

白酒业绩稳定增长，新业务打开想象空间

伊力特调研报告

报告关键点：

- 疆内才是白酒业务的突破点；
- 煤焦化项目助推业绩腾飞；
- 铁路物流成为公司未来稳定的利润来源

报告摘要：

- 疆内才是白酒业务的突破点：**伊力特在新疆的市场占有率已经高达36%，特别是在乌鲁木齐、吐鲁番、石河子等疆内各大城市的铺货率更高，当地根本没有能与之抗衡的地产酒，而且实力相差悬殊。另外，当前新疆市场伊力特的假酒很多，这些假酒也占据了一定的市场份额。我们认为公司完全能够进一步在深度和广度上挖掘新疆市场，实现高效增长。从当前白酒市场竞争格局看，由于当年浙江市场的成功具有一定的“偶然性”，伊力特继续开发浙江周边市场成功的概率并不大。
- 煤焦化项目助推业绩腾飞：**公司利用当地丰富的煤炭资源投资的“新疆伊力特煤化工有限责任公司”(公司占61%的股份)成为公司继白酒业务之后推动公司业绩腾飞的又一引擎。我们根据公司09年10月份更新的可行性方案预测，结合我们煤炭行业分析师的建议，认为在今年4季度的点火试运行期间基本不能为公司贡献利润。利润贡献从2011年开始，参考09年新疆焦炭的销售价格，我们预计能够为公司增厚利润3697万元，折合EPS为0.08元。如果今后进一步解决关联交易-公司的控股股东农四师的煤矿资源注入将会打开公司业绩大幅增长的空間。
- 铁路物流成为公司未来稳定的利润来源：**公司依托国家重点项目精伊霍铁路建设成立物流公司预计在2016年完全达产后每年可稳定为公司贡献EPS 0.03元。由于项目大约在今年10月投入运营，业务量在随后几年逐步达到设计能力，摊销前期的开办费用后，2010-2012年可为公司贡献的利润有限，预计11和12年项目的净利润水平在8-9%左右。
- 盈利预测和投资评级：**我们预计公司白酒业务在今后几年仍能保持20%左右的增速；酒店业务受7.5事件的影响客流量大幅下降，导致房价下调；果汁业务在今后几年收入和利润率维持在09年上半年的水平；我们预计2011年公司煤化工项目开始为公司贡献业绩，贡献EPS 0.08元，公司09-11年的EPS分别为0.31、0.35和0.53元。由于煤焦化和铁路物流项目在2010年尚不能为公司贡献利润，业绩几乎全部来自白酒业务，以目前的股价13.50元计算2010年已有39倍动态PE，由于当前二线白酒的上市公司普遍估值较高，市场给予高估值是对公司未来高成长的溢价，我们给予公司增持-B的投资评级，6个月的目标价定为15元。

评级：
增持-B

上次评级：

目标价格： 15.00 元

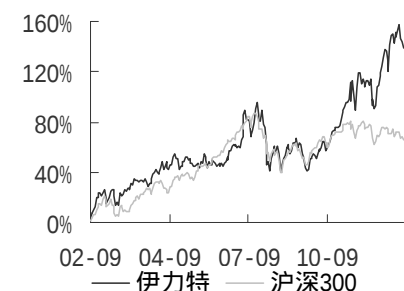
 期限： 6个月 上次预测：
 现价： 13.50 元

报告日期： 2010-02-03

市场数据

总市值(百万元)	5,953.50
流通市值(百万元)	5,953.50
总股本(百万股)	441.00
流通股本(百万股)	441.00
12个月最高/最低	5.74/14.68 元
十大流通股股东(%)	62.88%
股东户数	47,808

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.62	46.84	72.99
绝对收益	14.51	45.46	138.59

研究员

李铁
行业分析师

010-66581633 litie2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	638.5	730.9	817.9	1,036.4	1,273.5
Growth(%)	29.7%	14.5%	11.9%	26.7%	22.9%
净利润	108.4	123.4	142.8	163.4	245.3
Growth(%)	8.0%	14.7%	10.6%	14.4%	50.1%
毛利率(%)	41.5%	45.6%	45.4%	44.8%	44.9%
净利润率(%)	16.7%	16.8%	16.6%	15.0%	18.3%
每股收益(元)	0.24	0.28	0.31	0.35	0.53
每股净资产(元)	2.07	2.27	2.44	2.64	2.93
市盈率	60.0	52.3	47.3	41.3	27.5
市净率	7.0	6.4	6.0	5.5	5.0
净资产收益率(%)	11.9%	12.3%	13.3%	14.1%	19.0%
ROIC(%)	13.9%	17.6%	20.3%	29.0%	43.3%

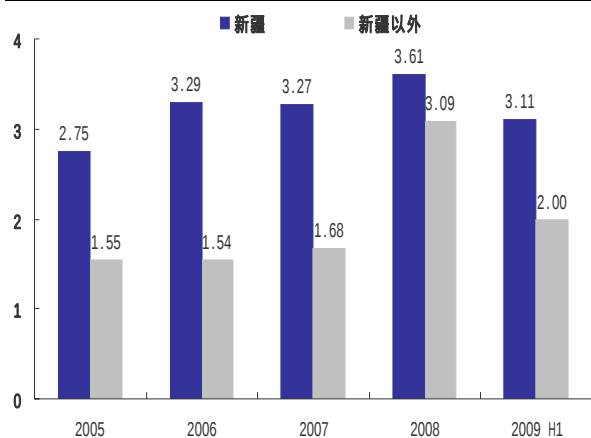
前期研究成果

1. 白酒业务的看点

1.1. 疆内才是白酒业务的突破点

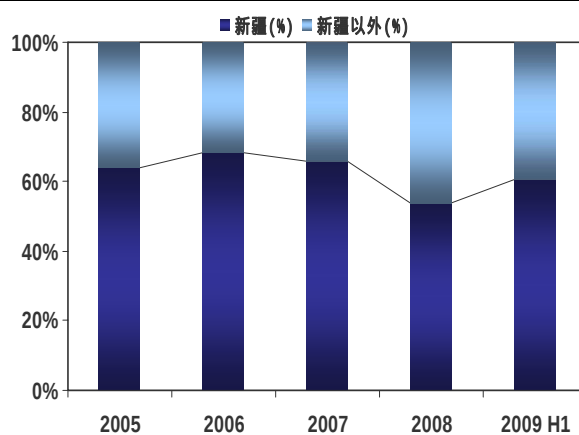
市场的普遍观点认为：由于新疆白酒市场的空间有限，伊力特本身作为新疆地产白酒的老大，似乎已经没有进一步发展的空间，公司白酒业务新的增长点应来自疆外。对此我们并不认同。的确新疆地广人稀不是白酒的生产和消费大省，2009 年 1-11 月，新疆的白酒产量为 46,450 千升，位列全国 30 个省市自治区第 20 位。据统计，伊力特在新疆的市场占有率已经高达 36%，特别是在乌鲁木齐、吐鲁番、石河子等疆内各大城市铺货率更高，当地根本没有能与之抗衡的地产酒，而且实力相差悬殊。另外，当前新疆市场伊力特的假酒很多，这些假酒也占据了一定的市场份额。我们认为公司完全能够进一步在深度和广度上挖掘新疆市场，实现高效增长。从当前白酒市场竞争格局看，伊力特继续开发浙江周边市场成功的概率不大。

图 1 公司疆内、外销售收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 2 公司疆内外销售收入占比（%）



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

1.2. 浙江市场难以复制

近几年浙江市场已经发展到成为公司除新疆外的另一个“主场”。2009 上半年浙江市场的销售额已达 1.7 亿元，占伊力特总销售额的 3 成以上。因此有观点认为：公司应该借鉴当年开拓浙江市场的成功经验，在浙江周边市场再复制一个同样的市场，但我们认为浙江市场的成功带有一定的“偶然性”，浙江模式难以复制。

其一，当年浙江市场尚无有号召力的中低档白酒，而且当地几乎不产白酒，公司就是乘着谁都认为当地人只喝黄酒的理念打进去了，基本没有遭遇激烈的竞争和阻击。

其二，浙江地区的总经销商浙江商源副食配送有限公司（公司占 60%股份）实力雄厚，控制了大多数浙江市场的终端渠道。公司与伊力特保持着多年良好的关系，浙江商源结合浙江当地消费者的口味特点定制的低度酒，深受当地白酒消费者的喜爱。在浙江商源的运作下，伊力特在浙江白酒市场占有率也接近 35%左右。另外，浙江地区的消费者商业意识强，更讲求实惠，伊力特这种高性价比的中、低端产品逐渐受到他们的青睐。

如今这些优势几乎都不存在，白酒市场竞争日渐惨烈。首先已经几乎找不到如十一年前浙江白酒市场这样的一片蓝海。竞争手段不断推陈出新，商超、餐饮等终端费用一涨再涨，令企业难以承受。公司原本希望今年在与浙江紧邻的江苏和上海市场进行新市场的开发，效果似乎并不理想，这也与我们进行的草根层面了解到的情况是一致的。我们认为江苏虽然临近浙江，白酒消费市场容量很大，但江苏本身就是白酒的生产大省，竞争异常激烈。著名的“三沟一河”都产自这里。特别江苏洋河近几年发展迅猛，销售额 08 年就已经超过 27 亿元，位列白酒企业第四位，在深耕江苏市场后已经开始迈出向全国进军的步伐。上海市场虽然没有地产白酒，但上海是我国名白酒的必争之地，市场竞争空前激烈，而且附近的苏酒和皖酒各方面的优势更明显。

由此我们认为当年浙江模式已经无法复制，开发新市场将面临惨烈的市场竞争，巨大的费用投入消耗公司大量资源，即使未来能为公司贡献业绩也需要相当长的培育时间，一般说来 3-5 年都难见效果。另外，其他名白酒如泸州老窖、古井贡也都已经开始向浙江进攻并已占据一定的市场份额，能守住“胜利果实”尚属不易。

2. 新业务打开想象空间

2.1. 煤焦化项目助推业绩腾飞

公司利用当地丰富的煤炭资源投资的“新疆伊力特煤化工有限责任公司”（公司占 61% 的股份）成为公司继白酒业务之后推动公司业绩腾飞的又一引擎。公司煤焦化业务从上游资源看，三家股东已有 6 个煤矿井，储量大约为 189 万吨，生产焦煤的原料充足。从下游的需求来说，当地就有新源钢厂（目前已被首钢收购），伊力钢铁厂等，因此焦煤的需求无忧，运费负担较轻，有价格竞争力。我们了解到：公司计划先建设一期 95 万吨煤焦化项目的一号炉，产能为 55 万吨。目前主体工程已经完工，预计在今年 10 月正式点火运行。我们根据公司 09 年 10 月份更新的可行性方案预测，结合我们煤炭行业分析师的建议，认为在今年 4 季度的点火试运行期间基本不能为公司贡献利润。利润贡献将从 2011 年开始，参考 09 年新疆焦炭的销售价格，我们预计能够为公司增厚利润 3697（5872X61%）万元，折合 EPS 为 0.08 元。如果今后进一步解决关联交易-公司的控股股东农四师的煤矿资源注入将会打开公司业绩大幅增长的空间。

表 1 煤焦化项目盈利预测

	2009	2010E	2011E
焦炭价格（元/吨）	1027	1130	1186
焦炭产量（万吨）	0	45	55
煤焦化业务收入（万元）	0	50837	65240
净利润率	0.00%	0.00%	9.00%
净利润（万元）	0	0	5872

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2.2. 铁路物流将成为公司稳定的利润来源

公司所在地伊犁地区是新疆粮、油、畜产品和糖料基地，而且还有丰富的煤炭资源。多年来，由于当地交通基础设施落后，资产开发受到制约。公司依托国家重点项目建设伊霍铁路（已于 2009 年 12 月 18 日通车）的建设成立物流公司建设铁路物流专用线及物流园区项目（全资子公司）。公司预计 2012 年公司所在地的工农业产品的运量将达到 150 万吨。在可行性研究报告中公司预计铁路物流项目在 2016 年完全达产后每年可为公司年贡献净利润约 1300 万元，净收益率高达 26%，折合 EPS 为 0.03 元。项目大约在今年 10 月投入运营，业务量在随后几年逐步达到设计能力，摊销前期的开办费用后，2010-2012 年可为公司贡献的利润有限，我们预计 11 和 12 年的净利润水平在 8-9% 左右。

表 2 铁路物流项目盈利预测（单位：万元）

	2010E	2011E	2012E	2013-2015E	2016E
服务收入	500	2000	3000	3050-4500	5000
净利润	0	175	270	305-1000	1300

数据来源：公司调研 安信证券研究中心

2.3. 构建金融平台

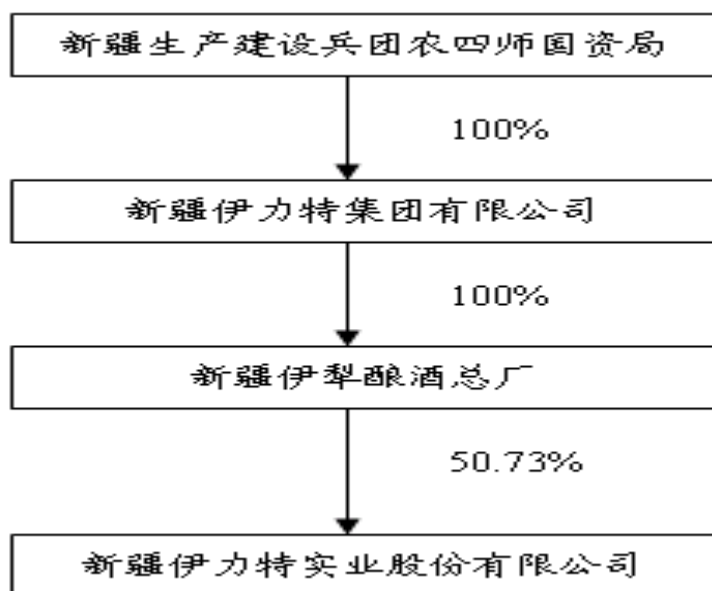
公司持有伊力特资产管理公司 49% 的股份，主要为实业投资和资产受托管理；09 年持有公司湘财证券 0.17% 的股权；参股新疆金石期货，持有 37% 的股权。目前金石期货已经具有商品和金融期货的双重经纪资格，交易量占全疆 51% 的市场份额，公司在疆内有 7-8 个营业部和办事处，在上海和郑州各有一个营业部，09 年上半年一些营业部仍处于筹办期，在开办费用较多的情况下金石期货仍为公司贡献利润 80 多万元，预计全年为公司贡献利润 150-200 万元。今后随着公司营运逐步走上正轨将成伊力特又一重要的利润增长点。

3. 公司发展的瓶颈

3.1. 受困机制因素，激励机制难以到位

公司的控股股东为新疆生产建设兵团农四师，属于传统的国有体制。与当前一些二线白酒上市公司灵活的管理机制相比，公司管理层的激励难以到位，员工的积极性难以充分调动起来，这对竞争激烈的消费品行业的公司来说尤其重要。

图 3 公司股权结构



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

3.2. 白酒营销管理粗放

公司的营销模式相当于由经销商开发品牌，公司的任务比较简单，只是监督市场，终端完全由经销商掌控。公司认为新疆地产白酒少，伊力特的品牌在新疆硬、产品俏，对经销商绝对强势。然而，我们认为即便公司给经销商设定了严格的考核指标，并坚决执行，由于经销商会从自身和短期的经济利益出发，在终端和渠道建设与维护的操作上与公司长远的发展的目标并不一致。

3.3. 7.5 事件的影响

由于 7.5 事件发生时处于白酒消费的淡季，对公司 3 季度销售的影响有限，但是 7.5 事件对新疆民族、社会心理造成了巨大的冲击，对新疆经济和人民生活产生了一定的影响，新疆人才外流的现象更加严重。目前事态虽已逐渐平息，但对于餐饮业的影响尚未完全消除。然而，从另一方面考虑，这也使伊力特不用担心其他名白酒近几年选择新疆市场作为进攻方向，公司完全可以无干扰地在疆内将伊力特产品的营销和渠道建设在广度和深度上一个层次。

4. 盈利预测和投资评级

我们假设公司在进一步做深做透新疆市场的情况下，随着消费升级，白酒业务在今后几年仍能保持 20%左右的增速；酒店业务受 7.5 事件的影响客流量大幅下降，导致房价下调；果汁业务在今后几年收入和利润维持在 09 年上半年的水平；我们预计 2011 年公司煤化工项目开始为公司贡献业绩，EPS =0.08 元，公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.31、0.35 和 0.53 元。

表 3 盈利预测（单位：万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
收入						
白酒	49497	67017	85183	85183	85183	85183
酒店	2573	2339	1355	1355	1355	1355
果汁	2157	3733	461	461	461	461
合计	54227	73089	86999	86999	86999	86999
毛利率						
白酒	48.60%	49.40%	46.00%	46.50%	46.70%	46.75%
酒店	15.06%	-5%	17.80%	17.80%	17.80%	17.80%
果汁	33.76%	30.07%	15.47%	15.47%	15.47%	15.47%

数据来源：公司调研 安信证券研究中心

由于 2010 年煤焦化和铁路物流项目尚不能为公司贡献利润，业绩的贡献几乎全部来自白酒业务，以目前的股价 13.50 元计算 2010 年已有 39 倍动态 PE，由于当前二线白酒的上市公司普遍估值较高，市场给予高估值是对公司未来高成长的溢价，我们给予公司增持-B 的投资评级，6 个月的目标价定为 15 元。

附注

新疆白酒市场的高端完全被外来的全国性一线白酒品牌所占领,代表性品牌如:茅台、五粮液、国窖 1573 和水井坊,而中低端白酒基本全部是地产酒,伊力特在地产酒中占据绝对优势,号称“新疆第一酒”。

肖尔布拉克地处巩乃斯草原腹部,因其出产名酒伊力特曲而闻名遐迩。这里三面环山,怀抱巩乃斯河,山青水秀,雨量充沛,冬暖夏凉。酿造伊力特酒的水来自天山冰雪消融后经冲积扇的过滤,从肖尔布拉克涌出的清泉,这种天然矿泉水富含钾、钠、钙、镁、锌等多种对人体有益的微量元素。酒厂座落于巩乃斯草原,空气四季清新。更难得的是这一带冬暖夏凉,四季和昼夜温差小,是标准的中温气候,形成浓香型酒特有的酿造微生物群。这样的优美温润的环境中酿造出了著名的塞北浓香型白酒-伊力特。

表 4 产品结构

档次	系列	代表产品	终端价位
高端	金奖系列等	伊力王酒、封坛年份酒等	218-499 元
中端	老窖系列等	大小老窖、伊力老窖经典、伊力特 1988 等	105-198 元
低端	特曲系列等	伊力特曲、伊力原浆、伊力珍酒、伊力陈坛窖等	38-88 元



财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-1-19		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	638.5	730.9	817.9	1,036.4	1,273.5	成长性					
减: 营业成本	373.2	397.4	446.6	572.3	702.3	营业收入增长率	29.7%	14.5%	11.9%	26.7%	22.9%
营业税费	85.3	107.1	109.4	155.5	191.0	营业利润增长率	20.7%	12.3%	37.0%	12.3%	49.0%
销售费用	39.6	37.1	38.1	48.3	59.3	净利润增长率	8.0%	14.7%	10.6%	14.4%	50.1%
管理费用	17.6	46.4	47.7	58.0	74.2	EBITDA 增长率	18.2%	9.9%	23.0%	12.7%	46.2%
财务费用	-0.8	-1.7	-11.8	-13.5	-20.5	EBIT 增长率	20.2%	11.8%	30.6%	12.1%	48.9%
资产减值损失	-1.8	10.3	-2.0	0.9	0.9	NOPLAT 增长率	8.6%	13.3%	10.3%	14.2%	50.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-10.9%	-4.1%	-20.1%	0.5%	-40.1%
投资和汇兑收益	6.4	13.8	13.0	13.0	73.4	净资产增长率	4.5%	10.0%	7.5%	8.0%	11.1%
营业利润	131.9	148.1	203.0	227.9	339.7	利润率					
加: 营业外净收支	0.4	0.2	1.0	-1.0	1.0	毛利率	41.5%	45.6%	45.4%	44.8%	44.9%
利润总额	132.3	148.3	204.0	226.9	340.7	营业利润率	20.7%	20.3%	24.8%	22.0%	26.7%
减: 所得税	23.9	24.9	61.2	63.5	95.4	净利润率	16.7%	16.8%	16.6%	15.0%	18.3%
净利润	108.4	123.4	142.8	163.4	245.3	EBITDA/营业收入	23.9%	23.0%	25.2%	22.5%	26.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	20.5%	20.0%	23.4%	20.7%	25.1%
货币资金	259.6	387.9	901.3	1,002.0	1,363.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	135	116	112	101	89
应收帐款	92.5	26.3	62.7	79.4	97.6	流动营业资本周转天数	174	136	61	0	-41
应收票据	112.6	125.2	138.9	176.0	216.3	流动资产周转天数	400	430	483	468	442
预付帐款	93.5	12.7	-78.2	-194.7	-337.6	应收帐款周转天数	17	8	14	19	19
存货	278.0	330.1	276.6	354.5	435.0	存货周转天数	144	151	135	111	113
其他流动资产	16.5	10.3	-1.0	-20.3	-41.3	总资产周转天数	647	634	690	637	583
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	414	334	263	185	120
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	102.1	126.3	124.7	124.7	124.7	ROE	11.9%	12.3%	13.3%	14.1%	19.0%
投资性房地产	12.4	11.4	11.0	11.0	11.0	ROA	8.9%	9.1%	8.0%	8.6%	11.0%
固定资产	235.1	235.6	275.0	305.4	326.5	ROIC	13.9%	17.6%	20.3%	29.0%	43.3%
在建工程	1.2	68.6	41.8	25.7	16.0	费用率					
无形资产	4.2	4.4	4.5	4.6	4.7	销售费用率	6.2%	5.1%	4.7%	4.7%	4.7%
其他非流动资产	10.5	15.9	21.3	21.1	20.9	管理费用率	2.7%	6.3%	5.8%	5.6%	5.8%
资产总额	1,218.2	1,354.8	1,778.6	1,889.4	2,237.2	财务费用率	-0.1%	-0.2%	-1.4%	-1.3%	-1.6%
短期债务	2.0	2.0	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	8.8%	11.2%	9.0%	9.0%	8.9%
应付帐款	148.3	131.9	111.7	143.2	175.7	偿债能力					
应付票据	5.1	-	-	-	-	资产负债率	25.2%	26.0%	39.5%	42.1%	43.8%
其他流动负债	151.8	217.5	288.1	397.1	525.4	负债权益比	33.8%	35.2%	65.2%	72.6%	78.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.78	2.54	1.86	1.66	1.73
其他非流动负债	0.3	1.3	2.2	4.4	6.9	速动比率	1.87	1.59	1.46	1.24	1.29
负债总额	307.5	352.7	701.9	844.7	1,007.9	利息保障倍数	#####	-85.55	-16.22	-15.82	-15.59
少数股东权益	12.1	51.4	58.5	66.7	78.9	分红指标					
股本	441.0	441.0	441.0	441.0	441.0	DPS(元)	0.16	0.16	0.15	0.18	0.26
留存收益	457.6	509.7	577.5	655.1	771.6	分红比率	66.0%	57.5%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	910.7	1,002.0	1,077.0	1,162.8	1,291.6	股息收益率	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	108.4	123.4	142.8	163.4	245.3	EPS(元)	0.24	0.28	0.31	0.35	0.53
加: 折旧和摊销	21.7	21.5	15.2	18.3	21.0	BVPS(元)	2.07	2.27	2.44	2.64	2.93
资产减值准备	-1.8	10.3	-2.0	0.9	0.9	PE(X)	60.0	52.3	47.3	41.3	27.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.0	6.4	6.0	5.5	5.0
财务费用	-	-	-	-11.8	-13.5	P/FCF	-	42.4	11.3	23.7	16.4
投资收益	-6.4	-13.8	-13.0	-13.0	-73.4	P/S	10.0	8.8	7.8	6.2	5.0
少数股东损益	1.4	0.8	7.1	8.2	12.3	EV/EBITDA	40.7	36.5	28.7	25.2	16.2
营运资金的变动	-23.2	111.7	152.9	145.9	187.3	CAGR(%)	14.7%	25.7%	27.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	171.6	227.8	291.3	310.1	372.8	PEG	4.1	2.0	1.7	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	20.0	-69.2	-16.0	-19.1	41.3	ROIC/WACC	1.5	1.9	2.1	3.0	4.5
融资活动产生现金流量	-50.1	-30.4	242.0	-64.1	-96.0	REP	6.2	5.0	5.2	3.6	3.8

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034