

2013-2-5

行业研究(深度报告)

评级 **看好** 维持

食品、饮料与烟草行业

大众品的黄金时代，白酒关注低估值品种

分析师：周密

☎ (8621)68751126

✉ zhoumi@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512020002

联系人：王奇玮

☎ (8621)68751126

✉ wangqw2@cjsc.com.cn

联系人：刘洁铭

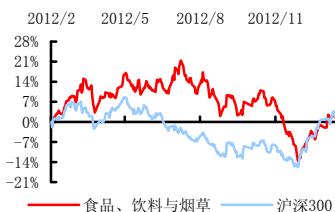
☎ (8621)68751126

✉ liujm@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

| 公司名称 | 公司代码 | 投资评级 |
|--------|------|------|
| 002582 | 好想你 | 推荐 |
| 002570 | 贝因美 | 推荐 |
| 600887 | 伊利股份 | 推荐 |
| 000895 | 双汇发展 | 推荐 |

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

《农林牧渔行业周报(1.28 -2.1) 肉鸡苗价格大幅上涨，猪价保持震荡》2013-2-3

《农林牧渔行业周报(1.21 -1.25) 仔猪价格回升，一号文件或于近期发布》2013-1-27

《农林牧渔行业周报(1.14 -1.18) 猪价涨幅趋缓，大豆产业酝酿补贴新政》2013-1-21

报告要点

■ 1月食品饮料板块跌幅4.04%跑输大盘，白酒拖累大众品表现优异

1月大盘走势强劲，单月涨幅6.5%。由于白酒板块受到压制，带动其他酒类同时下跌，导致食品饮料板块单月下跌4.04%，跑输大盘10.54%，排在所有一级子行业的最后一位。但肉制品、乳品和调味品的相对收益依旧明显，前两者绝对收益分别达到16.47%和14.75%，跑赢大盘9.97%和8.25%。

■ 本月观点：大众品的黄金时代，白酒关注低估值品种

明显受益于春节效应和旺季影响，几乎所有的大众品公司的1月份销售数据均呈现高增长，而由于旺季拉长带来的1季报超预期，实际上也是我们12月底年度策略领先市场重点推荐双汇、三全和露露的逻辑起点，经过近1个月的持续跟踪，我们发现这种高增长则不仅仅体现在淡旺季分布明显的肉制品或者速冻食品行业中，包括红枣加工(好想你)、酵母(安琪酵母)、粉丝(双塔食品)甚至啤酒(青岛啤酒)均在1月份获得超过50%的销售增长，这里需要注意的是重点提到50%的基数是因为今年元月份比上年生产销售天数多10天也即只有增长超过50%才能被理解为今年1月份的真实正增长。基于此，我们对于双汇、好想你和三全一季报的增速审慎预计分别为50%、30%和25%，考虑到不同品种的反弹时点和前期涨幅同时基于对乳制品行业整体的中长期看好，2月份我们投资组合为双汇(25%)、伊利(25%)、好想你(20%)、贝因美(20%)和光明乳业(10%)。

对于白酒板块，基本面(终端动销和一批价动态)仍无显著改善，特别是年后即将面临需求真空的局面，但考虑到资金面和市场情绪，我们建议逐步关注低估值的一二线品种，随时把握风向的转变和阶段性修复的可能。

■ 本月研究心得：食品饮料行业--分类的艺术

我们从行业空间和竞争格局入手，就成长和价值而言，从规模化增长的角度，我们建议关注处在“成长期+横向一体化”区域中的白酒、肉制品和速冻食品；而从效益型增长的角度，则可以在“纵向一体化”和“平衡或联盟”区域中优选红枣加工和乳制品，看点在于内部管理提升以及竞争格局改善之后费用率的潜在下降。

公司层面我们通过对于利润弹性的测算，从规模优化成长还是效益优化成长两个维度得出若需求的恢复好于预期，则双汇、伊利、三全和光明的弹性将会更大，而若成本的回落延续得更持久，则青岛啤酒和承德露露反弹的势能可能会更强劲；另外，乳制品行业本身较高的销售费用率以及相对稳定的“双寡头垄断”格局催化2013年费用率的进一步下降。

目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 市场前情回顾 | 5 |
| 二月月度观点 | 7 |
| 一月模拟投资组合表现回顾 | 8 |
| 二月模拟投资组合推荐 | 9 |
| 本月研究心得：食品饮料行业--分类的艺术 | 9 |
| 行业层面：对于收入和集中度的归纳（行业空间 VS 竞争格局） | 9 |
| 成长还是价值 | 9 |
| 生命周期和整合周期 | 10 |
| 公司层面：对于利润弹性的测算 | 11 |
| 规模优化成长还是效益优化成长 | 11 |
| 收入弹性和成本弹性 | 12 |
| 子行业重要数据点评 | 15 |
| 白酒行业：11 月行业收入增速略降，产量增速回落 | 15 |
| 葡萄酒行业：12 月份单月产量大幅上升，进口量减价升 | 16 |
| 啤酒行业：温麦期货稳定，12 月销量下降，均价微升 | 18 |
| 屠宰和肉制品行业：猪价小幅反弹，养殖利润大幅回升 | 19 |
| 液体乳和乳制品行业：产量大幅增长，进口奶粉数量维持高增长 | 20 |
| 调味发酵品行业：酵母出口数量微涨，食糖价格继续回落 | 22 |
| 综合食品行业：葵花籽价格回升，土豆批发价上涨 | 23 |
| 行业重点上市公司盈利指标追踪 | 23 |

图表目录

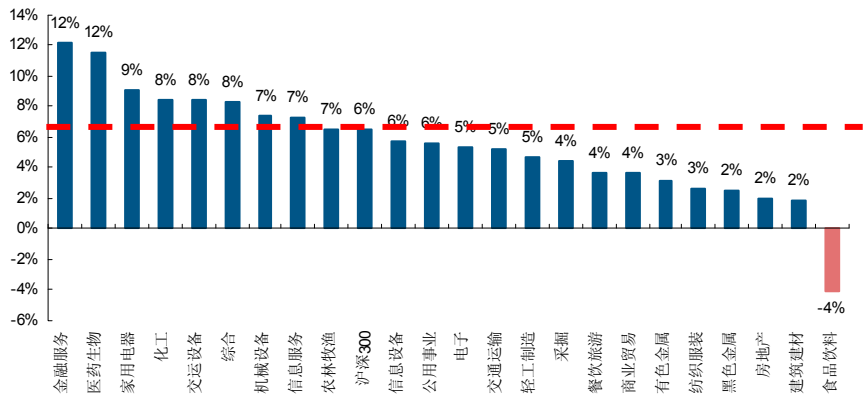
| | |
|--|----|
| 图 1: 9 月食品饮料行业跑赢大盘 | 5 |
| 图 2: 1 月份子行业中只有肉制品、乳品和调味品跑赢大盘 | 5 |
| 图 3: 食品饮料行业近一年走势 | 5 |
| 图 4: 食品饮料行业相对沪深 300 累计相对收益 | 5 |
| 图 5: 食品饮料行业与沪深 300 估值走势 | 6 |
| 图 6: 食品饮料行业相对估值 | 6 |
| 图 7: 食品饮料行业的绝对估值和相对沪深 300 估值 (TTM) | 6 |
| 图 8: 食品饮料行业的标配和超配情况: 截至四季度末超配 4.08 个点 | 6 |
| 图 9: 食品饮料行业历史估值水平: 2 月 1 日收盘食品饮料行业相对估值为 1.76 | 6 |
| 图 10: 细分白酒子行业的估值走势 | 7 |
| 图 11: 白酒和大众品的估值区分 | 7 |
| 图 12: 食品饮料主要细分子行业收入增速和集中度分布 | 10 |
| 图 13: 食品饮料主要细分子行业收入增速和集中度分布 | 11 |
| 图 14: 细分子行业利润对收入弹性与最近三年收入增速分布 | 12 |
| 图 15: 细分子行业利润对毛利率弹性与最近三年毛利率增速分布 | 12 |
| 图 16: 细分子行业利润对销售费率弹性与最近三年销售费率增速分布 | 12 |
| 图 17: EPS 增长 10% 所对应收入和成本弹性分布 | 14 |
| 图 18: EPS 增长 10% 对应的收入增长 | 14 |
| 图 19: EPS 增长 10% 所对应的毛利率 (销售费用率) 变化 | 14 |
| 图 20: EPS 增长 10% 所对应的毛利率变化 (百分点) | 14 |
| 图 21: EPS 增长 10% 所对应的销售费用率变化 (百分点) | 14 |
| 图 22: 原料变动造成的净利率变动排序 | 15 |
| 图 23: 12 月白酒产量上升, 同比增速回落 | 15 |
| 图 24: 11 月份白酒吨酒价格小幅下滑 | 15 |
| 图 25: 12 月份四川白酒产量同比增速上升 | 15 |
| 图 26: 12 月份贵州白酒产量下滑, 同比增速上升 | 15 |
| 图 27: 11 月份白酒行业累计收入增幅略有回升 | 16 |
| 图 28: 10 月份白酒行业利润累计同比增速持平 | 16 |
| 图 29: 500 元以上高端白酒价格略有下降 | 16 |
| 图 30: 中档白酒价格稳定且略有下降 | 16 |
| 图 31: 12 月葡萄酒当月产量有所上升, 同比增速上升 | 16 |
| 图 32: 11 月葡萄酒吨酒价格小幅反弹 | 16 |
| 图 33: 12 月山东葡萄酒行业产量回升, 同比上升 | 17 |
| 图 34: Live-ex500 与 Live-ex100 指数小幅回升 | 17 |
| 图 35: 11 月份葡萄酒行业收入小幅上升 | 17 |
| 图 36: 10 月份葡萄酒行业利润下降, 同比增速大幅提高 | 17 |
| 图 37: 12 月主要葡萄酒价格上涨 | 17 |
| 图 38: 11 月份葡萄酒进口量小幅上升, 价格小幅下降 | 17 |
| 图 39: 12 月装入 2 升以下容器葡萄酒进口量下降, 进口均价上升 | 17 |
| 图 40: 12 月份装入 2 升以上容器葡萄酒进口量下降、均价大幅上升 | 17 |

| | |
|---|----|
| 图 41: 12 月啤酒产量小幅回落, 同比增速下降 | 18 |
| 图 42: 11 月啤酒吨酒价格小幅上升 | 18 |
| 图 43: 澳大利亚大麦价格稳定微跌 | 18 |
| 图 44: 12 月份澳大利亚大麦进口量下降, 进口单价小幅下降 | 18 |
| 图 45: 11 月份啤酒行业收入同比增速回升 | 18 |
| 图 46: 11 月份啤酒行业利润下降, 同比增速提高 | 18 |
| 图 47: 1 月玉米现货价格小幅下降 | 19 |
| 图 48: 1 月大大豆现货价格基本持平 | 19 |
| 图 49: 1 月生猪, 猪肉, 仔猪价格略有上涨 | 19 |
| 图 50: 1 月份养殖利润有所下滑, 屠宰毛利下滑 | 19 |
| 图 51: 12 月生猪存栏量继续下降 | 20 |
| 图 52: 12 月母猪存栏量继续维持高位 | 20 |
| 图 53: 12 月生猪屠宰量继续下降 | 20 |
| 图 54: 12 月冷藏冷冻肉产量持续下降 | 20 |
| 图 55: 11 月份肉制品企业收入略降, 同比增速有所上升 | 20 |
| 图 56: 11 月份肉制品企业利润总额有所下降, 同比增速小幅上升 | 20 |
| 图 57: 12 月液体乳当月产量同比增速大幅回升 | 21 |
| 图 58: 12 月乳制品当月产量大幅回升 | 21 |
| 图 59: 12 月份全脂奶粉进口量上升, 价格持稳 | 21 |
| 图 60: 12 月份脱脂奶粉进口量上升, 价格小幅下降 | 21 |
| 图 61: 12 月进口婴幼儿奶粉数量同比增长 16.9% | 21 |
| 图 62: 1 月份生鲜乳价格略有上升 | 21 |
| 图 63: 11 月乳制品企业收入和增速继续下降 | 21 |
| 图 64: 10 月乳制品企业利润和增速略有下降 | 21 |
| 图 65: 12 月份活性酵母出口量上升, 价格回落 | 22 |
| 图 66: 12 月份酱油产量上升, 同比增速略有下降 | 22 |
| 图 67: 1 月南宁白糖现货价格小幅下跌 | 22 |
| 图 68: 5 月南宁糖蜜中间商报价回落到 880 元附近 (未更新) | 22 |
| 图 69: 11 月份调味品企业收入总额、同比增速略有上升 | 22 |
| 图 70: 10 月调味品企业利润总额增速小幅上升 | 22 |
| 图 71: 葵花籽国际现货价格略有回调 | 23 |
| 图 72: 土豆平均批发价较上月有所回升 | 23 |
| | |
| 表 1: 白酒股目前股价对应于 11 月之后历次下滑时点的差距 | 8 |
| 表 2: 模拟投资组合构建规则 | 8 |
| 表 3: 1 月份模拟投资组合 | 8 |
| 表 4: 2 月份模拟投资组合 | 9 |
| 表 5: 食品饮料细分子行业“生命周期-整合周期”归纳 | 10 |
| 表 6: 行业重点上市公司盈利预测与估值指标 | 23 |

市场前情回顾

1月大盘走势强劲，单月涨幅6.5%。由于白酒板块受到压制，带动其他酒类同时下跌，导致食品饮料板块单月下跌4.04%，跑输大盘10.54%。

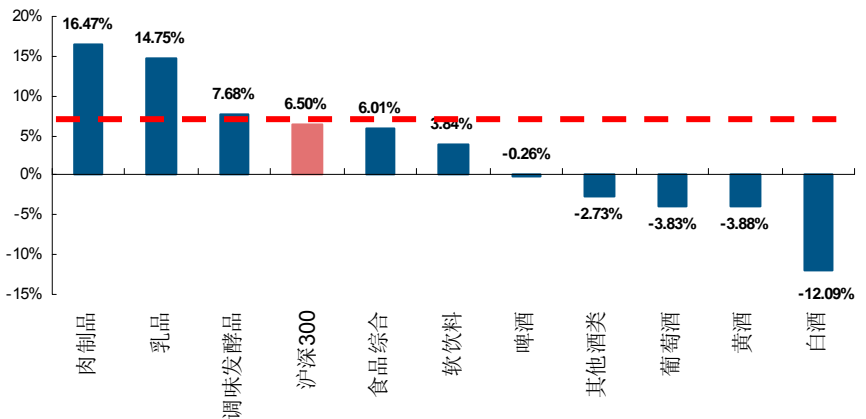
图 1：9月食品饮料行业跑赢大盘



资料来源：Wind，长江证券研究部

但就细分子行业而言，肉制品、乳品和调味品的相对收益依旧明显，前两者绝对收益分别达到16.47%和14.75%，跑赢大盘9.97%和8.25%，并不逊色于涨幅居前的金融医药大板块；白酒跌幅最大，达到12.09%。

图 2：1月份子行业中只有肉制品、乳品和调味品跑赢大盘

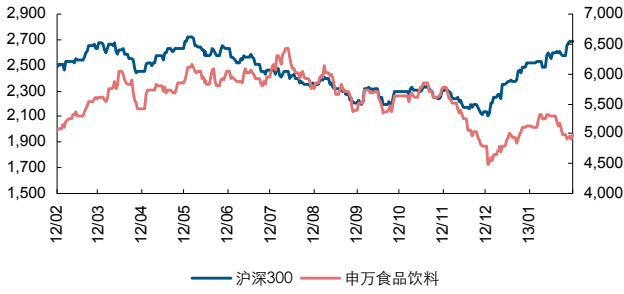


资料来源：Wind，长江证券研究部

大盘自12月5日开始反弹起食品饮料走势偏弱，特别是在1月份跑出负的相对收益。前期重仓白酒的资金流出导致行业估值修复不显著，截止到2月1日板块相对估值已经回落至1.76，与之对应的是食品饮料行业的超配比例从Q3的7%下滑到Q4的4%左右。白酒的整体估值为14.3X（12年的TTM），其中一线酒的估值水平仅为12.7X。

图 3：食品饮料行业近一年走势

图 4：食品饮料行业相对沪深300累计相对收益



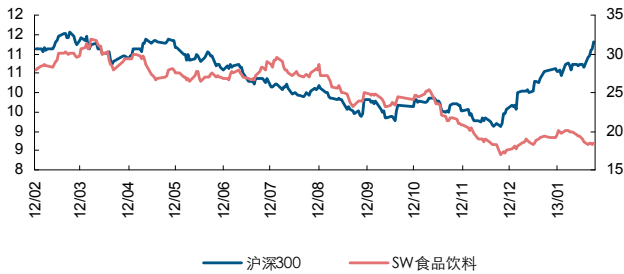
资料来源：长江证券研究部

图 5：食品饮料行业与沪深 300 估值走势



资料来源：长江证券研究部

图 6：食品饮料行业相对估值



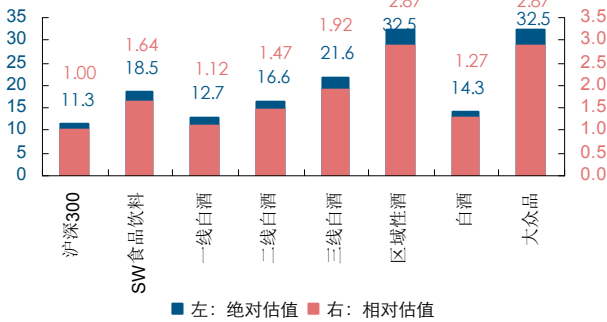
资料来源：长江证券研究部

图 7：食品饮料行业的绝对估值和相对沪深 300 估值 (TTM)

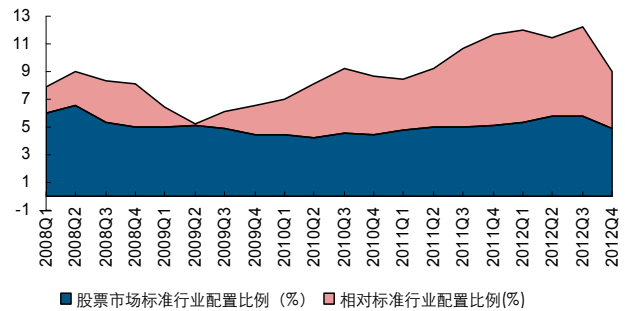


资料来源：长江证券研究部

图 8：食品饮料行业的标和超配情况：截至四季度末超配 4.08 个点

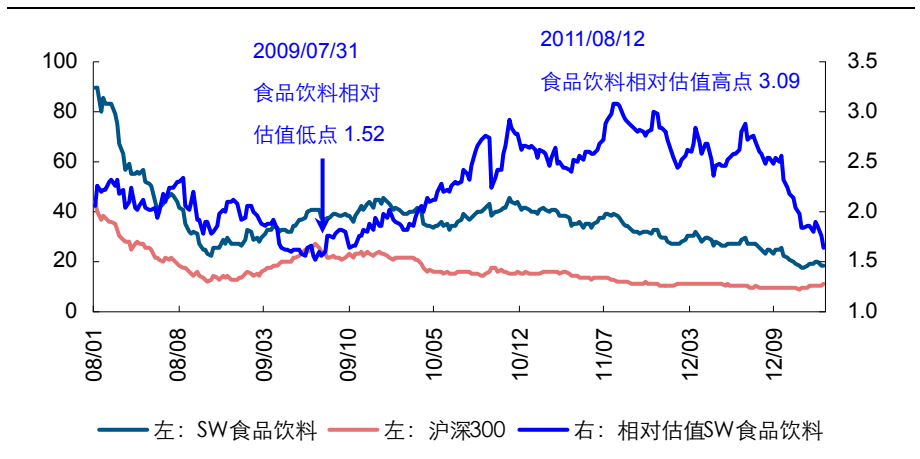


资料来源：长江证券研究部



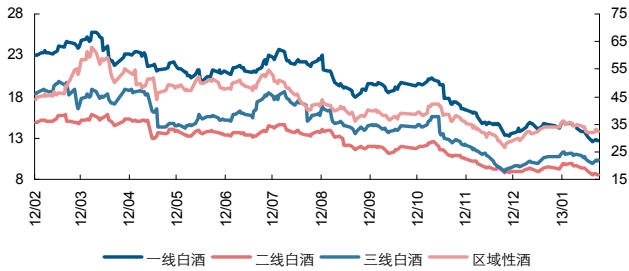
资料来源：长江证券研究部

图 9：食品饮料行业历史估值水平：2 月 1 日收盘食品饮料行业相对估值为 1.76



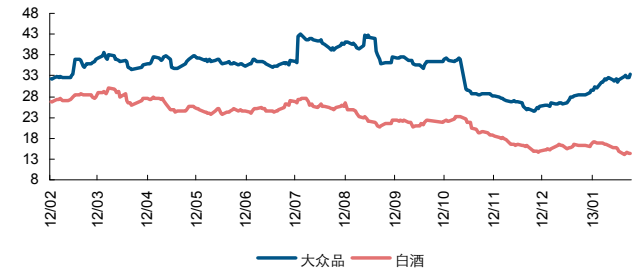
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 10：细分白酒子行业的估值走势



资料来源：长江证券研究部

图 9：白酒和大众品的估值区分



资料来源：长江证券研究部

二月月度观点

明显受益于春节效应和旺季影响，几乎所有的大众品公司的1月份销售数据均呈现高速增长，而由于旺季拉长带来的1季报超预期，实际上也是我们12月底年度策略领先市场重点推荐双汇、三全和露露的逻辑起点，经过近1个月的持续跟踪，我们发现这种高速增长则不仅仅体现在淡旺季分布明显的肉制品或者速冻食品行业中，包括红枣加工（好想你）、酵母（安琪酵母）、粉丝（双塔食品）甚至啤酒（青岛啤酒）均在1月份获得超过50%的销售增长，这里需要注意的是重点提到50%的基数是因为今年元月份比上年生产销售天数多10天也即只有增长超过50%才能被理解为今年1月份的真实正增长。基于此，我们对于双汇、好想你和三全一季报的增速审慎预计分别为50%、30%和25%，考虑到不同品种的反弹时点和前期涨幅同时基于对乳制品行业整体的中长期看好，2月份我们投资组合为双汇（25%）、伊利（25%）、好想你（20%）、贝因美（20%）和光明乳业（10%）。

对于白酒板块，基本面（终端动销和一批价动态）仍无显著改善，特别是年后即将面临需求真空的局面，但考虑到资金面和市场情绪，我们建议逐步关注低估值的一二线品种，随时把握风向的转变和阶段性修复的可能。

下表是我们整理自去年11月之后白酒股历次下滑的动因以及分别对应的幅度，在基本面无明显改善的背景下，我们建议关注前期跌幅较深的洋河、老窖和茅台。

表 1: 白酒股目前股价对应于 11 月之后历次下滑时点的差距

| | 动销下滑 | 食品安全 | 政策风险 | 反弹 | 政策风险强化和节 前一批价下滑 | 合计跌幅 |
|-------|-----------|------------|-----------|------------|--------------------|--------|
| | 2012/11/5 | 2012/11/19 | 2012/12/3 | 2012/12/24 | 2013/1/10 | |
| 五粮液 | -15.50 | -21.35 | -0.11 | 2.74 | -8.87 | -24.27 |
| 贵州茅台 | -13.81 | -10.79 | -5.29 | -0.97 | -15.02 | -25.94 |
| 泸州老窖 | -16.88 | -12.14 | -1.97 | 9.03 | -14.45 | -20.19 |
| 山西汾酒 | -21.19 | -13.27 | -0.14 | 12.47 | -18.82 | -23.73 |
| 洋河股份 | -14.29 | -14.73 | -12.39 | 11.25 | -19.99 | -30.80 |
| 古井贡酒 | -20.03 | -23.28 | 5.27 | 23.05 | -13.14 | -15.60 |
| 水井坊 | -17.60 | -26.34 | 2.35 | 7.00 | -12.26 | -28.59 |
| 酒鬼酒 | -16.67 | -42.58 | 7.07 | 10.78 | -16.94 | -48.49 |
| 老白干酒 | -12.71 | -20.57 | 8.18 | 23.12 | -7.55 | 6.69 |
| 沱牌舍得 | -20.57 | -25.50 | 11.51 | 20.58 | -16.58 | -17.12 |
| 金种子酒 | -21.13 | -18.57 | 1.27 | 18.34 | -7.87 | -12.03 |
| ST 皇台 | -17.86 | -13.48 | -0.96 | 12.38 | 4.37 | -7.65 |
| 伊力特 | -10.09 | -21.64 | 17.16 | 18.48 | -10.22 | -2.51 |
| 青青稞酒 | -19.11 | -21.18 | 8.31 | 12.08 | -13.45 | -23.63 |
| 一线酒 | -13.48 | -10.55 | 6.65 | 7.76 | -12.05 | -21.78 |
| 二线酒 | -13.70 | -6.54 | 4.41 | 9.37 | -14.51 | -21.26 |
| 三线酒 | -16.75 | -22.46 | 16.24 | 20.41 | -11.42 | -19.97 |
| 区域性酒 | -12.70 | -16.95 | 24.16 | 13.39 | -10.74 | -8.90 |

资料来源：长江证券研究部

一月模拟投资组合表现回顾

为使我们的基本面研究能够给予最后的投资操作更多指导意义，从去年 8 月份开始，我们便尝试自己模拟一个涵盖五只股票的投资组合，以便由资本市场来随时检验并促使我们反思自身的投资逻辑。模拟组合的构建规则如下：

表 1: 模拟投资组合构建规则

| 编号 | 规则 |
|----|--|
| 1) | 以 100 万资金为初始； |
| 2) | 每次均需使用全部资金（即仅考虑股票的配置，不考虑择时；或者，择时由股票属性代替）； |
| 3) | 资金配置到 5 只股票，配置比例最高的为 40%，最低的为 10%（即考虑股票配置集中性和分散性结合）； |
| 4) | 每月末调整组合，月内可调整一次（暂时对换手率没要求）； |
| 5) | 比较标准为申万食品饮料行业指数收益率。 |

资料来源：长江证券研究部

我们 1 月份的投资组合建议和表现如下：

表 2: 1 月份模拟投资组合

| 证券代码 | 股票简称 | 2013/1/4 | 2013/1/31 | 月度涨跌幅 | 投资组合 市值权重 |
|-----------|------|----------|-----------|--------|--------------|
| | | 开盘价 | 收盘价 | | |
| 000895.SZ | 双汇发展 | 58.01 | 68.00 | 17.22% | 25% |

| | | | | | |
|-----------|------|-------|-------|--------|--------|
| 600887.SH | 伊利股份 | 22.08 | 25.62 | 16.03% | 25% |
| 002216.SZ | 三全食品 | 23.06 | 26.81 | 16.26% | 20% |
| 000848.SZ | 承德露露 | 13.80 | 15.22 | 10.29% | 15% |
| 002661.SZ | 克明面业 | 31.69 | 30.85 | -2.65% | 15% |
| 组合收益 | | | | | 12.71% |
| SW 食品饮料 | | | | | -4.04% |
| 沪深 300 | | | | | 6.50% |
| 相对收益 | | | | | 6.21% |

资料来源：长江证券研究部

二月模拟投资组合推荐

依据我们对于接下来食品饮料行业走势的大致判断，2月份的投资建议为：

表 3：2 月份模拟投资组合

| 证券代码 | 股票简称 | 2013/2/1 投资组合 | | 业绩预测 | | |
|-----------|------|---------------|------|-------------|-------|-------|
| | | 开盘价 | 市值权重 | (Wind 一致预期) | | |
| | | | | 2012E | 2013E | 2014E |
| 000895.SZ | 双汇发展 | 68.3 | 25% | 2.75 | 3.53 | 4.43 |
| 600887.SH | 伊利股份 | 25.47 | 25% | 0.96 | 1.26 | 1.57 |
| 002582.SZ | 好想你 | 16.64 | 20% | 0.73 | 0.91 | 1.12 |
| 002570.SZ | 贝因美 | 26.7 | 20% | 1.15 | 1.44 | 1.76 |
| 600597.SZ | 光明乳业 | 10.00 | 10% | 0.26 | 0.35 | 0.46 |

资料来源：长江证券研究部

本月研究心得：食品饮料行业--分类的艺术

行业层面：对于收入和集中度的归纳（行业空间 VS 竞争格局）

成长还是价值

我们常说如何清晰地定义一个行业或者一家公司的发展前景是极其困难的事情。简单而言，对于一个行业最基本的区分来自成长型与价值型之辩，两种不同的基本面趋势进而会导致投资逻辑的分歧，就前者而言我们仅需买入行业增速最快的发展阶段，而针对后者我们需要跟踪的是行业的盈利拐点。

由此，我们在《从竞争战略到竞争优势—生猪屠宰环节盈利解码》中将所有食品饮料的细分子行业（代表性的如养殖、屠宰、肉制品、乳制品、调味发酵品、速冻食品、植物蛋白饮料和啤酒等）做过去三年收入增速的 CAGR 和产业集中度的二维散点图，依据分布的差距（收入增速=20%，集中度=30%）可以将细分子行业分成四个象限：

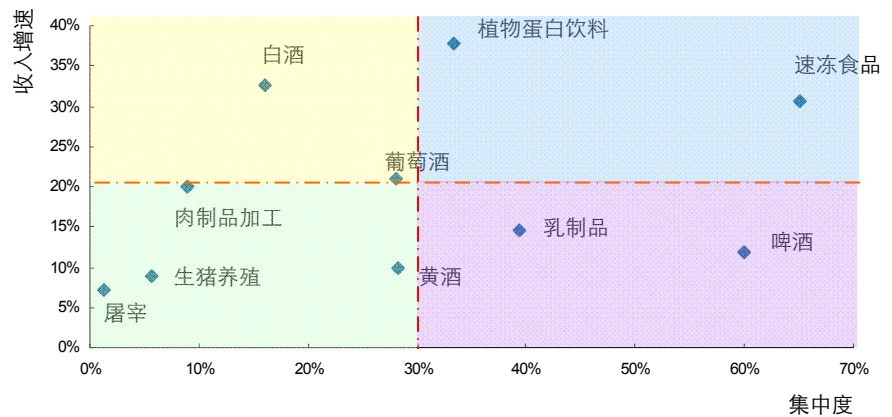
（1）**收入增速<20%U 集中度<30%**：我们将该区域界定为**价值型投资集合**，也即行业发展较为成熟增速趋缓但集中度较低内部结构尚有改善空间，投资的关键在于寻找行业转折点，处于该区域内的子行业为**屠宰、生猪养殖和黄酒**。

(2) **收入增速>20%U 集中度>30%**: 我们将该区域界定为成长型投资集合, 即行业处在整体高增长阶段但行业竞争格局已经较为成熟 (进入壁垒相对较高), 处于该区域内的子行业包括植物蛋白饮料和速冻食品。

(3) **收入增速>20%U 集中度<30%**: 我们认为该区域既可以共享行业整体的高增长 (行业增速处于良性通道), 同时也能够预期个体分化发生的可能性, 也即普遍定义的“蓝海”区域, 处于该区域内的子行业为白酒、葡萄酒和肉制品加工。

(4) **收入增速<20%U 集中度>30%**: 典型的“红海”区域, 在收入增速相对放缓同时内部格局改善难度较大的背景下压缩费用进而导致净利率的提升是处于该区域内的子行业如啤酒和乳制品的发展主题。

图 12: 食品饮料主要细分子行业收入增速和集中度分布



资料来源: Wind, 长江证券研究部

生命周期和整合周期

进一步的, 我们将收入增速和集中度的内涵丰富化, 引入生命周期表征不同行业由于所处的不同阶段进而所展现出的不同收入增速 (当然生命周期还受到其他客观因素, 比如供求关系、产品特性和竞争格局等影响), 同时以整合周期表征不同行业集中度的变化, 进而匹配出各子行业动态与静态的生命特征。

如下图所示, 横轴可以看成是行业常规成长路径 (导入期-成长期-成熟期-衰退或蜕变期), 纵轴则暗示行业可能发生的状态跃迁, 我们如此总结的依据如下。

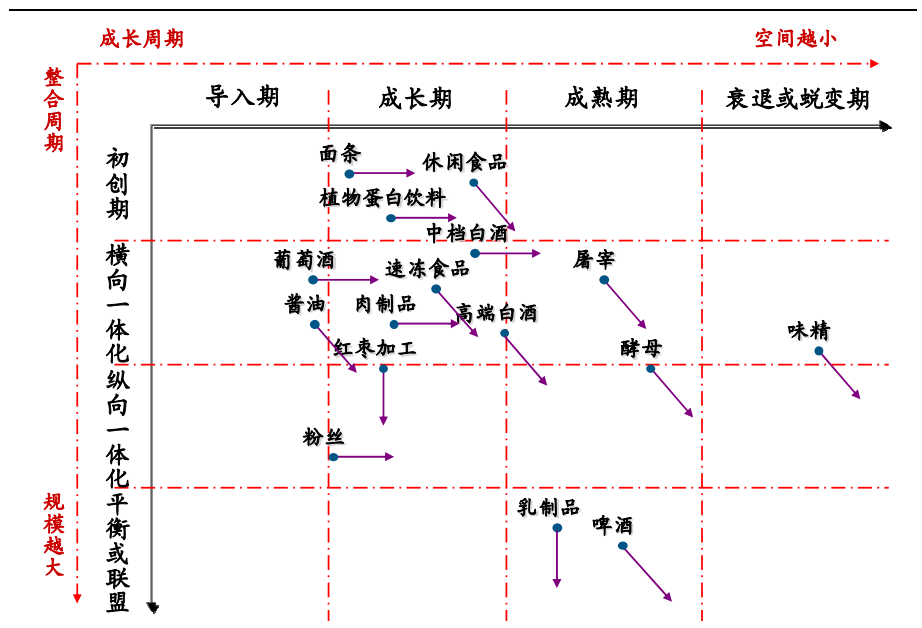
表 5: 食品饮料细分子行业“生命周期-整合周期”归纳

| 行业 | 生命周期 | | 整合周期 | |
|--------|-----------|--------------------|-------------|-------------------------|
| | 阶段 | 特征 | 阶段 | 特征 |
| 面条 | 成长期 | 全国招商, 名牌力渗透 | 初创期 | 地域品牌众多, 龙头占有率较低 |
| 休闲食品 | 成长期 | 增长稳定, 渠道精耕和创新品类 | 初创期→横向一体化 | 竞争激烈, 呈现一体化前期特征 |
| 植物蛋白饮料 | 介于导入期和成长期 | 取代碳酸饮料成为行业新贵 | 初创期 | 补丁市场, 细分品类区域性明显 |
| 中档白酒 | 成长期中继 | 300~800 元, 竞争与空间并存 | 初创期→横向一体化 | 深度全国化/白酒金三角 (产业集群) |
| 葡萄酒 | 导入期 | 全球消费量下滑背景下最后一块蛋糕 | 初创期→横向一体化 | 进口酒冲击下或促成产业联盟/国外 AOC 经验 |
| 速冻食品 | 成长期 | 增长稳定, 市场份额主导 | 横向一体化→纵向一体化 | 异地扩张之后, 并购和冷链延伸是唯一出路 |
| 屠宰 | 成熟期 | 增长趋缓, 城镇化是主要驱动 | 横向一体化→纵向一体化 | 集中度低, 国家政策淘汰落后产能 |

| | | | | |
|------|-----------|-----------------|-------------|--------------------------|
| 肉制品 | 成长期 | 增长稳定，转化率可创造需求 | 横向一体化 | 轻资产环节难以成为纵向一体化主体 |
| 酱油 | 介于导入期和成长期 | 创新赋予传统发酵行业新产业特征 | 横向一体化 | 产能过剩前景下市场和渠道将成为稀缺资源 |
| 高端白酒 | 成长期末期 | 控量保价是核心逻辑 | 横向一体化→纵向一体化 | 收购（区域联盟）/收回渠道利润 |
| 红枣加工 | 介于导入期和成长期 | 需求可被创造 | 纵向一体化 | 中游加工环节往两端（原料和营销）延伸 |
| 酵母 | 成熟期 | 空间开阔但格局稳定 | 横向一体化→纵向一体化 | 产品（衍生品）和渠道（商超/民用）双转型 |
| 味精 | 衰退期或蜕变期 | 夕阳产业，集中度高被替代 | 横向一体化→纵向一体化 | 谷氨酸-味精产业一体化，其他氨基酸品类占比提升 |
| 粉丝 | 成长期 | 品牌全国化，营销是短板 | 纵向一体化 | 从粉丝到食用蛋白、食用菌和膳食纤维等 |
| 乳制品 | 成熟期 | 增长稳定 | 平衡或联盟 | 双寡头垄断，费用率处于下行通道 |
| 啤酒 | 成熟期 | 增长稳定 | 平衡或联盟 | CR4 高，强强联合后的利润率提升是行业改善方向 |

资料来源：Wind，长江证券研究部

图 13：食品饮料主要细分子行业收入增速和集中度分布



资料来源：Wind，长江证券研究部

展望 2013 年，从规模化增长的角度，我们建议关注处在“成长期+横向一体化”区域中的白酒、肉制品和速冻食品；而从效益型增长的角度，则可以在“纵向一体化”和“平衡或联盟”区域中优选红枣加工和乳制品，看点在于内部管理提升以及竞争格局改善之后费用率的潜在下降。

公司层面：对于利润弹性的测算

规模优化成长还是效益优化成长

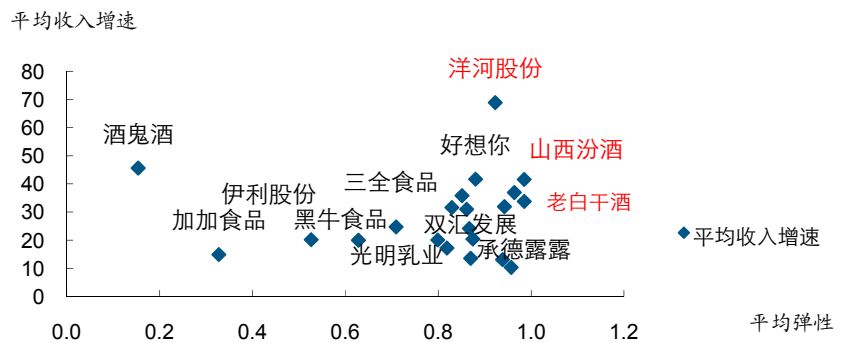
从利润表的角度，结构的差异会导致对于不同公司 EPS 影响权重的财务指标产生分化，进而裂变成收入驱动型公司（EPS 对收入弹性最敏感）、成本驱动型公司（EPS 对成本弹性最敏感）和费用驱动型公司（EPS 对费用弹性最敏感），而不同驱动类型的背后反映的是特定阶段各公司的成长类型（规模优化成长还是效益优化成长）。

我们选取 22 家具有代表性的公司，寻找各自 EPS 对于收入、毛利率或者销售费用率的弹性大小，进而挖掘影响不同公司业绩的最敏感因素，一方面可以进行归类，另一方面有利于形成机制指导判断，以 EPS 分别对于三者的弹性为横轴，同时考虑到弹性转化

的可行性，我们以标的公司最近三年的收入（毛利率、销售费用率）增速作为纵轴构成二维散点图，如下所示。

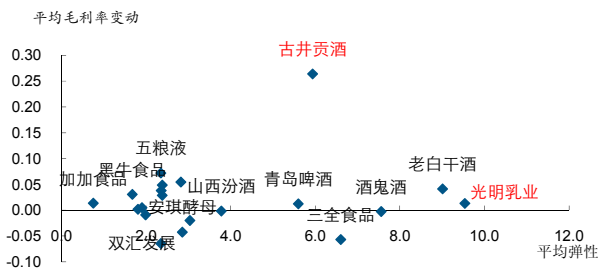
从而，洋河股份和山西汾酒是典型的规模优化成长公司，同时最近三年的收入增速也最为匹配，进而促成两者在 EPS 和股价的持续超预期；同理，古井贡酒和老白干是典型的效益优化成长公司，不同之处在于前者来自毛利率的提升，后者来自销售费用率的下降，难能可贵之处同样是各自毛利率和销售费用率变化趋势的高度匹配。

图 14：细分子行业利润对收入弹性与最近三年收入增速分布



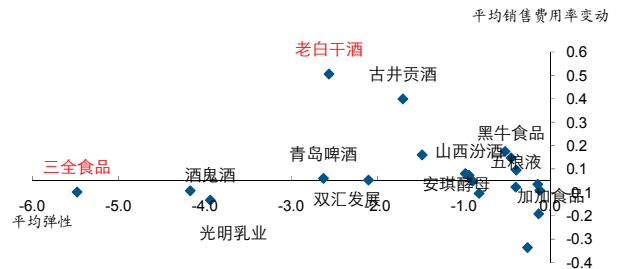
资料来源：长江证券研究部

图 15：细分子行业利润对毛利率弹性与最近三年毛利率增速分布



资料来源：长江证券研究部

图 16：细分子行业利润对销售费率弹性与最近三年销售费率增速分布



资料来源：长江证券研究部

收入弹性和成本弹性

进一步的，我们将上述结论进行归纳并继续演绎，发现仅就弹性而言可以依据基期 (T_0) 报表的财务指标对 T_1 进行延伸，例如 EPS 对收入弹性 $\alpha^1 = (\text{毛利率}_0 - \text{三费率}_0) / \text{净利润}$

率 $\sigma \times 75\%^2$ ，同理 EPS 对毛利率弹性 $\tau = \text{毛利率} \sigma / \text{净利率} \sigma \times 75\%$ ，EPS 对销售费用率弹性 $\tau = \text{销售费用率} \sigma / \text{净利率} \sigma \times 75\%$ ，进而在图 x 中我们将 22 个样本利润增长 10% 所分别对应的收入增长和毛利率增长幅度（销售费用率弹性可同理作出）呈横纵分布，从而获得不同公司收入弹性和成本弹性的大小。

我们发现白酒（含张裕）的收入弹性更大而相比之下大众品的成本弹性更大，这似乎是一个众所周知的结论，然而相对于板块效应相对显著的白酒而言，上述分拆更重要的意义在于对大众品进行重分类，仅就大众品而言：

- ✚ 收入弹性由小到大排序：好想你<安琪酵母<黑牛食品<双塔食品<承德露露<加加食品<青岛啤酒<三全食品<伊利股份<光明乳业<双汇发展
- ✚ 毛利率（成本）弹性由小到大排序：安琪酵母<好想你<伊利股份<三全食品<光明乳业<双汇发展<双塔食品<加加食品<黑牛食品<承德露露<青岛啤酒
- ✚ 销售费用率弹性由小到大排序：双塔食品<好想你<安琪酵母<加加食品<黑牛食品<承德露露<双汇发展<青岛啤酒<三全食品<伊利股份<光明乳业

通过上述分拆，我们从理论意义上再次印证并强化了之前的某些经验性结论，例如对于肉制品、乳制品和速冻食品收入（需求端）的恢复更为重要，而就啤酒而言成本端（毛利率）对于利润的影响往往更关键，至于伊利和光明，销售费用率下降的逻辑还将持续催化乳制品行业的改善。

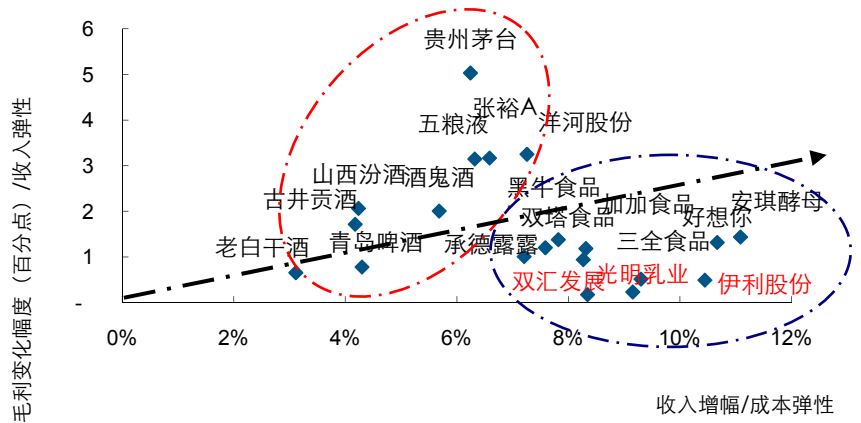
另一方面，对于大众品而言普遍受到需求端和成本端的交叉传导（例如对于大众品相对收益不足的两年，2011 年成本端承压，2012 年则是需求端低迷），我们或许无法确知需求何时能够恢复或者成本回落的红线，但当 X 变量发生逆转时（我们假定子行业幅度相同）却可以通过上述结论研判哪些品种能够释放更多弹性。

也即，**若需求的恢复好于预期，则双汇、伊利、三全和光明的弹性将会更大，而若成本的回落延续得更持久，则青岛啤酒和承德露露反弹的势能可能会更强劲。另外，乳制品行业本身较高的销售费用率以及相对稳定的“双寡头垄断”格局催化 2013 年费用率的进一步下降。**

$$\begin{aligned} \text{收入弹性} &= \frac{\text{净利润}\%}{\text{收入}\%} = \frac{\frac{(\text{收入}_1 - (\text{成本}_1 + \text{费用}_1) - F) - (\text{收入}_0 - (\text{成本}_0 + \text{费用}_0) - F)}{\text{净利润}_0} * (1 - 25\%)}{\frac{\text{收入}_1 - \text{收入}_0}{\text{收入}_0}} \\ &= \frac{((\text{收入}_1 - \text{收入}_0) - \text{成本率}_0(\text{收入}_1 - \text{收入}_0) - \text{三费率}_0(\text{收入}_1 - \text{收入}_0)) \times \text{收入}_0 * 75\%}{(\text{收入}_1 - \text{收入}_0) \text{净利润}_0} \\ &= \frac{1 - \text{成本率}_0 - \text{三费率}_0}{\text{净利润率}_0} * 75\% \\ &= \frac{\text{毛利率}_0 - \text{三费率}_0}{\text{净利润率}_0} * 75\% \end{aligned}$$

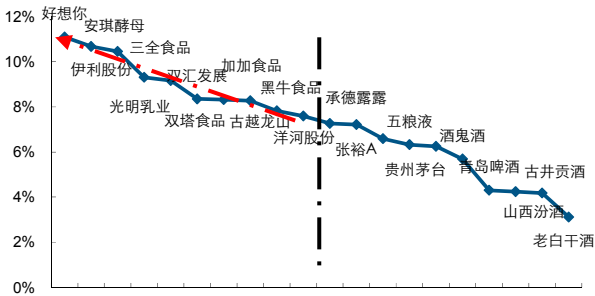
² 假设所得税率是 25%

图 17: EPS 增长 10%所对应收入和成本弹性分布



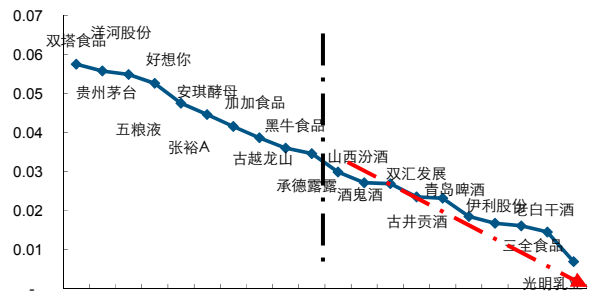
资料来源：长江证券研究部

图 18: EPS 增长 10%对应的收入增长



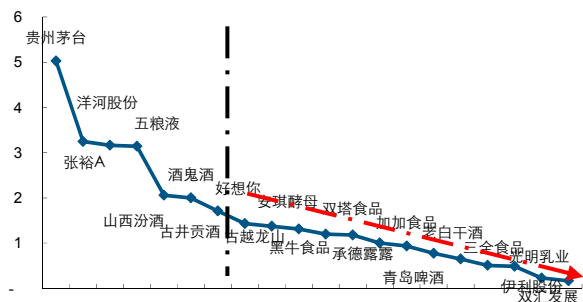
资料来源：长江证券研究部

图 19: EPS 增长 10%所对应的毛利率（销售费用率）变化



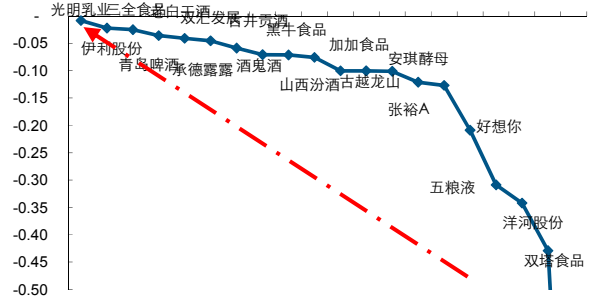
资料来源：长江证券研究部

图 20: EPS 增长 10%所对应的毛利率变化（百分点）



资料来源：长江证券研究部

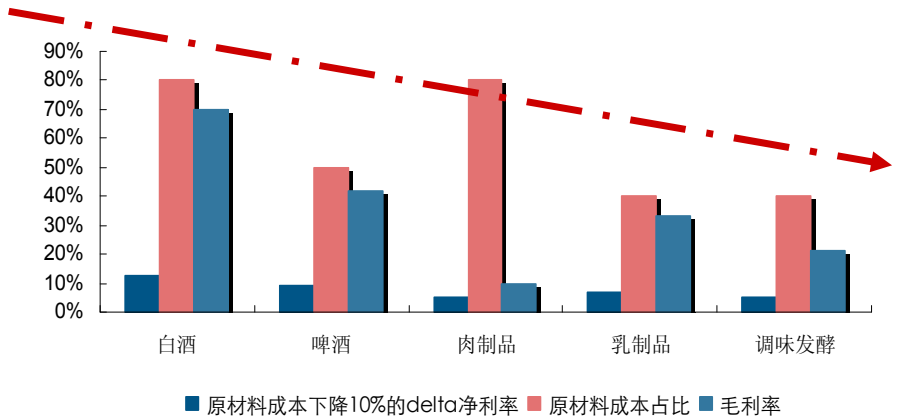
图 21: EPS 增长 10%所对应的销售费用率变化（百分点）



资料来源：长江证券研究部

进一步的，对于成本弹性（中游加工环节的盈利弹性），我们测算原材料（玉米、进口大麦、猪价、原料奶和糖蜜）下降 10%所对应的子行业净利率改善按幅度高低排列依次是白酒、啤酒、乳制品、调味发酵和肉制品。

图 10: 原料变动造成的净利率变动排序



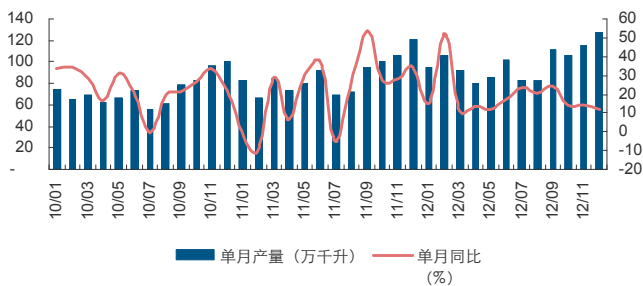
资料来源: 长江证券研究部

子行业重要数据点评

白酒行业: 11 月行业收入增速略降, 产量增速回落

去年全年全国累计产量 1153 万千升, 同比增长 18.55%;其中 12 月单月产量 128 万千升, 同比增长 11.86%。12 月四川、贵州白酒产量分别为 40.36、2.66 万千升, 同比增长分别为 16.34%、21.95%。11 月平均吨酒价格 38753 元/千升, 环比降低 0.54%。

图 23: 12 月白酒产量上升, 同比增速回落



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 24: 11 月份白酒吨酒价格小幅下滑



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 25: 12 月份四川白酒产量同比增速上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

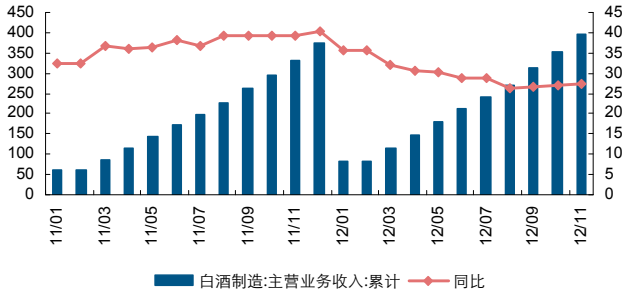
图 26: 12 月份贵州白酒产量下滑, 同比增速上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

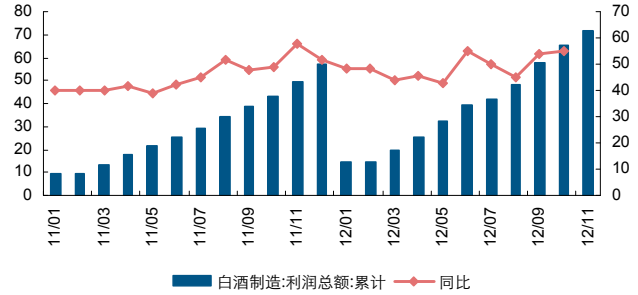
从行业绩效来看，2012年1-11月白酒行业累计收入为3966亿元，同比增长27.31%。前11个月累计毛利率为37.12%，同比增长8.69个百分点。终端价格上，500元以上高端酒价格略有上升，而200-500元之间的中端酒价格稳定，略有下降。

图 27：11 月份白酒行业累计收入增幅略有回升



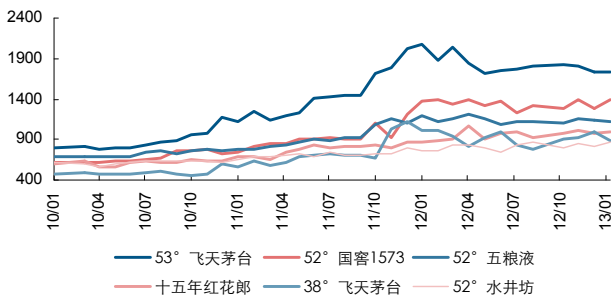
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 28：10 月份白酒行业利润累计同比增速持平



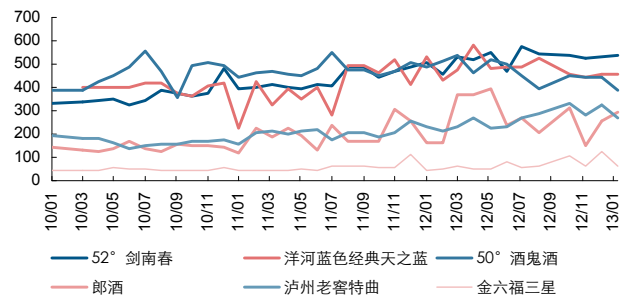
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 29：500 元以上高端白酒价格略有下降



资料来源：糖酒快讯，长江证券研究部

图 30：中档白酒价格稳定且略有下降



资料来源：Wind，长江证券研究部

葡萄酒行业：12 月份单月产量大幅上升，进口量减价升

2012年1月至12月全国累计产量138.2万千升，同比增长16.9%；其中12月产量14.76万千升，同比上升40.44%。12月山东、天津葡萄酒产量分别为4.97、0.39万千升，同比增长分别为20.63%、-24.92%。

11月平均吨酒价格29710元/千升，环比上升2.07%。

图 31：12 月葡萄酒当月产量有所上升,同比增速上升

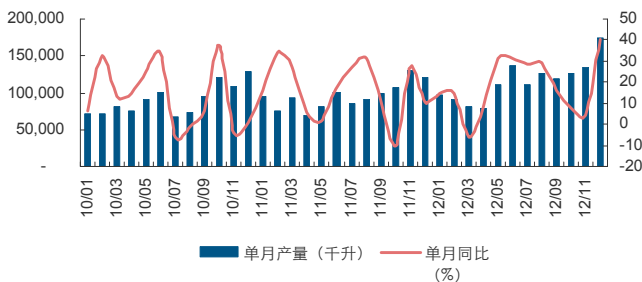
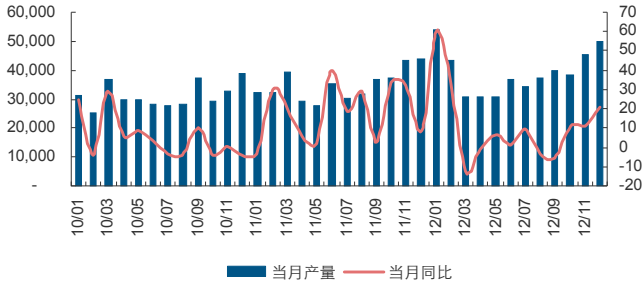


图 32：11 月葡萄酒吨酒价格小幅反弹



资料来源: Wind, 长江证券研究部

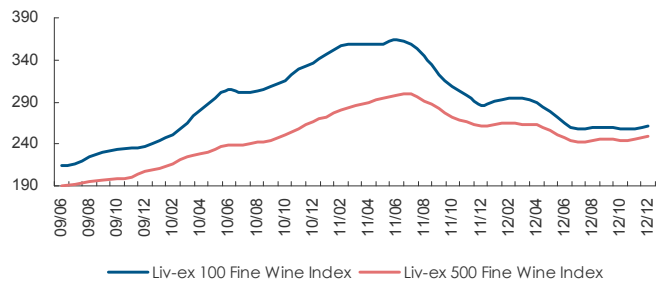
图 33: 12 月山东葡萄酒行业产量回升, 同比上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 34: Live-ex500 与 Live-ex100 指数小幅回升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

2012 年 1-11 月葡萄酒行业累计收入分别为 361.3 亿元, 同比增长 10.78%。前 11 个月累计毛利率分别为 26.81%, 较去年同期下降 11.6 个百分点。

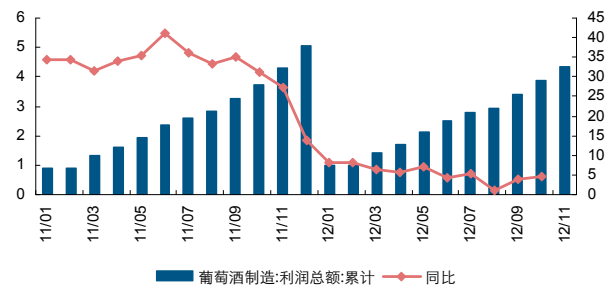
进出口方面, 2012 年 12 月, 装入 2 升以下容器的葡萄酒进口量 2.76 千升, 同比下降 11.3%; 进口均价 5520 美元/千升, 同比上升 9.2%; 装入 2 升以上容器的葡萄酒进口量 0.645 万千升, 同比下降 25.2%; 进口均价 1085.5 美元/千升, 同比上升 28.5%。

图 35: 11 月份葡萄酒行业收入小幅上升



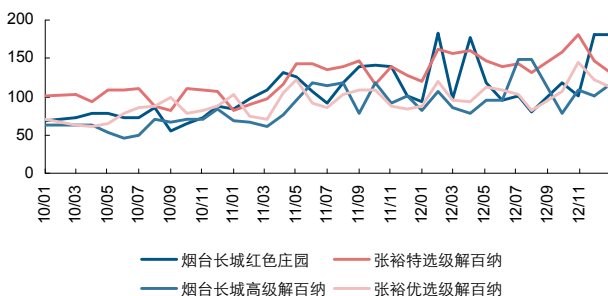
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 36: 10 月份葡萄酒行业利润下降, 同比增速大幅提高



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 37: 12 月主要葡萄酒价格上涨



资料来源: Wind, 长江证券研究部

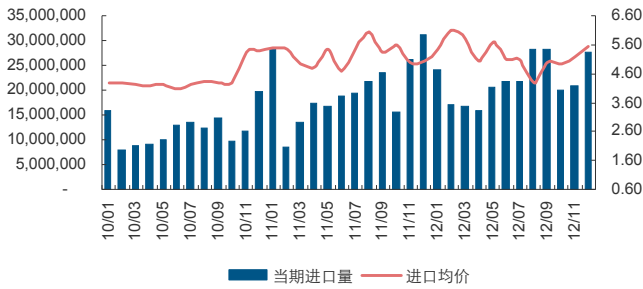
图 38: 11 月份葡萄酒进口量小幅上升, 价格小幅下降



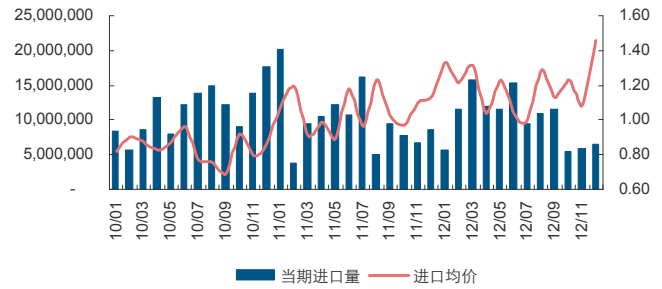
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 39: 12 月装入 2 升以下容器葡萄酒进口量下降, 进口均价上升

图 40: 12 月份装入 2 升以上容器葡萄酒进口量下降、均价大幅上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

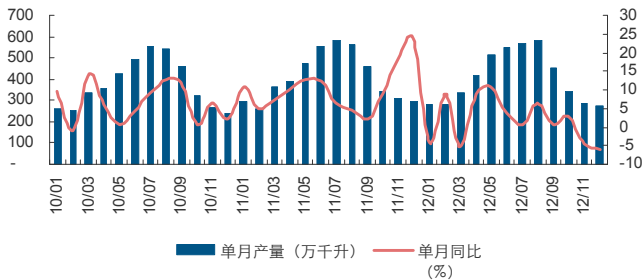
啤酒行业：温麦期货稳定，12月销量下降，均价微升

2012年1月至12月全国累计产量4902万千升，同比增长3.06%；其中12月产量275万千升，同比增长-6.02%。1月份澳大利亚大麦期货价格维持在260元附近，略高于12月份。

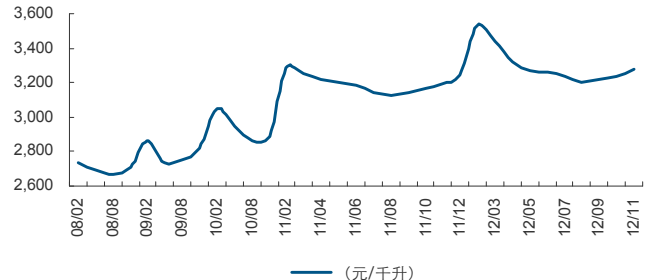
2012年12月平均吨酒价格3281元千升，环比上升1.33%，同比增长2.63%。

图 41: 12月啤酒产量小幅回落，同比增速下降

图 42: 11月啤酒吨酒价格小幅上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 43: 澳大利亚大麦价格稳定微跌

图 44: 12月份澳大利亚大麦进口量下降，进口单价小幅下降



资料来源: Wind, 长江证券研究部

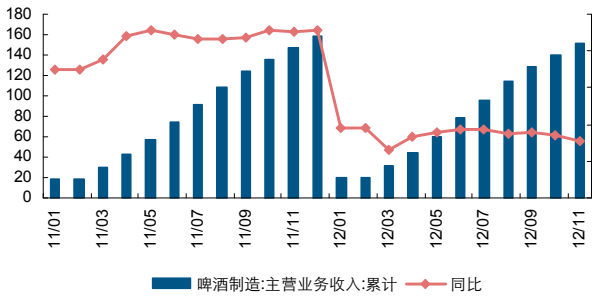


资料来源: Wind, 长江证券研究部

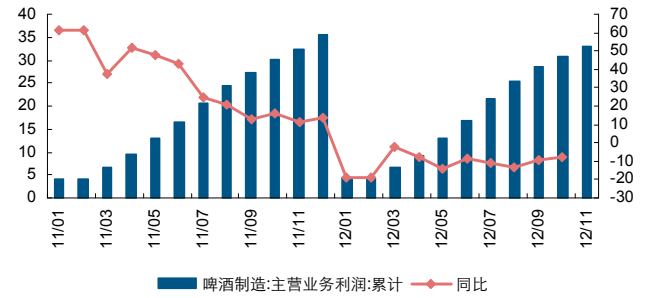
2012年1-11月啤酒行业累计收入分别为1509.5亿元，同比增长7.67%。前6个月累计毛利率分别为28.90%，较去年同期上升0.22个百分点。

图 45: 11月份啤酒行业收入同比增速回升

图 46: 11月份啤酒行业利润下降，同比增速提高



资料来源: Wind, 长江证券研究部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

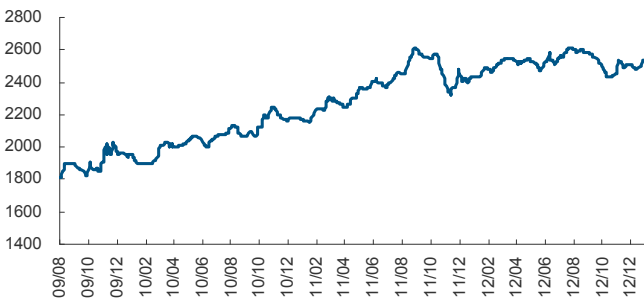
屠宰和肉制品行业：猪价小幅反弹，养殖利润大幅回升

成本端：玉米价格稳定，黑龙江现货价格 2240 元/吨，和上月持平。1 月 25 日全国仔猪，生猪，猪肉平均价格分别为 29.4 元/千克，17.18 元/千克，25.75 元/千克，同比下跌分别为 7.91%，0.11%，0.95%，相对于 12 月 1 日以来涨幅为 21.79%，12.21%和 10.23%。

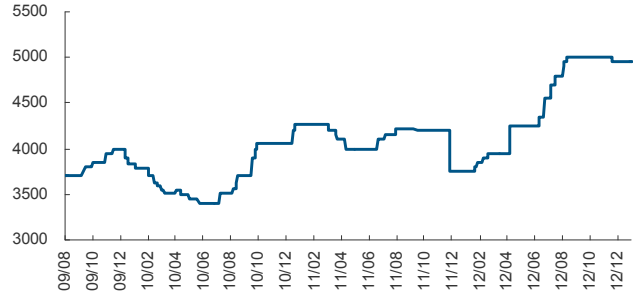
12 月生猪存栏数量 46340 万头，环比减少 1.2%；能繁母猪 5068 万头，环比增长 0.1%。生猪屠宰量 2212.6 万头，同比减少 0.90%。冷藏冻肉产量持续下降。

图 47：1 月玉米现货价格小幅下降

图 48：1 月大大豆现货价格基本持平



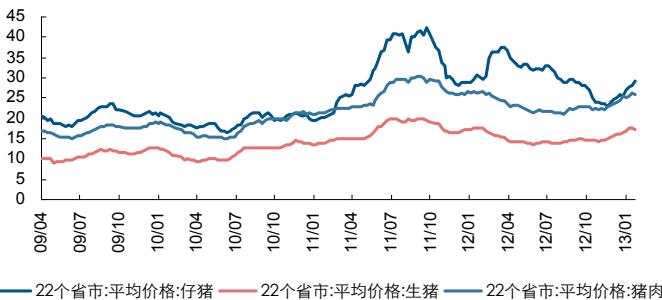
资料来源: 长江证券研究部



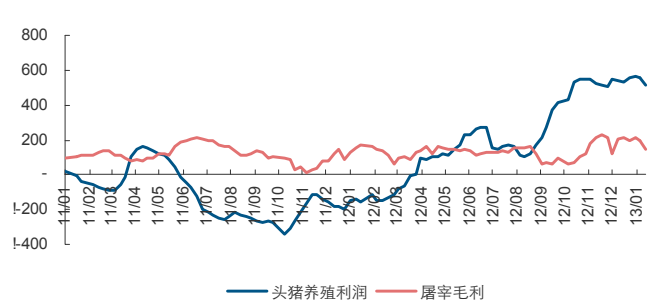
资料来源: 长江证券研究部

图 49：1 月生猪，猪肉，仔猪价格略有上涨

图 50：1 月份养殖利润有所下滑，屠宰毛利下滑

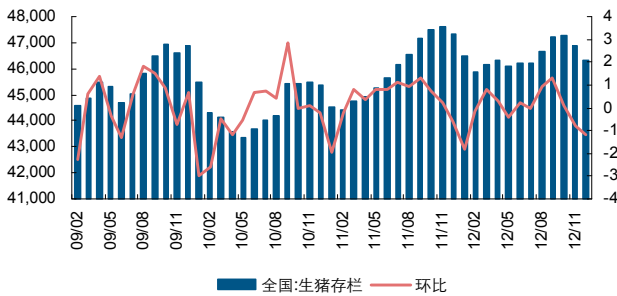


资料来源: Wind, 长江证券研究部



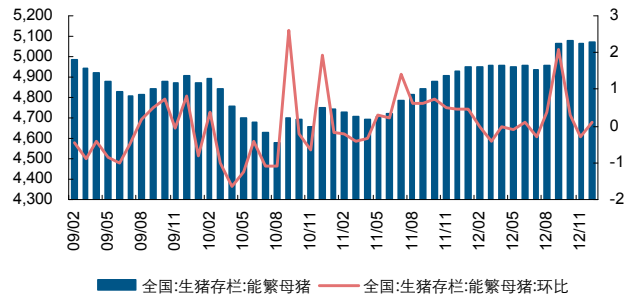
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 51: 12 月生猪存栏量继续下降



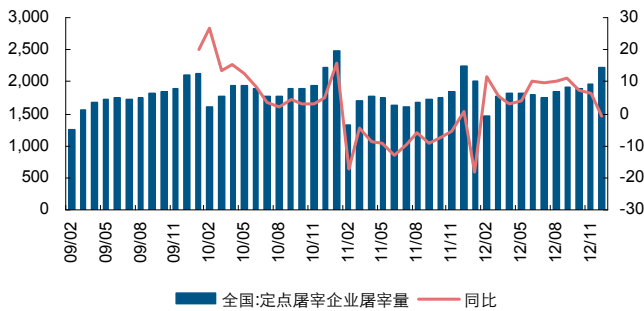
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 52: 12 月母猪存栏量继续维持高位



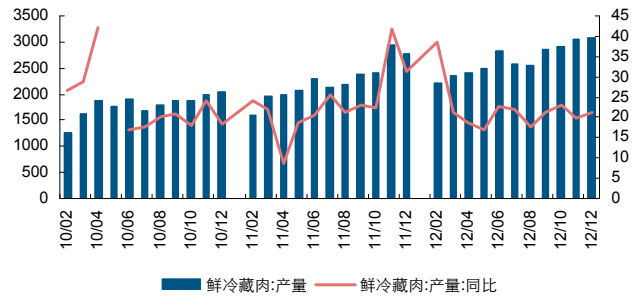
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 53: 12 月生猪屠宰量继续下降



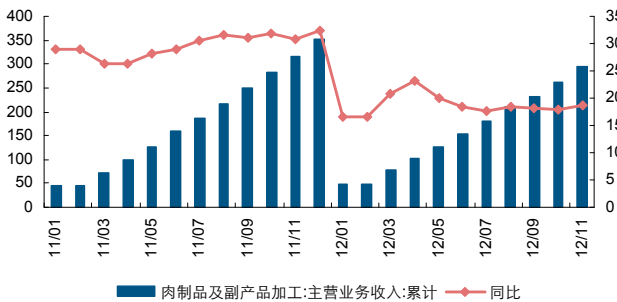
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 54: 12 月冷藏冷冻肉产量持续下降



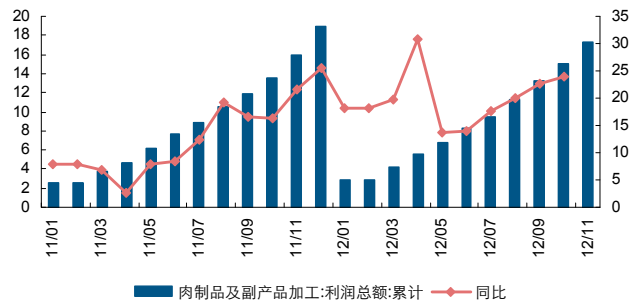
2012 年 1-11 月肉制品行业加工收入增速为 18.71%，1-10 月利润总额增速为 24.04%，
 毛利率为 12.24%，较去年同期上升 0.5 个百分点。

图 55: 11 月份肉制品企业收入略降，同比增速有所上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 56: 11 月份肉制品企业利润总额有所下降，同比增速小幅上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

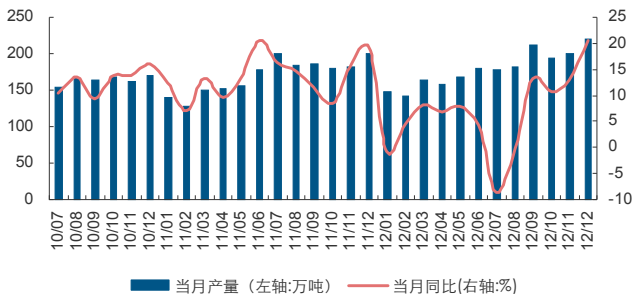
液体乳和乳制品行业：产量大幅增长，进口奶粉数量维持高增长

2012 年 12 月液体乳产量 220 万吨，同比大幅上涨 20.61%；乳制品 260.81 万吨，
 同比下降 18.65%；1 月 30 日 10 市生鲜乳均价为 3.41 元/千克，环比上涨 0.3%，同比上

升 4.5%。11 月份液体乳和乳制品企业收入同比上升 15.44%；10 月利润同比上升 25.67%。

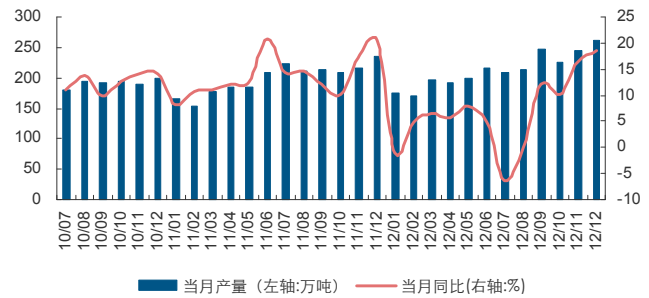
12 月全脂奶粉进口量增长 114.7%，达到 4.3 万吨，均价 3123 美元/吨，同比下滑 13.7%；脱脂奶粉进口量 1.1 万吨，减少 31.2%，均价 3259 美元/吨，同比下滑 9%。进口婴幼儿配方奶粉数量 1.07 万吨，增加 44%，均价 1.15 万美元/吨，同比下滑 2.8%。全年婴幼儿奶粉进口量 9.15 万吨，同比增长 16.9%，均价 1.15 万美元/吨，同比上升 21.7%。

图 57：12 月液体乳当月产量同比增速大幅回升



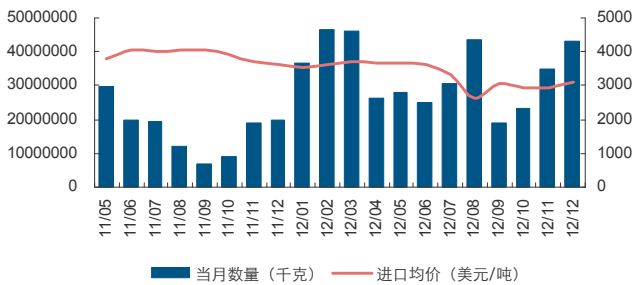
资料来源：长江证券研究部

图 58：12 月乳制品当月产量大幅回升



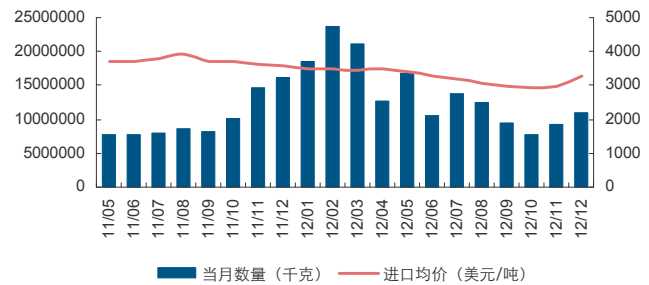
资料来源：长江证券研究部

图 59：12 月份全脂奶粉进口量上升，价格持稳



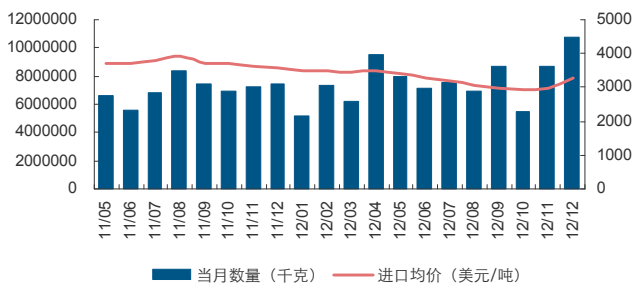
资料来源：长江证券研究部

图 60：12 月份脱脂奶粉进口量上升，价格小幅下降



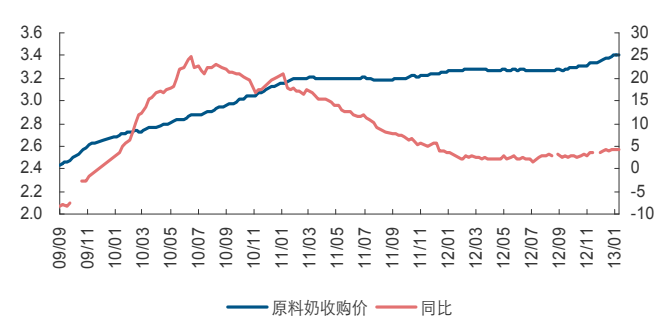
资料来源：长江证券研究部

图 61：12 月进口婴幼儿奶粉数量同比增长 16.9%



资料来源：长江证券研究部

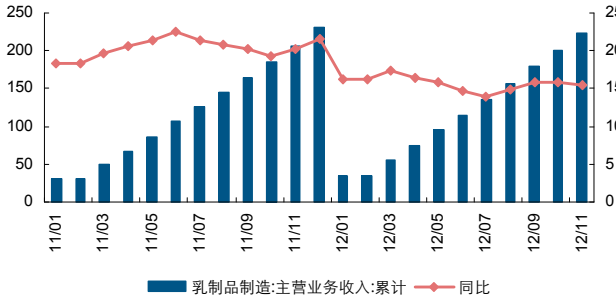
图 62：1 月份生鲜乳价格略有上升



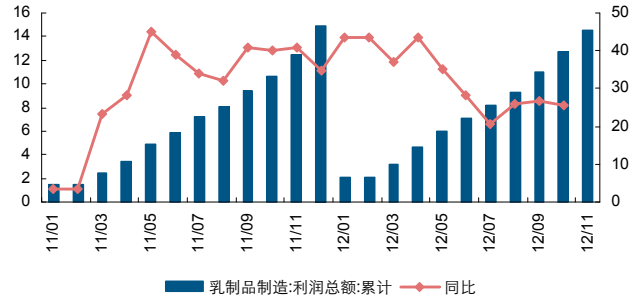
资料来源：长江证券研究部

图 63：11 月乳制品企业收入和增速继续下降

图 64：10 月乳制品企业利润和增速略有下降



资料来源：长江证券研究部



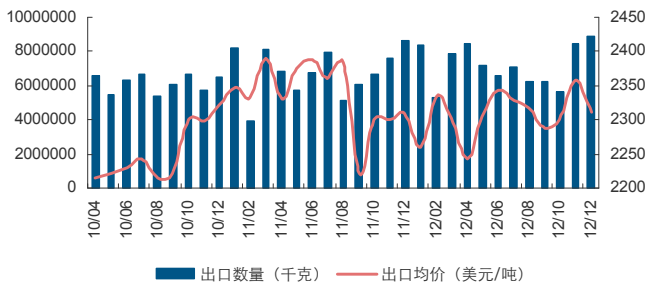
资料来源：长江证券研究部

调味发酵品行业：酵母出口数量微涨，食糖价格继续回落

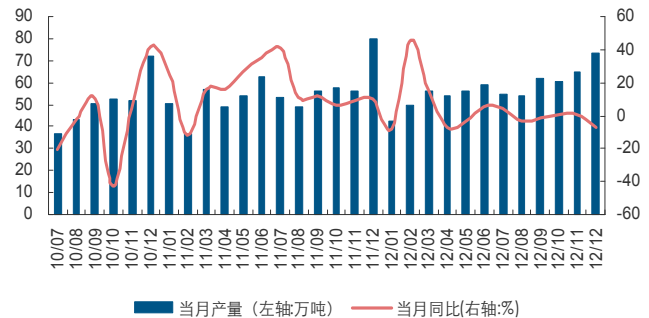
2012 年 12 月活性酵母出口量 8918 吨，同比增长 2.9%，出口均价 2.31 元/千克，同比上升 0.1%。8 月份酱油产量 54.21 万吨，同比下降 3.43%。12 月份食糖价格继续回落，南宁白糖现货价格跌至 5620 元/吨。

图 65：12 月份活性酵母出口量上升，价格回落

图 66：12 月份酱油产量上升，同比增速略有下降



资料来源：长江证券研究部



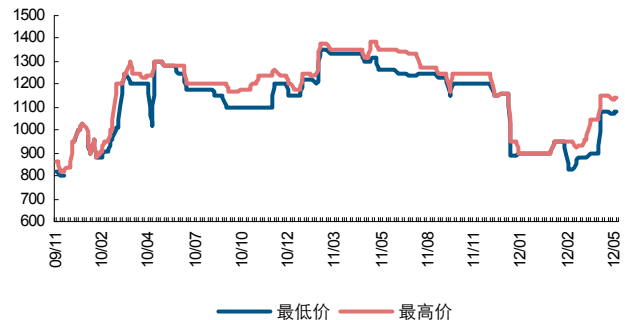
资料来源：长江证券研究部

图 67：1 月南宁白糖现货价格小幅下跌

图 68：5 月南宁糖蜜中间商报价回落到 880 元附近（未更新）



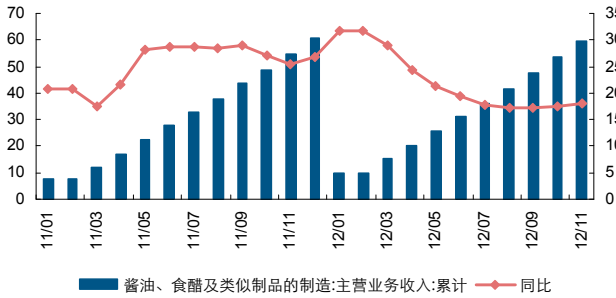
资料来源：长江证券研究部



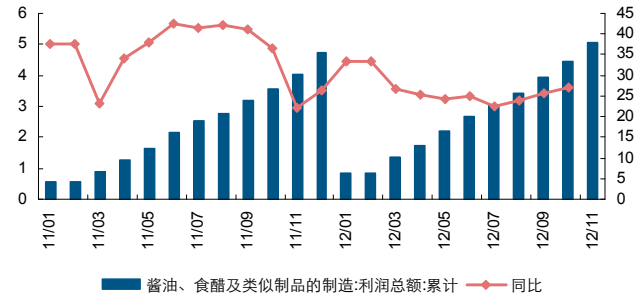
资料来源：长江证券研究部

图 69：11 月份调味品企业收入总额、同比增速略有上升

图 70：10 月调味品企业利润总额增速小幅上升



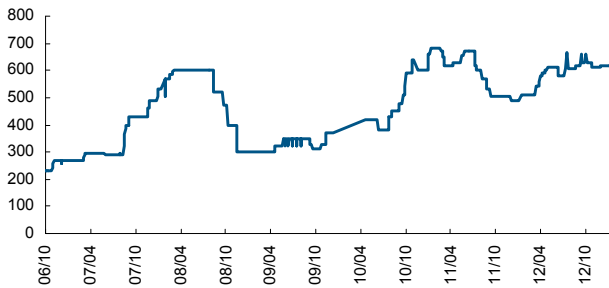
资料来源：长江证券研究部



资料来源：长江证券研究部

综合食品行业：葵花籽价格回升，土豆批发价上涨

图 71：葵花籽国际现货价格略有回调



资料来源：长江证券研究部

图 72：土豆平均批发价较上月有所回升



资料来源：长江证券研究部

行业重点上市公司盈利指标追踪

表 6：行业重点上市公司盈利预测与估值指标

| 证券简称 | 推荐评级 | 股价 | 2012E | 2013E | 2014E | 2012E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E |
|------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|
| 泸州老窖 | 推荐 | 32.31 | 3.18 | 3.95 | 4.87 | 10 | 8 | 7 | 24.01% | 23.36% |
| 承德露露 | 推荐 | 15.07 | 0.59 | 0.74 | 0.87 | 26 | 20 | 17 | 25.11% | 18.41% |
| 五粮液 | 推荐 | 26.36 | 2.52 | 3.09 | 4.11 | 10 | 9 | 6 | 22.61% | 33.11% |
| 张裕 A | 推荐 | 43.15 | 2.64 | 3.15 | 3.79 | 16 | 14 | 11 | 19.29% | 20.35% |
| 双汇发展 | 推荐 | 71.00 | 2.68 | 3.40 | 4.12 | 26 | 21 | 17 | 26.67% | 21.10% |
| 三全食品 | 推荐 | 27.34 | 0.71 | 0.90 | 1.13 | 39 | 30 | 24 | 27.25% | 25.12% |
| 黑牛食品 | 推荐 | 8.80 | 0.30 | 0.39 | 0.53 | 30 | 23 | 17 | 31.26% | 36.80% |
| 双塔食品 | 推荐 | 15.73 | 0.46 | 0.60 | 0.74 | 34 | 26 | 21 | 30.21% | 23.18% |
| 洽洽食品 | 推荐 | 18.73 | 0.82 | 0.96 | 1.17 | 23 | 20 | 16 | 16.37% | 22.34% |
| 贝因美 | 推荐 | 30.00 | 1.16 | 1.50 | 1.85 | 26 | 20 | 16 | 29.31% | 23.33% |
| 好想你 | 推荐 | 18.39 | 0.72 | 0.90 | 1.12 | 26 | 20 | 16 | 25.00% | 24.44% |
| 克明面业 | 推荐 | 30.04 | 1.04 | 1.34 | 1.64 | 29 | 22 | 18 | 28.67% | 23.16% |
| 古越龙山 | 推荐 | 10.98 | 0.30 | 0.35 | 0.44 | 37 | 31 | 25 | 19.30% | 25.02% |
| 恒顺醋业 | 推荐 | 19.51 | 0.09 | 0.36 | 0.50 | 215 | 55 | 39 | 294.60% | 40.16% |
| 贵州茅台 | 推荐 | 184.43 | 13.38 | 17.86 | 22.35 | 14 | 10 | 8 | 33.41% | 25.18% |
| 光明乳业 | 推荐 | 10.75 | 0.26 | 0.38 | 0.52 | 41 | 28 | 21 | 46.36% | 36.84% |

| | | | | | | | | | | |
|------|----|-------|------|------|------|----|----|----|--------|--------|
| 青岛啤酒 | 推荐 | 34.58 | 1.34 | 1.47 | 2.03 | 26 | 24 | 17 | 9.32% | 38.07% |
| 山西汾酒 | 推荐 | 34.92 | 1.53 | 2.11 | 2.76 | 23 | 17 | 13 | 37.91% | 30.81% |
| 伊利股份 | 推荐 | 28.13 | 0.95 | 1.30 | 1.59 | 30 | 22 | 18 | 37.21% | 22.31% |
| 安琪酵母 | 推荐 | 17.80 | 0.76 | 0.92 | 1.21 | 23 | 19 | 15 | 20.94% | 31.49% |

资料来源: Wind, 长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名 | 分工 | 电话 | | E-mail |
|-----|---------|-----------------|-------------|------------------------|
| 周志德 | 主管 | (8621) 68751807 | 13681960999 | zhouzd1@cjsc.com.cn |
| 甘露 | 副主管 | (8621) 68751916 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn |
| 杨忠 | 华东区总经理 | (8621) 68751003 | 18616605802 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 鞠雷 | 华南区总经理 | (8621) 68751863 | 13817196202 | julei@cjsc.com.cn |
| 程杨 | 华北区总经理 | (8621) 68753198 | 13564638080 | chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | (8621) 68751926 | 13818973382 | lijx@cjsc.com.cn |
| 张晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 | zhanghui1@cjsc.com.cn |

投资评级说明

| | |
|--------|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 看好： | 相对表现优于市场 |
| 中性： | 相对表现与市场持平 |
| 看淡： | 相对表现弱于市场 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 推荐： | 相对大盘涨幅大于 10% |
| 谨慎推荐： | 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 |
| 中性： | 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 |
| 减持： | 相对大盘涨幅小于-5% |
| 无投资评级： | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)
电话: 021-68751100
传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)
传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)
传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)
传真: 0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。