

食品饮料行业：站在DCF的角度思考白酒的估值空间

2020年08月11日

看好/维持

食品饮料

行业报告

分析师 王洁婷 电话：13817234153 邮箱：wangjt@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480520070003

投资摘要：

- 1、近几年来白酒板块整体 β 明显升高，目前属于高 β 行业，其较高的 β 增加了其对于无风险收益率、股权风险溢价（ERP）的敏感性。
- 2、我们判断未来中短期无风险收益率存在上行趋势，给行业带来0.7%-1.8%的估值提升。
- 3、白酒行业资产负债率极低，在无风险收益率上行的背景下，白酒相对A股整体估值提高2.5%-5.2%。
- 4、白酒吨价与无风险收益率存在一定相关性，预计未来随着经济回暖，行业集中度提升、无风险收益率上行，如果到2022年酒吨价提升5%-20%，则估值提升空间为5%-21%，因上市公司而异。
- 5、目前货币超发，经济逐步回暖，结合往年数据，我们认为股权市场的风险溢价依然存在下行空间，给白酒行业整体带来10%-22%的估值提升空间。
- 6、白酒未来三年平均增速大约15%左右，相对于往年，增速水平一般，但目前白酒板块相对于A股整体估值已经处于较高水平，因此除去以上因素给板块带来估值的提升空间外，白酒整体的相对估值提升空间不是很大，以同步于大盘为主，有15%以上的估值提升空间。高端白酒涨价预期较为确定，估值相对更高。

风险提示：国际形势紧张引发股票市场估值的剧烈波动；行业政策收紧；疫情出现明显反复；白酒提价不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E		
贵州茅台	28.02	32.80	37.22	44.33	60.00	51.00	45.00	38.00	15.42	强烈推荐
洽洽食品	0.85	0.19	1.40	1.60	57.82	41.43	35.31	30.86	6.85	推荐
桃李面包	1.36	1.04	1.39	1.61	30.52	40.02	78.55	61.20	7.31	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 今年二季度白酒板块市场表现亮眼	5
2. 根据 DCF 估值模型探讨白酒板块的估值是否还有上升空间	5
2.1 贵州茅台的 DCF 估值模型	8
3. 白酒行业 β 正在逐步升高	9
3.1 近年来白酒行业整体 β 显著上升	9
4. 无风险收益率 r_f 对估值的影响	11
4.1 白酒股价对无风险收益率的自身变化并不敏感	11
4.2 无风险收益率与白酒板块相对估值趋势相同	11
4.3 无风险收益率的走势判断：长期下行，短期存在上升趋势	13
4.3.1 长期来看，货币政策宽松，利率存在下行趋势	13
4.3.2 无风险利率将在中短期上行	15
5. 财务杠杆的影响：白酒板块财务杠杆极低，利率走高具备相对投资价值	17
6. 风险溢价对估值影响很大	20
6.1 白酒估值对风险溢价的敏感性较高	20
6.2 白酒板块的相对估值与风险溢价呈反向关系	21
6.3 当前股权市场风险溢价处于什么位置？	22
6.4 货币超发，股市和债市的风险溢价有望继续回落	23
7. 从分子端看白酒板块估值	25
7.1 从目前的净利润增速看，相对估值继续上升空间不大	25
7.2 今年白酒板块相对估值持续攀升的原因	26
7.3 分子端仍有上升空间	28
7.3.1 行业集中度提升，酒价存在上行预期	28
8. 总结及白酒整体估值提升空间预测	30
9. 风险提示	32
相关报告汇总	33

插图目录

图 1：申万一级行业指数（截止到 2020.8.5）	5
图 2：白酒与食品饮料板块市场表现（截止到 2020. 8.5）	5
图 3：DCF 定价公式	6
图 4：加权平均资本成本（WACC）公式	6
图 5：CAPM 模型下的股权资本成本 k_e ，（下图由 r 表示）	6
图 6：白酒行业 β 系数	10
图 7：白酒 β 在申万一级行业中的分位数	10
图 8：白酒分品类 β 系数（60m）	10
图 9：茅五泸 β 系数（60m）	10
图 10：白酒板块相对估值与无风险收益率	12

图 11: 白酒价格同比与国债收益率.....	12
图 12: 国债收益率与 CPI 相关性较高.....	12
图 13: CPI 和 PPI 长期趋势.....	14
图 14: 国债及国开债利率长期下行趋势.....	14
图 15: 隔夜 SHIBOR 走势向下.....	14
图 16: GDP 增速与 10 年期国债收益率 (日本).....	15
图 17: GDP 增速与 10 年期国债收益率 (韩国).....	15
图 18: 社融与 M2 增速差与国债收益率正相关.....	16
图 19: MLF、SLF 和 TMLF 变动.....	16
图 20: 企业债与政府债券规模增量.....	16
图 21: 社融与 M2 增速差开始抬头.....	16
图 22: CPI 与无风险收益率相关性.....	17
图 23: CPI (非食品) 与无风险收益率相关性.....	17
图 24: PPI 与无风险收益率相关性.....	17
图 25: PMI 与无风险收益率相关性.....	17
图 26: 行业有息负债率.....	19
图 27: 白酒行业超额收益与股市场风险溢价.....	22
图 28: 白酒行业超额收益与股票市场风险溢价.....	23
图 29: 股票市场风险溢价与货币超发的关系.....	24
图 30: 债券市场风险溢价与货币超发的关系.....	25
图 31: 白酒归母净利润与相对收益.....	26
图 32: 白酒和食品饮料板块 Q1 财报数据同比.....	27
图 33: 白酒 Q1 财报数据在所有申万一级行业中的分位数.....	27
图 34: 社会消费品零售总额同比 (%).....	27
图 35: 白酒行业新增产能.....	28
图 36: 白酒产销率 (折 65 度).....	28
图 37: 白酒产量累计同比.....	29
图 38: 53 度飞天茅台批价.....	30
图 39: 行业估值与 r_f 和净利润相关性明显.....	31
图 40: 白酒 PE band.....	31

表格目录

表 1: 估值要素及其对估值的影响.....	7
表 2: 贵州茅台估值假设.....	8
表 3: 贵州茅台 FCFF 估值.....	9
表 4: 不同无风险收益率和 β 条件下的白酒估值.....	11
表 5: 酒吨价变动对茅台估值的影响.....	13
表 6: 白酒子板块财务杠杆.....	18
表 7: 其他行业 (资产负债率 21%) 估值对于债权价格变动的敏感性.....	19

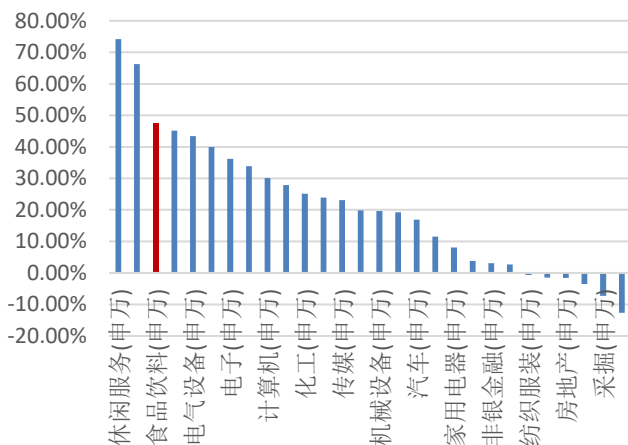
表 8：不同 r_m 和无风险利率组成的股权风险溢价 ERP.....	20
表 9：不同 r_m 和无风险利率条件下的茅台估值	20
表 10：行业集中度.....	29
表 11：估值要素及其对估值的影响.....	31

1. 今年二季度白酒板块市场表现亮眼

年初至今（截止 2020 年 8 月 5 日）食品饮料指数绝对涨幅达到 47.45%，其中，白酒板块涨幅 48.04%。一季度疫情导致宴请、聚会场景减少，白酒行业增速整体放缓，实现营业收入 775.22 亿元，同比增长 1.27%，净利润 313.50 亿元，同比增长 8.88%，股价涨幅为 1.81%；二季度食品饮料动销情况逐步改善，截至 6 月底，高端酒恢复较好，茅台终端动销基本恢复，五粮液和泸州老窖恢复 70%左右，次高端酒恢复 50%左右，食品饮料板块二季度持续平稳上涨，其中白酒板块涨幅略高于食品饮料行业整体表现，明显跑赢上证综指和深证成指。

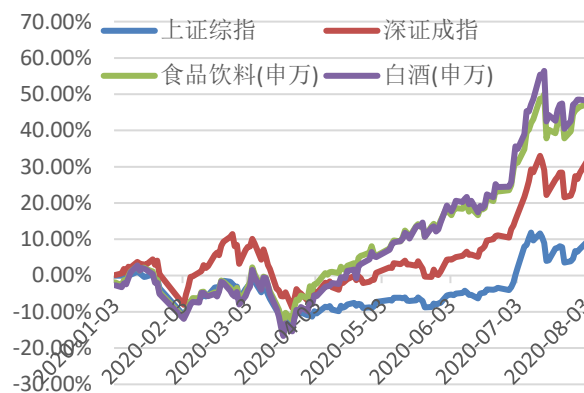
白酒高增长背景下，其估值的合理性值得思考。

图1：申万一级行业指数（截止到 2020.8.5）



资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

图2：白酒与食品饮料板块市场表现（截止到 2020. 8.5）



资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

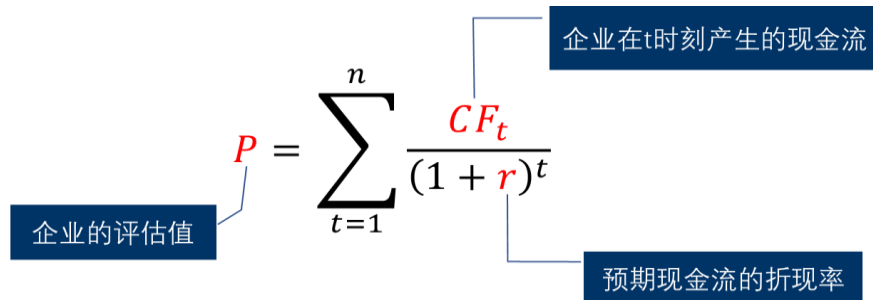
2. 根据 DCF 估值模型探讨白酒板块的估值是否还有上升空间

企业的估值模型中预期现金流的折现率 r （由 WACC 得出）由股权资本的折现率和债权资本的折现率两部分组成，而股权资本的折现率由股权资本成本和财务杠杆得出，股权资本成本由 CAPM 公式计算得出。

根据 DCF 模型，公司的估值由自由现金流 FCFF，无风险收益率、 β 、风险溢价、杠杆率等要素计算得出。

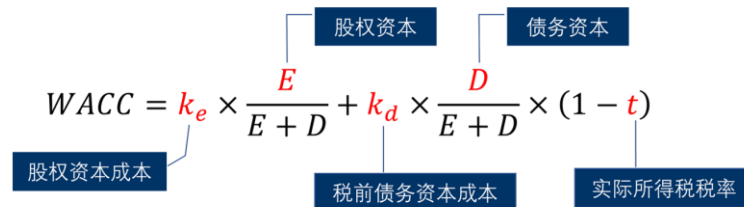
他们分别对公司估值存在不同方向和不同力度的影响。

图3：DCF 定价公式

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$


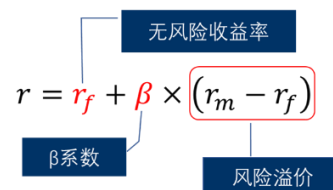
资料来源：东兴证券研究所

图4：加权平均资本成本（WACC）公式

$$WACC = k_e \times \frac{E}{E+D} + k_a \times \frac{D}{E+D} \times (1-t)$$


资料来源：东兴证券研究所

图5：CAPM 模型下的股权资本成本 k_e ，（下图由 r 表示）

$$r = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$


资料来源：东兴证券研究所

首先，给出我们的结论：

- 1、我们认为白酒行业目前属于 β 较高的行业，其较高的 β 增加了其对于无风险收益率、股权风险溢价 (ERP) 的敏感性。
- 2、我们判断未来中短期无风险收益率存在上行趋势，给行业带来 0.7%-1.8% 的估值提升。
- 3、白酒行业资产负债率极低，在无风险收益率上行的背景下，白酒相对 A 股整体估值提高 2.5%-5.2%。
- 4、白酒吨价与无风险收益率存在一定相关性，预计未来随着经济回暖，行业集中度提升、无风险收益率上行，如果到 2022 年酒吨价提升 5%-20%，则估值提升空间为 5%-21%，因上市公司而异。
- 5、目前货币超发，经济逐步回暖，结合往年数据，我们认为股权市场的风险溢价依然存在下行空间，给白酒行业整体带来 10%-22% 的估值提升空间。
- 6、白酒目前相对于 A 股整体估值已经处于较高水平，除去以上因素给板块带来估值的提升空间外，白酒整体的相对估值提升空间不是很大，以同步于大盘为主，高端白酒涨价预期较为确定，估值相对更高。

注：由于我们以茅台模型代替白酒行业模型进行估算，因此行业具体计算数值存在偏差，仅在判断行业估值敏感性和估值变动方向上作为参考使用。

表1：估值要素及其对估值的影响

估值要素	变化方向/相对大小	数值	对估值的影响	敏感性(以茅台为例、非绝对线性)	推测区间	对估值的影响
β	↑	白酒行业：1.23	↓			结合其他要素影响估值
	↑	茅台：0.9	↓			
D/A	相对低	5.74%，对估值的影响取决于 r_f 的变化	↑	r_f : 相对估值=10%:2.7%	3.0%-3.4%	2.5%-5.2%

r _f	↑	2.80%	白酒行业↑	r _f :估值=10%: 0.8%		0.7%-1.8%
			茅台↓	r _f :估值=10%: -0.6%		(-0.5%) -(-1.3%)
酒单价	↑		↑	价格:估值=2%:2.12%	涨价 5%-20%	5%-21%可能部分 price in
ERP	↓	7.70%	白酒行业↑	ERP: 估值=6.75%: 10%	6.68%-7.18%	10%-22%
			茅台↑	ERP: 估值=6.75%: 12%		11%-26%

资料来源：东兴证券研究所

2.1 贵州茅台的 DCF 估值模型

下表是按照目前市场的风险溢价、无风险收益率、茅台酒吨价按照平均每年 10%增速对茅台进行的估值，我们对于 FCFF 的预测比较保守，茅台股价符合我们现在的估值。因为我们的目的不是为了看茅台的估值，我们以茅台为例是希望能够比较直观的看出公司估值对这些要素的敏感性。随后，我们将探讨这些要素未来的变动方向，从而论证白酒的估值是否还有上升空间。

表2：贵州茅台估值假设

贵州茅台（600519.SH）估值假设	数值
第二阶段(2025-2032)年数	6
第二阶段增长率	15.00%
长期增长率	5.00%
应付债券利率	0.00%
无风险利率 r _f	2.80%
β	0.90
r _m	10.50%
k _e	9.73%
税率	25.39%
k _d	0%
V _e	2,108,126.02
V _d	0
WACC	9.73%

资料来源：东兴证券研究所

表3：贵州茅台 FCFF 估值

贵州茅台（600519.SH）FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	150,459.21	7.21%
第二阶段	376,374.86	18.03%
第三阶段（终值）	1,560,759.32	74.76%
企业价值 AEV	2,087,593.39	100.00%
+ 非核心资产价值	43,066.49	2.06%
- 少数股东权益	8,817.40	-0.42%
- 净债务	0.00	0.00%
总股本价值	2,121,842.48	101.64%
股本（百万股）	1,256.20	
每股价值（元）	1,689.10	

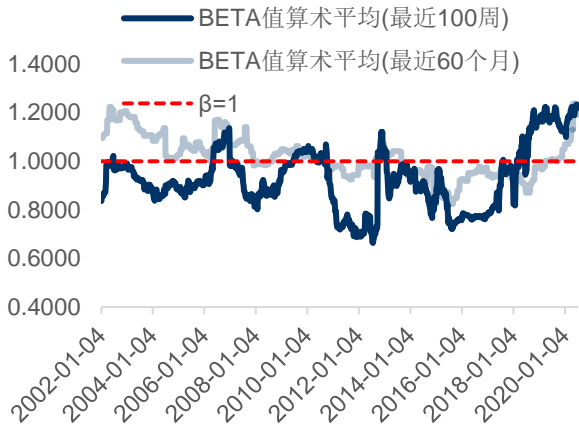
资料来源：东兴证券研究所

3. 白酒行业 β 正在逐步升高

3.1 近年来白酒行业整体 β 显著上升

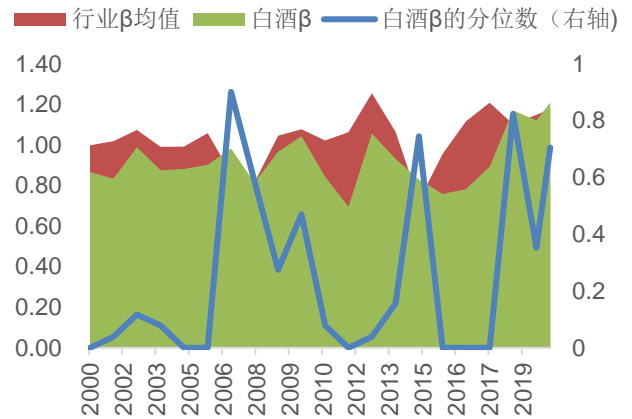
我们用不同的周期来计算 β 得出的结果存在一定的差异。当用近 100 周的数据时，白酒板块 β 多数时间低于 1，但差距不大；当用近 60 个月的数据时，白酒板块 β 在大多数时间里在 1 附近。这主要是因为当数据时间较短，个股短期的业绩波动对 β 会形成较大的扰动。理论上，我们更应该用较长期的数据，但我们发现，白酒行业的波动加大并不是短期现象。15 年行业逐步回暖后，白酒板块成长属性开始逐步凸显， β 也随之走高。18 年大盘以震荡为主，白酒板块虽多数时间以超越大盘的上涨为主导，但每次下跌也相较大盘更为剧烈。对比申万一级行业和白酒板块的 β 值能够发现，多数时期白酒行业的 β 相对较低，体现了白酒板块的避险性，但是从 2017 年开始，白酒板块 β 站到 1 以上并超越大多数行业，**目前白酒板块 β 为 1.23，与所有申万一级行业相比，处于 70.5%的百分位水平。**

图6：白酒行业 β 系数



资料来源：Wind，东兴证券研究所

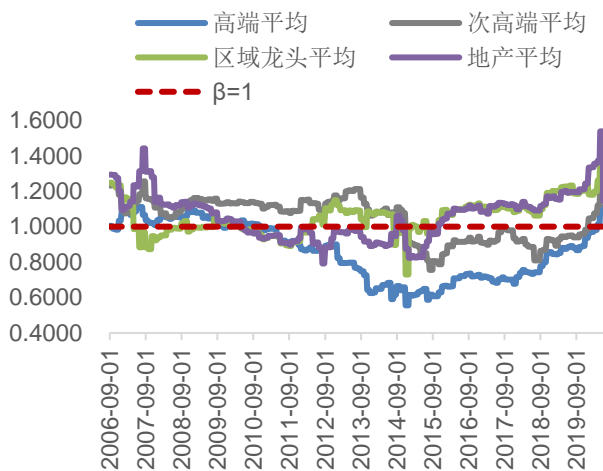
图7：白酒 β 在申万一级行业中的分位数



资料来源：Wind，东兴证券研究所

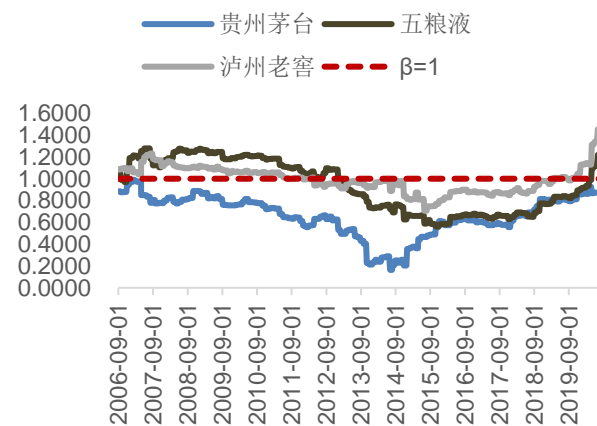
如果从细分板块来看，四大板块 β 区别较大。地产酒和区域龙头酒 β 自 15 年开始便持续上升，高端、次高端白酒 14 年后 β 长期低于 1，但也是上行趋势。茅台 β 最低，2011 年最低仅 0.12，目前也仅有 0.9，高端白酒波动风险相对更低，茅台 β 长短期均低于 1，依然具备一定的抗经济周期性。

图8：白酒分品类 β 系数（60m）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：茅五泸 β 系数（60m）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 无风险收益率 r_f 对估值的影响

4.1 白酒股价对无风险收益率的自身变化并不敏感

以无风险收益率 r_f 和 β 为自变量，贵州茅台股价为因变量做敏感性分析能够得出：在目前的 β 为 0.9 的水平下，贵州茅台的股价对无风险收益率的敏感性较低。当 $\beta > 1$ 时，茅台的股价随着无风险收益率的升高而升高，当 $\beta < 1$ 时，茅台的股价随着无风险收益率的升高而降低；当 $\beta = 1$ 时，无风险收益率自身的变化不影响股价。

以茅台目前 $\beta = 0.9$ ，无风险收益率 2.8% 来算，无风险收益率大约每增加 10%，如 2.8% 到 3.08%，股价降低约 0.6%（非线性关系）；

如果以行业 $\beta = 1.23$ ，无风险收益率 2.8% 来计算，无风险收益率大约每增加 10%，股价升高 0.9%。

表4：不同无风险收益率和 β 条件下的白酒估值

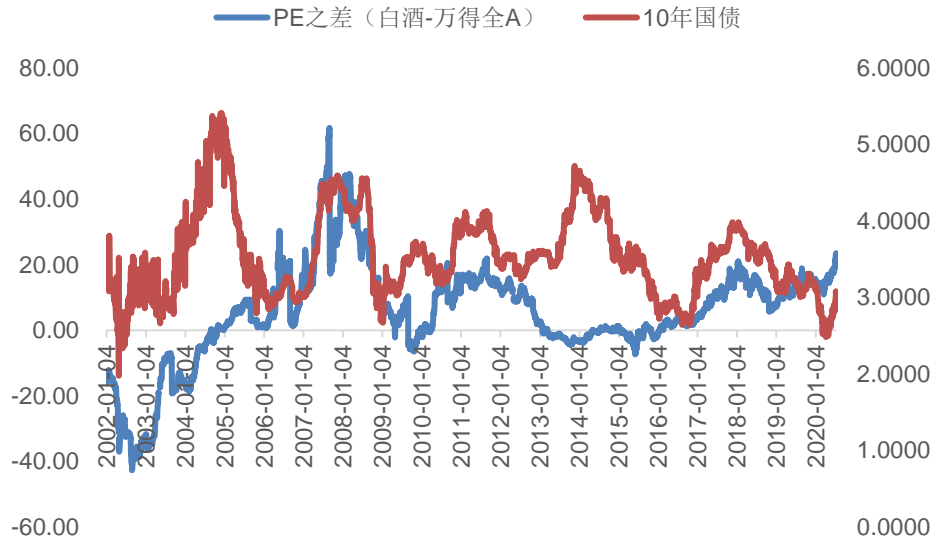
		无风险收益率							
β	1689 元	2.27%	2.52%	2.80%	3.08%	3.39%	3.73%	4.10%	4.51%
	0.66	3069	2969	2865	2768	2669	2567	2463	2358
	0.73	2487	2434	2377	2323	2267	2208	2146	2081
	0.81	2049	2023	1995	1968	1939	1908	1874	1839
	0.90	1709	1700	1689	1679	1667	1655	1642	1627
	0.99	1464	1463	1462	1461	1460	1460	1458	1457
	1.09	1262	1267	1272	1277	1283	1290	1298	1306
	1.20	1094	1102	1111	1121	1131	1143	1156	1171
	1.32	952	963	974	986	999	1014	1031	1051

资料来源：网络公开资料整理、东兴证券研究所

4.2 无风险收益率与白酒板块相对估值趋势相同

虽然，从 DCF 公式上来看，茅台的股价对无风险收益率并不敏感，但我们发现，除了 2003、2013-2014 年行业增速明显下滑从而导致白酒板块整体相对估值明显降低外，其他时间白酒板块与无风险收益率的同向关系比较明显。

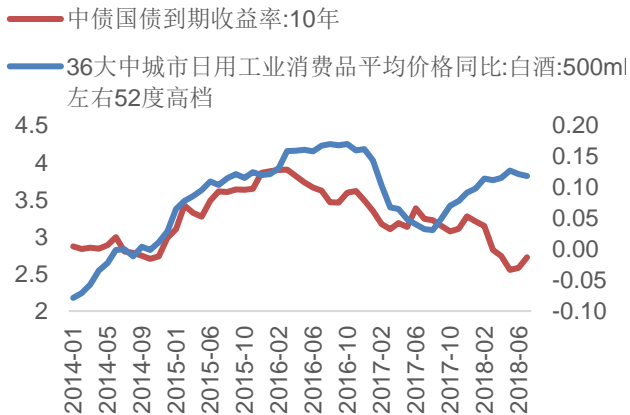
图10：白酒板块相对估值与无风险收益率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

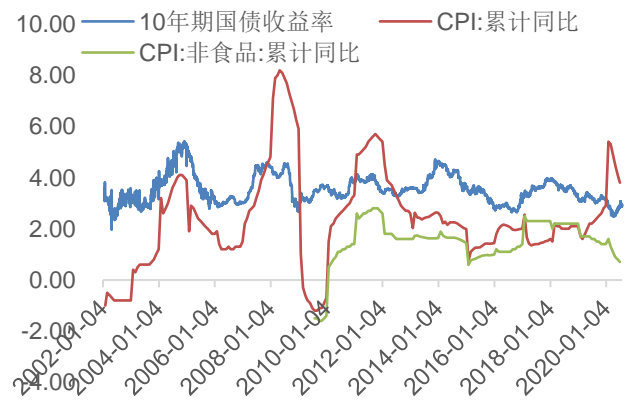
我们认为无风险收益率变化对白酒行业的影响体现在产品的价格上。白酒平均价格变化除了与自身的周期相关，也受到CPI和国债收益率的影响。我们发现，国债收益率与非食品CPI相关性较强，同时国债收益率与白酒价格同比存在一定的相关性。我们认为，1、厂家倾向于根据产业和经济周期、物价水平调整白酒价格；2、白酒在一定程度上受经济周期的影响，当经济上行，商务宴请需求增加，白酒价格也会上涨。目前，我国经济逐步恢复确定性较高，PPI和非食品CPI均存在回升预期，有望推动白酒价格继续上涨。

图11：白酒价格同比与国债收益率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图12：国债收益率与CPI相关性较高



资料来源：Wind，东兴证券研究所

以茅台为例，假设 2022 年茅台平均价格上涨 2%，则 FCFF 上涨 2.3%，茅台估值上升 2.12%；**如果茅台酒平均价格上涨 10%，则 FCFF 增加 11.3%，则估值上升 10.60%。**

表5：酒吨价变动对茅台估值的影响

茅台估值											
	酒吨价变动	-4%	-2%	0	2%	4%	6%	8%	10%	15%	20%
无风险收益率	2.27%	1637	1673	1709	1746	1782	1818	1854	1891	1981	2072
	2.52%	1628	1664	1700	1736	1772	1808	1844	1880	1970	2060
	2.80%	1617	1653	1689	1726	1761	1797	1832	1868	1958	2047
	3.08%	1608	1643	1679	1715	1750	1785	1821	1856	1945	2034
	3.39%	1597	1632	1667	1703	1738	1773	1809	1844	1932	2020
	3.73%	1585	1620	1655	1691	1725	1760	1795	1830	1918	2005
	4.10%	1572	1607	1642	1677	1711	1746	1780	1815	1902	1989

资料来源：东兴证券研究所

4.3 无风险收益率的走势判断：长期下行，短期存在上升趋势

一个市场的无风险利率长期来看跟一个国家所处的经济发展的阶段或大周期相适应，但中短期受当前的货币政策和经济波动的影响也很大。短期货币政策所导致的无风险利率的变化对股票市场的估值也有很大影响。

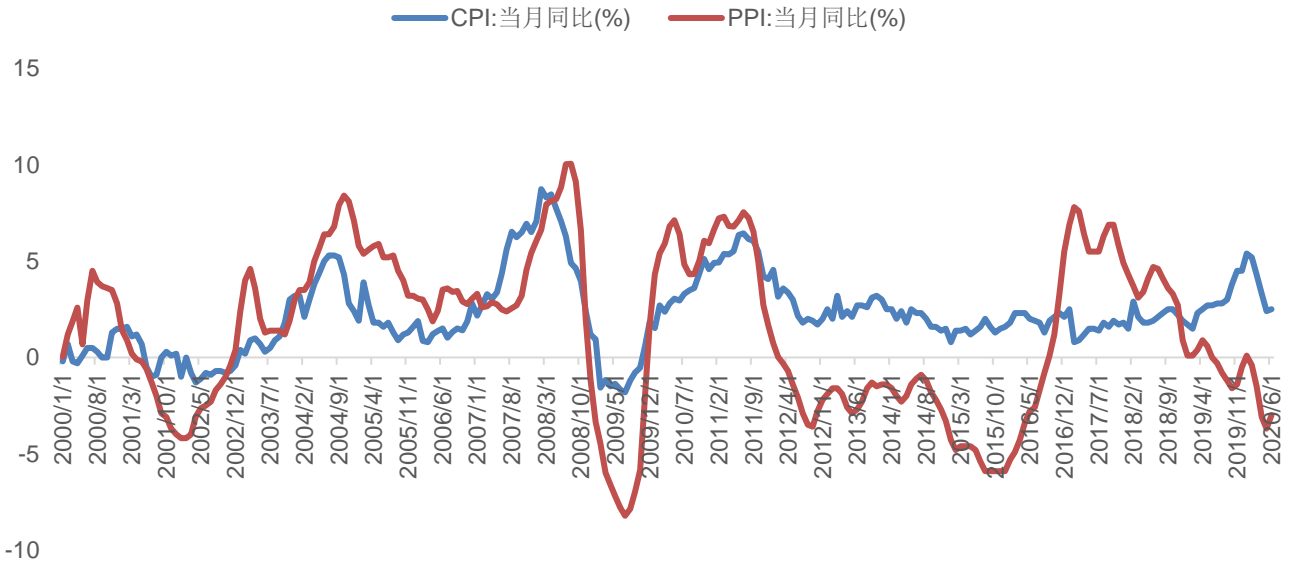
在运用 DCF 模型时，我们将长期和中短期的变化都考虑在内，分别作出估值，但在资本市场波动较大的阶段，我们的目标是考虑在当下的大环境下股票估值是否还有上升的空间，因此更倾向于考虑无风险收益率的中短期走势。

4.3.1 长期来看，货币政策宽松，利率存在下行趋势

从大周期来看，我国目前处于经济周期下行阶段，尽管货币政策偏宽松，但我国当前 PPI 和 CPI 均趋势下降。

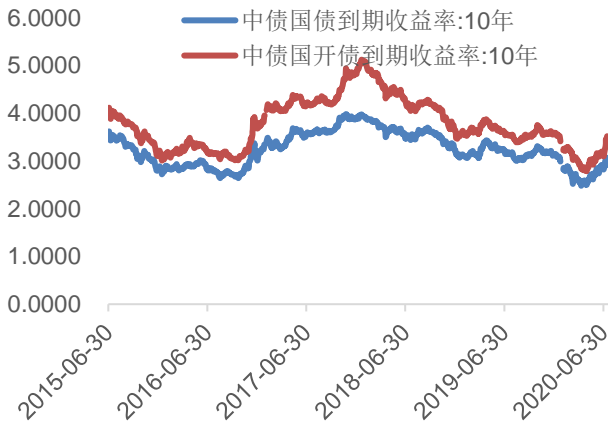
自 2017 年以后 SHIBOR 为代表的银行间市场利率也开始下行，债券收益率同时下降。

图13: CPI 和 PPI 长期趋势



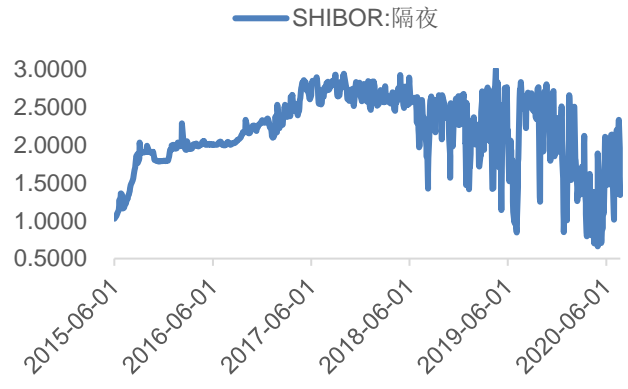
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图14: 国债及国开债利率长期下行趋势



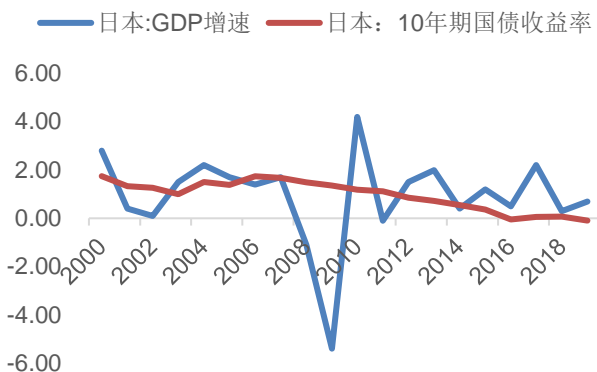
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图15: 隔夜 SHIBOR 走势向下

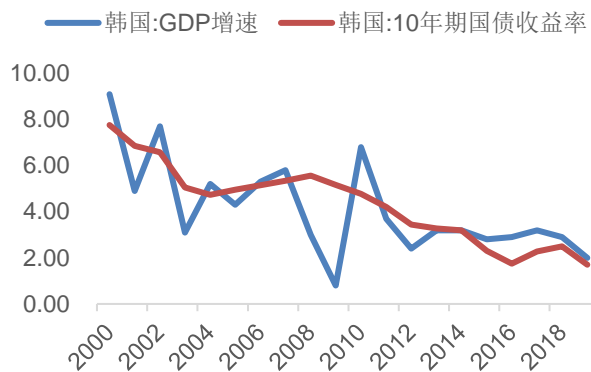


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

我国 GDP 增速明显降档，结合发达国家经验，当 GDP 增速减弱，市场利率将长期处于低位，我国市场利率也存在长期下行的需求。

图16: GDP 增速与 10 年期国债收益率 (日本)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图17: GDP 增速与 10 年期国债收益率 (韩国)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

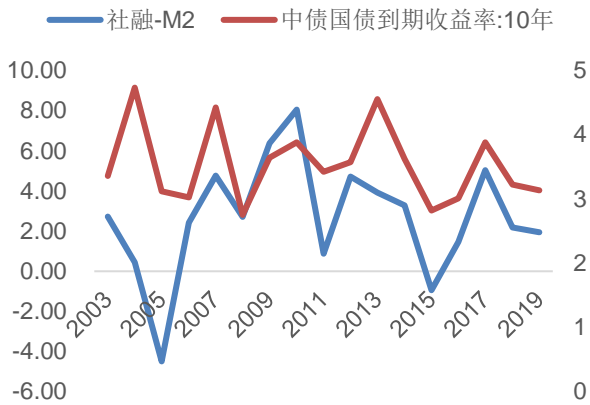
4.3.2 无风险利率将在中短期上行

社会融资同比增速和 M2 同比增速之差与国债利率走势存在很高的正相关性。社融代表的是社会对资金的需求，M2 可以被看作是资金的供给，因此当资金需求逐步增加而资金供给收缩时，利率便会上行。

截止到 2020 年 6 月 30 日，社融与 M2 同比增速差开始回升。我们分析，目前的货币政策从宽货币向宽信用倾斜，让货币更多的进入到实体经济，因此，国家鼓励政府和企业通过发债进行融资，下半年仍有大量债券发行上市。虽然企业债券融资将被无风险利率的走高所抑制，但占比更大的政府债券受无风险利率影响较小，随着未来宽信用的持续，我们推测社融增速将维持高位。

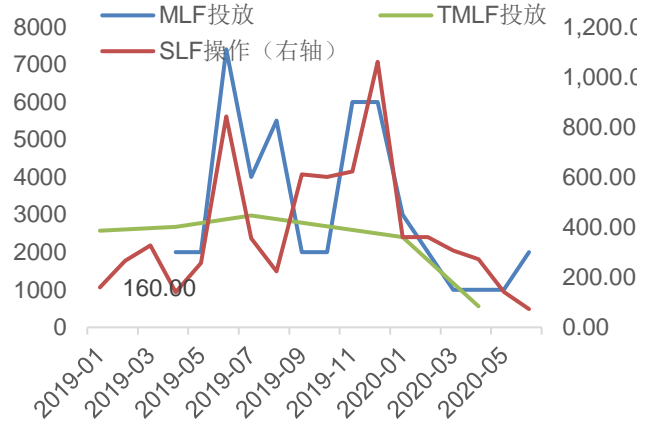
随着经济的回暖，5 月末央行货币政策回归中性，这从目前 SLF 和 TMLF 减量续作可见端倪，短端收益率开始提升，未来 M2 增速有望下降。同时，潜在的通货膨胀依然不容忽视，央行货币政策开始边际收紧从而进一步带来无风险利率的回升。中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，本次会议中对于货币政策更加强调“精准导向”，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，与 4 月会议相比，货币政策力度更偏稳健中性，立足长远，即中短期货币政策不会加码，要为长期经济的不确定性留有空间。本次会议后，降息概率降低，市场利率有进一步上升的压力。

图18：社融与 M2 增速差与国债收益率正相关



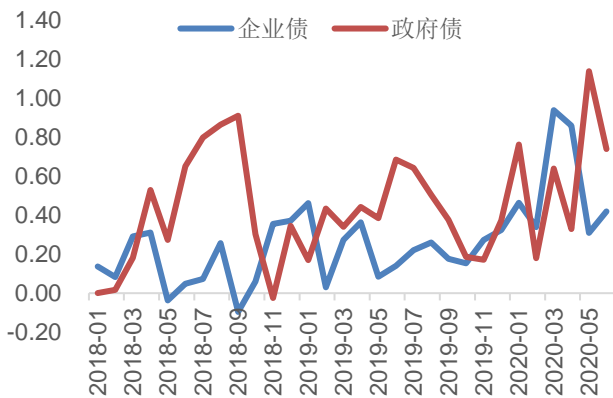
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图19：MLF、SLF 和 TMLF 变动



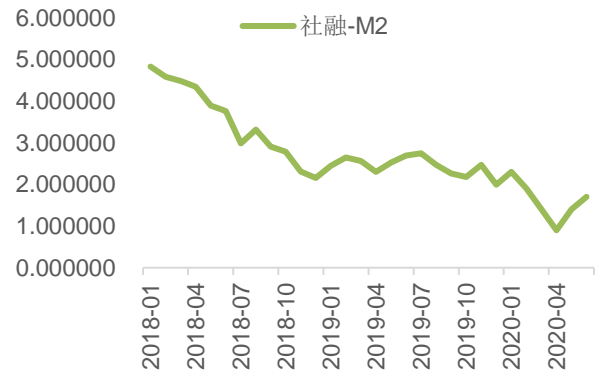
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图20：企业债与政府债券规模增量



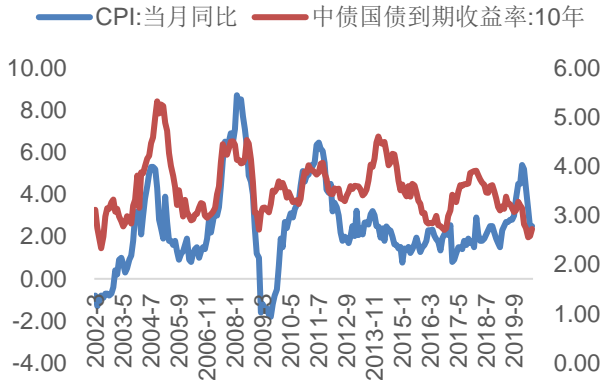
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图21：社融与 M2 增速差开始抬头

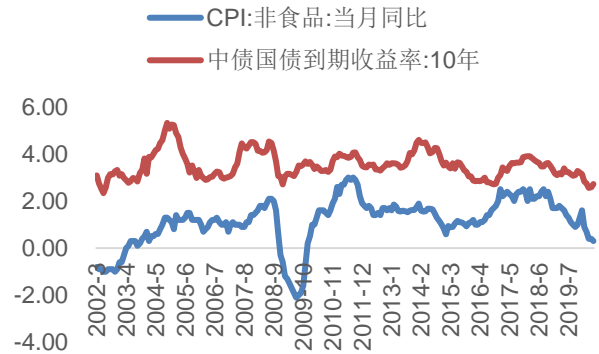


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

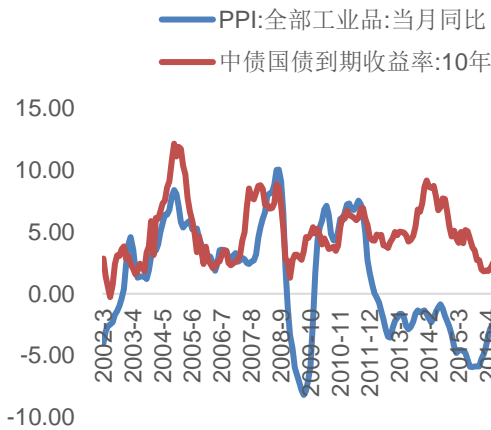
CPI、PPI 和 PMI 均和无风险收益率呈现较高程度的相关性，受经济周期和疫情影响，这些数据均处于底部区域，继续向下空间不大，未来如果全球疫情能够得到控制，经济逐步恢复，相关数据便会逐步回暖，无风险收益率存在继续回升的空间。

图22：CPI 与无风险收益率相关性


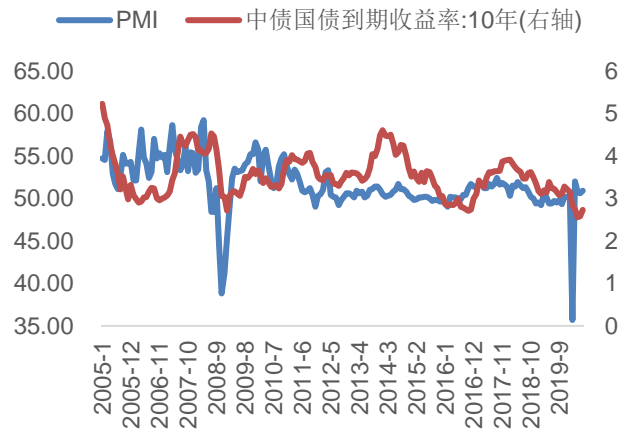
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图23：CPI（非食品）与无风险收益率相关性


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图24：PPI 与无风险收益率相关性


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图25：PMI 与无风险收益率相关性


资料来源：Wind，东兴证券研究所

5. 财务杠杆的影响：白酒板块财务杠杆极低，利率走高具备相对投资价值

无风险收益率的走高虽然能够降低高 β 板块的股权预期回报率，但同时会增加债权预期回报率，对个股的影响需要看其财务杠杆。

我们用 AAA-企业债收益率和无风险收益率做回归分析得出，AAA-企业债的收益率相对于无风险收益率的斜率为 1.45。假设：1、无风险收益率每变动 1%，公司债务成本变动 1.45%；2、企业杠杆率为 X；3、税率

25%。根据公式的演变，当 $X=1-\beta/(-0.0875-\beta)$ 时，无风险收益率的变化对企业估值没有影响；当 $X<1-\beta/(-0.0875-\beta)$ 时，企业估值随着无风险收益率的变化而增加，否则将减小。

白酒行业整体财务杠杆临界点为 17.46%，也就是说当有息资产负债率小于 17.46% 时，利率的走高可以降低白酒行业整体折现率从而提升其估值，而对比实际财务杠杆，我们发现白酒企业的财务杠杆（有息负债/总资产）都非常低，且绝大多数白酒企业利息收入大于利息支出。

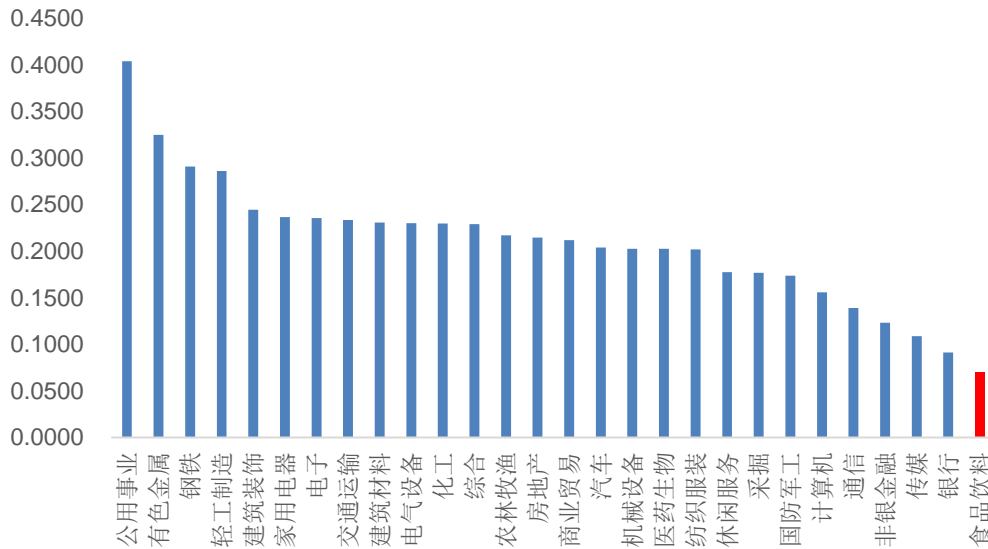
行业整体的有息负债率仅仅为 5.74%，因此利率的走高可推升板块整体估值。以茅台和五粮液为例，2019 年茅台没有有息负债，五粮液利息收入远高于利息支出，财务费用为-14.16 亿元。次高端白酒的 β 最高，其实际负债率和临界点负债率差距最大，从这个角度来看，次高端品种在无风险收益上行时相对更为受益。

表6：白酒子板块财务杠杆

	β	Debt ratio 临界点	Taxes	实际 debt ratio	距离临界点差距
白酒	1.23	17.46%	0.25	5.74%	17.46%
地产	1.15	12.12%	0.25	8.54%	12.12%
高端	1.2	15.53%	0.25	3%	15.53%
区域龙头	1.28	20.48%	0.25	4.05%	20.48%
次高端	1.39	26.40%	0.25	7.37%	26.40%

资料来源：东兴证券研究所

实际上，由于包括白酒在内的食品饮料行业整体资产负债率属于所有行业中最低水平之一，在无风险收益率上行时，白酒板块相对于资产负债率较高的行业具备明显的优势，从而进一步推升其估值水平。

图26：行业有息负债率


资料来源：Wind，东兴证券研究所

前文我们验证了白酒板块对无风险收益率的变化敏感性较弱（10%，0.6%）。下图，我们把有息资产负债率替换成申万所有行业的平均水平 21%， β 替换成 1，可以发现，当资产负债率升高后，股价对无风险收益率的敏感性明显加强。无风险收益率每上升 10%（例如，2.8%到 3.08%），案例中资产负债率为 21%的行业平均股价降低 2.7%左右。如 2017 年间，无风险收益率从 2.6%上升到 4%，则 AAA-企业债的投资回报率 k_d 从 5%上升到为 6.88%，对应的资产负债率为 21%的行业估值要下跌 11%左右，资产负债率为 35%的行业估值下降 19%，而白酒估值几乎不受影响。

表7：其他行业（资产负债率 21%）估值对于债权价格变动的敏感性

	k_d								
	2333.85	3.90%	4.23%	4.59%	5.00%	5.41%	5.85%	6.34%	6.88%
	2.04%	2509	2468	2424	2377	2331	2283	2232	2179
	2.27%	2495	2454	2410	2364	2319	2271	2221	2168
	2.52%	2479	2439	2396	2349	2305	2258	2208	2156
无风险收益率	2.80%	2462	2422	2379	2334	2290	2243	2194	2142
	3.08%	2445	2406	2364	2318	2275	2229	2180	2129
	3.39%	2426	2388	2346	2302	2259	2214	2166	2115
	3.73%	2406	2368	2327	2284	2241	2197	2149	2100

k _d									
	4.10%	2384	2347	2307	2264	2223	2179	2132	2083

资料来源：东兴证券研究所

6. 风险溢价对估值影响很大

6.1 白酒估值对风险溢价的敏感性较高

表8：不同 r_m 和无风险利率组成的股权风险溢价 ERP

r _m										
无风险收益率	ERP	8.12%	8.55%	9.00%	9.48%	9.98%	10.50%	11.03%	11.58%	12.16%
	2.27%	5.86%	6.28%	6.73%	7.21%	7.71%	8.23%	8.76%	9.31%	9.89%
	2.52%	5.60%	6.03%	6.48%	6.96%	7.46%	7.98%	8.51%	9.06%	9.64%
	2.80%	5.32%	5.75%	6.20%	6.68%	7.18%	7.70%	8.23%	8.78%	9.36%
	3.08%	5.04%	5.47%	5.92%	6.40%	6.90%	7.42%	7.95%	8.50%	9.08%
	3.39%	4.74%	5.16%	5.61%	6.09%	6.59%	7.11%	7.64%	8.19%	8.77%
	3.73%	4.40%	4.83%	5.28%	5.75%	6.25%	6.77%	7.30%	7.85%	8.43%
	4.10%	4.03%	4.45%	4.90%	5.38%	5.88%	6.40%	6.93%	7.48%	8.06%

资料来源：东兴证券研究所

表9：不同 r_m 和无风险利率条件下的茅台估值

r _m										
无风险收益率	1,689.10	8.12%	8.55%	9.00%	9.48%	9.98%	10.50%	11.03%	11.58%	12.16%
	2.27%	3232	2792	2440	2152	1912	1709	1544	1401	1276
	2.52%	3199	2768	2421	2137	1900	1700	1536	1395	1271
	2.80%	3163	2741	2400	2120	1887	1689	1528	1387	1265
	3.08%	3128	2714	2380	2104	1874	1679	1519	1380	1259
	3.39%	3091	2686	2357	2087	1860	1667	1510	1372	1252
	3.73%	3050	2655	2333	2068	1845	1655	1500	1364	1245
	4.10%	3007	2622	2308	2047	1828	1642	1488	1355	1237

资料来源：东兴证券研究所

不同的无风险利率 r_f 和股权市场回报率 r_m 的组合形成不同的风险溢价 ERP，通过对次风险溢价进行敏感性分析能够发现，市场风险溢价对股价的影响很大，且根据 CAPM 模型，当 β 越高，估值对 ERP 的敏感度越高。

由于茅台的 β 接近 1，因此茅台是一个相对中性的案例。以茅台为例，当股权风险溢价 $(r_m - r_f) = 7.7\%$ 时，茅台估值为 1689 元，当 $(r_m - r_f) = 7.18\%$ 时（下降 6.75%），茅台估值提升 12%。

除了在 ERP 下降时，白酒的自身估值能够得到提升，我们还发现，尽管白酒的 β 不算非常高，但在 ERP 下降时，白酒板块还存在相对估值溢价。

6.2 白酒板块的相对估值与风险溢价呈反向关系

从理论上来说，CAPM 模型中无风险收益率（通常为 10 年期国债收益率）以及股权风险溢价 ERP 应该用长期（如 10 年）的数据来计算。但在实际当中，即便在美国这样一个成熟的证券市场，风险溢价水平也有较大波动。

长期来看，一个国家股票市场的风险溢价跟国家资本市场的成熟度、开放程度、资本市场的结构、经济是否稳定增长均有密切关系。由于资本市场的成熟和开放程度以及资本市场的结构的变化是一个循序渐进的过程，因此，长期的 ERP 是一个缓慢变化的值。

短期来看，短期股票市场的风险溢价与货币政策、经济的波动、证券市场的政策变化相关性更大，因此会出现剧烈波动。在我国股价会随着当前的无风险利率以及市场的风险溢价剧烈波动，估值也应该随着这些变化而做出调整。对于短期的风险溢价分析，我们倾向于直接用 $(1/PE - r_f)$ 来代替 $(r_m - r_f)$ 以反映风险溢价的剧烈变化。

风险溢价与股票估值呈反向关系，对于高 β 的行业尤其明显。2018 年白酒板块 β 上升到 1.10，在所有行业中处于 83% 分位，2018 年间股票市场风险溢价明显上升，白酒板块相对市场的估值下滑，随后在市场风险溢价回落时，白酒的相对估值才开始回升。（图 27）

从图中可以看出，股票市场和债券市场的风险溢价趋势大体相同，均反应了经济的波动性，相对债市风险溢价，股票市场风险溢价呈现出更高的波动性，而白酒板块的相对估值（相对万得全 A）与股票市场的风险溢价呈较为明显的反向关系。

图27：白酒行业超额收益与股债市场风险溢价



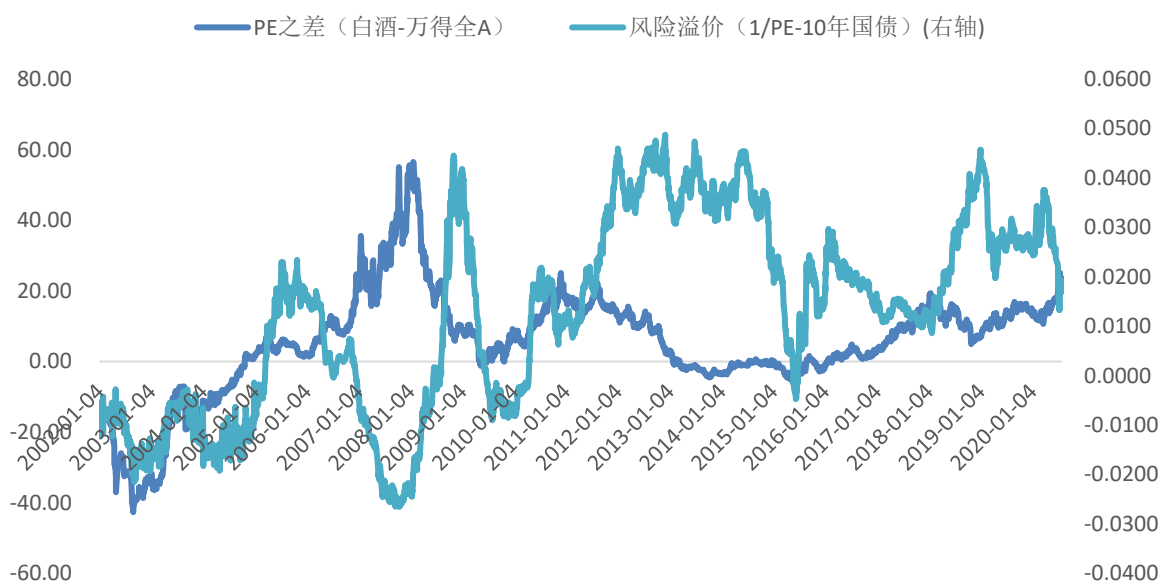
资料来源：Wind，东兴证券研究所

6.3 当前股权市场风险溢价处于什么位置？

今年，股票市场整体风险溢价回落，市场整体风险溢价略高于 2018 年初，离 2015 年、2010 年和 2007 年仍有一定距离。目前，白酒板块相对于万得全 A 的估值得到了一定程度的提升。相较于 2007 年风险溢价仍有较大的提升空间，但相较于其他年份，目前白酒板块的相对估值已经较大，仅次于 2007 和 2008 年，白酒板块继续超越全市场的空间已经不大了。但是，由于 2018 年后白酒板块 β 升高，板块的整体估值对风险溢价的变化更加敏感，从这个角度来看，白酒板块整体估值仍有一定提升的空间。

白酒板块相对估值最高出现在 2007 年，彼时股票市场风险溢价以及债券市场风险溢价均处于近 14 年来最低水平，同时白酒板块 06、07 年业绩处于高增长状态，净利润同比增速均达到 75%以上，市场及行业的因素共同造就了 07 年白酒板块超涨行情。因此，动态来看，如果股票市场整体风险偏好能够继续提升，风险溢价继续回落，且行业保持较高增速，则白酒板块的估值依然有较大的提升空间。

图28：白酒行业超额收益与股票市场风险溢价



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

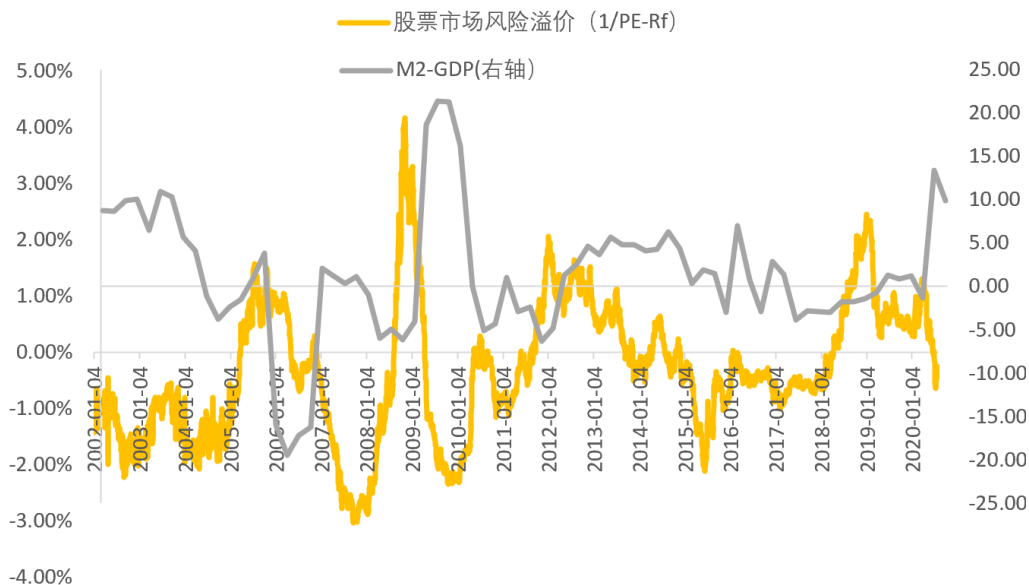
6.4 货币超发，股市和债市的风险溢价有望继续回落

货币增速理论上应该与 GDP 增速相适应，从而使经济保持稳定增长，通胀保持在相对合理的水平上。不过，往往中央政府通过货币政策调节经济增速，而经济恢复增长有一定的滞后性，因此会出现货币超发的现象。从图中可以看出，2008 年底，股市处于熊市底部，股票市场风险溢价处于最高位，而经济需要快速从经济危机中恢复，货币政策宽松，M2 与 GDP 增速差走高，但依然在 10%以下。2009 年 1 月份开始，货币持续超发，M2 与 GDP 增速差迅速从 08 年底的 8%升高到 09 年 6 月份的 21%，同时股票市场的风险溢价也从 4%降至负值，股票市场也在 2009 年上半年迎来一波小牛市。目前，M2 增速与 GDP 增速差属于近 20 年的次

高位，比 2002-2003、2007、2015 年这几年的牛市中的增速差均高，仅比 2009 年低，而目前股票市场风险溢价有所回落，但相比其他货币超发的年份的股票市场溢价依然较高，我们认为还有继续回落的空间。

然而，由于我国目前的经济和政治环境与以往有很大的不同，国际政治风险较大，外贸出口受到国际疫情影响，内需也受疫情和经济筑底阶段难以出现大幅回升，因此股权市场的风险溢价下降空间也会受到抑制，不太可能回到 2007 或者 2009 年的水平。

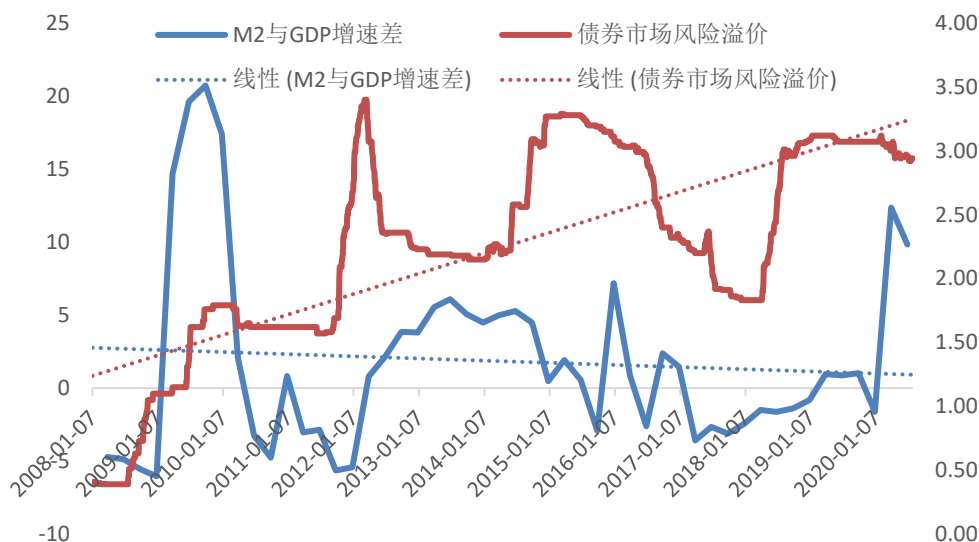
图29：股票市场风险溢价与货币超发的关系



资料来源：Wind，东兴证券研究所

债券市场与货币超发也呈现一定的负相关性，但没有那么明显，可见超发的货币更多的会流向股市。由于 AAA 级以下债券收益率数据有限，我们选取 2007 年 5 月-2020 年 5 月数据来做参考。与 09 年货币超发而债券市场风险溢价 (AAA 企业债与 AA-企业债收益率之差) 依然走高不同的是，目前债券市场的风险溢价处于高位，而货币超发显著，预计未来债券市场的风险溢价也存下降的空间。

图30：债券市场风险溢价与货币超发的关系



资料来源：Wind，东兴证券研究所

7. 从分子端看白酒板块估值

7.1 从目前的净利润增速看，相对估值继续上升空间不大

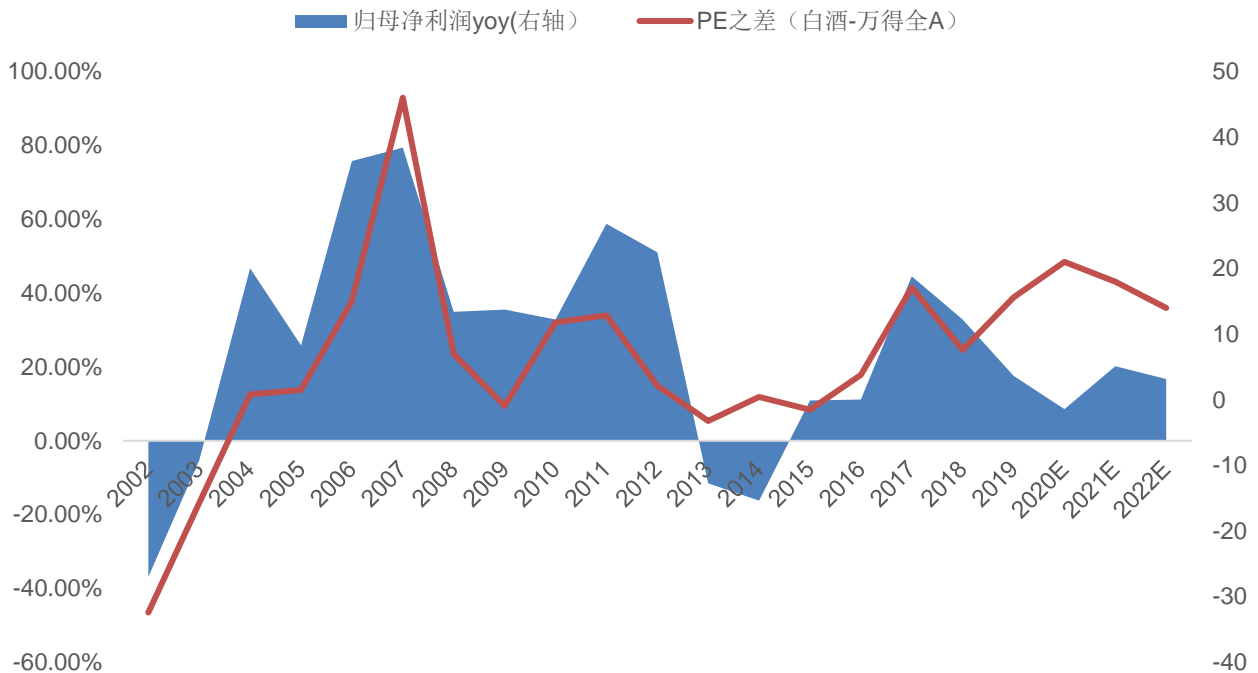
白酒行业的估值除了受到 β 、杠杆率、无风险收益率和风险溢价等因素的影响，其与行业景气度，盈利能力密切相关。在 2001-2003 年、2013-2014 年期间，白酒行业景气度下滑，归母净利润同增速比下降，相对 A 股的整体估值也处于低位，白酒板块利润增速和相对估值（白酒 PE-万得全 A 的 PE）相关性较强，证明市场有效性较强。

但从图 31 可以看出，从 2019 年开始白酒板块的整体相对估值已经与行业净利润增速发生背离。

我们用万得一致预期做出白酒板块 2020 年-2022 年的净利润增速和相对 PE。白酒板块 2020-2022 年增速平均在 15%左右，较往年（2002 年-2019 年）大多数年份略低。然而，板块目前相对于 A 股的估值水平仅比 2007 年略低，与 2017 年相似，高于其他所有年份，而同时无风险收益率目前仍处于低位水平，未来虽然有上升趋势，但鉴于全球政治形势较紧张，经济受疫情影响较大，货币政策仍然偏宽松，未来无风险收益率大

概率小幅回升，没有大幅上升的基础。因此，从这一点来看，白酒的估值较 A 股整体估值水平进一步上升的空间不大。

图31：白酒归母净利润与相对收益



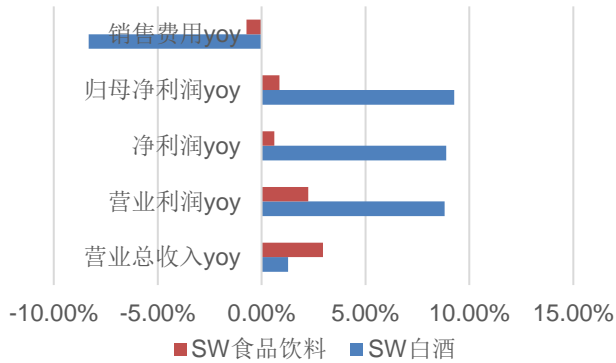
资料来源：Wind，东兴证券研究所

7.2 今年白酒板块相对估值持续攀升的原因

Q1 财报好于预期，体现业绩强韧性。受疫情影响，今年白酒板块的旺季受到冲击，但一季度财报好于预期，尤其是以茅五泸为代表的高端白酒在一季度仍保持 11% 的单季收入增速。在利润方面，商贸、休闲服务受疫情冲击而集聚下滑时，白酒板块实现了毛利润净利润双升。在销售费用同比有所下滑的情况下，动销情况好于预期，盈利情况保持稳健凸显了白酒板块的强韧性。

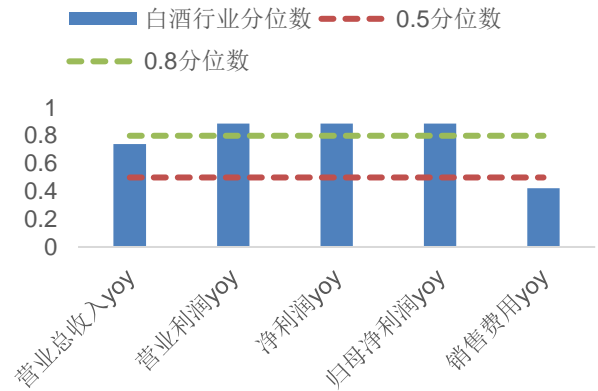
和食品饮料整体以及其他行业相比，2020 年 Q1，白酒板块盈利能力明显较强，其营业利润、净利润、归母净利润增速均处于申万一级行业中 80% 分为以上。

图32：白酒和食品饮料板块 Q1 财报数据同比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

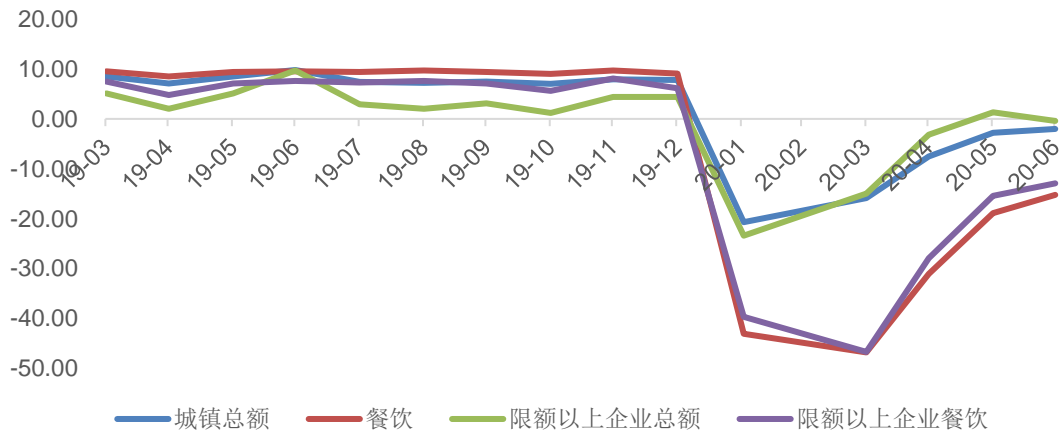
图33：白酒 Q1 财报数据在所有申万一级行业中的分位数



资料来源：Wind，东兴证券研究所

高端白酒动销状况良好。2020 年一季度全国餐饮收入 6026 亿元，同比下跌 44.3%，4 月已初步现回升态势，单月餐饮收入 2307 亿元，同比下降速度减缓，二季度餐饮收入降幅较一季度大幅收窄。随着宴请、商务、礼品等白酒消费场景不断增加，疫情后白酒需求持续旺盛。

图34：社会消费品零售总额同比 (%)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

贵州茅台 6 月下旬终端动销基本恢复，茅台经销商打款基本已到三季度，供不应求状态持续。茅台 2020 年销售计划 3.45 万吨，相比 19 年 3.1 万吨计划量同比+11.3%。疫情冲击下全年经营计划不改，公司 2020 年上半年营收 439.52 亿元，同比增长 11.31%；净利润 226 亿元，同比增长 13.29%。五粮液和泸州老窖 5

月就已经恢复 70%左右。次高端白酒动销恢复稍弱于高端酒，上半年实现营业收入 8.04 亿元，同比下滑 52.41%；净利润 1.03 亿元，同比下滑 69.64%。

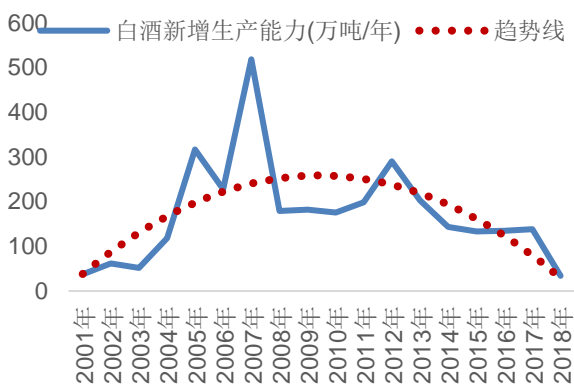
另外，受疫情影响，企业纷纷开拓线上市场，白酒线上销售额有明显提升。据阿里平台数据显示，2020 年一季度阿里渠道酒类总销售额约为 42.26 亿元，同比增长 30.62%；销量 2143.85 万件，同比增长 8.5%。另外，阿里渠道销售白酒占全品类的 29%，销售额占比高达 55.16%。京东超市的酒类数据 6 月 18 日开场 5 分钟中高端白酒成交金额是去年同期的 10 倍。线上渠道的猛升有力推动了白酒企业动销的进一步恢复。

7.3 分子端仍有上升空间

7.3.1 行业集中度提升，酒价存在上行预期

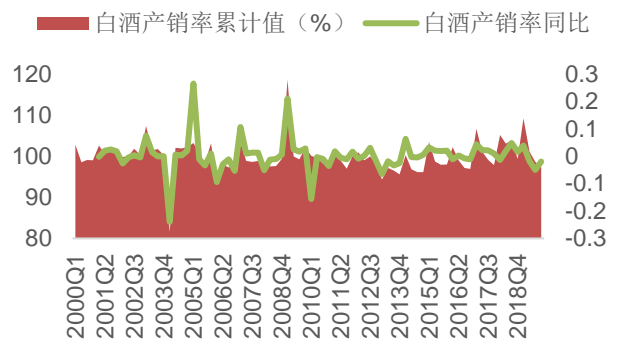
产能下滑，产销紧平衡，价格存在上行预期。2007 年我国白酒新增了 518.2 万吨产能，2018 年仅新增 34 万吨白酒产能。白酒产销率多数时期在 100%上下平稳波动，始中维持紧平衡，但由于新增产能投放的减少，未来需求回升将带动价格上涨。

图35：白酒行业新增产能

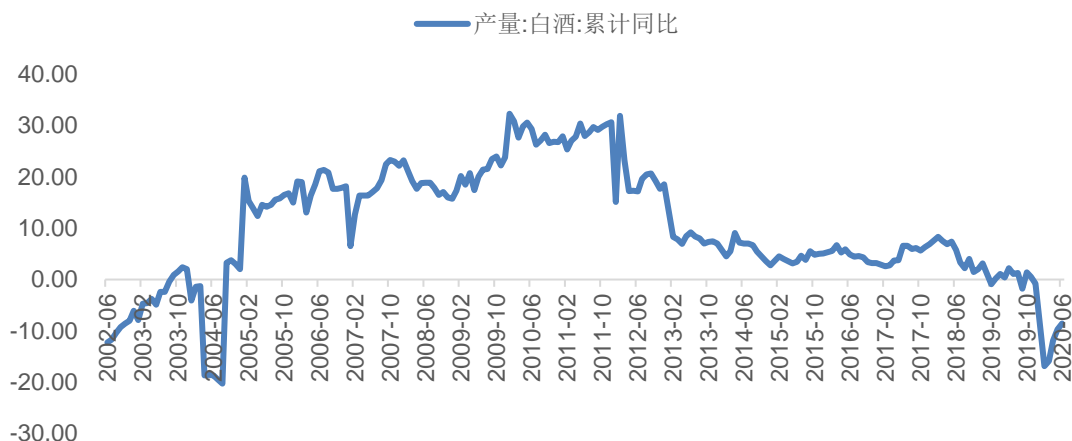


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图36：白酒产销率（折 65 度）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图37：白酒产量累计同比


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

行业集中度进一步提高带来企业利润的大幅提升：1、白酒规模以上企业数量不断减少，2017-2019 年期间，规模以上白酒企业数量减少了 629 家，减少幅度达到 24%。2、虽然生产企业减少，白酒产量仅下降 0.8%，单企业产量从 2017 年的 1.86 万千升提升到 2.42 万千升，提升幅度 30%。3、规模以上企业利润总额明显增加，2019 年相比 2017 年增加了 38%，随着行业集中度的提升酒吨价也在提高。

今年年初受疫情影响，春节假期未能给绝大多数白酒企业提供促销契机，中小酒企愈发面临生存危机，我们认为，未来行业集中度存在进一步提高的趋势。

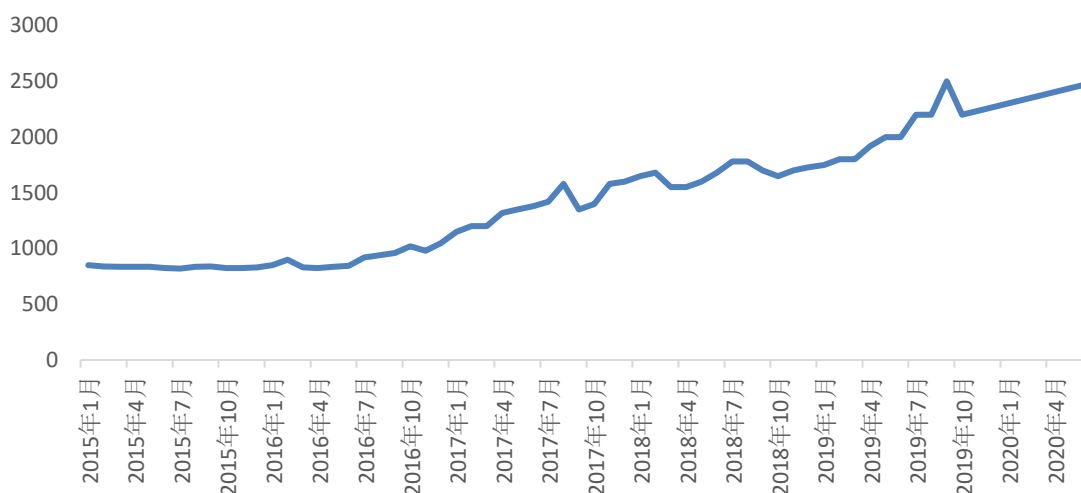
表10：行业集中度

年份	规模以上企业数	产量（万千升）	利润总额（亿元）	产量/规模以上企业（万千升）
2015	2551	6224	988	2.44
2016	2613	5992	1007	2.29
2017	2650	4940	1169	1.86
2018	2427	4864	1420	2.00
2019	2021	4899	1615	2.42

资料来源：网络公开资料整理，东兴证券研究所

酒品批价持续走高，尤其高端酒茅台价格站在 2400 以上，为五粮液和泸州老窖的提价流出空间。五粮液批价站上 950 元大关，国窖 1573 在 850 元上下。另外，高端酒的价格上探也为次高端酒让出价格带，500-700 元的酒品有提价空间，300-500 元价格区间的次高端品牌有望获得更大的市场。

图38：53 度飞天茅台批价



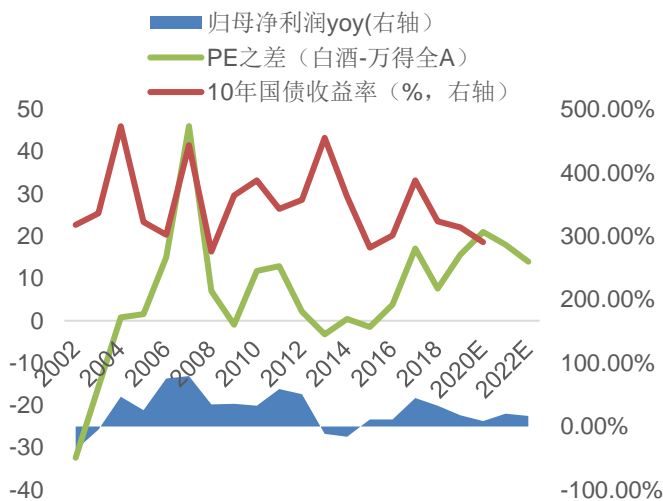
资料来源：Wind，东兴证券研究所

白酒企业在宏观经济复苏期具有成长潜力。疫情后我国经济恢复较好，高端白酒恢复价格上涨趋势，而在通胀和无风险利率大趋势下行的背景下，以广告宣传和市场拓展为主的销售费用、职工薪酬为主的管理费用、财务费用以及原材料成本的上行均将减缓，折旧和摊销方将保持稳定，因此，从长期来看，企业的自由现金流（FCFF）增速将快于销售收入增速。

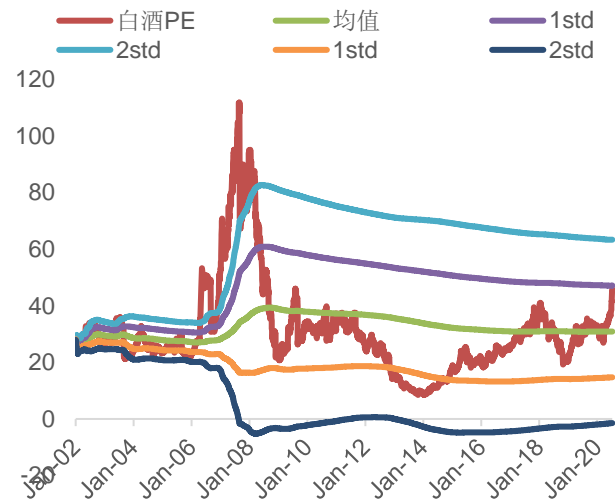
8. 总结及白酒整体估值提升空间预测

白酒行业的估值水平，无论是相对估值还是绝对估值均与行业净利润增速水平相匹配，且与无风险收益率水平相关性较强。无风险收益率主要通过影响其债权成本的相对优势（白酒负债率低）以及白酒单价来影响白酒行业的估值水平。未来三年白酒行业净利润平均增速大约在 15%左右，属于历年间较低的增速水平，但估值水平已经达到 1 倍标准差，仅次于 2007 年的估值水平，相对万得全 A 的估值水平也已经较高，未来行业

估值是否能够继续提升主要取决于市场的风险溢价水平、无风险收益率以及产品的涨价预期。我们认为，目前的市场风险溢价较往年多个低位仍有一定空间，基于前期宽松的货币政策导致的货币超发有望继续推升股权市场估值，而边际收紧的货币政策和逐渐回暖的经济将提升市场的无风险收益率水平，在这个背景下，产品涨价确定性增强，根据我们推算，白酒行业仍有 15% 以上的估值提升空间。

图39：行业估值与 r_f 和净利润相关性明显


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图40：白酒 PE band


资料来源：Wind，东兴证券研究所

表11：估值要素及其对估值的影响

估值要素	变化方向/相对大小	数值	对估值的影响	敏感性(以茅台为例、非绝对线性)	推测区间	对估值的影响
β	↑	白酒行业: 1.23	↓			结合其他要素影响估值
	↑	茅台: 0.9	↓			
D/A	相对低	5.74%，对估值的影响取决于 r_f 的变化	↑	r_f : 相对估值=10%:2.7%	3.0%-3.4%	2.5%-5.2%
r_f	↑	2.80%	白酒行业↑	r_f : 估值=10%: 0.8%		0.7%-1.8%

			茅台↓	r _f :估值=10%: -0.6%		(-0.5%) -(-1.3%)
酒单价	↑		↑	价格:估值=2%:2.12%	涨价 5%-20%	5%-21%可能部分 price in
ERP	↓	7.70%	白酒行业↑	ERP: 估值=6.75%: 10%	6.68%-7.18%	10%-22%
			茅台↑	ERP: 估值=6.75%: 12%		11%-26%

资料来源：东兴证券研究所

9. 风险提示

国际形势紧张引发股票市场估值的剧烈波动；行业政策收紧；疫情出现明显反复；白酒提价不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	食品饮料 2020 年中期策略：风宜长物放眼量	2020-08-06
行业深度报告	休闲食品产业：百舸争流	2020-05-19
专题报告	食品饮料：白酒板块存量时代分化加剧，食品板块增量背景竞相博弈 食品饮料行业 2020 年展望	— 2020-01-15
行业深度报告	东兴证券大消费组周观点 1 月第 1 期：高端白酒行稳致远，轻工关注纸企业绩回暖	2020-01-06
行业事件点评报告	东兴证券食品饮料行业事件点评：消费税改革短期影响情绪，长期将加速白酒行业集中	2019-10-10
专题报告	“不一样的财报解读”系列之 2019 年中报：食品饮料，吃喝口味如何变？	2019-09-05
公司财报点评	舍得酒业 (600702) 2019Q3 财报点评：产品结构不断完善，公司业绩稳健增长	2019-10-28
公司报告	泸州老窖 (000568)：业绩增长稳健亮眼，高档酒提价放量未来可期	2019-10-31
公司财报点评	泸州老窖 (000568)：渠道优势凸显，中档酒业绩表现亮眼	2019-08-30
公司报告	安迪苏(600299)：龙头赢创宣布不可抗力，蛋氨酸涨价预期强烈	2019-11-13
公司财报点评	重庆啤酒 (600132) 2019Q3 财报点评：公司业绩平稳增长，嘉士伯赋能或提速	2019-10-24
公司财报点评	重庆啤酒 (600132) 2019H1 财报点评：产品结构再升级，下半年将持续发力	2019-08-26
公司深度报告	双汇发展 (000895)：站在新一轮盈利周期的起点上	2020-06-18
公司报告	双汇发展 (000895)：产品结构持续调整，新品未来值得期待	2019-10-29
公司财报点评	中炬高新 (600872) 2019Q3 财报点评：调味品主业不断聚焦，公司业绩平稳增长	2019-10-31
公司财报点评	中炬高新 (600872) 2019H1 财报点评：调味品主业稳健增长，激励机制愈发市场化	2019-08-26
公司财报点评	青岛啤酒 (600600) 2019Q3 财报点评：产品结构持续改善，全年业绩高增可期	2019-10-29
公司财报点评	青岛啤酒 (600600) 2019H1 财报点评：产品结构升级助力公司业绩超预期	2019-08-16
公司普通报告	恒顺醋业 (600305)：整体盈利稳定，全年目标不变	2020-04-28
公司普通报告	恒顺醋业 (600305)：改革推进步伐喜人，静待时间的玫瑰绽放	2020-04-21
公司报告	伊利股份 (600887)：费用回落利润高增，长期发展逻辑不变	2019-10-31
公司报告	伊利股份：顺势而为调整激励方案，长远规划初心未改	2019-09-09
公司报告	五粮液 (000858)：量价齐升再次确认，新班子带入新境界	2019-10-31

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王洁婷

美国俄亥俄州立大学本科，普渡大学硕士，4 年证券研究经验，2020 年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B
座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际
大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心
46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526