

策马扬鞭，五粮液“大坝”理论看市值成长空间

——五粮液（000858）深度报告

2018年04月13日

强烈推荐/维持

五粮液

深度报告

报告摘要：

“曙光中国”改革成果初现，公司业绩加速上升，核心竞争力逐步凸显。新任领导层作风务实，通过品牌梳理使得品牌结构清晰、产品线简约，聚焦五粮液“1+3”和五粮系“4+4”的双轮驱动，有效提升了品牌力。扩大渠道价差，渠道利润回升，经销商销售积极性提高，客户回流现象明显，五粮液混改充分理顺激励机制、释放企业活力，带动渠道力提升。

“大坝”理论：渠道力和品牌力是未来五粮液市值提升的核心因素增加。品牌力提升和渠道力提升，是公司亟待解决的两大问题。根据东兴“大坝”理论，渠道力和品牌力就像大坝上的两个闸门，水库的水位比作五粮液的市值。随着公司对渠道和品牌建设的不断加强，闸门越开越大。五粮液自身的潜力势能转化为动能流入水库，公司的市值不断增长。

- ◆ **品牌力提升。**通过高端酒深化、系列酒优化，实现五粮液和五粮系的双轮驱动，巩固和强化公司的高端形象。通过“一强二新三大”的传播规划，融合中华优秀传统文化，拓宽公司产品的受众面，将品牌影响力实实在在地落实到消费者心中，实现公司品牌力的重塑。
- ◆ **渠道力提升。**公司渠道价差不断扩大，渠道利润回升，经销商销售积极性提高，使得更多的经销商愿意参与进来，拓宽了渠道的广度。公司着力下沉优化渠道结构。五粮液由大商模式转变为直分销模式，五粮系则根据品牌成立独立的营销公司进行运作，加深了渠道的深度。

盈利预测和估值分析。我们预计2017年—2019年营业收入分别为308亿元、407亿元、511亿元，增速分别为25.4%、32.2%、25.6%。归母净利润分别为93.0亿元、125.1亿元、163.0亿元，增速分别为37.1%、34.5%、30.3%。EPS分别为2.45元、3.30元、4.29元。当前估值水平对应公司未来的成长性偏低，未来加速增长理应享受更高估值。给予2018年30倍PE，对应目标价99元。

风险提示：食品安全风险；白酒行业政策风险；业绩增速不达预期的风险

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	21,659.2	24,543.7	30,783.9	40,683.6	51,097.2
增长率（%）	3.08%	13.32%	25.42%	32.16%	25.60%
净利润（百万元）	6,410.48	7,056.77	9,667.52	13,016.9	16,973.2
增长率（%）	5.81%	10.08%	37.00%	34.65%	30.39%
净资产收益率（%）	14.25%	14.41%	16.38%	16.99%	17.92%
每股收益（元）	1.63	1.79	2.45	3.30	4.29
PE	46.44	42.28	30.83	22.93	17.60
PB	6.62	6.09	5.05	3.90	3.15

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

范堃基

010-66554025

fanlj@dxzq.net.cn

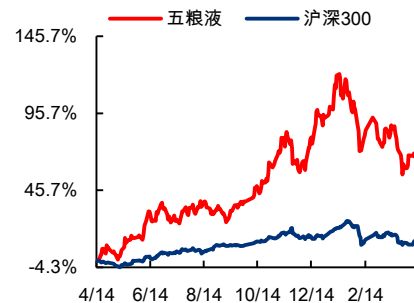
执业证书编号：

S1480517070001

交易数据

52周股价区间（元）	69.2-42.05
总市值（亿元）	2626.81
流通市值（亿元）	2626.66
总股本/流通A股（万股）	379597/379575
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.73

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《五粮液（000858）半年报点评：消费税从严征收不影响业绩核心》2017-08-29
- 2、《五粮液（000858）：看好五粮液价格持续回升》2016-03-30
- 3、《五粮液（000858）：混改大幕正式拉开》2015-11-02
- 4、《五粮液（000858）：一批价回升中，看好公司改革》2015-08-28

目 录

1. 看辉煌历史，五粮液乘行业之风实现持续性高增长	4
1.1 释放积极信号彰显管理层雄心壮志.....	4
1.2 回溯历史，2005年和2015年是五粮液发展的两座分水岭.....	4
1.3 个人需求崛起+高端白酒寡头垄断是当前白酒行业的发展特点.....	5
1.3.1 个人需求替代政务需求成为白酒消费的主力.....	5
1.3.2 寡头垄断格局成为高端白酒“持久的护城河”.....	6
2. “曙光中国”改革成果初现，公司业绩加速上升，核心竞争力逐步凸显	7
2.1 新班子扎实务实，混改理顺激励机制.....	7
2.1.1 改革前：价格倒挂，经销商积极性不足.....	7
2.1.2 改革后：新领导层作风务实，混改带动经销商积极性提高.....	8
2.2 产品结构聚焦五粮液“1+3”和五粮系“4+4”的双轮驱动.....	9
2.2.1 改革前：品牌多而不精，影响核心品牌竞争力.....	9
2.2.2 改革后：品牌建设战略密集出台，聚焦核心品牌.....	10
3. “大坝”理论：渠道力和品牌力是未来五粮液市值提升的核心因素	10
3.1 品牌力的回归是五粮液最核心的竞争力.....	12
3.1.1 “五粮液+五粮系”双轮驱动，加速品牌提升.....	12
3.1.2 “一强、二新、三大”的传播规划，重塑品牌力，五粮液雄心不减.....	13
3.2 渠道广度与深度双重拓展，管理层长远性战略需要精细化战术落地.....	13
3.2.1 渠道利润增加，拓宽渠道广度.....	13
3.2.2 着力下沉优化渠道结构，加深渠道深度.....	14
3.2.3 公司对于渠道的掌控力在价格上得以体现.....	15
4. 五粮液产能充足，通过并购扩张打开新篇章	17
4.1 新增产能+优酒率提升，保证公司产能充足.....	17
4.2 行业大复苏背景下，五粮液适合完成版图的扩张，实现产能的释放.....	18
4.2.1 川酒整体在此轮复苏中表现强势.....	18
4.2.2 看好五粮液自身发展的同时实现并购扩张.....	19
5. 盈利预测和估值分析	19
5.1 盈利预测：“稳价放量”推动公司业绩大幅提升.....	19
5.2 估值分析：改革带来高速增长理应享受更高估值.....	20
6. 风险提示	21

表格目录

表 1:五粮液历次品牌战略调整.....	10
表 2:公司盈利预测表.....	22

插图目录

图 1:2005-2015 年五粮液营收被茅台反超	5
图 2:2005-2015 年五粮液净利润被茅台拉开差距.....	5
图 3:白酒消费结构中个人消费占比上升	5
图 4:居民人均年度酒和饮料消费支出及增速.....	5
图 5:白酒品牌知名度指数	6
图 6:五粮液和茅台的历次价格调整	7
图 7:五粮液前 5 名经销商的销售额和占比情况	8
图 8:公司非公开发行股票计划认购情况.....	8
图 9:贵州茅台产品结构	9
图 10:五粮液产品结构.....	9
图 11:东兴五粮液“大坝理论”	11
图 12:渠道力建设带动品牌力提升	12
图 13:五粮液+五粮系双轮驱动	12
图 14:五粮液直分销模式的渠道分解	14
图 15:茅台的可售成品酒产量在 2020 年前不会明显增加	16
图 16:2018 年普五计划内外比例为 1: 1.....	16
图 17:普五的出厂价、一批价和终端价	17
图 18:十三五规划对五粮液投放量的展望	18
图 19:川酒在此轮复苏中归母净利润同比增速总体高于徽酒	18
图 20:五粮液相对于茅台长期存在估值折价	20

1. 看辉煌历史, 五粮液乘行业之风实现持续性高增长

1.1 释放积极信号彰显管理层雄心壮志

2017年, 在五粮液第二十一届**1218经销商大会**上, 公司领导明确提出: 2018年收入指引400亿元(其中: 系列酒突破100亿, 华中市场突破100亿), 同比增速超过30%, 五粮液品牌投放量将达2万吨。“十三五”规划集团收入达到千亿, 酒业贡献600亿元(其中: 五粮液400亿元、系列酒200亿元)。2018年, 公司营销工作将紧紧围绕“让运营商获取合理利润”和“扩大五粮液产品的市场份额”两大目标展开, 巩固和提升五粮液在浓香型白酒行业的品牌地位。

3个月后, 2018年3月19日在成都举行的**春季糖酒会**上, 五粮液发布了一系列最新数据。新品五粮液表现突出, 动销占全年投放量的30%左右, 高于往年同期, 公司顺利实现开门红。围绕2018年的销售目标, 系列酒公司及华东营销中心要分别达到100亿。系列酒板块培育一个20亿级以上的大单品, 两到三个10亿级以上的大单品、五到十个过亿元以上的大单品。到“十三五”末, 系列酒板块销售收入要突破200亿元。标志着2017年五粮液1218经销商大会提出的营销思路全面落地。

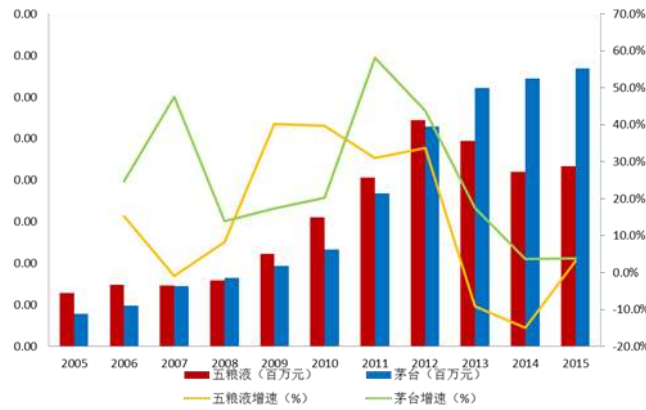
根据**最新一季度数据**显示, 五粮液2018年第一季度发货量约6000吨。由于一季度动销势头良好, 五粮液当前社会库存率从去年年底的9%下降至7%, 低于行业平均水平。五粮液方面对此表示, 公司正积极生产备货, 并将通过七大营销中心一线分仓体系进行调配供应, 尽量保障市场正常需求。

1.2 回溯历史, 2005年和2015年是五粮液发展的两座分水岭

在2005年以前, 五粮液在市值和营收等方面曾一度独领风骚。到1990年, 改革开放解决了人民的温饱问题, 经济快速恢复, 五粮液两次扩产, 产能过万吨, 成为当时最大的白酒企业。到1995年, 经济高速增长, 政务消费兴起, 价格管制放开, 市场需求爆发, 五粮液快速提价, 89年终端价超过泸州老窖, 94年价格超过汾酒。到2005年, 白酒税制调整, 亚洲金融危机, 白酒行业进入调整期, 五粮液通过资源扩张, 集合社会资源消化低端产能, 扩张到20万吨以上。五粮液和茅台分别为浓香型和酱香型白酒的代表。从市值来看, 五粮液1998年上市, 首周市值为171.68亿元。贵州茅台2001年上市, 首周市值仅有92.53亿元, 而同期五粮液市值达到193.64亿元, 为贵州茅台的2倍。从营收来看, 2001年五粮液年报营业收入达47.42亿元, 而茅台仅为16.18亿元, 将近3倍。当时五粮液旗下的廉价白酒尖庄, 最多一年能销售9万吨。

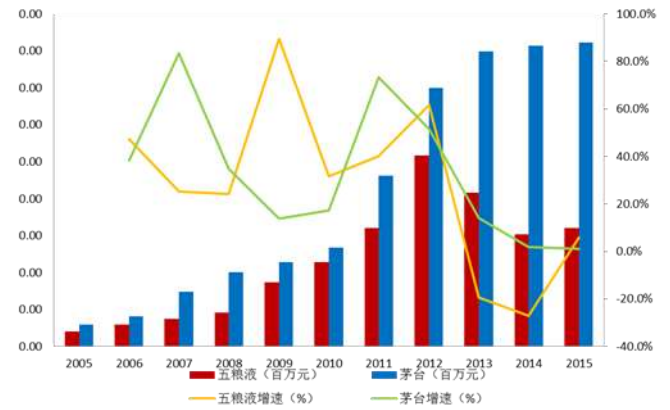
2005年—2015年却成为五粮液“失去的十年”。这期间茅台经过大刀阔斧的改革已经一骑绝尘反超五粮液, 而且后来居上的洋河也已经和五粮液平起平坐, 更何况还有老窖、汾酒、古井贡对五粮液的前后夹击。十年间, 五粮液营收和利润的CAGR分别为13%和23%, 而竞品茅台分别为24%和30%; 老窖分别为17%和41%, 公司利润大幅萎缩引起广大投资者对公司发展质疑。尤其是2013年后, 两年多的价格倒挂极大影响了渠道销售五粮液的积极性。

图 1:2005-2015 年五粮液营收被茅台反超



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2:2005-2015 年五粮液净利润被茅台拉开差距



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

五粮液以 2015 年为分水岭开始做出一系列改革。改革管理结构, 新管理层致力于解决价格倒挂问题, 渠道利润回升, 经销商销售积极性提高, 打款积极, 客户回流现象明显, 推动销量的增长, 实现良性循环。改革产品结构, 通过品牌梳理使得品牌架构清晰、产品线简约, 集中打造大单品, 并淘汰价值贡献低的产品, 覆盖不同消费群体, 避免品牌间的恶性竞争。改革促使公司业绩奋起直追, 2015、2016 年营收和净利润增速均与茅台几乎持平。

1.3 个人需求崛起+高端白酒寡头垄断是当前白酒行业的发展特点

1.3.1 个人需求替代政务需求成为白酒消费的主力

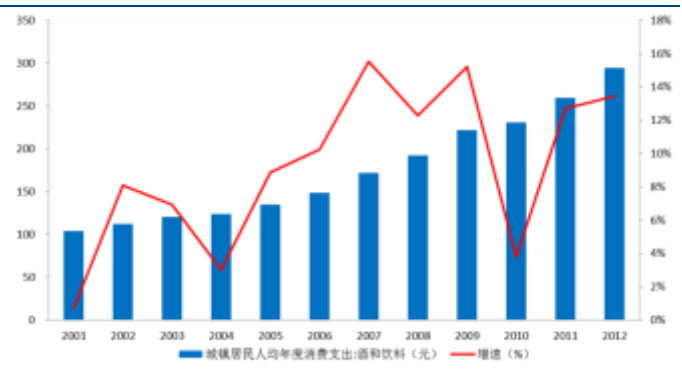
白酒需求主要分为: 政务需求、商务需求、个人需求。2012 年之前, 这三种需求分别占比 40%、40%、20%, 政务需求和商务需求为白酒消费的主体。2012 年, 国家出台“八项规定”, 使得政务需求大幅减少, 占比由原来的 40%下降至目前的 5%左右。然而, 近年来我国人均可支配收入增速较快, 居民购买力提升, 个人需求接力政务需求, 占比大幅提升至 65%, 成为白酒消费的主力。

图 3:白酒消费结构中个人消费占比上升



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 4:居民人均年度酒和饮料消费支出及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

个人需求为行业复苏提供较强的支撑, 白酒行业呈现量价齐升的局面。高端白酒茅台、五粮液和泸州老窖多次提高出厂价, 终端销售情况向好。次高端也紧随高端白酒谨慎

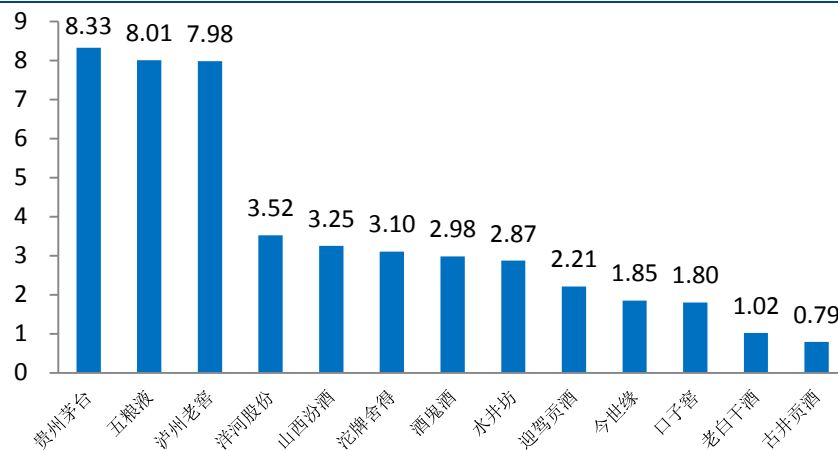
提价，通过放量抢占市场。高端和次高端白酒展现出强劲的复苏势头，利润和估值均得到大幅提升。目前白酒的主要消费人群还是 30-54 岁的年长男性，未来在 2021 年之前，30-54 岁的男性人口数量仍会不断增长，白酒行业有望继续保持景气。

1.3.2 寡头垄断格局成为高端白酒“持久的护城河”

“护城河”理论在巴菲特的投资思想中居于十分重要的地位。根据巴菲特的护城河理论，一个真正伟大的公司必须要有“持久的护城河”来保护投资的可观回报。品牌美誉度和文化积淀构筑了白酒行业深厚的护城河，消费者形成一定的消费习惯后，后进企业想要改变这种现状变得非常困难。

商务消费侧重于身份与地位的象征，品牌是其消费选择的核心因素；个人消费的驱动力源于其消费习惯以及收入水平，当前人均收入水平不断上升。在这两个因素影响下，具有高知名度的白酒龙头：茅台、五粮液、泸州老窖的市占率有望进一步提高。

图 5:白酒品牌知名度指数



资料来源：CSICS 数据研究室、东兴证券研究所

目前对于具有强品牌力的高端白酒而言，茅台、五粮液、泸州老窖三家处于寡头垄断格局，未来较难发生大变化。寡头垄断格局让具有强品牌力的高端白酒拥有强有力的定价权和业绩确定性，定价权掌握在寡头垄断的少数企业手里，利润率将得到维持与提升，可以不断享受通胀红利和消费升级红利。

根据高端白酒“温度计”理论（东兴白酒行业“弹簧理论”推论 1），高端白酒对于整个白酒行业有引领和控制作用，其零售价和市场份额的改变都对白酒行业起着关键作用，高端白酒价格的升降，存量的增减直接决定着次高端和大众酒的生存空间与盈利点。

2. “曙光中国”改革成果初现，公司业绩加速上升，核心竞争力逐步凸显

2.1 新班子扎实务实，混改理顺激励机制

2.1.1 改革前：价格倒挂，经销商积极性不足

从 2008 年到 2012 年，茅台逐渐从提价时机、提价幅度和提价后的价格上，全面超越五粮液。在白酒行业，价格是品牌价值的有效体现。五粮液未考虑到市场情况，为了维持品牌价值被动提价，从而进入长期的价格倒挂状态。价格倒挂使得经销商进价大于卖价，造成渠道利润的不断下降，经销商忠诚度和积极性降低，对销量的增长产生阻碍。

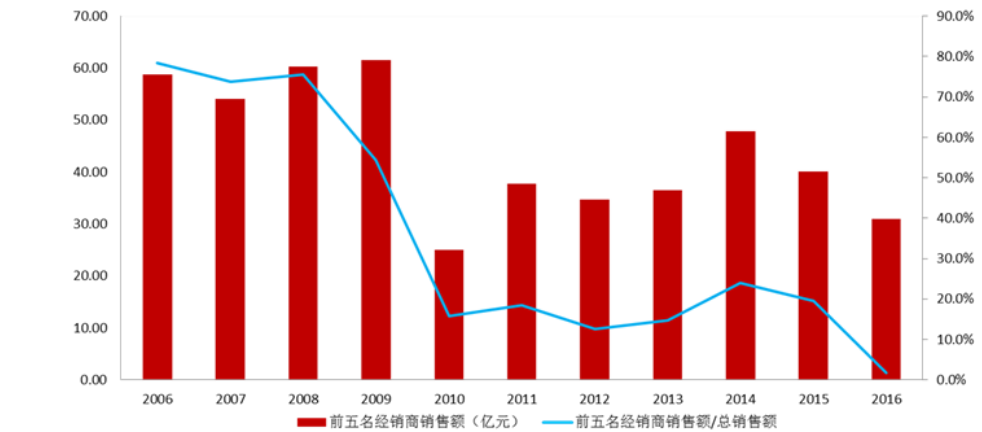
图 6: 五粮液和茅台的历次价格调整



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2010 年以前，五粮液 CR5 经销商的销售额占比高达 50% 以上。大商模式有利于公司充分利用经销商的渠道资源，快速铺设渠道网络，节约渠道管理成本，尤其在白酒牛市行情中大商模式有利于公司销售。大商模式曾伴随五粮液走过白酒行业黄金十年，助力五粮液走上白酒龙头地位。大商模式的特点是层层代理，大经销商多以分销模式为主，依靠下游的经销商将产品销售到超市、专卖店等终端零售渠道，存在较多层级，在面临不景气的市场环境时容易造成各环节库存暴增，使得公司对渠道的把控力较弱，容易出现窜货现象。

图 7: 五粮液前 5 名经销商的销售额和占比情况



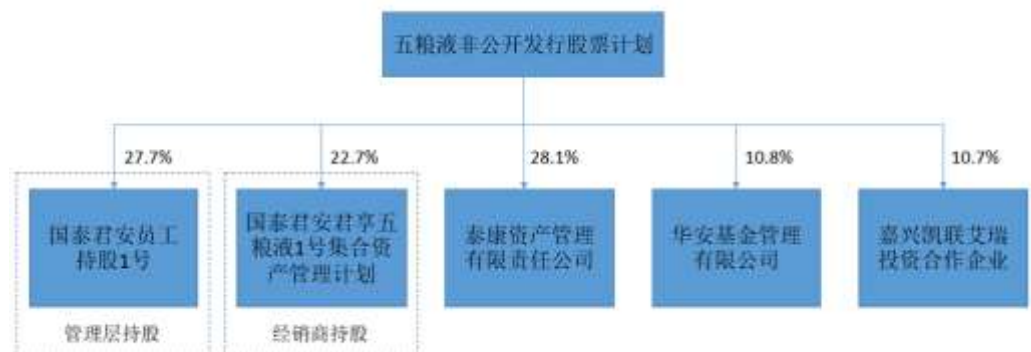
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.2 改革后: 新领导层作风务实, 混改带动经销商积极性提高

2017 年 3 月, 集团领导变动, 新任董事长李曙光作风务实, 注重生产、销售, 并希望整合省经信委产业、金融方面的资源。提出五粮液“对标先进、二次创业、再创辉煌”的口号。

公司 2013 年筹划“混改”事项, 2015 年 10 月发布非公开发售预案, 2016 年 6 月提交证监会审核, 2016 年 12 月公布增发预案修订稿, 2017 年 5 月证监会审核通过。本次非公开发行不超过 82,252,438 股, 募集金额不超过 185,397 万元。公告显示管理层认购不超过 2373 万股 (占比 28%), 经销商认购不超过 1941 万股 (占比 23%)。由五粮液员工持股计划、五粮液经销商和泰康资产、华安基金、凯联艾瑞战略投资者认购, 发行价格为 23.34 元/股, 锁定期为 36 个月。本次募集资金主要用于信息化建设、营销中心建设和服务型电子商务平台建设, 支持公司渠道转型。

图 8: 公司非公开发行股票计划认购情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

五粮液混改方案的实施, 在白酒龙头公司中率先实现机制改革, 充分释放企业活力。

(1) 通过员工持股计划, 使员工利益与公司绑定, **提高员工的凝聚力和积极性**, 增进企业效率; (2) 通过经销商持股计划, **深度绑定渠道和公司利益**, 有助于公司渠道的稳定以及新市场的开拓; (3) 引入战略投资者, 完善公司股权结构和治理结构, **建立高效的决策体系**。

本次混改的一大亮点是推动优秀经销商持股。一方面, 构建新型渠道关系: 五粮液和经销商的利益深度捆绑, 两者利益实现一体化, 改变以往厂商主导的合作关系, 有效增加渠道话语权。另一方面, 推动渠道优化: 经销商持股能够提高其参与积极性, 提升品牌忠实度, 从而有助于公司借助其渠道强化全国营销网络的市场推广能力。我们认为此次混改有助于优化多方利益, 盘活员工经营积极性, 增强渠道执行力。

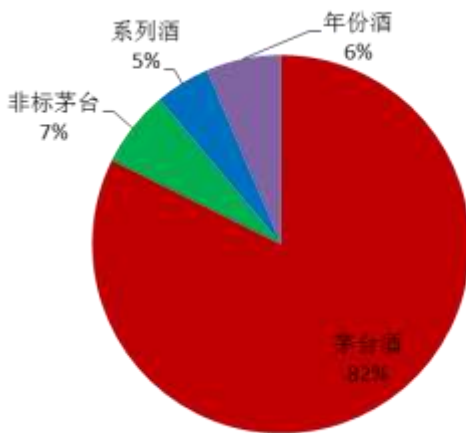
2.2 产品结构聚焦五粮液“1+3”和五粮系“4+4”的双轮驱动

2.2.1 改革前: 品牌多而不精, 影响核心品牌竞争力

五粮液产品开发品牌多而不精, 造成品牌冗杂, 影响核心品牌竞争力。五粮采用多品牌战略, 高端产品以 52 度普通水晶瓶五粮液为主, 中低端产品有五粮春、五粮醇、尖庄等多个单品, 产品几乎覆盖了每一个档次的细分市场。至 2003 年, 子品牌达 100 多个, 不同规格的新产品达 300 多种, 很多开发品牌销售仅有几百万元。品牌较多且产品品质不一, 对在市场占比不高的产品进行杀价促销, 使五粮液的高端形象逐渐模糊, 削弱品牌的核心竞争力。

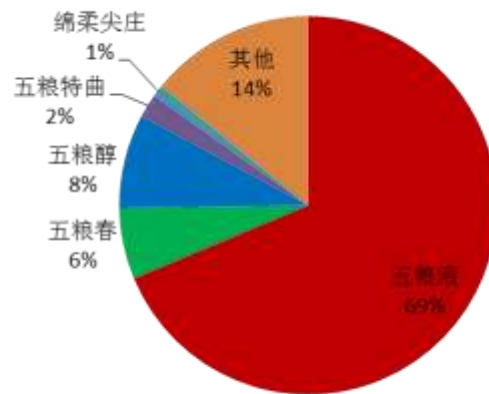
相比而言, 竞品茅台坚持实行“高端品牌策略”, 巩固核心品牌。在品牌结构上, 茅台酒产品主要集中在高端茅台酒, 主打飞天茅台, 中低端系列酒占比不高。飞天茅台以明确的定位、清晰的产品结构稳稳占领利润大、竞争相对较弱的高端白酒消费市场, 获取较高的毛利率。

图 9: 贵州茅台产品结构



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 10: 五粮液产品结构



资料来源: Wind、东兴证券研究所

2.2.2 改革后：品牌建设战略密集出台，聚焦核心品牌

品牌建设是公司十三五规划的核心内容，其目标是巩固和强化五粮液的高端形象，其手段则是高端酒深化、系列酒优化。公司自2013年以来，面对消费环境的变化，积极进行品牌结构调整。于2014年提出“1+5+N”战略，结束了2003年初开始实施的“1+9+8”战略，从单一注重市场范围向注重价位与区域相结合转变。2016年又进一步升级为“1+3+5”战略，梳理出“五粮液+五粮系”的产品品牌结构。在2018年3月19日的成都春季糖酒会上，公司针对五粮系作出进一步的明确和深化，提出“4+4”品牌战略，争取做大做强系列酒。

表 1:五粮液历次品牌战略调整

战略名称	实施时间	战略内容	战略评价
“1+9+8”战略	2003年	1个世界级品牌（高端） 8个全国性品牌（中高端） 9个地区性品牌（低端）	强调五粮液产品布局
“1+5+N”战略	2014年	1代表高端产品（普五和1618） 5代表中低价位产品（五粮春、五粮醇、特曲头曲、绵柔尖庄、六和液） N代表其他区域性产品	强调五粮液全产品线、全价位的发展模式
“1+3+5”战略	2016年	1代表普五为核心 3代表高端五粮液、低度数五粮液、国际版五粮液 5代表五个个性化品牌	强调进一步精细化，品牌层次更加明晰
“1+3”+“4+4”战略	2018年	1+3同上 第一个4是指打造4个全国性大单品，包括五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄 第二个4是指打造4个个性化的产品，锁定主流价位、打造大单品	对五粮系品牌概念作出进一步深化

资料来源：《战略对决》、公司调研、东兴证券研究所

目前，公司通过品牌梳理，使得品牌架构清晰、产品线简约，集中打造大单品，并淘汰价值贡献低的产品，覆盖不同消费群体，避免品牌间的恶性竞争，有效提升了品牌力。管理结构和产品结构的改革促使公司业绩奋起直追，2015、2016年营收和净利润增速均与茅台几乎持平。

3. “大坝”理论：渠道力和品牌力是未来五粮液市值提升的核心因素

品牌力提升和渠道力提升，是公司急于解决的两大问题。根据东兴“大坝”理论，公司的市值就如同水库里的水，而渠道力和品牌力就像大坝上的两个闸门。

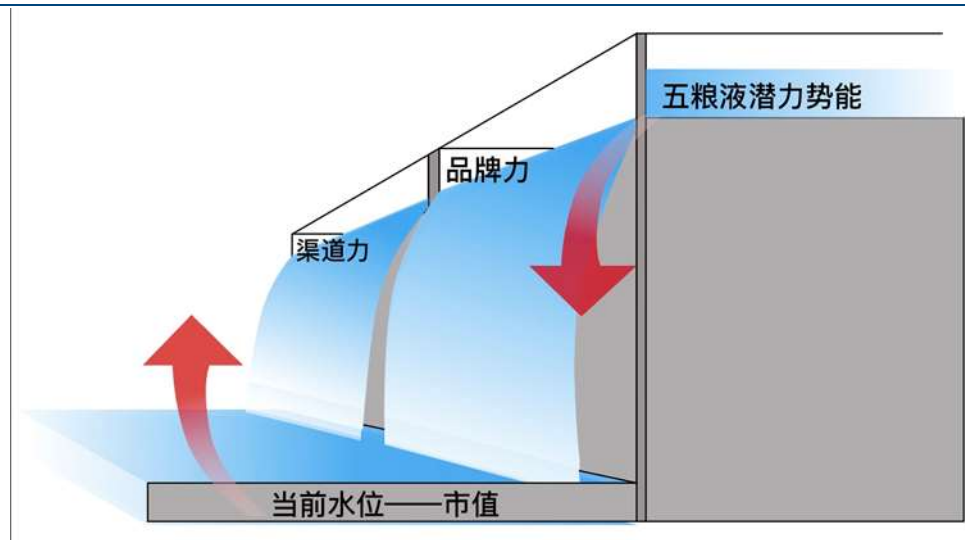
品牌力是“大坝”理论最核心的一道闸门。品牌力对白酒特别是高端白酒有着十分重要的意义，白酒品牌是讲历史传承的，消费者对此也有心理惯性、路径依赖。品牌力

较强的公司可以依靠品牌号召力使产品自然动销，因此品牌力越强的企业，其销售的渠道力也一般越强。

渠道力是“大坝”理论的第二道闸门。品牌对渠道有很强的吸引力和黏性。“酒香也怕巷子深”，随着人口迁移的常态化高频次化、交通基础设施的跨越式发展、新零售的快速崛起，渠道建设对白酒营销的重要性越来越凸显。经销商盈利状况的大幅改善，扩大渠道毛细血管，将会使渠道的阻力变为推力，抱怨变为积极，对品牌的爱搭不理变为趋之若鹜。

随着公司对渠道和品牌建设的不断加强，闸门越开越大。五粮液自身的潜力势能转化为动能流入水库。水库的水位比作五粮液的市值，当前水位洼地说明是市值的低估，未来随着公司潜力势能的不断转化，水位不断提升，公司的市值不断增长。

图 11:东兴五粮液“大坝理论”

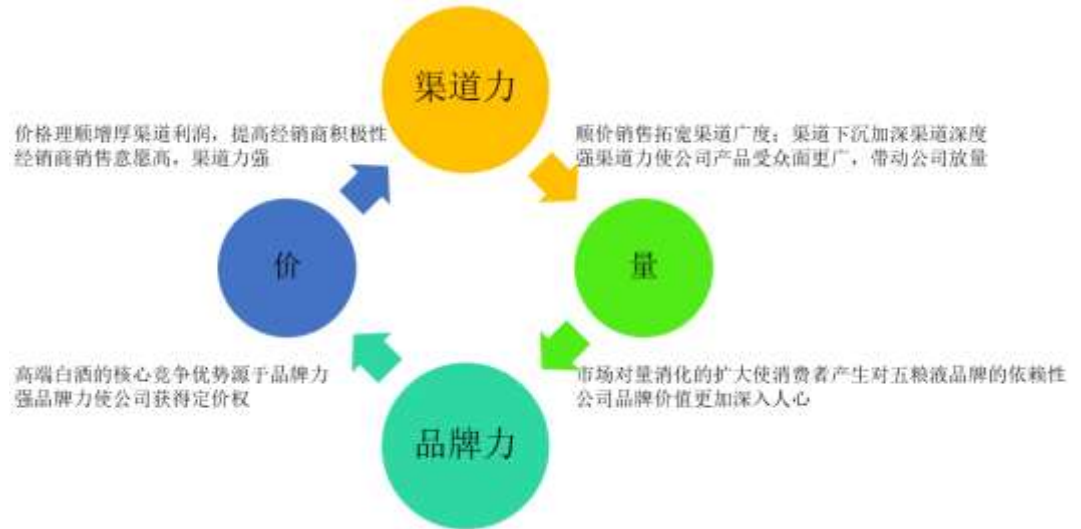


资料来源：东兴证券研究所

随着价格倒挂问题的解决，公司将进一步稳定出厂价，把重心放在提高终端价上。在保证价格理顺的前提条件下，逐步扩大价差来增厚渠道利润，带动经销商的积极性，使渠道力大幅提升。**渠道力的提升有助于公司加大五粮液的投放力度，从“控量挺价”向“稳价放量”转变。公司未来有望迎来持续放量，销量增长将取代价格增长成为公司业绩增长新的动力。**

随着渠道力提升，市场对公司放出来的量的消化能力逐渐扩大，使得消费者对五粮液品牌的依赖性越来越强，五粮液的品牌价值也会逐渐深入人心，推动公司品牌力的建设。高端酒的核心竞争力来源于其品牌力，目前高端白酒处于寡头垄断格局，这让少数的几家垄断企业拥有强有力的定价权和业绩确定性。公司作为知名的高端浓香型白酒龙头，在价格上有较大的自主权，未来仍有一定的上涨空间。

图 12:渠道力建设带动品牌力提升



资料来源：东兴证券研究所

3.1 品牌力的回归是五粮液最核心的竞争力

3.1.1 “五粮液+五粮系”双轮驱动，加速品牌提升

进入 2017 年，公司品牌建设的重心将由品牌布局转移到品牌提升上来。产品结构的调整是品牌力恢复的第一步，具体而言，对五粮液和五粮系将沿着不同的思路进行品牌建设：

图 13:五粮液+五粮系双轮驱动



资料来源：京东商城、东兴证券研究所

五粮液：定位高端。对于五粮液，核心打造“1+3”产品战略，其中“1”代表占比七成的核心产品 52 度普通水晶瓶五粮液(普五)，确保普五核心单品地位不动摇；“3”

不再局限于具体产品，而是代表五粮液品牌延伸的三个方向：第一是针对高端客户强调独特和稀缺的高端系列，第二是针对全球客户的全新国际系列，第三是针对年轻客户的定位年轻和时尚的低度数系列。构建起以普五为核心，1618、交杯牌和低度数五粮液三个战略品牌为支撑的多层次高端产品群，丰富五粮液品牌内涵。

五粮系：精简优化。五粮系是公司渠道下沉的主力品牌，定位中低端。公司继续坚决淘汰市场定位不清晰、价值贡献度低的产品，加速研发次高端的新产品，不断提升系列酒板块的品牌打造能力，形成“4+4”的品牌矩阵。第一个4是指打造五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄等4个全国性的大单品；第二个4是指打造4个个性化的产品，锁定主流价位、打造大单品。根据2018年3月份成都春季糖酒会上公司对未来的规划，2018年要实现百亿系列酒目标，系列酒板块培育一个20亿级以上的大单品，两到三个10亿级以上的大单品、五到十个过亿元以上的大单品。到“十三五”末，系列酒板块销售收入要突破200亿元。

通过高端酒深化、系列酒优化，实现五粮液和五粮系的双轮驱动，建立起“1+3+4+4”的产品结构矩阵，巩固和强化公司的高端形象。公司高端形象深入人心后，消费者容易对公司产品产生黏性，建立起稳固的护城河。

3.1.2 “一强、二新、三大”的传播规划，重塑品牌力，五粮液雄心不减

高端酒的核心竞争要素是品牌力，根据3月19日五粮液品牌经销商营销工作会的展望，未来公司将进一步加大品牌力建设，其传播规划为五粮液品牌“一强、二新、三大”。

“一强”指的是实现五粮液与中华优秀传统文化的再融合、再创造，讲好五粮液的文化故事，做好五粮液的历史担当，做大做强五粮液品牌。

“二新”一是指新媒体，要大胆应用微博微信、行业新媒体、视频网站、移动APP等新媒体进行品牌传播；二是指新形式，要大力创新整合传播手段。

“三大”一是指大地标，要通过在北京、上海、广州、成都等市场建立3-5个大地标，持续树立高端品牌形象；二是指大氛围，即充分营造品牌落地氛围，借助多种形式营造立体化的品牌大氛围，为经销商的品牌市场推广和渠道建设工作打好辅助与配合；三是指大活动，也就是品牌的大型公关活动。

通过“一强二新三大”的传播规划，融合中华优秀传统文化，提升品牌高度，拓宽公司产品的受众面，将品牌影响力实实在在地落实到消费者心中，实现公司品牌力的重塑。

3.2 渠道广度与深度双重拓展，管理层长远性战略需要精细化战术落地

3.2.1 渠道利润增加，拓宽渠道广度

公司坚持“控量挺价”策略带动五粮液价格提升。2016年底，公司宣布普五计划内供应量减少25%，计划外供应量不限，采用“控量挺价”策略，确保运营商的利润在10%-15%的范围内。普五的一批价稳步提升，普五一批价从2015年初的540元

上涨至目前的 810 元，而目前终端价也已经上涨至 1099 元/瓶，价格倒挂问题得到解决，成功实现顺价销售。

除了自身“控量挺价”的政策原因，外部环境也推动了五粮液顺价销售。近年来居民人均收入水平不断提高，消费升级促使**高端白酒需求持续增加**，增厚了经销商利润，提高了经销商的积极性。另外，**竞品茅台长期供不应求**，终端价格不断上涨，也为五粮液打开涨价空间。

价格倒挂解决后，渠道利润回升，经销商销售积极性提高，打款积极，客户回流现象明显，推动销量的增长，实现良性循环。在量价策略下，公司解决库存和价格倒挂问题的同时，也保持了销量较快的增长。

3.2.2 着力下沉优化渠道结构，加深渠道深度

① 五粮液和五粮系分开运营，优化渠道结构

2014 年前，公司五粮液和五粮系都是采用大商模式运营。2014 年，公司开启渠道结构大调整，将五粮液和五粮系分开运营。五粮液由大商模式转变为直分销模式，五粮系则根据品牌成立独立的营销公司进行运作。

五粮液，转型直分销模式

公司重启五品部（五粮液品牌管理事务部），通过下设的七大营销中心来发挥品牌管理和销售管理的双重职能。由公司挑选符合标准的大经销商，将大经销商转变为某一区域的平台服务商，并和其共同制定区域业绩目标和计划政策，其在营销中心的统一指导下发挥职能。再从全国 2000 多家经销商中筛选出大约 500 家核心经销商，与服务商进行贸易往来，不再直接与公司发生财务关系。核心经销商利用自己的渠道铺货，贯彻执行平台上的营销政策，根据区域化、定制化策略具体实施精细化营销。

图 14: 五粮液直分销模式的渠道分解



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

直分销模式解决了公司以前渠道责任不清、经销商信息不足的问题。加强公司对渠道的管控，强化自身的服务功能，有利于和大经销商建立良性战略合作关系。小商从核

心经销商处进货比以前可以直接从公司进货的成本提高，失去了低价抛售的基础和动力，渠道乱价现象会减少。

五粮系，成立营销公司

成立五粮系营销公司，规范五粮系渠道，积极推进系列酒品牌的独立市场化运作。目前，公司已经成立了五粮液系列酒公司、五粮醇公司和五粮特头曲公司等独立核算的销售公司，有效实现权限下放、管理下移、渠道下沉和服务前置、不断规范五粮系渠道和营销。

②线下线上齐发力，着力下沉渠道

线下，大力推进“百城千县万店”工程

公司对专卖店体系建设力度加大，形成“百城千县万店”的局面，即在数百个大中城市、数千个重点县区建立上万个高质量的零售终端，推进渠道下沉。整个工程从2017年启动，预计需要三年时间来全面完成。

专卖店渠道的创新升级同样也是五粮液今后的工作重点，其方向为：模式创新升级；功能创新升级；品牌创新升级。科学构建“红蓝黄+”的专卖店产品体系，红色系产品专指52度新品五粮液；蓝色系产品指五粮液专卖店渠道专属的酒类产品，如“金五”等；黄色系产品分为标配产品与选配产品。“+”类产品是指五粮液文化和元素相关的跨界产品的延伸，如五粮液专用粮食的礼包、五粮液酒糟制造的香皂等。对专卖店产品体系构建的总原则是：减少对红色系产品的过度依赖，丰富并主推蓝色系，提高蓝色系专属产品销售占比，积极配合导入黄色系产品，积极研究“+”类产品作为补充。

以专卖店为核心，为个人消费和团购提供了便利的方式，优化了现有的渠道结构。通过终端缩短到消费者的距离，持续巩固五粮液与消费者之间的紧密联系。

线上，积极拓展合作+自建的互联网渠道

一方面，加强与电商合作。借助京东、苏宁、阿里等电商平台打通线上渠道，举办促销活动带动线上营销，提升品牌影响力。

另一方面，启动线上线下一体化新零售终端“五粮e店”。作为O2O门店，实现线上APP下单，线下由附近的实体e店进行配送。公司基于大数据运用，建立起基于消费者、经销商、销售人员、终端门店的大数据信息管理系统，实现对营销过程的精细化管理，进一步增强对终端的控制力。“五粮e店”对五粮液来说具有重大的战略意义，很可能成为五粮液在未来实现跨越式发展的一个突破口。

3.2.3 公司对于渠道的掌控力在价格上得以体现

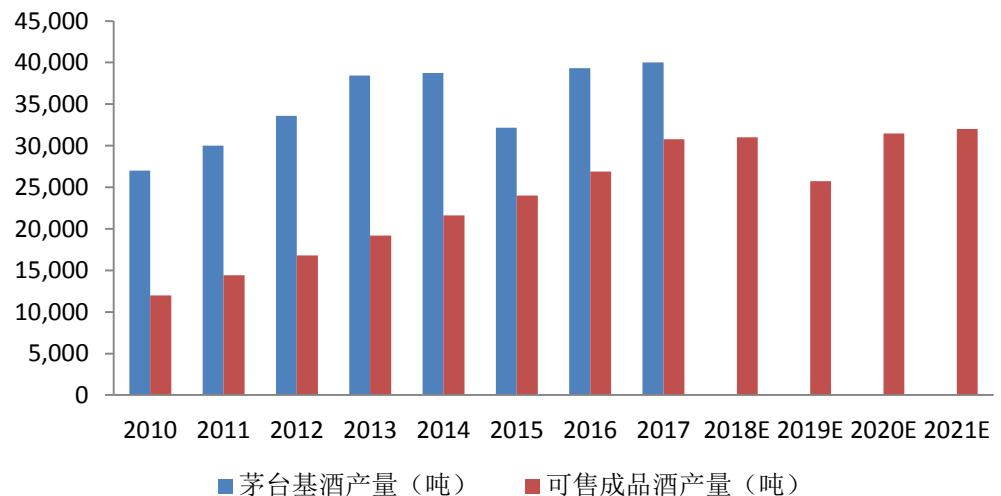
2016年底，随着茅台价格上涨、终端需求增长，以及低价库存的消化，公司成功解决价格倒挂问题，实现顺价销售。后续对五粮液价格的工作重心为稳定出厂价的基础

上稳步抬升终端价。我们认为公司在保证顺价销售的情况下, 出厂价和一批价仍然存在上行空间。

出厂价: 计划内外比例调整, 出厂均价稳步提升

未来茅台供需仍会偏紧, 竞品茅台从历年基酒产量推算得到的可售成品酒的量, 在 2020 年前不会有明显增加, 茅台供需紧的状态不会发生较大变化。

图 15: 茅台的可售成品酒产量在 2020 年前不会明显增加



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

竞品茅台长期供不应求、终端价不断上涨, 给五粮液提供了良好的放量环境, 推动放量任务完成。2018 年 1 月飞天茅台出厂价从 819 元提升到 969 元, 提价幅度达 18%, 是五年来首次提价。自 2010 年以来, 五粮液作为追随者, 每次茅台提价后都会跟随。

图 16: 2018 年普五计划内外比例为 1: 1



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2018 年公司将普五计划内外比例进行调整, 将由目前 9:1 调整至 1:1。目前普五计划内价格 739 元, 计划外 839 元, 以此计算出厂均价将由 749 元提升至 789 元, 涨幅为 5.3%。

一批价: 为保证渠道利润, 一批价有望走高

以当前普五出厂价 739 元/瓶计算, 若实现公司预期渠道利润 15% 的目标, 一批价应达到 850 元/瓶, 当前普五一批价在 830-840 元, 距离既定目标还有一定空间。预计在公司调价策略和茅台缺货一批价上涨的背景下, 五粮液后续一批价有望进一步走高, 增厚渠道盈利水平。

渠道顺价价差拉大后, 赚钱效应将吸引众多经销商申请加入五粮液, 有利于公司拓宽渠道广度, 支撑 18 年 20% 的放量计划。普五终端价的持续上涨能够有效带动经销商的积极性, 从现实情况来看, 目前各地排队申请加入五粮液的经销商非常多, 经销商打款积极, 客户回流现象明显, 为公司放量打下基础。

图 17: 普五的出厂价、一批价和终端价



资料来源: 渠道调研, 东兴证券研究所

4. 五粮液产能充足, 通过并购扩张打开新篇章

4.1 新增产能+优酒率提升, 保证公司产能充足

公司 2018 年将新增储备产能 2 万吨, 并启动 10 万吨原酒产能建设, 开工 30 万吨原酒储备项目, 储存水平从 30 万吨提升至 60 万吨。同时公司将通过技术改革提升优酒出酒率, 目前公司优酒出酒率为 10%-15%, 而先进车间能达到 50%, 通过技改公司优酒出酒率仍具备较大提升空间。

从公司目前的实际投放来看, 2016 年五粮液投放量约 1.5 万吨, 2017 年预计将达到 1.7 万吨, 增量主要来自新增经销商配额。根据 1218 经销商大会李曙光董事长对十三五规划的展望, 2018 年五粮液投放量将超过 2 万吨 (普五约占 70%), 2020 年五粮液投放有望突破 3 万吨, 放量计划成为公司完成十三五目标的主旋律。

图 18:十三五规划对五粮液投放量的展望



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

根据调研,2018年公司产能投放扩大叠加优酒出酒率提升,可带动高端五粮液产量同比增长20%以上,保证公司放量任务的实现。目前公司产能充足,未来通过并购可以充分梳理好不同的区域,进行基酒的消化。

4.2 行业大复苏背景下,五粮液适合完成版图的扩张,实现产能的释放

4.2.1 川酒整体在此轮复苏中表现强势

回顾行业发展的上几轮周期,其共同特点是每一轮行业快速发展上升的时期也是各家酒企之间重新排座洗牌的时期,各家都希望能在找到适合的价格带的同时抢占更多的市场份额,这是行业内部的存在并购的核心原因,因为这是最简捷的省外扩张的方式,利用并购标的渠道,实现产品的输出。这在大趋势向上的过程中也是符合行业发展规律的。

图 19:川酒在此轮复苏中归母净利润同比增速总体高于徽酒



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

从川酒的整体情况来看,一方面是骨干企业的集体强势表现,五粮液、泸州老窖、剑南春、舍得酒业、郎酒等位于行业第一集团的川酒企业,今年以来都在加速发展,并纷纷提出可观的发展目标。

而在行业分化发展的背景下，一些具有优秀品牌基因和酿造实力的川酒企业，则面临着十分关键的发展分水岭，是借市场上升期实现突破，还是被分化成市场边缘角色，必须尽早决断和行动。对于这类企业，大酒企所具备的管理、渠道、团队优势，能够对其发展产生关键性影响。

在这种形势下，川酒内部正在发生一些显著的改变。包括剑南春实现对文君酒厂的全资控股；环球佳酿公司与泸州市政府签下了总投资 80 亿元的酒业项目，而这家公司具有强大资金实力的公司，其理念正是“通过共建合作优秀酒企品牌和建设自身生产基地，打造立足中国、布局全球的国际顶级酒业集团”；又或是由 28 家中小酒企抱团组成的宜宾酒股份有限公司，已正式推出其“宜宾酒”品牌和六款白酒产品。

我们认为一个好的并购标的应该可以达到“拥有一个品牌，耕耘一块市场，收获一众粉丝”的标准。因此我们认为一例成功的并购需要双方企业具备如下三点要素：

- （1）并购方管理团队管理能力出众，且有远距离作战的能力；
- （2）并购方应该在大本营地区有成熟的市场及稳定的收入规模，在收购完成后有能力持续稳定的为被收购方投入资金，有输血点；
- （3）并购标的应在其本土市场有一定规模和当地消费者认可的品牌力，在当地有稳定的消费群体和稳健的营销渠道，未来有较大发展空间。

4.2.2 看好五粮液自身发展的同时实现并购扩张

作为川酒第一品牌的五粮液集团也已经明确表明将共同参与、对接四川省的发展战略，加强川酒资源的整合平台建设，将川酒整合升级的目标，与五粮液做大做强是企业规划结合在一起。

五粮液此前曾有过一轮外延发展，包括在河北收购永不分裂酒业，并建立白酒灌装产业园，在河南收购五谷春酒业，而在今年年初，外界盛传五粮液与山东知名酒企古贝春已基本达成收购关系。在前期收购中，五粮液选择的对象均为外省酒企，如果算上古贝春，那其分布省份包括河北、河南、山东，均系白酒消费大省，也是各大名酒争夺十分激烈的区域。这也意味着五粮液收购的意图更倾向于区域割据，通过并购实现渠道、管理、品牌的当地化，扩大市场版图和销售规模。

5. 盈利预测和估值分析

5.1 盈利预测：“稳价放量”推动公司业绩大幅提升

核心假设：

- （1）五粮液：预计 2017 年销量 1.7 万吨（普五 1.2 万吨，其他五粮液 0.5 万吨），根据公司指引 2018 年五粮液投放量将超过 2 万吨（普五占 70%），2020 年投放量有望超过 3 万吨。价格方面，2018 年公司将对普五计划内外比例进行调整，预计出厂均价上涨 5.3%。其他五粮液价格预计调整幅度为 6%-7%。预计五粮液 2017 年—2019 年的收入分别为 200 亿元、300 亿元、350 亿元。

(2) 五粮系: 预计 2017 年收入 64 亿元。按照公司规划, 2018 年要实现“百亿系列酒”目标, 到“十三五”末, 系列酒板块销售收入要突破 200 亿元。

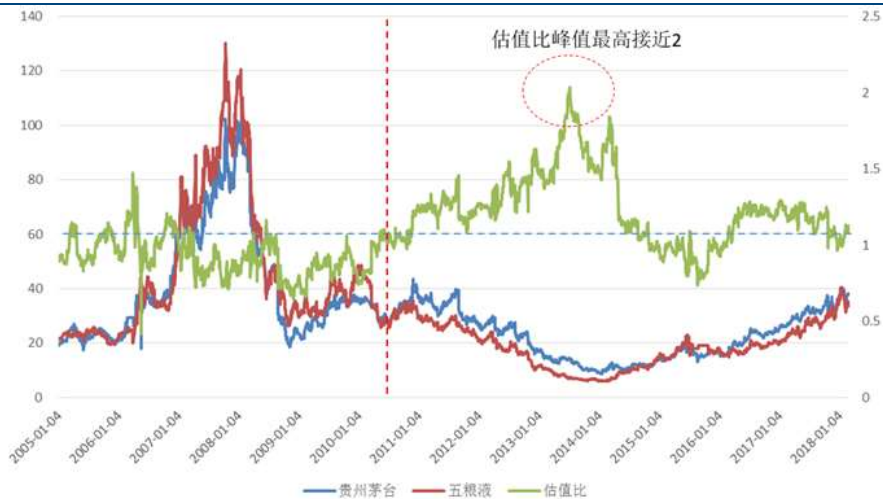
(3) 费用率: 公司积极推进降本增效, 全面预算管理不断进行。预计随着“百城千县万店”工程的深入实施、新零售营销能效的逐渐释放, 公司的费用率存在进一步下降的空间。

综上, 我们预计 2017 年—2019 年营业收入分别为 308 亿元、407 亿元、511 亿元, 增速分别为 25.4%、32.2%、25.6%。归母净利润分别为 93.0 亿元、125.1 亿元、163.0 亿元, 增速分别为 37.1%、34.5%、30.3%。EPS 分别为 2.45 元、3.30 元、4.29 元。

5.2 估值分析: 改革带来高速增长理应享受更高估值

同是高端白酒的领导品牌, 五粮液与贵州茅台的估值表现差距明显, 自 09 年以来, 因为经营策略的原因, 五粮液相对于茅台始终存在估值折价。近年来茅台与五粮液的估值比大部分时间内大于 1, 尤其是本轮行业复苏以来, 两者估值距离有拉大的趋势, 估值比峰值甚至接近于 2。2015 年新管理层上任后加速改革进程, 公司业绩开始奋起直追。目前公司各方面均在积极调整, 在管理层不懈努力下公司与茅台的经营差距正在缩小, 抑制估值的基本因素基本得到消除, 估值折价有望得到修复。

图 20: 五粮液相对于茅台长期存在估值折价



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

随着公司经营改善与行业景气度上升, 公司将进入加速成长轨道。根据五粮液 1218 经销商大会传达的 2018 年及十三五经营规划: 上市公司 2018 年收入指引 400 亿元(系列酒突破 100 亿元, 华中市场突破 100 亿元), 较 2017 年收入约增 100 亿元。预计 2018 年公司收入增速有望加速至 30%。另外, 公司积极推进降本增效, 全面预算管理不断进行, 成本的降低使净利润增速将更快, 净利润增速预计将超过 30%。

当前估值水平对应公司未来的成长性偏低, 未来加速增长理应享受更高估值。给予 2018 年 30 倍 PE, 对应目标价 99 元。

6. 风险提示

食品安全的风险、白酒行业政策的风险、业绩增速不达预期的风险

特别鸣谢:

马剑箫: 加拿大西蒙菲莎经济学本科优秀毕业生, 现东兴证券食品饮料团队实习生。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	44597	54505	66840	87158	108631	营业收入	21659	24544	30784	40684	51097
货币资金	26374	34666	43480	57462	72170	营业成本	6672	7314	8624	10537	12628
应收账款	107	108	135	179	224	营业税金及附加	1785	1941	3525	5696	7154
其他应收款	19	19	24	31	39	营业费用	3568	4695	3386	3865	4806
预付款项	332	272	272	272	272	管理费用	2129	2144	2687	3552	4416
存货	8701	9257	10915	13337	15983	财务费用	-732	-766	-179	-140	-315
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	25.80	12.20	10.00	5.00	5.00
非流动资产合计	7949	7670	6948	6228	5508	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	902	795	795	795	795	投资净收益	34.14	33.43	30.00	14.00	14.00
固定资产	5348	5431	5044	4364	3684	营业利润	8246	9237	12761	17183	22418
无形资产	412	402	362	322	282	营业外收入	66.16	118.91	50.00	60.00	60.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	24.90	18.72	19.00	19.00	19.00
资产总计	52547	62174	73708	93306	114059	利润总额	8287	9337	12792	17224	22459
流动负债合计	7968	13688	15332	17605	20355	所得税	1877	2281	3124	4207	5485
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	6410	7057	9668	13017	16973
应付账款	1058	2171	2525	3085	3697	少数股东损益	234	272	365	508	678
预收款项	1994	6299	7530	9157	11201	归属母公司净利润	6176	6785	9303	12509	16295
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	8497	9388	13302	17763	22823
非流动负债合计	234	281	153	153	153	EPS (元)	1.63	1.79	2.45	3.30	4.29
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	8201	13969	15485	17758	20508	成长能力					
少数股东权益	1016	1129	1494	2002	2680	营业收入增长	3.08%	13.32%	25.42%	32.16%	25.60%
实收资本 (或股	3796	3796	3796	3796	3796	营业利润增长	2.66%	12.02%	38.15%	34.65%	30.47%
资本公积	953	953	953	953	953	归属于母公司净利润	37.11%	9.85%	37.11%	34.47%	30.27%
未分配利润	30407	32975	29878	29453	24316	获利能力					
归属母公司股东	43329	47077	56802	73620	90944	毛利率 (%)	69.20%	70.20%	71.99%	74.10%	75.29%
负债和所有者权	52547	62174	73708	93306	114059	净利率 (%)	29.60%	28.75%	31.40%	32.00%	33.22%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	11.75%	10.91%	12.62%	13.41%	14.29%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	14.25%	14.41%	16.38%	16.99%	17.92%
经营活动现金流	6691	11697	12610	13651	14851	偿债能力					
净利润	6410	7057	9668	13017	16973	资产负债率 (%)	16%	22%	21%	19%	18%
折旧摊销	983.08	916.48	586.00	599.00	561.00	流动比率	5.60	3.98	4.36	4.95	5.34
财务费用	-732	-766	-951	-1211	-1355	速动比率	4.51	3.31	3.65	4.19	4.55
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.44	0.43	0.45	0.49	0.49
投资活动现金流	-394	-161	-480	-291	-291	应收账款周转率	188	229	254	259	254
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	25.40	15.20	13.11	14.50	15.07
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	34	33	30	14	14	每股收益 (最新摊薄)	1.63	1.79	2.45	3.30	4.29
筹资活动现金流	-2355	-3194	-2601	-4906	-5361	每股净现金流 (最新	1.04	2.20	2.31	2.32	2.80
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	11.41	12.40	14.96	19.39	23.96
长期借款增加	-927	-1003	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	82	0	P/E	46.44	42.28	30.83	22.93	17.60
资本公积增加	0	0	0	1772	0	P/B	6.62	6.09	5.05	3.90	3.15
现金净增加额	3942	8342	9529	8454	9199	EV/EBITDA	30.65	26.86	18.29	12.91	9.40

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员, 拥有买方、卖方双重工作经验, 曾就职于天风证券研究所, 东方基金, 泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位, 本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所, 负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所, 负责食品饮料行业研究。

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。