

2024年04月30日

啤酒

SDIC

行业专题

证券研究报告

啤酒：原材料成本的毛利率敏感性分析

■ **大麦：澳麦“双反”政策取消，大麦价格持续下跌。**从啤酒厂商的原材料采购模式看，国内大部分啤酒企业往往选择于年底采用多元化方式降低原料成本波动风险。得益于澳麦“双反”政策的终止，预计2024年我国或将重新向澳大利亚进口大麦，将进一步降低我国大麦的整体采购成本，啤酒企业的原料成本压力有望缓解，盈利能力进一步释放。**啤酒厂商能够以2023年年底的较低价格提前控制未来一年大麦成本价，有望缓解2024年啤酒企业的原料成本压力。**

■ **包材：包材价格整体回落，降低成本端支出。**瓦楞纸价格仍在回落区间，2024年其主要原料废旧黄板纸价格可能继续承压，成本端对瓦楞纸价格走势支撑不足。**平板玻璃市价预计将保持平稳，或有小幅提升，承压有限。**2023年全年玻璃消费良好，以致临近年末多数厂家库存压力不大，让利出货的现象较少，以往玻璃行业在年末常见的“冬储”现象减弱。**铝价预计稳中有降，减轻酒企成本压力。**预计2024年国内铝供给先低后高，需求前强后弱，上半年将呈现震荡回升趋势，下半年价位有所下降，一定程度上减轻啤酒厂商的成本端压力。

■ **毛利率敏感性测算：青岛啤酒提前控制大麦价格，增加铝材招标次数。**基于大麦价格下跌10%-15%、包材成本低位震荡的预期，**预计青岛啤酒毛利率将上升0.9pct至1.4pct。**华润啤酒推动振兴国麦种植，提高包材采购频率。**基于大麦价格下跌10%、包材成本维持低位的预期，华润啤酒毛利率预计将上升0.6pct。**重庆啤酒年初提前控制大麦成本，铝材开展套期保值。**基于大麦价格下跌7%、包材成本下降1%的预测，重庆啤酒毛利率预计将上升0.9pct，利润弹性较大。**燕京啤酒优先集团内部供应，期货采购控制成本。**基于大麦价格下跌5%、包材成本低位无明显变化的预测，燕京啤酒毛利率预计将上升0.7pct。**

■ **投资建议：原材料成本压力缓解，重视啤酒龙头毛利率弹性。**展望2024年，啤酒企业成本端压力确定性改善，大麦价格持续下跌，包材价格整体回落，盈利能力弹性有望释放。当前板块整体估值水平已具备配置性价比，**推荐青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒。**展望2024年，啤酒企业成本端压力确定性改善，大麦价格持续下跌，包材价格整体回落，盈利能力弹性有望释放。具体而言，由于各家酒企原材料成本占比略有差别，且平滑成本方式及期限存在差异，原材料成本下降对**青岛啤酒、重庆啤酒**带来的的毛利率弹性相对更大，由于当前板块整体估值水平已具备配置性价比，**推荐青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、华润啤酒。**

■ **风险提示：敏感性测算假设条件变化、需求不及预期、竞争格局恶化**

投资评级 **领先大市-A**
首次评级

首选股票	目标价(元)	评级
600600 青岛啤酒	110.00	买入-A
600132 重庆啤酒	87.00	买入-A
000729 燕京啤酒	11.55	买入-A
00291 华润啤酒	62.9	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.6	-0.5	-17.9
绝对收益	0.9	9.2	-28.0

赵国防 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

胡家东 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523070001

hujd@essence.com.cn

相关报告

目 录

1. 酿酒原料+包材价格下降，啤酒生产成本有望进一步下行.....	3
1.1. 澳麦“双反”政策取消，大麦价格持续下跌.....	3
1.2. 包材价格整体回落，降低成本端支出.....	5
2. 代表啤酒企业毛利率原材料敏感性测算.....	7
2.1. 青岛啤酒：提前控制大麦价格，增加铝材招标次数.....	7
2.2. 华润啤酒：推动振兴国麦种植，提高包材采购频率.....	8
2.3. 重庆啤酒：年初提前控制大麦成本，铝材开展套期保值.....	9
2.4. 燕京啤酒：优先集团内部供应，招标采购控制成本.....	10
3. 投资建议：原材料成本压力缓解，重视啤酒龙头毛利率弹性.....	12
4. 风险提示.....	12

目 录

图 1. 青岛啤酒成本拆分.....	3
图 2. 青岛啤酒直接成本拆分.....	3
图 3. 2017-2024Q1 中国大麦进口数量（吨）.....	4
图 4. 2017-2024Q1 中国进口大麦平均单价（美元/吨）.....	4
图 5. 瓦楞纸市场价格走势（元/吨）.....	5
图 6. 平板玻璃市场价格走势（元/吨）.....	5
图 7. 铝平均价走势（元/吨）.....	6
图 8. 打包易拉罐平均价走势（元/吨）.....	6
图 9. 2023 年青岛啤酒直接材料成本结构.....	7
图 10. 2015-2023 年青岛啤酒啤酒毛利率走势.....	7
图 11. 2023 年华润啤酒直接材料成本结构.....	8
图 12. 2015-2023 年华润啤酒啤酒毛利率走势.....	8
图 13. 2023 年重庆啤酒直接材料成本结构.....	9
图 14. 2015-2023 年重庆啤酒啤酒毛利率走势.....	9
图 15. 2023 年燕京啤酒直接材料成本结构.....	10
图 16. 2015-2023 年燕京啤酒啤酒毛利率走势.....	10

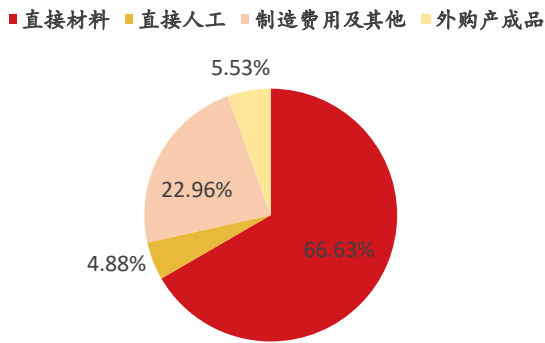
表 1: 此处录入标题.....	错误!未定义书签。
表 2: 此处录入标题.....	错误!未定义书签。

1. 酿酒原料+包材价格下降，啤酒生产成本有望进一步下行

酿酒原料和包材是啤酒成本端的核心构成要素。酿酒原料主要包括大麦、啤酒花、水和酵母等，其中大麦是啤酒的主要原料，价格受到地域、季节等因素波动较大，因此是主要的研究对象，其余原材料成本相对较低且价格波动较小。包材即指啤酒的包装材料，也是啤酒生产成本的另一个重要组成部分。包材基于罐装、瓶装、桶装等不同包装形式，涵盖纸箱、玻璃、易拉罐等材料。

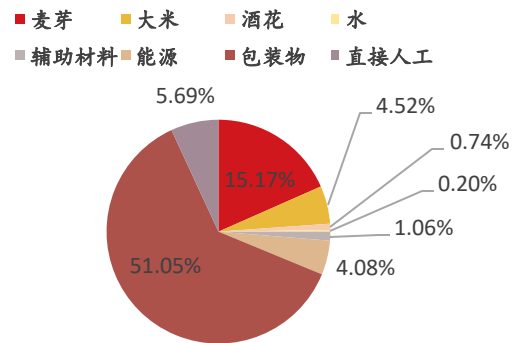
从青岛啤酒 2023 年成本构成结构来看，直接材料占比 66.63%，直接人工占比 4.88%，制造费用及其他占比 22.96%，外购产成品占比 5.53%。详细来看，2023 年青岛啤酒直接成本中包装物占比最高，达 51.05%；其次为麦芽，约 15.17%；再者为直接人工，占比 5.69%；大米占比 4.52%，能源占比 4.08%，其余占比约 2% 左右。由此可见，酿酒原料价格和包材价格是啤酒成本端研究的重点方向。

图1. 青岛啤酒成本拆分



资料来源：青岛啤酒 2023 年年报，国投证券研究中心

图2. 青岛啤酒直接成本拆分



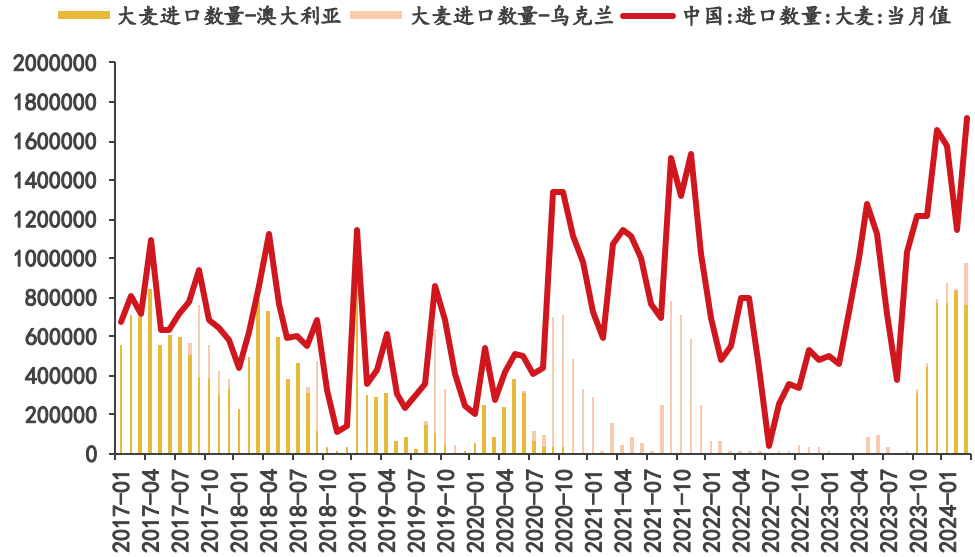
资料来源：青岛啤酒 2023 年年报，国投证券研究中心

1.1. 澳麦“双反”政策取消，大麦价格持续下跌

我国大麦需求依赖进口满足。“双反”政策出台前，澳大利亚是中国第一大进口大麦来源国，我国有七成以上进口大麦均来自澳大利亚。澳大利亚的低价出口策略叠加中澳双方签署的《中澳自贸协定》，使得澳麦在国内获得了相对竞争优势，其大麦出口价显著低于其他大麦主产国。此外，海外国家大麦种植规模化程度高、品质好、价格低的特点对国产大麦造成了巨大冲击，导致国内大麦种植规模持续下滑，规模经济的降低进一步引发了成本上升，使大麦的经济效益远低于小麦等其他农作物，形成恶性循环。

“双反”政策大大缩减澳麦进口量。2020 年 5 月 19 日，中国开始对原产于澳大利亚的进口大麦实施反倾销、反补贴措施。受澳麦“双反”政策影响，2020 年下半年至 2023 年上半年中国从澳大利亚进口的大麦数量直线下降，长期处于 0 附近，但中国进口大麦总量并没有相应减少，国内需求仍待满足，因此国内大部分企业转而向乌克兰、法国、加拿大等国大量进口大麦。借此势头，2020 年乌克兰取代澳大利亚成为我国进口大麦第一大来源国。然而随着俄乌战争的愈演愈烈，乌克兰进口大麦数量下滑明显，转而向加拿大及法国进口大麦。

图3. 2017-2024Q1 中国大麦进口数量 (吨)

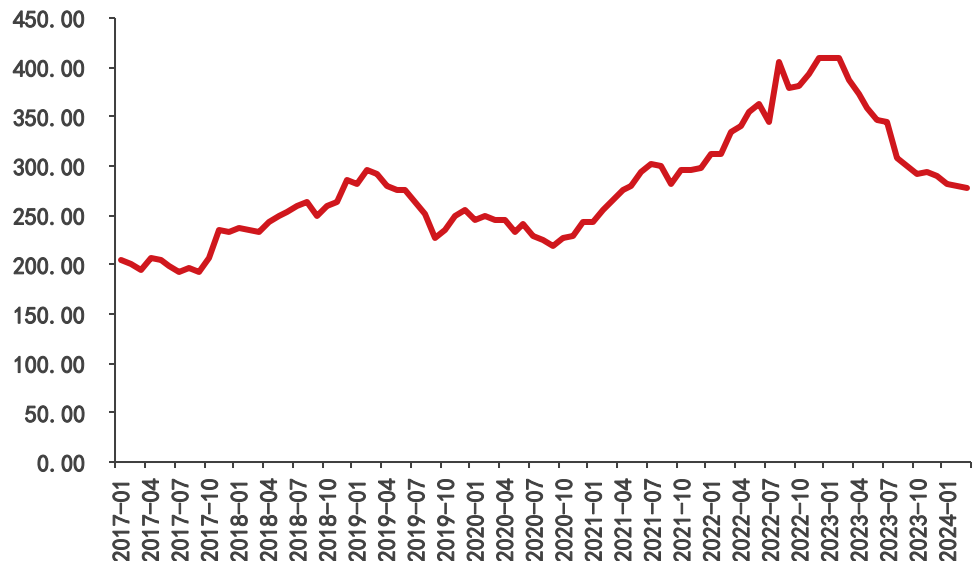


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

啤酒企业 2021-2022 年成本端压力较大。我国的大麦进口价格自“双反”政策实施后的 2020 年下半年起持续保持走高态势，直到 2023 年才有所回落，截至 2024 年 3 月进口平均单价达 276.91 美元/吨。近年来全球大麦价格持续上涨，2020 年新冠疫情爆发后，美联储为应对经济冲击采取了较为宽松的货币政策，然而此举亦引发了全球通胀的加剧和大宗商品价格的上涨，大麦价格随之水涨船高。2022 年更是受到俄乌冲突、法国大旱、国际粮食危机等因素的持续冲击，下半年大麦在国际市场上的价格涨幅明显，于 2022 年 12 月月平均进价上涨到了 410.42 美元/吨的历史性高位。

2023 年起，我国大麦进口价格持续环比回落，全年降幅 29.5%，2024 年 3 月环比降幅 1.17%，同比降幅高达 28.55%。全球疫情对于大麦价格的冲击已逐渐褪去，随着各国经济的复苏和贸易环境的改善，大麦价格回落态势明显，环比开始走弱，同比涨幅大幅收窄。得益于澳麦“双反”政策的终止，预计 2024 年我国或将重新向澳大利亚进口大麦，将进一步降低我国大麦的整体采购成本，啤酒企业的原料成本压力有望缓解，盈利能力进一步释放。

图4. 2017-2024Q1 中国进口大麦平均单价 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

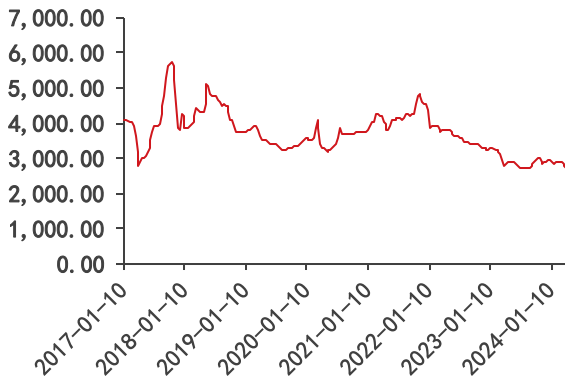
从啤酒厂商的原材料采购模式看，国内大部分啤酒企业往往选择于年底采用多元化方式降低原料成本波动风险。因此 2023 年年内出台的终止“双反”措施并不会对 2023 年啤酒生产成本产生显著影响，2023 年大麦成本压力仍较为明显。但持续下降的大麦价格将对 2024 年的啤酒企业带来明显的利好影响，啤酒厂商能够以 2023 年年底的较低价格提前控制未来一年大麦进口价，有望缓解 2024 年啤酒企业的原料成本压力。

1.2. 包材价格整体回落，降低成本端支出

瓦楞纸价格仍处在回落区间。2022 至 2023 年瓦楞纸市价处在回落期，截止 2024 年 4 月 20 日，其市价为 2713.30 元/吨，同比下降 5.31%，相较 2022 年同期下跌 28.83%。瓦楞纸市场供需矛盾明显，2023 年受到进口关税调整、需求持续疲软以及成本下滑等多重因素影响，价格持续低迷。需求端来看，目前下游需求未出现明显改善迹象，叠加纸厂库存压力较大，纸价仍有可能进一步下跌。成本端来看，2024 年至今瓦楞纸主要原料废旧黄板纸价格持续下跌，并可能继续承压，成本面对瓦楞纸价格走势亦支撑不足。需求端及成本端的弱化效应叠加将有效降低啤酒企业的成本压力。

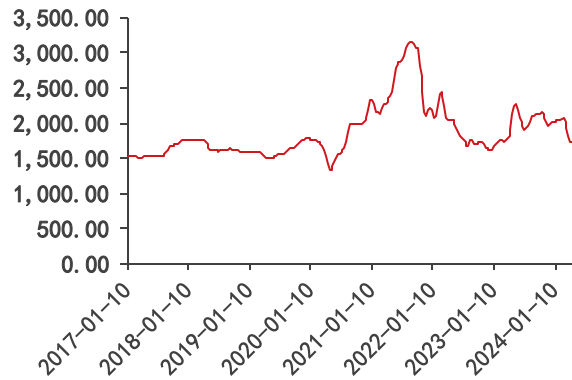
平板玻璃市价预计将保持平稳，或有小幅提升，承压有限。玻璃市价在 2023 年上半年出现小幅增长，下半年略有回落并保持震荡，于 2024 年年初至今呈现下降态势。截止 2024 年 4 月 20 日，其市价为 1729.70 元/吨，同比下跌 9.16%，环比下降 9.73%，部分承压。

图5. 瓦楞纸市场价格走势（元/吨）



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

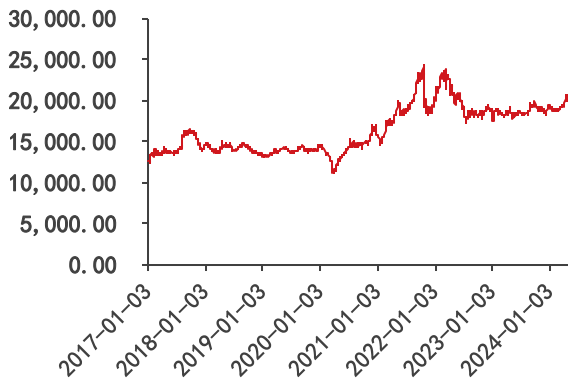
图6. 平板玻璃市场价格走势（元/吨）



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

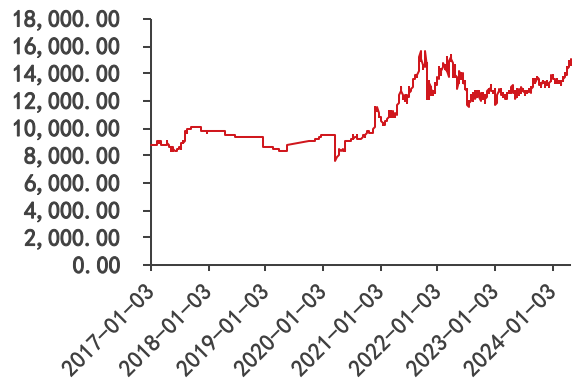
铝价预计稳中有降，减轻酒企成本压力。2020 至 2021 年间铝价出现大幅增长，铝价的飙升推高了从易拉罐到锡箔的一切成本，使酒企面临日益沉重的成本压力。2022 年上半年铝价有所下降，并自 2022 年下半年起至今呈现震荡小幅上行趋势。2024 年年初至今仍以当前价位震荡为主，4 月起出现小幅抬升，预计 2024 年国内铝供给先低后高，需求前强后弱，上半年将呈现震荡回升趋势，下半年价位有所下降，一定程度上减轻啤酒厂商的成本端压力。另有部分企业选择对冲，规避不利风险，如重庆啤酒便对铝进行套期保值，通过现货和期货价格的对冲保持成本稳定性。

图7. 铝平均价走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图8. 打包易拉罐平均价走势 (元/吨)



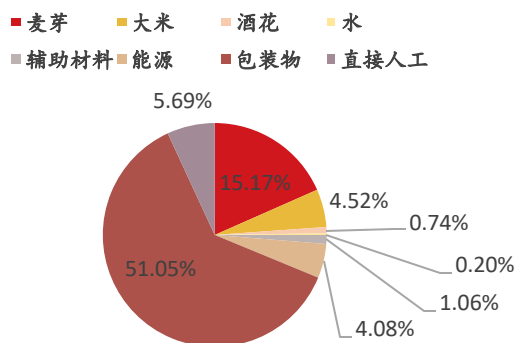
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

2. 代表啤酒企业毛利率原材料敏感性测算

2.1. 青岛啤酒：提前控制大麦价格，增加铝材招标次数

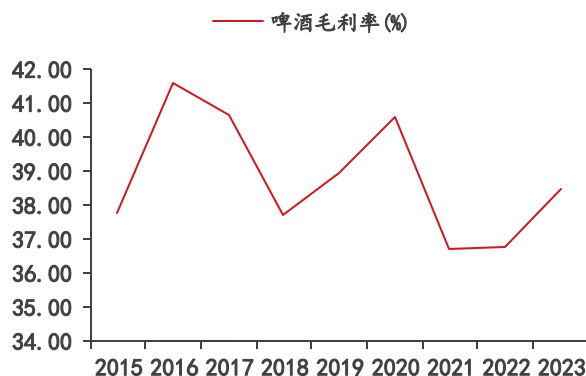
青岛啤酒直接材料成本占比 82.51%，其中麦芽 15.17%、大米 4.52%、酒花 0.74%、水 0.20%、辅助材料 1.06%、能源 4.08%、包装物 51.05%、直接人工 5.69%。

图9. 2023 年青岛啤酒直接材料成本结构



资料来源：青岛啤酒 2023 年年报，国投证券研究中心

图10. 2015-2023 年青岛啤酒啤酒毛利率走势



资料来源：Wind，国投证券研究中心

若麦芽/包装物成本下降 5%、10%、15%，毛利率将分别上升 0.5pct/1.6pct、0.9pct/3.1pct、1.4pct/4.7pct。

针对 2023 年澳麦价格大幅上涨的情形，公司转而增量采购法麦、加麦，并将采购范围扩大到阿根廷等南美国家，力争原料多元化，用以抵御其波动风险。此外，面对材料成本压力，公司选择提前采购全年所需大麦、铝材等原材料平滑成本，积极关注市场变化，控制、管理库存。

预计公司 2024 年麦芽价格将低双位数下降，包材价格维持低位。基于大麦价格下跌 10%-15%、包材成本低位震荡的预期，预计原材料成本下降因素将带来青岛啤酒毛利率上升 0.9pct 至 1.4pct。

表1：2024 年青岛啤酒毛利率影响敏感性测算

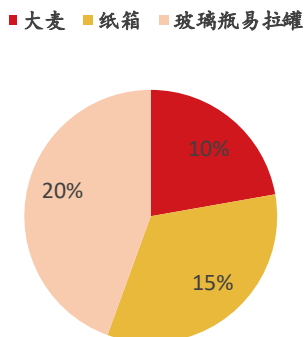
毛利率变动 (单位: pct)		包装材料价格变动幅度					
		0%	-5%	-8%	-10%	-13%	-15%
大麦价格变动幅度	0%	0.0	1.6	2.5	3.1	4.1	4.7
	-5%	0.5	2.0	3.0	3.6	4.5	5.2
	-10%	0.9	2.5	3.4	4.1	5.0	5.6
	-15%	1.4	3.0	3.9	4.5	5.5	6.1
	-20%	1.9	3.4	4.4	5.0	5.9	6.6

资料来源：青岛啤酒公司公告、国投证券研究中心，注：以 2023 年青岛啤酒年报数据为基础进行测算

2.2. 华润啤酒：推动振兴国麦种植，提高包材采购频率

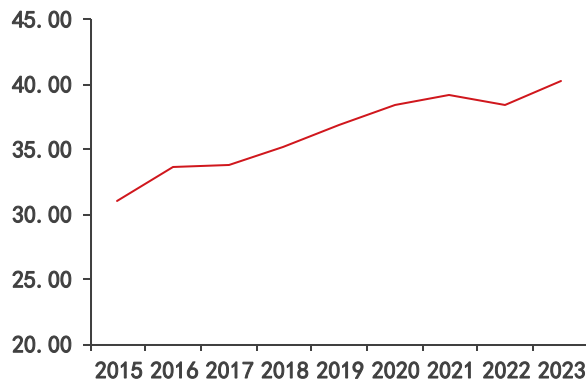
华润啤酒原材料成本大麦占比 10%，纸箱、玻璃瓶易拉罐等约占 15%+和 20%+。

图11. 2023 年华润啤酒直接材料成本结构



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图12. 2015-2023 年华润啤酒啤酒毛利率走势



资料来源：Wind，国投证券研究中心

若大麦/包装材料价格下滑 5%、10%、15%，产品毛利率相应上涨 0.3pct/1.0pct、0.6pct/2.1pct、0.9pct/3.1pct。

基于进口大麦价格大幅上涨的背景，华润啤酒与酒业协会、科研院校合作，提出“**振兴国麦种植**”战略，进行国麦标准化种植试点，从根上尝试推动解决进口麦芽“卡脖子”危机。

公司看好 2024 年成本改善情况，预计 2024 年大麦成本下降 10%左右，包材整体保持低位震荡。基于大麦价格下跌 10%、包材成本维持低位的预期，预计原材料成本下降因素将带来华润啤酒毛利率上升 0.6pct 左右。

表2：2024 年华润啤酒毛利率影响敏感性测算

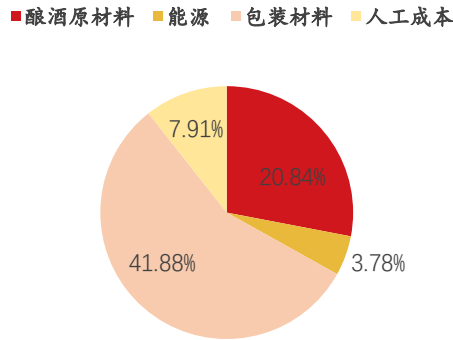
毛利率变动 (单位: pct)		包装材料价格变动幅度					
		0%	-5%	-8%	-10%	-13%	-15%
大麦价格变动幅度	0%	0.0	1.0	1.6	2.1	2.7	3.1
	-5%	0.3	1.3	1.9	2.3	3.0	3.4
	-10%	0.6	1.6	2.2	2.6	3.3	3.7
	-15%	0.9	1.9	2.5	2.9	3.5	4.0
	-20%	1.2	2.2	2.8	3.2	3.8	4.3

资料来源：华润啤酒公司公告、国投证券研究中心，注：以 2023 年华润啤酒数据为基础进行测算

2.3. 重庆啤酒：年初提前控制大麦成本，铝材开展套期保值

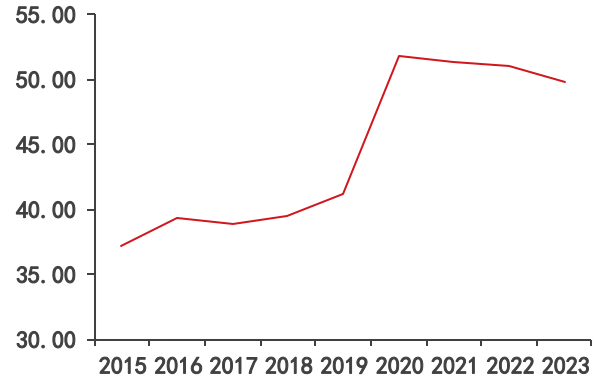
重庆啤酒直接材料成本占比 74.42%，其中酿酒原材料(包括麦芽、大米等)20.84%、能源 3.78%、包装材料 41.88%、直接人工 7.91%。

图13. 2023 年重庆啤酒直接材料成本结构



资料来源：重庆啤酒 2023 年年报，国投证券研究中心

图14. 2015-2023 年重庆啤酒啤酒毛利率走势



资料来源：Wind，国投证券研究中心（注：2020 年起统计口径发生变动）

若酿酒原材料/包装材料价格下跌 5%、10%、15%，将分别导致毛利率上升 0.5pct/1.1pct、1.0pct/2.1pct、1.6pct/3.2pct。

铝材作为啤酒生产相关的重要包装材料之一，市场价格具有高度波动性，公司对于铝进行套期保值，通过现货和期货价格的对冲保持成本稳定性，如 2023 年 5 月延续为期一年的铝材套期保值业务，借助金融衍生品交易对冲原材料价格波动的风险。

2024 年公司对于澳麦价格持谨慎乐观态度，依旧采取部分锁定澳麦价格的战略方法。2024 年公司大麦采购单价预期将下降 7%左右，包材压力不大，预计吨成本有 1%改善。基于大麦价格下跌 7%、包材成本下降 1%的预测，预计原材料成本下降因素将带来重庆啤酒毛利率上升 0.9pct，利润弹性较大。

表3：2024 年重庆啤酒毛利率影响敏感性测算

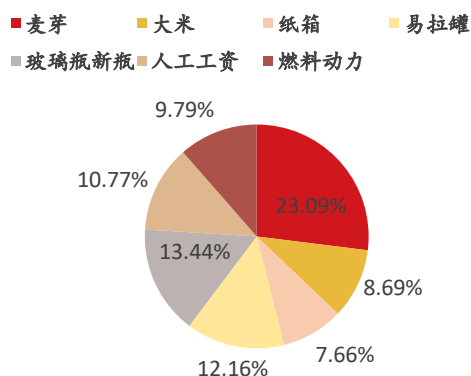
毛利率变动 (单位: pct)		包装材料价格变动幅度					
		0%	-5%	-8%	-10%	-13%	-15%
酿酒原材料价格变动幅度	0%	0.0	1.1	1.7	2.1	2.7	3.2
	-5%	0.5	1.6	2.2	2.6	3.3	3.7
	-10%	1.0	2.1	2.7	3.2	3.8	4.2
	-15%	1.6	2.6	3.3	3.7	4.3	4.7
	-20%	2.1	3.1	3.8	4.2	4.8	5.3

资料来源：重庆啤酒公司公告、国投证券研究中心，注：以 2023 年重庆啤酒年报数据为基础进行测算

2.4. 燕京啤酒：优先集团内部供应，招标采购控制成本

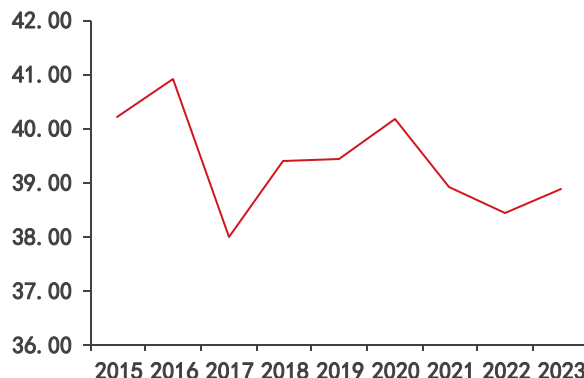
燕京啤酒直接材料成本占比约为 85.60%，其中麦芽 23.09%、大米 8.69%、燃料动力 9.79%、人工工资 10.77%、包装材料 33.26%（其中纸箱、易拉罐和玻璃瓶新瓶的占比分别为 7.66%、12.16%和 13.44%）。

图15. 2023 年燕京啤酒直接材料成本结构



资料来源：燕京啤酒 2023 年年报，国投证券研究中心

图16. 2015-2023 年燕京啤酒啤酒毛利率走势



资料来源：Wind，国投证券研究中心

若大麦/包装材料价格下降 5%、10%、15%，将相应带来毛利率 0.7pct/1.0pct、1.4pct/2.0pct、2.1pct/3.0pct 的向上变动。

鉴于小麦等原材料价格的大幅上涨，燕京啤酒通过期货采购来降低成本影响。针对进口大麦和部分包材等外购大宗原辅材料，公司统一采用**招标集中采购模式**，严格执行公司招标采购管理制度，以强化公司对原材料价格波动风险的管控。其中，易拉罐和纸箱等原材料公司**优先选择向子公司采购**，同时辅以部分外部采购，以最大限度地降低市场风险。

得益于全球大麦价格下跌，2024 年公司原材料成本将有所改善，但公司近三年原料配方都不涉及澳麦，且新的澳麦生产技术还需测试，因此 2024 年采购只会部分切换到澳麦，大麦平均采购成本的改善将弱于同行业其他公司，预计在 5%左右。由于在包材方面公司优先集团内部供应，因此受市场影响相对较小，预计 2024 年仍将保持低位态势。**基于大麦价格下跌 5%、包材成本低位无明显变化的预测，预计原材料成本下降因素将带来燕京啤酒毛利率上升 0.7pct 左右。**

表4：2024 年燕京啤酒毛利率影响敏感性测算

毛利率变动 (单位: pct)		包装材料价格变动幅度					
		0%	-5%	-8%	-10%	-13%	-15%
大麦价格变动幅度	0%	0.0	1.0	1.6	2.0	2.6	3.0
	-5%	0.7	1.7	2.3	2.7	3.3	3.8
	-10%	1.4	2.4	3.0	3.4	4.1	4.5
	-15%	2.1	3.1	3.7	4.1	4.8	5.2
	-20%	2.8	3.8	4.4	4.9	5.5	5.9

资料来源：燕京啤酒公司公告、国投证券研究中心，注：以 2023 年燕京啤酒年报数据为基础进行测算

为更明晰展现包装材料对燕京啤酒毛利率的影响情况，本文进一步拆分燕京啤酒包材内容并进行敏感性测算。纸箱/易拉罐/玻璃瓶 10%的降价将导致毛利率 0.5pct/0.7pct/0.8pct 的上涨。燕京啤酒在包材中对于玻璃瓶的价格变动更为敏感。

表5：2024 年燕京啤酒包材明细毛利率影响敏感性测算

毛利率变动 (单位: ppt)	-5%	-8%	-10%	-13%	-15%
纸箱价格变动幅度	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7
易拉罐价格变动幅度	0.4	0.6	0.7	1.0	1.1
玻璃瓶价格变动幅度	0.4	0.7	0.8	1.1	1.2

资料来源：公司公告、国投证券研究中心，注：以 2023 年燕京啤酒年报数据为基础进行测算

3. 投资建议：原材料成本压力缓解，重视啤酒龙头毛利率弹性

展望 2024 年，啤酒企业成本端压力确定性改善，大麦价格持续下跌，包材价格整体回落，盈利能力弹性有望释放。具体而言，由于各家酒企原材料成本占比略有差别，且降低原材料风险方式及期限存在差异，原材料成本下降对青岛啤酒、重庆啤酒带来的毛利率弹性相对更大，由于当前板块整体估值水平已具备配置性价比，推荐青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、华润啤酒。

表6：啤酒板块盈利预测表

代码	简称	股价 (元)	市值(亿 元)	2023	EPS			PE		
					2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600600.SH	青岛啤酒	79.31	894.21	3.13	3.69	4.23	23.89	21.49	18.75	
0291.HK	华润啤酒	35.75	1159.79	-	1.87	2.16	19.51	17.39	15.02	
600132.SH	重庆啤酒	68.05	329.34	2.76	3.00	3.28	24.06	22.67	20.78	
000729.SZ	燕京啤酒	9.80	276.22	0.23	0.33	0.42	37.73	30.01	23.17	

资料来源：wind、国投证券研究中心预测；注：股价及市值截至 2024 年 4 月 29 日，盈利预测采用 wind 一致预期

4. 风险提示

- 1) **敏感性测算假设条件变化**：本文相关测算主要基于 2023 年历史财务数据，如收入成本体量、原材料成本结构等因素发生较大变化，将使测算结果与实际情况存在一定偏差。
- 2) **需求不及预期**：当前宏观经济存在较大不确定性，将对企业经营业绩产生一定影响。
- 3) **竞争格局恶化**：各大啤酒企业对市场份额抢占的动作可能带来格局恶化。

目 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%及以上；

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%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投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。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

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