

2009 年 1 季度消费大类资产配置报告

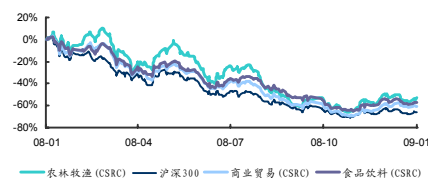
报告要点

- ◆ 2008 年 4 季度宏观经济形势急转直下，消费者信心和预期也滞后性下跌，消费下滑将在 2009 年 1 季度明显体现。而在 2008 年 1 季度高基数影响下，2009 年 1 季度消费板块同比增速更加令人担忧。我们分析了春节和元旦两节合一的影响，结论是“双节合一”对消费产生“拉高熨平”作用，节日效应的集中体现将使得 2-4 月消费更加缺乏热点。
- ◆ 我们预期 1 季度中央将进一步出台刺激消费和拉动内需的相关政策。我们着重分析了消费券和个税起征点上调对于短期消费的影响。结论分别是：消费券有助于刺激短期消费的提升，但并不能扭转消费预期和信心；单纯的个税起征点上调作用范围有限，总量对消费的促进作用亦有限。
- ◆ 我们认为，2009 年 1 季度农业仍将围绕政策热点演绎投资主题，重点可关注拉动农村消费和提高农业生产效率方面；食品行业的高估值要求进一步发掘确定性增长机会，受益于成本下滑的肉制品、速冻食品行业仍可关注；而预计 1 季度乳业将陆续披露负面信息，长线资金可逢低战略性入场。商业零售方面，确定性成长的区域连锁零售商在需求下滑过程中将展现相对较好的防御性；而酿酒行业虽然高端酒品需求不确定性较大，但优质品种如茅台等抵御风险的能力足够强健。
- ◆ 受益于成本下滑的肉制品、速冻食品、啤酒等大众品行业、受益于政策利好的农村消费和种子行业、质地优良的公司如茅台等、以及具有超市业务却并没有享受相应估值的部分零售企业，将成为经济下滑最明显的 2009 年 1 季度配置重点。
- ◆ 我们为各位提供消费品大类的资产配置方案，并对重点公司进行简短陈述。建议 2009 年 1 季度超配贵州茅台、青岛啤酒、伊利股份、合肥百货、新华百货、武汉中商等公司。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600519	贵州茅台	推荐
600600	青岛啤酒	推荐
600887	伊利股份	推荐
000417	合肥百货	推荐
600785	新华百货	推荐
000785	武汉中商	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITD

PE
PB
EV/EBITD

相关研究

《零售业 2009 年投资策略——先抑后扬》
2008-12-9

分析师：

邵稳重 (8627) 65799539
乔洋 (8627) 65799581
代薇 (8627) 65799773
江清舟 (8627) 65799773

联系人：

杨靖凤
(8621) 63217917
yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

2009 年第一季度宏观消费环境偏冷	5
宏观环境偏冷 制约消费增速提升	5
两节合一：09Q1 消费先热后冷 热点不均	6
行业上年同期高基数影响 09Q1 增长率	8
政府政策刺激：部分对冲 09Q1 的消费需求趋缓	9
各个消费品行业基本面 2009 一季度将有不同表现	12
大农业：政策利好催生主题投资机会	12
食品业： 09Q1 食品制造业的成本下降和乳制品行业恢复性增长	14
酿酒业：受益于 09Q1 消费旺季和成本下移的正面利好	17
零售业：经营大众消费品的区域连锁零售商仍具有较强防御功能	20
我们的思考和配置主线	22
我们的思考：	22
我们对 2009 年一季度消费品公司的配置主线：	22
09Q1 消费类配置表	23
主要消费品公司投资策略和配置比重	23
重点公司概况	24

图表目录

图 1: 一季度 GDP 增长率通常为全年低点	5
图 2: 预计城镇居民可支配收入增速 08 年 Q4 下滑	5
图 3: 城镇社零总额增速回落, 农村依然保持增长	6
图 4: 08Q1 起 CPI 进入下行通道	6
图 5: 消费者信心和消费倾向 08 年 7 月之后明显加速下滑	6
图 6: 社零总额变动同消费者预期指数相关图	8
图 7: GDP 和商品价格指数相关图	8
图 8: 分类 CPI	8
图 9: 分类 CPI	8
图 10: 不同阶层的边际消费倾向	11
图 11: 08Q1 农业板块表现强于大盘	12
图 12: 07Q1 农业板块表现强于大盘	12
图 13: 农业板块 1-3 月相对收益更高	12
图 14: 农业股相对估值变化	12
图 15: 农业政策分析框架	13
图 16: 行业历史 PE	15
图 17: 相对估值变化	15
图 18: 生猪价格走势	16
图 19: 生鲜冷藏肉产量	16
图 20: 液体乳产量	17
图 21: 乳制品产量	17
图 22: 酒类饮料行业增长率	17
图 23: 2008 年酒类饮料产量走势	18
图 24: 2008 年酒类饮料产量走势	18
图 25: 大麦进口单价走势	19
图 26: 高端进口葡萄酒市场占比	19
图 27: 近年来美国百货、超市零售企业销售增长	20
表 1: 2000-2009 年春节日期	7
表 2: 2000-2009 年 1 季度社零明细 (价格调整)	7
表 3: 消费各子行业 2006—2008 一季度主营收入增长情况	8
表 4: 不同个税起征点下的个税缴纳额	10
表 5: 2009 年 Q1 预期农业政策	12
表 6: 《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》主要内容	13
表 7: 2009 年将采取多种措施保障农民增收	14
表 8: 农业子行业生产销售季节性及相关时点	14
表 9: 食品行业上下游关系图	15
表 10: 食品行业各子行业季节性	16
表 11: 主要高端白酒价格	18
表 12: 中国葡萄酒市场产品结构	19

表 13: 子行业估值表	22
表 14: 09Q1 消费类上市公司配置表	23

2009 年第一季度宏观消费环境偏冷

宏观环境偏冷 制约消费增速提升

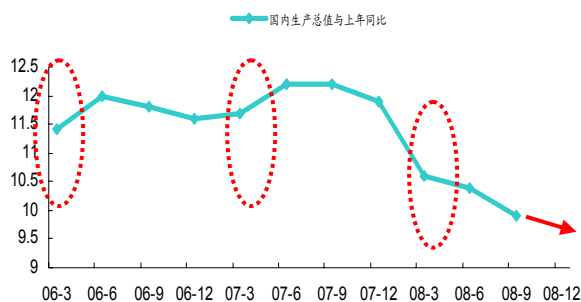
GDP 增长：受制高基数效应，09Q1GDP 增速可能为全年最低点

一季度 GDP 增长率通常为全年低点，2008 年例外，而 2009 年一季度可能又是低点

从 2006 和 2007 两年的 GDP 增长率可看出一定的季节性特征，通常一季度为全年低点，二季度攀升至高点，而后三四季度缓慢回落。但 2008 年随着全球经济形式的逐步恶化，我国 GDP 增速一路下滑，08 年一季度 10.6% 同比增长率成为全年高点。

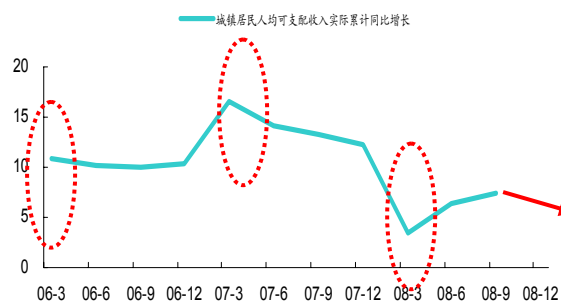
我们分析，由于受到 08 年一季度 GDP 增速较高的基数效应影响，2009 年一季度可能是 09 年 GDP 低点。

图 1：一季度 GDP 增长率通常为全年低点



资料来源：长江证券研究部

图 2：预计城镇居民可支配收入增速 08 年 Q4 下滑



资料来源：长江证券研究部

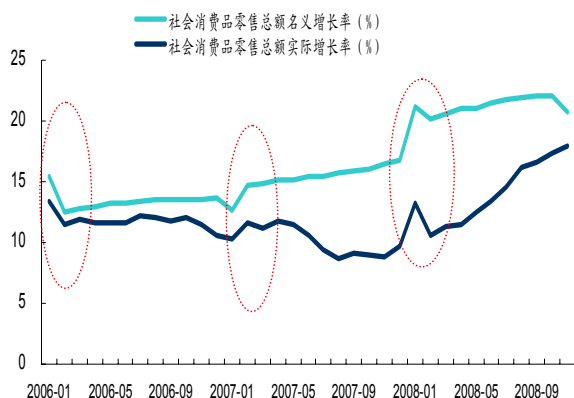
居民收入：09Q1 城镇居民可支配收入实际增长率可能处于低位

城镇居民消费占国内全部消费的 7 成比例，因此，影响国内消费市场的主要是城镇居民可支配收入的实际增长。

从 2006 年以来，我们城乡居民收入进入高速稳定增长阶段，07 年一季度居民收入增速高达 16.60%。但是，进入 08 年之后随着经济增速放缓和通胀加剧，一季度城镇居民实际可支配收入增速进入实质性下滑阶段，由上年同期的 16.60% 降至 3.4%，随着 CPI 的逐步回调，二三季度增速有所恢复。我们预计 2008 四季度增速又会放慢。

我们判断，2009 年一季度城镇居民实际可支配收入增长率也将处于低点。

居民消费变化：宏观经济增速下滑的滞后影响将于 09Q1 显现

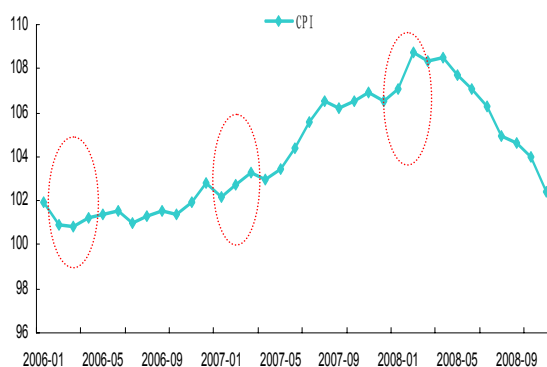
图 3：城镇社零总额增速回落，农村依然保持增长


资料来源：长江证券研究部

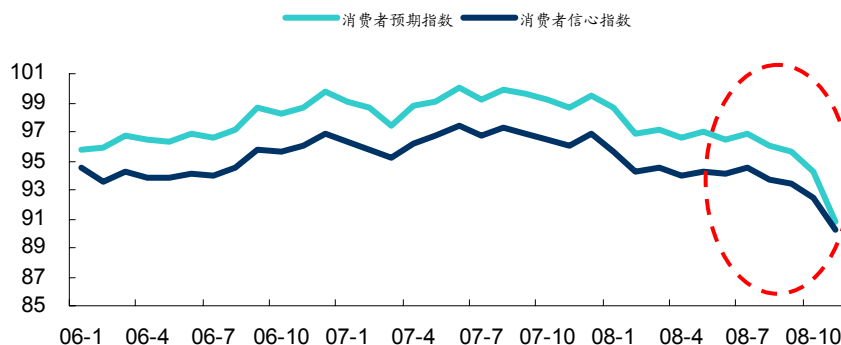
近年我国社会消费品零售总额一直保持了稳定高速增长的势头，这种消费市场的繁荣同时带有明显的季节性特征——每年春节前后呈现先升后降的波动。

2007 年以来，我国通货膨胀的逐步加剧，而 2008 年初，鉴于雪灾对物价上涨的助推，CPI 于 2008 年 2 月份达到了此轮上升的高点 8.7%，同时，2008 年一季度消费市场很旺，物价和销量的双升使得 08 年一季度的销售额放大，形成显著的高基数效应。

我们分析，我国消费实际上滞后于经济增长，因此，2009 年一季度的居民消费增速可能会大幅下降。

图 4：08Q1 起 CPI 进入下行通道


资料来源：长江证券研究部

图 5：消费者信心和消费倾向 08 年 7 月之后明显加速下滑


资料来源：长江证券研究部，wind

从趋势上看，消费者信心指数和预期指数双双呈持续下滑状态，且下滑速度在 2008 年 7 月之后明显加快。同时，社会消费品零售总额出现回落。

两节合一：09Q1 消费先热后冷 热点不均

节日效应对消费大类具有重要影响，一季度由于元旦和春节的双节效应，一季度往往成为社零消费的旺季；尤其是中国传统节日春节、及其后半个月的元宵节对消费的拉动效果显著，而春节所在月份及其前一月份（提前筹备年货的消费习惯）的当月零售额往往也较高。

一般的，春节在公历 2 月份到来，但农历历法和公历历法的差异，使得每隔 3 至 4 年，我们就会经历一次春节提前至一月份的“意外”；从而元旦和春节两节合一，这无疑会将春节消费效应提前，其结果可能是 1 月份的高消费和 2、3 月份及整个 1 季度的疲软。

表 1: 2000-2009 年春节日期

年份	春节日期
2000	2-25
2001	1-24
2002	2-12
2003	2-1
2004	1-22
2005	2-9
2006	1-29
2007	2-18
2008	2-7
2009	1-25

资料来源：网络，长江证券研究部整理

下表是 2000 年开始连续 8 年 1 季度社零消费的月度明细，我们发现：

- （1）1 月份一般是 1 季度消费需求最旺盛的月度，原因在于元旦效应和春节效应的重叠；
- （2）当春节在公历 1 月份来临（2001、2004、2006），双节合一的效应将使得 1 月份单月消费集中，同时拉低随后两个月的消费；
- （3）2006 年双节合一的效应尤为显著，表现为 1、2 月份社零份额差值更大。

表 2: 2000-2009 年 1 季度社零明细（价格调整）

年份	1 月份社零份额	2 月份社零份额	3 月份社零份额	1 季度社零份额	1、2 月份社零份额差值
2000	8.73%	8.21%	7.74%	24.68%	0.52%
2001	8.83%	8.17%	7.65%	24.65%	0.66%
2002	8.52%	8.12%	7.65%	24.29%	0.40%
2003	8.63%	8.12%	7.64%	24.40%	0.51%
2004	8.07%	7.40%	7.15%	22.62%	0.66%
2005	8.55%	8.04%	7.55%	24.14%	0.51%
2006	8.70%	7.91%	7.65%	24.25%	0.79%
2007	8.56%	8.01%	7.59%	24.17%	0.55%

资料来源：Wind，CEIC，长江证券研究部整理

实际上，2005 年低到 2006 年初，反映消费者消费预期的消费者信心指数像 2008 年末一样出现连续下滑，这或许使得其后的 2006 年 1 季度居民消费更加谨慎，在元旦和春节集中效应下表现为 1 月集中高消费，而 2、3 月份谨慎消费的“拉高熨平”现象。

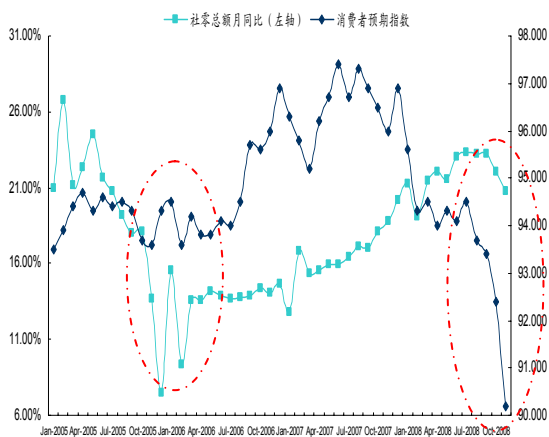
而即将到来的 2009 年同 2006 年不同的是，2006 年我国经济正处于上升周期，并且物价指

数也处于温和上涨通道；而目前的状况是 GDP 和价格指数双降的局面。

双节合一恰逢经济减速，在无其他外力作用下，明年 1 季度的社会消费品需求很可能呈现 1 月高而 2、3 月低，且一季度增速下滑的状况。

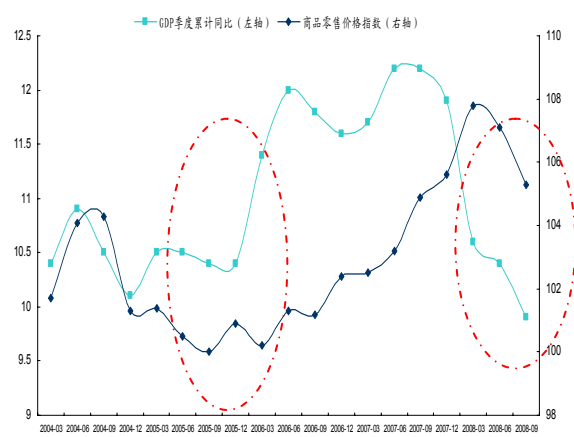
我们走访部分消费品经销商和渠道运营商，大家普遍认为，2009 元旦和春节两节合一：使得一季度消费先热后冷 消费热点分布不均匀，使得 1 月后没有促销热点，可能造成 2、3、4 月份的消费偏冷。

图 6：社零总额变动同消费者预期指数相关图



资料来源：长江证券研究部

图 7：GDP 和商品价格指数相关图

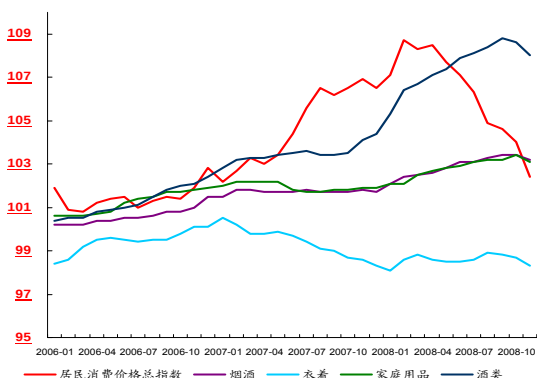


资料来源：长江证券研究部

行业上年同期高基数影响 09Q1 增长率

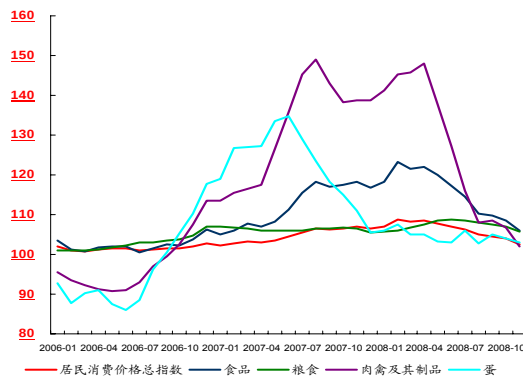
2007 年下半年和 2008 年上半年之间，猪肉领跑的食品价格急剧上升，引发了最近一轮的通货膨胀。各类消费品价格出现不同程度的攀升，尤其雪灾后物价迅速跳高，加之春节本身巨大的销售量，这一系列因素直接导致了 2008 年一季度众多子行业的销售增长都达到了一个新的历史高点，也直接导致了这一时期消费品零售额整体的高基数。

图 8：分类 CPI



资料来源：长江证券研究部

图 9：分类 CPI



资料来源：长江证券研究部

表 3：消费各子行业 2006—2008 一季度主营收入增长情况

主营收入同比增长率			
	2006Q1	2007Q1	2008Q1
Wind 饮料	15.61	16.25	17.22
Wind 啤酒	23.02	21.24	18.69
Wind 白酒与葡萄酒	13.5	12.62	16.71
Wind 食品	16.13	13.85	31.48
Wind 百货商店	12.13	14.51	22.37
Wind 大卖场与超市	14.95	21.6	17.8
Wind 家用电器	-2.97	38.41	42.92
证监会农、林、牧、渔业	14.63	5.87	33.34

资料来源：Wind，长江证券研究部整理

由于 2008 年一季度消费品价格较高的基数因素，2009 年一季度增速可能较低。

政府政策刺激：部分对冲 09Q1 的消费需求趋缓

关于政府出台刺激内需消费的政策，我们持有的观点是：可以部分地对冲消费需求增速的下滑，但不能改变这种趋势。

这是基于这样的理由：1）中国社会受到儒家传统节俭、储蓄等传统观点的影响，一向有高储蓄的倾向，这也可以从日本得到印证。2）影响国内居民消费决策的主要因素是医疗、教育等基础社会保障预期，而这些问题的解决乃至居民消费预期的改变仍需假以时日。

但是从一个季度的时间来看，出台相应的内需刺激政策，仍有可能对冲消费需求增速的趋缓。

我们预期的 09 年一季度消费政策有：

2009 年 1 月份的购物券的发放和 3 月份 2 会出台税收刺激政策。而这些政策主要有利于超市板块和大众消费品行业。

政府政策着力于扩大内需：从而 2009 一季度消费政策有出台的可能

2008 年 12 月份中央经济工作会议把“保增长、扩内需、调结构”作为 2009 年宏观政策的立足点，随后召开的国务院常务会议，研究部署的搞活流通扩大消费和保持对外贸易稳定增长的十五条政策措施中七条是扩大消费措施的措施，包括完善城市社区便民服务设施、促进城市耐用品消费升级换代、大力促进消费升级等。

作为一项宏观调控政策，扩大内需已被放在非常重要的位置，2009 年政府将会采取强有力的扩大内需措施，出台一系列扩大居民消费需求的配套政策。

我们认为，政府可能从以下几方面实施政策支持：一是实施税制改革，提高消费税、个税的起征点；二是提高居民收入水平，包括提高公务员待遇、提高低收入居民的收入水平，提高城市最低工资标准和低保水平，加大对低收入家庭的补贴和救助力度等；三是发放消费券。同时，国务院常务会议还强调了**刺激农村消费的政策**

明确指出 2009 年中央财政将增加农村物流服务体系发展专项资金和促进服务业发展专项资金规模，同时还通过了多项支持农村流通业发展的措施。

我们认为，政府刺激农村消费的政策主要体现在：一是家电下乡，中央财政将再增加补贴；

二是提高粮食最低收购价格，增加农民收入；三是健全农村流通体系，未来两年将新建和改造一批农家店和农村商品配送中心，新建和改造一批农产品批发和农贸市场。

个税起征点上调提升消费信心有促进作用，但对消费的实际拉动可能有限

1) 提高个税起征点对提升消费信心有促进作用

个税起征点的提高能够使纳税人的税负减轻，一方面增加居民实际可支配收入；另一方面，收入的上升会提高人们对未来收入的预期，增强人们的消费信心，人们的消费水平也会提高这对居民当期消费有促进作用。

2) 对个税起征点提高带来消费促动不能过于乐观

第一，能够享受个税起征点上调的消费者有限

按照国家统计局 2008 年 7 月 28 日发布的数据，上半年全国城镇单位在岗职工平均工资为 12964 元，月平均工资 2161 元。从而，我们可以推断，全国城镇在岗职工大部分月工资水平低于 2161 元。

2005 年全国城镇在岗职工综述约 1.17 亿，假设每年以 10% 的速度增长（约等于 GDP 增速），则 2008 年在岗职工数为 1.56 亿。则全国能够享受到所得税起征点上调的在岗职工将不超过 8800 万。

第二，单纯提高个税起征点对高收入阶层更有利

假设个税起征点提高到 3000 元，则各级别收入群体的个税缴纳额如下表所示：

表 4：不同个税起征点下的个税缴纳额

月收入	起征点 2000	起征点 3000	少缴税金	少缴税金占比
2500	25	0	25	1%
3000	75	0	75	2.5%
4000	175	75	100	2.5%
5000	325	175	150	3%
6000	475	325	150	2.5%
8000	825	625	200	2.5%
10000	1225	1025	200	2%
30000	5625	5375	250	0.83%

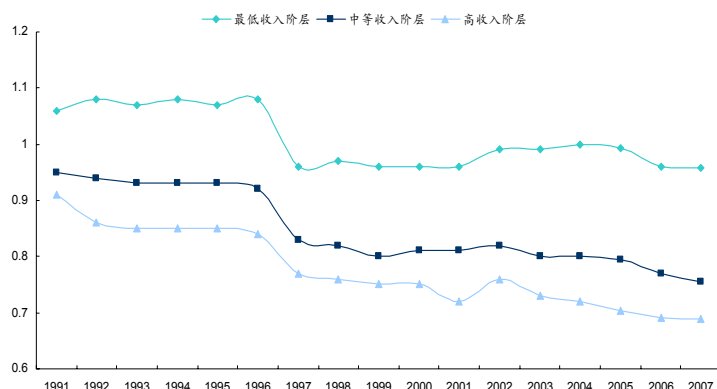
资料来源：长江证券研究部

从而：单纯的个税起征点上调对高收入群体更有利；个税起征点上调带来的绝对收入提高不大，尤其是高收入群体。

不同收入阶层的边际消费倾向是不同的，收入越高则边际消费倾向越低。有意思的是，按照统计局城镇居民收入层级划分，2008 年高收入户的标准是户均年平均收入达 24106 元，月均收入为 2000 元。也即是说，能够享受个税起征的在岗职工，如果家庭负担人口较小，都可以划分为高收入户的范围。

下图是不同收入阶层的边际消费倾向，高收入及以上阶层的边际消费倾向在 2007 年仅为 0.69；可见，单纯针对部分纳税群体的个税起征点上调，多带来的实际消费拉动是非常有限的。

图 10：不同阶层的边际消费倾向



资料来源：长江证券研究部

第三，绝对数较低，不足以显著拉动消费

根据国家税务总局的统计，2008 年前三个月个人所得税总纳税额为 2937.7 亿元；据统计局数据显示，2008 年 1-9 月社会消费品零售总额达 77885.7 亿元。

极端假设，所有的个税均用来消费，对社零总额的推动也仅仅 3.77%，是不足以显著拉动内需的。

通过分析，我们可以推断：个税起征点上调对消费的实际影响较小；不过，由于低收入阶层的边际消费倾向更高，如果由于个税起征点上调能够享受到税收优惠，则该部分群体更可能去进行基础性消费品支出。

消费券：短期有助于拉动大众品消费，长期拉动作用微弱

一方面，发放消费券是政府让富于民，短期效应明显

消费券就是政府为了拉动消费、向居民发放的用于特定期限消费的购物券。以消费券刺激消费国际上早有先例：1）日本 1999 年经济低迷时期为拉动消费，就曾向居民每人发放 2 万日元的消费券，而为了应对金融危机、刺激消费，日本近期又公布了总额高达 2 万亿日元的定额补助金发放方案；2）新加坡 2008 年以 18 亿新元的消费券还富于民刺激内需。3）香港、东莞、成都等省市 2008 年分别宣布或已经实际运用了这一措施，向低收入阶层发放限期的消费券。我们认为，消费券政策的实施，将直接让富于民，提高低收入居民的购买力，有效拉动居民消费，短期效应明显。

另一方面，发放消费券长期对于消费的拉动作用微弱

一般而言，人们的消费总量取决于对未来收入的预期，在居民未来收入预期没有发生根本改变的情况下，居民的总消费量不会发生改变。从较长时间来看，只要居民总消费量不变，消费券就只是发生了替代作用，部分本来该用于消费的收入被居民储蓄起来，被居民平滑到下一个时期使用。这在台湾发放消费券的过程中得到印证。

因此，我们认为，目前各个地方政府向低收入群体发放消费券，会拉动一季度食品和必须生活品的消费量，但长期来看，由于挤出效应的影响，对消费的影响较小。

食品和基础消费品是政府消费券的受益者。

各个消费品行业基本面 2009 一季度将有不同表现

大农业：政策利好催生主题投资机会

每年一季度是农业政策频出的时期，这也是大多数年份农业板块在此期间跑赢大盘的重要驱动因素，展望 2009 年一季度，农业政策依然是催生农业板块主题的主要动能。

表 5：2009 年 Q1 预期农业政策

时间	农业政策	主要内容
2009 年 1 月	2009 年中央一号文件	促进农业稳定发展农民持续增收
2009 年 2 月-3 月	提高 2009 年农业补贴力度	2009 年农资综合直补和粮食直补标准将大幅提高。农资价格与农资价格直补的联动机制出台细则。
2009 年 2 月-3 月	提高 2009 年粮食最低收购价	水稻最低收购价上调，幅度约 15-20%。

资料来源：长江证券研究部

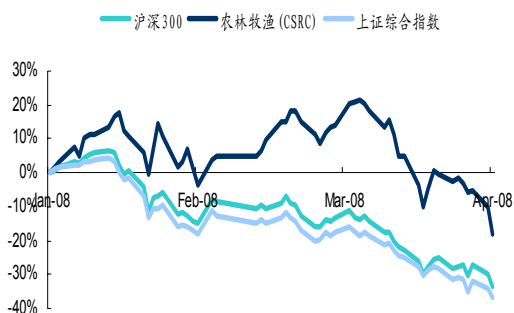
农业板块的表象与农产品价格和惠农政策相关性很大

与周期性行业趋势投资不同的是，农业股常在主题投资里演绎，2007 年 11 月-2008 年 6 月，在政策和农产品涨价的预期下，农业出现一轮暴涨行情，2008 年 7 月份开始在大盘商品下跌以及估值压力的影响下快速下跌，进入 2008 年 9 月下旬，农业板块再次超越大盘，同样是基于政策的主题投资。

我们认为粮食安全及农民增收问题将始终伴随工业化、城市化进程而长期存在，需要政策的不断协调与投入，因此政策作为农业主题投资的方向也就始终存在。

农业板块 1 季度通常表现卓越

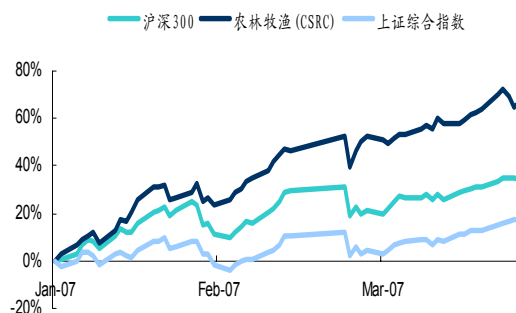
图 11：08Q1 农业板块表现强于大盘



资料来源：长江证券研究部

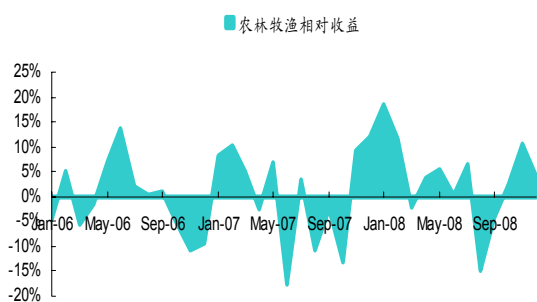
图 13：农业版块 1-3 月相对收益更高

图 12：07Q1 农业版块表现强于大盘



资料来源：长江证券研究部

图 14：农业股相对估值变化



资料来源：长江证券研究部



资料来源：长江证券研究部

09年1季度农业板块存在估值压力

从相对估值来看，目前农业板块相对与沪深300的估值为2.2倍，略低于估值高点2.4倍，但仍显著高于1.5倍的平均水平，从估值上看，农业板块并无显著的优势。

始于2007年底的农业股暴涨存在两个主题：一是国际国内农产品涨价预期强烈；二是对农业相关政策的预期。前一个因素已经消失，而后一个因素，基于政策的主题投资已经在前期的上涨中得到体现并已反映到估值上。

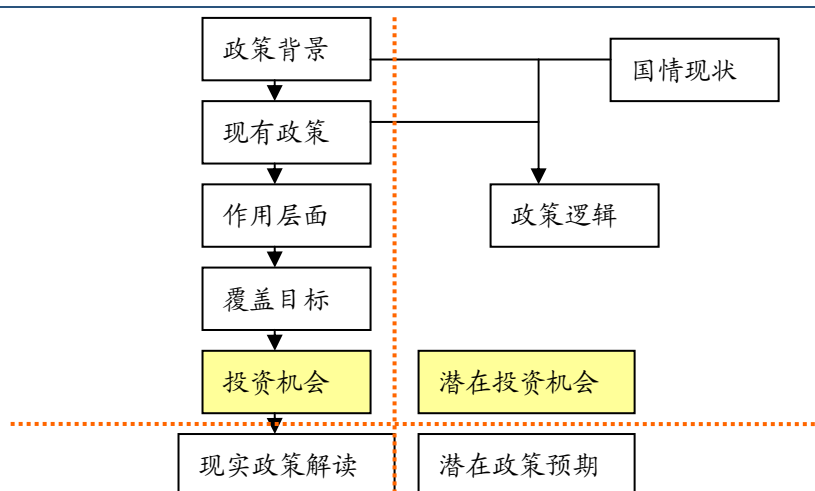
但是，如果农业板块股价有所调整，将有参与主题投资的机会。

我们重点关注敦煌种业、北大荒等农业上市公司。

农业板块1季度仍可着重把握主题投资机会

我们认为，农业板块1季度仍可着重把握政策主题投资机会，参考以下农业政策分析框架，把握农业子行业生产销售季节性及相关时点进行主题投资。

图 15：农业政策分析框架



资料来源：长江证券研究部

1) 刺激农村消费的政策。随着我国农民收入的提高，农村已经积累了巨大的消费潜能，如何激发这部分消费潜能，也就成为扩大内需政策的重点之一。

表 6：《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》主要内容

国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见

健全农村流通网络，拉动农村消费	继续推进“万村千乡”市场工程 加快完善农产品流通网络 完善农业生产资料流通体系 全面推进家电下乡工作
-----------------	---

资料来源：公开资料

其中，家电下乡的主要政策是：从 2009 年 2 月 1 日起，将家电下乡从 12 个省（区、市）推广到全国。同时，把摩托车、电脑、热水器（含太阳能、燃气、电力类）和空调等产品列入家电下乡政策补贴范围，由各省（区、市）根据当地需求从中选择增加部分补贴品种。

2) 农民增收农业发展的政策力度将继续提高。2009 年面临着经济减速影响农民工就业，粮价可能下跌影响种植收益进而威胁粮食安全的问题，同时城市化伴随着的粮食安全问题始终存在，在这一背景下农村工作仍旧需要着力于增产与增收，因此，可以预期的是 09 年将继续出台强农惠农政策，政策力度将进一步继续提高。

表 7：2009 年将采取多种措施保障农民增收

收入来源	比重	09 年面临的威胁	措施
工资性收入	增量的主要部分	经济减速威胁农民工就业	内外联动，多措并举，最大限度拓展就业增收空间，落实好解决农民工问题的政策措施，扩大农业产业链、农村基础设施建设以及农村二三产业的就业容量。……
经营性收入	占比最大	粮价可能下跌	继续提高粮食最低收购价格，增加主要农产品储备，改善进出口调控，搞好农产品购销和调运，努力稳住农产品市场价格。
转移性收入			加大农业补贴力度，明年粮食直补、良种补贴、农机具购置补贴、农资综合补贴都要继续增加，并逐步完善补贴办法。

资料来源：长江证券研究部，2008 年中央农村工作会议

表 8：农业子行业生产销售季节性及相关关注时点

子行业	生产季节	销售季节	业绩关注时点	刺激因素	Q1
种业（玉米）	4-9 月份制种	播种前，春玉米 4 月中下旬至 5 月上旬，夏玉米 5 月下旬至 6 月中下旬	销售季节	良种补贴；种业整顿	销售旺季、可能有政策刺激
畜禽饲料	玉米、大豆等生长季节	下半年略多于上半年	销售季节		
水产饲料	3 月至 8 月	5 月至 10 月	销售季节		
棉花加工	3-4 月至 8 月	全年销售	生产、销售季节	收储情况；收购价格	可能有政策刺激
动物疫苗	全年	春防、秋防	春防、秋防	防疫体系投入；突发疫情	可能有政策刺激
海产品加工	全年	捕捞季节	销售季节	出口退税	海参销售淡季

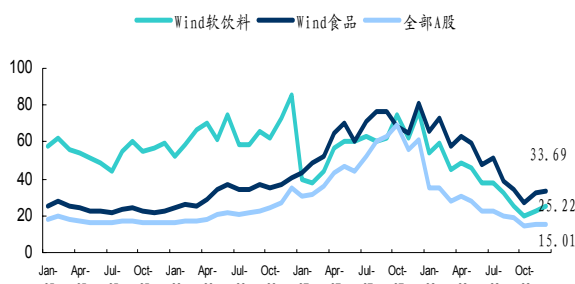
资料来源：长江证券研究部

食品业：09Q1 食品制造业的成本下降和乳制品行业恢复性增长

食品行业由于消费的基础性，在经济下滑带来的弱势行情中往往表现突出。板块的防御性在

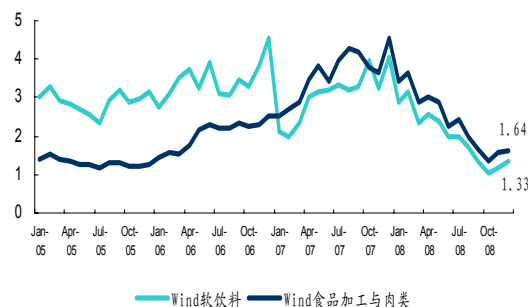
大盘下跌过程中受到越来越多的资金青睐，而板块估值也远超出 A 股均值。在目前的估值水平下，食品板块若想继续维持高估值溢价，一方面的前提是经济形势尚得不到扭转，从而周期性行业尚不会显现估值优势；另一方面的前提在于食品板块具体品种的成长确定性。

图 16：行业历史 PE



资料来源：长江证券研究部

图 17：相对估值变化



资料来源：长江证券研究部

成本下降而需求稳定

位于产业链中游的基础食品加工企业，在 09 年 1 季度将继续享受原材料价格下降带来的成本缩减。

表 9：食品行业上下游关系图

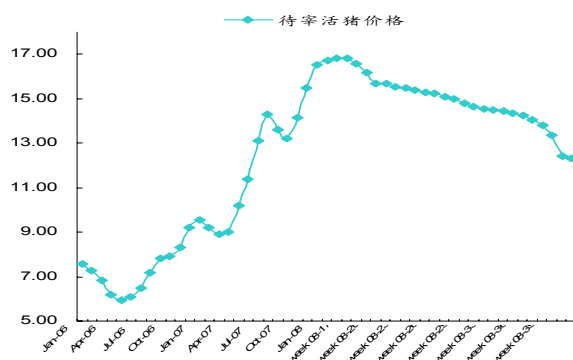
上游主要原料	产量周期	目前的周期阶段	下游行业	对下游影响	相关上市公司
玉米	n/a	连续 5 年丰产	饲料	正面	正邦科技
大豆	n/a	08 年反弹性增长	饲料、压榨	正面	
水稻	n/a	连续 5 年丰产	速冻食品、调味品	正面	三全食品、恒顺醋业
小麦	n/a	连续 5 年丰产	速冻食品	正面	
甘蔗	3 年丰产，3 年减产	丰产	制糖	负面	南宁糖业
生猪	2-3 年	恢复性增产	肉制品加工、速冻食品	正面	双汇发展
奶牛			液体乳、乳制品加工		伊利、光明

资料来源：长江证券研究部

农业部日前表示，由于 20 个主产省区能繁母猪存栏连续 2008 年 11 个月同比增幅超过 18%，预计 2009 年上半年生猪出栏将明显增加，春节过后猪肉价格下跌的可能性很大。从而，以肉类为主要原材料肉制品加工和速冻米面食品行业将继续受益。

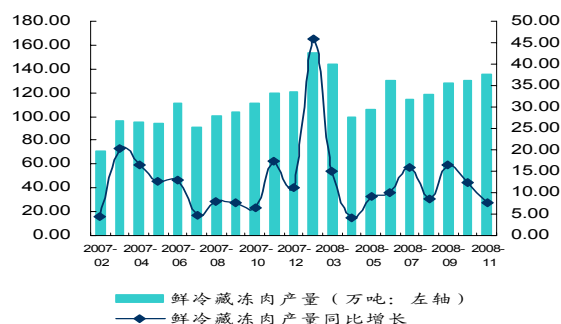
此外，上游价格下跌传导到需求端，产品价格回调也将带来终端需求的稳定。我们预计，肉制品行业产销量仍能保持 10% 增长。

图 18: 生猪价格走势



资料来源: 长江证券研究部

图 19: 生鲜冷藏肉产量



资料来源: 长江证券研究部

两节合一 对速冻食品行业 1 季度利好

速冻米面食品行业具有明显的季节性和节日性消费特性，2008 年 1 季度行业同比产量增幅达 25%，考虑提价因素则收入增幅约 40%。高增长的主要原因之一在于 2008 年春节相比 2007 年提前；而今年将是 4 年一度的两节合一，我们认为今年 1 季度速冻米面食品行业将再次保持 30%以上的高增长。

表 10: 食品行业各子行业季节性

子行业	季节性是否明显	旺季	淡季
乳制品	不明显	5-9 月最高	1-3 月
液体乳	明显	5-12 月	1-3 月
速冻米面食品	明显	10-3 月	5-8 月
生鲜冻肉	次明显	9-12 月	2-3 月
软饮料	明显	5-10 月	11-4 月
酱油	明显	9-4 月	5-8 月

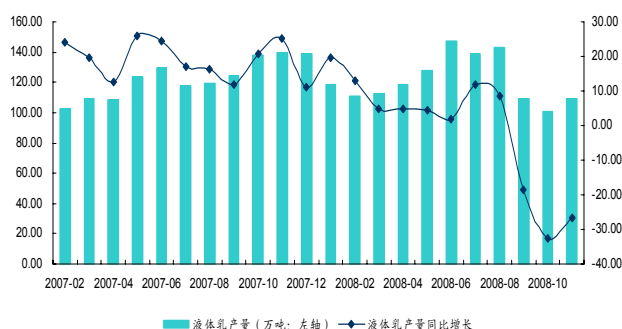
资料来源: 长江证券研究部

乳业面临风险释放后恢复性成长

延续我们在《日本毒奶事件的启示》以及一系列跟踪报告中的结论: (1) 在事件期内，销售收入是直观的参考指标，且收入领先于股价; (2) 年底和年报前将是负面信息陆续披露的时期，如果判定未来不大可能再爆出丑闻，那么股价由于负面信息的接连披露将为长线投资者提供布局机会。

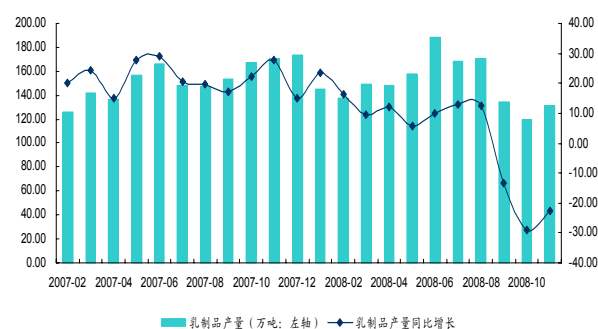
根据国研网的数据，乳业恢复速度超于预期: 11 月份液体乳和乳制品产量均出现恢复性成长; 经和上市公司沟通，伊利股份液体乳在局部城市也已经恢复接近 8 成水平。

图 20: 液体乳产量



资料来源：长江证券研究部

图 21: 乳制品产量



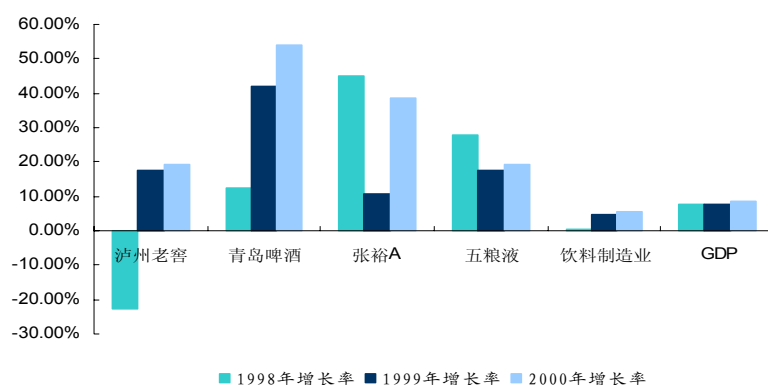
资料来源：长江证券研究部

我们认为，如果伊利股份 09 年液态乳和乳制品业务能够恢复到 07 年的 8 成，则目前的股价已经反映对事件的消化。而随着年报的临近，伊利股份将陆续披露负面信息。长线投资者可以逢低战略性入场。

酿酒业：受益于 09Q1 消费旺季和成本下移的正面利好

对比上次 1997 年中国经济危机的后来 3 年，龙头酒类饮料企业明显具有抵抗能力。

图 22: 酒类饮料行业增长率



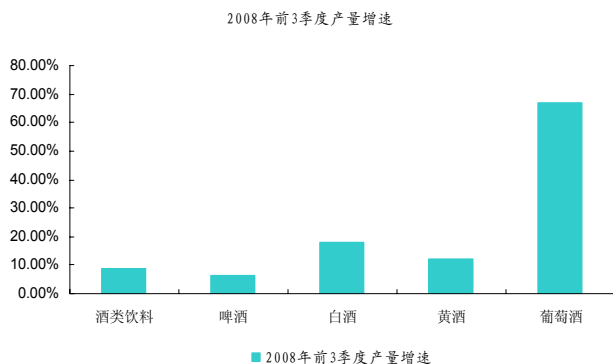
资料来源：长江证券研究部，公司资料

我们认为中国国内消费并不会降至1997年亚洲金融危机期间那样的低位。理由有2点：1）中国政府已通过各种渠道刺激国内消费，力度远远大于1997年；2）由于2000年以来中国经济快速增长，中国的综合消费能力比1997年强很多。

2008 年行业表现：

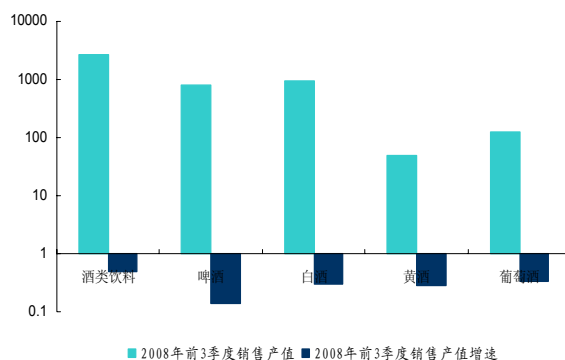
从 2008 年一至三季度行业经济运行状况来看，白酒、黄酒、葡萄酒增速均超过两位数，符合国家产业政策指向，全行业增长速度为 8.66%，与整个经济增长同步；从效益指标看，税金、利润的增长都在两位数以上，特别是利润指标涨幅达 35.52%，创历史最好水平。

图 23: 2008 年酒类饮料产量走势



资料来源: 长江证券研究部, wind

图 24: 2008 年酒类饮料产量走势



资料来源: 长江证券研究部, 中国酿酒网

未来 2009 年一季度行业市场可能的表现

从 11 月公布的酒类行业数据来看, 酿酒行业虽然受经济减速影响, 但由于新年节日消费的刺激, 较其他行业受影响较小, 业绩也比较稳定。我们预计由于 2008 年年末和 2009 年年初的节日消费效应, 09 年一季度酿酒行业将出现先扬后抑的局面。

白酒:

2009 年一季度先扬后抑

从 11-12 月份的销售来看, 虽然不同于往年在新的一年以前出现断货的情况, 但也并没有出现明显的销售不畅。因此, 我们认为由于经济景气的影响, 2009 年一季度茅台销量虽然增长困难, 但销量的维持还是可以做到的, 新年节日消费所带来的需求刚性明显好于预期。预计 2009 年一季度中的 1、2 月份白酒行业防御力将体现突出, 但随着节日效应的消退加上今年一季度对经济通缩的预期, 3 月份起将出现行业增速将出现加速下滑。

中端产品优势逐渐体现

同时在通货紧缩的背景下, 白酒行业的市场需求必将由高端转向中低端。行业内部分企业也开始逐渐将重心转移到中档产品上。

五粮液刚刚推出新酒“六合液”, 定价在 300 元/瓶左右属于中端品牌。而茅台也正加大对茅台王子、迎宾酒的推广力度, 进行渠道调整。在 12 月召开的订货会上, 茅台取消了以往年度将低度茅台酒和迎宾酒搭售的硬性规定, 将其由搭配销售中剥离出来, 签约特约经销商并设定省级总代理。

高端产品控量保价

表 11: 主要高端白酒价格

品牌	水井坊	五粮液	贵州茅台
出厂价格	445	469	439
终端销售价格	530	568	698

资料来源: 长江证券研究部, 公司公告

茅台酒现时批零价差(指从出厂价到终端零售指导价之间的价差)高达 250 元/瓶。巨大的价差

给了经销商非常大的利润空间，但也为出厂价提价奠定了基础。

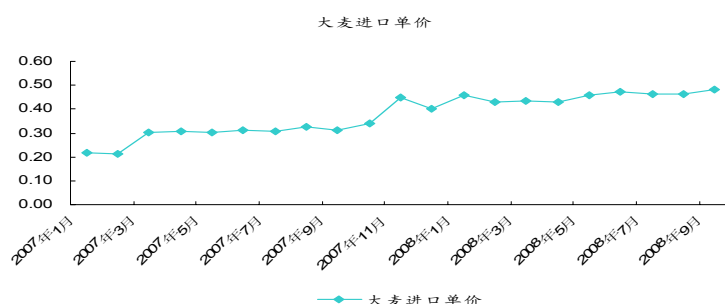
啤酒：

年底开始行业回暖

啤酒 11 月产量为 240.45 万吨，同比增速 6.7%，销量同比增速 8%，达成产销增长率连续三个月持续走好。在成本压力减少的预期下，毛利率会有所提升，明年稳定增长值得期待。

成本滞后效应，一季度将表现平平

图 25：大麦进口单价走势



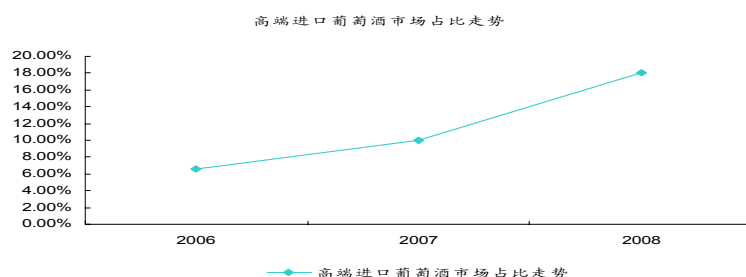
资料来源：长江证券研究部

啤酒行业成本存在一定的滞后效应，一季度还将使用 08 年购买的大麦生产。加上一季度的寒冷气候，不适合饮用啤酒，所以 2009 年一季度啤酒行业将表现平平，预计从 2009 年二季度开始出现增长加速。

葡萄酒：

葡萄酒 11 月份产量为 6.36 万吨，增速为 -0.2%，2008 年内首次出现负增长。随着国际葡萄酒价格的快速下跌，我们认为明年葡萄酒行业将受到经济增速减缓以及国际进口葡萄酒的双重冲击。随着高端进口葡萄酒对我国市场的侵占，葡萄酒市场将进入高端品牌战，未来博弈在高端。

图 26：高端进口葡萄酒市场占比



资料来源：长江证券研究部

目前国际葡萄酒市场基本已经饱和，众多国际葡萄酒业已经盯上了葡萄酒市场基数较低的中国市场，努力通过文化冲击和降价来争夺市场份额。

表 12：中国葡萄酒市场产品结构

进口葡萄酒(款)	占比(%)	国产葡萄酒(款)	占比(%)
----------	-------	----------	-------

单价≥10000 元	19	6.1%	0	0
10000 元>单价≥5000 元	10	3.2%	0	0
5000 元>单价≥2000 元	24	7.7%	0	0
2000 元>单价≥1000 元	29	9.3%	2	3.2%
1000 元>单价≥500 元	62	19.8%	7	11.3%
500 元>单价≥200 元	104	33.2%	19	30.6%
200 元>单价≥100 元	52	16.6%	14	22.6%
100 元>单价≥50 元	11	3.5%	18	29.0%
50 元>单价	2	0.6%	2	3.2%
合计	313		62	

资料来源：长江证券研究部

一季度短期价格稳定，销量增速环比可能回暖

从 11 月份销售情况来看，虽然销量和产量出现下滑但价格却十分坚挺。预计 2009 年第一季度 1 月到 2 月中旬由于由于新年节日的刺激加上商家不断的宣传活动，销量环比会出现回暖，但考虑到去年的高基点，同比增速还是会出现一定幅度的下滑，而一季度 3 月以后葡萄酒增速会出现放缓。

零售业：经营大众消费品的区域连锁零售商仍具有较强防御功能

2009 年一季度为百货行业低点 高端百货受到影响可能最大

由于股市下跌和经济景气度下降带来城镇居民实际可支配收入的下降，2009 年一季度消费者可能减少奢侈品和高档服饰的消费。

我们分析，2009 年一季度两类百货店可能受到影响较大，一类是经营中高端商品的百货店；另一类是处于一线城市的百货店，因为一线城市收入高，收入消费弹性也高，一旦收入预期下降，将首先减少百货店消费。相比较而言，一些二线城市的百货店经营的商品品类较低端，很多属于必需品属性，因而受到的负面冲击相对较小。

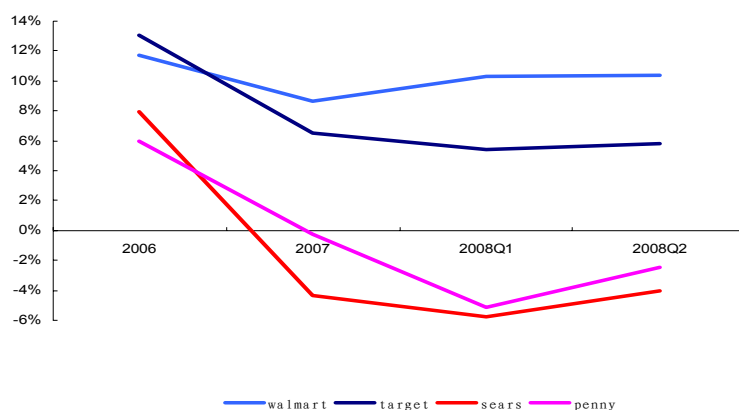
我们认为，百货行业景气高点为 2008 年一季度，而由于上年高基数效应和居民收入增速放缓以及消费倾向弱化等多重迭加效应的影响，2009 年一季度为百货行业的低点。随后可能是个“U”型反转。

因此，我们相对看好立足于区域开店布局、经营中低端百货的区域百货零售商。

2009 年一季度超市表现可能依然较好

1) 一季度超市具有较好的防御功能，但估值偏贵

图 27：近年来美国百货、超市零售企业销售增长



资料来源：长江证券研究部

从美国近年消费市场来看，我们发现其美国百货店的销售随着经济增长的减速，已经开始出现负增长，如美国百货店西尔斯和彭尼已经从 2007 年开始销售已经出现负增长，而美国沃尔玛和塔基塔仍然保持强劲的正增长。

这个说明，在经济增速下滑的背景下，超市相对于百货店，更具有防御功能。

2) 2009 年一季度超市的内生增长可能下降

根据我们的调研，国内主要超市零售公司 2007Q1 和 2008Q1 年的同店增长率大约为 18%。我们认为，2007 年为超市业的景气高点，而 2008 年受到通涨的正面影响（食品价格上涨），内生增长率一直较高。

展望 2009 年一季度，我们认为：由于上年高基数效应和居民收入增速放缓以及 CPI 下降等多重叠加效应的影响，我们推断 2009 年 Q1 超市公司的同店增长率将下滑 3-5% 左右的水平。

因此，2009 年 Q1 超市的营收增长率将下降，但依然是收入和业绩正增长。

家电零售业 ——经济增速减慢以及房地产低迷可能大幅降低家用电器等耐用消费品需求

根据北京中怡康市场研究公司的统计，2006 年家电销售增长 23%，2007 年国内家电以及消费类电子的市场规模增长 14%；2008 年上半年增长 10%。我们判断，由于受到上述因素特别是房地产市场低迷的影响，2009 年家电市场增长可能为 0 或者负增长。

我们担心，一旦家电市场需求进一步疲软，这些家电零售巨头的同店增长可能为负增长，换言之，家电连锁零售企业的增长只能来自于外延式开店。

经营大众消费品的连锁超市和区域连锁百货具有投资价值：

——优先配置欧亚集团、银座股份、合肥百货和新华百货等二线百货零售公司

优先配置这些公司的理由是，经营业绩确定且估值不高（拥有 1/3-1/2 的超市业务但没有获得超市的估值）

——配置武汉中百、步步高、广州友谊等资本支出计划较小现金流稳定增长的公司

——回避重资本支出、国有控股的零售公司

2009 一季度可能引起零售板块异动的**催化因素**：居民消费券的发放和国家有可能降低零售企业的用电价格。

我们的思考和配置主线

我们的思考：

第一，目前消费品估值是否合理？

目前来看，消费品公司由于具有一定的防御性或增长的确定性，估值一直较高，很多重点公司 08/09 年的估值区间分别为 25x 和 20x，估值的确不便宜。但如果与市场众多的 09 年收入和业绩双双负增长的周期性公司相比较，消费品公司还是具有一定吸引力。

表 13：子行业估值表

行业	历史最高	历史最低	目前 PE	09PE
百货	99.48	22.37	26.41	13.52
大卖场与超市	71.02	16.25	20.17	13.36
啤酒	103.0	30.27	41.77	25.33
白酒与葡萄酒	130.3	22.42	32.82	17.06
软饮料	116.2	19.93	25.22	19.05
食品加工与肉制品	86.5	22.47	31.10	19.80
农林牧渔	74.99	20.85	32.48	17.40

资料来源：长江证券研究部

第二，哪些消费品公司能够从经济增速放缓的环境中获利

我们概括的优质消费品公司的特质有：1) 受宏观经济减速影响相对较小；2) 具备充沛的现金流去抵御风险乃至扩充业务；3) 拥有一定的低成本经营优势；4) 2009 年资本支出规模适度。

我们对 2009 年一季度消费品公司的配置主线：

1) 行业受到正面促动变化

——肉制品：位于产业链中游的基础食品加工企业，在 09 年 1 季度将继续享受原材料价格下降带来的成本缩减。受益于生猪价格的下行，使得肉制品加工企业的成本下降，毛利率提升。我们重点关注双汇发展。

——啤酒行业：受益于而未来全球大麦价格下降预期明显，预计大麦价格的降低会带动明年公司 09 年二季度起生产成本逐渐走低。我们重点关注青岛啤酒。

——乳业：风险释放后恢复性成长。受到三聚氰胺的影响，乳制品行业受到很大影响，而公司估价也遭到重创。我们分析认为，随着事件的有效处理，乳制品行业将实现恢复性成长。我们战略性关注伊利股份等公司。

2) 个股优良、质地较佳

我们认为，尽管受到需求增速下移的影响，但一些品质较佳的公司依然能够傲然屹立于严冬。我们精选出茅台、张裕等公司重点配置

3) 政策利好明显

经管大农业行业存在估值偏高的现象，但是 09 一季度强势政策暖风频吹，使的部分公司会受到市场的青睐。如北大荒、中牧股份等公司，在股价回调时候可以适度配置。

4) 业务结构和估值错位

零售业中超市类公司主要经营食品等必须消费品，在经济寒冬中最具有防御功能。我们看好其中的武汉中百和步步高专业连锁超市公司。

由于超市公司估值较高，我们更看重欧亚、合肥百货、银座和新华百货等二线百货零售公司，这是因为，他们很多经营连锁超市，拥有超市业务却没有获得超市的估值。

09Q1 消费类配置表

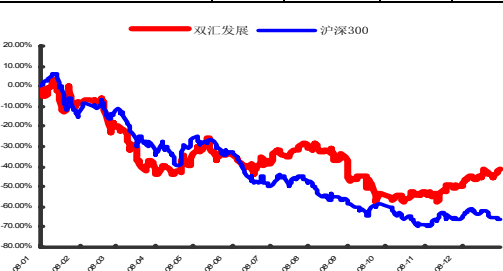
主要消费品公司投资策略和配置比重

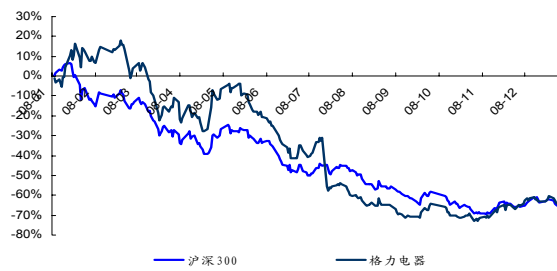
表 14: 09Q1 消费类上市公司配置表

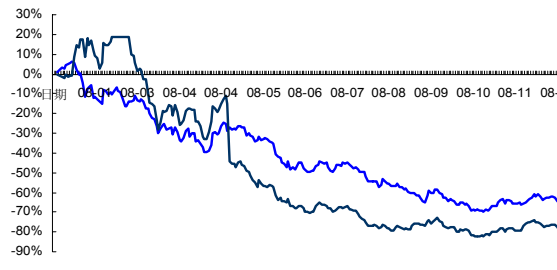
行业	总市值比例	配置比例	公司	总市值（万元）	市值占股票池比例	建议配置比例
农业	0.66%	1%	北大荒	1798678	5%	2.00%
			中牧股份	458640	1%	1.00%
			好当家	334541	1%	0.00%
酿酒业	1.95%	2%	贵州茅台	10259106	30%	32.00%
			张裕 A	2557308	7%	5.00%
			青岛啤酒	2615130	8%	10.00%
			燕京啤酒	1598763	5%	5.00%
食品饮料	0.73%	1%	伊利股份	639458	2%	7.00%
			双汇发展	2089470	6%	6.00%
			安琪酵母	290669	1%	1.00%
			三全食品	258902	1%	0%
零售业	0.72%	0.50%	苏宁电器	5356895	16%	10.00%
			王府井	746649	2%	2.00%
			武汉中百	526875	2%	2.00%
			新华百货	182367	1%	2.00%
			银座股份	385772	1%	2.00%
			合肥百货	317355	1%	2.00%
			武汉中商	111291	0.32%	2.00%
			格力电器	2434656	7%	5.00%
家电	0.61%	0.61%	美的电器	1565806	5%	4.00%

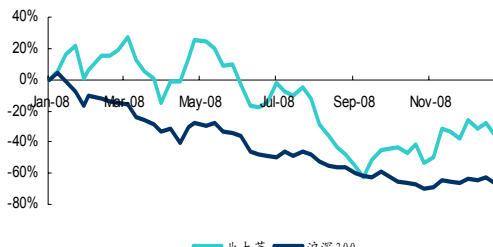
注：超配“红色”；标配“蓝色”；低配：“绿色”

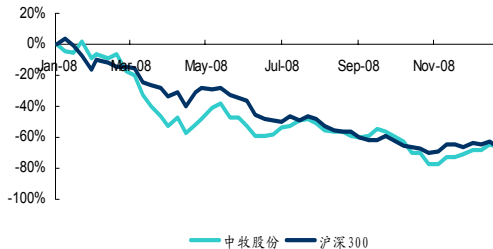
重点公司概述

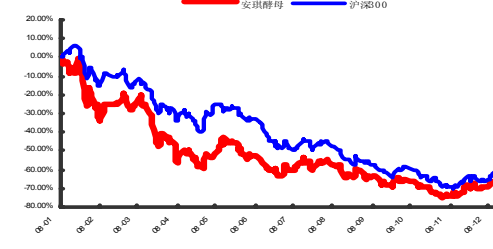
重点公司	双汇发展（000895.SZ）	谨慎推荐	板块	食品		
投资要点			EPS	PE		
1. 生猪价格在 09 年上半年将继续降低，从而带来成本缩减；			08	1.089	08	31.73
2. 猪肉价格降低将带来屠宰业务的恢复和生鲜肉业务需求提升；			09	1.478	09	23.28
3. 高效的运营效率保证现金流的充裕；			10	1.725	10	20.02
4. 存在资产注入的预期。						
风险提示						
1. 冬季是疫情高发期，若疫情爆发有可能引起成本波动；						
2. 业务拓展一般由集团出面，上市公司难以分享业绩；						
3. 经济下滑仍可能对高端产品需求造成影响。						

重点公司	格力电器（000651.SZ）	板块		家用电器	
投资要点		EPS		PE	
1. 行业龙头，品牌、规模优势明显；		08	1.42	08	13.7
2. 在城市化进程推动和家电下乡等因素刺激下长期增长率可达 20%；		09	1.44	09	13.5
3. 优良的管理能力保障公司过冬能力；		10	1.74	10	11.2
4. 具有一定估值优势。					
风险提示					
1. 出口继续下滑；					
2. 空调新能效标准对需求的冲击；					
3. 经济下滑造成需求低迷程度超出预期。					

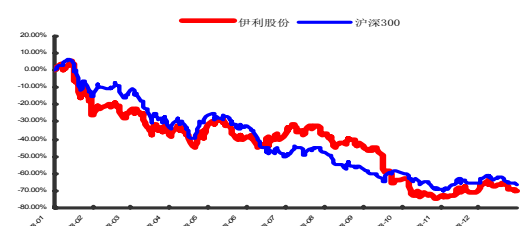
重点公司	美的电器（000527.SZ）	板块	家用电器		
投资要点		EPS	PE		
1. 有效的多元化扩张最大化品牌和规模优势；		08	0.73	08	11.3
2. 在城市化进程推动和家电下乡等因素刺激下长期增长率可达 20%；		09	0.76	09	10.9
3. 存在收购、整合同业的预期；		10	1.07	10	7.7
4. 具有一定估值优势。					
风险提示					
1. 出口继续下滑；					
2. 空调新能效标准对需求的冲击；					
3. 经济下滑造成需求低迷程度超出预期。					

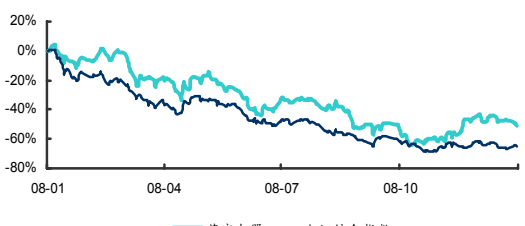
重点公司	北大荒（600598.SH）	板块	农业	
投资要点	EPS		PE	
1. 防御性强。不断增长的承包费收入给公司带来稳定的现金流	08	0.34	08	32
2. 具备长期成长性。种植收益有望提高，为提租带来了空间。	09	0.39	09	27
3. 土地资源优势凸显。土地流转的加速将促使土地价值回归并	10	0.43	10	25
风险提示				
1. 承包费收入增幅缓慢，难以期望超预期增长。				

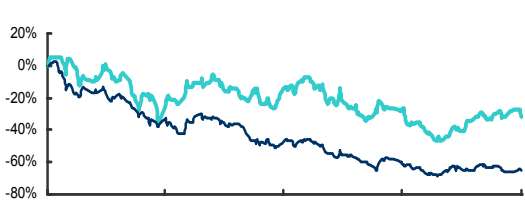
重点公司	中牧股份（600195.SH）	板块	农业	
投资要点		EPS	PE	
1. 政府投入持续增加，疫苗行业市场容量不断扩大。	08	0.41	08	29
2. 规模化养殖程度扩大，主动防疫意识提高提升免疫需求。	09	0.42	09	29
3. 产品更新升级，可望维持行业高毛利率。	10	0.45	10	26
4.				
风险提示				
1. 行业竞争加剧，产品毛利率可能下跌。				

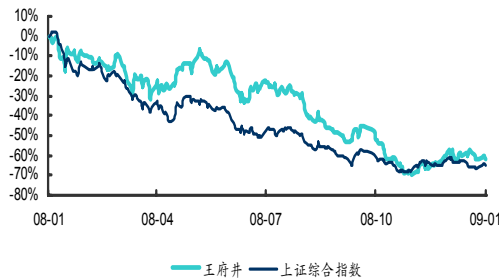
重点公司	安琪酵母（600298.SH）	板块		食品	
投资要点		EPS		PE	
1. 09 年新增项目达产，恰逢主要对手产能扩张真空期；		08	0.404	08	26.54
2. 目前产品仍以基础发酵产品为主，防御性较强；		09	0.496	09	21.58
3. 税收优惠和低成本仍可维持；		10	0.614	10	17.45
					
风险提示					
1. 外围经济剧烈下滑，出口面临较大风险。					

重点公司	伊利股份 (600887.SH)	中性	食品
投资要点	EPS	PE	

1. 行业恢复高于我们预期，显示乳品消费的必须性；	08	—	08	—
2. 在年报之前将陆续披露负面信息，为战略性投资者提供入场时机；	09	0.45	09	17.78
3. 若 09 年液体乳和乳制品收入恢复到 07 年 8 成，则目前股价基本反映风险；	10	0.60	10	13.33
风险提示 1. 公司恢复可能慢于行业，尤其是乳制品业务； 2. 有迹象显示外资乳制品品牌采取降价抢占中低端市场。 				

重点公司	苏宁电器（002024.SZ）	板块	零售		
投资要点		EPS	PE		
1.受到地产低迷的滞后影响，2009 一季度家电销售可能面临较大压		08	0.80	08	22.3
2. 由于上年的效应，苏宁一季度同店销售可能为负增长；		09	0.92	09	19.46
3. 公司现金流充裕，经营稳健；		10	1.08	10	16.58
4. “国美事件”可能对公司形成战略性利好，。					
风险提示		 — 苏宁电器 — 上证综合指数			
1. 经济下滑和房地产低迷可能对家电产品需求造成极大的影					

重点公司	武汉中百（000759.SZ）	板块	零售		
投资要点		EPS	PE		
1. 公司为具备竞争优势的区域日用品分销龙头；		08	0.31	08	30.3
2. 公司门店拓展稳健、稳步提升内在质量；		09	0.38	09	24.5
3. 未来增长可能放慢，重庆业务压力较大		10	0.44	10	21.36
4. 业绩稳定增长，建议长线投资者择机买入					
风险提示		 — 武汉中百 — 上证综合指数			
1. 2009 年第一季度超市的同店增长可能较低；					

重点公司	王府井（600859.SH）	板块		零售	
投资要点		EPS		PE	
1. 目前唯一一家定位于中高端的内资连锁百货运营商，早期的跨区域开		08	0.95	08	20
2. 景气下滑和资本支出较大可能放慢未来 2 年公司业绩增速；		09	1.05	09	18
3. 公司门店大多集中于国内中西部地区，未来展店空间异常巨大；		10	1.25	10	15.2
风险提示					
1. 经济下滑和消费低迷可能对百货业 09 一季度同店增长造成极大的影响。					

（感谢陈静对本文的贡献和支持）

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业资深分析师。

代薇，长江证券农业行业分析师。

乔洋，长江证券食品和软饮料行业分析师。

江漪舟，长江证券酿酒行业分析师。

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
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 63296362	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	zhangxj@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	lijing2@cjsc.com.cn
吕洁	销售经理	(8621) 33130450	lvjie@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。

重要声明

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需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。
