

2019年10月21日

食品饮料

周视点：白酒刚需抓两头，不容忽视的光瓶酒

■白酒刚需三个层次，两头逻辑很直观。我们认为白酒的刚需有三个层次：一是高端刚需，集礼品、高端宴请、收藏投资于一体，核心是茅台；二是大众主流中档消费，价格在100-300元，涵盖三四线城市居民大部分消费场景；第三个层次是大众主流低档光瓶酒，高频次低价格，消费者集中于县乡农村和城市低收入人群。刚需三个层次，两头的逻辑更直观，原因是两头的品牌更集中，竞争更加不激烈。在高端酒一极已被深度研究的情况下，我们认为光瓶酒研究十分有价值，光瓶酒不容忽视。

光瓶酒行业集中度低，增长快。当前光瓶酒行业市场仍相对分散，头部企业牛栏山、玻汾等市占率仅为11%、3%，大量份额仍被本地地产光瓶酒所占据，山东50亿光瓶酒规模中，牛栏山占比20%，地产光瓶酒占比60%规模约30亿。近几年随着消费者白酒消费意识逐步觉醒，光瓶酒持续挤压盒装酒份额，在盒装酒企业逐步结构化升级和提价，以及光瓶酒企大力布局并不断往上延伸价格带的情况下，光瓶酒将逐步替代低端盒装酒并保持较高的行业增速。

本周我们在山东省会济南拜访多家白酒渠道商，结合之前在其他省份的渠道交流情况，我们观察到光瓶酒行业的一些积极的变化，并认为其中蕴藏巨大的机会，在此进行梳理：1) 光瓶酒规模扩张，牛栏山、汾酒均保持高速增长。前三季度汾酒玻汾在山东、河南增速均超过50%，牛栏山在山东目前接近完成全年任务，同比增长30%以上，浙江上海完成19年目标任务的120%，同比增长40%以上，江苏接近完成全年任务，同比增长30%，广东、安徽同比增长约30%；2) 低端光瓶酒15元价格带份额集中，中小型地产酒企进入加速亏损甚至倒闭通道。低端光瓶酒15元主流价格带目前主要玩家仅剩牛栏山和老村长，中小地产酒企进入加速亏损与破产通道，新进入酒企均布局更高价位带，老村长份额也持续被牛栏山挤压，当前价格带市场集中度加速提升；3) 酒企集中卡位30-45元价格带，当前增速较好市场容量逐步打开，牛栏山结构升级顺利增速最快。近年来各名酒纷纷布局卡位光瓶酒30-45元价格带，牛栏山珍品陈酿在山东和江苏等市场增速均超过60%，汾酒玻汾放量增长，在河南、山东等地增速均超过50%，五粮液尖庄从去年下半年开始整合其他产品为绵柔尖庄让路，市场投入好资源集中，2019年在山东市场规模也超过1亿；4) 高线光瓶酒（价格在50-100元）市场机会巨大，有望进一步蚕食百元以上盒装酒份额，专注光瓶酒的名酒将持续受益。当前40元光瓶酒正加速替代50-60元盒装酒，我们认为未来随着消费者意识进一步觉醒，光瓶酒有望突破50元以内价格带逐步向50-100元发力，进一步蚕食盒装酒份额来扩大自身市场容量。光瓶酒消费更看重性价比，品牌力强、产品品质好、有基础产品的光瓶酒龙头牛栏山与汾酒有望持续收割市场份额。

■双汇发展：关注最新双汇发展深度报告。短期，预计2019Q3盈利能力显著转好，主因鸡肉成本下行、提价效应逐步显现，截至2019年6月底公司存货72亿，其中库存商品47.1亿，若冻肉释放预计贡献可观利润。长期，当前双汇处于肉制品业务提价初期，历史来看2011年提价后带动往后几年的肉制品毛利率显著提升，我们认为此次提价大幅提升渠道利润，并对公司肉制品业务盈利能力产生长期并积极的作用。

■核心推荐：白酒方面，看好具有中期逻辑且今年业绩增速处于行业较高水平，确定性较高的头部品种，核心推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、顺鑫农业等；食品股推荐新品快速成长且估值较低的洽洽食品、品类快速成长的妙可蓝多、基本面稳健的中炬高新、内部深入改革见成效的三全食品；建议重视跟踪涪陵榨菜边际销售改善，重视啤酒行业盈利提升动力。

■风险提示：宏观经济不确定性；中高端白酒需求增长不及预期及竞争加剧风险。

行业周报

证券研究报告

投资评级 领先大市-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	0.44	-2.71	-31.84
绝对收益	-1.25	-1.09	-8.42

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002
xuzq1@essence.com.cn

熊鹏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519090006
xiongpeng@essence.com.cn

相关报告

周视点：消费税改革对白酒暂无影响，山西汾酒 Q3 保持高稳健 2019-10-13
周视点：贵州茅台控货见成效，洽洽食品 Q3 销售良好 2019-09-29
周视点：河南地区调研反馈，头部品种情势更优 2019-09-23
周视点：贵州茅台同开市客合作具有重要信号意义 2019-09-15
本周专题：伊利股份修改激励草案彰显诚意，山西汾酒旺季备货很积极 2019-09-08

内容目录

1. 周视点：白酒刚需抓两头，不容忽视的光瓶酒.....	4
1.1. 白酒刚需三个层次，两头逻辑很直观.....	4
1.2. 光瓶酒集中度低，增长快.....	4
1.3. 山东调研验证光瓶酒市场蕴含巨大机会.....	5
1.4. 高度重视高端白酒中秋表现，三季度确定性高.....	7
1.5. 双汇发展：肉制品龙头盈利拐点显现，提价开启新篇章.....	9
2. 本周食品饮料板块综述.....	9
3. 行业要闻.....	12
3.1. 重点公司公告.....	13
4. 下周重要事项.....	13
5. 重点数据跟踪.....	14
5.1. 本周市场表现.....	14
5.2. 行业重点数据跟踪.....	16

图表目录

图 1：光瓶酒收入增速快，低端盒装酒逐步萎缩.....	4
图 2：2018 年光瓶酒份额情况.....	5
图 3：牛栏山在山东规模情况.....	5
图 4：汾酒在山东规模情况（19 年玻汾约占 25%）.....	5
图 5：江苏市场牛栏山稳步增长，老村长份额急剧下滑.....	6
图 6：牛栏山在山东产品结构.....	6
图 7：牛栏山在江苏产品结构.....	6
图 8：食品饮料行业沪港通持股（%）.....	10
图 9：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	10
图 10：茅台沪港通持股.....	11
图 11：五粮液沪港通持股.....	11
图 12：泸州老窖沪港通持股.....	11
图 13：洋河股份沪港通持股.....	11
图 14：伊利股份沪港通持股.....	11
图 15：海天味业沪港通持股.....	11
图 16：年初至今各行业收益率（%）.....	14
图 17：一周以来各行业收益率（%）.....	14
图 18：年初至今食品饮料子行业收益率（%）.....	15
图 19：一周以来食品饮料子行业收益率（%）.....	15
图 20：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	15
图 21：白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	15
图 22：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	16
图 23：非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	16
图 24：茅台五粮液终端价格.....	17
图 25：二线酒终端价格.....	17
图 26：液态奶进口量-当月值（万吨）.....	17
图 27：液态奶进口量-累计值（万吨）.....	17

图 28: 液态奶进口单价 (美元/千克)	18
图 29: 原奶价格 (元/千克)	18
图 30: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	18
图 31: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	18
图 32: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	18
图 33: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	18
图 34: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	19
图 35: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	19
图 36: 国内玉米价格 (元/吨)	19
图 37: 国内大豆价格 (元/吨)	19
图 38: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	19
图 39: 猪粮比价	19
图 40: 苦杏仁价格 (元/千克)	20
图 41: 马口铁价格 (元/吨)	20
表 1: 今年以来白酒和板块涨幅情况	8
表 2: 核心组合收益表	10
表 3: 重点公司估值表 (股价更新至 2019/10/18)	12
表 4: 上周重要公告	13
表 5: 下周重要事项	13

1. 周视点：白酒刚需抓两头，不容忽视的光瓶酒

1.1. 白酒刚需三个层次，两头逻辑很直观

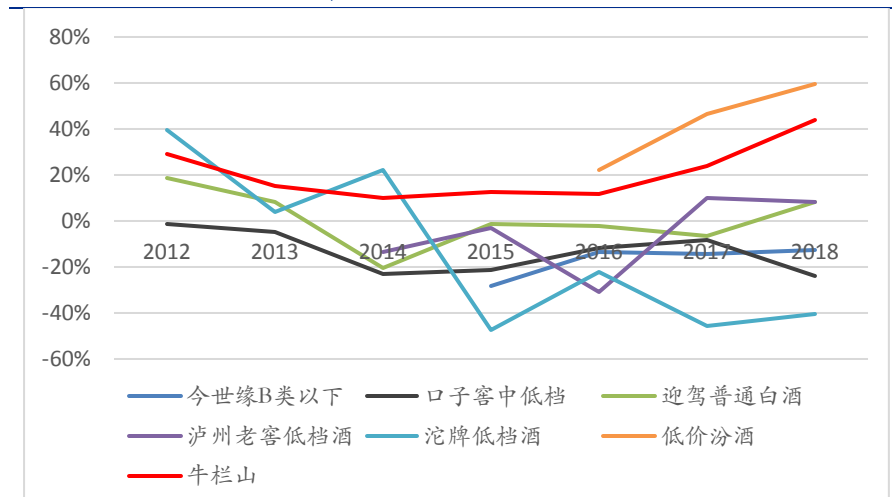
白酒在中国的酒类消费当中具有特殊性，中国白酒文化源远流长，在饮食、社交以及投资等方面深入融合，呈现出较强刚需属性，概括而言，大众品刚需比例未必都很高，而酒类消费刚需不见得低，具体而言，我们认为白酒的刚需有三个层次，一是高端刚需，集礼品、高端宴请（含商务、家宴）、收藏投资于一体，核心是茅台；二是大众主流中档消费，价格在 100-300 元，涵盖三四线城市居民大部分消费场景，这一价格带顺应消费水平提升而不断稳步升级，这一档次的白酒品牌众多，竞争激烈，但从整体看，200 元中枢价格带放量增速快；第三个层次是大众主流低档光瓶酒，高频次低价格，消费者集中于县乡农村和城市低收入人群及流动打工人口。

虽然白酒具有一定周期性，但从历史表现看，这三个刚需价格带的波动更小，恢复更快，稳定性相对更强，尤以两头为甚。刚需三个层次，两头的逻辑更直观，原因在于两头的品牌更集中，竞争更加不激烈。在高端酒一极已被深度研究的情况下，我们认为光瓶酒研究十分有价值，光瓶酒不容忽视。

1.2. 光瓶酒行业集中度低，增长快

光瓶酒在各省白酒规模占比约 10%，并持续挤压低端盒装酒份额。近几年随着消费者白酒消费意识逐步觉醒，尤其是低端自饮消费人群较多从低端盒装酒转向消费光瓶酒，在持续挤压低端盒装酒份额的情况下光瓶酒行业近 3 年复合增速超过 20%。随着盒装酒企业逐步结构化升级和提价，以及光瓶酒企大力布局并不断往上延伸价格带的情况下，光瓶酒将持续挤压低端盒装酒份额。从当前来看，光瓶酒在各省市平均规模占比约 10%，2019 年山东白酒市场接近 500 亿规模，光瓶酒市场规模在 50 亿左右（出厂口径），安徽市场 250 亿左右，光瓶酒规模约 25 亿。

图 1：光瓶酒收入增速快，低端盒装酒逐步萎缩

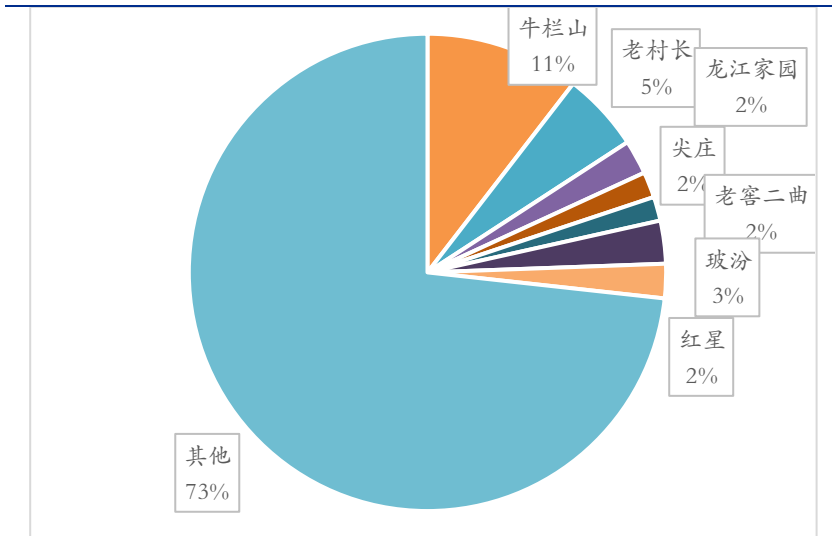


资料来源：wind，公司公告，安信证券研究中心；注：地方名酒的低档酒基本以盒装为主

竞争格局仍较分散，地产光瓶酒仍占据大部分体量，当前光瓶酒市场参与者众多，但主要玩家就四五个。当前光瓶酒行业市场仍相对分散，头部企业牛栏山、玻汾等市占率仅为 11%、3%，大量份额仍被本地地产光瓶酒所占据，山东 50 亿光瓶酒规模中，牛栏山占比 20%，地产光瓶酒占比 60%规模约 30 亿（主要是景芝老白干、兰陵美酒以及地县级中小型酒厂等）。随着光瓶酒行业扩容，近两年众多酒企均积极布局低端光瓶酒产品的全国化及深度分销，然而大部分都是投入有铺市率，但实际终端动销较差，目前市场规模较大、实际动销较好的

主要玩家只有牛栏山、玻汾、尖庄、老村长和红星等。

图 2：2018 年光瓶酒份额情况



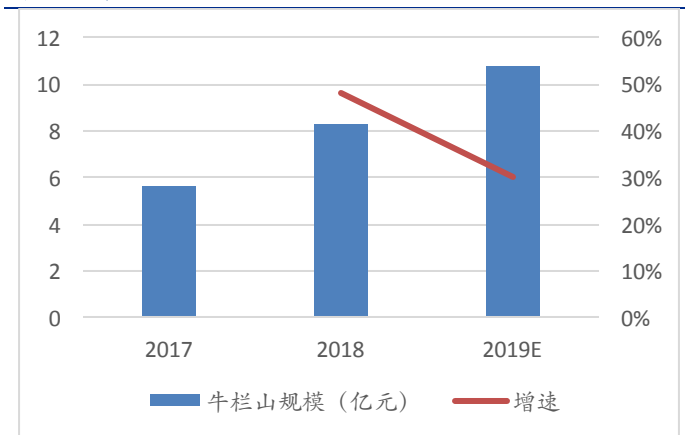
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理和测算

1.3. 山东调研验证光瓶酒市场蕴含巨大机会

本周我们在山东省会济南拜访多家白酒渠道商，覆盖高中低档价格带，就中秋销售情况及当前价格、库存等问题进行深度交流。结合之前在其他省份的渠道交流情况，我们观察到光瓶酒行业的一些积极的变化，并认为其中蕴藏了巨大的机会，在此梳理整体情况：

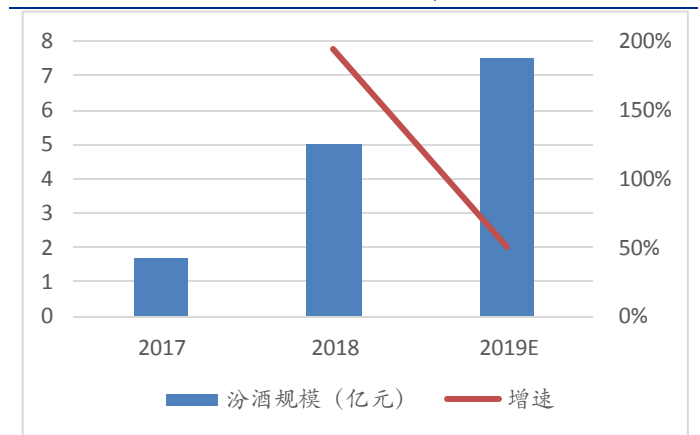
光瓶酒规模持续扩张，汾酒、牛栏山均保持高速增长。光瓶酒多以高频自饮消费为主，在整体经济承压、中秋国庆中高端酒普遍动销平稳甚至有所下滑的情况下，光瓶酒仍能保持较高的增速。从我们渠道跟踪的情况来看，前三季度汾酒玻汾在山东、河南增速均超过 50%，牛栏山在山东目前接近完成全年任务，同比增长 30% 以上，浙江上海完成 19 年目标任务的 120%，同比增长 40% 以上，江苏接近完成全年任务，同比增长 30%，广东、安徽同比增长约 30%。同时光瓶酒普遍采取高周转快速动销的快消品方式销售，不给经销商压货，库存均处于较低位置，比如牛栏山旺季经销商库存在 15-20 天，淡季库存在 10 天以上。

图 3：牛栏山在山东规模情况



资料来源：渠道调研，安信证券研究中心

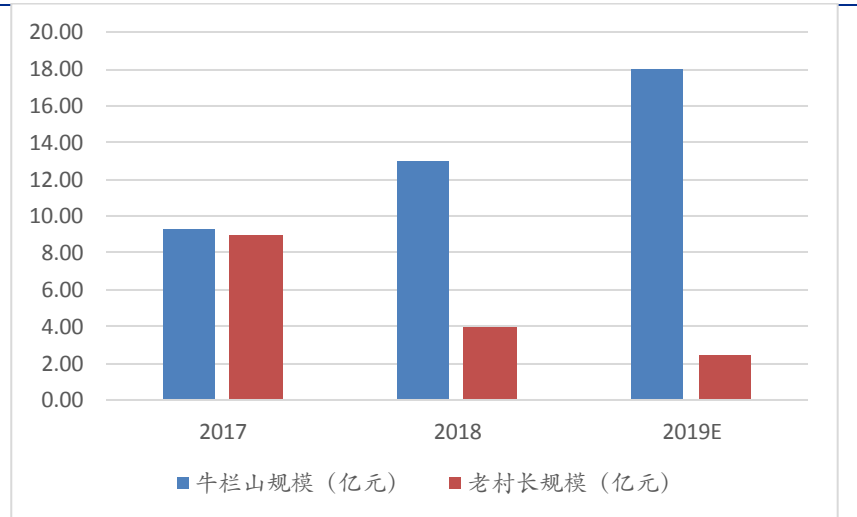
图 4：汾酒在山东规模情况 (19 年玻汾约占 25%)



资料来源：渠道调研，安信证券研究中心

低端光瓶酒 15 元价格带份额集中，中小型地产酒企进入加速亏损甚至倒闭通道。从我们渠道跟踪情况来看，低端光瓶酒 15 元主流价格带目前主要玩家仅剩牛栏山和老村长，中小地产酒企进入加速亏损与破产通道，新进入酒企均布局更高价位带，老村长份额也持续被牛栏山挤压，当前价格带市场集中度加速提升。以山东和江苏为例，2019 年山东牛栏山规模增速 30%，其中低端白牛二贡献 10%以上，老村长份额则持续下滑，中小地产酒企亏损甚至倒闭；江苏市场牛栏山体量超 10 亿，白牛二仍有一定的增长，而老村长从 2017 年最高接近 9 亿体量逐步下滑到 2019 年约 3 亿，品牌集中度正加速集中。

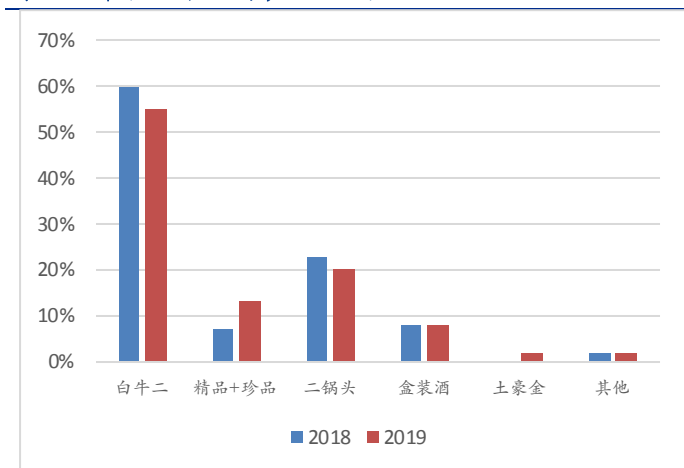
图 5：江苏市场牛栏山稳步增长，老村长份额急剧下滑



资料来源：渠道调研，安信证券研究中心

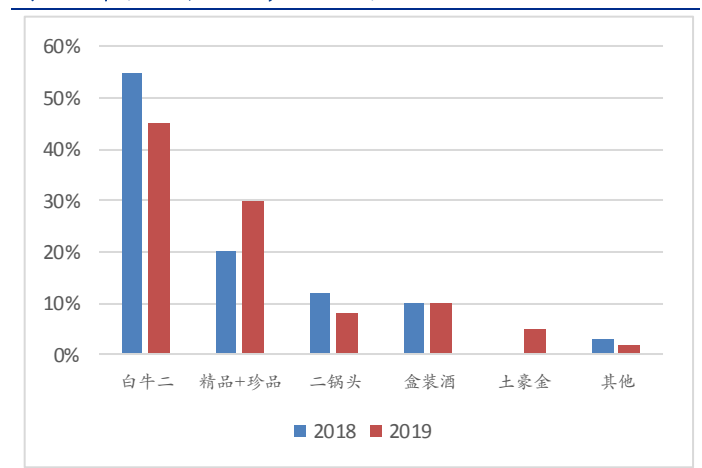
酒企集中卡位 30-45 元价格带，当前增速较好市场容量逐步打开，牛栏山结构升级顺利增速最快。近年来各名酒纷纷布局卡位光瓶酒 30-45 元价格带，如牛栏山的精制陈酿（30 元）、珍品陈酿（40 元），汾酒的玻汾（45 元）、五粮液的绵柔尖庄（38 元）等，目前市场规模加速增长市场空间逐步打开。牛栏山升级产品精制陈酿和珍品陈酿动销较好，19 年在山东规模同比增长超过 80%，占比由去年的 6%-7%加速提升至今年的 12%-13%，江苏市场珍品等产品占比同样由去年的 12%-13%提升至今年的接近 20%；汾酒玻汾同样放量增长，在河南、山东等地增速均超过 50%；五粮液尖庄从 2018 年下半年开始持续整合其他产品为绵柔尖庄让路，市场投入较好资源集中，2019 年在山东市场规模也超过 1 亿。

图 6：牛栏山在山东产品结构



资料来源：渠道调研，安信证券研究中心

图 7：牛栏山在江苏产品结构



资料来源：渠道调研，安信证券研究中心

高线光瓶酒（价格在 50-100 元）市场机会巨大，有望进一步蚕食百元以内盒装酒份额，专注光瓶酒的名酒将持续受益。在持续卡位 15 元、40 元价格带的基础上，牛栏山进一步布局 60-80 元价格带，在各地逐步发力土豪金产品，19 年在山东开始推广目前规模占比约 2%。当前 40 元光瓶酒正加速替代 50-60 元盒装酒，我们认为未来随着消费者意识进一步觉醒，光瓶酒有望突破 50 元以内价格带逐步向 50-100 元发力，进一步蚕食盒装酒份额来扩大自身市场容量。光瓶酒消费更看重性价比，品牌力强、产品品质好、有基础产品的光瓶酒龙头牛栏山与汾酒有望持续收割市场份额。

1.4. 高度重视高端白酒中秋表现，三季度确定性高

贵州茅台：关联交易靴子落地，直营开始启动，价格理性回落

公司于 8 月 9 日披露《关于上海证券交易所监管工作函的回复公告》、《关于子公司向关联方销售产品的公告》，指出：1) 控股股东茅台集团并无全盘直销经营公司茅台酒配额的计划，控股股东与公司亦无形成金额较大的关联交易的安排；2) 2019 年度交易金额不超过本公司 2018 年末净资产金额的 5%（56 亿元）、销售价格与其他非关联经销商的购货价格相同或定价原则相同；3) 重新统筹因违规被收回的茅台酒经营权，将其投放到自营、团购等符合本公司营销战略布局的渠道和方式。

我们认为值得重点关注的几点为：

1) 2019 年关联交易即向茅台集团销售的茅台酒总量较低，好于市场此前的谨慎预期。经测算，关联交易茅台酒数量约 2800 吨，占前期收回 6000 吨茅台酒计划量的 50% 以内，在 2018 年关联交易基础上仅增加 1500 吨左右；

2) 未来关联交易的不确定性大幅降低。2013 年至 2018 年，经董事会、股东大会审议批准，贵州茅台公司每年按不超过上年年末净资产金额 5% 的标准向茅台集团控股子公司和分公司销售茅台酒产品，2019 年按 2018 年末净资产 5% 为限，如果未来均按此标准执行，未来不确定性大幅降低，且增量较小，经测算 2020 年关联交易增加不到 1000 吨，增幅不到 20%；

3) 股份公司直营计划有望大幅增加，旺季投放保障加强。公司回复交易所工作监管函提到，将重新统筹因违规被收回的茅台酒经营权，将其投放到自营、团购等符合本公司营销战略布局的渠道和方式。我们认为扣除向集团销售量外，剩下计划量将大概率投放到股份公司的直营、团购渠道（我们预计 4000 余吨），有助于提升出厂均价增厚业绩，理顺和完善茅台酒营销体制的工作目标初现成效；公开资料显示公司计划在中秋、国庆前夕向市场集中投放 7400 吨茅台酒，目前飞天茅台终端价持续冲高，草根调研显示普通飞天茅台酒终端价格已超 2500 元，明确罚收计划的投放将有利于今年 8 月以后的市场投放节奏，有利于制约终端价格并稳定经销商预期。

由于公司公告当中明确提到自营等渠道投放，我们近期做了市场走访调研，自营店投放预计将明显增加，较年初计划投放量再度增加近 100%，我们认为这将明显提升 Q3 直营比例，提高 Q3 盈利。9 月 17 日公司发布通知，要求经销商在 9 月内执行 Q4 剩余计划，同时公司同天猫和苏宁合作落地，我们认为公司 Q3 控价导向下，预期引导力度加大，批价理性回落，发货量向电商、会员 KA 倾斜，具体发货量我们认为或同上年同期接近，Q4 值得乐观。

茅台酒总体供不应求趋势将延续，巨大的“出厂价-批价”差反映的是供需关系，供小于求明显，这是公司未来持续释放销量和保障业绩稳健增长的护城河。而今年以来茅台价格“疯涨”导致贵州以及公司控价导向明显，公司通过要求经销商提前执行计划，加大直营，加大商超和平台电商合作，多措并举，我们认为中期控价导向会增强业绩超预期可能性。

泸州老窖：旺季准备较好，Q3 回款乐观

微酒报道，8 月 2 日泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司发布《关于 52 度及 38 度国窖 1573

经典装产品价格体系及配额的通知》，其主要内容如下：一、即日起，52度国窖1573酒计划外价格提升30元每瓶，建议团购价为919元每瓶，终端建议零售价为1099元每瓶；二、即日起，38度国窖1573酒计划外价格提升30元每瓶，建议团购价为680元每瓶，终端建议零售价为799元每瓶；三、鉴于国窖1573产能呈现饱和，2019年8-9月52及38度国窖经典装产品配额按扣减30%执行。

8月5日，微酒继续报道，“重庆地区将在8月18日后停止接收配额内订单，全国范围内将在8月20日后停止接收配额内订单”。

我们分析，泸州老窖的国窖1573通过小幅涨价，限定打款期限，快速释放配额，锁定中秋市场投放，而后继续小幅涨价，目标挺价和经销商利润提升。我们认为国窖1573的操作非常务实，而且有效，渠道调研显示，经销商在限定时间内打款较为积极。

五粮液：价格坚挺，动销稳健

挺价+多样化营销活动，系列酒动作不断。

8月10日，第八代普五零售指导价正式提高到1399元，团购价1199元，批价建议1006元，整箱出货价不低于7500元，渠道利润可观，有经销商测算，终端门店销售一箱五粮液利润最高可能近2000元（按7500元一箱销售，成本969*6，再加扫码返利），积极性大幅上涨。

2019年上半年，五粮液重点在于全新运作思路的宣传普及，目标要达成团队、经销商和终端在理念上的统一；下半年则要在品牌拉升，消费者耕耘上持续发力。8月以来公司多样化营销持续升级，五粮液公司重磅推出“老酒回家”、“一生酒柜”等活动直指消费者，这一系列活动颇有新意，也对消费者有吸引力，品牌造势多管齐下，加强品牌拉力。五粮液第八代品鉴会和消费者俱乐部等也将全面启动。

五粮液浓香系列酒方面，“三合一”之后划分了15营销区域，各区域销售工作有条不紊推进。7月25日，五粮浓香系列酒公司在济南召开山东大区经销商沟通会；8月2日五粮浓香系列酒安徽大区经销商沟通会召开；8月10日五粮浓香系列酒公司在成都召开了川渝营销大区经销商沟通会，对于川渝市场的建设，公司提出要把它作为标杆市场来打造，作出五粮浓香系列酒的“氛围标杆”、“份额标杆”和“秩序标杆”。为做好这件当前的核心工作，五粮浓香系列酒公司还将从三个方面给予政策支持：第一，真金白银投入，旗帜鲜明地支持优商，态度坚决地处理违规行为；第二，捆绑考核。将大区和总部深度捆绑，形成利益共同体，切实提高团队积极性；第三，强化督导，确保战术落实到位。

公司中报后通过视频会议形式和投资者进行了公开交流，Q3尤其是9月公司五粮液投入力度恢复。

我们认为五粮液公司战略调整得当，执行效果良好，品牌升级有序，未来前景看好。

表1：今年以来白酒和板块涨幅情况

白酒板块涨幅情况					年初以来板块涨幅前15			
序号	代码	名称	本周涨跌幅	今年以来涨跌幅	序号	代码	名称	今年以来涨跌幅
1	600809.SH	山西汾酒	3.45%	130.62%	1	002481.SZ	双塔食品	190.00%
2	000568.SZ	泸州老窖	2.87%	119.55%	2	603317.SH	天味食品	173.15%
3	600519.SH	贵州茅台	2.14%	102.03%	3	000858.SZ	五粮液	162.46%
4	600199.SH	金种子酒	1.90%	41.35%	4	000799.SZ	酒鬼酒	147.17%
5	603369.SH	今世缘	1.33%	128.87%	5	002568.SZ	百润股份	141.50%
6	000858.SZ	五粮液	1.12%	162.46%	6	600809.SH	山西汾酒	130.62%
7	600779.SH	水井坊	0.57%	47.10%	7	603369.SH	今世缘	128.87%

8	002646.SZ	青青稞酒	0.35%	7.81%	8	000568.SZ	泸州老窖	119.55%
9	603198.SH	迎驾贡酒	-0.18%	61.19%	9	000596.SZ	古井贡酒	114.10%
10	000799.SZ	酒鬼酒	-0.76%	147.17%	10	000860.SZ	顺鑫农业	111.28%
11	000596.SZ	古井贡酒	-0.89%	114.10%	11	603027.SH	千禾味业	108.39%
12	000860.SZ	顺鑫农业	-0.92%	111.28%	12	600519.SH	贵州茅台	102.03%
13	603589.SH	口子窖	-1.31%	61.01%	13	603755.SH	日辰股份	100.27%
14	002304.SZ	洋河股份	-1.44%	11.16%	14	600882.SH	妙可蓝多	97.91%
15	600559.SH	老白干酒	-1.52%	31.32%	15	603517.SH	绝味食品	83.71%
16	603919.SH	金徽酒	-2.13%	51.68%				
17	600702.SH	舍得酒业	-4.63%	25.88%				
18	600197.SH	伊力特	-5.11%	21.81%				

资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.5. 双汇发展: 肉制品龙头盈利拐点显现, 提价开启新篇章

双汇 2012 年以来首次启动提价, 当前处于提价初期, 积极影响正在体现。历史提价回顾, 公司于 2011 年对部分肉制品进行提价, 带动往后几年的肉制品毛利率显著提升 (2013 年毛利率相较于 2010 年增 3.9pct, 2018 年毛利率相较于 2010 年增 8.8pct)。2018 年底以来公司累计提价 3 次, 提价幅度约 10%。我们认为本轮提价将大幅提升渠道利润, 短期由于连续提价致销量阵痛、原材料成本上行, 盈利指标的积极反馈不明显, 长期看提价必将带动盈利水平中枢上行。

预计 2019Q3 盈利能力显著转好。鸡肉成本下行推动三季度肉制品毛利率环比提升、提价效应逐步显现促进肉制品收入增长, 同时截至 2019 年 6 月底公司库存商品 47.1 亿元, 达到历史最高点, 若冻肉完全释放利润弹性较大。

竞争优势稳固, 长期逻辑清晰。双汇通过整合产业链上下游赚取全产业链利润, 盈利能力显著高于行业平均, 同时开启了肉制品行业薄利多销模式, 规模效应构筑很高的进入壁垒。2017 年以来公司经营方针发生变化: 屠宰业务“建网络, 扩鲜销”与“大进大出上规模”相结合, 规模与盈利能力有望双升; 肉制品业务在新管理层上台后开启改革之路, 产品结构优化顺应消费升级趋势, 产品餐饮化受益于家庭餐桌革命、餐饮供应链开放, 为公司提供新的增长点。

风险提示: 猪肉鸡肉价格大幅提升, 公司肉制品成本承压; 中美贸易摩擦加剧, 进口猪肉数量不及预期; 猪肉价格上行超预期, 导致屠宰量减少、屠宰业务亏损。

2. 本周食品饮料板块综述

本周板块综述:

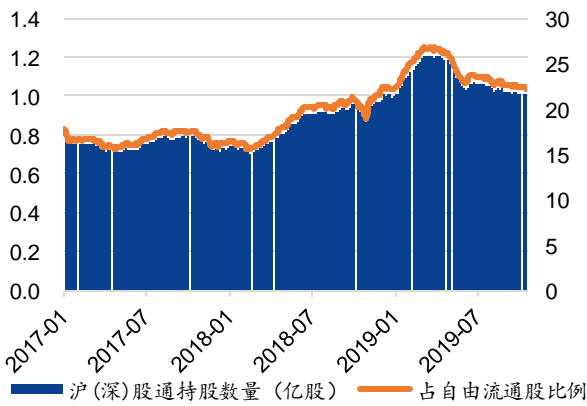
本周 (10/14-10/18) 上证指数下跌 1.19%, 深证成指下跌 1.38%, 食品饮料板块下跌 0.85%, 在申万 28 个子行业中排名第 8 位。子板块中除肉制品、其他酒类、食品综合、食品加工外, 其余板块均有不同幅度的下跌, 其中肉制品涨幅最大, 为 6.84% (肉制品 6.84% > 其他酒类 4.18% > 食品综合 1.67% > 食品加工 0.01% > 乳品 -0.65% > 白酒 -1.15% > 饮料制造 -1.18% > 葡萄酒 -1.64% > 调味发酵品 -1.67% > 软饮料 -1.74% > 啤酒 -2.58% > 黄酒 -3.88%)。

个股涨幅前五位分别是金字火腿 (33.81%)、洽洽食品 (21.16%)、盐津铺子 (11.85%)、科迪乳业 (11.70%)、*ST 中葡 (9.40%); 跌幅前五位分别是: 酒鬼酒 (-10.96%)、威龙股份 (-9.63%)、桃李面包 (-7.57%)、古井贡酒 (-6.98%)、迎驾贡酒 (-6.20%)。

核心组合表现:

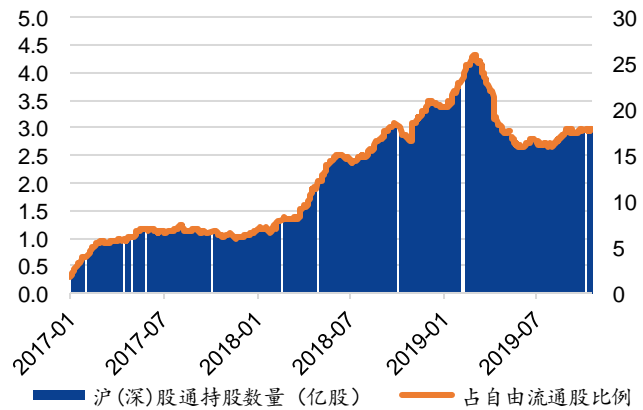
本周我们的核心组合上涨 0.53%。具体标的表现如下表 (核心组合出自重点标的的组合池):

图 10: 茅台沪港通持股



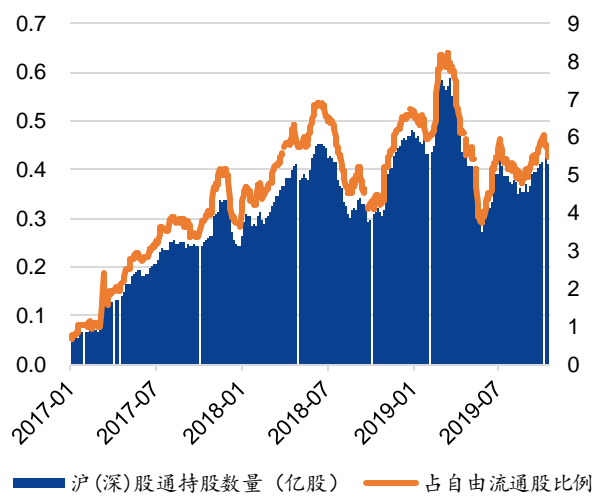
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 11: 五粮液沪港通持股



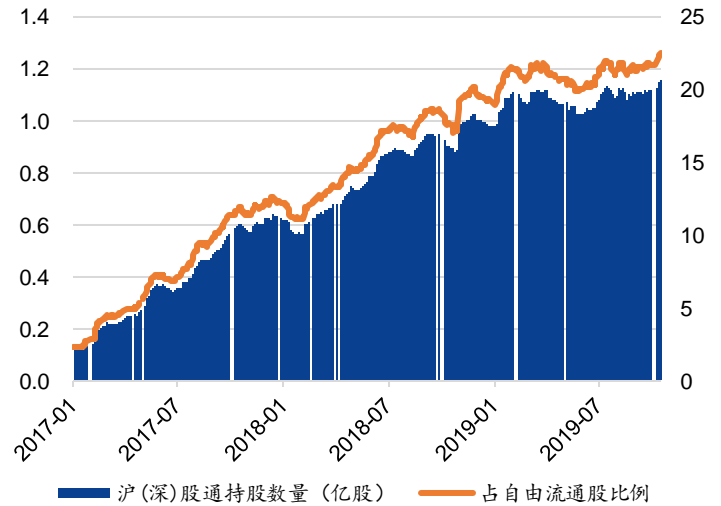
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 12: 泸州老窖沪港通持股



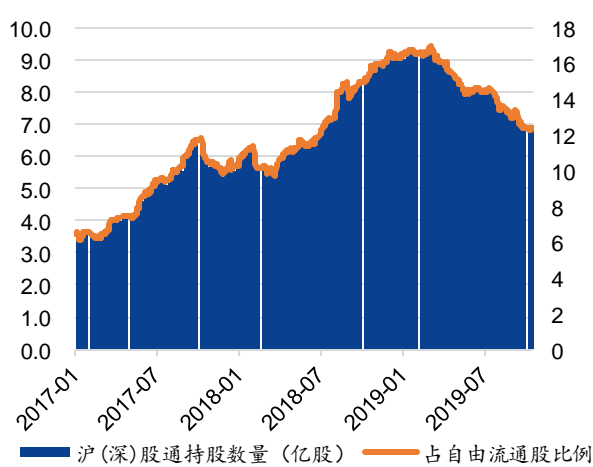
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 13: 洋河股份沪港通持股



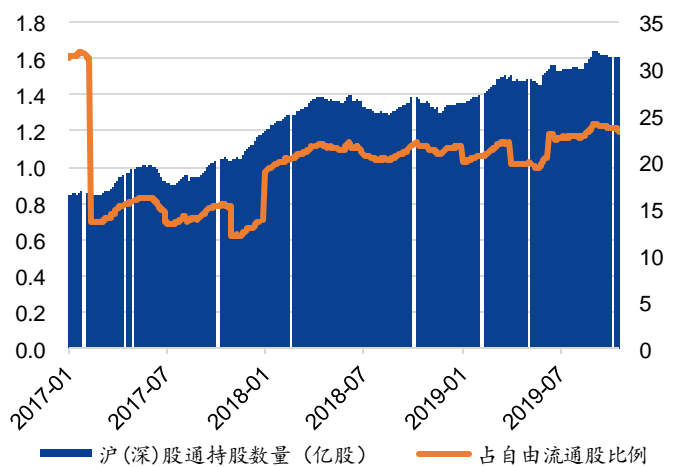
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 14: 伊利股份沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 海天味业沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 3: 重点公司估值表 (股价更新至 2019/10/18)

2019/10/18		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)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
600519	贵州茅台	1175.8	12.6	352.0	432.1	514.5	28.0	34.4	40.9	30.0	22.8	19.1	42.0	34.2	28.7
858	五粮液	127.3	38.8	67.9	96.7	133.8	3.5	4.5	5.5	38.4	29.9	23.0	36.9	28.4	23.1
568	泸州老窖	84.5	14.6	19.3	25.6	34.9	2.4	3.2	4.0	36.3	34.4	23.9	35.5	26.4	21.3
2304	洋河股份	102.0	15.1	58.3	66.3	81.2	5.4	6.1	6.9	22.5	12.2	14.4	18.9	16.9	14.8
596	古井贡酒	106.0	5.0	8.3	11.5	17.0	3.4	4.4	5.6	47.6	31.2	25.6	31.4	23.9	19.1
600809	山西汾酒	83.6	8.7	6.1	9.4	14.7	1.7	2.2	2.7	54.0	29.9	23.0	49.6	38.2	31.0
600779	水井坊	45.9	4.9	2.3	3.4	5.8	1.2	1.5	1.9	72.7	29.3	25.3	38.6	29.9	23.8
603589	口子窖	54.1	6.0	7.8	11.1	15.3	2.6	3.1	3.6	37.6	21.6	17.2	21.2	17.5	14.9
860	顺鑫农业	50.6	7.4	4.1	4.4	7.4	1.3	1.6	2.1	69.8	60.8	29.4	50.7	31.5	24.4
600702	舍得酒业	29.6	3.4	0.8	1.4	3.4	1.0	1.2	1.7	138.0	23.5	38.1	29.4	23.8	17.2
603369	今世缘	31.3	12.5	7.5	9.0	11.5	0.9	1.2	1.4	28.4	25.2	25.7	34.2	27.3	21.7
600872	中炬高新	41.6	8.0	3.6	4.5	6.1	0.8	0.9	1.1	34.0	19.7	24.7	54.3	45.3	36.4
2507	涪陵榨菜	22.7	7.9	2.6	4.1	6.6	0.8	0.9	1.1	59.8	10.6	15.1	27.1	24.5	21.3
603027	千禾味业	22.8	4.7	1.0	1.4	2.4	0.7	0.5	0.6	66.6	(8.3)	27.3	44.2	48.2	37.9
600298	安琪酵母	27.4	8.2	5.4	8.5	8.6	1.0	1.1	1.3	1.1	9.3	17.0	26.3	24.0	20.5
603345	安井食品	52.7	2.3	1.8	2.0	2.7	1.3	1.4	1.7	33.5	18.5	25.0	44.8	37.8	30.3
600600	青岛啤酒	47.4	13.5	10.4	12.6	14.2	1.1	1.3	1.6	12.6	23.9	19.9	45.1	36.4	30.3
600132	重庆啤酒	41.2	4.8	1.8	3.3	4.0	0.8	1.0	1.2	22.6	22.5	18.4	49.8	40.6	34.3

资料来源: wind, 安信证券研究中心

3. 行业要闻

1. **贵州茅台与阿里巴巴座谈, 希望在多个领域开展更深入交流合作:** 10月16日, 贵州茅台集团表示未来希望能够与阿里巴巴在电商、金融、物流、供应链、科技、智库交流等多个领域开展更加深入的交流合作, 通过强强携手, 助推茅台集团取得新的发展。(https://url.cn/5v2aXn8)。
2. **五粮液携手国际友城勇当一带一路先锋:** 10月14日, 作为2019“一带一路”四川国际友城合作与发展论坛的重要组成部分, “五粮液”国际友城之夜活动在成都举行, 以中国白酒文化为媒延续丝路精神、搭建交流平台, 为论坛举行和下一步深化务实合作营造良好氛围。(https://url.cn/5MZu4yY)。
3. **泸州老窖大型文化节目《故事里的中国》在央视开播:** 值新中国成立70周年之际, 泸州老窖·国窖1573携手中央广播电视总台央视综合频道《故事里的中国》, 以演绎经典的方式重现这段历史。(https://url.cn/5XFBsNk)。
4. **品味舍得发布瓶贮年份酒定价体系:** 10月16日, 舍得酒业发布《品味舍得瓶贮年份酒建议零售价》, 从售价表中可以看到, 品味舍得对2005年到2015年生产的年份酒给出了不同定价: 4-8年涨50元/年, 9-12年涨100元/年, 12年以上涨150元/年。(https://url.cn/5vDtwal)。
5. **全国首家汾酒文化苑投入运营:** 10月16日, 汾酒文化苑暨杏花村酒家示范店开幕仪式在太原举行, 其核心部分的杏花村酒家集可游、可品、可食等功能于一体, 今后将面向全球进行连锁化经营。(https://url.cn/5otBWGy)。
6. **青岛啤酒德州公司迁建项目灌装车间封顶:** 10月17日, 山东省德州市平原县青岛啤酒年产40万千升啤酒项目(迁建项目)灌装车间日前完成主体工程, 建成封顶。(https://url.cn/5ZiNmJp)。
7. **伊利集团与京东超市签署新合作, 未来成交目标超200亿:** 伊利集团与京东超市签署全新战略合作协议, 未来双方将围绕用户运营、大数据新品共创、全场景营销生态共建、

供应链提升四方面展开深度合作，并实现未来三年伊利在京东超市累计成交额超 200 亿的目标。(https://url.cn/5pOcaGe)。

8. **光明乳业获得亚太质量组织 2019 年度“全球卓越绩效奖”**：10 月 15 日，亚太质量组织 (APQO) 第 25 届国际会议暨 2019 年全球卓越绩效奖颁奖典礼在印度尼西亚举行。光明乳业股份有限公司摘夺了 2019 年度“全球卓越绩效奖”(世界级)。(https://url.cn/5CiyVfw)。
9. **蒙牛或入股宁夏骏华农牧**：蒙牛乳业或以债转股或参股等形式收购骏华农牧股份，骏华农牧拟收购中粮糖业全资子公司中粮屯河惠农番茄制品有限公司全部股权。在奶源合作方面，骏华农牧与蒙牛乳业拟在生鲜乳购销方面深度合作，蒙牛将提供累计不超过 1 亿元的扶持资金，支持后者扩大规模。(https://url.cn/5JMUjhC)。
10. **飞鹤通过港股 IPO 上市聆讯，预计将公开募股筹资 10 亿美元**：10 月 14 日，婴幼儿配方奶粉生产商中国飞鹤有限公司通过了港交所主板 IPO 上市聆讯，计划于 10 月 21 日左右开始建簿。(https://url.cn/55yat0n)。

3.1. 重点公司公告

表 4：上周重要公告

公司	日期	事项	具体内容
深粮控股	2019/10/14	业绩报告	公司前三季度累计归母净利润为 2.75 亿元至 3.84 亿元，比重组前同比增长 1,016%至 1,382%。
盐津铺子	2019/10/14	业绩报告	公司前三季度累计归母净利润为 8,540 万元至 9,091 万元，同比增长 55%至 65%。
海欣食品	2019/10/14	业绩报告	公司前三季度累计归母净利润为 1200 万元至 1500 万元，同比下降 55%至 44%。
西部牧业	2019/10/14	业绩报告	公司前三季度累计归母净利润为 50 万元至 400 万元，同比下降 98%至 83%。
华统股份	2019/10/14	业绩报告	公司前三季度累计归母净利润为 8,796 万元至 9,478 万元，同比下降 11%至 4%。
青青稞酒	2019/10/14	业绩报告	公司前三季度累计归母净利润为 2,604 万元至 3,472 万元，同比下降 60%-70%。
*ST 西发	2019/10/14	业绩报告	公司前三季度累计归母净利润为亏损 4,350 万元至 6,525 万元，同比下降 7,902%至 11,904%。
兰州黄河	2019/10/14	业绩报告	公司前三季度累计归母净利润为 1600 万元至 1700 万元，同比增长 147%至 150%。
双塔食品	2019/10/14	业绩报告	经修正后，公司前三季度累计归母净利润为 1.40 亿元至 1.55 亿元，同比上涨 180%至 210%。
西部创业	2019/10/14	业绩报告	公司前三季度累计实现归母净利润约 1,100 万元，Q3 实现归母净利润为亏损约 5,524 万元。
皇氏集团	2019/10/14	业绩报告	公司前三季度累计实现归母净利 2,000 万元至 3,000 万元。
*ST 皇台	2019/10/14	业绩报告	公司前三季度累计归母净利润为亏损 1350 万元至 1450 万元，同比下降 65.40%至 67.79%。
绝味食品	2019/10/14	人事变动	廖锦因个人原因申请辞去公司证券事务代表职务。
贵州茅台	2019/10/15	业绩报告	公司前三季度累计归母净利润为 304.55 亿元，同比增长 23.13%。
妙可蓝多	2019/10/15	终止重组	公司决定终止筹划收购长春联鑫（下属实际经营主体为澳大利亚乳制品公司 Brownes Foods Operations Pty Limited）100%股权。
西部牧业	2019/10/16	销量情况	公司自产生鲜乳 9 月份生产量为 3300.53 吨，同比增长 13.11%，环比增长 1.92%。
洽洽食品	2019/10/17	业绩报告	公司前三季度累计实现归母净利 4 亿元，同比增长 32.27%。
酒鬼酒	2019/10/17	业绩报告	公司前三季度累计实现归母净利 1.84 亿元，同比增长 14.27%。
龙大肉食	2019/10/17	销量情况	全资子公司龙大养殖 2019 年 9 月份共销售生猪 1.29 万头，销售收入 0.46 亿元。
科迪乳业	2019/10/17	终止收购	公司决定终止以发行股份的方式购买科迪集团及其他 29 名股东所持有的科迪速冻 100%股权。
惠泉啤酒	2019/10/18	人事变动	高振安因退休原因辞去公司董事长、董事、总经理及董事会各专门委员会相关职务。公司聘任肖国锋为总经理，提名刘翔宇为董事候选人。

资料来源：wind,安信证券研究中心

4. 下周重要事项

表 5：下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
安井食品	2019/10/22	三季报披露
星湖科技	2019/10/22	三季报披露
燕塘乳业	2019/10/22	三季报披露

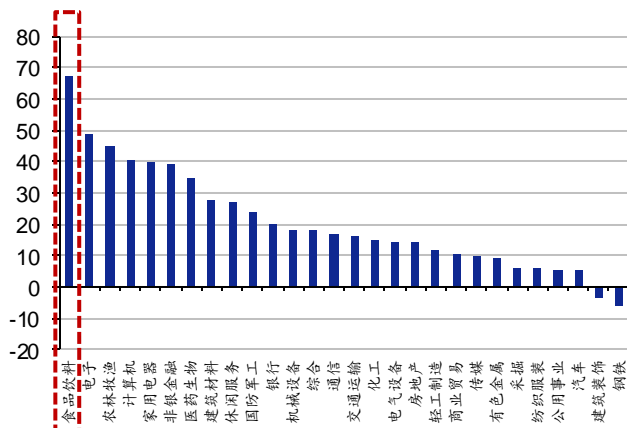
克明面业	2019/10/22	三季报披露
好想你	2019/10/22	三季报披露
金字火腿	2019/10/22	三季报披露
珠江啤酒	2019/10/22	三季报披露
三全食品	2019/10/22	三季报披露
桃李面包	2019/10/23	股东大会召开
威龙股份	2019/10/23	三季报披露
安琪酵母	2019/10/23	三季报披露
桂发祥	2019/10/23	三季报披露
海欣食品	2019/10/23	三季报披露
煌上煌	2019/10/23	三季报披露
双塔食品	2019/10/23	三季报披露
承德露露	2019/10/23	三季报披露
惠发食品	2019/10/23	三季报披露
绝味食品	2019/10/23	三季报披露
吉林森工	2019/10/23	三季报披露
重庆啤酒	2019/10/24	股东大会召开
华统股份	2019/10/24	三季报披露
加加食品	2019/10/24	三季报披露
重庆啤酒	2019/10/24	三季报披露
得利斯	2019/10/24	三季报披露
梅花生物	2019/10/25	三季报披露
惠康啤酒	2019/10/25	三季报披露
通葡股份	2019/10/25	三季报披露
古越龙山	2019/10/25	三季报披露
汤臣倍健	2019/10/25	三季报披露

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 重点数据跟踪

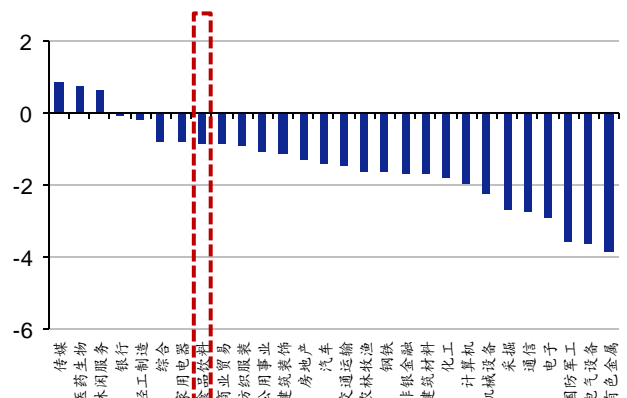
5.1. 本周市场表现

图 16：年初至今各行业收益率（%）



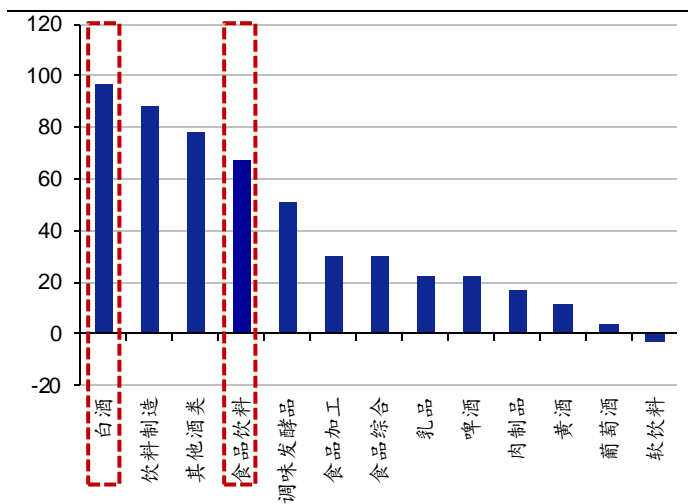
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 17：一周以来各行业收益率（%）



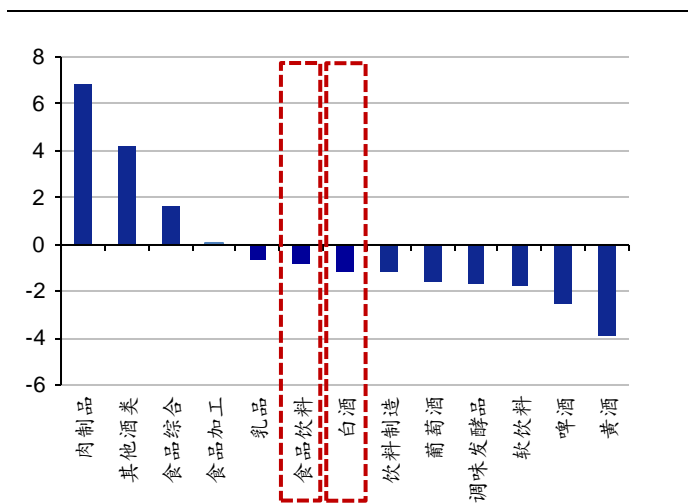
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 18: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 19: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

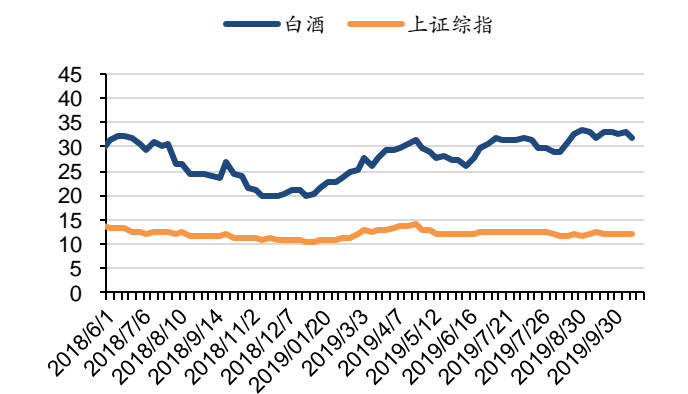


资料来源: wind, 安信证券研究中心

板块估值情况

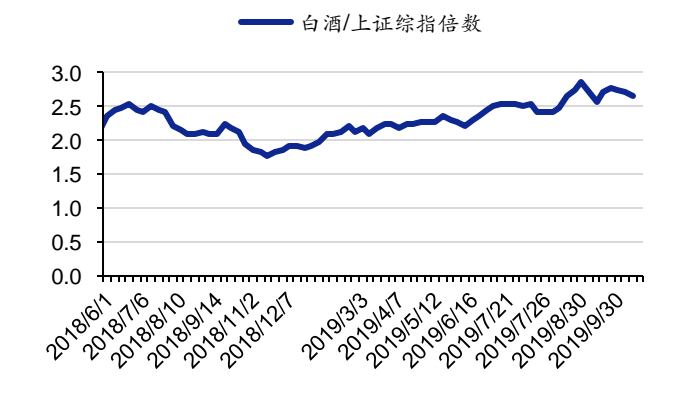
白酒板块估值 31.98 倍, 相对于上证综指相对估值 2.65 倍 (上周为 2.70 倍), 食品加工行业板块估值为 34.42 倍, 相对于上证综指相对估值 2.86 倍 (上周为 2.82 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 21.71 倍 (相对上证综指 1.77 倍), 食品加工行业平均估值 31.88 倍 (相对上证综指 2.60 倍)。

图 20: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



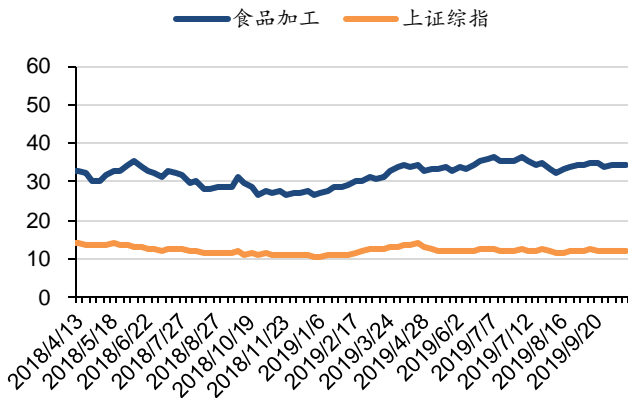
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



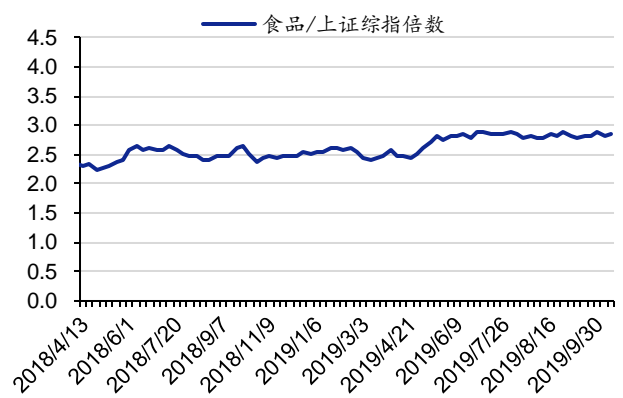
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 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 23: 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

5.2. 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 3.77 元/千克, 同比上涨 7.70%, 环比增长 0.5%。
- **乳制品进口量及价格:** 根据中国奶业协会数据显示, 2019 年 8 月我国奶粉进口数量 6.86 万吨, 同比增 5.21%, 进口金额 2.22 亿美元, 同比减 6.62%; 奶粉单价 3120 美元/吨, 同比增 0.62%, 环比减 2.34%。
- **终端价格:** 2019 年 9 月 20 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 237.60 元/千克, 同比增长 4.1%, 国产奶粉均价 191.18 元/千克, 同比增长 4.8%。牛奶零售价 12.28 元/升, 同比上升 5.5%; 酸奶 15.13 元/升, 环比增 0.1%。
- **国际原料奶价格:** 根据 CLAL 显示, 国际原料奶价格近三年来呈相对平稳状态, 相较于历史高点(2014 年初) 仍处较低水平。新西兰 100kg 原料奶 2019 年 8 月均价为 28.44 欧元, 同比减 8.08%, 美国 100kg 原料奶 2019 年 8 月均价为 37.45 欧元, 同比增 21.87%, 欧盟 28 国 100kg 原料奶 2019 年 9 月均价为 33.78 欧元, 同比减 3.01%。
- **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, 目前处于较低水平, 2018 年 3 月均价为 319.51 美元/吨; 2019 年 10 月 10 日国内玉米价格为 1809.50 元/吨, 同比增 2.09%, 国内大豆价格 3781.10 元/吨, 同比减 1.02%。

肉制品重点数据

- **生猪价格:** 2019 年 10 月 18 日生猪价格为 35.72 元/千克, 环比上升 11.0%, 仔猪价格为 87.55 元/千克, 环比上升 20.4%。
- **猪粮比价:** 17.60

植物蛋白重点数据

- **杏仁价格:** 2019 年 9 月, 苦杏仁价格为 25.00 元/千克, 环比下跌 3.8%, 同比持平。
- **马口铁原材料价格:** 10 月 18 日, 镀锡薄板价格 6700 元/吨, 同比下滑 10.67%, 环比持平; 镀锡板卷价格 5850 元/吨, 同比下跌 10.0%, 环比持平。

啤酒重点数据

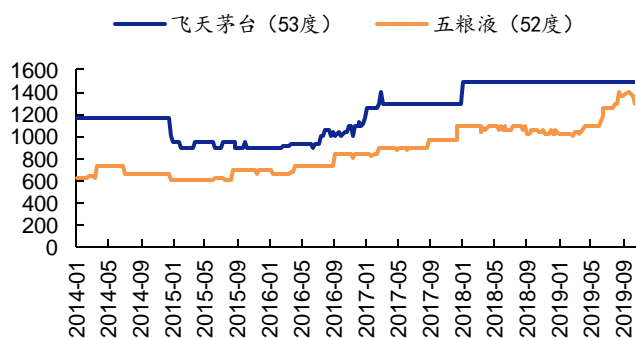
- **进口大麦价格:** 2019 年 8 月, 进口大麦单价为 252 美元/吨, 同比下降 4.2%, 环比下跌 4.2%。

- **玻璃价格:** 10月18日数据, 玻璃价格指数1201.92, 同比上升0.4%, 环比上涨1.3%, 玻璃价格指数今年以来小幅下滑, 最近有所回升。

调味品重点数据

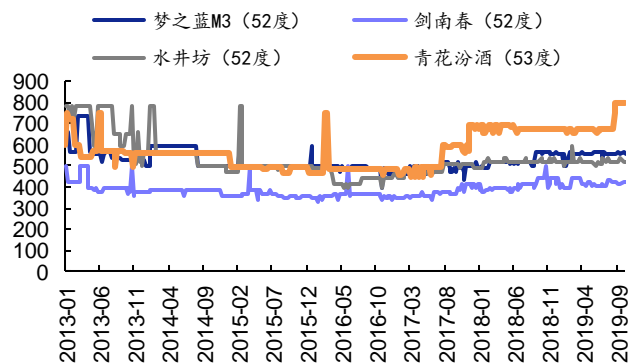
- **大豆价格:** 10月18日数据, 非转基因大豆的主要标的黄大豆1号价格为3366元/吨, 同比下跌10.2%, 环比下跌0.1%。
- **食糖价格:** 2019年10月17日数据, 食糖价格5887元/吨, 同比上涨6.4%, 环比上涨0.1%。
- **食盐价格:** 近5年来, 食盐价格呈上升趋势, 从2014年6月每公斤1.96元到2019年9月20日每公斤5.06元。
- **可可价格:** 可可价格上涨, 从2019年8月的2194.7美元/吨上涨至2019年9月的2304.4美元/吨。

图 24: 茅台五粮液终端价格



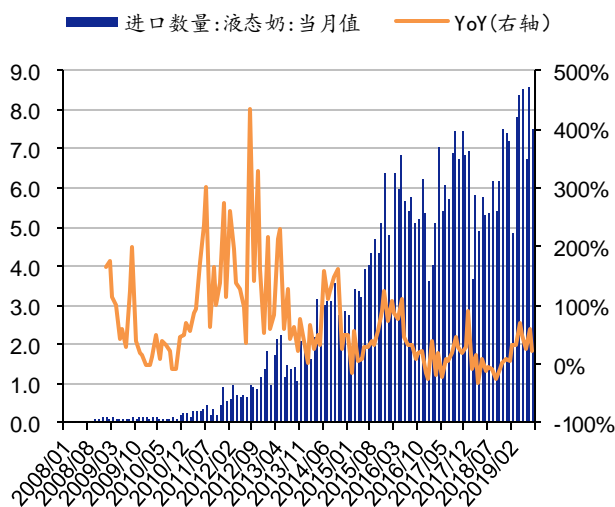
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 25: 二线酒终端价格



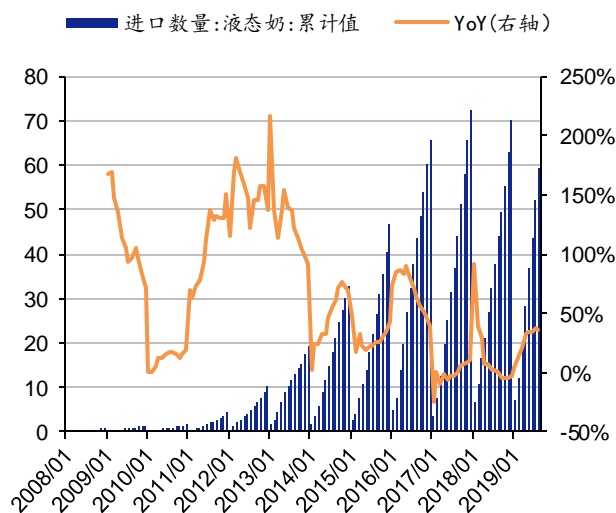
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 26: 液态奶进口量-当月值 (万吨)



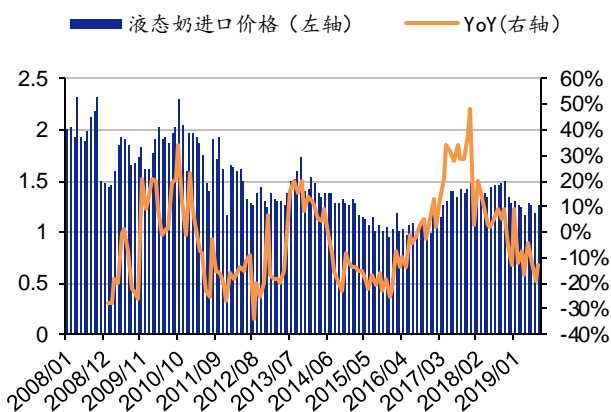
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 27: 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 28: 液态奶进口单价 (美元/千克)



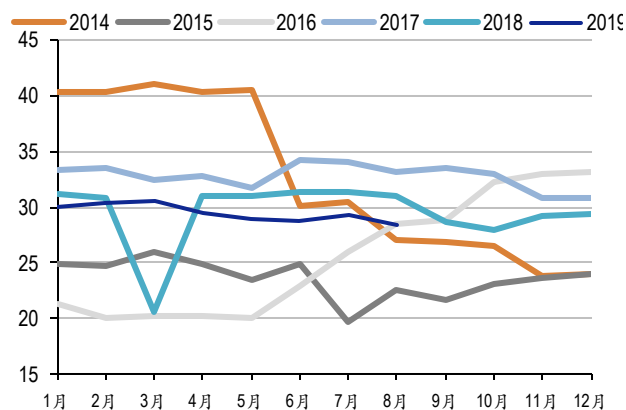
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 29: 原奶价格 (元/千克)



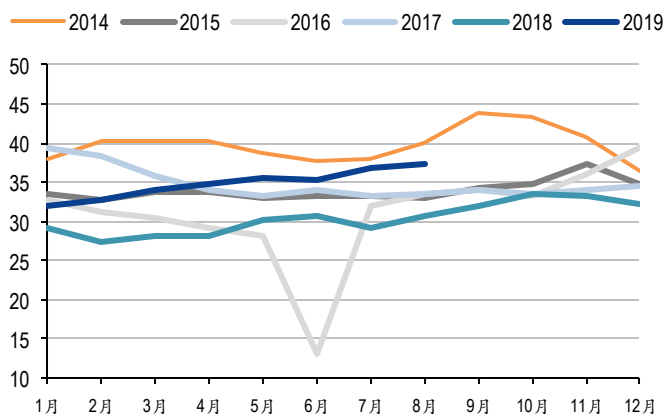
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



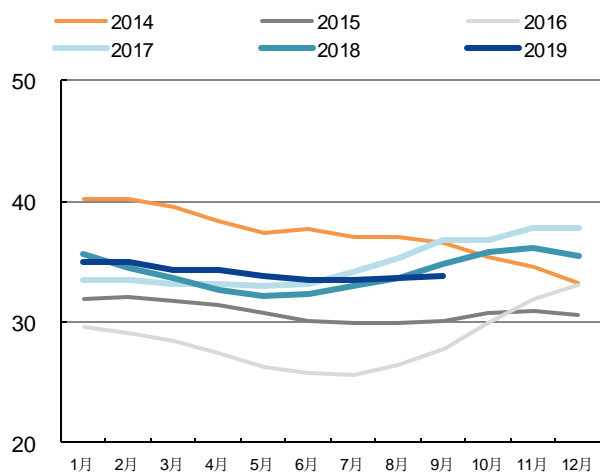
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 31: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



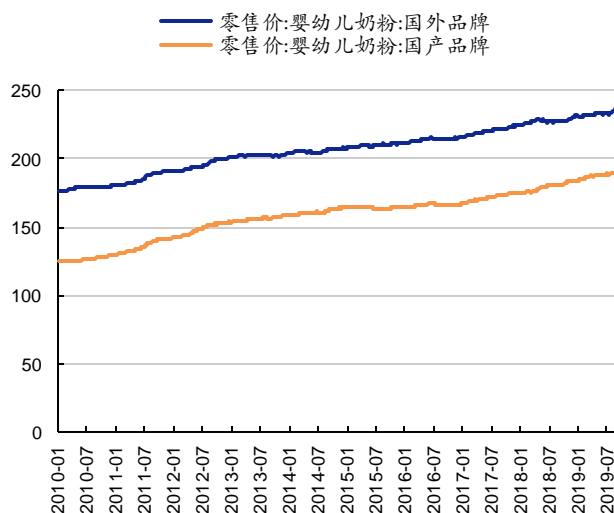
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



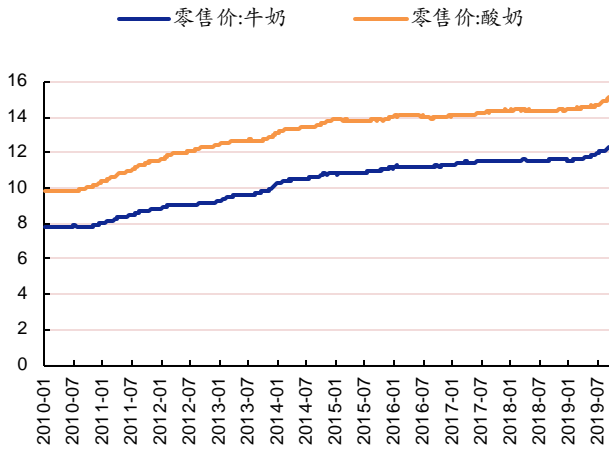
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 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 34: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)



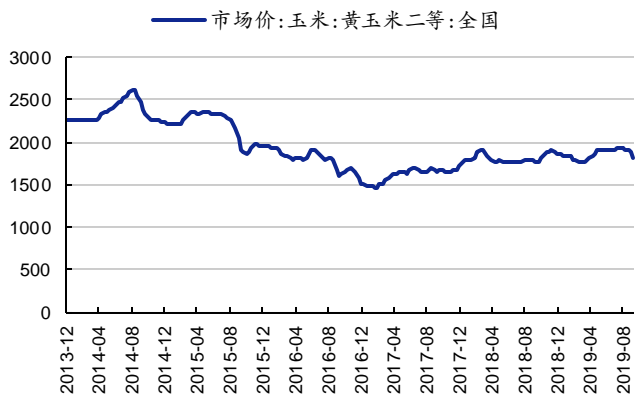
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 35: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



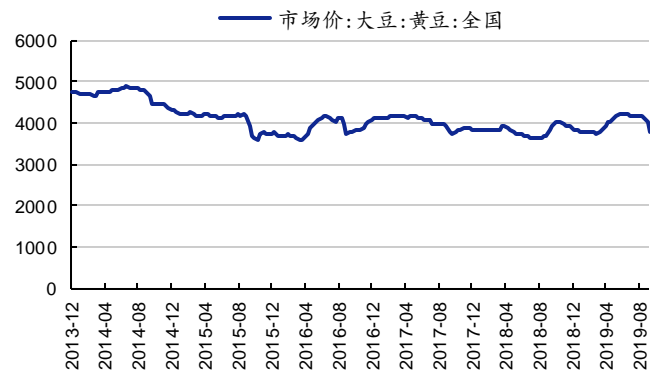
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 36: 国内玉米价格 (元/吨)



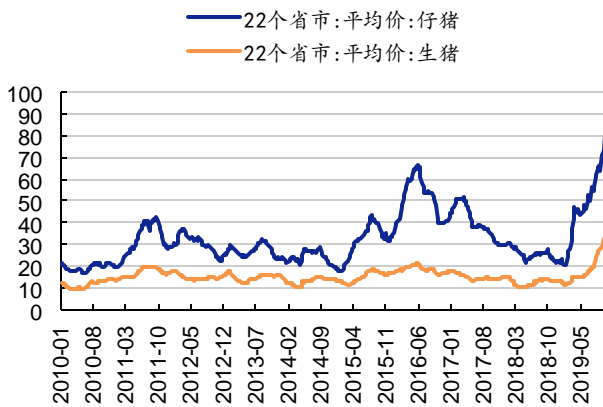
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 37: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 38: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



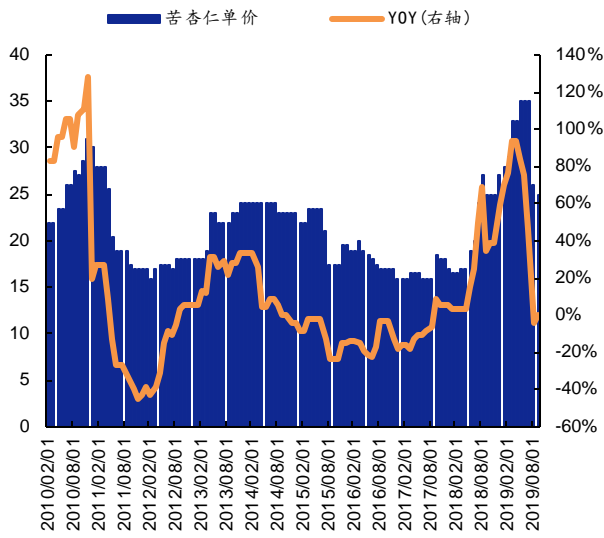
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 39: 猪粮比价



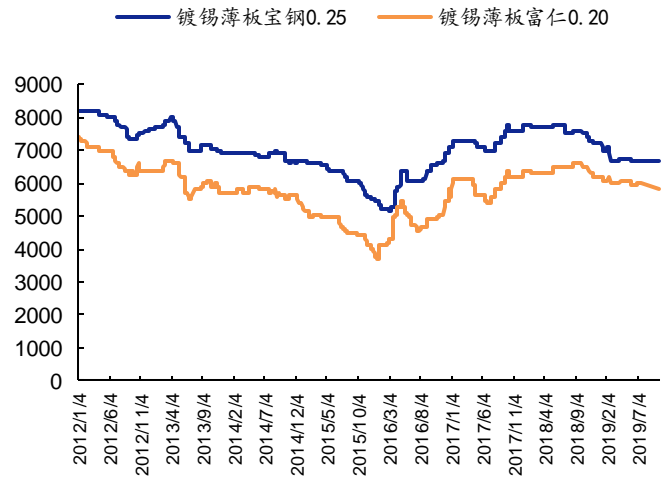
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 40: 苦杏仁价格 (元/千克)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 41: 马口铁价格 (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、徐哲琪、熊鹏声明, 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	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