

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 目录

公司概况：甘肃龙头酒企，发展积极向上 .....	5
机制变革：股东结构持续优化，五年规划彰显决心 .....	6
从中信兴业到豫园股份，股东背景结构优化 .....	6
公司充分发挥民营机制灵活性，引入经销商持股，扩大员工激励范围 .....	7
五年规划体现公司“二次创业”决心 .....	9
产品体系：产品结构持续升级，百元以上产品占比提升明显 .....	11
公司产品涵盖五大系列，产品价位带覆盖全面 .....	11
星级系列为公司的塔基产品，百元以上产品培育空间较大 .....	12
区域布局：省内巩固龙头地位，省外辐射西北区域 .....	13
省内稳固龙头地位，深耕布局增量市场 .....	13
省外采取梯次开发战略，主要辐射西北区域 .....	16
盈利预测与投资评级 .....	19
风险提示 .....	20

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司地处长江水系（嘉陵江水系）名酒长廊.....	5
图表 2. 公司发展历程.....	5
图表 3. 公司最新股权结构.....	6
图表 4. 复星集团三大业务板块.....	7
图表 6. 金徽酒营收及同比增速.....	8
图表 7. 金徽酒归母净利及同比增速.....	8
图表 8. 公司非公开发行配售结果.....	9
图表 9. 奖惩措施细则.....	9
图表 10. 公司未来五年业绩目标.....	9
图表 11. 金徽酒单季度营收及同比增速.....	10
图表 12. 金徽酒单季度归母净利及同比增速.....	10
图表 13. 金徽酒产品价格列表.....	11
图表 14. 分产品档次收入占比.....	12
图表 15. 金徽酒省内市场份额接近 30%.....	13
图表 16. 河西走廊主要城市.....	13
图表 17. 省内主要竞品.....	13
图表 18. 2019 年省内分区域收入及增速.....	14
图表 19. 2019 年省内分区域收入占比.....	14
图表 20. 甘肃省内不同区域 GDP 及常驻人口（2018 年）.....	14
图表 21. 经销商数量分区域（单位：个）.....	15
图表 22. 公司与华为签署合作协议.....	15
图表 23. 西北五省梯次开发.....	16
图表 24. 19 年省外收入占比 13%，收入增速 63%.....	17
图表 25. 省外产品主推正能量系列.....	17
图表 26. 陕西市场竞争格局.....	17
图表 27. 西北四家酒企收入规模.....	18
图表 28. 西北上市酒企营收增速.....	18
图表 29. 金徽酒收入预测表.....	19
图表 30. 重点公司盈利预测与评级.....	19
损益表(人民币 百万).....	21

资产负债表(人民币 百万).....	21
现金流量表(人民币 百万).....	21
主要比率 (%).....	21



## 公司概况：甘肃龙头酒企，发展积极向上

金徽酒地处长江上游、秦岭南麓，毗邻世界自然遗产九寨沟的陇南徽县，是长江流域唯一的西北酒企，素有“秦陇锁钥，巴蜀咽喉”之称，酿酒生态环境得天独厚。根据徽县《县志》记载，1134年，南宋抗金名将吴玠在徽县仙人关大破金兵，当地百姓以美酒犒赏将士，以金盞盛酒，当地人把“盞”发“徽”音，因此得名金徽。公司于1951年建厂，1960年申请注册“金徽”商标，并开始使用“金徽酒”名称。2016年3月，公司在上海证券交易所上市。经过长期的市场运作及渠道深耕，公司在甘肃省的市场份额接近30%，是当地的龙头酒企，在消费者中拥有较高的口碑。

图表 1. 公司地处长江水系（嘉陵江水系）名酒长廊



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 2. 公司发展历程



### 1951--1980

1951年，在永盛源、万盛魁、宽裕成等白酒作坊的基础上组建甘肃省徽县酒厂，即甘肃陇南春酒厂前身。  
1960年，国家实施商标战略，金徽酒厂正式以【金徽】注册商标，成为全国首批获准注册的八大国酒品牌之一。  
1980年，陇南春酒厂更名为甘肃陇南春酒业（集团）有限责任公司，成为省属国有独资企业。



### 2004--2016

2004年，因经营管理不善，陇酒集团宣告破产，随后，甘肃金徽酒业集团收购陇酒集团破产资产。  
2009年，亚特集团出资设立徽县金徽酒业有限公司，收购了甘肃金徽与白酒经营相关的资产和业务，突出白酒主业。  
2012年，公司销售突破10亿元（税前），各项指标连续四年保持了40%以上的增长速度，稳坐甘肃白酒企业头把交椅。  
2016年，公司A股上市，亚特集团持股55.28%。



### 2017-2019

2017年，公司改扩建窖泥车间顺利投产运行，酿酒四车间正式投产。  
2018年，公司新的制曲中心正式建成投产。  
2019年，公司通过非公开发行引入经销商及员工持股。同年8月，公司颁布五年规划纲要，计划利用五年时间实现营收30亿元，扣非归母净利6亿元。

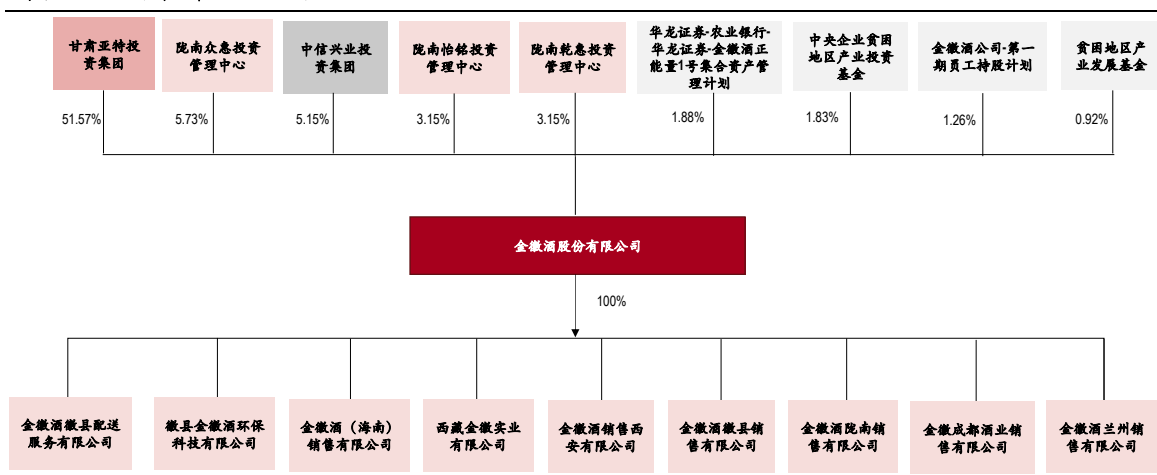
资料来源：公司官网，中银证券

## 机制变革：股东结构持续优化，五年规划彰显决心

### 从中信兴业到豫园股份，股东背景结构优化

2019年5月公司股东背景结构优化，首位国资背景股东溢价举牌，成为公司前五股东之一。2019年5月23日，公司公告5%以上股东英之玖将所持2,009.89万股股票以14.346元/股的价格转让给中信兴业，较5月23日收盘价溢价3.81%，价款总额2.88亿元。此次转让完成后，中信兴业为公司前五股东之一，持股比例5.15%。中信兴业成立于1988年，是中信集团所属的全资子公司，主要从事产业投资。中信兴业的举牌意味着金徽自成立以来迎来了首位持股5%以上的国有背景股东入主，股东背景结构得到优化。本次溢价收购也说明了中信兴业对金徽酒的高度认可及长期看好，同时化解了原股东的减持压力，提振市场信心。根据公司公告，中信兴业已派驻投资部总经理助理陈颖先生为金徽酒董事。

图表 3. 公司最新股权结构



资料来源：万得，中银证券

2020年5月复星系拟入主金徽酒，郭广昌或将成为实际控制人。公司控股股东或将由亚特集团变更为豫园股份，公司实际控制人将由李明先生变更为郭广昌先生。2020年5月28日，公司公告金徽酒控股股东亚特集团与豫园股份签署《股份转让协议》，拟以12.07元/股的价格协议转让其持有的公司股份152,177,900股，占公司总股本的29.99998%。若本次股权转让实施完成，公司控股股东将由亚特集团变更为豫园股份，公司实际控制人将由李明先生变更为郭广昌先生。

**新任控股股东实力雄厚，其餐饮渠道将与金徽酒产生协同效应，未来不排除金徽酒借助控股股东的渠道资源走出西部，布局全国。**豫园股份为复星集团旗下上市公司，控股比例68.53%。复星集团深耕健康、快乐、富足三大板块业务，豫园股份是复星集团快乐板块业务的旗舰型平台。豫园股份业务范围包括文化商业及智慧零售、珠宝时尚、文化餐饮和食品饮料、国潮腕表、美丽健康、复合功能地产等业务板块，其中文化餐饮和食品饮料板块由公司旗下老城隍庙餐饮集团有限公司负责运营。老城隍庙餐饮集团有限公司作为全国餐饮百强企业，旗下拥有松鹤楼、绿波廊酒楼、上海老饭店、德兴馆、南翔馒头店、春风松月楼素菜馆、宁波汤团店、老城隍庙小吃广场等著名餐饮老字号。我们认为，豫园股份的餐饮渠道将与金徽酒产生很好的协同效应。金徽酒作为甘肃省龙头酒企，在深耕大西北市场的同时，未来可借助大股东的资源走出西北，布局华东。

复星集团酒类业务运营经验不多，但从复星与青岛啤酒的合作及考虑到其雄厚的综合实力，我们认为复星集团入主金徽酒利大于弊。根据青岛啤酒公告，2017年12月20日公司第二大股东朝日集团将其所持青岛啤酒2.43亿H股转让给复星集团，总作价约为港币66.17亿元，协议签署完毕后，复星集团成为青岛啤酒的第二大股东。复星集团作为战略投资人本着与青岛啤酒长期共同发展的态度为其提供资源与经验分享，实际控制人郭广昌先生公开表态复星会毫无保留地开放分享复星推动管理激励机制优化的经验，坚定不移支持青岛啤酒品质战略、做最好的啤酒，在营销领域加强复星体育、娱乐资源的嫁接等。我们认为复星集团虽然缺乏在啤酒、白酒业务方面的运营经验，但是从与青岛啤酒的合作来看，复星集团更多的是在资源方面为其提供支持。因此考虑到股东背景雄厚的综合实力，我们认为复星系入主金徽利大于弊。

图表 4. 复星集团三大业务板块



资料来源：公司官网、中银证券

## 公司充分发挥民营机制灵活性，引入经销商持股，扩大员工激励范围

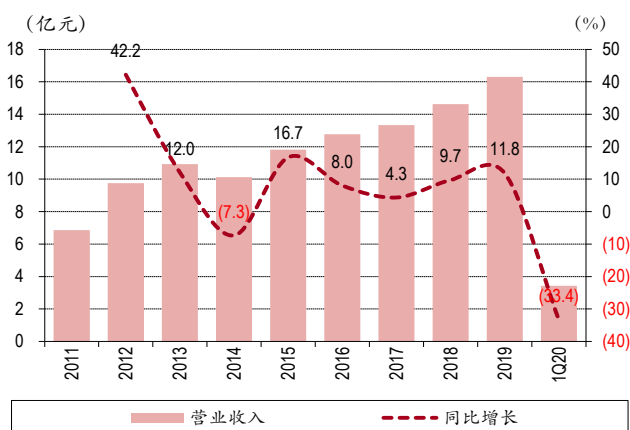
公司充分发挥民营机制的灵活性，上市前公司已建立股东与经营团队之间利益共享机制，有效促进公司业绩增长。(1) 2009年，亚特投资以货币资金方式出资成立金徽有限，收购甘肃金徽与白酒有关的经营性资产业务，成为公司控股股东，控股比例73.7%。亚特投资的法定代表人为李明，公司主营业务为投资及投资咨询（不含中介）；有色金属开发和销售；矿山、冶金建筑专用设备销售；企业管理服务。(2) 2011年，公司将10%股权转让给众惠投资，众惠投资是由金徽及控股股东的高管出资设立。(3) 2012年，金徽有限整体变更为股份有限公司，并于同年进行了三次增资，英之玖、乾惠投资、怡铭投资成为公司新进股东，持股比例分别为9.1%、4.5%、4.5%。根据公司招股说明书，怡铭投资为控股股东亚特投资或其控股子公司经营管理人员的持股平台。乾惠投资为公司经营管理人员及技术骨干持股平台，该平台2012年成立时与亚特投资签署《借款协议》，乾惠投资向亚特投资借款4,000万，用于增资，在公司上市36个月期限届满后，分期偿还。(4) 我们认为，公司核心团队通过持股平台间接持股，与股东、公司通过利益绑定，能更好的稳定团队，起到激励作用。

图表 5. 金徽酒现任高管及核心技术人员持股情况

序号	姓名	担任职务	持股对象	持有合伙企业出资比例 (%)	间接持有本公司股份比例 (%)	合计持股数 (万股)
1	周志刚	董事长,董事,总经理	众惠投资	40	2.292	1,528.88
			乾惠投资	22.909	0.722	
2	刘文斌	监事会主席	怡铭投资	10	0.315	159.79
3	廖结兵	董事,副总经理	乾惠投资	4.545	0.143	72.54
4	唐云	副总经理	乾惠投资	2.182	0.069	35.00
5	熊建基	董事	怡铭投资	1.819	0.057	28.51
6	谢小强	财务总监	乾惠投资	1.091	0.034	17.25
7	黄小东	副总经理	乾众投资	5.882	0.029	14.71
8	张斌	副总经理	乾众投资	5.882	0.029	14.71
9	崔海龙	职工监事	乾众投资	3.53	0.017	8.62
10	张智良	核心技术人员	乾众投资	4.706	0.023	11.67
11	向双全	核心技术人员	乾众投资	4.706	0.023	11.67
12	任爱琴	核心技术人员	乾众投资	4.706	0.023	11.67

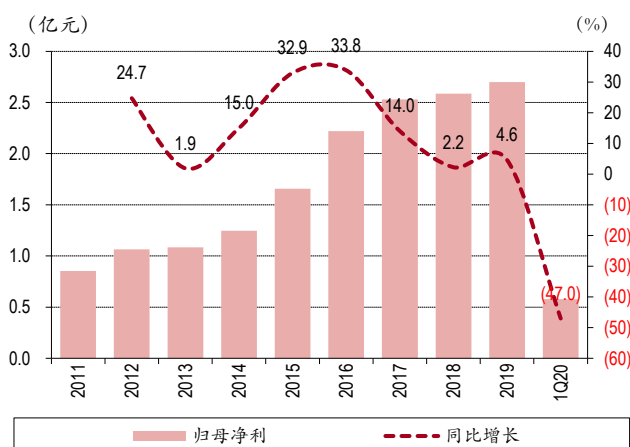
资料来源: 万得, 天眼查, 中银证券

图表 6. 金徽酒营收及同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 金徽酒归母净利润及同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

**2019 年的非公开发行推动公司在机制上有了较大的变革。**2019 年 5 月 28 日, 公司公告非公开发行股票的结果, 募集资金总额 3.6 亿, 共发行 26,199,998 股人民币普通股, 发行价格为 14.00 元/股, 主要用于陇南春车间技术改造、金徽酒生产及综合配套中心建设项目、补充流动资金等。本次非公开发行共有五家机构获配, 其中金徽正能量 1 号集合资产管理计划和金徽酒第一期员工持股计划分别为公司优秀经销商及员工的持股平台。我们认为公司通过此次非公开发行, 在机制改革上有了较大变革:

**(1) 经销商首次持股:** 公司通过非公开发行引入优秀经销商持股, 使优秀经销商同时具备金徽酒股东的双重身份, 强化经销商与公司之间的利益捆绑。借助与优秀经销商的合作, 能够进一步强化公司营销网络的市场推广能力, 多渠道、多手段地提升公司市场竞争力。截至 2019 年, 报告期内经销商数量增加 48 名, 我们认为公司在执行经销商持股计划以后, 经销商积极性将继续提升。

**(2) 员工持股范围进一步扩大:** 金徽酒骨干员工通过金徽酒第一期员工持股计划认购本次非公开发行的部分股份, 此次员工持股范围较 IPO 之前的 200 多人扩大至 627 人, 激励范围广。公司实施员工持股计划, 有利于建立和完善员工与股东的利益共享机制, 改善公司治理水平, 提高员工凝聚力和公司竞争力, 使员工利益与公司长远发展紧密结合。



图表 8.公司非公开发行配售结果

机构类型	机构名称	获配股数 (股)	发行总量占比 (%)	配售金额 (元)	锁定期限 (月)
国有法人	中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司	9,285,714	27.26	99,999,998	12
国有法人	贫困地区产业发展基金有限公司	4,642,856	13.63	49,999,992	12
国有法人	甘肃长城兴陇丝路基金	4,178,571	12.27	44,999,990	12
其他	华龙证券-金徽酒正能量 1 号集合资产管理计划	9,545,714	28.03	102,799,998	36
关联方	金徽酒第一期员工持股计划	6,407,142	18.81	68,999,994	36
合计		34,059,997	100	366,799,972	-

资料来源：公司公告，中银证券

## 五年规划体现公司“二次创业”决心

公司规划 5 年内实现业绩翻番，核心管理团队奖金与营业收入、净利润目标挂钩，压力与动力并存。2019 年 8 月 23 日，公司公告《五年发展战略规划纲要（2019-2023）》和《业绩目标及奖惩方案协议》。从公告内容来看，公司计划利用五年时间，即到 2023 年实现主营业务收入 30 亿元，扣非归母净利润 6 亿元。同时，公司与 9 名核心管理团队核心成员签订业绩奖惩协议，对未来五年经营业绩指标及相应奖惩方案进行约定。从奖惩措施细则来看，营收是硬性指标，扣非归母净利润因受销售费用波动影响，在条款细则上相对灵活。

图表 9.奖惩措施细则

分类	具体条件	所获薪酬奖励/惩罚
营收	当年经审计实际营业收入>当年目标营业收入	奖励薪酬=(当年目标营业收入-前一年经审计实际营业收入)*2%+(当年经审计实际营业收入-当年目标营业收入)*2.5%
	当年经审计实际营业收入≤当年目标营业收入	惩罚金额=(当年目标营业收入-当年经审计实际营业收入)*2%
扣非归母净利润	当年经审计实际扣非归母净利润>当年目标扣非归母净利润	奖励薪酬=(当年目标扣非归母净利润-前一年经审计实际扣非归母净利润)*15%+(当年经审计实际扣非归母净利润-当年目标扣非归母净利润)*20%
	当年目标扣非归母净利润*85%<当年经审计实际扣非归母净利润≤当年目标扣非归母净利润	奖励薪酬=(当年经审计实际扣非归母净利润-前一年实际扣非归母净利润)*15%
	实际扣非归母净利润≤当年目标扣非归母净利润*85%	惩罚金额=(当年目标扣非归母净利润*85%-当年经审计实际扣非归母净利润)*15%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 10.公司未来五年业绩目标

项目	2019	2020	2021	2022	2023
目标营业收入(亿元)	16.20	18.30	21.00	25.00	30.00
同比增速(%)	11.0	13.0	14.8	19.0	20.0
目标扣非归母净利润(亿元)	2.80	3.20	3.80	4.70	6.00
同比增速(%)	7.4	14.3	18.8	23.7	27.7

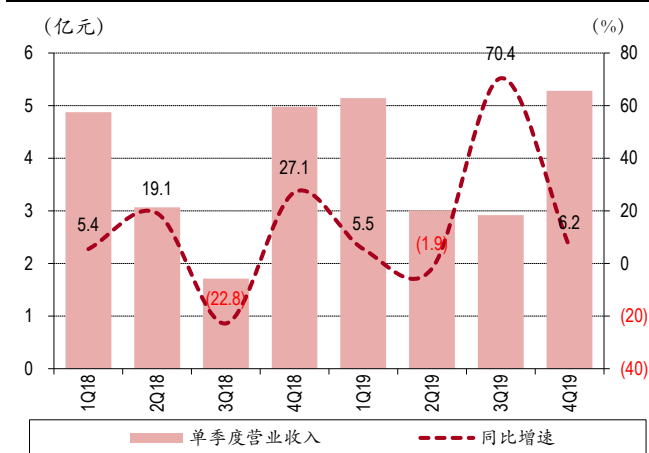
资料来源：公司公告，中银证券

我们认为公司有决心完成《五年规划》主要基于以下考虑：

- 1) 公司已初步完成在激励机制上的安排。公司已于 2019 年 5 月顺利完成非公开发行，成功募集资金 3.6 亿元，并通过定向增发构建经销商及员工持股，建立厂商一体的长效激励机制，使得经销商、员工、公司及股东利益一致、目标一致。经销商及渠道内生动力加强。
- 2) 奖惩协议对业绩提升及团队稳定产生积极影响。公司与核心管理团队签署目标对赌协议，高管薪酬与年度目标、营收及利润增量挂钩，奖惩对等，管理团队压力与动力并存。从协议细则来看，核心管理团队除了努力完成业绩目标外，同时承诺在 2023 年 12 月 31 日前不主动辞去所担任的公司核心管理团队相应职务，保障了管理团队的稳定性。

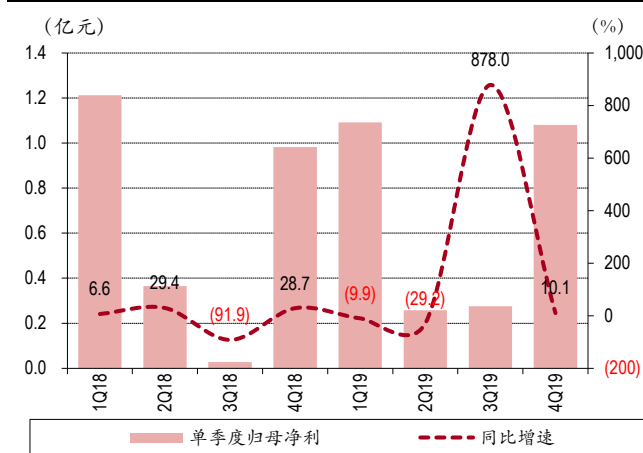
- 3) 从2019年业绩来看，公司基本面已有改善，下半年收入增速提升明显，基本完成业绩目标。根据公司公告，2019年公司营收16.3亿，同比增11.8%，归母净利2.7亿，同比增4.6%，公司预收账款2.3亿，同比增加80.6%，经营现金流3.7亿，同比增330%。整体来看，2019年基本完成规划目标（收入16.2亿/扣非净利2.8亿）。4Q19业绩在继3Q19低基数下实现的高增长以后延续稳健增长态势，实现营收5.3亿，同比增6.2%，净利1.1亿，同比增10.1%。我们认为，公司在2Q19的渠道调整及激励措施效果已初显。2020年受疫情影响，前两季度业绩承压，预计在3Q20后会逐步恢复正常节奏。
- 4) 公司作为甘肃龙头酒企，具备体制优势，管理能力突出，有能力顺利完成五年规划。根据我们调研，19年销售部门的30%执行竞聘上岗，2020年销售部门开展了全员竞聘上岗，从中高层管理到普通员工不等。对于业绩不好的部门，将实行淘汰制。19年员工奖金均按照既定制度兑现。因管理体制的改革，员工压力虽大但待遇较之前有了明显提升。

图表 11. 金徽酒单季度营收及同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 金徽酒单季度归母净利及同比增速



资料来源：万得，中银证券

## 产品体系：产品结构持续升级，百元以上产品占比提升明显

### 公司产品涵盖五大系列，产品价位带覆盖全面

公司产品涵盖五大系列，100 元以下价格带为当地主流消费。金徽品牌涵盖五大系列，分别为年份系列、正能量系列、柔和系列、星级系列、其他系列。甘肃省酒类消费档次低于全国平均水平，所以 100 元以下价格带产品为当地主流消费。结合当地经济发展，公司将 100 元以上价格带的产品定位为高档产品，该价位段最容易形成品牌效应，主要代表有金徽十八年、世纪金徽五星、柔和金徽系列、金徽正能量系列等。30 至 100 元的产品定位为中档产品，主要代表有世纪金徽三星、世纪金徽四星等。30 元及以下的产品定位为低档产品，该价位产品容易培育市场氛围，主要代表有世纪金徽二星、金徽陈酿等。

图表 13. 金徽酒产品价格列表

产品系列	产品价格 (500ml/瓶)		
金徽年份系列			
	金徽二十八年 1280 元	金徽十八年 458 元	
金徽正能量系列			
	正能量-能量 1 号 388 元	正能量-能量 2 号 258 元	正能量-能量 3 号 178 元
柔和金徽系列			
	柔和金徽 H9 389 元	柔和金徽 H6 239 元	柔和金徽 H3 148 元
世纪金徽星级系列			
	世纪金徽五星 198 元	世纪金徽四星 118 元	世纪金徽三星 60 元
其他系列			
	金徽特曲 88 元	金徽头曲 48 元	金徽陈酿 16 元

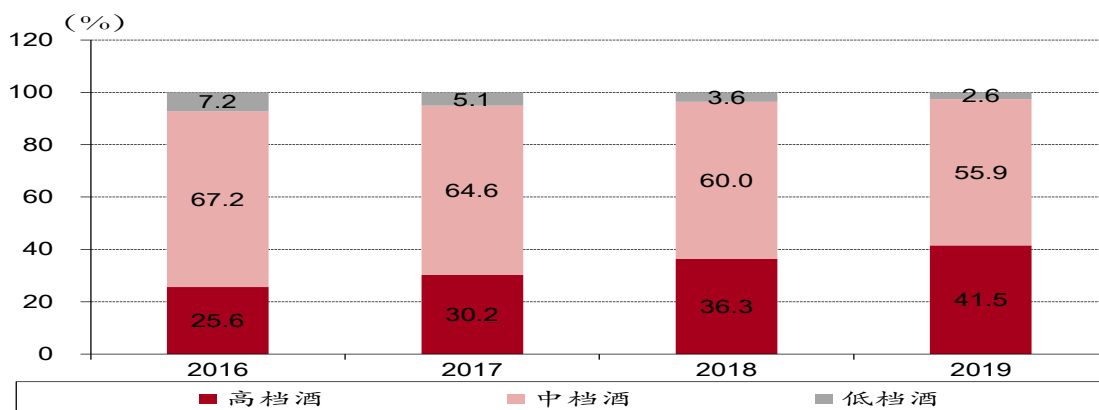
资料来源：公司年报、京东商城，中银证券

## 星级系列为公司的塔基产品，百元以上产品培育空间较大

世纪金徽星级系列为省内主导产品。根据渠道调研，世纪金徽星级系列在甘肃基本可实现硬通货，为省内主销产品，收入占比近 70%。星级系列中，四星卡位 100 元左右价位带，在当地已形成流行趋势，在星级系列中收入占比最高，超过 40%，目前属于自然增长。五星收入占比在 20%左右，受益公司资源倾斜，目前在星级系列里收入增速最高。

百元以上产品增速较高但收入占比低，未来培育空间较大。近几年，公司紧跟消费升级趋势，对高档产品加强广告宣传力度，在政策方面做倾斜，使得百元以上的高档产品实现较快增长。对比历年的收入数据，百元以上高档酒的收入占比提升明显，低档酒降幅明显。根据公司披露年报，公司高、中、低档产品收入占比分别为 41.5%、55.9%、2.6%，收入增速分别为 26.4%、2.9%、-20.3%。我们认为世纪金徽三星、四星在省内消费基础好，市场体量较大，公司在夯实现有产品的基础上，继续实现快速增量难度较大。预计未来公司增量部分主要来自 100 元以上的世纪金徽五星、100-400 元的柔和金徽系列和 300 元以上金徽十八年。根据我们调研，随着公司加大世纪金徽五星的宣传，目前甘肃当地消费者已对五星形成了较好的认知。2020 年的春节订货会上，五星的表现好于往年。公司目前主要的销售策略还是以控量提价为主。

图表 14.分产品档次收入占比



资料来源：万得，中银证券



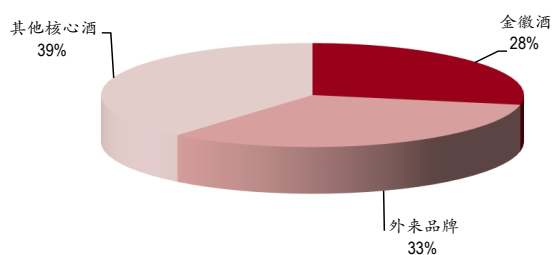
## 区域布局：省内巩固龙头地位，省外辐射西北区域

### 省内稳固龙头地位，深耕布局增量市场

省内竞争格局“三分天下”，公司采取挤压式竞争抢夺其他地产酒省内份额。我们估算当地白酒市场规模为 40-50 亿。金徽酒为甘肃地产酒龙头，市场份额接近 30%。根据我们的调研，甘肃省内竞争激烈，竞争格局可谓是诸侯割据三分天下，金徽酒、外来酒、其他核心酒各占 1/3。甘肃本地小作坊酒企众多，本地酒企虽有 100 多家，但规模性酒企较少。在当地比较有影响力的酒企有红川、汉武、古河州以及滨河等，均以本地销售为主，规模和品牌力均不如金徽酒。针对省内竞争，公司采取挤压式竞争来压缩其他省内品牌份额。

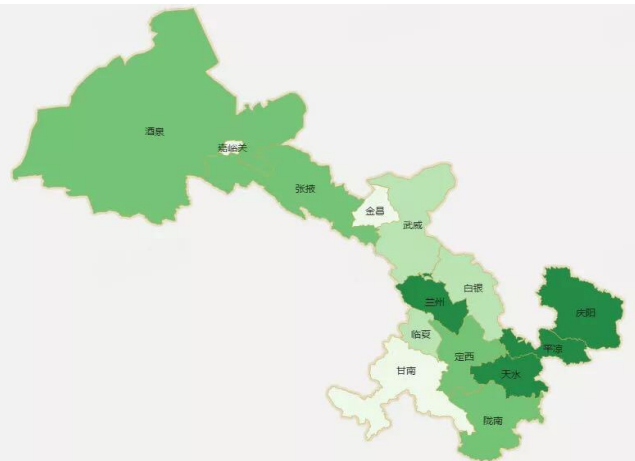
甘肃省内的外来竞品主要有茅台、五粮液、剑南春、洋河、牛栏山、红星二锅头等。茅台、五粮液因超强品牌力已占据甘肃高档白酒市场。次高端领域，除了本地品牌外，400 元价位的剑南春和 200 元价位的五粮春增速较快。低档酒中，牛栏山、红星二锅头、老村长等品牌也瓜分了部分市场份额。而兰州市场作为甘肃省内消费的制高点，是全国名酒进入甘肃的必争之地。

图表 15. 金徽酒省内市场份额接近 30%



资料来源：实地调研，中银证券

图表 16. 河西走廊主要城市



资料来源：糖酒快讯，中银证券

图表 17. 省内主要竞品

档次	零售价格 (500ml/瓶)	本公司主要产品	外来品牌	省内竞品
高档	500 元以上	金徽二十八年	飞天茅台、五粮液、国窖 1573、红花郎、汾酒青花 30、剑南春、水晶水井坊、洋河 M9 和 M6、今世缘国缘 V6 和 V9、酒鬼酒内参、品味舍得	滨河九粮液二十年
中高档	300-500 元	金徽十八年柔和金徽 H9	汉酱、仁酒、五粮特曲、汾酒青花 20、洋河梦之蓝和天之蓝、西凤三十年	滨河九粮液、汉武礼泉十八年、古河洲中华牡丹、红川锦绣陇南
中档	100-300 元	世纪金徽五星柔和金徽 H3、H6	茅台王子酒、茅台迎宾酒、五粮春、郎酒 1912 (Z6)、老白汾、洋河海之蓝、金六福四星和五星、小糊涂仙、习酒、衡水老白干、今世缘典藏	滨河九粮液、汉武御五星、沙窖、古河洲一品、红川五星、金成州、成州接待
中低档	30-100 元	世纪金徽三星、四星、特曲等	尖庄、五粮醇、老郎酒、经典贵宾郎、剑南娇子、洋河大曲、泸州老窖精品头曲和二曲、西凤老酒、今世缘地缘	九粮滨河、九粮醇、汉武御四星、古河洲二品、红川三星、四星、特曲
低档	30 元以下	世纪金徽二星、金徽陈酿	西凤家乐酒、老村长、兰陵特酿、牛栏山、红星二锅头	滨河蓝特液、古河洲双支牡丹、好日子、红川曲酒

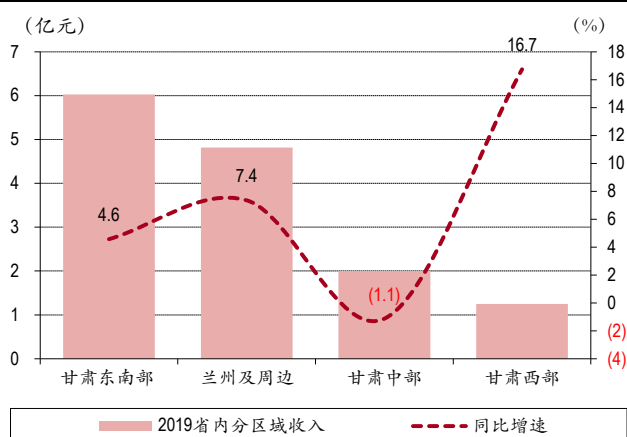
资料来源：招股说明书，金徽京东旗舰店，中银证券

**省内成熟市场将通过调整产品结构实现全覆盖。**2019年，公司营收16.3亿，其中省内收入14.1亿，同比增5.6%，收入占比为87.1%。省内分区域来看，甘肃东南部及中部为省内成熟市场，主要包括陇南、天水、定西。2019甘肃东南部收入6.0亿，同比增4.6%，收入占比37.3%，为省内最高。甘肃中部收入2.0亿，同比降1.1%，收入占比为12.4%。公司将通过调整产品结构来实现全覆盖，以控量提价为核心手段，巩固百元以下产品，提升百元以上产品的收入占比。

**兰州市场作为甘肃省内消费的制高点，是公司未来重点突破的市场。**2019年，兰州及周边地区营收4.8亿，同比增7.3%，收入占比29.8%，为公司第二大收入贡献区域。我们认为省会城市对地产酒的意义非凡，兰州市GDP占甘肃省的1/3，考虑到省会城市政商务资源集中、人均收入水平也较高，白酒需求估计高于其GDP占比，因此是公司核心突破并防守的重要市场。从19年以来省内收入增量来看，兰州及周边市场也是上量最快的市场。公司在兰州市场以培育高端产品为主，预计未来2-3年，公司可在兰州市场收入规模可实现翻番。

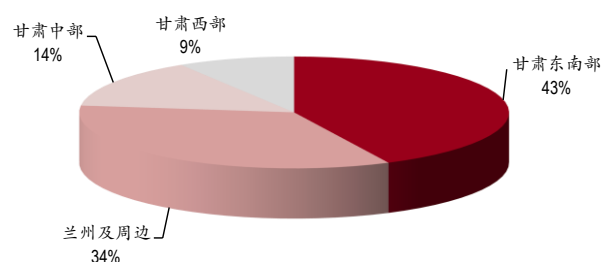
**成长型市场将通过加强渠道布局对当地小酒企形成挤压式竞争，抢占市场份额。**甘肃西部为公司成长型市场，收入1.2亿，同比增16.7%，收入增速在公司省内区域排名第一，收入占比为7.7%。河西市场被称为“河西酒廊”，沿途小酒厂众多，遍布各县城、地级市，白酒销售额预计在12个亿左右。如果按照成长型市场的人均GDP及常住人口占比来看，省内占比分别为30%、26.7%，未来还有较大的培育空间。公司未来在稳固龙头地位的同时抢占弱势市场的份额，通过绑定经销商利益、优化渠道利润来实现增量。

图表 18. 2019 年省内分区域收入及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 2019 省内分区域收入占比



资料来源：百度地图，中银证券

图表 20. 甘肃省内不同区域 GDP 及常驻人口 (2018 年)

地区	GDP (亿元)	常住人口 (万人)
兰州	2,732.9	375.4
庆阳	708.1	226.7
天水	652.1	335.5
酒泉	596.9	112.7
白银	511.6	173.4
武威	469.3	182.8
张掖	407.7	123.4
白银	511.6	173.4
平凉	395.2	211.9
陇南	379.2	263.4
定西	356.3	282.2
嘉峪关	299.6	25.2
金昌	264.2	46.9
临夏	255.3	205.9
甘肃省	8,104.1	2,637.3

资料来源：万得，中银证券

备注：成长型市场包括平凉、庆阳以及河西地区的酒泉、张掖、武威、金昌和嘉峪关；成熟市场包括陇南、天水、定西。

**经销商数量稳步提升。**2019 年，公司共有经销商 424 家，较 18 年底相比增加 33 家，其中省外经销商数量为 163 家，较 18 年底相比增加 11 家，省内经销商共计 261 家，较 18 年底相比增加 22 家。省内经销商以甘肃东南部及兰州周边为主，分别为 89、90 家，其中兰州周边新增 11 家，东南部新增 1 家。甘肃西部经销商较 18 年增加 11 家，也实现了较快增长。我们认为公司在执行经销商持股计划以后，经销商数量及积极性还将稳步提升。

**图表 21. 经销商数量分区域** （单位：个）

	2015	2016	2017	2018	2019
甘肃东南部	66	78	72	88	89
兰州及周边	72	74	73	79	90
甘肃中部	36	40	32	32	31
甘肃西部	37	37	30	40	51
其他地区	160	143	135	152	163
合计	371	372	342	391	424

资料来源：万得，中银证券

**公司执行“万商联盟”政策，与华为签订合作协议强化渠道精细化管理。**2019 年公司新推出“万商联盟”体系，进一步加强精细化运作，锁定对终端门店的利润，即凡是到金徽酒的门店买酒，通过扫描酒盒上的二维码进行积分，通过积分进行奖励。公司尝试用信息化手段解决问题，通过完善联盟体系二次给门店增加利润。根据公司公告，2019 年 9 月，公司与华为签署了《信息化咨询项目服务合同》。华为将在技术架构、数据架构、应用架构、业务架构等方面为公司提供未来五年信息化建设规划。本次合作将通过信息化、智能化来提升公司管理效能，同时通过搭建销售大数据分析框架，利用大数据分析辅助销售策略，进一步丰富精准营销策略。

**图表 22. 公司与华为签署合作协议**



资料来源：糖酒快讯，中银证券

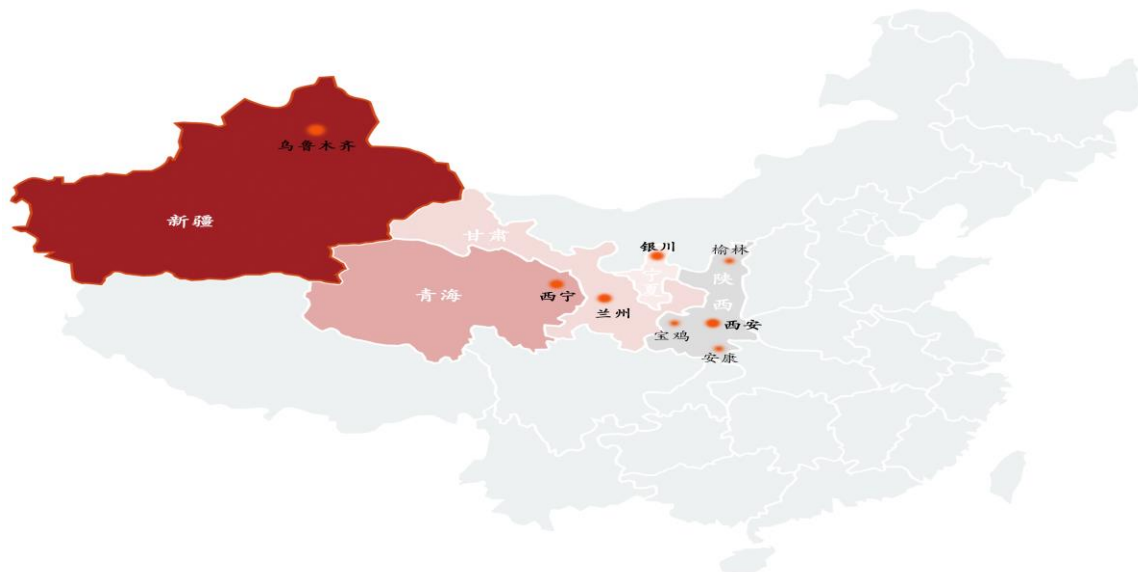
## 省外采取梯次开发战略，主要辐射西北区域

公司省外发展锁定西北市场，采取梯次开发模式。根据公司规划，公司现阶段发展仍以甘肃为依托，辐射西北区域，做西北地区的中高端白酒品牌。西北 6 省拥有 1.23 亿人口，白酒市场容量为 200-300 亿。公司大西北泛区域的战略布局将明显打开未来的成长空间。针对西北市场，公司采取梯次开发策略，西北市场第一站是宁夏，第二站是陕西，第三站是新疆，第四站是内蒙、青海。目前公司已完成对宁夏和陕西市场的布局。2019 年，公司省外收入 2.1 亿，收入占比 13%。随着省外市场布局的完善，我们预计未来规划省外收入占比可达到 20%。

省外市场采取一城一地的精耕细作模式，战略规划清晰，叠加因基数原因整体实现较快增长，目前宁夏、陕西已完成全省布局，进入收割阶段。14-15 年，公司省外开拓第一站为宁夏市场，主要考虑到地域、人口的优势，宁夏与甘肃接壤，叠加银川、宁夏没有强势的当地品牌，消费者对外来酒并不排斥，降低了市场准入门槛。16 年，公司布局与甘肃接壤的宝鸡市场，17 年，公司从宝鸡市场滚动发展至西安市场，18 年底公司完成了陕西省的全省布局，开通县、市共计 43 个。根据我们调研，目前，宁夏、陕西等市场收入增速较快，但是因为基数比较小，还未形成规模效应。根据证券时报报道，从徽县到宝鸡、西安沿线，金徽酒的广告布满了沿线的小商店、农家乐、以及高速公路，这种从农村布局到城市的打法更加考验了企业的持久作战能力。

18 年底，公司开始重点开拓内蒙市场，目前来看取得了较好的效果。青海市场还在逐步渗透，新疆市场开拓效果一般。19 年，公司针对内蒙和青海市场改变招商策略，由以前的亲力亲为改为与当地有基础的大商合作，金徽酒配合的模式。预计 20 年效果将会显现。

图表 23. 西北五省梯次开发

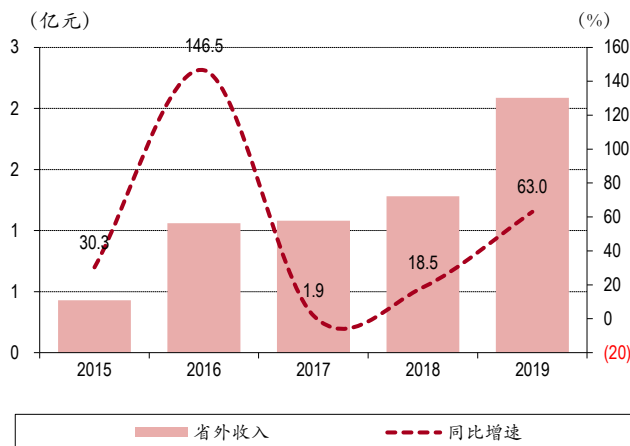


资料来源：百度图片，中银证券

省外开发锁定正能量系列，终端渠道精耕细作。公司在区域战略和区域路径明确的基础上采取锁定中高档模式。西北市场的高档产品相当于全国市场的中高端，所以公司进军省外的第一套产品是 100-400 元价位的正能量系列。主要基于以下两点考虑：（1）在消费升级的大背景下，中高端产品规模大、稳定性好、成长性快的特点成为众多酒企进行品牌升级的最佳选择。（2）100-400 元正能量系列产品价格定位合理，是金徽酒目前开拓省外市场比较适合的产品。我们认为，在省外发展初期分产品策略可有效规避市场窜货问题，但随着未来省外市场逐步发展成熟，公司应向大单品策略靠近。



图表 24. 19 年省外收入占比 13%，收入增速 63%



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 省外产品主推正能量系列



资料来源：万得，中银证券

金徽酒作为省级龙头，这么多年深耕省内市场的成功经验完全可以复制在省外市场，针对不同类型市场营销方式区别对待。公司省外经销商数量已由 18 年的 152 家，增长至 19 年末的 163 家，增量可能主要来自陕西市场。金徽酒在布局渠道营销上始终围绕“精准”和“匹配”两个方面，即费用投放要精准，经销商选择方面要匹配。公司通过终端门店解决产品与消费者之间的一米距离，对经销商实施精细化服务，帮助门店赚钱。根据微酒新闻，公司在招商方面采取“选择一个，扶持一个，发展一个”的策略，确定市场的战略布局之后，公司派专人、专项进行区域的“优中选优”，划分市场等级，同时严格控制区域拓展范围，不贪大，不贪全，不贪时间。我们认为，这种精细化的深耕布局模式完全可以复制到省外市场的开发，但是针对不同市场可采取不同的营销方式，例如对青海、和内蒙采取大商模式替代深耕模式。

省外拓展注重费用精准投放，看好公司在高效管理能力及激励机制充分下的增长潜力。从市场表现来看，省外市场的拓展通过 3 年的努力基本已达到公司的预期目标。在省外拓展速度方面，公司根据自身条件，即财力成本、自身营销系统的搭建和人才储备形成有效结合，结合外部市场特征和情况积极发展。公司内部强调费用投放的精准性，使销售和费用相匹配，确保市场良性发展。随着后续投入加大和持续做好营销工作，我们认为公司总体发展会保持较好趋势。我们看好公司在高效管理能力及激励机制充分下的增长潜力。

省外市场品牌力虽弱于全国名酒，但作为省级龙头具备扩张的潜力。陕西市场白酒规模达 110 亿元，是全国性名酒布局的重要市场，特别是西安作为西北的中心，是极具战略意义的市场。陕西龙头西凤酒占据当地市场 45-50% 的市场份额。金徽酒在外省市场的品牌力还没到与全国性名酒正面交锋的时候，因此先从逐步渗透开始，利用在西北的品牌地缘优势，采取滚动发展的模式进行扩张，例如陕西汉中、宝鸡与甘肃接壤，对金徽的品牌都不陌生，所以公司优先布局该类市场。

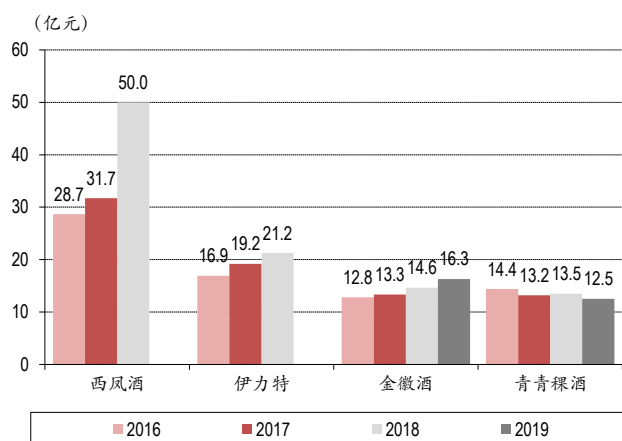
图表 26. 陕西市场竞争格局

主要品牌	
本土品牌	西凤酒、白水杜康、陕西太白酒、秦洋、大明宫酒、老榆林酒、三边酒、醇古、长安、忠芝、秦川大曲、城固、西安特曲
外来品牌	贵州茅台、五粮液、剑南春、泸州老窖、山西汾酒、金徽酒、伊力特、古井贡酒

资料来源：糖酒快讯，中银证券

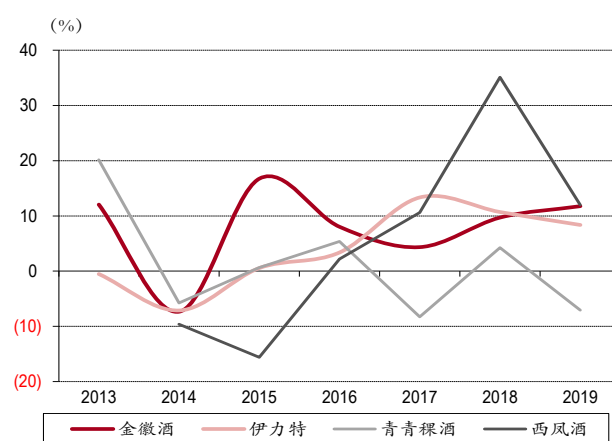
与西北其他地产酒相比，金徽酒的优势在于机制灵活，激励到位。西北四大酒企分别为西凤酒、伊力特、金徽酒、青青稞酒。相比其他三家，我们认为金徽酒机制灵活，激励充分。通过近几年的发展，金徽酒的控股股东、高管、核心员工、优秀经销商均持有公司股份，形成利益捆绑机制，内生动力较强。从财务数据的角度来看，金徽酒的收入增速高于其他地产酒龙头。

图表 27. 西北四家酒企收入规模



资料来源：万得，西安新闻网，中银证券

图表 28. 西北上市酒企营收增速



资料来源：万得，西凤酒集团官网，中银证券

## 盈利预测与投资评级

公司销售渐趋良性发展，主要体现在调整产品策略和加大市场开发力度。公司秉持“立足甘肃、发展西北、有序推进、重点突破”的发展战略，在深耕省内的同时加速布局省外，未来增量空间明显。公司股东背景结构持续优化，复星系豫园股份入主金徽，体现了国内顶级投资集团对三线白酒的信心。通过非公开发行，经销商及核心员工持股计划已顺利实施，公司绑定渠道利润，实现利益共享。陇南春车间技改项目、生产和综合配套中心建设项目的顺利推进也为产能提升及产品品质优化夯实了基础。公司规划 5 年内业绩实现翻番，与核心高管签订奖惩协议，高管奖金与公司营收、净利润目标挂钩，正式开启了“二次创业”。

从 2019 年业绩来看，公司产品结构持续改善，省外增长加速，基本面改善明显，收入增长提速。受疫情影响，公司 1 季度报表业绩降幅较大，但也较为充分地体现了疫情的影响，1Q20 公司营收、净利分别为 3.42 亿、0.58 亿，同比-33.4%、-47%。随着终端销售的逐渐恢复，预计下半年可恢复增长，我们认为 2020 年公司完成收入目标问题不大，预计 2020 年费用投放将会明显增加，来确保收入达到原定目标，利润端可能有一定压力。

预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.58、0.73、0.87 元，同比增 8.3%、25.7%、19.4%。我们首次覆盖，给予买入评级。

图表 29. 金徽酒收入预测表

(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>高档酒</b>						
营业收入	403	532	672	756	893	1058
同比增速(%)	23.2	31.9	26.4	12.4	18.2	18.5
<b>中档酒</b>						
营业收入	861	878	904	981	1134	1260
同比增速(%)	0.3	2.0	2.9	8.6	15.5	11.1
<b>低档酒</b>						
营业收入	66	53	42	45	50	53
同比增速(%)	(28.1)	(20.0)	(20.3)	8.0	10.3	5.1

资料来源：万得，中银证券

图表 30. 重点公司盈利预测与评级

股票代码	股票简称	市值 (亿)	股价(元) 2020/5/29	2019A	EPS 2020E	2021E	2019A	PE 2020E	2021E	2019A
<b>白酒</b>										
600519.SH	贵州茅台	17,167	1366.60	32.80	37.92	44.57	41.7	36.0	30.7	买入
000858.SZ	五粮液	5,753	148.20	4.48	5.02	5.99	33.1	29.5	24.7	买入
600809.SH	山西汾酒	1,117	128.11	2.22	2.58	3.18	57.6	49.7	40.3	买入
002304.SZ	洋河股份	1,590	105.51	4.90	5.01	5.71	21.5	21.1	18.5	增持
000568.SZ	泸州老窖	1,249	85.30	3.17	3.48	4.13	26.9	24.5	20.6	增持
000860.SZ	顺鑫农业	406	54.80	1.09	1.44	1.68	50.2	37.9	32.6	买入
603919.SH	金徽酒	76	15.00	0.53	0.58	0.72	28.12	25.68	20.92	买入
<b>食品</b>										
600887.SH	伊利股份	1,726	28.45	1.14	1.06	1.38	24.9	26.9	20.6	买入
002557.SZ	洽洽食品	297	58.51	1.19	1.46	1.78	49.2	40.1	32.9	买入
600872.SH	中炬高新	438	55.00	0.90	1.05	1.32	61.0	52.1	41.8	买入
603288.SH	海天味业	3,723	114.90	1.65	1.90	2.31	69.6	60.4	49.7	增持
603027.SH	千禾味业	183	38.41	0.42	0.51	0.51	90.8	74.7	74.7	未有评级
600305.SH	恒顺醋业	182	23.24	0.41	0.45	0.51	56.1	51.7	45.4	增持
000895.SZ	双汇发展	1,313	39.56	1.64	1.79	1.93	24.1	22.1	20.5	增持

资料来源：万得，中银证券

## 风险提示

省内销售不及预期，省外市场拓展受阻。

经济下行对白酒需求产生负面影响。相比东南部地区，甘肃经济发展相对落后，如果经济出现显著下行，当地消费将会出现疲软现象。

行业竞争加剧。次高端白酒从群体繁荣过度到挤压式竞争，全国名酒下沉速度加快，省内竞争格局恶化。

受疫情影响，公司业绩承压。

股东变更未能顺利完成。



损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	1,462	1,634	1,802	2,101	2,459
销售成本	(772)	(873)	(978)	(1,128)	(1,309)
经营费用	(287)	(314)	(345)	(374)	(438)
息税折旧前利润	404	448	479	600	712
折旧及摊销	69	77	105	131	152
经营利润(息税前利润)	335	370	374	469	560
净利息收入/(费用)	1	3	19	20	23
其他收益/(损失)	(0)	(7)	(6)	(6)	(6)
税前利润	336	351	381	478	569
所得税	(77)	(74)	(83)	(104)	(124)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	259	271	293	368	440
核心净利润	259	271	293	368	440
每股收益(人民币)	0.510	0.533	0.578	0.726	0.867
核心每股收益(人民币)	0.510	0.533	0.578	0.726	0.867
每股股息(人民币)	0.188	0.195	0.212	0.266	0.318
收入增长(%)	10	12	10	17	17
息税前利润增长(%)	5	11	1	26	19
息税折旧前利润增长(%)	7	11	7	25	19
每股收益增长(%)	2	5	8	26	19
核心每股收益增长(%)	2	5	8	26	19

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	336	351	381	478	569
折旧与摊销	69	77	105	131	152
净利息费用	(1)	(3)	(8)	(9)	(10)
运营资本变动	(2)	(4)	(2)	(3)	(4)
税金	(77)	(80)	(88)	(109)	(130)
其他经营现金流	(262)	(32)	10	(34)	(38)
经营活动产生的现金流	63	309	399	453	540
购买固定资产净值	(318)	(188)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	(9)	14	(1)	(1)	(1)
其他投资现金流	326	40	(61)	(78)	(88)
投资活动产生的现金流	0	(135)	(262)	(279)	(289)
净增权益	1	0	(1)	(2)	(3)
净增债务	(216)	503	0	0	0
支付股息	(95)	(99)	(107)	(135)	(161)
其他融资现金流	95	(292)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(217)	112	(107)	(135)	(161)
现金变动	(154)	286	30	39	89
期初现金	370	216	502	531	571
公司自由现金流	63	174	137	174	251
权益自由现金流	(153)	674	129	165	240

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	261	550	584	632	732
应收帐款	14	18	20	23	27
库存	734	848	935	1,073	1,242
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,009	1,416	1,539	1,729	2,002
固定资产	1,508	1,568	1,718	1,872	2,016
无形资产	170	167	158	150	142
其他长期资产	14	28	28	28	28
长期资产总计	1,692	1,763	1,904	2,050	2,185
总资产	2,700	3,178	3,443	3,779	4,187
应付帐款	197	169	187	214	248
短期债务	12	45	45	45	45
其他流动负债	290	399	447	508	591
流动负债总计	499	614	679	768	884
长期借款	193	0	0	0	0
其他长期负债	10	23	37	50	64
股本	507	507	507	507	507
储备	1,491	2,034	2,220	2,453	2,732
股东权益	1,999	2,541	2,727	2,960	3,239
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,700	3,178	3,443	3,779	4,187
每股帐面价值(人民币)	3.94	5.01	5.38	5.84	6.39
每股有形资产(人民币)	3.61	4.68	5.06	5.54	6.11
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.02)	(0.90)	(0.96)	(1.04)	(1.21)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	27.6	27.4	26.6	28.6	28.9
息税前利润率(%)	22.9	22.7	20.7	22.3	22.8
税前利润率(%)	23.0	21.5	21.2	22.7	23.2
净利率(%)	17.7	16.6	16.3	17.5	17.9
流动性					
流动比率(倍)	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	29.4	28.1	26.0	20.7	17.3
核心业务市盈率(倍)	29.4	28.1	26.0	20.7	17.3
市净率(倍)	3.8	3.0	2.8	2.6	2.3
价格/现金流(倍)	119.9	24.6	19.1	16.8	14.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.8	16.0	14.9	11.8	9.8
周转率					
存货周转天数	183.1	176.6	180.6	174.4	171.8
应收帐款周转天数	3.6	3.6	3.8	3.7	3.7
应付帐款周转天数	49.1	40.9	36.1	34.8	34.3
回报率					
股息支付率(%)	36.9	36.6	36.6	36.6	36.6
净资产收益率(%)	12.9	11.9	11.1	13.0	14.2
资产收益率(%)	9.6	9.9	8.8	10.2	11.0
已运用资本收益率(%)	15.2	15.5	14.3	16.7	18.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371