



食品饮料

2015.10.19

关注啤酒行业的价值重估及格局变化

食品饮料行业周报 175 期: 2015/10/12-2015/10/16

	闫伟 (分析师)	区少萍 (研究助理)	胡春霞 (分析师)
	021-38674873	0755-23976861	021-38676186
	yanwei@gtjas.com	oushaoping@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S088051508002	S0880115040044	S0880511010015

本报告导读:

经济增速放缓、叠加 Q3 股市负财富效应, 预计板块三季报收入增速平缓; ABI 与 SAB 达成收购协议, 关注国内啤酒行业的价值重估及可能的格局巨变。

摘要:

- **市场回顾:** 上周板块涨 4.1%, 跑输上证 2.4pct。啤酒、软饮料、葡萄酒、肉制品、乳品、白酒、调味品分别涨 9.5%、9%、5%、5%、4.6%、2.7%、0.2%。其中, 三全食品和承德露露涨幅居前。
- **近期观点:** 1) **经济增速放缓下预计板块三季报收入增速平缓。** 预计 Q3 主要大众品龙头收入增速环比 Q2 持平或略降; 叠加股市负财富效应, 预计 Q3 白酒、葡萄酒整体销售略降, 但主要龙头如茅台、洋河等仍凭借强大竞争力实现超越行业增速, 且受 2014 年同期一些酒企控货去库存等因素影响, 预计 Q3 报表层面主要酒企仍有 5-10% 左右稳健收入增长。2) **ABI 与 SAB 达成收购协议, 关注国内啤酒行业的价值重估及可能的格局巨变。** 合并后百威吨酒市值达 24353 元/吨, 而目前雪花、青岛、燕京啤酒吨酒市值仅 4917、4667、4323 元/吨, 价值重估空间较大。华润系大力发展啤酒业务决心使国内啤酒格局变化具较大不确定性, 整合事件本身有望加速华润系在国内啤酒行业的扩张。继续推荐燕京啤酒、华润创业; 3) **继续推荐白酒国企改革主题品种:** 泸州老窖、古井贡酒; 4) **西王食品 Q3 玉米油销量维持高增长, 继续重点推荐:** Q3 公司小包装玉米油销量增 30%、收入增 25% 左右, 显著超越行业增速, 竞争优势持续显现; 公司是食品饮料行业难得的 Q3 主品类收入、销量保持快速增长品种。
- **重要信息更新:** 1) **白酒:** 本周茅台一批价 820-830 元, 五粮液一批价 620-630 元, 环比基本持平。2) **原奶:** 截止 10/7, 原奶价同比降 12%、环比升 0.3%; 截止 10/6, 全球全脂奶粉拍卖价环比升 13%; 3) **猪价:** 截止 10/16, 生猪价环比降 2.1%、同比升 18%, 猪价环比升 0.7%、同比升 20%。
- **近期报告:** 1) **西王食品三季报点评:** 业绩符合市场预期, 玉米油竞争优势持续显现; 2) **行业事件点评:** ABI 与 SAB 达成协议, 缔造全球最大食品饮料公司。
- **行业新闻聚焦:** SAB 米勒与百威英博合并基本敲定; 日本三得利拟退出与青岛啤酒合资经营; 酒仙网成功通过新三板审核。
- **稳健组合:** 伊利股份、洋河股份、贵州茅台、古井贡酒;
- **弹性组合:** 西王食品、泸州老窖、中炬高新、燕京啤酒。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

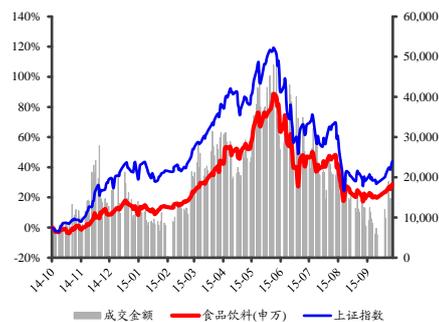
评级: **增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持

2014/10/18-2015/10/18



本周重点公司涨跌幅%:

涨幅榜前五		涨幅榜后五	
三全食品	14.8	西王食品	-1.3
承德露露	9.4	中炬高新	0.4
光明乳业	8.8	安琪酵母	0.8
*ST 水井	8.6	贵州茅台	1.9
燕京啤酒	8.1	双汇发展	2.5

部分重点公司盈利预测:

	15Eps	16Eps	评级
西王食品	0.44	0.65	增持
恒顺醋业	0.91	0.79	增持
百润股份	2.63	4.27	增持
古井贡酒	1.31	1.48	增持
伊利股份	0.81	0.99	增持
洋河股份	3.42	3.83	增持
贵州茅台	12.99	13.93	增持

相关报告

食品饮料:《ABI 与 SAB 达成协议, 缔造全球最大食品饮料公司》

2015.10.14

食品饮料:《预计三季报增速平缓, 关注啤酒格局可能的巨变》

2015.10.13

食品饮料:《品类扩张、产品结构升级趋势延续》

2015.09.23

食品饮料:《市场空间广阔, 关注竞争格局演变》

2015.09.23

食品饮料:《临近中秋白酒销售平稳, 关注啤酒格局变化》

目 录

1. 市场回顾及观点.....	3
2. 食品饮料上市公司 2015 年三季度预计披露时间.....	4
3. 食品饮料国企改革概念股梳理.....	5
4. 近期报告.....	7
4.1. 西王食品：业绩符合市场预期，玉米油竞争优势持续显现.....	7
4.2. ABI 与 SAB 达成协议，缔造全球最大食品饮料公司.....	8
5. 数据跟踪.....	9
5.1. 渠道数据.....	9
5.2. 行业数据跟踪.....	11
6. 行业新闻聚焦.....	11
☞ SAB 米勒与百威英博合并基本敲定.....	12
☞ 日本三得利拟退出与青岛啤酒合资经营.....	12
☞ 酒仙网成功通过新三板审核.....	12
7. 附录：盈利预测表及周报观点回顾.....	14
图 1：本周食品饮料行业上涨 4.1%.....	4
图 2：本周重点公司涨跌幅.....	4
图 3：53 度飞天茅台批零价格走势.....	9
图 4：52 度五粮液批零价格走势.....	9
图 5：主产区生鲜乳价格环比上涨.....	11
图 6：生猪价格环比下降.....	11
图 7：2015/10/6 全球全脂奶粉拍卖价格环比上升 12.9%.....	11
表 1：食品饮料上市公司 2015 年三季度预计披露时间.....	4
表 2：食品饮料国企改革概念股梳理.....	5
表 3：白酒终端草根调研价格表.....	9
表 4：重点公司盈利预测表.....	14

1. 市场回顾及观点

市场回顾: 上周板块涨 4.1%，跑输上证综指 2.4 pct。啤酒、软饮料、食品综合、葡萄酒、肉制品、乳品、白酒、调味品分别涨 9.5%、9.0%、7.0%、5.0%、5.0%、4.6%、2.7%、0.2%。其中，三全食品和承德露露涨幅居前。

近期核心观点:

- **经济增速放缓下预计板块三季报收入增速平缓。** 3 季度以来宏观经济增速下行压力增大，消费景气度依然不高。预计 Q3 大众品整体收入增速依然较为低迷，预计主要龙头伊利股份、海天味业、双汇发展、青岛啤酒等收入增速环比 Q2 持平或略降；经济增速下行叠加股市负财富效应，预计 Q3 白酒、葡萄酒市场销售略降，但主要龙头如茅台、洋河等仍凭借强大的竞争力实现超越行业的增速，且受 2014 年同期一些酒企控货去库存致产品出厂量较小等因素的影响，预计 Q3 在报表层面主要酒企收入仍可实现 5-10% 左右的稳健增长。整体来看增速基本符合之前市场预期。
- **ABI 与 SAB 达成收购协议，关注国内啤酒行业的价值重估及可能的格局巨变。** 全球最大啤酒厂商百威英博 ABI 与第二大啤酒厂商 SABMiller 达成收购协议，将缔造市值达 2700 亿美元的全球最大市值食品饮料公司。合并后百威啤酒市值达 24353 元/吨，而目前雪花、青岛、燕京啤酒吨酒市值仅为 4917、4667、4323 元/吨，价值重估空间较大。对于国内啤酒行业，华润系大力发展啤酒业务决心使格局变化具较大不确定性，整合事件本身有望加速华润系在国内啤酒行业的扩张。继续推荐燕京啤酒、华润创业（华润创业已完成非啤酒资产剥离，啤酒龙头强强联合、行业格局巨变存想象空间）；
- **继续推荐白酒行业国企改革主题品种：** 五粮液推进国企改革对白酒行业具有明显的示范作用，推荐泸州老窖、古井贡酒；
- **西王食品 Q3 玉米油销量维持高增长，继续重点推荐：** Q3 公司小包装玉米油销量增 30%、收入增 25% 左右，显著超越行业增速，竞争优势持续显现；公司是食品饮料行业中难得的 Q3 主品类收入、销量保持快速增长的品种，继续重点推荐。

重要信息更新:

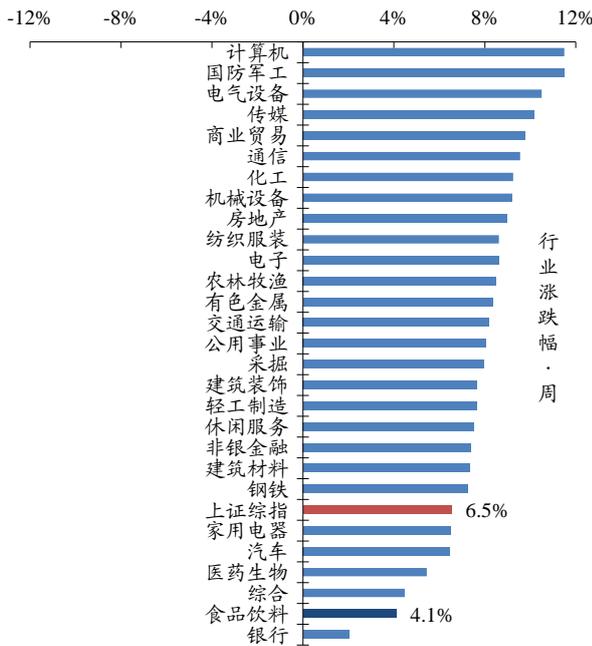
- **白酒:** 本周茅台一批价 820-830 元，五粮液一批价 620-630 元，环比基本持平。
- **主产区生鲜乳价格环比上升，全球全脂奶粉拍卖价格上升:** 截止 10 月 7 日，原奶价同比降 11.5%、环比上升 0.3%；截止 10 月 6 日，

全球全脂奶粉拍卖价环比升 12.9%。

- **生猪价格环比下降：**截止 10 月 16 日，生猪价环比降 2.09%、同比升 17.9%，猪价环比上升 0.72%、同比升 20.2%。

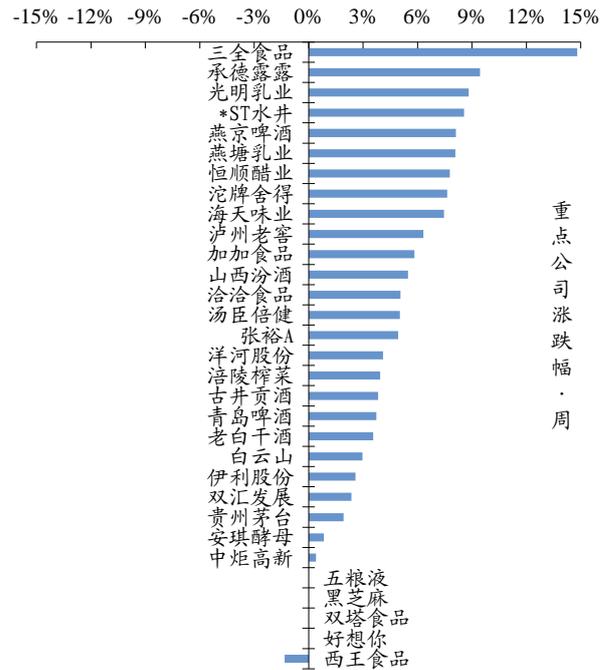
推荐：稳健组合：伊利股份、洋河股份、贵州茅台、古井贡酒；**弹性组合：**西王食品、泸州老窖、中炬高新、燕京啤酒。

图 1：本周食品饮料行业上涨 4.1%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：本周重点公司涨跌幅



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2. 食品饮料上市公司 2015 年三季度报预计披露时间

表 1：食品饮料上市公司 2015 年三季度预计披露时间

上市公司	三季报预计披露日期	预告净利 yoy	上市公司	三季报预计披露日期	预告净利 yoy
西王食品	2015-10-13	35.85% (已披露)	青岛啤酒	2015-10-28	
加加食品	2015-10-16	2.16% (已披露)	爱普股份	2015-10-28	
好想你	2015-10-20	20.00%~50.00%	顺鑫农业	2015-10-28	
兰州黄河	2015-10-22	68.51%~81.82%	泸州老窖	2015-10-29	
燕塘乳业	2015-10-22	5.00%~25.00%	黑芝麻	2015-10-29	
汤臣倍健	2015-10-22	10%~30%	五粮液	2015-10-29	
山西汾酒	2015-10-22		得利斯	2015-10-29	-50.00%~0.00%
海天味业	2015-10-22		百润股份	2015-10-29	200%~230%
珠江啤酒	2015-10-23	0.00%~30.00%	克明面业	2015-10-29	-10.00%~30.00%
海南椰岛	2015-10-23		麦趣尔	2015-10-29	0%~50%
贵州茅台	2015-10-23		啤酒花	2015-10-29	
承德露露	2015-10-24		重庆啤酒	2015-10-29	
莫高股份	2015-10-24		口子窖	2015-10-29	

双汇发展	2015-10-26		古井贡酒	2015-10-30	
惠泉啤酒	2015-10-26		*ST 酒鬼	2015-10-30	176.29%~185.49%
深深宝 A	2015-10-27	预计亏损	三全食品	2015-10-30	-10%~20%
青青稞酒	2015-10-27	-15.00%~0.00%	洋河股份	2015-10-30	5.00%~15.00%
古越龙山	2015-10-27		涪陵榨菜	2015-10-30	0%~30%
沱牌舍得	2015-10-27		洽洽食品	2015-10-30	10.00%~30.00%
星湖科技	2015-10-27		煌上煌	2015-10-30	-40.00%~-10.00%
中炬高新	2015-10-27		通葡股份	2015-10-30	
梅花生物	2015-10-27		三元股份	2015-10-30	净利同比下降
会稽山	2015-10-27		老白干酒	2015-10-30	
今世缘	2015-10-27		*ST 水井	2015-10-30	扭亏为盈
*ST 广夏	2015-10-28	-97.29%	迎驾贡酒	2015-10-30	
燕京啤酒	2015-10-28		贝因美	2015-10-31	预计亏损
西藏发展	2015-10-28		海欣食品	2015-10-31	预计亏损
张裕 A	2015-10-28		龙大肉食	2015-10-31	0.00%~20.00%
*ST 皇台	2015-10-28	预计亏损	上海梅林	2015-10-31	
黑牛食品	2015-10-28	预计亏损	莲花味精	2015-10-31	
双塔食品	2015-10-28	40.00%~70.00%	金种子酒	2015-10-31	
佳隆股份	2015-10-28	0.00%~30.00%	维维股份	2015-10-31	
金字火腿	2015-10-28	-10.00%~20.00%	光明乳业	2015-10-31	
中葡股份	2015-10-28		金枫酒业	2015-10-31	
伊力特	2015-10-28		伊利股份	2015-10-31	
恒顺醋业	2015-10-28		白云山	2015-10-31	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 食品饮料国企改革概念股梳理

表 2: 食品饮料国企改革概念股梳理

证券简称	实际控制人	高管持股	近期公司国企改革或重大事项进程
三元股份	北京市国资委	—	<ul style="list-style-type: none"> 2月: 完成向首农集团、平润投资、复星创泓合计增发 6.13 亿股(占总股本 40.89%)
光明乳业	上海市国资委	0.04%	<ul style="list-style-type: none"> 3月: 上海牛奶集团将其持有的 3.66 亿股光明乳业股份无偿划至光明集团名下; 6月: 定增预案, 拟向信晟投资、晟创投资、益民集团、上汽投资、国盛投资、浦科源富达壹等发行不超过 5.59 亿股; 7月: 子公司荷兰斯坦牧业拟收购上海牛奶集团下属鼎健饲料 100% 股权、今日健康乳业 30% 股权、上海冠牛经贸 100% 股权, 以及上海新乳奶牛、至江鲜奶等 13 家企业的奶牛养殖资产。 8月: 公司非公开发行方案已获上海国资委批复。
金枫酒业	上海市国资委	—	
海南椰岛	海口人民政府	—	<ul style="list-style-type: none"> 2月: 国资公司拟将其持有的 7873 万股公司股份(占总股本 17.57%) 公开转让予海南建桐投资, 事项尚需国资委通过; 4月: 定增预案, 向深圳汇鼎达等 7 名对象发行不超过 8542 万股, 发行价格 9.6 元/股, 募集资金总额不超过 8.2 亿元; 7月: 拟订员工持股计划初步方案, 参与对象为董监高及核心骨干员工采用二级

			<p>市场购买方式，募集资金总额不超 6000 万元。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 8 月：公司第二大股东东方才智拟筹划涉及公司的重大资产重组事项，拟重组标的资产为霸州市昌隆新能源公司
中葡股份	中信国安集团_财政部	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 6 月：国安集团增持公司股份 2200 万股（占总股本 1.96%）； ● 7 月：公司拟与关联方中非信银（上海）股权投资公司共同发起设立专门为公司产业整合服务的并购基金（规模初定 30 亿元）。
莫高股份	甘肃省国资委	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 月：国有法人股东甘肃省国营八一农场约定将其持有的 1968 万股公司股份无偿划转于农垦公司。
燕京啤酒	北京市国资委	0.01%	<ul style="list-style-type: none"> ● 控股股东北京控股有限正进行燃气、固体废物处理、通讯、房地产等业务的内部重组； ● 2014 年报披露，控股股东将争取于 2017 年 6 月 30 日前提出激励预案。
惠泉啤酒	北京市国资委	0.05%	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司将在股东背景相似（即实际控制人为北京市国资委）的第一家上市公司实施股权激励后二年内实施股权激励方案。
珠江啤酒	广州市国资委	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 6 月：控股股东珠江集团 100% 国有股权被划入广州国资发展控股有限公司； ● 7 月：定增预案，拟向广州国资发展、英特布鲁国际、广证鲲鹏 1 号和 2 号定向资管计划募集资金不超 48 亿元； ● 7 月：员工持股计划，总人数为 694 人，资金总额不超 1.3 亿元。
青岛啤酒	青岛市国资委	0.06%	
古越龙山	绍兴市国资委	0.01%	
山西汾酒	山西省国资委	0.004%	
双塔食品	招远市金岭镇政府	0.32%	<ul style="list-style-type: none"> ● 4 月：员工持股计划草案，计划规模不超过 2100 万股公司股票，参与对象不超过 36 个月；6 月：调整持股数量为 1500 万股，并已购买完毕。 ● 7 月：公司正筹划资产收购事项，公司股票正在停牌。
涪陵榨菜	重庆市国资委	2.87%	<ul style="list-style-type: none"> ● 5 月：发行股份及支付现金购买资产草案，拟向王爱萍等三名自然人发行股份 279 万股及支付现金 6300 万元购买惠通食业 100% 股权；向 7 名对象增发 125 万股，募集配套资金 3206 万元；预案已获证监会受理。
星湖科技	广州市国资委	0.03%	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 月：公司筹划购买医药类资产，公司股票正停牌。初步方案拟定为发行股份购买资产。
莲花味精	河南省财政厅	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 5 月：公司筹划债务重组和资产收购事项，公司股票正在停牌。
恒顺醋业	镇江市国资委	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 1 月：公司公开挂牌转让镇江百盛商城 50% 的国有股权； ● 4 月：公司拟以 1380 万元收购恒顺集团持有的新疆恒顺沙林食品公司 51% 股权。
中炬高新	中山火炬高新区管委会，若定增完成则更改为自然人姚振华	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 9 月 7 日公司发布定增预案，拟定增引入富骏投资、崇光投资、润田投资及远津投资，本次发行完成后炬盛华实际控制人姚振华变为本公司实际控制人。
古井贡酒	亳州市人民政府	—	
金种子酒	阜阳市国资委	0.01%	
贵州茅台	贵州省国资委	—	
老白干酒	衡水市国资委	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 2014 年 12 月：定增预案，拟向汇添富-衡水老白干员工持股资管计划、鹏华基金等 5 名对象发行不超过 3500 万股，募集总额不超 8.25 亿元； ● 2014 年 12 月：员工持股计划，拟以认购非公开发行股份形式进行，认购资金总额不超 1.276 万元，参与对象共计 830 人。
泸州老窖	泸州市国资委	0.13%	
山西汾酒	陕西省国资委	0.01%	
沱牌舍得	射洪县人民政府	0.04%	<ul style="list-style-type: none"> ● 7 月：射洪县人民政府仍采用“县政府向战略投资者公开挂牌转让所持沱牌舍得集团部分股权，同时由受让股权转让的战略投资者对集团增资”的战略重组方案；

			<ul style="list-style-type: none"> ● 8月：经过公开竞价，沱牌舍得集团国有股权转让及增资扩股的受让方最终确定为天洋控股集团，射洪县人民政府仍在与天洋控股就协议条款进行协商谈判，双方尚未完成协议签署。
伊力特	新疆生产建设兵团农四师国资局	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 7月：公司拟以不超过1.08亿元自有资金，通过二级市场购买方式回购公司股份约1200万股（占公司股本2.73%），回购价格不低于9元/股。
五粮液	宜宾市国资委	0.01%	<ul style="list-style-type: none"> ● 6月：五粮液董事长表示五粮液集团将有望减持股份公司股权，并采取引入战投、员工持股、薪酬体制改革等措施； ● 7月：公司拟以非公开发行股票方式实施员工持股，公司股票正停牌；
白云山	广州市国资委	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 1月：定增预案，拟向广药集团、添富-定增盛世专户66号资管计划、广州国资发展控股、广州国寿城市发展产业投资、上海云锋新创投资发行不超过4.19亿股，募集资金不超100亿元； ● 1月：员工持股计划，拟以认购非公开发行股份形式，认购资金总额不超5.05亿元，全额认购添富-定增盛世专户66号资管计划，认购股份不超2118.9万股，参与人数约4897人； ● 7月：公司参与控股股东广药集团“公开挂牌转让广药总院100%股权”的竞拍，广药集团属下医药主业资产将全部进入上市公司。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。注：表中未指明具体年份的均指2015年。

4. 近期报告

4.1. 西王食品：业绩符合市场预期，玉米油竞争优势持续显现

业绩符合市场预期。Q3小包装玉米油销量增30%、显著超越行业，竞争优势持续显现；公司正处加大营销投入抢占消费者心智时期，预计未来销售费用率仍将高企。

投资建议：维持增持。公司赞助《真心英雄》费用较高，略下调2015年EPS预测至0.44元（幅度-8%）、维持2016年EPS预测0.65元，维持目标价18.8元，对应2016年28倍PE（若增发摊薄对应35倍）。

业绩符合市场预期。2015前三季公司收入、归母净利16.7、1.3亿元，同比增23%、36%；Q3单季收入、归母净利6.5、0.5亿元，增11%、23%，收入增速较低主因胚芽粕及散装玉米油收入下降。业绩与之前预告一致，符合市场预期。公司同时公告定向增发获得证监会批文。

Q3小包装玉米油销量增30%超市场预期，竞争优势持续显现。Q3小包装玉米油销量4.3万吨、同比增30%，超市场预期；促销买赠力度加大，预计Q3小包装玉米油收入增20%-25%。公司销量增速超越行业（预计增10%左右），竞争优势持续显现（品牌力—非转基因定位最清晰，赞助娱乐节目《真心英雄》，营销思路愈发成熟，而金龙鱼、福临门不做玉米油营销；渠道力—2015年来精细化渠道管控，经销商质量提升，网点数量扩张50%，老店面单店同比增20%左右）。

Q3毛利率提升、管理费摊薄带动净利率提升，但销售费用率高企且料将延续。Q3毛利率同比升1.9pct至29.6%，预计原因为小包装玉米油收入占比提升、散装占比下降；Q2公司确认较多管理费用，Q3管理费用同比降21%，管理费率降低1.7pct，带动净利率提升0.8pct至8.3%。Q3

销售费用同比增 40%、费用率升 3.1pct，主要由于赞助《真心英雄》费用较高约 3000 万元及促销力度同比加大，公司正处加大营销投入抢占消费者心智时期，预计未来销售费用率仍将高企。

核心风险：玉米油行业竞争加剧；食品安全问题发生的风险。

详情请参见西王食品三季报点评报告《业绩符合市场预期，玉米油竞争优势持续显现》2015/10/13

4.2. ABI 与 SAB 达成协议，缔造全球最大食品饮料公司

世界前两大啤酒生产商 ABI 与 SAB 达成收购协议，合并后市值将超 2700 亿美元，超越雀巢成为全球市值最大食品饮料公司；国内啤酒行业格局可能随之迎来巨变，但商务部是否限制外资、及华润创业是否合作的态度使格局存在较大不确定性。

投资建议：两巨头整合前景进一步明朗，国内啤酒行业格局值得紧密关注。华润创业剥离非啤酒资产、未来 3 年逾百亿股东贷款支持彰显其发展啤酒业务决心，同时华润系国资背景及前期与北京国资委定增换股先例，使国内啤酒龙头强强联合存想象空间，维持华润创业、燕京啤酒增持评级；维持青岛啤酒谨慎增持评级。

事件：10 月 13 日，两大啤酒龙头 ABI 与 SAB 就收购原则条款达成一致，提出两大可选方案，即全部现金收购（每股价格为 44 英镑）或部分股票替代（每股 SAB 股票可兑换约 0.48 股 ABI 限制性股票及约 3.8 英镑现金）。SAB 董事会表示将建议股东接受全部现金收购方案，同时 ABI 承诺若并购因未获监管许可或 ABI 股东批准而失败，将向 SAB 支付 30 亿美元违约金。目前双方正式意向尚未最终落实，ABI 已向英国监管当局申请延迟确认期限至 10 月 28 日。

两巨头整合前景进一步明朗，溢价收购有望加快国内啤酒价值重估进程。1) 我们预计 ABI 延期确认主要出于修订详细条款、成立其他收购主体（可能成立新的合并公司）等考虑，双方确认合并应为大概率事件，行业整合趋势明朗；2) 本次报价较 SAB 10 月 12 日收盘价溢价 21%，两巨头合并后将缔造市值超 2700 亿美元、市占率超 30% 的啤酒龙头（ABI 目前市值约 1795 亿美元、SAB 收购价值约 1000 亿美元），超越雀巢的 2488 亿美元成为全球市值最大的食品饮料公司。合并后百威吨酒市值达 24353 元/吨，而目前雪花、青岛、燕京啤酒吨酒市值仅为 4917、4667、4323 元/吨，尚有较大的提升空间。

国内啤酒行业格局可能随之迎来巨变，但尚具较大不确定性，商务部及华润创业的态度为格局去向的关键。我们曾于 9 月 20 日发布的事件点评报告中分析两大龙头合并背景下未来国内啤酒行业格局的三种可能：1) ABI 保留雪花股权并与之合作，共同主导国内 41.2% 的市场份额；2) ABI 将雪花股权全部或部分让予华润系，未与雪花形成合作，行业竞争仍将激烈，但雪花为巩固龙头地位、应对百威冲击，将加快整合进程；3) ABI 将股权让予其他龙头或投资者，格局将存在多种可

能。我们认为，格局去向之关键在于商务部对待外资主导国内啤酒市场的态度（即是否限制外资），及华润创业是否愿意与 ABI 合作，目前尚待观察。我们认为无论雪花是否与 ABI 合作，长远来看其竞争优势仍将显现（若合作，协同效应及格局改善下盈利能力有望提升；若不合作，其资本实力、发展决心、管理能力仍有望抗衡竞争冲击）；而燕啤在整合大趋势下，价值重估空间依然值得期待。

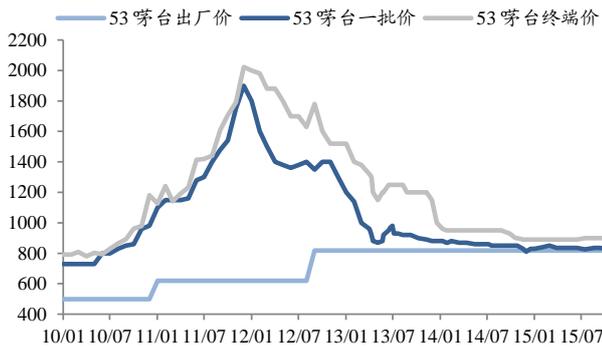
详情请参见 ABI 与 SAB 就收购原则条款达成一致事件点评报告《ABI 与 SAB 达成协议，缔造全球最大食品饮料公司》2015/10/14

5. 数据跟踪

5.1. 渠道数据

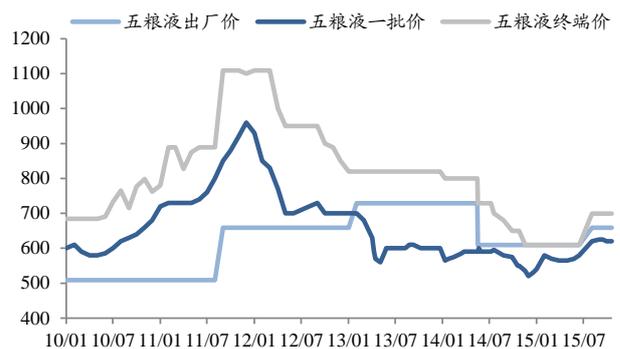
本周茅台一批价 820-830 元，五粮液一批价 620-630 元，环比基本持平。

图 3: 53 度飞天茅台批零价格走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 52 度五粮液批零价格走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

本期酒类价格终端草根调研: 酒仙网飞天茅台价格 859 元，五粮液水晶瓶价格 699 元，国窖 1573 价格 629 元。

表 3: 白酒终端草根调研价格表

日期	来源	茅台	五粮液		剑南春	老窖			水井坊	洋河		
			水晶	1618		1573	特曲	品味		海	天	梦
2014-01-06	酒仙网	1,159	699	699	360	1,589	159	2,380	699	196	299	499
2014-01-10	酒仙网	1199	659	699	360	1,589	159	2,380	669	99	299	499
2014-01-19	酒仙网	1199	729	899	360	1,589	-	-	799	99	299	499
2014-01-25	酒仙网	1199	759	899	360	1,589	169	-	669	99	299	499
2014-02-15	酒仙网	1199	799	899	390	1,589	199	-	799	196	399	599
2014-02-22	酒仙网	1199	799	899	360	1,589	149	-	600	99	269	399
2014-02-28	酒仙网	1199	799	699	360	1,589	149	-	599	99	269	399
2014-03-08	酒仙网	1199	799	899	399	1,589	149	-	639	196	269	688
2014-03-15	酒仙网	1199	799	699	399	1,589	258	-	639	129	269	599
2014-03-23	酒仙网	1199	799	699	360	1589	258	-	588	129	269	599

2014-03-30	酒仙网	1199	799	899	360	1589	258	-	549	129	369	659
2014-04-04	酒仙网	980	799	899	360	1589	149	-	499	129	299	599
2014-04-12	酒仙网	980	799	899	375	1589	258	-	858	129	299	599
2014-04-20	酒仙网	980	729	899	375	1589	298	-	858	129	299	599
2014-07-06	酒仙网	956	729	959	359	1499	158	-	499	169	289	679
2014-07-19	酒仙网	959	679	959	359	1499	158	-	478	169	289	659
2014-08-10	酒仙网	849	659	699	349	779	178	-	549	169	289	679
2014-08-24	酒仙网	869	659	699	349	779	178	-	549	129	289	679
2014-09-08	酒仙网	899	659	699	349	779	178	-	549	129	289	679
2014-09-27	酒仙网	899	659	699	349	779	149	-	549	129	289	679
2014-10-26	酒仙网	899	659	699	359	779	149	-	549	129	289	659
2014-11-15	酒仙网	899	659	699	359	779	178	-	549	129	399	679
2014-12-01	酒仙网	869	609	699	359	619	158	-	399	129	399	659
2014-12-14	酒仙网	869	609	699	359	619	158	-	499	129	369	679
2014-12-28	酒仙网	868	609	679	359	619	158	-	549	159	369	679
2015-01-18	酒仙网	868	609	699	359	619	149	-	499	129	399	659
2015-02-02	酒仙网	839	599	679	359	779	149	-	549	129	399	679
2015-02-15	酒仙网	859	599	679	359	680	149	-	459	169	399	679
2015-02-28	酒仙网	859	609	679	359	680	149	-	459	129	289	679
2015-03-14	酒仙网	859	609	679	359	680	149	-	399	129	289	679
2015-03-21	酒仙网	859	609	669	359	680	149	-	399	129	289	679
2015-03-28	酒仙网	859	609	669	359	680	159	-	399	129	289	679
2015-04-04	酒仙网	859	609	669	359	680	149	-	399	129	289	679
2015-04-12	酒仙网	843	609	669	359	680	170	-	399	129	289	679
2015-04-18	酒仙网	843	609	669	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-04-25	酒仙网	798	599	669	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-04-30	酒仙网	859	599	679	379	680	149	-	399	129	289	679
2015-05-10	酒仙网	843	599	679	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-05-17	酒仙网	843	599	679	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-05-24	酒仙网	843	599	679	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-05-31	酒仙网	843	609	679	379	609	149	-	399	129	289	669
2015-06-07	酒仙网	849	609	679	359	609	159	-	398	129	289	669
2015-06-14	酒仙网	849	609	679	359	609	149	-	399	129	289	669
2015-06-22	酒仙网	849	609	669	359	609	149	-	399	129	289	449
2015-06-27	酒仙网	849	609	679	359	599	208	-	399	129	289	669
2015-07-05	酒仙网	849	609	679	349	609	208	-	399	129	289	449
2015-07-12	酒仙网	849	609	679	359	609	208	-	399	129	289	439
2015-07-19	酒仙网	839	609	659	339	569	208	-	399	129	289	429
2015-07-26	酒仙网	849	609	679	359	609	198	-	399	129	289	669
2015-08-01	酒仙网	849	609	679	359	609	198	-	399	129	289	669
2015-08-07	酒仙网	859	699	679	359	699	208	-	399	129	289	669
2015-08-16	酒仙网	849	699	699	349	699	198	-	399	129	289	439
2015-08-23	酒仙网	859	699	699	359	739	198	-	399	129	289	439
2015-08-29	酒仙网	859	699	699	359	739	198	-	399	129	289	459
2015-09-07	酒仙网	859	699	699	359	739	198	-	399	129	289	459
2015-09-13	酒仙网	859	699	699	359	739	199	-	399	129	289	459

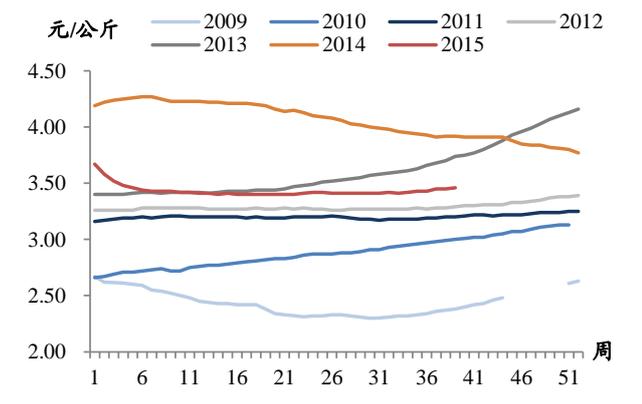
2015-09-20	酒仙网	859	699	699	359	739	199	-	399	129	289	459
2015-09-27	酒仙网	859	699	699	359	739	199	-	399	129	289	439
2015-10-10	酒仙网	859	699	699	349	739	199	-	399	129	289	439
2015-10-17	酒仙网	859	699	699	359	629	169	-	399	129	289	459

数据来源：国泰君安证券研究。酒仙网洋河 42 度，梦之蓝为 52 M3，商超洋河 50 度+

5.2. 行业数据跟踪

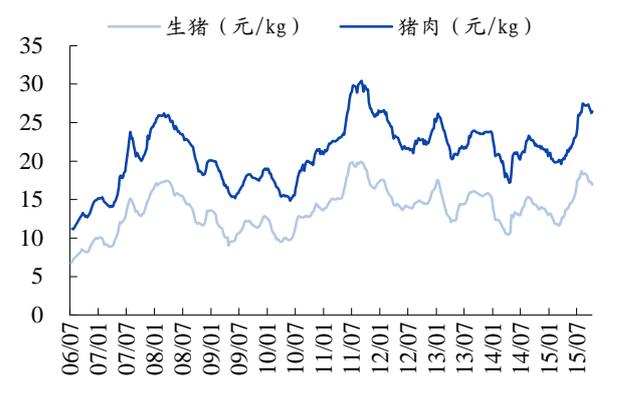
- **主产区生鲜乳价格环比上升：**截止至 10 月 7 日，主产区的原奶收购价格为 3.46 元/kg，同比下降 11.5%，环比上涨 0.30%。
- **全球全脂奶粉拍卖价格环比上升：**截止 10 月 6 日，全球全脂奶粉拍卖价格为 2824 美元/吨，环比上升 12.9%。
- **生猪价格环比下降：**截止至 10 月 16 日，生猪价格 16.90 元/kg，同比上升 17.9%、环比下降 2.09%，猪肉价格 26.45 元/kg，同比上升 20.2%、环比上涨 0.72%。

图 5：主产区生鲜乳价格环比上涨



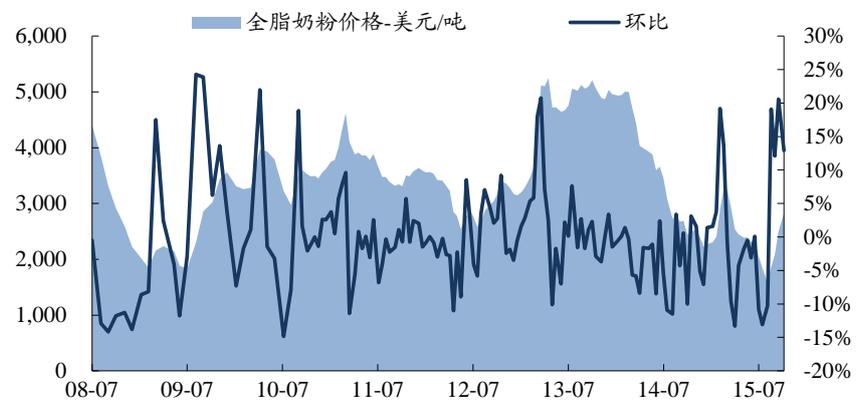
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6：生猪价格环比下降



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 7：2015/10/6 全球全脂奶粉拍卖价格环比上升 12.9%



数据来源：GlobalDairyTrade，国泰君安证券研究

6. 行业新闻聚焦

- ☞ SAB 米勒与百威英博合并基本敲定
- ☞ 日本三得利拟退出与青岛啤酒合资经营
- ☞ 酒仙网成功通过新三板审核

SAB 米勒与百威英博合并基本敲定

经过长达两周的讨价还价后，全球啤酒市场老大百威英博对最大竞争对手 SAB 米勒的世纪收购终于基本敲定。

百威英博与 SAB 米勒公司于 10 月 13 日分别发布声明称，已经就收购案的一些关键性条款达成协议，SAB 米勒董事会准备推荐百威英博提出的收购方案。而百威英博的收购价已经从最初的 38 英镑每股一路飙升至 44 英镑每股，整个收购规模将达到 680 亿英镑（1040 亿美元），并垄断全球三分之一的啤酒市场。44 英镑的收购价差不多较 SAB 米勒 9 月 14 日的收盘价溢价 50%。

除了每股 44 英镑的现金收购，对于共计持有 41% 股权的 SAB 米勒两大股东，百威英博则提出了部分股权替代方案，这样可降低每股收购价至 39.03 英镑。至于巨额交易所需现金，百威英博称将通过内部资源与发行新债来筹集。

SAB 米勒持有中国最大的啤酒生产商华润雪花 49% 的股权，外界一般认为如果百威英博收购成功，将不得不处理反垄断审查问题。对此，百威英博在 8 日发表声明指出，和公司聘请的咨询机构一道，它已经就监管事项做了“卓著的工作”，并且锁定了可以完成交易的清晰路径。

若交易达成，这将是 2015 年以来的全球最大的一次并购，根据彭博编制的数据统计，也将是有史以来第四大并购交易。市场人士预计，两者合并后，将成为世界上最大消费品公司，在全球最大的 30 个啤酒消费市场，将占据其中 24 个市场的第一名或第二名。

根据百威英博与 SAB 米勒目前达成的协议，如果交易因监管障碍或百威英博股东不批准而最终失败，百威英博应支付 30 亿美元的反向分手费给 SAB 米勒。

（澎湃新闻）

日本三得利拟退出与青岛啤酒合资经营

日经社报道，日本饮料企业三得利控股将退出与青岛啤酒的合资经营，将双方对半出资公司的股份出售给青岛啤酒，转为向青岛啤酒收取品牌授权费的模式。双方的合资业务开始于 2012 年，三得利中断合作之后，将把经营资源集中于成长领域的洋酒和红酒。

三得利将在 2016 年上半年之前，转让合资公司的全部股份。预计出售

金额为 100 亿~200 亿日元。合资公司主营“三得利”和“青岛啤酒”两个品牌，主要在上海和江苏部分地区进行生产和销售。年销售额预估在 400 亿日元左右，2014 年销售 8600 万箱(每箱相当于 20 大瓶)。在上海市场握有约 30%份额的三得利在其中约占 3400 万箱，相当于三得利在日本全部啤酒类商品的一半左右。今后，青岛啤酒将获得商标授权，继续生产三得利。

三得利于 1981 年进入中国啤酒市场。根据英国欧睿信息咨询公司的调查，尽管三得利在中国市场的份额位居日本企业之首，但也仅有 1.4%，在业内排名第 8。三得利从自主经营模式转换成与合资模式，计划以此来扩大市场份额，但与中国第一大啤酒企业华润雪花啤酒等爆发激烈的价格战，最终陷入了亏损。

(新浪财经)

酒仙网成功通过新三板审核

10 月 15 日，全国中小企业股转系统发布同意酒仙网挂牌的函，酒仙网正式开启新三板挂牌进程，这标志着继四川壹玖壹玖(1919)之后，新三板迎来第二家 O2O 酒类销售公司。公司管理层接受记者采访披露战略如下：

关于业务扩展：目前，酒仙网已建立酒类商品的线上零售--酒仙网(B2C)、线上特卖--中酿酒团购(B2B)、即时服务--酒快到(O2O)及品牌运营综合服务四大板块业务。在酒仙网酒类销售业务上已经建立了完整有效的商业模式，主要包括采购模式、销售模式和仓储物流模式。为解决 B2C 物流成本高的痛点，酒仙网建设的全国 5 大仓储中心已投入使用。未来酒仙网将继续整合积累多年的线上、线下资源，提升用户体验，最大程度帮助入驻商户提升销量，实现共赢。

关于垂直电商优势：登陆新三板后，酒仙网会不断进行技术升级，进行产品创新，发挥在酒类电商领域的专业运营、管理、人才的优势，打造独特的综合运营能力。线上酒类网络零售是酒仙网的核心业务，酒仙网官网及移动 APP 是其主要的销售平台。除了自有平台之外，酒仙网还在天猫、京东、当当、一号店、苏宁易购等若干家平台商上开设官方旗舰店，并有着压倒性的市场占有率。2014 年 3 月，O2O 模式的酒快到上线，在全国几十个核心城市迅速铺开，通过一年多的发展，酒快到已经积累了大量线下用户的消费数据，目前北京地区日处理订单量已超万单，运营效率还在进一步提升中。酒仙网在互联网定制品牌的打造方面也一直在积极探索，最典型的代表作是 2014 年与泸州老窖合作的首款互联网思维白酒品牌三人炫，上线 9 个月销量已达 1.5 亿，引发了网络定制酒的热潮。近日，我们又与曲阜孔府家酒业共同打造了另一款互联网产品“孔府家·朋自远方”。2015 年初，旨在大幅提升流通效率的 B2B，即中酿酒团购业务也逐步开展起来。酒仙网将众多烟酒店、餐饮店、KTV、商超、便利店、企业及商会等发展为会员，向上游酒企采购酒品，通过中酿酒团购网站向会员销售。目前该项业务正在稳步发展中，以山西、山东、河南、河北等北方省份为主要阵

地，逐步布局全国。

关于新三板未来机遇：登陆新三板意味着有更广阔的资源整合空间，更大的发展机遇，将推动企业向更高层次、更大规模发展。未来，酒仙网会借助资本力量，创新发展模式，推动企业深化发展，与其他优质企业共同做大酒业市场。挂牌新三板是阶段性的目标，酒仙网希望借助新三板实现企业向公众公司的转变，进一步提升品牌力，未来向创业板转板，或者上海的“科创板”都是考虑方向。

(糖酒快讯)

7. 附录：盈利预测表及周报观点回顾

表 4：重点公司盈利预测表

2015/10/18	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2014-16	PE			PEG	PS			评级	Q3 净利 增速 E
		14A	15E	16E		14A	15E	16E		14A	15E	16E		
贵州茅台	2,522	12.22	12.99	13.93	7%	16	15	14	2.3	8.0	7.3	6.9	增持	5%
泸州老窖	316	0.63	1.12	1.37	48%	36	20	17	0.4	5.9	4.6	4.0	增持	14%
洋河股份	908	2.99	3.42	3.83	13%	20	18	16	1.3	6.2	5.5	4.9	增持	10%
山西汾酒	143	0.41	0.52	0.60	21%	40	32	28	1.5	3.7	3.6	3.2	谨慎增持	95%
古井贡酒	148	1.19	1.31	1.48	12%	25	22	20	1.9	3.2	2.8	2.5	增持	13%
伊利股份	997	0.68	0.81	0.99	21%	24	20	16	1.0	1.8	1.7	1.5	增持	12%
青岛啤酒	455	1.47	1.38	1.47	0%	23	24	23	-	1.6	1.6	1.5	谨慎增持	-12%
燕京啤酒	237	0.26	0.27	0.29	5%	33	31	29	5.9	1.8	1.8	1.7	增持	-4%
汤臣倍健	227	0.69	0.87	1.09	26%	45	36	29	1.4	13.3	10.7	8.6	增持	20%
海天味业	935	1.39	0.94	1.11	20%	25	37	31	1.9	9.5	8.4	7.4	增持	22%
中炬高新	118	0.36	0.30	0.42	8%	41	50	35	6.1	4.5	4.0	3.3	增持	-8%
涪陵榨菜	60	0.41	0.47	0.56	16%	45	39	33	2.4	6.6	5.6	4.7	增持	5%
恒顺醋业	70	0.25	0.91	0.79	78%	94	26	29	0.3	5.8	5.2	4.2	增持	73%
加加食品	71	0.12	0.20	0.20	33%	53	30	30	0.9	4.2	3.8	3.2	增持	5%
双汇发展	615	1.22	1.34	1.45	9%	15	14	13	1.6	1.3	1.2	1.1	增持	-3%
张裕 A	265	1.43	1.65	1.83	13%	27	23	21	1.8	6.4	5.3	4.7	增持	12%
西王食品	54	0.31	0.44	0.65	44%	46	32	22	0.7	2.9	2.3	1.9	增持	23%
好想你	23	0.36	0.43	0.56	24%	43	37	28	1.6	2.4	2.0	1.6	增持	-141%
三全食品	82	0.10	0.16	0.27	63%	102	65	38	1.0	2.0	1.7	1.4	增持	78%
白云山	364	0.92	1.22	1.61	32%	31	23	18	0.7	1.9	1.7	1.5	增持	11%
承德露露	111	0.59	0.65	0.73	11%	25	23	20	2.0	4.1	3.6	3.2	增持	2%
黑芝麻	36	0.20	0.47	0.63	80%	58	24	18	0.3	2.4	1.7	1.4	增持	48%
双塔食品	175	0.29	0.47	0.59	42%	118	75	58	1.8	16.5	14.3	12.5	增持	19%
安琪酵母	99	0.45	0.82	1.23	66%	67	37	24	0.6	2.7	2.3	1.9	增持	91%
洽洽食品	76	0.58	0.72	0.84	20%	26	21	18	1.0	2.4	2.1	1.8	增持	-5%

数据来源:Wind, 国泰君安证券研究

1、周报 174 期《预计三季报增速平缓，关注啤酒格局可能的巨变》

经济增速放缓下预计板块三季报增速平缓；ABI 与 SAB 达成收购协议，关注国内啤酒行业可能的格局巨变；Q3 西王食品小包装玉米油维持快速

增长，继续重点推荐。

2、 周报 173 期《临近中秋白酒销售平稳，关注啤酒格局变化》2015/9/21
ABI 拟收购 SAB，印证产业整合趋势，关注国内啤酒行业可能的价值重估与格局巨变。继续建议重视龙头防御价值、推荐国企改革主题品种，继续推荐新成长品种西王食品。

3、 周报 172 期《国企改革再入风口，关注白酒、啤酒主题品种》2015/9/15
国企改革顶层设计落地，白酒、啤酒相关品种望受益。重视业绩确定性强的龙头防御价值，推荐业绩增速较快的调味品龙头。中炬高新股价低于定增价，具较强安全边际。

4、 周报 171 期《分化中重视确定性，关注新成长》2015/9/8
中报高端品、大众品业绩分化，重视业绩确定性较强龙头的防御价值，新成长品种中继续重点推荐西王食品。中炬高新“国退民进”改革力度超预期，继续推荐。

5、 周报 170 期《中报增速放缓符合预期，仍需重视龙头防御价值》2015/9/1
中报大众品龙头收入增速放缓，但市场预期已基本消化，目前龙头估值回落历史低位，防御价值显现；继续推荐国企改革主题品种，新成长品种继续推荐西王食品等。

6、 周报 169 期《龙头估值处历史低位，板块防御价值重现》2015/8/25
市场持续调整下、食品饮料龙头估值已回落至历史低位，防御价值重现；继续推荐国企改革主题品种啤酒龙头、白酒龙头，及业绩增速较快的调味品龙头。

7、 周报 168 期《国企改革投资热情有望持续发酵》2015/8/17
国企改革顶层设计方案有望出台、投资热情持续发酵，食品饮料板块相关概念股包括啤酒白酒龙头、中国食品等；茅台严控一批价，但旺季高端白酒需求尚待观察；继续推荐业绩确定性较强的西王食品、调味品等。

8、 周报 167 期《国企改革再入风口，啤酒格局巨变存想象空间》2015/8/9
中海、中远旗下 4 家上市公司停牌引发国企改革投资热情，食品饮料板块相关概念股包括啤酒龙头、白酒龙头、中国食品等；继续推荐业绩确定性较强的调味品、预调酒。

9、 周报 166 期《五粮液停牌点燃行业国企改革主题热情》2015/8/2
市场波动加剧，食品饮料行业防御价值凸显。五粮液停牌后有望提升板块内国企改革投资热情，继续推荐白酒国企改革主题品种，及业绩确定性较强的调味品、预调酒。

10、 周报 165 期《中报基金加仓食品饮料，甄别高成长个股》2015/7/27
中报基金加仓食品饮料，显示市场调整期投资者更加青睐稳健增长、业绩确定性高的食品饮料行业；继续推荐业绩增速较快的调味品、预调酒龙头，及国企改革主题机会。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		