

沱牌舍得 (600702)

民营活力与次高端行情共振，沱牌舍得跨越式发展

公司简介

四川沱牌舍得酒业股份有限公司主要业务为白酒产品的生产和销售。主要产品有酱香型产品：天子呼、吞之乎等，浓香型产品：舍得系列酒和沱牌系列酒（沱牌天曲、特曲、优曲，沱牌大曲）。公司历史悠久，是全国首批 100 户现代企业制度试点企业，1996 年上交所上市。公司倡导“生态酿酒”，独创幽雅型等生态白酒新产品 133 个。公司实际控制人为周政，其通过天洋控股集团持有沱牌舍得集团股份，天洋控股集团为多元化业务民营集团公司，公司在外股权较为分散，大股东对公司控制力强。

次高端白酒集中度提高，高端白酒品类优势明显，中低端竞争激烈

行业负面冲击消化结束，行业重新返回上升周期。上市白酒企业基本同步行业速度，2015 年开始业绩重返上升通道。行业回暖一方面是行业对打击三公消费负面冲击超跌反应的回调。但更本质的是消费基础的轮换。基本动力包括：一般性消费升级（线性）。基建和固定投资的拉动（周期）。集中度提升（核心）。赛道清理干净，300 元以上参与者大幅减少。300 以上的品类普遍增速较优，16 年平均增速在 21%，300 元以下的品类只有 5%。

品牌市值比高，通过聚焦单品，结构优化来变现

次高端价值支撑内核——品牌价值高。公司沱牌和舍得双名牌，多年来获奖不断。历史积淀丰厚，诗酒故乡，射阳自古出美酒。沱牌舍得从 50 多家主力产品在 300 元以上酒企缩小到 8 家的过程中存活下来。这说明一个很本质的问题：各大机构发布的品牌价值不能直接横向比较，但是主力产品价格带是品牌机制横向比较的重要依据之一。主力产品在 300 元以上的白酒公司中，沱牌舍得的市值最低。品牌市值比高，公司性价比高。

体质活力挖掘成本费用金矿，基酒储备资产和弹性

定增推进，控制人股权提升，利益一致性提高。内部整合接近完成，业务线职业经理人接棒上场。费用率高于同行，业绩释放储备。公司期间费用方面就有相当于销售收入 9 个百分点的空间，对应 20 亿收入就是 1.8 个亿的税前利润，是公司去年净利润的 2.25 倍。基酒储量在 10 万吨以上的仅有茅台和沱牌舍得。其中沱牌舍得中高端产品营收占比为 85%，在同业中仅次于茅台和水井坊。基酒是白酒公司重要的资产，同时也是白酒公司销售收入快速增长的重要保障和来源。

投资建议：

公司 17、18 年营业收入达到 21.93、25.88 亿元。毛利率分别上升至 69%、71%，净利率分别为 15%、17%。对应净利润 3.02、4.42 亿元。基于主业聚焦、结构优化带来的收入增长以及利润率释放的弹性，给予公司 18 年 30 倍市盈率。18 个月目标市值 131.7 亿元，目标价 39 元，46%空间，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长减速风险，战略实施不达预期风险

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	26.71 元
目标价格	39 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	337.30
流通 A 股股本(百万股)	337.30
A 股总市值(百万元)	9,009.28
流通 A 股市值(百万元)	9,009.28
每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	41.23
一年内最高/最低(元)	29.59/20.58

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

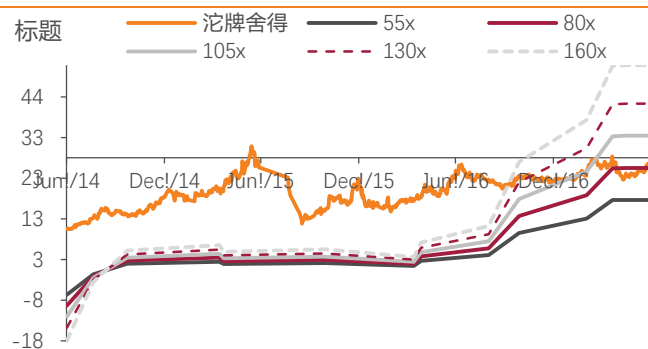
相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,156.14	1,461.58	2,192.37	2,587.00	2,975.05
增长率(%)	(19.99)	26.42	50.00	18.00	15.00
EBITDA(百万元)	116.83	251.06	766.71	900.38	1,049.86
净利润(百万元)	7.13	80.20	302.30	442.42	530.82
增长率(%)	(46.76)	1,025.11	276.94	46.35	19.98
EPS(元/股)	0.02	0.24	0.90	1.31	1.57
市盈率(P/E)	1,263.91	112.34	29.80	20.36	16.97
市净率(P/B)	4.01	3.87	3.61	3.26	2.91
市销率(P/S)	7.79	6.16	4.11	3.48	3.03
EV/EBITDA	69.14	31.17	12.30	10.44	8.66

资料来源：wind，天风证券研究所

PE-Band（公司报告必备）

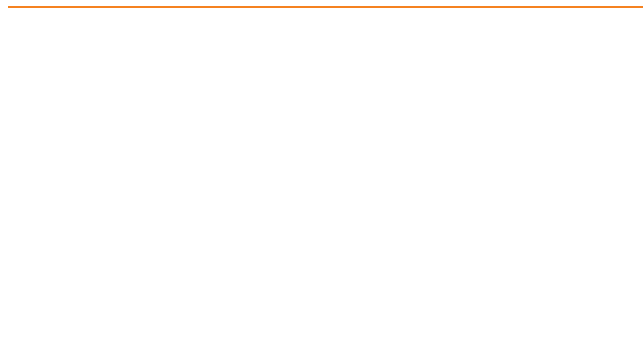
沱牌舍得历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band（公司报告必备）

沱牌舍得历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 历史悠久全国性酒企	4
1.2. 生态沱牌，获奖名酒	5
1.3. 民营控制人背景	5
1.4. 经营概况	6
1.5. 定增情况	7
2. 白酒行业分析	8
2.1. 行业处于恢复性上升通道	8
2.2. 行业回暖核心在于消费基础的轮换	10
2.3. 次高端白酒集中度提高	10
2.3.1. 高端白酒品类优势明显，中低端竞争激烈	10
2.3.2. 赛道清理干净，300 元以上参与者大幅减少	11
2.4. 同级别酒企的毛利水平，费用水平	11
2.4.1. 龙头优势显著	11
2.4.2. 30 亿收入以内白酒企业，民营业绩更加靓丽。	12
3. 公司竞争优势	13
3.1. 品牌力强—次高端价值支撑内核	13
3.2. 产品性价比高	13
3.3. 民营机制具有持续活力	14
3.4. 基酒储备，资产和弹性	15
4. 增长看点	15
4.1.1. 剥离低增长非主营业务，聚焦资源发展主业	16
4.1.2. 收入结构不断优化，增速受益次高端快车道	16
4.1.3. 费用率高于同行，业绩释放储备	16
4.1.4. 营销模式转变，渠道扁平化	16

5. 投资建议.....	17
6. 风险提示.....	17

图表目录

图 1：舍得系列酒.....	4
图 2：沱牌系列酒.....	4
图 3：吞之乎（酱香）.....	4
图 4：天子呼（酱香）.....	4
图 5：生态酿酒园 1.....	5
图 6：生态酿酒园 2.....	5
图 7：天洋系控股公司及产业分布.....	5
图 8：公司股权构成.....	6
图 9：12-17Q1 年营业收入及增速.....	6
图 10：12—17Q1 净利润及增速.....	6
图 11：12—17Q1 年毛利率变化及增速.....	6
图 12：12-17Q1 期间费用率变化（%）.....	7
图 13：增发前股权结构.....	7
图 14：增发完成后股权结构.....	7
图 15：全国白酒行业营业收入、利润总额（单位：人民币）.....	9
图 16：全国白酒行业产量（吨）.....	9
图 17：上市白酒企业营收及增速（单位：亿人民币）.....	9
图 18：上市白酒企业利润总额及增速（单位：亿人民币）.....	9
图 19：主打酒价位及销售增速.....	10
图 20：30 亿以内收入规模白酒上市公司平均毛利率、净利率（2016 年）.....	14
图 21：30 亿以内收入规模民营白酒上市公司期间费用率（2016 年）.....	15
 表 1：定增募投项目及金额.....	 8
表 2：体验店布局规划.....	8
表 3：2016 年白酒上市企业毛利、费用水平.....	12
表 4：30 亿以内收入规模白酒上市企业毛利、费用水平(2016 年).....	12
表 5：主要获奖历史.....	13
表 6：沱牌酒诗.....	13
表 7：主力产品价格带 300 以上公司市值，营收，产品结构（2016 年）.....	14
表 8：高端、次高端品牌产量、产品结构（2016 年）.....	15
表 9：30 亿以内收入规模白酒上市平均毛利、费用水平（2016 年）.....	16

1. 公司简介

四川沱牌舍得酒业股份有限公司，位于素有“观音故里，诗酒之乡”美称的四川省遂宁市射洪县沱牌镇。公司的主要业务为白酒产品的生产和销售。主要产品有酱香型产品：天子呼、吞之乎等，浓香型产品：舍得系列酒和沱牌系列酒（沱牌天曲、特曲、优曲，沱牌大曲，沱牌柳浪春，沱牌陶醉）。

1.1. 历史悠久全国性酒企

公司历史悠久，获奖颇丰。是全国首批 100 户现代企业制度试点企业，1996 年上交所上市。公司在全国首开“生态酿酒”先河，建有全国首座酿酒工业生态园，以“生态循环、绿色环保”著称于中国白酒行业。公司被评为“全国文明单位”、“全国环保先进单位”和首批“四川省工业生态园”，被授予全国“五一劳动奖”，获“中国食品文化遗产”、“国家级非物质文化遗产”、“中国质量鼎”、“中国用户满意鼎”、“全国质量奖”等称号。

全国性酒企。现今具备沱牌系列酒 20 万吨（包括窖藏基酒）的生产能力。公司形成了高、中、低档兼有，高、中、低度结合的产品结构新格局，销售网点遍布全国并正努力开拓国际市场。公司目前产品销售采用经销商代理为主，电商和团购等直销渠道相结合的模式。目前在核心市场共设立 6 个营销大区，覆盖 33 个重点城市，拥有 500 余家经销商、2 万余个终端店。

图 1：舍得系列酒



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 2：沱牌系列酒



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 3：吞之乎（酱香）



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 4：天子呼（酱香）



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 5：生态酿酒园 1



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 6：生态酿酒园 2



资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.2. 生态沱牌，获奖名酒

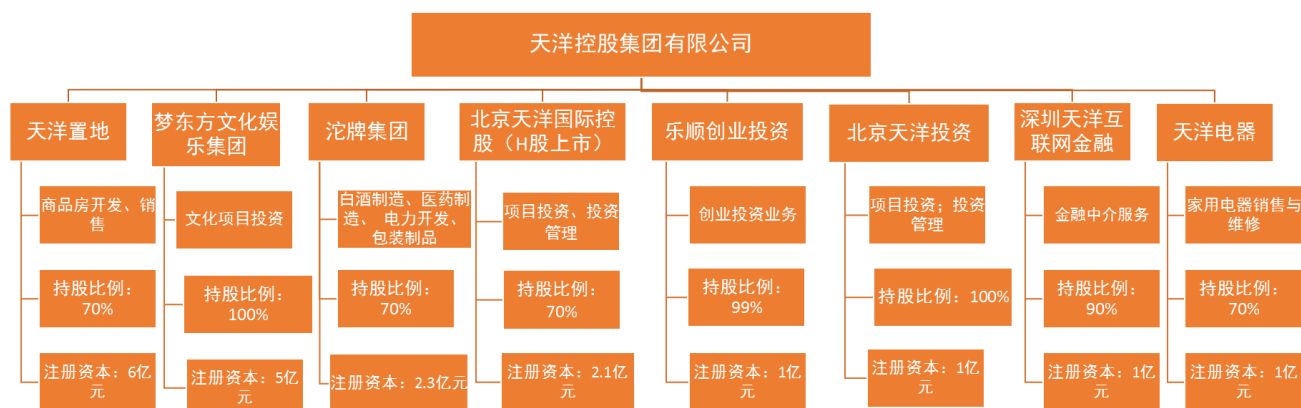
公司创建了中国第一座生态酿酒工业园，率先倡导“生态酿酒”，以生态制曲、生态酿造、生态窖藏为手段，以优质生态原料酿造生态健康的产品。公司旗下核心品牌“沱牌”、“舍得”均为“中国驰名商标”，“吞之乎”品牌的高端酒曾获比利时布鲁塞尔国际烈性酒大赛最高奖——大金奖第一名。从“唐代春酒”到“明代谢酒”，再到“清代沱酒”，沱牌曲酒、舍得酒一脉相承，至今已有 1,300 多年酿酒历史。

公司酿酒技术实力雄厚。公司建立了行业首家国家龙头企业技术创新中心，拥有 2 名酿酒大师、生态酿酒专家，高级技师 45 名、国家评委 7 名、四川省评委 36 名等在内的专业技术团队，自主研发项目 140 余项，承担国家、省（部）级项目 30 余项，拥有酿酒发明专利 45 项，专有技术 8 项，自主创新成果 100 余项，独创幽雅型等生态白酒新产品 133 个。

1.3. 民营控制人背景

天洋控股集团有限公司（下文简称：天洋集团）创立于 1993 年，在秦皇岛从音响、电器零售业起步，2000 年后进军商业和地产开发行业。目前已发展成为横跨文化产业、科技产业、白酒、金融投资和地产、电器的大型控股集团。

图 7：天洋系控股公司及产业分布

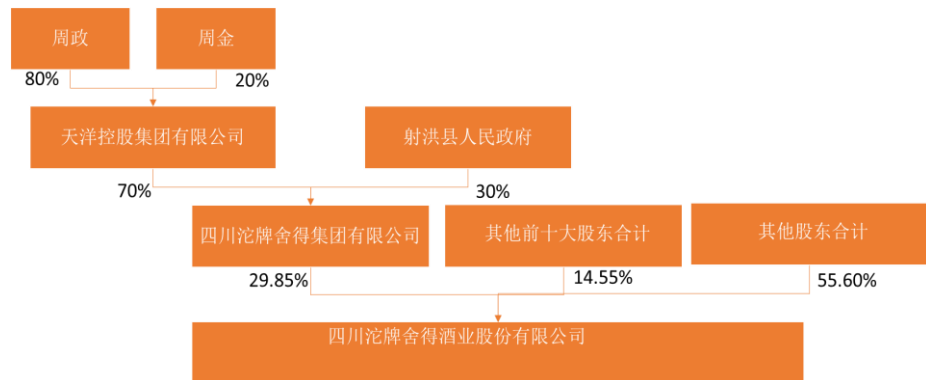


资料来源：公司公告，天风证券研究所

实际控制人股权控制力强。公司实际控制人为周政，旗下天洋控股集团于 2016 年 6 月从射阳县政府手中购买持有沱牌舍得集团 70%股份。并通过沱牌舍得集团持有上市公司 29.85%

的股份为公司第一大股东。公司在外股权较为分散，除沱牌舍得集团外的其他前十大股东合计持股 14.55%。实际控制人对公司控制力较强。

图 8：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

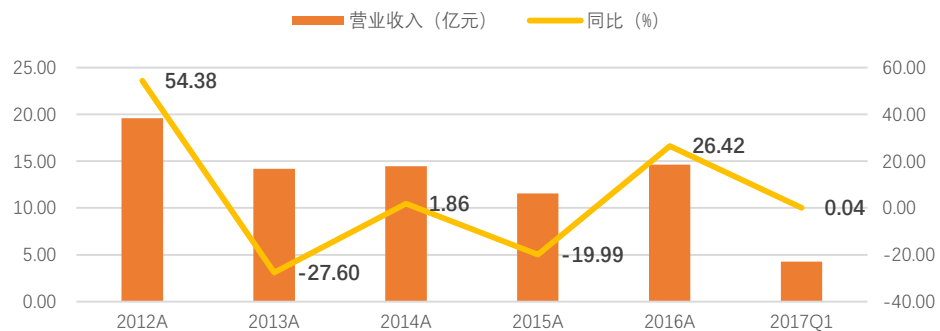
1.4. 经营概况

公司营业收入在 12 年一度达到 19.6 亿元，随着行业进入趋势向下，公司营收持续向下，直到 16 年才恢复增长。营收的恢复比行业更慢一些，这和公司产品结构，高端品种受冲击更大有关系。16 年公司营业收入 14.62 亿元，为 13 年以来最高水平。

相比公司营业收入，净利润水平则遭受了更大的冲击。12 年净利润仅 1200 万，同比下滑超 90%。主要系营业收入下降，以及为了维持收入销售费用的激增所致。接下来 13-15 年，公司步入深入调整期，公司毛利水平从 60%下降到 50%，得益费用的控制，净利润维持在千万的水平。

熬过寒冬，16 年公司营业收入上升 26%，毛利率均上涨 14 个百分点，净利润上涨 10 倍。今年 1 季度继续延续净利润高增长态势，同比增速 235%。

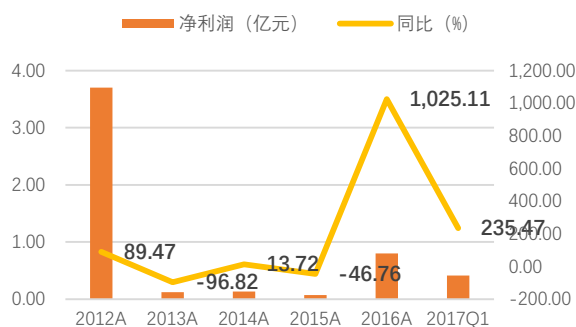
图 9：12-17Q1 年营业收入及增速



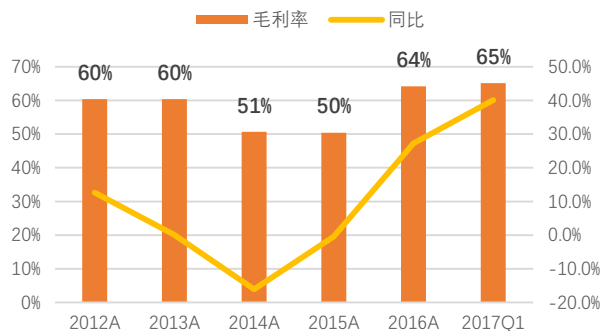
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：12—17Q1 净利润及增速

图 11：12—17Q1 年毛利率变化及增速

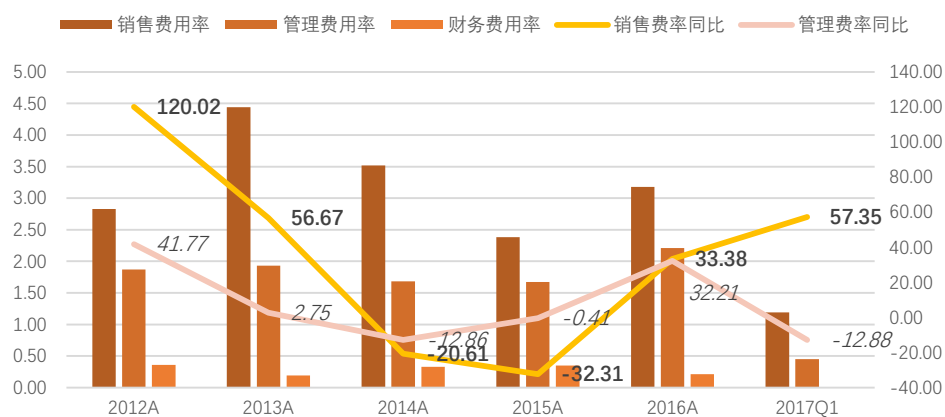


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 12-17Q1 期间费用率变化 (%)



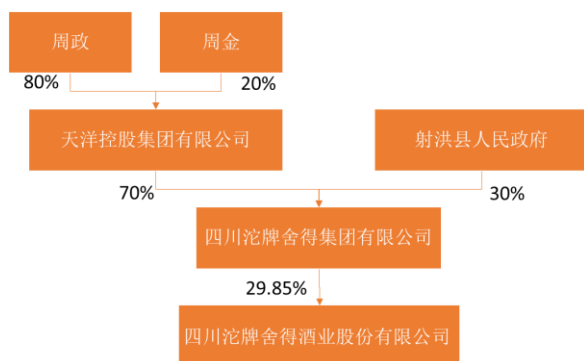
资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.5. 定增情况

1.5.1. 定增推进，控制人股权提升，利益一致性提高

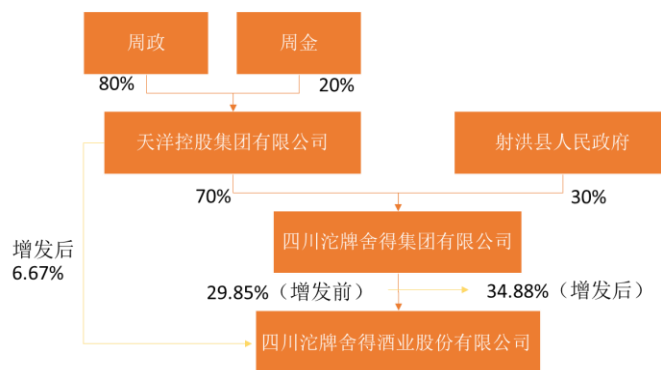
定增稳步推进，今年 3 月份调整预案公布，6 月份证监会开始受理。募集资金不超过 18.39 亿元。沱牌集团拟认购股份数量不超过 4,048 万股，认购金额不超过 11 亿元；天洋控股拟认购数量不超过 2,698 万股，认购金额不超过 7.3 亿元。增发完成后，天洋控股通过直接和间接控股沱牌舍得股权从 20.90 上升至 31.08%，投票权达到 41.54%。

图 13: 增发前股权结构



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 14: 增发完成后股权结构



增发后天洋持股=6.67%+34.88%*0.7=31.08%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

内部整合接近完成，业务线职业经理人接棒上场。今年4月份刘力不在兼任营销公司总经理，吴健出任营销公司总经理。5月份，周政不在担任公司总经理，另聘请李强先生作为公司总经理。李强历任雀巢牛奶有限公司(天津)公司天津北京地区销售经理,百威(国际)啤酒有限公司北方地区销售经理,达能-水(依云)北京有限公司北方大区经理,美国康胜啤酒饮料有限公司中国区营销总经理,南方黑芝麻集团股份有限公司执行总裁。

控股股东天洋进一步扩大对沱牌舍得持股比例，一方面彰显了实际控制人对公司未来发展的信心，和对公司的掌控能力。另一方面，将近募资金额将提高公司资本、生产和营销实力。募集资金将主要投向酿酒配套工程技改项目和营销体系建设。

表 1：定增募投项目及金额

募投项目	投资总额（亿元）	拟募投资金（亿元）
酿酒配套工程技改项目	19.94	15.50
营销体系建设项目	1.92	1.92
沱牌舍得酒文化体验中心	1.02	0.97
合计	22.88	18.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.5.2. 定增增强助力公司战略实施

生产体系投入，提高公司长期产能产量。酿酒配套工程主要包括：自动化灌装包装技改工程、供水技改工程、原粮粉碎工程、储酒库技改工程、节能改造工程、厂区环境技改工程、实验室技改工程。项目建设期4年，达产期3年。项目建成后，成品酒预计生产量为：高档酒1.7万千升/年，中档酒3.12万千升/年，低档酒0.85万千升/年。较当前4.6万升产能提高23%。

营销体系投入，高端单品战略重要组成部分。营销体系建设主要分为两个部分：1、营销信息化建设项目。主要针对解决公司营销战略不能通过统一的信息化平台进行落实和执行，不能有效地传递到一线人员的问题。搭建覆盖销售区、经销商、终端的分销体系，实现经销商和终端的要货计划、返利政策、折扣政策的信息化管理。2、舍得品牌体验店项目和公司内部酒文化体验中心项目组成。通过品牌展示、酿酒工艺展示、品牌文化传播、目标消费者接待、舍得会员俱乐部日常活动，传播公司“舍得”酒文化，提高消费者到店体验，培养核心消费人群的作用。

表 2：体验店布局规划

市场区域	第一年	第二年	第三年	三年合计
川渝	4	3	5	12
河南	2	1	2	5
山东	2	3	1	6
京津冀	2	3	2	7
合计	10	10	10	30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

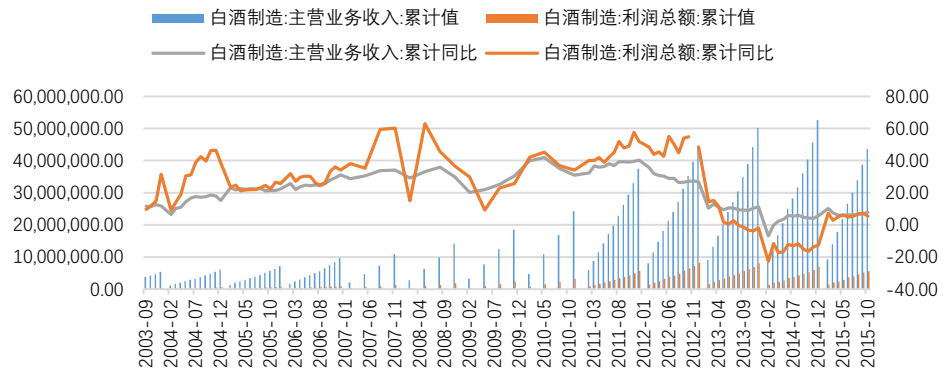
2. 白酒行业分析

2.1. 行业处于恢复性上升通道

负面冲击消化结束，行业重新返回上升周期。白酒行业，在13年经历八项规定出台之后，高端政商消费受到了极大的打击。全国白酒产量月度同比数据保持平稳，在5%上下的速度增长，没有表现出太过强烈的波动。但是行业营业收入和利润总额不断向下。行业利润总额增长率在13年开始负增长。行业的低迷期持续到了15年，利润才恢复正的增长。

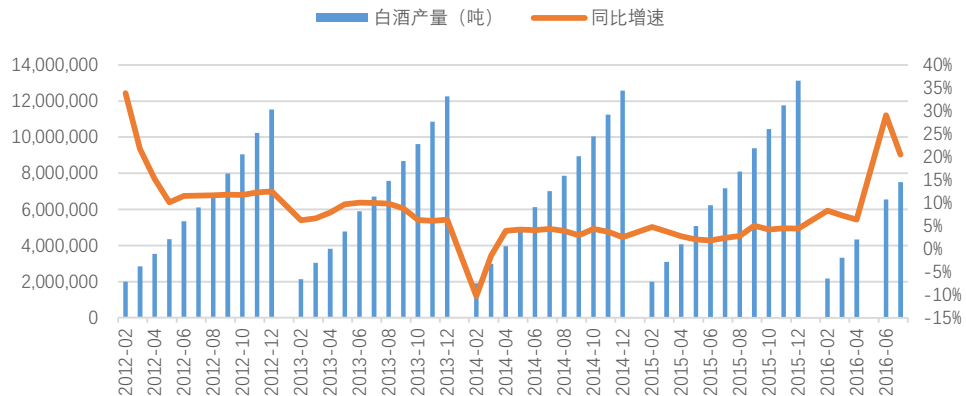
行业供需两端从 15 年开始重新回到正常发展轨道。

图 15：全国白酒行业营业收入、利润总额（单位：人民币）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 16：全国白酒行业产量（吨）



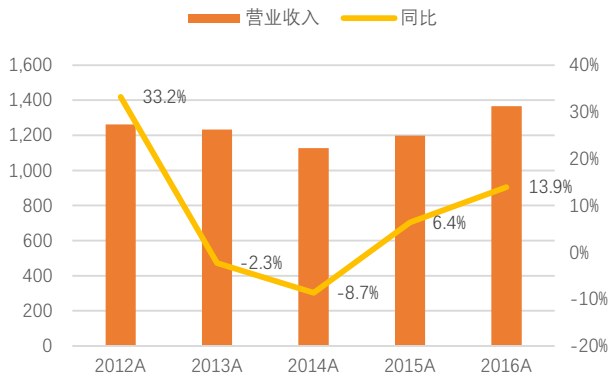
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

基本同步行业速度，上市白酒企业 15 年开始业绩重返上升通道。以 19 家白酒上市公司为代表的行业龙头，经历了 12 年白酒市场的狂欢之后。营业收入在 2013 年开始负增长，财报开始反馈行业需求端的负面冲击，14 年冲击行情进一步进入深化调整阶段，营收下降 8.7%。15 年开始逐渐恢复增速，16 年进一步复苏，营收超过 12 年水平，达到 1365 亿元，创新高。

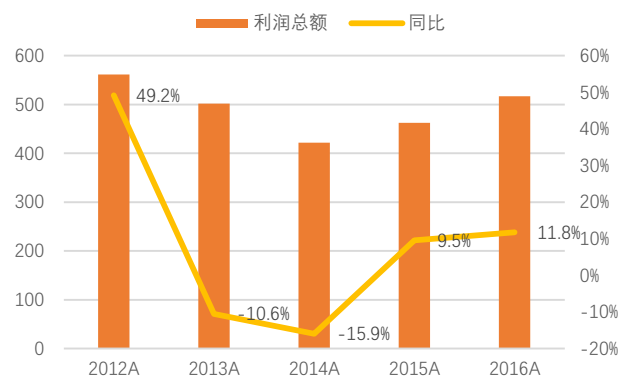
收入的变化一般都较为平滑，但是行业性的冲击对于利润的打击是更为明显的。一方面，行业不景气企业固定支出和费用开始一般是很难同销售比例下调的。另一方面为了争夺更小的市场蛋糕，毛利水平会受到一定程度的压缩，费用开支会一定程度的上升。上市白酒企业中，13 年的利润总额下降 10%，14 年下降 16%。15 年开始重返上升通道。

图 17：上市白酒企业营收及增速（单位：亿人民币）

图 18：上市白酒企业利润总额及增速（单位：亿人民币）



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 行业回暖核心在于消费基础的轮换

行业回暖一方面是行业对打击三公消费负面冲击超跌反应的回调。但更本质的是消费基础的轮换。对于整个白酒行业而言，政商消费的顶部拉动作用褪去之后，大众中高端消费的崛起成为白酒行业需求端增长的中流砥柱。我们认为对于整个行业而言，当下存在两个行业共享的需求增长点，分别是 1、一般性的消费升级。2、基建投资对白酒的拉动作用。

一般性消费升级（线性）。原来消费 100 元钱档的白酒升级到消费 120 元钱的白酒。这种消费升级是比较线性的。对白酒公司业绩的弹性是比较有限的。这种提价表现在如顺鑫农业。去年提价已经启动，相对提价幅度也不小。但是市场表现提升有限，提价对业绩的提升是一个缓慢而持续的过程。是在未来几年才会不断发挥作用，不断强化增长动力。

基建和固定投资的拉动（周期）。从过去几个月的表现来看。在机械，建筑回暖的过程中，大订单的签订过程中，对茅台等一系列比较高端白酒拉动是比较明显的。投资拉动的商务消费增加。但是，大订单带来的消费增长动力会逐渐的衰竭。一方面，当实体经济重新向好，GDP 新的增长点培育起来。另一方面，基建投资的逐渐饱和，大订单带来的商务消费增加就会减弱，这是一个必然的趋势。

2.3. 次高端白酒集中度提高

在一个行业集中度快速提高的过程中，很多公司都会受益。白酒行业，我们无法分析整个行业集中度，但能分析高端白酒次高端白酒的一个集中度提升过程。分析这个过程的基础就是判断什么是次高端和高端，样本的选择非常重要。我们定义单价在 300 块钱以上的白酒，曾经现在销售收入占到 30% 以上。这样的公司够叫做次高端。从这个标准来看次高端的公司不超过八个。就是茅台、五粮液、泸州老窖，洋河的梦之蓝。汾酒只能算是一个潜在的次高端白酒。然后就是水井坊、沱牌舍得。以及两家没有上市的公司，剑南春、郎酒。

2.3.1. 高端白酒品类优势明显，中低端竞争激烈

我们从渠道和公司调研发现，300 以上的品类普遍增速较优，16 年平均增速在 21%，300 元以下的品类只有 5%。17 年一季度这种趋势则更加明显，增速分别是 31%、5.7%。白酒行情在分化中恢复，对于主打产品在 300 以上的公司就是强势恢复。

图 19：主打酒价位及销售增速

		16/15增长	17Q1/16Q1增长	价位
300元以上白酒	茅台	20.05%	30.72%	1299
	五粮液	13.31%	15.20%	899
	梦之蓝	20%	45%	500
	汾酒	6.69%	48.21%	338
	老窖	20.34%	20.33%	899
	剑南春	30%	32%	355
	郎酒	25%	28%	338
	水井	37.60%	32.80%	349
	平均值	21.62%	31.53%	
50-300元白酒	酒鬼酒	8.91%	8.63%	239
	海之蓝	4%	6%	150
	古井贡	14.50%	17.80%	158
	老白干	4.38%	2.65%	120
	青青稞	8.98%	4.04%	220
	金种子	-17%	-27%	89
	迎驾贡酒	3.81%	4.42%	90
	今世缘	5.73%	20.33%	138
	口子窖	9.50%	16.30%	150
	金徽酒	8.02%	3.89%	50
	平均值	5.10%	5.71%	

资料来源：经销商调研，京东，1号店，天风证券研究所

2.3.2. 赛道清理干净，300元以上参与者大幅减少

经过前几年行业景气度下降，次高端品牌迅速缩量，集中度显著提升。在白酒行业景气度高的时候，有大量的白酒公司高端产品占比超过 30%。如果当时政商消费、超高端行情没有被遏制，很多公司将会继续发展高端，营收占比将会超过 40%，低端的产品的生产比例会进一步下降。2011 年前参与 300 元以上的公司有 50 家，很多都是定制化产品。由于大部分消费者是不花自己的钱，所以茅台的吸引力都不足，希望买到比茅台差异化更高的产品。

但是这个行业的趋势被遏制后，现在只有八家公司符合这个标准，这就是关键。四五年前有五十家以上的次高端白酒公司。但是目前只有八家。竞争赛道清理干净，这才是这个行业最根本的增长动力。以及我们看好这几家核心公司背后的根本的逻辑。

集中度提升的动力是非常强劲的增长动力。投资拉动能力逐渐衰减的过程中，以及一般性消费升级较慢的过程中。就像前几年调味品行业。海天，中炬都取得了很快的成长，即使调味品行业增长不是很快，这些公司能够抢占别的公司的份额来提高自己的业绩弹性。白酒相对于调味品而言，品牌的粘度更高。所以我们认为：名牌白酒的增长，将更多的依赖于集中度的提升。这个也可以从今年以来几家公司的表现得到验证。古井贡酒。300 块钱以上的酒占比不高。今年行业整体预期比较不错的情况，公司业绩并没有超预期，仅 10+% 的增长。洋河梦之蓝，增速在 50%以上。海之蓝和天之蓝，因为 100-300 的价格带比较尴尬，业绩的增长相对而言就低不少。300 元以下公司家数增多，市场没有扩大，传统优势公司靠营销和资源的优势被化解。

2.4. 同级别酒企的毛利水平，费用水平

2.4.1. 龙头优势显著

国有白酒上市公司平均毛利率、净利率均高于民营上市公司。我们采用营收整体法，来避免极端小规模公司对行业平均数据的影响。

我们对 2016 年 19 家白酒上市公司的毛利水平，费用率水平进行分析统计。其中 13 家国有白酒上市公司、民营白酒上市公司以及行业平均毛利水平分别为 71.75%、66.34%、72.11%，国有白酒上市公司普遍拥有历史渊源，品牌知名度、消费者粘性较高，毛利率高于民营白酒企业 5%。国有白酒企业在平均销售费用率比民营企业 0.2 个百分点，分别为：14.14%、13.96%。其中贵州茅台因为销售规模大，19 家上市公司中营收占比高达 29.6%，其极低的销售费用率使得国有白酒公司的销售费用率相比之下更低。

表 3：2016 年白酒上市企业毛利、费用水平

证券简称	销售毛利率 %	销售费用率 %	管理费用率 %	财务费用率 %	销售净利率 %	实际控制人名称
泸州老窖	62.4332	18.5366	6.5497	-0.7079	23.4790	泸州市国资委
古井贡酒	74.6793	32.9081	9.2488	-0.5028	14.1316	亳州市人民政府
酒鬼酒	74.9921	25.1515	14.2037	-0.0960	14.8159	国务院国资委
五粮液	70.1992	19.1272	8.7342	-3.1204	28.7517	宜宾市国资委
顺鑫农业	34.5413	10.9243	6.7512	2.2903	3.7927	北京顺义区国资委
洋河股份	63.9007	10.8770	9.2092	-0.0521	33.7828	宿迁市国资委
古井贡 B	74.6793	32.9081	9.2488	-0.5028	14.1316	亳州市人民政府
伊力特	50.2107	2.8903	2.3890	-0.9542	16.3849	新疆兵团国资委
金种子酒	55.2567	34.7947	7.8217	-3.2857	1.2215	阜阳市国资委
贵州茅台	91.2251	4.1864	10.4275	-0.0826	46.1390	贵州省国资委
老白干酒	59.2338	30.9952	6.0632	0.1389	4.5459	衡水市财政局
山西汾酒	68.6821	17.5960	10.0425	-0.4016	14.5648	山西省国资委
今世缘	70.9637	18.2909	7.5694	-0.7225	29.4967	涟水县人民政府
口子窖	72.4410	12.7492	6.6220	-0.1886	27.6825	刘安省,徐进
金徽酒	61.3326	13.5636	9.3278	0.7867	17.3702	李明
迎驾贡酒	61.7678	12.5778	5.2734	-0.4679	22.4898	倪永培
水井坊	76.1639	21.2246	15.3787	-0.5211	19.1089	Diageo Plc.
行业平均	71.7527	13.976	8.9029	-0.5664	28.9777	
民企酒企平均	66.3483	14.1447	7.9090	0.0282	11.8035	
国企酒企平均	72.1155	13.9643	8.9697	-0.6063	29.5119	
沱牌舍得	64.1576	21.7614	15.1208	1.4344	5.4871	周政

资料来源：Wind,天风证券研究所,行业平均运用营收整体法

2.4.2. 30 亿收入以内白酒企业，民营业绩更加靓丽。

当样本缩小到和沱牌舍得销售规模更接近的 30 亿以内销售收入的时候。公司的毛利、费用和净利率水平都发生了反转。

民营酒企、国有酒企平均毛利率分别为 77.38%、61.43%，相差 16 个百分点！销售费用率分别为 17.88%、22.06%。管理费用分别为 10.50%、6.68%。平均水平来看，民营酒企比国有酒企在 30 亿收入这样一个阶段上，有更出色的毛利水平，更低的销售费用率，管理费用率较高一点。

表 4：30 亿以内收入规模白酒上市企业毛利、费用水平(2016 年)

证券简称	销售毛利率 %	销售费用率 %	管理费用率 %	财务费用率 %	销售净利率 %	实际控制人名称
迎驾贡酒	61.7678	12.5778	5.2734	-0.4679	22.4898	倪永培
口子窖	72.4410	12.7492	6.6220	-0.1886	27.6825	刘安省,徐进
今世缘	70.9637	18.2909	7.5694	-0.7225	29.4967	涟水县人民政府
老白干酒	59.2338	30.9952	6.0632	0.1389	4.5459	衡水市财政局
伊力特	50.2107	2.8903	2.3890	-0.9542	16.3849	新疆兵团国资委
沱牌舍得	64.1576	21.7614	15.1208	1.4344	5.4871	周政
金种子酒	55.2567	34.7947	7.8217	-3.2857	1.2215	阜阳市国资委

金徽酒	61.3326	13.5636	9.3278	0.7867	17.3702	李明
水井坊	76.1639	21.2246	15.3787	-0.5211	19.1089	Diageo Plc.
酒鬼酒	74.9921	25.1515	14.2037	-0.0960	14.8159	国务院国资委
行业平均(整体法)	63.8750	18.4469	7.8996	-0.2971	16.6679	
民营酒企平均	77.3802	17.8866	10.5090	0.2748	21.9642	
国有酒企平均	61.4325	22.0616	6.6879	-0.9004	14.3142	
沱牌舍得	64.1576	21.7614	15.1208	1.4344	5.4871	周政

资料来源: Wind,天风证券研究所,行业平均运用营收整体法

3. 公司竞争优势

3.1. 品牌力强一次高端价值支撑内核

公司沱牌和舍得双名牌，多年来获奖不断。悠悠岁月酒，滴滴沱牌情。智慧人生，品味舍得。沱牌舍得 1989 年，沱牌曲酒荣膺国家质量奖审定委员会评定的“金质奖章；首创生态酿酒全 P 标准，独创幽雅、舒适、健康型白酒，并被写入两个国家标准。

沱牌舍得以“打造世界一流的白酒品牌”为目标，着力践行“企业有两条生命线，一是品牌，二是品质，从长远而言，品质也是品牌的一部分”的品牌精神。舍得酒、沱牌酒两大品牌连续 13 年入选“世界品牌大会”中国 500 最具价值品牌榜。2017 年，“沱牌”品牌价值为 309.65 亿元，比 2016 年增长了 50.95 亿元；“舍得”品牌价值为 220.36 亿元，比 2016 年增长了 57.81 亿元。

表 5：主要获奖历史

获奖酒名	获奖名称	颁奖单位
沱牌曲酒	金质奖章	国家质量奖审定委员会
舍得白酒	GB/T 21820-2008《地理标志产品舍得白酒》	国家标准化管理委员会
沱牌白酒	GB/T 21822-2008《地理标志产品沱牌白酒》	国家标准化管理委员会
吞之乎	鲁塞尔国际烈性酒大金牌(最高奖)	比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛
沱牌、舍得	中国驰名商标	国家工商总局
沱牌（183 名）	中国 500 最具价值品牌榜（连续 13 年）	世界品牌大会
舍得（116 名）	中国 500 最具价值品牌榜（连续 13 年）	世界品牌大会

资料来源：公司官网，天风证券研究所

诗酒故乡，自古出美酒。地处北纬 30.9°——世界上佳酿酒核心地带。历代文人墨客口中传颂至今。“唐代春酒”到“明代谢酒”，再到“清代沱酒”，沱牌曲酒、舍得酒一脉相承。和五粮液、泸州老窖、郎酒、全兴大曲、剑南春一并被称为川酒六朵金花。

表 6：沱牌酒诗

金句	朝代	作者
射洪春酒寒仍绿，目极伤神谁为携	唐朝	杜甫
射洪春酒旧知名，更得新诗意已倾	宋朝	王灼
射洪春酒今仍在，一语当年重品题	明朝	饶景晖
射洪春酒美，曾记少陵诗	清朝	陈琰
沱泉酿美酒，牌名誉千秋	晚清	马天衢

资料来源：公司官网、天风证券研究所

3.2. 产品性价比高

公司良好的品牌价值内核，支撑公司能够熬过行业寒冬，从 50 多家主力产品在 300 元以上酒企缩小到 8 家的过程中存活下来。这说明一个很本质的问题：各大机构发布的品牌价值不能直接横向比较，但是主力产品价格带是品牌机制横向比较的重要依据之一。

主力产品在 300 元以上的白酒公司中，沱牌舍得市值最低。截止 6 月 23 日，市值不到 90 亿，而营收规模甚至超越了市值 120 亿的水井坊。品牌价值和市值的比值非常高，这一方面和沱牌的销售体量相关，另一方面也说明沱牌在销量增长弹性会非常高，传导到利润和市值上弹性非常的高。

表 7：主力产品价格带 300 以上公司市值，营收，产品结构（2016 年）

证券简称	总市值（亿元）	营业收入（亿元）	中高档酒营收占比（公司年报标准）
贵州茅台	5,938.42	401.55	100%
五粮液	2,087.78	245.44	77%
山西汾酒	305.82	44.05	68%
泸州老窖	701.69	83.04	71%
水井坊	121.79	11.76	99%
沱牌舍得	89.05	14.62	85%

资料来源：Wind，天风证券研究所

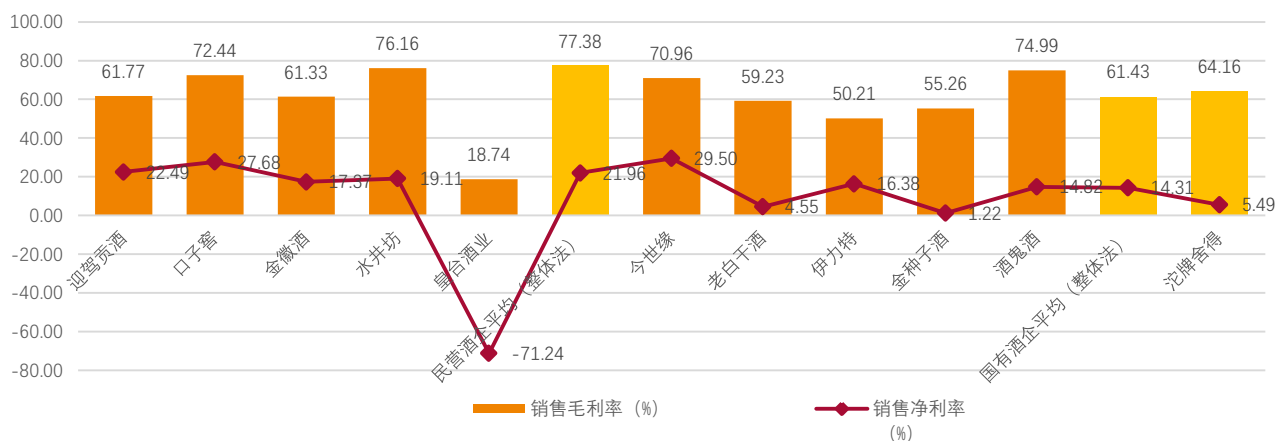
3.3. 民营机制具有持续活力

公司更换大股东后，变成了纯的民营机制，我们的研究表明无论是水井坊还是洋河或者是口子窖，还是金徽酒，其作为民营企业，净利润率都比较高，费用率控制的好，另外执行到位，具有长期投资价值。沱牌原来是典型的国企，存在利润率偏低，执行不到位的情况，因此未来优化空间很大。

刚起步！更像国企的民企，改善空间巨大。公司在 16 年实际控制人发生变更，从国有控制变更为民营控制。净利率水平和改制多年或纯民营酒企的差距则非常显著，口子窖净利润率 27%，迎驾贡酒 22.49%，金徽酒 17%，水井坊 19%，民营平均 22%。沱牌舍得当前销售净利率仅为 5.48%和民营酒企平均值 21.96%相差 16 个百分点。

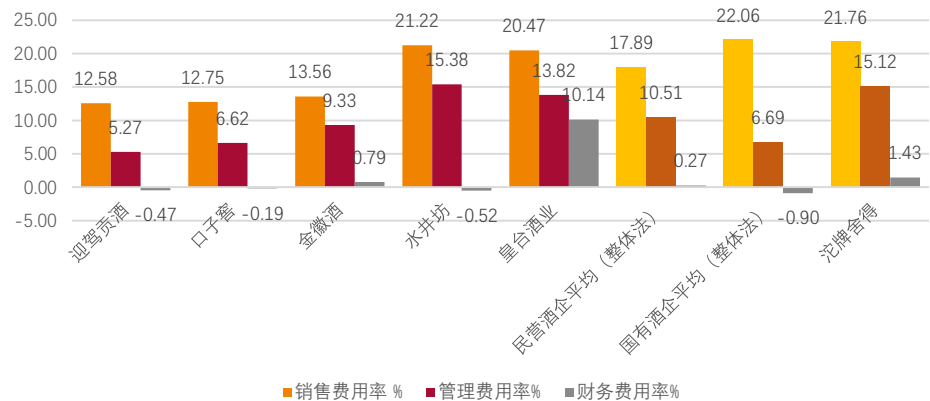
分析公司具体差距来源，在 30 亿收入以内的上市酒企中。民营上市酒企中，沱牌的毛利率仅为 64%，低于上市民营酒企 77%平均水平，略高于国有上市酒企 61%。销售费用率为 21.7%，同期民营酒企、国有酒企平均值为 17.8%、22.1%。管理费用率高达 15.1%，同期民营酒企、国有酒企平均值仅为 10.5%、6.7%。

图 20：30 亿以内收入规模白酒上市公司平均毛利率、净利率率（2016 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：30 亿以内收入规模民营白酒上市公司期间费用率（2016 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4. 基酒储备，资产和弹性

公司现拥有占地 6 平方公里，年产能 30 万吨，高端陈年老酒贮存量全国第一的中国最大规模优质白酒制造企业。设计成品酒产能 4.6 万吨，储备基酒 12.89 万吨，销量保障倍数（成品酒产量+基酒储量）仅次于茅台和水井坊。

在基酒储量在 10 万吨以上的仅有茅台和沱牌舍得。其中沱牌舍得中高端产品营收占比为 85%，在同行业中仅次于茅台和水井坊。

大数量的基酒储量，有两大优势。从白酒产品属性来说，窖藏时间在较长区间内（30 年）和品质成正相关。因此，主流产品定位高端的品牌基酒储量一般相对销量比例较高。从这个属性来说，基酒是白酒公司重要的资产。从增长弹性属性来说，基酒可以用来配置成品酒，用于销售。白酒公司处于快速成长期的时候，营收的快速增长，往往会受制与产量。这也是白酒史上出现买基酒案例的背景。从这个属性来看，基酒储备是白酒公司销售收入快速增长的重要保障和来源。

表 8：高端、次高端品牌产量、产品结构（2016 年）

证券简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	中高档酒营 收占比	销售量 (万吨)	成品酒产量 (万吨)	基酒储量 (万吨)	销量保障 倍数
贵州茅台	5,938.42	401.55	100%	3.7	5.69	25.25	8.36
五粮液	2,087.78	245.44	77%	15.13	14.87	1.24	1.06
泸州老窖	701.69	83.04	71%	17.8	17.4	3.25	1.16
山西汾酒	305.82	44.05	68%	4.17	4.56	1.89	1.55
沱牌舍得	89.05	14.62	85%	2.68	2.84	12.89	5.87
水井坊	121.79	11.76	99%	0.37	0.7	2.66	9.08

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 增长看点

公司在当下的时间节点上，兼具了品牌力内涵、营销功夫，产能产量白酒公司高速成长的三大因素。公司 16 年中高档酒在酒业业务中营收占比 85%，收入增速 45%，毛利率从 60% 上升到 76%。非常强势的量价齐升。考虑到公司的基酒规模，公司销量和销售收入的大幅

增长有很强的保证。

4.1.1. 剥离低增长非主营业务，聚焦资源发展主业

公司将太平洋药业出售给集团公司。太平洋药业所生产的大输液类型产品，在技术上无较高的技术壁垒，如果市场一旦出现不稳定情况，太平洋药业的盈利情况将受到极大的挑战；医改以来，医疗机构对药品及医疗器械的采购受到了各种各样的限制，太平洋药业的各种新产品，在市场拓展及社保入围方面都效果不佳，太平洋药业业绩的新增长点缺乏，前景堪忧。本次关联交易，对于公司来说，是理清主业，剥离不相关产业和业绩不稳定因素，有利于公司未来的发展。

4.1.2. 收入结构不断优化，增速受益次高端快车道

聚焦战略，舍得聚焦高端、沱牌主打大众。行业逐步回暖，白酒产业逐渐进入资本化和品牌化竞争。公司在 16 年实际控制人变更后，实施聚焦战略，舍得聚焦高端、沱牌主打大众白酒市场的定位。公司梳理精简产品品种、规格。1、全面停止客户定制产品 2、沱牌改制前在市场上的产品有上千款，现对逐步淘汰沱牌系列老产品，主打沱牌天曲、沱牌特曲、沱牌优曲、沱牌大曲（低档）三款。

受益次高端赛道清理。2016 年全年和 2017 年一季度，公司中次高端单品舍得酒实现较快增长。营收增速达到 45.20%，毛利率同比提升 14 个百分点，酒业业务中，中高档酒销售收入占比为 85%！公司低端酒营业收入同比下降 21%。客观上反映了行业的趋势——300 元以下公司家数增多，市场没有扩大，传统优势公司靠营销和资源的优势被化解。

收入结构优化传导到公司毛利提升。通过产品的聚焦，中低端以及销量较低产品的斩断，公司中酒业业务的毛利率将会提高。另外，公司今年剥离的医药业务毛利率 60%，低于公司平均毛利水平。纯酒业业务的沱牌舍得毛利率进一步上升。

4.1.3. 费用率高于同行，业绩释放储备

控制人变更不久，更像国企的民企，改善空间巨大。公司在 16 年实际控制人发生变更，从国有控制变更为民营控制。在 30 亿收入以内的上市酒企中。民营上市酒企中，沱牌的毛利率仅为 64%，低于上市民营酒企 77%平均水平，略高于国有上市酒企 61%。而销售费用率高达 21.7%、15.1%同期民营酒企平均值为 17.8%、10.5%。

表 9：30 亿以内收入规模白酒上市平均毛利、费用水平（2016 年）

证券简称	销售毛利率%	销售费用率%	管理费用率%	财务费用率%	销售净利率%
行业平均(整体法)	63.8750	18.4469	7.8996	-0.2971	16.6679
民营酒企平均	77.3802	17.8866	10.5090	0.2748	21.9642
国有酒企平均	61.4325	22.0616	6.6879	-0.9004	14.3142
沱牌舍得	64.1576	21.7614	15.1208	1.4344	5.4871

资料来源：Wind，天风证券研究所

期间费用率，30 亿以内收入规模民营白酒上市企业中最高。仅从民营白酒上市公司平均水平而言，公司在销售，管理费用方面就有相当于销售收入 9 个百分点的空间，对应 20 亿收入就是 1.8 个亿的税前利润。是公司去年净利润的 2.25 倍。费用水平将是公司业绩弹性的重要来源之一。

4.1.4. 营销模式转变，渠道扁平化

营销更多元，费用投放更精准。公司改变营销策略，取消费用打包，改为中央总控双月审批制，提高费用使用效率，客户利润和积极性提高。拆分以批发业务为主的省市平台商，

扁平到以终端运作为主的县区经销商。整合线上线下传播资源，灵活运用网络媒体、电视媒体、户外媒体等传播平台。定位高端消费人群，精准营销。公司与凤凰网、优酷网等 4 家权威媒体、30 名大咖联合出品的“舍得智慧讲堂”，分享舍得的智慧，将舍得品牌形象和“成熟”、“智慧”相捆绑。

沱牌、舍得分类进行渠道拓展。一方面，通过厂家帮助经销商全面导入终端精细化营销模式，厂家人员拜访到每个终端门店的方式实现品味舍得聚焦；另一方面，通过采取厂商 1+1 运作模式，以区、县为单位全国扁平化招商的方式实现沱牌系列聚焦。

5. 投资建议

关键假设：

- 1、公司未来两年收入增长率保持 50%，18%的增长。
- 2、毛利率未来两年分别提升 5，2 个百分点对应毛利率 69%，71%。
- 3、费用率未来两年分别下降 4,2 个百分点。

投资评级：公司 17、18 年营业收入达到 21.93、25.88 亿元。毛利率分别上升至 69%、71%，净利率分别为 15%、17%。对应净利润 3.02、4.42 亿元。基于主业聚焦、结构优化带来的收入增长以及利润率释放的弹性，给予公司 18 年 30 倍市盈率。18 个月目标市值 131.7 亿元，目标价 39 元，46%空间，给予“买入”评级。

6. 风险提示

宏观经济增长减速风险，战略实施不达预期风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	307.95	541.27	175.39	206.96	238.00	营业收入	1,156.14	1,461.58	2,192.37	2,587.00	2,975.05
应收账款	45.28	59.96	107.33	30.29	39.38	营业成本	573.02	523.87	679.64	750.23	862.76
预付账款	1.06	1.06	1.94	0.83	2.66	营业税金及附加	129.85	165.58	248.13	292.15	336.57
存货	2,117.86	2,175.20	2,632.58	3,009.71	3,170.61	营业费用	238.46	318.06	383.67	455.31	535.51
其他	122.80	58.11	246.22	146.92	263.45	管理费用	167.16	221.00	153.47	232.83	238.00
流动资产合计	2,594.95	2,835.59	3,163.46	3,394.72	3,714.11	财务费用	35.31	20.97	21.00	28.65	26.43
长期股权投资	228.91	219.91	219.91	219.91	219.91	资产减值损失	0.15	22.32	8.02	5.00	5.00
固定资产	588.90	570.79	595.47	626.05	647.17	公允价值变动收益	0.04	(0.24)	1.00	(0.67)	0.11
在建工程	87.13	68.01	76.81	94.08	86.45	投资净收益	14.93	(9.00)	8.37	8.37	8.37
无形资产	168.45	163.98	158.40	152.81	147.23	其他	(29.94)	18.47	(10.07)	(15.41)	(16.97)
其他	92.98	106.81	98.83	95.53	94.08	营业利润	27.16	180.55	699.15	830.54	979.25
非流动资产合计	1,166.37	1,129.51	1,149.42	1,188.39	1,194.85	营业外收入	6.20	6.68	5.56	6.15	6.13
资产总计	3,761.32	3,965.10	4,312.88	4,583.10	4,908.96	营业外支出	0.61	3.52	1.69	1.94	2.39
短期借款	753.00	836.00	685.71	690.71	407.75	利润总额	32.75	183.71	703.03	834.75	983.00
应付账款	309.80	351.53	473.79	458.20	611.35	所得税	25.62	103.51	400.73	392.33	452.18
其他	449.19	448.98	651.38	667.11	792.00	净利润	7.13	80.20	302.30	442.42	530.82
流动负债合计	1,511.99	1,636.51	1,810.88	1,816.02	1,811.09	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	7.13	80.20	302.30	442.42	530.82
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.02	0.24	0.90	1.31	1.57
其他	3.50	3.27	3.34	3.37	3.32						
非流动负债合计	3.50	3.27	3.34	3.37	3.32						
负债合计	1,515.49	1,639.78	1,814.22	1,819.39	1,814.42	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	337.30	337.30	337.30	337.30	337.30	营业收入	-19.99%	26.42%	50.00%	18.00%	15.00%
资本公积	799.31	801.97	801.97	801.97	801.97	营业利润	-15.59%	564.71%	287.24%	18.79%	17.91%
留存收益	1,908.53	1,988.02	2,161.36	2,426.42	2,757.24	归属于母公司净利润	-46.76%	1025.11%	276.94%	46.35%	19.98%
其他	(799.31)	(801.97)	(801.97)	(801.97)	(801.97)	获利能力					
股东权益合计	2,245.83	2,325.32	2,498.66	2,763.72	3,094.54	毛利率	50.44%	64.16%	69.00%	71.00%	71.00%
负债和股东权益总计	3,761.32	3,965.10	4,312.88	4,583.10	4,908.96	净利率	0.62%	5.49%	13.79%	17.10%	17.84%
						ROE	0.32%	3.45%	12.10%	16.01%	17.15%
						ROIC	0.56%	3.38%	12.40%	15.60%	17.20%
						偿债能力					
						资产负债率	40.29%	41.36%	42.07%	39.70%	36.96%
						净负债率	25.68%	19.55%	10.51%	34.49%	29.79%
						流动比率	1.72	1.73	1.75	1.87	2.05
						速动比率	0.32	0.40	0.29	0.21	0.30
						营运能力					
						应收账款周转率	22.57	27.78	26.21	37.60	85.40
						存货周转率	0.55	0.68	0.91	0.92	0.96
						总资产周转率	0.31	0.38	0.53	0.58	0.63
						每股指标(元)					
						每股收益	0.02	0.24	0.90	1.31	1.57
						每股经营现金流	0.36	0.68	-0.02	0.90	1.73
						每股净资产	6.66	6.89	7.41	8.19	9.17
						估值比率					
						市盈率	1,274.79	113.30	30.06	20.54	17.12
						市净率	4.05	3.91	3.64	3.29	2.94
						EV/EBITDA	69.14	31.17	12.40	10.53	8.73
						EV/EBIT	129.30	38.83	13.04	11.03	9.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com