

2018年11月12日

公司研究

评级：增持（下调）

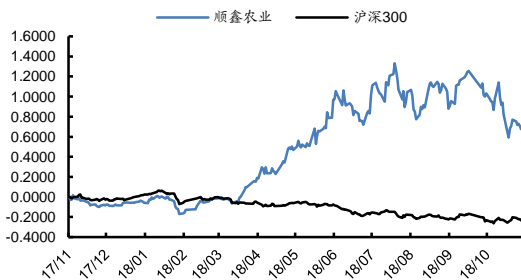
研究所

证券分析师： 余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人： 李鑫鑫 S0350117090009
13246620312 lixx@ghzq.com.cn

铺市提高+结构升级，牛栏山外埠市场仍有较大增长空间

——顺鑫农业（000860）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
顺鑫农业	-16.2	-18.1	67.9
沪深300	-0.1	-7.0	-23.0

市场数据

2018-11-09

当前价格（元）	33.84
52周价格区间（元）	16.52 - 47.90
总市值（百万）	19308.77
流通市值（百万）	19308.77
总股本（万股）	57059.00
流通股（万股）	57059.00
日均成交额（百万）	352.71
近一月换手（%）	44.69

相关报告

《顺鑫农业（000860）中报点评：产品性价比优势凸显，全国化稳步推进》——2018-08-27

《顺鑫农业（000860）动态点评：白酒业务是公司核心业务，全国化格局有望快速提升》——2018-08-16

《顺鑫农业（000860）中报点评：白酒业务稳步增长，推进产品结构升级》——2017-08-21

投资要点：

■ **白酒是公司核心业务，牛栏山定位中低档白酒抗周期性较强** 公司白酒业务增长一直良好，从2009年到2017年，白酒收入年复合增长率22.64%，销量年复合增长率22.19%。公司白酒业务占有所有业务比例也持续提高，从2008年到2017年，白酒收入占比从21%上升到55%，白酒毛利润占比从57%上升到89%，白酒业务已日益成为公司最为核心的业务。由于牛栏山定位中低档，属大众消费白酒，受宏观经济和三公消费影响相对较小，抗周期性相对较强。

■ **光瓶酒行业发展经历三个时代，从被迫到积极发展** （1）计划经济时代：被迫的光瓶酒时代。上世纪90年代以前，计划经济时代，人民生活水平较低，厂家营销意识不强，从老八大名酒到全国各地的地产酒都是光瓶酒；（2）市场经济时代：无奈的光瓶酒时代。上世纪90年代末到2012年，经济发展催生人民购买力迅速提升，中高端白酒得到快速增长，厂家普遍集中力量制造盒装酒抢占中高端市场，光瓶酒彻底沦为低端产品。光瓶酒市场也从原先的全品牌主流市场，被具有高粱产地优势的东北酒所取代，老村长、龙江家园等东北光瓶酒成为了这个时代的主题；（3）绿色经济时代：积极的光瓶酒时代。2012年开始，政府反腐倡廉限制“三公”和国家环保政策趋严，导致白酒市场需求下降和生产成本高企，以及消费者理性思维下更讲究“性价比”，光瓶酒适应时代要求，市场主动积极，发展越来越迅猛。这个时代，以北京二锅头为首的光瓶酒产品成为仅次于东北光瓶酒的集团，并正在逐渐取代东北光瓶酒，成为走向全国的光瓶酒集团军。

■ **人口基数、城镇化率、经济增长和理性消费，四大因素促动光瓶酒增长** 光瓶酒作为平民酒，与人口基数关联度高。我国人口虽然出生率在下降，但人的寿命在延长，人口基数还是持续增长。城镇化带来了社交圈的广泛和社交频率的增加以及餐饮消费的便捷性，这自然也影响了光瓶酒的发展。目前，我国城镇化率与美国日本等发达国家相比仍然偏低，仍有很大提升空间。光瓶酒虽然作为大众消费白酒，受宏观经济影响相对要小，但光瓶酒仍然是白酒，作为相对弱化的可选消费品，也一定程度上

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

受经济发展影响。尤其是，宏观经济形势好的时候，茅台因为供不应求而出现的提价，带动整个白酒板块的提价。提价对定位中低档的光瓶酒而言，则带来较高的盈利弹性。光瓶酒消费者多是中低收入人群，他们更多关注的是酒的品质而不希望过度包装，“高性价比”追求下，光瓶酒有望向更高档次发展。

■ **品质与价格提升、品牌力突出和集中度提高是光瓶酒未来发展的趋势**

随着消费者收入的提高和消费行为的成熟，对光瓶酒品质的要求也越来越高。从目前大部分光瓶酒的液态法生产，到固液法生产，再到固态法生产是未来的趋势。体现在价位上，也从过去 10 元左右的主流价位，到目前 15-20 元，再到未来 30-50 元都将是常态。而随着消费者认知度的提升，在同等品质条件下，品牌力突出将是企业营销成功的关键。就目前市场而言，光瓶酒已形成四大产区概念，东北产区与纯粮挂钩，四川产区与好酒挂钩，北京产区与二锅头连结，山西产区清香类突出。但从市场主流竞争状态来看，北京产区和东北产区将是市场上主要的两大博弈阵营。光瓶酒目前的集中度仍然较低，竞争格局是区域品牌和全国品牌共存、品牌众多，由于光瓶酒的核心竞争力在于“性价比突出”，因此，成本竞争致为关键。我们分析认为，未来销售规模领先的全国化品牌有望在成本上的优势而实现强者恒强，从而推动行业集中度的提高。

■ **光瓶酒目前市场规模及增速情况预测** 光瓶酒权威专家、北京卓鹏战略咨询培训机构创始人田卓鹏指出，2016 年光瓶酒市场规模在 650 亿左右，近五年光瓶酒市场平均增速预计在 20%左右，可以预判 3-5 年后整个光瓶酒市场将突破 1200 亿元。我们预计牛栏山白酒 2018 年销售收入 100 亿元左右，则市占率约 10%左右。未来，随着光瓶酒行业的增长和行业集中度的提高，我们认为作为行业龙头企业的牛栏山还具备很大的增长空间。

■ **牛栏山“性价比”突出，竞争优势明显** 牛栏山白酒的品质好，采用的是固液法生产，且是“正宗二锅头”。牛栏山的品牌力强，“地道北京味”代表着“北京文化”、“首都概念”，在消费者心中的知名度和美誉度较高。牛栏山的价格低，在同等光瓶酒中零售价是最低的。而牛栏山之所以能做到品质好价格低，“性价比”如此突出，与公司大规模销量和严格的成本控制是息息相关的。牛栏山的销量规模在整个白酒上市公司中是最大的，即使与同档次光瓶酒品牌相比，也是数一数二。在成本控制方面，公司通过生产极简（生产基地贴近市场）、包装极简（全部采用光瓶模式）和销售极简（实行大商制），三方面来降低成本，从而使公司在成本竞争上构筑了核心竞争能力。

■ **铺市率提高+结构升级，外埠市场仍有较大增长空间** 公司除北京基地市场，河北、山东和河南市场较为成熟外，其他环北京周边市场和长江三角洲、珠江三角洲、西南西北地区都处于发展期，仍有很大市场开拓空间，尤其是牛栏山高中低档全系列产品，可以在各类型渠道铺货，铺市率仍有很大提升空间。由于牛栏山白酒品质好，品牌力强，公司产品高中低档都有，产品线更完整，消费层次覆盖更广。由此，以现有的产

品线完全能适时满足消费升级的节奏。未来牛栏山的结构升级分两个层次：一是跨系列升级。如以陈酿大单品为核心的低端系列酒，向典藏系列的中档酒，百年系列的中高端酒，瓷瓶经典系列的高端酒升级；二是同系列不同品种升级。比如，低端酒系列，由绿瓶大二锅头向陈酿升级，陈酿再向精制陈酿，精制陈酿再向珍品陈酿，珍品陈酿再向珍品陈酿土豪金版，依次升级。中高端酒系列，由百年红6年向百年红8年，再由百年红8年向百年红10年，再由百年红10年向百年陈酿，依次升级，等等。

- **肉类业务：全产业链布局，收入利润趋于稳定** 公司肉类业务包括种猪繁育和屠宰肉类加工，两者总收入体量基本上稳定在30-40亿元，毛利润基本上稳定在2亿左右，净利润基本上在6000万上下。未来，如果公司不加大区外拓展或并购，预计肉类业务基本上维持在目前的水平。目前公司虽然形成了集“种猪繁育-商品猪养殖-生猪屠宰-肉制品加工-冷链物流配送”于一体的全产业链，公司肉类业务综合毛利率水平受猪价的影响相比之前有所减小，但由于整个肉类业务构成中屠宰肉类加工占比仍然为大，故猪价下跌对肉类业务的盈利贡献还是偏正向的。
- **公司房地产业务市场价值高于账面价值** 按照“房天下”网提供的各地房地产市场平均成交价格数据测算，顺鑫房地产业务市场评估价值约为105.11亿元，而根据公司2018年半年报，房地产业务总资产为71.36亿元，市场评估价值高于账面价值33.75亿元。从利润报表来看，公司房地产业务2017年亏损22000万元，2018年中期亏损11602万元。因此，公司房地产业务如果全部按目前市场价格实现销售，则预计能带来正的盈利贡献。
- **盈利预测和投资评级：** 基于考虑目前宏观经济处于下行趋势，对可选消费品白酒销售有一定程度影响，故我们调低公司盈利预测，预测2018-2020年EPS分别为1.45/1.90/2.38元，对应PE分别为23.35/17.81/14.22倍，调低为“增持”评级。
- **风险提示：** 宏观经济下行趋势；光瓶酒行业竞争激烈；市场铺货不达预期；结构升级不达预期；成本控制不达预期；猪瘟疫对公司肉类业务的不确定性影响；食品安全；公司房地产业务未来销售的不确定性；房地产业务价值波动风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	11734	12252	13890	15454
增长率(%)	5%	4%	13%	11%
净利润(百万元)	438	827	1084	1358
增长率(%)	6%	89%	31%	25%
摊薄每股收益(元)	0.77	1.45	1.90	2.38
ROE(%)	6.15%	10.44%	12.10%	13.24%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、白酒是公司核心业务，牛栏山定位中低档白酒抗周期性较强	6
2、光瓶酒行业发展情况及未来趋势分析	8
2.1 光瓶酒行业发展经历三个时代，从被迫到积极发展.....	8
2.2 人口基数、城镇化率、经济增长和理性消费习惯，四大因素促动光瓶酒增长.....	9
2.3 品质与价格提升、品牌力突出和集中度提高是光瓶酒未来发展的趋势.....	10
2.4 光瓶酒目前市场规模及增速情况预测	12
3、牛栏山“性价比”突出，竞争优势明显.....	13
4、铺市率提高+结构升级，外埠市场仍有较大增长空间.....	17
5、肉类业务：全产业链布局，收入利润趋于稳定.....	21
6、公司地产业务市场价值高于账面价值	22
7、盈利预测与评级	23
8、风险提示	23

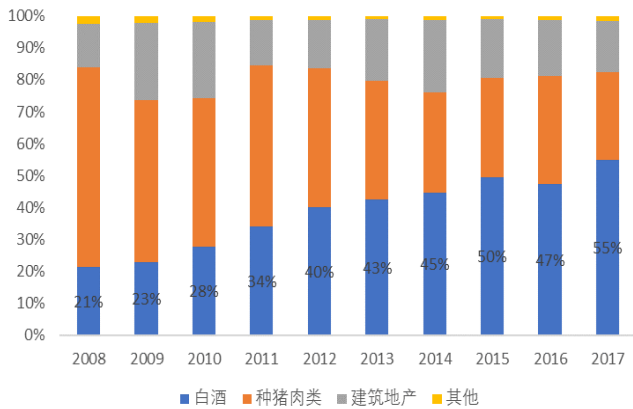
图表目录

图 1: 白酒收入占比持续提高	6
图 2: 白酒毛利润占比持续提高	6
图 3: 白酒收入规模及增速情况	6
图 4: 白酒销量规模及增速情况	6
图 5: 公司历年来白酒吨酒价格情况	7
图 6: 白酒行业与公司白酒业务收入增速比较	7
图 7: 2012-2015 年部分白酒上市公司收入增速	7
图 8: 2012-2015 年部分白酒上市公司净利润增速	7
图 9: 我国总人口数量变化情况	9
图 10: 我国男性总人口数量变化情况	9
图 11: 我国城镇化率持续提高	9
图 12: 日本和美国城镇化率情况	9
图 13: 我国固定资产和房地产开发投资增速	10
图 14: 我国 GDP 增速	10
图 15: 零售价 50 元左右的山西汾酒玻汾增长很快	11
图 16: 牛栏山白酒“性价比”突出	13
图 17: 牛栏山每年广告支出额	14
图 18: 牛栏山每年广告支出占白酒营业收入比	14
图 19: 主要白酒上市公司销量	16
图 20: 牛栏山白酒跨系列升级图	18
图 21: 公司肉类业务收入情况	21
图 22: 公司肉类业务毛利率情况	21
图 23: 种猪和屠宰肉类加工收入占比情况	21
图 24: 种猪和屠宰肉类加工毛利润占比情况	21
图 25: 种猪业务毛利率与仔猪价格同向变动	21
图 26: 屠宰肉类加工毛利率与生猪价格反向变动	21
表 1: 光瓶酒主要品牌情况	12
表 2: 主要品牌价格情况	15
表 3: 小酒主要品牌价格情况	15
表 4: 牛栏山各档次子品牌白酒情况	19
表 5: 顺鑫农业房地产在售及待开发项目	22

1、白酒是公司核心业务，牛栏山定位中低档白酒抗周期性较强

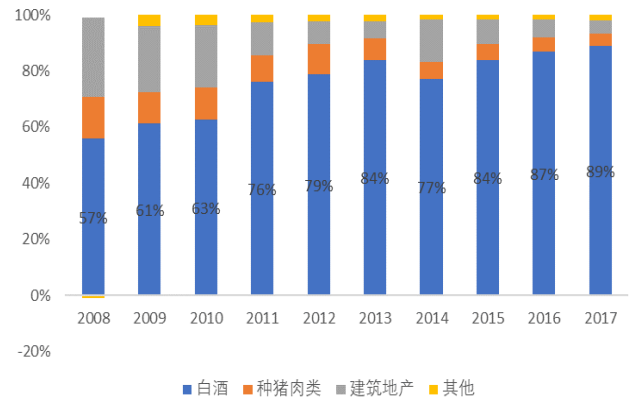
公司业务板块主要有白酒、种猪屠宰和建筑地产。公司种猪屠宰业务稳健经营，业绩主要受猪价涨跌影响，地产业务维持在存量开发，而白酒业务（主要是牛栏山品牌）一直增长良好。白酒收入从2009年的12.60亿增长到2017年的64.51亿元，年复合增长率22.64%，销量从2009年8.64万吨增长到2017年额42.93万吨，年复合增长率22.19%。公司白酒收入与销量基本上保持同步增长。

图 1：白酒收入占比持续提高



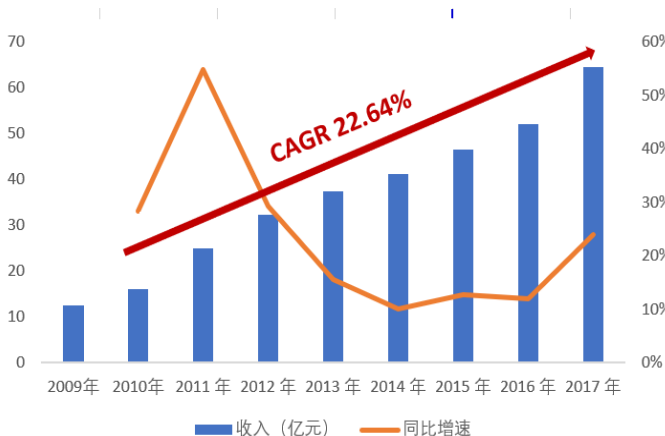
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：白酒毛利润占比持续提高



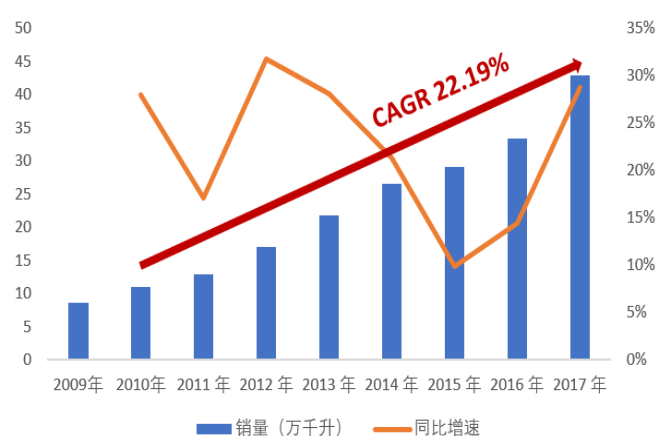
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：白酒收入规模及增速情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：白酒销量规模及增速情况

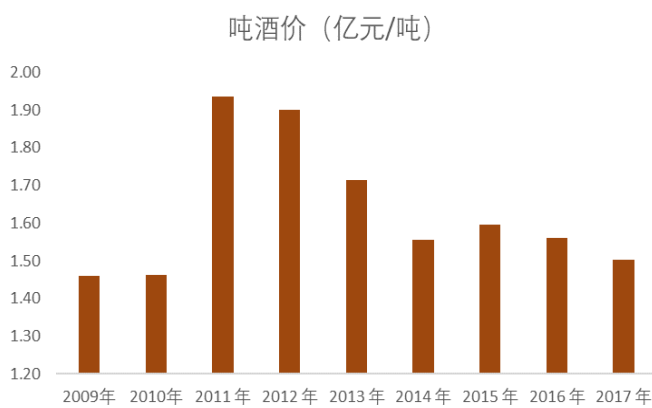


资料来源：Wind，国海证券研究所

公司白酒业务占有所有业务比例也一直在持续提高，2008年白酒收入占比只有21%，到2017年白酒收入占比已经达到55%，2008年白酒毛利润占比只有57%，2017年白酒毛利润占比达到89%，白酒已经日益成为公司最为核心的业务。

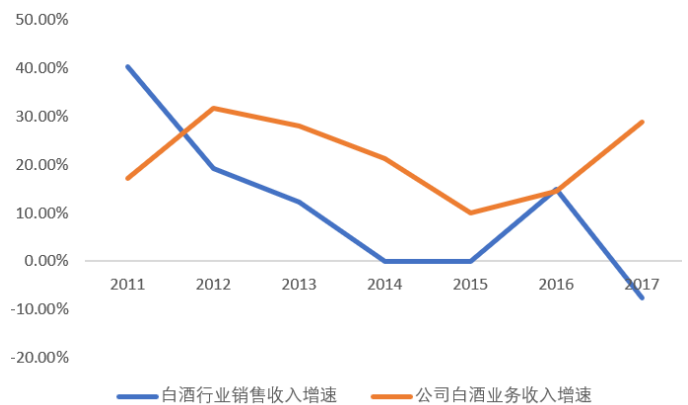
从吨酒价来看，近几年略有下降，主要与公司品牌定位中低档“民酒”有关，除北京市场外，外埠市场基本上是以陈酿（零售价 14-15 元/500ml 左右）为核心的中低端酒产品。公司白酒牛栏山正是因为定位中低档的民酒，消费量主要受人口基数和铺货率影响，受经济周期影响较小，抗周期性较强。在 2012 年政府限制三公消费后，公司白酒业务的收入增速仍较大幅度高于白酒整个行业的收入增速。甚至在行业调整的 2013 年和 2014 年，五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、水井坊五家主要白酒上市公司的收入和净利润增速为负数，而顺鑫农业依然维持个位数的收入增长和超 50% 的净利润增长。

图 5：公司历年来白酒吨酒价格情况



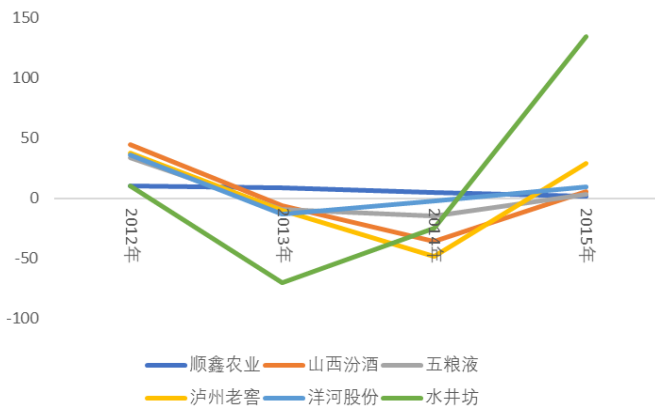
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：白酒行业与公司白酒业务收入增速比较



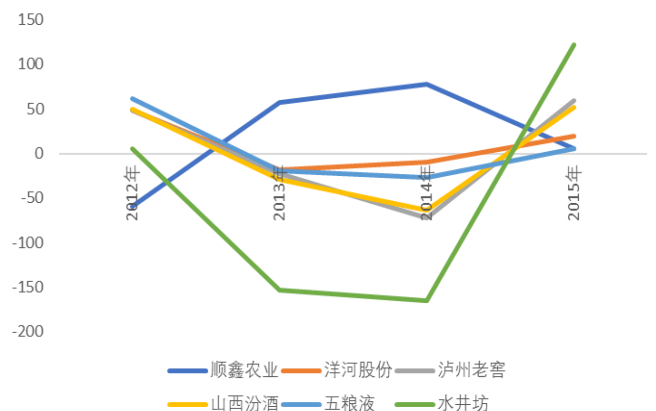
资料来源：前瞻产业研究院、国海证券研究所

图 7：2012-2015 年部分白酒上市公司收入增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：2012-2015 年部分白酒上市公司净利润增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

2、光瓶酒行业发展情况及未来趋势分析

2.1 光瓶酒行业发展经历三个时代，从被迫到积极发展

所谓光瓶酒是指没有外盒子包装的裸瓶酒。我国光瓶酒发展经历了三个阶段：

(1) 计划经济时代：被迫的光瓶酒时代

上世纪 90 年代末以前，中国一直处于计划经济时代过渡到市场经济时代，白酒作为国家专营产品地方纳税大户，一直是内陆地区很多地方的经济支柱，白酒企业以完成计划销售任务为第一，对市场竞争的拿捏和包装营销的意识不强，加上包装材料比较匮乏，人民生活水平相对较低，造成了市场上普遍的光瓶酒消费，可以说这个时候的光瓶酒占领了绝对的主流地位，从老八大名酒到全国各地的地产酒，光瓶酒打天下是当时社会经济环境决定的。

(2) 市场经济时代：无奈的光瓶酒时代

上世纪 90 年代末到 2012 年，市场越来越开放，粮食产量急剧提升，供应饱和，包装原材料充足，人民的购买力迅速提升，推动了中国白酒的中高端化的发展，包装酒成为了推动企业发展及市场变革的主要力量，低价的光瓶酒产品则越来越不被企业重视，尤其是大企业开始放弃光瓶酒产品，因为高额的税收政策促使很多大企业的光瓶酒变成了鸡肋。

由于大企业忙于制造盒装酒抢占中高端市场，因此光瓶酒彻底被沦为低端产品。光瓶酒市场从原先的全品牌主流市场，被具有高粱产地优势的东北酒所取代。全国光瓶酒市场看东北，东北光瓶酒市场看老村长。在这个无奈的光瓶酒时代，老村长、龙江家园等东北光瓶酒成为了这个时代的主题。

(3) 绿色经济时代：积极的光瓶酒时代

2012 年——至今，这是中国光瓶酒高速发展的时期，持续的反腐倡廉限制“三公”消费，让中国白酒进入了深度盘整期，从大企业的断崖式发展到小企业的关停整顿，恶劣的环境让光瓶酒成为了行业的救命稻草，众多企业在高端受阻的大背景下纷纷进入光瓶酒市场，促使光瓶酒市场蛋糕被迅速放大。

而在环保领域开展的治理污染，不仅殃及了白酒包装产业，纸张的供应紧张及涨价使得越来越多的企业开始化繁为简，对包装的简单化和对质量的提升，使得光瓶酒的发展非常积极，对于消费者的影响也非常深远，越来越多消费者也认识到了白酒消费包装成本占据了很大比率，为了喝到好酒消费者愿意购买更高品质的更高价格的光瓶酒，光瓶酒已经不是低端酒低品质的代名词了。市场也开始变得越来越积极，发展也变得越来越迅猛。

以北京二锅头为首的光瓶酒产品，开始在这个时期成为仅次于东北光瓶酒的集团，正在逐渐取代东北光瓶酒，成为走向全国的光瓶酒集团军。顺鑫农业下属

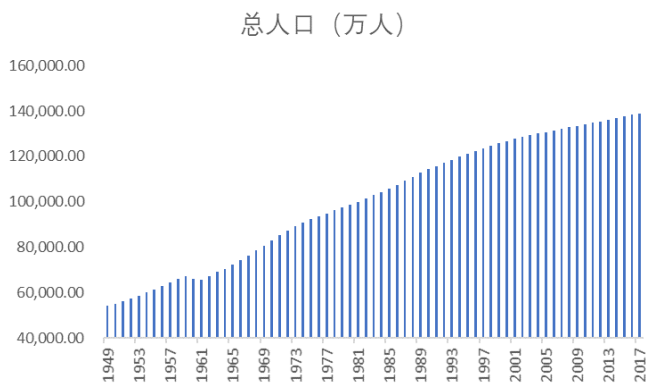
的牛栏山“陈酿（白牛二）”逐渐成为这个时代光瓶酒的代表品牌。

2.2 人口基数、城镇化率、经济增长和理性消费习惯， 四大因素促动光瓶酒增长

(1) 人口基数

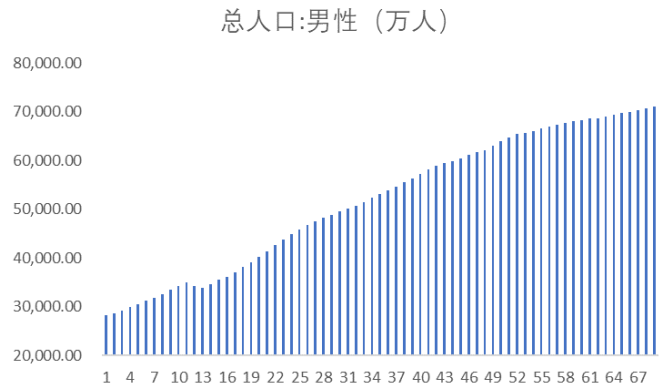
光瓶酒价格中低端，作为平民酒，与经济的关联度相对中高端酒较小，而与人口基数关联度较高。我国作为人口大国，虽然70年代开始实行了计划生育政策，普遍家庭都是独生子女，但由于经济发展下，人的寿命在延长，人口基数还是持续增长的。

图 9：我国总人口数量变化情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

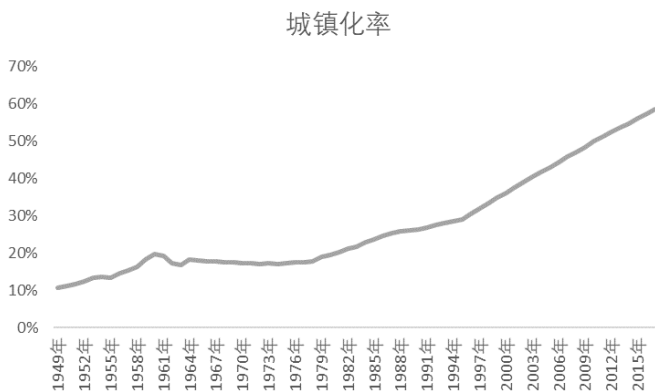
图 10：我国男性总人口数量变化情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

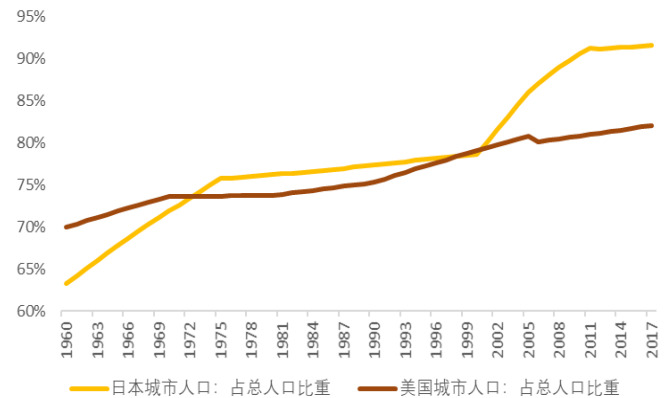
(2) 城镇化率

图 11：我国城镇化率持续提高



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 12：日本和美国城镇化率情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

白酒消费除了家庭自饮外，在餐饮店的朋友聚会、商务应酬和自饮消费都占很大

比例，即使是中低端白酒也不例外。城市相对于农村，社交圈更广、社交频率更高，客观上餐饮消费的便捷性和频率都有望更好更高，对白酒的消费有促进作用。光瓶酒虽然是平民酒，但普通大众也有社交和情绪排遣。因此，城镇化率提升对促进光瓶酒消费是有很大帮助的。截止到2017年，我国城镇化率59%，与发达国家日本的91.50%、美国的82%相比，还有很大提升空间。

(3) 经济增长

光瓶酒作为大众酒，虽然受宏观经济影响相对要小，但并非完全不受影响。光瓶酒作为白酒，仍然是可选消费品，当经济增长好的时候，就业率高，居民收入高，自然消费的档次提升和消费频率增加。此外，我国的白酒板块中，由于茅台产能受限，当固定资产投资增速高，经济好，商务活动频繁时，供不应求就会带来茅台的涨价，从而带动整个白酒板块的提价效应。目前，我国经济受地产控制和中美贸易大战影响，总体增速有下降趋势，对光瓶酒的销售增长也有一定的影响。

图 13: 我国固定资产和房地产开发投资增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 我国 GDP 增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

(4) 理性消费习惯

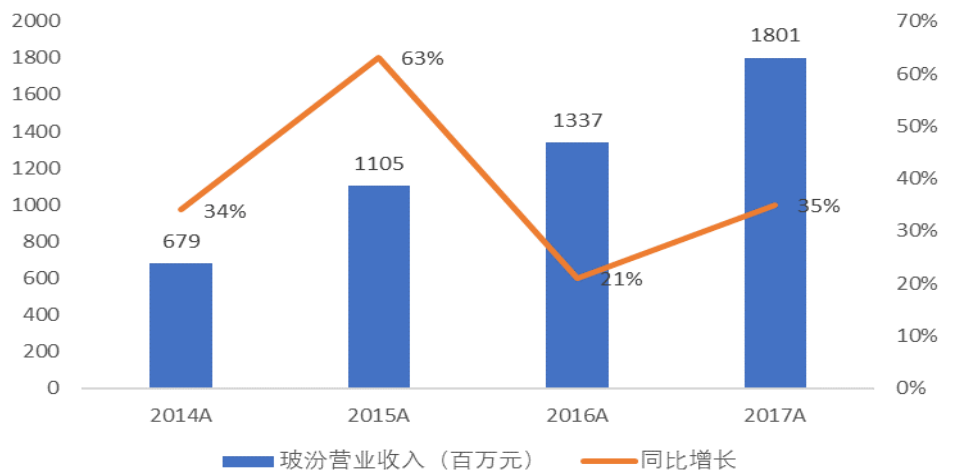
光瓶酒消费者多是中低收入人群，更多的是消费者自饮，对产品“性价比”高度关注。他们购买光瓶酒主要是希望购买性价比最高的产品，首要考虑的是光瓶酒的品质，喝得是酒，而不希望被过度包装。随着消费者认知的提高，消费习惯越来越理性，也带动了光瓶酒销量的增长。目前市场上也开始接受各种高价光瓶酒产品，如李渡 1955，售价达到 480 元/瓶，张弓光瓶酒 400，等等。光瓶酒已经不是低端劣质的代名词了，它已经回归到了高品质消费层次。

2.3 品质与价格提升、品牌力突出和集中度提高是光瓶酒未来发展的趋势

(1) 品质和价格提升

随着消费者收入的提高和消费行为的成熟，对光瓶酒品质的要求也越来越高。目前大部分光瓶酒都是液态法生产，也有部分是固液法生产（如牛栏山“陈酿（白二牛）”），同时存在少许的固态法生产。体现在价位上，过去光瓶酒的主流价位在 10 元左右，而近几年的主流价位升级到 15-20 元不等，当然也有更多产品挖掘到 20-40 元价位乃至更高价位。同时，由于政府环保管理的严格和国家供给则改革，玻璃瓶，纸张等原材料价格的快速上涨，导致 50-100 元的很多的盒装酒也无利可图，被迫被光瓶酒替代。因此，光瓶酒的价格带愈发向上，在渠道上，光瓶酒不再局限于 C/D 类终端和烟酒店、便利店，消费场景也开始转移到更高层次的终端。

图 15: 零售价 50 元左右的山西汾酒玻汾增长很快



资料来源: Wind、国海证券研究所

(2) 品牌力突出

光瓶酒的消费者不是简单的看酒价低就行，随着社会的进步，消费者认知的提升，在注重价格的同时，已越来越关注品质，而在同等品质的条件下，品牌力是否突出，品牌力的差异化就十分重要。

目前在消费者认知里，光瓶酒已经形成产区概念，四大产区将成为主流，东北产区与纯粮挂钩（主要品牌老村长，龙江家园），四川产区与好酒挂钩（主要品牌小郎酒、泸州老窖二曲、五粮液尖庄），北京产区与二锅头连结（主要品牌牛栏山、红星二锅头），山西产区清香类突出（汾酒老玻汾）。从市场竞争主流来看，北京产区和东北产区将是市场上主要的两大博弈阵营。目前，从市场销售调研情况来看，代表“北京文化”具备“首都”概念的二锅头酒上升很快，有望代替东北光瓶酒坐上行业老大的位置。

(3) 集中度提高

目前光瓶酒的集中度仍然较低，竞争格局是区域品牌和全国品牌共存，品牌众多。如安徽省光瓶酒的区域品牌有金裕皖、古漕运的兼香二锅头、徽府老坛、口福心福等，湖南省光瓶酒的区域品牌有邵阳大曲、酒中酒霸等，但同时各省又有全国性品牌销售，如老村长、牛栏山、劲酒、小郎酒等。

光瓶酒的泛全国化品牌又可以分为五类：一是东北光瓶酒，如老村长、东北坊、黑土地、龙江家园、小村外等；二是北派光瓶酒，如牛栏山、红星、一旦粮等；三是功能型光瓶酒：劲酒、宁夏红、人参酒等；四是小清新光瓶酒：江小白、那些年、功夫小米等；五是一线名酒光瓶酒：五粮液的尖庄、剑南春的绵竹大曲、泸州老窖二曲、沱牌以及洋河曲酒、洋河小曲等。

目前市场上销售规模较大品牌影响力较强的全国性品牌主要有：牛栏山、老村长、红星、劲酒、小郎酒、江小白等。

表 1：光瓶酒主要品牌情况

品牌	2017 年收入	大单品规格	对应零售价	优势区域	品牌定位	广告语	产品上市时间
牛栏山	约 65 亿元	42 度陈酿 500ML	14 元/瓶	北京、天津、河北、河南、山东、山西、内蒙、辽宁	“北京文化”的“正宗二锅头”大众酒	正宗二锅头，地道北京味	1952 年 10 月
		56 度清香型二锅头小酒 100ML	4.7 元/瓶				
劲酒	约 105 亿元	35 度劲酒 125ML	12 元/瓶	华中、华东、华南	保健酒	劲酒虽好，可不要贪杯	1978 年
老村长	约 70 亿元	42 度香满堂 450ML	16.50 元/瓶	东北、河北、苏北、山东、河南	东北纯粮的平民酒	别拿村长不当干部	2001 年
红星	约 18 亿元	43 度蓝瓶绵柔陈酿 750ML	28 元/瓶	北京、河北、山东、广东、浙江、江苏、上海	怀旧情感的“二锅头宗师”	每个人心中都有一颗红星	1949 年
		56 度清香型白扁小二 100ML	7.04 元/瓶				
小郎酒	约 30 亿元	45 度兼香型 100ML	18 元/瓶	湖南、重庆、四川、广东、广西	小酒中的高档酒	全国热销的小瓶白酒	2005 年

资料来源：公司公告、酒说、新闻网、国海证券研究所

光瓶酒的核心竞争力在于“性价比突出”，在保证品质的前提下，实现价格低廉，则必须做到成本低下，而要实现成本低下，则是除了公司内部管理严谨、生产经营效率极高之外，必须实现规模上的上量。因此，未来不具规模的区域性品牌其市场份额将会被挤占，生存空间越来越小，而销售规模领先的全国化品牌有望在成本上的优势而实现强者恒强，最终在某个价位段某个品牌诉求上具有绝对优势的品牌胜出，由于净利率低，新进入者很难存活，行业集中度有望持续提高。

2.4 光瓶酒目前市场规模及增速情况预测

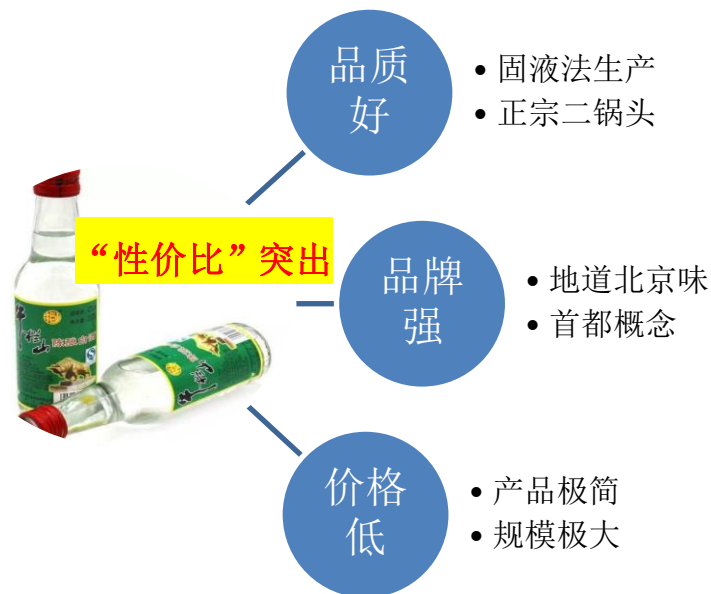
光瓶酒权威专家、北京卓鹏战略咨询培训机构创始人田卓鹏指出，2016 年光瓶酒市场规模在 650 亿左右，近五年光瓶酒市场平均增速预计在 20%左右，可以预判 3-5 年后整个光瓶酒市场将突破 1200 亿元，光瓶酒大风口已经确切。

按上述预测，2018 年整个光瓶酒约在 950 亿元，我们预计牛栏山白酒 2018 年销售收入 100 亿元左右，则市占率约 10%左右。未来，随着光瓶酒行业的增长和行业集中度的提高，我们认为作为行业龙头企业的牛栏山还具备很大的增长空间。

3、牛栏山“性价比”突出，竞争优势明显

公司白酒业务牛栏山品牌之所以能获得快速增长，最关键的因素是产品“性价比”十分突出。

图 16: 牛栏山白酒“性价比”突出



资料来源：公司公告，国海证券研究所

牛栏山白酒“性价比”突出，主要体现在三方面：

3.1 牛栏山白酒的品质好

一是固液法生产。所谓液态法白酒是指以含淀粉、糖类物质为原料，采用液态糖化、发酵、蒸馏所得的基酒（或食用酒精），可用香醅串香或用食品添加剂调味调香，勾调而成的白酒。所谓固态法白酒是指以粮谷为原料，采用固态（或半固态）糖化、发酵、蒸馏，经陈酿、勾兑而成的，未添加食用酒精及非白酒发酵产生的呈香呈味物质，具有本品固有风格特征的白酒。所谓固液态法白酒，是指以固态法白酒（不低于 30%）、液态法白酒勾调而成的白酒。大部分光瓶酒企业采用的是液态法生产，牛栏山白酒采用的是固液法生产。因此，牛栏山白酒的品质高于一般光瓶酒企业。

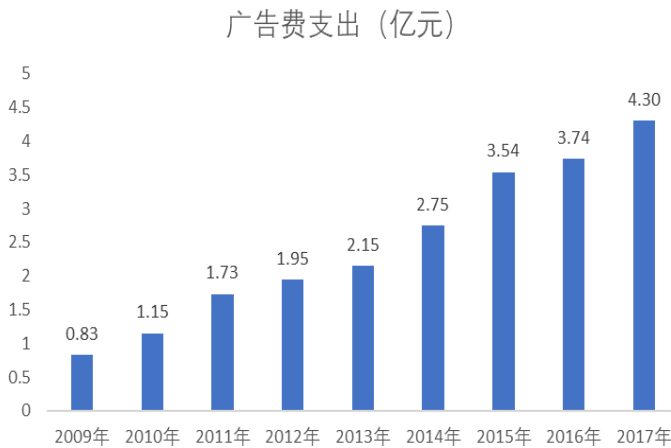
二是正宗二锅头。"二锅头"就是原材料在经过第二锅烧制时的"锅头"酒，这酒最为纯正、无异味、浓度虽高却不烈，真的醇厚绵香。二锅头白酒是北京地区的特

色白酒，牛栏山酒厂成为唯一将二锅头酒写入国家标准的酒厂。牛栏山二锅头的口感和酒质在低端酒中均属较优。

3.2 牛栏山白酒的品牌力强

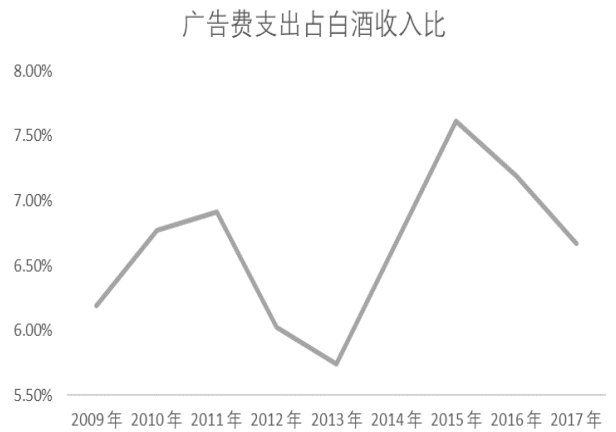
牛栏山白酒不仅品质好，尤其是“地道北京味”，代表着“北京文化”、“首都概念”，具有较好的品牌知名度和美誉度，品牌力较强。自古以来，在老百姓的认知中，京城是天子脚下，是全国优秀极品的汇集地，因此，京城人消费的东西自然是好东西。近年来，随着高铁时代的不断深化，区域概念被模糊，而首都概念则被更加凸显，因此北京不仅仅代表的是共和国的首都，更代表了 13 亿中国人心中的品质。牛栏山自身在品牌投入方面也相对较大，2007 年签约了王刚做品牌代言人，近几年来，广告费占白酒营业收入比也持续提高。

图 17：牛栏山每年广告支出额



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 18：牛栏山每年广告支出占白酒营业收入比



资料来源：Wind、国海证券研究所

500ml 左右的光瓶酒，牛栏山的主要竞争对手是东北酒和红星。东北酒的品牌形象一直比较低端。无论是品牌的核心诉求、产品的包装还是视觉的传达，都给消费者一种低端的认知。从市场调研了解，如东北老村长，为促进销售，靠奖盖来促销，如此一来销售费用又很大。红星走的是“民酒”路线，但 2011 年以来，受制于内部管理不善及体制因素，红星销量市占率持续下降。2014 年，红星任用职业经理人来管理，随后在产品渠道上推出了一系列的变革措施，2016 年经营表现开始好转。但红星 2017 年收入才 18 亿，与牛栏山 65 亿收入比（2018 年预计 100 亿左右），差距太大，规模上存劣势。此外，在品牌诉求上“每个人心中都有一颗红星”概念上过于抽象，而牛栏山的“正宗二锅头、地道北京味”，从产品本身优点上来体现更容易达成消费者认知。

100ML 左右的小酒，牛栏山的主要竞争对手，除了红星，另外强有力的竞争对手主要是劲酒、小郎酒和江小白等，但劲酒、小郎酒和江小白都定位中端，价格上都大大高于牛栏山。

3.3 牛栏山白酒的价格低

表 2: 主要品牌价格情况

品牌	规格	零售价
牛栏山陈酿	42 度 500ML	14 元/瓶
老村长香满堂	42 度 450ML	16.50 元/瓶
红星蓝瓶绵柔陈酿	43 度 750ML	28 元/瓶
汾酒黄盖玻汾	53 度 475ML	38.90 元/瓶
五粮液尖庄	50 度 450ML	49.80 元/瓶
泸州老窖二曲	52 度 500ML	16.50/瓶
沱牌大曲	50 度 475ML	28 元/瓶
绵竹大曲	52 度 500ML	49.92 元/瓶

资料来源：天猫商城、国海证券研究所

牛栏山白酒无论是光瓶酒还是小酒，在同档次白酒中，价格都是最低的。

表 3: 小酒主要品牌价格情况

品牌	规格	零售价
牛栏山清香型二锅头	56 度 100ML	4.2 元/瓶
劲酒	35 度 125ML	12 元/瓶
红星清香型白扁小二	56 度 100ML	6.66 元/瓶
兼香型小郎酒	45 度 100ML	18 元/瓶
百年糊涂	33 度 125ML	9.9 元/瓶

资料来源：天猫商城、国海证券研究所

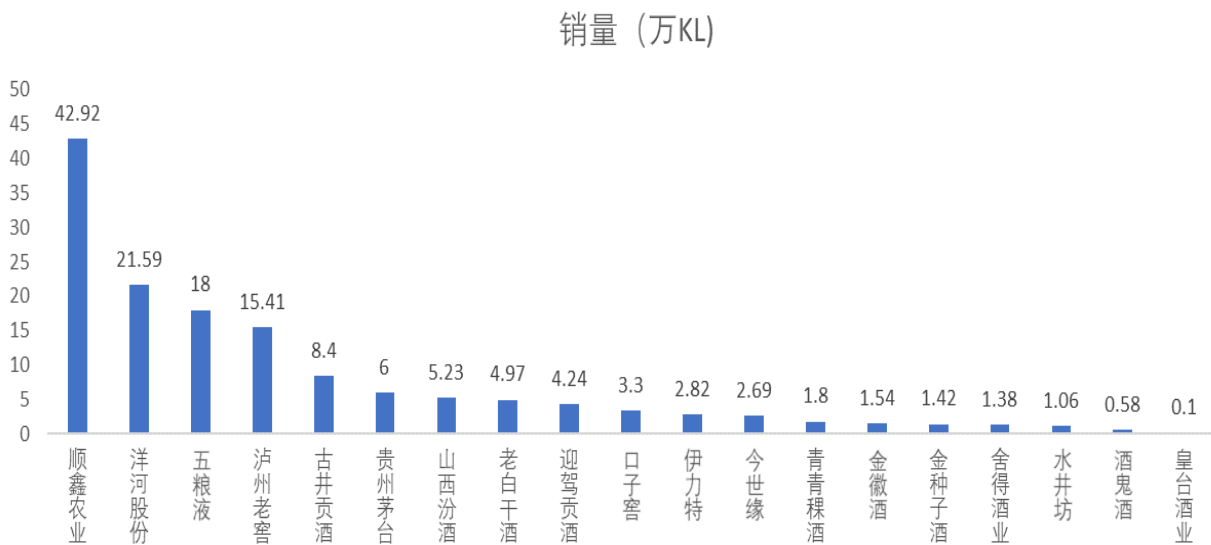
“优秀的品质、低廉的价格”，产品“性价比”突出，而公司却能保持好的盈利，其他白酒企业却很难模仿，其根本原因又在于公司在成本控制方面能做到极致，具体体现在：一是极简的产品；二是规模效应。

极简的产品，又包括以下几个方面：

- (1) 生产极简：采用固液法生产白酒，单位产出高。生产基地多地布局，除了北京基地外，还有河北香河和四川成都基地，生产基地贴近市场，物流成本可大幅降低。
- (2) 包装极简：采用超级大单品模式，陈酿及以下系列酒收入占比约 70%，全部采用光瓶模式，大幅节约包材、生产中的包装环节、运输和税金等。
- (3) 销售极简：由于牛栏山酒消费量大，属高频消费，经销商即使单一做牛栏山也能生存和盈利，故各地区市场基本上以大商为主导，公司只是派少数的业务人员进行监督，2017 年公司业务人员只有 200 人左右。因此，公司在销售人员的开支上比较少，总体销售费用也就比较低。

规模效应方面，体现在牛栏山是所有白酒上市公司中销量最大的品牌。在所有上市公司中，牛栏山销量规模稳居第一，甚至比销量规模排名第二的洋河也要高出一倍多。此外，即使和同档次光瓶酒品牌比较，牛栏山销售规模也是名列前茅的。如劲酒 2017 年销售收入 105 亿元，牛栏山 2017 年销售收入 65 亿元，但劲酒的价格是牛栏山价格的 2.5-3 倍，折算下来劲酒的销量预计也只有牛栏山的一半多左右。老村长 2017 年销售收入约 70 亿元，略高于牛栏山，但从目前市场上的表现来看，老村长销售显有颓势，处于下滑趋势，而牛栏山增速很快，2018 年上半年，牛栏山销售收入增速高达 60%以上，预计 2018 年全年可实现 100 亿元，我们预计 2018 年牛栏山销售规模要远大于老村长。巨大的销售规模，导致牛栏山无论是原材料采购成本、生产制造成本和销售费用率、管理费用率等都有相当的优势，构筑了自己的核心竞争能力，其他新进企业短期内也很难跟进。

图 19：主要白酒上市公司销量



资料来源：wind，公司公告、国海证券研究所

4、铺市率提高+结构升级，外埠市场仍有较大增长空间

4.1、铺市率提高

公司全国化营销战略稳扎稳打，市场开拓由京城到周边，由北向南依次推进。2005年，公司提出“一城、两洲、三区”的全国化销售布局，在北京市场及周边市占率迅速提升。2012年，提出“1+4+5”策略，重点打造“北方板块”。2015年，提出“2+6+2”市场深耕策略，深化“北方板块”的同时，开始发力“南方板块”。

牛栏山白酒原产地位于北京市顺义区，因此，北京地区是牛栏山最为核心的根据地市场，2017年销售收入约20多亿元。北京地区和环北京周边省份开发较早，市场相对较为成熟，但即使这样，2017年销售收入过5亿元的也只有河北、山东两省，河南销售收入约3-4个亿，内蒙销售收入2个亿，山西、天津、辽宁只有1个多亿。因此，上述环北京周边省份中，山西、天津、辽宁仍有很大增长空间。南方市场中，2017年长江三角洲销售收入约10个亿，珠江三角洲销售收入约2-3个亿。长江三角洲和珠江三角洲都是经济发达地方，外来务工人员多，中低端白酒需求量大，未来仍有很大潜力。目前外埠市场增长很快，2017年，福建、新疆等新兴市场销售收入同比增长50%以上，长江三角洲市场增幅达70%以上。

牛栏山白酒铺市率的提高，一方面在于市场全国化的拓展，尤其是南方市场的继续渗透；另一方面在于全渠道的铺市。牛栏山白酒由于品质好，品牌力强，消费者喝了不掉价，公司产品线更完整，低中高端全系列覆盖。因此，牛栏山白酒相比其他光瓶酒品牌销售渠道更广，覆盖面更广。牛栏山除了低档白酒覆盖中低端餐饮、烟酒店、小超市、便利店外，中高端白酒也可以覆盖A、B类中高端餐饮、大型商超等等，两者相加可以实现全渠道铺货。以华东市场为例，目前经销商调研反馈铺市率约60%左右，未来除了以陈酿为大单品的低端系列产品扫除低端餐饮、烟酒店、小超市、便利店空白网点和渠道下沉外，中高端产品面向A、B类中高端餐饮、大型商超等铺市，都有很大潜力。

4.2、结构升级

由于牛栏山白酒品质好，品牌力强，消费者喝了不掉价，公司产品线更完整，低中高端全系列覆盖。如此，未来牛栏山的结构升级分两个层次：一是跨系列升级。牛栏山白酒主要分为以陈酿大单品为核心的低端系列酒，典藏系列的中档酒，百年系列的中高端酒，瓷瓶经典系列的高端酒。随着消费升级，消费者也会从低端向中端，中端向中高端，中高端向高端跨系列升级；二是同系列不同品种升级。比如，低端酒系列，由绿瓶大二锅头向陈酿升级，陈酿再向精制陈酿升级，精制陈酿再向珍品陈酿升级，珍品陈酿再向珍品陈酿土豪金版升级；中端酒系列，由典藏10向典藏12升级，再由典藏12向典藏15升级；中高端酒系列，由百年







红 6 年向百年红 8 年升级，再由百年红 8 年向百年红 10 年升级，再由百年红 10 年向百年陈酿升级；高档酒系列，由青龙珍品 30 向黄龙经典升级。

图 20: 牛栏山白酒跨系列升级图



资料来源：京东商城、国海证券研究所

表 4: 牛栏山各档次子品牌白酒情况

产品系列	子品牌	度数	规格	售价	产品外观图
低档系列	大二锅头 (大绿瓶)	46 度	500ML	6.83 元/瓶	
	陈酿 (白牛二)	42 度	500ML	13.99 元/瓶	
	精制陈酿	43 度	500ML	20.75 元/瓶	
	珍品陈酿	39 度	500ML	27.25 元/瓶	
	珍品陈酿 (土豪金版)	42 度	500ML	48.50/瓶	
中档系列	典藏 10	41 度	500ML	30 元/瓶	
	典藏 12	46 度	500ML	45 元/瓶	

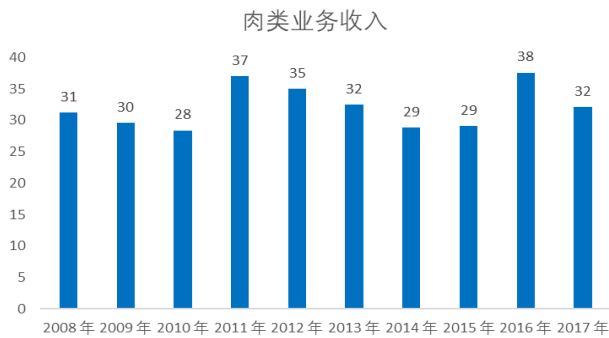
	典藏 15	42 度	500ML	49 元/瓶	
中高档系列	百年红 (6 年)	36 度	500ML	38 元/瓶	
	百年红 (8 年)	38 度	500ML	45 元/瓶	
	百年红 (10 年)	38 度	500ML	68 元/瓶	
	百年陈酿 (三牛)	52 度	400ML	99 元/瓶	
	青龙 (珍品三十)	53 度	500ML	188 元/瓶	
高档系列	黄龙经典	52 度	500ML	378 元/瓶	

资料来源：京东商城、国海证券研究所

5、肉类业务：全产业链布局，收入利润趋于稳定

公司肉类业务包括种猪繁育和屠宰肉类加工，两者总收入体量基本上稳定在30-40亿元，毛利润基本上稳定在2亿左右，净利润基本上在6000万上下。未来，如果公司不加大区外拓展或并购，预计肉类业务基本上维持在目前的水平。

图 21：公司肉类业务收入情况



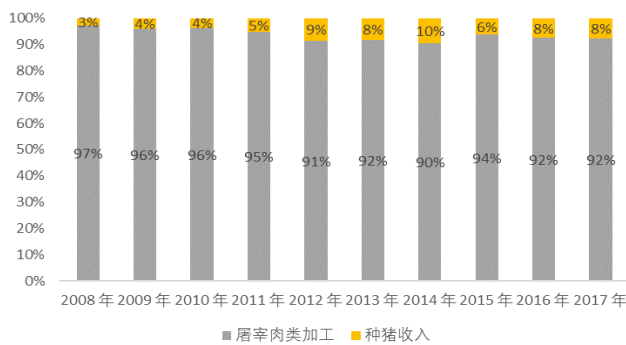
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 22：公司肉类业务毛利率情况



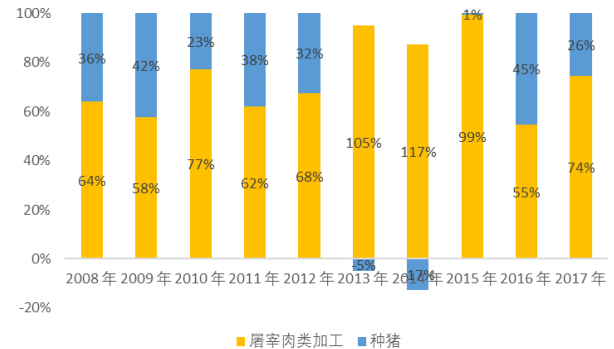
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 23：种猪和屠宰肉类加工收入占比情况



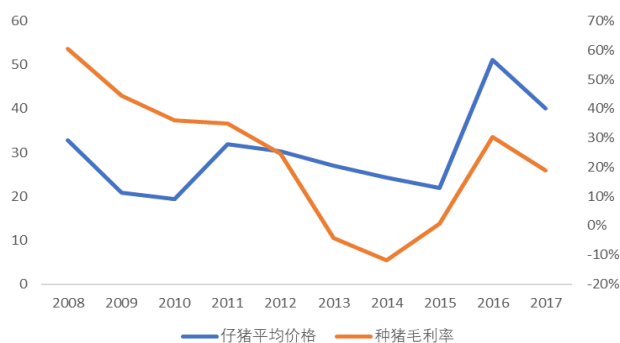
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 24：种猪和屠宰肉类加工毛利润占比情况



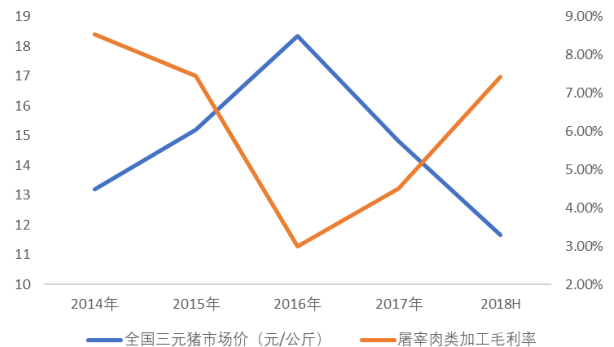
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 25：种猪业务毛利率与仔猪价格同向变动



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 26：屠宰肉类加工毛利率与生猪价格反向变动



资料来源：Wind、国海证券研究所

虽然目前公司形成了集“种猪繁育-商品猪养殖-生猪屠宰-肉制品加工-冷链物流配送”于一体的全产业链，公司肉类业务综合毛利率水平受猪价的影响相比之前有所减小，但由于整个肉类业务构成中屠宰肉类加工占比仍然为大（2017年收入占比约 92%，毛利润占比约 74%），故猪价下跌对肉类业务的盈利贡献还是偏正向的。

6、公司房地产业务市场价值高于账面价值

表 5：顺鑫农业房地产在售及待开发项目

地区	项目名称	开工时间	开始销售时间	最近一期竣工时间	建筑面积 (万平方米)	市场价值	项目情况
海南	海南富海家园	2012 年 1 月	2013 年 7 月	2016 年 12 月	12.00	15.12 亿元 (均价 1.26 万元/平方米)	
包头	包头顺鑫望潮苑	2009 年 8 月	2011 年 5 月	2016 年 5 月	17.00	8.67 亿元 (均价 0.51 万元/平方米)	
北京	GBD 二期	2012 年 3 月	2014 年 3 月	2017 年 8 月	8.00	30.72 亿元 (均价 3.84 万元/平方米)	GBD 二期项目，占地面积 5 万平方米，总建筑面积 8 万平方米。
	牛栏山下坡屯家园项目	2012 年 2 月	一期	2015 年 6 月	11.00	35.31 亿元 (均价 3.21 万元/平方米)，	下坡屯项目总占地面积 10 万平，建筑面积 27 万平，目前公司正在开发的是第一期项目，总占地面积 4.8 万平方米，建筑面积 11 万平方米。
二期			/	占地面积 5.20 万平方米	15.29 亿元 (土地价 2.94 万元/平方米)		
合计						105.11 亿元	

资料来源：公司公告、房天下网、国海证券研究所

按照“房天下”网提供的各地房地产市场平均成交价格数据测算，顺鑫房地产业务市场评估价值约为 105.11 亿元，而根据公司 2018 年半年报房地产业务总资产为 71.36 亿元，市场评估价值高于账面价值 33.75 亿元。从利润报表来看，公司房地产业务 2017 年亏损 22000 万元，2018 年中期亏损 11602 万元。因此，公司地

产业业务如果全部按目前市场价格实现销售，则预计能带来正的盈利贡献。

7、盈利预测与评级

基于考虑目前宏观经济处于下行趋势，对可选消费品白酒销售有一定程度影响，故我们调低公司盈利预测，预测 2018-2020 年 EPS 分别为 1.45/1.90/2.38 元，对应 PE 分别为 23.35/17.81/14.22 倍，调低为“增持”评级。

8、风险提示

- 1) 宏观经济下行趋势;
- 2) 光瓶酒行业竞争激烈;
- 3) 市场铺货不达预期;
- 4) 结构升级不达预期;
- 5) 成本控制不达预期;
- 6) 猪瘟疫对公司肉类业务的不确定性影响;
- 7) 食品安全;
- 8) 公司房地产业务未来销售的不确定性;
- 9) 房地产业务价值波动风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	11734	12252	13890	15454
增长率(%)	5%	4%	13%	11%
净利润(百万元)	438	827	1084	1358
增长率(%)	6%	89%	31%	25%
摊薄每股收益(元)	0.77	1.45	1.90	2.38
ROE(%)	6.15%	10.44%	12.10%	13.24%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：顺鑫农业盈利预测表

证券代码:	000860.SZ				股价:	33.84	投资评级:	增持	日期:	2018-11-09
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值		2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					每股指标					
ROE	6%	10%	12%	13%	EPS	0.77	1.45	1.90	2.38	
毛利率	34%	40%	41%	42%	BVPS	12.42	13.80	15.60	17.87	
期间费率	29%	31%	31%	31%	估值					
销售净利率	4%	7%	8%	9%	P/E	44.05	23.35	17.81	14.22	
成长能力					P/B	2.72	2.45	2.17	1.89	
收入增长率	5%	4%	13%	11%	P/S	1.65	1.58	1.39	1.25	
利润增长率	6%	89%	31%	25%	利润表 (百万元)					
营运能力					2017	2018E	2019E	2020E		
总资产周转率	0.64	0.75	0.66	0.67	营业收入	11734	12252	13890	15454	
应收账款周转率	27.20	27.90	27.55	27.73	营业成本	7753	7326	8184	8942	
存货周转率	0.99	0.99	0.99	0.99	营业税金及附加	1293	1350	1530	1703	
偿债能力					销售费用	1150	1491	1681	1862	
资产负债率	61%	51%	57%	55%	管理费用	800	772	861	950	
流动比	1.69	2.27	1.87	1.97	财务费用	158	240	209	199	
速动比	0.74	0.59	0.78	0.86	其他费用/(-收入)	59	59	59	59	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	638	1133	1484	1857	
现金及现金等价物	5096	2116	5836	7102	营业外净收支	(1)	(5)	(5)	(5)	
应收款项	431	439	504	557	利润总额	637	1128	1479	1852	
存货净额	7817	8747	9794	10732	所得税费用	195	293	384	482	
其他流动资产	496	518	588	654	净利润	442	834	1094	1371	
流动资产合计	13841	11820	16722	19045	少数股东损益	4	8	10	12	
固定资产	3153	2838	2904	2613	归属于母公司净利润	438	827	1084	1358	
在建工程	304	479	304	304	现金流量表 (百万元)					
无形资产及其他	771	752	733	714	经营活动现金流	2471	(2756)	3959	1345	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	442	834	1094	1371	
资产总计	18412	16232	21006	23020	少数股东权益	4	8	10	12	
短期借款	3400	3400	3400	3400	折旧摊销	228	335	303	309	
应付款项	279	957	2395	2916	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	3785	134	2430	2619	营运资金变动	1796	2014	(4916)	(1767)	
其他流动负债	709	709	709	709	投资活动现金流	(91)	140	109	290	
流动负债合计	8174	5200	8935	9645	资本支出	65	140	109	290	
长期借款及应付债券	2823	2823	2823	2823	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	288	288	288	288	其他	(156)	0	0	0	
长期负债合计	3111	3111	3111	3111	筹资活动现金流	(5360)	(41)	(54)	(68)	
负债合计	11285	8312	12046	12756	债务融资	197	0	0	0	
股本	571	571	571	571	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	7127	7920	8960	10263	其它	(5557)	(41)	(54)	(68)	
负债和股东权益总计	18412	16232	21006	23020	现金净增加额	(2980)	(2657)	4014	1568	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，9年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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唯一参考因素，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。

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，除法律规定的情况外，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。