

2019年11月24日

食品饮料

周专题：2020年提价主线之双汇发展

■ **2020年三条核心主线中包含提价。** CPI 上升，原料成本上涨同时产成品提价，产品提价受益或略滞后，但通过费用优化仍能保持盈利能力的品牌企业值得高度重视，有成本优势的企业更佳，重点领域为速冻米面(安井食品、三全食品)和肉制品(双汇发展)。双汇发展短期盈利拐点显现，Q3净利润增23.8%，主因进口肉增加+冻肉库存释放+提价；中长期，在成本进入下行周期后，叠加提价效应，业绩弹性极大，我们认为公司此次提价的受益期达2-3年。

■ **双汇发展：提价开启新篇章。** 提价回顾：双汇肉制品出厂价自2018年12月以来开始提价，至2019年11月累计提价6次，平均提升幅度约20%，其中11月提价幅度最高，达8%，短期来看，提价提升渠道利润、对冲成本上行。提价成功传导：Q1/Q2/Q3肉制品吨价分别提升2.2%/5.8%/7.3%，销量+1.9%/-1.5%/1.6%，Q1-Q3吨价累计增5.2%，销量累计增0.7%。根据草根调研，目前渠道库存健康，周转率快于去年，由于行业集体性涨价(肉制品涨价幅度也远低于猪肉价格涨幅)，渠道表示终端销量较好。

历史复盘：2011年提价，后期肉制品毛利率显著提升。 2011年由于猪肉/鸡肉价格大幅上行(2011年均价相较于2010年上涨43.3%、15.3%)，公司对部分肉制品进行提价，表现为肉制品均价提升18.3%，后期随着成本下滑、销量回升，提价的积极效应逐步显现，2013年(猪肉价格再次处于周期底部)肉制品毛利率达25.32%，相较于2010年(提价前)增3.86pct；2016年(肉制品吨成本与2010年相近)，肉制品毛利率达31.31%，相较于2010年增9.75pct。

肉制品行业竞争格局稳固、双汇龙头优势明显，降价可能性较小。 首先，历史来看，双汇2011年提价后并没有降价(年度间吨价的波动主因产品结构变化、渠道利润反哺)，2012-2018年总体吨价保持平稳。其次，公司降价行为取决于行业竞争格局，双汇的肉制品龙头地位稳固，高温肉制品市占率达60%，其肉制品市场价格与竞品相比仅略高或持平，同时品牌力极强，我们认为在提价后，消费者转移至竞品的可能性较低；最后，双汇通过整合全产业链，盈利水平大幅高于同行，竞品提升盈利水平迫切，竞品降价以抢份额的动机亦不足。

提价将提升双汇肉制品中长期毛利率中枢。 我们认为双汇此次提价将提升肉制品中长期毛利率中枢，根据测算，中性假设下，2021年肉制品净利润61.1亿元，相较于2018年增72%(2018年为35.6亿元)。更深层次，此次提价是管理层策略变化的体现，马相杰总裁于2017年提出——肉制品业务“稳高温、上低温、中式产品工业化”的经营方针，将资源聚焦于中高端产品，注重品牌建设与新兴渠道开拓(表现为2019上半年营销费用率提升)，同时对销售人员的考核从重量转为更注重收入(即更关注价格与产品结构)。

■ **核心推荐：**白酒方面核心配置行业+香型双重龙头茅五汾，其中汾酒正在进行的全国化和品牌复兴最值得期待，重点优质标的还有泸州老窖、古井贡酒、顺鑫农业，调整给予期待的洋河股份等。食品方面，推荐中炬高新，短期业绩改善、提价提升中长期盈利水平的双汇发展，市场投入思路清晰且大单品和新品快速成长洽洽食品；品类成长沪上“双小龙”；深度改革见成效并且有长期toB逻辑的三全食品。

■ **风险提示：**经济持续下行对消费影响加大；中高端酒竞争加剧进一步分化，潜在的税收政策变化带来的短期业绩向下风险；业绩波动，预期过高，估值分歧。

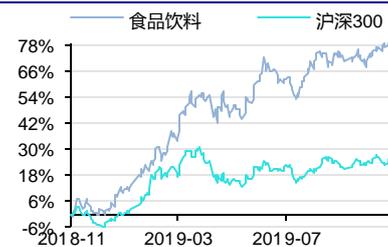
行业周报

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
600519 贵州茅台	1299.0	买入-A
000858 五粮液	168.00	买入-A
600809 山西汾酒	94.00	买入-A
000860 顺鑫农业	60.39	买入-A
000568 泸州老窖	106.00	买入-A
600872 中炬高新	50.46	买入-A
000895 双汇发展	38.20	买入-A
002557 洽洽食品	38.92	买入-A
600882 妙可蓝多	17.61	买入-A
002568 百润股份	29.50	买入-B
002216 三全食品	15.59	买入-B

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.40	0.13	-28.06
绝对收益	-2.93	0.89	-5.59

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

周专题：2020年品类成长主线之洽洽食品 2019-11-17

周视点：2020年核心关注食品饮料三个方向 2019-11-10

食品饮料三季报总结：Q3增速改善，提价主线清晰 2019-11-03

基金Q3持仓分析：持仓分化，茅台汾酒绝味等增持明显 2019-10-27

周视点：白酒刚需抓两头，不容忽视的光瓶酒 2019-10-21

内容目录

1. 周专题：2020 年提价主线之双汇发展	4
1.1. 提价回顾：2018 年底以来平均提价 20%.....	4
1.2. 历史复盘：2011 年提价，后期肉制品毛利率显著提升.....	5
1.3. 肉制品行业竞争格局稳固、双汇龙头优势明显，降价可能性较小.....	5
1.4. 提价将提升双汇肉制品中长期毛利率中枢.....	6
2. 2020 年食品饮料三条主线详解	7
2.1. 稳健价值：白酒+调味品.....	7
2.2. 提价主线：速冻米面火锅料+肉制品.....	8
2.3. 品类成长：成长性子行业获得高估值.....	9
3. 本周食品饮料板块综述	9
4. 行业要闻	12
4.1. 重点公司公告.....	13
5. 下周重要事项	13
6. 重点数据跟踪	14
6.1. 本周市场表现.....	14
6.2. 行业重点数据跟踪.....	16

图表目录

图 18：重组后包装业务实现的毛利计入肉制品业务，叠加产品结构优化，盈利能力得到大幅提升.....	6
图 19：双汇肉制品毛利率显著高于同行.....	6
图 10：2016 年起肉制品销量逐步企稳.....	7
图 10：白酒累季增速走势图.....	8
图 11：食品饮料行业沪港通持股（%）.....	10
图 12：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	10
图 13：茅台沪港通持股.....	11
图 14：五粮液沪港通持股.....	11
图 15：泸州老窖沪港通持股.....	11
图 16：洋河股份沪港通持股.....	11
图 17：伊利股份沪港通持股.....	11
图 18：海天味业沪港通持股.....	11
图 19：年初至今各行业收益率（%）.....	14
图 20：一周以来各行业收益率（%）.....	14
图 21：年初至今食品饮料子行业收益率（%）.....	14
图 22：一周以来食品饮料子行业收益率（%）.....	14
图 23：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	15
图 24：白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	15
图 25：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	15
图 26：非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	15
图 27：茅台五粮液终端价格.....	17
图 28：二线酒终端价格.....	17
图 29：液态奶进口量-当月值（万吨）.....	17
图 30：液态奶进口量-累计值（万吨）.....	17

图 31: 液态奶进口单价 (美元/千克)	17
图 32: 原奶价格 (元/千克)	17
图 33: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	18
图 34: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	18
图 35: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	18
图 36: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	18
图 37: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	18
图 38: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	18
图 39: 国内玉米价格 (元/吨)	19
图 40: 国内大豆价格 (元/吨)	19
图 41: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	19
图 42: 猪粮比价.....	19
图 43: 苦杏仁价格 (元/千克)	19
图 44: 马口铁价格 (元/吨)	19
表 1: 以 600g 王中王为例, 渠道利润从 8 元提升至 11-13 元/件.....	4
表 2: 2019 年 Q1-Q3 吨价提升 5.2%, 销量增 0.7%.....	4
表 3: 公司历史上肉制品吨价、原料成本、毛利率概览.....	5
表 4: 看长 2-3 年, 测算 2021 年肉制品盈利水平 (注 2018 年肉制品业务净利润为 35.6 亿元)	6
表 5: 涪陵榨菜提价利润弹性大.....	6
表 2: 2019 年 1-9 月子板块收入和利润增速比较.....	9
表 7: 核心组合收益表.....	10
表 4: 重点公司估值表 (股价更新至 2019/11/22)	12
表 5: 上周重要公告.....	13
表 6: 下周重要事项.....	13

1. 周专题：2020 年提价主线之双汇发展

关于 2020 年投资策略思考，我们认为应当极其重视三条主线，其中一条为提价。CPI 上升，原料成本上涨同时产成品提价，产品提价受益或略滞后，但通过费用优化仍能保持盈利能力的品牌企业值得高度重视，有成本优势的企业更佳，重点领域为速冻米面(安井食品、三全食品)和肉制品(双汇发展)。

双汇发展 Q3 呈现业绩拐点，主因进口肉增加+冻肉库存释放+提价，公司自 2018 年底以来提价 6 次，提价幅度约 20%，我们认为此次提价受益期达 2-3 年，能够提升公司肉制品业务中长期盈利水平中枢，回溯历史(2011 年提价)，公司肉制品毛利率从 21.5%(2010 年)上涨至 30%(2015 年及以后)。

1.1. 提价回顾：2018 年底以来平均提价 20%

重申双汇主逻辑：短期，盈利拐点显现；中期，在成本进入下行周期后，提价+成本红利，业绩弹性极大，我们认为公司此次提价的受益期达 2-3 年；长期，管理改善背景下，肉制品产品结构升级+屠宰市占率提升。

提价回顾：双汇肉制品出厂价自 2018 年 12 月以来开始提价，至 2019 年 11 月累计提价 6 次，平均提升幅度约 20%，其中 11 月提价幅度最高，达 8%，短期提价提升渠道利润、对冲成本上行：

- 提升渠道利润：根据草根调研，以 600g 王中王为例，渠道利润从 8 元/件提升至 11-13 元/件，渠道利润率小幅上涨；
- 对冲成本上行：Q3 肉制品吨价提升 7.3%，营业利润率 21.5%，同比提升 0.4pct，环比提升 5.4pct (环比提升的原因还有鸡肉成本下行)。

提价成功传导：根据报表端数据，Q1/Q2/Q3 肉制品吨价分别提升 2.2%/5.8%/7.3%，销量 +1.9%/-1.5%/1.6%，Q1-Q3 吨价累计增 5.2%，销量累计增 0.7%。根据草根调研，目前渠道库存健康，周转率快于去年，由于行业集体性涨价(肉制品涨价幅度也远低于猪肉价格涨幅)，渠道表示终端销量较好。

表 1：以 600g 王中王为例，渠道利润从 8 元提升至 11-13 元/件

单位：元/件	出厂价	终端价	渠道利润	渠道利润率
提价前	12	20	8	75%
提价后	15-16	27-28	11-13	70%-90%

资料来源：草根调研、安信证券研究中心

表 2：2019 年 Q1-Q3 吨价提升 5.2%，销量增 0.7%

	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3
肉制品吨价	15101	14087	14535	14320	15431	14908	15596
YOY	2.5%	1.5%	-1.4%	2.9%	2.2%	5.8%	7.3%
肉制品销量	37.3	41.1	43.0	38.7	38.0	40.5	43.7
YOY	4.8%	0.3%	1.8%	-2.2%	1.9%	-1.5%	1.6%
肉制品营业利润率	18.9%	21.9%	21.1%	19.7%	16.5%	16.1%	21.5%
YOY	0.6%	0.7%	-1.4%	-0.8%	-2.4%	-5.8%	0.4%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 历史复盘：2011 年提价，后期肉制品毛利率显著提升

2011 年由于猪肉/鸡肉价格大幅上行（2011 年均价相较于 2010 年上涨 43.3%、15.3%），公司对部分肉制产品进行提价，表现为肉制品均价提升 18.3%，但是源于 315 瘦肉精事件，2011 年肉制品销量大幅下滑，叠加原材料成本提升，2011 年肉制品毛利率下滑至 15.6%，后期随着成本下滑、销量回升，提价的积极效应逐步显现，两个时间点看提价的影响：

- **2013 年—猪肉价格再次处于周期底部：** 2013 年猪肉价格再次处于周期底部，即使鸡肉价格处于上升周期（猪肉价格也高于提价前的 2010 年），肉制品毛利率达 25.3%，相较于 2010 年增 3.9pct；
- **2016 年—肉制品吨成本与 2010 年相近：** 受益于收购史密斯菲尔德后进口肉数量大幅增长（2016 年达 28 万吨），肉制品吨成本下滑至 9669 元/吨，接近 2010 年水平（9398 元/吨），毛利率达 31.3%，相较于 2010 增 9.8pct。

表 3：公司历史上肉制品吨价、原料成本、毛利率概览

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
猪肉价格（元/千克）	18.1	25.9	23.2	22.9	21.0	23.2	27.2	22.6	19.7
鸡肉价格（元/千克）	7.7	8.8	9.2	10.1	10.4	10.6	10.7	11.0	11.7
肉制品业务收入（亿元）	215	205	230	252	252	226	226	227	232
肉制品销量（万吨）	180	145	155	175	169	158	161	158	160
吨价（元/吨）	11966	14151	14826	14414	14960	14298	14056	14309	14500
yoy		18.3%	4.8%	-2.8%	3.8%	-4.4%	-1.7%	1.8%	1.3%
吨成本（元/吨）	9398	11949	11477	10764	10957	9813	9669	9945	10108
肉制品毛利率	21.46%	15.56%	22.59%	25.32%	26.76%	31.37%	31.21%	30.50%	30.29%

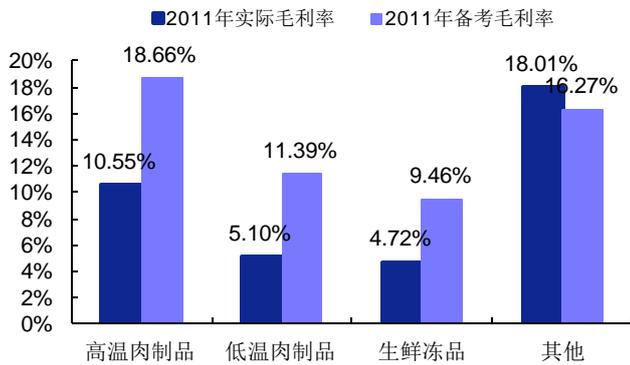
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.3. 肉制品行业竞争格局稳固、双汇龙头优势明显，降价可能性较小

市场普遍担心肉制品提价之后会降价（成本进入下行通道后），我们认为可能性较小，原因如下：

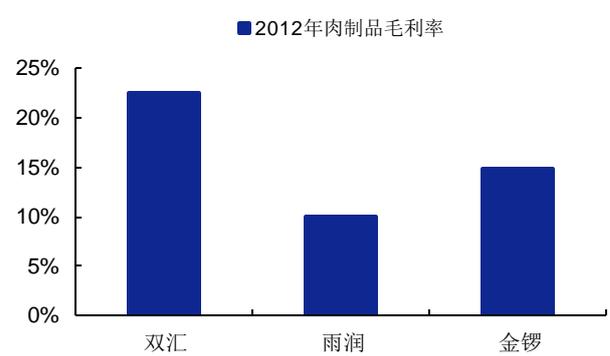
- 1) 首先，历史来看，双汇 2011 年提价后并没有降价（见表 3，年度间吨价的波动主因产品结构变化、渠道利润反哺），2012-2018 年总体吨价保持平稳。
- 2) 其次，公司降价行为取决于行业竞争格局（是否具备较强的抢占或者维护市场份额的动机）。**双汇的肉制品龙头地位稳固：** 双汇高温肉制品市占率达 60%，低温肉制品市占率约 15%（由于低温受制于冷链运输，竞争格局相对分散）；双汇肉制品市场价格与竞品相比仅略高或持平，同时其品牌力极强，我们认为在提价后，消费者转移至竞品的可能性较小。
- 3) **双汇肉制品毛利率大幅高于竞品：**
 - **双汇赚取全产业链盈利：** 通过自供包装（包括铝扣）、食品添加剂、蛋白等，节省中间交易成本，赚取全产业链盈利，根据 2012 年重大资产重组报告，双汇置入包装、食品添加剂业务的净利率在 14-20% 之间，显著高于肉制品及屠宰业务的净利率（侧面反映双汇通过整合全产业链提升盈利水平）。
 - **双汇肉制品盈利能力大幅高于同行：** 2012 年双汇肉制品毛利率 22.6%，高于雨润食品（1068.hk）10%、金锣 14.87%，2018 年双汇肉制品毛利率 30.3%，雨润食品仅为 20.7%；长期以来，双汇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。
 - **竞品提升盈利水平迫切，降价以抢份额的动机不足：** 雨润食品自 2015 年以来处于亏损状态，此次提价将大幅改善其盈利水平，判断后期降价动机不足。

图 1: 重组后包装业务实现的毛利计入肉制品业务, 叠加产品结构优化, 盈利能力得到大幅提升



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 2: 双汇肉制品毛利率显著高于同行



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

1.4. 提价将提升双汇肉制品中长期毛利率中枢

我们认为此次提价将提升双汇肉制品中长期毛利率中枢, 看至 2-3 年以后, 测算 2021 年肉制品盈利水平:

- **乐观假设:** 2021 年肉制品吨价相较于 2018 年提升 20%, 原料成本回落至 2018 年水平 (源于鸡肉价格对公司肉制品毛利率的弹性更大, 目前种鸡引种量大幅提升, 公司原料综合成本回落至 2018 年水平存在可能), 销量 164.5 万吨 (2019/2020/2021 年分别增 0.9%/1.5%/1.5%), 肉制品净利润 68.8 亿元, 相较于 2018 年增 93.3%;
- **中性假设:** 公司将提价的一部分反哺渠道, 2021 年肉制品吨价相较于 2018 年提升 18%, 销量 161.7 万吨 (2019/2020/2021 年分别增 0.7%/1%/1%), 原料成本相较于 2018 年增 3% (对应猪肉价格增 15%-30%, 鸡肉价格持平), 肉制品净利润 61.1 亿元, 相较于 2018 年增 71.7%;
- **悲观假设:** 提价后销量受到影响, 公司将提价的一部分反哺渠道, 2021 年肉制品吨价相较于 2018 年提升 15%, 销量 160.9 万吨 (2019/2020/2021 年分别增 0.5%/0%/0%, 对应 2019Q4 销量增速 0%), 原料成本相较于 2018 年增 8% (对应猪肉价格增 20-40%, 鸡肉价格增 10%), 肉制品净利润 49.0 亿元, 相较于 2018 年增 37.5%。

提价弹性参考: 涪陵榨菜提价利润弹性大, 2010-2018 年涪陵榨菜的榨菜吨价的复合增速 9.7%, 收入复合增速 15%, 其中量贡献 5%, 价贡献 10%, 提价+产品结构升级, 毛利率从 2010 年的 32.94% 提升至 2018 年的 57.44%。

表 4: 看长 2-3 年, 测算 2021 年肉制品盈利水平 (注 2018 年肉制品业务净利润为 35.6 亿元)

	2021 年吨价增速 (相较于提价前的 2018 年)	2021 年吨成本增幅 (相较于提价前的 2018 年)	肉制品销量 (万吨)	肉制品净利润 (亿元)
乐观	20%	0%	164.5	68.8
中性	18%	3%	161.7	61.1
悲观	15%	8%	160.9	49.0

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 5: 涪陵榨菜提价利润弹性大

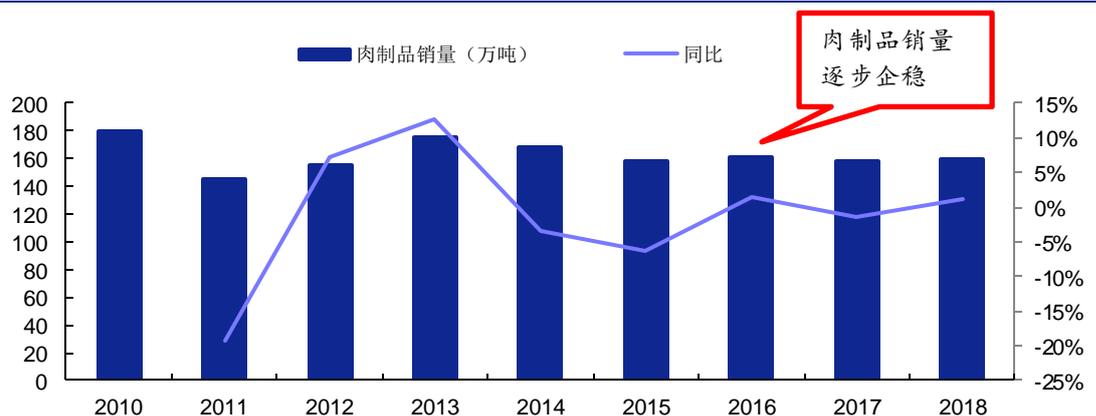
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
榨菜吨价	6279	7103	7905	8111	9174	9305	9875	11402	13181

yoy		13.1%	11.3%	2.6%	13.1%	1.4%	6.1%	15.5%	15.6%
榨菜毛利率	32.94	37.18	43.57	39.60	42.16	45.39	47.37	48.79	57.44
量	84000	96629	85807	102453	89500	93500	99800	112637	123505
yoy		15.0%	-11.2%	19.4%	-12.6%	4.5%	6.7%	12.9%	9.6%
榨菜收入	527	686	678	831	821	870	986	1284	1628
yoy		30.1%	-1.2%	22.5%	-1.2%	6.0%	13.3%	30.3%	26.8%
其中量贡献		15.0%	-11.2%	19.4%	-12.6%	4.5%	6.7%	12.9%	9.6%
价贡献		15.1%	10.0%	3.1%	11.5%	1.5%	6.5%	17.5%	17.1%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

更深层次，此次提价是管理层策略变化的体现。马相杰总裁于 2017 年提出——肉制品业务“稳高温、上低温、中式产品工业化”的经营方针，将资源聚焦于中高端产品，注重品牌建设与新兴渠道开拓（表现为 2019 上半年营销费用率提升），同时对销售人员的考核从重量转为更注重收入（即关注价格与产品结构）。前期肉制品事业部更多以稳量为主，游牧总在任时期（2015-2018 年）扭转了双汇肉制品销量的下跌趋势（2014/15/16/17/18 年肉制品销量增速分别为-3.2%/-6.2%/+1.4%/-1.4%/+1.1%）。

图 3：2016 年起肉制品销量逐步企稳



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 2020 年食品饮料三条主线详解

2020 年我们建议核心关注食品饮料三条主线，第一是以白酒和调味品为代表的稳健价值主线，竞争格局良好，龙头稳步成长，2015 年以来估值稳中有升，未来估值稳定性仍可期。

第二是提价主线，CPI 上升，原料成本上涨同时产成品提价，产品提价受益或略滞后，但通过费用优化仍能保持盈利能力的品牌企业值得高度重视，有成本优势的企业更佳，重点领域为速冻米面（安井食品、三全食品）和肉制品（双汇发展）。

第三是品类成长。满足特定消费场景和特定消费人群的品类仍在不断冒出，我们高度关注市场空间可观，竞争格局较佳的先发优势品牌，定位清晰，产品和渠道扩展领先，市场投入同步，消费者心智占有已经超前，持续快速成长可期。核心品种为妙可蓝多、洽洽食品、百润股份。

2.1. 稳健价值：白酒+调味品

2016 年白酒板块确定性复苏以来，在 2017Q2-2018Q2 达到景气高点（行业整体繁荣），2018 年 Q3 以来结构性景气成为白酒板块最重要特征，虽然分化明显，例如次高端白酒整体增速放缓，且较之前增速放缓幅度居各价格带之首，地产酒竞争加剧，部分品牌增速低于 5%，季度增速在

-20%-0%这样的低水平，但高端酒整体仍在扩容，集体表现稳健，2019 年高端酒以茅五泸为核心，合计收入增长 20%，其中茅台受限于发货量增速低估，五粮液和老窖量价贡献高档酒增长最快。展望未来（2020-2025），高端酒趋势明朗，增长节奏平稳较快，继续看好以其为代表的稳健价值。

贵州茅台：2018 年茅台酒销量 3.2 万吨，根据基酒产能，2024 年前后茅台酒销量可达到 4.5-5.0 万吨之间，由于茅台酒总体产量有限，未来价格仍有上涨空间。我们认为贵州茅台的销量成长明确，稳健价值优选。

五粮液：基于贵州茅台的供需关系分析，我们认为五粮液量价政策有良好参照，公司自身管理提升将帮助实现更为稳健的成长，价值亦突出。

泸州老窖：跟随战略受益者。

除了高端酒，我们还高度重视山西汾酒、地产酒龙头、光瓶酒龙头。

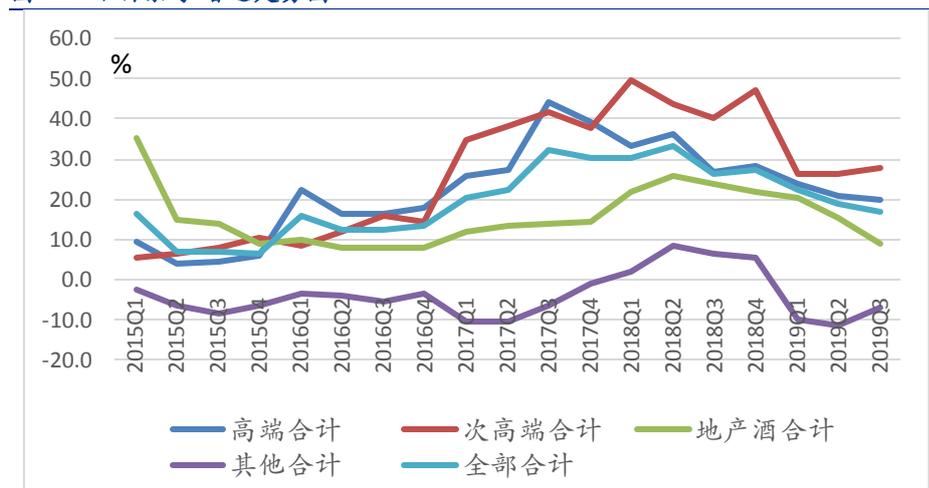
山西汾酒：2017 年国企改革以来，增长动能强劲，目前正处于快速全国化进程中，公司市场投入能力出众，品牌势能升级，渠道优势资源不断聚集，山西和环山西市场稳固且保有较快增长，域外市场高速增长，主力产品全线增长，前景看好。2017 年公司提出“62210”五年奋斗目标，2022 年争取实现 200 亿元销售，我们认为从 2018 年 93.8 亿元到 2022 年的 200 亿元是良好的目标参照。

古井贡酒：在安徽省年内龙头地位稳固，结构升级持续受益，未来 3 年收入增速保持两位数增长可期，利润增速更快。

顺鑫农业：光瓶酒龙头，在白酒行业深度调整期保持平稳增长态势，低价高频次消费为主，无惧宏观波动，目前在低档酒市场份额仍低，预计将继续受益消费品牌化和集中度提升，同时公司导入升级产品，未来盈利率提升可期。

调味品中炬高新具有良好的稳健价值。公司品牌基础好，产能储备较足，市场稳扎稳打，仍有很大潜力。民营化以后，公司体制红利尚未充分释放。后续主要看点：厨邦食品少数股权归属、激励机制的进一步完善、市场投入欠账的不足以及收入导向提升增长水平、做大食品主业的外延。

图 4：白酒累季增速走势图



资料来源：wind，安信证券研究中心

2.2. 提价主线：速冻米面火锅料+肉制品

2019 年 3 季报总结分析，我们发现收入利润增速相较于 Q2 提速的有次高端和高端白酒、乳制品、肉制品、休闲食品、速冻食品，龙头表现出逆境恒强、较好的穿越周期能力。我们发现环比提速

的基本具有提价因素贡献，典型的是高档白酒、速冻食品和肉制品，休闲食品当中业绩表现超预期的洽洽食品仍在受益 2018Q3 提价。

双汇发展：屠宰上量，低成本冻肉储备充足且仍继续补充（来自美国关联企业低价冻肉），肉制品今年持续提价，因竞争格局稳定，销售量未见明显影响。展望未来，提价受益周期长，冻肉储备销售利润贡献十分显著。

三全食品：冻肉储备可满足明年旺季使用，产品多次提价，成本转嫁较为顺利。公司当前核心逻辑一是 2B 业务持续快速成长，且因费用率低使得盈利能力远高于啊当前整体利润率水平，二是零售业务的体制机制改革，损益导向，内部挖潜，盈利能力正在修复。公司业绩弹性较大，值得高度重视。

表 6：2019 年 1-9 月子板块收入和利润增速比较

	白酒	调味品	乳制品	肉制品	啤酒	饮料小食品
营收						
2019Q1-Q3	16.95	14.49	11.14	19.0	3.97	11.66
2019Q3	12.24	18.33	11.44	29.44	-0.04	11.75
2019Q2	14.56	14.9	7.5	22.21	5.46	16.79
2019Q1	22.42	10.55	14.56	5.62	7.27	7.88
归母净利						
2019Q1-Q3	22.6	17.86	9.16	8.97	26.88	13.91
2019Q3	16.5	11.01	11.25	17.98	34.93	12.99
2019Q2	21.44	27.21	7.49	-9.02	20.35	29.17
2019Q1	28.01	15.37	8.81	17.46	25.23	7.12

资料来源：wind，安信证券研究中心

2.3. 品类成长：成长性子行业获得高估值

成长期行业往往因高增长获得高估值。

奶酪居于乳制品金字塔顶端，目前“餐饮+零售（家庭 DIY 消费）+休闲零食化”使得奶酪细分处于快速成长赛道。妙可蓝多 2019 年儿童奶酪棒单品爆发，整体奶酪业务预计实现 9 亿收入，餐饮奶酪和儿童奶酪约 5:5，儿童奶酪明年预计继续实现高速增长。从我们深度的市场调研反馈看，儿童奶酪市场竞争格局初步成型，公司居于第一梯队，相较外资品牌百吉福，公司具有招商灵活、终端网点开拓更为积极、渠道下沉和维护更好等优势。相较蒙牛等国产品牌，公司具有产能优势、包装专利优势、IP 优势、组合营销占据消费心智有利位置的优势。继续看好公司儿童奶酪放量以及家庭奶酪（芝士片、马苏里拉）零售放量。

百润股份：公司深度洞察预调鸡尾酒市场机会，全面学习日本经验，完成了重新定位，主推产品复购率大幅提升，优秀的产品研发创新能力继续保持，销售收入增速回升，盈利能力回升。

洽洽食品：小黄袋和蓝袋持续快速增长，瓜子品类优势突出，小黄袋线下优势凸显，大单品逻辑通畅。公司目前快速增长背后是 2015 年以来的几次重大变革，从事业部制改革，推行 PK 机制，员工激励升级，引入战略外脑，持续升级市场投入，目前公司走上了更快增长轨道，我们认为具有可持续性。

3. 本周食品饮料板块综述

本周板块综述：

本周（11/18-11/23）上证指数下跌 0.21%，深证成指下跌 0.22%，食品饮料板块下跌 1.96%，在申万 28 个子行业中排名第 27 位。子板块中除黄酒、软饮料外，其余板块均有不同幅度的

下跌，其中啤酒跌幅最大，为-4.47%（黄酒 1.59%>软饮料 1.14%>乳品-0.07%>食品综合-0.37%>葡萄酒-0.61%>食品加工-0.74%>调味发酵品-1.40%>食品饮料-1.96%>饮料制造-2.43%>白酒-2.46%>肉制品-3.43%>其他酒类-4.07%>啤酒-4.47%）。

个股涨幅前五位分别是加加食品（5.35%）、科迪乳业（4.07%）、安井食品（3.81%）、古越龙山（3.79%）、桃李面包（3.73%）；跌幅前五位分别是：得利斯（-9.11%）、龙大肉食（-8.96%）、珠江啤酒（-8.19%）、燕京啤酒（-7.87%）、舍得酒业（-6.87%）。

核心组合表现：

本周我们的核心组合下跌 1.98%。具体标的表现如下表（核心组合出自重点标的组合池）

表 7：核心组合收益表

重点股票代码	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	1,194.00	10%	-2.52%	15.00%	1,224.90
000568.SZ	泸州老窖	84.20	5%	-1.19%	5.00%	85.21
000858.SZ	五粮液	128.97	10%	-3.27%	10.00%	133.33
002304.SZ	洋河股份	97.92	5%	1.05%	0.00%	96.90
600809.SH	山西汾酒	94.49	15%	-4.17%	15.00%	98.60
600702.SH	舍得酒业	29.95	5%	-6.87%	5.00%	32.16
600779.SH	水井坊	57.14	5%	-1.96%	5.00%	58.28
000596.SZ	古井贡酒	112.17	5%	1.97%	5.00%	110.00
603369.SH	今世缘	29.54	5%	-4.77%	5.00%	31.02
603589.SH	口子窖	53.43	5%	-1.58%	5.00%	54.29
600887.SH	伊利股份	29.01	5%	0.21%	5.00%	28.95
600872.SH	中炬高新	46.79	5%	2.39%	5.00%	45.70
000895.SZ	双汇发展	31.16	5%	-1.36%	5.00%	31.59
600298.SH	安琪酵母	30.91	5%	0.13%	5.00%	30.87
002557.SZ	洽洽食品	34.65	5%	1.94%	5.00%	33.99
002507.SZ	涪陵榨菜	25.03	5%	-1.96%	5.00%	25.53
合计				-1.80%	-1.98%	
801120.SI	食品饮料	15,302.84			-1.96%	15,608.71
000001.SH	上证综指	2,885.29			-0.21%	2,891.34
000300.SH	沪深 300	3,849.99			-0.70%	3,877.09

资料来源：wind、安信证券研究中心

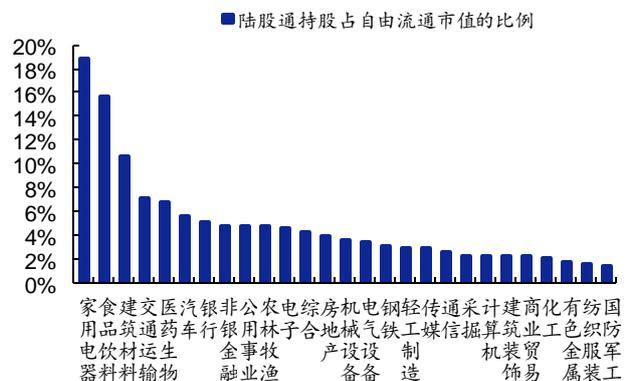
外资持股数据更新：

图 5：食品饮料行业沪港通持股（%）



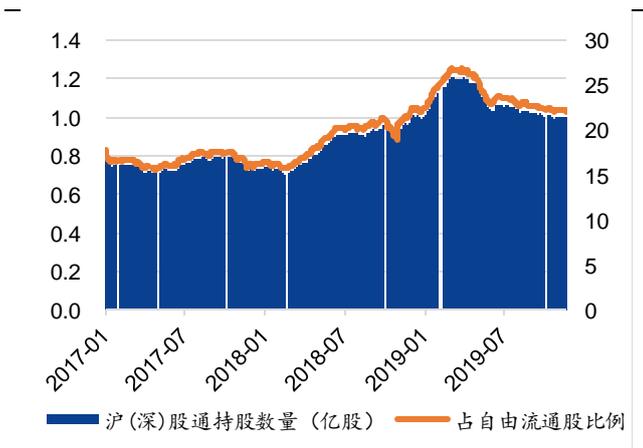
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



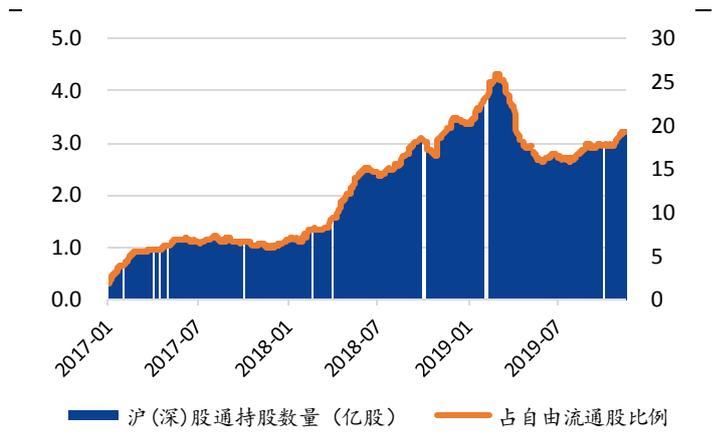
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7: 茅台沪港通持股



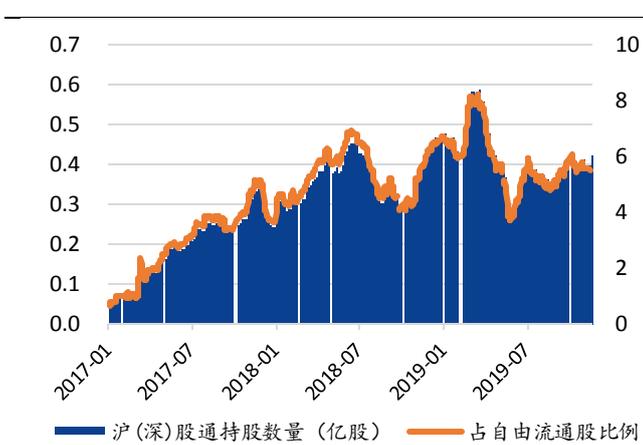
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 8: 五粮液沪港通持股



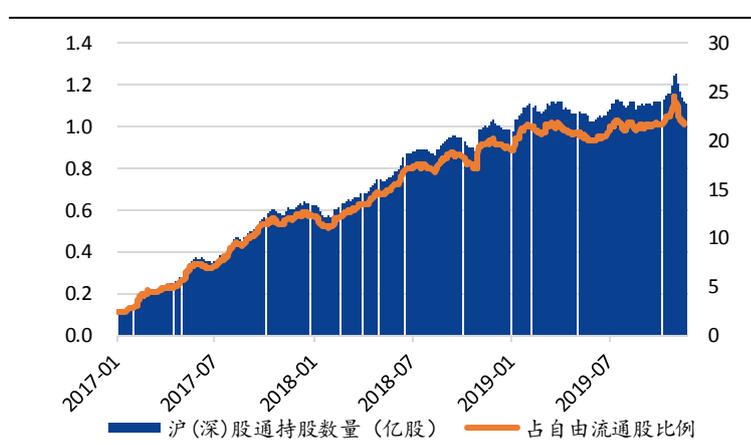
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 9: 泸州老窖沪港通持股



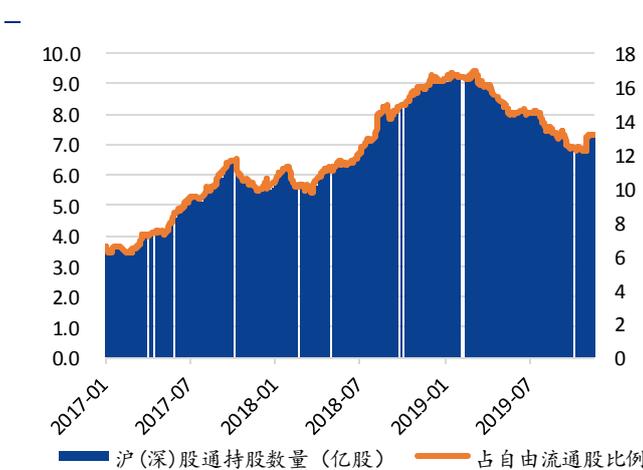
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 10: 洋河股份沪港通持股



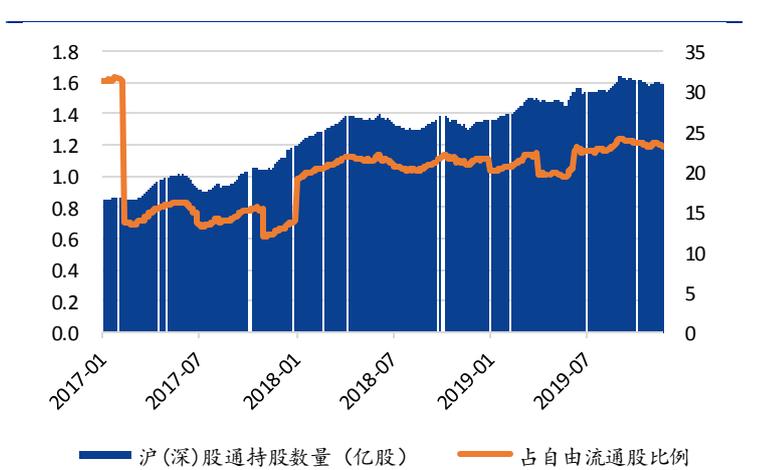
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 11: 伊利股份沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 12: 海天味业沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 8: 重点公司估值表 (股价更新至 2019/11/22)

2019/11/22		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	1194.0	12.6	352.0	432.2	514.6	28.0	34.4	41.0	30.0	22.8	19.1	42.6	34.7	29.1
000858	五粮液	129.0	38.8	133.8	174.7	215.8	3.47	4.50	5.56	38.4	30.6	23.5	37.4	28.7	23.2
000568	泸州老窖	84.2	14.6	34.9	47.0	58.4	2.38	3.21	3.99	36.3	34.7	24.3	35.3	26.2	21.1
002304	洋河股份	97.9	15.1	81.2	83.5	93.5	5.39	5.54	6.21	22.5	2.8	12.0	18.2	17.7	15.8
000596	古井贡酒	112.2	5.0	17.0	22.6	28.1	3.37	4.48	5.58	47.6	32.9	24.3	33.2	25.0	20.1
600809	山西汾酒	94.5	8.7	14.7	19.5	24.4	1.69	2.23	2.80	54.0	32.7	25.1	56.1	42.3	33.8
600779	水井坊	57.1	4.9	5.8	7.7	9.5	1.19	1.57	1.95	72.7	32.8	23.4	48.1	36.2	29.4
603589	口子窖	53.4	6.0	15.3	18.4	21.5	2.55	3.07	3.58	37.6	20.3	16.8	21.0	17.4	14.9
000860	顺鑫农业	51.8	7.4	7.4	10.5	14.0	1.30	1.42	1.88	69.8	41.9	33.3	51.9	36.6	27.4
600702	舍得酒业	30.0	3.4	3.4	4.1	5.5	1.02	1.23	1.64	138	20.6	34.1	29.7	24.6	18.4
603369	今世缘	29.5	12.5	11.5	14.5	18.1	0.92	1.15	1.44	28.4	26.1	24.8	32.3	25.6	20.5
600872	中炬高新	46.8	8.0	6.1	7.2	9.0	0.76	0.90	1.13	34.0	18.0	25.0	61.1	51.8	41.4
002507	涪陵榨菜	25.0	7.9	6.6	6.7	7.8	0.84	0.86	0.98	59.8	1.5	16.4	30.0	29.6	25.4
603027	千禾味业	21.8	4.7	2.4	2.2	2.8	0.74	0.47	0.60	66.6	(8.3)	27.3	42.5	46.4	36.4
600298	安琪酵母	30.9	8.2	8.6	9.3	10.8	1.04	1.13	1.31	1.12	8.1	16.1	29.7	27.4	23.6
603345	安井食品	64.3	2.3	2.7	3.2	4.0	1.25	1.40	1.72	33.5	18.5	25.0	54.8	46.3	37.0
600600	青岛啤酒	52.0	13.5	14.2	17.6	21.1	1.05	1.31	1.56	12.6	23.9	19.9	49.4	39.9	33.3
600132	重庆啤酒	50.9	4.8	4.0	6.1	5.7	0.83	1.27	1.18	22.6	52.5	(6.6)	61.5	40.3	43.2

资料来源: wind, 安信证券研究中心

4. 行业要闻

- 泸州老窖窖龄酒 30 年、60 年终端配送价全面调整:** 百年泸州老窖窖龄酒 30 年、60 年的终端配送价全系列调整, 52 度、43 度、38 度每瓶终端零售价分别上涨 70 元泸州老窖调价范围扩散至次高端领域。(https://url.cn/56ly4xK)。
- 习酒公司投资 84.6 亿元建设 1.9 万吨酱香酒及配套项目:** 贵州茅台集团董事会 11 月 20 日召开会议, 审议通过了《关于习酒公司投资 84.6 亿元建设 1.9 万吨酱香酒及配套项目的议案》等多项议案。(https://url.cn/5plg6kB)。
- 汾酒鸡尾酒亮相史上最高规格太原论坛:** 10 月 22 日, 史上最高规格的 2019 年太原能源低碳发展论坛在山西太原盛大开幕, 青花汾酒调制的鸡尾酒以“为中国品质代言+国际化潮流表达”的特殊方式, 受到了来自世界各国参会者的好评。(https://url.cn/50fjX6U)。
- 国窖 1573·曾娜大师鉴藏版新装亮相:** 全新包装的国窖 1573·曾娜大师鉴藏版由 1573 国宝窖池群酿造, 且由曾娜大师亲自摘取女儿窖精华原酒调味, 既保持了国窖系列产品的高端品质, 又彰显出独特的“香、柔、净、雅”酒体风格。(http://t.cn/AidVHANO)。
- 衡水老白干推 70 周年纪念酒:** 盛世华章礼赞中国 1949-2019 衡水老白干 70 周年纪念酒上市, 这款纪念酒定位 1880 元/套, 四件为一套, 限量发行。(https://url.cn/5rTMOMd)。
- 水井坊井台、臻酿产品包装升级:** 水井坊旗下两大核心单品井台装和臻酿八号将双双启动升级程序, 在延续水井坊经典设计特征的基础上, 对外包装及瓶身进行细节上的优化。(https://url.cn/55qV5mQ)。
- 顺鑫农业拟成立牛栏山酒厂山西吕梁生产基地:** 为提高公司白酒产能, 满足市场需求, 公司拟成立北京顺鑫农业股份有限公司牛栏山酒厂山西吕梁生产基地。(https://url.cn/58bXKY3)。
- 蒙牛乳业完成出售石家庄君乐宝乳业 51% 股权:** 蒙牛乳业宣布出售石家庄君乐宝乳业有限公司 51% 股权完成交割, 这意味着君乐宝正式脱离蒙牛子公司的身份, 公司控制权重回创始人魏立华手中。(http://t.cn/AidVHieX)。

9. **阿里巴巴 1.5 亿入股蒙牛旗下“天鲜配”**：阿里巴巴认缴出资额 1.5 亿元入股“天鲜配”。2018 年 6 月，蒙牛鲜奶事业部曾为其新零售项目进行智能冰柜招标，该项目即天鲜配。(https://url.cn/5cgYD9o)。

4.1. 重点公司公告

表 9：上周重要公告

公司	日期	事项	具体内容
好想你	2019/11/18	股份回购	截至 11 月 15 日，公司本次回购股份期限已届满，累计回购 13.74 万股，占公司总股本的 2.66%。
梅花生物	2019/11/18	股份减持	股东胡继军因自身资金需求，拟减持不超过 31.04 万股，约占公司总股本的 1%。
安井食品	2019/11/19	股份增资	公司以自有资金向全资子公司河南安井食品有限公司增资 1 亿元，此后河南安井注册资本由 1.5 亿元增至 2.5 亿元。
桃李面包	2019/11/19	股份回购	公司将以 4,500 万至 5,500 万元回购股份用于员工持股计划，预计可回购 110 万股，占公司总股本的 0.17%。
古井贡酒	2019/11/19	人事变动	宋书玉因个人原因辞去公司独立董事职务，同时一并辞去董事会战略、提名、审计、薪酬与考核委员会的相关职务。
得利斯	2019/11/19	股份解质	控股股东同路人投资将本期债券质押专用证券账户中的 2.14 亿股解除质押，占公司股份总数的 42.56%。
安记食品	2019/11/19	股份解质	公司控股股东、实际控制人、董事长林肖芳将持有的 1200 万股公司股份解除质押，此后剩余被质押 3601 万股，约占公司总股本的 15.31%。
爱普股份	2019/11/19	股份减持	截至 11 月 19 日，股东馨宇投资累计减持 320 万股公司股份，本次减持计划实施完毕。
青青稞酒	2019/11/21	股份解质	控股股东青海华实科技投资管理有限公司解除质押 2925 万股，截至 11 月 21 日，累计质押 2.81 亿股，占总股本的 37.84%。
泸州老窖	2019/11/22	技改项目	公司拟以全资子公司泸州老窖酿酒有限责任公司为主体，投资实施智能化包装中心技改项目，打造自动化、智能化的现代化包装基地，推动公司包装物流体系的转型升级。项目总投资 18.86 亿元，所需资金由该子公司自筹解决。
桃李面包	2019/11/22	股份回购	公司今日首次回购股份 1 万股，已支付总金额 47.46 万元。
金字火腿	2019/11/22	股东减持	截至 11 月 22 日，公司董事、高管吴月肖累计减持 110 万股，占公司总股本的 0.11%。

资料来源：wind, 安信证券研究中心

5. 下周重要事项

表 10：下周重要事项

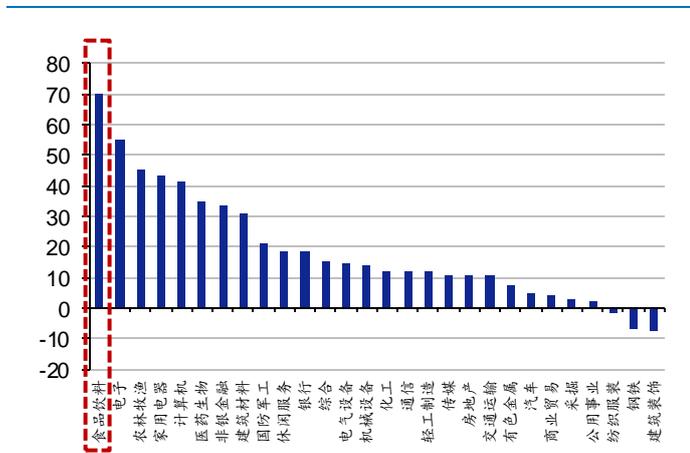
公司名称	日期	事件类型
威龙股份	2019/11/25	实施 ST
*ST 西发	2019/11/26	股东大会召开
古井贡酒	2019/11/26	股东大会召开
克明面业	2019/11/28	股东大会召开
桂发祥	2019/11/29	股东大会召开

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6. 重点数据跟踪

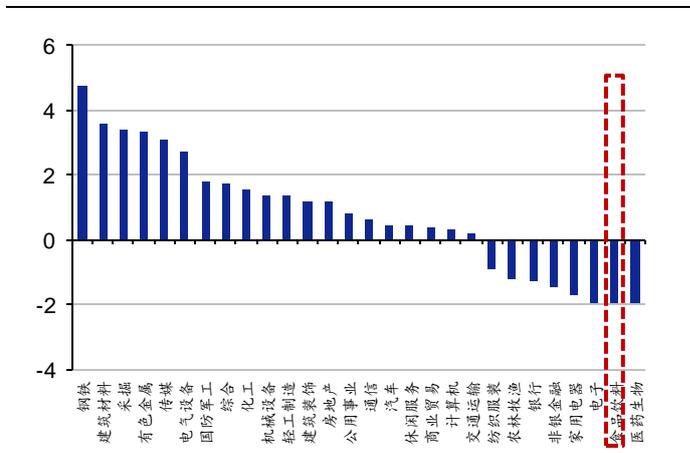
6.1. 本周市场表现

图 13: 年初至今各行业收益率 (%)



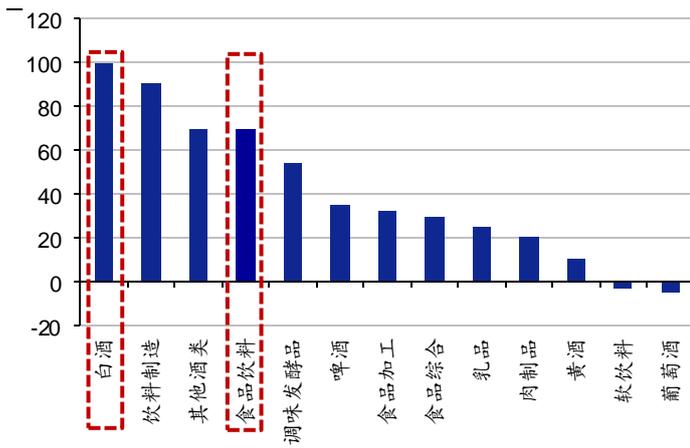
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 14: 一周以来各行业收益率 (%)



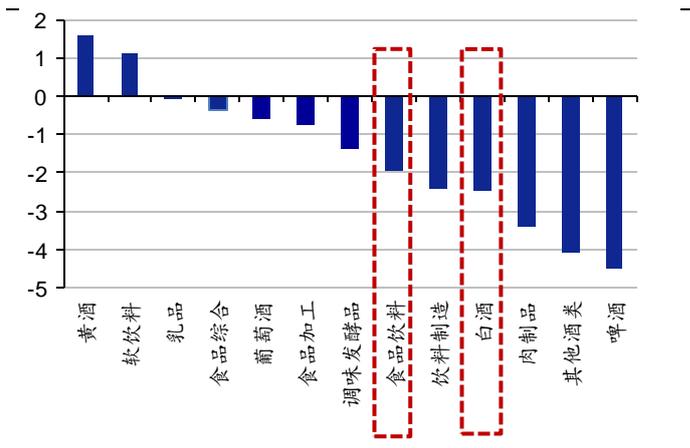
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 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 16: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

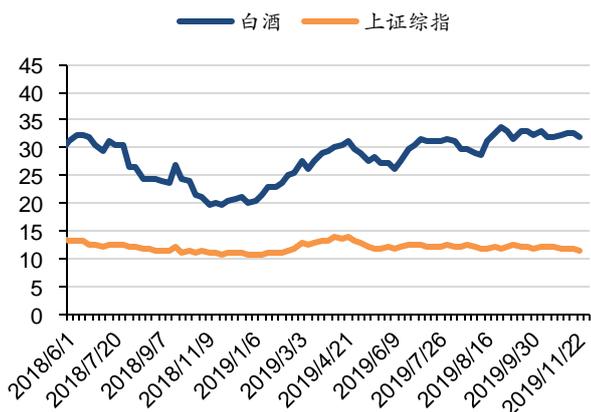


资料来源: wind, 安信证券研究中心

板块估值情况

白酒板块估值 32.03 倍，相对于上证综指相对估值 2.75 倍（上周为 2.81 倍），食品加工行业板块估值为 33.95 倍，相对于上证综指相对估值 2.92 倍（上周为 2.95 倍）。2012 年至今白酒行业平均估值 21.84 倍（相对上证综指 1.78 倍），食品加工行业平均估值 31.91 倍（相对上证综指 2.60 倍）。

图 17：白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



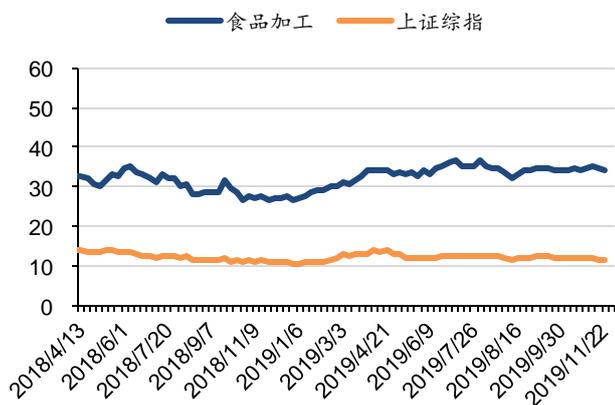
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 18：白酒行业市盈率相对上证综指倍数



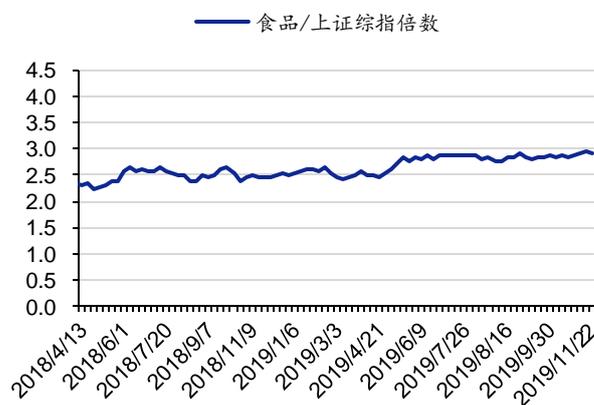
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 19：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 20：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

6.2. 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 3.83 元/千克, 同比上涨 8.20%, 环比增长 0.3%。
- **乳制品进口量及价格:** 根据中国奶业协会数据显示, 2019 年 9 月我国奶粉进口数量 4.95 万吨, 同比增 24.06%, 进口金额 1.68 亿美元, 同比减 24.37%; 奶粉单价 3390 美元/吨, 同比增 11.51%, 环比增 10.89%。
- **终端价格:** 2019 年 11 月 15 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 242.30 元/千克, 同比增长 4.9%, 国产奶粉均价 194.79 元/千克, 同比增长 5.8%。牛奶零售价 12.26 元/升, 同比上升 5.9%; 酸奶 15.38 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 9 月均价为 29.36 欧元, 同比增 2.30%, 美国 100kg 原料奶 2019 年 9 月均价为 38.67 欧元, 同比增 20.99%, 欧盟 28 国 100kg 原料奶 2019 年 10 月均价为 34.37 欧元, 同比减 4.07%。
- **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; 2019 年 11 月 10 日国内玉米价格为 1838.00 元/吨, 同比减 0.64%, 国内大豆价格 3730.60 元/吨, 同比减 7.40%。

肉制品重点数据

- **生猪价格:** 2019 年 11 月 22 日生猪价格为 32.64 元/千克, 环比下跌 8.6%, 仔猪价格为 93.88 元/千克, 环比下跌 5.2%。
- **猪粮比价:** 16.08

植物蛋白重点数据

- **杏仁价格:** 2019 年 10 月, 苦杏仁价格为 26.00 元/千克, 环比上升 4.0%, 同比上升 4%。
- **马口铁原材料价格:** 11 月 22 日, 镀锡薄板价格 6750 元/吨, 同比下滑 7.53%, 环比上升 0.75%; 镀锡板卷价格 5900 元/吨, 同比下跌 6.35%, 环比上升 0.85%。

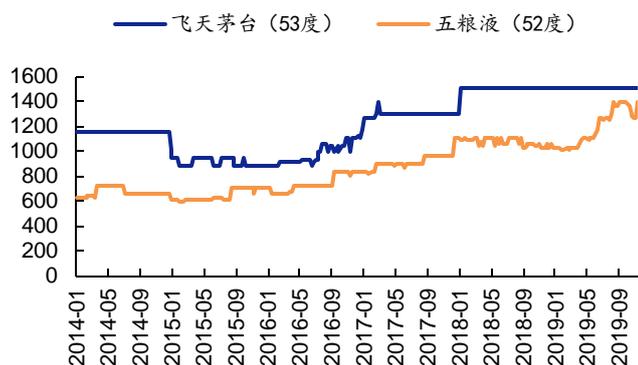
啤酒重点数据

- **进口大麦价格:** 2019 年 9 月, 进口大麦单价为 227 美元/吨, 同比下降 9.2%, 环比下跌 9.9%。
- **玻璃价格:** 11 月 22 日数据, 玻璃价格指数 1219.19, 同比上升 4.2%, 环比上涨 0.2%, 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

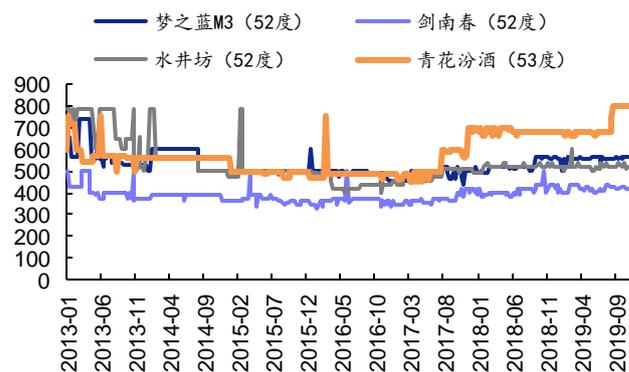
- **大豆价格:** 11 月 22 日数据, 非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 3390 元/吨, 同比下跌 0.8%, 环比上涨 0.1%。
- **食糖价格:** 2019 年 11 月 21 日数据, 食糖价格 5749 元/吨, 同比下跌 2.5%, 环比上涨 1.2%。
- **食盐价格:** 近 5 年来, 食盐价格呈上升趋势, 从 2014 年 6 月每公斤 1.96 元到 2019 年 11 月 15 日每公斤 5.10 元。
- **可可价格:** 可可价格上涨, 从 2019 年 8 月的 2194.7 美元/吨上涨至 2019 年 10 月的 2435.27 美元/吨。

图 21: 茅台五粮液终端价格



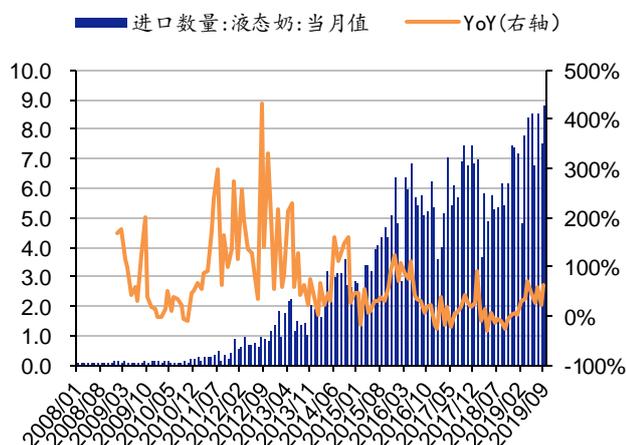
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 22: 二线酒终端价格



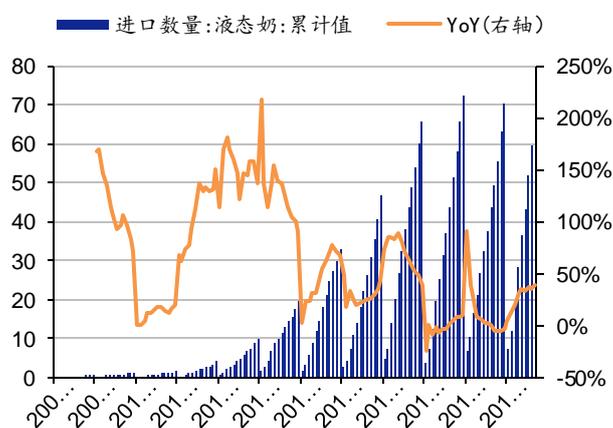
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 23: 液态奶进口量-当月值 (万吨)



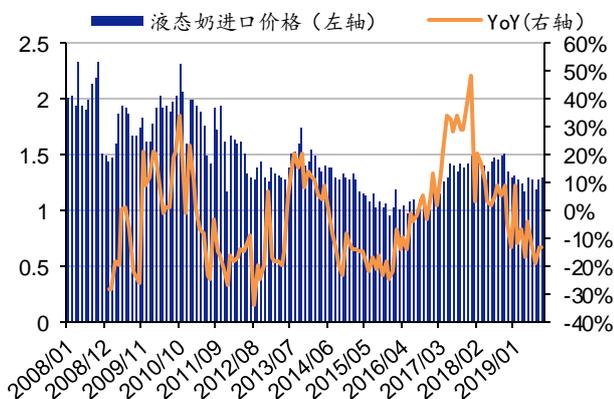
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 24: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



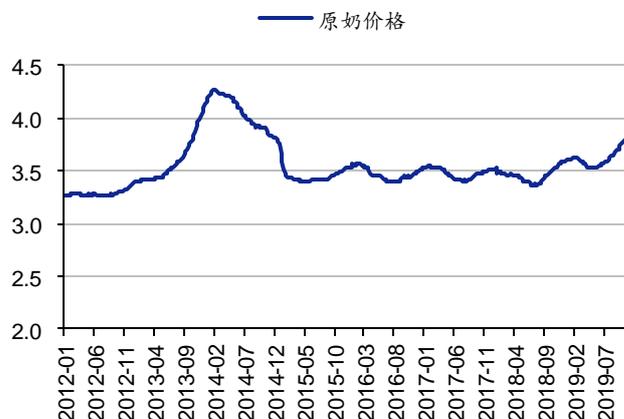
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 25: 液态奶进口单价 (美元/千克)



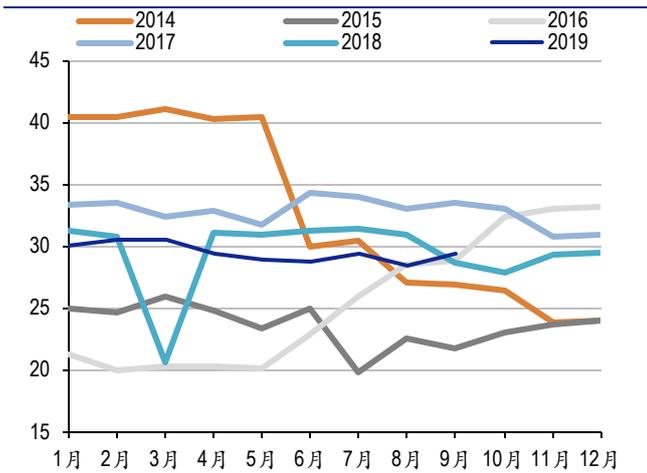
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 26: 原奶价格 (元/千克)



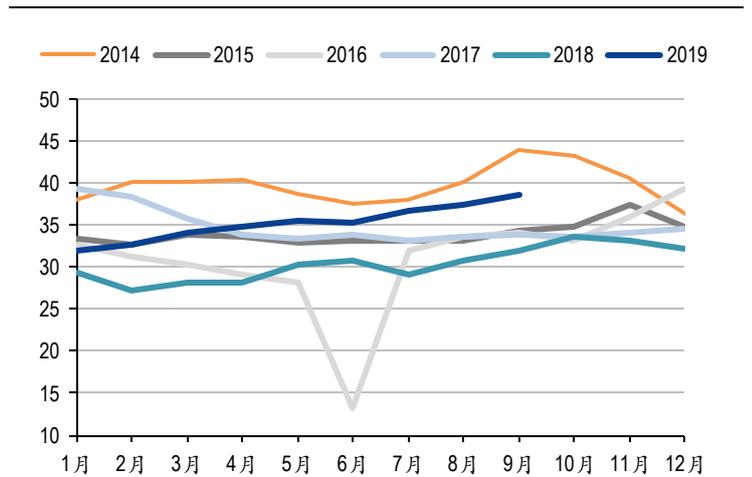
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 27: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



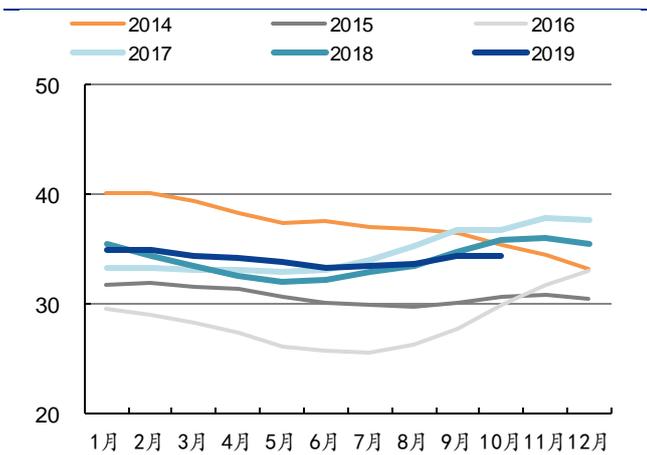
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 28: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



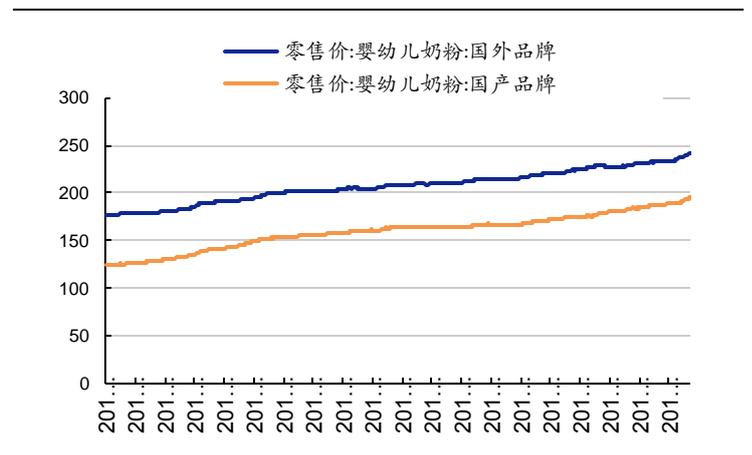
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 29: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



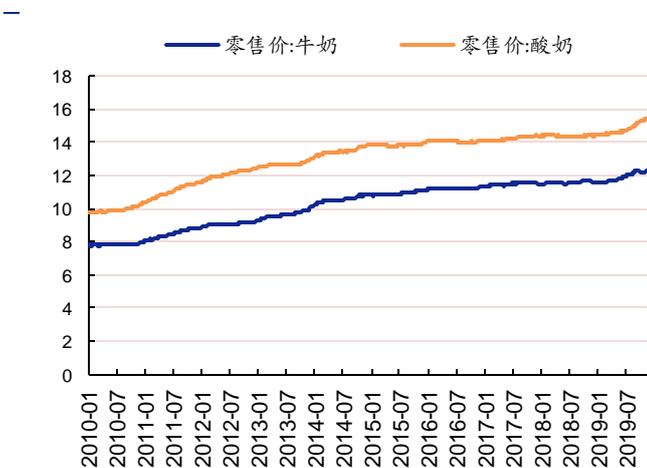
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 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 31: 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 32: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 国内玉米价格 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



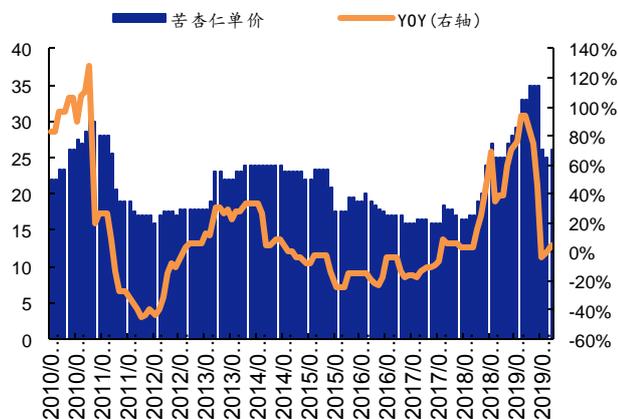
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 猪粮比价



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 37: 苦杏仁价格 (元/千克)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 38: 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