



行业深度研究报告

消费背景变化推动盈利模式转变

中国消费背景发生变化

收入分配改革将会是伴随未来经济转型的核心问题之一。近期在劳动力供求缺口不断拉大的背景下，各地纷纷上调最低工资标准。收入分配体制的改革提升中低收入人群的可支配收入，这将拉动中低端消费品的消费，会对消费方式产生巨大影响。

高房价阻碍中国城市化进程，未来方向像城镇化模式转变。城镇化有利于中国的消费下沉，我们看好下沉到三四线城市及中小城镇，拥有渠道优势以及地域性的强品牌消费品。

销量增长成为食品行业盈利的新模式

我们认为，食品饮料行业未来的盈利模式发生了微妙的变化。销售量的增加成为未来企业制胜的关键，而产品价格的持续上涨遇到了阻碍。

投资逻辑与资产配置

未来股票市场即没有大牛市基础，也不具备大幅度下跌的空间。市场具备以时间换空间的可能。而食品饮料中高成长与持续性兼备的股票就完全能使适应未来的市场环境和投资者的选择偏好。因为如果公司高增长且持续，则估值是可以过时间来消化的。

因此我们从产品的持续性和公司的成长性两个纬度，选择投资标底。我们认为符合下列两个条件的行业是我们较为看好的：

第一、受益于城市化下移和农村人口城镇化，能迎合城镇新居民消费升级的中低端生活消费品。第二、存货周期长，销售半径远的产品。乳制品、软饮料、区域性中低端白酒、肉制品、啤酒是我们的首选。

在上市公司方面，选择第一、销售渠道下沉到区县、乡镇等市场的上市公司。第二、销售量能快速增长，市场占有利快速提升，能作为行业整合者的上市公司。根据这一条件，我们推出了“积极成长”组合，另外，考虑到成长性及行业的地位等因素我们推出“隐形冠军”、“稳健防御”两个组合。

“积极成长”：山西汾酒、洋河股份、伊利股份、承德露露、双汇发展和青岛啤酒。

“隐形冠军”：皇氏乳业、得利斯、三全食品。

“稳健防御”：五粮液、张裕 A 和贵州茅台。

食品与饮料制造

维持

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010--85130307

执业证书编号：S1440209090411

发布日期：2010年07月21日

股价表现



相关研究报告



目 录

一、收入分配提高中低端人群消费能力	1
1、中国经济发展进入新阶段	1
2、收入分配改革提升中低端人群收入.....	1
3、中低端消费品受益收入分配改革	3
二、未来的城镇化有利于消费下沉	4
1、高房价阻碍中国城市化进程	4
2、城镇化有利于中国的消费下沉	4
三、涨价因素退潮，通胀压力逐步减弱	7
1、通货膨胀 7 月份后开会回落	7
2、粮食和食品价格继续大幅上涨的动能有限.....	8
四、销量增长或将成为行业盈利新模式	10
1、啤酒行业：并购再度进入活跃期，销量成为盈利增长原动力	10
2、白酒行业：销量继续高增长，价格波动值得关注.....	12
3、葡萄酒：进口葡萄酒持续高增增长，原料争夺升级.....	13
4、乳制品：奶粉成焦点，价格是关键.....	15
五、投资逻辑与资产配置	18
1、“积极成长”组合	19
2、“隐形冠军”组合	21
3、“稳健防御”组合	22
附:.....	23



图 表

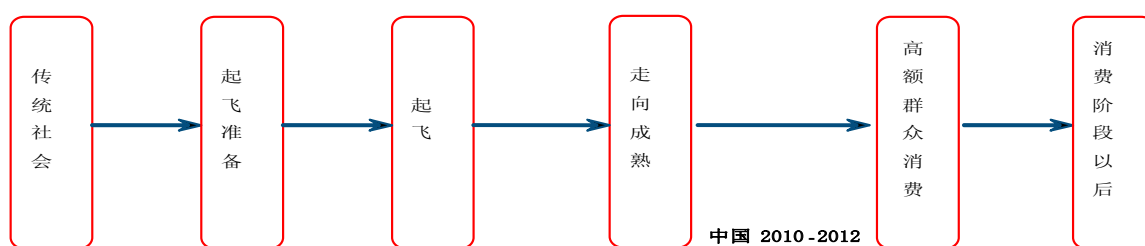
图 1: 经济成长的阶段	1
图 2: 各地纷纷上调工资标准及各地小时最低工资	2
图 3: 中国农村居民现金收入增长较快	2
图 4: 农民工工资性收入变化 (元)	3
图 5: 乡村总人口及所占比重双双下滑	4
图 6: 农村居民生活性消费支出快速增加	5
图 7: 食品是农村居民消费支出的主要部分	5
图 8: 县及县级以下的消费增长空间巨大	6
图 9: 通货膨胀已抬头, 食品成 CPI 上涨的主要推动因素	7
图 10: CPI-食品分类中, 粮食价格显著上涨, 猪肉油脂价格开始回升	7
图 11: 我国历年稻谷、小麦最低收购价 单位: 元/50 公斤	8
图 12: 我国主要农产品平均价格 单位: 元/公斤	8
图 13: 生猪及猪肉价格触底, 但不会大幅快速反弹	9
图 14: 啤酒行业产量增加有限	11
图 15: 啤酒行业盈利能力得到改善 单位: 万元、%	11
图 16: 大麦进口价格仍处在低位	12
图 17: 白酒产量继续维持在经期阶段	12
图 18: 白酒行业盈利能力仍较强	13
图 19: 葡萄酒产量逐月提升	14
图 20: 葡萄酒行业的盈利能力持续回升	14
图 21: 进口葡萄酒增速较高, 进口均价有上升势头	15
图 22: 乳制品行业产量开始回落	16
图 23: 50 个城市的平均牛奶价格稳步上升	16
图 24: 原奶价恢复性上涨, 回到合理区域	17
图 25: 液体乳及乳制品制造业盈利能力下降	17
图 26: 奶粉进口量价齐升	18
表 1: 经济发展期间的转折点和议程	1
表 2: 目前啤酒行业的拟收购项目	10

一、收入分配提高中低端人群消费能力

1、中国经济发展进入新阶段

罗斯托运用工业化理论，将经济从传统社会的成长分为 5 阶段：起飞准备——起飞——走向成熟——高额群众消费阶段——消费阶段以后。借鉴我们宏观经济以及策略研究的成果，我们认为，中国在当前的时点上，正处于“走向成熟”与“高额群众消费阶段”交汇期，也就是工业化后期与后工业化时期的承接段，这个过程，大概需要历经 2010-2012 三年时间。

图 1：经济成长的阶段



资料来源：中信建投研发部

表 1：经济发展期间的转折点和议程

转折点名称	转折点特征	转折间的议程
刘易斯第一拐点	劳动力无限供给结束，普通劳动者工资上涨	催化劳动力市场，改进政府在分配效率；提高政府对改善收入分配的意识
库兹涅茨拐点	收入分配恶化的趋势被遏制，收入差距开始缩小	加大对农业经济的激励，提高农业生产率，创造更好的劳动力转移的制度环境。
刘易斯第二拐点（商业化点）	农业和非农业之间的劳动的边际生产率相等	

资料来源：Barta 和 Khan，中信建投研发部

随着人口红利的消退，劳动力、生产资料成本的上升，中国经济被迫进入了调结构的新发展阶段，以转变经济增长方式，实现产业升级。另一方面，消费对经济的推动作用日益凸现，尽管中国的消费在结构存在突出问题，但以“奢侈品”、“房地产”和“中低端生活必需品”为主的消费类型交互出现，也成为我国消费的新特征。

2、收入分配改革提升中低端人群收入

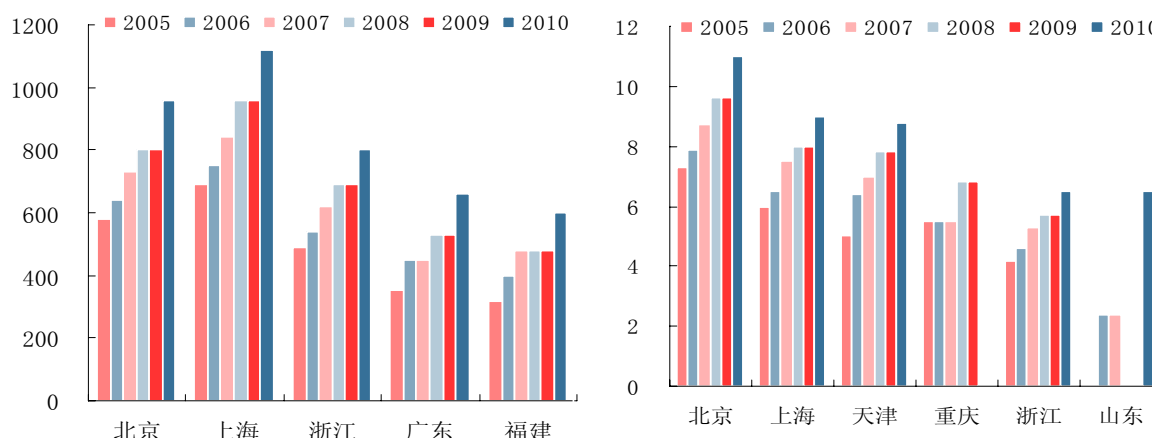
中国过去三十年所执行的计划生育政策，以及此后经济与社会的发展，改变了中国的人口结构，令中国提前进入到老龄化社会，中国的“刘易斯拐点”提前来临。

中国加工业受到国内成本和国外采购商的双重挤压，中国制造业微利经营，工人待遇低下，导致中国经济不断地迎来了“民工荒”的冲击，在劳动力供给偏紧的情况下，提高工资待遇和改善工作环境势在必行。



同时，政府也推行了调解收入分配体制的改革，是突破破解垄断行业高收入以及劳动者收入低下的问题，可以预期，收入分配改革将会是伴随未来经济转型的核心问题之一。近期在劳动力供求缺口不断拉大的背景下，各地纷纷上调最低工资标准。2010 年工资上调的步伐再度启动，目前已有 15 个省区市上调最低工资，而上调最低工资标准是提高基层劳动者收入的主要手段。

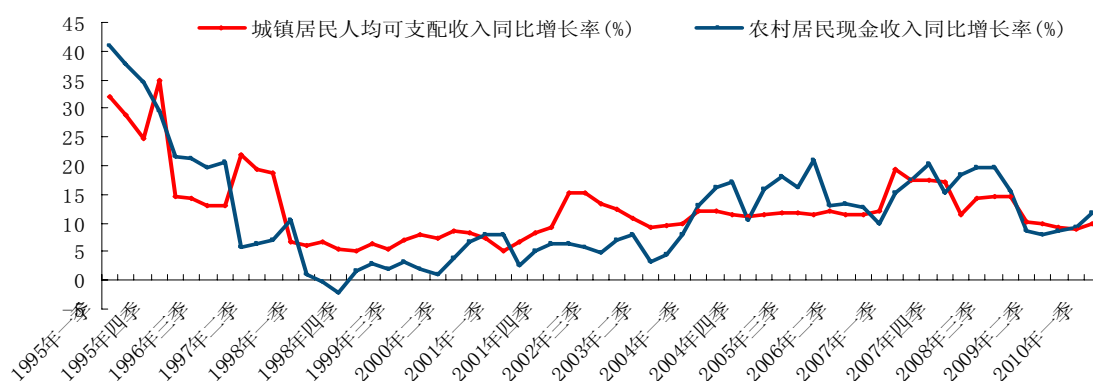
图 2：各地纷纷上调工资标准及各地小时最低工资



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

中国收入体制的改革主要表现在两个方面：一是提高城镇中低收入群体和农村居民的收入，第二是缩小城乡的收入差距。扣除价格因素，2004~2007 年，农村居民人均纯收入增量增幅实现了 1985 年以来首次连续 4 年每年超 6%。从人均居民可支配收入的增长来看，农村居民在 2010 年 1 季度已经开始超越城市居民。随着中国经济的恢复以及政府调节收入政策的落实，预计农村居民的人均收入将会加快增长的步伐。

图 3：中国农村居民现金收入增长较快

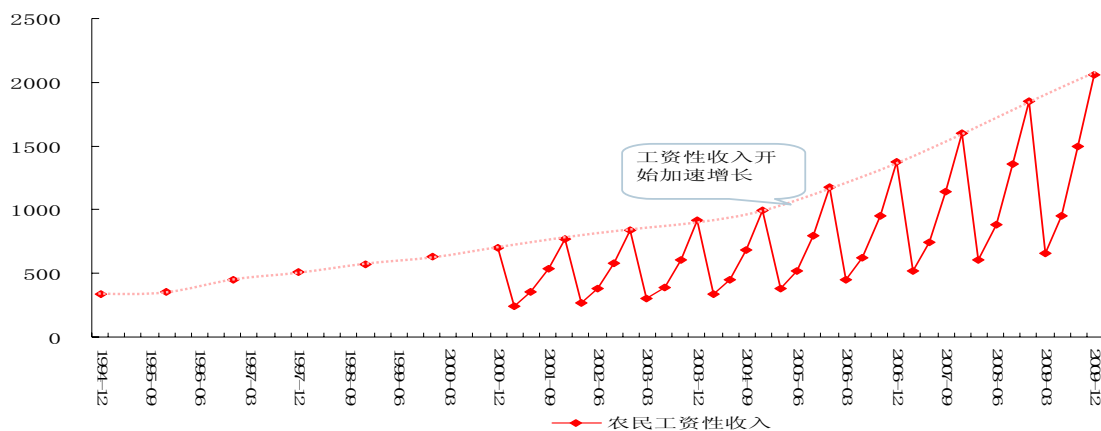


数据来源：Wind，中信建投研究发展部

作为介于城镇居民和农村居民之间的农民工全体的收入状况也是社会关注的焦点，农业部的调研表明，2006 年以前农民工工资年均增长幅度都小于 10%，而 2006 年之后同比增长突破 10%。我们从农民工工资性收入的变化趋势看，2005 年之后农民工工资性收入也是开始加速的。



图 4：农民工工资性收入变化（元）



资料来源：巨灵信息、中信建投证券研究发展部

3、中低端消费品受益收入分配改革

西方经济学的消费理论明确指出，穷人的边际消费效应远远大于富人，即提高中低收入人群的收入对社会消费的促进作用远远大于富人。

收入分配体制的改革提升中低收入人群的可支配收入，这将拉动中低端消费品的消费。我们认为食品饮料行业中的基础食品包括低端肉制品、乳制品、软饮料、中低端白酒、啤酒等将会受益，这些商品的需求将会带来显著的提升，相关上市公司将会明显受益。

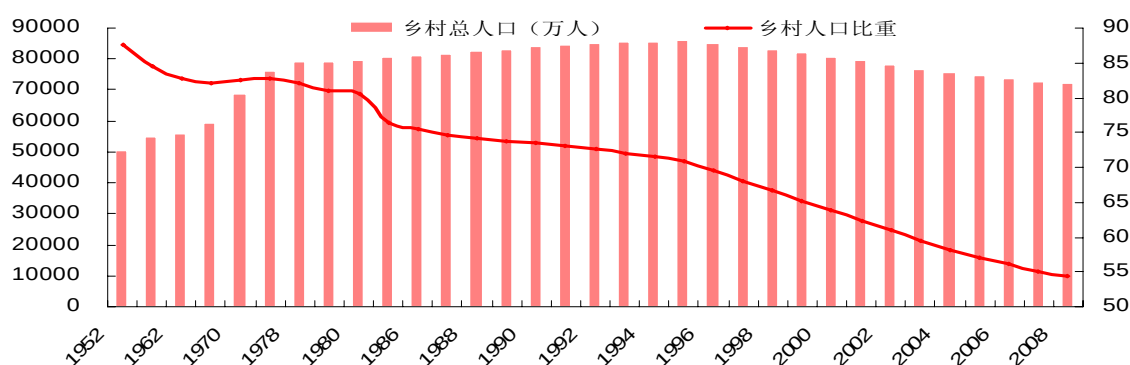


二、未来的城镇化有利于消费下沉

1、高房价阻碍中国城市化进程

截至 2008 年我国农村人口为 7.2 亿人，占总人口的比重为 54.32%，农村人口总数在 1995 年达到 8.59 亿的高峰后逐渐下滑。随着中国城市化的进程加快，以及中央政府户籍制度改革的提上议程，以及一大批中小城镇的扩容，未来农民工的就地城市化将会出现，农村人口的绝对量和比例都会下降。

图 5：乡村总人口及所占比重双双下滑



数据来源：Wind，中信建投研究发展部

一线城市房屋价格的持续上扬，已经严重阻碍了城市化进程。一方面提高农村居民收入，强烈需要提高劳动生产率，需要减少农业生产人口，另一方面城市高成本居住阻止了农村人口的转移，因此未来主要模式将是城镇化。农村人口就地转移到中小城镇，模拟城市化生活方式，同样会带来农业以外众多就业机会。

到 2020 年，城乡建设用地的最大规模满足 14.7 亿人的使用，城镇空旷用地满足 8.5 亿人的使用，同时农村用地满足 6.2 亿人的使用。以大城市为中心带动周边的小城镇，和谐发展，形成大中小城市在都市圈内和谐发展的新格局。这样的城镇化模式带来农村消费条件极大改善，带来服务规模的中小型化，以及消费半径缩短带来消费便利化和家常化，从而促进消费频率增加。

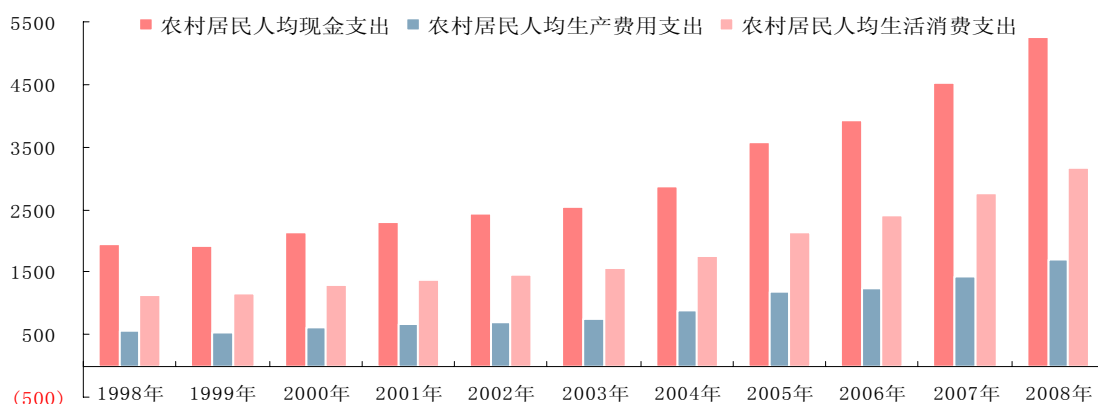
2、城镇化有利于中国的消费下沉

（1）农民人均支出快速增长

1998 年--2004 年的六年间，农村居民的人均现金支出一直处在 2000 元左右的规模，2005 年起，农民得支出开始迅速增加，2008 年，农民的人均现金支出增加到 5258 元，较 2005 年增加了 47%。其中，生活性消费仍占支出的主要比率，去年在 3160 元，生产性消费支出紧随其后，为 1713 元。从今年 1-9 月份的数据来看，农民的人均支出较去年同期增长了 7.4%，生活性支出增幅也相对较快，达到 10.1%。随着政府对农村消费市场的重视程度增加以及鼓励消费政策的深入，农村居民的消费支出特别是生活性消费支出将会继续呈快速增长态势。



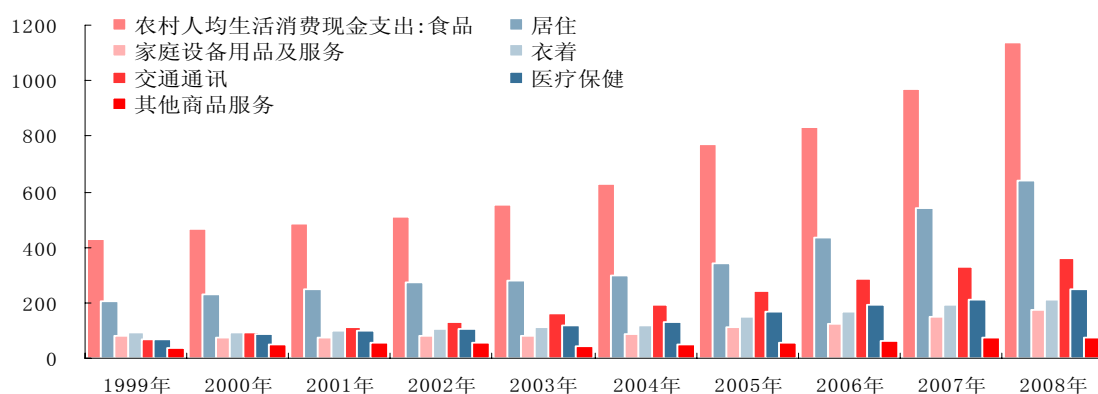
图 6：农村居民生活性消费支出快速增加



数据来源：Wind，中信建投研究发展部

食品的消费支出仍是农民的主要支出，食品、居住和交通通讯的支出占农民生活性消费的比重较大，2009 年，这三项对额支出分别占农民生活性消费支出分别是 38%、28%和 13%。随着农村居民生活水平的提高，外出务工人员受城市居民消费习惯的影响，必然会带动农村居民消费结构和习惯的改变，农村的消费必然出现升级。医疗保险、交通通讯和家庭设备、衣着的消费支出具有巨大的增长潜力。

图 7：食品是农村居民消费支出的主要部分



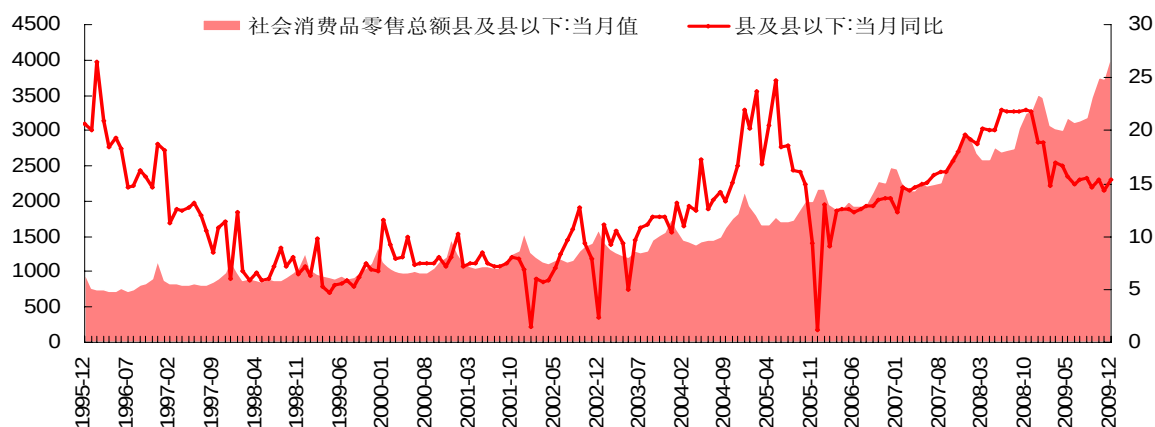
数据来源：Wind，中信建投研究发展部

（2）县及县级以下市场的消费空间增长潜力巨大

我们以县及县级以下的零售额来统计中小城镇地区的消费情况，从各月的数据来看，县及县级以下的当月零售额 2008 年 9 月开始超过了 3000 亿元，2009 年 11 月当月达到 3733 亿元，同比增长率尽管今年出现了持续的下滑，但仍在 15%左右。随着物价的回升，以及政府对农村消费的补贴力度加大，预计未来县及县级以下的零售额同比增长将会回升，中小城镇消费市场的增长空间巨大。



图 8：县及县级以下的消费增长空间巨大



数据来源：Wind，中信建投研究发展部

（3）三、四线城市及中小城镇成为未来中低端消费崛起的关键

如果未来中国城市化的方向像城镇化模式转变，则是快速消费品品牌化与可选消费品地域性特征并存的时期。中小城镇建设将使农村人口就地转移，除了继续从事农业生产，多数人将转移到离家不远的城镇。城镇化将使居民居住较为分散，运输成本增加，货架期长的产品将更受欢迎。同时，城镇居民的消费升级及消费习惯的改变也会使具有品牌优势的软饮料、乳制品等受益。

我们看好下沉到三四线城市及中小城镇，拥有渠道优势以及地域性的强品牌消费品。

因此我们认为乳制品中伊利、啤酒中的青岛啤酒、软饮料中的承德露露、肉制品中的双汇、得利斯、雨润这类大品牌快消费品的增长空间非常大，同时古井贡、金种子等中低端地域性白酒产品更为受益。



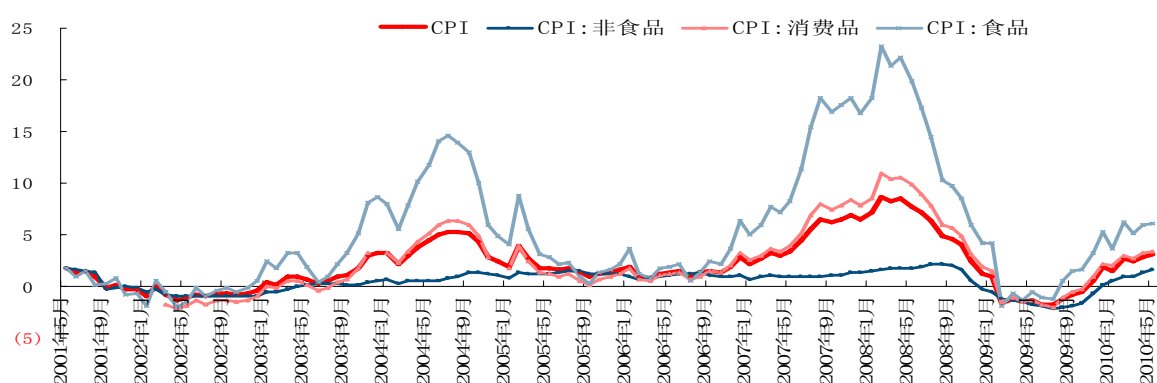
三、涨价因素退潮，通胀压力逐步减弱

1、通货膨胀 7 月份后开会回落

根据我们宏观分析团队的研究结论，我们预计 7 月份 CPI 达到顶峰后将开始回落，通胀压力逐步将为减弱。目前 CPI 的上涨主要是食品价格的推动所致，除房租外地的非食品等项目的价格上涨动能不足，在生产资料方面，PPI 已经开始回落，未来能支撑 CPI 进一步上涨的因素就是食品。

但我们判断未来的食品价格也将保持稳定，一些基于通胀预期的可选消费食品涨价的空间也被相应压缩。我们谨慎看好高端白酒的涨价。而 CPI 企稳，对食品消费数量将是利好，看好销售量增长有保障公司。

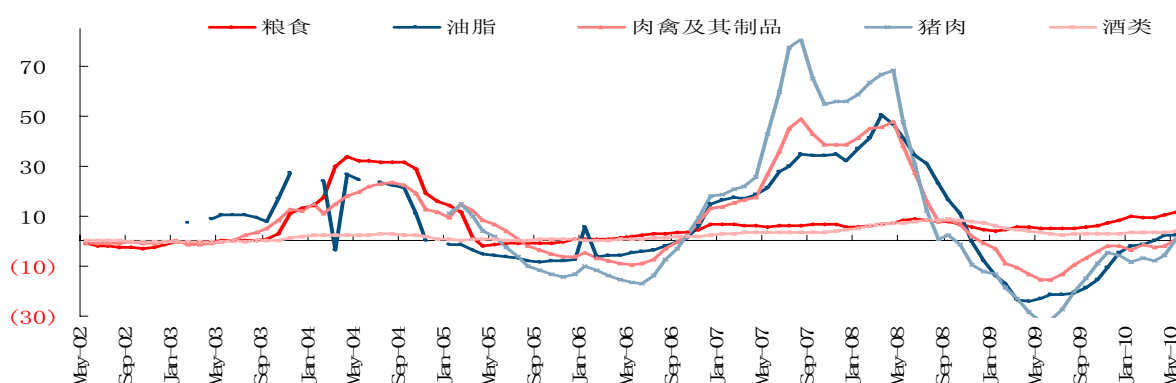
图 9：通货膨胀已抬头，食品成 CPI 上涨的主要推动因素



资料来源：wind，中信建投证券研发部

从 CPI 的食品分类细项考察，食品价格上涨的主要推动作用主要是粮食价格的涨价。粮价继四月份上涨 10.7 后，5 月份继续同比上涨 11.5%，连续两个月出现双位数的增长。5 月份，酒类同比上涨 3.8%，油脂同比上涨 2.4%，均为小幅增长，肉禽及其制品和猪肉价格走出降价区间，实现 0.8% 的消费增长。

图 10：CPI-食品分类中，粮食价格显著上涨，猪肉油脂价格开始回升



资料来源：wind，中信建投证券研发部

我们判断，未来食品价格的上涨空间有限。粮食价格很难继续大幅上涨，酒类和油脂会保持平稳，肉类会出现恢复性上涨，但都不足以推动食品价格继续大幅上涨。

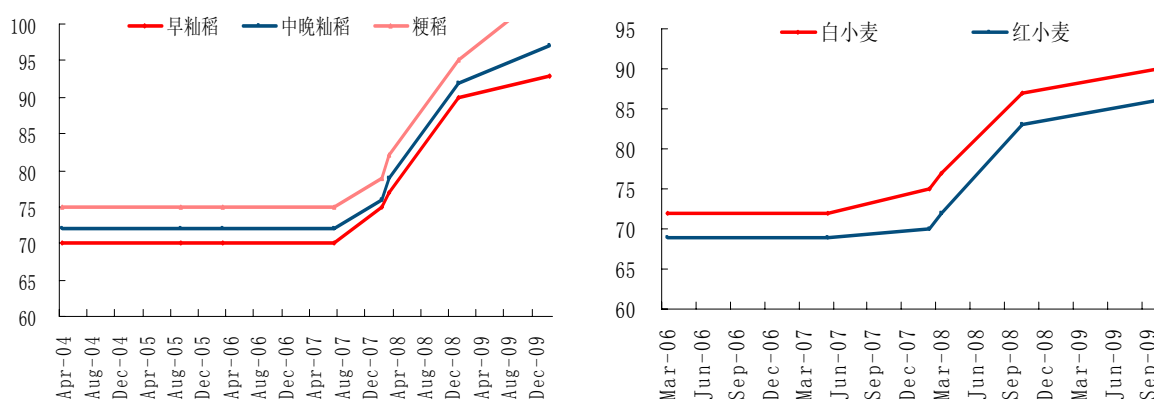


2、粮食和食品价格继续大幅上涨的动能有限

(1) 国家最低收购价提振粮价，继续上涨空间有限

近几年，政府加大了对农业的补贴力度，政府对种粮农民直接补贴主要包括粮食直补、农资综合直补两项。其中，逐年提高主要粮食的最低政府收购价格最为行之有效，主要粮食作物尽管逐年丰收，在政府的推动下，粮食价格仍将会维持在高位，并小幅上扬。2010 年，政府继续提高年稻谷和小麦最低收购价，对玉米、大豆等实施临时收储政策，进一步加大对种粮农民的补贴力度，引导市场粮价合理上升。未来，国家将统筹考虑化肥等农资价格和粮食价格的变动情况，进一步增加农资综合直补。提高良种补贴标准，扩大补贴范围，补贴范围涵盖小麦、水稻、玉米和东北大豆。扩大农机具补贴范围和种类，提高补贴标准。

图 11：我国历年稻谷、小麦最低收购价 单位：元/50 公斤

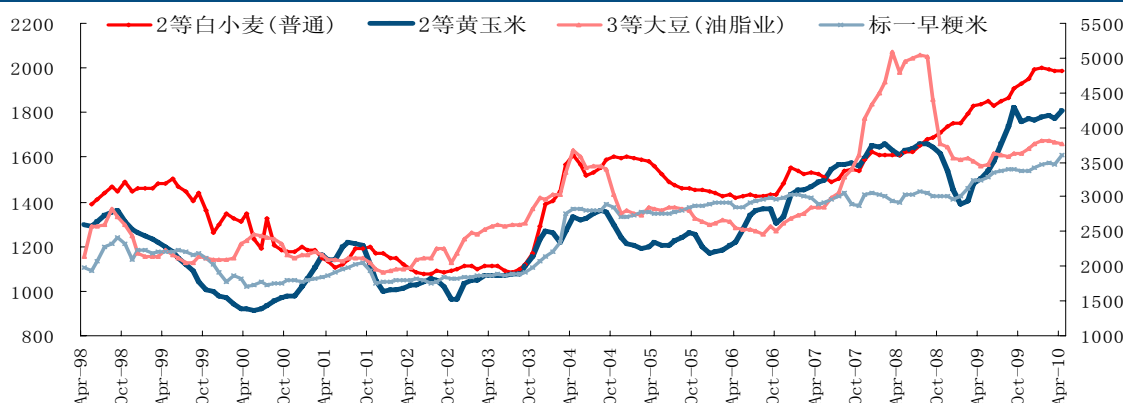


数据来源：中信建投证券研究发展部

我国夏粮尽管受春季低温干旱等灾害影响，依然保持较好收成，总产量为 12300 多万吨，接近去年夏粮 12335 万吨的产量水平，七年来首次减产，但幅度很小。我们判断由于库存充裕，不会导致供需紧张。

上半年一些小杂粮价格被爆炒目前价格也在回落，蔬菜、水果价格也开始回落。但前的部分地区，小麦、玉米的市场收购价超过了国家的最低保护价，粮食作物的价格仍为坚挺，我们认为这是农户惜售，厂商屯货造成的市场供需紧张而引起的，这种现象持续一段时间后将会缓解，粮食价格也会出现小幅的回落。

图 12：我国主要农产品平均价格 单位：元/公斤



数据来源：中信建投证券研究发展部

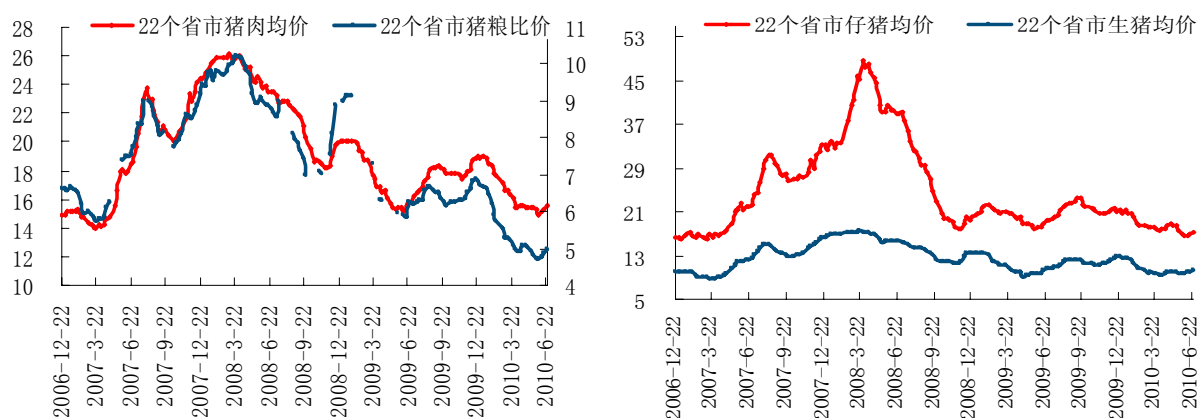


(2) 猪肉价格开恢复性涨价，但过程漫长

由于生猪市场供大于求，生猪及能繁母猪存栏量都非常充足。春节后，市场猪肉价格稳中有降，进入二季度消费后猪肉价格加速下滑。目前，生猪收购价格回升到 10.37 元/公斤，猪肉小幅上涨到 15.55 元/公斤，猪粮比价只有 4.98:1，均出现了持续三个月的恢复，但上涨幅度较小。

从我们在饲料、肉制品等上下游企业调研的情况来看，猪肉价格出现了小幅的回升，当前饲料价格的低迷有利于降低养殖的亏损。但种猪存栏量没有明显下降，仔猪价格也不高。我们预计猪肉价格长期来看很难快速上涨，猪肉价格的恢复过程比预期要更长，预计到四季度猪肉价格会出现实质性的恢复。

图 13：生猪及猪肉价格触底，但不会大幅快速反弹



资料来源: wind, 中信建投证券研发部



四、销量增长或将成为行业盈利新模式

通过前面我们对中国经济发展模式的转变以及消费环境的变化，并参照各子行业的发展情况，我们认为，食品饮料行业未来的盈利模式会发生微妙的变化：产品价格的持续上涨遇到了阻碍，销售量的增加或将成为未来企业制胜的关键。

1、啤酒行业：并购再度进入活跃期，销量成为盈利增长原动力

（1）市场的集中度提升，收购兼并兴起

啤酒行业集中度加速提升，各大啤酒巨头收购与扩产并举，继续瓜分中国啤酒市场。强者恒强态势初步显现。国内啤酒市场竞争将由区域性，中小企业之间的价格竞争向全国性、大型企业之间的品牌竞争和资本竞争转变。

目前的啤酒行业存在着华润雪花、青岛啤酒、百威以及燕京几大巨头的第一梯队，以金星、金威、珠江和重庆构成的第二梯队。第一梯队四家大企业占据啤酒市场超过 50%，但同时第一梯队于第二梯队差距在不断拉大，第二梯队也成为被第一梯队收购的对象，啤酒市场被几大巨头所垄断的趋势已经日趋明显。

而第一梯队中，青岛啤酒和雪花的发展路径与战略最为清晰。前者凭借品牌优势，这几年一直是主打高端产略。配合以三只副品牌，几年来利润提升非常明显。而后者凭借强大资产实力，以低价姿态积极扩大销售量。未来两家公司都面临着适度调整，青岛啤酒将采取措施阻止山水等副品牌销售量下滑趋势。而华润积极开发纯生，向高端市场挺进。

表 2：目前啤酒行业的拟收购项目

收购方	被收购方
华润雪花	河南奥克啤酒、山东琥珀啤酒、驻马店悦泉啤酒
青岛啤酒	河南维雪
燕京啤酒	金威西安生产基地

资料来源：中信建投证券研发部

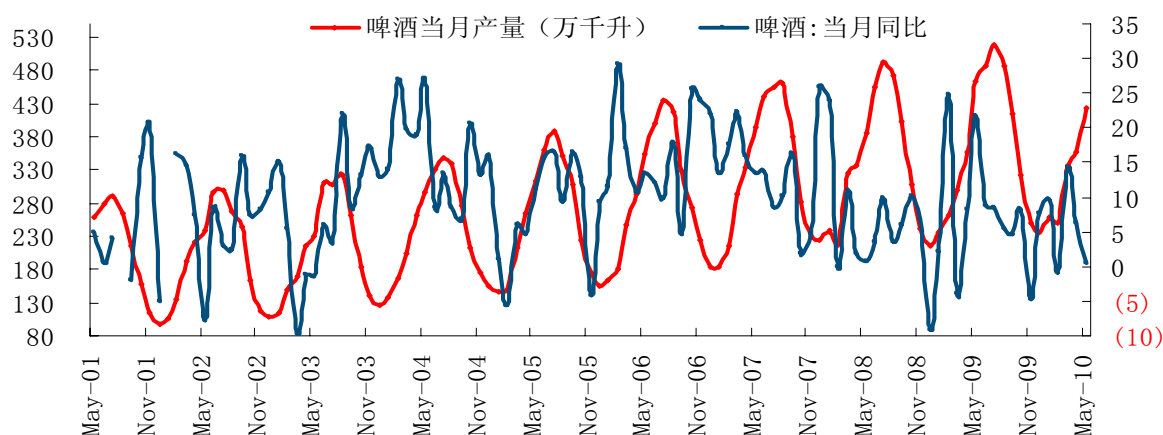
（2）行业竞争激烈，销量增加优于价格上涨

但集中度提高并没有减弱竞争激烈程度，随着五月夏季到来与南非世界杯开赛，新一轮啤酒大战被点燃。而落实到具体竞争方式上，促销依然是重要手段。当一地区不同层次品牌产品竞争时，品牌优势会体现出来，大品牌凭借高质量保持价格上的优势；而当一地区同等层次品牌之间竞争时，啤酒的同质化问题就会凸现，这会降低了大品牌优势，这时候促销等行为再次成为主要手段。这种情况下，价格的绝对上涨就很难实现。因此，未来一段时间里，销售量的绝对增加会再次成为各大啤酒公司提高盈利的主要方式。这也能解释为什么啤酒龙头们不遗余力开展新一轮产能扩张竞赛。

而啤酒总的消费量增长却较为乏力，1-5 月份累计销售量增长只有 4.8%。总消费量增幅下降与“各家企业销售量增加将成为盈利主要方式”之间形成的矛盾必将推动啤酒行业整合再次升温，收购兼并再次加剧。而二线啤酒自救行为，也形成一种抗争，如珠江啤酒首次发行股票，希望借助资本市场迅速做大做强，重庆啤酒股权出售给外资，以求自变。

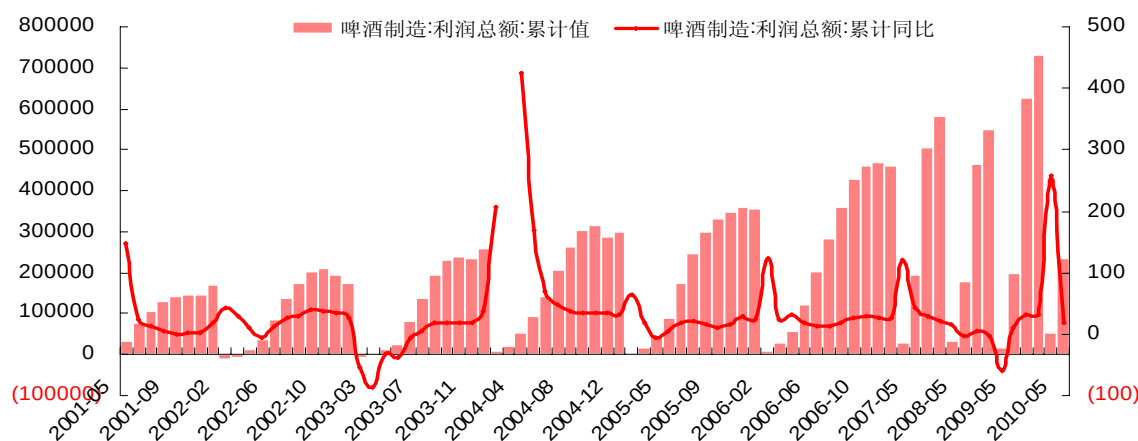


图 14：啤酒行业产量增加有限



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 15：啤酒行业盈利能力得到改善 单位：万元、%



资料来源：wind，中信建投证券研发部

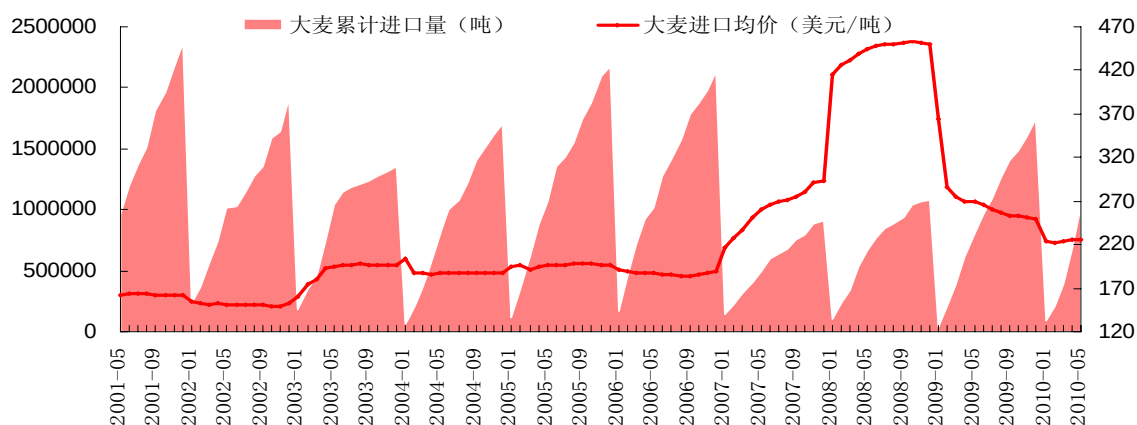
（3）大麦价格触底反弹，成本上涨风险增加

对于国内的啤酒厂商而言，今年以来进口大麦价格大幅降价，及其它原材料成本的降低，导致了成本的降低，啤酒行业的毛利率和盈利能力大幅增长。

下半年，啤酒行业的成本压力将会显现，大麦低成本对业绩的贡献程度不会超过去年，成本降低的因素不存在，下半年农产品价格上升，给行业带来成本的压力，大米、啤酒花和国产的大麦，水电煤价格的变动对包装材料影响大，而包装占总成本的 50%左右，对成本影响较大。尽管目前行业成本压力不是太明显，但有上升趋势。



图 16：大麦进口价格仍处在低位



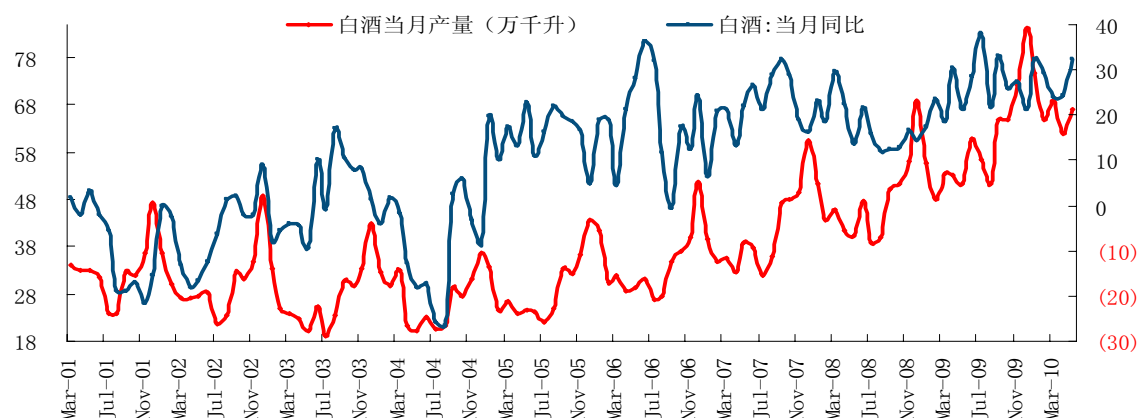
资料来源：wind，中信建投证券研发部

2、白酒行业：销量继续高增长，价格波动值得关注

（1）白酒消费持续旺盛

2010 年白酒消费继续旺盛，1-5 月份累计 337.23 产量达万吨，增幅 18%。延续了 5 年的高增长依然没有见到拐点出现。这得益于收入结构逐步改善，未来农村市场启动以及城镇化进程，白酒消费会持续旺盛，我们依然看不到消费拐点到来的迹象，白酒成为收入结构改善最受益的酒精饮料。

图 17：白酒产量继续维持在经期阶段



资料来源：wind，中信建投证券研发部

（2）销量的“橄榄型”与价格“哑铃型”并存

今年前 5 个月，白酒行业最引人注目当属价格变动，伴随着消费量“橄榄型”模式形成，白酒的价格呈现出“哑铃型”态势。即超低端、低端与超高端和高端白酒价格上涨，而大量中端产品价格下降。

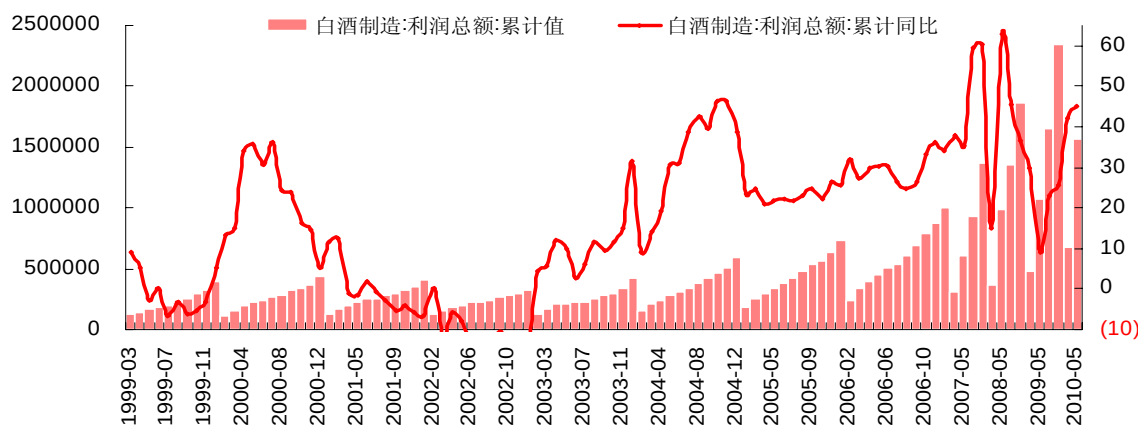
受粮食等原材料价格上涨与营销成本的增加，低端产品成本增长推动了其价格的上涨；超高端和高端白酒由于消费人群稳定，且拥有定价权，受通胀预期影响也在涨价；而中端产品价格呈总体下降趋势，波动幅度最



大，淡季促销以及中端酒存在的利润空间，因而成为降价主流。

我们认为，未来几个月的淡季里都会维持这样的格局。低端酒涨价且幅度较大，但对消费不会构成很大影响，而对该类公司对业绩提升有一定积极影响；高端白酒由于消费的特殊性和产品的排他性，消费者对价格的敏感度低，价格平稳上涨对业绩有一定的支撑作用；而中端白酒的下降尽管对销量有一定的促进作用，但对公司的业绩增厚作用有限。白酒业绩会保持 20% 较为平稳的增长。

图 18：白酒行业盈利能力仍较强



资料来源：wind，中信建投证券研发部

但总体上看，白酒行业没有什么创新，无论是产品创新、营销模式还是并购，强大的市场需求还是白酒消费最有力的推手，也是成就行业增长的重要因素。我们看好在中低端白酒拥有品牌影响力的公司，比如汾酒、洋河以及古井贡和金种子。

白酒的政策风险：对白酒消费税基调整实施一年后的检查，对白酒消费税态度趋于严格，这给一些白酒企业增加税负负担。

3、葡萄酒：进口葡萄酒持续高速增长，原料争夺升级

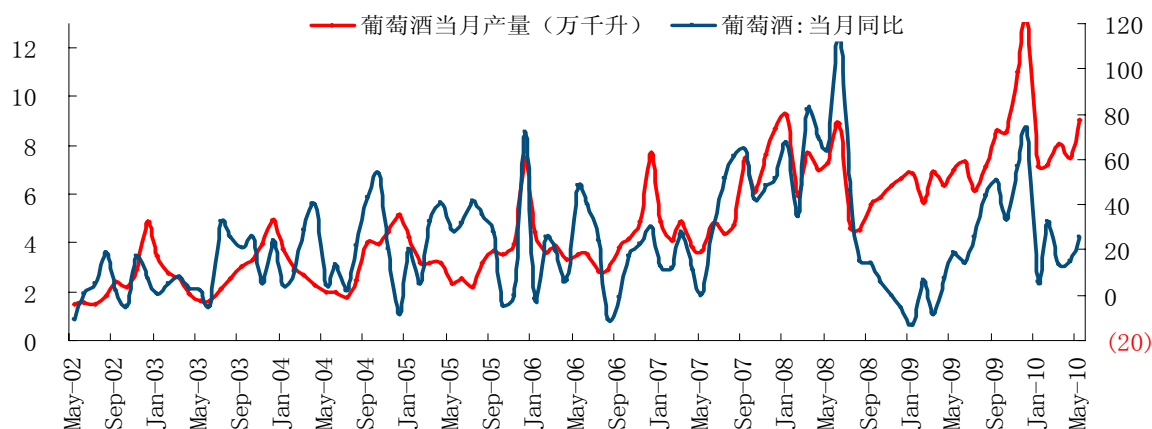
（1）葡萄酒消费仍处在快速上升周期

今年前五个月，葡萄酒的累计产量为 39.39 万千升，同比增长 18.57%，增速比去年同期加快 16.29 个百分点。5 月葡萄酒产量 9.03 万千升，同比增长 25.31%，增速比去年同期加快 6.21 个百分点，环比也大幅提高了 10.43 个百分点，预期 2010 年，中国葡萄酒消费将首次突破百万千升关口，达到 110 万千升。中国葡萄酒行业处于中期的快速上升周期里。进口葡萄酒大量增加提高国人葡萄酒消费文化水平，这对推动葡萄酒消费意义重大。目前与亚洲日韩等国家相比，中国人均葡萄酒消费量很低，未来增长空间至少一倍以上。

伴随着葡萄酒消费量的增加，葡萄酒行业的盈利能力也到了大幅度的提升。今年前五个月整个行业的利润总额达到 14.7 亿元，同比增长了 22.72%。随着葡萄酒消费的增加以及产品结构的调整，未来，葡萄酒行业的盈利能力将会继续保持在较高的水平。

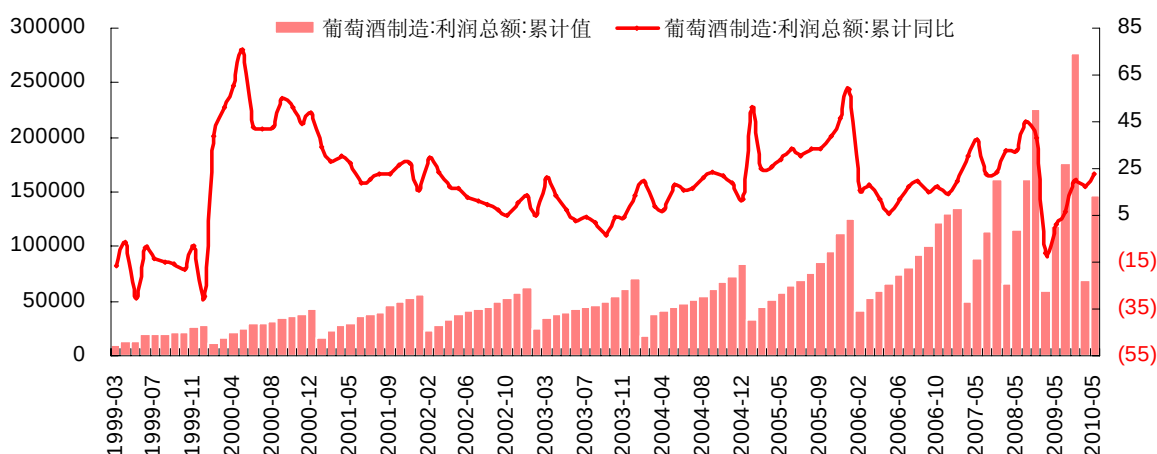


图 19：葡萄酒产量逐月提升



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 20：葡萄酒行业的盈利能力持续回升



资料来源：wind，中信建投证券研发部

2、酿造葡萄原料的争夺成为行业竞争新的焦点

随着进口葡萄酒不断增加，丰富多彩的进口葡萄酒开拓了国人视野，迅速提高国内葡萄酒消费水平，消费者对国产葡萄酒的质量要求也在提升，对酿造葡萄提出了数量和质的双重要求。几家葡萄酒龙头公司不仅在国内大肆扩张葡萄原料基地，还积极收购国外酒庄，力争在原料方面争取更强的优势。目前张裕拥有国内葡萄基地 25 万亩，长城也超过 10 万亩。王朝也积极寻求海外酒庄的收购。未来国产葡萄酒将不仅突出产地概念，更将突出酿造葡萄品种理念，使葡萄酒消费习惯更加向国际化靠拢。

我国酿酒用葡萄品种已达近百种，主要为国外引入和我国选育的，这些品种包括红葡萄、白葡萄及山葡萄，分布于不同的区域，而有些并未考虑到区域的适应性，如土壤、降雨量、有效积温等生长条件。优质的葡萄酒来源于优质的葡萄，而优质的葡萄却需要适宜的地区，适宜的条件才能生长出来，因此，应对酿造葡萄品种的分布区域加以确定。

根据区域的土壤及气候条件确定适宜的葡萄种类，如长白山区主要以酿制甜红的山葡萄为主，河西走廊产



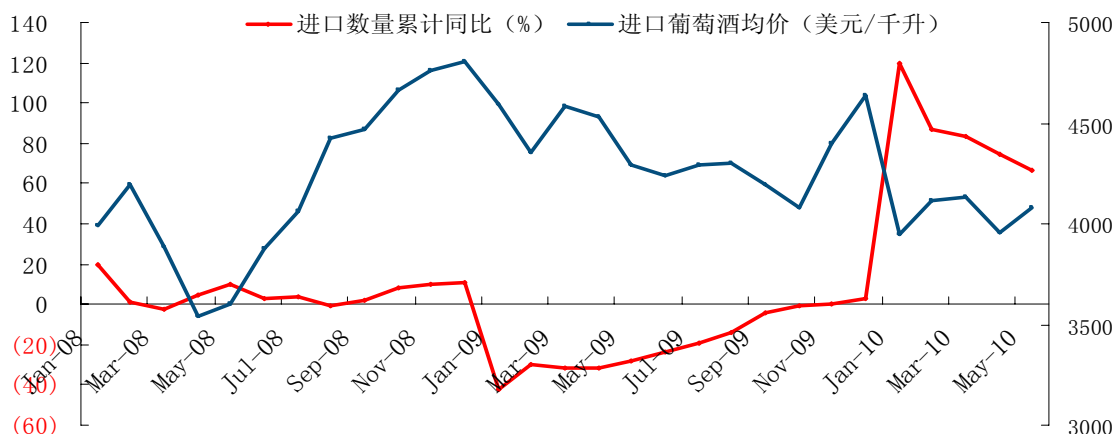
区以红葡萄为主，黄河故道及山东半岛区域则以白葡萄为主，兼顾红葡萄种类，而秦皇岛区域则以红葡萄为主，兼顾白葡萄品种发展。因此以这些种植区域葡萄种类的差异，依次为原料基地的国内的葡萄酒企业继续树立品牌和品质的美誉度，这也为 ST 中葡、莫高股份、通葡股份等区域葡萄酒厂商提供了发展的机遇。

3、进口葡萄酒增幅依然不减，国内市场的国际化竞争局面初步形成

今年以来进口葡萄酒增长异常迅猛，前五个月超过 50%。葡萄酒大量进口已经持续了几年，我们观察到，一是带动国内葡萄酒消费数量和消费水准提高；二是对国内大品牌葡萄酒消费没有产生明显的冲击，但对区域性葡萄酒企业产生一定负面影响。

进口酒 2010 年乃至未来几年还会保持 50% 的高增长速度，进口葡萄酒已经开始尝试适应中国品牌为主的葡萄酒消费习惯，建立自己的品牌。比如法国葡萄酒酿造商集合打出产区“波尔多地区酒”，澳大利亚也集合多种葡萄酒创建统一品牌（目前有一定市场影响力的“袋鼠牌”），美国的加州乐事葡萄酒等，来迎合中国葡萄酒消费者的选择习惯。但进口酒商由于过度分散，且远未完成品牌树立工程，更谈不上渠道有效拓展。未来一段时间内依然无法在渠道方面做到象张裕那样深度分销体制。但随着洋酒的大量涌入，且越来越品牌化，国内葡萄酒市场的国际化竞争格局已经初步形成。

图 21：进口葡萄酒增速较高，进口均价有上升势头



资料来源：wind，中信建投证券研发部

4、乳制品：奶粉成焦点，价格是关键

（1）行业恢复性增长，但增速开始下滑

目前，我国的乳制品行业基本全面恢复，2010 年进入和谐、稳定以及良性增长阶段。消费恢复到正常水平，乳制品消费量年增长幅度 8-10%。液态奶和酸奶以及冰淇淋消费基本普及，进入各类产品均衡全面增长阶段。高端产品的消费增长空间依然很大。

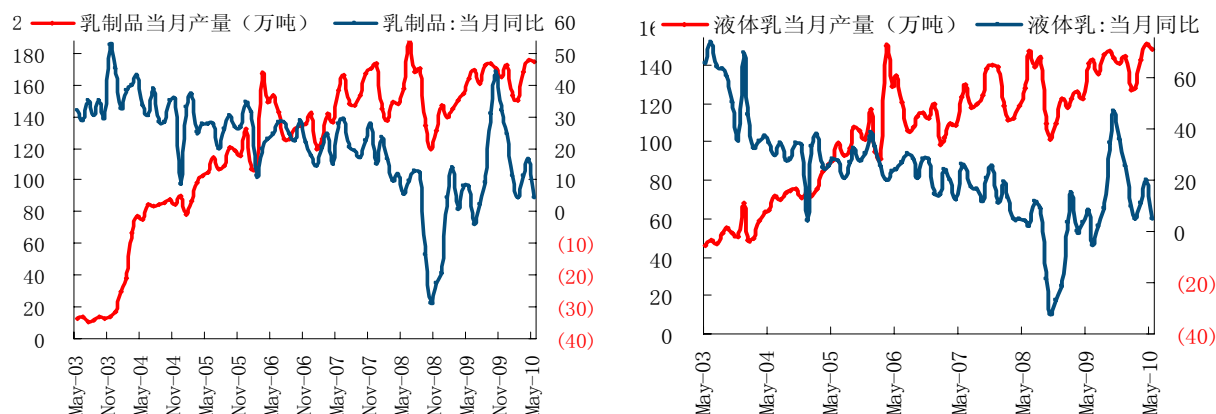
2010 年 1-5 月份，全国乳品行业平稳运行，乳制品产量达到 821.31 万吨，增长 9%；液态奶累计产量达到 696.57 万吨，增长 10.6%，冷冻饮品消费增长 8.7%。但从个月的产销情况来看，4 月份以来，乳制品、液体乳的当月增幅出现大幅的下滑，尽管当月产量仍维持在较高的水平，但增长受到了限制。

从液态奶的市场售价来看，利乐枕奶的价格相对稳定，巴氏奶的价格有小幅上涨的趋势，这也与原奶价格



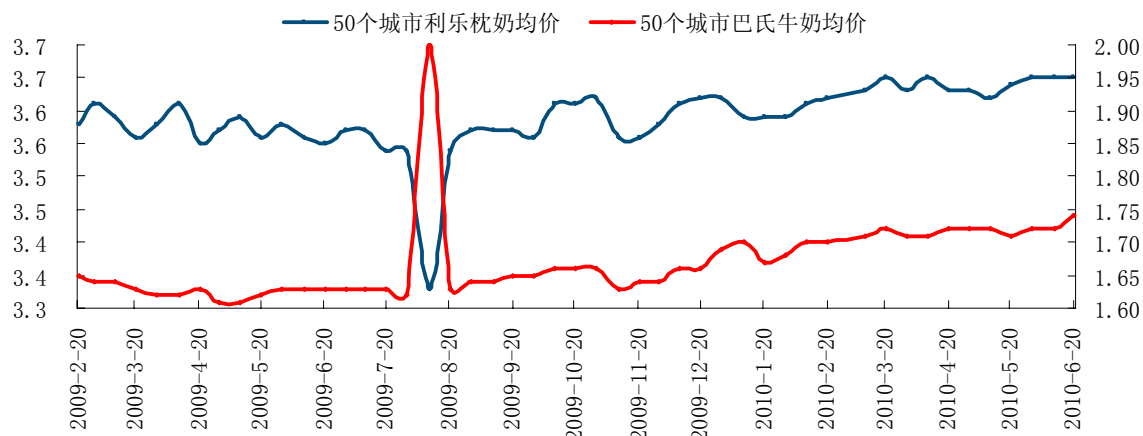
的上涨关系密切。

图 22：乳制品行业产量开始回落



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 23：50 个城市的平均牛奶价格稳步上升



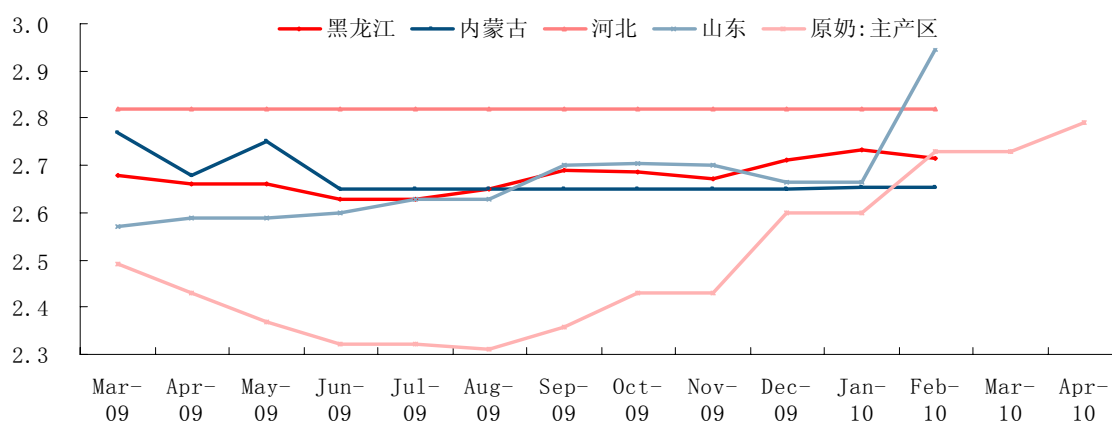
数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

(2) 原奶价格上升，行业利润率下滑

今年以来，各主要原奶产区的价格出现了上涨，有些地方涨幅较大。我们预计 2010 年主产区原奶价格同比上涨 15%-20%，回到 3 元/公斤以上成本线。受原奶价格上涨以及其他制造成本和运输费用上升等诸多因素影响，利润率较 2009 年将有所下降。



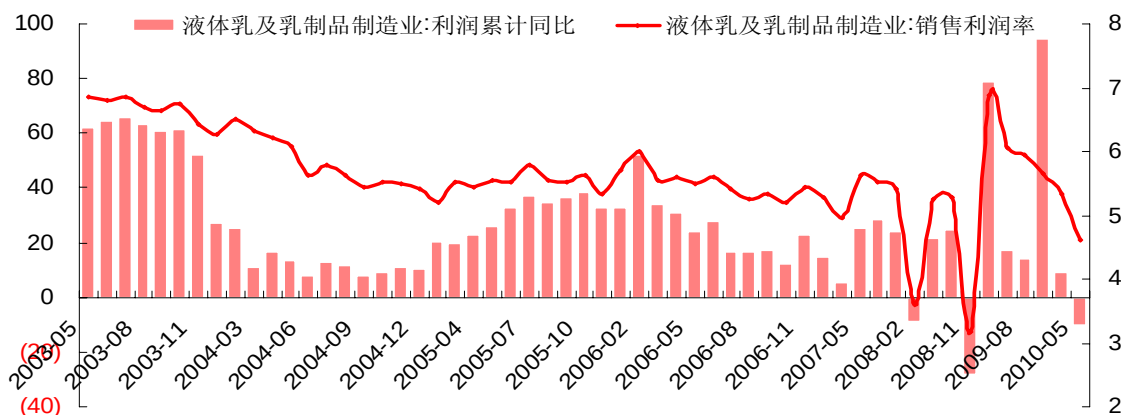
图 24：原奶价恢复性上涨，回到合理区域



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

行业利润率已经开始下降,微利企业也在增多。今年 1-5 月份,液态奶及乳制品制造业的利润下降了 10.37%,销售利润率下滑到 4.62%,我们认为这是正常的合理回归。伊利 2009 年的高出 2008 年毛利率 6 个百分点也不可持续,也同样面临着利润率有所下降的局面。同时饲料和人工费用等养殖成本仍在不断上升,养殖及加工企业的成本压力必然也相应提高。我们预计主产区原奶价格会同比上涨 15%,行业的毛利率会有所下降,而调整产品结构也不能完全化解成本上升的压力。

图 25：液体乳及乳制品制造业盈利能力下降



资料来源: wind, 中信建投证券研发部

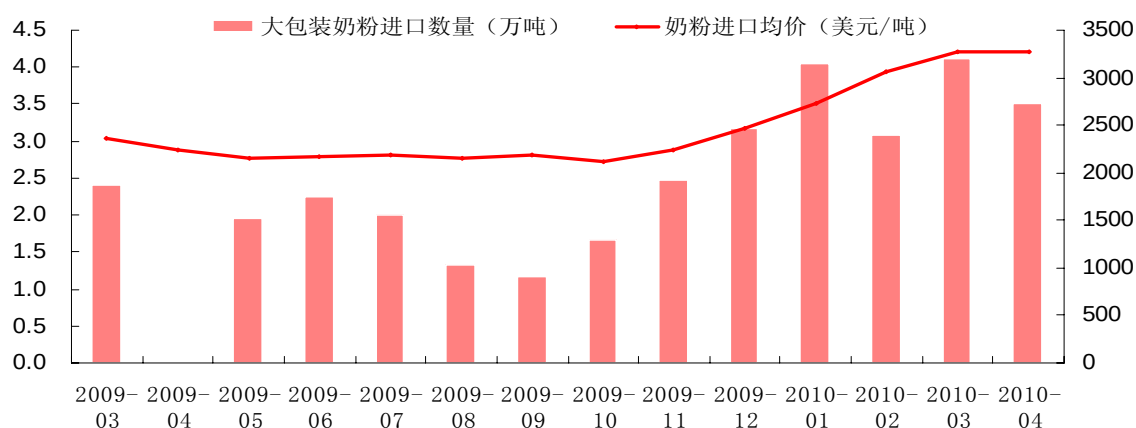
(3) 进口奶粉量价齐升，冲击国内市场

今年以来,奶粉进口开始“量价齐升”。进口奶粉大量增加有几个方面原因:一是国内原奶供应紧张;二是三聚氰胺奶粉重现导致信任危机。

奶粉大量进口将会导致:一是广东等南方企业成本压力有所缓解;二是可以使用奶粉为原料的乳制品成本压力小(酸奶、冰淇淋)。三是进口奶粉为原料的配方奶粉价格上涨动力不足,这将连带国产奶粉价格上升空间也受到压制。而以国内原奶为原料生产奶粉的大型企业,成本则有所上升,这将导致奶粉利润率有下降可能。



图 26：奶粉进口量价齐升



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

五、投资逻辑与资产配置

按照我们的研究思路和分析逻辑，本着“成长性—持续性—估值”的原则来确定上市公司的投资价值，以此作为我们食品饮料行业的选股逻辑。尽管当前消费类股票估值不具备相对优势，但随着市场调整的到位，我们相信消费类股票仍将会创造绝对价值的投资选择。

因为如果公司高增长且持续，则估值是可以通过时间来消化的。而未来股票市场即没有大牛市基础，也不具备大幅度下得的空间。因此就具备了以时间换空间的可能。而食品饮料中高成长与持续性兼备的股票就完全能使适应未来的市场环境和投资者的选择偏好。

因此我们从产品的持续性和公司的成长性两个纬度，选择投资标底。我们认为符合下列两个条件的行业是我们较为看好的：

第一、受益于城市化下移和农村人口城镇化，能迎合城镇新居民消费升级的中低端生活消费品。

第二、存货周期长，销售半径远的产品。

根据这个条件，我们认为：乳制品、软饮料、区域性中低端白酒、肉制品、啤酒是我们的首选。

在上市公司方面，我们认为符合下列两个条件的公司具有较高的投资价值：

第一、销售渠道下沉到区县、乡镇等市场的上市公司。

第二、销售量能快速增长，市场占有率快速提升，能作为行业整合者的上市公司。

根据这一条件，并参考行业的选择，我们推出了“积极成长”组合。另外，考虑到成长性及行业的地位等因素我们同是推出了“隐形冠军”和“稳健防御”两个组合。



1、“积极成长”组合

“积极成长”组合我们推荐：**山西汾酒(600809)**、**洋河股份(002304)**、**伊利股份(600887)**、**双汇发展(000895)**和**承德露露(000848)**、**青岛啤酒(600600)**。

山西汾酒(600809)：公司将彻底解决营销体制瓶颈问题，营销体制已经发生根本性转变，新董事会上任后积极进行体制改革，人事、收入和分配制度向营销倾斜，将进一步扩大营销队伍，激发营销人员积极性，并促进营销体制完善。

2008 年中期公司进行了营销体制大刀阔斧转变后，公司业绩水平显著提高。但我们认为 2009 年公司管理层换届，公司才真正进入转型期。公司计划到 2015 年，实现集团销售收入百亿元，其中酒类销售 70 亿元。根据我们的测算，如果按照复合增长率 35% 计算，2013 年公司可以提前实现增长目标。

我们认为，未来几年白酒消费将继续延续行业集中度提高，消费量稳步增长态势，公司会积极抓住这一良好机遇加快发展。汾酒本来已经落后于其他老品牌白酒企业，未来只会加快发展，增长速度一定要远远超过其他企业，才能实现提高行业地位的目的。因此 35% 的复合增长是可以预见的。2010 年—2013 年公司收入预期为 29.4 亿元、39 亿元、52 亿元和 70 亿元，每股收益为 1.4 元/股、1.98 元/股和 2.64 元/股。

洋河股份(002304)：2010 年，洋河股份的经营目标是实现净利润 30% 的增长，这一目标是公司基于对股东负责可以实现的增长目标，增长主要来自于蓝色经典，我们判断公司有望实现超过 50% 的增长。洋河将通过产品经营迅速抢占白酒行业的市场，做好白酒行业的主营业务，将是公司未来的重点。

洋河的高增长还没结束，一是全国性营销网点布局基本完成，大范围铺货将展开；二是收购双沟后，一切将以不牺牲洋河利益为战略出发点。未来双沟管理层股票将兑换成洋河股份，实现双方管理层利益的完全一致，这种情况下洋河有高股价的动力。2010 年—2012 年，业绩复合增长会在 50%，如此高增长将有力支撑洋河估值，洋河市场价格应该在 240 元以上。另一方面，公司的绝对股价偏高，产业资本的进入成本很低，小非禁售期满后套现的冲动强烈。2010 年—2012 年每股业绩预测为 4.1 元/股、5.43 元/股和 6.79 元/股。

伊利股份(600887)：伊利进入历史发展最好时期，全产品线优势在当前乳品市场环境下得到充分发挥。但考虑到 2010 年公司第三次进入大规模固定资产投资周期，公司进入第三次大规模固定资产投资周期，计划累计投资 20 亿元。根据我们对历次伊利固定资产投资周期与收益的对比结果显示，每当公司进行大规模固定资产投资后都会带来利润增长幅度下降。我们预计 2010 年主产区原奶价格同比上涨 15%-20%，回到 3 元/公斤以上成本线。受原奶价格上涨以及其他制造成本和运输费用上升等诸多因素影响，利润率较 2009 年将有所下降。

从相对估值角度看，公司运营能力较高，特别是资金利用效率较可比公司高出非常明显，现金流一直保持良好状态。公司动态估值低于光明，但静态估值超过蒙牛，股价基本合理。考虑公司未来发展空间，作为中长期投资，可以继续增持。我们预测公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为：1.02 元、1.20 元和 1.32 元。

双汇发展(000895)：双汇在屠宰和肉制品加工方面管理水平和市场拓展能力进一步提高。集团包括股份公司在内，主业呈现较快良性发展。双汇肉制品的 Q 趣、玉米肠、台湾烤香肠以及香辣肠等中温产品销售均非常好，均在 5 万吨以上。逐步取代传统高温肠，而成为重要收入和利润来源。公司在中温产品方面的成就是支撑这几年公司收入和利润的重要保证，目前中温产品的增长势头依然强劲。

2010 年双汇集团屠宰量计划达到 1600 万头。肉质品产销量也力争达到 60 万吨。屠宰头均利润也将有所上



升。2010 年公司肉制品产销量计划增长 15%。并且计划新开工建设 4 家涵盖屠宰和肉制品生产线的新工厂，产能将进一步扩大。

公司正在推动旨在解决关联交易的集团资产注入，如果公司的屠宰、销售和包装等资产以合适的价格注入到上市公司，则双汇发展的公司的价值将会得到极大的提升。当前而言，不考虑整体资产注入，通过预测双汇发展的业绩增长空间，我们判断 2010 年公司每股收益 1.9 元，给予 30 倍 PE，目标价 57 元。如果集团资产注入完成，公司的投资价值将会翻倍，公司的营业收入和利润将会有近 90% 的增长，我们看好公司未来的投资价值。

承德露露（000848）：公司换届，万向三农控制董事会，公司结束国退民进的过渡期，迎来新的发展阶段。一方面我们看好新一届董事会对露露发展的战略性设想，公司还将积极谋求扩大产品生产能力，大力度进行营销体制改革；公司管理层多数为原来露露经营层人员，具有前瞻性的市场视野和丰富市场运作经验。另一方面我们看好公司产品市场潜力，公司传统产品杏仁露产销量只有 25 万吨左右，新品核桃露和花生露产量不到万吨。公司产品非常符合未来中低端消费启动特征，未来增长空间依然较大。公司下一在积极扩大产能，解决产能瓶颈同时，合理布局生产基地，力争生产基地更接近核心市场，减少由于运输或者由于销售半径长等问题引起的供货不足问题。尽管还有一些遗留问题，比如南方露露的商标和关联交易问题，比如承德生产基地搬迁与扩产问题，都亟待解决。但公司迎来良性发展的大趋势已经明朗。业绩的持续增长可预见。2010 年每股业绩预计为 1.2 元/股、1.56 元/股和 1.98 元。

青岛啤酒（600600）：青岛啤酒进入品牌良性运行阶段，高端产品市场地位非常稳固。2010 年—2011 年市场战略微调。会采取一定措施阻止副品牌销售量下滑。青岛主品牌销售量以及销售比重不断上升，但副品牌在一些地区受雪花低端策略影响较大。销售量增长乏力，一季度山水销售量下滑 15%。青岛啤酒成功实施了高端战略。公司盈利能力显著提高，但同时主要竞争对手华润雪花低端策略迅速扩大市场占有率，目前年度总销售量已经超过 700 万千升，从规模上占据行业第一。目前啤酒行业又进入新一轮行业集中度迅速提高阶段。青岛啤酒在做强同时，必须谋求更大市场份额，否则会失去目前良好的扩张机会。而扩张的任务不可能完全由主品牌青岛啤酒来完成。随着青岛在河北和河南市场的扩张，副品牌发挥的作用将会很明显，因此发展副品牌意义重大。

但由于青岛主品牌经过几年运作，奠定了非常好的市场基础，因为发展趋势依然会很快，我们认为公司产品战略微调，对副产品扶持力度加大不影响主品牌运作，对公司利润率的负面影响也不会很大。公司未来能保持 20%-30% 的增速，长期投资价值突出。对 2010 年--2012 年每股业绩预测 1.15 元/股、1.39 元/股和 1.67 元/股。



2、“隐形冠军”组合

“隐形冠军”组合推荐：**皇氏乳业（002329）、得利斯（002330）、三全食品（002216）。**

皇氏乳业（002329）：皇氏乳业是一家产品特色非常突出的乳制品公司，公司是全国最大的水牛奶生产企业。公司避开与大品牌乳品企业的直接竞争，采取蓝海战略，主要生产巴氏奶，采取送奶到户形式。在 UHT 奶上，也生产南方特有的热带水果奶和酸奶。公司的产品极具特色，依靠地域特色，市场差异化程度较高，在广西区域市场具有很高的市场占有率。公司的产品销售以直销渠道为主，建立了完备的三大营销渠道网络，2007 年公司在广西的水牛奶市场占有率达到 38.5%，巴氏奶市场占有率更是高达 62.67%，广西的整体市场占有率为 12.37%。

2009 年上半年，公司的综合毛利率高达 42.41%，远高于同行业的伊利股份的 35.44%、光明乳业的 37.81% 和蒙牛乳业的 26.72%。

募投项目将快速见效，项目投产后将保障公司未来三年的高速增长能力。我们预测公司 2010 年-2012 年的每股收益分别为 0.61 元、0.81 元和 0.90 元。考虑到公司快速成长性、区域垄断性以及小市值、高赢利能力，仍建议对公司增持。

得利斯（002330）：得利斯现有年 100 万头屠宰能力，主要在总部的潍坊同路工厂，公司拥有 74.79% 的权益，2009 年实际屠宰 70 多万头。随着新建项目扩大产能，我们判断公司未来三年的屠宰量会大幅增加，2010、2011、2012 年的实际屠宰能力分别为 130 万头、170 万头和 200 万头。公司现有 2.95 万吨的低温肉制品的生产能力，2009 年公司低温肉制品的产量为 2.1 万吨。公司的 2 万吨高档低温肉制品 IPO 项目今年将建成厂房，调试安装设备，预计 2011 年能达到盈亏平衡点，2012 年开始贡献业绩。按照 75% 的产能利用率计算，公司将新增低温肉制品产量 1.5 万吨，达产后得利斯将年产低温肉制品约 3.6 万吨，增加 70%。

作为民营企业，公司经营一直十分稳定，因此前三十年发展缓慢。但作为双汇同期起家公司，与双汇的差距也越拉越大。现在公司转变了经营思路，借助登陆资本市场之际，将实现快速发展。公司无论是屠宰量还是低温肉制品的产量，相对于双汇和雨润，规模偏小，差距在 10 倍之大。因此，未来公司的成长十分巨大。今年一季度，公司的总体销售收入有所增加，肉制品和冷鲜肉的销量也有所增长，但增长幅度不是很大，保持在 10% 以下。我们判断，三季度后猪肉价格将开始上涨，公司的冷鲜肉和低温肉制品的销售收入会开始大幅增长，2010 年全年的增幅将超过 50%。初步估算 2010 年的 EPS 为 0.45 元/股，2011 年的 EPS 为 0.65 元/股，给予增持评级。

三全食品（002216）：公司 2009 年生产平稳增长，去年底的 11 月和 12 月基本是满负荷生产，全年收入增长在 30% 左右。企业经营的淡旺季分明，每年的第一和第四季度是生产的旺季，第二和第三季度是生产的淡季。但随着公司产品结构的完善，淡旺季节的差别已不很明显，第二季度的粽子销量较好，去年保持了 30% 的增速。

公司产能在 2009 年因募投项目投产得到一定的释放，2010 年现有产能的利用率会进一步释放，产能会有一定幅度的增加。公司产能大幅释放的时点应该在 2011 年底和 2012 年初，华南基地和西南基地完成后，公司的产能会上一个新的台阶，总产能达到 43 万吨，比现有产能增加一倍。

作为一家快速消费品行业的龙头企业，三全食品经营稳健，盈利能力较强，成长性有保障，但业绩增长的爆发期在 2011 年。尽管目前公司估值偏高，但公司成长性有保障，且产品的市场占有率进一步提升。我们预计公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为：0.6 元、0.8 元和 1.0 元，给予公司“增持”。



3、“稳健防御”组合

“稳健防御”组合我们推荐：**五粮液（000858）、张裕 A（000869）和贵州茅台（600519）。**

五粮液（000858）：2010 年营业收入和利润保持 20% 的增长，系列酒达到 11 万吨。其中五粮液 1.2 万吨，增长 2000 吨以上，2011 年增加到 1.4 万吨。五粮春达到 6000 吨，五粮醇 1.5 万吨，另外，六合液达到 900 吨。主要产品的生产计划今年都作了下达，提出了所有的产品在去年的基础上都要增长 20% 的目标。从实际经营情况看，五粮液确保 20% 的增长没有问题，一季度五粮液的一级酒完成的好，今年五粮液达到 1.2 万吨，没有问题。系列酒增长 20% 有一定的困难，但我们判断公司 2010 年总体能实现 25%-30% 左右的增长。另外，推出的永福酱酒将成为公司未来快速增长和多元化发展的关键。五粮液开始恢复部分中低端酒生产，适应未来中低端白酒消费增长的趋势，全产品线的优势的市场适应性更强。

五粮液希望保持公司业绩的稳定而持续，希望业绩不会出现大起大落。考虑到公司系列酒的放量，以及产品的提价，我们判断未来三年公司的收入和利润保持 25%-30% 的增长速度。2010-2012 年五粮液的 EPS 分别为：1.1 元、1.45 元和 1.86 元，目标价：33 元，建议增持。

张裕 A（000869）：张裕是个低调的公司，也是酒类行业里公司治理结构最优良的公司之一。公司坚定执行中高档产品战略和酒庄战略。葡萄酒来看，中高档战略分三个主题，第一个主题是百年酒窖酒，打造最高档的产品，限量生产。第二个主题是酒庄酒，现在为 4000 吨的规模，随着新疆石河子，银川、西安酒庄的建成，产能要做到 1 万吨。第三个主题是解百纳，2009 年解百纳的产量是 3 万吨，为公司贡献了 25% 的利润，未来五年要达到 5 万吨的规模。

未来张裕 A 以葡萄酒为主带动其他产品发展，以中高档酒为中心，带动其他品种发展。公司以葡萄酒为主，同时积极发展培育白兰地、香槟酒和保健酒的战略。未来 5 年总产能要达到 25 万吨。其中，葡萄酒 13 万吨左右，白兰地 7 万吨左右，保健酒和香槟酒各达到 2 万吨左右。

我们认为在葡萄酒领域，张裕成熟的营销体制不仅取得过往几年的高增长，拉开张裕与其他两家葡萄酒第一梯队的差距，并且未来还将是抵御进口酒冲击的法宝。我们判断，公司未来每年营收和利润保持 20% 多的稳定增幅，我们初步判断公司 2010 年、2011 年的 EPS 分别为：2.79 元、3.35 元，目标价 85 元，建议增持。

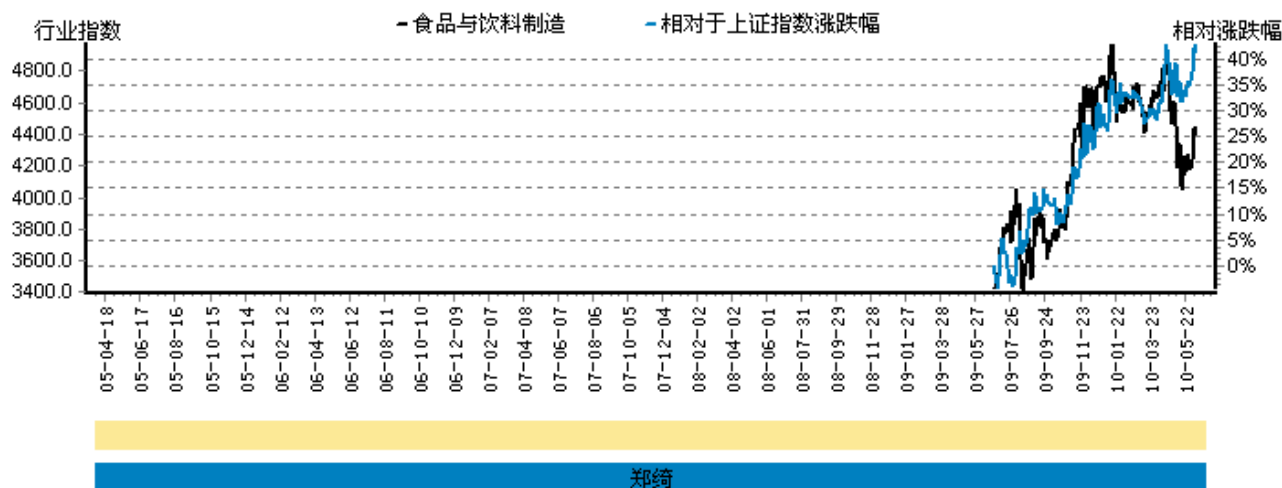
贵州茅台（600519）：2010 年业绩增长仍将看高端酒的销售。我们认为，由于一段时间以来，茅台都在控制高端酒的销售量，积累相当数量的需求。如果公司下半年适度放量，业绩较高增长就会有保障。但关键是茅台是否会对高端白酒放量，单纯从调整产品结构角度看，我们认为高端茅台酒的后期销售会有一个较高增长。但如果高端酒放量与对业绩控制还隐含其他方面的考虑，我们就比较难预期公司行为走向。

此外高端白酒市场消费的确在放缓，因此我们判断未来高端茅台的销售将主要取决于公司对系列酒推广的策略，还取决于公司对业绩的希望值有多大。我们认为高端酒销售量大幅度提高，业绩超出年度报告规划的可能性不是很大。根据公司的规划，茅台 2012 年的销售收入达到 130 亿元，2015 年销售收入达到 260 个亿，2020 年实现 500 亿。茅台酒的产量 2012 年达到 3 万吨，2015 年达到 4 万吨。

根据一季度收入和预收账款情况，我们预计公司 2010 年收入仍将接近 110 亿元。利润增长在 20% 左右，每股收益 5.50 元，动态估值为 25 倍，维持增持评级。



附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

郑绮：北京大学法学院法学学士、硕士，食品饮料行业首席分析师。从事行业研究 10 年，对食品饮料行业发展历程和上市公司历史较为熟悉。曾获得新财富最佳分析师评选入围，还获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生：中央财经大学经济学博士，哥伦比亚大学商学院访问学者。农业、食品饮料行业分析师，2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。从宏观视角进行行业分析，从行业周期进行公司研究。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。