

## 稳健优先，继续从刚需角度谈白酒的投资

■食品饮料长期跑赢指数，具有良好的投资配置价值。由于必需品的需求相对稳定，食品饮料板块从投资上看在弱市当中往往具有相对更为良好的防御属性，中长期看具有正反馈特征。2003-2018年16年间食品饮料指数有11年（70%）跑赢沪深300，11年跑赢上证指数。

■白酒投资策略是精选稳健成长标的。我们认为2018年食品饮料业绩大年之后，宏观形势变化，白酒的投资策略应当从弹性高成长向确定性、“稳健”和安全边际转变。从社零等数据看，饮料、可选消费品需求减弱明显，2018年白酒加库存周期基本完成，各价格带基本完成轮动（提价，放量，业绩释放，市值增长），茅台以下白酒动销价格走弱，2019年预判白酒行业进入调整阶段，2017-2018量价齐升带来的特定价格带品牌企业普遍业绩高增的逻辑在宏观形势明朗，需求企稳之前很难再现，之前“高增长、高估值”情形因为“高增正”的不确定性而发生变化，稳健和确定性，我们认为在一定时期内更为重要。

■重申和完善白酒刚需逻辑，投资排序：贵州茅台、顺鑫农业、口子窖/今世缘、山西汾酒。我们认为白酒的刚需有几个层次，第一是核心高端刚需，我们认为贵州茅台是核心标的，这已因独特的“茅台热”现象得到充分验证；第二是低端市场，价格居于白酒价格带底部，且不断品牌集中，优势企业的持续稳健增长态势反证了其刚需特征；第三是区域主流品牌，深耕本省市场，长期维持良好的量价平衡，具有波动小，持续增长的特征，例如口子窖等。口子窖历史增长看，2011-2017年营收增速区间为（-7.71%，27.29%），窄于同期上市公司板块的（-10.10%，35%），背后一方面是为更为和谐稳定的厂商关系模式，另一方面就是精耕本省市场多年的消费者粘性，在行业景气时期公司增长未必最快，但当行业景气下行时，公司的稳健又会凸显。山西汾酒拥有良好的北方基地市场（山西、京津冀、内蒙、山东、河南）和高中低均衡发展产品结构，不考虑激进目标的情况下，公司实现稳健增长的条件良好。

■贵州茅台确定性最高，口子窖今世缘估值最低。贵州茅台披露了2018年经营情况，同时预告了2019年销售收入目标，我们认为目标可行，因而预判具有很好确定性。从价格看，茅台渠道利润仍高达700元+/瓶左右，需求上看，2019年计划的3.1万吨消化基本无忧。区域主流品牌口子窖和今世缘估值处于板块最低位置，以相对可信的预测增速来计算pe/g均低于1.0，且低于2019年16x市盈率。

■风险提示：宏观经济持续下行超预期，白酒需求减弱竞争加剧。

投资评级

同步大市-  
A  
维持评级

首选股票

目标价

评级

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

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

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001

sucheng@essence.com.cn

021-35082778

### 相关报告

从经验主义看大众品牛市

——食品周报 20180527

大众品增长提速，地产酒春意正浓

——食品周报 20180520

消费结构升级促“地产酒春天”

——食品周报 20180506

基本面是最大支撑，继续好看次高端

——食品周报 20180318

## 内容目录

1. 本周观点：稳健优先，继续从刚需角度谈白酒的投资.....	4
2. 本周食品饮料板块综述.....	5
3. 近期重要观点：适度谨慎，跟踪变化.....	8
3.1. 白酒主要看超跌反弹，趋势性机会得看外部环境变化.....	8
3.2. 重视资金流向，加大食品股配置.....	8
4. 近期报告汇总.....	9
4.1. 年度策略会演讲报告.....	9
4.2. 近期专题报告.....	9
4.3. 消费专题会、调研纪要.....	11
4.4. 地产酒系列深度.....	11
5. 重点公司估值表.....	12
6. 行业要闻.....	12
7. 重点公司公告.....	13
8. 下周重要事项.....	14
9. 重点数据跟踪.....	15
9.1. 本周市场表现.....	15
9.2. 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 (%) .....	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 (%) .....	15
图 16: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%) .....	15
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) .....	16
图 20: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	16
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: 食品饮料长期跑赢指数	4
表 2: 口子窖营收增速窄于同期上市公司板块	4
表 3: 白酒重点公司估值表 (亿元)	5
表 4: 核心组合收益表	5
表 5: 公司估值表	12
表 6: 上周重要公告	13
表 7: 下周重要事项	14

## 1. 本周观点：稳健优先，继续从刚需角度谈白酒的投资

食品饮料长期跑赢指数，具有良好的投资配置价值。由于必需品的需求相对稳定，食品饮料板块从投资上看在弱市当中往往具有相对更为良好的防御属性，中长期看具有正反馈特征。2003-2018 年 16 年间食品饮料指数有 11 年（70%）跑赢沪深 300，11 年跑赢上证指数。

表 1：食品饮料长期跑赢指数

年份	绝对收益					相对沪深 300 超额收益				
	伊利股份	白酒	贵州茅台	食品饮料	沪深 300	上证综指	伊利股份	白酒	食品饮料	伊利/食品
2002	(9.21)	(29.18)	(26.20)	(16.33)		(17.52)				7.12
2003	34.78	(6.98)	10.75	(9.90)	8.25	10.27	26.53	(15.24)	(18.15)	44.68
2004	(20.43)	17.81	89.16	(12.51)	(16.30)	(15.40)	(4.13)	34.11	3.79	(7.92)
2005	64.86	16.95	50.72	6.31	(7.66)	(8.33)	72.52	24.61	13.96	58.56
2006	165.57	302.87	341.33	171.03	121.02	130.43	44.55	181.85	50.01	(5.46)
2007	10.80	168.70	163.47	124.76	161.55	96.66	(150.74)	7.16	(36.79)	(113.96)
2008	(67.13)	(60.87)	(52.47)	(58.70)	(65.95)	(65.39)	(1.18)	5.08	7.25	(8.43)
2009	229.66	102.70	57.46	109.87	96.71	79.98	132.95	5.99	13.16	119.79
2010	44.47	18.03	9.32	20.81	(12.51)	(14.31)	56.99	30.54	33.33	23.66
2011	6.76	(0.27)	16.87	(10.37)	(25.01)	(21.68)	31.78	24.74	14.64	17.14
2012	8.83	1.96	9.83	(0.74)	7.55	3.17	1.28	(5.60)	(8.30)	9.58
2013	79.48	(43.59)	(36.56)	(7.36)	(7.65)	(6.75)	87.13	(35.94)	0.28	86.84
2014	12.63	43.98	66.94	16.03	51.66	52.87	(39.03)	(7.68)	(35.63)	(3.40)
2015	16.89	23.57	28.82	26.58	5.58	9.41	11.31	17.98	21.00	(9.69)
2016	10.37	29.07	56.45	7.43	(11.28)	(12.31)	21.65	40.35	18.71	2.94
2017	77.10	76.83	92.29	42.20	22.06	6.45	55.04	54.77	20.14	34.90
2018	(24.23)	(23.76)	(17.85)	(21.94)	(21.29)	(21.74)	(2.94)	(2.47)	(0.65)	(2.29)

资料来源：wind,安信证券研究中心

白酒投资策略是精选稳健成长标的。我们认为 2018 年食品饮料业绩大年之后，宏观形势变化，白酒的投资策略应当从弹性高成长向确定性、“稳健”和安全边际转变。从社零等数据看，饮料、可选消费品需求减弱明显，2018 年白酒加库存周期基本完成，各价格带基本完成轮动（提价，放量，业绩释放，市值增长），茅台以下白酒动销价格走弱，2019 年预判白酒行业进入调整阶段，2017-2018 量价齐升带来的特定价格带品牌企业普遍业绩高增的逻辑在宏观形势明朗，需求企稳之前很难再现，之前“高增长、高估值”情形因为“高增正”的不确定性而发生变化，稳健和确定性，我们认为在一定时期内更为重要。

重申和完善白酒刚需逻辑，投资排序：贵州茅台、顺鑫农业、口子窖/今世缘、山西汾酒。我们认为白酒的刚需有几个层次，第一是核心高端刚需，我们认为贵州茅台是核心标的，这已因独特的“茅台热”现象得到充分验证；第二是低端市场，价格居于白酒价格带底部，且不断品牌集中，优势企业的持续稳健增长态势反证了其刚需特征；第三是区域主流品牌，深耕本省市场，长期维持良好的量价平衡，具有波动小，持续增长的特征，例如口子窖等。口子窖历史增长看，2011-2017 年营收增速区间为 (-7.71%，27.29%)，窄于同期上市公司板块的 (-10.10%，35.65%)，背后一方面是更为和谐稳定的厂商关系模式，另一方面就是精耕本省市场多年的消费者粘性，在行业高景气时期公司增长未必最快，但当行业景气下行时，公司的稳健又会凸显。山西汾酒拥有良好的北方基地市场（山西、京津冀、内蒙、山东、河南）和高中低均衡发展的产品结构，不考虑激进目标的情况下，公司实现稳健增长的条件良好。

表 2：口子窖营收增速窄于同期上市公司板块

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017
口子窖	19.79%	-2.37%	-7.71%	14.41%	9.53%	27.29%

白酒上市公司整体 35.65%      -3.25%      -10.10%      6.43%      13.53%      30.36%

资料来源: wind, 安信证券研究中心

注: 白酒上市公司整体剔除 ST 皇台

贵州茅台确定性最高, 口子窖今世缘估值最低。贵州茅台披露了 2018 年经营情况, 同时预告了 2019 年销售收入目标, 我们认为目标可行, 因而预判具有很好确定性。从价格看, 茅台渠道利润仍高达 700 元+/瓶左右, 需求上看, 2019 年计划的 3.1 万吨消化基本无忧。区域主流品牌口子窖和今世缘估值处于板块最低位置, 以相对可信的预测增速来计算 pe/g 均低于 1.0, 且低于 2019 年 16x 市盈率。

表 3: 白酒重点公司估值表 (亿元)

代码	股票	2017		2018E		2019E		PE (2019)
		营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	
600519.SH	贵州茅台	610.6	264.5	752.2	340.9	856.5	406.9	24
000858.SZ	五粮液	301.9	95.1	383.4	131.9	419.8	148.1	18
000568.SZ	泸州老窖	104	25.9	130.1	35	156.3	45.7	16
600809.SH	山西汾酒	60.4	9.5	89.1	14.9	117.4	20.1	23
600779.SH	水井坊	20.5	3.4	29	6.1	38.3	8.6	26
600702.SH	舍得酒业	16.4	1.5	22.3	3.9	30	5.6	20
002304.SZ	洋河股份	199.2	66	246.4	82.1	284.7	97.2	20
000596.SZ	古井贡酒	69.7	11.4	86.6	17.5	96.9	20.9	20
603589.SH	口子窖	36	11.1	41.5	13.9	45.9	16.1	16
603369.SH	今世缘	29.6	9	37.3	11.4	44.3	13.7	16
600197.SH	伊力特	19.2	3.5	21.9	4.4	26.2	5.5	23
000860.SZ	顺鑫农业	117.3	4.4	125.4	8.1	147.8	11.4	18

资料来源: wind, 安信证券研究中心

## 2. 本周食品饮料板块综述

### 本周板块综述:

本周(01/07-01/11)上证指数上涨 1.55%, 深证成指上涨 2.60%, 食品饮料板块上涨 3.83%, 在申万 28 个子行业中排名第 6 位。所有板块均有不同程度的上涨, 其中白酒涨幅最大, 为 4.60% (白酒 4.60% > 饮料制造 4.22% > 乳品 4.00% > 食品饮料 3.83% > 黄酒 3.51% > 调味发酵品 3.30% > 食品加工 3.13% > 肉制品 2.96% > 葡萄酒 1.85% > 其他酒类 1.38% > 食品综合 1.02% > 软饮料 0.31% > 啤酒 0.17%)。

个股涨幅前五位分别是: 金字火腿 (12.44%)、口子窖 (12.10%)、顺鑫农业 (8.76%)、西部创业 (8.09%)、恒顺醋业 (7.39%); 跌幅前五位分别是: 三全食品 (-3.47%)、安琪酵母 (-2.81%)、重庆啤酒 (-2.51%)、西王食品 (-2.04%)、龙大肉食 (-1.96%)。

### 核心组合表现:

本周我们的核心组合上涨 1.61%。具体标的表现如下表 (核心组合出自重点标的组合池):

表 4: 核心组合收益表

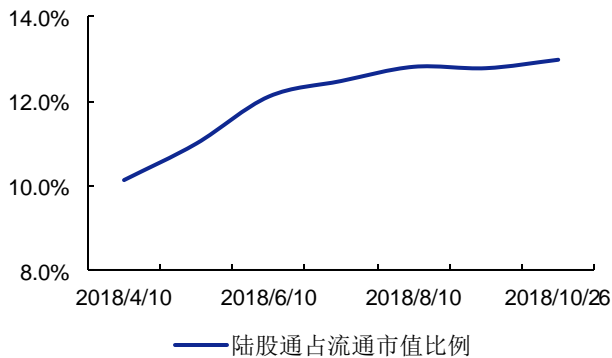
	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	上周收盘价
600519.SH	贵州茅台	635.88	10%	5.63%	5.00%	602.00
000568.SZ	泸州老窖	39.30	10%	0.85%	10.00%	38.97
000858.SZ	五粮液	50.69	10%	2.32%	5.00%	49.54
002304.SZ	洋河股份	94.00	10%	4.03%	10.00%	90.36
600809.SH	山西汾酒	35.37	10%	3.69%	5.00%	34.11
600702.SH	舍得酒业	22.46	5%	-0.40%	5.00%	22.55

600779.SH	水井坊	29.38	10%	-0.37%	10.00%	29.49
000596.SZ	古井贡酒	55.13	5%	5.59%	5.00%	52.21
600882.SH	广泽股份	7.54	0%	-1.31%	0.00%	7.64
600887.SH	伊利股份	23.51	10%	4.40%	5.00%	22.52
600872.SH	中炬高新	28.99	5%	3.91%	5.00%	27.90
600305.SH	恒顺醋业	10.90	0%	7.39%	5.00%	10.15
600298.SH	安琪酵母	24.25	5%	-2.81%	10.00%	24.95
000848.SZ	承德露露	7.83	5%	-0.89%	5.00%	7.90
002507.SZ	涪陵榨菜	21.15	5%	-1.81%	10.00%	21.54
002582.SZ	好想你	7.79	5%	0.78%	5.00%	7.73
合计				2.27%	1.61%	
801120.SI	食品饮料	9,266.36			3.83%	8,924.36
000001.SH	上证综指	2,553.83			1.55%	2,514.87
000300.SH	沪深 300	3,094.78			1.94%	3,035.87

资料来源: wind, 安信证券研究中心

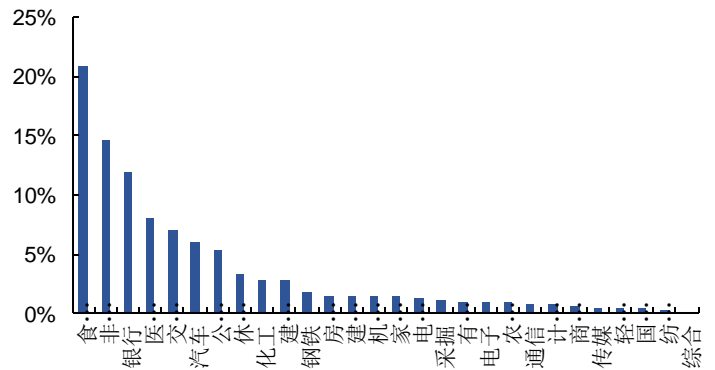
### 外资持股数据更新:

图 1: 食品饮料行业沪港通持股 (%)



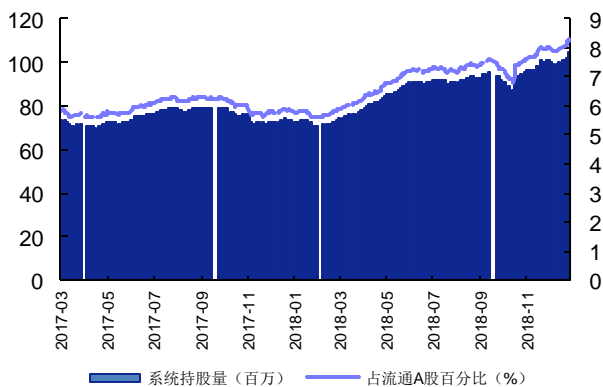
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 2: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



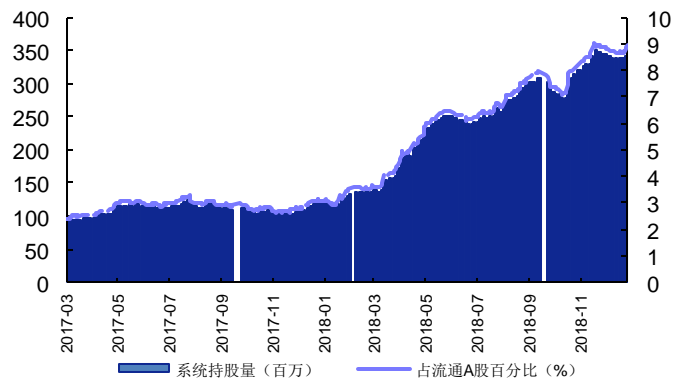
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 3: 茅台沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

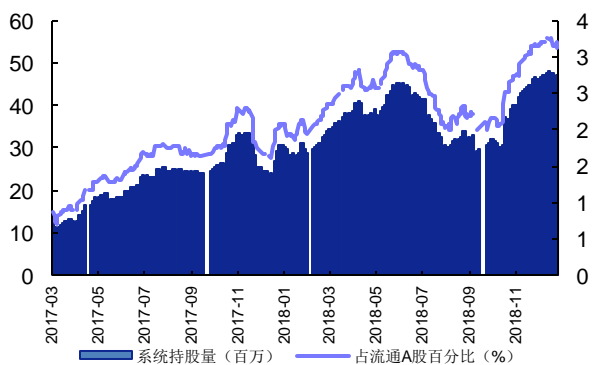
图 4: 五粮液沪港通持股



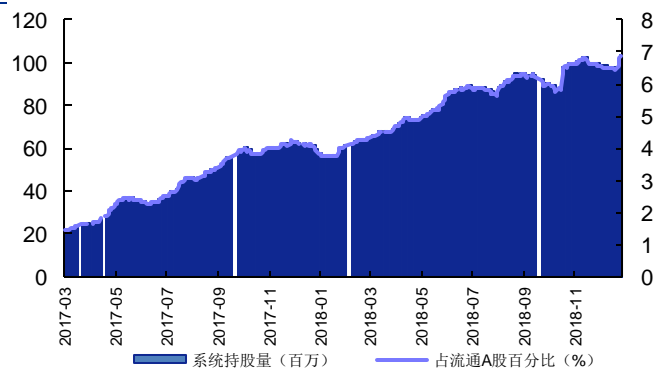
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 5: 泸州老窖沪港通持股

图 6: 洋河股份沪港通持股

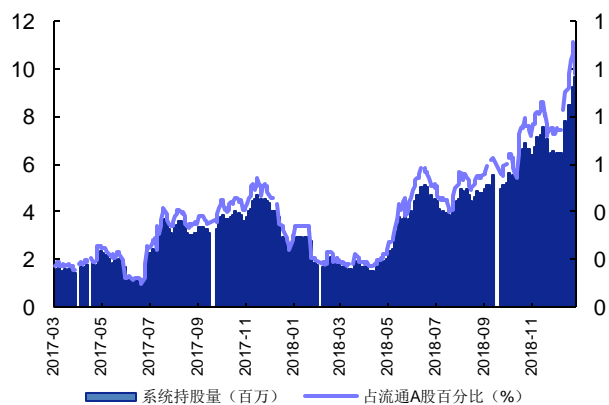


资料来源: wind, 安信证券研究中心



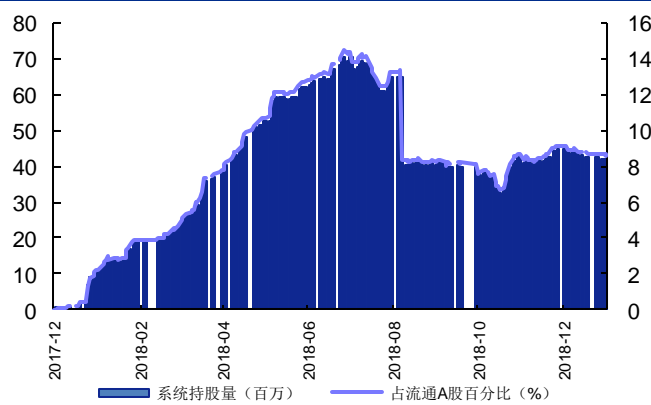
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 7: 山西汾酒沪港通持股



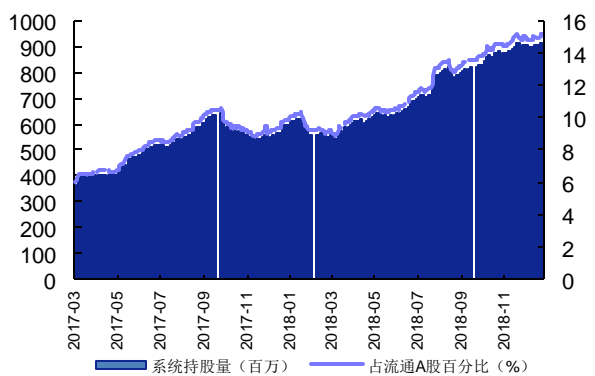
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 8: 水井坊沪港通持股



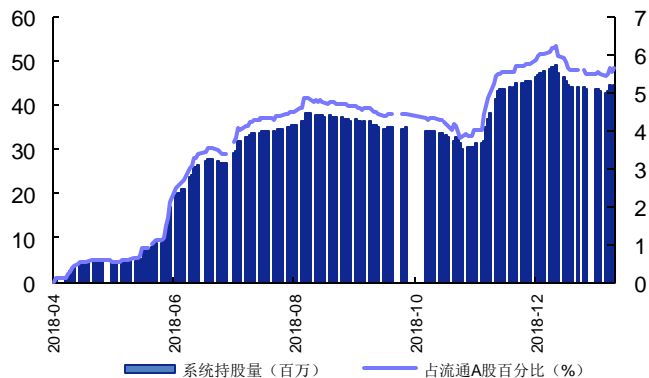
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 9: 伊利股份沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

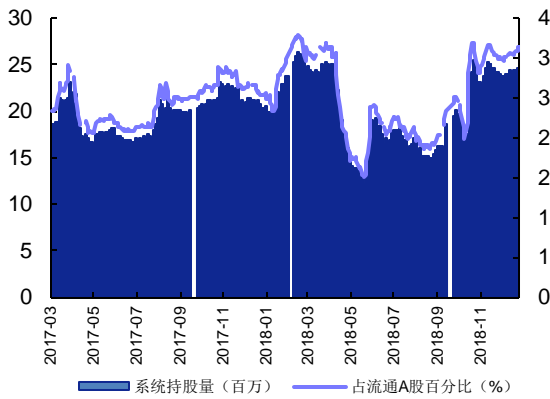
图 10: 涪陵榨菜沪港通持股



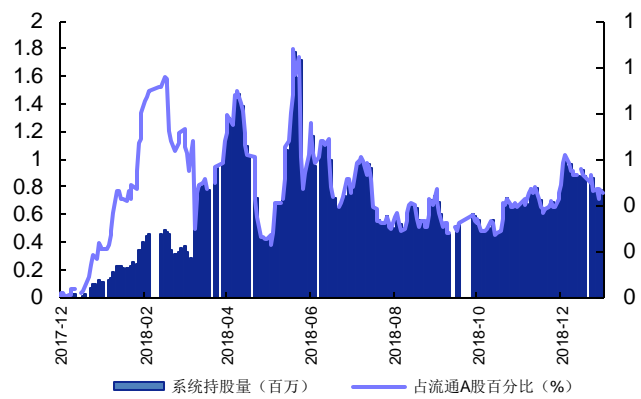
资料来源: wind, 安信证券研究中心

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

### 3. 近期重要观点：适度谨慎，跟踪变化

#### 3.1. 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。

#### 3.2. 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。

## 4. 近期报告汇总

### 4.1. 年度策略会演讲报告

#### ➤ 食品首席苏铖策略会演讲报告

- 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。

### 4.2. 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：顺势提价与逆势挺价。(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。

#### 4.3. 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。

#### 4.4. 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

## 5. 重点公司估值表

表 5：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	635.88	13.31	21.56	33.73	48	29	19	买入-A	
	000858.SZ	五粮液	50.69	1.79	2.55	3.17	28	20	16	买入-A	
	002304.SZ	洋河股份	94	3.93	4.40	5.18	20	21	18	买入-A	
	000568.SZ	泸州老窖	39.3	1.23	1.80	2.41	32	22	16	买入-A	
	600559.SH	老白干酒	12.78	0.00	0.37	0.74	#DIV/0!	35	17	-	
	000596.SZ	古井贡酒	55.13	1.65	2.28	2.41	33	24	23	买入-A	
	000860.SZ	顺鑫农业	34.63	0.72	0.77	1.06	48	45	33	增持-A	
	000799.SZ	酒鬼酒	16.24	0.33	0.54	0.73	49	30	22	增持-A	
	600702.SH	沱牌舍得	22.46	0.24	0.43	1.06	94	52	21	买入-A	
	600779.SH	水井坊	29.38	0.46	0.69	1.06	53	41	29	买入-A	
黄酒	600809.SH	山西汾酒	35.37	0.70	1.09	1.81	51	32	20	买入-A	
	600616.SH	金枫酒业	4.99	0.13	0.11	0.18	38	45	28	-	
葡萄酒	600059.SH	古越龙山	6.82	0.15	0.20	0.24	45	34	28	增持-B	
	000869.SZ	张裕 A	26.09	1.43	1.51	1.64	18	17	16	-	
乳业	600887.SH	伊利股份	23.51	0.93	0.99	1.35	24	22	20	买入-A	
	600597.SH	光明乳业	8.45	0.46	0.50	0.63	18	17	13	增持-A	
	002570.SZ	贝因美	5.1	0.00	-1.03	0.15	#DIV/0!	-5	34	-	
蛋白乳饮	002719.SZ	麦趣尔	11.25	0.26	0.17	0.91	43	66	12	买入-A	
	000848.SZ	承德露露	7.83	0.46	0.42	0.47	17	19	17	买入-A	
肉制品	000895.SZ	双汇发展	24.7	1.34	1.31	1.66	16	15	13	买入-A	
	600073.SH	上海梅林	7.32	0.42	0.30	0.59	17	24	12	买入-A	
调味品	603288.SH	海天味业	67.41	1.05	1.31	1.61	39	32	42	增持-A	
	600872.SH	中炬高新	28.99	0.45	0.57	0.82	64	51	35	买入-A	
	600305.SH	恒顺醋业	10.9	0.28	0.47	0.44	39	23	25	买入-A	
	002650.SZ	加加食品	3.57	0.00	0.14	0.19	#DIV/0!	26	19	-	
	002582.SZ	好想你	7.79	0.08	0.21	0.31	97	37	25	买入-A	
	002661.SZ	克明面业	12.3	1.17	0.34	1.78	11	36	7	买入-B	
	002557.SZ	洽洽食品	19.2	0.70	0.63	1.05	27	30	18	买入-A	
	000716.SZ	黑芝麻	3.07	0.00	0.18	0.49	#DIV/0!	17	6	买入-B	
	600298.SH	安琪酵母	24.25	0.65	1.03	1.32	37	24	18	买入-A	
	002695.SZ	煌上煌	10.21	0.18	0.28	0.38	57	36	27	-	
综合食品	300146.SZ	汤臣倍健	16.74	0.36	0.52	0.52	47	32	32	增持-A	
	002507.SZ	涪陵榨菜	21.15	0.33	0.52	0.65	36	27	21	买入-A	
	000639.SZ	西王食品	6.71	0.30	0.76	0.91	71	36	23	买入-B	
	002568.SZ	百润股份	9.28	-0.16	0.22	0.50	-58	42	19	买入-B	
	603020.SH	爱普股份	7.46	0.60	0.45	0.66	12	17	11	增持-A	
	603866.SH	桃李面包	46.98	0.93	1.14	1.46	51	41	32	增持-A	
	600882.SH	广泽股份	7.54	0.08	0.01	0.21	94	754	36	买入-A	
	啤酒	600132.SH	重庆啤酒	29.09	0.37	0.68	0.87	79	43	33	买入-A

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 6. 行业要闻

- 1、799! 38 度国窖 1573 北方调价, 2019 “涨” 势凶猛?  
<http://suo.im/4INsip>
- 2、增幅放缓引连锁反应, 百亿目标频出的白酒行业混战加剧!  
<http://suo.im/4t0st2>
- 3、上新了! 水井坊加码千元高端新品  
<http://suo.im/4XPv5z>
- 4、1099! 52 度国窖 1573 提价, 2019 高端酒 “涨起” ?  
<http://h5ip.cn/Ckak>
- 5、2018 全国白酒行业数据盘点: 川酒产量第一、人均烈酒超世界平均水平  
<http://h5ip.cn/Rbmf>
- 6、“独角兽” 凶猛: 半个月累计获 45 亿资金支持, 1919 独步酒类新零售!  
<http://h5ip.cn/C6Ad7>、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>
- 7、高调立 “新五年翻两番” 目标, 今世缘为何能跨过 “拐点” 迎来高点?  
<http://h5ip.cn/Ov8X>
- 8、五粮液开出 2019 首张罚单! “雷霆行动” 严惩经销商旺季低价、窜货行为  
<http://h5ip.cn/DHab>
- 9、茅台开年度全国供应商会; 洋河联手聚划算推出定制礼盒  
<http://h5ip.cn/J4AW>
- 10、临近春节, 终端售价已破 2000, 茅台的价还能控住吗?  
<http://h5ip.cn/7UFI>
- 11、启动 “舍得智慧俱乐部”, 舍得 2019 年拉开培育核心消费者的 “闪击战”  
<http://h5ip.cn/sF69>
- 12、蒙牛、伊利、新希望等乳业巨头角逐云南市场  
<http://h5ip.cn/258T>
- 13、请回答 2018 | 在升级之年, 金种子的升级之路如何行稳致远?  
<http://t.cn/Eq4TdZD>
- 14、2019 年乳业渠道变化的 5 个小趋势, 你都知道吗?  
<http://t.cn/Eq4TKvh>
- 15、金典、安慕希、QQ 星、每益添……伊利旗下 12 大品牌, 要这样发力 2019!  
<http://t.cn/Eqzflhc>

## 7. 重点公司公告

表 6: 上周重要公告

公司名称	公告日期	公告类型	公告内容摘要
广泽股份	2019/01/07	股份回购	公司拟回购注销 5 名原激励人员已获授但尚未解除限售的限制性股票共计 243,000 股, 公司总股本将由 409,762,045 股减少至 409,519,045 股。公司注册资本由人民币 409,762,045 元减少至人民币 409,519,045 元。公司于近日收到公司董事、副总经理、首席营销官邹有伟先生、董事崔民河先生的书面辞职申请, 公司拟增补刘宗尚先生、崔海女士为公司第十届董事会非独立董事。
伊利股份	2019/01/07	股票期权行权	公司审议并通过了《公司关于 2016 年股票期权与限制性股票第一期行权/解锁条件成就的议案》, 本次符合股票期权行权条件的人数为 246 人, 对应的股票期权行权数量为 19,278,750 份; 本次符合限制性股票解锁条件的人数为 246 人, 对应的限制性股票解锁数量为 6,425,000 股。
安井食品	2019/01/08	公司投资	公司拟使用不超过 4.4 亿元暂时闲置募集资金及 4 亿元闲置自有资金进行现金管理, 用于购买安全性高、

重庆啤酒	2019/01/08	公司投资	流动性好的保本或稳健型理财产品，使用期限为 12 个月，在上述使用期限及额度范围内，资金可循环滚动使用。 为提高资金的使用效率以及资金收益，公司投入 1.8 亿元流动资金于澳大利亚和新西兰银行(中国)有限公司上海分行办理了人民币结构性理财业务，持有天数为 90 天，到期日为 2019 年 4 月 4 日。
克明面业	2019/01/09	股权质押	公司将其持有的本公司无限售条件流通股 500 万股（占本公司总股本的 1.51%，占所持股份的 4.33%）质押给湖南省资产管理有限公司。股份质押期限自 2019 年 01 月 08 日起，至向中国证券登记结算有限责任公司办理解除质押登记为止。
伊力特	2019/01/09	股份回购	公司临时股东大会审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的预案》。公司将以自有资金 1 到 2 亿元，以不超过 21.74 元/股回购公司股份普通股股票。在回购价格不超过 21.74 元/股条件下，预计最大回购数量为 919 万股，占我公司目前总股本的 2.08%。
桂发祥	2019/01/09	股份回购	公司拟以集中竞价交易方式回购公司总金额 5,000 万元到 10,000 万元股份。回购股份期限为自股东大会审议通过之日起不超过 6 个月；预计股份回购数量为 3,125,000 股（占公司总股本比例约为 1.53%）到 6,250,000 股（占公司总股本比例约为 3.05%）。
威龙股份	2019/01/10	股权质押	公司控股股东、实际控制人王珍海先生将其持有的本公司 412 万股限售流通股补充质押给中泰证券股份有限公司，此次质押的股份数占公司总股本的 1.79%。
洽洽食品	2019/01/11	员工持股计划	截至 1 月 11 日，第二期员工持股计划持有的公司股票 10,880,200 股已全部出售完毕，占公司总股本的 2.15%。根据公司员工持股计划的有关规定，后续将进行相关资产清算和分配等工作，并终止本次员工持股计划。
煌上煌	2019/01/11	公司投资	公司于 2019 年 1 月 11 日召开的第四届董事会第十一次会议审议通过了《关于继续使用暂时闲置募集资金购买银行理财产品的议案》，同意公司继续使用不超过 20,000 万元暂时闲置募集资金购买安全性高、流动性好的短期、低风险银行理财产品，在上述额度内，资金可以滚动使用。
中葡股份	2019/01/11	股东减持	2019 年 1 月 11 日，公司收到公司持股 5% 以上股东国安投资通知，国安投资将质押给中万宏源证券有限公司的公司部分股票依约卖出，卖出后国安投资持有公司 120,452,712 股股票，占公司总股本约 10.72%。

资料来源：wind, 安信证券研究中心

## 8. 下周重要事项

表 7：下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
来伊份	2019/01/18	股东大会召开
*ST 因美	2019/01/18	股东大会召开
黑芝麻	2019/01/18	股东大会召开
深深宝 A	2019/01/18	股东大会召开

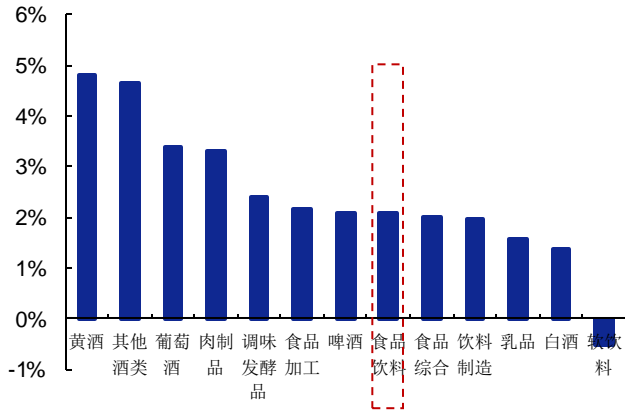
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 9. 重点数据跟踪

### 9.1. 本周市场表现

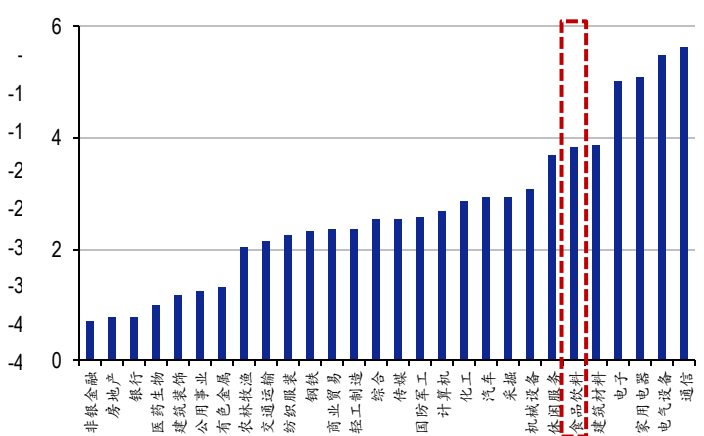
大盘及各行业走势 (01/07-01/11)

图 13: 年初至今各行业收益率 (%)



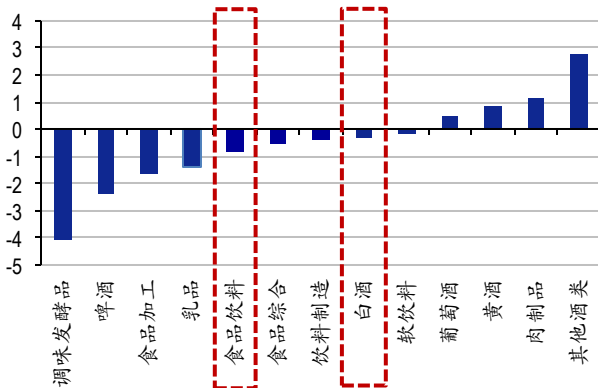
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 14: 一周以来各行业收益率 (%)



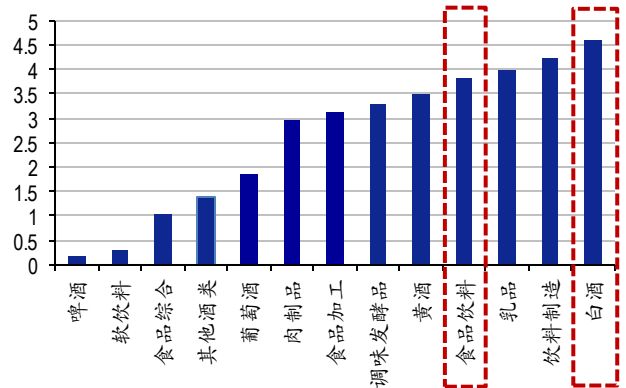
资料来源: wind, 安信证券研究中心

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)
002515.SZ	金字火腿	12.44	64	002216.SZ	三全食品	-3.47	21
603589.SH	口子窖	12.10	19	600298.SH	安琪酵母	-2.81	32
000860.SZ	顺鑫农业	8.76	36	600132.SH	重庆啤酒	-2.51	13
000557.SZ	西部创业	8.09	153	000639.SZ	西王食品	-2.04	34
600305.SH	恒顺醋业	7.39	87	002726.SZ	龙大肉食	-1.96	10

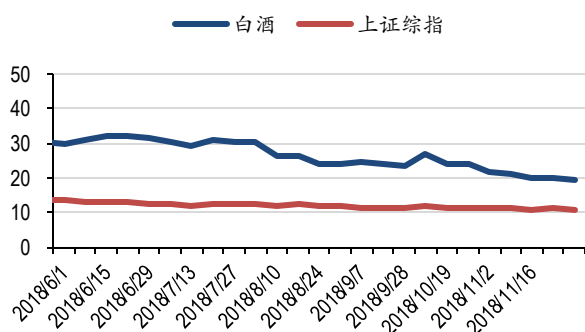
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

#### 板块估值情况

白酒板块估值 21.35 倍, 相对于上证综指相对估值 1.98 倍 (上周为 1.92 倍), 食品加工行业板块估值为 27.58 倍, 相对于上证综指相对估值 2.56 倍 (上周为 2.53 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 31.68 倍 (相对

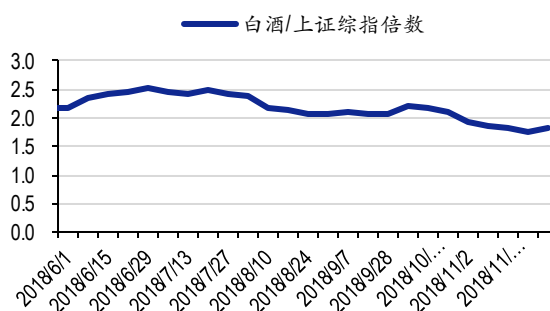
上证综指 2.60 倍)。

图 17: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



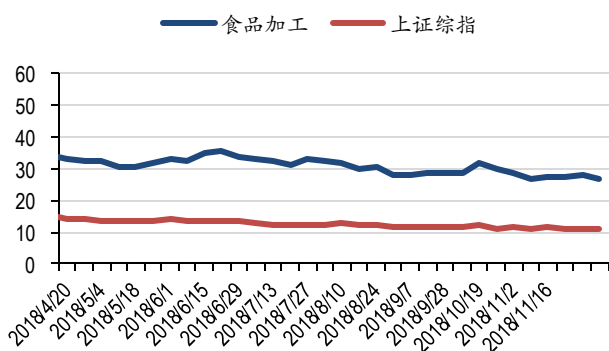
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 18: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



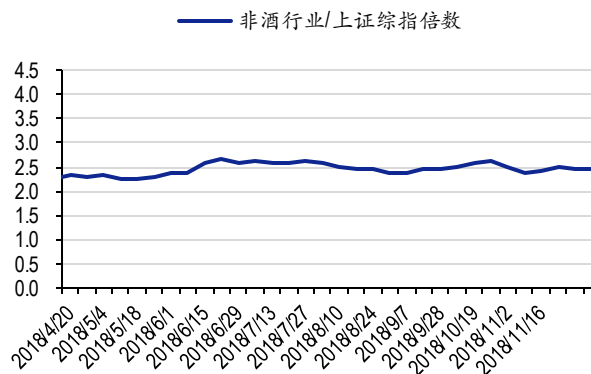
资料来源: Wind、安信证券研究中心

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



## 9.2. 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

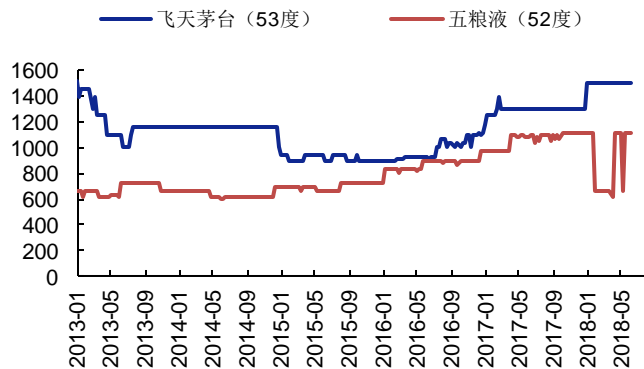
- **进口大麦价格:** 2018 年 6 月, 进口大麦单价为 255 美元/吨, 同比上涨 28.8%, 环比上涨 2.4%。
- **玻璃价格:** 8 月 17 日数据, 玻璃价格指数 1189.68, 同比上涨 6.4%, 环比持平, 玻璃价格指数自 14 年初以来已累计上涨 14.4%。

### 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。

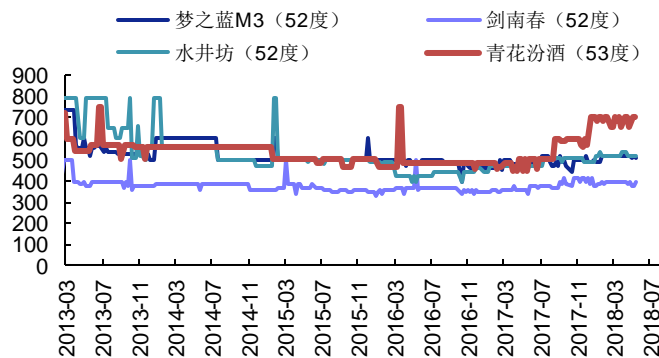
➤ **可可价格:** 近5年来,可可价格先扬后抑,现呈现逐步下跌趋势,从2012年初每吨2308美元至2018年7月每吨2357.05美元。

图 21: 茅台五粮液终端价格



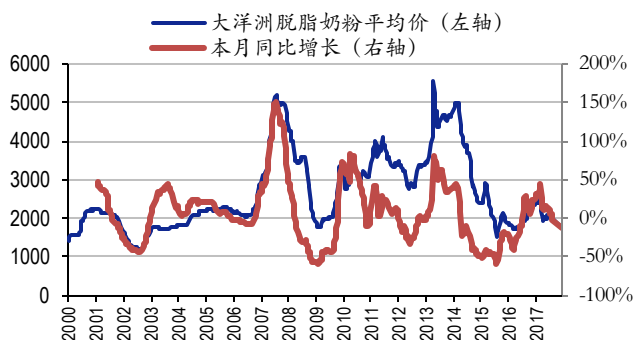
资料来源: JD、安信证券研究中心

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)



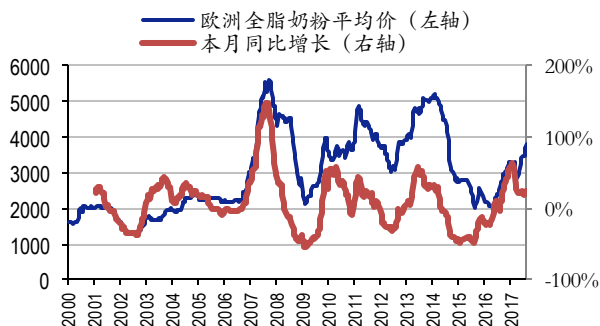
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 24: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)



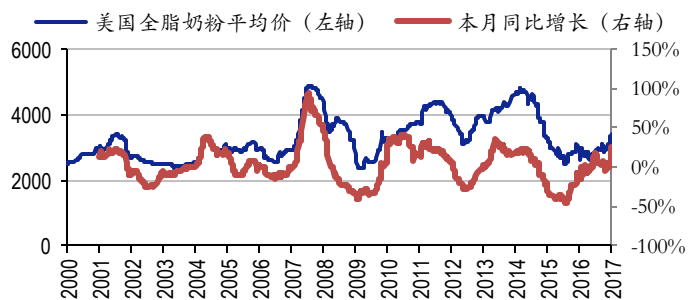
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 25: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)



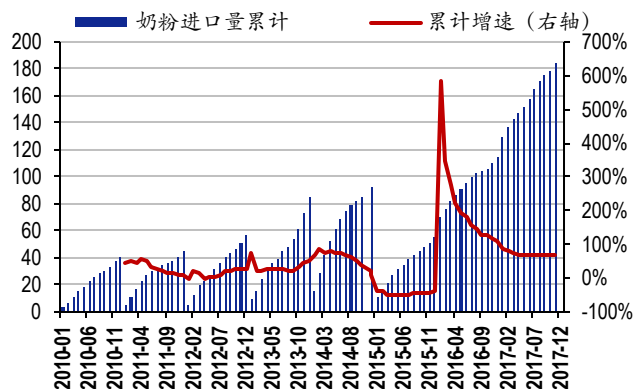
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 26: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)



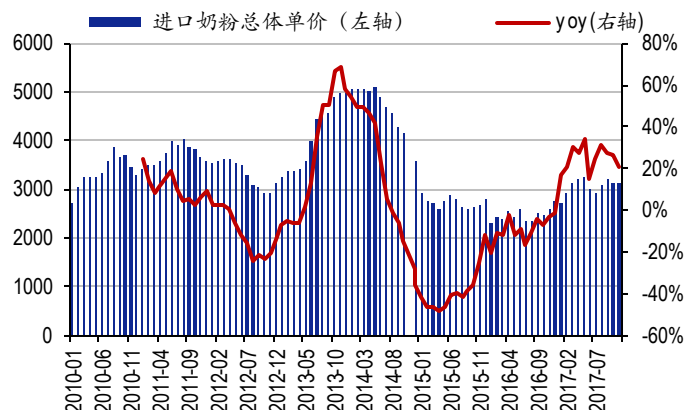
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 27: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)



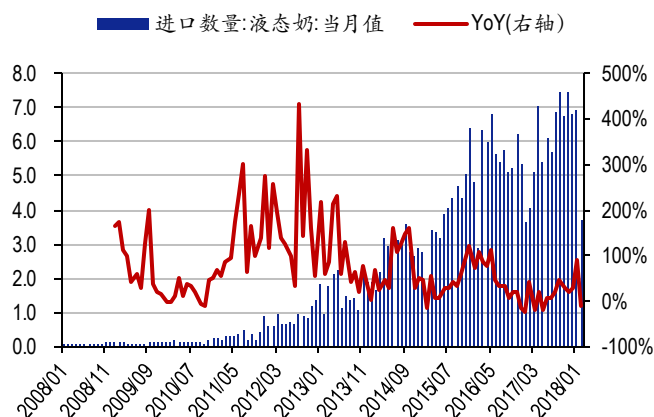
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 28: 海关奶粉进口价 (美元/吨)



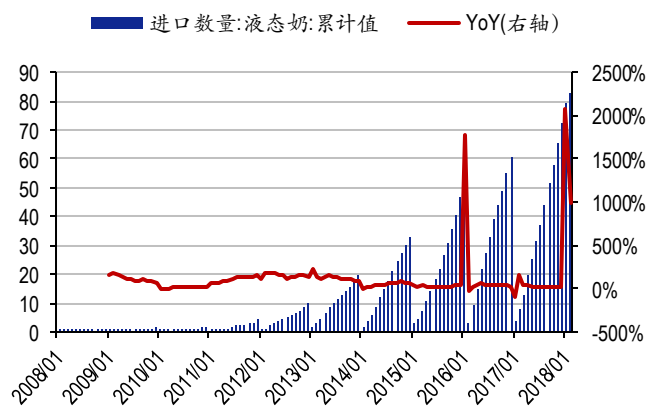
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 29: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)



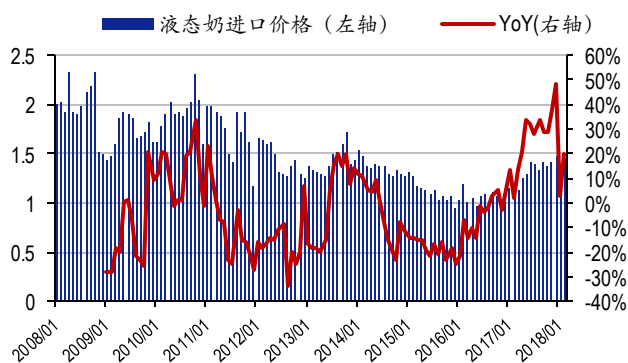
资料来源: Wind、安信证券研究中心

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)



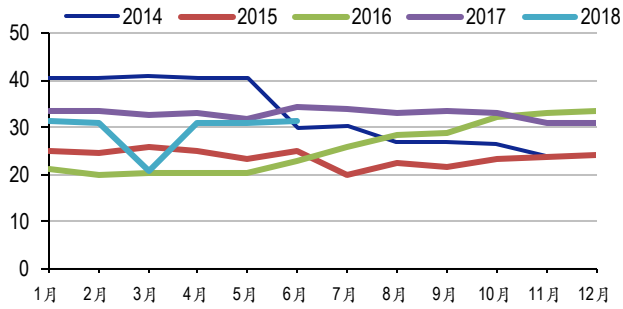
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 原奶价格 (元/千克)



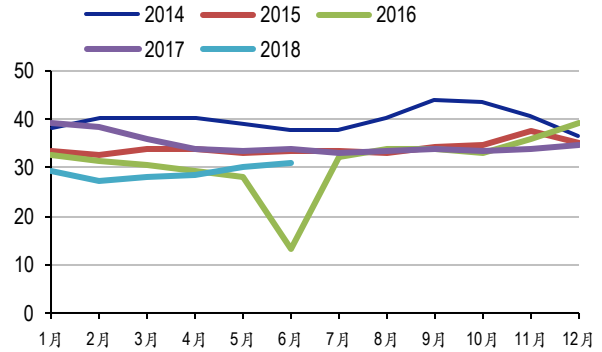
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



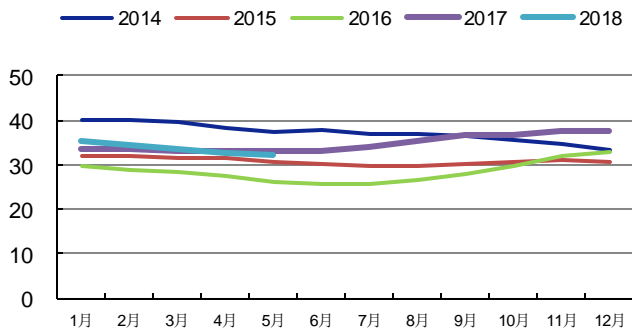
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



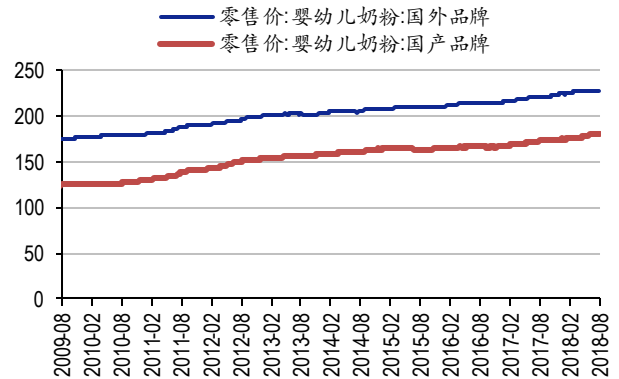
资料来源: Wind、安信证券研究中心

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)

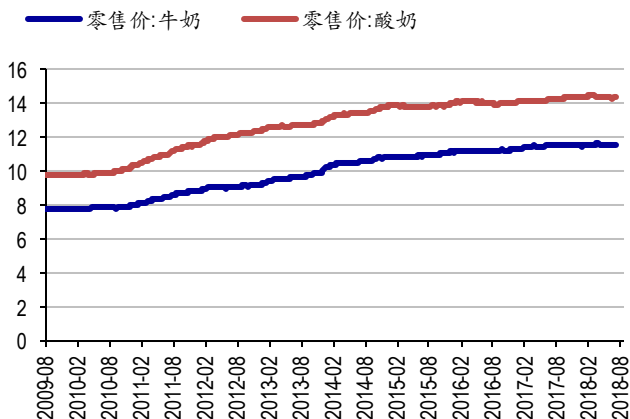


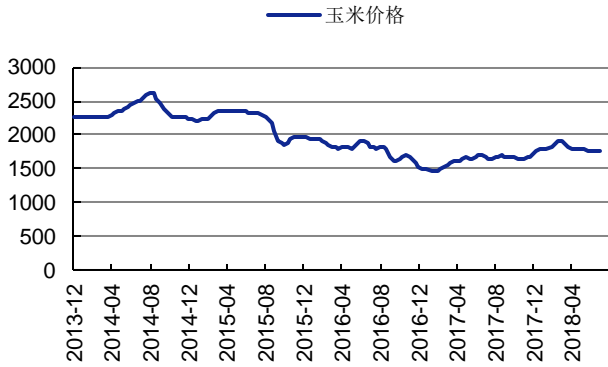
图 38: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

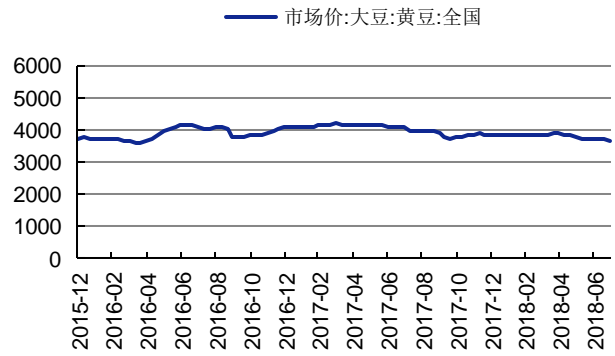
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 39: 国内玉米价格 (元/吨)



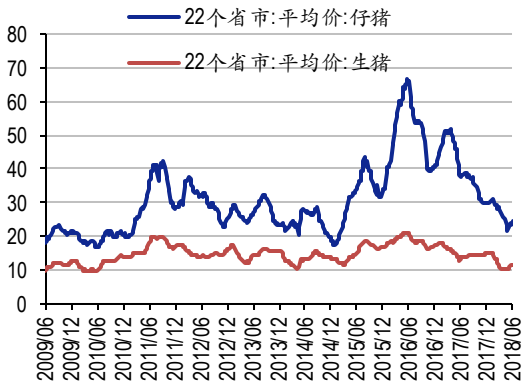
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

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)

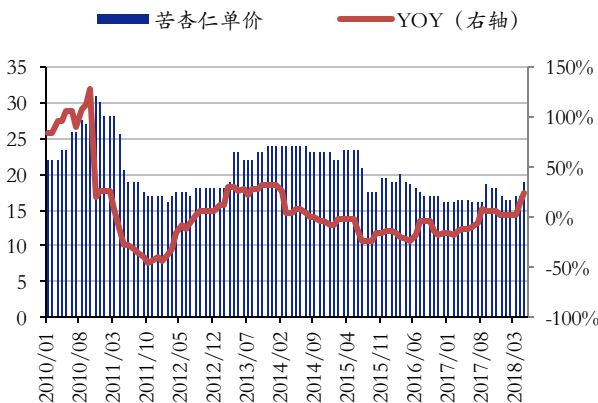
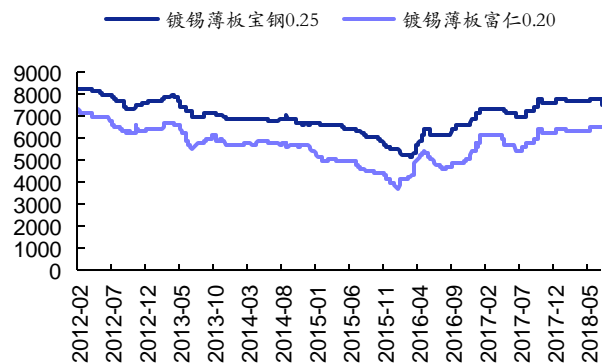


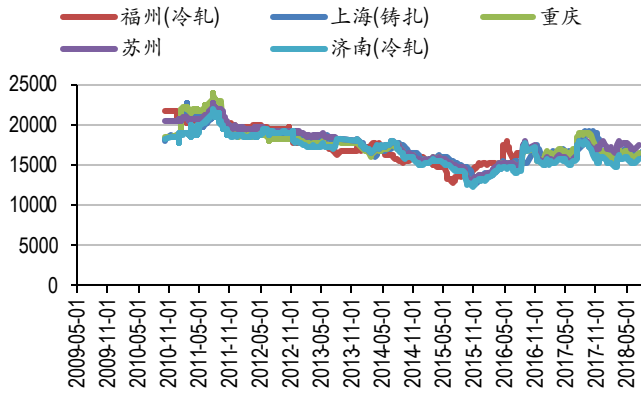
图 44: 马口铁价格 (元/吨)



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



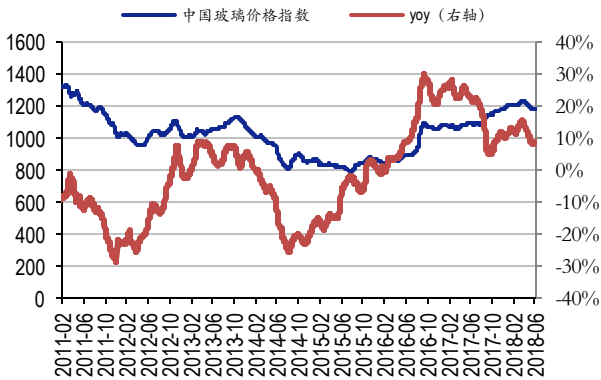
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 46: 进口大麦价格 (美元/吨)



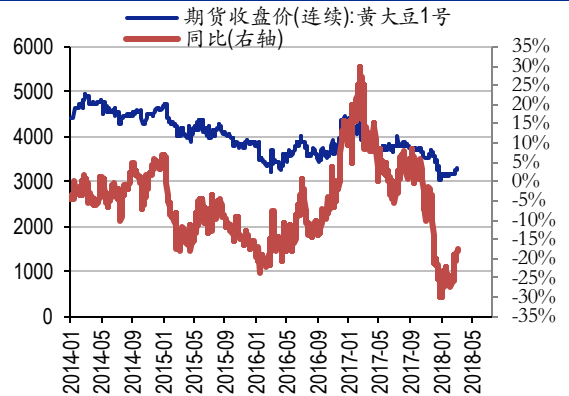
资料来源: Wind、安信证券研究中心

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)



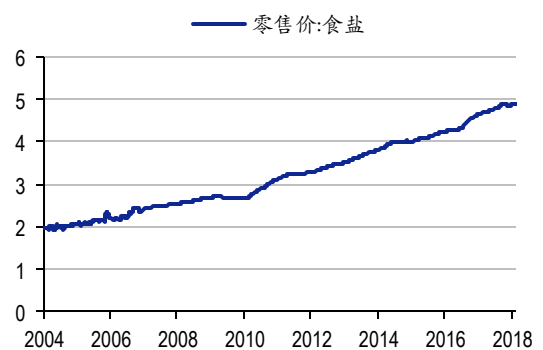
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 49: 食糖价格指数 (元/吨)



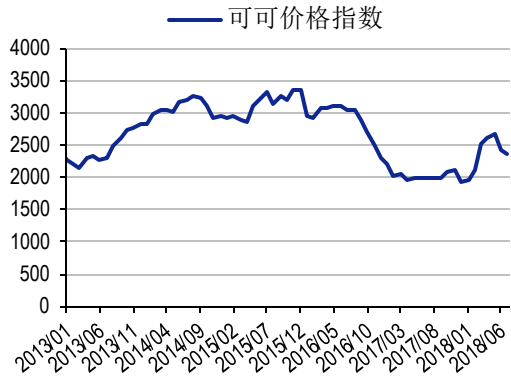
资料来源: Wind、安信证券研究中心

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