

本周观点：短期缺少催化，基本面还要经历考验

■ 上涨下跌皆钝化反映了当前阶段市场预期和持仓，基本面可能还要经历考验。白酒三季报过后集中下跌，创今年以来新低，大跌过后静态市盈率已经不高，处于历史平均值附近或以下，大批白酒公司2018年市盈率在20倍以下，甚至15-18倍。2019年假设业绩增长缓慢，估值风险也不是很高。在大盘“政策底”认知以及st活跃背景下，加之持仓变化，白酒逆势再度大跌不易。

■ 对2019年正常增速换挡不应过度悲观，品牌白酒企业负增长概率不高。预计2019年降速是确定的，但形势明朗或须等到春节前后，春节情势大概率决定明年整个上半年走势。我们客观上认为，基本面将面临考验，明年上半年基数高，增速压力大，股价在外部平淡的背景下很难有独立向上动力，估值修复需要更多力量。

■ 继续值得重点关注的白酒标的：**1) 贵州茅台**，行业风向标。2018Q3实际发货少于上年同期是业绩低于预期主要原因，考虑到大势变化，收入确认转向保守，目前估值对于2018年21.5x；**2) 山西汾酒**，2018-2019目标不低，和华润务实合作是后续重要看点，省内Q3调整10月份收入增速有提升，低价位酒仍处机遇期，市值偏低，风险点在于上半年增速可能不是很高；**3) 洋河股份**，市场基础扎实，增速相对平稳，目前估值已经偏低。**4) 五粮液**，茅台减速公司压力减少，管理层理顺有望明年实现有催化，五粮液酒今年2w吨发货预计能完成，给明年更好市场基础。**5) 其他**，如舍得，水井坊，顺鑫。

■ 重视资金流向，食品股/必须品配置价值显现。上半年食品股“牛市”明显，估值业绩双升，但Q3业绩整体平淡情况下股价急速下跌，股价、估值和预期均调整，估值较上半年显著回落。11月份食品股在大幅回调后已经显著反弹，短期没有很便宜的标的，考验耐心。更多从行业前景，公司基本面角度把握更为中长期投资机会。

■ 防御思维下，继续重视大众品板块——消费资金的偏好明显，不可缺位。今年食品板块细分龙头业绩表现较好，板块估值表现更为坚挺，与白酒板块估值回落不同，食品板块今年以来估值平均值为27.2x，而2017年为27.1x。白酒有业绩有估值，估值便宜，但市场信心严重衰落，食品股有业绩有资金（偏好），类似于2013年白酒资金转流入食品，引起食品股大涨。持续看好中炬高新——2018业绩保守，2019主业提速可期，未来价值挖掘有空间，同时具备很多优质题材，如激励，如土地增值变现等。

■ 中期重点推荐的标的：**1) 中炬高新**：近期公司董事会换届，靴子落地，预期趋于明朗。公司重申聚焦食品主业，未来加强产业链延伸，符合市场预期；看好公司核心团队稳定，既有激励机制持续发挥作用甚至激励得到升级，看好公司先进产能的持续投放，通过规模效应、生产效率几方面提升整体盈利能力；看好公司存量土地等资产升值贡献；**2) 洽洽食品**：Q3提现提价利好，营收提速，毛利率大幅提升，预计提价受益能持续4个季度；引入全球著名战略咨询机构，明确双品类100亿战略，业务聚焦和边际改善明显。**3) 涪陵榨菜**：行业龙头地位稳固，份额仍在持续提升，目前估值合理，期待既定外延战略的执行与落地。

■ 风险提示：宏观经济走弱对白酒需求影响偏负面；消费持续疲软影响产品结构升级优化；成本上升。

投资评级

同步大市-
A
维持评级

首选股票

目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	6.35	4.24	-18.70
绝对收益	11.29	11.99	8.56

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

- 从经验主义看大众品牛市——食品周报 20180527
- 大众品增长提速，地产酒春意正浓——食品周报 20180520
- 消费结构升级促“地产酒春天”——食品周报 20180506
- 基本面是最大支撑，继续好看次高端——食品周报 20180318

内容目录

1. 本周观点：短期缺少催化，基本面还要经历考验.....	5
1.1. 上涨下跌皆钝化反映了当前阶段市场预期和持仓，基本面可能还要经历考验.....	5
1.2. 重视资金流向，食品股/必须品配置价值显现.....	5
2. 本周食品饮料板块综述.....	6
3. 近期报告汇总.....	9
3.1. 地产酒系列深度.....	9
3.2. 消费专题会、调研纪要.....	9
3.3. 洋河最新交流纪要.....	9
3.4. 季报点评汇总.....	10
➢ 白酒.....	10
➢ 非白酒.....	11
4. 重点公司估值表.....	12
5. 行业要闻.....	13
6. 重点公司公告.....	13
7. 下周重要事项.....	14
8. 重点数据跟踪.....	15
8.1. 本周市场表现.....	15
8.2. 行业重点数据跟踪.....	17

图表目录

图 1：近 20 年白酒调整周期梳理.....	错误!未定义书签。
图 2：白酒产量增速与 GDP 增速.....	错误!未定义书签。
图 3：白酒产量增速与固定资产投资增速.....	错误!未定义书签。
图 4：白酒股价及市盈率.....	错误!未定义书签。
图 5：白酒板块单季度收入增速、利润增速.....	错误!未定义书签。
图 6：茅台零售价.....	错误!未定义书签。
图 7：剔除茅台后预收账款的变化.....	错误!未定义书签。
图 1：2007-2009 年 M2 增速.....	错误!未定义书签。
图 2：2007-2009 年固定资产投资完成额增速.....	错误!未定义书签。
图 10：2011 至今 M2 增速以及固定资产投资增速.....	错误!未定义书签。
图 11：2011 至今城镇居民可支配收入与住宿餐饮业 GDP 增速.....	错误!未定义书签。
图 12：餐饮与消费水平降速.....	错误!未定义书签。
图 13：GDP 累计同比贡献率.....	错误!未定义书签。
图 1：食品饮料行业沪港通持股（%）.....	6
图 2：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	6
图 3：茅台沪港通持股比例.....	7
图 4：五粮液沪港通持股比例.....	7
图 5：泸州老窖沪港通持股比例.....	7
图 6：洋河股份沪港通持股比例.....	7
图 7：山西汾酒沪港通持股比例.....	8
图 8：顺鑫农业沪港通持股比例.....	8
图 9：伊利股份沪港通持股比例.....	8
图 10：双汇发展沪港通持股比例.....	8

图 11: 中炬高新沪股通持股比例	8
图 12: 海天味业沪股通持股比例	8
图 14: 年初至今各行业收益率 (%)	15
图 15: 一周以来各行业收益率 (%)	15
图 16: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)	15
图 17: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)	15
图 18: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	16
图 19: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数	16
图 20: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	16
图 21: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数	16
图 22: 茅台五粮液终端价格	18
图 23: 二线酒终端价格	18
图 24: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨)	18
图 25: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)	18
图 26: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)	18
图 27: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)	18
图 28: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)	19
图 29: 海关奶粉进口价 (美元/吨)	19
图 30: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)	19
图 31: 液态奶进口量-累计值 (万吨)	19
图 32: 液态奶进口单价 (美元/千克)	19
图 33: 原奶价格 (元/千克)	19
图 34: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	20
图 35: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	20
图 36: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	20
图 37: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	20
图 38: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	20
图 39: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	20
图 40: 国内玉米价格 (元/吨)	21
图 41: 国内大豆价格 (元/吨)	21
图 42: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	21
图 43: 猪粮比价	21
图 44: 苦杏仁价格 (元/千克)	21
图 45: 马口铁价格 (元/吨)	21
图 46: 铝板价格	22
图 47: 进口大麦价格 (美元/吨)	22
图 48: 玻璃价格指数	22
图 49: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)	22
图 50: 食糖价格指数 (元/吨)	22
图 51: 食盐价格指数 (元/公斤)	22
图 52: 可可价格指数 (美元/吨)	23
表 1: 核心组合收益表	6
表 2: 主要地产酒 2017 和 2018Q1 营收利润增速情况	错误!未定义书签。
表 3: 重点公司的一降双升情况	错误!未定义书签。

表 4: 古井贡酒 2017 年价格&结构贡献远大于销量贡献.....	错误!未定义书签。
表 5: 口子窖的不同档次白酒销售情况.....	错误!未定义书签。
表 6: 公司估值表.....	12
表 7: 上周重要公告.....	13
表 8: 下周重要事项.....	14

1. 本周观点：短期缺少催化，基本面还要经历考验

1.1. 上涨下跌皆钝化反映了当前阶段市场预期和持仓，基本面可能还要经历考验

白酒三季报过后集中下跌，创今年以来新低，大跌过后静态市盈率已经不高，处于历史平均值附近或以下，大批白酒公司 2018 年市盈率在 20 倍以下，甚至 15-18 倍。2019 年假设业绩增长缓慢，其估值风险也不是很高。在大盘“政策底”认知以及 st 活跃背景下，加之持仓变化，白酒短期再度大跌预计可能性也不大。

基本上看，白酒后周期特征正在显现，淡季动销相对较弱，淡季渠道库存略高于节前水平，渠道放大企业销售的能力边际减弱，公司报表增速放缓——次高端龙头的增速会正常放缓，2019 年增速压力存在。茅台内部反腐和频繁人事变动，使得茅台自身的量价政策尚不明朗，也给行业带来一些不确定性。

对 2019 年增速换挡的判断下，不应过度悲观，明年品牌白酒企业负增长概率不高，降速是确定的，但形势明朗或须等到春节前后，春节情势大概率决定明年整个上半年走势。我们客观上认为，基本面将面临考验，明年上半年基数高，增速压力大，股价在外部平淡的背景下很难有独立向上动力，估值修复需要更多力量。

继续值得重点关注标的：1) 贵州茅台，行业风向标。2018Q3 实际发货少于上年同期是业绩低于预期主要原因，考虑到大势变化，收入确认转向保守，目前估值对于 2018 年 21.5x；2) 山西汾酒，2018-2019 目标不低，和华润务实合作是后续重要看点，省内 Q3 调整 10 月份收入增速有提升，低价位酒仍处机遇期，市值偏低，风险点在于上半年增速可能不是很高；3) 洋河股份，市场基础扎实，增速相对平稳，目前估值已经偏低。4) 五粮液，茅台减速公司压力减少，管理层理顺有望明年实现有催化，五粮液酒今年 2w 吨发货预计能完成，给明年更好市场基础。5) 其他，如舍得，水井坊，顺鑫。

1.2. 重视资金流向，食品股/必需品配置价值显现

10 月份食品股大幅回调后已经显著反弹，短期没有很便宜的标的，考验耐心。

上半年食品股“牛市”明显，估值业绩双升，但 10 月以来在 Q3 业绩整体平淡情况下股价急速下跌，股价、估值和预期均调整，估值较上半年显著回落，风险得到一定程度的释放。

防御思维下，继续重视大众品板块——消费资金的偏好明显，不可缺位。

今年食品板块细分龙头业绩表现较好，板块估值表现更为坚挺，与白酒板块估值回落不同，食品板块今年以来估值平均值为 27.2x，而 2017 年为 27.1x。白酒有业绩有估值，估值便宜，但市场信心严重衰落，食品股有业绩有资金（偏好），类似于 2013 年白酒资金转流入食品，引起食品股大涨。

持续看好中炬高新——2018 业绩保守，2019 主业提速可期，未来价值挖掘有空间，同时具备很多优质题材，如激励，如土地增值变现等。

食品股方面维持中线积极推荐的标的：

1) 中炬高新：近期公司董事会换届，靴子落地，预期趋于明朗。公司重申聚焦食品主业，未来加强产业链延伸，符合市场预期；看好公司核心团队稳定，既有激励机制持续发挥作用甚至激励得到升级，看好公司先进产能的持续投放，通过规模效应、生产效率几方面提升整体盈利能力；看好公司存量土地等资产升值贡献；2) 洽洽食品：Q3 提现提价利好，营收提速，毛利率大幅提升，预计提价直接受益能持续 3-4 个季度；引入全球著名战略咨询机构，明确双品类 100 亿战略，业务聚焦和边际改善明显。

2. 本周食品饮料板块综述

本周板块综述：

本周(11/19-11/23)上证指数下跌3.72%，深证成指下跌5.28%，食品饮料板块下跌2.07%，在申万28个子行业中排名第2位。各板块有不同程度的下跌，其中啤酒跌幅最高，为-6.96%（白酒-1.10%>乳品-1.38%>饮料制造-1.65%>食品饮料-2.07%>调味发酵品-2.09%>食品加工-2.80%>其他酒类-3.82%>黄酒-4.82%>肉制品-5.14%>食品综合-5.57%>葡萄酒-6.06%>软饮料-6.62%>啤酒-6.96%）。

个股涨幅前五位分别是：*ST因美(5.15%)、广泽股份(2.96%)、伊力特(1.42%)、*ST椰岛(0.40%)、麦趣尔(0.00%)；跌幅前五位分别是：佳隆股份(-12.05%)、盐津铺子(-10.73%)、天润乳业(-10.36%)、兰州黄河(-10.10%)、得利斯(-10.04%)。

核心组合表现：

本周我们的**核心组合**上涨**2.86%**。具体标的表现如下表（核心组合出自重点标的组合池）：

表 1：核心组合收益表

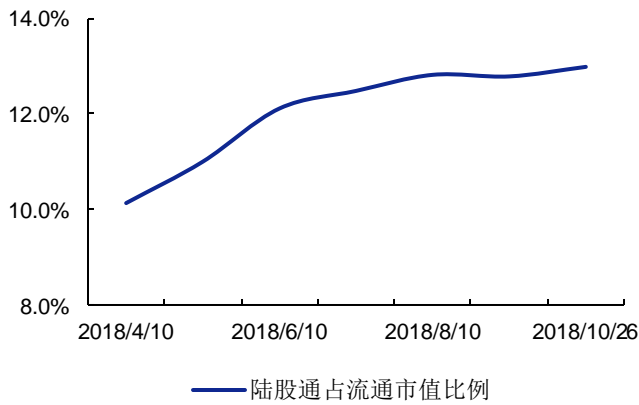
	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重
600519.SH	贵州茅台	556.90	10%	-0.55%	5.00%
000568.SZ	泸州老窖	40.23	10%	-0.15%	10.00%
000858.SZ	五粮液	50.02	10%	-1.32%	5.00%
002304.SZ	洋河股份	95.50	10%	-0.05%	10.00%
600809.SH	山西汾酒	32.49	10%	-3.27%	5.00%
600702.SH	舍得酒业	20.38	5%	-4.50%	5.00%
600779.SH	水井坊	28.09	10%	-2.80%	10.00%
000596.SZ	古井贡酒	54.11	5%	-5.35%	5.00%
600882.SH	广泽股份	8.00	0%	2.96%	0.00%
600887.SH	伊利股份	23.45	10%	-1.26%	5.00%
600872.SH	中炬高新	28.10	5%	-0.71%	5.00%
600305.SH	恒顺醋业	9.43	0%	-5.32%	5.00%
600298.SH	安琪酵母	22.40	5%	-1.62%	10.00%
000848.SZ	承德露露	7.81	5%	-4.05%	5.00%
002507.SZ	涪陵榨菜	21.76	5%	-4.98%	10.00%
002582.SZ	好想你	8.07	5%	-5.72%	5.00%
合计				-2.29%	-2.56%
801120.SI	食品饮料	8,811.16			-2.07%
000001.SH	上证综指	2,579.48			-3.72%
000300.SH	沪深300	3,143.48			-3.51%

资料来源：wind,安信证券研究中心

外资持股数据更新：

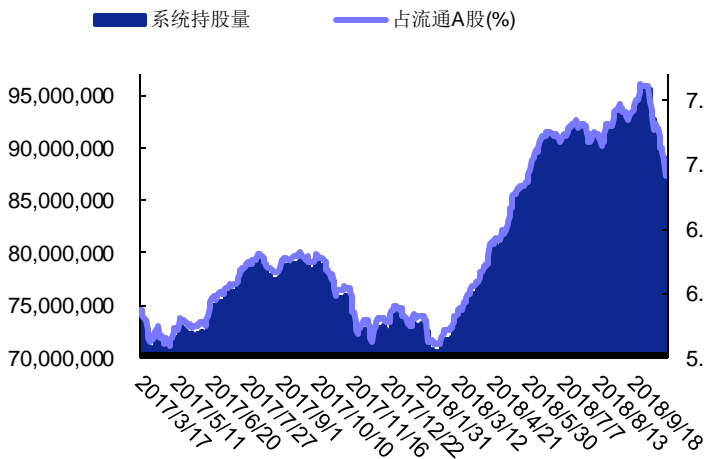
图 1：食品饮料行业沪港通持股（%）

图 2：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



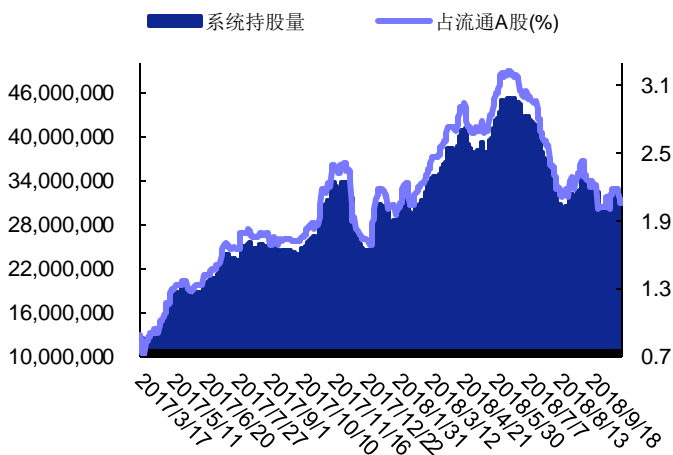
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：茅台沪港通持股比例

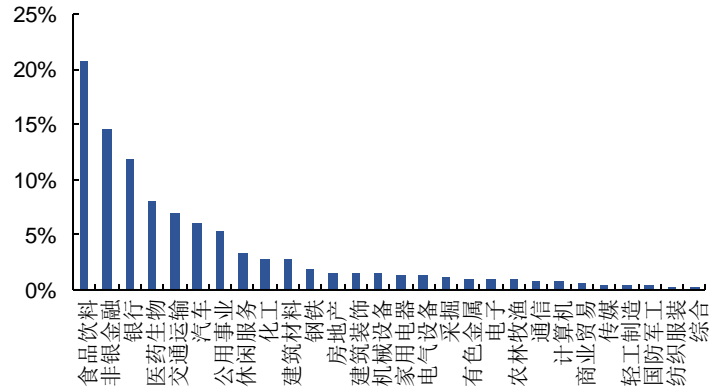


资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：泸州老窖沪港通持股比例

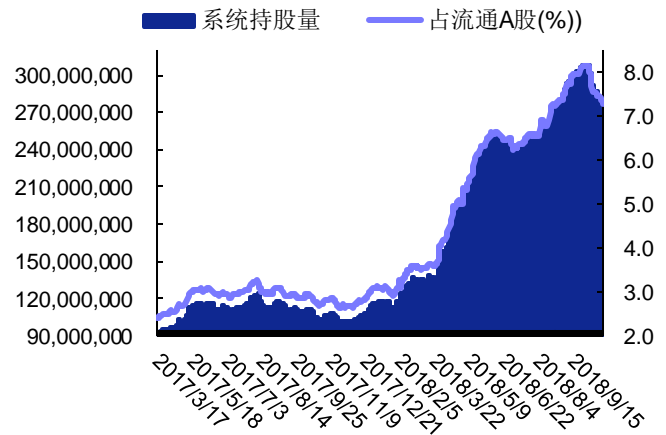


资料来源：wind，安信证券研究中心



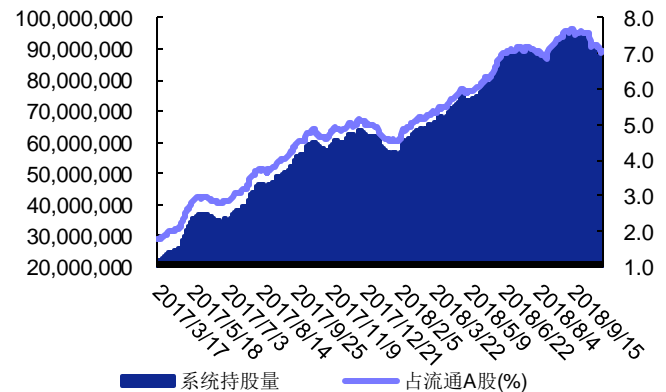
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：五粮液沪港通持股比例



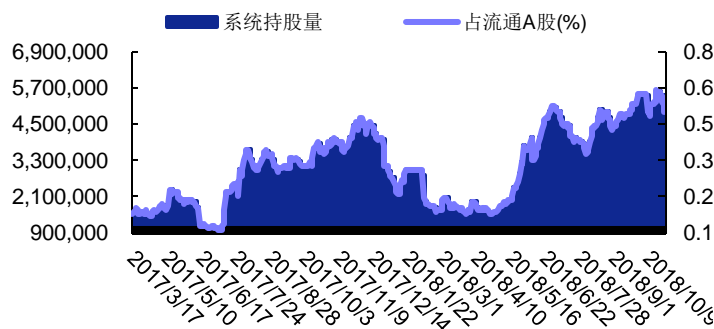
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：洋河股份沪港通持股比例



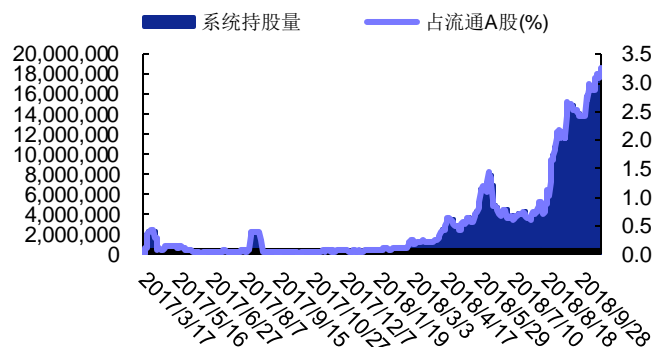
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：山西汾酒沪港通持股比例



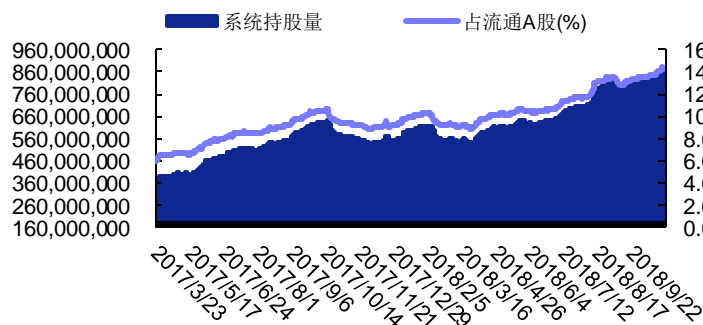
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 8：顺鑫农业沪港通持股比例



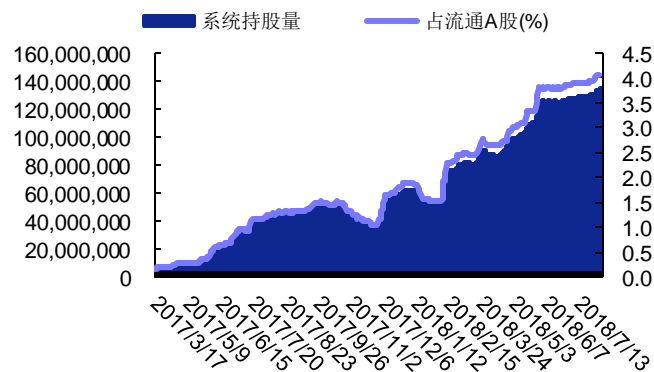
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：伊利股份沪港通持股比例



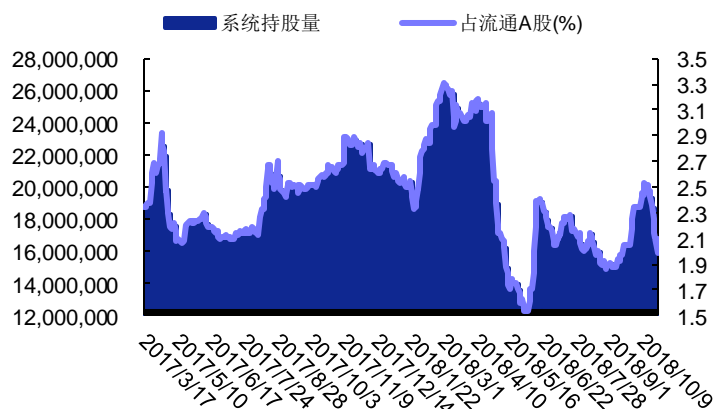
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：双汇发展沪港通持股比例



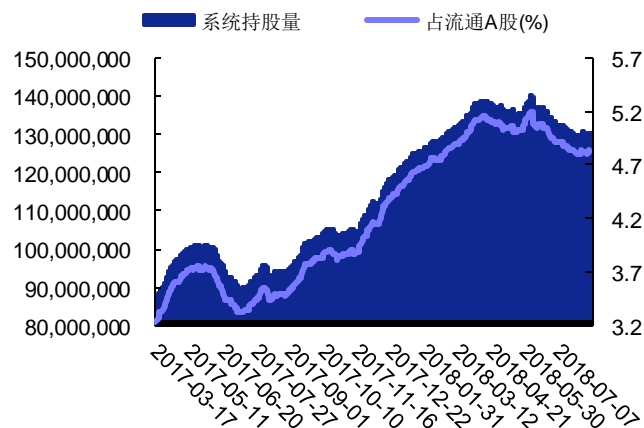
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11：中炬高新沪股通持股比例



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 12：海天味业沪股通持股比例



资料来源：wind，安信证券研究中心

3. 近期报告汇总

3.1. 地产酒系列深度

- 洋河股份：“价格带龙头”投资逻辑下的优选标的
- 今世缘：聚焦国缘，步入黄金发展期
- 口子窖：徽酒龙头，进入加速升级窗口期
- 古井贡酒：徽酒龙头，进入结构上行，费用下行”黄金期
- 伊力特：提价破冰，改革提升价值
- 洋河股份：洋河绵柔如水，经典源远流长

3.2. 消费专题会、调研纪要

- 食品首席苏城《刚需与成长》
 - 刚需逻辑是对上半年行情最好的总结，也是未来 6-12 个月最好的展望
 - 地产酒推荐逻辑：1、消费价格中枢持续上移，可跟踪可验证；2、产品结构优化带来财务上的“一降双升”；3、突破市场一般认知，戴维斯双击；4、估值参照
- 酒协副理事长宋书玉《行业运行情况及政策判断》
 - 白酒行业特点：产业结构调增成效显著；产业调增持续进行；消费多元，竞争加剧；产能过剩，长期缺好酒
 - 希望关注的行业变化：一是正在构建中国白酒新的品质和价值表达。二是发展新导向。未来我们提倡的是以风味和健康为导向，把风味放到第一位。三是回归本源，中国白酒的本源就是道法自然，天酿美酒。四是新时代、新消费、新机遇。
- 资深白酒专家吕威逊《白酒景气之辩》
 - 白酒行业的本质：需求来源于表达，本质是面子消费。消费升级的四个层面：品质升级，品牌升级，产品升级，服务升级。全国化势头良好，体量大的省份保持快速增长，省外空间继续看好
 - 建议关注白酒行业三个细节：区别看待购买需求的消费性需求和投资性需求；正确理解控货挺价，这是供需关系的厂家理性反应；关注二线名酒和区域龙头交集的企业
 - 中国白酒未来发展的五个主要趋势：白酒行业的周期性更多的是受行业自身供需关系的影响；看好次高端放大机会；要看到高端酒产能的稀缺性给很多品牌带来的历史性机会；分析很多品牌要看市场结构，在高占有率市场和分散市场是不一样的；建议高度关注二线品牌跟高占有率市场叠加的酒企，这样的酒企有持续的发力空间。

3.3. 洋河最新交流纪要

- **全国化逻辑持续兑现，业绩有望逐级加速。**作为地产酒的龙头，洋河“点成线，线成面”的全国化战略稳步推进，重点市场经过多年的沉淀目前已经进入放量阶段。“5+2”样板市场示范效应显现，从增速来看，新江苏市场中山东、安徽等市场增速较快。另外，江西市场表现亮眼，今年营收有望进入十亿阵营。与此同时，随着梦之蓝放量带来的产品结构提升和渠道费用投放的减少，我们预计上半年公司业绩增速有望超过 25%（预告区间为 20-30%）。

- **产品结构持续优化，梦系列保持高增。**蓝色经典系列占比超过70%，其中海天梦占比4:3:3；海、天、梦省内占比分别为40%、50%和70%。上半年梦系列增速超过50%，海天保持两位数增长。
- **省外拓张进入收获期，费用投放下落带动业绩加速增长。**去年公司货折等费用占比约30%，预计今年下降6pct。两方面原因，一是促销政策减少，二是价格的上调。另外得益于产品结构升级，预期毛利率会逐步提升，带动业绩加速增长。

3.4. 三季报点评汇总

➤ 白酒

■ 水井坊：基数抬高增速放缓，全年目标完成可期

基数抬高增速放缓，全年目标完成可期。

公司 Q1-Q3 季度增速逐级放缓，一方面上年 Q1 基数因为季节原因明显偏低，Q2/Q3 基数逐季走高；另一方面，宏观经济形势影响下需求影响渐显，渠道调研显示，公司在部分区域销售增速放缓。利润方面，1-9 月净利润已经基本达成全年目标。

8 号性价比突出，贡献最突出。

从产品结构上看，1-9 月公司主力高档品中，臻酿八号的增速达到 60%，井台增速略低于 30%，八号占比高（我们测算上年同期八号收入占比在 40%-45% 之间），增速快，成为增长的最主要贡献，中档酒营收负增长，由于绝对额不足 5000 万，整体影响小。

销量贡献为主，销售网络精进。

1-9 月销售增长 45%，我们测算销量贡献为主，贡献其中 30 个百分点，提价贡献 15% 个百分点；渠道方面，公司分销门店数量预计超过 3 万家，同比增幅达到 145% 左右，配合业务扩大，公司销售人员已超 400 人，较上年增加 40% 左右。

销售费用率环比回落，管理费用率持续下降，规模效应局部已显现。

公司 1-9 月销售费用率 30.40%，同比提高了 5.65 个百分点，但 Q1 以来销售费用率逐季走低，Q3 已经低于 30% 为 28.79%，同比升幅收窄至 3.86 个百分点，管理费用率从 2017Q2 以来整体呈回落态势，公司规模效应已显现。

■ 山西汾酒：改革行在途中，增长重速也重质

Q3 增速环比放缓，体现“重速更重质”的可持续发展思路。

公司 Q3 单季度营收增速 30.58%，较上半年放缓较为明显，但仍处于 30%-50% 这一行业领先增速区间，从渠道调研情况看，受经济等行业共性因素影响，部分区域终端动销放缓，公司及时调整了节奏。由于三季度控制发货节奏，Q3 省外营收增长有降速（我们估计在 18%-20% 水平，从而拉低三季度增速）。省外招商持续进行中，2018Q3 公司经销商数量共计 1874 个，环比增长 194 个。青花保持高增长贡献营收增量。从分产品情况来看，青花保持 50% 以上增长，汾牌销售（预计 Q3 收入贡献约 1 亿元，力度低于 Q2）与玻汾贡献部分业绩增量。

毛利率上行，费用率缩减，业绩超市场预期。

产品结构提升带动毛利率上移，Q3 毛利率 68.9%，同比/环比提升 5.1pct/1.6pct，提振业绩增速。与此同时，费用率略微缩减，销售费用率同比/环比下降 0.7pct/0.7pct，管理费用率同比/环比下降 0.9pct/0.1pct。Q3 所得税率 31.0%，略微影响业绩增速。预收款 7.9 亿元，与 Q2 水平相当。

国改行在途中，和战投华润的深入合作值得期待，公司品牌上升趋势乐观。

公司于 6 月底完成股份转让过户，并于 8 月公告增加董事，华润方面推荐华润雪花啤酒董事长和总经理进入公司董事会。华润在快消品中的经验和较强的渠道资源将为公司全国化拓展提供帮助，同时公司中低端产品与啤酒有很强渠道共享机会，未来发展可期。五粮液：业绩再超预期，改革行在途中

■ 舍得酒业：酒业逐步正轨，玻瓶助攻，Q3 超预期

Q3 收入表现超预期，次高端大单品增长亮眼。玻瓶业务贡献突出。

Q3 营收增长 56.77%，显著超出市场预期，分拆来看，酒业增长 42.07%，较上半年增速大幅提升，由于 2017 年 10 月公司会计政策有所调整，剔除会计调整因素，Q3 收入增速同比也有 34.05%；其中公司核心次高端大单品舍得酒增长 62.17%，处于同类当中领先水平，一方面基数小，另一方面也体现了公司品牌号召力，在旺季订货会当中具有较好表现；公司掌握天马玻璃公司控股权后并表，Q3 玻璃业务收入贡献约 0.97 亿元，对收入增速贡献较为明显。

高端产品占比不断提升，非舍得酒有企稳迹象。

1-9 月“舍得酒”在酒类收入当中占比 79.00%，去年同期舍得酒收入占比为 62.02%，提升了 17 个百分点，高端酒收入占比提升，带动整体毛利率上行，1-9 月综合毛利率 72.12%（玻璃业务毛利率较低，对整体毛利率有所影响），其中酒类业务毛利率约 77%-78%左右，较上年估算有 2-3 个百分点的提升。低档酒 Q3 降幅 59.75%，较 1-6 月的-68.74%有所收窄，Q3 非舍得酒整体下滑幅度降至 20%以内为 19.20%。

现金流/营收匹配，大额资金支出主要系股份回购，销售费用率回落主要系会计政策变更和费用投入模式变化。

公司 1-9 月销售商品收到现金 20.52 亿元，累计收入 15.89 亿元，9 月底货币资金同比减少 5 亿左右，主要系支付股份回购约 3 亿元及对外支付投资款；今年以来销售费用率每季均同比下降，主要系会计政策变更影响，该影响将延续至 Q4，之后预计正常化。

公司经营逐步向好可期，回购体现公司信心。

公司确立双品牌运作后，舍得酒运作日趋成熟，整体上看，公司扁平化运作坚定推进，渠道管理技术手段不断升级，更加重视终端实际动销，品牌营销方面广开思路，如果有比较好的行业机会窗口，公司舍得酒放量期可看长；随着舍得酒操作步入正轨，沱牌的发展将成为另一个重要议程，公司在市场聚焦基础上是否有独立运作计划值得期待。公司前期已完成 3 亿元总价回购，平均价格 26.49 元，回购体现了公司股东和管理层信心，未来公司激励机制方面仍有优化提升空间。

➤ 非白酒

■ 涪陵榨菜：疾跑减速，全年目标仍可期待

Q3 增速放缓幅度略超预期，市场从严重缺货转向供需平衡。

Q3 营收增速较 Q2 回落幅度较大，主要原因有三：1) 真实需求放缓，量的贡献减弱，我们估算 Q1 总体吨价变动幅度估计在 25%附近，量增 20%左右，Q2 预计价格（结构）和销量贡献继续保持各半（10%左右），Q3 主要系价格贡献。2) 2017 年市场库存较低，公司产能受限，存在需求缺口，Q1 因为新产能等贡献，满足需求能力提升，产销两旺，量价齐升，增速最快，后续季度放缓属正常；2) Q2 大水漫灌后的自然消化。Q2 大水漫灌经销商积极性高，新老经销商进货意愿足，由于市场需求缺口缩小，逐步产生窜货和库存累积问题，Q3 公司收入增长降速同时预收款环比提升，反映公司在采取措施促渠道恢复。

成本下降是利润率提升最主要原因，现金流等指标优良。

Q3 毛利率同比提升 10.95 个百分点至 57.26%，Q2-Q3 持续受益成本下降，毛利率稳定在 55%以上。由于“大水漫灌”活动在 7 月即结束，按产品属性和公司一贯市场投入规律，下半年销售费用投入产出减弱，Q3 销售费用率 7.94%环比回落明显，同比也下降 2.19 个百分点。Q3 净利润率 45.24%，同比提升 14.84pct.，创历史最高水平。公司经营性现金流方面保持优良水平，Q3 销售商品收到现金 6.22 亿元，经营性净现金流达 2.91 亿元，分别同比增长 22.03%和 33.98%，Q3 末预收款 1.85 亿元，同比环比均有增加。

脆口增长降速但仍高于整体水平，全年预算目标对 Q4 增长有一定要求。

公司脆口产品（萝卜、榨菜）2017 年估算增速在 50%左右，2018 年 1-9 月预计增速 30%-40%，增速有一定放缓，其中脆口榨菜的增速预计在 20%-30%。公司全年预算目标增长 26.80%，对 Q4 增长速度有一定要求，三季度主动调整情况下，Q4 仍值得期待。

4. 重点公司估值表

表 2: 公司估值表

板块	证券代码	证券简称	本周股价	EPS			PE			评级
				2016A	2017A	2018E	2016A	2017A	2018E	
白酒	600519.SH	贵州茅台	560	13.31	21.56	33.73	52	32	20	买入-A
	000858.SZ	五粮液	50.69	1.79	2.55	3.17	37	26	21	买入-A
	002304.SZ	洋河股份	95.55	3.93	4.40	5.18	20	26	22	买入-A
	000568.SZ	泸州老窖	40.29	1.23	1.80	2.41	40	27	20	买入-A
	600559.SH	老白干酒	13.99	0.00	0.37	0.74	#DIV/0!	50	25	-
	000596.SZ	古井贡酒	57.17	1.65	2.28	2.41	49	35	33	买入-A
	000860.SZ	顺鑫农业	34.78	0.72	0.77	1.06	57	54	39	增持-A
	000799.SZ	酒鬼酒	15.92	0.33	0.54	0.73	65	40	29	增持-A
	600702.SH	沱牌舍得	21.34	0.24	0.43	1.06	118	66	27	买入-A
	600779.SH	水井坊	28.9	0.46	0.69	1.06	53	41	29	买入-A
黄酒	600809.SH	山西汾酒	33.59	0.70	1.09	1.81	75	48	29	买入-A
	600616.SH	金枫酒业	5.49	0.13	0.11	0.18	49	58	36	-
葡萄酒	600059.SH	古越龙山	7.02	0.15	0.20	0.24	52	39	32	增持-B
	000869.SZ	张裕 A	29.48	1.43	1.51	1.64	27	25	23	-
乳业	600887.SH	伊利股份	23.75	0.93	0.99	1.35	24	22	20	买入-A
	600597.SH	光明乳业	8.36	0.46	0.50	0.63	21	19	15	增持-A
	002570.SZ	贝因美	5.05	0.00	-1.03	0.15	#DIV/0!	-5	34	-
蛋白乳饮	002719.SZ	麦趣尔	15.34	0.26	0.17	0.91	59	90	17	买入-A
	000848.SZ	承德露露	8.14	0.46	0.42	0.47	19	21	19	买入-A
肉制品	000895.SZ	双汇发展	23.86	1.34	1.31	1.66	16	15	13	买入-A
	600073.SH	上海梅林	6.62	0.42	0.30	0.59	16	22	11	买入-A
调味品	603288.SH	海天味业	63.18	1.05	1.31	1.61	39	32	43	增持-A
	600872.SH	中炬高新	28.3	0.45	0.57	0.82	60	47	33	买入-A
	600305.SH	恒顺醋业	9.96	0.28	0.47	0.44	34	20	22	买入-A
	002650.SZ	加加食品	4.21	0.00	0.14	0.19	#DIV/0!	35	26	-
	002582.SZ	好想你	8.56	0.08	0.21	0.31	131	50	34	买入-A
	002661.SZ	克明面业	13.49	1.17	0.34	1.78	11	38	7	买入-B
	002557.SZ	洽洽食品	19.14	0.70	0.63	1.05	23	26	15	买入-A
	000716.SZ	黑芝麻	3.35	0.00	0.18	0.49	#DIV/0!	20	7	买入-B
综合食品	600298.SH	安琪酵母	22.77	0.65	1.03	1.32	45	29	22	买入-A
	002695.SZ	煌上煌	11.56	0.18	0.28	0.38	66	43	31	-
	300146.SZ	汤臣倍健	20.91	0.36	0.52	0.52	55	38	38	增持-A
	002507.SZ	涪陵榨菜	22.9	0.33	0.52	0.65	36	27	21	买入-A
	000639.SZ	西王食品	8.15	0.30	0.76	0.91	71	36	23	买入-B
	002568.SZ	百润股份	9.72	-0.16	0.22	0.50	-83	60	27	买入-B
	603020.SH	爱普股份	8.03	0.60	0.45	0.66	14	19	13	增持-A
	603866.SH	桃李面包	49.5	0.93	1.14	1.46	57	46	36	增持-A
啤酒	600882.SH	广泽股份	7.77	0.08	0.01	0.21	94	752	36	买入-A
	600132.SH	重庆啤酒	26.52	0.37	0.68	0.87	70	38	30	买入-A

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5. 行业要闻

- 1、茅台人事变动：王晓维将担任销售公司党委书记、董事长
<http://h5ip.cn/SDvo>
- 2、抢占次高端!“茅系大单品”再添大将，华茅即将登场
<http://h5ip.cn/Z49v>
- 3、江苏争雄：全国名酒与地方名酒的攻防战
<http://h5ip.cn/dhom>
- 4、2018：茅台人事大年|酒说特稿
<http://h5ip.cn/JOf>
- 5、中国首蓿产业或将迎来“黄金十年”
<http://h5ip.cn/dDkP>
- 6、西凤撤回 IPO 申报材料
<http://h5ip.cn/AeTB>
- 7、连续 4 年拿下央视春晚特约播出，古井究竟是赔了？还是赚了？
<http://h5ip.cn/GVcg>
- 8、茅台电商公司员工内外勾结利益输送，人事调整影响茅台价格走向？
<http://h5ip.cn/w6r1>
- 9、资本围猎、跨省联姻、抱团取暖……是什么推动酒业重组潮起潮落？
<http://h5ip.cn/ZCW5>
- 10、茅台股份再推新品，占位 800-1000 元价格带
<http://h5ip.cn/NBZg>
- 11、西凤集团 1-9 月销售收入 42.29 亿元，同比增长 32.59%
<http://h5ip.cn/rOL2>
- 12、承德露露多部门迁往北京，并调整业务范围
<http://h5ip.cn/5lmY>
- 13、斗法&连横，泸州、宜宾演绎新“双城记”
<http://h5ip.cn/yHZL>
- 14、五粮液 2019 年市场营销策略出台
<http://h5ip.cn/rt9z>
- 15、习酒推出金钻习酒，定价 300-500 元
<http://h5ip.cn/K7MN>

6. 重点公司公告

表 3：上周重要公告

公司名称	公告日期	公告类型	公告内容摘要
双塔食品	2018/11/19	股份注销	公司自 2017 年 12 月 22 日至 2018 年 6 月 22 日公司通过集中竞价方式累计回购公司股份 2000 万股，占公司总股本的 1.583%，支付的总金额为 9137.203（含交易费）万元。上述股份于 11 月 16 日完成注销，公司总股本变更为 124,339 万股。
海欣食品	2018/11/19	重大交易	公司董事会同意公司将持有的参股公司上海猫诚电子商务股份有限公司 4.01% 的股份转让给汤圣平先生，转让总价款为 660.27 万元，转让后公司仍持有猫诚股份 33.95% 的股份。
佳隆股份	2018/11/19	股价异动	公司 2018 年 11 月 15 日、11 月 16 日、11 月 19 日连续三个交易日收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%，公司发布公告称近期无重大事项或未按规定披露信息。10 月 29 日披露的季报中，预计公司 2018 年度归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 45.00% 至 90.00%。
西部牧业	2018/11/19	人事变动	公司 11 月 19 日召开的临时股东大会选举出第三届

桃李面包	2018/11/20		董事会成员，非独立董事为秦江、高峻峰、韩宇泽、任林、周桂红、陈玉新；独立董事为秦明、陈建国、宋亮。 公司董事会同意公司向沈阳桃李面包有限公司增资 25,000 万元，本次增资后，沈阳桃李面包有限公司的注册资本由 10,000 万元增至 35,000 万元，公司仍持有其 100% 股权。
*ST 椰岛	2018/11/20	股权激励	【*ST 椰岛】公司部分董事、监事、高级管理人员及核心人员拟通过证券公司、基金管理公司的定向资产管理计划或信托公司的定向资金信托等方式，在未来十二个月内增持公司股份，增持股份比例不低于公司股份总数的 5%，不超过公司股份总数的 8%。
伊力特	2018/11/20	股份回购	公司发布关于以集中竞价交易方式回购股份预案公告，拟用自有资金以集中竞价方式回购 1-2 亿公司股票，此预案尚需提交公司股东大会以特别决议审议。
*ST 皇台	2018/11/21	重大交易	公司拟向控股股东上海厚丰投资有限公司出售控股子公司甘肃唐之彩葡萄酒业有限公司的控制权，上海厚丰投资有限公司拟向公司支付现金购买上述资产
三全食品	2018/11/21	委托理财	2018 年 4 月 18 日公司董事会同意公司使用不超过 5 亿元人民币的自有资金进行低风险的理财产品投资，2018 年 11 月 20 日，公司与使用人民币 7,000 万元自有资金购买了中国光大银行结构性存款产品。
*ST 因美	2018/11/22	经销商持股	公司发布关于经销商持股计划的进展公告，截止 11 月 22 日，经销商持股信托及计划已通过二级市场以集中竞价方式购入公司股票 288.26 万股，占公司总股本 0.2819%，合计金额为 1500 万元。
青青稞酒	2018/11/22	股权质押	公司控股股东青海华实科技投资管理有限公司将所持部分公司股份办理了质押展期，截止 11 月 22 日，华实投资持有公司总股本的 65.52%，质押部分占华实投资持有公司股份总数的 75.47%，占公司总股本的 49.45%。
西部牧业	2018/11/23	关联交易	公司全资子公司泉牲牧业拟与天山军垦签署《借款协议书》，向天山军垦借款 3,000 万元，用于日常生产经营所需流动资金周转。
科迪乳业	2018/11/23	资产重组	河南科迪乳业股份有限公司拟向河南科迪速冻食品有限公司全体股东发行股份及支付现金购买科迪速冻 100% 股权，同时向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金。推进本次重大资产重组期间，公司及交易对方面临的外部环境、特别是资本市场环境发生了较大变化。公司经审慎研究，决定终止本次重大资产重组事项。
佳隆股份	2018/11/23	重大合同	公司董事会同意公司将揭阳市普宁华侨管理区佳隆食品厂和全资子公司佳隆食品夏津有限公司的部分闲置厂房分别出租，租赁期限 15 年，自 2018 年 12 月 1 日开始计算。

资料来源：wind, 安信证券研究中心

7. 下周重要事项

表 4: 下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
双汇发展	2018/11/27	股东大会召开
贵州茅台	2018/11/28	股东大会召开
桃李面包	2018/11/29	股东大会召开
金字火腿	2018/11/29	股东大会召开
中葡股份	2018/11/30	股东大会召开

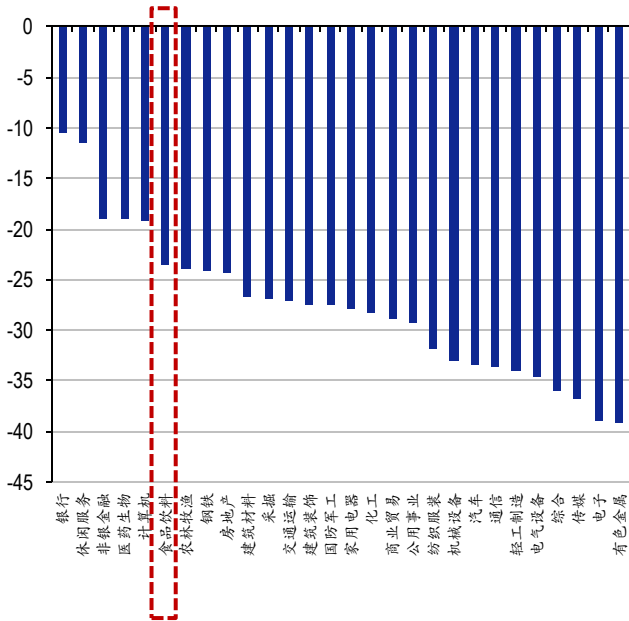
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

8. 重点数据跟踪

8.1. 本周市场表现

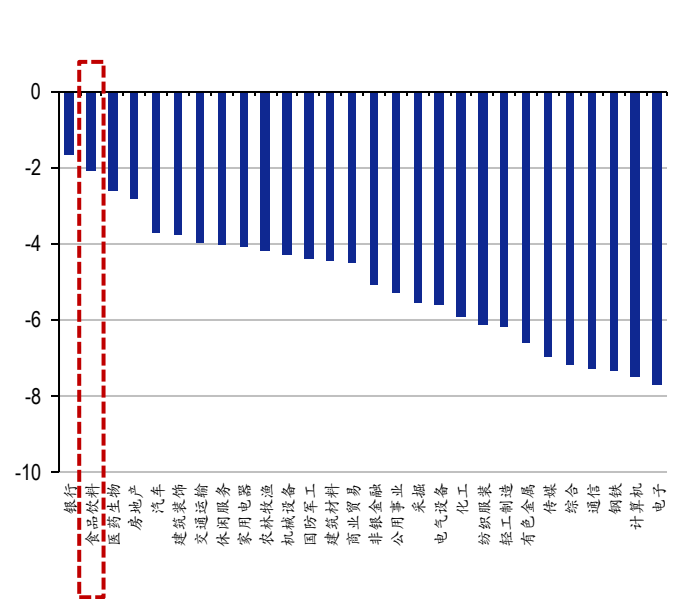
大盘及各行业走势 (11/19-11/23)

图 13: 年初至今各行业收益率 (%)



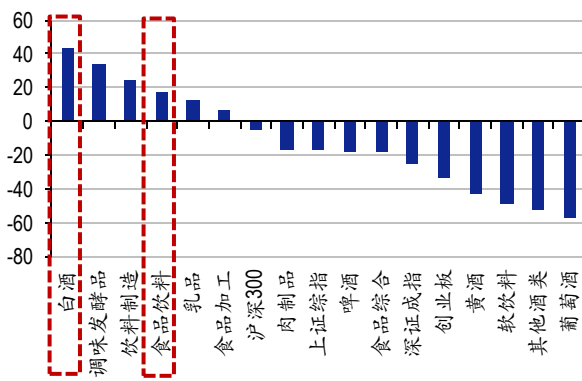
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 14: 一周以来各行业收益率 (%)



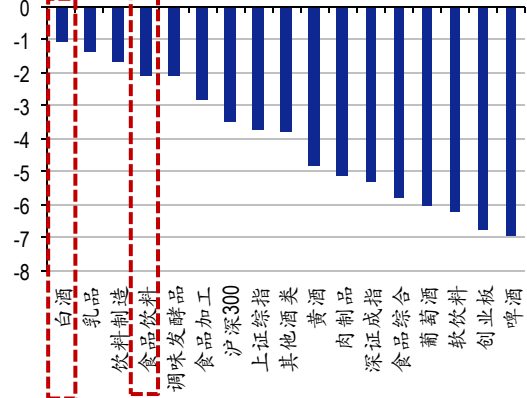
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 16: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

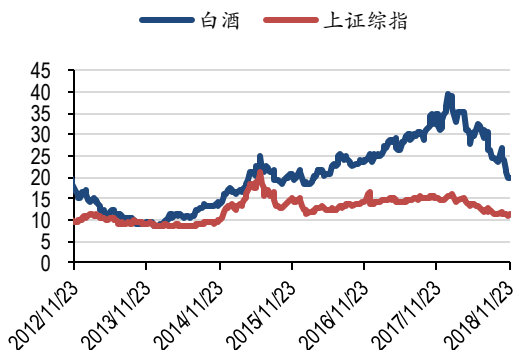
证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量(万手)	证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量(万手)
002570.SZ	*ST 因美	5.15	74	002495.SZ	佳隆股份	-12.05	283
600882.SH	广泽股份	2.96	11	002847.SZ	盐津铺子	-10.73	9
600197.SH	伊力特	1.42	66	600419.SH	天润乳业	-10.36	11
600238.SH	*ST 椰岛	0.40	8	000929.SZ	兰州黄河	-10.10	16
002719.SZ	麦趣尔	0.00	0	002330.SZ	得利斯	-10.04	17

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

板块估值情况

白酒板块估值 19.72 倍，相对于上证综指相对估值 1.81 倍（上周为 1.77 倍），食品加工行业板块估值为 26.82 倍，相对于上证综指相对估值 2.47 倍（上周为 2.46 倍）。2012 年至今白酒行业平均估值 20.77 倍（相对上证综指 1.70 倍），食品加工行业平均估值 31.76 倍（相对上证综指 2.60 倍）。

图 17：白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



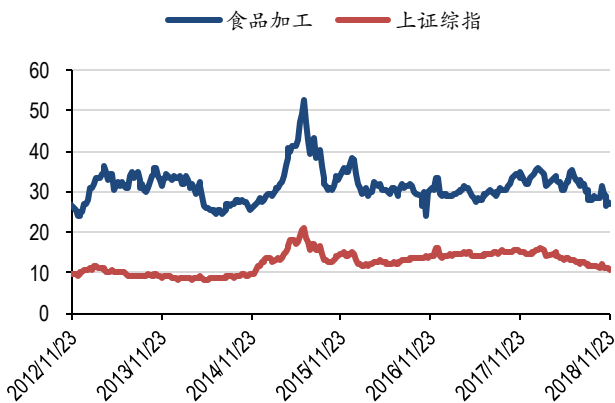
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 18：白酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 19：非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 20：非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源：Wind、安信证券研究中心

8.2. 行业重点数据跟踪

乳制品重点数据

- **国内原奶价格:** 最新内蒙、河北等 10 个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价格 3.38 元/千克, 同比下跌 0.60%, 环比上涨 0.30%。
- **国际奶粉价格:** 国际方面, 2017 年 12 月 8 日最新数据, 新西兰全脂奶粉均价为 2837.5 美元/吨, 同比上涨 1%, 环比下降 11.3%, 自 2014 年年初以来新西兰全脂奶粉价格下降幅度达 37.23%; 2017 年 8 月 18 日最新数据, 欧洲全脂奶粉价格 3812.5 美元/吨, 环比上升 3.04%; 2017 年 8 月 18 日最新数据, 美国全脂奶粉价格 3472 美元/吨, 环比上升 1.61%。
- **乳制品进口量及价格:** 根据中国奶业协会数据显示, 2018 年 2 月我国奶粉进口数量 6.63 万吨, 同比下降 11.05%, 进口金额 1.94 亿美元, 同比下降 11.34%; 奶粉单价 2940 美元/吨, 同比下降 0.34%, 环比下降 3.92%。
- **终端价格:** 2018 年 8 月 3 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 227.14 元/千克, 同比增长 2.5%, 国产奶粉均价 181.02 元/千克, 同比增长 4.6%。牛奶零售价 11.56 元/升, 同比上升 0.1%; 酸奶 14.29 元/升, 环比持平。
- **国际原料奶价格:** 根据 CLAL 显示, 国际原料奶价格近三年来呈下降趋势。新西兰 100kg 原料奶从 2014 年 1 月 40.4 欧元到 2018 年 5 月降至 30.97 欧元左右, 美国 100kg 原料奶从 2014 年 1 月 38.07 欧元到 2018 年 4 月降至 28.37 欧元, 欧盟 28 国 100kg 原料奶从 2014 年 1 月 40.18 欧元到 2018 年 5 月降至 32.07 欧元左右。
- **奶牛饲料价格:** 国外苜蓿草价格近 5 年每吨在 200-500 美元上下浮动, 至 2018 年 3 月下跌至 319.51 美元/吨; 国内玉米价格近三年震荡下跌至每吨 1773.80 元, 国内大豆价格近三年也呈震荡下降趋势, 至每吨 3641.0 元。

肉制品重点数据

- **生猪价格:** 8 月 17 日生猪价格为 13.3 元/千克, 环比上升 1.0%, 仔猪价格为 26.14 元/千克, 环比上涨 2.7%。
- **猪粮比价:** 6.79

植物蛋白重点数据

- **杏仁价格:** 2018 年 7 月, 苦杏仁价格为 24.00 元/千克, 环比上涨 20%, 同比上涨 50%。
- **马口铁原材料价格:** 8 月 17 日, 镀锡薄板价格 7500 元/吨, 同比上涨 4.17%, 环比持平; 镀锡板卷价格 6500 元/吨, 同比上涨 12.07%, 环比持平。

啤酒重点数据

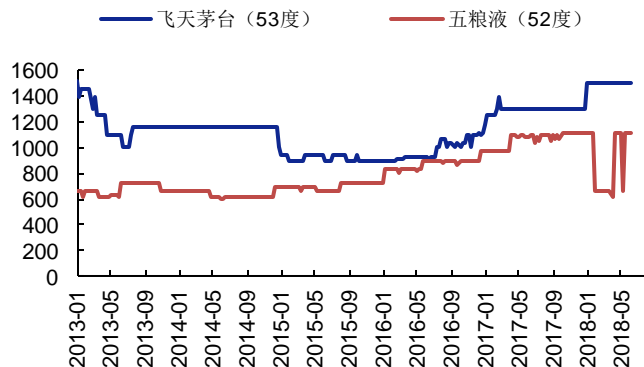
- **进口大麦价格:** 2018 年 6 月, 进口大麦单价为 255 美元/吨, 同比上涨 28.8%, 环比上涨 2.4%。
- **玻璃价格:** 8 月 17 日数据, 玻璃价格指数 1189.68, 同比上涨 6.4%, 环比持平, 玻璃价格指数自 14 年初以来已累计上涨 14.4%。

调味品重点数据

- **大豆价格:** 8 月 17 日数据, 非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 3589 元/吨, 同比下跌 5.5%, 环比上涨 1.7%。
- **食糖价格:** 2016 年 3 月 22 日数据, 食糖价格 5377.04 元/吨, 同比上涨 8.7%, 环比上涨 0.2%。
- **食盐价格:** 近两年来, 食盐价格呈上升趋势, 从 2014 年 6 月每公斤 1.96 元到 2018 年 8 月 10 日每公斤 4.87 元。

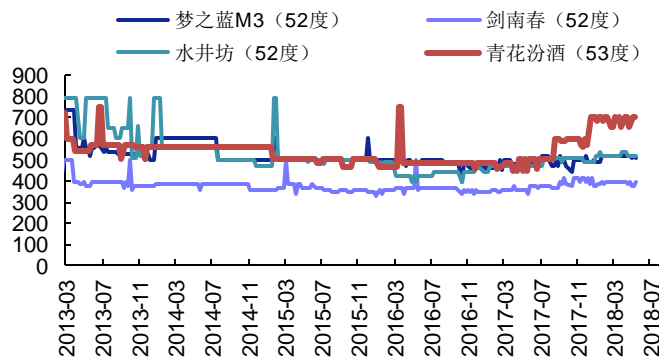
➤ **可可价格:** 近5年来,可可价格先扬后抑,现呈现逐步下跌趋势,从2012年初每吨2308美元至2018年7月每吨2357.05美元。

图 21: 茅台五粮液终端价格



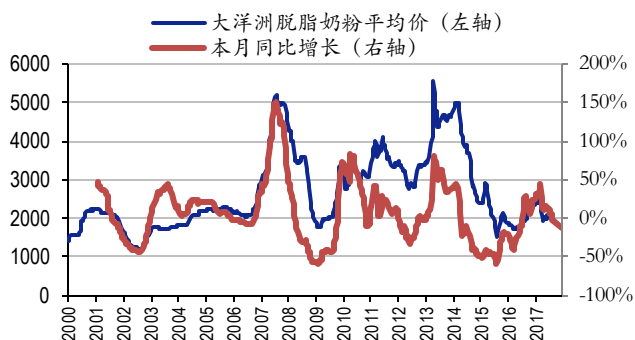
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 22: 二线酒终端价格



资料来源: JD、安信证券研究中心

图 23: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨)



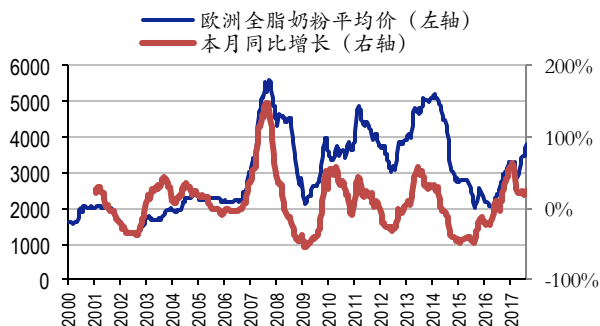
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 24: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)



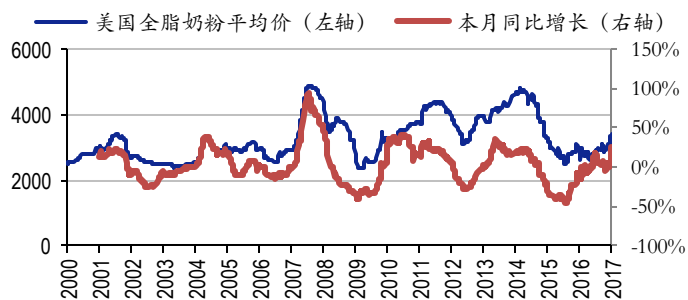
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 25: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)



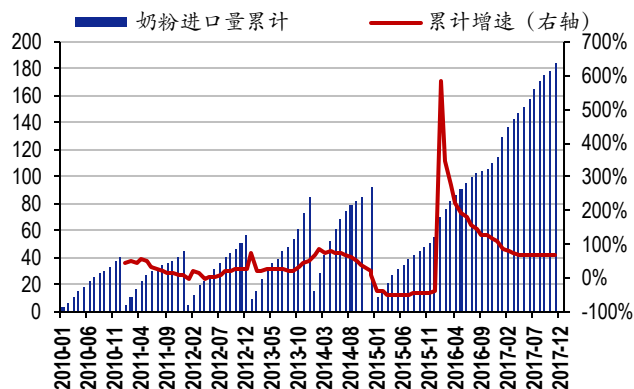
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 26: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)



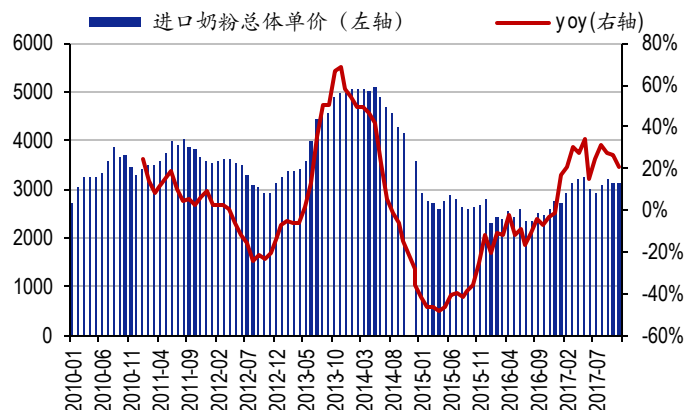
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 27: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)



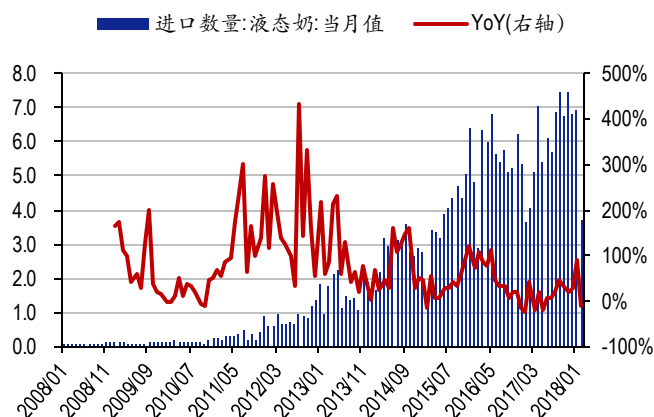
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 28: 海关奶粉进口价 (美元/吨)



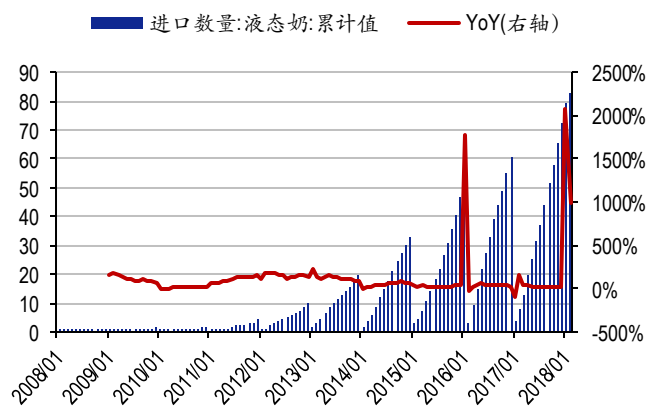
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 29: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)



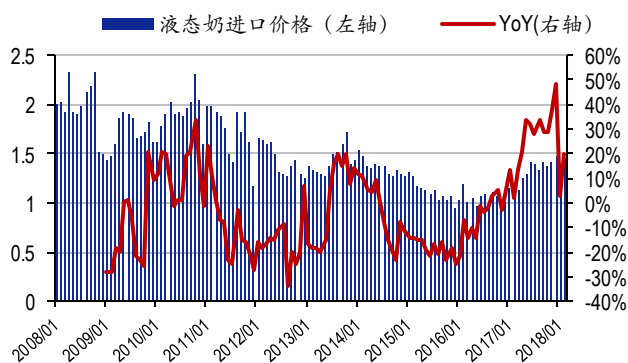
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 31: 液态奶进口单价 (美元/千克)



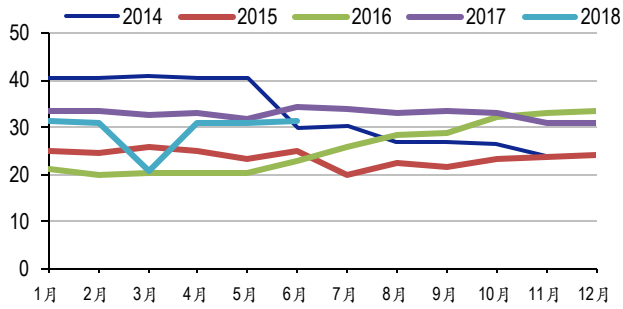
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 原奶价格 (元/千克)



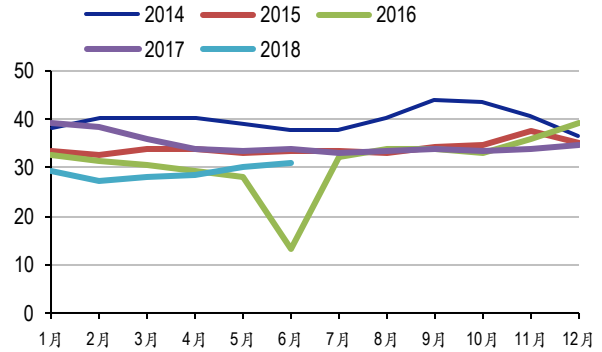
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



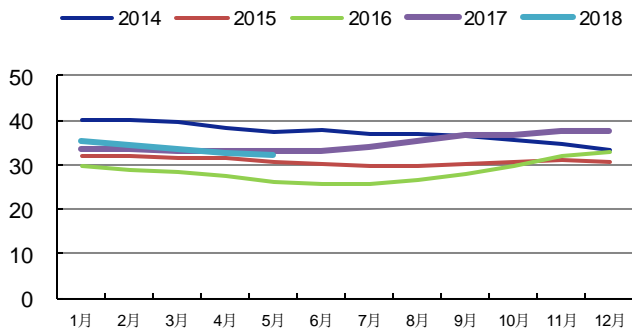
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



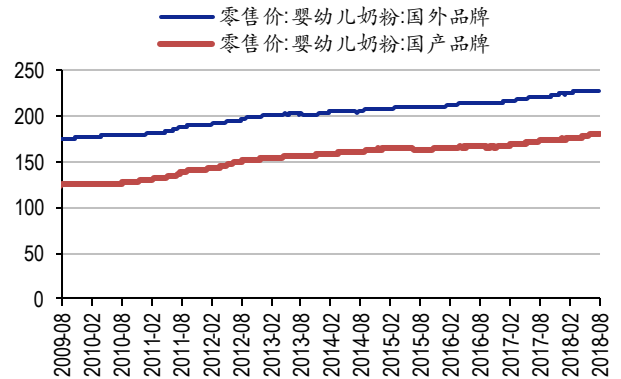
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 37: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)

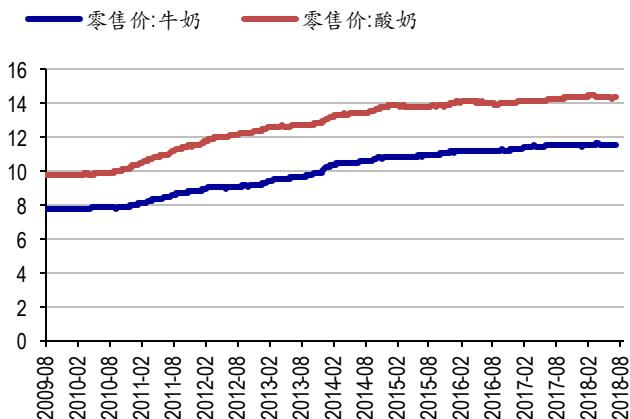


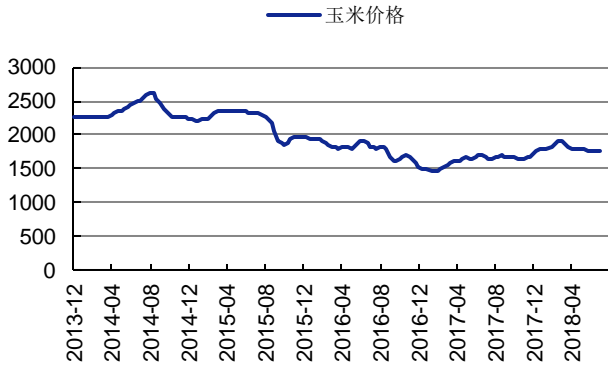
图 38: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

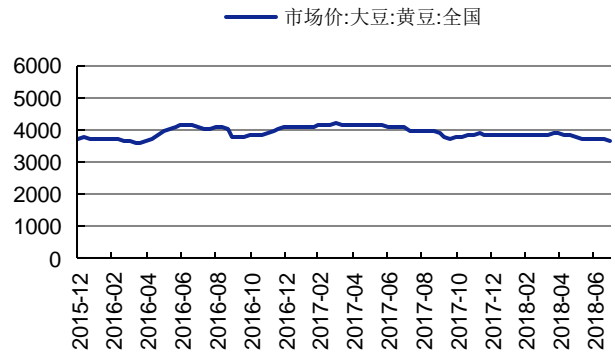
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 39: 国内玉米价格 (元/吨)



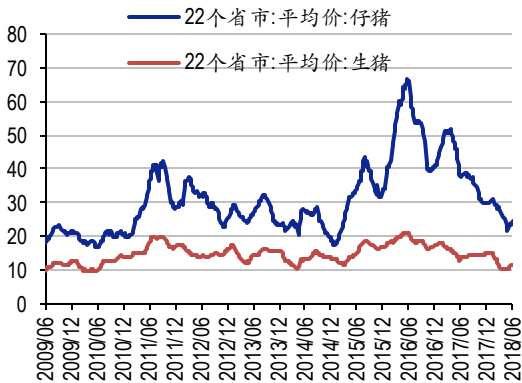
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 40: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 41: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 42: 猪粮比价



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 43: 苦杏仁价格 (元/千克)

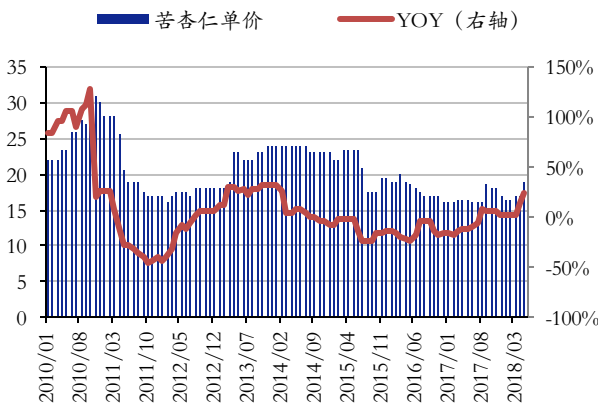
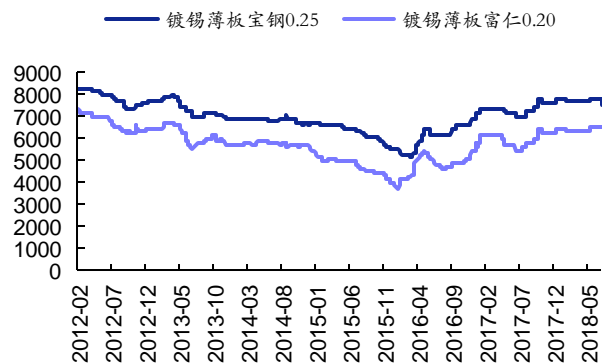


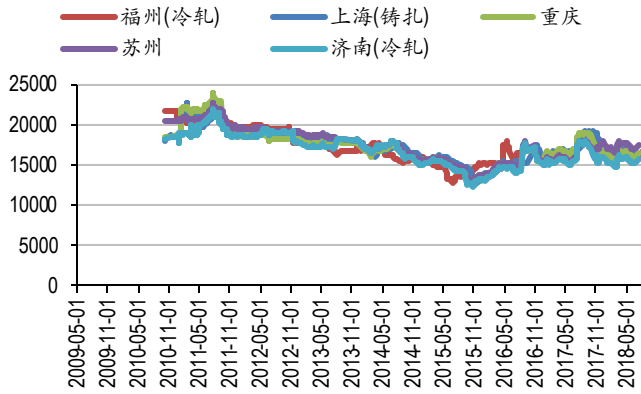
图 44: 马口铁价格 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

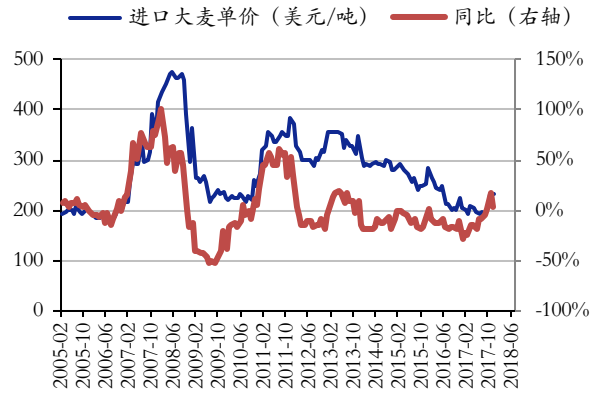
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 45: 铝板价格



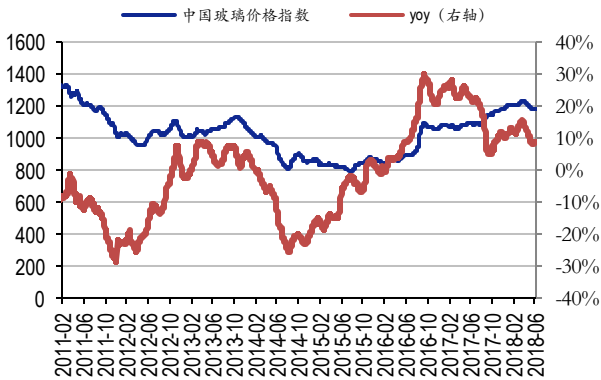
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 46: 进口大麦价格 (美元/吨)



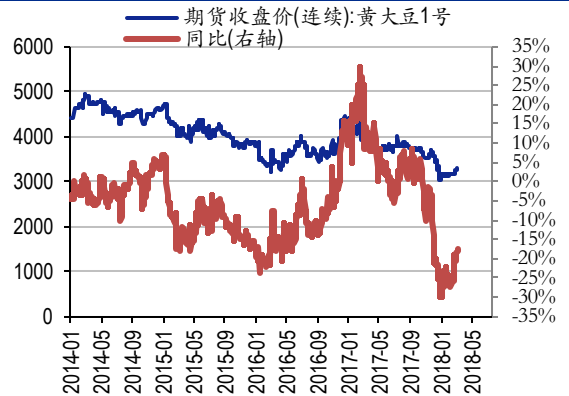
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 47: 玻璃价格指数



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 48: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)



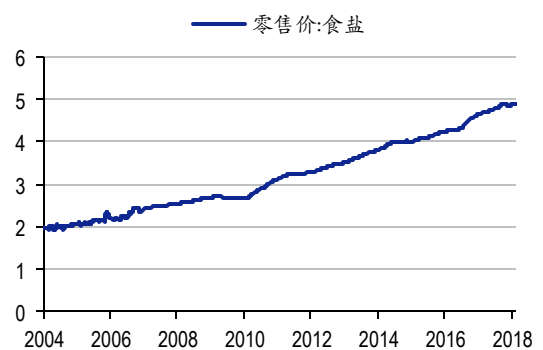
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 49: 食糖价格指数 (元/吨)



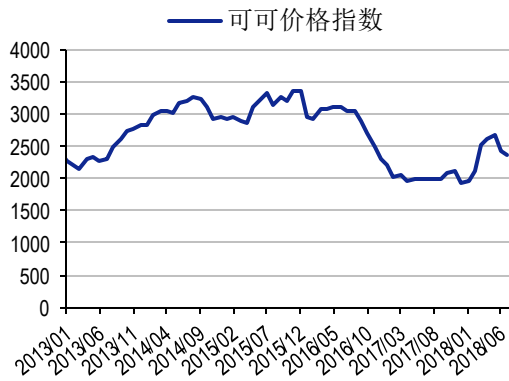
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 50: 食盐价格指数 (元/公斤)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 51: 可可价格指数 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%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;

■ 分析师声明

苏铖、符蓉声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 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

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034