

茅台终端价企稳回暖，汾酒促销力度较强



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——白酒线下终端系列调研第三期（20191119）

核心观点

我们近期走访了上海、北京共 27 家烟酒店及商超，就白酒价格表现、终端动销进行了草根调研，并与前两次调研数据进行对比分析，供各位投资者参考。

❖ 茅台：终端价企稳回暖

自茅台集团关联交易落地以来，飞天茅台批价及终端价不断上涨至高位。为遏制价格上涨过快势头，茅台公司通过提前执行配额和直营落地来增加供给，此外，严监管下黄牛及少部分经销商出于恐慌心理大量抛售，从而使得飞天茅台降温并逐步企稳。调研数据显示，上海地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 53 度 500ml 飞天茅台终端烟酒店价格分别为 2650-2800 元/瓶、2349-2680 元/瓶、2400-2600 元/瓶，北京地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 53 度 500ml 飞天茅台终端烟酒店价格分别为 2550-2800 元/瓶、2450-2599 元/瓶、2450-2580 元/瓶。

❖ 五粮液：终端价小幅降温

今年以来，五粮液一直在推进渠道精细化和扁平化建设，并希望通过控量挺价策略进一步拔高品牌力。节后五粮液批价及终端价回落主因：1) 前期控货使得价格稳定在高位；2) 中秋节前五粮液大量发货，部分货被低价销售至非官方渠道；3) 茅台批价下滑。

❖ 泸州老窖：终端价小幅下移

国窖 1573 今年采取谨慎提价策略持续放量，渠道进货意愿增强，当前渠道库存相对较高，终端价小幅下移。

❖ 区域及次高端白酒：终端价有所分化

当前区域及次高端白酒终端价有所分化。其中郎酒、汾酒打折促销力度较强，终端价小幅下移；剑南春、洋河以自然动销为主，终端价相对平稳；此外，水井坊近期主力产品全线提价，终端价小幅上移。

❖ 低端白酒：竞争极为激烈，高性价比致胜

低端白酒主要在商超铺货，品类众多，市场竞争极为激烈。我们认为，低端白酒价格敏感度高，高性价比优势是未来进一步抢占市场的核心推动力。

❖ 投资建议：

白酒行业挤压式增长与结构化增长并存，高端酒量价齐升使得其为确定性最高的板块，推荐关注：贵州茅台、五粮液、泸州老窖；同时也推荐处于势能释放期的白酒企业，推荐关注：山西汾酒、顺鑫农业等。

风险提示：宏观经济下行风险、行业竞争加剧、渠道动销情况不及预期。

📌 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 行业动态

所属行业 | 食品饮料

报告时间 | 2019/11/19

📌 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

📌 联系人

郭晓东

证书编号：S1100119080011

021-68595118

guoxiaodong@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、高端白酒：需求旺盛，终端价相对平稳.....	4
1.1 贵州茅台：终端价企稳回暖.....	4
1.2 五粮液：终端价小幅降温.....	4
1.3 泸州老窖：终端价小幅下移.....	5
二、区域及次高端白酒：终端价有所分化.....	6
2.1 汾酒：促销力度较强，终端价小幅下移.....	6
2.2 郎酒：促销力度强劲，终端价小幅下移.....	7
2.3 剑南春：自然动销为主，终端价较为平稳.....	8
2.4 洋河：自然动销为主，终端价相对平稳.....	9
2.5 水井坊：自然动销为主，终端价小幅上移.....	10
三、低端白酒：竞争极为激烈，高性价比致胜.....	11
四、风险提示.....	12

图表目录

表格 1.	53 度 500ML 飞天茅台终端烟酒店价格 (元/瓶)	4
表格 2.	52 度 500ML 普五终端烟酒店价格 (元/瓶)	5
表格 3.	52 度 500ML1618 终端烟酒店价格 (元/瓶)	5
表格 4.	52 度 500ML 国窖 1573 终端烟酒店价格 (元/瓶)	6
表格 5.	53 度 500ML 青花 20 终端价格 (元/瓶)	6
表格 6.	53 度 500ML 青花 30 终端价格 (元/瓶)	7
表格 7.	53 度 500ML 红花郎 10 终端价格 (元/瓶)	7
表格 8.	53 度 500ML 红花郎 15 终端价格 (元/瓶)	8
表格 9.	53 度 500ML 青花郎 20 终端价格 (元/瓶)	8
表格 10.	52 度 500ML 剑南春水晶剑终端价格 (元/瓶)	8
表格 11.	52 度 480ML 天之蓝终端价格 (元/瓶)	9
表格 12.	52 度 500ML 梦之蓝 M3 终端价格 (元/瓶)	9
表格 13.	52 度 500ML 梦之蓝 M6 终端价格 (元/瓶)	10
表格 14.	52 度 500ML 臻酿八号终端价格 (元/瓶)	10
表格 15.	52 度 500ML 井台装终端价格 (元/瓶)	10
表格 16.	牛栏山系列终端商超价格 (元/瓶)	11
表格 17.	红星系列终端商超价格 (元/瓶)	11
表格 18.	玻汾系列终端商超价格 (元/瓶)	11

一、高端白酒：需求旺盛，终端价相对平稳

从我们调研的烟酒店来看，高端白酒飞天、普五、国窖 1573 消费景气度最高：
1) 53 度 500ml 飞天茅台终端价稳定在 2400-2600 元/瓶，缺货情况有所缓解；
2) 8 代普五终端价小幅降温，但仍较为坚挺；3) 国窖 1573 放量后渠道库存相对较高，终端价小幅下移。

1.1 贵州茅台：终端价企稳回暖

自茅台集团关联交易落地以来，飞天茅台批价及终端价不断上涨至高位。为遏制价格上涨过快势头，茅台公司通过提前执行配额和直营落地来增加供给，此外，严监管下黄牛及少部分经销商出于恐慌心理大量抛售，从而使得飞天茅台降温并逐步企稳。调研数据显示，上海地区中秋期间、10 月中旬、11 月中旬 53 度 500ml 飞天茅台终端烟酒店价格分别为 2650-2800 元/瓶、2349-2680 元/瓶、2400-2600 元/瓶，北京地区中秋期间、10 月中旬、11 月中旬 53 度 500ml 飞天茅台终端烟酒店价格分别为 2550-2800 元/瓶、2450-2599 元/瓶、2450-2580 元/瓶。

短期来看，茅台终端价回稳有利于行业健康发展；长期来看，由于茅台供需缺口仍较大，上海、北京两地核心烟酒店 53 度 500ml 飞天茅台缺货仍较为严重，供需矛盾并未实质改变。

表格 1. 53 度 500ml 飞天茅台终端烟酒店价格（元/瓶）

53度500ml飞天茅台（元/瓶）			
调研日期	2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
价格区间			
上海地区	2650-2800	2349-2680	2400-2600
北京地区	2550-2800	2450-2599	2450-2580

资料来源：草根调研，川财证券研究所

1.2 五粮液：终端价小幅降温

今年以来，五粮液一直在推进渠道精细化和扁平化建设，并希望通过控量挺价策略进一步拔高品牌力。节后五粮液批价及终端价回落主因：1) 前期控货使得价格稳定在高位；2) 中秋节前五粮液大量发货，部分货被低价销售至非官方渠道；3) 茅台批价下滑。调研数据显示，上海地区中秋期间、10 月中旬、11 月中旬 52 度 500ml 普五终端烟酒店价格分别为 1168-1250 元/瓶、1178-1220 元/瓶、999-1180 元/瓶，北京地区中秋期间、10 月中旬、11 月中旬 52 度 500ml 普五终端烟酒店价格分别为 1050-1199 元/瓶、988-1199 元/瓶、988-

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1299 元/瓶。

此外，1618 与普五形成品牌互补，在 8 代普五控量挺价的策略下，1618 实现放量，营销思维整体更为务实。调研数据显示，上海地区中秋期间、10 月中旬、11 月中旬 52 度 500ml1618 终端烟酒店价格分别为 1088-1298 元/瓶、1199-1260 元/瓶、1050-1299 元/瓶，北京地区中秋期间、10 月中旬、11 月中旬 52 度 500ml1618 终端烟酒店价格分别为 1079-1199 元/瓶、998-1199 元/瓶、998-1199 元/瓶。

表格 2. 52 度 500ml 普五终端烟酒店价格（元/瓶）

52 度 500ml 普五（元/瓶）			
调研日期	2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
价格区间	上海地区	1168-1250	1178-1220
	北京地区	1050-1199	988-1199

资料来源：草根调研，川财证券研究所

表格 3. 52 度 500ml1618 终端烟酒店价格（元/瓶）

52 度 500ml1618（元/瓶）			
调研日期	2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
价格区间	上海地区	1088-1298	1199-1260
	北京地区	1079-1199	998-1199

资料来源：草根调研，川财证券研究所

1.3 泸州老窖：终端价小幅下移

在上半年高端酒价格景气延续背景下，国窖 1573 通过谨慎提价策略持续放量，渠道进货意愿增强。由于国窖 1573 跟进力度不大，今年行业内真正提价的只有五粮液。对国窖 1573 而言，好处是提前放量，保障全年业绩高增长；不利因素是品牌价值可能被五粮液进一步拉开。

调研数据显示，上海地区中秋期间、10 月中旬、11 月中旬 52 度 500ml 国窖 1573 终端烟酒店价格分别为 919-998 元/瓶、919-998 元/瓶、880-989 元/瓶，北京地区中秋期间、10 月中旬、11 月中旬 52 度 500ml 国窖 1573 终端烟酒店价格分别为 900-968 元/瓶、998-1080 元/瓶、880-998 元/瓶。

表格 4. 52 度 500ml 国窖 1573 终端烟酒店价格（元/瓶）

52度500ml国窖1573（元/瓶）				
调研日期	2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13	
价格区间	上海地区	919-998	919-998	880-989
	北京地区	900-968	998-1080	880-998

资料来源：草根调研，川财证券研究所

二、区域及次高端白酒：终端价有所分化

当前区域及次高端白酒终端价有所分化。其中郎酒、汾酒打折促销力度较强，终端价小幅下移；剑南春、洋河以自然动销为主，终端价相对平稳；此外，水井坊小幅提价，终端价小幅提升。

2.1 汾酒：促销力度较强，终端价小幅下移

北京为水井坊优势区域，目前公司仍处于控量挺价期，渠道库存良好。近期青花系列在烟酒店、商超打折促销力度强劲，终端价小幅下移。

调研数据显示，上海地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 53 度 500ml 青花 20 终端烟酒店价格分别为 588-598 元/瓶、428-520 元/瓶、428-486 元/瓶，北京地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 53 度 500ml 青花 20 终端烟酒店价格分别为 420-488 元/瓶、428-480 元/瓶、428-440 元/瓶。

上海地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 53 度 500ml 青花 30 终端烟酒店价格分别为 798-800 元/瓶、658-669 元/瓶、658-798 元/瓶，北京地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 53 度 500ml 青花 30 终端烟酒店价格分别为 628-680 元/瓶、638-678 元/瓶、638-698 元/瓶。

表格 5. 53 度 500ml 青花 20 终端价格（元/瓶）

53度500ml青花20（元/瓶）				
调研日期	2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13	
上海地区	烟酒店	588-598	428-520	428-486
	商超	515-618	515-618	458-618
北京地区	烟酒店	420-488	428-480	428-440
	商超	468-498	489-579	468-518

资料来源：草根调研，川财证券研究所

表格 6. 53 度 500ml 青花 30 终端价格 (元/瓶)

		53 度 500ml 青花 30 (元/瓶)		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
上海地区	烟酒店	798-800	658-669	658-798
	商超	778-828	799-828	698-799
北京地区	烟酒店	628-680	638-678	638-698
	商超	628-678	628-698	628-698

资料来源: 草根调研, 川财证券研究所

2.2 郎酒: 促销力度强劲, 终端价小幅下移

酱香品质叠加强渠道推力, 郎酒市场动销良好。由于飞天茅台一直紧缺, 郎酒酱香替代品属性凸显, 广受市场欢迎; 此外, 郎酒在核心烟酒店、商超均有打折促销活动, 渠道推力强。

调研数据显示, 上海地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 53 度 500ml 红花郎 10 终端烟酒店价格分别为 458 元/瓶、368-398 元/瓶、368-398 元/瓶, 北京地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 53 度 500ml 红花郎 10 终端烟酒店价格分别为 458 元/瓶、380-418 元/瓶、366-418 元/瓶。

上海地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 53 度 500ml 红花郎 15 终端烟酒店价格分别为 558-654 元/瓶、548-685 元/瓶、548-598 元/瓶, 北京地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 53 度 500ml 红花郎 15 终端烟酒店价格分别为 608 元/瓶、629 元/瓶、629 元/瓶。

上海地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 53 度 500ml 青花郎 20 终端烟酒店价格分别为 980-1088 元/瓶、980-1050 元/瓶、980 元/瓶, 北京地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 53 度 500ml 青花郎 20 终端烟酒店价格分别为 930-1198 元/瓶、1099 元/瓶、1050 元/瓶。

表格 7. 53 度 500ml 红花郎 10 终端价格 (元/瓶)

		53 度 500ml 红花郎 10 (元/瓶)		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
上海地区	烟酒店	458	368-398	368-398
	商超	398-458	398-458	378-458
北京地区	烟酒店	458	380-418	366-418
	商超	399-458	399-458	399-458

资料来源: 草根调研, 川财证券研究所

表格 8. 53 度 500ml 红花郎 15 终端价格（元/瓶）

		53度500ml 红花郎15（元/瓶）		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
上海地区	烟酒店	558-654	548-685	548-598
	商超	558-680	698	558
北京地区	烟酒店	608	629	629
	商超	563-599	599	599

资料来源：草根调研，川财证券研究所

表格 9. 53 度 500ml 青花郎 20 终端价格（元/瓶）

		53度500ml 青花郎20（元/瓶）		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
上海地区	烟酒店	980-1088	980-1050	980
	商超	998-1180	1180-1198	998
北京地区	烟酒店	930-1198	1099	1050
	商超	958-1198	980	980

资料来源：草根调研，川财证券研究所

2.3 剑南春：自然动销为主，终端价较为平稳

剑南春水晶剑为全国次高端大单品，渠道铺货广，凭借产品高性价比优势，渠道动销良好，终端价较为平稳。

调研数据显示，上海地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 52 度 500ml 水晶剑终端烟酒店价格分别为 400-428 元/瓶、400-428 元/瓶、400-438 元/瓶，北京地区中秋期间、10月中旬、11月中旬 52 度 500ml 水晶剑终端烟酒店价格分别为 418 元/瓶、398-419 元/瓶、398 元/瓶。

表格 10. 52 度 500ml 剑南春水晶剑终端价格（元/瓶）

		52度500ml 剑南春水晶剑（元/瓶）		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
上海地区	烟酒店	400-428	400-428	400-438
	商超	438	400-458	438-458
北京地区	烟酒店	418	398-419	398
	商超	418-458	438	418

资料来源：草根调研，川财证券研究所

2.4 洋河：自然动销为主，终端价相对平稳

洋河渠道铺货最广，终端价格相对平稳，较少有打折促销活动。自6月份至今洋河未强调经销商打款及考核要求，经销商重点在于去库存及提价，目前渠道库存2个月左右，考虑到去库存效果良好，实际动销仍然维持在正常范围内。

调研数据显示，上海地区中秋期间、10月中旬、11月中旬52度480ml天之蓝终端烟酒店价格分别为388-408元/瓶、368-388元/瓶、358-398元/瓶，北京地区中秋期间、10月中旬、11月中旬52度480ml天之蓝终端烟酒店价格分别为388-408元/瓶、328-380元/瓶、388元/瓶。

上海地区中秋期间、10月中旬、11月中旬52度500ml梦之蓝M3终端烟酒店价格分别为569-630元/瓶、490-618元/瓶、538-590元/瓶，北京地区中秋期间、10月中旬、11月中旬52度500ml梦之蓝M3终端烟酒店价格分别为528-630元/瓶、559-588元/瓶、498-559元/瓶。

上海地区中秋期间、10月中旬、11月中旬52度500ml梦之蓝M6终端烟酒店价格分别为735-760元/瓶、700-750元/瓶、700-798元/瓶，北京地区中秋期间、10月中旬、11月中旬52度480ml天之蓝终端烟酒店价格分别为760-798元/瓶、688-798元/瓶、728-798元/瓶。

表格 11. 52度480ml天之蓝终端价格（元/瓶）

		52度480ml天之蓝（元/瓶）		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
上海地区	烟酒店	388-408	368-388	358-398
	商超	377-398	388	358-418
北京地区	烟酒店	388-408	328-380	388
	商超	339-428	336-400	369

资料来源：草根调研，川财证券研究所

表格 12. 52度500ml梦之蓝M3终端价格（元/瓶）

		52度500ml梦之蓝M3（元/瓶）		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
上海地区	烟酒店	569-630	490-618	538-590
	商超	569-685	569-685	588-667
北京地区	烟酒店	528-630	559-588	498-559
	商超	544-628	528-616	598-616

资料来源：草根调研，川财证券研究所

表格 13. 52 度 500ml 梦之蓝 M6 终端价格 (元/瓶)

		52度500ml梦之蓝M6 (元/瓶)		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
上海地区	烟酒店	735-760	700-750	700-798
	商超	871-898	798-890	796-890
北京地区	烟酒店	760-798	688-798	728-798
	商超	699-844	772-828	772-828

资料来源:草根调研,川财证券研究所

2.5 水井坊:自然动销为主,终端价小幅上移

上海为水井坊优势区域,目前公司仍处于品牌投入期,终端以自然动销为主,渠道库存整体相对较高。考虑到公司近期对核心产品进行提价,未来终端价仍将小幅提升。

调研数据显示,上海地区中秋期间、10月中旬、11月中旬52度500ml臻酿八号终端烟酒店价格分别为359-438元/瓶、380-450元/瓶、350-428元/瓶,北京地区中秋期间、10月中旬、11月中旬52度500ml臻酿八号终端烟酒店价格分别为368-390元/瓶、379-438元/瓶、398-438元/瓶。

上海地区中秋期间、10月中旬、11月中旬52度500ml井台装终端烟酒店价格分别为499-588元/瓶、590-638元/瓶、539-658元/瓶,北京地区中秋期间、10月中旬、11月中旬52度500ml井台装终端烟酒店价格分别为518-556元/瓶、518-556元/瓶、550-568元/瓶。

表格 14. 52 度 500ml 臻酿八号终端价格 (元/瓶)

		52度500ml臻酿八号 (元/瓶)		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
上海地区	烟酒店	359-438	380-450	350-428
	商超	359-468	379-438	379-468
北京地区	烟酒店	368-390	379-438	398-438
	商超	368-392	368	392-479

资料来源:草根调研,川财证券研究所

表格 15. 52 度 500ml 井台装终端价格 (元/瓶)

		52度500ml井台装 (元/瓶)		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
上海地区	烟酒店	499-588	590-638	539-658
	商超	568-668	580-668	588-668
北京地区	烟酒店	518-556	518-556	550-568
	商超	529	529	529

资料来源:草根调研,川财证券研究所

三、低端白酒：竞争极为激烈，高性价比致胜

低端白酒主要在商超铺货，品类众多，市场竞争极为激烈。我们认为，低端白酒价格敏感度高，高性价比优势是未来进一步抢占市场的核心推动力。

据渠道反馈，牛栏山在卖场核心区域强铺货，核心产品包括牛栏山陈酿、珍品陈酿、珍品陈酿 20，动销最好。调研数据显示，42 度 500ml 牛栏山陈酿终端价在 14-15 元/瓶，43 度 500ml 牛栏山珍品陈酿终端价在 40-43 元/瓶，43 度 500ml 牛栏山珍品陈酿 20 终端价在 68-78 元/瓶。

红星二锅头终端铺货较强，与牛栏山形成竞合格局。调研数据显示，53 度 500ml 绿瓶红星终端价在 15-17 元/瓶，43 度 500ml 蓝瓶红星终端价在 30-35 元/瓶。

此外，玻汾借助雪花啤酒的销售渠道，当前终端铺货率稳步提升。调研数据显示，42 度 475ml 红盖玻汾终端价在 45-50 元/瓶，53 度 475ml 黄盖玻汾终端价在 45-60 元/瓶。

表格 16. 牛栏山系列终端商超价格（元/瓶）

		牛栏山系列（元/瓶）		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
陈酿	上海地区	14.5-16.8	14.5-14.8	13.2-14.5
(42度500ml)	北京地区	13.9-14.9	14.8-15	13.9-14.9
珍品陈酿	上海地区		42.8	39.9-42.8
(43度500ml)	北京地区			
珍品陈酿20	上海地区	73.8	69	73.8
(43度500ml)	北京地区	58-62	68-78	68-78

资料来源：草根调研，川财证券研究所

表格 17. 红星系列终端商超价格（元/瓶）

		红星系列（元/瓶）		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
绿瓶	上海地区	14.8-15.5	15.5-16.8	14.6-15.5
(53度500ml)	北京地区	17	17	17.9
蓝瓶	上海地区	26.8	26.8-33	32.5-36.8
(43度500ml)	北京地区	28	27-28	30-35

资料来源：草根调研，川财证券研究所

表格 18. 玻汾系列终端商超价格（元/瓶）

		玻汾系列（元/瓶）		
调研日期		2019/9/15-2019/9/16	2019/10/14-2019/10/15	2019/11/11-2019/11/13
红盖玻汾	上海地区	40-45	45	45-49.8
(42度475ml)	北京地区	45	50	47
黄盖玻汾	上海地区		45.8	45.8-59
(53度475ml)	北京地区		52.9	55-62

资料来源：草根调研，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

四、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险
- 2) 行业竞争加剧
- 3) 渠道动销情况不及预期

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004