

## 浅析五粮液春节动销超预期原因

从茅台价格超预期，到五粮液销量超预期，白酒投资从“冬天有点冷”到“春节有点热”，2019年初至今茅台涨幅达到15.20%。根据酒说报道，今年1月份以来，五粮液在江苏、北京、西北、广西等区域市场都实现了两位数以上的高增长，不少地方的同比增幅在20%—30%。与茅台不同，五粮液的“金融属性”需求较弱，因此常常作为投资人对于高端酒实际动销的重要跟踪指标之一，五粮液的超预期增速的背后原因是什么？

- **高端酒格局稳定，量价间需找平衡点。** 高端酒行业格局明晰，茅台在1000元以上超高端价格带一家独大，五粮液国窖在800元价格带寡头垄断，在量与价之间需找寻平衡点。今年春节，茅台以云商为代表的线上1499货源减少，终端实际购买价同比提升。五粮液受打款政策影响，批价降至790元左右，国窖减量挺价，批价较节前有所上涨。
- **茅台供需关系偏紧，价盘维持高位，部分饮用需求难被满足。** 由于白酒行业价盘的“一体性”，龙头茅台价格成为白酒行业的旗帜。在供需偏紧的市场作用下，2019年春节期间茅台批价维持在1700-1800元之间，部分终端烟酒店缺货现象严重。同时，与去年春节不同，消费者鲜少能从渠道购买到1499元的茅台酒，实际购买价格同比有所提升。
- **茅台价盘向上，国窖减量挺价，利好五粮液春季动销。** 近三年茅台与五粮液的批价比例从1.5倍上升至2.2倍，同期五粮液与国窖1573的批价比例略有下降。今年春节，国窖挺价减量，保证渠道利润。受五粮液价盘下压影响，1月初国窖价盘有所波动，公司主动缩减配额，控货挺价，保证价盘良性向上，根据西南地区经销商反馈，国窖批价从705元上涨至715元，并与五粮液的价差从100元缩小至80元。受控货挺价影响，春节期间，国窖部分地区市占率有所下降。
- **五粮液动销超预期，19Q1和全年收入和业绩可适度乐观。** 2019年目标实现2.3万吨五粮液酒的销售（同比增加15%）。在茅台供需紧平衡的环境下，经销商反馈，多地区五粮液动销增速在10%以上，华东、西北部分经销商一季度配额已用完，并提出紧急补货申请。**五粮液有品牌力背书，宽护城河效应明显，目前对应2019年的市盈率为15x，显著低于茅台（23x），亦低于同行业可比公司，泸州老家（16x）、洋河股份（16x）。**

**春节效应存在，节后批价需紧密跟踪。** 受宏观影响，中高端白酒需求有所放缓。从目前渠道跟踪情况来看，节前五粮液需求好于平常，走量较为顺利；部分次高端白酒增速放缓明显；低端大众酒白酒牛栏山动销良性。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。目前白酒投资推荐标的的排序：贵州茅台、顺鑫农业、口子窖/今世缘、五粮液、山西汾酒。

**风险提示：节后价格回落明显，经销商库存加大导致价盘不稳；宏观经济下行压力加大。**

投资评级

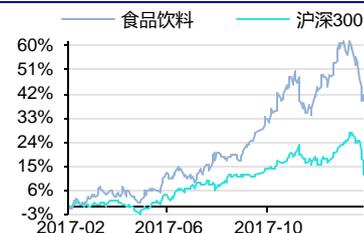
同步大市-  
A  
维持评级

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. 本周专题：浅析五粮液春节动销超预期原因.....	4
2. 本周食品饮料板块综述.....	5
3. 近期报告汇总.....	8
3.1. 年度策略会演讲报告.....	8
3.2. 近期专题报告.....	9
3.3. 消费专题会、调研纪要.....	10
3.4. 地产酒系列深度.....	11
4. 行业要闻.....	12
5. 重点公司公告.....	12
6. 下周重要事项.....	13
7. 重点数据跟踪.....	14
7.1. 本周市场表现.....	14
7.2. 行业重点数据跟踪.....	17

## 图表目录

图 1: 近三年茅台、五粮液批价对比.....	4
图 2: 近三年五粮液、国窖 1573 批价对比.....	4
图 3: 食品饮料行业沪港通持股 (%).....	6
图 4: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	6
图 5: 茅台沪港通持股.....	7
图 6: 五粮液沪港通持股.....	7
图 7: 泸州老窖沪港通持股.....	7
图 8: 洋河股份沪港通持股.....	7
图 9: 山西汾酒沪港通持股.....	7
图 10: 水井坊沪港通持股.....	7
图 11: 伊利股份沪港通持股.....	7
图 12: 涪陵榨菜沪港通持股.....	7
图 13: 中炬高新沪股通持股比例.....	8
图 14: 绝味食品沪股通持股.....	8
图 15: 年初至今各行业收益率 (%).....	14
图 16: 一周以来各行业收益率 (%).....	14
图 17: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%).....	14
图 18: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%).....	14
图 19: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM).....	15
图 20: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	15
图 21: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM).....	15
图 22: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	15
图 23: 茅台五粮液终端价格.....	18
图 24: 二线酒终端价格.....	18
图 25: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨).....	18
图 26: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨).....	18
图 27: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨).....	18
图 28: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨).....	18

图 29: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)	19
图 30: 海关奶粉进口价 (美元/吨)	19
图 31: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)	19
图 32: 液态奶进口量-累计值 (万吨)	19
图 33: 液态奶进口单价 (美元/千克)	19
图 34: 原奶价格 (元/千克)	19
图 35: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	20
图 36: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	20
图 37: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	20
图 38: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	20
图 39: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	20
图 40: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	20
图 41: 国内玉米价格 (元/吨)	21
图 42: 国内大豆价格 (元/吨)	21
图 43: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	21
图 44: 猪粮比价	21
图 45: 苦杏仁价格 (元/千克)	21
图 46: 马口铁价格 (元/吨)	21
图 47: 铝板价格	22
图 48: 进口大麦价格 (美元/吨)	22
图 49: 玻璃价格指数	22
图 50: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)	22
图 51: 食糖价格指数 (元/吨)	22
图 52: 食盐价格指数 (元/公斤)	22
图 53: 可可价格指数 (美元/吨)	23
表 1: 核心组合收益表	6
表 2: 重点公司估值表	11
表 3: 上周重要公告	12
表 4: 下周重要事项	14

## 1. 本周专题：浅析五粮液春节动销超预期原因

从茅台价格超预期，到五粮液销量超预期，白酒行业的市场预期波动振幅扩大，白酒投资亦从“冬天有点冷”到“春节有点热”，2019年初至今茅台涨幅达到15.20%。上周酒说、微酒等平台陆续报道五粮液春节销量增长喜人。根据酒说报道，今年1月份以来，五粮液在江苏、北京、西北、广西等区域市场都实现了两位数以上的高增长，不少地方的同比增幅在20%—30%。与茅台不同，五粮液的“金融属性”需求较弱，因此常常作为投资人对于高端酒实际动销的重要跟踪指标之一，五粮液的超预期增速的背后原因是什么？

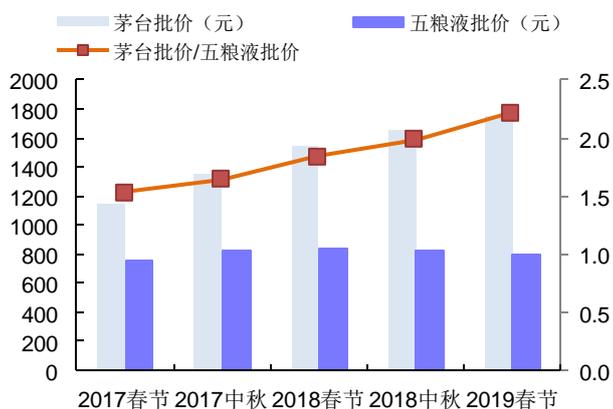
**高端酒格局稳定，量价间需找平衡点。** 高端酒行业格局明晰，茅台在1000元以上超高端价格带一家独大，五粮液国窖在800元价格带寡头垄断，在量与价之间需找寻平衡点。今年春节，茅台以云商为代表的线上1499货源减少，终端实际购买价同比提升。五粮液受打款政策影响，批价降至790元左右，国窖减量挺价，批价较节前有所上涨。

**茅台供需关系偏紧，价盘维持高位，部分饮用需求难被满足。** 由于白酒行业价盘的“一体性”，龙头茅台价格成为白酒行业的旗帜。在供需偏紧的市场作用下，2019年春节期间茅台批价维持在1700-1800元之间，部分终端烟酒店缺货现象严重。同时，与去年春节不同，消费者鲜少能从渠道购买到1499元的茅台酒，实际购买价格同比有所提升。

**茅台价盘向上，国窖减量挺价，利好五粮液春季动销。** 近三年茅台与五粮液的批价比例从1.5倍上升至2.2倍，同期五粮液与国窖1573的批价比例略有下降。今年春节，国窖挺价减量，保证渠道利润。受五粮液价盘下压影响，1月初国窖价盘有所波动，公司主动缩减配额，控货挺价，保证价盘良性向上，根据西南地区经销商反馈，国窖批价从705元上涨至715元，并与五粮液的价差从100元缩小至80元。受控货挺价影响，春节期间，国窖部分地区市占率有所下降。

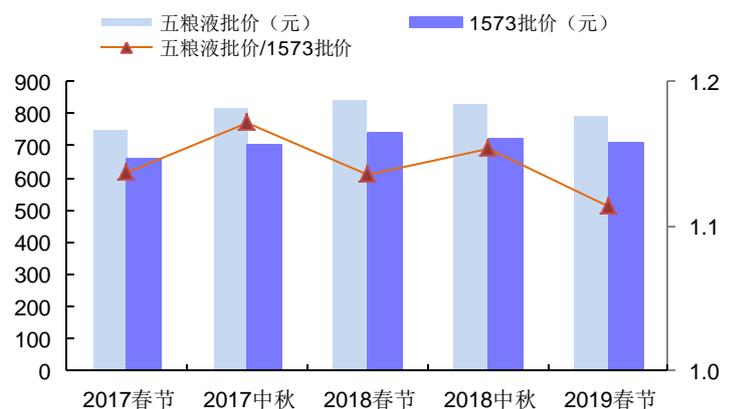
**此外，消费习惯改变，或促使高端酒春节动销占比加大。** 根据草根调研的情况来看，近几年高端白酒的春节动销占比提升，且消费者的购买周期缩短，节前2-3周集中采购或影响白酒动销的节奏。另一方面，2019年春节时间提前，1月销量同比数据或已有春节错位因素影响。

图1：近三年茅台、五粮液批价对比



资料来源：草根调研，wind，安信证券研究中心

图2：近三年五粮液、国窖1573批价对比



资料来源：草根调研，wind，安信证券研究中心

**五粮液动销超预期，19Q1和全年收入和业绩可适度乐观。** 2019年目标实现2.3万吨五粮液酒的销售（同比增加15%）。在茅台供需紧平衡的环境下，经销商反馈，多地区五粮液动销增速在10%以上，华东、西北部分经销商一季度配额已用完，并提出紧急补货申请。五粮液有品牌力背书，宽护城河效应明显，目前对应2019年的市盈率为15x，显著低于茅台（23x），

亦低于同行业可比公司，泸州老家（16x）、洋河股份（16x）。

**春节效应存在，节后批价需紧密跟踪。**受宏观影响，中高端白酒需求有所放缓。从目前渠道跟踪情况来看，节前五粮液需求好于平常，走量较为顺利；部分次高端白酒增速放缓明显，例如水井坊河南增速较 2018 年同期显著放缓。低端大众酒白酒牛栏山动销良性。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。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。**目前白酒投资推荐标的排序：贵州茅台、顺鑫农业、口子窖/今世缘、五粮液、山西汾酒。**

表 1：今年以来白酒公司涨跌

代码	名称	年初至今	振幅	最高	最低
600519.SH	贵州茅台	15.20%	19.81%	698.88	582.02
000860.SZ	顺鑫农业	22.23%	32.49%	39.86	29.50
603369.SH	今世缘	14.29%	27.05%	17.42	13.50
603589.SH	口子窖	16.20%	26.03%	41.03	31.90
600559.SH	老白干酒	9.87%	17.96%	14.07	11.85
600702.SH	舍得酒业	8.90%	21.43%	26.09	21.20
000596.SZ	古井贡酒	17.49%	27.74%	64.97	50.00
000799.SZ	酒鬼酒	6.76%	16.33%	17.96	15.35
600197.SH	伊力特	12.43%	21.80%	15.49	12.65
600199.SH	金种子酒	6.35%	17.29%	5.26	4.47
600809.SH	山西汾酒	8.82%	18.12%	38.99	32.64
000858.SZ	五粮液	8.59%	16.45%	56.37	48.00
002304.SZ	洋河股份	4.16%	16.79%	103.50	87.60
000568.SZ	泸州老窖	5.07%	15.15%	43.76	37.60
603919.SH	金徽酒	1.63%	12.67%	12.86	11.38
603198.SH	迎驾贡酒	4.04%	13.96%	15.30	13.33
002646.SZ	青青稞酒	1.31%	7.47%	11.43	10.63
600779.SH	水井坊	-3.88%	12.82%	32.39	28.33

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(01/21-01/25)上证指数上涨 0.22%，深证成指上涨 0.19%，食品饮料板块上涨 0.53%，在申万 28 个子行业中排名第 6 位。大部分板块有不同程度的上涨，其中食品综合涨幅最大，为 2.58%（食品综合 2.58%>其他酒类 2.51%>调味发酵品 1.86%>啤酒 1.12%>食品加工 0.87%>食品饮料 0.53%>软饮料 0.45%>葡萄酒 0.45%>饮料制造 0.35%>白酒 0.31%>乳品 -0.13%>肉制品-0.46%>黄酒-1.23%）。

个股涨幅前五位分别是：千禾味业（12.23%）、\*ST 椰岛（9.66%）、绝味食品（9.53%）、西王食品（9.30%）、古井贡酒（7.13%）；跌幅前五位分别是：\*ST 皇台（-9.93%）、金字火腿（-4.04%）、得利斯（-3.98%）、惠发股份（-3.76%）、莫高股份（-3.06%）。

### 核心组合表现：

本周我们的**核心组合**上涨 1.12%。具体标的表现如下表（核心组合出自重点标的的组合池）：

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	679.70	10%	-0.57%	5.00%	683.61
000568.SZ	泸州老窖	42.72	10%	1.23%	10.00%	42.20
000858.SZ	五粮液	55.25	10%	2.54%	5.00%	53.88
002304.SZ	洋河股份	98.66	10%	-1.34%	10.00%	100.00
600809.SH	山西汾酒	38.14	10%	1.44%	5.00%	37.60
600702.SH	舍得酒业	24.85	5%	-1.51%	5.00%	25.23
600779.SH	水井坊	30.44	10%	-2.75%	10.00%	31.30
000596.SZ	古井贡酒	63.40	5%	7.13%	5.00%	59.18
600882.SH	广泽股份	7.50	0%	-0.53%	0.00%	7.54
600887.SH	伊利股份	24.43	10%	-0.08%	5.00%	24.45
600872.SH	中炬高新	31.65	5%	2.96%	5.00%	30.74
600305.SH	恒顺醋业	11.76	0%	5.47%	5.00%	11.15
600298.SH	安琪酵母	24.75	5%	2.10%	10.00%	24.24
000848.SZ	承德露露	7.99	5%	0.76%	5.00%	7.93
002507.SZ	涪陵榨菜	22.56	5%	2.59%	10.00%	21.99
002582.SZ	好想你	8.05	5%	0.50%	5.00%	8.01
合计				0.77%	1.12%	
801120.SI	食品饮料	9,841.13			0.53%	9,788.89
000001.SH	上证综指	2,601.72			0.22%	2,596.01
000300.SH	沪深 300	3,184.47			0.51%	3,168.17

资料来源: wind, 安信证券研究中心

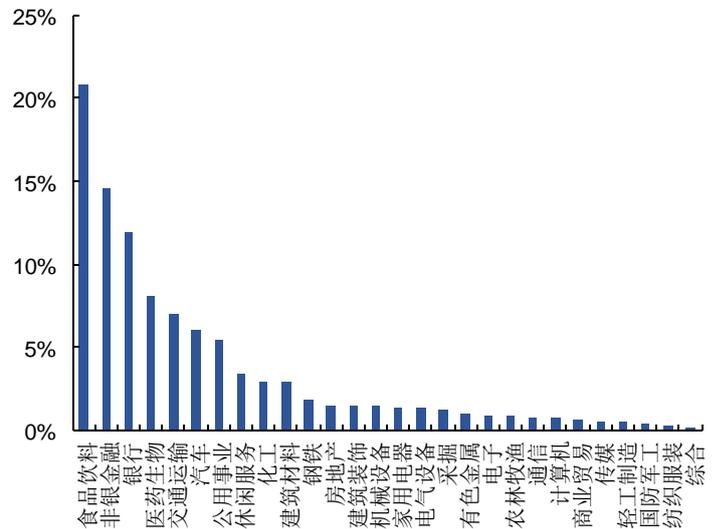
外资持股数据更新:

图 3: 食品饮料行业沪港通持股 (%)



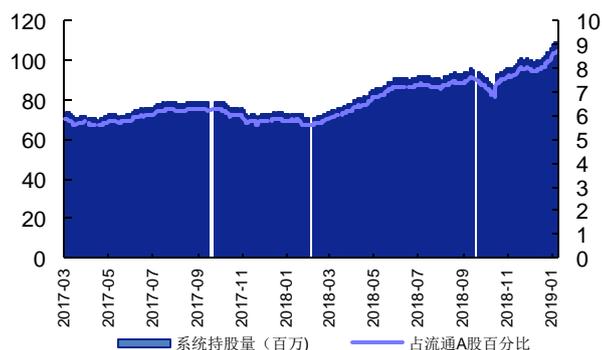
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 4: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



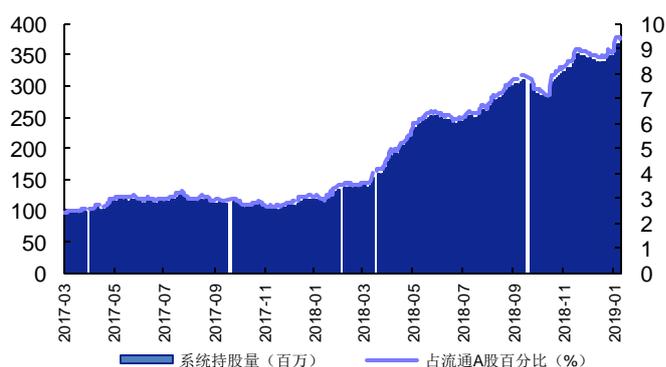
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 5: 茅台沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 6: 五粮液沪港通持股



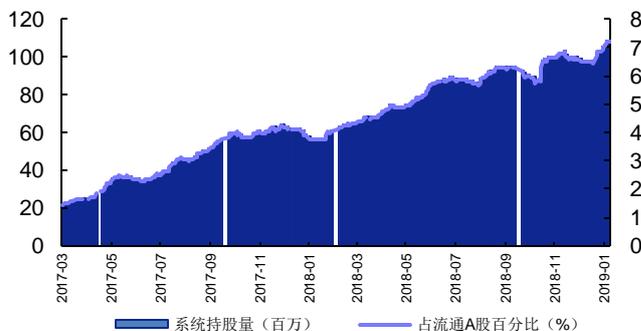
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 7: 泸州老窖沪港通持股



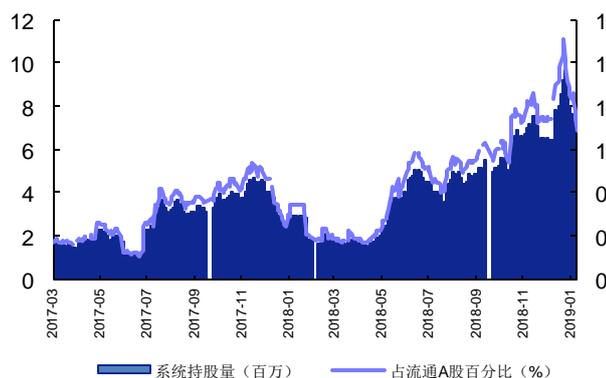
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 8: 洋河股份沪港通持股



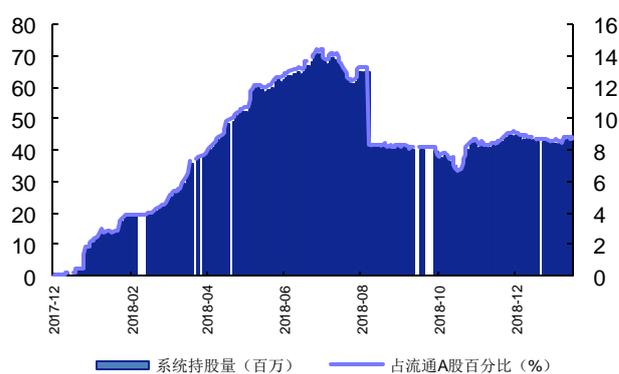
资料来源: wind, 安信证券研究中心

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

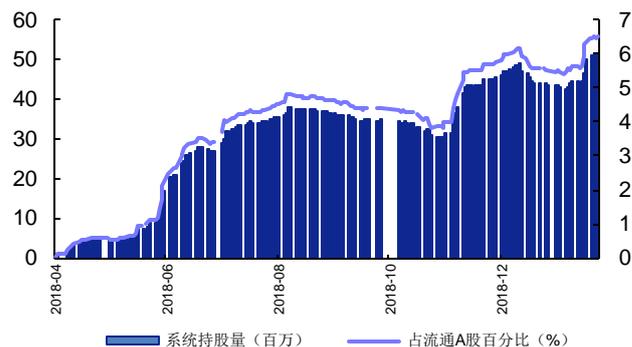
图 11: 伊利股份沪港通持股

图 12: 涪陵榨菜沪港通持股



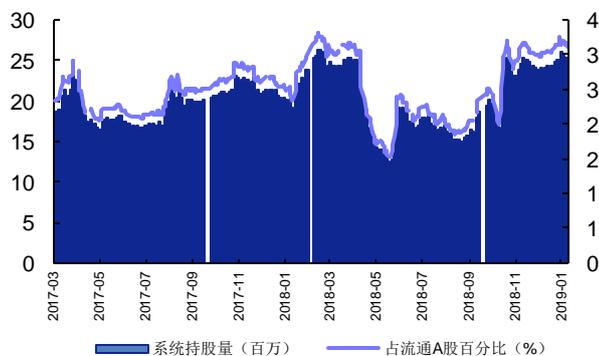
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 13：中炬高新沪股通持股比例

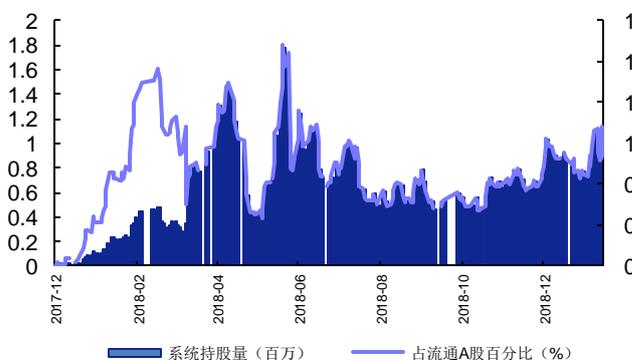


资料来源：wind，安信证券研究中心

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

### 3. 近期报告汇总

#### 3.1. 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。

### 3.2. 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。

### 3.3. 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。

### 3.4. 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

表 2：重点公司估值表

2018/11/27		归母净利润(亿)						EPS(元/股)			归母净利润增长率(%)			PE		
代码	简称	股价(元)	股本(亿)	2016	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600519	贵州茅台	766.34	12.56	167.18	270.79	340.89	406.89	21.56	27.14	32.39	61.97	25.89	19.36	31.53	25.05	20.98
000858	五粮液	85.25	38.82	67.85	96.74	131.93	148.03	2.55	3.29	3.66	42.58	30.81	12.25	22.17	16.95	15.10
000568	泸州老窖	67.56	14.65	19.28	25.58	34.28	40.40	1.80	2.34	3.76	30.69	31.76	17.85	24.46	18.60	15.80
002304	洋河股份	129.59	15.07	58.27	66.27	82.14	97.17	4.40	5.45	6.45	13.73	23.90	18.30	22.43	18.10	15.30
000596	古井贡酒	72.86	5.04	8.30	11.49	17.53	20.85	2.28	3.40	4.04	38.46	40.70	18.95	27.79	18.65	15.68
600809	山西汾酒		8.66	6.05	9.44	14.84	20.08	1.09	1.71	2.32	56.02	57.30	35.30	34.98	22.20	16.40
600779	水井坊	49.68	4.89	2.25	3.35	6.13	8.56	0.69	1.26	1.75	49.24	82.80	39.49	44.33	24.25	17.38
603589	口子窖	49.38	6.00	7.83	11.14	13.89	16.08	1.86	2.32	2.68	42.15	24.80	15.70	21.95	17.60	15.20
000860	顺鑫农业	20.32	5.71	4.13	4.38	7.92	10.75	0.77	1.39	1.88	6.25	80.59	30.80	50.74	28.10	20.70
600702	舍得酒业	49.27	3.37	0.80	1.44	3.91	5.54	0.43	1.16	1.64	79.02	172.78	41.64	58.38	21.40	15.11
603369	今世缘	17.01	12.55	7.54	8.96	11.42	13.72	0.71	0.91	1.09	18.21	27.50	22.20	23.19	16.10	13.40
600872	中炬高新	27.66	7.97	3.62	4.53	6.05	7.74	0.57	0.76	0.97	25.08	33.62	27.92	55.63	41.63	32.55
002507	涪陵榨菜	16.68	7.89	2.57	4.14	6.52	7.83	0.52	0.83	0.99	61.00	57.52	20.12	43.00	27.30	22.72
603027	千禾味业	18.10	3.26	1.00	1.44	2.40	2.20	0.45	0.74	0.67	43.93	66.53	(8.31)	41.77	25.07	27.37

600298	安琪酵母	32.82	8.24	5.35	8.47	9.70	11.59	1.03	1.18	1.41	58.33	14.47	19.51	24.07	21.03	17.60
603345	安井食品	25.47	2.16	1.77	2.02	2.75	3.51	0.98	1.28	1.63	14.11	36.14	27.43	40.87	30.32	23.56
600600	青岛啤酒	40.67	13.51	10.43	12.63	15.15	22.33	0.94	1.12	1.65	21.04	19.95	47.45	39.40	32.84	22.27
600132	重庆啤酒	22.43	4.84	1.81	3.29	4.00	4.84	0.68	0.83	1.00	82.03	21.45	20.91	44.95	37.01	30.61

资料来源: wind,安信证券研究中心

## 4. 行业要闻

- 1、茅台再推新品；古越龙山国酿 1959 上市；李渡高粱两款单品停货  
<http://t.cn/E59yZVG>
- 2、部分区域增长超“两位数”，五粮液开启新春档“收割”模式  
<http://t.cn/E5Kxu1t>
- 3、市值蒸发近半，存货持续攀升，水井坊高端化之路存忧？  
<http://t.cn/E59y0uS>
- 4、新赛道！汾酒、郎酒、古井、剑南春……后百亿时代，拼耐力还是比速度？  
<http://t.cn/E5Wpriw>
- 5、北京奶业：60%奶牛养殖企业盈利；乳品产能过剩，建议疏解部分企业  
<http://t.cn/E5W0cOt>
- 6、同比狂增 280%，开启全国化布局，“黑马金沙”能否重现？  
<http://t.cn/E5RNEzH>
- 7、五粮液“二次创业”，能否成功复苏金字招牌？  
<http://t.cn/E5RpAI0>
- 8、光明、红星、完达山、津河、西域春、夏进、小西牛乳业等 85 家企业 161 批次乳制品抽检 100%合格  
<http://t.cn/E5RpXT2>
- 9、窖龄酒 30 年华北调价！泸州老窖“第二引擎”，按下全国发力“加速键”？  
<http://t.cn/E5EGwQP>
- 10、同比狂增 280%，开启全国化布局，“黑马金沙”能否重现？  
<http://t.cn/E5RNEzH>
- 11、五粮液“二次创业”，能否成功复苏金字招牌？  
<http://t.cn/E5RpAI0>
- 12、国窖春节前全国停货！林锋：不过度压货，保持市场渠道合理利润  
<http://t.cn/E5Bo3uC>
- 13、春节临近：五粮液动销迅速、开瓶率接近峰值，华东、西北部分经销商一季度配额已用完  
<http://t.cn/E5BKPWu>
- 14、黄鹤楼酒业 2018 销售破 10 亿；茗酿 2 月 1 日起调价；古井贡酒两款产品终端调价  
<http://t.cn/E5BQJaj>
- 15、西凤换帅！张正出任董事长，秦本平如此回应……  
<http://t.cn/Etv7X9C>
- 16、新乳业，新希望！刚刚，中国乳业又多了一家 A 股上市公司！  
<http://t.cn/Etv7F4h>

## 5. 重点公司公告

表 3: 上周重要公告

金字火腿	2019/01/21	股份质押	截止 2019 年 1 月 22 日，金字火腿股份有限公司控股股东、实际控制人及一致行动人持有的公司股份合计 4.04 亿股，占公司总股本的 41.27%，处于质押状态的股数合计为 4.00 亿股，占其持股数的 99.12%，
------	------------	------	---

星湖科技	2019/01/21	业绩预告	<p>占公司总股本的 40.91%。</p> <p>经广东肇庆星湖生物科技股份有限公司财务部门初步测算, 预计 2018 年年度盈利 4,100 万元左右, 将实现扭亏为盈; 扣除非经常性损益事项后, 公司 2018 年年度盈利 3,450 万元左右。</p> <p>2018 年 1-9 月, 公司归属于上市公司股东的净利润为 -0.42 亿元, 根据公司披露的 2018 年度业绩预告, 归属于上市公司股东的净利润预计为 -0.90 亿元 ~ -0.70 亿元、净资产预计为 -2.33 亿元 ~ -2.13 亿元。若公司 2018 年度经审计的净利润继续为负值或净资产继续为负值, 公司股票将在 2018 年年度报告披露后面临被暂停上市的风险。</p>
*ST 皇台	2019/01/21	业绩预告	<p>内蒙古伊利实业集团股份有限公司于 2019 年 1 月 21 日成功发行了 2019 年度第一期超短期融资券, 实际发行总额 5 亿元, 期限 270 天, 发行价格 100 元/百元面值, 发行利率 3.37%。</p>
伊利股份	2019/01/22	发行融资券	<p>甘肃莫高实业发展股份有限公司于 2019 年 1 月 22 日收到股东华软投资控股有限公司告知函, 华软投资将其持有的公司无限售流通股 387.13 万股解除了质押, 并办理完毕股票解除质押手续。</p>
莫高股份	2019/01/22	股票质押解除	<p>因公司经营业务取得快速发展, 对经营流动资金需求也随之增加, 现根据实际经营的需要, 南方黑芝麻集团股份有限公司本次拟向中国工商银行股份有限公司广西玉林分行申请流动资金贷款, 申请总额度不超过 2 亿元人民币, 期限为 1 年的流动资金贷款。</p>
黑芝麻	2019/01/22	申请贷款	<p>截至 2019 年 1 月 24 日, 千禾味业食品股份有限公司董事会秘书兼总裁办主任吕科霖女士已通过集中竞价交易减持公司股份 5 万股, 其本次减持计划实施完毕。</p>
千禾味业	2019/01/23	股份减持	<p>上年同期相比, 千禾味业食品股份有限公司 2018 年度实现归属于上市公司股东的净利润与预计增加公司披露 2018 年度业绩快报。2018 年公司实现营业收入 43.68 亿元, 同比增长 13.46%; 实现归属上市公司股东净利润 6.42 亿元, 同比增长 27.87%, 扣非净利润 6.25 亿元, 同比增长 28.28%; 每股收益 1.56 元。其中 Q4 营收 11.02 亿元, 同比增长 14.67%, Q4 归母净利润 1.55 亿元, 同比增长 25.00%。</p>
绝味食品	2019/01/23	业绩快报	<p>公司披露 2018 年度业绩快报。2018 年公司实现营业收入 22.64 亿元, 同比增长 17.96%; 实现归属上市公司股东净利润 4.41 亿元, 同比增长 24.94%, 扣非净利润 4.05 亿元, 同比增长 18.80%; 每股收益 1.00 元。其中 Q4 营收 7.66 亿元, 同比增长 21.01%, Q4 归母净利润 1.51 亿元, 同比增长 57.29%。</p>
伊力特	2019/01/24	业绩快报	<p>北京弘富拟通过集中竞价方式或者大宗交易方式减持数量不超过 0.05 亿股公司股份, 不超过公司总股本的 3%。</p>
惠发股份	2019/01/25	股份减持	<p>公司披露 2018 年度业绩快报。2018 年公司实现营业收入 22.64 亿元, 同比增长 17.96%; 实现归属公司披露 2018 年度业绩快报。2018 年公司实现营业收入 11.87 亿元, 同比增长 35.13%; 实现归属上市公司股东净利润 2.25 亿元, 同比增长 27.94%; 基本每股收益 0.6934 元。其中 Q4 营收 4.27 亿元, 同比增长 30.57%; Q4 归母净利润 0.64 亿元, 同比增加 7.63%。</p>
酒鬼酒	2019/01/25	业绩快报	

资料来源: wind, 安信证券研究中心

## 6. 下周重要事项

表 4: 下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
煌上煌	2019/01/28	股东大会召开
龙大肉食	2019/01/29	股东大会召开
盐津铺子	2019/01/30	股东大会召开
深深宝 A	2019/01/30	股东大会召开
好想你	2019/01/31	股东大会召开
元祖股份	2019/01/31	股东大会召开

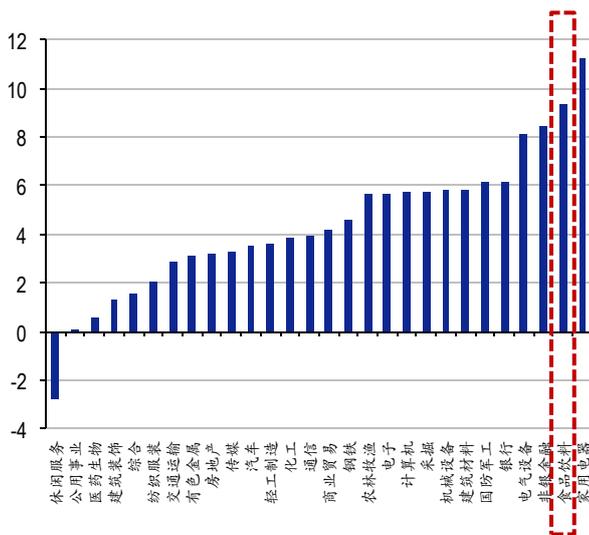
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 7. 重点数据跟踪

### 7.1. 本周市场表现

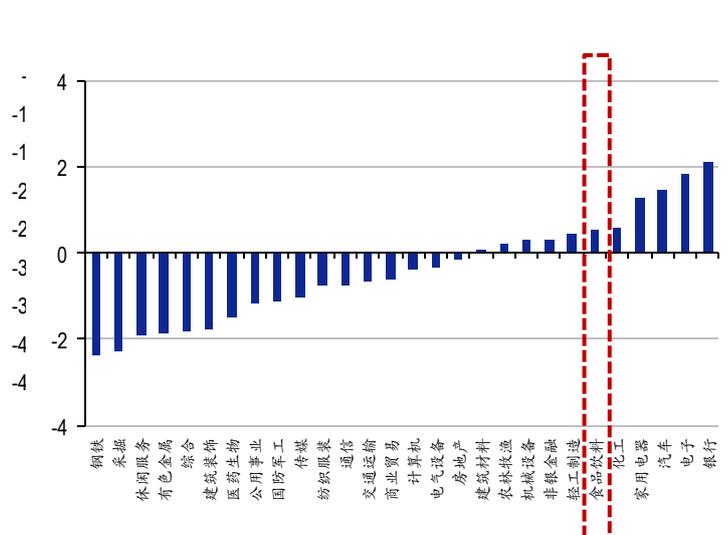
大盘及各行业走势 (01/21-01/25)

图 15: 年初至今各行业收益率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

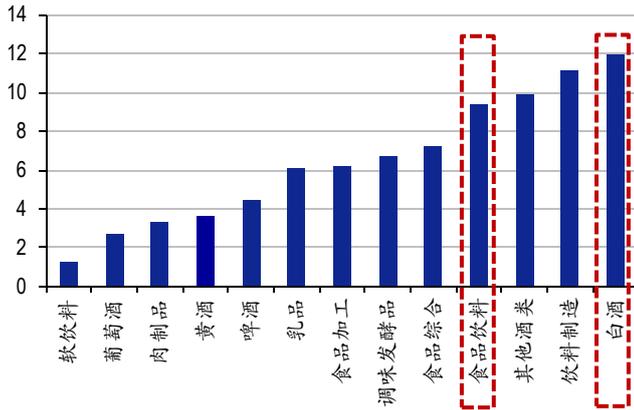
图 16: 一周以来各行业收益率 (%)



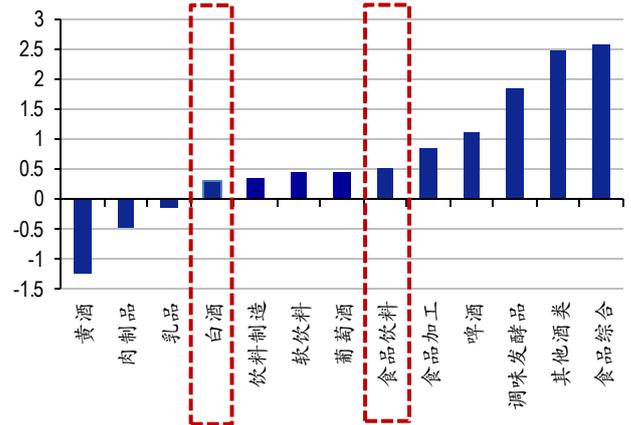
资料来源: wind, 安信证券研究中心

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

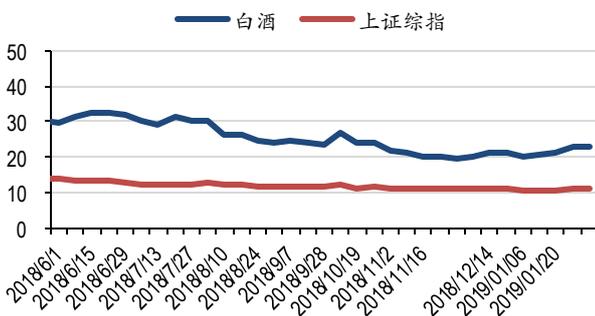
证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量(万手)	证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量(万手)
603027.SH	千禾味业	12.23	43	000995.SZ	*ST 皇台	-9.93	18
600238.SH	*ST 椰岛	9.66	31	002515.SZ	金字火腿	-4.04	15
603517.SH	绝味食品	9.53	12	002330.SZ	得利斯	-3.98	15
000639.SZ	西王食品	9.30	44	603536.SH	惠发股份	-3.76	6
000596.SZ	古井贡酒	7.13	20	600543.SH	莫高股份	-3.06	22

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 板块估值情况

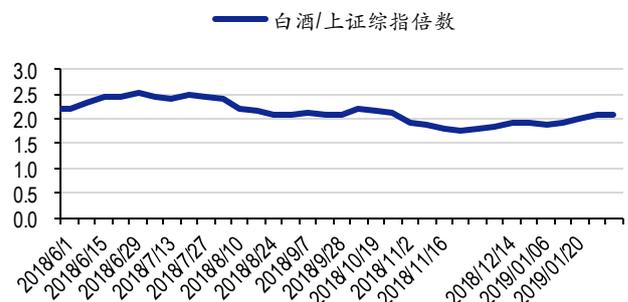
白酒板块估值 22.89 倍, 相对于上证综指相对估值 2.07 倍 (上周为 2.08 倍), 食品加工行业板块估值为 28.93 倍, 相对于上证综指相对估值 2.62 倍 (上周为 2.61 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 20.78 倍 (相对上证综指 1.70 倍), 食品加工行业平均估值 31.66 倍 (相对上证综指 2.60 倍)。

图 19: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

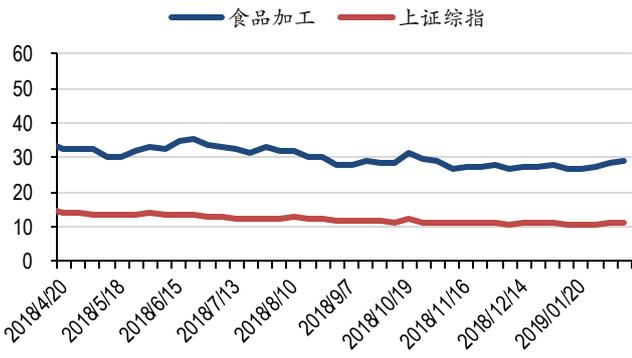
图 20: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



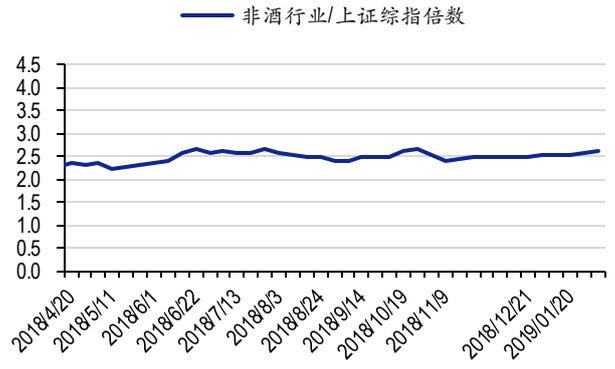
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)

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



资料来源: Wind、安信证券研究中心

## 7.2. 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。

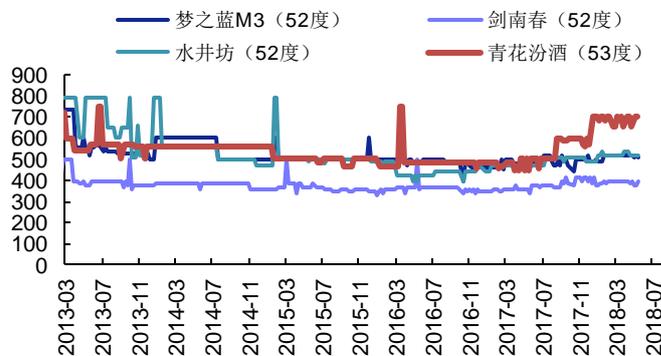
➤ **可可价格:** 近5年来,可可价格先扬后抑,现呈现逐步下跌趋势,从2012年初每吨2308美元至2018年7月每吨2357.05美元。

图 23: 茅台五粮液终端价格



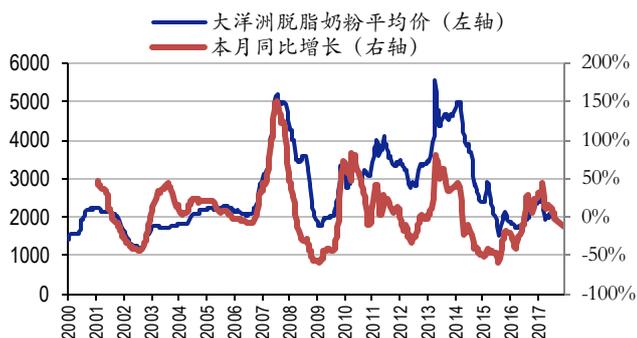
资料来源: JD、安信证券研究中心

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)



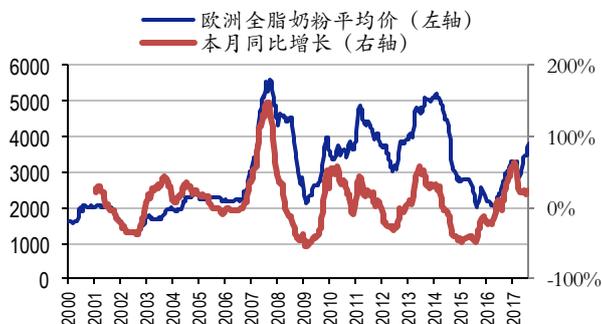
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 26: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)



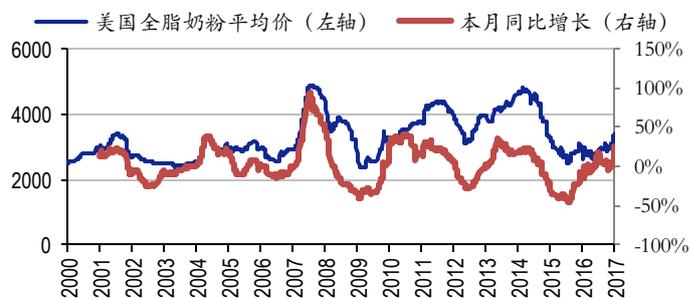
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 27: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)



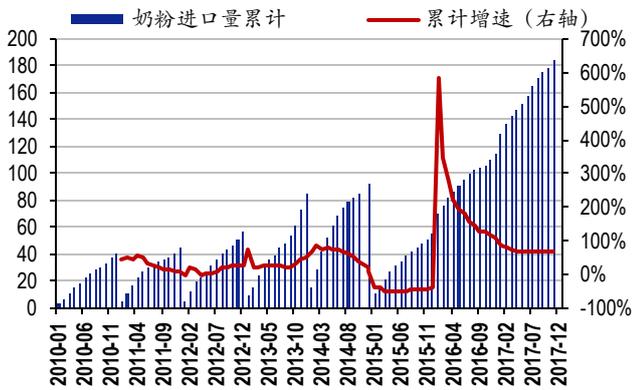
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 28: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)



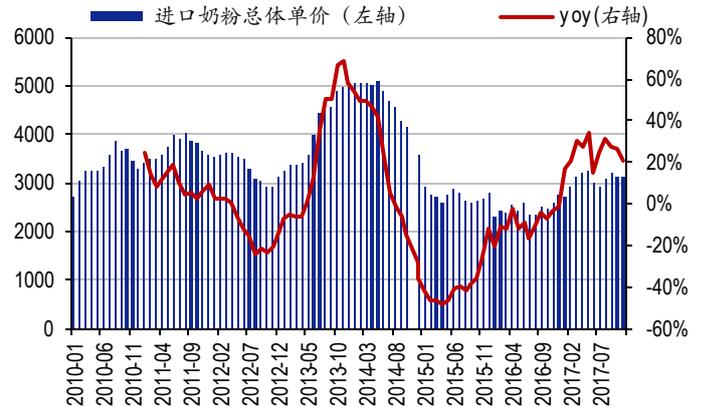
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 29: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)



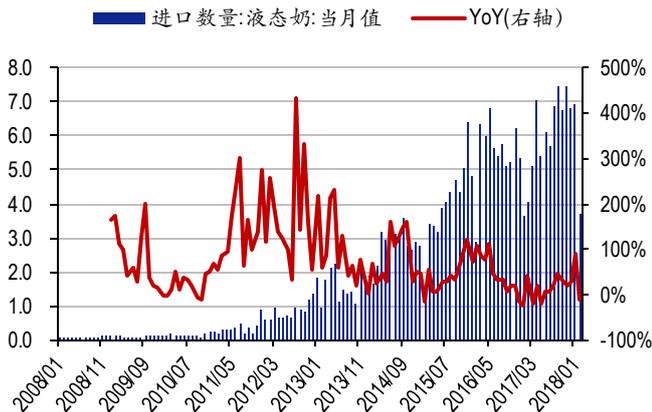
资料来源: Wind、安信证券研究中心

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)



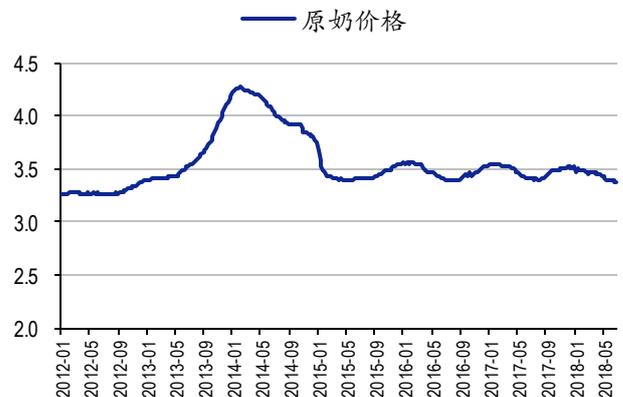
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 液态奶进口单价 (美元/千克)



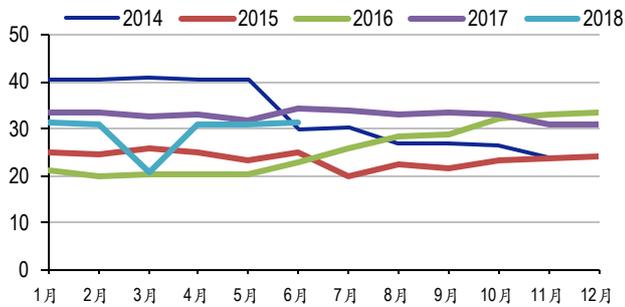
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 原奶价格 (元/千克)



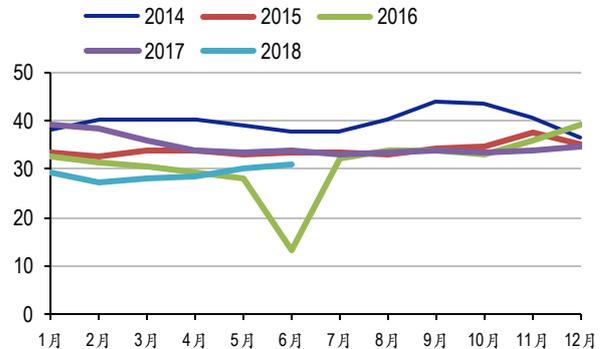
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



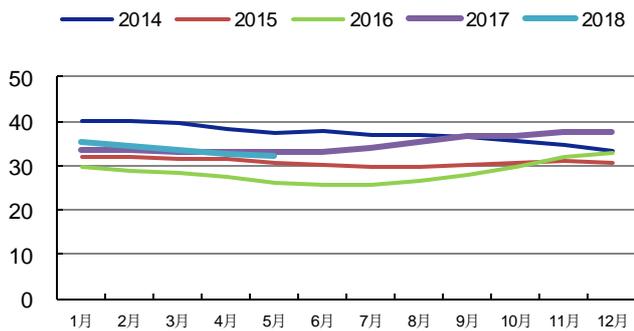
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



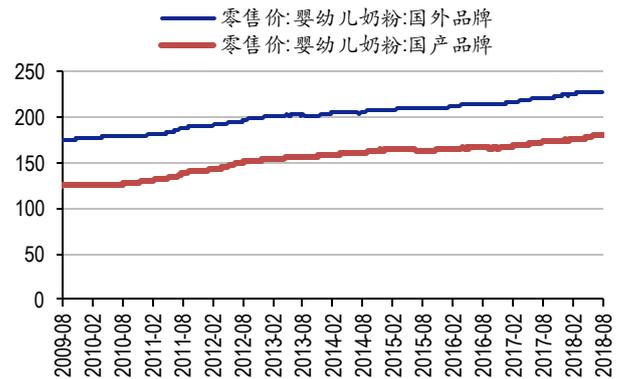
资料来源: Wind、安信证券研究中心

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)

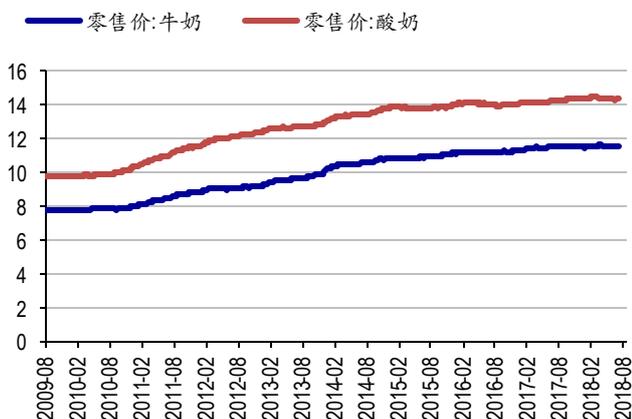


图 40: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

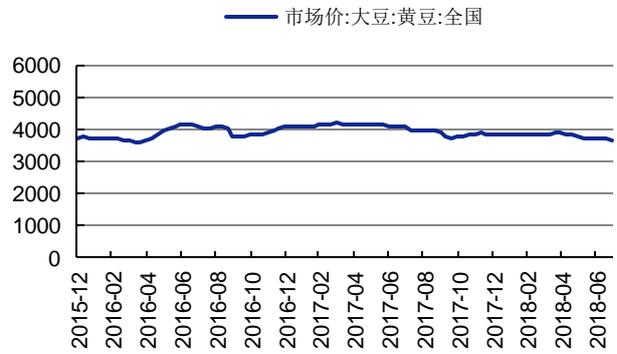
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

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)



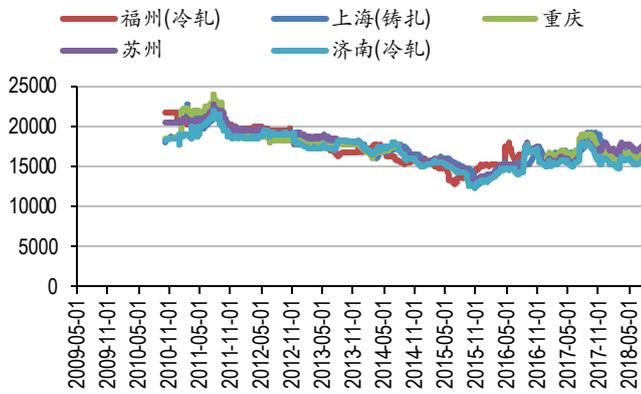
图 46: 马口铁价格 (元/吨)



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)



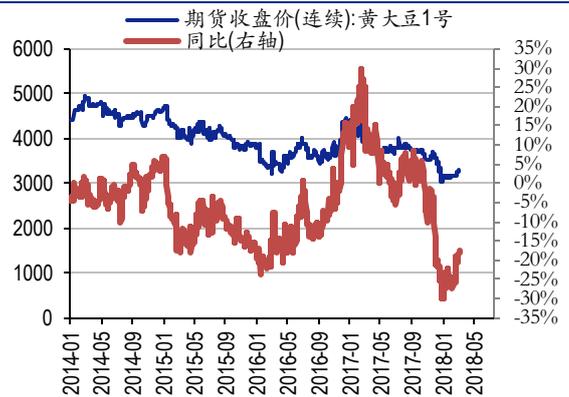
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 49: 玻璃价格指数



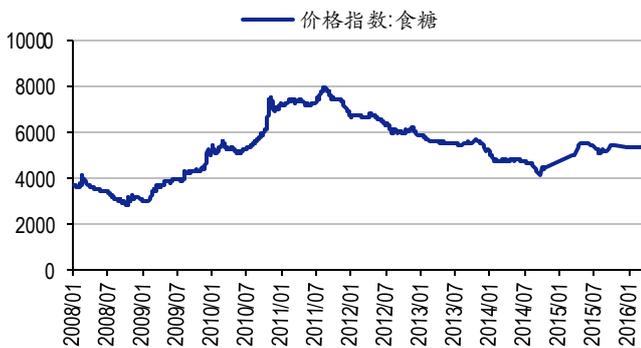
资料来源: Wind、安信证券研究中心

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