

## 本周专题: 新周期步入重要观测点, 浓香酒挑战千元价格带

■从行业的属性来讲, 白酒行业属于“周期里的消费品”, 尤其是中高端白酒由于其消费场景的原因, 增长速度常常与经济的活跃程度相关。2019年初以来, 社融数据和消费数据企稳, 白酒龙头茅台的价格在春节期间亦保持了平稳增长。伴随着增速的修复, 多数白酒公司的估值 PE (2019) 也从2018年底的12-16倍修复到16-22倍, 股价实现了“业绩+估值”的戴维斯双升。展望2019年, 白酒行业是类似于2009年的迅速拐头向上, 还是类似于2013-2015年的低位盘整, 是未来一段时间内影响白酒估值的关键因素。白酒行业是否踏入新周期, 我们尝试从以下几个维度进行分析:

■**经济周期 VS 行业政策。**从近20年的行业发展脉络来看, 白酒行业的调整往往与行业政策(1998-2002 假酒案、2012-2014 三公消费)和经济降速(2008、2018)有较强的相关性。而从调整的幅度和长度来看, 行业政策所导致的需求下滑对白酒行业发展的影响更为剧烈。而从更深层次来看, 经济降速的影响较小, 其主要原因在于去过20年经济刺激政策的有效实施使得增速短时间内得以修复, 表现在白酒消费上, 需求会迅速修复。此外, 由于白酒龙头的消费需求粘性更强, 在行业处于向下周期时, 强品牌力的支撑性将在一定程度上缓冲其业绩波动幅度。2018年下半年至今的调整, 其主要原因是经济增速回落, 从资本市场的表现来看, 2018年多数白酒(如: 五粮液、泸州老窖等)已显著跑输沪深300, 在经济企稳向上的预期下, 我们认为今年多数白酒有望显著跑赢沪深300。

■**库存周期。**白酒行业的产业链为: 白酒生产企业—经销商—终端门店—消费者, 在经销商、终端门店、消费者层面均有可能产生库存, 由于库存周期的存在, 酒企报表有时会跟真实消费增速不匹配。从经销商访谈和终端门店走访情况来看, 目前茅台终端供求紧平衡, 五粮液、国窖1573等高端白酒的经销商库存存在1-2个月的良性水平(2013年五粮液、国窖1573等经销商库存超过4个月), 从库存周期的角度来看, 显著低于2013年水平, 部分产品亦低于2018年下半年水平。

■**新周期下, 浓香酒重新挑战超高端价格带。**中国酒协数据显示, 浓香型白酒市占率超过70%, 消费群体基础坚实。但是在1000元以上的超高端价格带, 目前茅台(酱香型)一家独大。从历史的维度上来看, 五粮液、国窖1573的价格在许多年份与茅台同属一个梯队, 但是2015-2018年, 茅台与五粮液的价差超过2:1, 两家浓香名酒“被困在800元价格带”。近日, wind咨询、酒说、微酒等平台报道, 今年下半年新品五粮液出厂价将提升100元, 终端价直指千元价格带。五粮液新任领导班子从团队人员、品牌建设等方面改善较大, 茅台终端价目前稳定在1800元以上, 茅五价差扩大, 若五粮液挺价成功, 亦为国窖1573、洋河梦6等产品的价盘打开空间。推荐标的: 泸州老窖, 五粮液, 洋河股份等。

■**风险提示:** 经济增速回落; 茅台价格回落; 五粮液挺价不及预期。

同步大市-  
A  
维持评级

投资评级

### 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

符蓉

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060003  
furong1@essence.com.cn

### 相关报告

- 浅析外资流入对食品饮料板块的影响——食品周报 20190224
- 五省草根调研总结——食品周报 20190210
- 浅析五粮液春节动销超预期原因——食品周报 20190127
- 2018Q4 持仓分析——食品周报 20190124

## 内容目录

1. 本周专题：新周期步入重要观测点，浓香酒挑战千元价格带.....	4
2. 本周食品饮料板块综述.....	6
3. 近期报告汇总.....	9
3.1. 年度策略会演讲报告.....	9
3.2. 近期专题报告.....	10
3.3. 消费专题会、调研纪要.....	11
3.4. 地产酒系列深度.....	12
4. 行业要闻.....	13
5. 重点公司公告.....	13
6. 下周重要事项.....	15
7. 重点数据跟踪.....	15
7.1. 本周市场表现.....	15
7.2. 行业重点数据跟踪.....	18

## 图表目录

图 1: 食品饮料行业沪港通持股 (%) .....	7
图 2: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例 .....	7
图 3: 茅台沪港通持股 .....	7
图 4: 五粮液沪港通持股 .....	7
图 5: 泸州老窖沪港通持股 .....	8
图 6: 洋河股份沪港通持股 .....	8
图 7: 山西汾酒沪港通持股 .....	8
图 8: 水井坊沪港通持股 .....	8
图 9: 伊利股份沪港通持股 .....	8
图 10: 涪陵榨菜沪港通持股 .....	8
图 11: 中炬高新沪股通持股比例 .....	9
图 12: 绝味食品沪股通持股 .....	9
图 13: 年初至今各行业收益率 (%) .....	15
图 14: 一周以来各行业收益率 (%) .....	15
图 15: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%) .....	16
图 16: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%) .....	16
图 17: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM) .....	16
图 18: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数 .....	16
图 19: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM) .....	17
图 20: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数 .....	17
图 21: 茅台五粮液终端价格 .....	19
图 22: 二线酒终端价格 .....	19
图 23: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨) .....	19
图 24: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨) .....	19
图 25: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨) .....	19
图 26: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨) .....	19
图 27: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨) .....	20
图 28: 海关奶粉进口价 (美元/吨) .....	20

图 29: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)	20
图 30: 液态奶进口量-累计值 (万吨)	20
图 31: 液态奶进口单价 (美元/千克)	20
图 32: 原奶价格 (元/千克)	20
图 33: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 34: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 35: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	21
图 36: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	21
图 37: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	21
图 38: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	21
图 39: 国内玉米价格 (元/吨)	22
图 40: 国内大豆价格 (元/吨)	22
图 41: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	22
图 42: 猪粮比价	22
图 43: 苦杏仁价格 (元/千克)	22
图 44: 马口铁价格 (元/吨)	22
图 45: 铝板价格	23
图 46: 进口大麦价格 (美元/吨)	23
图 47: 玻璃价格指数	23
图 48: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)	23
图 49: 食糖价格指数 (元/吨)	23
图 50: 食盐价格指数 (元/公斤)	23
图 51: 可可价格指数 (美元/吨)	24
表 1: 核心组合收益表	7
表 2: 重点公司估值表	12
表 3: 上周重要公告	13
表 4: 下周重要事项	15

## 1. 本周专题：新周期步入重要观测点，浓香酒挑战千元价格带

从行业的属性来讲，白酒行业属于“周期里的消费品”，尤其是中高端白酒由于其消费场景的原因，增长速度常常与经济的活跃程度相关。2019年初以来，社融数据和消费数据企稳，白酒龙头茅台的价格在春节期间亦保持了平稳增长，超出市场预期。如果我们将宏观经济和白酒行业数据一同观测，此次春节白酒行业表现与经济指标表现基本吻合。从资本市场的角度来看，伴随着企业增速的预期修复，白酒公司的估值PE（2019）也从2018年底的12-16倍修复到16-20倍，表现在股价上，即实现了“业绩+估值”的戴维斯双升。但是2019年白酒行业是类似于2009年的迅速拐头向上，还是类似于2013-2015年的低位盘整，是未来一段时间内影响白酒估值的关键因素。白酒行业是否踏入新周期，我们尝试从以下几个维度进行分析：

图 1：茅台终端价增速与 PPI 相关性较强

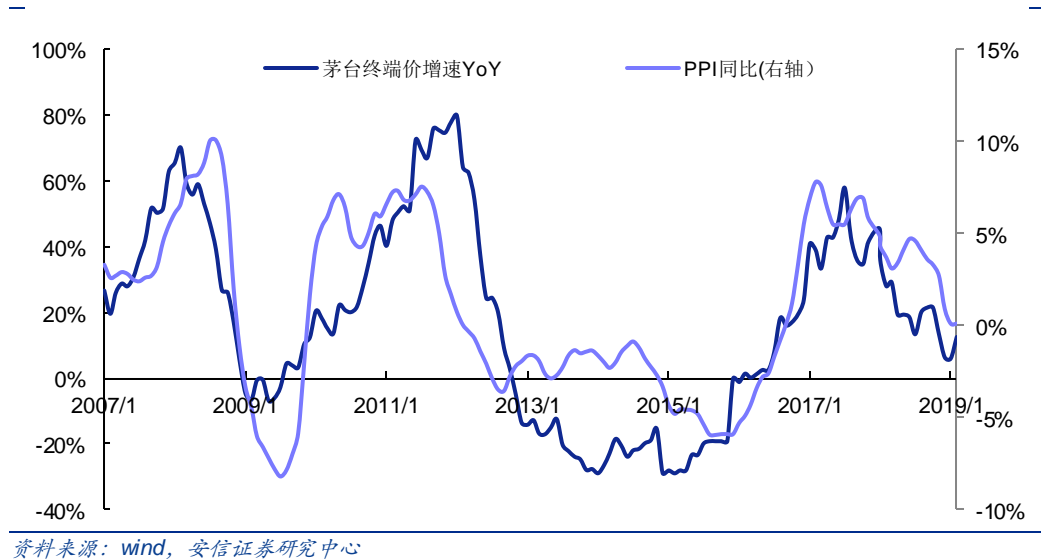


图 2：2013 至今 PPI 当月同比增速 (%)

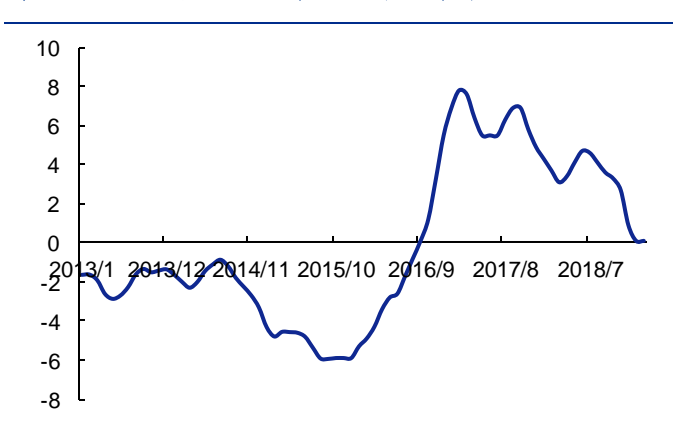
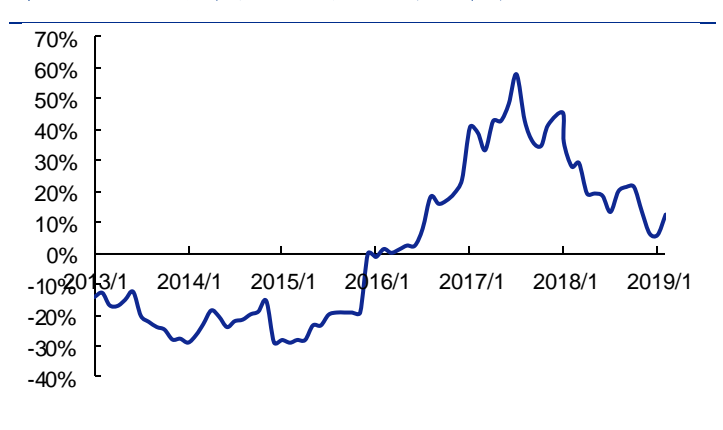


图 3：2013 至今茅台终端价同比增速 (%)



### 经济周期 VS 行业政策

从近 20 年的行业发展脉络来看，白酒行业的调整往往与行业政策（1998-2002 假酒案、2012-2014 三公消费）和经济降速（2008、2018）有较强的相关性。而从调整的幅度和长度来看，行业政策所导致的需求下滑对白酒行业发展的影响更为剧烈。而从更深层次来看，经济降速的影响较小，其主要原因在于去过 20 年经济刺激政策的有效实施使得经济增速短

时间内得以修复，表现在白酒消费上，需求会迅速修复。此外，由于白酒龙头的消费需求粘性更强，在行业处于向下周期时，强品牌力的支撑性将在一定程度上缓冲其业绩波动幅度。

2018 下半年至今的调整，其主要原因是经济增速回落，从资本市场的表现来看，2018 年多数白酒（如：五粮液、泸州老窖等）已显著跑输沪深 300，在经济企稳向上的预期下，从历史回溯来看，今年多数白酒有望显著跑赢沪深 300。

表 1：高端白酒相对于沪深 300 的超额收益率 (%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 至今
贵州茅台	-10	2	105	58	220	2	13	-39	22	42	2	-29	15	23	68	90	11	4
五粮液	-13	8	38	16	150	18	-5	41	23	21	-20	-35	-9	24	41	115	-10	19
泸州老窖	9	-24	3	68	365	30	6	23	20	18	-10	-31	-44	32	36	82	-12	1

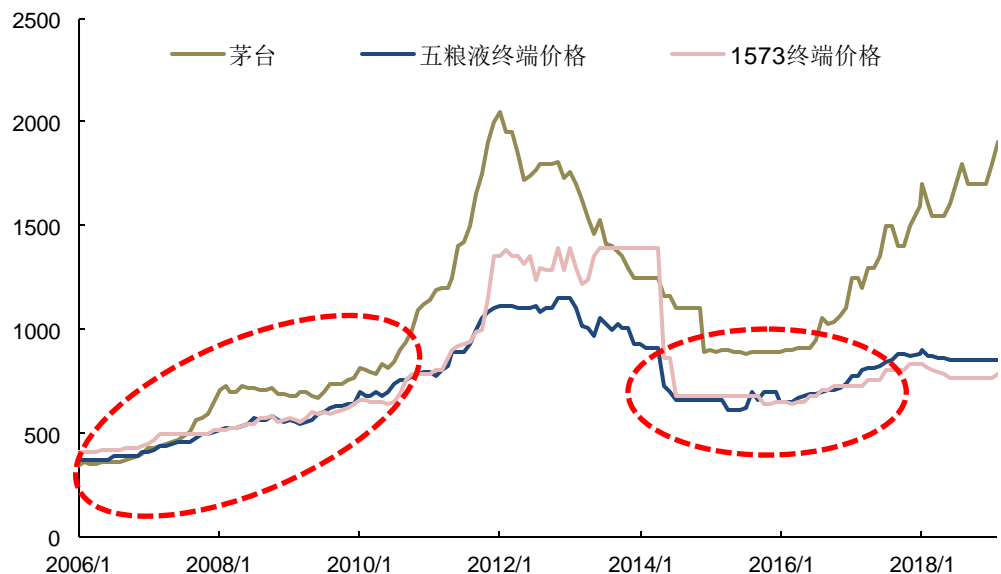
资料来源：wind, 安信证券研究中心

### 库存周期

白酒行业的产业链为：白酒生产企业—经销商—终端门店—消费者，在经销商、终端门店、消费者层面均有可能产生库存，由于库存周期的存在，酒企报表有时会跟真实消费增速不匹配。从经销商和终端门店走访情况来看，目前茅台终端供求紧平衡，五粮液、国窖 1573 等高端白酒的经销商库存在 1-2 个月的良性水平（2013 年五粮液、国窖等经销商库存超过 4 个月），从库存周期的角度来看，显著低于 2013 年水平，部分产品亦低于 2018 年下半年水平。

新周期下，浓香酒重新挑战超高端价格带。中国酒协数据显示，浓香型白酒市占率超过 70%，消费群体基础坚实。但是在 1000 元以上的超高端价格带，目前茅台（酱香型）一家独大。从历史的维度上来看，五粮液、国窖 1573 的价格在许多年份与茅台同属一个梯队，但是 2015-2018 年，茅台与五粮液的价差超过 2:1，两家浓香名酒“被困在 800 元价格带”。近日，根据酒说、微酒等平台报道，今年下半年新品五粮液出厂价将提升 100 元，终端价直指千元价格带。五粮液新任领导班子从团队人员、品牌建设等方面改善较大，茅台终端价目前稳定在 1800 元以上，茅五价差扩大，若五粮液挺价成功，亦为国窖 1573、洋河梦 6 等产品的价盘打开空间。

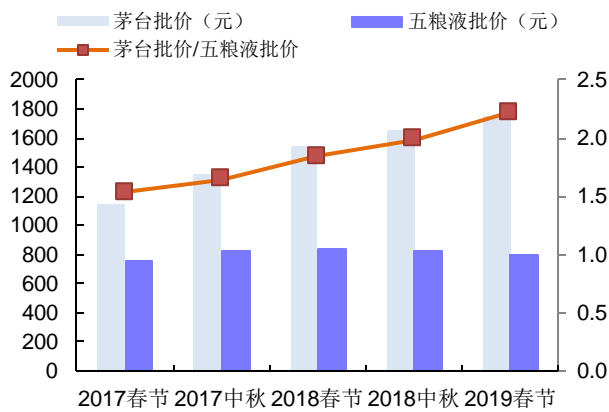
图 4：茅五泸终端价（元）



资料来源：wind, 安信证券研究中心

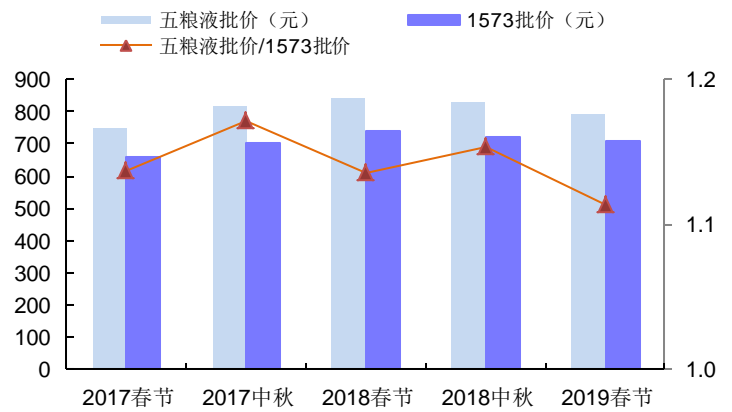


图 5：近三年茅台、五粮液批价对比



资料来源：草根调研，wind，安信证券研究中心

图 6：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

表 2：今年以来各白酒公司涨跌幅

序号	代码	名称	年初至今	振幅	最高	最低
1	603369.SH	今世缘	47.69%	62.66%	22.58	13.50
2	000596.SZ	古井贡酒	46.31%	61.06%	82.95	50.00
3	600809.SH	山西汾酒	46.08%	68.25%	56.56	32.64
4	000858.SZ	五粮液	40.41%	61.91%	79.50	48.00
5	000860.SZ	顺鑫农业	31.95%	50.80%	45.70	29.50
6	600779.SH	水井坊	26.49%	46.32%	43.00	28.33
7	600197.SH	伊力特	25.33%	40.68%	17.95	12.65
8	600519.SH	贵州茅台	25.00%	36.66%	798.33	582.02
9	603589.SH	口子窖	24.24%	50.33%	49.55	31.90
10	000568.SZ	泸州老窖	22.68%	45.13%	55.95	37.60
11	600559.SH	老白干酒	22.49%	36.41%	16.35	11.85
12	600199.SH	金种子酒	21.66%	35.23%	6.08	4.47
13	000799.SZ	酒鬼酒	20.53%	33.79%	20.75	15.35
14	600702.SH	舍得酒业	18.84%	36.72%	29.58	21.20
15	002304.SZ	洋河股份	17.46%	38.85%	124.40	87.60
16	002646.SZ	青青稞酒	11.76%	22.78%	12.75	10.31
17	603198.SH	迎驾贡酒	11.20%	24.52%	16.79	13.33
18	603919.SH	金徽酒	8.65%	24.06%	13.93	11.12

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(03/04-03/08)上证指数下跌-0.81%，深证成指上涨 2.14%，食品饮料板块下跌-4.60%，在申万 28 个子行业中排名第 27 位。大部分板块均有不同程度的下跌，其中其他酒类涨幅最大，为 2.53%（其他酒类 2.53%>肉制品 1.33%>黄酒 0.31%>软饮料 0.30%>葡萄酒-0.27%>食品综合-1.94%>食品加工-3.13%>啤酒-3.21%>调味发酵品-3.78%>乳品-4.10%>饮料制造-5.31%>白酒-5.80%）。

个股涨幅前五位分别是唐人神（38.33%）、华统股份（16.52%）、得利斯（16.06%）、安记食品（15.10%）、燕塘乳业（14.24%）；跌幅前五位分别是：恒顺醋业（-9.18%）、千禾味业（-7.51%）、中炬高新（-6.95%）、泸州老窖（-6.75%）、贵州茅台（-6.56%）。

核心组合表现:

本周我们的核心组合下跌-4.52%。具体标的表现如下表(核心组合出自重点标的组合池):

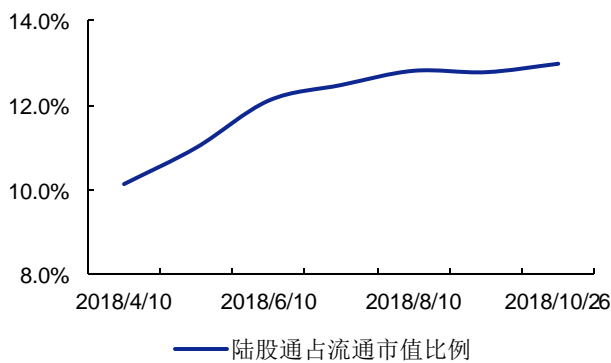
表 2: 核心组合收益表

	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	年初收盘价
600519.SH	贵州茅台	737.50	10%	-6.56%	10.00%	789.30
000568.SZ	泸州老窖	49.88	5%	-6.75%	5.00%	53.49
000858.SZ	五粮液	71.44	10%	-5.88%	10.00%	75.90
002304.SZ	洋河股份	111.26	5%	-3.59%	5.00%	115.40
600809.SH	山西汾酒	51.20	10%	-2.49%	15.00%	52.51
600702.SH	舍得酒业	27.12	5%	-5.77%	5.00%	28.78
600779.SH	水井坊	40.06	5%	-5.27%	5.00%	42.29
000596.SZ	古井贡酒	78.95	5%	-1.72%	5.00%	80.33
603369.SH	今世缘	21.40	10%	-2.19%	10.00%	21.88
600887.SH	伊利股份	26.35	10%	-5.25%	10.00%	27.81
600872.SH	中炬高新	31.33	10%	-6.95%	5.00%	33.67
600305.SH	恒顺醋业	11.18	0%	-9.18%	5.00%	12.31
600298.SH	安琪酵母	27.25	5%	-4.05%	5.00%	28.40
000848.SZ	承德露露	9.07	0%	3.78%	0.00%	8.74
002507.SZ	涪陵榨菜	25.41	5%	-4.51%	5.00%	26.61
002557.SZ	洽洽食品	21.65	5%	-3.78%	5.00%	22.50
	合计			-4.52%	-4.94%	
801120.SI	食品饮料	10,965.12			-4.60%	11,493.48
000001.SH	上证综指	2,969.86			-0.81%	2,994.01
000300.SH	沪深 300	3,657.58			-2.46%	3,749.71

资料来源: wind, 安信证券研究中心

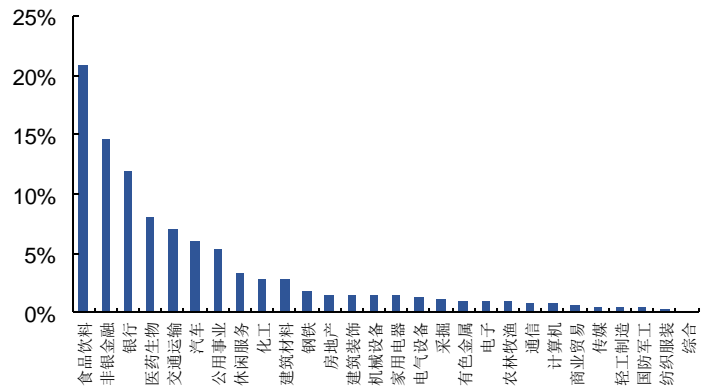
外资持股数据更新:

图 7: 食品饮料行业沪港通持股 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

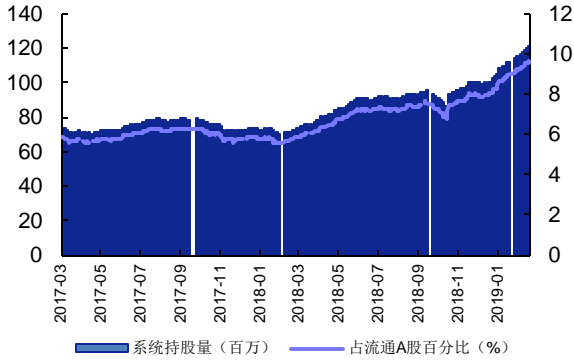
图 8: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



资料来源: wind, 安信证券研究中心

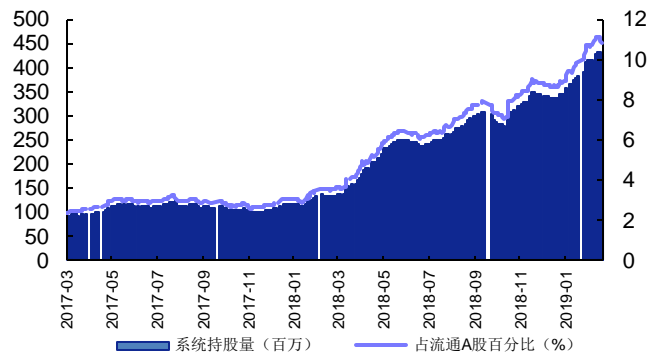
图 9: 茅台沪港通持股

图 10: 五粮液沪港通持股



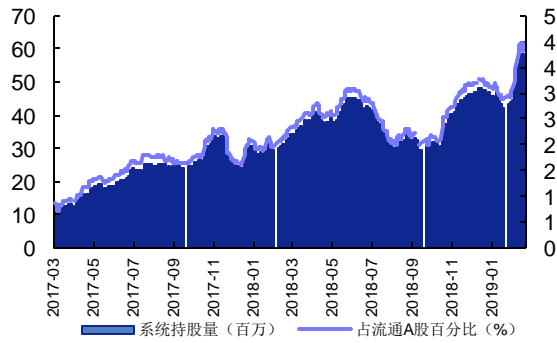
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 11: 泸州老窖沪港通持股



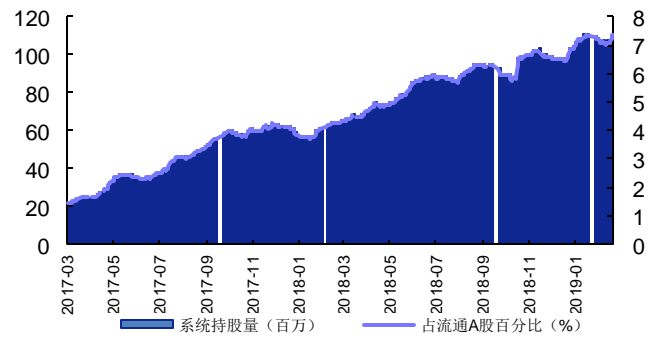
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 12: 洋河股份沪港通持股



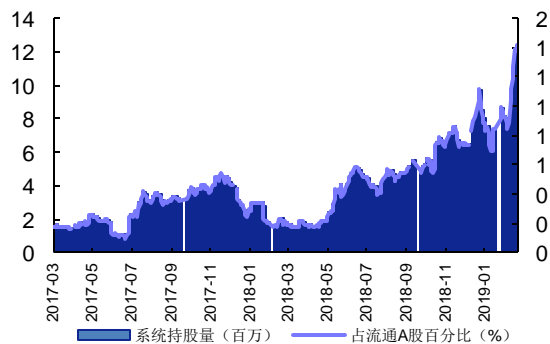
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 13: 山西汾酒沪港通持股



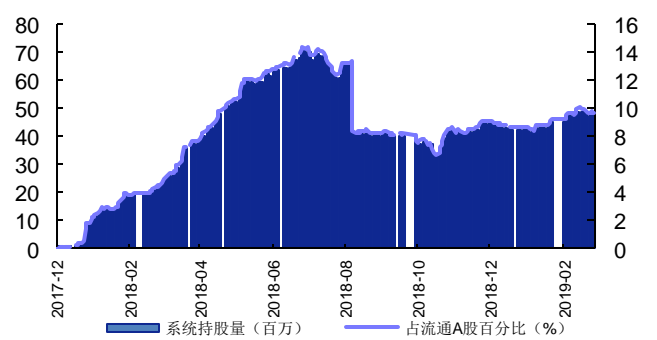
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 14: 水井坊沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

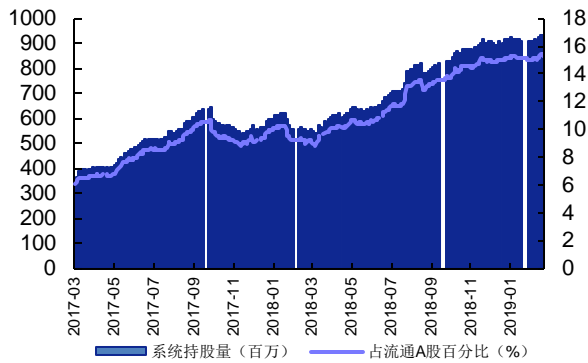
图 15: 伊利股份沪港通持股



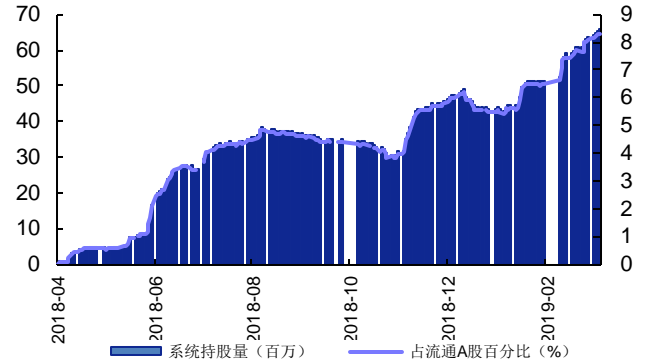
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 16: 涪陵榨菜沪港通持股





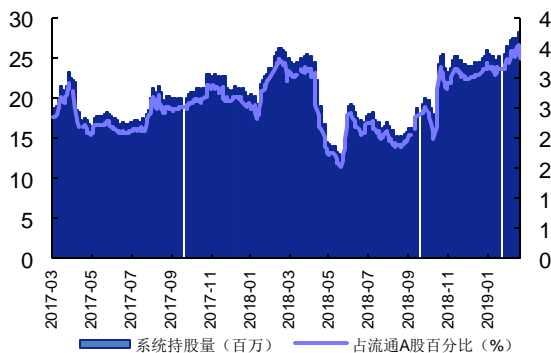
资料来源: wind, 安信证券研究中心



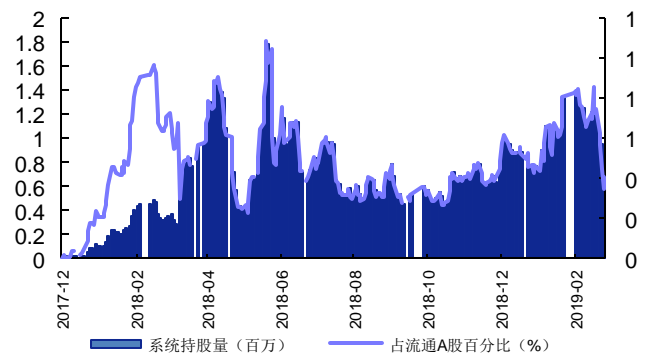
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 17: 中炬高新沪股通持股比例

图 18: 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

##### ➤ 食品首席苏铨策略会演讲报告

- 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 3：重点公司估值表

2019/3/10			归母净利润 (亿)						EPS (元/股)			归母净利润增长率 (%)			PE		
代码	简称	市值	股价 (元)	股本 (亿)	2016	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600519	贵州茅台	9,264.46	737.50	12.56	167.18	270.79	340.89	406.89	21.56	27.14	32.39	61.97	25.89	19.36	34.21	27.18	22.77
000858	五粮液	2,773.02	71.44	38.82	67.85	96.74	131.93	148.08	2.55	3.29	3.66	42.58	30.81	12.25	28.67	21.02	18.73
000568	泸州老窖	730.62	49.88	14.65	19.28	25.58	34.28	40.40	1.80	2.34	3.76	30.69	31.76	17.85	28.56	21.31	18.08
002304	洋河股份	1,676.67	111.26	15.07	58.27	66.27	81.05	90.56	4.40	5.45	6.45	13.73	23.90	18.30	25.30	20.69	18.51
000596	古井贡酒	397.59	78.95	5.04	8.30	11.49	17.53	20.85	2.28	3.40	4.04	38.46	40.70	18.95	34.61	22.68	19.07
600809	山西汾酒	443.31	51.20	8.66	6.05	9.44	14.84	20.08	1.09	1.71	2.32	56.02	57.30	35.30	46.96	29.87	22.08
600779	水井坊	195.71	40.06	4.89	2.25	3.35	6.13	8.56	0.69	1.26	1.75	49.24	82.80	39.49	58.34	31.93	22.86
603589	口子窖	261.42	43.57	6.00	7.83	11.14	13.89	16.08	1.86	2.32	2.68	42.15	24.80	15.70	23.47	18.82	16.26
000860	顺鑫农业	240.10	42.08	5.71	4.13	4.38	7.92	10.75	0.77	1.39	1.88	6.25	80.59	30.80	54.77	30.32	22.34
600702	舍得酒业	91.48	27.12	3.37	0.80	1.44	3.91	5.54	0.43	1.16	1.64	79.02	172.78	41.64	26.76	23.40	16.51
603369	今世缘	268.46	21.40	12.55	7.54	8.96	11.42	13.72	0.71	0.91	1.09	18.21	27.50	22.20	29.97	23.51	19.57
600872	中炬高新	249.59	31.33	7.97	3.62	4.53	6.05	7.74	0.57	0.76	0.97	25.08	33.62	27.92	55.06	41.25	32.25
002507	涪陵榨菜	200.58	25.41	7.89	2.57	4.14	6.62	7.97	0.52	0.83	0.99	61.00	57.52	20.12	48.43	30.30	25.17
603027	千禾味业	60.63	18.59	3.26	1.00	1.44	2.40	2.20	0.45	0.74	0.67	43.93	66.53	(8.31)	42.09	25.26	27.56

600298	安琪酵母	224.56	27.25	8.24	5.35	8.47	9.70	11.59	1.03	1.18	1.41	58.33	14.47	19.51	26.51	23.15	19.38
603345	安井食品	74.08	34.29	2.16	1.77	2.02	2.75	3.51	0.98	1.28	1.63	14.11	36.14	27.43	36.59	26.94	21.11
600600	青岛啤酒	506.75	37.51	13.51	10.43	12.63	15.15	22.33	0.94	1.12	1.65	21.04	19.95	47.45	40.12	33.45	22.69
600132	重庆啤酒	153.66	31.75	4.84	1.81	3.29	4.00	4.84	0.68	0.83	1.00	82.03	21.45	20.91	46.64	38.42	31.75

资料来源: wind, 安信证券研究中心

## 4. 行业要闻

1、衡水老白干发文涨价，省酒“突围之战”将在“新高端”打响？

<http://t.cn/EIXLjSV>

2、突发！传经典普五即将停产，绝版经典五粮液升值空间有多大？

<http://t.cn/ElaXb1a>

3、10天4场！鹿鸣荟汉酱135BC中国雅度盛宴许昌、南阳、济南、商丘即将上演！

<http://t.cn/ElaRbsd>

4、从百亿到百亿，汾酒这6年经历了什么？

<http://t.cn/EI0nWRS>

5、张裕集团新战略曝光！至宝小酒5大法宝打造中国健康小酒升级“第一瓶”

<http://t.cn/EI0Qhk9>

6、4000万吨乳制品面临消费升级，或将迎来新一轮洗牌和增长

<http://t.cn/EI0QVqo>

7、万亿市值又一次得而复失，茅台能打破这个“魔咒”？

<http://t.cn/EIQyAgU>

8、传川酒集团拟收购江口醇！并购有望再下一城

<http://t.cn/EIQyIE3>

9、郎酒“后百亿”列阵，“少帅”汪博炜罕见提期望，李俊、侯港挂帅两大新事业部！

<http://t.cn/EITux82>

10、汾酒发文六招“严打”低价、窜货，开启2019铁腕治市路

<http://t.cn/EI1sQD7>

11、每年超100%增长！为什么是丹泉，成为正在崛起的酱酒新势力？

<http://t.cn/EIrOLTx>

12、“严打”低价、窜货、京津豫停货……汾酒剑指经销商！

<http://t.cn/EIrKkDI>

13、第12届、“双国宝”、695年、446年……2019泸州老窖·国窖1573封藏大典透露了哪些“数字密码”？

<http://t.cn/ElsuO4K>

14、春糖揭秘：盘古汾酒如何玩转社交新零售？

<http://t.cn/ElsukTV>

15、高线光瓶酒市场再添破局利器，营销达人卢安军携“1239”新营销模式助力2019“洋河小曲年”

<http://t.cn/Els34dQ>

## 5. 重点公司公告

表4：上周重要公告

莫高股份	2019/03/04	股份减持	公司发布持股5%以上股东减持股份公告。2019年3月4日，西藏华富减持公司股份1616.89万股，占公司总股本5.03%。本次权益变动后，西藏华富持有公司股份1601.39万股，占公司总股本的
------	------------	------	--



三全食品	2019/03/04	股份解除质押	4.98%，不再是公司持股 5% 以上的股东。 2019 年 3 月 1 日，陈南先生将质押给中国国际金融有限公司的 0.22 亿股股份解除了质押。本次质押解除后，陈南先生持有公司股份 0.80 亿股，占公司总股本的 9.84%，所持公司股份中无处于质押状态的股份。
华统股份	2019/03/04	对外投资	2019 年 3 月 4 日，公司与温氏股份签署了《战略合作框架协议》，双方就生猪养殖、屠宰业务等方面合作达成了战略合作意向，以共同抵御猪瘟疫情对市场造成的冲击。
佩蒂股份	2019/03/05	股份质押	公司近日收到控股股东、实际控制人陈振标先生的函告，获悉陈振标先生所持的公司部分股份被质押。本次质押股份 142.68 万股，占公司股份总数的 1.17%。本次交易完成后，陈振标先生持有公司股份 4425 万股，占公司股份总数的 36.28%。
*ST 因美	2019/03/05	对外投资	公司董事会审议通过了《关于设立子公司与澳洲巴布斯公司进行战略合作的议案》，公司同意在上海设立全资项目公司，并由项目公司与巴布斯公司成立合资公司，从事 Bubs 品牌产品在大陆地区的推广与销售。
金徽酒	2019/03/05	限售股解禁	本次上市流通的限售股为公司首次公开发行限售股，现锁定期即将届满，该部分限售股共计 2.48 亿股，本次解除限售股份上市流通日期为 2019 年 3 月 11 日。
西部创业	2019/03/06	业绩快报	公司披露 2018 年度业绩快报。2018 年公司实现营业收入 7.61 亿元，同比上升 15.36%；实现归属上市公司股东净利润 1.47 亿元，同比上升 69.38%；基本每股收益 0.10 元。其中 Q4 营收 2.50 亿元，同比上升 10.13%；Q4 归母净利润 0.64 亿元，同比上升 25.49%。
绝味食品	2019/03/06	股份质押	2019 年 3 月 6 日，公司接到股东湖南聚成通知，湖南聚成将其持有的 0.37 亿股限售流通股质押给中信证券。本次股权质押初始交易日为 2019 年 3 月 4 日，购回交易日为 2020 年 4 月 4 日。本次股份质押后，湖南聚成共持有公司股份 1.57 亿股，占公司总股本的 38.35%。
汤臣倍健	2019/03/06	限制性股票解锁	公司董事会于 2019 年 2 月 27 日审议通过了《关于 2016 年限制性股票激励计划第二个解锁期解锁条件成就的议案》，公司 2016 年限制性股票激励计划所涉限制性股票第二个解锁期解锁条件已成就。本次解锁的限制性股票解锁日即上市流通日为 2019 年 3 月 8 日，解锁数量为 375.6 万股，占公司现有总股本的比例为 0.2557%。
来伊份	2019/03/07	业绩快报	公司披露 2018 年业绩快报。2018 年公司实现营业收入 38.91 亿元，同比增长 7.01%；实现归属上市公司股东净利润 0.10 亿元，同比增长 89.87%，每股收益 0.03 元。其中 Q4 营收 10.44 亿元，同比增长 2.06%，Q4 归母净利润为 -0.03 亿元，上年同期为 0.01 亿元。
吉林森工	2019/03/07	非公开发行股票	本次限售股上市类型为非公开发行限售股，流通数量为 0.38 亿股，占公司总股本的 5.23%，流通日期为 2019 年 3 月 18 日。本次发行中，森工集团认购的股票限售期为 36 个月，其余 4 名投资者认购的股票限售期为 12 个月。本次发行后，总股本将增至 5.51 亿股。
口子窖	2019/03/07	质押股份展期	2019 年 3 月 7 日，刘安省先生将质押的 0.27 亿股限售流通股（占公司总股本 4.50%）展期一年，展期后的购回交易日为 2019 年 3 月 27 日。段炼先生将质押的 483.81 万股限售流通股（占公司总股本 0.81%）展期一年，展期后的购回交易日为 2020 年 3 月 6 日。
盐津铺子	2019/03/08	年度报告	公司披露 2018 年报。2018 年公司实现营业收入 11.08 亿元，同比增长 46.81%；实现归属上市公司



会稽山	2019/03/08	股份质押
华统股份	2019/03/08	股份减持

股东净利润 0.71 亿元，同比增长 7.27%，扣非净利润 0.38 亿元，同比增长 18.91%；每股收益 0.57 元。其中 Q4 营收 3.53 亿元，同比增长 69.71%，Q4 归母净利润 0.15 亿元，同比增长 25.00%。

公司控股股东精功集团于 2019 年 3 月 8 日将其持有的 600.00 万股无限售流通股份（占公司总股本的 1.21%）质押给绍兴银行，质押期至 2020 年 10 月 30 日止。本次股份质押后，精功集团共持有公司股份 1.64 亿股，占公司总股本的 32.97%。公司发布持股 5% 以上股东减持股份预披露公告。持公司股份 0.33 亿股（占公司总股本的 12.53%）的股东甲统股份计划在三个交易日后的 6 个月内以大宗交易方式减持公司股份不超过 839.68 万股（即不超过公司总股本的 3.13%），且在任意连续 90 个自然日内，甲统股份减持股份的总数不超过公司总股本的 2%。

资料来源：wind, 安信证券研究中心

## 6. 下周重要事项

表 5：下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
麦趣尔	2019/03/11	股东大会召开
金徽酒	2019/03/12	年报预计披露
惠发股份	2019/03/13	年报预计披露
会稽山	2019/03/13	股东大会召开
梅花生物	2019/03/14	年报预计披露
顺鑫农业	2019/03/15	年报预计披露
克明面业	2019/03/15	股东大会召开
承德露露	2019/03/16	年报预计披露
桂发祥	2019/03/16	年报预计披露
双汇发展	2019/03/16	年报预计披露

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

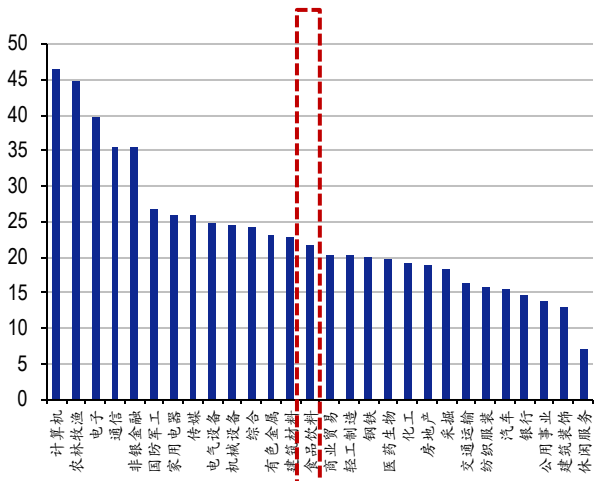
## 7. 重点数据跟踪

### 7.1. 本周市场表现

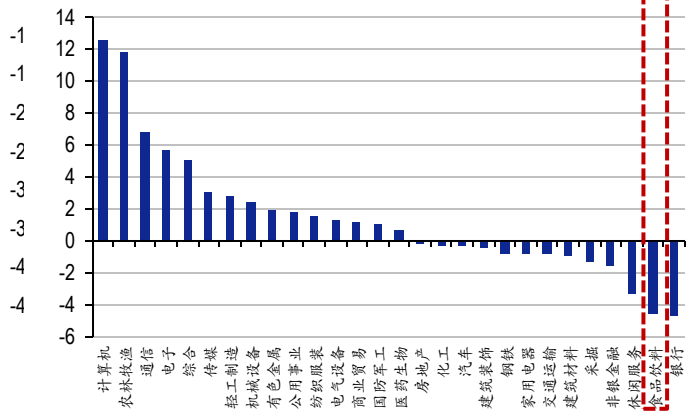
大盘及各行业走势（03/04-03/08）

图 19：年初至今各行业收益率（%）

图 20：一周以来各行业收益率（%）



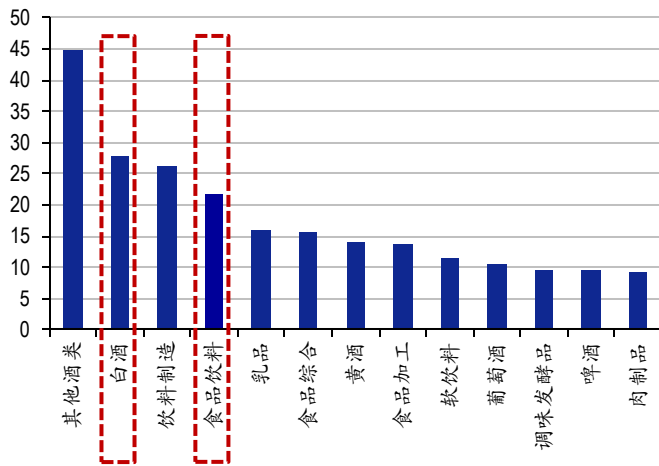
资料来源: wind, 安信证券研究中心



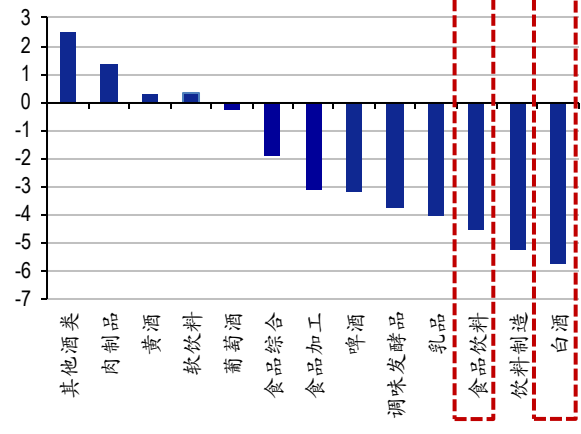
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 21: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)

图 22: 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)
002567.SZ	唐人神	38.33	159	600305.SH	恒顺醋业	-9.18	112
002840.SZ	华统股份	16.52	62	603027.SH	千禾味业	-7.51	37
002330.SZ	得利斯	16.06	74	600872.SH	中炬高新	-6.95	70
603696.SH	安记食品	15.10	17	000568.SZ	泸州老窖	-6.75	93
002732.SZ	燕塘乳业	14.24	20	600519.SH	贵州茅台	-6.56	29

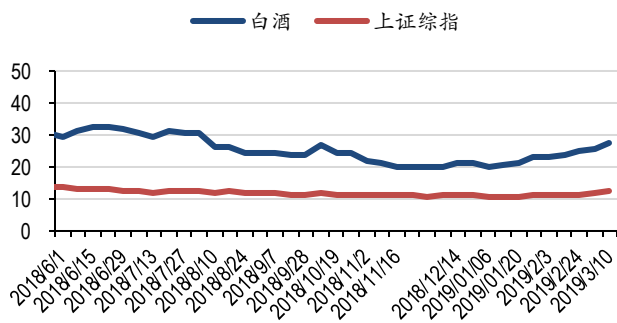
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 板块估值情况

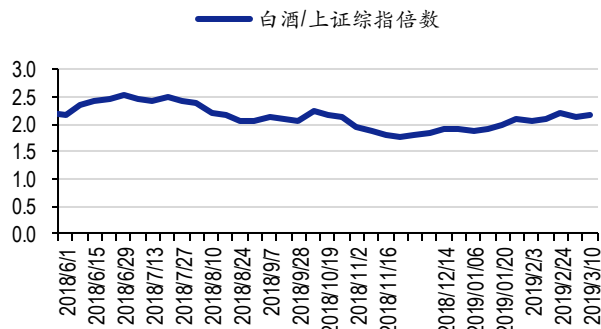
白酒板块估值 26.02 倍, 相对于上证综指相对估值 2.07 倍 (上周为 2.16 倍), 食品加工行业板块估值为 30.53 倍, 相对于上证综指相对估值 2.24 倍 (上周为 2.44 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 20.84 倍 (相对上证综指 1.70 倍), 食品加工行业平均估值 31.64 倍 (相对上证综指 2.60 倍)。

图 23: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)

图 24: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数

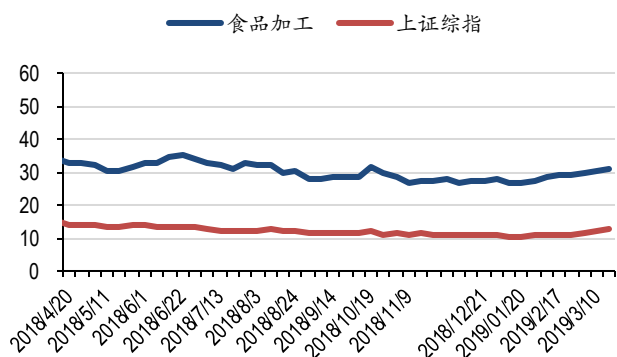


资料来源: Wind、安信证券研究中心



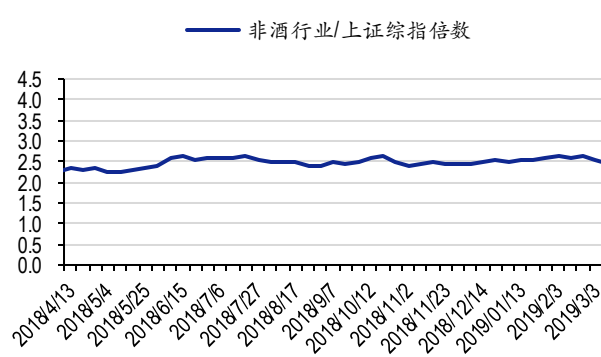
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 25: 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 26: 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

## 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

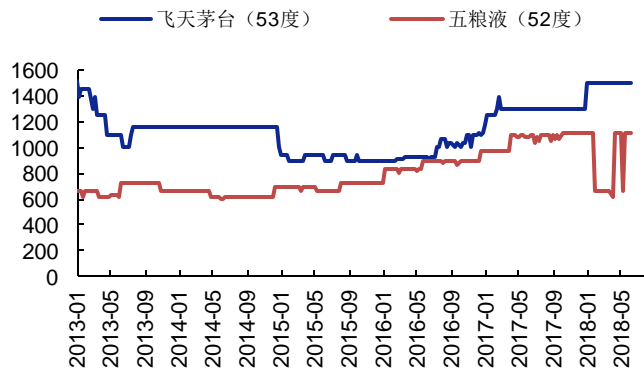
- **进口大麦价格:** 2018 年 6 月, 进口大麦单价为 255 美元/吨, 同比上涨 28.8%, 环比上涨 2.4%。
- **玻璃价格:** 8 月 17 日数据, 玻璃价格指数 1189.68, 同比上涨 6.4%, 环比持平, 玻璃价格指数自 14 年初以来已累计上涨 14.4%。

### 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。

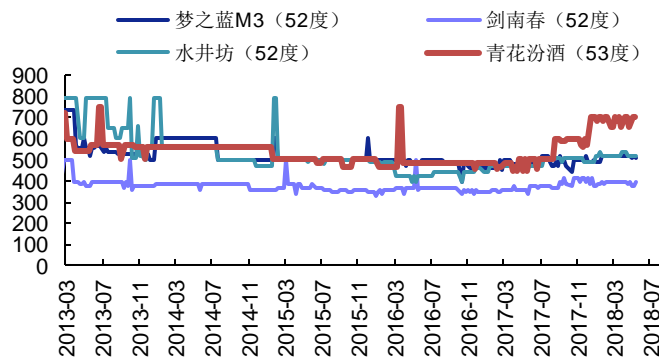
➤ **可可价格:** 近5年来,可可价格先扬后抑,现呈现逐步下跌趋势,从2012年初每吨2308美元至2018年7月每吨2357.05美元。

图 27: 茅台五粮液终端价格



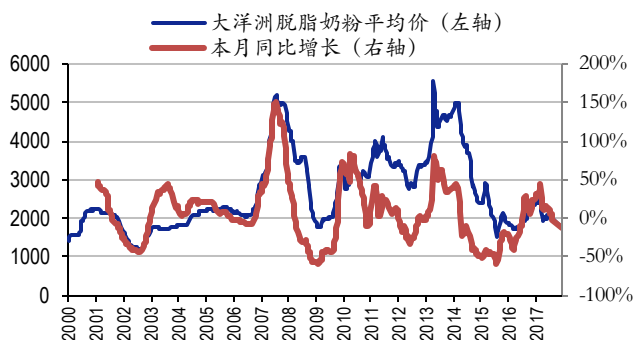
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 28: 二线酒终端价格



资料来源: JD、安信证券研究中心

图 29: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨)



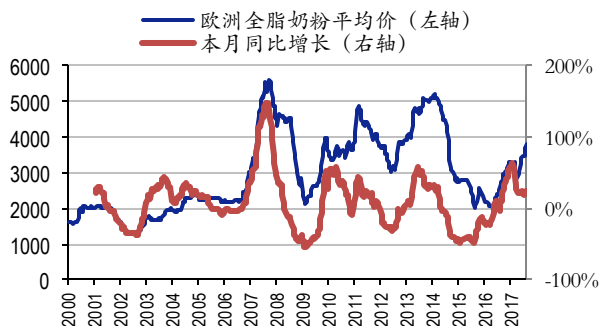
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 30: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)



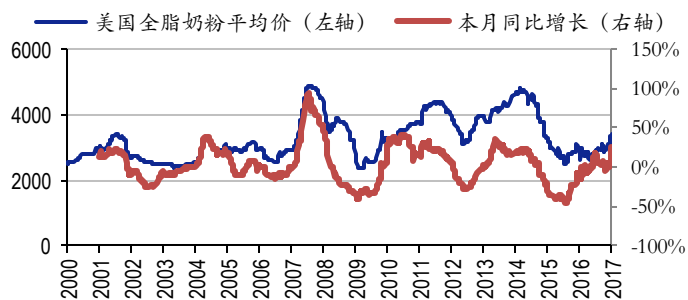
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 31: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)



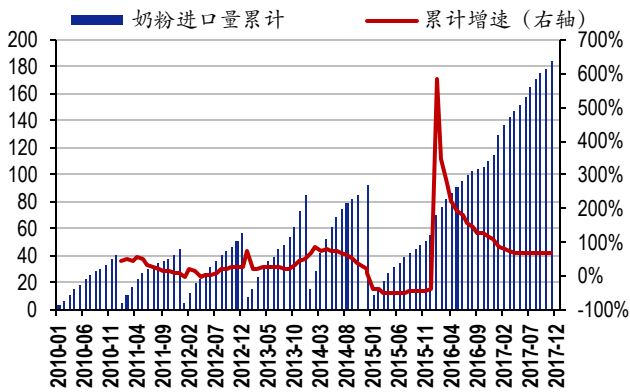
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 32: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)



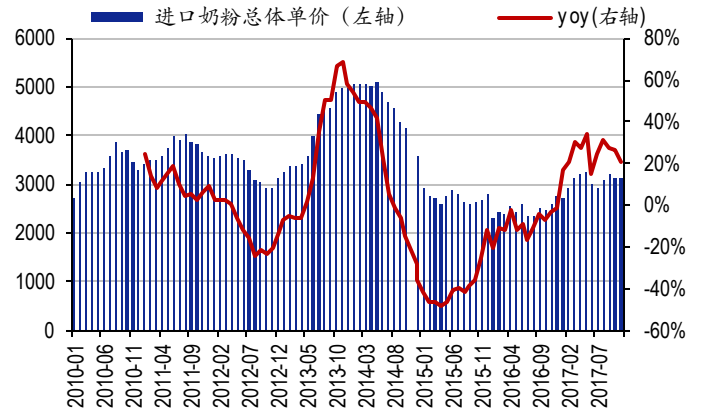
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 33: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)



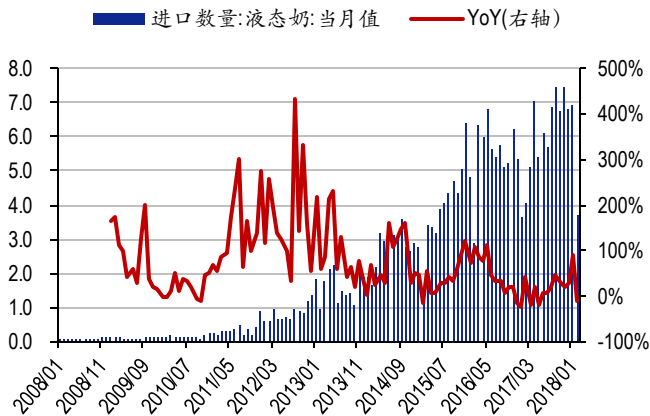
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 海关奶粉进口价 (美元/吨)



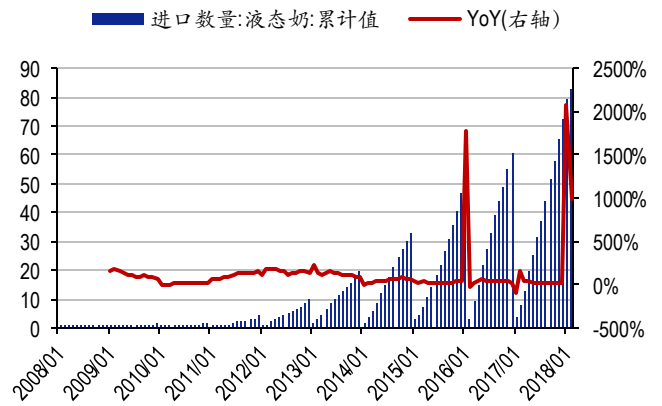
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)



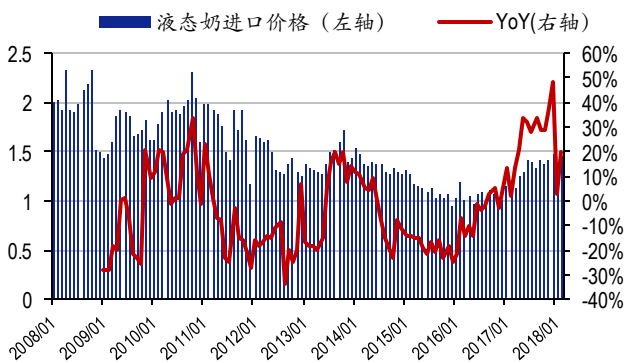
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



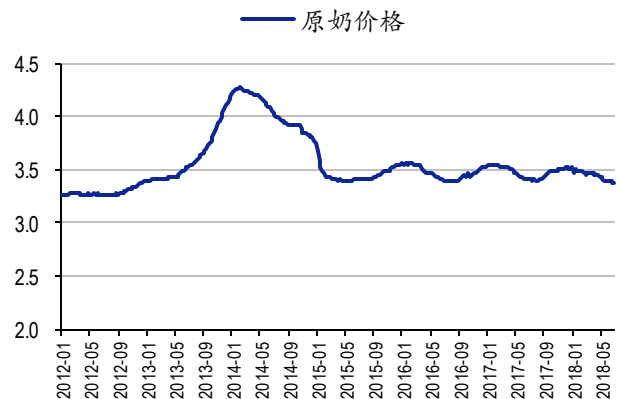
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 37: 液态奶进口单价 (美元/千克)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

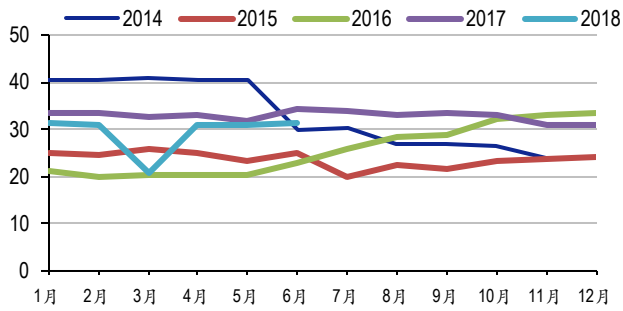
图 38: 原奶价格 (元/千克)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

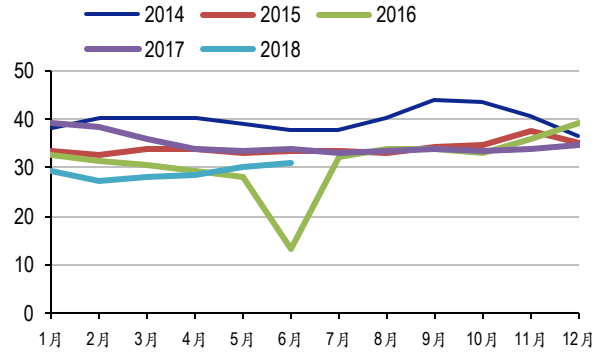


图 39: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



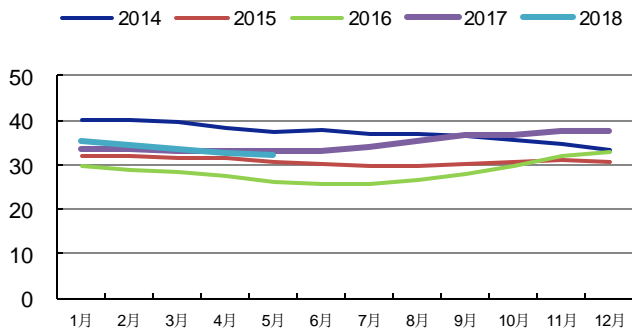
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 40: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



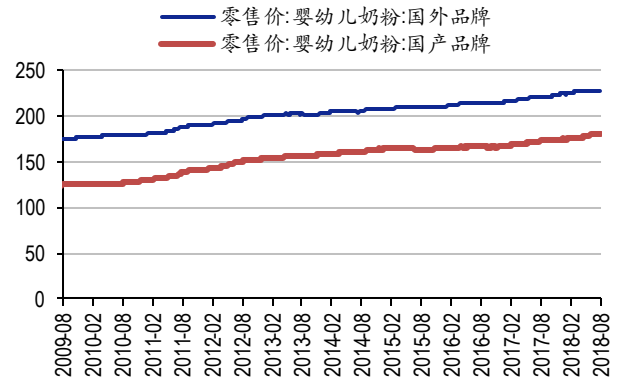
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 41: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 42: 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 43: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)

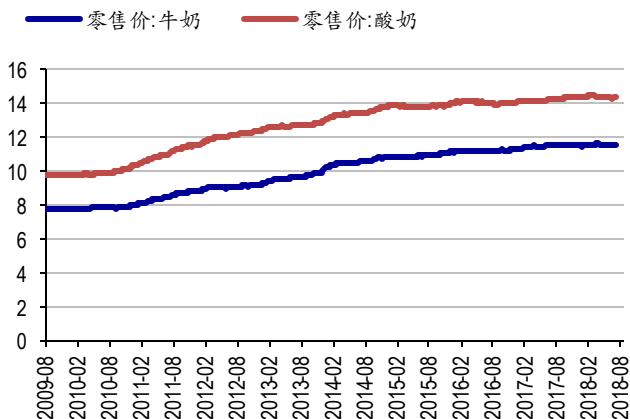


图 44: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

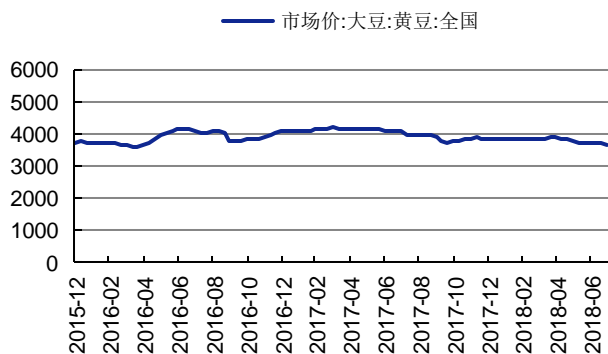
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 45: 国内玉米价格 (元/吨)



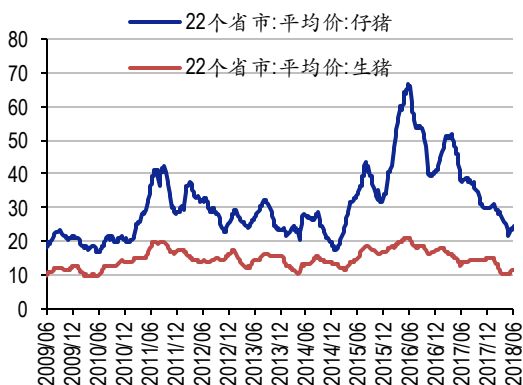
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 46: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 47: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 48: 猪粮比价



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 49: 苦杏仁价格 (元/千克)

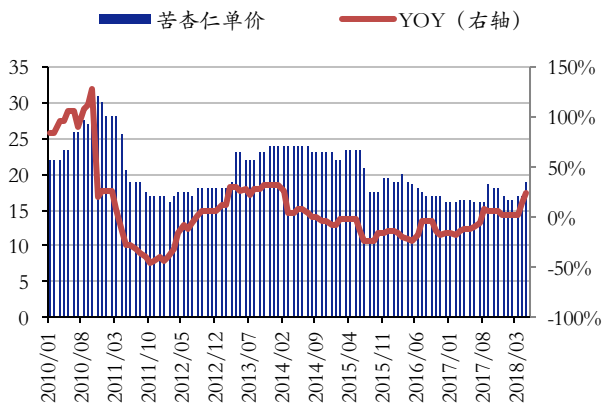
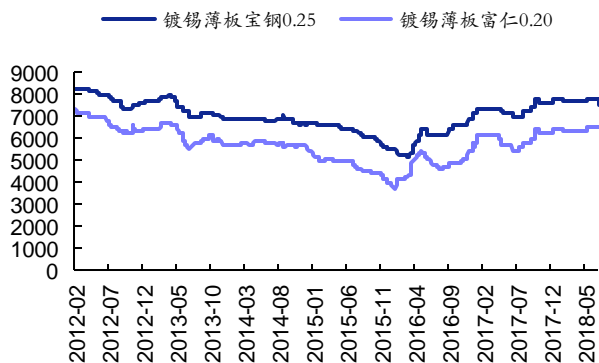


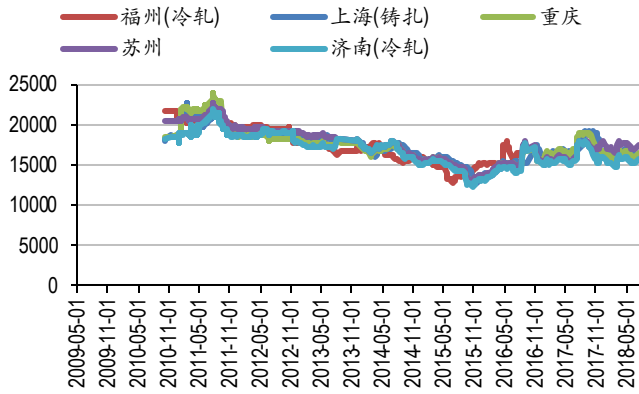
图 50: 马口铁价格 (元/吨)



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 51: 铝板价格



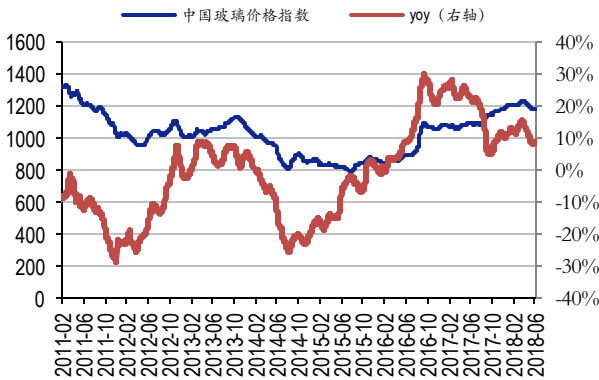
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 52: 进口大麦价格 (美元/吨)



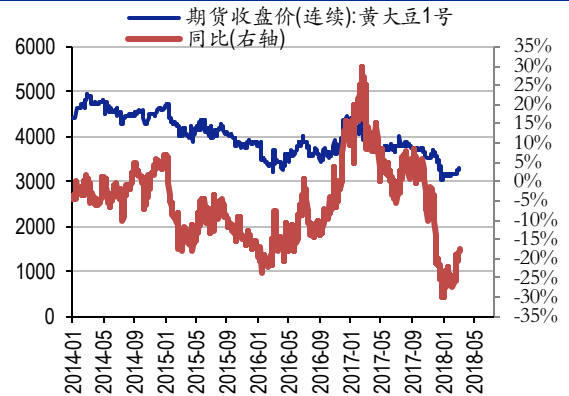
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 53: 玻璃价格指数



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 54: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)



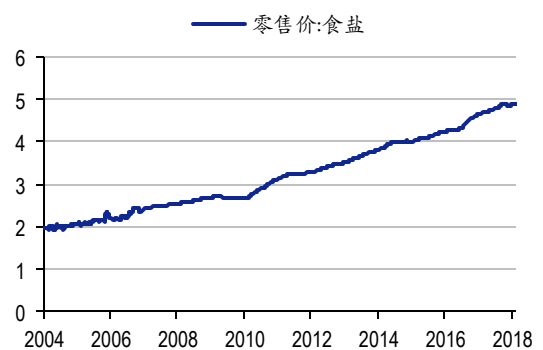
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 55: 食糖价格指数 (元/吨)



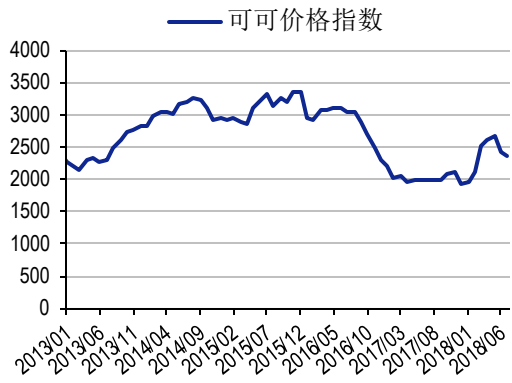
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 56: 食盐价格指数 (元/公斤)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 57: 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

符蓉、苏斌声明, 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