

名酒估值洼地，开启复兴之路

买入首次评级

目标价格：32元

- 主打中高档酒，将乘上市场扩容最快的白酒档次的发展顺风车：**未来三年在白酒消费总额依然保持 20%以上增长的情况下，200-1000 价格带的白酒增速将保持在 30%-50%，为白酒结构中发展最快的品种公司主打产品内参和酒鬼系列（老酒鬼和封坛）正好完全属于这一价格区间（500-1000 元），产品结构合理将受益于结构性扩容春风。
- 预计 2012 年省内增速 50%，市场份额仍有很大提升空间：**湖南酒鬼酒销售公司的成立，使得公司与经销商利益实现捆绑，通过政策支持极大调到了经销商积极性，今年省内市场增长预计翻番；接下来将通过加大渠道覆盖深度和广度将内参渗透到县级政府，预计明年增速仍将翻番；此外，湘泉酒成立事业部，抢占中低端市场份额。预计 2012 年省内出货规模或可增长 50%（对应 6 个亿、14% 份额），省内市场份额提升空间大。
- 借助大股东渠道资源优势逐步开展全国化布局，品牌知名度提升助力：**内参通过培养意见领袖在北京和广东重点推广，经销商积极性很高。封坛由于给经销商利润空间大，渠道推力强。此外，本次增发所募集的 4.43 亿元，大多用于品牌推广方面，品牌知名度和美誉度的提升工作将伴随渠道拓展一起进行，看好未来三年省外市场的发力。
- 盈利预测：**预计 2011-2013 公司收入分别为 10 亿元、14.9 亿元和 20.2 亿元，对应增速分别为 79%、49%和 35%；归属于母公司的净利润分别为 1.29 亿元、2.34 亿元和 3.91 亿元，同比增速分别为 63.6%、80.1%和 67.2 %。对应增发摊薄后 EPS 分别为 0.40 元、0.72 元和 1.20 元。
- 估值和投资建议：**公司正处于管理改善后业绩高成长期，属于可比白酒上市公司中的市值洼地，用 40X12PE/25X13PE 计算出的相对估值结果为 8.8-30.1 元，用绝对估值 FCFF 法计算出公司价值为 31.85 元。最终我们给予公司 32 元目标价，首次给予“买入”评级。

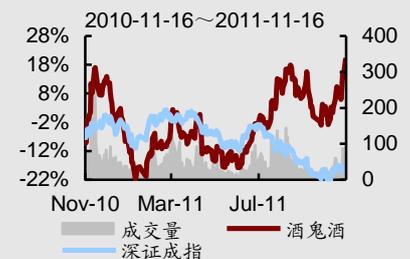
食品饮料研究组
联系人：
苏青青

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

郇彬 (S1180511050001)

市场表现

股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110930	5822	
20110630	4213	
20110331	4243	

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20110630	20110331
基金持股（万）	2538	1994
占流通 A 股比	12.32%	9.68%
持股家数及进出情况	16, 进 12 出 1	5, 进 2 出 10

数据来源：港澳资讯

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	364.90	560.49	1002.90	1496.03	2018.25
YOY	11.76%	53.60%	78.93%	49.17%	34.91%
净利润	58.48	79.42	129.95	234.02	391.33
YOY	42.07%	35.79%	63.63%	80.08%	67.22%
EPS (摊薄元)	0.180	0.244	0.400	0.720	1.204

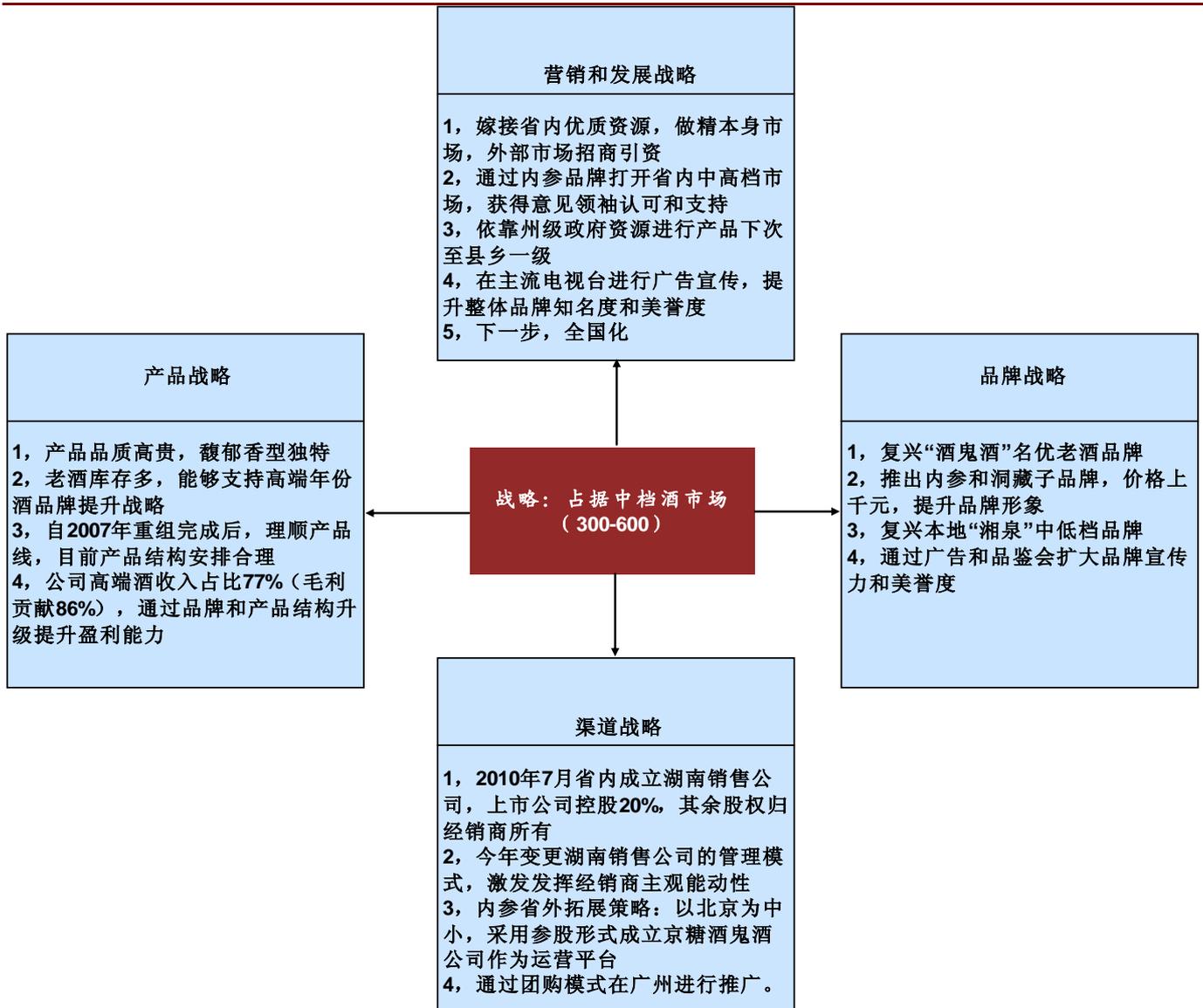
目 录

一、	中皇重构酒鬼酒，名酒走在复兴路上.....	4
1、	湘酒鬼历史优厚，几经波折终不倒.....	4
2、	聘请白酒业的“老爷子”徐可强，重构管理团队，市场、技术和内部管理全面改革.....	6
3、	保留原有改革成果，2010年下半年至今新的领导团队已经稳定:	7
二、	馥郁香型独特和渠道资源助其回归一线阵营.....	8
1、	主打产品定位高端，将受益于200-1000元白酒份额大幅提升的销售升级机会.....	8
2、	馥郁香型独特，产品差异化奠定其高端基础.....	10
3、	中糖和皇权集团强大的渠道资源有助于弥补公司销售的短板.....	11
4、	充足的产能和大量优质基酒库存，为其放量增长提供物质基础.....	12
三、	精耕湖南，公司成长空间广大.....	13
1、	来源于本地市场收入或可达10亿.....	13
2、	难逢对手，本地市场易展拳脚.....	13
3、	成立酒鬼酒湖南销售有限公司，实现公司与经销商利润捆绑.....	15
4、	渗透省内市场，销售网点下沉到县.....	15
5、	内参酒继续向县级渗透，年内收入翻番看好.....	15
6、	重新开发湘泉系列产品，抢占省内中低端市场份额.....	16
四、	全国市场重点布局，非公开定向增发助力.....	16
1、	依靠意见领袖传播，内参拓展北京和广州市场.....	16
2、	非定向增发募资4.4亿元，内外兼修驱动公司业绩上扬.....	17
3、	花费巨资作品牌宣传，公司品牌知名度提升可期.....	17
1、	核心假设.....	18
2、	预测结论.....	20
3、	相对估值及估值结论.....	20
4、	绝对估值及估值结论.....	20
	附录一：酒鬼酒大股东及实际控制人介绍.....	21
	附录二：湖南本地白酒企业概况.....	22

插图

图 1: 酒鬼酒复兴战略总结全图.....	4
图 2: 酒鬼酒历史收入和净利润变化一览表.....	5
图 3: 酒鬼酒目前股权结构图.....	6
图 4: 中皇重组后组建的核心领导团队.....	6
图 5: 公司重组后进行了内部管理和市场等方面一系列的变革.....	7
图 6: 公司现任董事会关键职务和高层管理人员背景表.....	8
图 7: 白酒消费结构变化图-中档酒销量占比将提升.....	9
图 8: 2010 年公司分产品销售数据.....	9
图 9: 酒鬼酒与其他公司产品价格比较 (元/500ml).....	10
图 10: 酒鬼酒产品实现价格全覆盖, 主打产品为中高档价格带.....	10
图 11: 酒鬼酒产品具有独特的馥郁香型.....	11
图 12: 中糖与皇权集团将为公司提供渠道和营销支持.....	12
图 13: 酒鬼酒与其他公司产品价格比较 (500 元以上, 万吨).....	13
图 14: 公司高端酒收入占比达 77%.....	13
图 15: 酒鬼本省市占率较低, 市占率提升空间大.....	13
图 16: 湖南省白酒品牌 (百万元).....	14
图 17: 湖南白酒市场各档次品牌分布.....	14
图 18: 湖南白酒市场各企业竞争力因素比较.....	15
图 19: 公司自 2010 年上半年以来中低档产品同比增速在 100% 以上.....	16
图 20: 公司非公开增发资金计划投向 (百万元).....	17
图 21: 公司品牌传播建设项目 (百万元).....	17
图 22: 2005 年起五粮液销售费用与收入增长趋于一致.....	18
图 23: 2007 年起公司销售费用与收入增长趋于一致.....	18
图 24: 分产品盈利预测拆分表.....	19
图 25: 可比白酒上市公司估值一览表.....	20
图 26: 绝对估值 FCFE 法估算公司合理价值为 31.85 元.....	21
图 27: 浏阳河产品系列 (单位: 元/500ml).....	22
图 28: 浏阳河产品系列 (单位: 元/500ml).....	23
图 29: 武陵酒主要产品 (单位: 元/500ml).....	24
图 30: 三张财务报表摘要 (百万元).....	25

图 1: 酒鬼酒复兴战略总结全图



资料来源: 宏源证券研究所

一、中皇重构酒鬼酒，名酒走在复兴路上

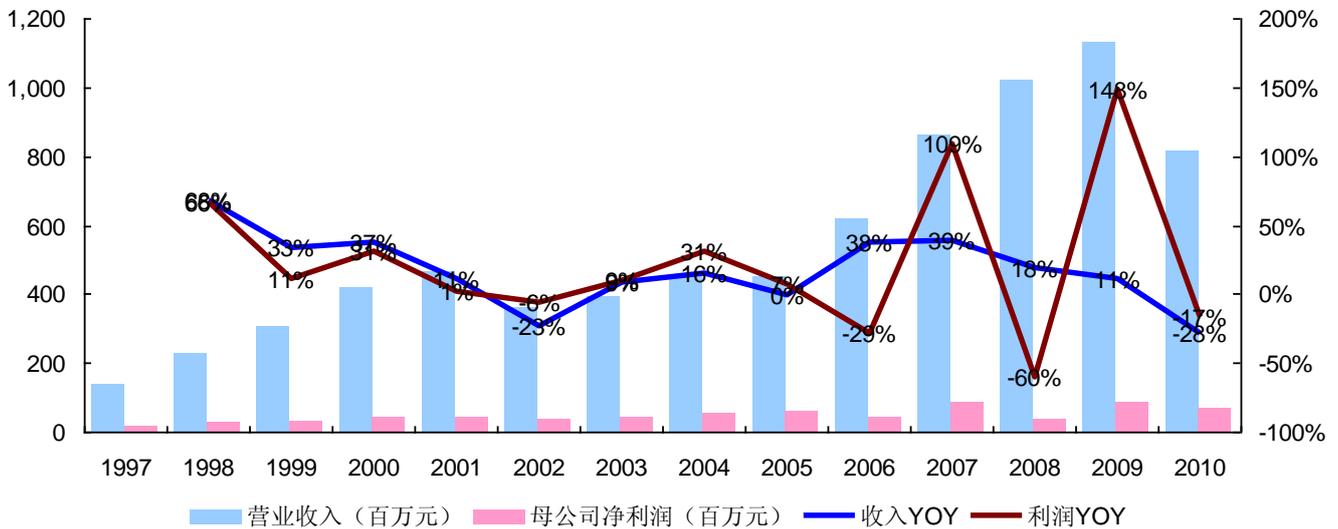
1、湘酒鬼历史优厚，几经波折终不倒

上世纪九十年代，曾是价格高于茅台的全国名酒：1993 年酒鬼酒基于对自身品质的自信，同时借艺术大师黄永玉的签名，将产品价格调整到 300 元人民币以上，这个价格高于当时的茅台和五粮液。伴随着其快速发展，其营业收入也在 2001 年达到 5.2 亿元。

引入成功集团，公司业绩下滑到低谷：由于管理不善以及多元化过度扩张，公司的业绩自 1999 年以来一度出现下滑。为了改善业绩，2002 年底，公司引入湖南民营企业集团

成功集团。但是成功集团并不擅长实业运作，并且其购买股权时的 3 亿元款项也一直未投入公司，公司业绩一路下滑。2005 年 9 月，成功集团抽逃公司资金 4.2 亿元，由此公司业绩跌入低谷，2006 年公司收入只有 2 亿元，而亏损却达到 2.3 亿元。

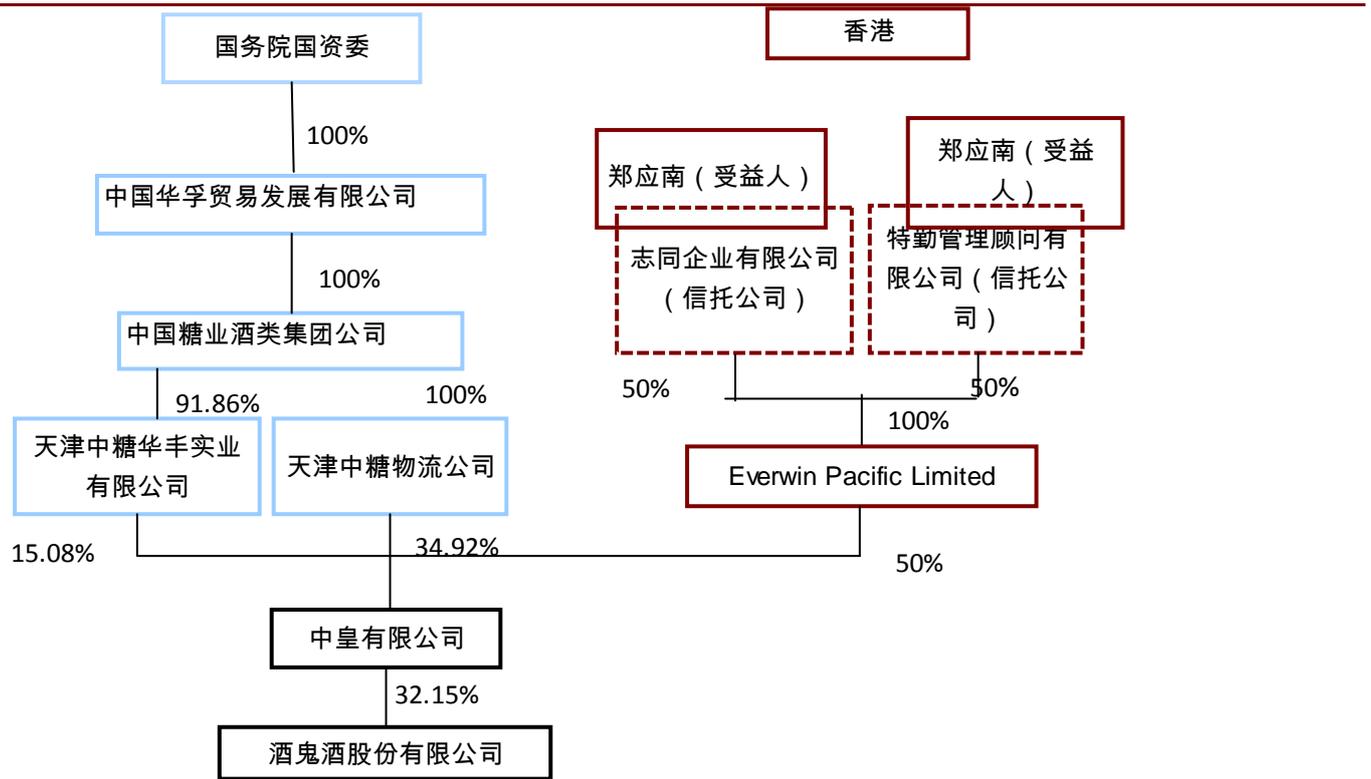
图 2：酒鬼酒历史收入和净利润变化一览表



资料来源：宏源证券研究所

控股股东破产，中皇入主：2006 年 12 月 15 日，湘泉集团破产，将其股票拍卖，而中皇公司通过竞拍获得公司总股本的 23.57%。2007 年 1 月 5 日，中皇有限公司分别受让珠海市丰细节电器有限公司持有的本公司法人股 700 万股和上海浦东发展银行广州分行持有的本公司法人股 3,100 万股。至此，中皇持有公司股本总数的 36.11%，成为公司第一大股东。

图 3: 酒鬼酒目前股权结构图



资料来源: 宏源证券研究所

2、聘请白酒业的“老爷子”徐可强，重构管理团队，市场、技术和内部管理全面改革

2009年2月，中糖集团聘请在内具有崇高威望的徐可强担任酒鬼酒总经理，而后公司组建了以徐可强、韩经纬、曾盛全等川酒人才为核心的领导团队。

徐可强曾任五粮液集团公司副董事长、副总裁,宜宾五粮液股份有限公司董事、总经理,全程负责五粮液从1993年开始出现高速增长期间五粮液及系列产品的销售,直至2004年。许可强的加入后进行了绩效考核、竞争上岗等提高企业管理绩效的改革,清理产品线和推出封坛年份酒,同时带来了诸多经销商资源,为酒鬼酒的复兴奠定了基础;

韩经纬善于市场运作,上任后即重构了公司的营销团队,大幅度进行广告营销,提升酒鬼酒的品牌和知名度;

吴晓萍是全国有名的调酒大师,于2006年底加入公司,对酒鬼酒的馥郁香型进行了重新定位,对酒的品质进行了进一步的改进。2009年吴晓萍离开后,许可强聘请了原五粮液的酿酒大师曾盛全,保证了酒鬼酒品质的延续。

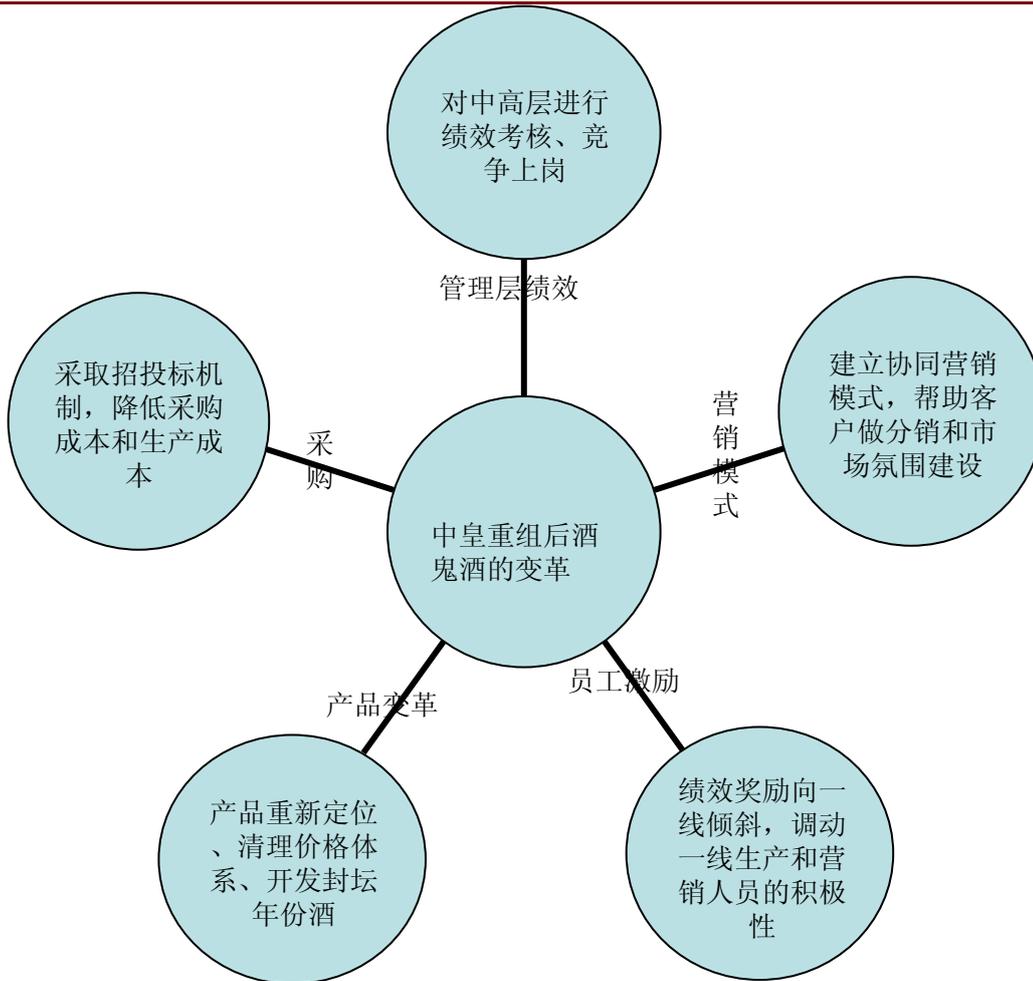
图 4: 中皇重组后组建的核心领导团队

人物	职务	任职日期	离职日期	背景
吴晓萍	总工程师	2006-12-22		国家级白酒评委,曾任泸州老窖副总工程师,“国窖1573”的设计者
徐可	总经理	2009-2-27	2010-8-16	曾任五粮液集团公司副董事长、副总裁,白酒

强				行业渠道变革者
韩经纬	常务副总经理	2009-4-23	2010-3-31	曾任四川省山东商会执行会长，成功运作“百年老店”，在白酒市场运作上有丰富的经验
曾盛全	副总经理	2009-6-18		高级酿酒师，此前一直在五粮液集团从事酿酒技术及管理工作

资料来源：宏源证券研究所

图 5：公司重组后进行了内部管理和市场等方面一系列的变革



资料来源：宏源证券研究所

3、保留原有改革成果，2010 年下半年至今新的领导团队已经稳定：

由于在销售模式上的分歧，徐可强在 2010 年 7 月辞去总经理职务。徐可强辞职后，其原有改革成果得以保留。

之后，公司组建了以中粮和皇权公司高管人员为核心的管理团队。这样的安排不仅表明了中糖和皇权集团对公司发展的支持，更为日后其协助公司发展提供了人事上的便利。

新的团队对徐可强团队的企业运作方式较为熟悉，能够合理的批判和学习，有利于弥补中糖管理者白酒运作经验不足的短处。而且，管理者与资方的利益和思路已经达成一致，从徐可强离职到现在管理层并无大的变动，公司领导团队已经稳定，共谋企业发展。

图 6：公司现任董事会关键职务和高层管理人员背景表

姓名	职务	任职日期	职责	任职背景
王新国	董事长	2008-6-27		中糖总经理，中皇公司董事长
赵公微	执行董事	2007-1-9	负责公司经营	中糖副总经理
夏心国	执行董事	2007-1-9	主抓内控	皇权集团
夏心国	总经理	2010- -16	主抓内控	皇权集团
姚蔚	副总经理	2010-7-2	负责采购	中糖
范震	副总经理	2008-6-27		曾任上海新天营销总部执行副总经理.
苏晓飏	副总经理	2010-7-2	湖南省销售	中糖
王俊	副总经理	2007-8-15		长城资产管理公司
郝刚	副总经理	2010-7-2	负责外省销售	中糖
张儒平	副总经理	2003-5-28		鸿仪投资
曾盛全	副总经理	2009-6-18	负责生产	五粮液
白敬	总经理助理	2008-6-27		中糖
吴萍	总工程师	2006-12-2		泸州老窖
张儒平	董事会秘书	2004-1-16		鸿仪投资

资料来源：wind，宏源证券研究所

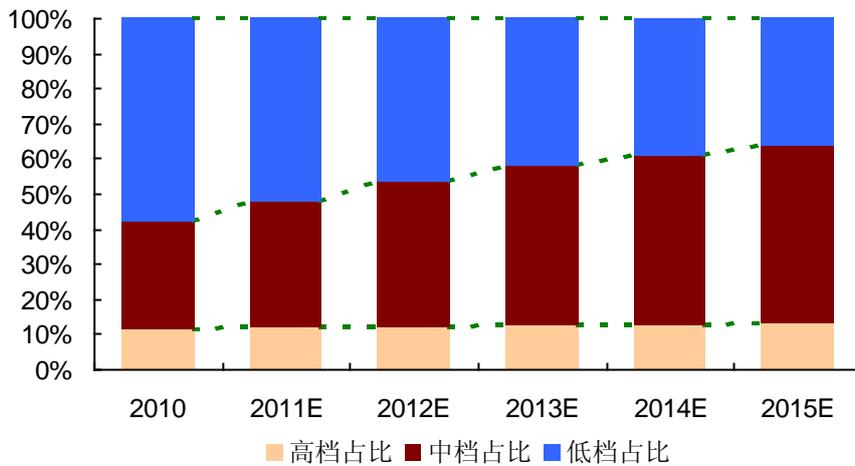
二、馥郁香型独特和渠道资源助其回归一线阵营

1、主打产品定位高端，将受益于 200-1000 元白酒份额大幅提升的销售升级机会

在此我们引用策略报告《品牌食品饮料，由少数人的奢侈品变为多数人的必选品》一文中对于不同档次白酒未来五年发展趋势的研判结论：

- ◆ 结合不同档次白酒消费增长的驱动力因素，我们认为未来三年在白酒消费总额依然保持 20%以上增长的情况下，增长也将表现出结构化差异：200-1000 价格带的白酒增速将保持在 30%-50%，而高档白酒（高于 1000 元）增速次之，平均增速接近 30%，而低档白酒（低于 200 元）的消费占比将呈现被替代的局面，增速将不会超过 15%；
- ◆ 照此速度分化演绎的结果将是：200-1000 价格带白酒的销量占比未来五年将提升近 20 个百分点，而高价酒销量占比也将缓慢小幅提升，低端酒占比将低于 50%，白酒消费结构将由金字塔向纺锤形慢慢转变。

图 7: 白酒消费结构变化图-中档酒销量占比将提升



资料来源: 宏源证券研究所

公司产品以中高端为主, 2010 年公司高端白酒收入占公司总收入的 77%, 高端白酒毛利率贡献更是达到 86%。产品结构能够很好顺应未来五年白酒消费结构的演变趋势, 极大受益于消费结构升级带来的 200-1000 价格档次白酒的快速发展机会。

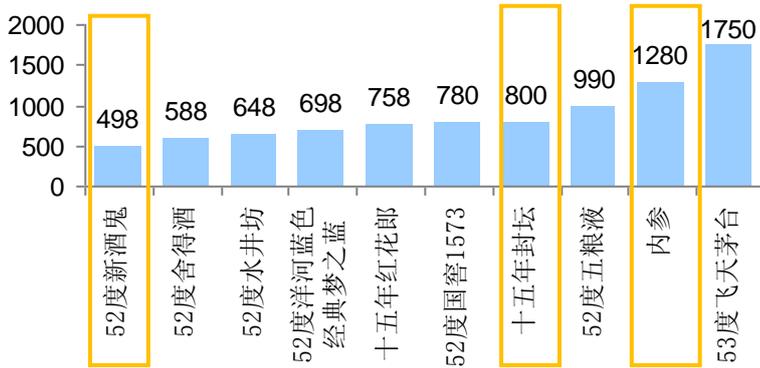
- ◆ 公司的主打产品内参、封坛价格在 800-1280 元, 定位高端, 高端白酒快速增长的需求为公司产品提供了良好机遇。
- ◆ 2010 年公司内参收入增长 60%, 而封坛酒在推出的第二年便达到 12300 万元, 占公司当年总收入的 22%。2011 年上半年, 公司内参收入已经超过 1 亿, 预计全年可实现收入 2 亿元。

图 8: 2010 年公司分产品销售数据

2010 年数据估计	销量 (吨)	收入 (万元)
内参	70	9000
封坛酒鬼酒 (20 年紫坛)	66.5	3100
封坛酒鬼酒 (15 年红坛)	200	6500
封坛酒鬼酒 (10 年黄坛)	44	1100
封坛酒鬼酒 (8 年棕坛)	56	1600
50 度新酒鬼	204	6000
52 度新酒鬼	67	2600
54 度新酒鬼 (出口)	203	3400
52 度潇湘湘泉	680	1550
52 度湘泉原浆	110	1000

资料来源: 宏源证券研究所

图 9: 酒鬼酒与其他公司产品价格比较 (元/500ml)



资料来源: 糖酒快讯, 宏源证券研究所

图 10: 酒鬼酒产品实现价格全覆盖, 主打产品为中高档价格带

品牌系列	产品	终端价格	定位	竞争对手
内参	内参	1580	超高端	茅台、五粮液等超高端白酒
洞藏	洞藏文化酒纪念版	3380	高端与超高端	
	十八年洞藏	1280		
	十五年洞藏	1100		
	九年洞藏	665		
	六年洞藏	350		
封坛	二十年封坛	800	高端与超高端	蓝色经典、水井坊、舍得酒、红花郎等
	十五年封坛	800		
	十二年封坛	600		
	十年封坛			
	八年封坛	500		
酒鬼	52度新酒鬼	498	中高端	剑南春等
	52度精品酒鬼	398		
	大酒鬼	390		
湘泉	湘泉原浆十五年	228	中端与低端	浏阳河、金六福等省内中低端白酒
	百年湘泉	148		
	五福湘泉	68		
	54度湘泉	26		

资料来源: 网上公开资料, 宏源证券研究所

2、馥郁香型独特, 产品差异化奠定其高端基础

公司依靠传统民间传统工艺, 依托湘西独特的自然地理环境, 独创中国白酒“馥郁香型”,

兼有浓、清、酱三大白酒基本香型特征。产品品质高贵而独特，构成公司产品定位高端的品质基础。而其酿酒所依赖的湘西特有的自然环境和公司独有的酿造工艺具有不可复制性，公司产品的不可模仿，构成其独特的核心竞争力。

图 11: 酒鬼酒产品具有独特的馥郁香型

香型	代表品牌和企业	口味特点
馥郁香	酒鬼酒	一口三香“前浓、中清、后酱”，诸香馥郁、入口绵甜、醇厚丰满、香味协调、回味悠长
酱香	茅台酒、郎酒、湖南常德武陵酒	香而不艳，低而不淡，醇香幽雅，回味悠长，倒入杯中过夜香气久留不散，且空杯留香，令人回味无穷
浓香	五粮液、泸州老窖、剑南春、洋河、古井贡酒	芳香浓郁，绵柔甘冽，香味协调，入口甜，落口绵，尾净余长
清香	汾酒、山西六春酒、河南宝丰酒	酒气清香芳香醇正，口味甘爽协调，酒味纯正，醇厚绵软
米香	桂林三花酒、全州湘山酒、广东长东烧等小曲米酒	蜜香清柔，幽雅纯净，入口柔绵，回味怡畅，给人以朴素纯粹的美感
药香	董酒	闻香有较浓郁的酯类香气，药香突出，带有丁酸及丁酸乙酯的复合香气，入口能感觉出酸味，醇甜，回味悠长
凤香	西凤酒	醇香突出，以乙酸乙酯为主、己酸乙酯和其他酯类香气为辅的、微弱酯类复合香气。入口突出醇的浑厚、挺烈的特点，不暴烈，落口干净，爽口
芝麻香型	山东景芝酒业	淡雅香气，焦香突出，入口芳香，以焦香、糊香气味为主；口味比较醇厚，爽口，有类似老白干酒的口味，后味稍有苦味
豉香型	广东佛山“玉冰烧酒”	香气有以乙酸乙酯和β-苯乙醇为主体的清雅香气，并带有明显的脂肪氧化的陈肉香气，口味绵软、柔和，回味较长，落口稍有苦味，但不留口，后味较清爽
特香型	江西“四特酒”	富含奇数复合香气，香味谐调，余味悠长；突出酯类的香气特征，有别于浓香型白酒的酯类香气特征；还能感觉到轻微的大米煮熟的香气
兼香型	白云边酒、口子酒、匀酒、井冈酒	酱浓谐调、幽雅舒适、细腻丰满、回味爽净、余味悠长、风格突出
老白干香型	衡水老白干	醇香清雅，具有乳酸乙酯和乙酸乙酯为主体的自然谐调的复合香气

资料来源：网上公开资料，宏源证券研究所

3、中糖和皇权集团强大的渠道资源有助于弥补公司销售的短板

中皇有限公司中方股东的实际控制人为中国糖业酒类集团公司。中糖集团为国内最大的

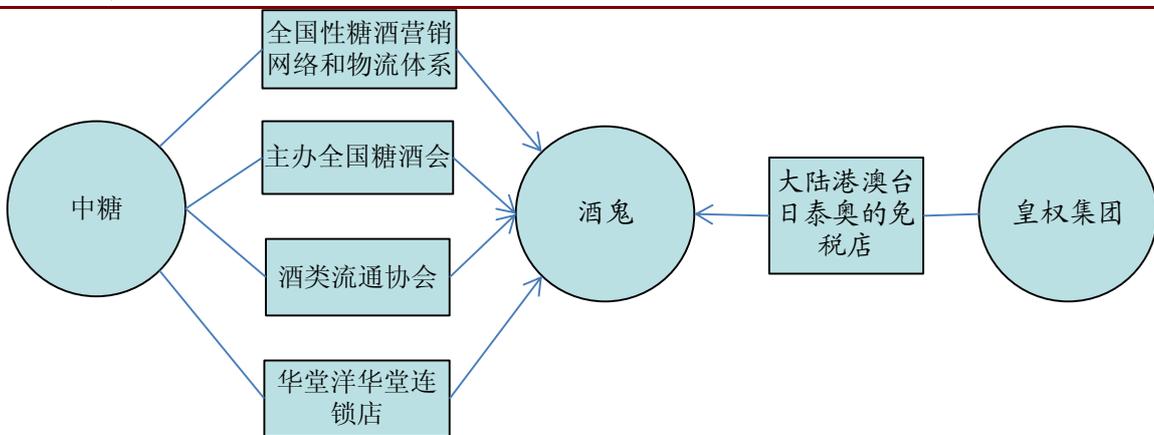
糖酒营销企业，拥有全国性食糖酒类营销网络和物流体系，主办每年两季的全国糖酒会，与日本伊藤洋华堂株式会社、伊藤忠商事株式会社共同投资组建的华糖洋华堂商业有限公司目前在北京、成都已有 8 个连锁店。公司现任董事长王新国是中国酒类流通协会的会长，而执行董事赵公微是酒类流通协会的常务副会长。中糖的这些资源将为公司营销和销售提供巨大的便利：

- ◆ 2007 年 6 月，公司与中国糖酒签署《经营支持协议书》。中国糖酒将在直属销售网络，参股连锁店渠道给与支持。中国糖酒同意积极向酒鬼酒公司介绍国内客户、引荐订单，并利用中国糖酒在酒类销售方面的经验和渠道，帮助酒鬼酒公司实现较大的销售业绩；中国糖酒将利用其在行业中的影响力，为酒鬼酒公司提供商业信用方面的支持。

中皇有限公司外方股东香港 Everwin Pacific Limited，多次跻身于世界十大免税经营者行列，多年来成功运营和参与合作了中国大陆、香港、澳门、台湾、新加坡、日本、泰国和澳大利亚的机场、机上、码头、火车站、陆路边境和市内等各种类型免税店，与全球著名免税品品牌及供应商建立了紧密的战略合作伙伴关系。这进一步为公司销售提供了渠道便利：

- ◆ 2007 年 7 月公司与皇权集团签署《经营支持协议书》，皇权集团将根据酒鬼酒公司产品销售规划的需要，以最优惠的政策，支持酒鬼酒公司产品进入皇权集团所属免税店。并利用皇权集团在港澳台地区的影响力和客户网络，协助酒鬼酒公司占领该地区的白酒市场。

图 12：中糖与皇权集团将为公司提供渠道和营销支持



资料来源：宏源证券研究所

4、充足的产能和大量优质基酒库存，为其放量增长提供物质基础

目前公司的产能达到 3 万多吨，但是 2010 年销量只有 6000 吨，预计随着公司营销费用的持续投入和营销网络的持续建设，公司将继续放量增长，这部分产能将逐渐得到释放。

公司拥有库存优质基酒 2.9 万吨，平均酒龄达 10 年，其中 30%-40% 酒龄为 15 年。基酒是勾兑各类酒液的核心资源，基酒库存越多，调制高品质白酒的能力越强。近 3 万吨优质基酒的存量，为酒鬼酒未来的放量增长和复兴白酒业务提供了基础和保障。

图 13: 酒鬼酒与其他公司产品价格比较 (500 元以上, 万吨)

品牌	品牌影响力	消费诉求	体制特点	产能	销量	渠道特点
酒鬼酒	地方著名, 在全国知名度较弱	湘西文化, 馥郁香型	国有	2+	0.6	公司与主干经销商打造大客户联盟
茅台	全国著名	国酒	国有	2.6		团购达 70%左右
五粮液	全国著名	浓香典范	国有	40	13.5 (五粮液 1.6)	零售渠道占 80%, 团购仅占 20%
泸州老窖	全国著名	浓香鼻祖, 国窖	国有	20		“柒泉营销”模式
汾酒	地方著名, 有一定的全国知名度	清香型的代表	国有	2	1.2-1.3	经销商模式+专卖点
古井贡	地方著名, 有一定的全国知名度	桃花曲、无极水、九酝酒法、明代窖池	民营, 管理层激励			深度营销
洋河	地方著名, 有一定的全国知名度	蓝色+绵柔香型+男人的情怀=蓝色经典	管理层与销售骨干持股	10+		深度分销
水井坊	历史短, 品牌较弱	“文化、文物、文明”	外资控股	0.7-0.8		

资料来源: 宏源证券研究所

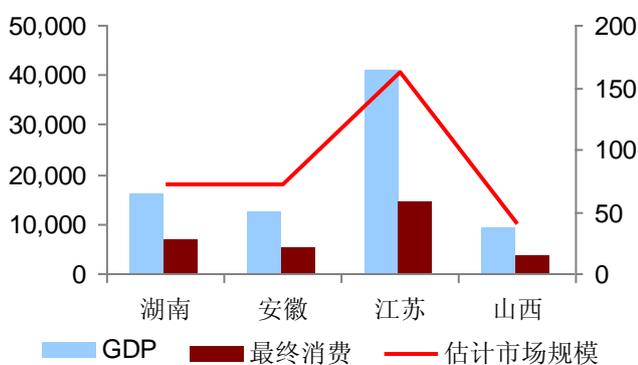
三、精耕湖南, 公司成长空间广大

1、来源于本地市场收入或可达 10 亿

据测算估算, 湖南市场空间可达 70-80 亿, 按照公司在湖南省内份额达到 13% 计算, 公司在本省收入可达 9.1-10.4 亿元, 结合公司 2010 年在湖南的销售收入只有 2 亿元可以看出, 公司尚有巨大发展空间。

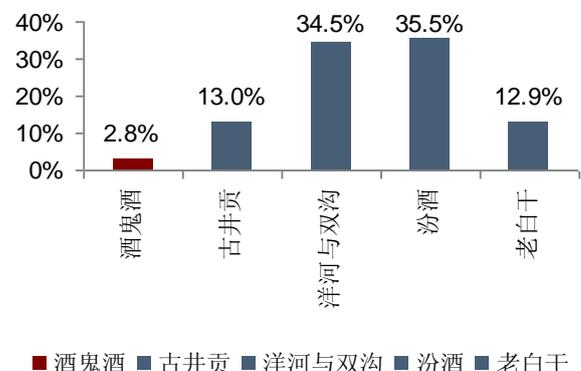
横向对比来看, 湖南的 GDP 和最终消费均高于安徽和山西, 白酒市场规模也高于山西, 基本与安徽持平。可见, 酒鬼的市场资源极为丰富, 虽不及洋河, 却可以与古井贡和汾酒比肩。结合公司目前较小的收入基数, 公司在本地市场的前景还是很广大的。

图 14: 公司高端酒收入占比达 77%



资料来源: 宏源证券研究所

图 15: 酒鬼本省市场份额较低, 市占率提升空间大



资料来源: 宏源证券研究所

2、难逢对手, 本地市场易展拳脚

湖南人的白酒消费以浓香和兼香为主，本地酒企数量较多，但是无论在品质及特色、知名度还是政府支持力度上，酒鬼酒都远超出本地品牌：

- ◆ 与其他浓香型白酒品牌相比，酒鬼的馥郁香型构成了公司独特的竞争优势。同时与浏阳河、金六福等采用五粮液系列酒的基酒不同，酒鬼采用自酿基酒，品质自然胜出一筹；
- ◆ 酒鬼曾是全国一线白酒，虽然之前一度发展停滞，但酒鬼在湖南和全国仍有一定的消费者基础。同时湘泉品牌在湖南有较深厚的市场基础，湘泉品牌在湖南还有众多的爱好者。自 2007 年中糖入主以来，公司增大了品牌推广支出，品牌影响力日增；
- ◆ 为支持公司成为湘酒的代言者，省政府乃至湘西政府对公司都给予大力支持。公司的内参成为湖南省第一政务用酒。

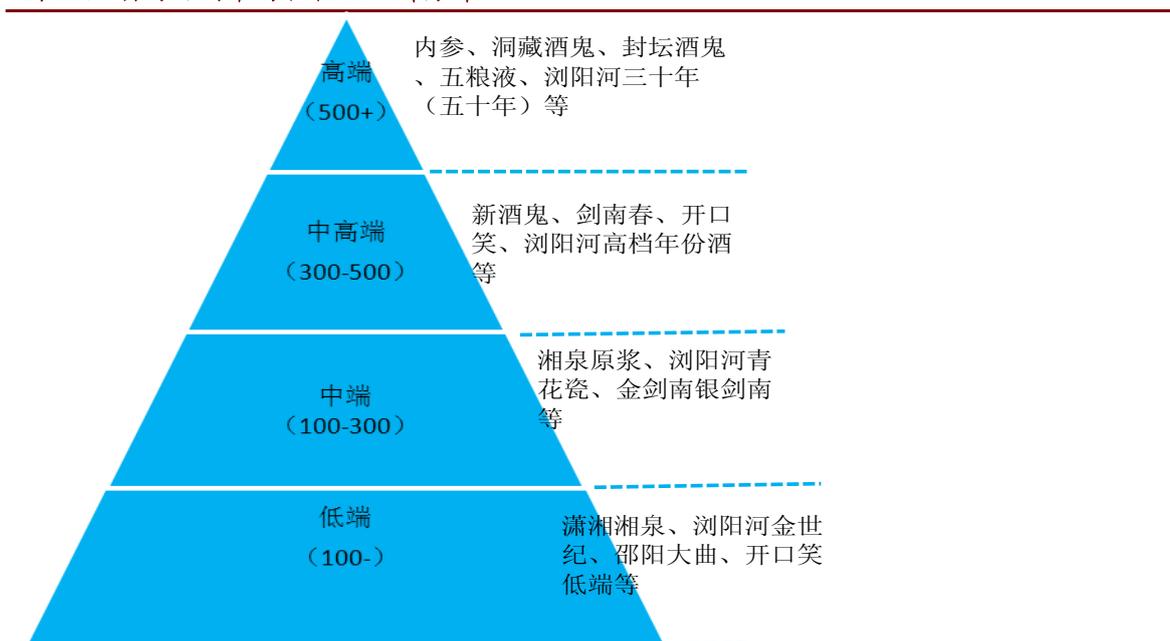
与五粮液、剑南春等外来品牌相比，其独特的品质、适当的价格、较强的渠道能力和当地政府的支持都构成了公司的抢占和维护本地市场的竞争力。

图 16: 湖南省白酒品牌 (百万元)

品牌	香型	定位	所属企业	备注
武陵酒	酱香	中低端	武陵酒业	联想控股，泸州老窖参股
浏阳河	浓香	中低端	浏阳河	中商集团控股，采用五粮液基酒
开口笑	浓香	中高端	湘窖酒业	与金六福同为华泽集团旗下
邵阳大曲	浓香	中低端	湘窖酒业	与金六福同为华泽集团旗下
湘泉	馥郁香	中低端	酒鬼酒	中糖控股
酒鬼酒	馥郁香	高端	酒鬼酒	中糖控股
内参	馥郁香	超高端	酒鬼酒	中糖控股

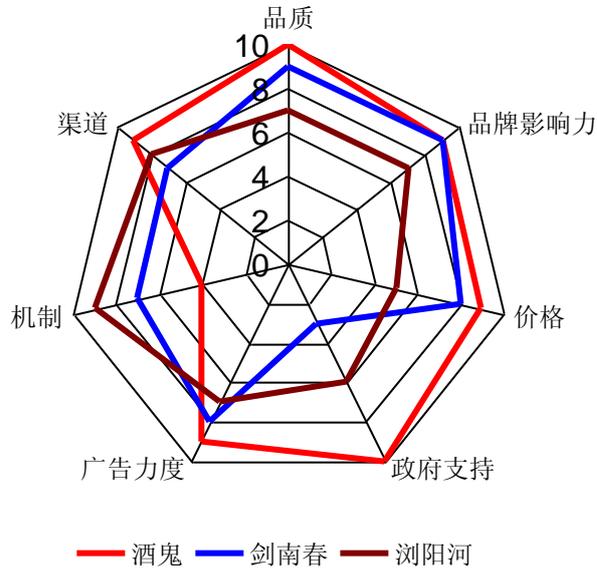
资料来源：宏源证券研究所

图 17: 湖南白酒市场各档次品牌分布



资料来源：宏源证券研究所

图 18: 湖南白酒市场各企业竞争力因素比较



资料来源: 宏源证券研究所

3、成立酒鬼酒湖南销售有限公司，实现公司与经销商利润捆绑

2010年7月，酒鬼酒供销公司与湖南省骨干经销商共同出资成立了“酒鬼酒湖南销售有限公司”，代替酒鬼酒销售公司在湖南省内的销售职责，实现了厂商与经销商价值一体化。

- ◆ 湖南省是公司最主要的市场，2010年的销售额达2亿元，占公司总收入的36%，湖南销售公司的成立有助于公司稳定其最大市场。湖南销售公司成立以来，已经实现了酒鬼酒主力产品在湖南省商超和流通渠道的全品相陈列；
- ◆ 销售公司中，经销商80%的股份占比可以确保经销商能够获得足够利润划分，确保经销商有积极性与公司共同做大企业品牌，减少公司销售费用，提高公司销售费用的使用效率；同时公司持股20%，为第一大股东，保留了对公司的管理和控制权。

4、渗透省内市场，销售网点下沉到县

公司在全省市级的销售网点已经布局完成，未来将进一步深入到县，重点发展长沙、株洲、湘潭以及大湘西地区，做到每个县都有销售网点，不留市场空白点，这将进一步推动公司产品省内销售的增长。

5、内参酒继续向县级渗透，年内收入翻番看好

内参成为湖南第一政务用酒，被湖南五大家（政府、省委、军区、省政府、政协）礼仪用酒。2010年公司的内参收入达1亿元。2011年上半年内参收入已经超过一亿，全年有望超过两亿。

内参在省内还有有很大空间，除湖南省级政府部门外，还有下面几百个县级的政府有待成为内参的客户。为开发这部分客户，公司组建了一个巡回小组，包括一部分领导，在

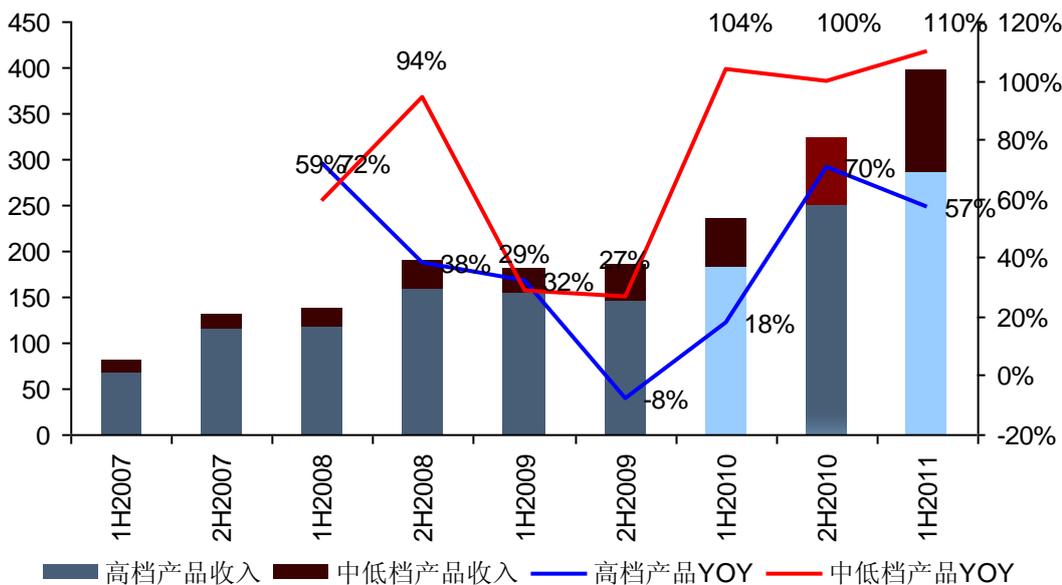
全省范围内做交流品鉴活动，深入到县级，一个一个去宣传，请每个县主要领导来品尝。这些领导通过行政关系可以带销售人员认识政府人员，建立联络点和联系方式。然后每年搞一个活动，请大家来参加。如果争取到大部分县政府用酒，公司内参省内收入可望翻番。

6、重新开发湘泉系列产品，抢占省内中低端市场份额

为了抢占省内中低端白酒市场的份额，公司重新启用了湘泉品牌，定位中低端。湘泉品牌在形象上与酒鬼和内参品牌相分离，不会造成消费者对公司产品定位认知的混乱。

从2010年10月起，公司重新对湘泉系列产品口感进行了调整，使其在保持原有特色的同时更适合大众口味。2011年初，公司抽调骨干正式组建相对独立的湘泉事业部，邀请安徽具有中低端酒实战经验的常城先生出任事业部总经理。5月份新“湘泉”产品已经在吉首上市。2010年上半年以来，公司中低档产品收入（主要是湘泉系列）同比增速均在100%以上，中低档产品占领市场份额的规划获得业绩上的支持。由于湘泉在省内有一定的品牌影响力和消费基础，价格定位合理，我们看好“新湘泉”在省内市场的销售。

图 19: 公司自 2010 年上半年以来中低档产品同比增速在 100% 以上



资料来源：定期报告，宏源证券研究所

四、全国市场重点布局，非公开定向增发助力

1、依靠意见领袖传播，内参拓展北京和广州市场

联合经销商成立京糖酒鬼酒业有限公司，利用其渠道推销内参：仿照湖南酒鬼酒销售有限公司，公司与北京北方京糖洋酒销售有限公司、北京北方茂林商贸有限公司共同出资组建北京京糖酒鬼酒业有限公司，采取参股的形式（公司参股 25%），由京糖酒鬼酒公司来运作内参酒，利用其渠道推销内参。

通过团购在广州推广：2010 年底，公司通过召开交流会、聘请领导为高端品鉴顾问等，发展公司的内参顾问，利用这些意见领袖的口碑带动大众消费。

由于内参不做广告而是通过意见领袖的口碑来传播，所以其销售费用低而渠道利润高，经销商的积极性也很高，今年上半年内参的销售收入已超过去年全年，其在北京和广东市场的销售也很看好。

2、非定向增发募资 4.4 亿元，内外兼修驱动公司业绩上扬

公司年内完成非定向增发，募集资金上限 4.43 亿元，扣除发行费用后将全部用于投资“馥郁香型”优质基酒酿造技改项目、基酒分级储藏及包装中心技改项目、营销网络建设项目、品牌媒体推广项目：

- ◆ “馥郁香型”优质基酒酿造技改项目将大幅提高公司高档酒的产能，提升公司高档酒的品质，项目完成后公司优质基酒的占比将大幅上升，从而满足市场对公司高档酒的强劲需求；
- ◆ 基酒分级储藏及包装中心技改项目主要用于提升公司大量优质基酒的储藏条件和产品的包装质量，前者是提升优质基酒产能的配套项目，同时可以减少公司优质基酒储藏不善导致的损失；
- ◆ 品牌媒体推广项目拟分 5 年，投资 3.1 亿(其中来自增发募集占 1.2 亿)在央视及各大媒体打广告重塑品牌，预计 2012 年广告一项费用可达 1 个多亿，相比较今年而言费用投入力度在继续加大；
- ◆ 营销网络建设项目拟投 5054 万，以湖南为中心，在全国建 100 个营销网点，省内网点布到县一级，且要建立计算机物流网络系统跟踪销售情况。随着项目完成，公司销售网络将在深度和广度上将会有较大改善，同时计算机物流网络系统将提高公司对终端市场的反应灵敏度，更好的把握和满足市场需求，为公司未来几年放量增长打好渠道基础。

图 20: 公司非公开增发资金计划投向 (百万元)

投资项目	项目投资总额	拟投入募集资金额	占比
“馥郁香型”优质基酒酿造技改项目	55	55	13%
基酒分级储藏及包装中心技改项目	199	199	47%
营销网络建设项目	51	51	12%
品牌媒体推广项目	310	120	28%
合计	613	423	100%

资料来源：宏源证券研究所

3、花费巨资作品牌宣传，公司品牌知名度提升可期

公司拟在未来 5 年投入 3.1 亿元用于品牌媒体推广，其中 1 亿元（整个品牌媒体推广目的的 32%）用于央视广告投放。2010 年公司曾中标央视《焦点访谈》提要后正一条广告等多个版块，广告总价值高达 5000 万元。预计明年公司将在央视主播频道和湖南卫视本地台联合开展广告宣传活动，进一步借力提升品牌知名度，助兴酒鬼复兴。

图 21: 公司品牌传播建设项目 (百万元)

序号	品牌传播建设项目	金额	比例
1	电视台广告投放	150	48%
1.1	中央电视台广告投放	100	32%

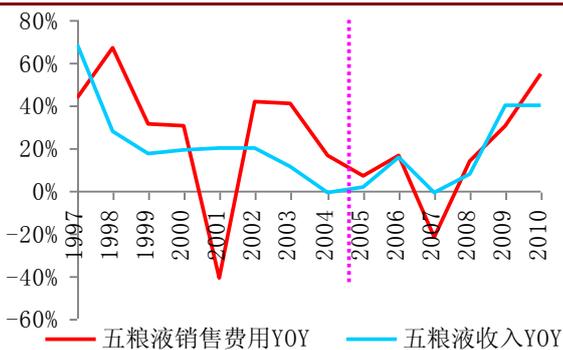
1.2	2 大重点卫视广告投放	30	10%
1.3	5 大全国卫视广告投放	20	6%
2	报刊杂志广告投放	40	13%
2.1	报刊广告	30	10%
2.2	日常广告投放	18	6%
2.3	特殊广告投放	12	4%
2.4	杂志广告	10	3%
3	户外广告投放	120	39%
3.1	北京、上海等直辖市及重点省会城市	40	13%
3.2	各大省会城市	40	13%
3.3	二线城市	40	13%
	费用合计	310	100%

资料来源：宏源证券研究所

对白酒公司的研究表明广告宣传活动对公司业绩推动明显：

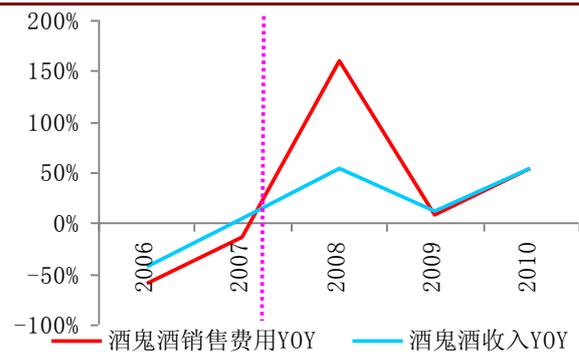
- ◆ 白酒行业品牌宣传活动对企业收入增长作用明显：我们的研究发现，2005 年以来，白酒企业的品牌宣传费用与公司销售收入具有同步增长的趋势。这说明公司的品牌推广对销售收入的增长具有较强的推动作用；
- ◆ 公司最近几年加大营销费用，效果初显。同时，公司拟在未来几年投入 3.1 亿元进行品牌媒体推广。公司进行品牌推广的效益已经显现，未来品牌知名度进一步提升可期。

图 22: 2005 年起五粮液销售费用与收入增长趋于一致



资料来源：宏源证券研究所

图 23: 2007 年起公司销售费用与收入增长趋于一致



资料来源：宏源证券研究所

五、盈利预测、估值和投资建议

1、核心假设

收入增长率假设（具体过程见图表 24）：

- ◆ 预计 2011-2013 年省内内参收入增速分别为 130%、77%、50%，省外内参收入增速分别为 100%、71%和 50%；
- ◆ 封坛系列（年份酒鬼）2011-2013 年收入增速分别为 140%、46%和 30%；省外增速分别为 100%、51%和 30%；
- ◆ 其他酒（含老酒鬼系列和湘泉系列）2011-2013 年收入增速分别为 59%、40%和 30%。

毛利率预测：由于公司中低端品牌的收入增长相对较快、且由于白酒成本相对固定，提价可以带来毛利率的提升，因此我们预计其综合毛利率将随着规模的增长仍将上提：

- ◆ 有关内参、封坛和其他酒系列的毛利率变化趋势详见表 24 所示。

费用率假设：由于公司正处在市场扩张期，加大/维持目前营销投资将是未来主旋律，又由于公司在销售政策方面会鼓励部分实力强大的经销商，因此销售费用结算方式的改变也会使提升费用的使用效率，将带来费用率的下降。总体而言，随着规模体量的不断变大，我们认为酒鬼销售费用率目前处于白酒上市公司高点的情况会逐渐得到改善，预计费用率下降是未来三年主旋律：

- ◆ 预计 2011-2013 年销售费用率分别为 30.7%、29%和 25%。

图 24：分产品盈利预测拆分表

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
省内 内参	销量（吨）	28	35	68	156	266	399
	YOY		25%	94%	130%	70%	50%
	吨酒价格（万元/吨）	133	140	115	115	120	120
	收入(百万)	37	49	78	180	319	479
	YOY		32%	60%	130%	77%	50%
	毛利率	85%	86%	82%	82%	82%	83%
省外 内参	销量（吨）	5	6	10	20	40	60
	YOY		20%	67%	100%	100%	50%
	吨酒价格（万元/吨）	133	140	140	140	120	120
	收入(百万)	7	8	14	28	48	72
	YOY		26%	67%	100%	71%	50%
	毛利率	85%	86%	82%	82%	82%	82%
省内 封坛	销量（吨）	0	45	95	190	266	346
	YOY			111%	100%	40%	30%
	吨酒价格（万元/吨）	0	50	40	48	50	50
	收入(百万)	0	23	38	91	133	173
	YOY			69%	140%	46%	30%
	毛利率	0%	75%	75%	75%	75%	75%
省外 封坛	销量（吨）	0	4	100	200	290	377
	YOY			2400%	100%	45%	30%
	吨酒价格（万元/吨）	0	50	48	48	50	50
	收入（百万）	0	2	48	96	145	189
	YOY			2300%	100%	51%	30%
	毛利率	0%	75%	75%	75%	75%	75%

其他 (含老 酒鬼 和湘 泉)	吨酒价格(万元/吨)								
	收入(百万)	283	283	382	608	851	1106		
	YOY		0.14%	35%	59%	40%	30%		
	毛利	209	218	274	425	596	774		
	毛利率	74%	77%	72%	70%	70%	70%		
合计	收入合计(百万)	327	365	560	1003	1496	2018		
	YOY		12%	54%	79%	49%	35%		
	营业成本	81	79	146	267	391	517		
	毛利	246	285	414	736	1105	1502		
	综合毛利率	75%	78%	74%	73%	74%	74%		

资料来源: 宏源证券研究所

2、预测结论

基于公司前期较高的业绩增长以及对公司产品和战略的信心, 我们预计 2011-2013 公司收入分别为 10 亿元、14.9 亿元和 20.2 亿元, 对应增速分别为 79%、49%和 35%。未来三年归属于母公司的净利润分别为 1.29 亿元、2.34 亿元和 3.91 亿元, 同比增速分别为 63.6%、80.1%和 67.2%。对应增发摊薄后 EPS 分别为 0.40 元、0.72 元和 1.20 元。

3、相对估值及估值结论

公司正处于管理改善后业绩高成长期, 属于可比白酒上市公司中的市值洼地, 结合以上基本面分析, 按照 40X12PE/25X13PE 计算, 合理价值应为 28.8-30.1 元, 首次给予“买入”评级。

图 25: 可比白酒上市公司估值一览表

代码	公司名称	盈利预测		11YOY	12YOY	PE		2011-11-15	
		11E	12E			11PE	12PE	总市值	流通市值
000568.SZ	泸州老窖	2.04	2.74	29%	34%	20	15	581	298
000596.SZ	古井贡酒	2.48	4.12	85%	66%	38	23	241	167
000858.SZ	五粮液	1.68	2.31	45%	38%	22	16	1378	1377
002304.SZ	洋河股份	4.46	6.93	-9%	55%	32	21	1287	586
600199.SH	金种子酒	0.71	1.08	123%	51%	27	18	108	101
600519.SH	贵州茅台	7.71	10.79	44%	40%	26	19	2117	2117
600702.SH	沱牌舍得	0.38	0.72	68%	89%	53	28	68	68
600779.SH	水井坊	0.65	0.83	35%	27%	35	28	112	67
600809.SH	山西汾酒	1.94	2.91	70%	50%	36	24	305	305

注: 以上盈利预测均来自 wind 收录的市场一致盈利预测

资料来源: wind, 宏源证券研究所

4、绝对估值及估值结论

假设过渡期年数为 8, 永续期增长率为 2%, 无风险利率为 3.61%, 市场组合报酬率为 11.46%, 有效税率 25%, 过渡期增长率 15%, β 、Kd、Wd 分别为 0.91、6.78%、10%的

协会的常务副会长。

- ◆ 中糖集团有着丰富的与外资连锁经营的经验。中糖集团与日本伊藤洋华堂株式会社、伊藤忠商事株式会社共同投资组建的华糖洋华堂商业有限公司，是经国务院批准的首家中外合资零售连锁企业，目前在北京、成都已有 8 个连锁店。

Everwin Pacific Limited (皇权集团):

- ◆ 香港 Everwin Pacific Limited，多次跻身于世界十大免税经营者行列，是唯一入榜的亚洲免税业经营者，主要业务为投资和经营免税店，供应免税烟、酒、香化、精品、食品和其他免税品，为出入境口岸免税店提供设计及管理资讯服务等；
- ◆ 皇权集团（香港）多年来成功运营和参与合作了中国大陆、香港、澳门、台湾、新加坡、日本、泰国和澳大利亚的机场、机上、码头、火车站、陆路边境和市内等各种类型免税店，与全球著名免税品品牌及供应商建立了紧密的战略合作伙伴关系。

天津中糖华丰实业有限公司:

- ◆ 天津中糖华丰实业有限公司是中国糖业酒类集团公司设在天津地区的分公司，经营食糖、五粮液、剑南春、酒鬼酒、物流等业务，下设分公司、控参股公司 6 家：天津中糖华丰物流、惠华糖业、华隆实业、华和公司、东营商贸、中皇公司。

天津中糖物流有限公司:

- ◆ 天津中糖物流有限公司隶属中国糖业酒类集团公司，是国家直属储备糖库。公司具备港口接运及代储代销能力。

附录二：湖南本地白酒企业概况

湖南浏阳河酒业有限公司

- ◆ 1998 年湖南中商集团旗买断浏阳河商标，改造浏阳河酒厂。目前的年销售收入估计在 10 亿元左右；
- ◆ 公司产品以中低端为主。公司生产原来全部采用五粮液系列酒的基酒。2003 年开始，五粮液基酒不断提价，公司利润受到挤压，2005 年下半年开始公司推出高档酒，但是市场效果并不理想。2008 年下半年开始，浏阳河再次发力全国市场，其高端白酒在北京、江苏、湖南、河南、山东等重点市场的销售开始取得突破。2009 年销售有 35% 的增长，其中高端白酒比例不断提升。2009 年上半年，与去年同期比较，销售额增长 186%，其中，中高档酒贡献率达到了 87.3%；
- ◆ 伴随其高端酒战略，公司在 2007 年宣称要建设浏阳河国际名酒城，以减少对五粮液基酒的依赖，现在部分高档产品采用自己酒厂的酒。

图 27：浏阳河产品系列（单位：元/500ml）

产品系列	产品定位	终端价格
青花瓷百里醇香十年（52 度）	中端	149
青花瓷百里醇香十年（39 度）	中端	142
青花瓷珍品二十年（52 度）	中端	206
青花瓷珍品二十年（39 度）	中端	198
青花瓷十里醇香	中低端	68

青花瓷五里醇香	中低端	47
五十年陈酿	高端	1347
三十年陈酿	高端	545
十五年陈酿	中端	335
十年陈酿	中端	229
浏阳河金世纪五星	中端	208
浏阳河金世纪四星	中低端	63
浏阳河金世纪三星	中低端	42
浏阳河金世纪二星	低端	27
浏阳河金世纪一星	低端	26

资料来源：宏源证券研究所

湖南湘窖酒业有限公司

- ◆ 前身为邵阳市酒厂，始建于1957年10月，2003年8月被湖南金六福酒业有限公司（华泽集团）成功收购后更名为湖南湘窖酒业有限公司。2009年，该公司实现白酒产量27000千升，产值11.5亿元。
- ◆ 产品分为湘窖、开口笑、邵阳和营养开口笑等四大系列品牌。其中开口笑系列主打中高端，邵阳系列主打中低端。
- ◆ 开口笑产品属浓香型白酒，在湖南重点聚焦中高档酒市场，传播上聚焦湖湘文化的精神内核；在广东市场则以专供的单品“开口笑”突破终端市场，传播以轻松的市井文化为主。前产品分为两大系列：陈酿系列、精品系列，其中15年陈酿为开口笑品牌的核心产品。
- ◆ 邵阳品牌系列的代表产品是邵阳大曲（光瓶），邵阳老酒是邵阳品牌系列另一款核心产品，主攻小瓶酒市场。邵阳品牌系列酒还包括邵阳酒坊、蓝盒金牌邵阳大曲、金牌邵阳大曲、珍品邵阳大曲等中低价位盒装产品，在邵阳、湘潭、常德、岳阳、怀化等市场较受欢迎。

图 28：浏阳河产品系列（单位：元/500ml）

产品系列	产品定位	价格（元/500ml）
52度开口笑湘窖五十年	中高端	888
52度开口笑大肚能容	中高端	500
52度开口笑精品五星	中高端	288
52度开口笑陈酿	中低端	65
52度铁盒开口笑	中低端	68
52度喜庆开口笑	中低端	56
邵阳老酒	中低端	60
邵阳大曲小酒版	中低端	17

资料来源：宏源证券研究所

湖南武陵酒有限公司

- ◆ 座落在湖南常德市，中国 17 大名酒之一，与茅台、郎酒并列合称为“茅武郎”，是中国酱香型白酒的“三朵金花”之一。目前公司的规模较小，估计在 1 亿元，公司目标在 2015 年要过 10 亿。
- ◆ 2003 年 11 月，浓香白酒典型代表泸州老窖股份公司斥资 1500 万元收购原常德武陵酒业有限公司武陵酒有限公司 60% 的股权，2007 年 6 月，泸州老窖再次增持武陵酒 500 万股股权，持有武陵酒 80% 的股权。联想控股 2011 年投资 1.3 亿元以 39% 的持股比例，成为湖南武陵酒有限公司第一大股东。
- ◆ 2007 年，公司推出新的武陵酒，按军衔分为武陵上酱、武陵中将和武陵少将。目前公司产品主要有酱香武陵酒--武陵上酱、武陵中酱、武陵少酱，浓香型武陵洞庭春色系列，兼香型武陵芙蓉国色系列，涵盖酱香、浓香、兼香三大领域。

图 29：武陵酒主要产品（单位：元/500ml）

产品系列	价格
武陵上酱	2300-2400
武陵中酱	600-700
武陵少酱	300-400
武陵王	
武陵芙蓉国色	
武陵洞庭春色	

资料来源：宏源证券研究所

图 30: 三张财务报表摘要 (百万元)

利润表					资产负债表				
	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	560	1003	1496	2018	货币资金	108	10	15	20
YOY	54%	79%	49%	35%	应收和预付款项	141	448	176	392
营业成本	146	267	391	517	存货	448	2218	1691	3475
毛利	414	736	1105	1502	其他流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	74%	73%	74%	74%	长期股权投资	77	77	77	77
营业税金及附加	85	113	165	222	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	15%	11%	11%	11%	固定资产和在建工程	325	381	414	425
销售费用	203	308	434	505	无形资产和开发支出	93	90	87	84
% 营业收入	36%	31%	29%	25%	其他非流动资产	0	0	0	0
管理费用	82	95	142	192	资产总计	1191	3223	2459	4473
% 营业收入	15%	10%	10%	10%	短期借款	190	1337	292	1568
财务费用	9	47	53	62	应付和预收款项	244	547	564	880
% 营业收入	2%	5%	4%	3%	长期借款	0	30	60	90
资产减值损失	-28	0	0	0	其他负债	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	435	1914	916	2538
投资收益	12	0	0	0	股本	303	341	341	341
营业利润	75	173	312	522	资本公积	760	1145	1145	1145
% 营业收入	13%	17%	21%	26%	留存收益	-307	-177	57	448
营业外收支	11	0	0	0	归属母公司股东权益	756	1309	1543	1935
利润总额	86	173	312	522	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	15%	17%	21%	26%	股东权益合计	756	1309	1543	1935
所得税费用	7	43	78	130	负债和股东权益合计	1191	3223	2459	4473
净利润	79	130	234	391					
归属于母公司所有者的净利润	79	130	234	391					
少数股东损益	-1	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	101	36	282	427	毛利率	74%	73%	74%	74%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	52%	45%	42%	38%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	17%	22%	24%	29%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	21%	25%	26%	31%
固定资产投资	-48	-411	-416	-322	销售净利率	14%	13%	16%	19%
其他	-1921	0	0	0	ROE	11%	10%	15%	20%
投资活动现金流净额	-1969	-411	-416	-322	ROA	8%	7%	15%	13%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	9%	20%	10%	23%
股权融资	1865	0	0	0	销售收入增长率	54%	79%	49%	35%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	72%	132%	65%	60%
筹资成本	0	-43	-59	-84	EBITDA 增长率	53%	107%	60%	56%
其他	-6	0	0	0	净利润增长率	35%	65%	80%	67%
筹资活动现金流净额	1859	-43	-59	-84	总资产增长率	4%	171%	-24%	82%
现金净流量	37	-417	-192	21	股东权益增长率	12%	73%	18%	25%
					经营营运资本增长率	-4%	510%	-38%	128%
					流动比率	1.6	1.4	2.2	1.6
					速动比率	0.6	0.2	0.2	0.2
					应收账款周转率	100.5	167.1	187.0	201.8

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张珺	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁			
	010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。