

## 本周观点：茅台强调扩大直销，汾酒 2019 继续奋进

上周重要事件有：1)、12月26日，山西汾酒召开2018年经销商联谊会。会上集团董事长李秋喜提出，2019年是汾酒改革的攻坚期，到2020年，汾酒集团企业综合竞争力要进入白酒行业第一阵营，市场占有率要进入行业前三；2)、贵州茅台经销商大会透露2019年投放量3.1万吨，普飞投放1.7万吨，加大直销比例，继续优化产品结构。

### 山西汾酒：仍是2019年稀缺的进取型公司标的

■2018年汾酒集团预计营收160亿，其中酒类销售收入预计110亿，预计同比增长34%，酒类利润预计同比增长57%，超额完成和省国资委签订的责任目标。

■2019年推进三项变革。1) **动力变革**：以市场化导向，建立以动态化岗位职级为基础，以合同管理为核心的契约化用人用工制度，切实构建与现代企业制度相适应的优胜劣汰机制。在干部人才方面，汾酒将进一步创优干部人才成长环境，坚持把建设高素质的干部人才队伍作为推动汾酒改革发展的重要任务，在股权激励层面，汾酒将在2018年股权激励基础上，进一步扩大激励的覆盖面，让股权激励真正激发核心员工的内生动力。2) **效率变革**：2019年，汾酒将积极落实与华润的战略协同，并推动ERP、OA等信息化系统建设。以战略协同和信息化为抓手，再通过深挖潜能和管理创新，让内部管理水平再上一个新台阶。3) **质量变革**：实现“狭义”产品质量和“广义”高质量发展的变革。

■2019年汾酒在营销层面的目标是：50亿元的基地市场（山西大本营）、5个5亿元以上的核心市场、15个亿元以上的规模市场，并且确保2个30亿元级的大单品系列。为此公司提出“333”传播战略。1) **公司要发挥核心优势，提高品牌占位**。在挖掘自身文化潜力的同时，主动寻求跨界扩展的文化外延，强化民族品牌的高度占位。2) **推进酒类板块合力发展，加速海外发展**。首先，推进酒类板块合力发展，加快推进对中汾酒业资产的并购。其次，2019年汾酒将加速酒类贸易海外发展，重点开发“一带一路”区域的空白市场，挖掘政府、企业驻外机构潜力市场。3) **大力整合销售系统**。这次整合是以营销为龙头的产供销系统整合，是以市场为导向、营销为核心的流程再造与结构创新。未来，汾酒的各个营销单位功能定位与当前的重点工作各不相同。

■2019仍是积极进取的关键年份。山西汾酒推出限制性股票激励对2019年收入和ROE都有要求，我们认为公司2018年前置大量市场基础工作的投入将对2019年目标完成帮助明显，且集团整体酒业协同以及华润合作的落地都值得期待。

### 贵州茅台：渠道结构优化已具条件，2019计划增长14%超预期

■经销商大会明确多个事项。1) 保护守法、合规、诚信经营的经销商的利益；2) 明确2019投放量3.1万吨；3) 明确扩大直销直营；4) 继续优化产品结构；4) 明确价格指引，相当“一段时间内不作价格调整”。如果直营加大，公司业绩将会好于之前较低预期。

■2019年目标提升预期。公司披露2018年经营情况，同时披露了2019年总收入增长14%的目标，我们认为这一目标高于市场主流预期，且具备实现能力。

■战略高度理解公司回收配额，增强调控市场和完善渠道结构的能力这一重大意义，有助于增强理解茅台的持续稳健增长的内在定力。

■风险提示：经济下行，可选品整体动销压力超预期；春节白酒销售存在低于预期可能性；Q1高基数下增速可能低于预期。

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	

苏斌

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. 年末白酒经销商大会密集召开，上周主要是贵州茅台和山西汾酒的重磅大会.....	4
1.1. 贵州茅台：扩大直营.....	4
2. 山西汾酒：2019 目标仍进取.....	4
3. 本周食品饮料板块综述.....	5
4. 近期重要观点：适度谨慎，跟踪变化.....	8
4.1. 白酒主要看超跌反弹，趋势性机会得看外部环境变化.....	8
4.2. 重视资金流向，加大食品股配置.....	8
5. 近期报告汇总.....	9
5.1. 年度策略会演讲报告.....	9
5.2. 近期专题报告.....	9
5.3. 消费专题会、调研纪要.....	10
5.4. 地产酒系列深度.....	11
6. 重点公司估值表.....	11
7. 行业要闻.....	12
8. 重点公司公告.....	13
9. 下周重要事项.....	14
10. 重点数据跟踪.....	14
10.1. 本周市场表现.....	14
10.2. 行业重点数据跟踪.....	17

## 图表目录

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.....	6
图 4：五粮液沪港通持股.....	6
图 5：泸州老窖沪港通持股.....	6
图 6：洋河股份沪港通持股.....	6
图 7：山西汾酒沪港通持股.....	7
图 8：水井坊沪港通持股.....	7
图 9：伊利股份沪港通持股.....	7
图 10：涪陵榨菜沪港通持股.....	7
图 11：中炬高新沪股通持股比例.....	7
图 12：绝味食品沪股通持股.....	7
图 13：年初至今各行业收益率（%）.....	14
图 14：一周以来各行业收益率（%）.....	14
图 15：年初至今食品饮料子行业收益率（%）.....	14
图 16：一周以来食品饮料子行业收益率（%）.....	14
图 17：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	15
图 18：白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	15
图 19：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	15
图 20：非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	15
图 21：茅台五粮液终端价格.....	18
图 22：二线酒终端价格.....	18

图 23: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨)	18
图 24: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)	18
图 25: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)	18
图 26: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)	18
图 27: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)	19
图 28: 海关奶粉进口价 (美元/吨)	19
图 29: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)	19
图 30: 液态奶进口量-累计值 (万吨)	19
图 31: 液态奶进口单价 (美元/千克)	19
图 32: 原奶价格 (元/千克)	19
图 33: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	20
图 34: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	20
图 35: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	20
图 36: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	20
图 37: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	20
图 38: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	20
图 39: 国内玉米价格 (元/吨)	21
图 40: 国内大豆价格 (元/吨)	21
图 41: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	21
图 42: 猪粮比价	21
图 43: 苦杏仁价格 (元/千克)	21
图 44: 马口铁价格 (元/吨)	21
图 45: 铝板价格	22
图 46: 进口大麦价格 (美元/吨)	22
图 47: 玻璃价格指数	22
图 48: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)	22
图 49: 食糖价格指数 (元/吨)	22
图 50: 食盐价格指数 (元/公斤)	22
图 51: 可可价格指数 (美元/吨)	23
表 1: 核心组合收益表	5
表 2: 公司估值表	11
表 3: 上周重要公告	13
表 4: 下周重要事项	14

## 1. 年末白酒经销商大会密集召开，上周主要是贵州茅台和山西汾酒的重磅大会

临近年底，各大酒企密集召开经销商大会。12月16日、12月28日，山西汾酒和贵州茅台相继召开2018年经销商大会。汾酒集团党委书记、董事长李秋喜，茅台集团党委书记、董事长、总经理李保芳发布重要讲话，为明年工作定调。

### 1.1. 贵州茅台：扩大直营

经销商大会最重要信息是明确了几个重要方面的内容。

- 1) 明确了保护守法、合规、诚信经营的经销商的利益；即经销商调整可能接近尾声，2019年1.7万吨普飞经销商已经明确。
- 2) 明确2019茅台酒投放量3.1万吨；
- 3) 明确扩大直销直营；如果直营加大，公司业绩将会好于之前较低的预期。
- 4) 继续优化产品结构；
- 4) 明确价格指引，相当“一段时间内不作价格调整”。

此次加强直营渠道，是公司优化销售渠道又一重要举措。有利于公司销售渠道扁平化，加强对价盘控制力，防止经销商动作变形，为公司长期健康发展打开了新的局面。

2013-2015年是行业最近10年来最大一次调整，这困难期间茅台放开了招商，吸纳了很多优质经销商，适逢放量期，也在经销商“绑架”的路上越走越远；茅台云商的推出，解决不了黄牛炒作的顽疾，一度叫停；直销比例很难提升，其原因在于经销商力量太强大，“利益”足以让很多看上去应该执行的动作步履蹒跚，销售渠道结构合理却也很不合理。近期公司取消百余家经销商资格，收回预计按年计有5000吨左右的量，不管出路如何，都使得茅台或者说贵州省，手中筹码空前加强，使得公司调整优化销售渠道结构更加可能，更加有效。

**2018 第四季度业绩表现亮眼。**1月1日公司发布公告称2018年公司实现营业总收入750亿元左右，同比增长23%左右；实现归属于上市公司股东的净利润340亿元左右，同比增长25%左右。2018Q4实现营收200亿，同比增长20.5%，归母净利润93亿，同比增长31%，超市场预期。Q4业绩亮眼主要得益于茅台酒加大供应量，2019年春节前普通茅台酒投放量7500吨，较2018年(7000吨)同比增长约7%。此外11月底公司加大对生肖酒和精品酒的投放，生肖酒出厂价1299元，精品酒出厂价2299元，远高于普通茅台酒969的出厂价，对利润增长贡献明显。

**2019 年计划增速超预期。**公告称2019年度计划安排营业总收入增长14%。量：2019年茅台酒投放量3.1万吨，较2018年销售计划量2.8万吨同比增长约10%。价：2019年公司将扩大直销渠道，将渠道利润转移至公司，并且增加高附加值产品的计划和投放，优化产品结构，双管齐下提高产品平均出厂价，大幅增厚利润。预计2019年普飞以及系列酒价格都保持稳定，不会再调整。作为行业龙头企业，茅台具有提价主动权，然而过高的价格将强化茅台的投资属性，不利于价格体系的管控以及渠道健康发展。公司稳定价格的决心体现公司长远的战略眼光以及定力。

## 2. 山西汾酒：2019 目标仍进取

2018超额完成签约责任目标。截至今年11月底，汾酒集团酒类实现86.45亿元，同比增长了32.72%，已经完成了年度责任书考核目标。2018年汾酒集团预计营收160亿，其中白酒板块销售收入预计110亿，预计同比增长34%，酒类利润预计同比增长57%。

改革攻坚，迈向复兴

2019 年对汾酒而言意义重大，一方面是与国资委签订三年目标责任书的最后一个考核期，也是汾酒落实“4421”三年攻坚目标及“十三五”发展规划的关键之年。李秋喜提出，2019 年是改革攻坚年，公司将从三个方面进行变革。一是**动力变革**，汾酒将在营销系统改革试点的基础上全面深入地推行三项制度改革：以市场化导向，建立以动态化岗位职级为基础，以合同管理为核心的契约化用人用工制度，切实构建与现代企业制度相适应的优胜劣汰机制。二是**效率变革**，2019 年，汾酒将积极落实与华润的战略协同，并推动 ERP、OA 等信息化系统建设。以战略协同和信息化为抓手，再通过深挖潜能和管理创新，让内部管理水平再上一个新台阶。三是**质量变革**，公司要实现“侠义”产品质量和“广义”高质量发展的变革。我们期待国改的推进提高公司运营效率，激发组织活力，人才动力，助力昔日汾老大迈向复兴。

2019 仍是积极进取的关键年份。山西汾酒推出限制性股票激励对 2019 年收入和 ROE 都有要求，我们认为公司 2018 年前置大量市场基础工作的投入将对 2019 年目标完成帮助明显，且集团整体酒业协同以及华润合作的落地都值得期待。

### 3. 本周食品饮料板块综述

#### 本周板块综述：

本周(12/24-12/28)上证指数下跌-0.89%，深证成指下跌-1.33%，食品饮料板块上涨 1.94%，在申万 28 个子行业中排名第 2 位。大部分板块有不同程度的上涨，其中调味发酵品涨幅最大，为 3.86% (调味发酵品 3.86%>乳品 2.99%>食品加工 2.49%>白酒 1.97%>食品饮料 1.94%>饮料制造 1.64%>食品综合 1.34%>软饮料 0.44%>肉制品-0.79%>啤酒-1.02%>黄酒-1.24%>其他酒类-1.73%>葡萄酒-4.03%)。

个股涨幅前五位分别是：上海梅林 (8.92%)、三全食品 (7.06%)、唐人神 (6.38%)、中炬高新 (5.59%)、安琪酵母 (5.13%)；跌幅前五位分别是：\*ST 皇台 (-13.67%)、盐津铺子 (-10.71%)、皇氏集团 (-8.96%)、金徽酒 (-8.61%)、麦趣尔 (-8.03%)。

#### 核心组合表现：

本周我们的**核心组合**上涨 **0.76%**。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

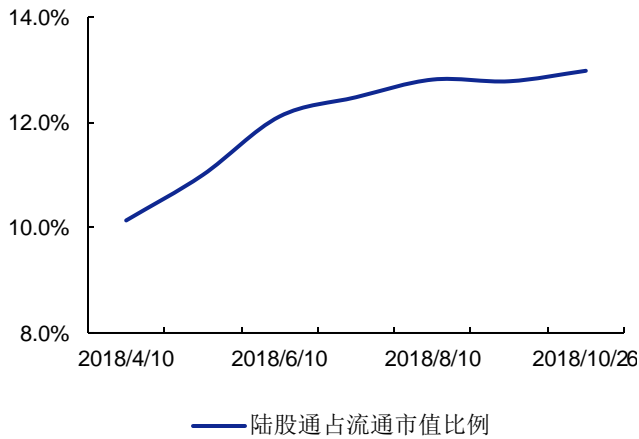
	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	上周收盘价
600519.SH	贵州茅台	590.01	10%	3.98%	5.00%	567.41
000568.SZ	泸州老窖	40.66	10%	2.47%	10.00%	39.68
000858.SZ	五粮液	50.88	10%	0.55%	5.00%	50.60
002304.SZ	洋河股份	94.72	10%	1.30%	10.00%	93.50
600809.SH	山西汾酒	35.05	10%	-4.23%	5.00%	36.60
600702.SH	舍得酒业	22.82	5%	-7.42%	5.00%	24.65
600779.SH	水井坊	31.67	10%	1.25%	10.00%	31.28
000596.SZ	古井贡酒	53.96	5%	-3.11%	5.00%	55.69
600882.SH	广泽股份	7.67	0%	0.52%	0.00%	7.63
600887.SH	伊利股份	22.88	10%	3.44%	5.00%	22.12
600872.SH	中炬高新	29.46	5%	5.59%	5.00%	27.90
600305.SH	恒顺醋业	10.40	0%	3.90%	5.00%	10.01
600298.SH	安琪酵母	25.23	5%	5.13%	10.00%	24.00
000848.SZ	承德露露	8.04	5%	4.42%	5.00%	7.70
002507.SZ	涪陵榨菜	21.60	5%	0.23%	10.00%	21.55
002582.SZ	好想你	7.52	5%	-7.16%	5.00%	8.10
合计				0.76%	1.04%	
801120.SI	食品饮料	8,998.61			1.94%	8,827.56

000001.SH	上证综指	2,493.90	-0.89%	2,516.25
000300.SH	沪深 300	3,010.65	-0.62%	3,029.40

资料来源: wind,安信证券研究中心

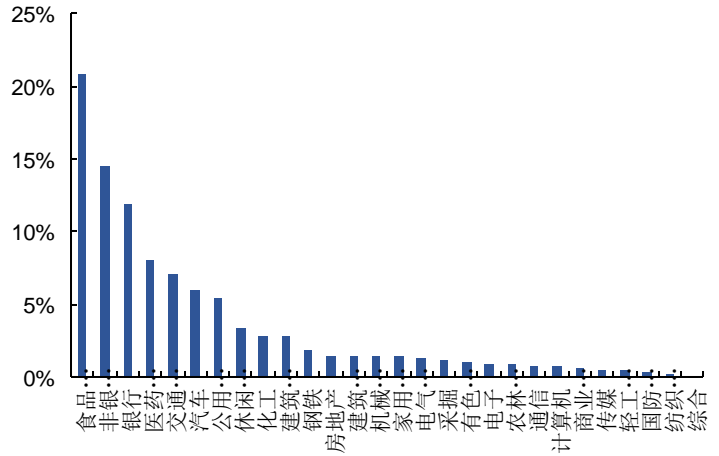
外资持股数据更新:

图 1: 食品饮料行业沪港通持股 (%)



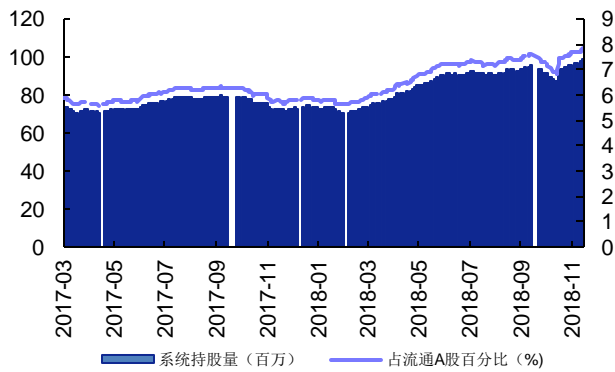
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 2: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



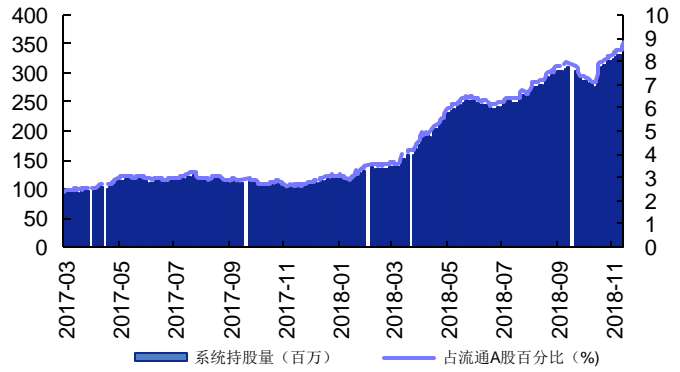
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 3: 茅台沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

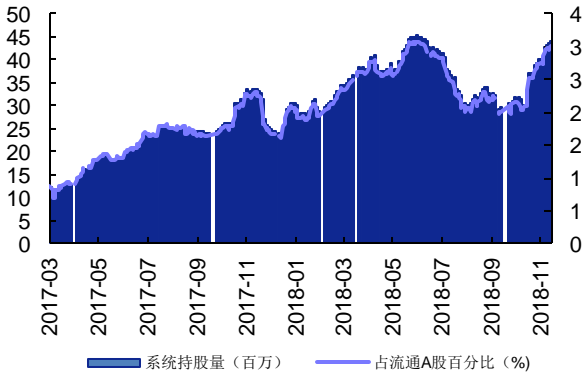
图 4: 五粮液沪港通持股



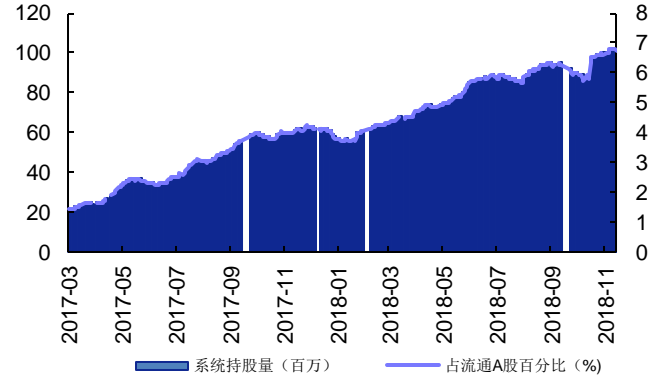
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 5: 泸州老窖沪港通持股

图 6: 洋河股份沪港通持股



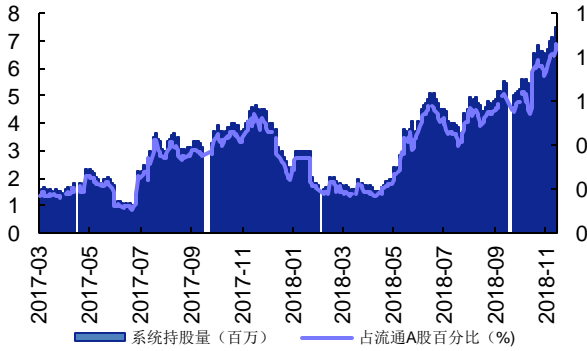
资料来源: wind, 安信证券研究中心



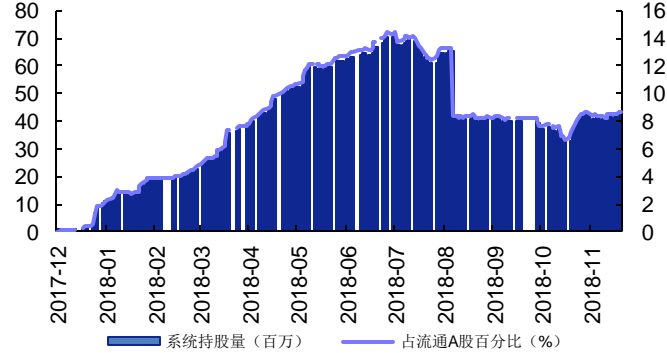
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 7: 山西汾酒沪港通持股

图 8: 水井坊沪港通持股



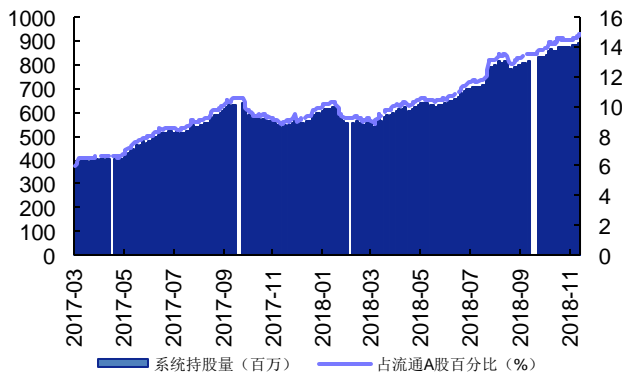
资料来源: wind, 安信证券研究中心



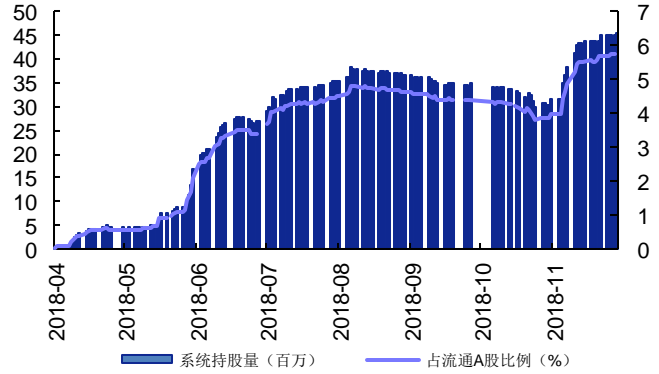
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 9: 伊利股份沪港通持股

图 10: 涪陵榨菜沪港通持股



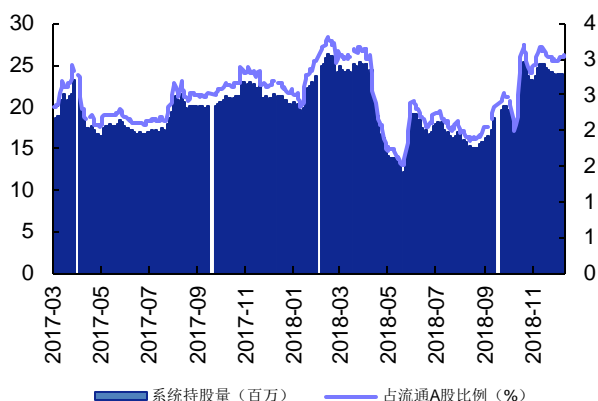
资料来源: wind, 安信证券研究中心



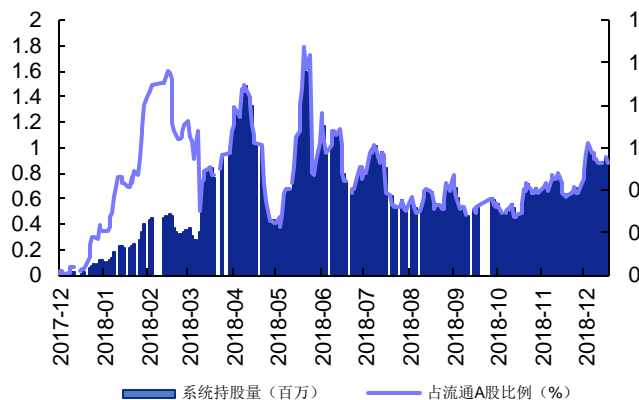
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 11: 中炬高新沪股通持股比例

图 12: 绝味食品沪股通持股



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

## 4. 近期重要观点：适度谨慎，跟踪变化

### 4.1. 白酒主要看超跌反弹，趋势性机会得看外部环境变化

- 1) 市场今年“潜意识”觉得白酒机会不大，一是简单类比 2012-2013，二是觉得前期涨了 2 年+，累积上涨时间已长。市场对白酒行业景气度向下的判断得到茅台三季报显著“低于预期”的响应，从而引发大跌。
- 2) 大跌过后，从报表看，增速正在回归常态，向上修复需要时间，尤其 2019 年上半年白酒板块面临较高基数压力，增速预计较难亮眼。
- 3) 对 2019 年不应过度悲观，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。
- 4) 继续值得重点关注标的：1) 贵州茅台，Q3 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 20x，2019 年不提价情况下业绩增速 5%-10% 附近，预期平稳则股价走稳可期；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，市值严重偏低；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，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，口子窖、顺鑫。

### 4.2. 重视资金流向，加大食品股配置

10 月份食品股已经大幅回调，部分标的预期已经调整较多，估值也更合理。

上半年食品股“牛市”明显，估值业绩双升，但 10 月以来在销售业绩不达预期情况下急速下跌，随着 Q3 季报披露，股价、估值和预期均调整，估值较上半年显著回落，包括“涪陵榨菜、中炬高新、安琪酵母、汤臣倍健”等，重点推荐的标的涪陵榨菜 2018 年每股收益 0.83 元，目前股价对应市盈率 23.7 倍，为近年最低水平附近，对应 2019 年预计 20x；中炬高新目前市值对应 2018 年调味品市盈率为 23x，较前期 34 倍大幅回落，而公司换届靴子落地，2018 年保守的市场投入情况将得到好转，2019 年冀望修复提速。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。

以上三家重点提及的公司，2018 年估值都属于 20-25 倍之间，同高点估值以及近几年平均估值比，都有优势（洽洽虽然今年估值高于上年，是基本面趋势边际改善贡献），2019 年预计更低。防御思维下，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。

## 5. 近期报告汇总

### 5.1. 年度策略会演讲报告

#### ➤ 食品首席苏斌策略会演讲报告

- 2019 基本判断——预计食品饮料板块仍有不错的投资机会。2003 年到 2018 年 16 年时间，食品、白酒分别有 11 年跑赢沪深 300，胜率 70% 左右。从板块表现看，食品、白酒板块估值在 2018 年内即有较大程度调整。从经验上看，2019 年上半年大概率会出现业绩放缓，但预计能同步大市。
- 在相对平淡的基本面下应用 FVEC 模型把握投资机会。FVEC 模型，即“基本面、估值、预期、资金面”模型。原理是在相对均衡的情况下，如果出现一些影响基本面/预期变化的信息，市场会做出了相应的反馈。模型有效性取决于对基本面和预期的较为全面把握。

#### ➤ 啤酒专家分享

- 从整体市场情况来看，啤酒行业从 2014 年开始一直呈现出一个下降趋势。
- 三个大型品牌已经占据了整个中国啤酒市场 70% 的市场份额，与此同时嘉士伯也体现了后劲。北上广一线城市啤酒销量在下降，三四线城市的销量在上升，青岛啤酒收益于低线城市发展，2018 年在三大品牌中表现最优。
- 啤酒 2019 年提价仍是重要线索。行业已经进入利润释放期，青岛和雪花预计会在明年的春节前后考虑提价事宜。
- 就三大品牌来看，青岛 2018 年在三大品牌中表现最好，其中崂山表现好于青岛纯生。但喜力和雪花合作为青岛的未来发展增加了变数。
- 雪花今年成功提价，量价齐升。未来如果雪花能够整合喜力真正的中高端，未来雪花将对青岛的威胁非常大。

### 5.2. 近期专题报告

#### ➤ 2014-2018 春节白酒表现回顾与分析

- 春节前白酒价格尤其是高端白酒价格是行业景气度的晴雨表。
- 受发货政策影响，酒企春节占比有所差异，但总体而言，Q1 开门红较为普遍。
- 股价方面，动销、价格和预期是三个关键因子。
- 春节以上涨为主，2014-2018 年中四年上涨，一年下跌。股价表现同向，板块属性强。
- 2019 年春节销售情况展望——适度期待。

#### ➤ 近十年白酒调整期的回顾与简析

- 历次白酒行业调整主要同经济走势和行业政策有关。
- 两次调整的对比——经济环境。2008 年：经济危机影响，短暂调整。2012 年：政务消费退出，需求断崖式下滑，深入调整。

- 两次调整期对比——业绩与估值。2008-2009：从高估值回归理性区间。2012-2015：白酒 PE (TTM) 普遍在 10 倍左右，估值方式变化（开始考量股息率、存货价值等）。
- 两次调整期对比——价格与库存。2008 年：库存良性，价格小幅波动。2012 年：库存高企，价格腰斩。
- 两次调整期对比——复苏驱动力。2009 年：经济刺激，活力再现。2015 年：行业去库存基本结束，经济平稳向上拉动需求，名酒集中度增强。

➤ 五粮液“涨价”与茅台“放量”风波

- 临近年关，茅五泸动作频频。
- 五粮液：“涨价”风波。11 月 30 日，五粮液官方回应，并未对五粮液系列酒涨价。此“涨价”非彼“涨价”。
- 茅台“放量”风波。量：发货量追平，Q4 发货可期。价：普飞价格坚挺依旧，非标炒作理性回归。
- 国窖“跟随策略”不变。1) 实行追随策略，1573 价格追随五粮液；可保持双位数增长。

➤ 以古鉴今：从高端酒格局演化历程看次高端走向

- 高端酒竞争格局演化历程回顾。1988—2007 年，五粮液超汾老大，营收居行业之首。2008—2014 年：茅台稳扎稳打，逐步对五粮液实现超越。2015 年至今：行业恢复以来茅台业绩加速，一超两强格局形成，茅台稳坐高端酒龙头。
- 次高端竞争格局演化历程回顾。1998—2009 年，各名白酒企业深挖历史，提出次高端产品雏形。2010—2014 年，品牌崭露头角，行业调整期出现分化。2015 年至今，一二名差距缩小，赢家通吃机会仍存在。
- 看未来：剑南春 VS 洋河梦之蓝，谁将突围次高端市场。(1)横向对比—消费品细分行业龙头与老二的关系。(2)品牌力—先天优势 VS 后天发力。(3)产品力—梦之蓝价格带高于水晶剑，且产品体系清晰。(4)渠道力—洋河率先深度分销，全国化趋势明确。

➤ 以古鉴今 2：高端酒提价分析对次高端的借鉴意义

- 高端酒提价时点及提价方式的选择。(1)产品定价：价格长期由价值决定，定价偏移导致量价矛盾。(2)案例分析：顺势提价与逆势提价。(3)影响因子：品牌力为矛，渠道力为盾。
- 次高端提价时点与竞争力分析。(1)双重对比，本轮次高端更接地气。(2)17 年提价品牌，18 年延续，19 存变。(3)品牌竞争力分析，品牌矛与渠道盾。

### 5.3. 消费专题会、调研纪要

➤ 食品首席苏铖《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。

➤ 资深白酒专家吕咸逊《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。

#### 5.4. 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

### 6. 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	590.01	13.31	21.56	33.73	44	27	17	买入-A
	000858.SZ	五粮液	50.88	1.79	2.55	3.17	28	20	16	买入-A
	002304.SZ	洋河股份	94.72	3.93	4.40	5.18	20	22	18	买入-A
	000568.SZ	泸州老窖	40.66	1.23	1.80	2.41	33	23	17	买入-A
	600559.SH	老白干酒	12.36	0.00	0.37	0.74	#DIV/0!	33	17	-
	000596.SZ	古井贡酒	53.96	1.65	2.28	2.41	33	24	22	买入-A
	000860.SZ	顺鑫农业	31.89	0.72	0.77	1.06	44	41	30	增持-A
	000799.SZ	酒鬼酒	15.98	0.33	0.54	0.73	48	30	22	增持-A
	600702.SH	沱牌舍得	22.82	0.24	0.43	1.06	95	53	22	买入-A
	600779.SH	水井坊	31.67	0.46	0.69	1.06	53	41	29	买入-A
黄酒	600809.SH	山西汾酒	35.05	0.70	1.09	1.81	50	32	19	买入-A
	600616.SH	金枫酒业	4.76	0.13	0.11	0.18	37	43	26	-
葡萄酒	600059.SH	古越龙山	6.6	0.15	0.20	0.24	44	33	28	增持-B
	000869.SZ	张裕 A	26	1.43	1.51	1.64	18	17	16	-
乳业	600887.SH	伊利股份	22.88	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	18	17	13	增持-A
	002570.SZ	贝因美	4.96	0.00	-1.03	0.15	#DIV/0!	-5	33	-
	002719.SZ	麦趣尔	10.88	0.26	0.17	0.91	42	64	12	买入-A
蛋白乳饮	000848.SZ	承德露露	8.04	0.46	0.42	0.47	17	19	17	买入-A
	000895.SZ	双汇发展	23.59	1.34	1.31	1.66	16	15	13	买入-A
肉制品	600073.SH	上海梅林	7.45	0.42	0.30	0.59	18	25	13	买入-A
	603288.SH	海天味业	68.8	1.05	1.31	1.61	39	32	43	增持-A
	600872.SH	中炬高新	29.46	0.45	0.57	0.82	65	52	36	买入-A
调味品	600305.SH	恒顺醋业	10.4	0.28	0.47	0.44	37	22	24	买入-A
	002650.SZ	加加食品	3.6	0.00	0.14	0.19	#DIV/0!	26	19	-
	002582.SZ	好想你	7.52	0.08	0.21	0.31	94	36	24	买入-A
	002661.SZ	克明面业	12.34	1.17	0.34	1.78	11	36	7	买入-B
	002557.SZ	洽洽食品	19.04	0.70	0.63	1.05	27	30	18	买入-A
	000716.SZ	黑芝麻	2.79	0.00	0.18	0.49	#DIV/0!	16	6	买入-B
	600298.SH	安琪酵母	25.23	0.65	1.03	1.32	39	24	19	买入-A
综合食品	002695.SZ	煌上煌	9.94	0.18	0.28	0.38	55	36	26	-
	300146.SZ	汤臣倍健	16.99	0.36	0.52	0.52	47	33	33	增持-A
	002507.SZ	涪陵榨菜	21.6	0.33	0.52	0.65	36	27	21	买入-A
	000639.SZ	西王食品	6.41	0.30	0.76	0.91	71	36	23	买入-B
	002568.SZ	百润股份	9.14	-0.16	0.22	0.50	-57	42	18	买入-B
	603020.SH	爱普股份	7.43	0.60	0.45	0.66	12	17	11	增持-A
	603866.SH	桃李面包	45.16	0.93	1.14	1.46	49	40	31	增持-A
	600882.SH	广泽股份	7.67	0.08	0.01	0.21	96	767	37	买入-A
啤酒	600132.SH	重庆啤酒	30.73	0.37	0.68	0.87	83	45	35	买入-A

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 7. 行业要闻

- 1、平安夜，蒙牛 3.03 亿“搭救”中国圣牧？！  
<http://t.cn/E4nqXVf>
- 2、打造商超直供新模式！郎酒+永辉超市，酒业为何频频上演“强强联合”？  
<http://t.cn/E4nfVho>
- 3、“汾酒大师”上市遭“疯抢”，将怎样搅动次高端市场 | 热点  
<http://t.cn/E4EsPGA>
- 4、突发 | 李保芳携茅台集团高管站台！习酒明年目标 76 亿，将实行配额销售  
<http://t.cn/E4gGOEv>
- 5、曝光！农夫山泉 2017 净利润 33.69 亿元！  
<http://t.cn/E4grFFe>
- 6、科迪乳业召开经销商大会，提出了未来 3-5 年的发展目标  
<http://t.cn/E4eh9b8>
- 7、突发 | 汾酒 2018 预计酒类销售 110 亿！李秋喜提出 2019 三大变革  
<http://t.cn/Eb7KFcG>
- 8、保乐力加连发十余款葡萄酒新品，加速抢夺中国年轻消费者市场 | 热点  
<http://t.cn/EbzSPWQ>
- 9、不走寻常路，王茅如何借助“圈层”再出发？  
<http://t.cn/EbzSSHn>
- 10、古井集团发布《2019 致全体员工的一封信》  
<http://t.cn/Eb4lzQH>
- 11、30 多位亿级酒商联合成立公司，内参酒的“野心”有多大？  
<http://t.cn/EbUE00K>
- 12、《舍得智慧讲堂》自主 IP 样本价值突显：斩获 10 亿+流量、在顶级机构“揽金”...

<http://t.cn/Eb49LoK>

13、春节前普茅 7500 吨、全年投放 3.1 万吨……茅台经销商大会核心内容！ | 酒说现场

<http://t.cn/EbfPGiF>

14、2018，好一幅壮美的“文化茅台”写实画卷

<http://t.cn/Ebf9ptv>

15、增速 8%，湾仔码头低调“开挂”

<http://t.cn/EbfKkS9>

## 8. 重点公司公告

表 3: 上周重要公告

股票代码	公告日期	公告类型	公告内容摘要
*ST 皇台	2018/12/24	股权转让	公司拟将其持有的甘肃唐之彩 69.5525% 的股权转让予上海厚丰，交易价格为 15,719.37 万元，交易对价以现金方式进行支付。本次交易完成后，公司将持有甘肃唐之彩 30% 的股权。
口子窖	2018/12/24	股票质押	公司实际控制人之一徐进先生于 2018 年 12 月 24 日将持有的 10,330,000 股无限售流通股（占公司总股本 1.72%）质押给海通证券。本次质押后，实际控制人及一致行动人已累计质押 100,255,700 股，占本公司总股本的 16.71%。
克明面业	2018/12/25	解除股份质押	截至 2018 年 12 月 26 日，公司控股股东克明食品持有公司股份 147,870,000 股，占公司股份总数的 44.55%，本次解除质押后，其所持本公司股份累计质押 110,500,000 股，占其所持本公司股份的 74.73%，占本公司股份总数的 33.29%。
金字火腿	2018/12/25	股份回购	截至 2018 年 12 月 25 日，公司以集中竞价方式累计回购股份 13,333,403 股，占公司总股本的 1.36%，最高与最低成交价分别为 4.26 元/股、4.06 元/股，支付总金额为 55,679,665.93 元（不含交易费用）。
*ST 因美	2018/12/26	股份回购	截至 2018 年 12 月 26 日，公司以集中竞价方式累计回购股份 20,101,239 股，占公司回购前总股本的 1.97%，最高成交价为 5.34 元/股，最低成交价为 4.33 元/股，累计支付总金额为 91,967,883.72 元（不含交易费用）。
龙大肉食	2018/12/26	人事变动	纪鹏斌先生因个人原因辞去公司第三届董事会董事长职务，仍在公司担任董事职务。公司于 2018 年 12 月 26 日召开的第三届董事会第二十六次会议同意选举余宇先生为公司第三届董事会董事长。
桂发祥	2018/12/26	股份回购	公司第三届董事会第三次会议审议通过《关于回购股份的预案》，将以集中竞价方式回购部分社会公众股份，回购资金不低于 5,000 万元（含），不超过 10,000 万元（含），回购价格不超过 16 元/股（含）。
汤臣倍健	2018/12/27	业绩预告	公司 2018 年度业绩预告本年度归属于上市公司股东的净利润同比增长 20%-40%，盈利为 91,950.67 万元-107,275.78 万元。上年同期盈利 76,625.56 万元。
香飘飘	2018/12/27	变更注册资本	公司第二届董事会第二十四次会议审议通过《公司关于投资新建成都温江液体即饮奶茶生产基地项目的议案》，投资金额 6 亿元；审议通过《关于变更注册资本并相应修订〈公司章程〉的议案》，公司总股本由 400,010,000 股变更为 419,350,000 股。
华统股份	2018/12/27	股权收购	公司拟以自有资金 310.25 万元、310.25 万元、198.71 万元、198.71 万元、192.27 万元、154.83 万元分别收购丽水饲料股东应林翠、曾玉荣、应长林、应益林、应林美、应方林持有的 15.91%、15.91%、10.19%、10.19%、9.86%、7.94% 股权，上述收购金额合计 1,365 万元，收购丽水饲料股权合计 70%。
贵州茅台	2018/12/28	销售计划	经初步研究，公司 2019 年度茅台销售计划为 3.1 万吨左右。
中炬高新	2018/12/28	股票质押	中山润田将其持有的公司无限售流通股 59,000,000

股通过质押式回购方式质押给安信证券。截至2018年12月28日,中山润田持有公司股票198,520,905股,占公司总股本的24.92%,本次质押后累计质押112,940,000股,占其持股总数的56.89%,占公司总股本的14.18%。

资料来源:wind,安信证券研究中心

## 9. 下周重要事项

表 4: 下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
皇氏集团	2019/01/03	股东大会召开
酒鬼酒	2019/01/04	股东大会召开

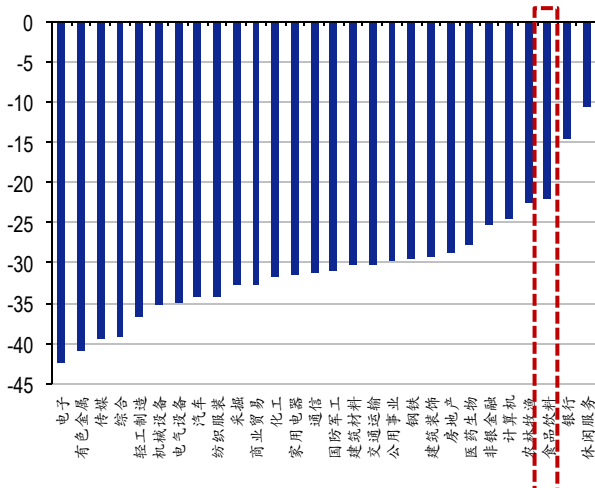
资料来源:公司公告,安信证券研究中心

## 10. 重点数据跟踪

### 10.1. 本周市场表现

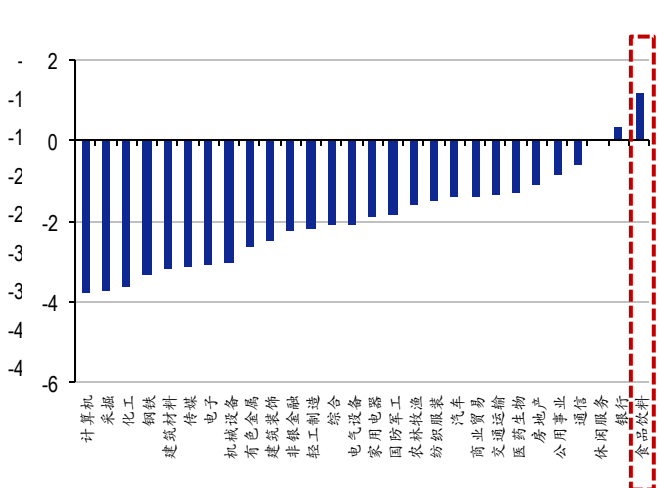
大盘及各行业走势 (12/24-12/28)

图 13: 年初至今各行业收益率 (%)



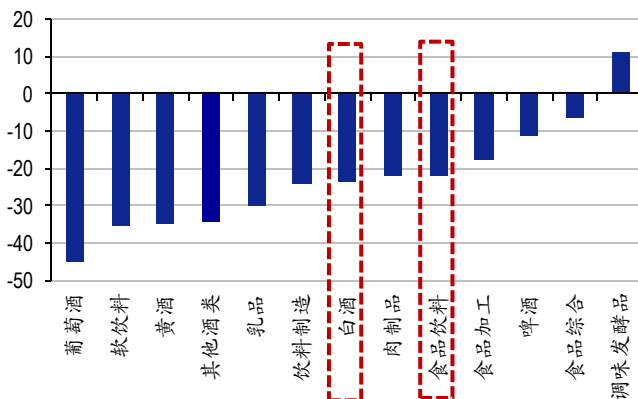
资料来源:wind,安信证券研究中心

图 14: 一周以来各行业收益率 (%)



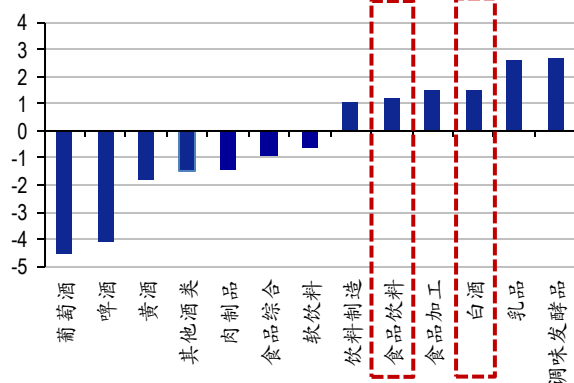
资料来源:wind,安信证券研究中心

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

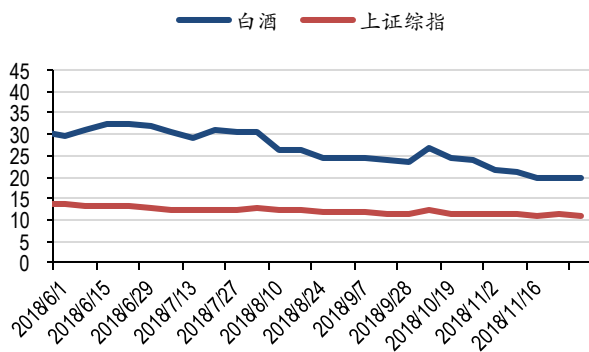
证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量(万手)	证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量(万手)
600073.SH	上海梅林	8.92	75	000995.SZ	*ST 皇台	-13.67	12
002216.SZ	三全食品	7.06	21	002847.SZ	盐津铺子	-10.71	12
002567.SZ	唐人神	6.38	47	002329.SZ	皇氏集团	-8.96	30
600872.SH	中炬高新	5.59	17	603919.SH	金徽酒	-8.61	7
600298.SH	安琪酵母	5.13	24	002719.SZ	麦趣尔	-8.03	20

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 板块估值情况

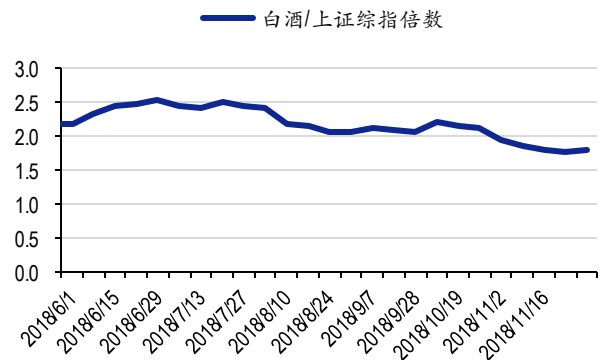
白酒板块估值 20.44 倍, 相对于上证综指相对估值 1.94 倍 (上周为 1.88 倍), 食品加工行业板块估值为 27.36 倍, 相对于上证综指相对估值 2.59 倍 (上周为 2.51 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 20.77 倍 (相对上证综指 1.70 倍), 食品加工行业平均估值 31.69 倍 (相对上证综指 2.60 倍)。

图 17: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



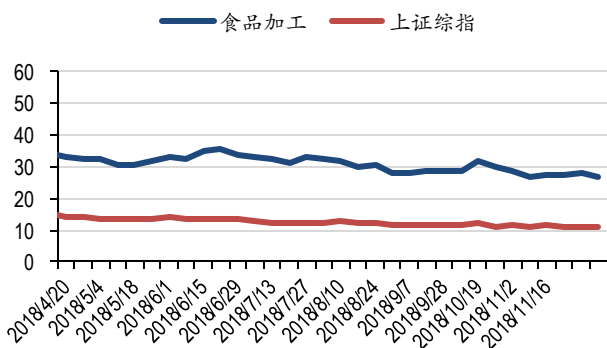
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 18: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



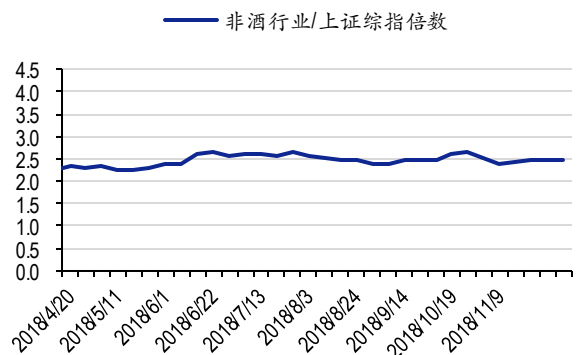
资料来源: Wind、安信证券研究中心

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





## 10.2. 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

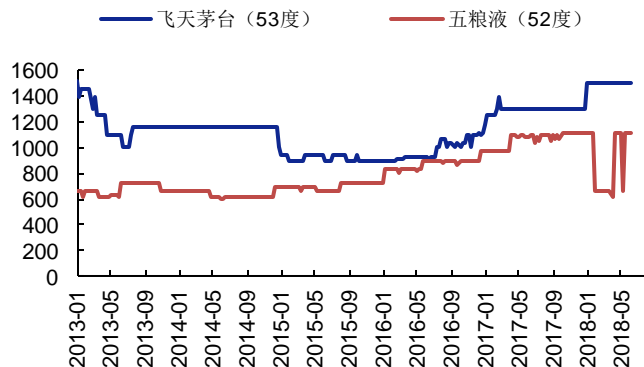
- **进口大麦价格:** 2018 年 6 月, 进口大麦单价为 255 美元/吨, 同比上涨 28.8%, 环比上涨 2.4%。
- **玻璃价格:** 8 月 17 日数据, 玻璃价格指数 1189.68, 同比上涨 6.4%, 环比持平, 玻璃价格指数自 14 年初以来已累计上涨 14.4%。

### 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。

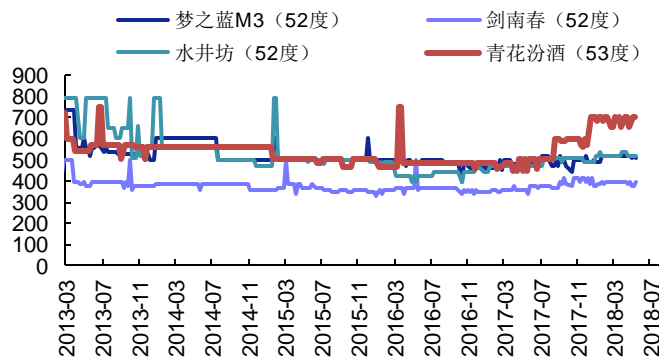
➤ **可可价格:** 近5年来,可可价格先扬后抑,现呈现逐步下跌趋势,从2012年初每吨2308美元至2018年7月每吨2357.05美元。

图 21: 茅台五粮液终端价格



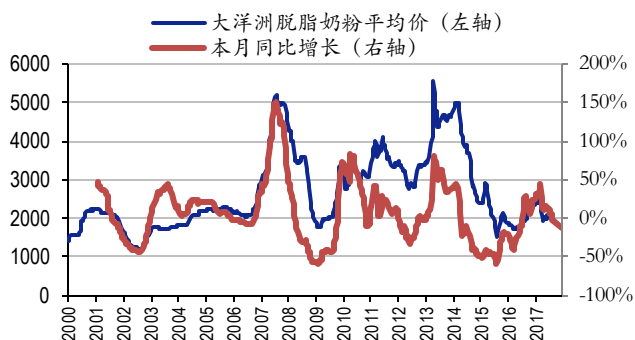
资料来源: JD、安信证券研究中心

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)



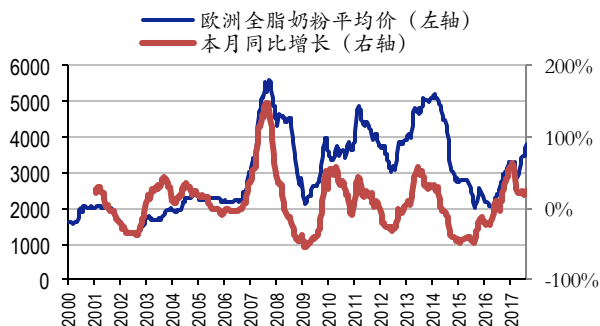
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 24: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)



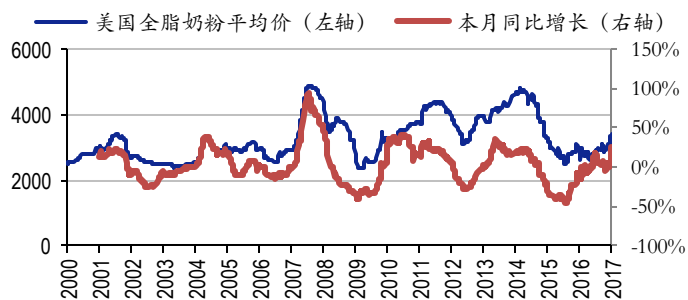
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 25: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)



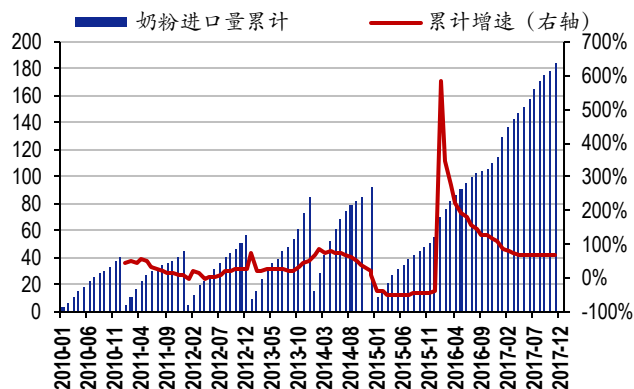
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 26: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)



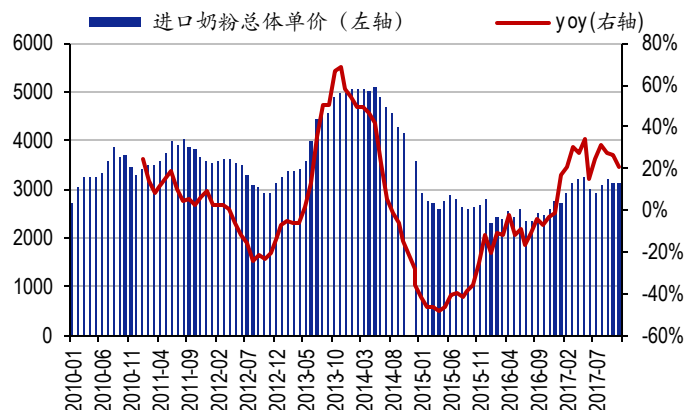
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 27: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)



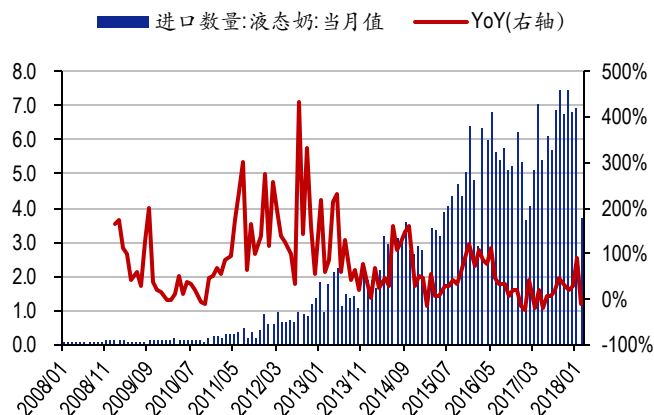
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 28: 海关奶粉进口价 (美元/吨)



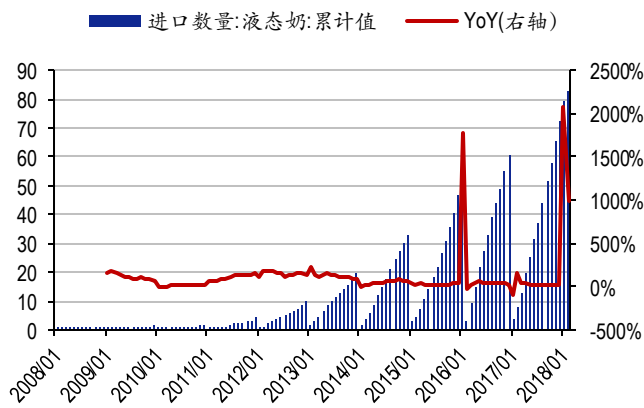
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 29: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)



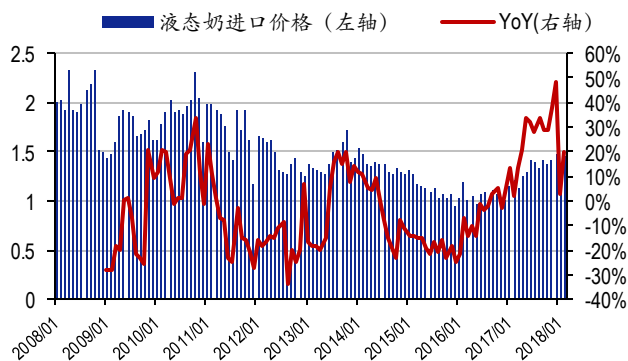
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



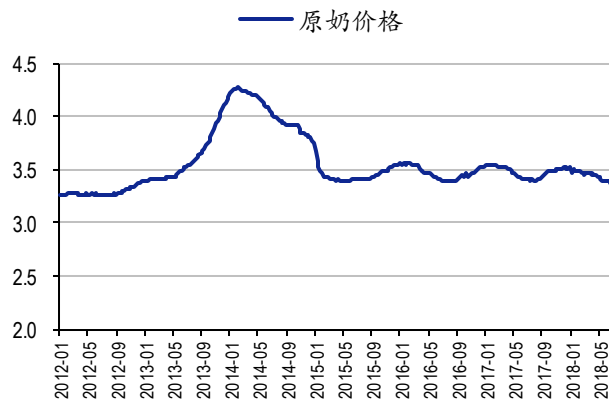
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 31: 液态奶进口单价 (美元/千克)



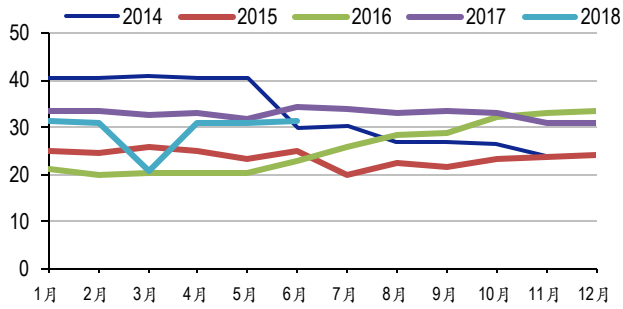
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 原奶价格 (元/千克)



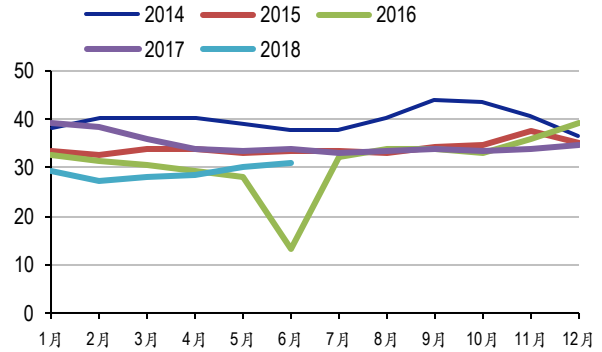
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



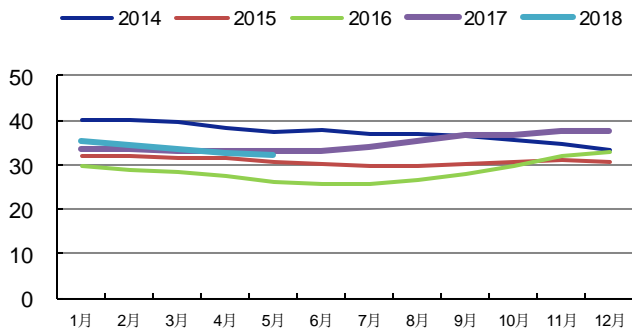
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



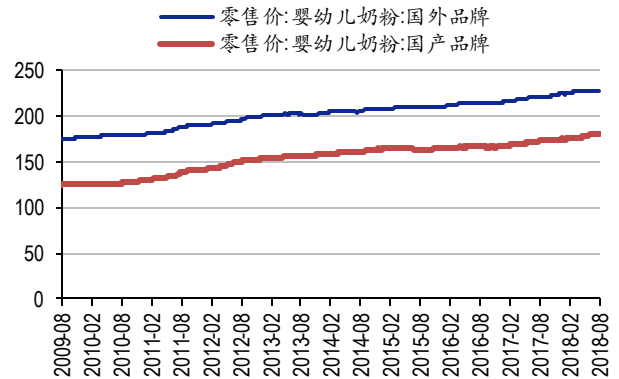
资料来源: Wind、安信证券研究中心

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)

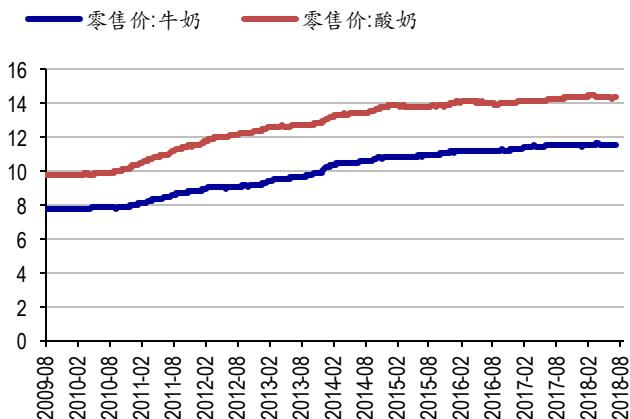


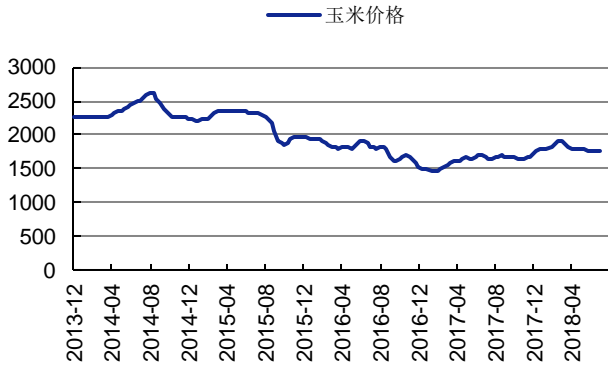
图 38: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

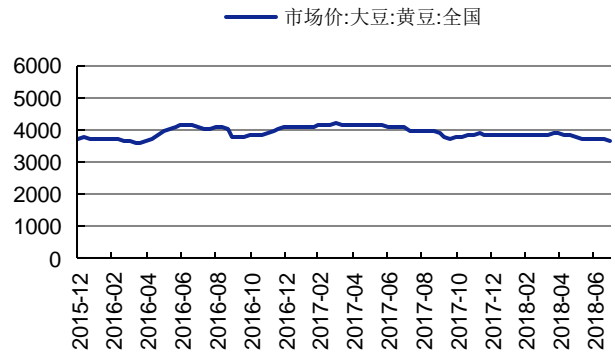
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 39: 国内玉米价格 (元/吨)



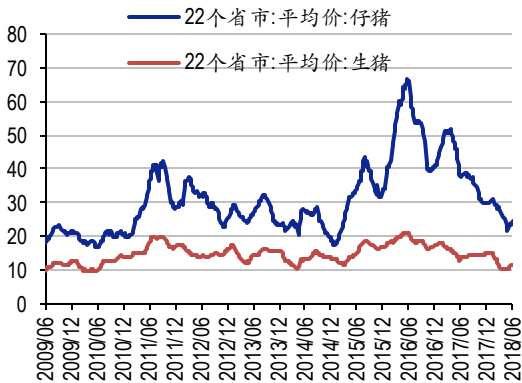
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

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)

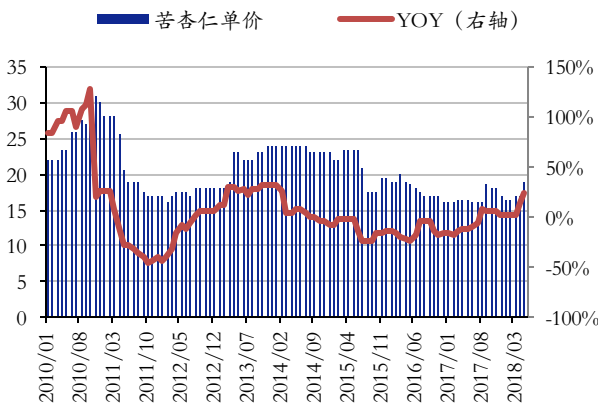
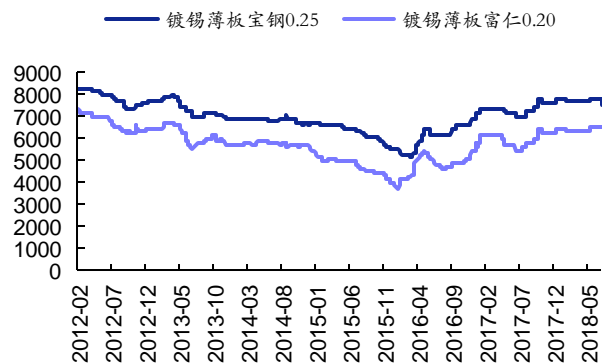


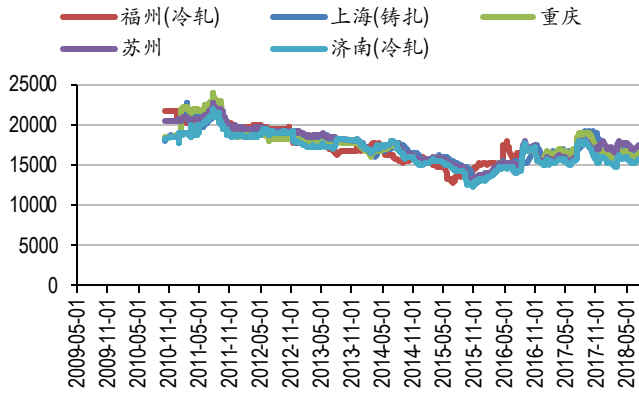
图 44: 马口铁价格 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

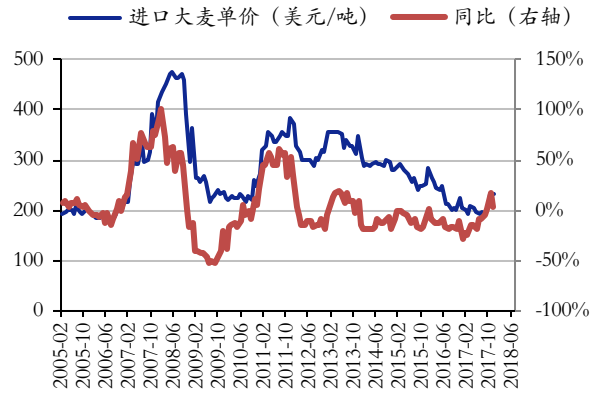
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 45: 铝板价格



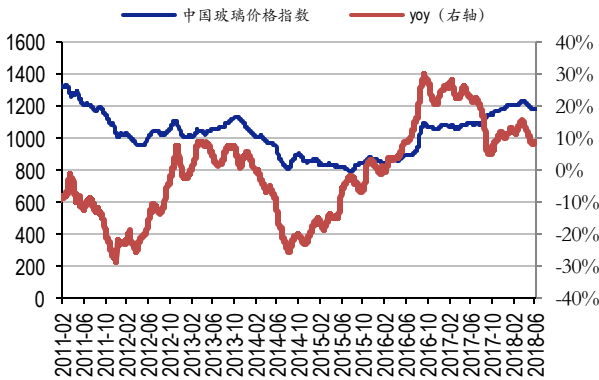
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 46: 进口大麦价格 (美元/吨)



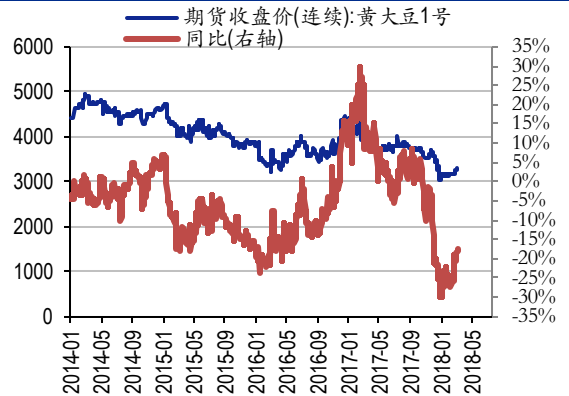
资料来源: Wind、安信证券研究中心

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)



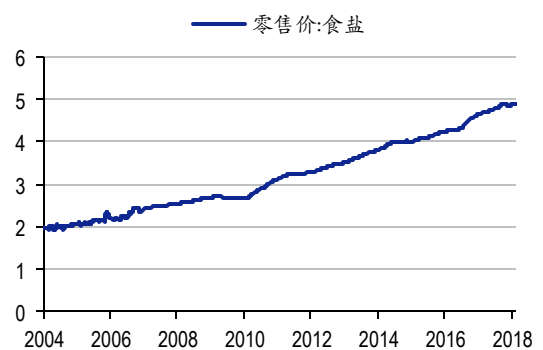
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 49: 食糖价格指数 (元/吨)



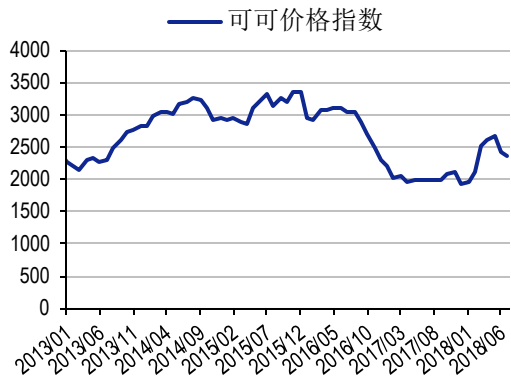
资料来源: Wind、安信证券研究中心

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