

寒冬之中，守望春天

■消费行业增速放缓，龙头估值回归。消费行业“经济后周期”属性明显，从宏观数据来看，2018下半年以来M2增速在8%左右盘整；从行业数据来看，2018年社会消费品零售总额增速回落，11月继续小幅回落。从微观数据来看，临近春节旺季，部分公司价盘略显压力，批价下行，控库存、稳价格、理性增长成为白酒企业2019年重点工作之一。

从草根调研的情况来看，茅台目前价格坚挺，部分酒企价格回落。茅台12月发货较少，目前价格高位盘整，需求仍旧坚挺，旺季批价成为供需关系的重要观测指标。五粮液上海地区批价略有回落至800元左右，部分地区批价出现倒挂。洋河省内控货维持价盘，省外按需发货良性发展。从估值的角度来看，食品饮料各子行业表现不一。调味品和啤酒行业龙头公司估值维持在历史较高位置，白酒和乳制品行业估值在历史均值附近。

■上周调研情况概述

1) 山西汾酒：积极进取，2019上海市场全面铺开，目标翻三番

- 2019年青花30将控量挺价，主推高端产品中国装，低端玻汾老白汾。从2018年销售情况看来，青花20销量高于青花30。近年来青花20价格比较稳定，30价格涨幅较大。预计2019Q1公司会通过促销手段实现青花20、30放量，变相让利于消费者。但是其中会保持青花30价格的坚挺。
- 汾酒下半年出现窜货问题，对上海市场影响有限。汾酒2018年上半年价格较为稳定，下半年市场出现乱价行为。乱价问题与山东和河南市场的前置费用以及任务完成情况有关，但上海市场的价格状况较为平稳，受影响程度不大。
- 上海市场目前库存良性，2019年销售任务较高可能会有压货现象。受经济环境影响，团购渠道增速下降，经过12月的消化库存，目前上海地区库存维持较低水平，库存可良性循环。年末上海地区基础工作积极加强，2019年公司将在上海地区全面铺货，销售额有望实现快速增长。

2) 安井食品：产能拓张缓解供需关系，行业集中度提升可期

- 安井龙头地位稳固，未来将进一步提高产品市占率。2017年我国火锅料行业CR5为15%。安井是火锅料行业龙头，市占率达6.2%，居行业首位。随相关环保政策、社保政策的出台，小企业成本端承压，同时消费升级趋势将推动行业利润向龙头企业进一步靠拢，安井市占率进一步提高可以预见。
- 目前产品销售供不应求，未来产能持续拓张，西南片区运输成本有望大幅下降。目前四川生产基地的一个车间已开始试生产。根据公司规划，2019年泰州二期工程、2020年四川工厂将陆续投产。四川工厂建成后，西南片区的运输成本有望大幅下降，公司“销地产”策略进一步落实。
- 丸子销售情况优于预期，有望成为2019年公司新增长点。子销售渠道以经销商为主，商超为辅。市场对丸子产品认可度较高，销售情况超过公司预期，有望成为2019年公司新增长点。品牌方面，公司将持续品牌投入，如公交车等场景的视觉广告推广，并且增加大包装产品形成系列化，提高消费者品牌影响力。

■风险提示：需求回落带来的增长压力；食品公司原料成本上涨，竞争加剧费用率维持高水平；春节白酒动销能力低于预期的可能性。

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. 消费行业增速放缓，龙头估值回归	4
2. 上周调研概要	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	9
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	10
5.3. 消费专题会、调研纪要	11
5.4. 地产酒系列深度	12
6. 重点公司估值表	12
7. 行业要闻	13
8. 重点公司公告	13
9. 下周重要事项	14
10. 重点数据跟踪	15
10.1. 本周市场表现	15
10.2. 行业重点数据跟踪	18

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	7
图 6：洋河股份沪港通持股	7
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	8
图 12：绝味食品沪股通持股	8
图 13：年初至今各行业收益率（%）	15
图 14：一周以来各行业收益率（%）	15
图 15：年初至今食品饮料子行业收益率（%）	16
图 16：一周以来食品饮料子行业收益率（%）	16
图 17：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）	16
图 18：白酒行业市盈率相对上证综指倍数	16
图 19：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）	17
图 20：非酒行业市盈率相对上证综指倍数	17
图 21：茅台五粮液终端价格	19
图 22：二线酒终端价格	19
图 23：新西兰脱脂奶粉价格（美元/吨）	19

图 24: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)	19
图 25: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)	19
图 26: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)	19
图 27: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)	20
图 28: 海关奶粉进口价 (美元/吨)	20
图 29: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)	20
图 30: 液态奶进口量-累计值 (万吨)	20
图 31: 液态奶进口单价 (美元/千克)	20
图 32: 原奶价格 (元/千克)	20
图 33: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 34: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 35: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 36: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	21
图 37: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	21
图 38: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	21
图 39: 国内玉米价格 (元/吨)	22
图 40: 国内大豆价格 (元/吨)	22
图 41: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	22
图 42: 猪粮比价	22
图 43: 苦杏仁价格 (元/千克)	22
图 44: 马口铁价格 (元/吨)	22
图 45: 铝板价格	23
图 46: 进口大麦价格 (美元/吨)	23
图 47: 玻璃价格指数	23
图 48: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)	23
图 49: 食糖价格指数 (元/吨)	23
图 50: 食盐价格指数 (元/公斤)	23
图 51: 可可价格指数 (美元/吨)	24
表 1: 核心组合收益表	6
表 2: 公司估值表	12
表 3: 上周重要公告	13
表 4: 下周重要事项	14

1. 消费行业增速放缓，龙头估值回归

消费行业“经济后周期”属性明显，从宏观数据来看，2018 年下半年以来 M2 增速在 8% 左右盘整；从行业数据来看，2018 年社会消费品零售总额增速回落，11 月继续小幅回落。从微观数据来看，临近春节旺季，部分公司价盘压力较大，批价再次出现倒挂现象，控库存、稳价格、理性增长成为白酒企业 2019 年重点工作之一。

从草根调研的情况来看，茅台目前价格坚挺，部分酒企价格回落。茅台目前价格高位盘整，需求仍旧坚挺，春节配额下周陆续到位，据酒说报道，春节前茅台酒发货量 7500 吨，同比增长约 7%，旺季批价成为供需关系的重要观测指标。五粮液上海地区批价略有回落至 800 元左右，部分地区批价出现倒挂。洋河省内控货维持价盘，省外按需发货良性发展。

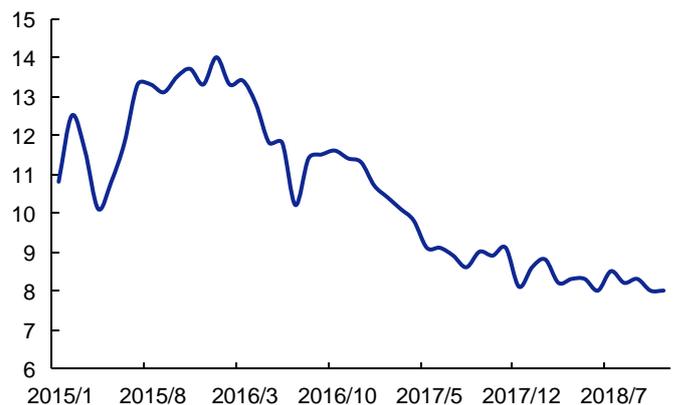
从估值的角度来看，食品饮料各子行业表现不一。调味品和啤酒行业估值维持在历史较高位置，龙头公司：海天味业动态市盈率 42.9 倍（百分位 23%，2014 年 2 月上市至今）、青岛啤酒动态市盈率 30.2 倍（百分位 26%，2011 年 1 月至今）。白酒和乳制品行业估值在历史均值附近，龙头公司：贵州茅台动态市盈率 23.8 倍（百分位 51%，2011 年 1 月至今）、伊利股份动态市盈率 22.4 倍（百分位 46%，2011 年 1 月至今）。

图 1：社会消费品零售总额同比增速 (%)



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：中国货币量 (M2) 同比增速 (%)



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 1：食品饮料龙头公司市盈率 (TTM)

	目前	最小值 (2011 年至今)	估值水平 (百分位)
贵州茅台	23.8	8.8	51%
伊利股份	22.4	14.3	46%
海天味业	42.9	27.2 (上市至今)	23% (上市至今)
青岛啤酒	30.2	20.7	26%
双汇发展	16.4	13.3	82%

资料来源：安信证券研究中心

2. 上周调研概要

1) 山西汾酒上海经销商交流反馈

2019 年青花系列将控量挺价，推出高端产品中国装，并加大力度推广玻汾。从 2018 年销售

情况看来，上海地区青花 20 销量高于青花 30。近年来青花 20 价格比较稳定，30 价格涨幅较大。上海地区，青花 30 的出厂价 553 元，终端销售价格 628-658 元。青花 20 的出厂价为 368 元，在上海的最低出货价为 398 元。玻汾零售价 48 元，超市活动价 39.9 元。预计 2019 年第一季度，公司会通过促销手段实现青花 20、30 放量，变相让利于消费者。但是其中会保持青花 30 价格的坚挺，避免与五粮液拉开太大差距。公司在今年会主推价格在 1399-1599 之间的中国装，这款限量产品定位对标茅台。此外，公司还将适时推出青花 50，布局高端白酒市，通过高端明星大单品逐步提升汾酒品牌价值。低端产品方面，玻汾、老白汾去年在上海地区实现翻倍增长，明年也会对其大力推广。

汾酒下半年华东出现窜货问题，对上海市场影响有限。汾酒 2018 年上半年价格较为稳定，下半年市场出现乱价行为。乱价问题与山东和河南市场的前置费用以及任务完成情况有关，部分北方经销商为了避免专卖店被关闭而通过费用补贴窜货至南方，但上海市场的价格状况较为平稳，受影响程度不大。

上海市场库存良性，明年销售任务较高可能会有压货现象。上海地区经销商销售渠道主要以团购客户为主，销量占比在一半以上。受经济增速影响，团购渠道增速下降，经过 12 月的消化库存，目前上海地区库存维持在较低水平，库存可良性循环。明年公司将在上海地区全面铺货，销售额翻三倍有一定压力，可能会出现压货现象。

2) 安井食品调研概要

新年伊始，安井食品已然迈开了新的步伐。1 月 4 日，我们调研了安井食品位于江苏无锡的生产基地。公司领导在交流会上向我们展示了安井食品的基本概况，就目前经营现状和存在问题坦诚交流。

安井龙头地位稳固，未来将进一步提高产品市占率。根据中国产业信息网数据，2017 年我国火锅料行业 CR5 为 15%。安井是火锅料行业龙头，市占率达 6.2%，居行业首位。随相关环保政策、社保政策的出台，小企业成本端承压，同时消费升级趋势将推动行业利润向龙头企业进一步靠拢，安井的市占率进一步提高可以预见。

目前产品销售供不应求，未来产能持续拓张，西南片区运输成本有望大幅下降。2018 年 12 月 15 日，四川生产基地的一个车间已开始试生产。根据公司规划，2019 年泰州二期工程产能将增加、2020 年四川工厂投产以及建设完善湖北、河南生产基地。产能增长是公司业务扩张的有力保证。四川工厂建成后，西南片区的运输成本有望大幅下降，公司“销地产”策略进一步落实。

丸子销售情况优于预期，有望成为 2019 年公司新增长点。公司今年推出的丸子产品在包装设计、产品差异化以及产品质量三个方面较以往产品有较大提升。丸子销售渠道以经销商为主，商超为辅。市场对丸子产品认可度较高，销售情况超过公司预期，有望成为 2019 年公司新增长点。品牌方面，公司将持续品牌投入，如公交车等场景的视觉广告推广，并且增加大包装产品形成系列化，提高消费者品牌影响力。

3. 本周食品饮料板块综述

本周板块综述：

本周(01/02-01/04)上证指数上涨 0.84%，深证成指上涨 0.62%，食品饮料板块下跌-0.83%，在申万 28 个子行业中排名第 25 位。大部分板块有不同程度的下跌，其中其他酒类涨幅最大，为 2.75%（其他酒类 2.75%>肉制品 1.16%>黄酒 0.88%>葡萄酒 0.48%>软饮料-0.18%>白

酒-0.34%>饮料制造-0.38%>食品综合-0.53%>食品饮料-0.83%>乳品-1.38%>食品加工-1.63%>啤酒-2.37%>调味发酵品-4.06%)。

个股涨幅前五位分别是：西王食品(6.86%)、*ST 椰岛(6.13%)、黑芝麻(6.09%)、惠泉啤酒(4.61%)、青海春天(4.18%)；跌幅前五位分别是：*ST 皇台(-12.40%)、水井坊(-6.88%)、中炬高新(-5.30%)、海天味业(-4.83%)、安井食品(-4.62%)。

核心组合表现：

本周我们的**核心组合下跌-2.50%**。具体标的表现如下表（核心组合出自重点标的组合池）：

表 2：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	602.00	10%	2.03%	5.00%	590.01
000568.SZ	泸州老窖	38.97	10%	-4.16%	10.00%	40.66
000858.SZ	五粮液	49.54	10%	-2.63%	5.00%	50.88
002304.SZ	洋河股份	90.36	10%	-4.60%	10.00%	94.72
600809.SH	山西汾酒	34.11	10%	-2.68%	5.00%	35.05
600702.SH	舍得酒业	22.55	5%	-1.18%	5.00%	22.82
600779.SH	水井坊	29.49	10%	-6.88%	10.00%	31.67
000596.SZ	古井贡酒	52.21	5%	-3.24%	5.00%	53.96
600882.SH	广泽股份	7.64	0%	-0.39%	0.00%	7.67
600887.SH	伊利股份	22.52	10%	-1.57%	5.00%	22.88
600872.SH	中炬高新	27.90	5%	-5.30%	5.00%	29.46
600305.SH	恒顺醋业	10.15	0%	-2.40%	5.00%	10.40
600298.SH	安琪酵母	24.95	5%	-1.11%	10.00%	25.23
000848.SZ	承德露露	7.90	5%	-1.74%	5.00%	8.04
002507.SZ	涪陵榨菜	21.54	5%	-0.28%	10.00%	21.60
002582.SZ	好想你	7.73	5%	2.79%	5.00%	7.52
合计				-2.55%	-2.50%	
801120.SI	食品饮料	8,924.36			-0.83%	8,998.61
000001.SH	上证综指	2,514.87			0.84%	2,493.90
000300.SH	沪深 300	3,035.87			0.84%	3,010.65

资料来源：wind,安信证券研究中心

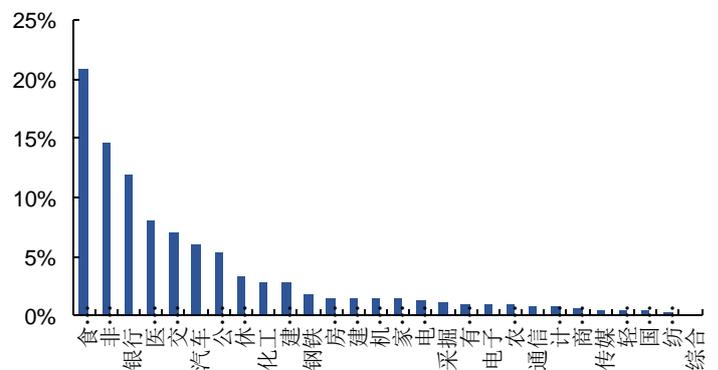
外资持股数据更新：

图 3：食品饮料行业沪港通持股 (%)



资料来源：wind,安信证券研究中心

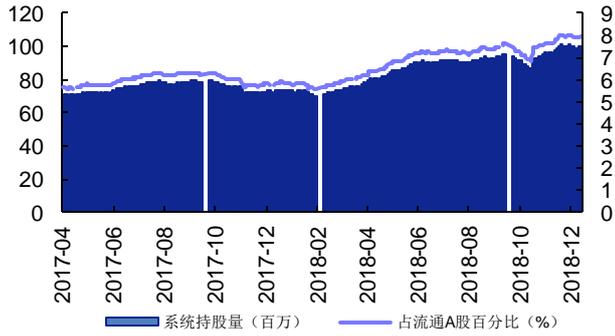
图 4：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



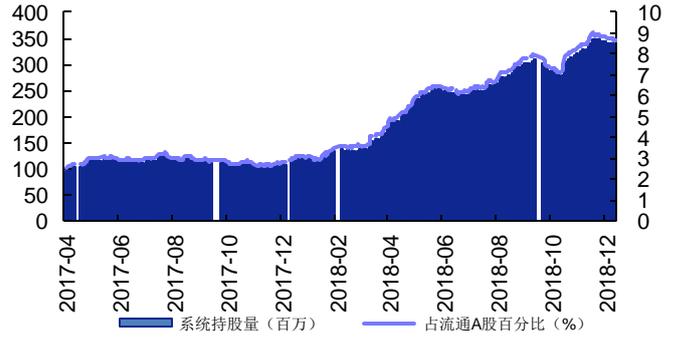
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 5：茅台沪港通持股

图 6：五粮液沪港通持股

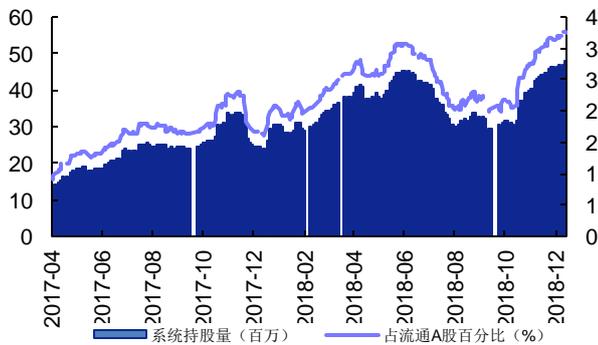


资料来源: wind, 安信证券研究中心



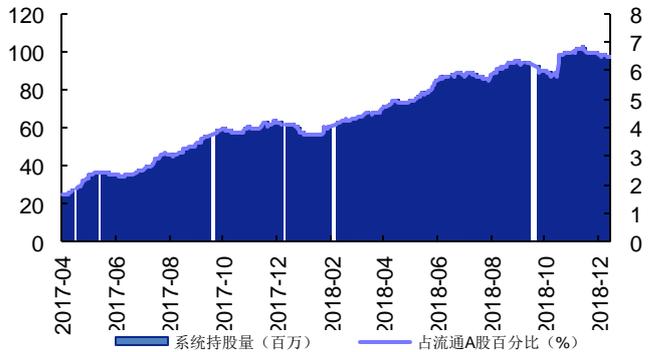
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 7: 泸州老窖沪港通持股



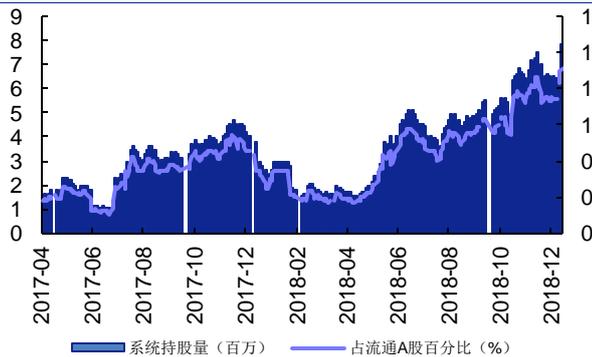
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 8: 洋河股份沪港通持股



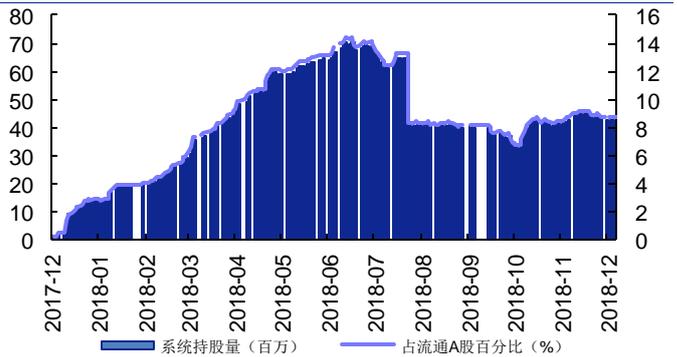
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 9: 山西汾酒沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

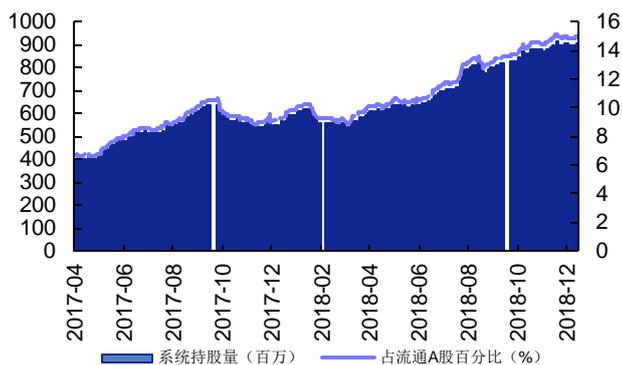
图 10: 水井坊沪港通持股



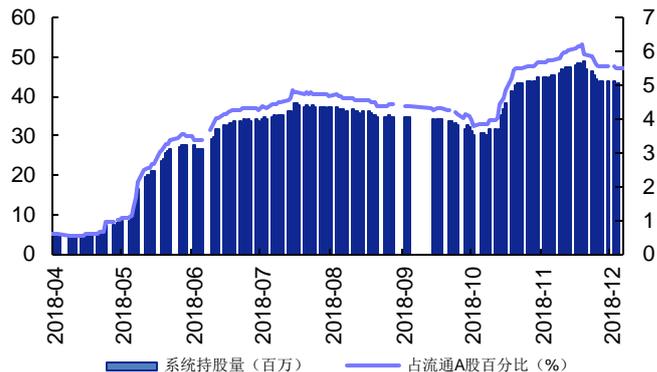
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 11: 伊利股份沪港通持股

图 12: 涪陵榨菜沪港通持股



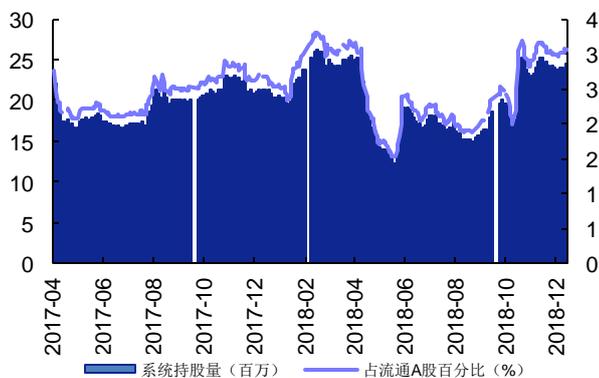
资料来源: wind, 安信证券研究中心



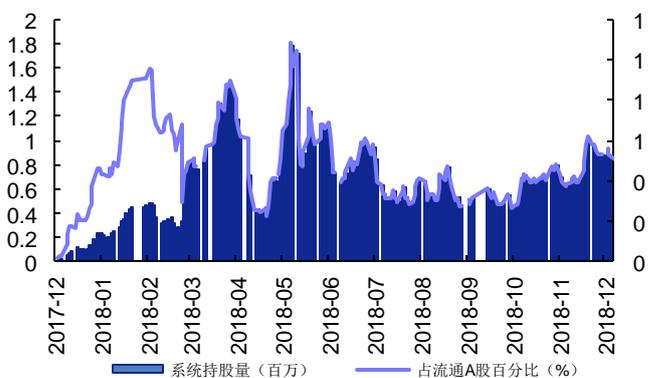
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 13: 中炬高新沪股通持股比例

图 14: 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 年时间里, 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

➤ 啤酒掘金，白酒常青

- 年末啤酒板块再度表现抢眼，主要系：1) 提价预期。2) 税改预期利好净利润率低啤酒行业。
- 回顾往昔，诸侯短兵相接，吨价提升显著慢于经济增速，价格竞争是重要手段，市场份额是主要目标。
- 啤酒行业整体销量饱和，龙头聚焦，均价提升成为行业增长主动力。
- 今年下半年白酒行业又一次经历了波动和调整。白酒的周期性仍然存在，但从更长的投资维度来看，白酒（尤其是高端白酒）属常青行业。。
- 白酒景气还会经历考验，2019 年谨慎乐观。

➤ 茅台强调扩大直销，汾酒 2019 继续奋进

- 山西汾酒 2019 年推进三项变革。1) 动力变革。2) 效率变革。3) 质量变革。仍是 2019 年稀缺的进取型公司。
- 2019 年汾酒在营销层面的目标是：50 亿元的基地市场、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。
- 汾酒提出“333”传播战略。1) 公司要发挥核心优势，提高品牌占位。2) 推进酒类板块合力发展，加速海外发展。3) 大力整合销售系统。
- 贵州茅台：渠道结构优化已具条件，2019 计划增长 14%超预期。

➤ 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

- 食品首席苏斌《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 3：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	602	13.31	21.56	33.73	45	28	18	买入-A
	000858.SZ	五粮液	49.54	1.79	2.55	3.17	28	19	16	买入-A
	002304.SZ	洋河股份	90.36	3.93	4.40	5.18	20	21	17	买入-A
	000568.SZ	泸州老窖	38.97	1.23	1.80	2.41	32	22	16	买入-A
	600559.SH	老白干酒	12.56	0.00	0.37	0.74	#DIV/0!	34	17	-
	000596.SZ	古井贡酒	52.21	1.65	2.28	2.41	32	23	22	买入-A
	000860.SZ	顺鑫农业	31.84	0.72	0.77	1.06	44	41	30	增持-A
	000799.SZ	酒鬼酒	16.04	0.33	0.54	0.73	49	30	22	增持-A
	600702.SH	沱牌舍得	22.55	0.24	0.43	1.06	94	52	21	买入-A
	600779.SH	水井坊	29.49	0.46	0.69	1.06	53	41	29	买入-A
黄酒	600809.SH	山西汾酒	34.11	0.70	1.09	1.81	49	31	19	买入-A
	600616.SH	金枫酒业	4.84	0.13	0.11	0.18	37	44	27	-
葡萄酒	600059.SH	古越龙山	6.65	0.15	0.20	0.24	44	33	28	增持-B
	000869.SZ	张裕 A	25.54	1.43	1.51	1.64	18	17	16	-
乳业	600887.SH	伊利股份	22.52	0.93	0.99	1.35	24	22	20	买入-A
	600597.SH	光明乳业	8.34	0.46	0.50	0.63	18	17	13	增持-A
	002570.SZ	贝因美	5.06	0.00	-1.03	0.15	#DIV/0!	-5	34	-
蛋白乳饮	002719.SZ	麦趣尔	11.32	0.26	0.17	0.91	44	67	12	买入-A
	000848.SZ	承德露露	7.9	0.46	0.42	0.47	17	19	17	买入-A
肉制品	000895.SZ	双汇发展	24.02	1.34	1.31	1.66	16	15	13	买入-A
	600073.SH	上海梅林	7.3	0.42	0.30	0.59	17	24	12	买入-A
调味品	603288.SH	海天味业	65.48	1.05	1.31	1.61	39	32	41	增持-A
	600872.SH	中炬高新	27.9	0.45	0.57	0.82	62	49	34	买入-A
	600305.SH	恒顺醋业	10.15	0.28	0.47	0.44	36	22	23	买入-A
	002650.SZ	加加食品	3.55	0.00	0.14	0.19	#DIV/0!	25	19	-
综合食品	002582.SZ	好想你	7.73	0.08	0.21	0.31	97	37	25	买入-A
	002661.SZ	克明面业	12.44	1.17	0.34	1.78	11	37	7	买入-B

	002557.SZ	洽洽食品	19.15	0.70	0.63	1.05	27	30	18	买入-A
	000716.SZ	黑芝麻	2.96	0.00	0.18	0.49	#DIV/0!	16	6	买入-B
	600298.SH	安琪酵母	24.95	0.65	1.03	1.32	38	24	19	买入-A
	002695.SZ	煌上煌	10.05	0.18	0.28	0.38	56	36	26	-
	300146.SZ	汤臣倍健	16.65	0.36	0.52	0.52	46	32	32	增持-A
	002507.SZ	涪陵榨菜	21.54	0.33	0.52	0.65	36	27	21	买入-A
	000639.SZ	西王食品	6.85	0.30	0.76	0.91	71	36	23	买入-B
	002568.SZ	百润股份	9.22	-0.16	0.22	0.50	-58	42	18	买入-B
	603020.SH	爱普股份	7.33	0.60	0.45	0.66	12	16	11	增持-A
	603866.SH	桃李面包	45.4	0.93	1.14	1.46	49	40	31	增持-A
	600882.SH	广泽股份	7.64	0.08	0.01	0.21	96	764	36	买入-A
啤酒	600132.SH	重庆啤酒	29.84	0.37	0.68	0.87	81	44	34	买入-A

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

7. 行业要闻

1、茅台将组建自营销售团队、营销迎“破局之年”……6大关键词解读茅台 2019

<http://t.cn/EbB4hYs>

2、2018 年中国上市公司市值 500 强出炉，这三家乳企上榜！

<http://t.cn/EbB4dGI>

3、定价 1199 元件，定位五大消费人群，五粮液股份公司推出文化艺术酒

<http://t.cn/EbBbERt>

4、饮料包装新趋势，小包装被追捧！

<http://t.cn/EGwiRFB>

5、中国圣牧、现代牧业……近期蒙牛为何一直买买买？

<http://t.cn/EGw6Jl5>

6、2019，汾酒“进位战”

<http://t.cn/EGw6DMM>

7、成就“酒饮新零售”独角兽，除了“四大方向”外，1919 需要加强什么？

<http://t.cn/EGqiqO7>

8、这两款乳制品，和华为、苹果、戴森一起，成天猫年度最佳新品！~

<http://t.cn/EGqJjJ4>

9、腾讯入“酒局”

<http://t.cn/EGqJgoZ>

8. 重点公司公告

表 4: 上周重要公告

公司	日期	公告类型	公告内容摘要
贵州茅台	2019/01/02	业绩披露	贵州茅台酒股份有限公司初步核算，2018 年度生产茅台酒基酒约 4.97 万吨，系列酒基酒约 2.05 万吨；2018 年度实现营业总收入 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。公司 2019 年度计划安排营业总收入增 14%。
香飘飘	2019/01/02	变更注册资本	香飘飘食品股份有限公司于 2018 年 12 月 27 日召开了第二届董事会第二十四次会议，审议通过了《关于变更注册资本并相应修订<公司章程>的议案》。近日，公司完成了上述工商变更登记手续。
*ST 因美	2019/01/02	转让资产	2018 年 12 月 29 日，贝因美婴童食品股份有限公司召开第七届董事会第九次会议审议通过了《关于转让达润工厂资产暨关联交易的议案》。为适应公司战略调整需要，董事会同意公司在与恒天然澳大利亚、恒天然 SPV 等相关方就终止达润工厂合资等相关协议达成一致后，进一步转让澳大利亚达润工厂的所属资产(51%权益)。

深深宝 A	2019/01/03	公司投资	公司及其全资子公司拟使用总额度不超过人民币 12 亿元的闲置自有资金,择机购买银行保本型短期理财产品,在额度范围内,分笔购买,资金可以循环滚动使用。单个银行短期理财产品的投资金额不超过人民币 3 亿元,投资期限不超过一年。
龙大肉食	2019/01/03	股东减持	伊藤忠(中国)集团有限公司拟自本减持计划披露之日起十五个交易日后五个月内减持不超过 16,061,200 股股票,占公司总股本的 2.12%。其中通过集中竞价交易方式减持数量不超过公司总股本的 2%。
重庆啤酒	2019/01/03	人事变动	重庆啤酒股份有限公司董事会于 2018 年 12 月 31 日收到董事长柯俊财先生的书面辞职报告。柯俊财先生因工作变动原因,辞去在本公司董事会担任的董事长、董事职务,以及担任的董事会专门委员会委员的职务和公司法定代表人职务。
千禾味业	2019/01/03	股份变动	公司自 2018 年 12 月 26 日至 2018 年 12 月 31 日期间,因转股形成的股份数量为 2,714 股,转股的金额为 71,000 元,占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.0008%。
古越龙山	2019/01/04	股权变动	绍兴市国资委将其持有的绍兴黄酒集团 5.1%股权、交投集团将其持有的黄酒集团 4.9%股权合计 10%无偿划转给浙江省财务开发公司,并按照规定程序办理了股权划转有关手续,于 2018 年 12 月 29 日完成工商变更登记。
海天味业	2019/01/04	股份回购	2018 年 12 月 24 日,公司在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成了部分限制性股票的回购注销,公司股份总数由 2,701,206,700 股变更为 2,700,369,340 股,注册资本由 2,701,206,700 元变更为 2,700,369,340 元。
安井食品	2019/01/04	设立基金	公司拟以自有资金出资人民币 10,000 万元,作为有限合伙人参与设立天津民安食品产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)。本基金募集目标为 50,000 万元人民币,在相关监管规则允许范围内,基金投资方向以能与公司在渠道、产品等方面充分互补、优势互补的食品类企业为主。
广泽股份	2019/01/04	转让基金份额	上海广泽食品科技股份有限公司于 2018 年 12 月 20 日召开第十届董事会第三次会议,审议通过了《关于全资子公司转让并购基金份额的议案》,同意公司全资子公司吉林省广泽乳品科技有限公司向吉林省永道贸易有限公司出售其所持有的长春市泮民乾始投资合伙企业(有限合伙) 15,000 万元中间级有限合伙份额。

资料来源: wind,安信证券研究中心

9. 下周重要事项

表 5: 下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
汤臣倍健	2019/01/07	股东大会召开
佩蒂股份	2019/01/07	股东大会召开
伊力特	2019/01/09	股东大会召开

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

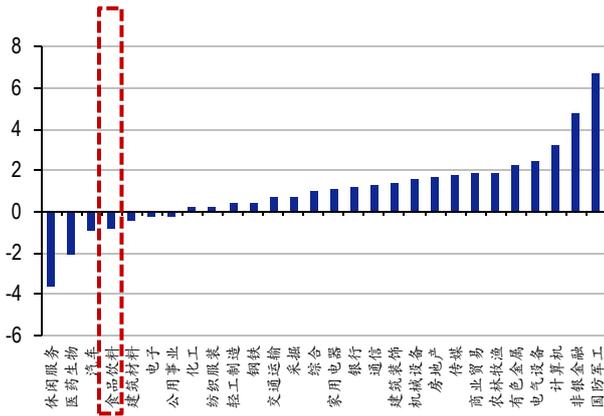
10. 重点数据跟踪

10.1. 本周市场表现

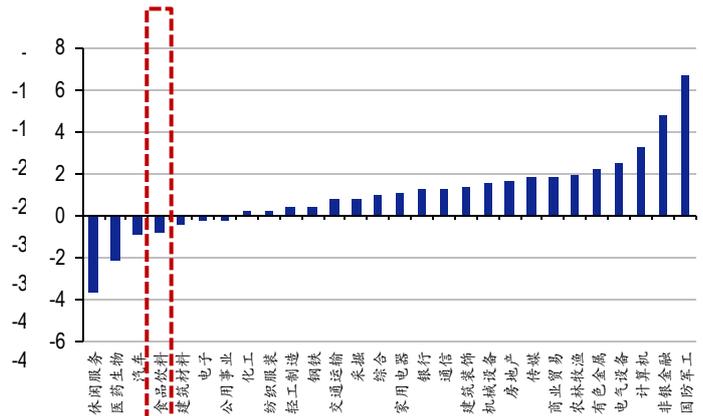
大盘及各行业走势 (01/02-01/04)

图 15: 年初至今各行业收益率 (%)

图 16: 一周以来各行业收益率 (%)



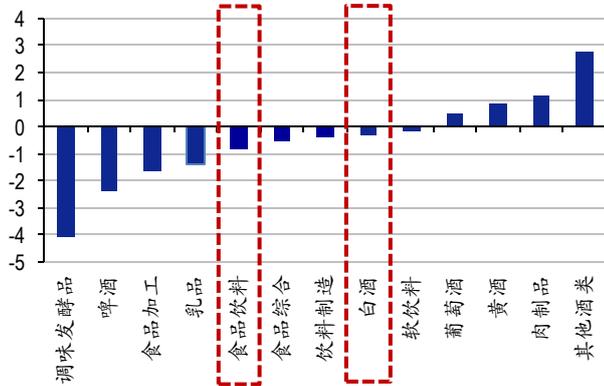
资料来源: wind, 安信证券研究中心



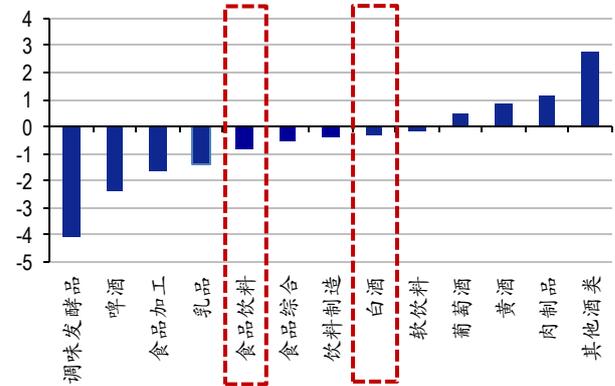
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 17: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)

图 18: 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



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)
000639.SZ	西王食品	6.86	25	000995.SZ	*ST 皇台	-12.40	21
600238.SH	*ST 椰岛	6.13	4	600779.SH	水井坊	-6.88	14
000716.SZ	黑芝麻	6.09	21	600872.SH	中炬高新	-5.30	15
600573.SH	惠泉啤酒	4.61	2	603288.SH	海天味业	-4.83	8
600381.SH	青海春天	4.18	7	603345.SH	安井食品	-4.62	5

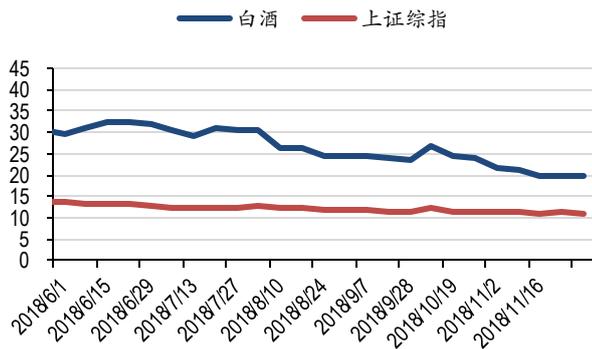
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

板块估值情况

白酒板块估值 20.39 倍，相对于上证综指相对估值 1.92 倍（上周为 1.94 倍），食品加工行业板块估值为 26.88 倍，相对于上证综指相对估值 2.53 倍（上周为 2.59 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）。

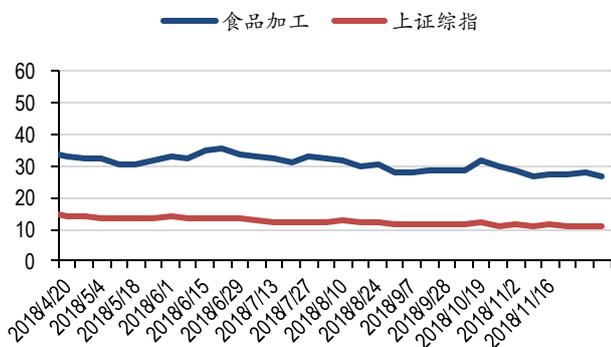
图 19: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)

图 20: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数

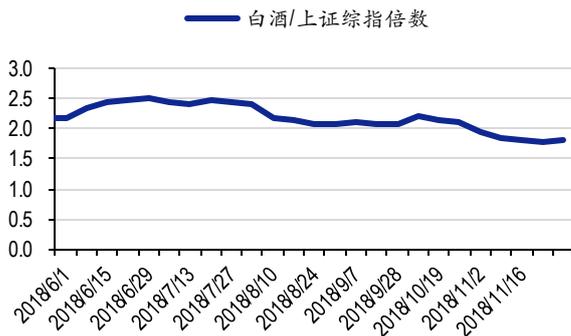


资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 21: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)

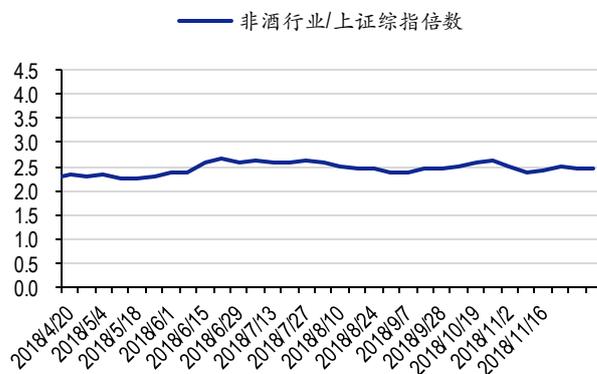


资料来源: Wind、安信证券研究中心



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 22: 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。

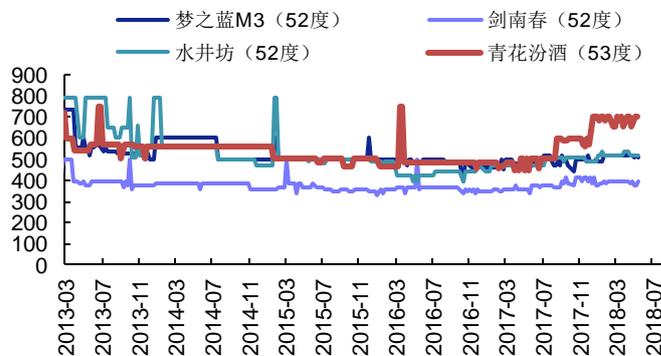
➤ **可可价格:** 近5年来,可可价格先扬后抑,现呈现逐步下跌趋势,从2012年初每吨2308美元至2018年7月每吨2357.05美元。

图 23: 茅台五粮液终端价格



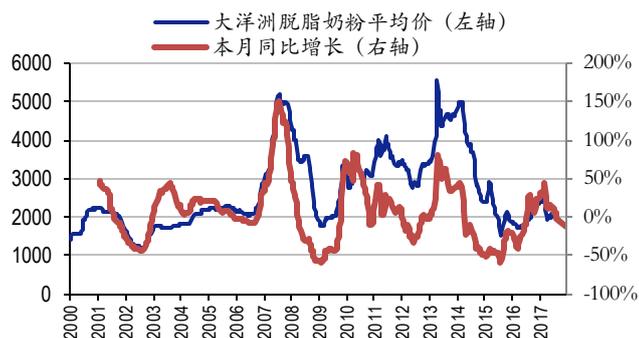
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 24: 二线酒终端价格



资料来源: JD、安信证券研究中心

图 25: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨)



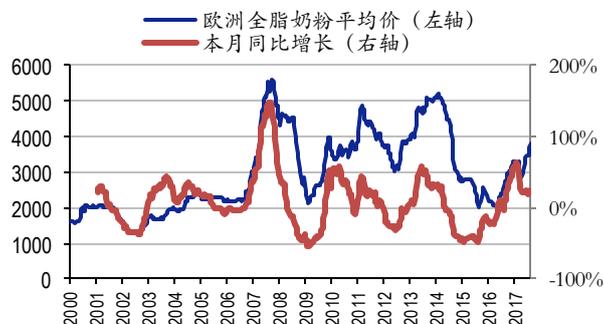
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 26: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)



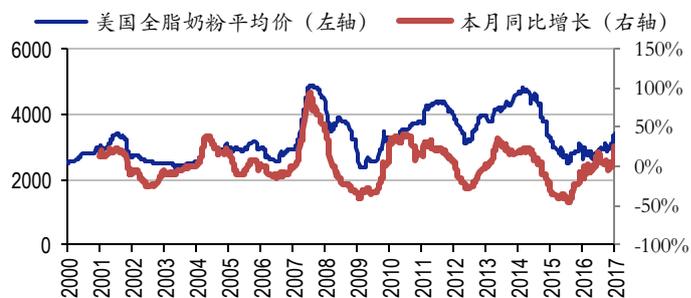
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 27: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)



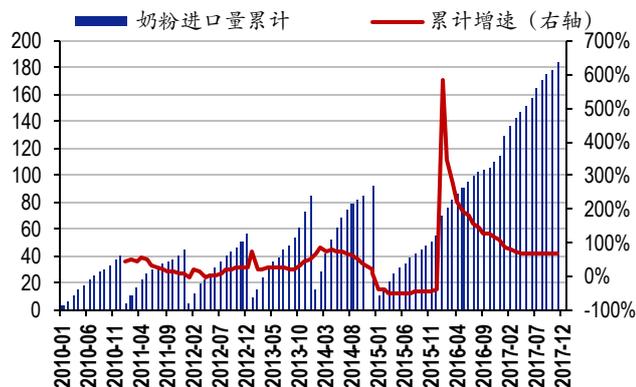
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 28: 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 29: 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 30: 海关奶粉进口价 (美元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 31: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)



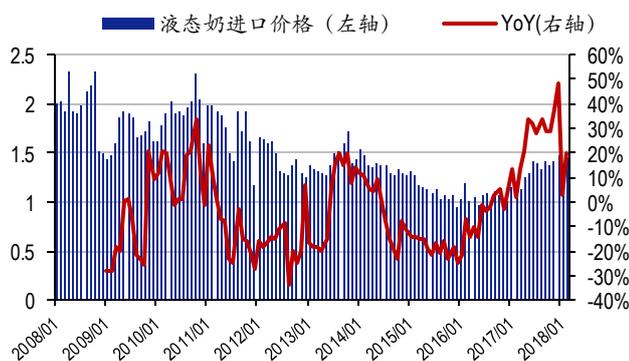
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



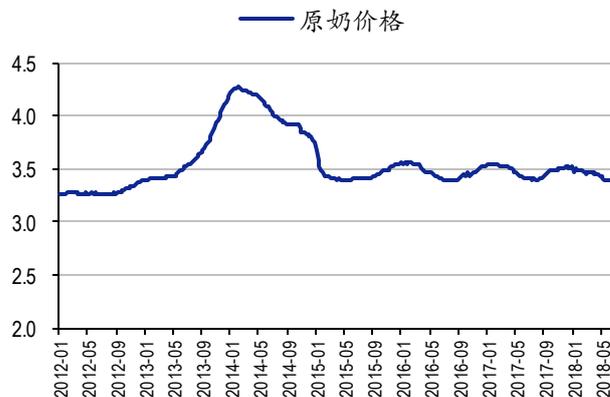
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 液态奶进口单价 (美元/千克)



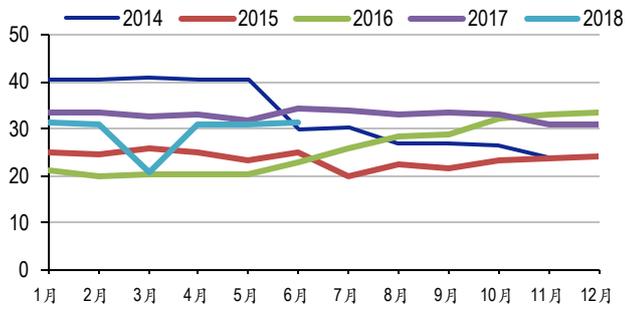
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 原奶价格 (元/千克)



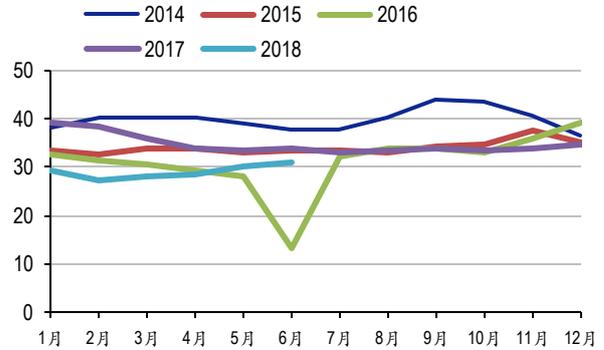
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



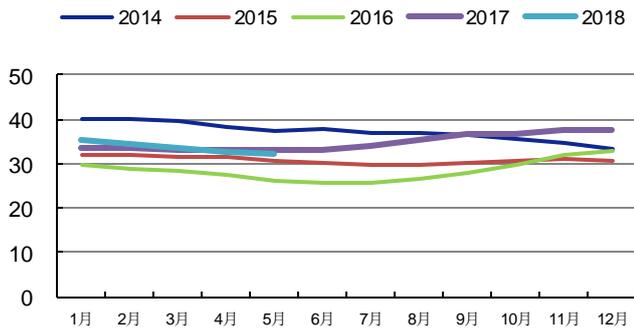
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



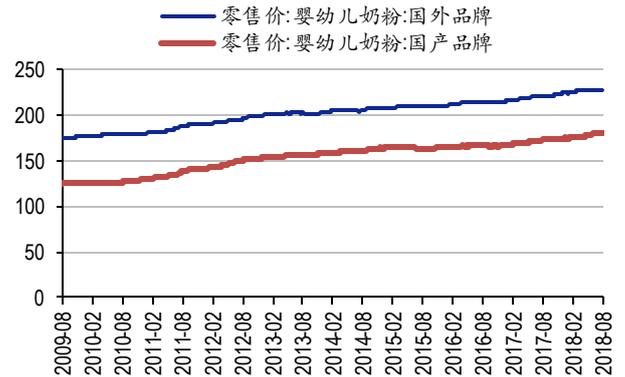
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 37: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 38: 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 39: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)

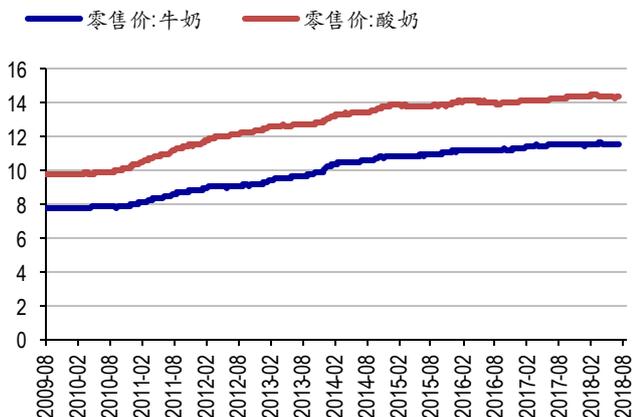


图 40: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

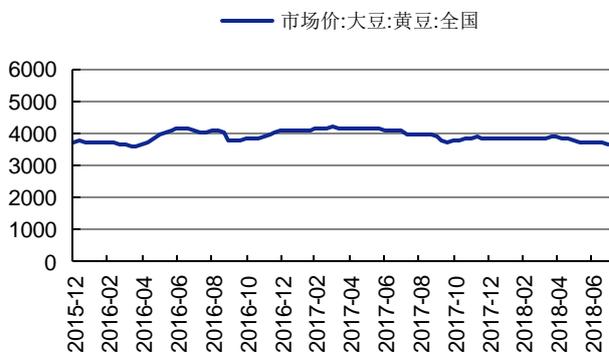
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 41: 国内玉米价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 42: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 43: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 44: 猪粮比价



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 45: 苦杏仁价格 (元/千克)



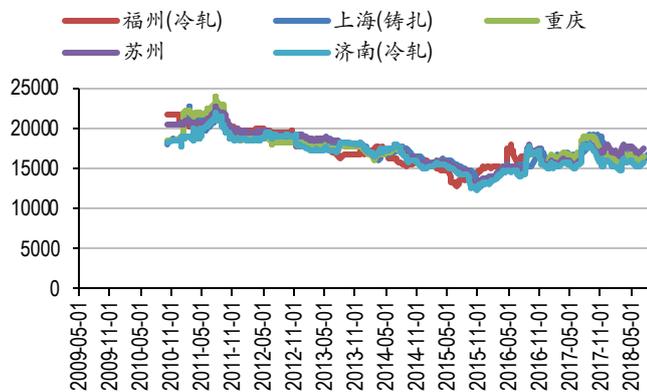
图 46: 马口铁价格 (元/吨)



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 47: 铝板价格



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 48: 进口大麦价格 (美元/吨)



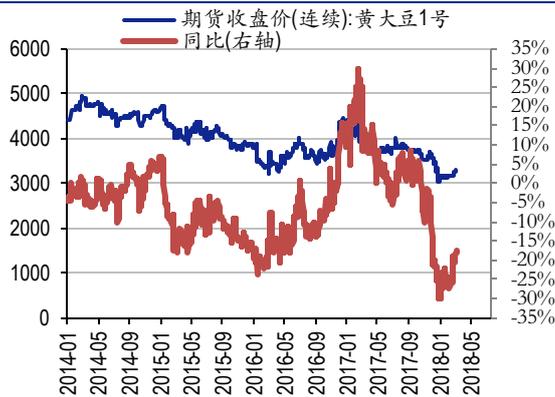
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 49: 玻璃价格指数



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 50: 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 51: 食糖价格指数 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 52: 食盐价格指数 (元/公斤)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 53: 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