

白酒板块不乏亮点，把握低位反弹机会

核心观点

- 市场过度悲观，静待心态恢复。**23Q4以来，白酒板块整体走弱，我们认为主要因宏观利空因素集体发生，以及市场对白酒市场基本面存在担忧。宏观利空因素主要包括CPI等宏观经济数据不及预期、居民购买力下滑、穆迪下调我国信用主权评级、出生人口下滑等；对白酒基本面担忧因素主要包括名酒提价不及预期、终端需求下滑、渠道库存高企、24年宴席场景走弱等。我们对以上因素逐一进行分析，认为宏观经济和白酒赛道发展情况整体上优于市场预期，恐慌情绪下的板块回调创造了良好买入条件，建议此时可积极把握白酒反弹机会。
- 政策积极出台效果逐步显现，时间推移负面情绪将减弱。**我国相关部门积极出台多项货币、财政、房地产等重磅政策以促进经济回暖；投资、消费疲软确实导致资金空转问题凸显，但央行对于该问题也高度重视，强调“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。实体经济端，新政对于促进房地产交易、促进消费和服务业发展已出现一定成效，例如一线城市商品房当月成交面积、我国社零总额同比增幅逐月扩大；12月财新中国服务业PMI环比继续攀升，显示服务业景气度持续修复。我们认为政策对于促进实体经济回暖的效果虽迟必到，现在经济处于反复磨底阶段；可能因资金空转、房地产成交低迷、消费力未完全恢复等现象，投资者对于政策实施效果的信心不足，这也导致股市成交低迷。我们认为随着时间推移，消费者、投资者心态逐渐放松，消费力会出现反弹，投资者信心也会增强。
- 名酒企业有条不紊推进工作，白酒板块不乏亮点。**市场对于白酒板块情绪悲观，我们总结后认为主要因以下几个原因：名酒提价不及预期（飞天茅台终端价未涨、国窖打款价短期下调、五粮液暂未提价等）、名酒终端需求下滑、渠道库存高企、24年宴席场景增长空间有限。针对以上问题，我们逐一进行分析。对于提价问题，飞天终端价虽未涨，但出厂价提升已实质性提升厂家利润；国窖暂时下调打款价，实际上并未损害厂家利润，反而促进春节前打款，当前国窖部分地区回款进度达到30%+，超过市场预期；我们判断五粮液可能于春节旺季后提价。对于名酒需求问题，我们认为在当前集中回款时间点，经销商现金流紧张的情况下，市场并未出现大规模低价甩货，足以证明白酒市场需求较为坚挺。对于库存问题，我们预计渠道库存压力最大的时刻已经过去，春节宴席、送礼需求集中释放后渠道库存将进一步下降；五粮液等厂家控量挺价政策也有利于降库存。此外，24年春节时间较23年延后，且无疫情干扰，预计经销商备货时间更充裕，酒厂回款情况优于去年同期。对于消费场景，我们认为“寡妇年”对婚宴举办时间影响较小，且部分地区23H1宴席场次恢复较慢，因此明年宴席仍有上升空间；且伴随企业储备的白酒逐渐消耗，预计24年企业团购也将有所恢复。此外，名酒企例如泸州老窖、珍酒李渡均对2024年提出较高销售目标，体现企业发展信心；酒鬼酒也提出实现恢复性增长的目标，可见其基本面稳中向好。

投资建议与投资标的

我们推荐关注基本面稳健、品牌力强大的高端酒企贵州茅台(600519, 买入)、泸州老窖(000568, 买入)，动销良好、渠道库存良性的次高端酒企山西汾酒(600809, 买入)。

风险提示

经济复苏不及预期、消费场景恢复不及预期、库存去化不及预期、食品安全风险。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

食品饮料行业

报告发布日期

2024年01月12日



证券分析师

叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

蔡琪

021-63325888*6079

caiqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519080001

联系人

姚晔

yaoye@orientsec.com.cn

相关报告

白酒产量边际向好，啤酒成本压力减轻 2023-11-24

复苏伊始，稳中求胜：——食品饮料行业 2023-11-21

2024年度投资策略

目 录

一、市场过度悲观，静待心态恢复	4
1.1 宏观出现利空因素，投资者情绪低落	4
1.2 政策积极出台效果逐步显现，时间推移负面情绪将减弱	5
二、名酒企有条不紊推进工作，白酒板块不乏亮点	7
三、投资建议	10
四、风险提示	10

图表目录

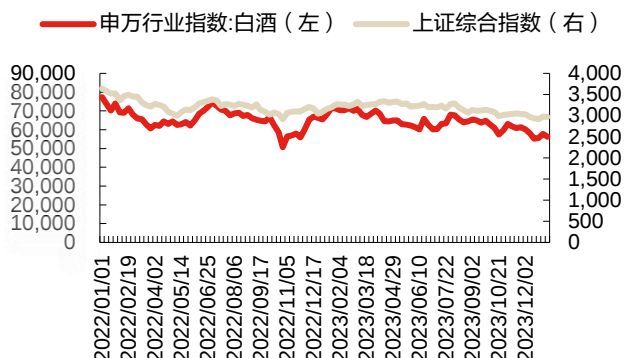
图 1：申万白酒指数、上证综指.....	4
图 2：白酒指数成分股成交量	4
图 3：我国 CPI、PPI 当月同比增速	4
图 4：我国制造业 PMI、财新 PMI	4
图 5：当年原装飞天茅台价格	5
图 6：LV 集团收入及同比增速	5
图 7：M1、M2 当月同比增速（%）	6
图 8：M2-M1 当月增速剪刀差（%）	6
图 9：30 大中城市中一线城市商品房成交面积同比增速	7
图 10：我国社零总额当月同比增速	7
图 11：国窖 1573 批发价	8
图 12：华致酒行单季度销售毛利率	8
图 13：青花 20 批发价	9
图 14：珍 15 批发价	9
图 15：2023 年白酒饮用场景分布	10
图 16：我国结婚登记对数	10
 表 1：我国出台多项宏观经济相关政策	 6

一、市场过度悲观，静待心态恢复

23Q4 以来，上证综指、白酒指数整体走弱，截至 24 年 1 月 3 日，申万白酒指数较 23 年 9 月 30 日下滑 11%；11 月至 12 月上旬，白酒指数（866015.WI）成分股日成交量不足 1 亿股，显示投资者信心不足。此篇报告对白酒板块下行原因进行梳理、分析，并提出行业更新观点。我们认为白酒板块下行主要因宏观层面的利空因素以及白酒行业自身负面事件的发生。宏观利空因素主要包括 CPI 等宏观经济数据不及预期、居民消费力下滑、穆迪下调我国信用主权评级、出生人口下滑等；行业利空事件主要包括茅台提价传导情况不及预期、主流品牌价跌、库存高企等。

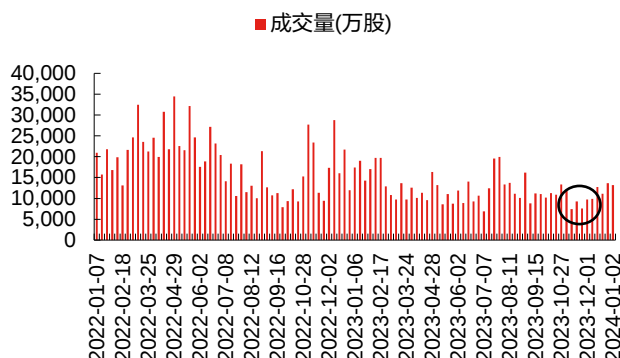
宏观层面，一方面，我国经济利好政策频出，但目前看对于股市的提振效果一般，可能因市场在多方位利空消息打击下出现一定恐慌心态，对于政策实施成效的信心不足。我们认为近期出台的宏观政策对实体经济回暖存在实质性的帮助，过程虽慢但效果逐渐显现。另一方面，消费者对于资产、工资贬值及收入预期降低的负面情绪随着时间推移将逐步减弱，居民消费力也会逐步反弹，进一步推动经济回暖。

图 1：申万白酒指数、上证综指



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：白酒指数成分股成交量



数据来源：Wind、东方证券研究所（指数代码：866015.WI）

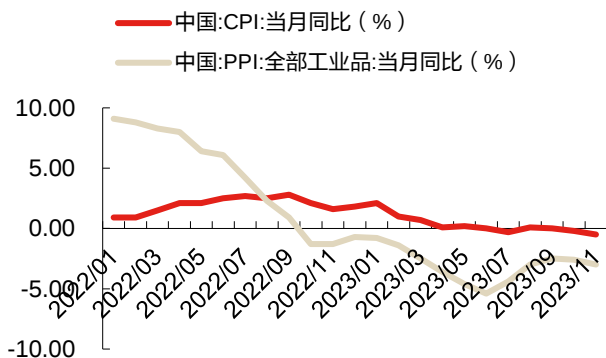
1.1 宏观出现利空因素，投资者情绪低落

● 10-11 月经济数据不及预期

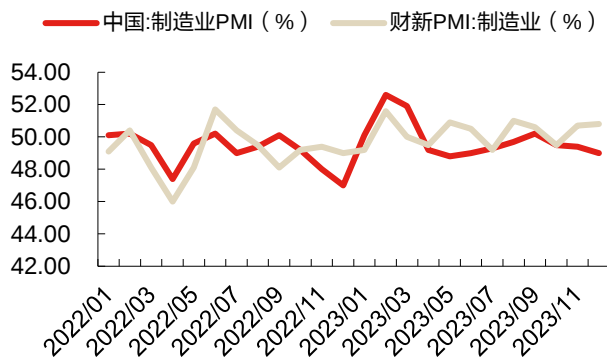
23Q4，我国部分宏观经济数据不及预期。10-11 月，我国 CPI、PPI 当月同比跌幅扩大；11 月，当月 CPI 同比降低 0.5%，当月 PPI（全部工业品）同比下滑 3%，显示我国经济仍然存在下行压力。

图 3：我国 CPI、PPI 当月同比增速

图 4：我国制造业 PMI、财新 PMI



数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、同花顺 iFind、东方证券研究所

● 居民消费力降低

资产贬值、收入预期降低导致居民购买力下移，部分居民选择购买性价比更高的产品进行平价替代，或减少购物频次。

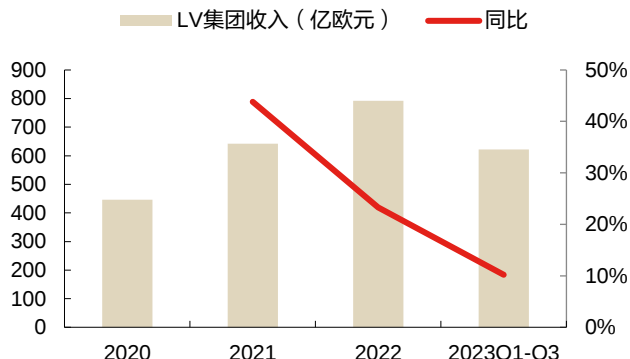
高价产品也未能幸免，例如当前原装飞天茅台价格相较去年同期降低近 10%，LV 集团 23Q3 收入同比增速下滑至 1%，意味着消费者对于部分高价产品的需求有所下滑。

图 5：当年原装飞天茅台价格

图 6：LV 集团收入及同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：齐鲁壹点、市界观察、东方证券研究所

● 穆迪下调我国信用主权评级

23 年 12 月，穆迪将中国主权信用评级展望从“稳定”下调至“负面”，是 2017 年 5 月以来穆迪首次下调中国主权信用评级展望。

● 出生人口下滑，人口增长的逻辑或不成立

我国出生人口逐年下降，2022 年出生人口为 956 万人，同比下滑 10%。前期出于对 24 年龙宝宝诞生、“寡妇年”影响结婚前移至 23 年的乐观预测，市场对于 24 年出生人口增长抱有较大期望；但根据民政局公布的数据，23 年前三季度结婚登记对数仅同比增长 5%，低于市场预期。市场出现对出生人口持续下滑、消费总量萎缩的担忧心态。

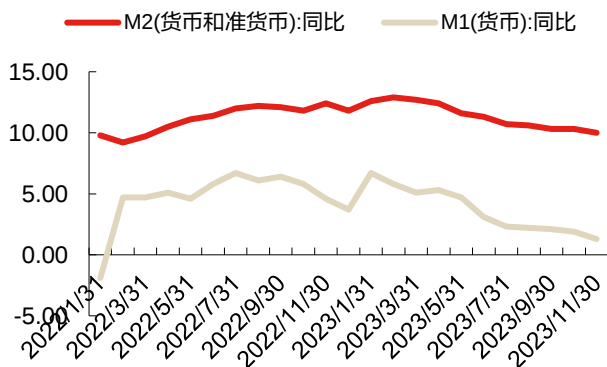
1.2 政策积极出台效果逐步显现，时间推移负面情绪将减弱

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

我国相关部门积极出台多项重磅政策以促进经济回暖。货币政策端，年内央行两次降准；财政政策端，中央财政于 Q4 增发 1 万亿国债；房地产政策也在 12 月进一步优化，主要涉及拓宽普宅认定范围、降首付比例、降贷款利率等。

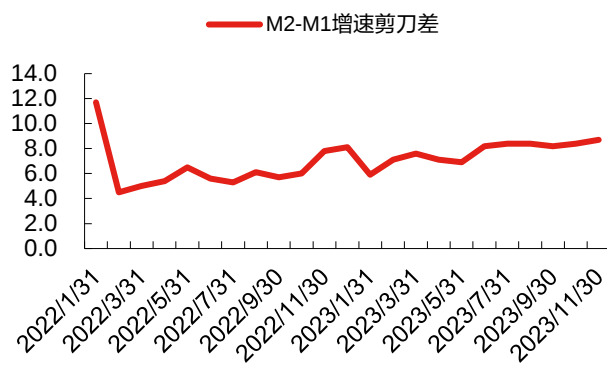
较宽松的货币政策对流动性充裕起到作用，2023 年以来 M2 当月增速维持在 10% 及以上；但由于投资、消费疲软，23 年 9 月以来 M2-M1 剪刀差持续扩大，资金空转问题凸显。

图 7：M1、M2 当月同比增速（%）



数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

图 8：M2-M1 当月增速剪刀差（%）



数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

12 月 28 日举行的央行货币政策委员会四季度例会提出，要加大已出台货币政策实施力度，保持流动性合理充裕，强调了“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，表明央行对于资金空转问题高度重视，该问题有望得到解决。

表 1：我国出台多项宏观经济相关政策

时间	政策表述
3 月 27 日	央行下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点
5 月 16 日	央行行长易纲发表署名文章表示，将加强货币政策逆周期调节
6 月 13 日	央行下调公开市场操作（OMO）七天期逆回购利率 10 个基点；晚间，央行将隔夜、7 天期、1 个月常备借贷便利（SLF）利率均下调 10 个基点。
6 月 16 日	发改委:正抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策，持续改善消费环境，释放服务消费潜力
6 月 29 日	国务院常务会议审议通过《关于促进家居消费的若干措施》
7 月 6 日	经济形势专家座谈会，要注重打好政策的“组合拳”，围绕稳增长、稳就业、防风险等，及时出台、抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施。
7 月 21 日	国常会部署持续扩大有效需求的政策举措，增强经济恢复发展拉动力等，审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》
7 月 24 日	中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作，强调将加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转。
7 月 27 日	住建部表示，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。
8 月 2 日	个体工商户个人所得税优惠，小规模纳税人、小型微利企业和个体工商户减征“六税两费”，重点群体创业就业税收优惠，自主就业退役士兵创业就业税收优惠等 4 项阶段性政策在优化完善并加大支持力度的基础上，统一延续实施至 2027 年底。
8 月 25 日	推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施，将其纳入“一城一策”工具箱。
8 月 31 日	降低存量首套房贷利率，首套和二套最低首付比政策下限统一为不低于 20%和

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

30%，这意味着热点限购城市二套房首付比下调 10%-40%；二套房贷款利率政策下限由不低于 LPR 加 60BP 调整为不低于 LPR 加 20BP，大幅下调 40BP。

9 月 15 日 央行下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点

10 月 24 日 中央财政将于四季度增发 2023 年国债 10000 亿元。

12 月 14 日 优化调整房地产政策,主要涉及普宅认定、降首付比例、降贷款利率等。

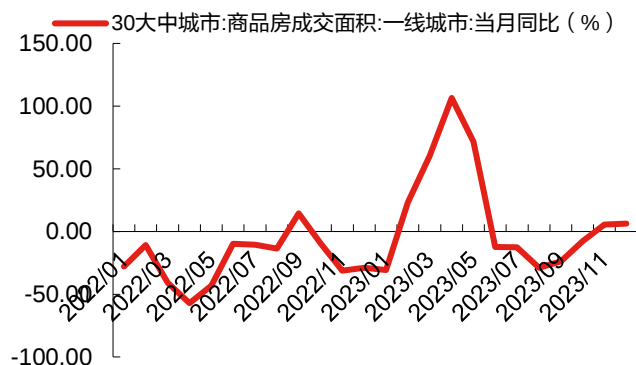
央行货币政策委员会四季度例会认为，要加大已出台货币政策实施力度。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。

数据来源：央行、新华网、人民网、中国政府网、光明网、天天基金、国家税务总局、中国日报网、每日经济新闻、新京报、界面新闻、东方证券研究所

实体经济端，新政推出对于促进房地产交易、促进消费已出现一定成效。2023 年 11、12 月，30 大中城市中一线城市商品房成交面积同比正增长，且增幅持续扩大，12 月成交面积同比增长 6.4%。消费端，我国社零总额当月同比增速增幅逐月扩大，2023 年 10、11 月分别同比增长 7.6%、10.1%，显示我国居民消费力有所恢复。

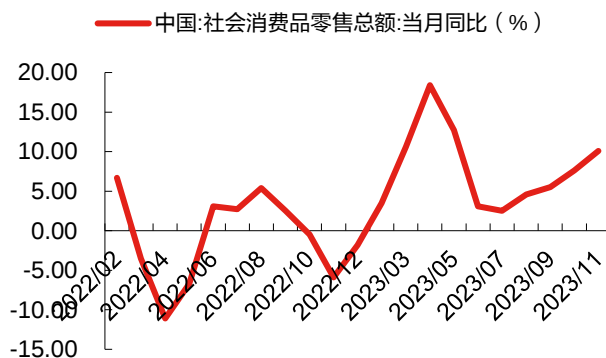
2023 年 12 月的财新中国服务业经营活动指数继续攀升，当月 PMI 为 52.9，较上月上升 1.4pct，显示服务业景气度持续修复。

图 9：30 大中城市中一线城市商品房成交面积同比增速



数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

图 10：我国社零总额当月同比增速



数据来源：同花顺 iFind、东方证券研究所

我们判断消费者、投资者一时的恐慌、悲观情绪主要因负面事件集中发生、经济持续筑底；随着时间推移，消费者、投资者心态逐渐放松，消费力会出现反弹，投资者信心也会增强。

二、名酒企有条不紊推进工作，白酒板块不乏亮点

市场对于白酒板块情绪悲观，我们总结后认为主要因以下几个原因：名酒提价不及预期（飞天茅台终端价未涨、国窖打款价短期下调等）、名酒终端需求下滑、渠道库存高企、24 年宴席场景增长空间有限。针对以上问题，我们逐一进行分析。对于提价问题，飞天终端价虽未涨，但出厂价提升已实质性提升厂家利润；国窖暂时下调打款价，实际上并未损害厂家利润，反而促进春节前打款，当前国窖部分地区回款进度达到 30%+，超过市场预期；我们判断五粮液可能于春节旺季后提价。对于名酒需求问题，我们认为在当前集中回款时间点，经销商现金流紧张的情况下，市场并未出现大规模低价甩货，足以证明白酒市场需求较为坚挺。对于库存问题，我们预计渠道库存压力最大的时刻已经过去，春节宴席、送礼需求集中释放后渠道库存将进一步下降；五粮液等厂家控量挺价政策也有利于降库存。对于消费场景，我们认为“寡妇年”对婚宴举办时间影响较小，明年宴席仍有上升空间；且部分地区 23H1 宴席场次恢复较慢，因此明年宴席仍有上升空间；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

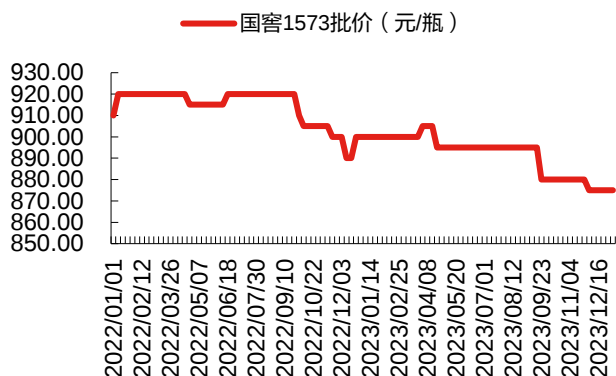
且伴随企业储备的白酒逐渐消耗，预计 24 年企业团购也将有所恢复。此外，名酒企例如泸州老窖、珍酒李渡均对 2024 年提出较高销售目标，体现企业发展信心；酒鬼酒也提出实现恢复性增长的目标，可见其基本面稳中向好。

● 名酒提价不及预期，但国窖 1573 回款进度超预期

10 月 31 日，贵州茅台公告自 11 月 1 日起上调 53%vol 贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，平均上调幅度约 20%。此消息一出，市场对于名酒价格有了更多期待，期待主要在于两方面：一则茅台出厂价提升能够顺利传导至终端，二则茅台提价能够引领千元价格带涨价潮，带领普五、国窖一同提价。

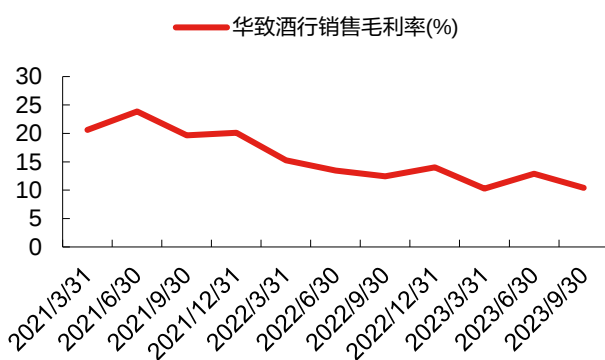
目前来看，两个期待均未达市场预期。飞天茅台终端价未能顺利提升；根据证券时报，深圳、上海多个经销商门店的飞天茅台市场价格均没有出现大幅波动，终端市场对涨价反应平平，没有出现“囤货潮”。泸州老窖在 12 月中旬对国窖 1573 回款价暂时下调 50 元/瓶。五粮液在价格倒挂压力下也暂未提出涨价。名酒价格压力也体现在经销商利润率下滑，例如华致酒行 23Q3 毛利率为 10.4%，同比下滑 2.0pct。

图 11：国窖 1573 批发价



数据来源：Wind、今日酒价、东方证券研究所

图 12：华致酒行单季度销售毛利率



数据来源：Wind、东方证券研究所

我们认为名酒价格并不完全反映名酒企销售情况。

一方面，飞天茅台终端价虽未涨，但出厂价上涨实质性地帮助贵州茅台回收部分渠道利润、提升企业盈利；飞天能够顺利提升出厂价也代表公司面向渠道话语权较强。

另一方面，泸州老窖短期下调国窖 1573 打款价本质上将给予经销商的费用前置化，对于泸州老窖的盈利没有影响；而经销商今年经历库存积压，当前正值春节大量备货时间段，现金流紧张，回款价下调大幅缓解经销商资金压力，有助于加速经销商回款进度。根据投资者网，泸州老窖目前多区域回款进度超 30%，超过市场预期，我们预计老窖开门红 45% 的回款目标能够顺利完成。

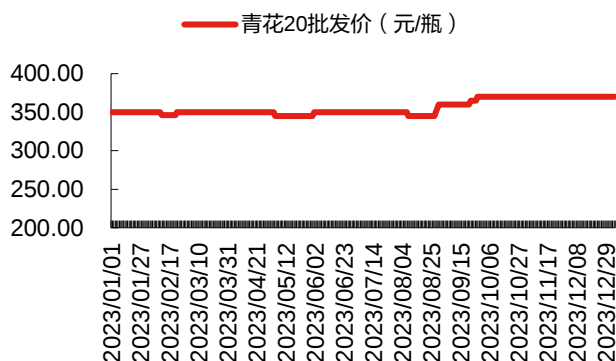
五粮液也在 1218 经销商大会上释放提价信号，提到“将择机适度调整第八代五粮液的出厂价，同时适当缩减投放量”。近期五粮液与经销商签订的来年合同计划内减量 20%。我们判断五粮液将在 2024 年初采取缩量挺价策略，确保产品价格带处于第一梯队；公司释放提价信号也有利于加速经销商春节回款。当前由于普五经销商普遍面临价格倒挂的问题，我们判断公司可能将于春节旺季后再行提价。

综合，我们认为第一梯队名酒企正在有序推进春节前经销商打款、发货，目前时间点，春节旺季渠道打款优先性高于提价，五粮液、泸州老窖此时不提价并不代表基本面恶化。

● 名酒需求：需求仍较为坚挺，市场过于悲观

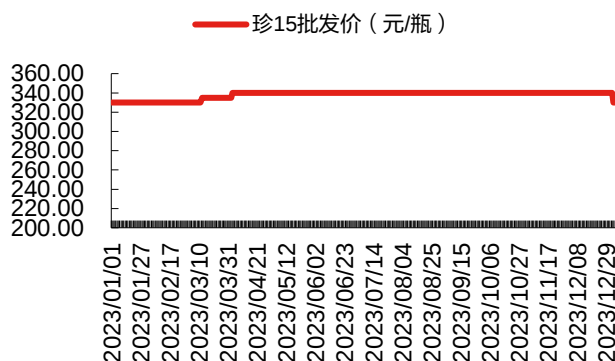
此外，当前为经销商集中打款备货时间点，考虑到经销商资金较紧张，面对酒厂回款压力，可能低价出货回收资金用于打款。从名酒批价来看，虽茅五泸等核心产品批价未出现明显上涨，但也未出现大规模下滑，说明渠道没有出现大规模甩货现象；次高端青花 20、珍 15 等产品批价也较稳定，我们判断当前名酒需求仍然较为坚挺。

图 13：青花 20 批发价



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 14：珍 15 批发价



数据来源：Wind、东方证券研究所

● 市场担忧名酒库存高企，我们预计渠道库存压力最大的时期已过去

不久前，中国酒类流通协会官方微信通知，因经销商及代理商积压库存过多，原计划于 12 月 11 至 13 日举办的 2023 杭州国际酒业博览会延期，将与 2024 北京国际酒业博览会合并。此通知反映了酒业渠道库存高企的现象，也使得市场对于白酒产业愈发悲观。

我们预计白酒渠道库存压力最大的时刻已经过去，春节旺销后渠道库存将进一步下降。一方面，12 月初渠道库存高企主要因经销商对中秋国庆存在乐观销售预期，导致囤货较多，但双节白酒动销较差，导致库存进一步累积。我们认为双节销售遇冷主要因消费者购买力下降导致的消费降级、消费频次降低，以及部分送礼需求被推迟至春节；我们看好春节白酒送礼及宴席需求集中释放。另一方面，以五粮液为代表的厂家提出了开门红期间控量挺价的策略，这有利于降低渠道库存压力、涨价预期也有助于终端动销。最后，正如上文所述，在当前经销商集中回款、且现金流紧张背景下，市场上并未出现大规模低价甩货现象，说明经销商库存压力尚不算大。

备货时间充裕，回款情况预计好于去年同期。2022 年 12 月初，我国疫情封控政策全面放开，随后新冠疫情感染人数出现一波高峰；居民感染恢复后一个月内无法饮酒，对春节白酒动销产生负面影响。此外，23 年春节大年初一日期为 1 月 22 日，封控政策放开与春节间隔日期较短导致经销商备货时间不充裕。24 年春节时间延后，经销商备货时间充裕，预计厂家回款情况好于去年同期。

● 市场担忧 24 年宴席消费场景同比大幅下滑，我们认为对于宴席可以更乐观，企业团购场景也存在恢复空间

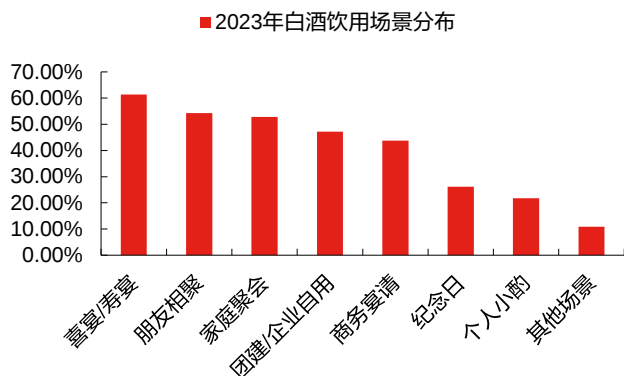
因解除社交距离限制后宴席需求回补、寡妇年婚宴前移等因素，2023 年白酒宴席场景复苏较快；市场担忧 2024 年宴席市场（尤其是婚宴）需求已提前透支，同时企业团购等场景仍显疲软，2024 年白酒消费需求同比减少。

根据艾媒咨询，2023 年白酒饮用场景中，喜宴/寿宴占比最高，其次是朋友、家庭聚会。根据民政局，2023 年前三季度我国结婚登记对数为 569 万对，同比增长 5%，增幅有限；因此我们可以

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

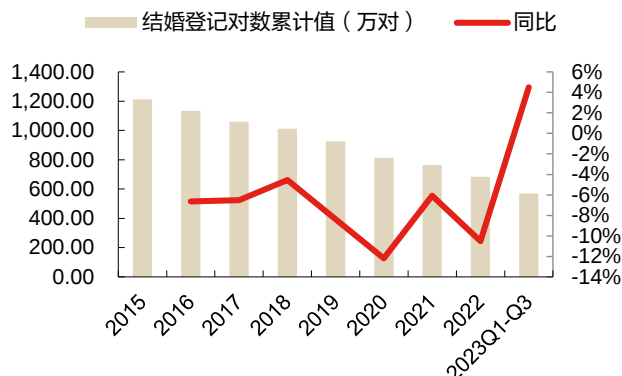
判断“寡妇年”等迷信思想并未对居民结婚年份产生较大影响，2024 年喜宴举办场次仍有可能保持在较高水平。

图 15：2023 年白酒饮用场景分布



数据来源：艾媒咨询、东方证券研究所

图 16：我国结婚登记对数



数据来源：Wind、民政局、东方证券研究所

企业团购场景存在恢复空间。从舍得酒业核心产品的销售增速也可见 2023 年白酒消费场景恢复情况。主要面向宴席场景的舍之道、沱牌 T68 销售额展现较快增速，而主要面向企业团购的品味舍得增速趋缓。在经济疲软的背景下，企业一般以消耗储备的白酒库存为主，外部团购相应减少；但经历 2023 年库存消耗，我们预计企业储备的白酒难以支撑 2024 年用酒需求，因此 2024 年企业团购场景存在恢复空间。

● 名酒企制定高目标，体现发展信心

多家名酒企对于 2024 财年制定了较高的业绩目标，例如泸州老窖在经销商大会上提出 24 年国窖 1573 销售口径收入增速目标为 25%，珍酒李渡高档酒事业部收入目标相比 23 年翻番不止。此外，今年以去库挺价、费用改革为核心工作的酒鬼酒也提出了 24 年实现恢复性增长的目标。总体来看，名酒企基本面稳中向好，发展信心比较充足。

我们认为白酒赛道整体发展情况优于市场预期，恐慌情绪下的板块回调创造了良好买入条件，建议此时可积极把握白酒反弹机会。

三、投资建议

我们推荐关注基本面稳健、品牌力强大的高端酒企贵州茅台(600519，买入)、泸州老窖(000568，买入)，动销良好、渠道库存良性的次高端酒企山西汾酒(600809，买入)。

四、风险提示

- **经济复苏不及预期风险。**如果宏观政策的推出对于经济复苏效果不及预期，可能对消费者购买力的修复造成负面影响，从而影响白酒终端动销。
- **消费场景恢复不及预期风险。**如果 24 年宴席场景场次或者白酒消费金额不及预期，或企业团购场景未能如期恢复，可能对白酒企业收入、利润、估值产生不利影响。
- **渠道库存去化不及预期风险。**如果 24 年春节动销不及预期，渠道库存或维持在高位，可能对酒企收入、估值产生不利影响。

- **食品安全风险。**如果白酒行业发生食品安全黑天鹅事件可能会影响上市公司收入业绩。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。