

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005

0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

联系人：刘江

0755-83021673 liuj11@ghzq.com.cn

白酒生猪两大产业发力，13年高增长可期

——顺鑫农业（000860）研究报告

投资要点：

- “衣食住用”民生定位，享受消费升级红利** 公司主营业务较多，但都紧紧围绕着民生消费领域，主要市场定位于北京及周边外埠区域。在经济周期低谷时，市场定位和在北京市场的优势地位保证其稳健发展，而在扩张时期，则同时受益于居民消费升级和核心市场拓展。
- “牛栏山” & “宁诚”两大白酒品牌，地域优势明显** 公司白酒业务有两大品牌“牛栏山”和“宁诚”，相对于在中原和沿海地区陷入混战的其他白酒品牌，先天优势显著：一、定位中低档，基本不受三公消费限制影响，长期消费升级潜力可观；二、地区强势品牌，宁城老窖曾是内蒙第一品牌，顺鑫农业接手后重回复兴轨道，而牛栏山则受益于二锅头白酒品类，在低端酒市场拥有独特的品牌护城河，发展势头迅猛。
- 生猪产业链不断延伸，盈利能力稳步提高** 公司拥有“种猪繁育—商品猪养殖—生猪屠宰—肉食品加工”完整产业链，在加强生猪屠宰和冷链物流配送，巩固北京地区市场优势地位的前提下，大力向下游发展毛利率更高的熟食业务，不断提升“鹏程”品牌在北京地区消费者的形象，提高产业链盈利水平。
- 建筑业务资质全面，发展潜力巨大** 公司建筑业务资质全面，业务范围涉及全国大部分地区，为进一步提高业务资质和市场拓展能力，顺鑫农业于2011年斥资5525万元增资下属鑫大禹建筑公司股权，持股比例由75%上升至85.43%，2012年6月公告成立顺鑫天宇海南分公司，未来发展潜力巨大。
- 市场管理稳中有升，房地产业务有待观察** 公司旗下石门市场区位优势明显，市场监测系统完善，将为公司提供稳定而持续的盈利。房地产业务短期陷入亏损，未来发展战略和盈利情况有待观察。
- 估值及投资建议** 预计12-14年公司EPS分别为0.34、0.88和1.42元，对应PE48、19和12倍，由于公司主要利润来源于白酒和生猪产业链业务，故按照相关行业横向对比，13年估值合理。按分业务估值法，估计公司总市值为74.6亿，略高于当前70亿元的市值。而且若公司白酒业务13年稳定增长得到市场普遍认可，估值将有望随着白酒行业估值修复而提高，将进一步拉动公司整体估值，给予“增持”评级。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	7580	8348	9619	11127
增长率(%)	21%	10%	15%	16%
净利润（百万元）	307	151	386	621
增长率(%)	16%	-51%	156%	61%
摊薄每股收益（元）	0.70	0.34	0.88	1.42
ROE(%)	10.25%	5.01%	11.33%	15.29%

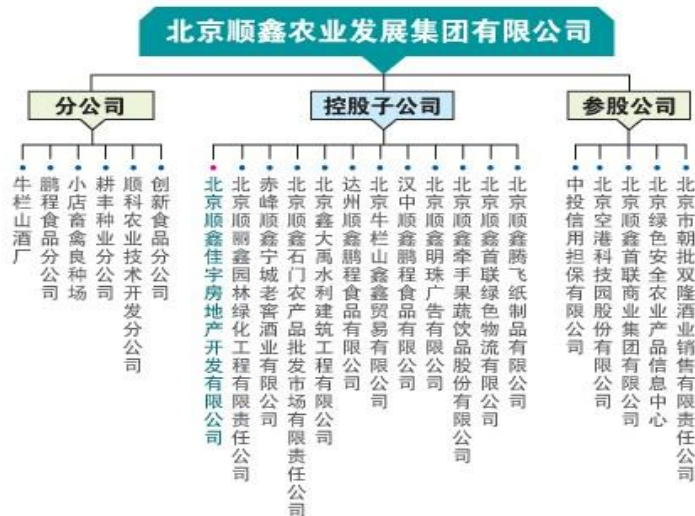
目 录

1、公司概况：“衣食住用”民生定位，享消费升级红利.....	3
2、“牛栏山”&“宁城”两大白酒品牌，地域优势明显.....	4
2.1、“牛栏山”二锅头品牌护城河独特.....	4
2.2、宁城老窖口碑仍存，重归复兴轨道.....	6
3、生猪产业链不断延伸，盈利能力稳步提高.....	7
3.1、种猪繁育业务.....	7
3.2、生猪屠宰业务.....	7
3.3、熟食加工业务.....	8
4、建筑业务资质全面，发展潜力巨大.....	9
5、市场管理稳中有升，房地产业务有待观察.....	10
6、投资建议：13年高增长可期，用时间换空间.....	10

1、公司概况：“衣食住用”民生定位，享消费升级红利

公司主营业务包括白酒酿造与销售；种猪繁育、生猪屠宰与肉制品加工销售；农产品精细加工与物流；农产品市场管理与服务；水利与建筑工程施工及房地产开发；高档花卉、果品的种植与销售等。业务看似繁杂，但是都紧紧围绕着一条主线——民生消费，主要市场定位于北京及周边外埠区域。在经济周期低谷时，民生消费定位和北京市场的优势地位保证其业务平稳发展，而在扩张时期则同时受益于居民消费升级和核心市场拓展。

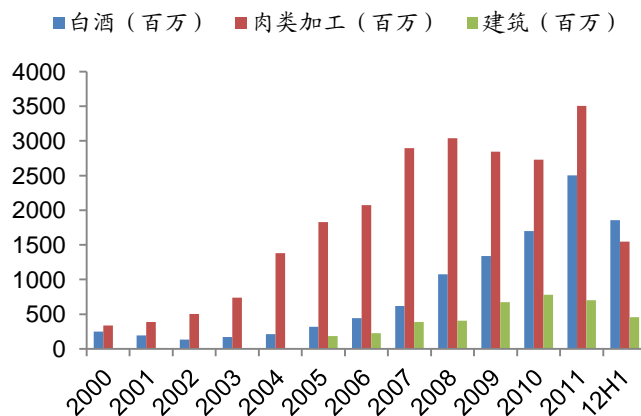
图 1、顺鑫农业主要业务和子公司情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

从收入占比角度来看，公司前三大业务为肉类加工、白酒和建筑，而利润 80% 以上来自于白酒业务。公司未来看点较多，白酒业务和建筑业务的快速健康发展会为公司业绩持续提供动力，而猪肉产业链业务则会随着产业链逐步完善和上下游（种猪和熟食加工）业务发力稳步发展，房地产业务则受竣工和结算进度影响有待观察。

图 2、主要业务收入情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

2、“牛栏山”&“宁诚”两大白酒品牌，地域优势明显

公司白酒业务有两个品牌“牛栏山”和“宁诚”，相对于在中原和沿海地区陷入混战的白酒品牌，先天优势显著：一、定位中低档，短期受三公消费限制影响有限，长期消费升级潜力可观；二、地区强势品牌，宁城老窖曾是内蒙第一品牌，口碑与销售规模不符，顺鑫农业接手后为品牌带来第二春，牛栏山受益于二锅头白酒品类，在低端酒市场拥有成独特的品牌护城河，近年发展势头迅猛。

2.1、“牛栏山”二锅头品牌护城河独特

“二锅头”酿酒工艺起源于北京城前门外源升号酒坊，是清香类白酒代表之一，主要特点是掐头去尾取第二锅烧制时的“锅头”酒，其酒浓度虽高却不烈，口味醇厚绵香，酒精度数为 60 度左右，符合北方人烈酒饮用习惯，主要品牌为“牛栏山”和“红星”。

与茅台、五粮液等高端白酒品牌形象不同，白酒消费人群，特别是北方的许多消费者对二锅头酒的情感独特，在某种程度上将其当做低端民生酒的代表品牌，成为朋友聚会间感情纽带的一部分，即使没有大规模的广告宣传，靠自然动销就已经在全国各地的 BC 类餐饮渠道长期占据一席之地，也是少数可以跨越价格标准达到某些中高端宴请用酒要求的低价位酒。由于口碑由老百姓多年口口相传建立，品牌护城河不言而喻。

牛栏山二锅头在 2002 年 9 月荣获“国家二锅头原产地认证”后，调整产品结构，增大市场推广力度，迈入快速发展轨道，总产量逐渐超过红星成为二锅头第一大品牌，据《全国酿酒行业信息》统计，2012 年 1 季度牛栏山酒厂白酒产量列行业第 3 位，工业总产值和利税总额分别列行业第 14 位和 15 位。

“牛栏山”未来主要有两大看点：一、产品结构升级。2011 年吨酒价不足 2 万元/吨，不仅远远低于茅台、洋河、舍得等一二线知名白酒品牌，甚至远低于同为区域强势品牌的老白干等三线白酒品牌，其主要低端产品为牛栏山二锅头，俗称“牛二”，终端价格 6-12 元/500ml，出厂价仅 1.1 万元左右，利润较薄。营销方面公司不投入过多的渠道和经销费用，靠经销商自然动销为主。

表 1、牛栏山二锅头低端产品



资料来源：国海证券研究所

随着高端化逐渐成为白酒业内共识，公司在品牌影响力基础上，通过营销和大量开发中高端品牌，迅速抢占北京市场优势位置，主要品牌系列包括“百年牛栏山”、“珍品”和“百年红”等，预计现在公司中高端产品销售占比超过 50%，利润占比超过 70%，有 6 个产品销售过亿。

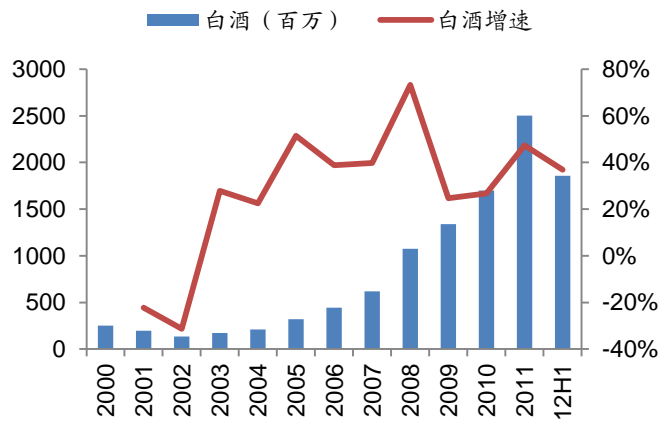
表 2、牛栏山二锅头部分中高端产品汇总

产品名	酒精度	香型	净含量	终端价
牛栏山百年窖藏	52度/39度	浓香型	600ml	538元/478元
牛栏山百年珍藏	52度/39度	浓香型	500ml	298元/278元
牛栏山青花瓷二锅头	52度	清香型	500ml	188元
牛栏山红花瓷二锅头	50度	清香型	500ml	118元
牛栏山蓝花瓷二锅头	45度	清香型	500ml	45元
百年牛栏山蓝色经典	35度	浓香型	500ml	85元
百年牛栏山蓝色风暴	38度	浓香型	500ml	58元
百年牛栏山红运老酒	35度	浓香型	500ml	43元
百年牛栏山老酒专供	35度	浓香型	500ml	28元
百年牛栏山老酒	35度	浓香型	500ml	20元
百年牛栏山特制嘉酿	35度	浓香型	500ml	78元
百年牛栏山嘉酿	43度	清香型	500ml	78元
百年牛栏山十年嘉酿	50度	清香型	500ml	68元
百年牛栏山红龙嘉酿	38度	浓香型	500ml	58元
百年牛栏山嘉酿	38度	浓香型	500ml	40元
百年牛栏山经典特酿	39度	浓香型	500ml	76元
百年牛栏山圆桶特酿	35度	浓香型	500ml	51元
百年牛栏山特酿	38度	浓香型	500ml	38元
牛栏山铁盒特酿	38度	浓香型	500ml	46元
牛栏山窖藏三十年	53度	清香型	500ml	258元
牛栏山窖藏二十年	53度/35度	清香型	500ml	198元/180元
牛栏山百年红十二年	39度	浓香型	500ml	138元
牛栏山百年红十年	38度	浓香型	500ml	86元
牛栏山百年红八年	38度	浓香型	500ml	58元
牛栏山百年红六年	35度	浓香型	500ml	46元
牛栏山经典二锅头	52度/45度	清香型	500ml	538元/468元
牛栏山二锅头珍品三十年	53度/46度	清香型	500ml	198元/178元
牛栏山二锅头珍品二十年	52度	清香型	500ml	88元
牛栏山二锅头珍品十五年	45度	清香型	400ml	48元

资料来源：国海证券研究所

二、外埠核心市场拓展。公司围绕构建“1+4+5”亿元市场战略布局（以北京市场为核心，将天津、保定、呼市、唐山打造成 4 个亿元市场，将山东、河南、山西、内蒙、辽宁培育成 5 个省级亿元市场），加速对外埠重点市场的开发，12 年上半年销售收入同比增长 30%。

图 3、白酒业务收入情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

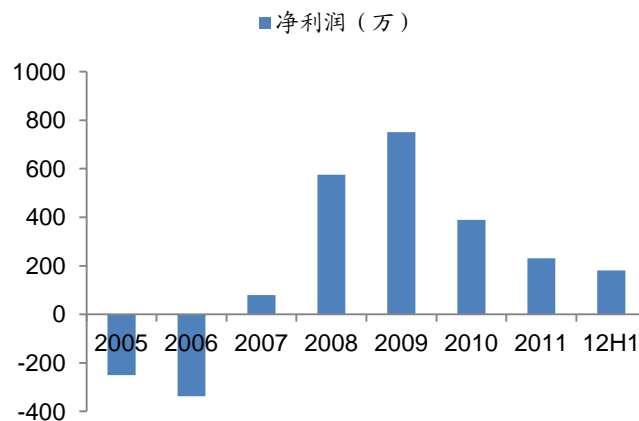
2.2、宁城老窖口碑仍存，重归复兴轨道

宁城老窖曾经是内蒙古第一白酒品牌，被誉为“塞外茅台”，上世纪 90 年代由于管理问题，公司对渠道控制力下降明显，窜货等乱象严重，价格体系被摧毁，市场大量出现仿制酒击垮产品动销，导致企业利润快速下滑，生产和销售陷入停顿，市场上出现消费者知晓“宁城”品牌，却买不到“宁城”产品的境况。

在顺鑫农业集团接手宁城老窖后，公司逐渐迈入复兴之路，07 年实现扭亏为盈，09 年实现净利润 750 万元，10 年荣获中国驰名商标称号，12 年被评为内蒙古老字号，由于公司开始实行“全蒙战略”，建立大北方区域销售网络体系，市场费用投入上升较快，净利润有所下滑，但为长期发展奠定了基础。

内蒙古地区酒水消费特点是人均消费量较高，产品消费集中在中低端，而且地产酒十分强势。现在河套酒是内蒙古销量最大的品牌，11 年收入 30 亿左右，而二线如蒙古王、金骆驼收入规模 2-3 亿元，宁城老窖 11 年收入规模超过 1 亿元，预计未来赶超本省二线品牌是大概率事件。

图 4、宁城老窖盈利情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

3、生猪产业链不断延伸，盈利能力稳步提高

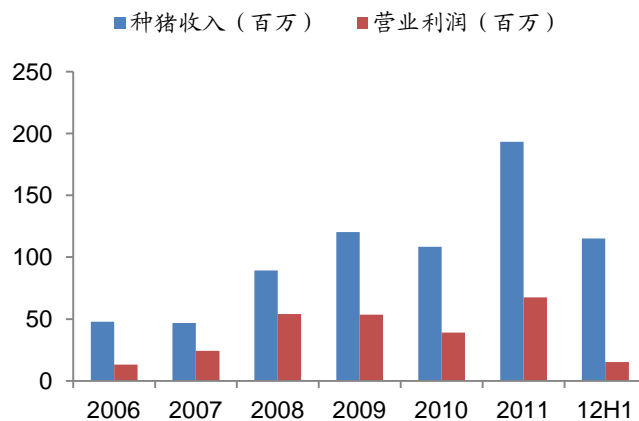
经过长期发展，公司已经形成“种猪繁育—商品猪养殖--生猪屠宰—肉食品加工”完整产业链，在加强生猪屠宰和冷链物流配送，巩固北京地区市场优势地位的前提下，大力向下游发展毛利率更高的熟食业务，不断提升“鹏程”品牌在北京地区消费者的形象，提高产业链盈利水平。

3.1、种猪繁育业务

顺鑫农业小店畜禽良种场是集良种科研、培育、推广于一体的国家级重点种畜禽场，农业部国家级重点种畜禽场，拥有国内一流的种猪研究所，2个原种猪场，3个祖代和父母代种猪场，饲养着直接从英国、比利时和法国直接的英系大约克、长白和皮特兰等原种猪，并形成了原种、祖代、父母代的产品结构体系，常年饲养母猪7000多头，年可向社会提供种猪4.5万头。

公司在2010年新建三家养殖场的基础上，2011年公司在河北肃宁、山西阳高的另外两家高标准生猪养殖基地也投入建设，为加强源头控制能力，为食品安全提供坚实保障，也为公司生猪全产业链布局打下了坚实基础。虽然由于12年猪肉价格下跌拖累种猪业务毛利率，但在全产业链角度来看，可以对冲猪肉价格对公司整体盈利影响。

图 5、种猪业务收入和营业利润情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

3.2、生猪屠宰业务

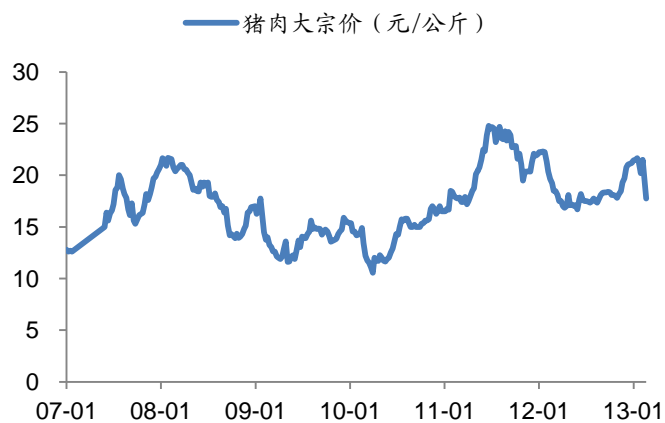
公司旗下顺鑫鹏程食品公司是集种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工及物流配送于一体的国家农业产业化重点龙头企业，单厂屠宰量达到300万头，是北京市最大肉制品加工基地，生鲜产品在北京市场占有率40%以上。鹏程食品是国内首家从荷兰引进全自动化生产线的企业，每小时屠宰量国内最大，机械化、标准化管理水平与国际接轨，硬件优势国内领先；而且拥有全产业链优势、

全程冷链物流配送优势，在产品质量和档次方面均有保障，在北京奥运会期间作为冷鲜肉特供企业，树立了良好的市场口碑。

根据国家《食品工业“十二五”发展规划》，“十二五”期间不得再新建年屠宰20万头以下的生猪屠宰企业，淘汰落后生猪屠宰产能50%，大中城市和发达地区力争淘汰80%左右，鹏程食品在北京市场标准化管理和产能均符合规划要求，发展前景看好。

由于生猪屠宰企业盈利性受年屠宰量影响较大，当猪肉价格上升的时候，企业屠宰需求减少，每头生猪摊销成本升高，导致企业毛利率下降，而屠宰业属于典型的低毛利率产业，企业盈利对毛利率十分敏感。故当11年猪肉价格快速上升的时候，行业龙头双汇和鹏程公司的毛利率均出现明显下滑，11年公司生猪业务毛利率仅为3.15%，同比下滑1.7%，而随着12年猪肉价格企稳回落，公司12年中报生猪业务毛利率提高至5.84%，盈利性大幅提高。预计13年猪肉价格仍将呈现下跌趋势，故鹏程公司盈利能力将得到保障。

图 6、猪肉价格历史趋势图



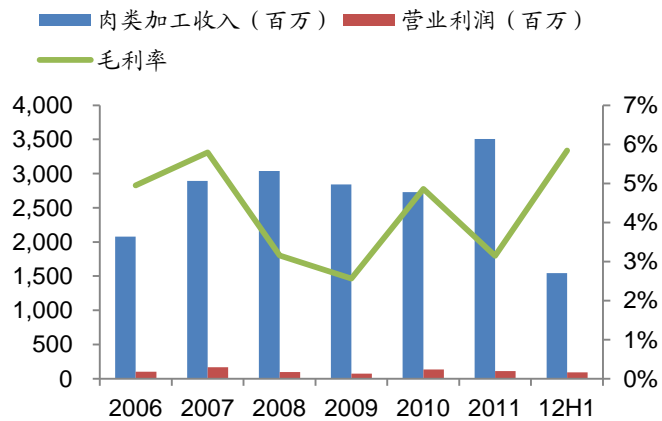
资料来源：WIND、国海证券研究所

3.3、熟食加工业务

肉制品深加工作为生猪产业链最后环节，贴近消费者，产品差异化和品牌化使企业拥有一定定价权，盈利性高于繁育和屠宰，近几年双汇、雨润等大型肉类加工企业纷纷推出新产品抢占此市场。

公司旗下鹏程食品作为北京猪肉加工企业龙头，近年对熟食产业进行深度调整：在产品结构方面，扩大台湾烤香肠等优势产品的产量，启用“跳跳乐”品牌主攻中低档市场，形成高中低档完善的产品结构；在渠道方面，整合规范商超市场、农贸市场、外埠市场三大销售板块，积极构建社区便民专卖连锁店，首家专卖店已于12年5月在北京回龙观地区开业，预计未来将进一步加大渠道投入；在生产技术方面，对熟食车间进行技改，引进国际领先的生产设备和加工工艺，提高生产效率，促进熟食业务质和量双重提升；在研发方面，以市场为先导，加大研发投入，丰富产品线，12年台湾烤肠加工关键工艺被评为全国商业科技进步奖。

图 7、肉类加工业务收入和营业利润情况



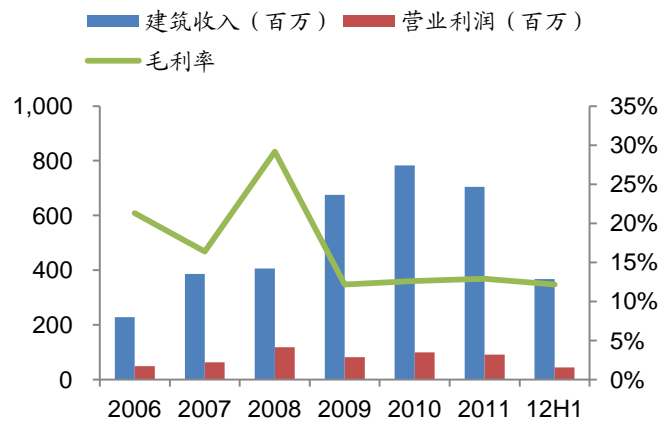
资料来源：WIND、国海证券研究所

4、建筑业务资质全面，发展潜力巨大

公司旗下鑫大禹水利建筑工程公司是具有房屋建筑工程施工总承包一级，水利水电工程、市政公用工程施工总承包二级，拥有河湖整治工程、堤防工程专业承包资质、凿井甲级以及环保工程专业承包贰级资质、园林、喷泉景观施工等资质的综合施工企业。公司下辖 6 个分公司，6 个子公司。业务范围涉及全国大部分地区，先后在北京、辽宁、河北、山东、江苏、河南等地区承接建筑工程业务。

为实现鑫大禹开发资质升级，提高公司建筑水利施工资质等级以及市场拓展能力，顺鑫农业于 2011 年斥资 5525 万元增资鑫大禹股权，持股比例由 75% 上升至 85.43%，2012 年 6 月公告成立顺鑫天宇海南分公司，进一步提高建筑业务市场拓展能力。公司将紧抓国家“十二五”期间大兴水利建设的发展机遇，充分发挥品牌优势、跨区域市场经营优势，在巩固北京市场核心地位的基础上，实施“走出去”战略，加大外埠市场和高端市场开拓力度，不断扩大经营规模，进一步增强主业的赢利能力。

图 8、建筑业务收入和营业利润情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

5、市场管理稳中有升，房地产业务有待观察

公司旗下石门农产品批发市场位于北京市顺义区仁和地区石门村，是农业部认定的“重点扶持的特大型农产品批发市场”，2005年被认定为北京市农业产业化重点龙头企业。市场交易品种约1万多种，日人流量达1.2万人次。按照北京市政府规划，未来北京市将会进一步推进城市化建设进程，为改善城市环境和解决城市交通问题，五环以内将不允许再新建农产品批发市场，石门市场区位优势将逐步提高，而且市场内食品检测中心与北京市理化分析测试中心合作，每天可对180多个样本进行定量分析检测，出具的检测报告具有法律效力，将“食品放心工程”落到实处。总体而言，由于石门市场收入来自于摊位租金，故收入和利润十分稳定，随着租金提高缓慢增长，为公司提供稳定而持续的盈利。

公司房地产业务由旗下顺鑫佳宇房地产开发公司运营，现有项目主要包括办公大楼出租项目、杨镇三期住宅项目、包头住宅项目、山东住宅项目、站前街商业项目和下坡屯村回迁房项目。办公大楼出租租金一直非常便宜，仅为600元/平方米/年，难以覆盖折旧和摊销成本。随着北京CBD租金普涨，顺义区写字楼租金相对成本优势逐渐显现，租金将会逐年提高，未来有望扭亏为盈。

出售项目中我们相对看好顺义区的几个楼盘开发项目，包括站前街和杨镇三期项目，虽然顺义区处于北京商业住宅的边缘地带，但北京地区住房刚需市场较大，我们将会持续跟踪项目竣工和确认收入情况；而山东和包头项目位于二三线城市，受国家房地产政策影响较大，销售均价和销量短期均有待观察。由于财务费用较高，公司房地产业务一直陷入亏损，公司若将某些地产项目以合适的对价剥离将盘活公司现金流，有效降低公司财务费用。

6、投资建议：13年高增长可期，用时间换空间

按整体法估值，预计12-14年公司EPS分别为0.34、0.88和1.42元，对应48、19和12倍PE。由于公司主要利润源于白酒和生猪产业链业务，故按照三线白酒和生猪屠宰龙头企业的估值估算，13年合理中枢应该为20x左右，估值合理。

按分业务估值，我们保守估计公司白酒、肉类加工、建筑、房地产、种猪、商业和其他业务市值分别为50亿（22x，牛栏山+宁城老窖）、5.6亿（16x）、5.4亿（15x）、2亿（投资成本估值）、5.4亿（18x）、2.8亿（10x）和4亿，总市值估计值为74.6亿，略高于现在公司70亿元的市值，而且若公司白酒业务13年稳定增长得到市场普遍认可，估值随着白酒行业估值修复而提高，将进一步拉动公司整体估值，给予公司“增持”评级。

图 9、公司业绩预测

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	7580	8348	9619	11127
增长率(%)	21%	10%	15%	16%
净利润(百万元)	307	151	386	621
增长率(%)	16%	-51%	156%	61%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.34	0.88	1.42
ROE(%)	10.25%	5.01%	11.33%	15.29%

资料来源: WIND、国海证券研究所

附表：财务预测与估值

证券代码:	000860.sz				股票价格:	16.44	投资评级:	增持		日期:	2013/2/26
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E		
盈利能力					每股指标						
ROE	10%	5%	11%	15%	EPS	0.70	0.34	0.88	1.42		
毛利率	26%	26%	29%	31%	BVPS	6.51	6.85	7.73	9.15		
期间费率	23%	24%	23%	23%	估值						
销售净利率	4%	2%	4%	6%	P/E	23.50	47.87	18.66	11.61		
成长能力					P/B	2.53	2.40	2.13	1.80		
收入增长率	21%	10%	15%	16%	P/S	0.95	0.86	0.75	0.65		
利润增长率	16%	-51%	156%	61%							
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
总资产周转率	0.73	0.69	0.76	0.83	营业收入	7580	8348	9619	11127		
应收账款周转率	38.57	38.57	38.57	38.57	营业成本	5618	6144	6812	7654		
存货周转率	1.41	1.41	1.41	1.41	营业税金及附加	366	553	637	737		
偿债能力					销售费用	811	713	822	951		
资产负债率	71%	75%	73%	70%	管理费用	438	483	556	643		
流动比	1.01	1.11	1.17	1.26	财务费用	125	213	216	217		
速动比	0.41	0.52	0.53	0.55	其他费用/(-收入)	156	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	378	242	575	924		
现金及现金等价物	1564	2693	2580	2553	营业外净收支	(3)	0	0	0		
应收款项	197	216	249	289	利润总额	375	242	575	924		
存货净额	4258	4765	5300	5970	所得税费用	53	84	170	274		
其他流动资产	1178	1298	1495	1730	净利润	322	158	405	651		
流动资产合计	7197	8972	9625	10542	少数股东损益	15	7	19	30		
固定资产	2211	2140	2046	1961	归属于母公司净利润	307	151	386	621		
在建工程	126	156	186	216	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
无形资产及其他	434	434	391	347	经营活动现金流	27	(93)	55	149		
长期股权投资	50	50	50	50	净利润	322	158	405	651		
资产总计	10333	12067	12612	13431	少数股东权益	15	7	19	30		
短期借款	5190	5990	5990	5990	折旧摊销	116	265	257	244		
应付款项	354	422	469	529	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	551	606	699	808	营运资金变动	(425)	(523)	(626)	(775)		
其他流动负债	1049	1049	1049	1049	投资活动现金流	(173)	41	64	55		
流动负债合计	7144	8068	8207	8376	资本支出	1366	41	64	55		
长期借款及应付债券	195	995	995	995	长期投资	(16)	0	0	0		
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(1524)	0	0	0		
长期负债合计	195	995	995	995	筹资活动现金流	1275	1600	0	0		
负债合计	7339	9063	9202	9371	债务融资	343	1600	0	0		
股本	439	439	439	439	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	2994	3005	3410	4061	其它	932	0	0	0		
负债和股东权益总计	10333	12068	12612	13432	现金净增加额	1129	1548	119	204		

资料来源：公司数据、国海证券研究所

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1008室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576936-818	13811639168	linl@ghzq.com.cn
白丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话 _所	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李慧		13823570518	lih03@ghzq.com.cn

【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。