

麦芽行业迎来景气周期

——食品饮料行业周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

每周一谈: 大麦成本边际变化 麦芽行业迎来景气周期

我们判断 23 年大麦价格大概率稳中有降, 增厚麦芽行业的利润。22 年中以来, 中国大麦进口价格与全球大麦价格走势背离, 致二者价差大幅增加, 达到 08 金融危机后最大值。我们判断二者价差将有望收敛。历史数据观察, 中国大麦进口价滞后全球价格 1-2 个季度, 因此判断中国大麦进口价回落时间或将出现在 23Q1。中国大麦现货价格已经较前期高点明显回落, 同比增速更是大幅降低。

23 年全球大麦价格亦没有上涨的基础。21、22 年全球大麦价格异常的上涨, 主要由于连续两年的黑天鹅事件。我们判断, 即使俄乌冲突在 23 年延续, 只要不额外发生黑天鹅事件, 全球大麦产量大概率稳中有增, 大麦价格预计企稳回落。

23 年啤酒麦芽长协价格+15~20%, 使麦芽/大麦价差走阔, 麦芽行业获益。啤酒行业多数公司已经在 22 年末签署了 23 年的麦芽长协, 锁定的价格较 22 年同比增加 15%~20%。在大麦成本可能企稳回落的背景下, 这将显著增厚麦芽公司利润水平。

为什么大麦价格下行, 而麦芽长协反而提价? 1. 麦芽长协在上一年 3、4 季度签订, 尤其在年底居多。22 年底大麦价格仍处在高位, 有利于签订更高的麦芽价格。2. 我们判断啤酒集团出于长期商业合作考虑, 允许麦芽公司在连续承压 2 年后, 在 23 年适度盈利。3. 行业内长期稳定的合作关系, 不会轻易更换重要麦芽供应商。

市场回顾

本周, 食品饮料指数涨跌幅-4.59%, 在申万 31 个行业中排名第 24, 跑输沪深 300 指数 0.63pct。预加工食品 (-1.84%)、保健品 (-2.54%)、软饮料 (-3.9%) 表现相对较好。

- ◆ 个股涨幅前 5 名: 甘源食品、ST 西发、千味央厨、口子窖、盐津铺子
- ◆ 个股跌幅前 5 名: 绝味食品、周黑鸭、香飘飘、桂发祥、麦趣尔

投资策略

建议关注: 1. 建议选择业绩确定性强, 或估值合理偏低的公司, 如贵州茅台、五粮液、伊利股份。2. 建议关注 23 年业绩具有弹性的重庆啤酒, 及国企改革释放活力, 销量大幅增长的燕京啤酒。3. 建议关注麦芽行业 23 年成本变化及业绩释放。

风险提示

食品质量及食品安全风险、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

评级

增持 (维持)

2023 年 03 月 13 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号: S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

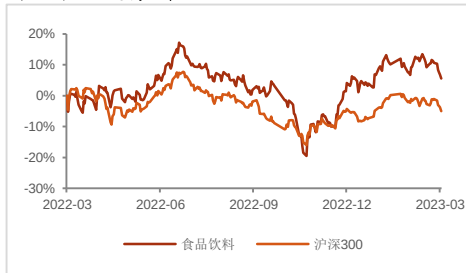
17621838100

行业基本资料

股票家数	119
行业平均市盈率	36.75
市场平均市盈率	24.21

注: 行业平均市盈率采用申万食品饮料市盈率, 市场平均市盈率采用中证 500 指数市盈率

行业表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《食品饮料行业研究周报: 建议继续关注啤酒行业》2023-03-05
- 2、《食品饮料行业研究周报: 守得繁花芬芳自来》2023-02-27
- 3、《食品饮料行业研究周报: 啤麦进口价格或将回落 利好麦芽行业》2023-02-20

内容目录

1. 大麦成本边际变化 麦芽行业迎来景气周期	2
1.1 麦芽行业的盈利模式	2
1.2 麦芽/大麦价差走阔 行业或将迎来利润释放之年	2
2. 市场回顾	6
3. 行业动态	10
4. 风险提示	12

图表目录

图 1: 大麦价格走势	3
图 2: 大麦现货价格月度数据	3
图 3: 大麦现货价格周度数据	4
图 4: 大麦和麦芽吨价对比	5
图 5: 国内啤酒行业平均销售利润率	5
图 6: 永顺泰中心实验室获 CNAS 认证	6
图 7: 申万一级行业本周涨跌幅	6
图 8: 申万一级行业本月涨跌幅	7
图 9: 申万一级行业年初至今涨跌幅	7
图 10: 食品饮料子行业本周涨跌幅	8
图 11: 食品饮料子行业本月涨跌幅	8
图 12: 食品饮料子行业年初至今涨跌幅	8
图 13: 食品饮料行业本周涨幅前 10 名	8
图 14: 食品饮料行业本周跌幅前 10 名	8
图 15: 食品饮料行业本月涨幅前 10 名	9
图 16: 食品饮料行业年初至今涨幅前 10 名	9
表 1: 永顺泰与各啤酒公司的合作	5
表 2: 食品饮料行业部分公司沪（深）股通持股占自由流通股比例变化	9

1. 大麦成本边际变化 麦芽行业迎来景气周期

1.1 麦芽行业的盈利模式

麦芽行业的商业模式相对简单，上游采购大麦（以行业龙头永顺泰为例，其大麦原材料 90% 来自进口，主要来自加拿大、法国、阿根廷及澳大利亚等），经加工制成麦芽后销售给下游的啤酒公司。麦芽行业集中度较高，按 21 年产量计算的 CR5 约为 66%。

销售和采购端的定价存在时间差，即使采用成本加成定价，也可能出现阶段性的利润波动。以永顺泰为例，该公司每年末与各啤酒集团签订长协，锁定次年全年的麦芽品种、销量、价格，其中价格根据成本加成定价。而成本端的大麦价格在次年可能出现波动，当次年大麦价格明显低于长协签订时的价格，公司利润有可能增厚。

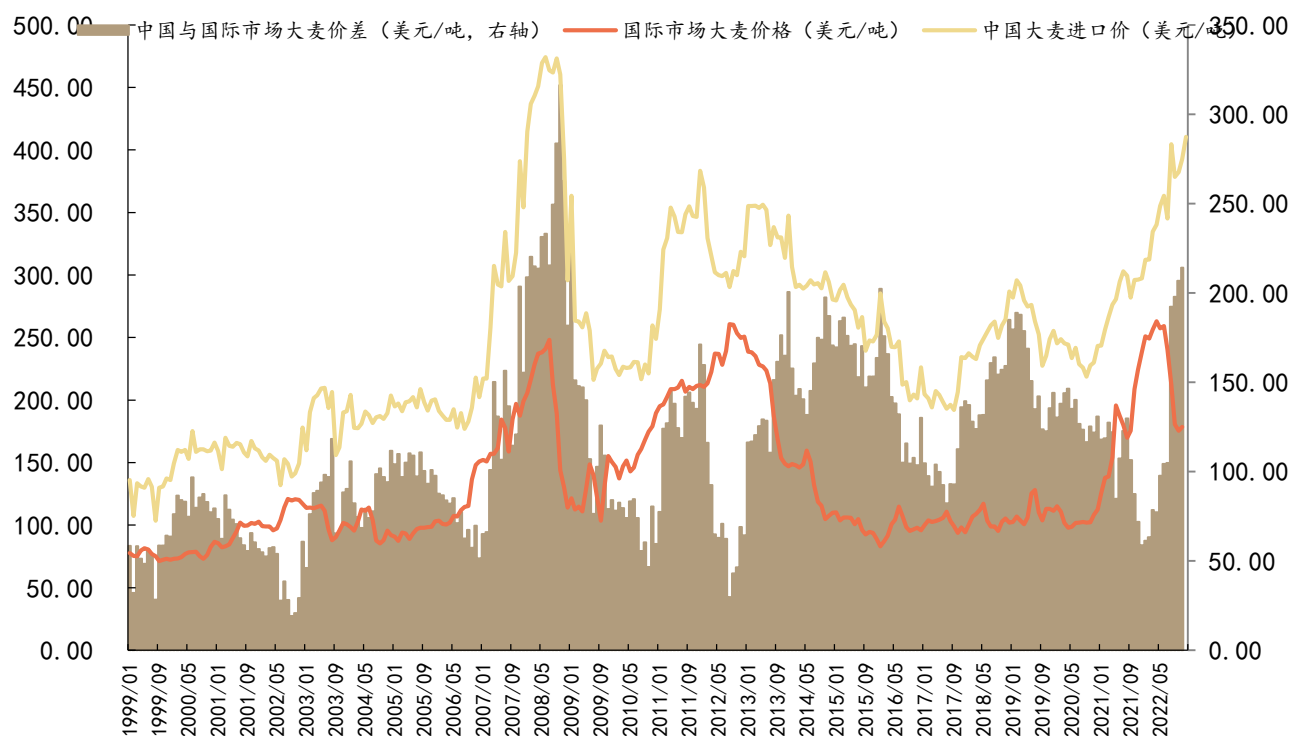
1.2 麦芽/大麦价差走阔 行业或将迎来利润释放之年

我们判断 23 年大麦价格大概率稳中有降，增厚麦芽行业的利润。

- ◆ 22 年中以来，中国大麦进口价格与全球大麦价格走势背离，致二者价差大幅增加，达到 08 金融危机后最大值。我们判断二者价差将有望收敛。
- ◆ 历史数据观察，中国大麦进口价滞后全球价格 1-2 个季度，因此判断中国大麦进

口价回落时间或将出现在 23Q1。

图1：大麦价格走势



资料来源：Wind，海关总署，国际货币基金组织，申港证券研究所

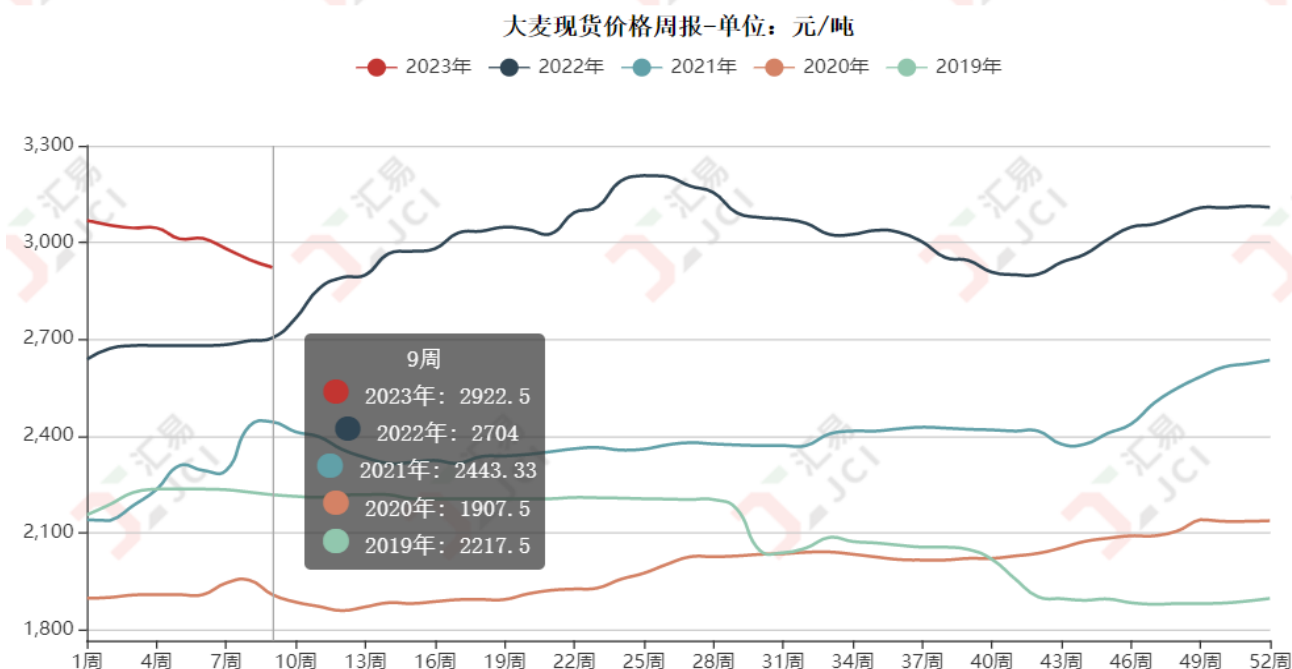
◆ 中国大麦现货价格已经较前期高点明显回落，同比增速更是大幅降低。

图2：大麦现货价格日度数据



资料来源：ifind，汇易网，申港证券研究所

图3：大麦现货价格周度数据



资料来源：ifind，汇易网，申港证券研究所

23 年全球大麦价格亦没有上涨的基础。21、22 年全球大麦价格异常的上涨，主要由于 21、22 年连续两年的黑天鹅事件。21 年东欧大旱，22 年俄乌冲突，均对大麦的生产、运输造成较大影响。东欧、乌克兰、俄罗斯均是全球大麦主产区。而即使 22 年俄乌冲突下，全球大麦产量也较 21 年微增。我们判断，即使俄乌冲突在 23 年延续，只要不额外发生黑天鹅事件，全球大麦产量大概率稳中有增，大麦价格预计企稳回落。

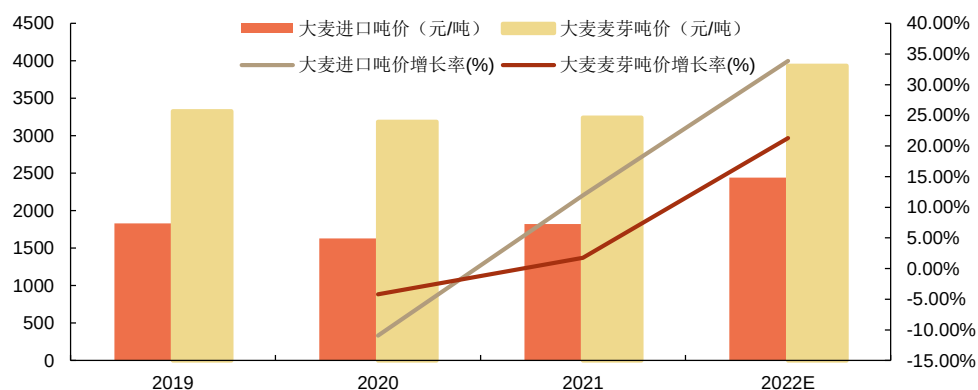
23 年啤酒麦芽长协价格+15~20%，使麦芽/大麦价差走阔，麦芽行业获益。据我们调查了解，啤酒行业多数公司已经在 22 年末签署了 23 年的麦芽长协，锁定的价格较 22 年同比增加 15%~20%。在大麦成本可能企稳回落的背景下，这将显著增厚麦芽公司利润水平。麦芽行业整体利润率较低，永顺泰近年的净利润率约在 3% 左右，因此销售价格 15~20% 的增长或将显著提高永顺泰的利润水平。

为什么大麦价格下行，而麦芽长协反而提价？有几方面原因：

1. 麦芽长协在上一年 3、4 季度签订，尤其在年底居多。22 年底大麦价格仍处在高位（参考图 2、图 3），有利于麦芽行业与啤酒行业谈判过程中争取更高的销售价格。

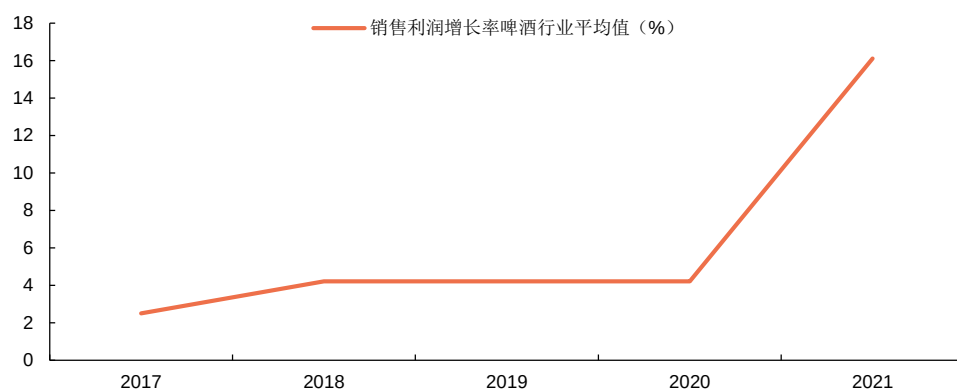
2. 大麦价格在 21、22 年两年大幅增长，麦芽长协价未能覆盖该涨幅，麦芽行业在这一过程中自身利润受损，保障了啤酒行业的盈利水平。我们判断啤酒集团出于长期商业合作考虑，允许麦芽公司 23 年适度盈利。

图4：大麦和麦芽吨价对比



资料来源：wind，海关总署，申港证券研究所

图5：国内啤酒行业平均销售利润率



资料来源：ifind，申港证券研究所

3.行业内长期稳定的合作关系，不会轻易更换重要麦芽供应商。以永顺泰为例，该公司与中国主要啤酒集团合作历史较长，合作关系较为稳固。而麦芽作为啤酒中至关重要的原料，会很大程度上影响啤酒的口感、味道。因此我们判断啤酒集团对于更换麦芽供应商会较为慎重，不会轻易替换。

表1：永顺泰与各啤酒公司的合作

合作年限	合作公司
30年	燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒
>20年	百威英博、嘉士伯
>10年	华润啤酒、喜力啤酒

资料来源：ifind，申港证券研究所

图6：永顺泰中心实验室获 CNAS 认证

粤海永顺泰（广州）麦芽有限公司中心实验室				
机构基本信息：				
注册编号： L8437				
具有法人资格的机构名称： 粤海永顺泰（广州）麦芽有限公司				
报告/证书允许使用认可标识的其他名称：				
邮政编码： 510730		联系电话： 020-82051989		
网站地址： www.supertime-malting.com		传真号码： 020-32071456		
电子邮箱： suqingzhou@gdhyst.com				
单位地址： 广东省广州市黄埔区夏港街道创业路2号				
认可有效期限： 2022/03/30 — 2028/03/29				
认可依据： ISO/IEC 17025:2017《检测和校准实验室能力的通用要求》以及CNAS特定认可要求				
证书附件（能力范围）：				
结构化数据： 已正式公布的结构化能力范围				
证书附件（能力范围）数据列表：				
任务编号	评审类型	签发日期	结构化能力范围的公布状态	word版附件信息
L09939-2022-01Z	复评+不定期监督	2022-07-21	正式公布	

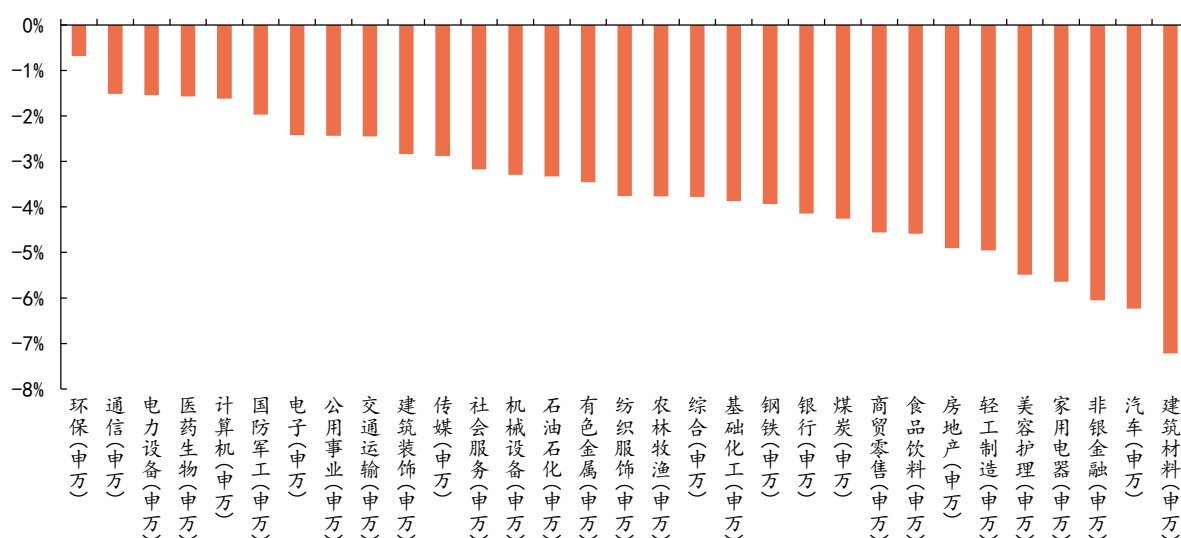
资料来源：CNAS 官网，申港证券研究所

2. 市场回顾

本周，食品饮料指数涨跌幅-4.59%，在申万 31 个行业中排名第 24，跑输沪深 300 指数 0.63pct。

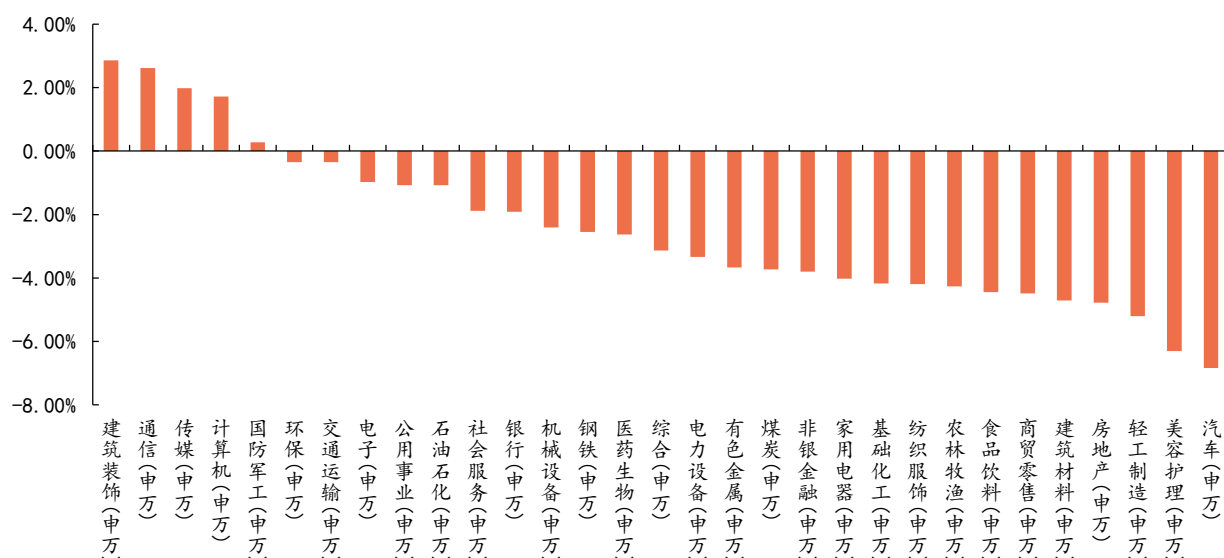
本月以来，食品饮料涨跌幅-4.45%，在申万行业中排名第 25，跑输沪深 300 指数 1.94pct。

年初至今，食品饮料指数涨跌幅+1.53%，在申万行业中排名第 23，跑输沪深 300 指数 0.93pct。

图7：申万一级行业本周涨跌幅


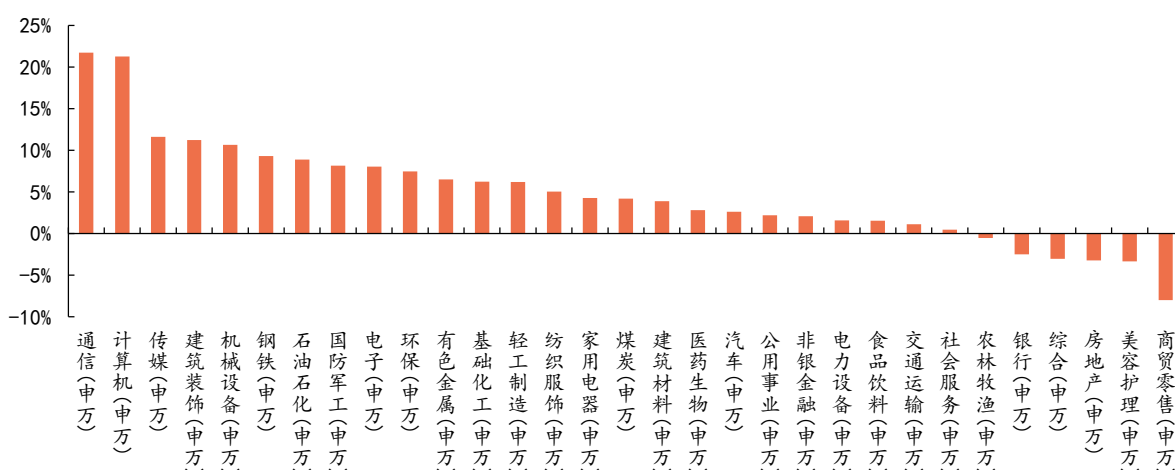
资料来源：Wind，申港证券研究所

图8：申万一级行业本月涨跌幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

图9：申万一级行业年初至今涨跌幅



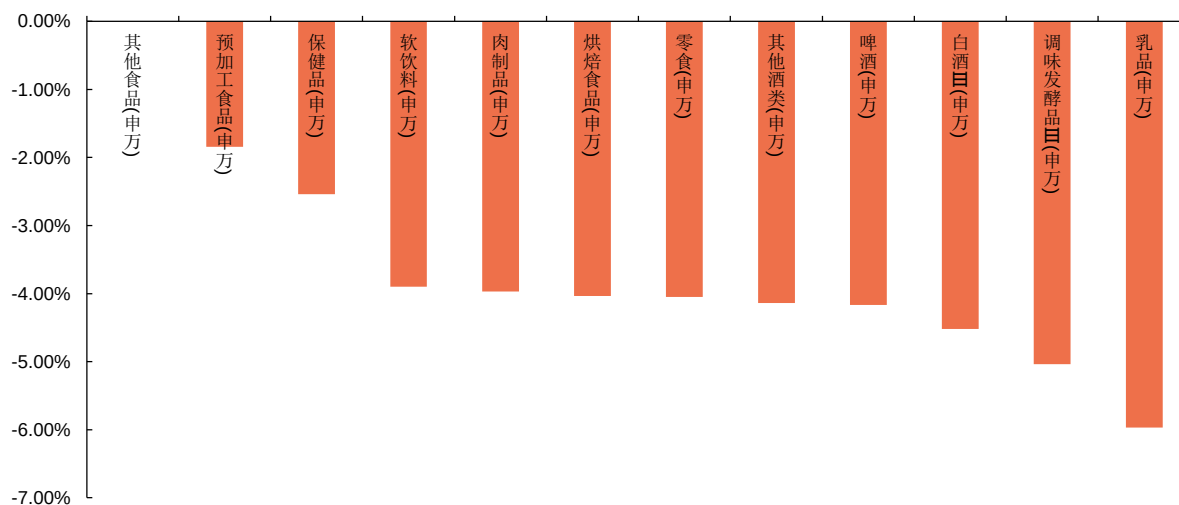
资料来源：Wind，申港证券研究所

本周，食品饮料各子行业中预加工食品（-1.84%）、保健品（-2.54%）、软饮料（-3.9%）表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数 2.11pct、1.42pct、0.06pct。

本月以来，食品饮料各子行业中零食（-2.87%）、预加工食品（-3.11%）、保健品（-3.29%）表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数-0.36pct、-0.6pct、-0.77pct。

年初至今，食品饮料各子行业中啤酒（+4.51%）、白酒（+3.65%）、烘焙食品（+1.94%）表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数 1.68pct、1.18pct、-0.53pct。

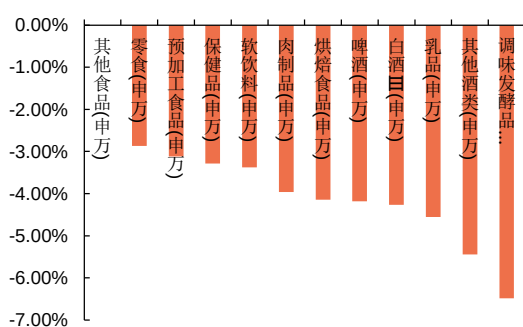
图10：食品饮料子行业本周涨跌幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

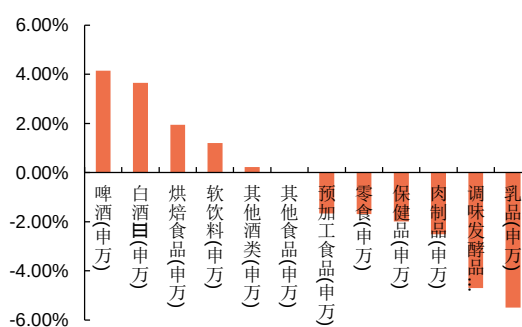
注：“其他食品（申万）”类暂无上市公司，因此不计入统计，下同。

图11：食品饮料子行业本月涨跌幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

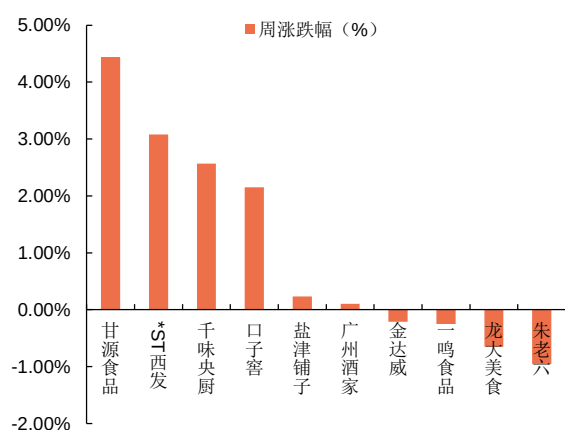
图12：食品饮料子行业年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

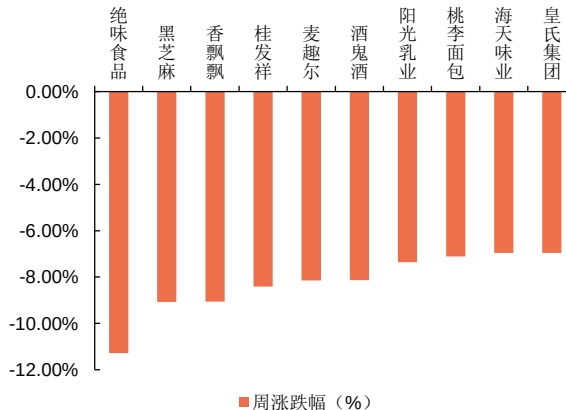
个股方面，本周甘源食品（+4.44%）、ST 西发（+3.08%）、千味央厨（+2.57%）、口子窖（+2.15%）、盐津铺子（+0.23%）等涨幅居前。

图13：食品饮料行业本周涨幅前 10 名



资料来源：Wind，申港证券研究所

图14：食品饮料行业本周跌幅前 10 名

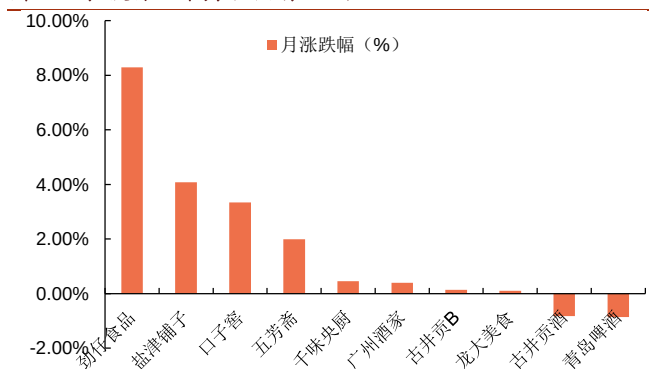


资料来源：Wind，申港证券研究所

本月以来，劲仔食品（+8.29%）、盐津铺子（+4.08%）、口子窖（+3.34%）、五芳斋（+1.99%）、千味央厨（+0.45%）涨幅居前。

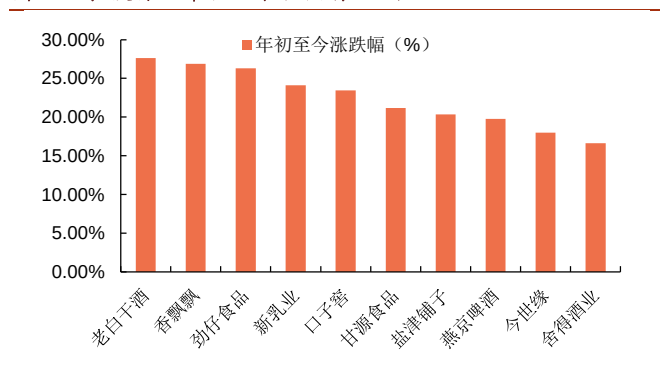
年初至今，老白干酒（+27.61%）、香飘飘（+26.86%）、劲仔食品（+26.29%）、新乳业（+24.11%）、口子窖（+23.46%）涨幅居前。

图15：食品饮料行业本月涨幅前10名



资料来源：Wind，申港证券研究所

图16：食品饮料行业年初至今涨幅前10名



资料来源：Wind，申港证券研究所

本周北上资金增持个股主要为迎驾贡酒（+0.97pct）、今世缘（+0.88pct）、老白干酒（+0.82pct）、口子窖（+0.73pct）、千禾味业（+0.69pct）。本周北上资金减持个股主要为安琪酵母（-1.48pct）、中炬高新（-0.62pct）、洽洽食品（-0.6pct）、伊利股份（-0.58pct）、金达威（-0.57pct）。

（括号内为沪（深）股通持股占自由流通股比例较前一周增减的百分点幅度）

表2：食品饮料行业部分公司沪（深）股通持股占自由流通股比例变化

证券代码	证券简称	本周末	上周末	本周变动 (PCT)
600298.SH	安琪酵母	9.2014	10.6828	-1.48
600872.SH	中炬高新	5.9700	6.5885	-0.62
002557.SZ	洽洽食品	34.7510	35.3515	-0.60
600887.SH	伊利股份	18.8129	19.3970	-0.58
002626.SZ	金达威	1.3590	1.9267	-0.57
600597.SH	光明乳业	2.2076	2.5326	-0.32
603288.SH	海天味业	27.4321	27.7547	-0.32
002507.SZ	涪陵榨菜	11.9260	12.1964	-0.27
603043.SH	广州酒家	10.4628	10.6770	-0.21
002304.SZ	洋河股份	7.4528	7.6310	-0.18
605499.SH	东鹏饮料	14.0454	14.1844	-0.14
603345.SH	安井食品	8.5844	8.7227	-0.14
600519.SH	贵州茅台	16.4271	16.5635	-0.14
002946.SZ	新乳业	1.8316	1.9312	-0.10
000895.SZ	双汇发展	11.5029	11.5923	-0.09
000860.SZ	顺鑫农业	3.9156	4.0050	-0.09
000869.SZ	张裕 A	4.4838	4.5676	-0.08
300146.SZ	汤臣倍健	11.4181	11.4652	-0.05
600882.SH	妙可蓝多	1.9946	1.9985	0.00
000799.SZ	酒鬼酒	4.8971	4.8985	0.00
600199.SH	金种子酒	0.0000	0.0000	0.00
603057.SH	紫燕食品	0.0000	0.0000	0.00
002840.SZ	华统股份	0.0000	0.0000	0.00
600702.SH	舍得酒业	0.0374	0.0374	0.00
603156.SH	养元饮品	0.0542	0.0542	0.00

证券代码	证券简称	本周末	上周末	本周变动 (PCT)
603719.SH	良品铺子	0.0604	0.0604	0.00
600305.SH	恒顺醋业	0.6229	0.6229	0.00
603919.SH	金徽酒	1.3934	1.3604	0.03
603517.SH	绝味食品	5.9731	5.9381	0.03
600197.SH	伊力特	0.6592	0.6038	0.06
002216.SZ	三全食品	5.0668	4.9868	0.08
000596.SZ	古井贡酒	6.5022	6.4023	0.10
600600.SH	青岛啤酒	8.6384	8.5239	0.11
000858.SZ	五粮液	14.6641	14.4817	0.18
600779.SH	水井坊	17.7242	17.4734	0.25
603170.SH	宝立食品	1.0282	0.7130	0.32
000568.SZ	泸州老窖	7.7571	7.4413	0.32
600132.SH	重庆啤酒	22.3747	22.0552	0.32
002461.SZ	珠江啤酒	5.9657	5.6436	0.32
002568.SZ	百润股份	5.6944	5.3625	0.33
600809.SH	山西汾酒	11.1967	10.7664	0.43
603317.SH	天味食品	8.0368	7.5677	0.47
002847.SZ	盐津铺子	6.2926	5.6755	0.62
603866.SH	桃李面包	18.8680	18.2459	0.62
000729.SZ	燕京啤酒	9.7693	9.1305	0.64
300973.SZ	立高食品	2.0268	1.3831	0.64
603027.SH	千禾味业	9.1382	8.4466	0.69
603589.SH	口子窖	4.3625	3.6282	0.73
600559.SH	老白干酒	3.5916	2.7714	0.82
603369.SH	今世缘	5.1248	4.2467	0.88
603198.SH	迎驾贡酒	5.6750	4.7039	0.97

资料来源：Wind，申港证券研究所

3. 行业动态

绝味食品：筹划发行 H 股，在港股上市

据公司 3 月 7 日发布的公告称，绝味食品拟在境外发行股份（H 股）并在香港联合交易所有限公司上市，相关负责人称，此次上市是为了“加快公司的国际化战略，增强境外融资能力”；但在此之前，绝味食品净利润连续跳水、业绩一路下滑，因此本次上市可能是增强企业融资能力，寻求扩充资本的举动。

燕京啤酒：推出首款“玻尿酸”啤酒

据燕京啤酒官网微信公众号发布文章显示，燕京啤酒在京东、天猫、抖音等线上全渠道发布了首款透明质酸钠啤酒——“燕京狮王 12 度玻光酿玫瑰葡萄精酿啤酒”，据平台上架产品显示，该款产品“330ml×6 瓶”售价 299 元，单瓶价格高达 50 元，主要面向女性消费者。

金种子酒：人事调整继续进行中

近日，据公司发布公告宣布免去贾光明安徽金种子有限公司党委书记、董事长职务，同时在金种子集团干部大会上宣布谢金明将任安徽金种子集团有限公司党委

书记并提名董事长人选。

雅士利：私有化已达成所有先决条件

2023年3月9日，蒙牛与雅士利联合公告称，继完成多美滋中国出售案后，25%雅士利收购案已于当日完成。截至该公告日期，所有计划先决条件已达成。

在已达成所有计划先决条件的情况下，雅士利私有化提案的实施仅须待计划条件（其中包括于法院会议上批准计划）达成或获豁免（如适用）后方可作实。去年5月，蒙牛与达能宣布“拆伙”，达能将向蒙牛出售所持有的双方低温业务合营公司20%股权和雅士利25%的股权，同时从雅士利手中买回多美滋中国。

卫龙：高管变动，有玛氏和亿滋工作经验

2023年3月3日，卫龙公告成立海外事业发展中心，任命现执行董事、首席财务官兼高级副总裁彭宏志兼任该中心负责人，任命洪星容为公司副总裁，负责公司销售中心的管理工作，后者在1999年加入玛氏中国，历任各区域高级销售经理、华南区销售总经理，于去年加入卫龙。卫龙还任命李卫洪为公司副总裁，负责公司供应链中心的管理工作，其在1997年加入亿滋国际，历任华东区制造总经理、供应链人力资源总监、越南整合供应链总监、亚洲中东非洲供应链流程改善总监及全球项目领导（供应链数字化项目），于去年加入卫龙。

菊乐：IPO已受理

近日，深交所发行上市审核信息公开网站显示，四川菊乐食品股份有限公司IPO“已受理”，预计融资金额13.6亿元，保荐机构为中信建投证券股份有限公司。该企业主营业务为含乳饮料及乳制品的研发、生产和销售，“坚持使用生牛乳”为生产原则，采取“差异化、大单品”产品竞争策略。该企业在2018年含乳饮料行业的市场占有率排第九，但四川以外地区知名度不足，招股书中将伊利、蒙牛、新乳业等企业列为竞争对手。

中国茶叶：更新IPO招股书，去年上半年营收14亿元

近日，中国茶叶股份有限公司再更新主板IPO招股书，获上交所受理，本次拟募资11.4亿元。资料显示，2022上半年公司营收为14.23亿元。小食代也曾介绍，该企业下游客户有统一、农夫山泉、三得利等国内外饮料生产企业。早在2020年，中茶股份与澜沧古茶一度让业界猜测谁能成为A股“茶叶第一股”，但后者日前转战港股，如今中国茶叶也再度闯关A股。

达美乐中国：重启IPO，今年拟新开180家店

2023年3月8日，达美乐比萨在华运营商达势股份有限公司于再次披露通过港交所聆讯后的资料集，这意味着达美乐中国已重启IPO。据弗若斯特沙利文的报告，按2022年销售收入计算，达美乐中国是中国第三大比萨公司，同时也是中国前五大比萨品牌中增长最快的公司。其在2022年门店数净增120家，计划在今年开设约180家新店。

广州酒家：拟6000万元参设预制菜基金

3月7日晚间，广州酒家发布公告，公司拟与广东省农业供给侧结构性改革基金管理有限公司、千行资本、广东省预制菜母基金等，共同设立广东广梅预制菜产业投资基金合伙企业（有限合伙）。该基金主要围绕预制菜、食品加工产业链及食材产业链等相关产业进行投资，全体合伙人认缴出资总额2亿元，广州酒家作为有限合伙人拟出资6000万元，占30%份额。

公告介绍，本次拟成立的预制菜基金，主要投资于广东省内农业领域经营性股权投资项目，重点投向预制菜、食品加工产业链及食材产业链等。投资方式为参与农业产业链未上市公司股权投资以及参与农业产业链上市公司定增、并购重组和私有化等。

蒙牛乳业：投资 50 亿元助力国家“学生饮用奶计划”

蒙牛乳业宿迁有限公司（以下简称“宿迁蒙牛”）投资 50 亿元扩建二期蒙牛产业园，将增设学生奶生产线，实现“就地养殖、就地加工、就地消费”的推广模式，为淮海地区青少年学生供应“学生饮用奶”。

据介绍，二期项目预计今年全面建成投产，可创造年产值 30 亿元、年利税 1 亿元。宿迁蒙牛成立于 2010 年 9 月，自投产至 2022 年，累计创造产量 138 万吨、产值 125 亿元、营业收入 115 亿元，累计纳税 3.5 亿元。2022 年，企业被授予宿迁市食品产业链主企业。

完达山乳业：推出五大子品牌全新概念新产品

2023 年 3 月 6 日，完达山乳业南京召开了主题为“奋楫笃行，万里可期”2023 年度北大荒完达山液奶新品发布会暨经销商大会，重磅发布液奶黑沃、乳此新鲜、妍轻、艾菲娅和益养 100 五大子品牌各新品，展现了完达山乳业液奶板块全新的产品矩阵和高端液奶产品布局。

南侨食品：2 月营收增逾 45%

3 月 10 日晚间，南侨食品发布 2023 年 2 月营业收入简报，实现合并营业收入 2.34 亿元，同比增长 45.08%。

此前 1 月，公司实现合并营业收入 2.21 亿元，同比下降 17.06%；归母净利润 1272.07 万元，同比减少 52.91%。公司解释称，“2023 年春节早于去年且部分区域物流提前停运，导致 1 月配送天数同比减少，对销量及营业收入产生了一定的影响，进而影响本月净利润。”

4. 风险提示

食品质量及食品安全风险、疫情影响有所反复、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上