11%	0.43%	5.82%	11.96%	15.52%	19.24%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>397</b>	<b>246</b>	<b>249</b>	<b>330</b>	<b>491</b>	<b>567</b>	<b>资产管理能力</b>						
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	-4	-4	0	应付账款周转天数	75.6	60.1	62.8	63.0	75.0	90.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-14</b>	<b>274</b>	<b>-47</b>	<b>22</b>	<b>-51</b>	<b>-296</b>	固定资产周转天数	72.5	72.7	71.6	71.0	54.9	90.5
股权募资	0	0	0	33	6	45	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-122	0	0	-4	2	3	净负债/股东权益	-24.22%	-47.36%	-48.16%	-60.96%	-70.00%	-68.74%
其他	-103	-97	-101	-5	-87	-88	EBIT利息保障倍数	43.6	-208.8	-32.7	-15.6	-18.2	-16.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-225</b>	<b>-97</b>	<b>-101</b>	<b>24</b>	<b>-79</b>	<b>-40</b>	资产负债率	35.30%	28.39%	24.95%	24.46%	26.01%	27.19%
<b>现金净流量</b>	<b>159</b>	<b>423</b>	<b>100</b>	<b>377</b>	<b>360</b>	<b>230</b>							

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-21	买入	16.58	21.50~21.50

来源：国金证券研究所



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