

食品饮料行业周报（20190211-20190217）

推荐（维持）

白酒板块最新思考：估值修复行情还能走多远？

□ **本周专题：白酒板块最新思考—估值修复行情还能走多远？**

年初以来，食品饮料板块涨幅居前，其中 SW 白酒指数涨幅达 22.5%，以北上为代表的外资持续流入配置白酒板块龙头，板块短期呈现明显估值修复行情。

□ **估值修复行情的驱动力？基本面小幅预期差及外资持续流入提升估值。** 第一，基本面预期差主要来自春节渠道反馈及年报前瞻略好于去年底悲观预期。行业在去年下半年业绩预期逐步下调之后，春节调研反馈整体好于去年底悲观预期，如春节期间茅台货价紧俏，五粮液受益于性价比动销好于预期，其他部分品牌 1 月回款出货较为正常。此前我们也提及，部分产品实际成交价下移叠加酒企费用投入加大，个人消费需求有所回升，对冲部分商务需求影响。从年报预期来看，18Q4 业绩分化，整体预期仍有所回落，但部分酒企基于自身目标规划及形势判断，并未在 18Q4 做大幅预留，因此市场预期酒企对于开门红具备一定信心，预计今年业绩出现下滑概率不高，只是增速仍处在回落阶段。第二，从外部市场环境来看，年初以来在 QFII 额度加大、MSCI 后续纳入 A 股权重提升催化之下，外资持续流入，此外在资本市场加快开放、流动性改善等因素带动下，整体市场风险偏好有所升温，促成板块平均估值水平回升。

□ **如何理解外资配置？具备明显配置偏好，缩短了板块的调整时间和空间。** 从数据上看，外资在行业配置上有明确偏好，总体更加青睐以食品饮料、家电为代表的消费品板块；个股配置上也明显偏好业绩成长更加稳健确定的龙头。2019 年以来北上资金配置食品饮料板块比重提升 0.6pct 至 20%，其中白酒龙头茅台/五粮液年初以来净买入达 104.8/46.2 亿元。从外资配置逻辑上看，估值方面，此前板块估值继续向下调整空间已然不大，中长期配置价值凸显是核心因素；基本面角度，白酒行业短周期换挡，但长周期依旧结构繁荣，以中高端白酒为代表的品牌消费品仍有成长空间，估值稳定性也将逐步提高。此外，全球视角下看外资配置动因，我们也发现国内龙头业绩成长性预期好于海外对标公司，估值水平不高，整体带来性价比优势凸显提升配置热情。因此，从短期估值修复过程来看，外资基于长期视角的配置逻辑使得板块估值调整的时间和空间均在缩短。

□ **行情后续如何演绎？行情正在分段演绎，后续行业增速回落下基本面存分化。** 目前修复行情仍分三段演绎，首先是 12 月底茅台基于关键问题明确之后担忧消失带来估值率先修复，其次是 1 月中旬前期预期过低的五粮液、古井贡酒及今世缘等开始修复，其中五粮液动销略好于预期，古井贡去库存后增速回升，今世缘 Q4 业绩有所保留但动销良好，再次节后市场情绪普遍回暖，汾酒老窖以及基本面预期差相对较小的洋河水井也开始补涨，预计还将持续一小段时间，直到老白干、舍得、酒鬼及伊力特等出现一定估值修复。在当前 10%-20% 的业绩增长预期之下，大概率估值先修复至 20-25 倍区间，此后进入业绩披露期，预计个股表现出现分化，在整体行业增速回落环境下，仍然需要紧密跟踪节后淡季的渠道需求以及库存消化情况。从长期来看，未来几年外资对于行业配置比重预期仍有望提升，行业长周期趋势也预计是结构繁荣，名酒持续提升份额，因此长周期视角下建议加强对板块配置，个股上优先配置行业龙头。

□ **投资建议：白酒方面**，年初以来板块受益于基本面小幅预期差及外资持续流入，估值水平修复回升，行情分段演绎。按当前业绩预期水平，大概率估值先修复至 20-25X 区间，此后进入业绩披露期预计表现会有分化，节后淡季密切跟踪现金流及渠道库存变化。长周期看，未来几年外资有望持续加强对板块战略配置，龙头估值稳定性料将提升。**优先推荐贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、洋河股份等，关注短期二三线低估值品种补涨机会。**大众品方面，年报前瞻来看，龙头业绩保持相对平稳，建议继续深挖基础消费品品牌化机遇，继续寻找细分品类下真成长龙头，**推荐中炬高新、伊利股份、安井食品、恒顺醋业、洽洽食品、汤臣倍健等**；同时守正之上建议出奇，**继续推荐市场预期较低、业绩具备改善空间的标的，重点推荐西王食品、上海梅林等。**

□ **风险提示：**经济持续回落影响需求；成本快速上涨；食品安全风险等。

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

证券分析师：张燕

电话：021-20572507
邮箱：zhangyan1@hcyjs.com
执业编号：S0360518120001

联系人：杨传忻

电话：021-20572505
邮箱：yangchuanxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	89	2.48
总市值(亿元)	25,948.58	4.89
流通市值(亿元)	22,658.65	5.9

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	9.78	12.84	1.82
相对表现	3.07	10.95	17.66



相关研究报告

《食品饮料行业周报（20190121-20190127）：白酒渠道反馈好转，旺季行情继续催化》

2019-01-28

《食品饮料行业周报（20190202-20190210）：猪年春节食品饮料消费观察：白酒低线正升级，食品品牌优势足》

2019-02-10

《食品饮料 2018 年年报业绩前瞻：白酒业绩有所分化，大众品龙头表现平稳》

2019-02-11

目 录

一、本周专题：白酒板块最新思考—估值修复行情还能走多远？	6
（一）年初估值修复行情的两大驱动力：基本面小幅预期差及外资持续流入预期提升	6
（二）如何理解外资配置？缩短板块的调整空间和时间	9
（三）行情后续如何演绎预判？行情正分段演绎，后续等待基本面验证	12
二、本周渠道反馈：茅台批价继续坚挺，乳制品买赠力度节后减弱	12
三、投资策略	14
四、行业数据	14
五、上周行情回顾	15
六、北上资金跟踪	15
七、估值	17
八、行业一周数据及点评	18
（一）白酒	18
（二）葡萄酒	19
（三）啤酒	21
（四）乳制品	21
（五）肉制品	22
（六）原材料及包材	23
九、行业一周重要公告及股东大会提示	24
十、风险提示	24

图表目录

图表 1	2019 年初至今食品饮料与沪深 300 走势比较.....	6
图表 2	年初以来食品饮料板块涨幅位居第三.....	6
图表 3	茅台年初至今净买入及成交总金额（亿元）.....	6
图表 4	五粮液年初至今净买入及成交总金额（亿元）.....	6
图表 5	茅台和五粮液批价走势.....	7
图表 6	白酒重点上市公司年报业绩预览（单位：亿元，%）.....	7
图表 7	MSCI 后续时间表.....	8
图表 8	A 股纳入 FTSE 时间表.....	8
图表 9	2019 年至今北上持续买入 A 股（亿元）.....	9
图表 10	QFII 获批额度不断增加.....	9
图表 11	食品饮料龙头北上资金持股变化（%）.....	9
图表 12	北上资金各行业持股市值前十（亿元）.....	10
图表 13	QFII 各行业持股市值前十（亿元）.....	10
图表 14	北上资金板块配置结构（%）.....	10
图表 15	QFII 板块配置结构（%）.....	10
图表 16	食品饮料及白酒板块 PE（TTM）走势.....	10
图表 17	一线白酒龙头 PE（TTM）走势.....	10
图表 18	全国白酒行业年度产量及增速.....	11
图表 19	全球主要烈性酒公司 PE-TTM 走势.....	12
图表 20	全球主要烈性酒业绩增速（%）.....	12
图表 21	伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度（单位：元）.....	13
图表 22	三地产品新鲜度情况.....	13
图表 23	本周乳制品主要产品价格促销跟踪表.....	14
图表 24	2018 年初至今食品饮料走势.....	15
图表 25	2019 年以来各行业涨跌幅比较（按申万分类）.....	15
图表 26	食品饮料板块周涨跌幅前五名列表（申万分类）.....	15
图表 27	2018 年初至今酒类北上资金持股占比（%）.....	16
图表 28	2018 年初至今酒类北上资金持股占比（%）.....	16
图表 29	2018 年初至今大众品北上资金持股占比（%）.....	16
图表 30	2018 年初至今大众品北上资金持股占比（%）.....	16
图表 31	贵州茅台成交净买入及总金额.....	16
图表 32	五粮液成交净买入及总金额.....	16

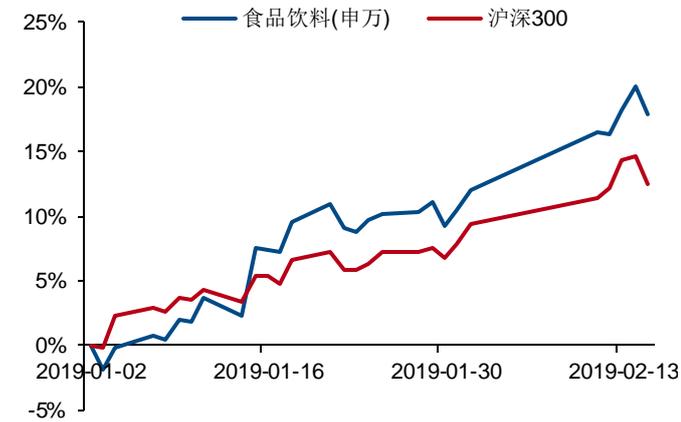
图表 33	洋河股份成交净买入及总金额.....	17
图表 34	伊利股份成交净买入及总金额.....	17
图表 35	食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图.....	17
图表 36	食品饮料相对 PE 和 PB 走势图.....	17
图表 37	食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图（2005 年至今，周）.....	18
图表 38	食品饮料、白酒相对 PE 走势图（2005 年至今，周）.....	18
图表 39	53 度 500ml 飞天茅台价格走势图中元/瓶.....	18
图表 40	52 度 500ml 五粮液价格走势图中元/瓶.....	18
图表 41	洋河梦之蓝(M3)京东价格走势图中元/瓶.....	19
图表 42	二线白酒京东价格走势图中元/瓶.....	19
图表 43	白酒产量月度走势图.....	19
图表 44	白酒产量年度走势图.....	19
图表 45	Live-exFine Wine100 指数走势图.....	20
图表 46	张裕终端价格走势图中元/瓶.....	20
图表 47	国外品牌葡萄酒价格走势图中.....	20
图表 48	葡萄酒进口量和进口价格走势图中.....	20
图表 49	葡萄酒产量月度走势图.....	20
图表 50	葡萄酒产量年度走势图.....	20
图表 51	青啤和哈啤价格走势图中.....	21
图表 52	国外啤酒品牌价格走势图中.....	21
图表 53	啤酒产量月度走势图.....	21
图表 54	啤酒产量年度走势图.....	21
图表 55	生鲜乳价格走势图中.....	22
图表 56	牛奶和酸奶零售价走势图.....	22
图表 57	婴幼儿奶粉零售价走势图.....	22
图表 58	芝加哥牛奶现货价走势图美分/磅.....	22
图表 59	生猪和猪肉价格走势图中元/公斤.....	22
图表 60	生猪养殖盈利走势图元/头.....	22
图表 61	豆粕现货价走势图（元/吨）.....	23
图表 62	全国大豆市场价走势图（元/吨）.....	23
图表 63	箱板纸国内平均价走势图（元/吨）.....	23
图表 64	瓦楞纸出厂平均价走势图（元/吨）.....	23
图表 65	OPEC 原油价格走势图中（美元/桶）.....	24
图表 66	中国塑料价格指数走势图.....	24

图表 67 一周股东大会提示.....24

一、本周专题：白酒板块最新思考—估值修复行情还能走多远？

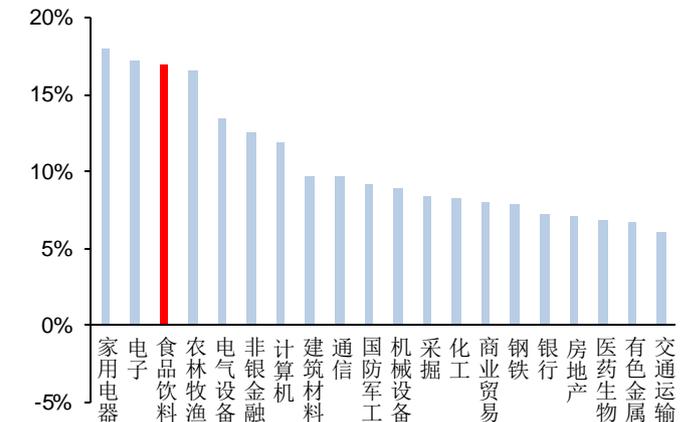
年初以来板块涨幅居前，北上资金持续买入白酒板块。2019年初至今申万食品饮料指数上涨17.0%，沪深300指数上涨10.9%，在申万28个子行业中，食品饮料板块年初至今涨跌幅排名第3位。年初以来北上资金持续买入白酒龙头，截至2月17日，茅台累计净买入104.8亿元，五粮液累计净买入46.2亿元。

图表 1 2019年初至今食品饮料与沪深300走势比较



资料来源：Wind、华创证券

图表 2 年初以来食品饮料板块涨幅位居第三



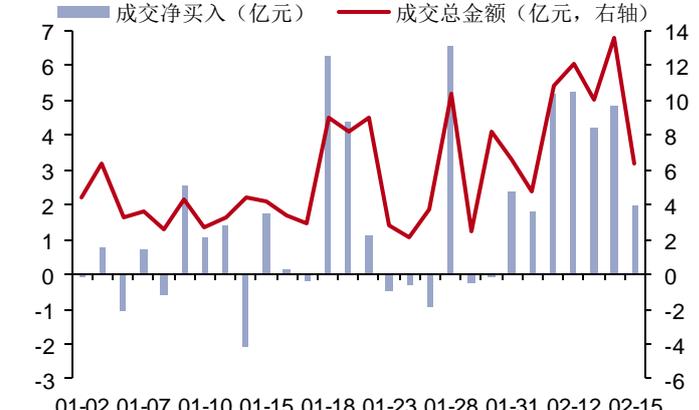
资料来源：Wind、华创证券

图表 3 茅台年初至今净买入及成交总金额 (亿元)



资料来源：Wind、华创证券

图表 4 五粮液年初至今净买入及成交总金额 (亿元)



资料来源：Wind、华创证券

(一) 年初估值修复行情的两大驱动力：基本面小幅预期差及外资持续流入预期提升

第一，基本面预期差：春节反馈及年报前瞻略好于去年底悲观预期。从行业基本面角度，2018年下半年行业业绩预期逐步下调，估值水平调整也较为充分。从春节调研反馈来看，整体反馈好于去年底的悲观预期，市场预期逐步好转（我们节前周报连续提示旺季需求担忧缓解、白酒渠道反馈好转）。茅台一批价春节期间保持坚挺，节前批价1800元左右，节后目前仍在1750元以上，需求状况旺盛，1-2月计划节前多数经销商已完成出货，库存保持低位；五粮液批价平稳在800元左右，春节期间经销商反馈动销改善，实际成交价小幅下降及春节期间茅台价高缺货带来五粮液需求好转，部分KA渠道五粮液表现良好；国窖1573节前停货，近期四川等市场批价回升至710-720元，四川及河北等多地反馈动销良好；汾酒1月销售回款情况良好，省内山西市场回款完成30%以上，上海市场亦保持良好，山东反馈青花扫码活动提升渠道进货意愿，老白汾动销好于预期；水井坊1月整体出货正常，部分市场如江苏、湖

南、上海反馈良好。

我们认为，去年板块大幅调整之后企业对市场悲观预期采取应对，春节渠道压货现象不多，库存普遍较为正常，市场保持相对健康，使得板块估值见底；需求反馈方面，烟酒店及批发市场渠道反馈有波动，但电商及商超渠道销售表现较好，反映在今年部分品牌终端实际价格有所下移之下，个人消费购买需求有所回升，对冲部分商务需求影响，从而缓解市场担忧预期。当然，春节渠道反馈仅是好于去年底旺季开始前相对悲观预期，而且春节品牌之间也存在一定分化。

图表 5 茅台和五粮液批价走势



资料来源: Wind, 华创证券

从年报前瞻来看，部分酒企 18Q4 并未大幅预留，预期开门红具备增长信心，短期业绩预期有所改善。从我们此前的年报前瞻分析来看，白酒板块整体 Q4 业绩有所分化，但一线总体表现稳健，业绩基本顺利收官。茅台 Q4 节奏调整良好，一次性新增配额加大精品和狗茅等非标投放，全年发货量预计与去年持平，2019 年收入增速指引 14%；五粮液全年营收 400 亿左右同增超 30%，完成年初指引目标，Q4 业绩有所改善，今年公司收入及投放量目标积极，期待渠道改革突破；老窖收入增长预计稳健，渠道积极控货挺价；洋河 Q4 增速有所回落，全年收入增长 20% 指引预计完成。次高端白酒：整体增速预计有所回落，汾酒 Q4 高增完成国改。次高端白酒 Q4 整体有增速回落压力，但汾酒 Q4 收入维持高增，顺利完成国改目标；水井坊 Q4 收入增速环降，费用投入预计有所加大；舍得 Q4 收入预计环降，今年初控货挺价，股权激励调动积极性。大众白酒：徽酒双龙头业绩预计平稳，今世缘 Q4 增速下滑预计有所预留，顺鑫白酒收入维持高增，牛栏山全国化布局成效显著。

因此，从业绩预期上看，整体板块预期增速仍有所回落，但部分企业基于自身目标规划以及行业形势判断，在 18Q4 并未作大幅预留，反映出对于短期 19Q1 开门红具备一定信心，预计今年主要酒企业绩出现下滑概率不高，只是增速仍处在回落阶段。

图表 6 白酒重点上市公司年报业绩预览 (单位: 亿元, %)

名称	预计 18A 收入	预计 18A 收入增速	预计 18Q4 收入	预计 18Q4 收入增速	预计 18A 利润	18A 预计利润增速	预计 18Q4 利润	预计 18Q4 利润增速
贵州茅台	750.5	23%	200.8	21%	339.0	25%	91.7	29%
五粮液	399.2	32%	106.7	30%	134.2	39%	39.3	45%
泸州老窖	130.1	25%	37.5	20%	33.8	32%	6.4	15%
洋河股份	241.6	21%	31.9	5%	81.4	23%	11.0	5%
山西汾酒	90.4	50%	21.3	80%	14.7	56%	2.1	50%
水井坊	28.2	38%	6.8	18%	5.8	73%	1.2	27%
舍得酒业	20.6	26%	4.7	20%	3.5	140%	0.7	50%

名称	预计 18A 收入	预计 18A 收入增速	预计 18Q4 收入	预计 18Q4 收入增速	预计 18A 利润	18A 预计利润增速	预计 18Q4 利润	预计 18Q4 利润增速
古井贡酒	85.5	23%	17.9	10%	16.6	44%	4.0	15%
口子窖	41.8	16%	9.8	10%	13.9	24%	2.4	15%
顺鑫农业	123.2	5%	31.2	8%	7.7	75%	2.3	40%
伊力特	22.6	18%	7.7	21%	4.4	25%	1.5	57%
酒鬼酒	11.9	35%	4.3	31%	2.3	28%	0.6	8%
今世缘	37.0	25%	5.4	-5%	11.2	25%	0.9	-24%

资料来源: Wind、华创证券预测

第二, 外部环境改善: 外资持续流入预期提升风险偏好, 带动估值水平提升。年初以来, 从外管局宣布 QFII 额度从 1500 亿美金提升到 3000 亿美金大幅扩容, 到 3 月前 MSCI 将宣布将 A 股纳入比重从 5% 提升到 20%, 市场对于外资持续流入规模预期继续提升。此外, 全球宏观流动性阶段性宽松以及国内流动性改善等形成共振结果, 短期提升市场风险偏好。

A 股继续加快国际化, 增量资金有望持续流入, 重构龙头估值体系。2017 年 6 月, A 股正式纳入 MSCI 指数此后, MSCI 分别于 2018 年 6 月和 2018 年 9 月将纳入因子提高至 2.5%/5%。同时, MSCI 也将于 2019 年 2 月 28 日之前公布关于市场咨询提议的结果, 大盘 A 股纳入因子有望上调至 20%。同时, 根据 FTSE 指数时间表, 预计到 2020 年第三批审核完成后, 整体 A 股合计纳入富时全球指数占比为 7.5%。此外, A 股将于 2019 年 9 月纳入标普道琼斯的 6 个指数。随着 A 股实质性加快国际化开放进程, 外资对于板块的配置比重以及投资者结构变化有望在未来几年内重构龙头估值体系。

图表 7 MSCI 后续时间表

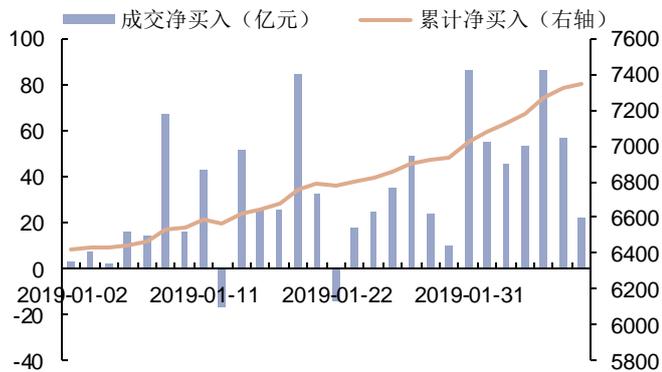
时间	事件
2019 年 3 月 1 日前	公布是否将 A 股纳入因子从 5% 提高到 20% 的市场咨询结果
2019 年 5 月 & 8 月	分两步将 A 股将大盘 A 股纳入因子从 5% 提升至 20%
2019 年 5 月	考虑将创业板股票纳入
2020 年 5 月	考虑将中盘 A 股以 20% 的纳入因子加入 MSCI

资料来源: MSCI、华创证券

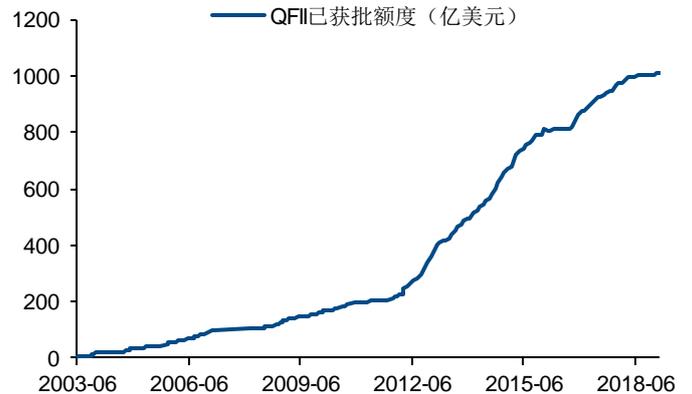
图表 8 A 股纳入 FTSE 时间表

第一阶段	第一批次	第二批次	第三批次
审核时间	2019 年 6 月	2019 年 9 月	2020 年 3 月
比例	20%	40%	40%
公司 A 股被纳入的可投资比例	1.5%	3%	3%
合计	1.5%	4.5%	7.5%

资料来源: FTSE、华创证券

图表 9 2019 年至今北上持续买入 A 股 (亿元)


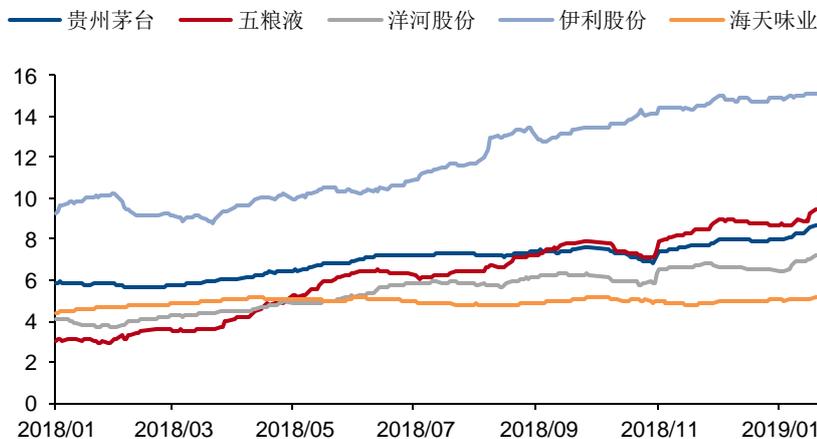
资料来源: Wind、华创证券

图表 10 QFII 获批额度不断增加


资料来源: Wind、华创证券

(二) 如何理解外资配置? 具备明显配置偏好, 缩短板块的调整空间和时间

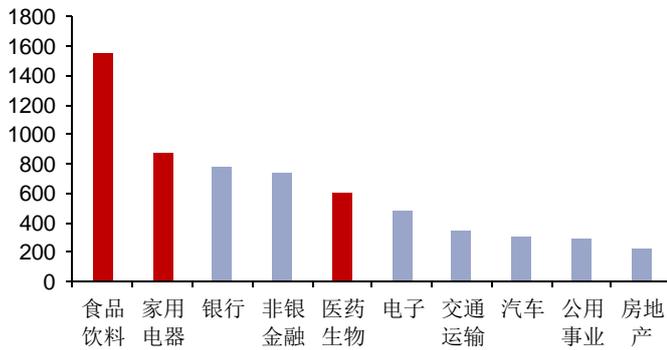
我们认为, 外资在 A 股行业配置上存在明显行业偏好, 更加青睐以食品饮料、家电为代表的消费品板块; 个股配置上存在明显龙头偏好, 各板块基本集中配置在业绩成长更加稳健确定的龙头上。北上资金来看, 2018 年来贵州茅台、五粮液、洋河股份、伊利股份、海天味业等龙头公司外资持股比例持续提升, 截至 2 月 15 日, 上述龙头公司北上资金持股比例分别为 9.2%、10.7%、7.2%、14.9%、5.3%, 较 2018 年初提升 3.3/7.7/3.1/5.6/0.8pcts。

图表 11 食品饮料龙头北上资金持股变化 (%)


资料来源: Wind、华创证券

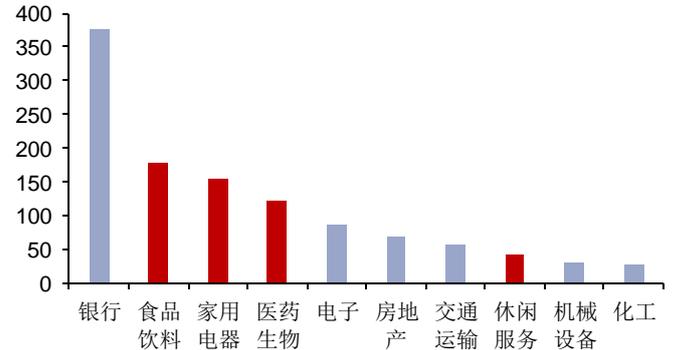
消费品板块成外资配置热点。截至 2019 年 2 月 13 日, 食品饮料、家用电器和医药生物北上资金持股市值中分别为 1554/877/607 亿元, 位居第一、第四和第八位。2018Q3 食品饮料、家用电器和医药生物 QFII 持股市值分别为 179/154/121 亿元, 分别位居第二、第三和第四位。

图表 12 北上资金各行业持股市值前十 (亿元)



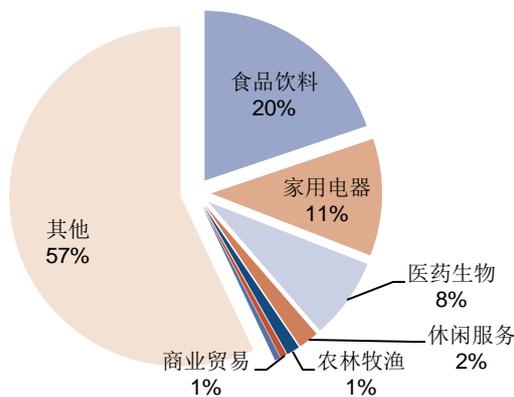
资料来源: Wind、华创证券

图表 13 QFII 各行业持股市值前十 (亿元)



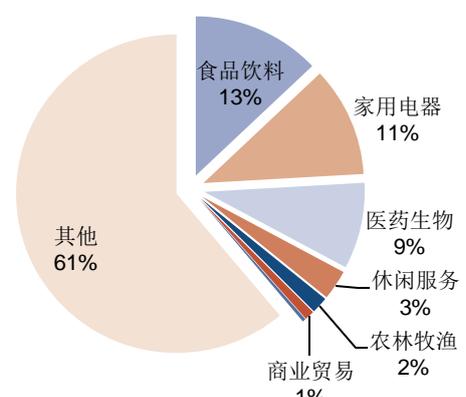
资料来源: Wind、华创证券

图表 14 北上资金板块配置结构 (%)



资料来源: Wind、华创证券 注: 截至 2019 年 2 月 15 日

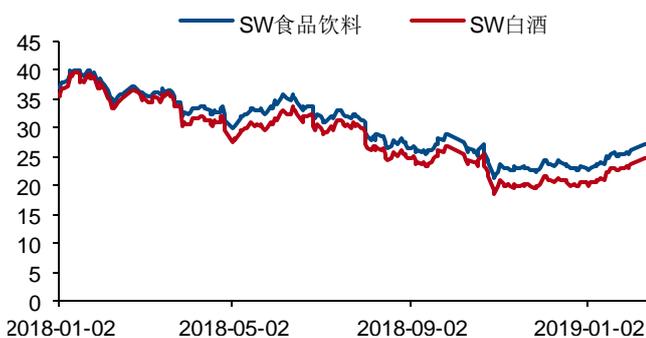
图表 15 QFII 板块配置结构 (%)



资料来源: Wind、华创证券 注: 按 2018Q3 持仓情况

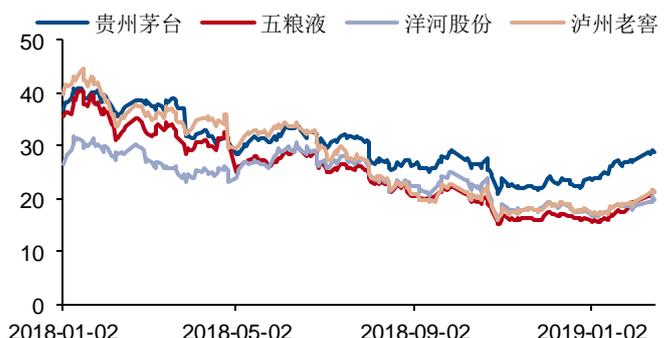
外资配置逻辑: 估值低估, 长周期视角配置优质行业龙头。从外资配置白酒板块的逻辑来看, 我们认为, 在悲观预期逐步消化之后, 当前时点板块估值向下调整空间不大, 中长期配置价值凸显是核心因素。从 PE-TTM 角度看, 白酒板块 2018 年估值从年初接近 40X 逐步调整至去年底的 20X 以内, 部分个股估值调整至 15X 左右, 但我们之前强调过, 与上一轮行业周期调整带来估值跌至极端 10X 以下相比, 本轮行业调整更多来自库存周期及外部需求冲击, 行业内生更加理性健康, 整体估值水平调整空间有限。

图表 16 食品饮料及白酒板块 PE (TTM) 走势



资料来源: Wind、华创证券

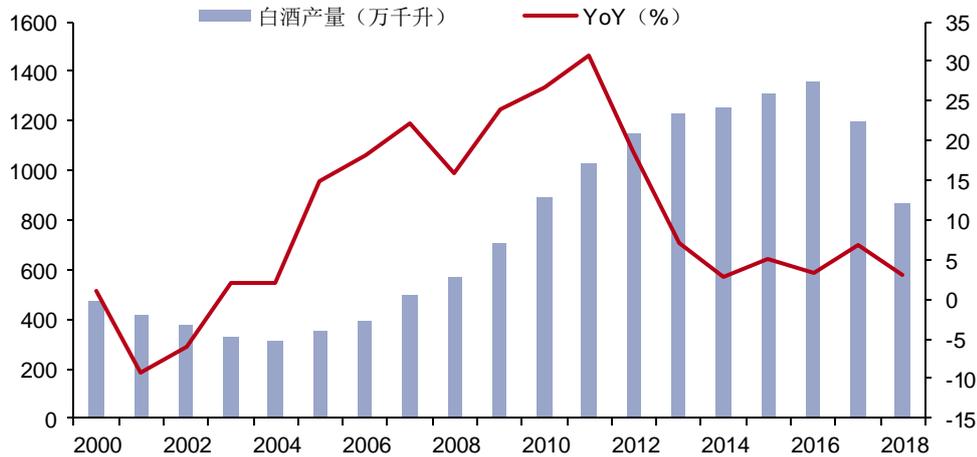
图表 17 一线白酒龙头 PE (TTM) 走势



资料来源: Wind、华创证券

行业短周期换挡，但长周期结构繁荣。我们在年度策略报告上强调过我们对白酒板块短周期以及长周期的观点，白酒板块目前处于自身库存周期以及经济波动带来的增速换挡期，但本轮行业龙头企业对价格和渠道库存的调控有望使调整时间不会太长，长周期来看，白酒行业十年一段长繁荣，消费升级和品牌集中提升仍是驱动行业持续前行的核心因素，短期调整不改长期上行趋势。

图表 18 全国白酒行业年度产量及增速



资料来源：国家统计局，华创证券 注：统计局数据存在一定口径调整

我们认为，长周期行业结构繁荣之下，高端白酒为代表的中国品牌消费品仍有巨大成长空间，随着机构成熟度提升以及价值投资理念深入，以白酒味代表的品牌消费龙头的估值稳定性也会提高。因此，从短期估值修复过程来看，外资基于长期视角的配置逻辑使得板块短期估值调整的时间和空间均在缩小。

第一，未来品牌消费品的空间？我们认为，中国品牌消费品仍有巨大成长空间，高端白酒宽护城河特性显著，具备**历史性配置机会**。从海外烈性酒巨头帝亚吉欧和保乐力加股价走势和估值走势来看，拉长周期来看，这些具有品牌优势的国际烈酒企业股价表现相对坚挺，基本处于持续稳定上涨状态，在业绩增速相对有限的情况下，估值长期维持在 20 倍以上。对标来看，我们认为中国品牌消费品尤其是高端白酒龙头依旧具有巨大成长空间，去年以来龙头估值有一定幅度下行，但中长期看，高端白酒龙头所处行业竞争格局良好、品牌力强、盈利能力稳定等特性依旧构筑良好护城河，在后续预期及估值见底后，中长期价值凸显，历史性配置机会或将再现。

第二，龙头的估值稳定性如何？我们认为，伴随机构的成熟与价值投资的普及，品牌消费的龙头稳定性应能提高。随着陆股通及 A 股纳入 MSCI 等持续推进，白酒龙头外资持股比例稳步提升，尽管 18Q3 有所回落，但整体上升趋势不变。我们认为随着国内机构的成熟和近年来价值投资理念深入，以高端白酒为代表的品牌消费龙头仍有望受到关注，中长期白酒龙头估值稳定性有望继续提升。

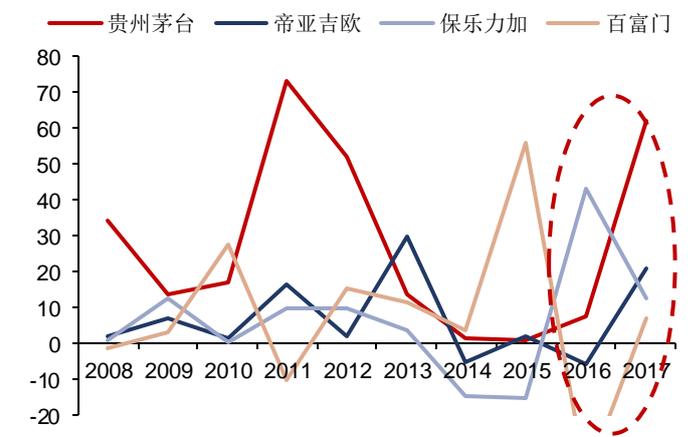
此外，我们认为，放眼在全球视角下外资配置消费品优质资产，我们看到国内龙头的业绩成长性整体好于海外龙头，估值水平不高，带来业绩与估值整体的性价比优势凸显，提升外资配置热情。

图表 19 全球主要烈性酒公司 PE-TTM 走势



资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

图表 20 全球主要烈性酒业绩增速 (%)



资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

(三) 行情后续如何演绎? 行情正分段演绎, 行业增速回落下基本面存分化

行情正在分段演绎。首先是 12 月底贵州茅台的修复, 关键问题的明确使之前的担忧消失 (见我们报告《直销化保驾高增长, 确定性保驾高溢价》, 我们当时上调了目标价至 795 元), 其次是 1 月中旬前期预期过低的五粮液、古井贡、今世缘等开始修复, 茅台的高价及缺货, 春节对酒的刚需, 使得价格比去年同期还低的五粮液成为性价比首选, 动销略好于预期; 古井贡因为之前 4 季度库存较大, 预期降低, 经过去库存后 1 月增速回升。今世缘业绩披露有保留, 增长较为确定, 修复起点估值仅 13 倍左右。然后是春节过后市场情绪的普遍回暖, 蔓延到汾酒老窖, 近期再补涨到基本面预期差相对较小但估值也低的洋河、水井, 预计还将持续一小段时间, 直到老白干、舍得、酒鬼、伊力特等都出现一定估值修复。

后续行业增速回落下基本面存分化。在当前市场一致预期空间下, 大概率先修复到给予今年 10-20% 的业绩增长, 今年 20 倍 (如五粮液、洋河、口子、今世缘等) 至 25 倍左右 (如茅台、汾酒、古井及其他) 的估值, 后续核心仍是基本面的验证。进入到年报一季报披露期, 预计个股之间会出现分化, 其次节后进入行业淡季, 在全年增速大概率仍回落背景下, 基本面将出现分化, 仍将紧密跟踪渠道需求波动以及库存消化情况。

长线配置价值凸显。我们认为, 年初外资流入以及基本面小幅预期差驱动年初板块估值修复, 后续进入基本面验证阶段。长期来看外资对于行业配置比重预期仍有望提升, 行业长周期趋势也有望是结构繁荣, 名酒持续提升份额。因此, 建议从长周期视角加强对板块配置, 个股上优先配置行业龙头。

二、本周渠道反馈: 茅台批价继续坚挺, 乳制品买赠力度节后减弱

白酒方面,茅台批价继续坚挺, 五粮液维持平稳。本周茅台一批价继续坚挺, 普遍维持 1750 元以上, 其中上海批价为 1780-1800 元之间。经销商 3 月份计划还未到, 节前经销商 1-2 月计划基本发货完毕, 市场货源紧俏。猪茅批价 2500-3000 元, 狗茅 2700-2800 元。五粮液批价维持稳定, 全国价格普遍在 790-815 之间, 其中上海批价为 805-815 元, 部分经销商反馈渠道库存较低, 动销良性。

乳制品方面, 整体价格与上周持平, 节后买赠力度有所减弱。根据上海、深圳、北京地区多家 KA 的调研情况, 常温酸奶方面, 本周安慕希多地 KA 价格在 50-62 元, 与上周基本持平; 纯甄多地 KA 价格在 50-66 元, 与上周基本持平; 光明莫斯利安多地价格在 50 元左右, 上海部分 KA 价格在 64 元左右, 与上周基本持平。高端白奶方面, 金典多地价格在 50 元左右, 较上周有所下降; 特仑苏多地价格在 55-66 元, 深圳部分 KA 价格在 45 元左右, 整体价格较上周略有上涨。基础白奶方面, 伊利蒙牛纯牛奶价格与上周基本持平, 伊利多地缺货。低温产品方面, 伊利畅轻、蒙牛冠益乳 (250g 装) 整体价格与上周持平。在买赠方面, 北京部分 KA 有伊利高端产品买两箱 (11 月产) 赠一箱核桃乳活动, 多地 KA 纯甄有买一箱赠一箱豆奶、两提 99 元、买一箱赠两瓶活动, 深圳部分 KA 莫斯利安有买一箱赠三瓶活动, 本周整体买赠力度较春节期间有所减弱, 低温产品蒙牛买赠力度略强于伊利。

图表 21 伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度（单位：元）

	上海	北京	深圳
安慕希	55	54	54
纯甄	58	66	50
莫斯利安	57	50	50
特仑苏	60	65	45
金典	50	53	50

资料来源：草根调研、华创证券

新鲜度表现良好，促销员配备伊利蒙牛相当。各地综合来看，产品新鲜度多以 18 年 12 月为主，表现良好，蒙牛终端出货情况略优于伊利光明；伊利蒙牛常温产品在 KA 卖场堆头规模相当，明显优于其他品牌，光明主力产品堆头情况较好；常温区低温区各地 KA 伊利蒙牛均配备促销员，本周蒙牛伊利促销员配备情况相当。

图表 22 三地产品新鲜度情况

	上海	北京	深圳
安慕希	12-1 月	12 月为主	12 月为主
纯甄	1-2 月	1 月为主	12 月为主
莫斯利安	1 月	12 月为主	1 月为主
特仑苏	11-2 月	12 月为主	11 月为主
金典	12-1 月	12 月为主	11 月为主

资料来源：草根调研、华创证券

图表 23 本周乳制品主要产品价格促销跟踪表

名称	原价/规格	上海				北京				深圳			
		沃尔玛	买赠促销	麦德龙	买赠促销	家乐福	买赠促销	大润发	买赠促销	沃尔玛	买赠促销	沃尔玛	买赠促销
常温	安慕希原味 66 205g*12	54	无	49.5	无	61.5	无	49.5	无	54	无	53.8	无
	安慕希PET瓶 原味 80 230g*10	78	无	78	无	78	无	77.9	无	74	高端产品 (11月产) 买两箱送一 箱核桃乳	72	无
	安慕希PET瓶 芒果百香果 80 230g*10	78	无	78	无	无货	无	77.9	无	78	高端产品 (11月产) 买两箱送一 箱核桃乳	无货	无
	伊利纯牛奶 250ml*16	41.6	无	无货	无	无货	无	48	无	无货	无	39.9	无
	金典纯牛奶 66 250ml*12	53	无	64.8	无	41.5	无	49.5	无	53	高端产品 (11月产) 买两箱送一 箱核桃乳	49.5	无
常温	纯甄原味 70.8 200g*12	48.8	无	66	无	66	无	48.8	买一箱赠一 箱美式豆奶	66	两提99元	49.9	买一箱送赠 瓶牛油果口 味
	纯甄PET瓶原 味 80 230g*10	80	无	79.9	无	73	无	73	无	无货	无	80	无
	特仑苏纯牛奶 68 250ml*12	55	无	66	无	62	无	55	无	65	无	45	无
	蒙牛纯牛奶 46.4 250ml*16	44.8	无	44.8	无	44.8	无	44.8	无	55.8	无	39.8	无
常温	莫斯利安 200g*12	49.5	无	63.6	无	63.9	无	49.9	无	49.9	无	49.9	买一箱送三 瓶
	you+ 200ml*12	45.7	无	45.6	无	46.6	无	58.8	无	无货	无	无货	无
低温	畅轻 250g/100ml	7.5 (250g)	2件8折	7.1 (250g)	无	7.25 (250g)	无	7.9 (250g)	无	无货	无	8 (250g)	无
	Joyday 220g	8.8	2件减5元	9.8	无	9.9	第二杯7.43	9.9	无	9.9	第二件半价	无货	无
低温	冠益乳 250g/100ml	5.5 (250g)	无	8.5 (250g)	无	8.5 (250g)	无	8.5 (250g)	无	8.2 (250g)	四瓶核桃味 17.7	8.5 (250g)	低温酸奶及 乳酸菌满25 减5

资料来源: 草根调研, 华创证券

三、投资策略

白酒方面, 年初以来板块受益于基本面小幅预期差及外资持续流入, 估值水平修复回升, 行情分段演绎。按当前业绩预期水平, 大概率估值先修复至 20-25X 区间, 此后进入业绩披露期预计表现会有分化, 节后淡季密切跟踪现金流及渠道库存变化。长周期看, 未来几年外资有望持续加强对板块战略配置, 龙头估值稳定性料将提升。优先推荐贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、洋河股份等, 关注短期二三线低估值品种补涨机会。

大众品方面, 年报前瞻来看, 龙头业绩保持相对平稳, 建议继续深挖基础消费品牌化机遇, 继续寻找细分品类下真成长龙头, 推荐中炬高新、伊利股份、安井食品、恒顺醋业、洽洽食品、汤臣倍健等; 同时守正之上建议出奇, 继续推荐市场预期较低、业绩具备改善空间的标的, 重点推荐西王食品、上海梅林等。

四、行业数据

行业产量数据: 2018 年 1-12 月, 全国白酒 (折 65 度, 商品量) 产量 871.2 万千升, 同比增长 3.1%, 其中 12 月份实现产量 91.5 万千升, 同比增长 0.5%; 全国啤酒产量 3812.20 万千升, 同比增长 0.5%, 其中 12 月份实现产量 208.9 万千升, 同比增长 2.3%; 全国葡萄酒产量 62.9 万千升, 同比下跌 7.4%, 其中 12 月份实现产量 9.6 万千升, 同比下跌 7.7%。

2 月 15 日京东数据: 52 度五粮液 1019 元/瓶, 较上周下降 0.3%; 52 度剑南春价格 398 元/瓶, 较上周下降 0.25%; 52 度泸州老窖 258 元/瓶, 较上周上升 13.16%; 52 度洋河梦之蓝 M3 为 569 元/瓶, 较上周上升 14.03%; 52 度水井坊价格 519 元/瓶, 与上周持平; 53 度 30 年青花汾酒 679 元/瓶, 较上周上升 3.19%。

2 月 15 日, 杰卡斯干红一号店 98 元/瓶, 与上周持平; 张裕干红 (赤霞珠) 一号店 28 元/瓶, 与上周持平; 张裕干红 (特选蛇龙珠) 一号店 88.9 元/瓶, 与上周持平。

五、上周行情回顾

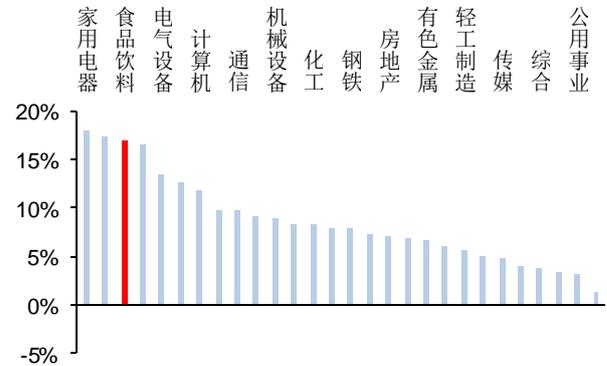
2019 年年初至今申万食品饮料指数上涨 17%，沪深 300 指数上涨 10.9%，2019 年至今食品饮料板块在申万 28 个子行业中排名第 3 位。本周(2 月 11 日-2 月 15 日)申万食品饮料指数上涨 5.13%，沪深 300 指数较上周上涨 2.81%。

图表 24 2018 年初至今食品饮料走势



资料来源: Wind、华创证券

图表 25 2019 年以来各行业涨跌幅比较 (按申万分类)



资料来源: Wind、华创证券

图表 26 食品饮料板块周涨跌幅前五名列表 (申万分类)

排序	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价
1	新乳业	42.92	18.08	中炬高新	-0.03	31.34
2	百润股份	26.39	12.02	千禾味业	0.11	18.52
3	得利斯	18.78	4.87	三全食品	0.13	7.55
4	水井坊	13.95	34.47	广泽股份	0.13	7.47
5	华统股份	13.57	15.23	双汇发展	0.20	25.16

资料来源: Wind、华创证券, 本周仅中炬高新周五收盘价下跌

六、北上资金跟踪

白酒: 2019 年 2 月 15 日, 贵州茅台北上资金持股占 A 股总股数比重为 9.21%, 较上周提升 0.27pct; 五粮液北上资金持股占 A 股总股数比重为 10.69%, 较上周提升 0.84pct; 泸州老窖北上资金持股占 A 股总股数比重为 3.05%, 较上周上升 0.16pct; 洋河股份北上资金持股占 A 股总股数比重为 7.20%, 较上周下降 0.16pct; 水井坊北上资金持股占 A 股总股数比重为 9.65%, 较上周上升 0.4pct; 顺鑫农业北上资金持股占 A 股总股数比重为 6.55%, 较上周上升 0.14pct。同时, 本周贵州茅台合计净买入 24.12 亿元, 五粮液合计净买入 21.44 亿元, 洋河北上资金净卖出 2.61 亿元。

大众品: 2019 年 2 月 15 日, 伊利股份北上资金持股占 A 股总股数比重为 14.91%, 较上周下降 0.09pct; 双汇发展北上资金持股占 A 股总股数比重为 3.28%, 较上周下降 0.18pct; 桃李面包北上资金持股占 A 股总股数比重为 1.11%, 较上周提升 0.08pct; 中炬高南北上资金持股占 A 股总股数比重为 3.28%, 较上周上升 0.12pct; 海天味业北上资金持股占 A 股总股数比重为 5.25%, 较上周提升 0.06pct; 安琪酵母北上资金持股占 A 股总股数比重为 10.45%, 较上周上升 0.06pct; 涪陵榨菜北上资金持股占 A 股总股数比重为 7.47%, 较上周提升 0.97pct。

图表 27 2018 年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 28 2018 年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 2018 年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



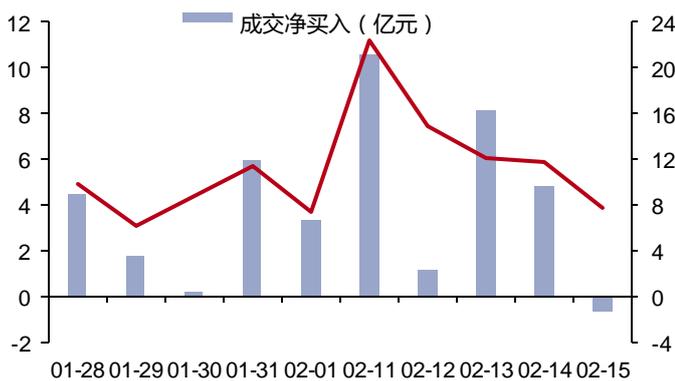
资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 2018 年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



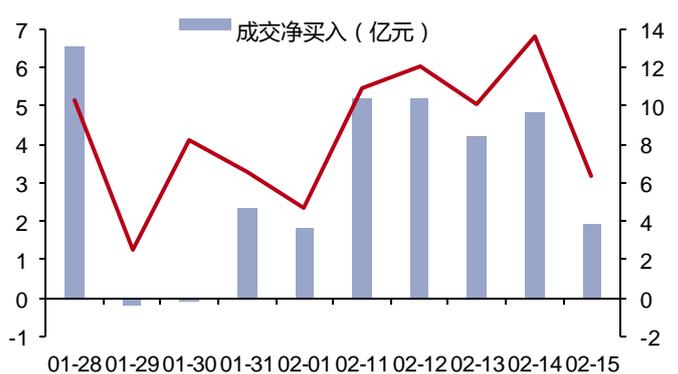
资料来源: Wind, 华创证券

图表 31 贵州茅台成交净买入及总金额

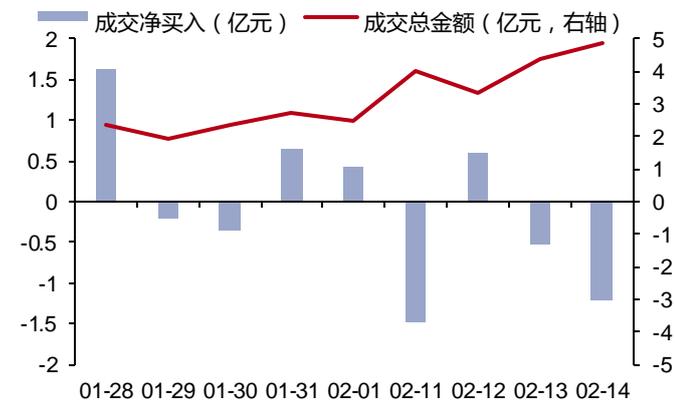


资料来源: Wind, 华创证券

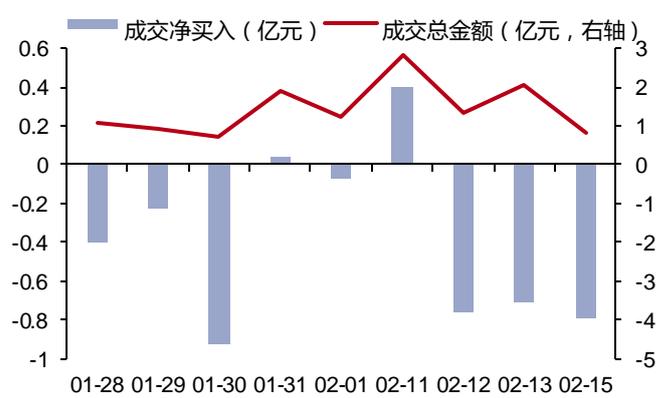
图表 32 五粮液成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 洋河股份成交净买入及总金额


资料来源: Wind, 华创证券

图表 34 伊利股份成交净买入及总金额


资料来源: Wind, 华创证券

七、估值

2019年2月15日食品饮料板块绝对PE和绝对PB分别为27.37倍和5.10倍,2005-2019年食品饮料板块绝对PE和绝对PB的历史均值分别为39.36倍和5.50倍;2月15日食品饮料板块相对沪深300PE和PB分别为2.44倍和3.76倍,历史均值分别为2.36倍和2.58倍。

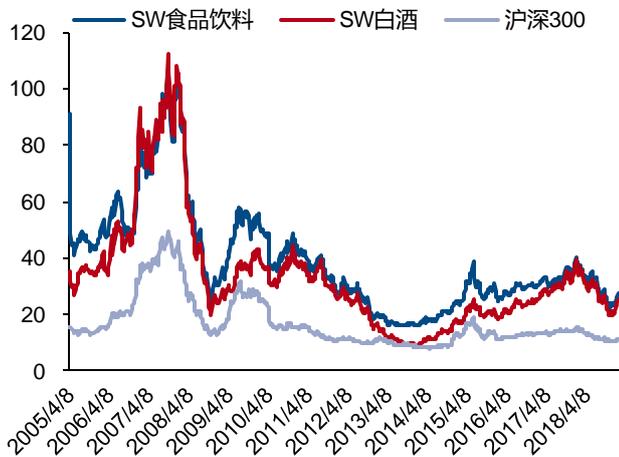
图表 35 食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图


资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 36 食品饮料相对 PE 和 PB 走势图

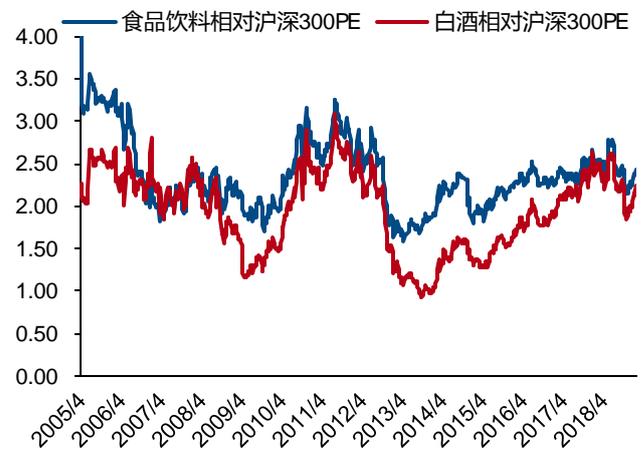

资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 37 食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图 (2005 年至今, 周)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38 食品饮料、白酒相对 PE 走势图 (2005 年至今, 周)



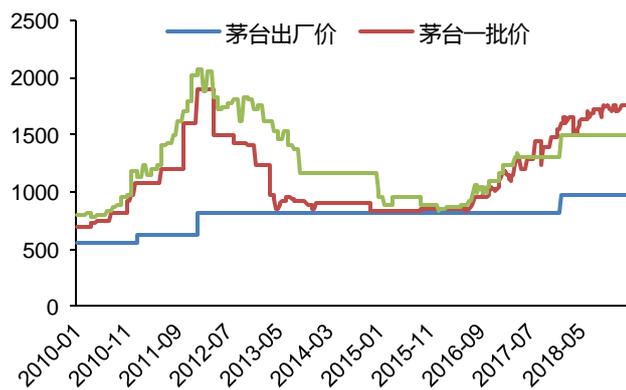
资料来源: Wind, 华创证券

八、行业一周数据及点评

(一) 白酒

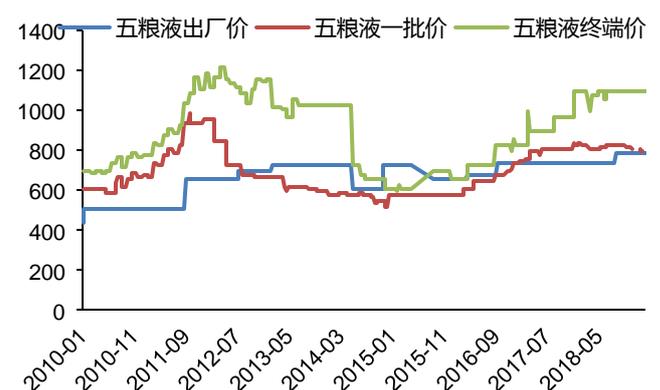
1 月 25 日京东数据: 52 度五粮液 1019 元/瓶, 较上周上升 0.3%; 52 度剑南春水晶剑价格 398 元/瓶, 较上周下降 0.25%; 52 度泸州老窖特曲 258 元/瓶, 较上周上升 13.16%; 52 度洋河梦之蓝 M3 为 569 元/瓶, 较上周上涨 14.03%; 52 度水井坊价格 519 元/瓶, 与上周持平; 53 度 30 年青花汾酒 679 元/瓶, 较上周上涨 3.19%。2018 年 1-12 月白酒产量 871.2 万千升, 同比增长 3.10%。

图表 39 53 度 500ml 飞天茅台价格走势图元/瓶



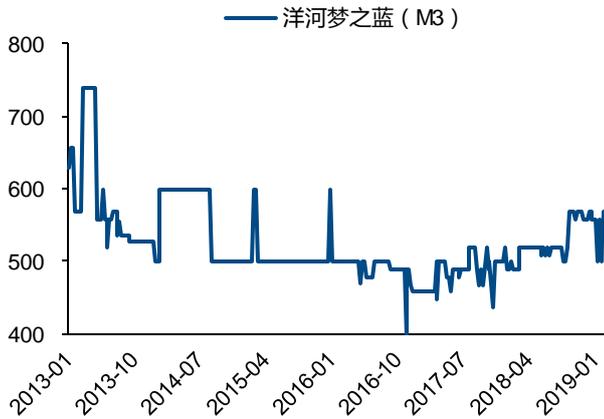
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 40 52 度 500ml 五粮液价格走势图元/瓶



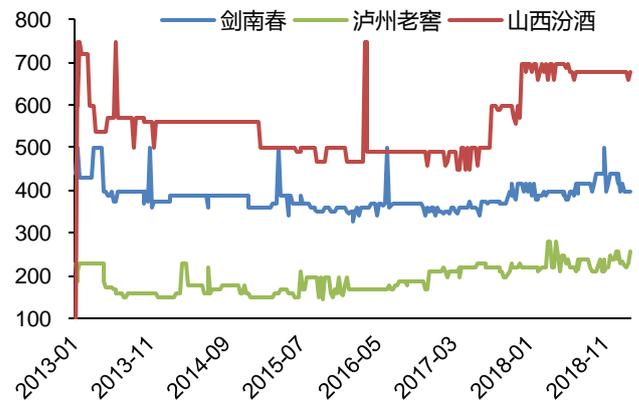
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 41 洋河梦之蓝(M3)京东价格走势元/瓶



资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 二线白酒京东价格走势元/瓶



资料来源: Wind, 华创证券 图例分别为水晶剑、特曲及 30 年青花汾酒

图表 43 白酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 44 白酒产量年度走势图



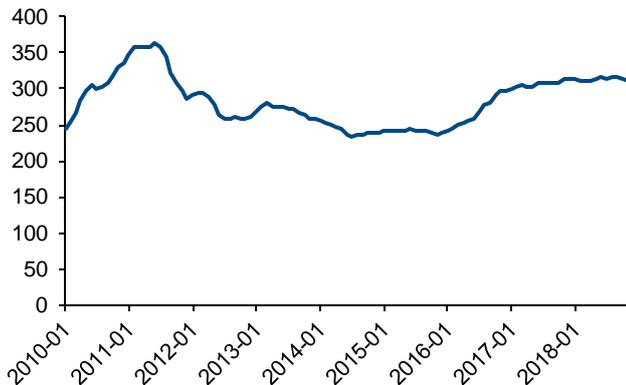
资料来源: 国家统计局, 华创证券

(二) 葡萄酒

Live-ex 高级葡萄酒交易所成立于 1999 年, 经 Live-ex 完成的交易额超过全球高级葡萄酒总交易额的四分之三, 依据欧洲地区注明葡萄酒价格走势编制该指数。2018 年 12 月 Live-ex Fine Wine100 指数报收于 312.05, 11 月数据为 313.37, 较 11 月下跌 0.42%。

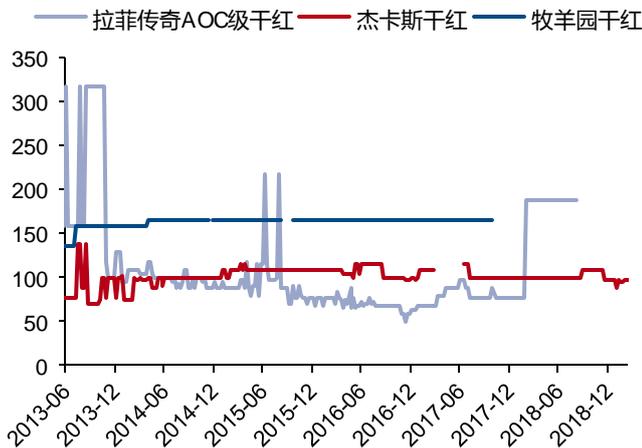
2019 年 2 月 15 日, 杰卡斯干红一号店 98 元/瓶, 与上周持平; 张裕干红 (赤霞珠) 一号店 28 元/瓶, 与上周持平; 张裕干红 (特选蛇龙珠) 一号店 88.9 元/瓶, 与上周持平。2018 年 1-12 月葡萄酒总产量 62.90 万千升, 同比下跌 7.40%; 2018 年 12 月葡萄酒进口量 5.89 万千升, 同比下跌 26.63%。

图表 45 Live-exFineWine100 指数走势图



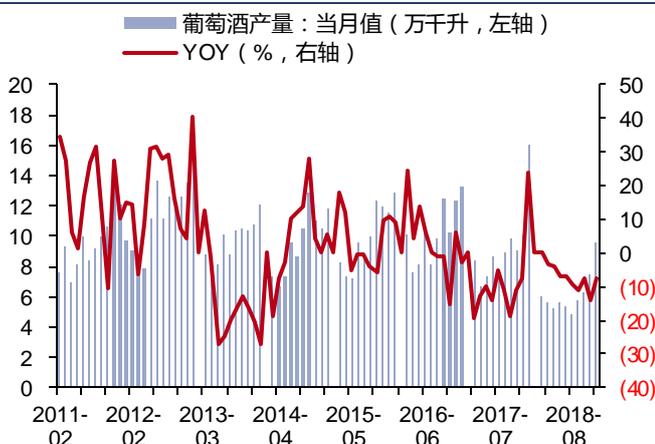
资料来源: Wind, 华创证券

图表 47 国外品牌葡萄酒价格走势图



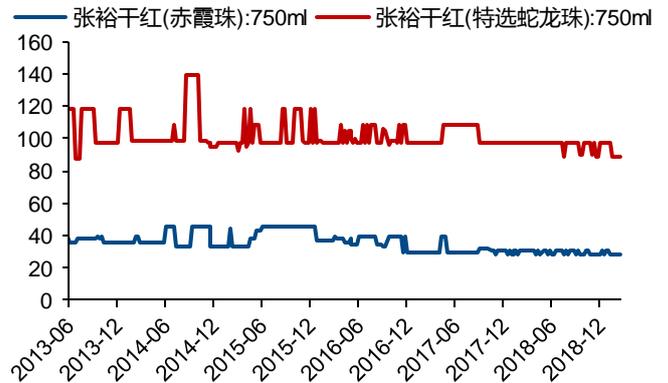
资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 49 葡萄酒产量月度走势图



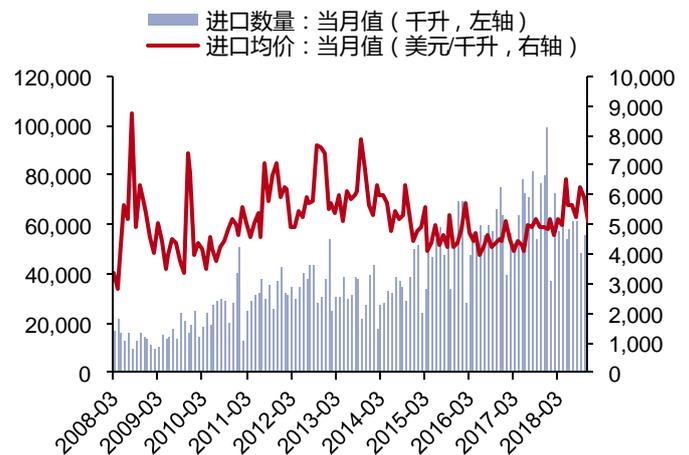
资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 46 张裕终端价格走势图元/瓶



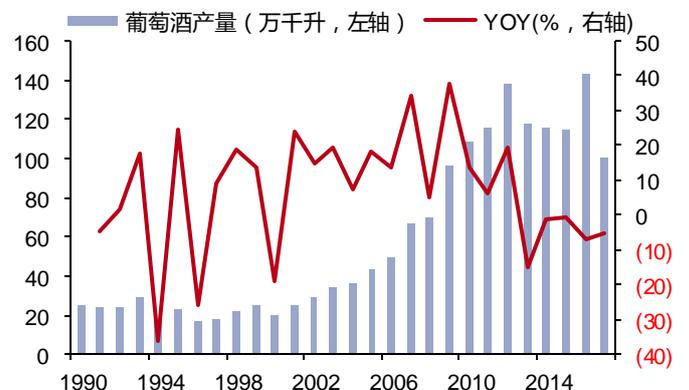
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 48 葡萄酒进口量和进口价格走势图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 50 葡萄酒产量年度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

(三) 啤酒

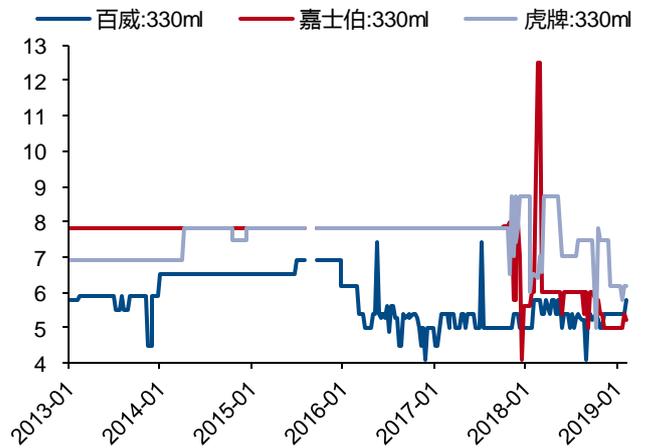
2018年1-12月全国啤酒产量3812.2万千升,同比增长0.5%,其中12月份实现产量208.9万千升,同比增长2.3%。

图表 51 青啤和哈啤价格走势



资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 52 国外啤酒品牌价格走势



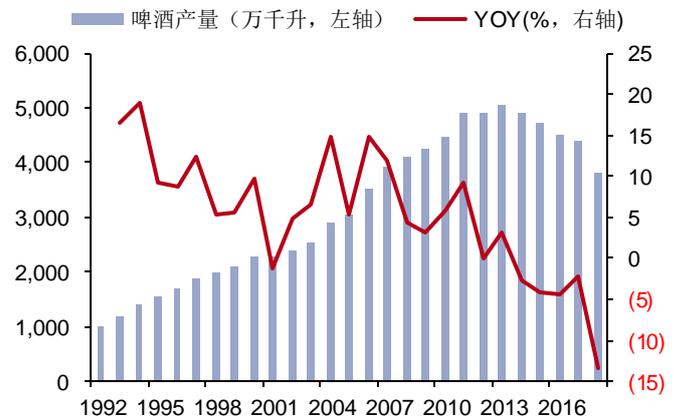
资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 53 啤酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 54 啤酒产量年度走势图

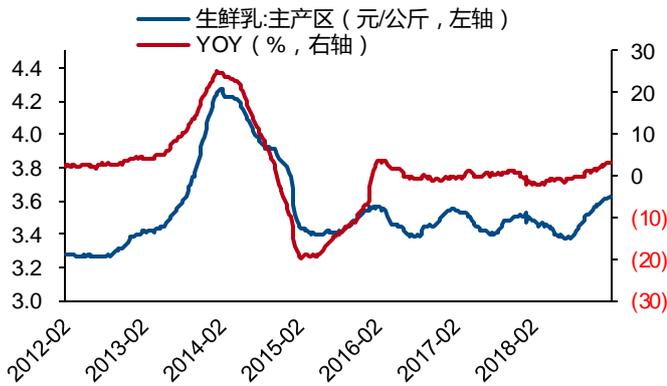


资料来源: 国家统计局, 华创证券

(四) 乳制品

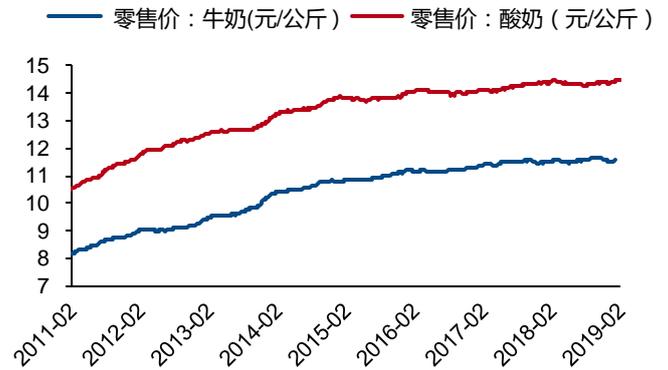
2019年2月6日,内蒙古、河北等10个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价格3.62元/公斤,较上周上涨1%。2019年2月8日国产奶粉零售均价185.88元/公斤,较上周上涨0.12%;进口婴幼儿奶粉零售均价232.19元/公斤,较上周上涨0.19%;2019年2月8日牛奶零售价11.61元/公斤,较上周上升0.17%;酸奶零售价14.50元/公斤,较上周上升0.21%;2019年1月24日芝加哥脱脂奶粉现货价为99.25美分/磅,较上周下跌0.75%。

图表 55 生鲜乳价格走势



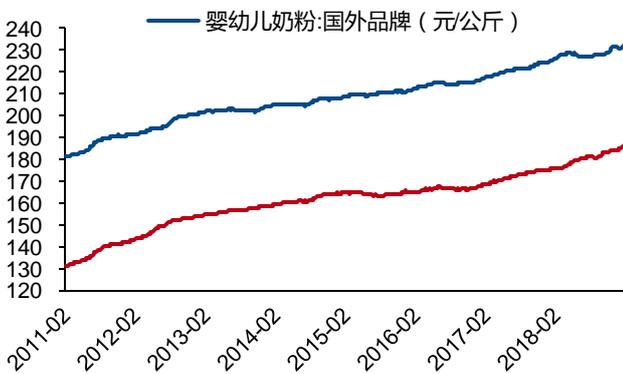
资料来源: Wind, 华创证券

图表 56 牛奶和酸奶零售价走势图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 57 婴幼儿奶粉零售价走势图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 58 芝加哥牛奶现货价走势图美分/磅

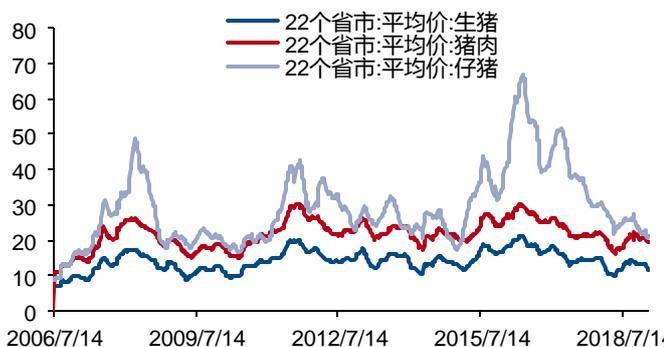


资料来源: Wind, 华创证券

(五) 肉制品

2019年2月1日,22省市生猪平均价格11.32元/公斤,较上周下跌0.61%;22省市猪肉平均价格19.24元/公斤,与上周持平;22省市仔猪价格21.02元/公斤,与上周持平;22省市猪粮比5.78,较上周下跌1.03%。

图表 59 生猪和猪肉价格走势元/公斤



资料来源: Wind, 华创证券

图表 60 生猪养殖盈利走势图元/头

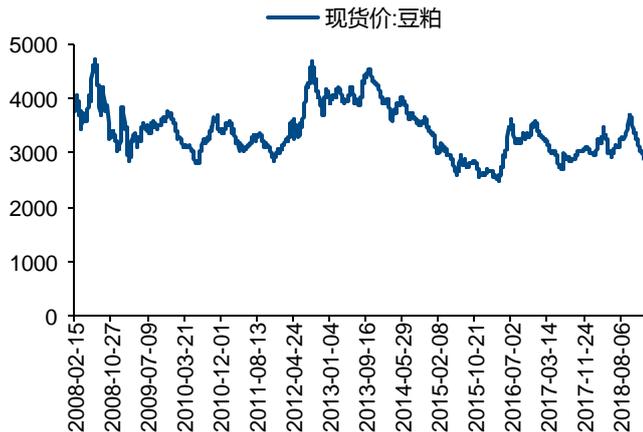


资料来源: Wind, 华创证券

(六) 原材料及包材

2019年2月15日豆粕现货价2835.88元/吨,较上周下跌1.04%;2019年2月15日华北、华东、华南三地箱板纸均价4449.67元/吨,较上周上涨0.05%;华北、华东、华南三地瓦楞纸均价3951.67元/吨,与上周持平;塑交所中国塑料价格指数1152.97,较上周上下下降0.67%;2019年2月14日,OPEC一揽子原油价64.28美元/桶,较上周上涨4.40%。

图表 61 豆粕现货价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 62 全国大豆市场价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 63 箱板纸国内平均价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 64 瓦楞纸出厂平均价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 65 OPEC 原油价格走势 (美元/桶)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 66 中国塑料价格指数走势图


资料来源: Wind, 华创证券

九、行业一周重要公告及股东大会提示

- 1) **【克明面业】**业绩快报: 总营收 28.56 亿元, 同比增长 25.85%; 归母净利润 1.89 亿元, 同比增长 67.32%
- 2) **【中宠股份】**可转债发行: 中宠股份本次公开发行可转债 1.94 亿元。
- 3) **【洽洽食品】**权益变动: 公司控股股东合肥华泰集团于 2018 年 11 月 13 日至 2019 年 2 月 13 日之间因换股及自身资金需求减持无限售流通股 2581 万股, 占公司总股本的 5.09%。
- 4) **【老白干酒】**非公开发行情况及新股上市: 发行 2421 万股, 募集资金 2.83 亿元, 购买丰联酒业 100% 股权。

图表 67 一周股东大会提示

公司名称	股东大会现场召开时间
深深宝 A	2019 年 2 月 21 日

资料来源: Wind, 华创证券

十、风险提示

经济持续回落影响需求; 成本快速上涨; 食品安全风险等。

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，3年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

分析师：张燕

上海社会科学院硕士，2年食品饮料研究经验，2018年加入华创证券研究所。

研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。10年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyding@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台(600519), 根据上市公司公告, 贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创阳安 5.16% 的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500