

## 板块预期较低，岁末茅五汾等释放2020“确定性”

■岁末白酒企业集中召开经销商年会，头部酒企率先明确2020年量/价重要目标，给予市场更多“确定性”。12月中旬以来，茅台、五粮液、汾酒、古井贡酒、今世缘等白酒分别召开经销商年会，期间就2020年核心量价或增长目标做了相关介绍，并介绍了重点营销工作。**五粮液**：2020年量增5%-8%，收入双位数增长，继续深化数字化营销助力价格提升，在原有产品结构基础上推出501五粮液和全新低度五粮液，渠道商发力企业团购市场。**贵州茅台**：明确2020年销售计划为3.45万吨，同口径量增8.5%，并大幅提高自营规模，2020年规划2800吨（原则上要求成倍增长），投入33个茅台直营店，春节前投放7500吨，向原有经销商渠道、自营公司、商超、电商渠道倾斜。**山西汾酒**：2020年重点向高端倾斜，规划青花20、30各实现10亿增量，操作模式上青花20倾向渠道运营，青花30则依托商务、团购资源，同时核心产品玻汾要求销量稳中有升。**古井贡酒**：启动5年200亿新征程，努力实现全国化，在三通工程基础上做好抓动销、去库存、深渠道工作。**今世缘**：明确2020年公司将坚持“稳中求进，好中求快”工作总基调，产品端采取“强化布局新V系，做广做强老K系，战术补充新K系、雅系”的产品策略，清晰品牌品类层次，聚焦主流价位，精准切割细分市场。渠道端加快走出去步伐，省外市场目标翻倍，重点做好“2+5”板块市场突破培育。

■市场预期较低，对2020年白酒业绩增长放缓有合理预判，但对“确定性”要求较高。2019年食品饮料板块涨幅领先，白酒板块超额收益巨大，但白酒上市公司群体季度营收增速呈现放缓态势，10月以来板块涨幅跑输指数，我们认为目前市场对2020年白酒业绩增长预期较低，但对确定性要求较高，关注度集中于头部品种和困境反转品种。从wind一致预期看，连续快速增长以后，主流白酒企业2020年营收业绩增长预测放缓属合理判断，一方面部分高端酒企在前期快速增长当中积累一些问题，或将2020年定位“基础建设年”，或将2020年定位为深化改革年，另一方面，主流企业的理性规划发展的示范效应对于弱化行业周期帮助巨大，避免行业大起大落，增强可持续和平稳增长。总体而言，市场对白酒预期处于较低位置，我们认为预期低位将有助于白酒板块蓄势，同时若业绩增长在“基础要求”之上具有较高“确定性”，估值将具有良好支撑。

■结构性景气继续，从确定性和刚需等多角度选择白酒标的。白酒行业未来发展的产业共识是“向优势品牌集中，向优势企业集中，向优势产区集中”，在整体降速背景下，我们维持2020年白酒结构性景气的核心判断，建议从确定性和刚需等多角度选择标的。刚需逻辑来自核心消费支撑的强生命力价格带，三个层次：1、低端刚需。大众主流低档光瓶酒，高频次低单价，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；2、大众主流中档100-300元，涵盖二三四线城市居民大部分消费场景，200元中枢价格带放量增速更快。3、高端刚需，以高端社交为主要应用，涵盖部分投资和收藏需求核心是茅台。

■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，困境有望反转的低估值品种洋河股份等。食品方面，大市值推荐中炬高新、伊利股份，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；库存低位明年轻装上阵的涪陵榨菜。

■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。

## 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	1299.00	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	49.04	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	17.70	买入-B

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.79	-3.38	-31.14
绝对收益	3.55	-1.31	1.47

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

茅台酒近三年旺季投放梳理，2020 供给偏紧 2019-12-16

食品饮料 2020 策略：预期低位、重申稳健与成长双重价值 2019-12-08

周专题：2020 年提价主线之双汇发展 2019-11-25

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

## 内容目录

<b>1. 周专题：板块预期较低，岁末茅五汾等释放 2020“确定性”</b> .....	<b>4</b>
1.1. 头部酒企率先明确 2020 年量/价目标，给予市场更多“确定性”.....	4
1.2. 市场预期较低，但对“确定性”要求较高.....	5
1.3. 结构性景气持续，从确定性和刚需等多角度选择白酒标的.....	5
<b>2. 2020 年食品饮料三条主线详解</b> .....	<b>5</b>
2.1. 稳健价值：白酒+调味品.....	6
2.2. 提价主线：速冻米面火锅料+肉制品.....	7
2.3. 品类成长：成长性子行业获得高估值.....	7
<b>3. 本周食品饮料板块综述</b> .....	<b>8</b>
<b>4. 行业要闻</b> .....	<b>11</b>
4.1. 重点公司公告.....	12
<b>5. 下周重要事项</b> .....	<b>12</b>
<b>6. 重点数据跟踪</b> .....	<b>13</b>
6.1. 本周市场表现.....	13
6.2. 行业重点数据跟踪.....	14

## 图表目录

图 1：白酒累季增速走势图.....	6
图 2：食品饮料行业沪港通持股（%）.....	9
图 3：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	9
图 4：茅台沪港通持股.....	9
图 5：五粮液沪港通持股.....	9
图 6：泸州老窖沪港通持股.....	9
图 7：洋河股份沪港通持股.....	9
图 8：伊利股份沪港通持股.....	10
图 9：海天味业沪港通持股.....	10
图 10：年初至今各行业收益率（%）.....	13
图 11：一周以来各行业收益率（%）.....	13
图 12：年初至今食品饮料子行业收益率（%）.....	13
图 13：一周以来食品饮料子行业收益率（%）.....	13
图 14：白酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	14
图 15：白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	14
图 16：非酒行业市盈率走势（PE-TTM）.....	14
图 17：非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	14
图 18：茅台五粮液终端价格.....	15
图 19：二线酒终端价格.....	15
图 20：液态奶进口量-当月值（万吨）.....	16
图 21：液态奶进口量-累计值（万吨）.....	16
图 22：液态奶进口单价（美元/千克）.....	16
图 23：原奶价格（元/千克）.....	16
图 24：新西兰 100kg 原料奶价格（欧元）.....	16
图 25：美国 100kg 原料奶价格（欧元）.....	16
图 26：EU28 国 100kg 原料奶价格（欧元）.....	17

图 27: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克) .....	17
图 28: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克) .....	17
图 29: 国外苜蓿草价格 (美元/吨) .....	17
图 30: 国内玉米价格 (元/吨) .....	17
图 31: 国内大豆价格 (元/吨) .....	17
图 32: 生猪和仔猪价格 (元/千克) .....	18
图 33: 猪粮比价.....	18
图 34: 苦杏仁价格 (元/千克) .....	18
图 35: 马口铁价格 (元/吨) .....	18
表 1: 部分白酒公司盈利预测 wind 一致预期.....	5
表 2: 2019 年 1-9 月子板块收入和利润增速比较.....	7
表 3: 核心组合收益表.....	8
表 4: 重点公司估值表 (股价更新至 2019/12/27) .....	10
表 5: 上周重要公告.....	12
表 6: 下周重要事项.....	12

## 1. 周专题：板块预期较低，岁末茅五汾等释放 2020 “确定性”

### 1.1. 头部酒企率先明确 2020 年量/价目标，给予市场更多 “确定性”

岁末白酒企业集中召开经销商年会，头部酒企率先明确 2020 年量/价重要目标，给予市场更多“确定性”。12 月中旬以来，茅台、五粮液、汾酒、古井贡酒、今世缘等白酒分别召开经销商年会，期间就 2020 年核心量价或增长目标做了相关介绍，并介绍了重点营销工作。

**五粮液：**12 月 18 日，五粮液在 1218 厂商共商共建共享大会上明确提出 2020 年增长目标，五粮液量增 5%-8%，整体规模保持双位数高质量增长。对于明年规划，公司以价格提升为核心，立足长远，稳中求进，留有余力，整体目标及达成手段均非常明确。在实现价格提升方面，将利用数字化系统指导业务展开，将数据跟营销过程、经销商及营销人员的 KPI 等相关联，动态调控每个客户的计划投放数量和节奏，确保产品投放要求计划量和商家能力匹配。在产品结构调整方面，公司将持续推进供给侧结构性改革，聚焦推出新品适应消费升级新需求，在加快原有 1+3 产品战略的落地基础上，推出超高端 501 五粮液，打造全新低度 39 度五粮液和 80 版经典五粮液满足不同消费人群的需求，同时系列酒集中打造五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄等四个全国性战略大单品。在增量投放方面，明年公司将新增五粮液的量投放到企业级团购消费领域，会同经销商一起开发企业级团购，打造新的增长点。我们认为公司增长目标属于偏下限目标，也非常理性，体现了“稳中求进”的总体基调，除量增外，还继续享受第八代提价的贡献，新增团购渠道和超高端产品正式投放（后续推出超高端产品 501，以及 39 度五粮液新品和 80 版）的贡献，2020 年仍有超预期可能。

**贵州茅台：**12 月 27 日，公司公告 2020 年度茅台酒销售计划为 3.45 万吨左右，海外市场 2000 吨，比 2019 年计划量增加 0.27 万吨，同口径增长 8.5%，率先明确了“2020 年销售收入两位数增长的确定性”。2020 年茅台定调“基础建设年”，以问题为导向，优化治理，增强后劲，行稳致远。针对明年量的计划，茅台继续按照“不增不减”的原则与经销商签订合同，同时按照“扁平化”的思路和要求，安排商超、电商、团购计划，另外则是大幅提高自营规模，规划 2800 吨（原则上要求成倍增长），投入 33 个茅台直营店。我们认为茅台产能受限下具有长期的成长性和确定性，明年定位基础建设年但仍能保持确定性的双位数增长，长远来看后千亿仍行稳致远。

**山西汾酒：**12 月 26 日，公司在 2019 年全球经销商大会上对 2020 年作出展望，并规划青花 20、30 实现双 10 亿的增量，青花总体突破 50 亿大关。玻汾规划明年销量稳中有升，青花操作模式及区域聚焦方面均发生变化，青花 20 更倾向于渠道运营，聚焦 100 个城市，青花 30 更依托于商务、团购资源，聚焦 50 个城市，计划将两者做到市场分离、核心终端分离和核心动作分离。同时在价格方面，收紧配额是新常态，价格上浮是大概率。我们认为在明年青花高速增长，玻汾销量稳中有升的情况下，公司整体收入增速将落在 20% 附近，同时由于高端酒青花承担增长主力角色，净利润增速更加乐观。

**古井贡酒：**12 月 26 日，古井 2019 年度颁奖盛典召开，在总结突破百亿大关的基础上，再出发启动 5 年两百亿的新征程。区域拓展方面，努力实现全国化，在强势占据安徽市场的基础上，积极布局京津冀、长三角、粤港澳大湾区等战略性区域市场。渠道管理方面，在“三通”工程基础上，做好“抓动销、去库存、深渠道”工作，提高市场生态的健康化水平。我们认为古井作为徽酒龙头，坐享安徽省内消费升级及集中度提升，省外全国化扩张进展顺利，业绩增长确定性较高。

**今世缘：**12 月 29 日，今世缘召开发展大会，并明确 2020 年公司将坚持“稳中求进，好中求快”工作总基调，坚持以高质量发展为主线，主要指标增速力争稳步增长。具体操作方面，公司学习借鉴全国一线名酒“大品牌、大单品、一盘棋”理念做法，分品牌分系列做好产品矩阵规划管理，并通过导入“控价分利”模式，按照全区域、全渠道运作思维方向，加快统一价格认知及产品包装形象，促进品牌产品一体化进程。按照“强化布局新 V 系，做广做强老 K 系，战术补充新 K 系、雅系”的产品策略，清晰品牌品类层次，聚焦主流价位，精准切割细分市场。渠道布局方面，在省内精耕，巩固提升占有率的同时，加快走出去步伐，省外市场目标翻倍，重点做好“2+5”



板块市场突破培育。我们认为今世缘当前处于厚积薄发的成长期，2020年业绩增长确定性仍高。

## 1.2. 市场预期较低，但对“确定性”要求较高

市场预期较低，对2020年白酒业绩增长放缓有合理预判，但对“确定性”要求较高。2019年食品饮料板块涨幅领先，白酒板块超额收益巨大，但白酒上市公司群体季度营收增速呈现放缓态势，10月以来板块涨幅跑输指数，我们认为目前市场对2020年白酒业绩增长预期较低，但对确定性要求较高，关注度集中于头部品种和困境反转品种。从wind一致预期看，连续快速增长以后，主流白酒企业2020年营收业绩增长预测放缓属合理判断，一方面部分高端酒企在前期快速增长当中积累一些问题，或将2020年定位“基础建设年”，或将2020年定位为深化改革年，另一方面，主流企业的理性规划发展的示范效应对于弱化行业周期帮助巨大，避免行业大起大落，增强可持续和平稳较快增长。总体而言，市场对白酒预期处于较低位置，我们认为预期低位将有助于白酒板块蓄势，同时若业绩增长在“基础要求”之上具有较高“确定性”，估值将具有良好支撑。

表 1：部分白酒公司盈利预测 wind 一致预期

公司名称	2019年 收入	2020年 收入	2019年 净利润	2020年 净利润	2019年收入 增速	2020年收入 增速	2019年净利 润增速	2020年净利 润增速
贵州茅台	892.37	1048.56	432.60	516.95	15.59%	17.50%	22.88%	19.50%
五粮液	500.18	595.93	174.88	214.72	24.95%	19.14%	30.66%	22.78%
泸州老窖	160.71	191.38	46.93	58.43	23.10%	19.08%	34.63%	24.51%
山西汾酒	117.62	140.27	19.57	24.56	25.37%	19.25%	33.45%	25.48%
顺鑫农业	144.40	166.95	10.64	13.99	19.59%	15.62%	42.96%	31.50%
古井贡酒	106.99	128.14	22.43	27.99	23.18%	19.76%	32.29%	24.83%
洋河股份	250.08	274.47	84.80	94.47	3.51%	9.75%	4.49%	11.41%
今世缘	48.38	60.30	14.49	18.10	29.32%	24.65%	25.89%	24.91%

资料来源：Wind、安信证券研究中心

## 1.3. 结构性景气持续，从确定性和刚需等多角度选择白酒标的

结构性景气继续，从确定性和刚需等多角度选择白酒标的。白酒行业未来发展的产业共识是“向优势品牌集中，向优势企业集中，向优势产区集中”，在整体降速背景下，我们维持2020年白酒结构性景气的核心判断，建议从确定性和刚需等多角度选择标的。刚需逻辑来自核心消费支撑的强生命力价格带，三个层次：1、低端刚需。大众主流低档光瓶酒，高频次低单价，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；2、大众主流中档100-300元，涵盖二三四线城市居民大部分消费场景，200元中枢价格带放量增速更快。3、高端刚需，以高端社交为主要应用，涵盖部分投资和收藏需求，核心是茅台。

**推荐核心配置行业+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，以及正在主动调整，积极蓄势的洋河股份等。

## 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。

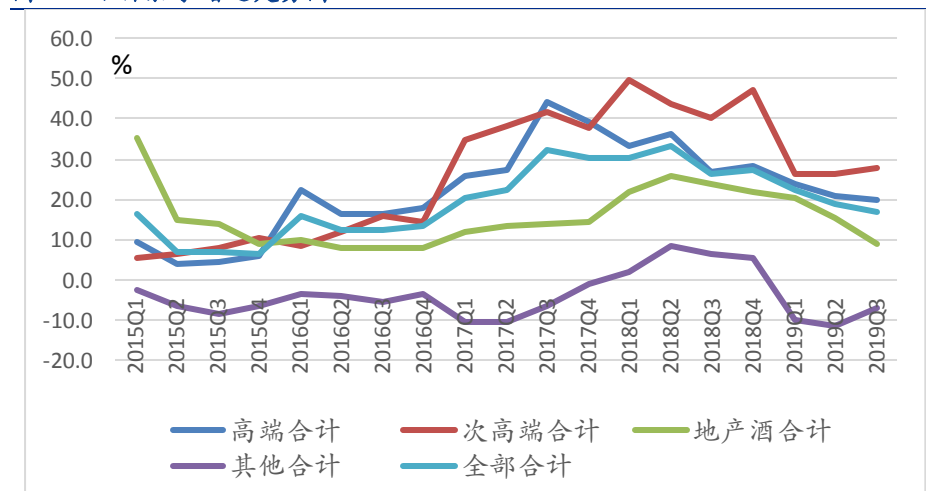
**山西汾酒：**2017 年国企改革以来，增长动能强劲，目前正处于快速全国化进程中，公司市场投入能力出众，品牌势能升级，渠道优势资源不断聚集，山西和环山西市场稳固且保有较快增长，域外市场高速增长，主力产品全线增长，前景看好。2017 年公司提出“62210”五年奋斗目标，2022 年争取实现 200 亿元销售，我们认为从 2018 年 93.8 亿元到 2022 年 200 亿元是良好的目标参照。

**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 1：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2: 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(12/23-12/27)上证指数下降0.40%,深证成指下降0.61%,食品饮料板块上涨0.33%,在申万29个子行业中排名第9位。子板块中除其他酒类、黄酒、肉制品、软饮料、啤酒外,其余板块均有不同幅度的上涨,其中乳品最大,为2.05%(乳品2.05%>食品加工1.04%>食品综合0.97%>葡萄酒0.58%>食品饮料0.33%>调味发酵品0.20%>白酒0.11%>饮料制造0.05%>其他酒类-0.57%>软饮料-0.63%>啤酒-0.77%>黄酒-1.83%>肉制品-2.00%)。

个股涨幅前五位分别是惠发股份(30.32%)、黑芝麻(9.55%)、妙可蓝多(7.14%)、威龙股份(6.66%)、古井贡B(6.13%);跌幅前五位分别是:酒鬼酒(-6.82%)、盐津铺子(-4.25%)、双汇发展(-4.05%)、得利斯(-3.93%)、加加食品(-3.54%)。

#### 核心组合表现:

本周我们的核心组合上涨0.34%。具体标的表现如下表(核心组合出自重点标的组合池)

表3: 核心组合收益表

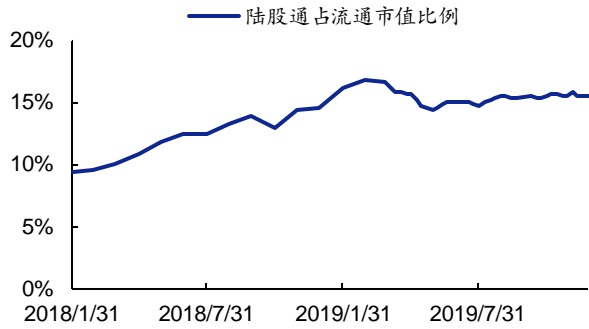
	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	年初收盘价
600519.SH	贵州茅台	1,163.00	10%	1.46%	15.00%	1,146.30
000568.SZ	泸州老窖	81.71	5%	-0.54%	5.00%	82.15
000858.SZ	五粮液	129.00	10%	-0.08%	10.00%	129.10
002304.SZ	洋河股份	108.30	5%	0.28%	0.00%	108.00
600809.SH	山西汾酒	88.08	15%	2.56%	15.00%	85.88
600702.SH	舍得酒业	29.30	5%	-1.31%	5.00%	29.69
600779.SH	水井坊	51.49	5%	-2.85%	5.00%	53.00
000596.SZ	古井贡酒	122.35	5%	4.06%	5.00%	117.58
603369.SH	今世缘	29.64	5%	1.16%	5.00%	29.30
603589.SH	口子窖	52.91	5%	2.02%	5.00%	51.86
600887.SH	伊利股份	30.64	5%	2.10%	5.00%	30.01
600872.SH	中炬高新	38.22	5%	-0.03%	5.00%	38.23
000895.SZ	双汇发展	28.70	5%	-4.05%	5.00%	29.91
600298.SH	安琪酵母	29.64	5%	-1.92%	5.00%	30.22
002557.SZ	洽洽食品	33.52	5%	-2.56%	5.00%	34.40
002507.SZ	涪陵榨菜	26.16	5%	-1.25%	5.00%	26.49
	合计			0.28%	0.34%	
801120.SI	食品饮料	15,215.19			0.76%	15,099.87
000001.SH	上证综指	3,005.04			0.00%	3,004.94
000300.SH	沪深300	4,022.03			0.12%	4,017.25

资料来源: wind, 安信证券研究中心

#### 外资持股数据更新:

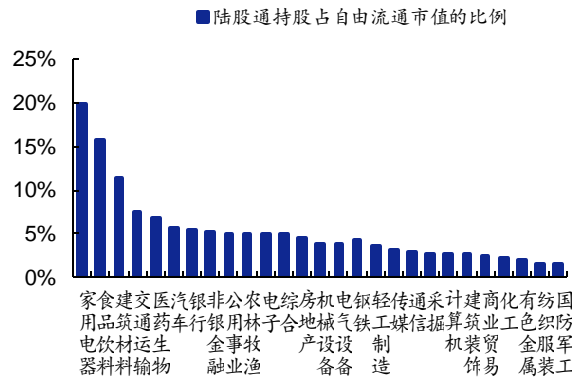


图 2：食品饮料行业沪港通持股（%）



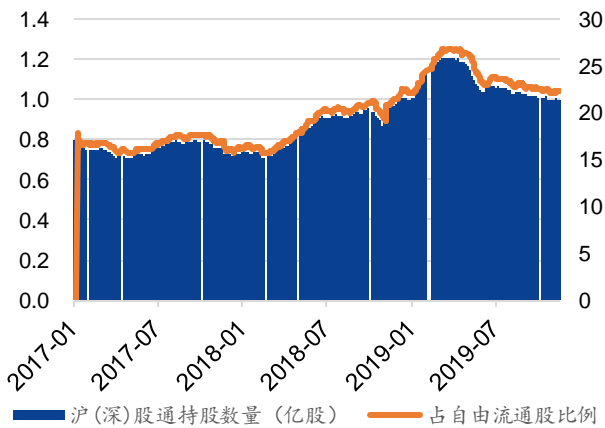
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



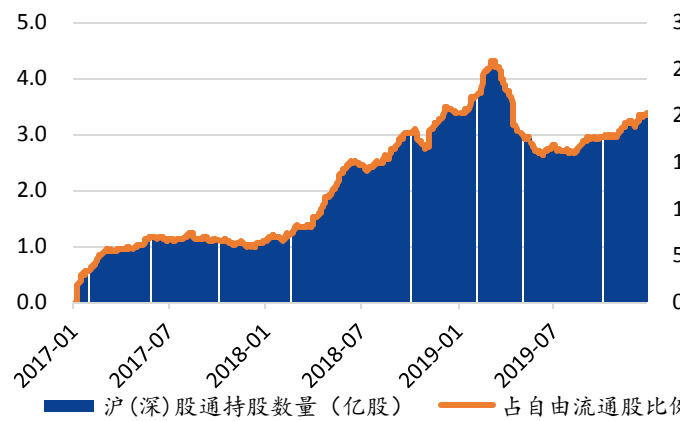
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：茅台沪港通持股



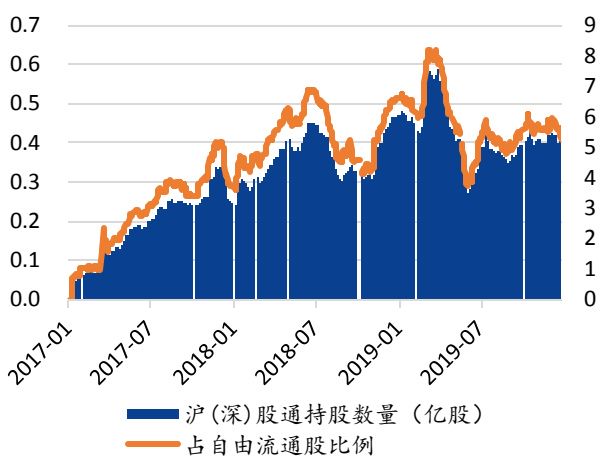
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：五粮液沪港通持股



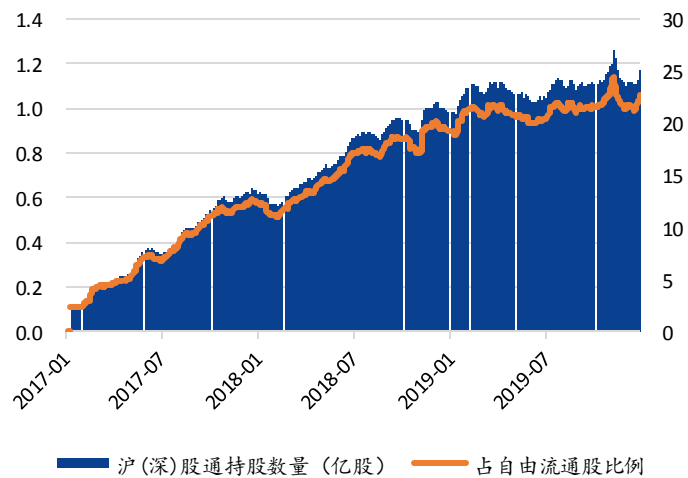
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：泸州老窖沪港通持股



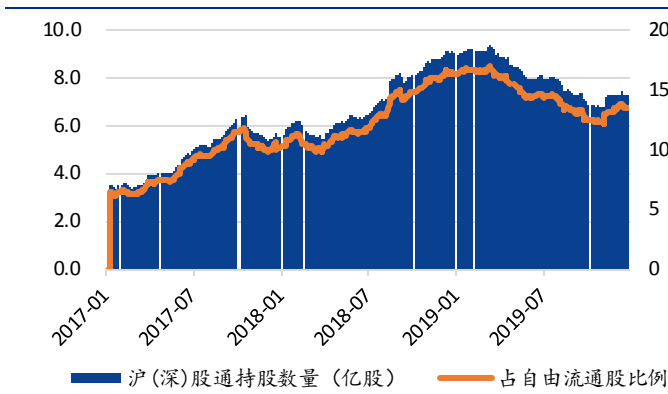
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：洋河股份沪港通持股



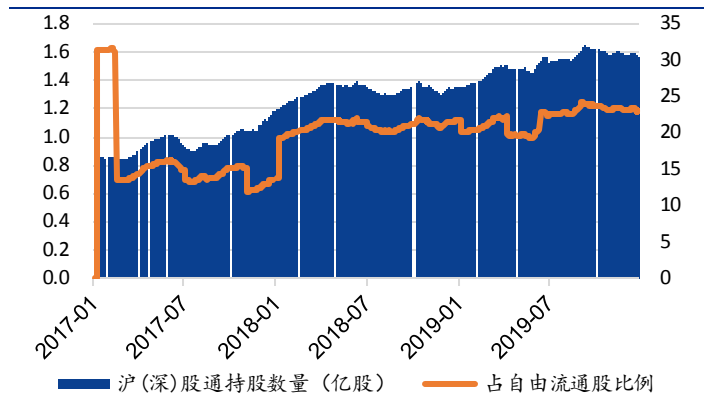
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 8: 伊利股份沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 9: 海天味业沪港通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 4: 重点公司估值表 (股价更新至 2019/12/27)

2019/12/27			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	1163.0	12.6	352.0	432.1	514.8	28.0	34.4	41.0	30.0	22.8	19.1	41.5	33.8	28.4
000858	五粮液	129.0	38.8	133.8	174.7	214.7	3.47	4.50	5.53	38.4	30.6	22.9	37.4	28.7	23.3
000568	泸州老窖	81.7	14.6	34.9	47.0	58.4	2.38	3.21	3.99	36.3	34.7	24.3	34.3	25.5	20.5
002304	洋河股份	108.3	15.1	81.2	83.4	93.5	5.39	5.53	6.21	22.5	2.7	12.1	20.1	19.6	17.5
000596	古井贡酒	122.4	5.0	17.0	22.6	28.1	3.37	4.49	5.58	47.6	32.9	24.3	36.2	27.3	21.9
600809	山西汾酒	88.1	8.7	14.7	19.5	24.5	1.69	2.24	2.81	54.0	32.7	25.6	52.2	39.4	31.3
600779	水井坊	51.5	4.9	5.8	7.7	9.5	1.19	1.57	1.95	72.7	32.8	23.4	43.4	32.7	26.5
603589	口子窖	52.9	6.0	15.3	18.4	21.4	2.55	3.06	3.57	37.6	20.3	16.3	20.7	17.2	14.8
000860	顺鑫农业	49.8	7.4	7.4	10.5	14.0	1.30	1.42	1.88	69.8	41.9	33.3	49.9	35.1	26.4
600702	舍得酒业	29.3	3.4	3.4	4.1	5.5	1.02	1.23	1.64	138	20.6	34.1	29.1	24.1	18.0
603369	今世缘	29.6	12.5	11.5	14.4	18.1	0.92	1.15	1.44	28.4	25.2	25.7	32.3	25.8	20.6
600872	中炬高新	38.2	8.0	6.1	7.2	8.9	0.76	0.90	1.12	34.0	18.0	23.6	49.8	42.2	34.2
002507	涪陵榨菜	26.2	7.9	6.6	6.7	7.7	0.84	0.85	0.98	59.8	1.5	14.9	31.2	30.7	26.8
603027	千禾味业	21.2	4.7	2.4	2.2	2.8	0.74	0.47	0.60	66.6	(8.3)	27.3	41.3	45.0	35.4
600298	安琪酵母	29.6	8.2	8.6	9.3	10.7	1.04	1.12	1.30	1.12	8.1	15.1	28.4	26.2	22.8
603345	安井食品	61.7	2.3	2.7	3.2	4.0	1.25	1.40	1.74	33.5	18.5	25.0	52.6	44.4	35.5
600600	青岛啤酒	50.5	13.5	14.2	17.7	21.1	1.05	1.31	1.56	12.6	24.6	19.2	48.0	38.5	32.3
600132	重庆啤酒	52.1	4.8	4.0	6.1	5.7	0.83	1.27	1.18	22.6	52.5	(6.6)	63.0	41.3	44.2

资料来源: wind, 安信证券研究中心

## 4. 行业要闻

1. **汾酒拟打造两大“改革特区”，探索事业合伙人机制。**汾酒未来的增量来源将重点包含三个方面，一是突破升级打造国企改革样板，包括打造“数字汾酒”“智慧汾酒”，探索事业合伙人机制等；二是打造两个改革特区，即粤港澳大湾区和东南亚市场；三是谋划健康产业，向“健康轻奢”产品升级，重塑“竹叶青”品牌，开展产学研一体化的创新研究与应用。(http://t.cn/AiFFYKwf)。
2. **“汽车人”空降江苏，10城联动尽显水井坊甘柔味儿。**11月25日，酒说在江苏苏州见证了“水井坊·井台12”的诞生发布，无论是新品的甘柔特点，还是移动空间的首次亮相。产品最为明显的特质就是“三甘三柔”，除了直接体现在42度的“低”之外，消费者在品饮井台12时，更能充分感受到“入口甘甜柔和，入喉甘润柔顺，回味甘醇柔润”的口感特点。(http://t.cn/AiFTkyK)。
3. **牛栏山起帆后百亿时代，即将迈入全国化新赛道。**牛栏山媒体恳谈会在牛栏山酒厂召开，牛栏山酒厂厂长宋克伟致辞，深入阐述了民酒的定义和价值，系统诠释了牛栏山后百亿时代的战略定位和落地规划。2019年是牛栏山具有里程碑意义的一年，无论是在行业调整期还是复苏期，业绩都持续高速增长的牛栏山，在2019年正式宣告跨越百亿，迈入后百亿时代。(http://t.cn/Aikg8ph5)。
4. **共创中国航天更好的时代，洋河股份正式成为中国航天事业合作伙伴。**12月26日，由中国航天基金会和苏酒集团（洋河股份）联合发布的中国航天事业合作伙伴暨梦之蓝航天公益活动启动仪式在北京中国火箭研究院中华航天博物馆举行。原总装备部副部长、中国载人航天工程原副总指挥、中国航天基金会名誉理事长张建启，中国航天基金会副理事长侯秀峰等，洋河股份常务副总裁、苏酒集团贸易股份有限公司党委书记、董事长刘化霜等，与众多媒体共同见证了这一重要时刻。(http://t.cn/AiFhF3G6)。
5. **一个确保、七大创造性增量！李秋喜为即将开启新时代的汾酒划重点。**2017年2月23日，汾酒集团和山西省国资委签订了经营责任状。从这个时刻开始，汾酒人走过了滚烫沸腾的三年，用李秋喜的话来说，这是艰难的三年、罕见的三年，也是翻天覆地的三年。“过去的1037天，汾酒全面完成了省国资委交代的任务，在白酒行业创造了汾酒速度，更在山西省内成为了国企改革的样板”。(http://t.cn/AiF7hCXU)。
6. **明年3.45万吨投放量、做好43度喜宴红，茅台定调2020战略部署。**12月27日，贵州茅台2019年度全国经销商联谊会在茅台国际会议中心举行。“弘匠心，守初心，筑同心，携手共进；夯基础，扬文化，强服务，务实笃行”成为今年大会的核心主题。2020年度茅台酒销售投放量为3.45万吨左右，其中海外市场2000吨。茅台明年将集中向北京、江苏、浙江、山东投放43度喜宴酒红、暂停喜宴白。(http://t.cn/AiFbqFuV)。
7. **老酒的坚守与艺术的碰撞 舍得酒业发布四款新品。**12月27日，“舍得酒业致敬非凡80载暨岳敏君艺术联名款上市活动”在北京召开。活动现场，舍得酒业联袂时尚集团旗下超高端杂志《罗博报告》，共同发布了岳敏君艺术联名新品——“大笑舍得”“大笑沱牌”“迷国舍得”，还推出了一款单品——“天子呼”。(http://t.cn/AiFb5Wpk)。
8. **明年1月1日起我国调整乳制品、大豆、玉米以及相关生产机械关税。**为积极扩大进口，激发进口潜力，优化进口结构，自2020年1月1日起，我国将对850余项商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率。其中，为更好满足人民生活需要，适度增加国内相对紧缺或具有国外特色的日用消费品进口，新增或降低冻猪肉、冷冻鳄梨、非冷冻橙汁等商品进口暂定税率。(http://t.cn/Aik0Vz8H)。
9. **新口味来袭！伊利、蒙牛、光明、燕塘、乐纯推酸奶新品！**畅轻：奶源来自优质牧场基地，优选纯正生牛乳发酵，天然健康。蒙牛·纯甄轻酪乳风味酸奶（芒果芝士）：将芒果黄作为主色调，将芒果与芝士形象印于瓶身的中心位置，突出产品的原料与风味；流线瓶型，手感舒适，方便携带；密封瓶盖，安全卫生。(http://t.cn/AiFfBGy2)。
10. **浙江一鸣食品披露招股说明书，向A股发起冲刺。**12月20日，证监会披露了浙江一鸣食品首次公开发行股票招股说明书，这标志着一鸣食品向A股发起了冲刺。一鸣食品拟申请在上交所主板发行新股不超过6100万股，募资9.27亿元，投向营销网络直营奶吧建设项目、江苏一鸣食品生产基地项目、年产3万吨烘焙制品新建项目、研发中心及信息化建设项目。(http://t.cn/AiFfdWQ5)。

## 4.1. 重点公司公告

**表 5: 上周重要公告**

公司	日期	事项	具体内容
天味食品	2019/12/23	组织结构调整	公司进行组织结构调整,包括:撤销总经办的设置,成立总裁办和行政部;撤销营销中心的设置,成立零售事业部、餐饮事业部、电商事业部;原营销中心下设品牌部调整为品牌中心;研发中心更名为创新与研究中心;人力资源部和企划部合并,成立人力资源中心;信息部调整为信息中心;配送部更名为物流部。
古越龙山	2019/12/24	人事变动	公司总经理柏宏辞去第八届董事会副董事长、总经理、董事职务,并聘任徐东良为公司总经理,任职至第八届董事会任期届满。
恒顺醋业	2019/12/24	股权质押	12月24日恒顺集团将其持有的公司股票1300万股质押给招商银行镇江分行,占公司总股本比例的1.66%。
光明乳业	2019/12/24	并购	公司参与竞拍江苏辉山乳业江苏辉山牧业相关资产,并最终7.51亿元的成交价格中标。
妙可蓝多	2019/12/24	股权解质并再质押	公司控股股东柴琇解除质押给吉林信托7200万股股票后,又将其再次质押给吉林信托,占公司总股本的17.59%。
绝味食品	2019/12/24	人事变动	公司提名蒋兴洲为第四届董事会非独立董事候选人,孙伊萍为第四届董事会独立董事候选人。
贵州茅台	2019/12/25	股份划转	公司拟通过无偿划转方式将5024万股股份(占公司总股本的4.00%)划转至贵州国有资本运营有限责任公司。
金字火腿	2019/12/25	股份质押、解质	公司将其持有的1059.6万股股票质押给兴业证券,占公司总股本比例的1.08%。公司控股股东施廷军、施雄飏共解除质押5074.4万股股票,占公司总股本的5.19%。
伊利股份	2019/12/25	股份注销	公司回购注销已获授但未解锁的74.63万股限制性股票。公司拟出资6.7亿元设立“健瓴基金”。
中炬高新	2019/12/25	股份解质	公司控股股东中山润田解除质押1600万股股票,占公司总股本的2.01%,本次解除质押后,中山润田累计质押了1.67亿股股票,占其持股比例的84.29%。
双塔食品	2019/12/26	股份质押	控股股东君兴农业将其持有的公司股票3500万股质押给华夏银行招远支行,占公司总股本比例的2.81%。
伊利股份	2019/12/26	股份质押	控股股呼和浩特投资公司将其持有的公司股票1700万股质押给呼和浩特金谷农村商业银行中山支行,占公司总股本比例的0.28%。
三全食品	2019/12/27	股份解除限售	公司12月27日通过了《限制性股票激励计划首次授予部分第三个解除限售期及预留授予部分第二个解除限售期可解除限售的议案》,本次符合解除限售条件共计26人,首次授予25人,预留授予1人,本次解除限售股份数量为55.36万股,占公司总股本的0.07%。
盐津铺子	2019/12/27	股份质押、设立子公司	公司拟与德民(天津)食品共同出资新设立子公司德民(长沙)食品。控股股东昊平投资将其持有的公司股票167万股质押给华泰证券上海资管,占公司总股本比例的1.30%。
中炬高新	2019/12/27	股份解质及延期质押	公司控股股东中山润田解除质押4830万股股票,占公司总股本的6.06%,本次解除质押及延期质押后,中山润田累计质押了1.57亿股股票,占其持股比例的78.90%。

资料来源:wind,安信证券研究中心

## 5. 下周重要事项

**表 6: 下周重要事项**

公司名称	日期	事件类型
元祖股份	2019/12/30	限售股份上市流通
上海梅林	2019/12/30	股东大会召开、股东大会互联网投票起始
汤臣倍健	2020/01/02	股东大会现场会议登记起始
千禾味业	2020/01/03	限售股份上市流通
舍得酒业	2020/01/03	股东大会现场会议登记起始

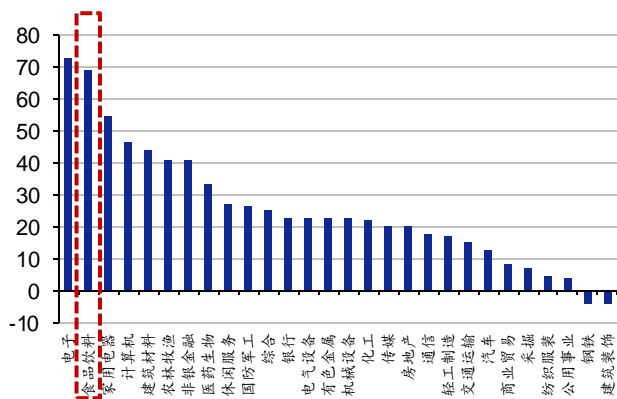


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 6. 重点数据跟踪

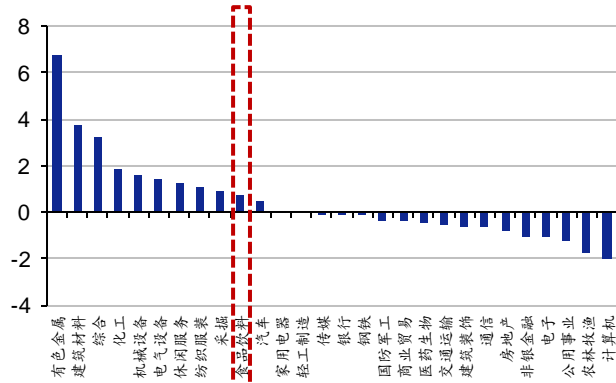
### 6.1. 本周市场表现

图 10：年初至今各行业收益率 (%)



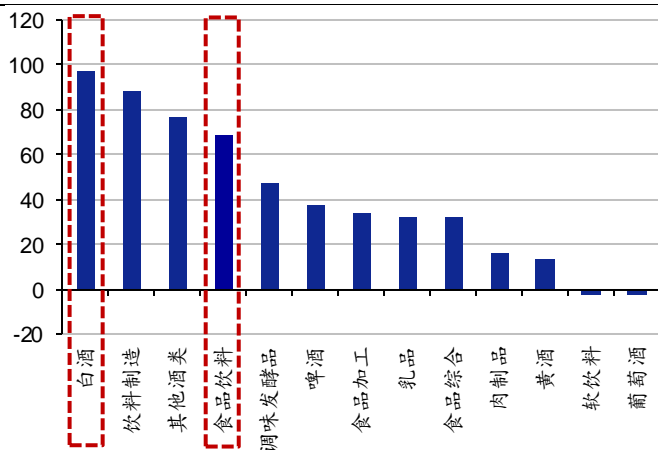
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11：一周以来各行业收益率 (%)



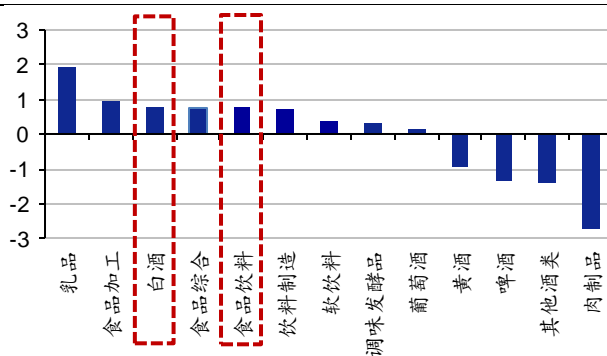
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 12：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 13：一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

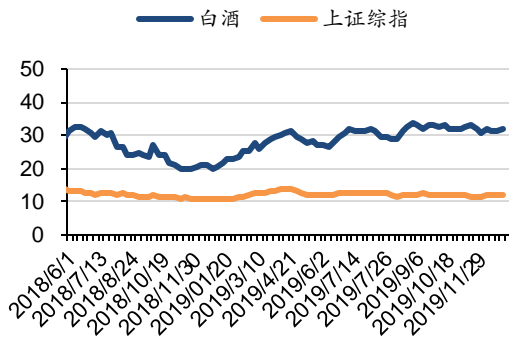


资料来源：wind，安信证券研究中心

### 板块估值情况

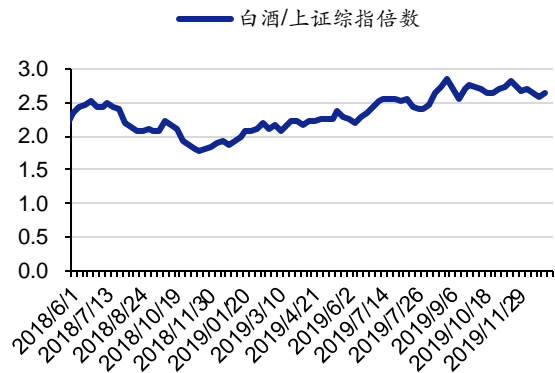
白酒板块估值 31.63 倍，相对于上证综指相对估值 2.63 倍（上周为 2.59 倍），食品加工行业板块估值为 33.68 倍，相对于上证综指相对估值 2.80 倍（上周为 2.78 倍）。2012 年至今白酒行业平均估值 21.96 倍（相对上证综指 1.79 倍），食品加工行业平均估值 31.93 倍（相对上证综指 2.61 倍）。

图 14: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



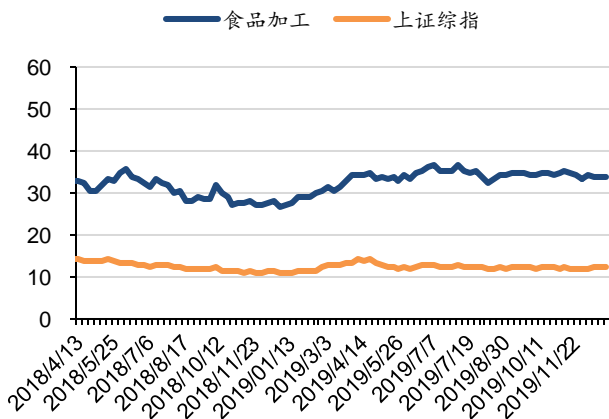
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 15: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



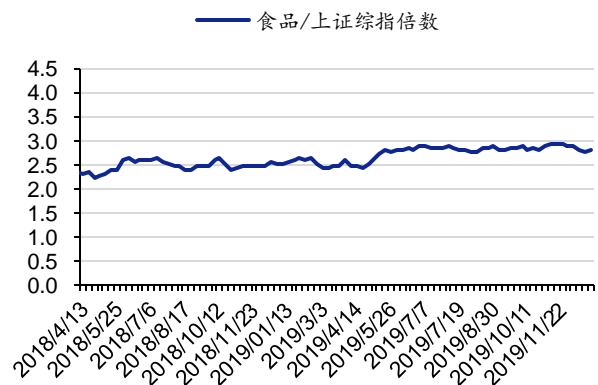
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 16: 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 17: 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 3.82 元/千克, 同比上涨 6.4%, 环比下降 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 10 月我国奶粉进口数量 5.03 万吨, 同比增 18.35%, 进口金额 1.73 亿美元, 同比增 3.14%; 奶粉单价 3440 美元/吨, 同比增 15.05%, 环比增 3.54%。
- **终端价格:** 2019 年 12 月 20 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 244.85 元/千克, 同比增长 6.1%, 国产奶粉均价 195.42 元/千克, 同比增长 6.0%。牛奶零售价 12.27 元/升, 同比上升 6.4%; 酸奶 15.36 元/升, 环比下降 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 10 月均价为 29.17 欧元, 同比增 4.66%, 美国 100kg 原料奶 2019 年 10 月均价为 39.69 欧元, 同比增 18.15%, 欧盟 28 国 100kg 原料奶 2019 年 11 月均价为 35.02 欧元, 同比减 2.91%。
- **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 12 月 20 日国内玉米价格为 1813.40 元/吨, 同比减 3.76%, 国内大豆价格 3918.30 元/吨, 同比减 0.13%。

肉制品重点数据

- 生猪价格：2019年12月20日生猪价格为33.55元/千克，环比下降0.5%，仔猪价格为88.25元/千克，环比下降0.6%。
- 猪粮比价：**16.86**

植物蛋白重点数据

- 杏仁价格：2019年11月，苦杏仁价格为26.00元/千克，环比持平，同比上升4%。
- 马口铁原材料价格：12月26日，镀锡薄板价格6800元/吨，同比下跌4.86%，环比上涨0.00%；镀锡板卷价格6000元/吨，同比下跌3.23%，环比上涨0.00%。

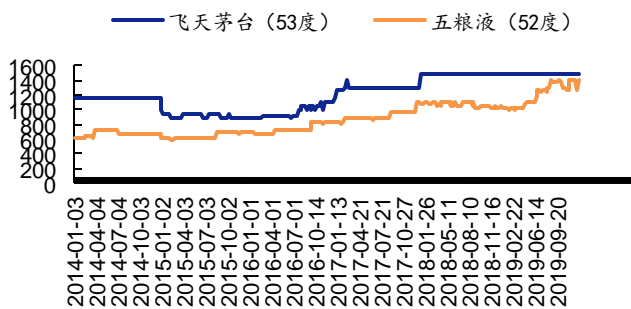
啤酒重点数据

- 进口大麦价格：2019年11月，进口大麦单价为249美元/吨，同比下降5.7%，环比上升6.0%。
- 玻璃价格：12月27日数据，玻璃价格指数1209.15，同比上升3.1%，环比下降0.1%，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

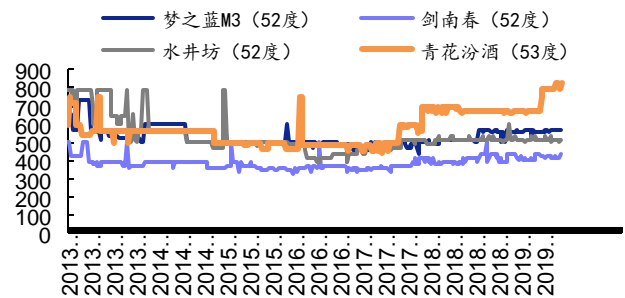
- 大豆价格：12月27日数据，非转基因大豆的主要标的黄大豆1号价格为3347元/吨，同比上升5.1%，环比下降0.7%。
- 食糖价格：2019年12月26日数据，食糖价格5535元/吨，同比下跌5.7%，环比下跌0.8%。
- 食盐价格：近5年来，食盐价格呈上升趋势，从2014年6月每公斤1.96元到2019年12月20日每公斤5.10元。
- 可可价格：可可价格上涨，从2019年8月的2194.7美元/吨上涨至2019年11月的2519.66美元/吨。

图 18：茅台五粮液终端价格



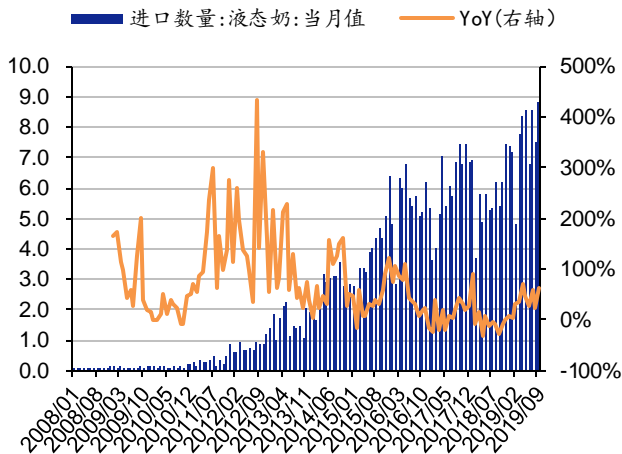
资料来源：JD、安信证券研究中心

图 19：二线酒终端价格



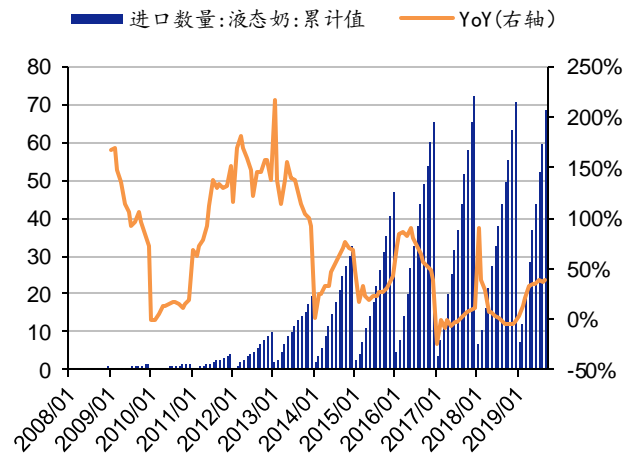
资料来源：JD、安信证券研究中心

图 20: 液态奶进口量-当月值 (万吨)



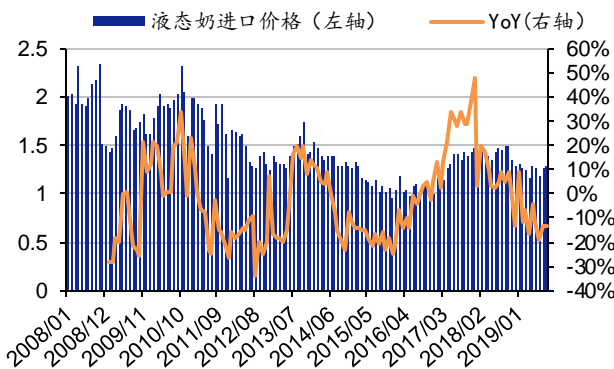
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 21: 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 22: 液态奶进口单价 (美元/千克)



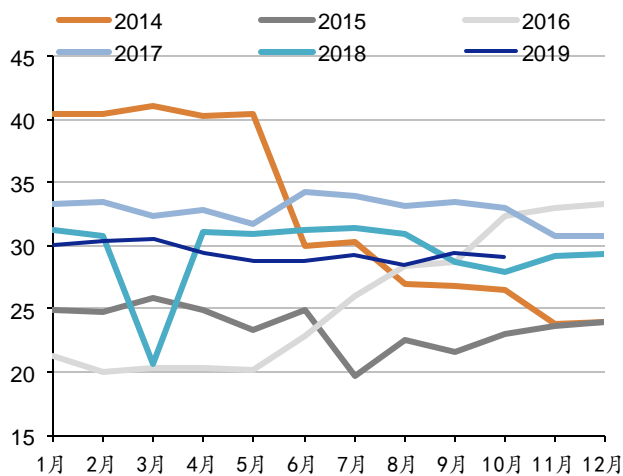
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 23: 原奶价格 (元/千克)



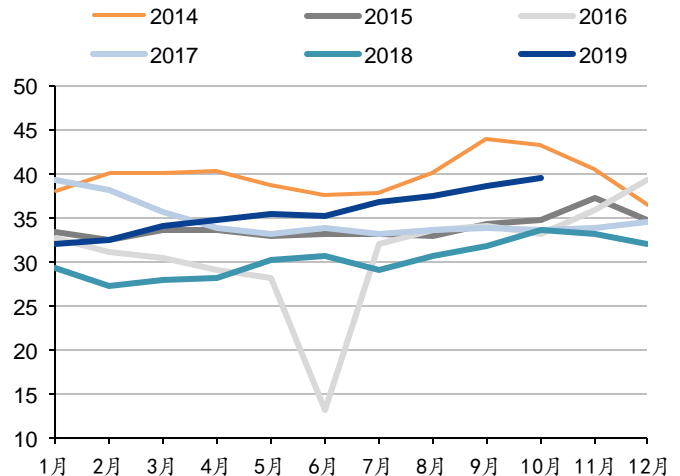
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 24: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

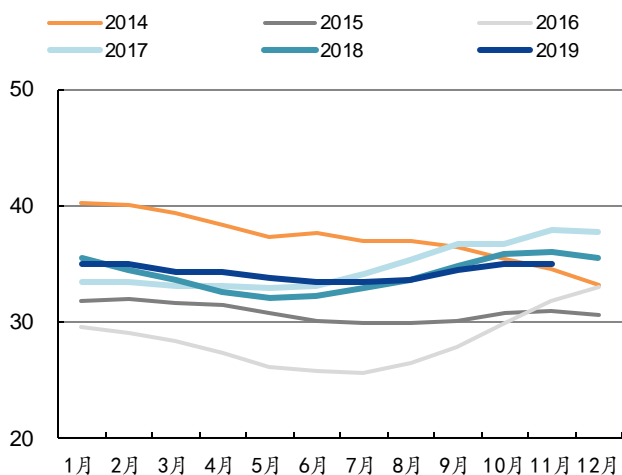
图 25: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

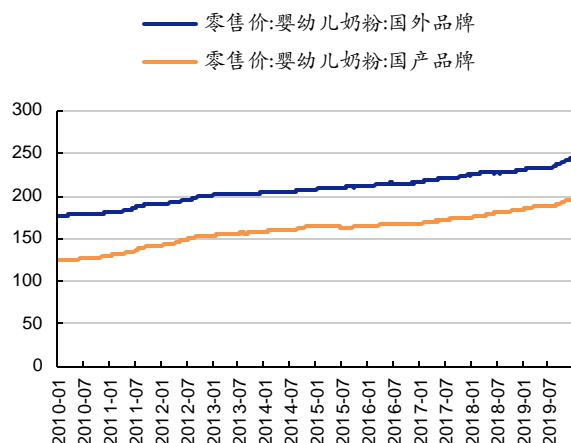


图 26: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



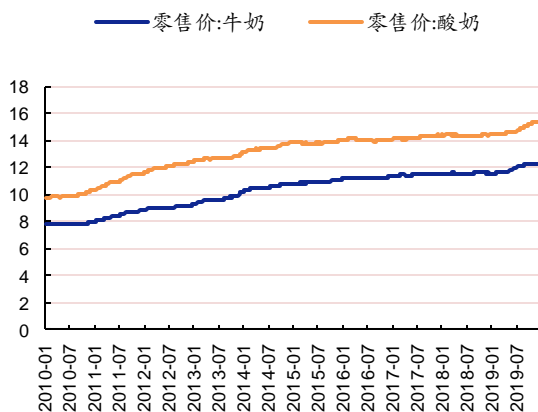
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 27: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)



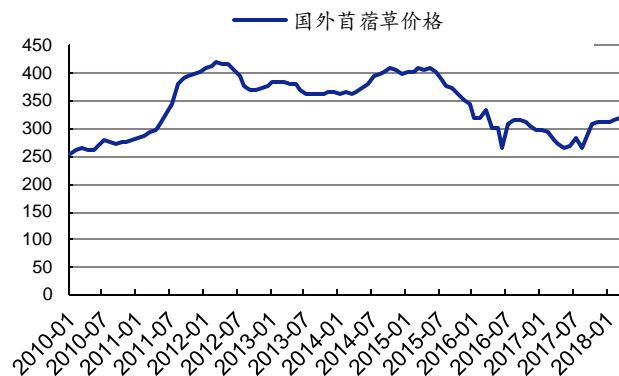
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 28: 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 29: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 国内玉米价格 (元/吨)



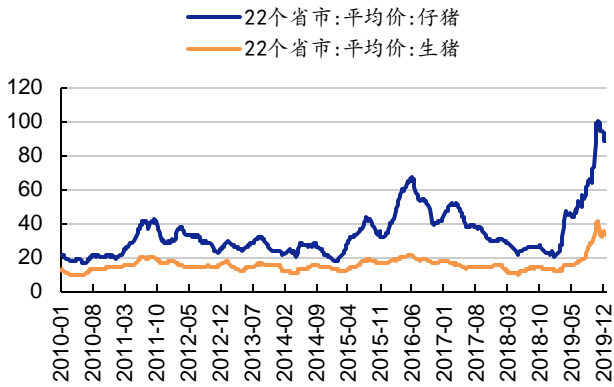
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 31: 国内大豆价格 (元/吨)



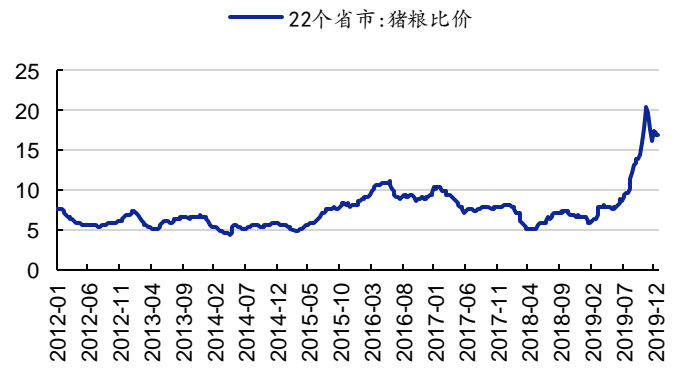
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



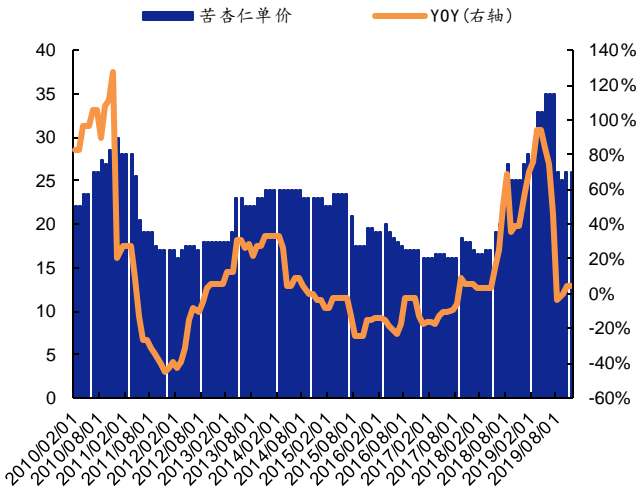
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 猪粮比价



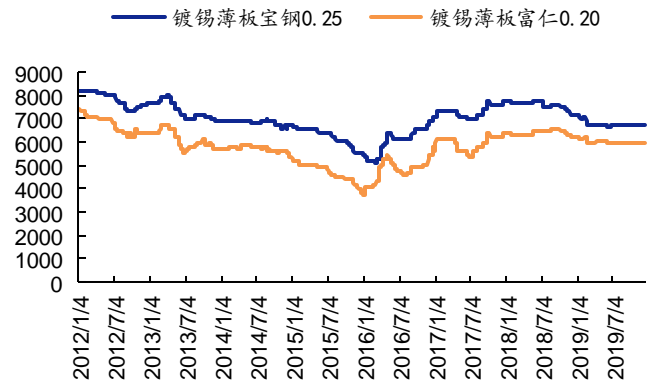
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 苦杏仁价格 (元/千克)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 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。

■ 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
	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
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
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