

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 35.95

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

分析师: 龚小乐

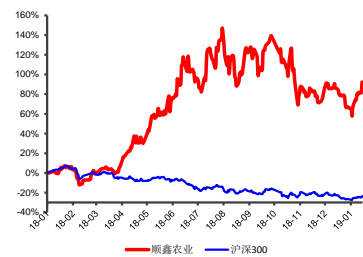
执业证书编号: S0740518070005

Email: gongxl@r.qizq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	570.59
流通股本(百万股)	570.59
市价(元)	35.95
市值(百万元)	20500
流通市值(百万元)	20500

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 顺鑫农业 (000860.SZ) \_深度报告: 从财务视角还原全面的顺鑫农业
- 2 顺鑫农业 (000860.SZ) \_三季度报点评: 牛栏山继续高增, 成长潜力仍足
- 3 顺鑫农业 (000860.SZ) \_中报点评: 牛栏山继续加速增长, 未来成长空间仍足
- 4 顺鑫农业 (000860.SZ) \_一季报点评: 牛二保持近 40% 的高增长, 市值仍被低估

### 公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	11,197.23	11,733.84	11,853.18	14,195.29	16,263.66
增长率 yoy%	16.18%	4.79%	1.02%	19.76%	14.57%
净利润 (百万元)	412.57	438.37	769.52	1,157.30	1,639.44
增长率 yoy%	9.65%	6.25%	75.54%	50.39%	41.66%
每股收益 (元)	0.72	0.77	1.35	2.03	2.87
每股现金流量	1.77	4.33	3.22	4.03	5.22
净资产收益率	6.12%	6.18%	11.48%	15.17%	18.34%
P/E	52.9	49.8	28.4	18.9	13.3
PEG	1.3	0.9	1.1	0.5	0.2
P/B	3.2	3.1	3.3	2.9	2.4

备注: 股价为 2019 年 1 月 17 日收盘价。

### 投资要点

- **核心观点:** 去年年初以来我们发布重磅深度和多篇跟踪报告重点推荐顺鑫农业, 本篇报告我们通过回答三个核心问题解码顺鑫的高成长, 认为面对行业调整, 牛栏山低库存模式+刚性需求属性+高性价比优势有助于公司平稳穿越周期, 值得高度重视。现阶段省外持续高速扩张驱动公司业绩增长, 未来公司有望凭借其建立的品牌、渠道壁垒持续收割市场份额。随着公司主业逐步清晰, 业绩弹性有望得到充分体现, 公司市值仍被低估, 我们持续重点推荐。
- **行业: 千亿市场规模, 静待龙头收割。** 低端酒全国销量约为 800 万吨, 以主流价格带 10 元/500 毫升进行测算, 当前低端酒市场规模达到 1600 亿元。竞争格局方面, 低端酒品牌众多, 地产酒占山为王群雄割据, 牛栏山/老村长/红星按照 90/60/20 亿元进行测算, 则 CR3 仅约为 10.6%, 市场集中度低, 未来龙头份额提升看点十足。
- **白酒: 从三个问题出发, 解读牛栏山的成长密码。**
  - 1、牛栏山为何能够穿越周期? 在 2013-14 年调整期, 牛栏山仍取得 50% 以上的利润增速, 我们从库存波动和需求波动分析牛栏山穿越周期的原因:
    - 1) 库存波动方面, 牛栏山坚持不压库存、不定任务, 低库存模式使得其周期性较弱, 行业调整期不存在去库存波动, 且顺价销售保证渠道利润空间;
    - 2) 需求波动方面, 牛栏山需求保持稳健, 一方面在于低端酒具有刚需属性, 基本不受经济放缓影响; 另一方面牛栏山香型受众广、“好喝不上头”, 不易醉的品质与大众化的价格使得其性价比突出, 因此需求平稳穿越周期。
  - 2、牛栏山的短期增长动力是什么? 省外市场是牛栏山现阶段主要增长动力, 公司全国化以来省外市场持续取得高增长, 占比从 2011 年约 30% 提升至 17 年约 70%, 2018 年上半年再度高增 71%, 亿元市场已增至 22 个, 全国化格局基本形成, 未来一方面打造 5-10 个 5 亿规模的样板市场, 另一方面通过渠道下沉向县级市场延伸。
  - 3、牛栏山的长期增长空间在哪里? 份额提升是公司长期增长空间所在:
    - 1) VS 红星: 本地市场, 牛栏山品质更佳、经营效率更高, 近年来对红星市场份额的领先优势越来越大;
    - 2) VS 老村长: 全国市场, 现阶段经营模式不同、两者错位竞争, 未来牛栏山渠道深耕和自然动销模式更具竞争力;
    - 3) VS 地产酒: 地产酒是现阶段主要竞争对手, 我们认为成本压力+渠道利润摊薄+消费升级趋势下, 品牌效应与规模优势将促进份额向龙头转移。
- **房地产: 预计 19 年起收入加快确认, 存量消化后期待剥离。** 公司地产子

5 顺鑫农业 (000860.SZ) 年报点评: 白酒动销超预期, 更待改革的期权

公司顺鑫佳宇近年来负债高企, 产生高额财务费用对公司业绩形成拖累。从存量项目来看, 公司 18-20 年海南项目和下坡屯项目逐渐确认收入, 同时积极消化 GBD 二期和包头项目库存, 未来财务压力有望减小。虽然公司仍需投入 32.8 亿元资金, 但 2012 年后已无新开工项目, 我们认为, 地产业务待存量项目消化后公司有望予以剥离, 从而继续聚焦酒肉主业。

- **怎么估值? 压制估值的因素逐步消除, 仍被低估的低端酒龙头。**一直以来, 公司估值被盈利偏弱的肉制品和房地产业务拖累, 随着公司利润端加速释放和改革步伐的加快, 压制公司估值的因素将逐步解除, 届时有望迎来戴维斯双击机会。我们认为对顺鑫农业采用分部估值更为合理, 基于未来牛栏山品牌的成长性和可释放的收入潜力, 我们预计 2019 年白酒收入有望突破 100 亿元, 按照 12% 的净利率测算, 对应利润可达 12 亿元, 参照可比公司估值, 公司白酒业务市值仍被低估; 房地产业务虽处于亏损状态, 但未来变现后我们估计可收回 40 亿元, 肉制品业务基本盈亏平衡, 暂不考虑, 公司市值亦被低估, 我们看好公司未来充足改善空间。
- **投资建议: 维持“买入”评级。**我们预计 2018-2020 年公司收入分别为 118.53、141.95、162.64 亿元, 同比增长 1.02%、19.76%、14.57%; 实现净利润分别为 7.70、11.57、16.40 亿元, 同比增长 75.54%、50.39%、41.66%, 对应 EPS 分别为 1.35、2.03、2.87 元
- **风险提示: 低端酒竞争加剧、改革进度低于预期、成本端继续上行。**

## 内容目录

行业：千亿市场规模，静待龙头收割.....	- 5 -
市场规模：低端酒市场规模约为 1600 亿元.....	- 5 -
竞争格局：市场集中度低，龙头份额提升看点十足.....	- 6 -
白酒：从三个问题出发，解读牛栏山的成长密码.....	- 7 -
牛栏山为何能够穿越周期？.....	- 7 -
牛栏山的短期增长动力是什么？.....	- 9 -
牛栏山的长期增长空间在哪里？.....	- 11 -
房地产：预计 19 年起收入加快确认，存量消化后期待剥离.....	- 13 -
投资建议：维持“买入”评级.....	- 15 -
收入分项预测.....	- 15 -
盈利预测.....	- 15 -
风险提示.....	- 16 -

## 图表目录

图表 1：低端酒各价位带的代表产品.....	- 5 -
图表 2：低端酒品牌阵营一览.....	- 5 -
图表 3：牛栏山近年来多次提价.....	- 5 -
图表 4：低端酒品牌众多.....	- 6 -
图表 5：低端酒市场集中度不高.....	- 6 -
图表 6：低端酒龙头份额具有较大提升空间.....	- 6 -
图表 7：行业调整期顺鑫收入保持正增长.....	- 7 -
图表 8：行业调整期顺鑫利润保持 50%以上的增长.....	- 7 -
图表 9：低库存模式下高动销才能转化为业绩.....	- 8 -
图表 10：顺鑫上一轮调整期至今涨幅位居行业第二.....	- 8 -
图表 11：我国农民工人数持续增长.....	- 8 -
图表 12：牛栏山产品品质突出.....	- 8 -
图表 13：牛栏山产品体系.....	- 9 -
图表 13：牛栏山全国化扩张稳步推进.....	- 9 -
图表 14：牛栏山外埠市场占比持续提升.....	- 10 -
图表 15：牛栏山渠道利润分布合理.....	- 10 -
图表 16：牛栏山经销商体量大.....	- 10 -
图表 17：顺鑫周转率在行业中处于较高水平.....	- 11 -
图表 18：牛栏山与红星对比.....	- 12 -
图表 19：牛栏山与红星市占率差距逐渐拉大.....	- 12 -

图表 20: 牛栏山与老村长错位竞争 .....	- 12 -
图表 21: 每个区域都有各自的地产酒品牌 .....	- 13 -
图表 22: 顺鑫佳宇连年处于亏损状态 (单位: 百万) .....	- 13 -
图表 23: 公司财务费用率显著高于同行企业 .....	- 13 -
图表 24: 公司房地产项目开发进展情况 .....	- 14 -
图表 25: 公司持续剥离其他产业 .....	- 14 -
图表 26: 白酒主业占比持续提升 .....	- 14 -
图表 27: 收入分项预测拆分 .....	- 15 -
图表 28: 可比公司估值表 .....	- 16 -
图表 29: 顺鑫农业三大财务报表预测 (单位: 百万元) .....	- 17 -

## 行业：千亿市场规模，静待龙头收割

市场规模：低端酒市场规模约为 1600 亿元

- 规模：低端酒享千亿市场盛宴。**一般而言，低端酒主要指的是 50 元以下的白酒市场，销量方面，当前低端酒全国销量约 800 万吨，远高于其他价格带白酒市场。价格方面，低端酒可分为低档至高档 5 个档次，包括众多地产酒品牌和牛二、老村长等全国化品牌。由于现阶段低端酒市场仍主要以地产酒和散酒为主，消费价位较低，如果我们以 10 元/500 毫升的价格进行测算，当前低端酒市场规模约为 1600 亿元。

图表 1：低端酒各价位带的代表产品

档位	餐饮价格	代表品牌
低档	5-8元/瓶	泥坑纯粮、沱牌方瓶、洋河普曲等
中低档	10-15元/瓶	牛栏山陈酿、红星绿瓶、老村长、龙江家园等
中档	20-28元/瓶	泸州老窖绿波二曲、琅琊台小青花、西凤 375、三井小刀等
中高档	30-40元/瓶	红星蓝瓶、牛栏山珍品陈酿、小郎酒
高档	40-50元/瓶	五粮液尖庄、洋河蓝优、汾酒玻汾等

来源：搜狐网，中泰证券研究所

- 升级：提价+产品结构升级带动主流价格带升级。**过去低端酒主流消费价位在 10 元左右，近年来升级至 15 元左右，目前销量最大的牛栏山陈酿、老村长香满园等产品代表了目前的主流价格带。随着消费升级，光瓶酒也开始提价，牛栏山推出了 2 款零售价 38 元的京味浓香，甚至上市了 108 元高端光瓶酒珍品陈酿；老村长基本砍掉了 10 元以下的产品，且于 2016 年初推出了 30 元/瓶的新品“乐醇”；红星二锅头也推出了 89 元的红星蓝界。我们认为主流价位的升级一方面受成本涨价与通货膨胀等因素影响，另一方面与消费升级趋势下消费者更加注重品牌有关。

图表 2：低端酒品牌阵营一览

行业阵营	品牌	2018年预计销售额
第一阵营	牛栏山	超90亿
	老村长	超60亿
第二阵营	红星二锅头	超20亿
	小郎酒	超20亿
	江小白	超10亿
	泸州老窖二曲	超10亿
第三阵营	五粮液歪嘴	5-6亿
	小村外	5-6亿
其他	其他	5亿以下

来源：云酒头条，中泰证券研究所

图表 3：牛栏山近年来多次提价

时间	提价动作
2015年9月	牛栏山陈酿42度一批价不低于120元/箱
2016年4月	42度“牛栏山陈酿”涨价，涨价幅度为每件12元
2017年5月	42度2L桶（1*6）每件上调4元，建议零售价17元/瓶；56度2L桶（1*6）每件上调4元，建议零售价19元/瓶；62度5L桶（1*4）每件上调8元，建议零售价50元/瓶；等
2017年10月	牛栏山系列整体调价，根据不同产品调价幅度为3%、4%

来源：酒业家，中泰证券研究所

竞争格局：市场集中度低，龙头份额提升看点十足

- **格局特点 1：低端酒品牌繁多。**50 元以下低端酒因低端、低价，市场上以光瓶酒为主，低端盒装酒没有多少生存空间。低端酒市场上群雄逐鹿，品牌众多，主要包括一线名酒的低端产品、东北光瓶酒、北京二锅头、其他地产酒等品类，一些新兴的主打年轻群体的光瓶酒也逐渐形成规模。

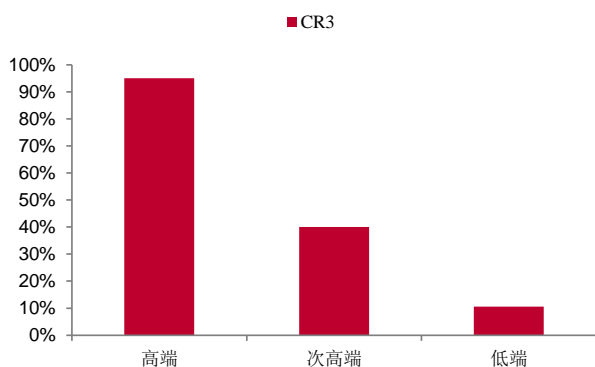
图表 4：低端酒品牌众多

品类划分	代表品牌
名酒光瓶酒	五粮液尖庄、剑南春绵竹大曲、泸州老窖二曲、小郎酒、汾酒玻汾等
二锅头品类	牛栏山、红星、一担粮等
东北光瓶酒	老村长、龙江家园、小村外等
新兴光瓶酒	江小白、泸小二、三井小刀等
地产酒	小角楼、汾阳王、鹿邑大曲、老龙口等

来源：酒说，购酒网，中泰证券研究所

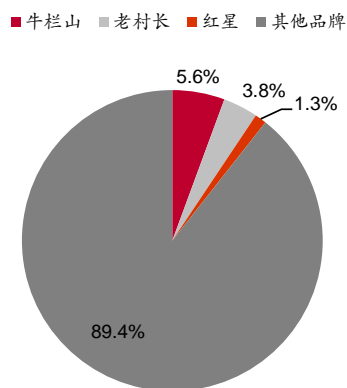
- **格局特点 2：市场集中度低，龙头份额提升是将来主要看点。**近年来，牛栏山不断占据红星的市场份额，成为二锅头领域的新霸主，而以老村长为代表的东北光瓶酒，也是低端酒市场里的中坚力量，牛栏山和老村长成为低端酒行业的领头羊。市场份额方面，若按照销售量计算，牛栏山销量约 40 万吨，占比近约为 5%，若按照销售收入计算，牛栏山今年收入有望突破 90 亿元，老村长和红星分别为 60 亿元和 20 亿元，则其市场份额分别为 5.6%、3.8%、1.3%，CR3 仅为 10.6%，剩下的接近 90% 的市场份额被其他品牌瓜分，市场集中度低，龙头份额具备很大提升空间，这也是龙头未来长期增长的主要看点。

图表 5：低端酒市场集中度不高



来源：中泰证券研究所

图表 6：低端酒龙头份额具有较大提升空间



来源：公司年报，名酒网，中泰证券研究所

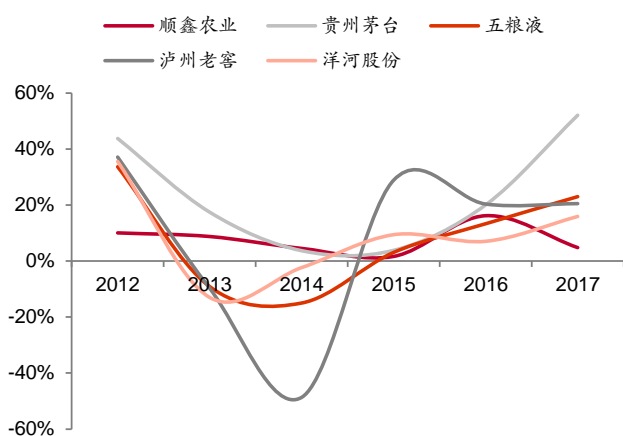


## 白酒：从三个问题出发，解读牛栏山的成长密码

### 牛栏山为何能够穿越周期？

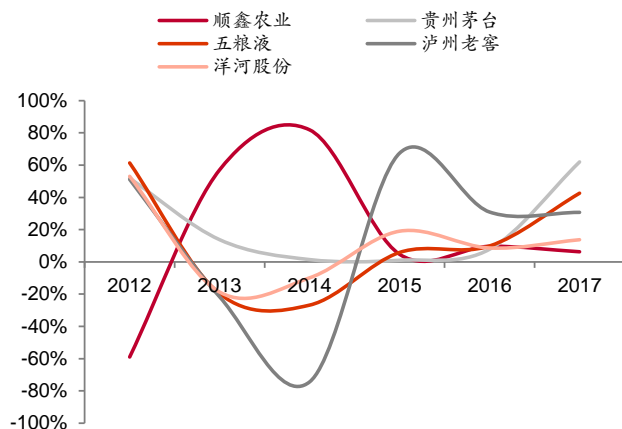
- 牛栏山业绩穿越周期，靠的是什么？** 尽管白酒行业经历过两次调整，牛栏山却一直保持稳定增长的态势。在 2013-2014 年行业调整期，顺鑫仍保持 50% 以上的业绩增速，而五、泸、洋等高端白酒业绩则连续两年出现下滑，表明牛栏山业绩能够穿越周期。那么，牛栏山凭借什么做到了在调整期独善其身？我们认为影响酒企业绩的因素主要就是需求波动和库存波动，因此我们从这两个方面对牛栏山的竞争优势进行分析。

图表 7：行业调整期顺鑫收入保持正增长



来源：wind, 中泰证券研究所

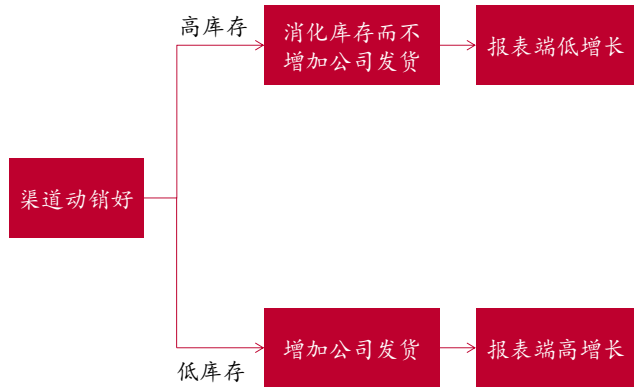
图表 8：行业调整期顺鑫利润保持 50% 以上的增长



来源：wind, 中泰证券研究所

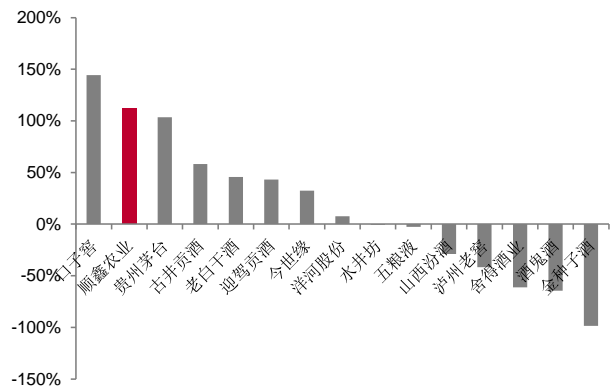
- 库存波动：牛栏山“不压货”，库存低而周期性弱。** 由于白酒行业的特殊性，库存周期会加大酒企业绩的波动性。对于牛栏山而言，公司坚持“不压库存”的模式，厂家几乎不给经销商制定任务，而是由经销商根据其资金、市场状况自主决定进货量。此外，当经销商遇到困难时，牛栏山营销团队还会全力帮助解决，如 2014 年帮助经销商消化库存、盘活资金，从而顺利渡过行业调整期。受益于此，牛栏山库存始终处于较低水平，这种低库存模式使得其周期性较弱，有助于其高动销顺利在报表端反映为增长。同时，牛栏山渠道基本处于顺价销售状态，保证各级渠道均有充足利润空间，而老村长等竞品则需要通过返利、促销进行动销，渠道利润较薄。可以看到，2012-2017 年期间公司白酒业务的毛利润增幅高达 112%，年复合增速达 16%，这一增幅仅次于口子窖，位居行业第二位，表明低库存和顺价销售的模式有助于保障公司顺利渡过行业调整期。

图表 9: 低库存模式下高动销才能转化为业绩



来源: 中泰证券研究所

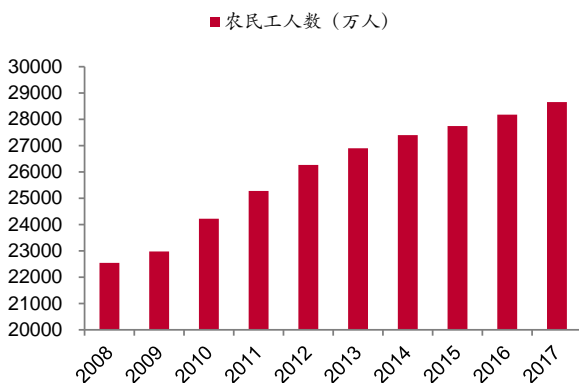
图表 10: 顺鑫上一轮调整期至今涨幅位居行业第二



来源: wind, 中泰证券研究所

- **需求波动: 刚需属性+“好喝不上头”品质+高性价比, 共同保障其需求稳健。**从需求波动来看, 牛栏山需求保持稳健主要得益于三个层面:
  - **1) 低端酒具有刚需属性。**低端酒消费群体主要为城市外来务工人员以及乡镇农村居民, 这些消费者对白酒的需求量大而且基本不受经济放缓的影响, 因此低端酒的需求对宏观经济变动不敏感, 抗调整能力强;
  - **2) 牛栏山香型受众广, 不易醉。**牛栏山品质远超同价位产品, 一方面牛二属于浓香型, 符合中国大部分地区的饮酒口味, 相较于入口呛、度数高的清香型更易进行推广和扩张; 另一方面, 牛栏山具有“好喝又不上头”的特性, 其不易醉的特点能够契合消费者饮酒量大的消费需求。
  - 3) 牛栏山价格亲民, 性价比高。**牛栏山不仅品质突出, 价格也更为亲民, 其核心单品 42 度牛栏山陈酿 500 毫升零售价仅为 15 元, 能为大多数饮酒量大但消费水平低的消费者所承受。

图表 11: 我国农民工人数持续增长



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 牛栏山产品品质突出

时间	事件
2015年1月	第二届中国白酒科学技术大会上牛栏山揽获多项荣誉
2015年1月	牛栏山荣获2014年度“白酒行业年度影响力品牌”
2015年6月	牛栏山酒厂被认定为“北京市非物质文化遗产生产性保护示范基地”
2015年12月	牛栏山酒厂荣获“中国酒业流通20年卓越贡献企业”奖
2016年3月	牛栏山酒厂荣获“中国酒业重构期明星企业”称号
2016年3月	牛栏山酒厂的“牛栏山二锅头”荣膺首届中国(北京)地域文化标志酒
2016年4月	第二届中国酒业“仅秋奖”斩获了“企业腾飞奖”和“社会责任奖”
2016年8月	牛栏山入选2016年华樽杯酒类百强名单
2017年9月	六位酿酒师荣获了“白酒工匠大师”的称号
2017年11月	作为京酒代表参与“2017上海国际酒交会”
2017年12月	牛栏山荣获“2017年度消费者点赞杰出品牌奖”
2018年9月	牛栏山入选2017第九届“华樽杯”中国酒类品牌价值200强

来源: 云酒头条, 中泰证券研究所



图表 13: 牛栏山产品体系

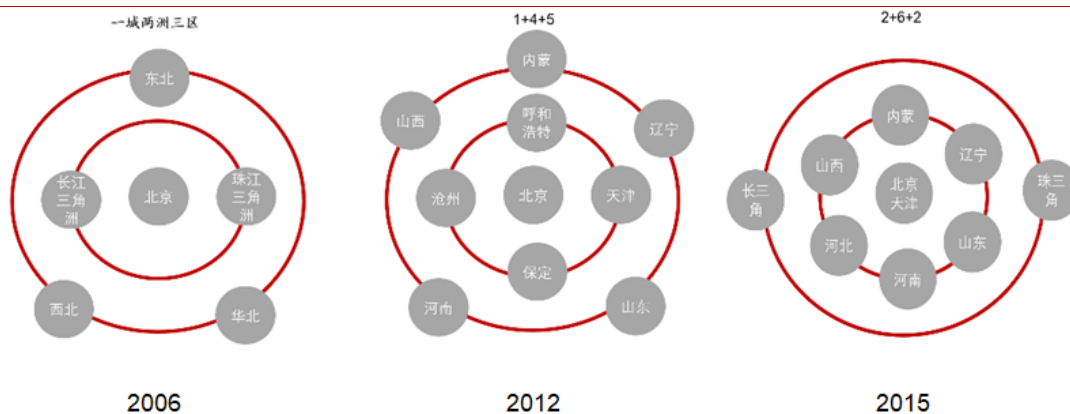
	陈酿		百年		高端
产品	牛栏山陈酿52度	精致陈酿43度	百年陈酿52度	百年和之牛52度	珍品30年二锅头
售价(元)	15.4	19.8	98	69.7	179
图例					
产品	珍品陈酿52度	珍品陈酿土豪金52度	百年红十年38度	百年陈酿36度	至尊经典二锅头
售价(元)	38	61	60	103	388
图例					

来源: 京东, 中泰证券研究所

### 牛栏山的短期增长动力是什么?

- 全国化扩张路径: 立足华北, 着眼全国。**省外市场是牛栏山现阶段主要增长动力所在, 回顾历史, 牛栏山的区域扩张主要分为三个阶段:
  - 1) 第一阶段立足北京,** 2006年牛栏山提出“一城两洲三区”区域扩张战略, 深深植入北京及周边市场, 建立了100多人的直营队伍, 主攻餐饮、商超渠道, 至2007年, 牛栏山走进了3000多家北京高档餐饮, 销量也超越红星二锅头, 成为北京地区二锅头第一品牌。
  - 2) 第二阶段主打华北,** 2012年牛栏山提出“1+4+5”亿元市场战略, 以北京市场为核心, 将天津、保定、呼和浩特、沧州打造成4个亿元市场, 将山东、山西、河南、内蒙、辽宁培育成为5个省级亿元市场。
  - 3) 第三阶段进攻全国,** 2015年牛栏山进一步升级为“2+6+2”战略, 即北京、天津; 山东、辽宁、内蒙、山西、河北、河南; 长三角、珠三角。通过在北京市场产生的品牌效应, 牛栏山以陈酿为主力产品切入外埠市场, 区域扩张效果显著。

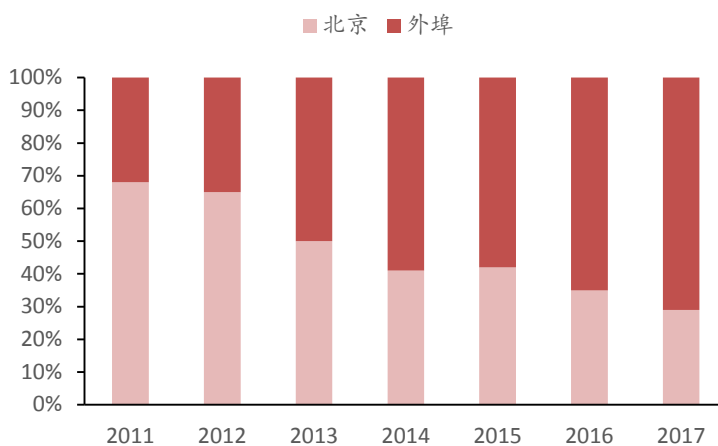
图表 14: 牛栏山全国化扩张稳步推进



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- **省外市场持续高增，全国化效果显著。**自牛栏山开展全国化以来，外埠市场收入增速保持高增长，占比已从2011年的约30%提升至2017年的约70%，外埠市场已取代北京成为牛栏山的主力增长点。随着陈酿大单品销售实现规模化，2018年上半年外埠市场再度猛增71%，其中长三角地区营收同比增长78%，湖南、新疆等新兴市场收入增长更是高达100%和160%。2018年牛栏山突破亿元的省级市场（包括直辖市）已达到22个，比去年增加4个，全国化格局基本形成，后续全国化重心将从横向扩张转向纵向延伸，一方面分阶段、分梯队打造样板市场，未来将打造5-10个5亿元以上规模的样板市场，另一方面通过渠道下沉提升每个区域的效益。

**图表 15: 牛栏山外埠市场占比持续提升**



来源：公司年报，中泰证券研究所

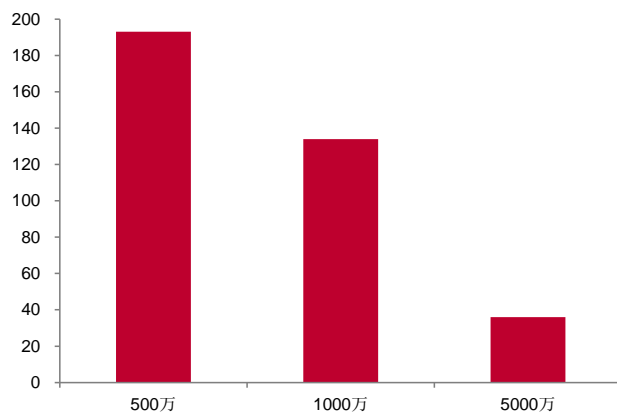
- **经销商合作长期稳定，保障全国化顺利推进。**牛栏山全国化顺利推进的背后是其拥有一大批忠实稳定的经销商，其中合作长达十年以上的经销商占比达到75%，且大部分只做牛栏山这一个白酒品牌。同时，经销商销售额也节节攀升，2018年销售实现500万、1000万、5000万的分别达到193个、134个和36个，经销商和厂家共同分享高速发展成果。利润方面，牛栏山一批商、终端毛利率分别能够达到10%、30%左右，高于红星、老村长等竞品，保证渠道有动力推广牛栏山。

**图表 16: 牛栏山渠道利润分布合理**



来源：神农投资，中泰证券研究所

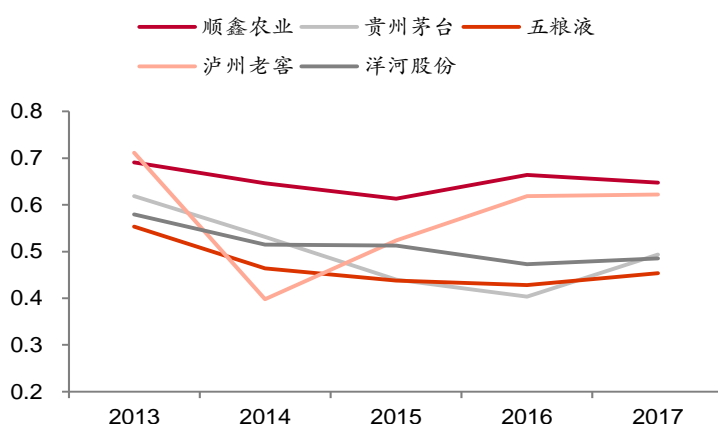
**图表 17: 牛栏山经销商体量较大**



来源：酒业家，中泰证券研究所

- **渠道动销保持强劲，省外依旧是主要动力。**近期渠道跟踪显示，商超和烟酒店，大单品陈酿牛二以隔月货为主，日期相比其他竞品明显更新，渠道实际动销势头持续强劲。从周转率也可以看出，顺鑫在行业中处于较高水平。从短期来看，2018年中秋后公司基本完成全年任务，国庆后以净化市场库存为主，我们预计全年白酒收入在90亿元以上。目前渠道进入春节备货阶段，2019年江浙沪地区收入规划35%增长，春节备货已完成全年目标约50%，我们预计全年该地区收入增速有望达到50%。随着20-30元产品在省外逐步推广以及渠道进一步下沉，我们预计2019年白酒收入增速仍有望实现20%-30%增长，从而平稳渡过行业调整期。

**图表 18: 顺鑫周转率在行业中处于较高水平**



来源: wind, 中泰证券研究所

### 牛栏山的长期增长空间在哪里？

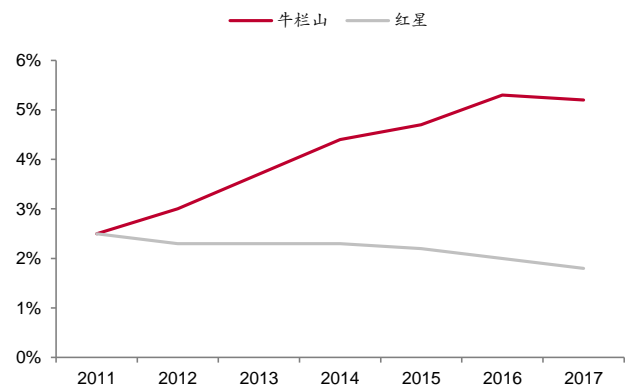
- 根据我们第一部分的分析，牛栏山当前市场份额仅约为5%，我们认为市场份额提升是牛栏山长期增长空间所在，下面我们通过牛栏山与红星、老村长、地产酒的对比分析，展望牛栏山是否能在低端酒市场上不断收割份额。
- **牛栏山 VS 红星：牛栏山后来居上，领先优势逐渐拉大。**牛栏山和红星虽然同源北京，但近年来牛栏山不断蚕食红星的市场份额，二者差距越拉越大，主要有以下两方面原因：1) 二者香型不一样，牛栏山属于浓香型，“好喝不上头”从而受众更广，而红星属于清香型，度数较高而难以为消费者接受；2) 牛栏山早已进行股份制改制，经营效率明显提升，而红星是老国企，体制僵化且活力不足。此外在营销方面，红星营销定位失误，红星最新的营销定位为北漂一族，但他们却不是二锅头的主力消费群体，因而在与牛栏山的竞争中逐渐败下阵来。

图表 19: 牛栏山与红星对比

	牛栏山	红星
香型	浓香型	清香型
体制	上市公司	国企
营销口号	正宗二锅头，地道北京味	每个人心中都有一颗红星
发力时间	2000年初	2013年后
受众定位	乡镇农村中老年	北漂年轻一族

来源：搜狐网，中泰证券研究所

图表 20: 牛栏山与红星市占率差距逐渐拉大



来源：欧睿咨询，中泰证券研究所

- **牛栏山 VS 老村长：现阶段错位竞争，未来牛栏山更具竞争力。**牛栏山和老村长在经营模式方面存在诸多差异，二者以错位竞争为主，尚未进入短兵相接的阶段。第一，营销方面，老村长接近快消品模式，采用灵活多变、赠品多样的促销活动，瓶瓶开盖有奖，以满足消费者“爱占便宜”的心理需求，而牛栏山则很少进行此类促销；第二，渠道方面，老村长在餐饮渠道更为强势，而牛栏山则主攻路边摊和便利店等渠道；第三，返利方面，牛栏山基本顺价销售，而老村长则进行多种返利活动。长期来看，我们认为牛栏山的经营模式更具竞争力，这是因为牛栏山经过多年来对品牌和渠道的深耕建立起壁垒，短期内难以被复制和追赶，且无促销活动下主要依靠自然动销，而老村长的促销模式其实在一定程度上限制着公司发展，因此未来牛栏山更有望在白热化的竞争中胜出。

图表 21: 牛栏山与老村长错位竞争

	牛栏山	老村长
香型	浓香型	浓香型
主力单品	牛栏山陈酿（42°，500ml） 	香满堂（42°，450ml） 
零售价	15 元	10 元
产品特性	醇厚绵香、口感纯净	口感平和、绵净顺口
经销模式	大经销商	大经销商
主攻渠道	路边摊、便利店、小型餐饮店	乡镇小卖部、小饭馆、大排档等
主销市场	北京、天津、山东、河南、内蒙等	河北、河南、山东、天津、安徽等
促销策略	利用节假日促销	经销商裸价操作，阶梯促销，盖内奖等
返利模式	基本顺价销售	滞后返利、模糊返利或实物返利

来源：名酒网、赶酒会、搜狐网、凤凰网、中泰证券研究所

- 牛栏山 VS 地产酒：地产酒是现阶段主要竞争对手，品牌效应与规模优势将促进份额向龙头转移。** 低端酒有很强的区域特征，每个区域都有各自的低端酒品牌和固定的消费群体，地产酒仍处于以占山为王的阶段。因此，虽然牛栏山、老村长等龙头都在大举进行全国化扩张，但地产酒才是其现阶段主要竞争对手。我们认为地产酒的区域强势表现或难以为继，一方面是由于玻瓶等成本不断上涨将压缩小厂家利润空间，另一方面经销商和终端门店利润摊薄的背景下渠道动力不足，同时消费升级推动其原有消费人群向具有品牌优势的龙头转移，这都为龙头的全国化扩张提供了充足空间。

**图表 22：每个区域都有各自的地产酒品牌**

区域	代表产品
东北	老村长、龙江家园、北大仓
北京	牛栏山、红星
四川	丰谷、江口醇、小角楼
湖北	枝江、白云边
甘肃	九粮液、金徽、古河州
山西	汾阳王、唐王宴

来源：百家号，中泰证券研究所

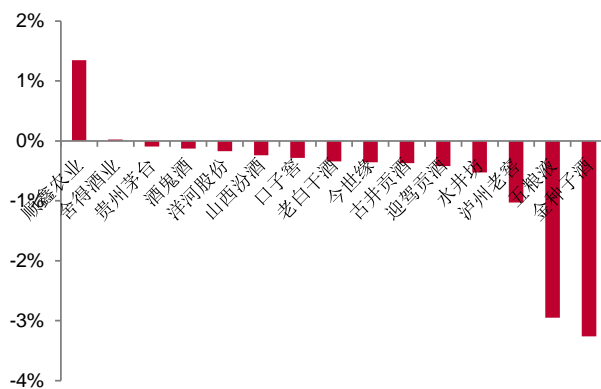
## 房地产：预计 19 年起收入加快确认，存量消化后期待剥离

- 概况：地产子公司负债高企，高额财务费用拖累公司业绩。** 公司房地产业务主要由子公司顺鑫佳宇运作，除 2014 年外，近年来顺鑫佳宇始终处于亏损状态，而亏损主要来自于巨额有息负债所产生的高额财务费用，2017 年顺鑫佳宇总负债高达 70.51 亿元，净资产为 -3.23 亿元，产生亏损 2.41 亿元。对于公司而言，由于白酒业务一般不产生利息费用（基本无有息负债），公司财务费用主要由房地产业务所产生，受顺鑫佳宇影响，公司财务费用率显著高于同行企业，对公司业绩形成拖累。

**图表 23：顺鑫佳宇连年处于亏损状态（单位：百万）**

	总资产	总负债	净资产	营业收入	营业利润
2012	5,084	4,995	89	533	-104
2013	5,893	5,884	9	502	-122
2014	6,202	6,110	92	1,132	110
2016	6,413	6,517	-104	272	-243
2017	6,728	7,051	-323	159	-241

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 24：公司财务费用率显著高于同行企业**


来源：wind，中泰证券研究所



- **进展：预计 19 年开始收入加快确认，财务压力有望减小。**从项目开发进展来看，下坡屯项目体量最大，但目前尚未确认收入，预计 2020 年将转化为收入，北京非首都功能的外迁将带动项目销售；GBD 二期项目为当前主要在售项目，但诸多房地产调控政策影响了项目销售情况，公司正采取租售并举等措施清库存；海南项目大多为两年期分期付款，2018 年全款到账后将实现收入；包头项目受三四线城市地产市场交易清淡的影响，销售情况一般。综合来看，公司地产项目总投资 105.56 亿元，后续仍有 32.8 亿元的资金缺口，但是，随着海南项目和下坡屯项目逐渐确认收入，以及偿还有息债务后利息减少，我们认为 2019 年开始地产业务对公司业绩的拖累将逐步缩小。

**图表 25：公司房地产项目开发进展情况**

项目	占地面积 (万平米)	投资情况		可供出售房产 (套)	销售情况		进展
		总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)		签约面积 (万平米)	签约合同额 (亿元)	
下坡屯项目	23.27	65.41	35.87	471	17.36	9.11	该项目未按计划开发，2017 年开发建设，预计 2020 年可实现销售收入，北京非首都功能的外迁将带动项目销售。
GBD 二期项目	4.18	21	20.22	138	6.47	14.8	该项目为当前主要在售项目，但北京“3.17 四限”等调控政策影响了项目销售。
包头望潮苑项目	16.96	11.5	11.14	448	6.6	4.58	三四线城市市场清淡，销售情况一般。
海南富海家园	8.68	7.65	5.53	595	4.95	4.51	该项目大部分为 2 年分期付款，2016 年签约，2018 年全款到账后将实现收入。

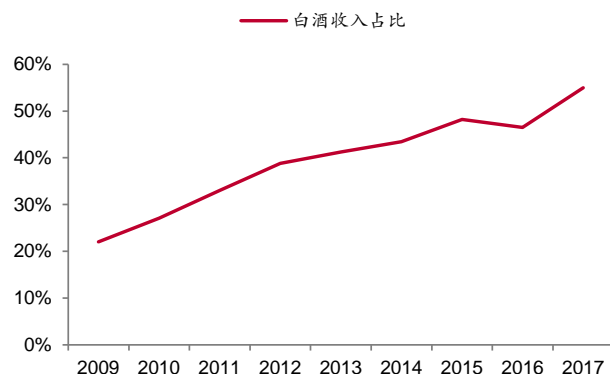
来源：公司年报问询函回复、公司债券跟踪评级报告、中泰证券研究所

- **展望：继续聚焦主业，地产业务期待剥离。**公司将继续实施“聚焦主导产业，调整剥离其他产业”的策略，房地产业务方面，公司将以存量项目开发和销售为主，2012 年后再无新开工的地产项目。其他业务方面，公司 2015 年以来持续对其他产业进行剥离，涉及种业、农业、物流、建筑等多个产业，我们认为公司未来将继续深度聚焦酒肉主业，待地产库存消化完毕后有望予以剥离。

**图表 26：公司持续剥离其他产业**

时间	剥离内容
2015.1	耘丰种分公司 100% 的股权
2015.1	北京顺鑫国际种业有限公司 100% 的股权
2015.8	顺科农业技术开发分公司 100% 的股权
2015.12	北京顺鑫国际电子商务有限公司 100% 股权
2016.1	北京顺鑫创新国际物流有限公司 100% 股权
2016.11	北京顺鑫石门农产品批发市场 87.08% 股权
2017.9	北京顺鑫大禹水利建设工程有限公司 85.43% 的股权

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 27：白酒主业占比持续提升**


来源：wind，中泰证券研究所



## 投资建议：维持“买入”评级

### 收入分项预测

- 我们认为低端酒不会受到经济增速放缓的影响，低库存高周转模式与省外持续高速扩张将带动白酒业务快速成长，预计 2018-2020 年白酒收入增速 42%、30%、20%；肉类业务受猪价影响，波动性大，预计 2018-2020 年肉类收入增速-25%、-20%、-20%；房地产业务随着陆续回款，收入有望加速确认，预计 2018-2020 年地产收入增速-10%、5%、5%。

图表 28：收入分项预测拆分

白酒	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(百万元)	3238.24	3743.71	4120.14	4647.90	5,204.26	6,450.68	9,159.97	11,907.96	14,289.55
YOY(%)		15.61%	10.05%	12.81%	11.97%	23.95%	42.00%	30.00%	20.00%
成本(百万元)	1570.88	1484.37	1759.26	1760.66	1,946.86	2,911.96	4,892.09	6,261.88	7,389.02
YOY(%)		-5.51%	18.52%	0.08%	10.58%	49.57%	68.00%	28.00%	18.00%
毛利(百万元)	1667.36	2259.34	2360.88	2887.24	3,257.40	3,538.72	4,267.87	5,646.08	6,900.53
毛利率(%)	51.49%	60.35%	57.30%	62.12%	62.59%	54.86%	46.59%	47.41%	48.29%
肉类加工	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(百万元)	3200.02	2975.52	2610.57	2724.89	3,474.34	2,969.09	2,226.82	1,781.45	1,425.16
YOY(%)		-7.02%	-12.27%	4.38%	27.50%	-14.54%	-25.00%	-20.00%	-20.00%
成本(百万元)	3046.52	2758.14	2387.85	2522.06	3,370.44	2,834.90	2,075.15	1,701.62	1,361.30
YOY(%)		-9.47%	-13.43%	5.62%	33.64%	-15.89%	-26.80%	-18.00%	-20.00%
毛利(百万元)	153.5	217.38	222.72	202.83	103.90	134.19	151.67	79.83	63.87
毛利率(%)	4.80%	7.31%	8.53%	7.44%	2.99%	4.52%	6.81%	4.48%	4.48%
房地产	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(百万元)	414.6	439.63	1128.58	501.24	272.35	159.04	143.14	150.29	157.81
YOY(%)		6.04%	156.71%	-55.59%	-45.66%	-41.60%	-10.00%	5.00%	5.00%
成本(百万元)	350.34	389.48	803.88	341.15	179.29	99.03	74.27	77.99	81.89
YOY(%)		11.17%	106.40%	-57.56%	-47.45%	-44.77%	-25.00%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	64.26	50.15	324.7	160.09	93.06	60.01	68.86	72.31	75.92
毛利率(%)	15.50%	11.41%	28.77%	31.94%	34.17%	37.73%	48.11%	48.11%	48.11%
其它	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(百万元)	1,489.09	1,913.50	1,621.37	1,763.39	2,246.28	2,155.03	323.25	355.58	391.14
YOY(%)		28.50%	-15.27%	8.76%	27.38%	10.00%	-85.00%	10.00%	10.00%
成本(百万元)	1,136.52	1,609.56	1,337.09	1,420.40	1,832.97	1,907.47	286.12	314.73	346.21
YOY(%)		41.62%	-16.93%	6.23%	29.05%	8.00%	-85.00%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)	352.57	303.94	284.28	342.99	413.31	247.56	37.13	40.85	44.93
毛利率(%)	23.68%	15.88%	17.53%	19.45%	18.40%	11.49%	11.49%	11.49%	11.49%
合计	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(百万元)	8,341.95	9,072.36	9,480.66	9,637.42	11,197.23	11,733.84	11,853.17	14,195.28	16,263.65
YOY(%)		8.76%	4.50%	1.65%	16.18%	4.79%	1.02%	19.76%	14.57%
成本(百万元)	6,104.26	6,241.55	6,288.08	6,044.27	7,329.56	7,753.36	7,327.63	8,356.22	9,178.40
YOY(%)		2.25%	0.75%	-3.88%	21.26%	5.78%	-5.49%	14.04%	9.84%
毛利(百万元)	2237.69	2830.81	3192.58	3593.15	3,867.67	3,980.48	4,525.54	5,839.06	7,085.25
毛利率(%)	26.82%	31.20%	33.67%	37.28%	34.54%	33.92%	38.18%	41.13%	43.56%

来源：中泰证券研究所

### 盈利预测

- 怎么估值？压制估值的因素逐步消除，仍被低估的低端酒龙头。一直以来，公司估值被盈利偏弱的肉制品和房地产业务拖累，随着公司利润端加速释放和改革步伐的加快，压制公司估值的因素将逐步解除，届时有望迎来戴维斯双击机会。我们认为对顺鑫农业采用分部估值更为合理(参照 2015-2016 年的康师傅，当时市值跌至 300 亿元，比公司方便面合理的市值还要低)，基于未来牛栏山品牌的成长性和可释放的收入潜力，我

们预计 2019 年白酒收入有望突破 100 亿元，按照 12% 的净利率测算，对应利润可达 12 亿元，参照可比公司估值，公司白酒业务市值仍被低估；房地产业务虽处于亏损状态，但未来变现后我们估计可收回 40 亿元，肉制品业务基本盈亏平衡，暂不考虑，公司市值亦被低估，我们看好公司未来充足改善空间。

- **投资建议：维持“买入”评级。**我们预计 2018-2020 年公司收入分别为 118.53、141.95、162.64 亿元，同比增长 1.02%、19.76%、14.57%；实现净利润分别为 7.70、11.57、16.40 亿元，同比增长 75.54%、50.39%、41.66%，对应 EPS 分别为 1.35、2.03、2.87 元。

图表 29：可比公司估值表

股票名称	股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
贵州茅台	659.25	8280.2	21.56	26.30	29.54	30.6	25.1	22.3
五粮液	51.92	1970.9	2.55	3.32	3.71	20.4	15.6	14.0
泸州老窖	41.08	575.9	1.75	2.37	2.75	23.5	17.3	14.9
洋河股份	97.51	1469.5	4.40	5.38	6.73	22.2	18.1	14.5
古井贡酒	57.91	291.9	2.28	3.26	3.82	25.4	17.8	15.2
山西汾酒	36.88	319.4	1.09	1.72	2.10	33.8	21.4	17.6
口子窖	39.26	235.6	1.86	2.26	2.61	21.1	17.4	15.0
水井坊	30.19	147.6	0.69	1.22	1.59	43.8	24.7	19.0
沱牌舍得	25.11	84.6	0.43	0.93	1.33	58.4	27.0	18.9
顺鑫农业	35.95	205.3	0.77	1.35	2.03	46.7	26.6	17.7
伊力特	13.88	61.2	0.80	1.07	1.34	17.4	13.0	10.4
老白干酒	13.42	58.8	0.37	0.73	1.04	36.3	18.4	12.9
迎驾贡酒	14.54	116.3	0.83	0.93	1.03	17.5	15.6	14.1

来源：Wind，中泰证券研究所

## 风险提示

- 低端酒竞争加剧。低端酒市场品牌众多，竞争异常激烈，未来不排除该价位产品竞争态势进一步加速的可能，因此公司产品的全国化扩张进程可能会受到一定影响。
- 改革进度低于预期。随着主业白酒的加速发展，公司核心管理层更换为国企改革提供了良好窗口，但改革的推进节奏仍存在不达预期的可能，因此房地产剥离速度也会受到牵制，财务费用将继续承压。
- 成本端继续上行。过去两年原材料价格大幅上涨，目前价格进入平稳趋势，但大宗商品的供需不确定性，若成本端继续上行将会继续影响企业盈利能力。

图表 30: 顺鑫农业三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>11,197.2</b>	<b>11,733.8</b>	<b>11,853.2</b>	<b>14,195.3</b>	<b>16,263.7</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	7,329.6	7,753.4	7,327.6	8,356.2	9,178.4	营业收入增长率	16.2%	4.8%	1.0%	19.8%	14.6%
营业税费	1,279.2	1,292.9	1,351.3	1,618.3	1,854.1	营业利润增长率	-1.7%	16.3%	76.0%	50.1%	41.6%
销售费用	1,223.2	1,149.6	1,066.8	1,419.5	1,707.7	净利润增长率	9.6%	6.3%	75.5%	50.4%	41.7%
管理费用	756.0	800.4	770.5	993.7	1,105.9	EBITDA增长率	8.0%	2.7%	50.7%	30.5%	30.3%
财务费用	256.5	157.7	190.0	98.3	8.0	EBIT增长率	10.4%	-1.0%	64.7%	35.9%	34.2%
资产减值损失	-8.9	35.9	30.0	30.0	30.0	NOPLAT增长率	25.9%	-12.0%	65.0%	35.9%	34.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.1%	-1.6%	-10.1%	-14.1%	-20.8%
投资和汇兑收益	186.4	94.8	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	23.9%	4.5%	-5.3%	13.9%	17.3%
<b>营业利润</b>	<b>548.2</b>	<b>637.6</b>	<b>1,122.1</b>	<b>1,684.3</b>	<b>2,384.6</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-3.6	-0.6	-3.7	-2.3	-1.9	毛利率	34.5%	33.9%	38.2%	41.1%	43.6%
<b>利润总额</b>	<b>544.6</b>	<b>637.1</b>	<b>1,118.4</b>	<b>1,681.9</b>	<b>2,382.6</b>	营业利润率	4.9%	5.4%	9.5%	11.9%	14.7%
减: 所得税	119.9	194.7	341.8	514.0	728.1	净利润率	3.7%	3.7%	6.5%	8.2%	10.1%
<b>净利润</b>	<b>412.6</b>	<b>438.4</b>	<b>769.5</b>	<b>1,157.3</b>	<b>1,639.4</b>	EBITDA/营业收入	8.9%	8.7%	13.0%	14.2%	16.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	7.2%	6.8%	11.1%	12.6%	14.7%
货币资金	4,139.0	5,095.7	8,297.2	3,233.9	9,758.2	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	94	99	93	72	58
应收帐款	226.4	117.5	406.7	184.9	439.7	流动营业资本周转天数	148	134	123	87	54
应收票据	164.5	313.8	25.5	438.8	114.7	流动资产周转天数	388	413	482	400	387
预付帐款	468.9	215.5	738.6	234.7	790.0	应收帐款周转天数	9	5	8	8	7
存货	7,798.9	7,817.1	8,254.7	9,298.9	10,000.4	存货周转天数	247	240	244	223	214
其他流动资产	302.2	281.0	194.4	259.2	244.9	总资产周转天数	542	556	617	506	475
可供出售金融资产	51.7	19.1	19.1	19.1	19.1	投资资本周转天数	269	254	237	174	126
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.1%	6.2%	11.5%	15.2%	18.3%
投资性房地产	48.5	41.0	41.0	41.0	41.0	ROA	2.4%	2.4%	3.5%	6.6%	6.6%
固定资产	3,283.3	3,152.8	2,940.5	2,728.3	2,516.0	ROIC	7.5%	6.6%	11.1%	16.8%	26.2%
在建工程	238.1	303.6	303.6	303.6	303.6	<b>费用率</b>					
无形资产	791.9	771.5	751.6	731.8	712.0	销售费用率	10.9%	9.8%	9.0%	10.0%	10.5%
其他非流动资产	321.2	283.5	237.8	238.5	238.5	管理费用率	6.8%	6.8%	6.5%	7.0%	6.8%
<b>资产总额</b>	<b>17,834.6</b>	<b>18,412.0</b>	<b>22,210.7</b>	<b>17,712.7</b>	<b>25,178.1</b>	财务费用率	2.3%	1.3%	1.6%	0.7%	0.0%
短期债务	3,171.0	3,400.0	5,610.0	-	2,070.0	三费/营业收入	20.0%	18.0%	17.1%	17.7%	17.3%
应付帐款	570.3	337.4	584.1	456.2	667.6	<b>偿债能力</b>					
应付票据	1,000.0	-	869.5	314.3	876.7	资产负债率	61.8%	61.3%	69.6%	56.6%	64.2%
其他流动负债	2,967.4	4,436.1	4,430.1	6,821.1	8,361.0	负债权益比	161.4%	158.3%	229.1%	130.4%	179.4%
长期借款	821.4	789.2	1,468.1	-	1,771.1	流动比率	1.70	1.69	1.56	1.80	1.78
其他非流动负债	2,483.0	2,322.1	2,499.0	2,434.7	2,418.6	速动比率	0.69	0.74	0.84	0.57	0.95
<b>负债总额</b>	<b>11,013.1</b>	<b>11,284.9</b>	<b>15,460.8</b>	<b>10,026.4</b>	<b>16,165.1</b>	利息保障倍数	3.14	5.05	6.91	18.13	298.03
<b>少数股东权益</b>	<b>76.4</b>	<b>38.7</b>	<b>45.8</b>	<b>56.4</b>	<b>71.5</b>	<b>分红指标</b>					
股本	570.6	570.6	570.6	570.6	570.6	DPS(元)	0.10	0.15	0.27	0.41	0.57
留存收益	5,174.5	5,517.8	6,133.5	7,059.3	8,370.8	分红比率	13.8%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>6,821.5</b>	<b>7,127.2</b>	<b>6,749.9</b>	<b>7,686.3</b>	<b>9,012.9</b>	股息收益率	0.3%	0.4%	1.3%	2.0%	2.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	424.7	442.4	769.5	1,157.3	1,639.4	EPS(元)	0.72	0.77	1.35	2.03	2.87
加: 折旧和摊销	231.1	253.5	232.1	232.1	232.1	BVPS(元)	11.82	12.42	11.75	13.37	15.67
资产减值准备	-8.9	35.9	-	-	-	PE(X)	52.9	49.8	28.4	18.9	13.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	3.1	3.3	2.9	2.4
财务费用	275.0	203.4	190.0	98.3	8.0	P/FCF	37.3	21.2	5.1	-4.5	3.2
投资收益	-186.4	-94.8	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	1.9	1.9	1.8	1.5	1.3
少数股东损益	12.1	4.0	7.1	10.6	15.1	EV/EBITDA	13.3	12.4	14.6	10.2	6.8
营运资金的变动	-893.3	1,063.4	645.2	808.0	1,087.5	CAGR(%)	40.1%	55.2%	26.5%	40.1%	55.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,008.2</b>	<b>2,470.9</b>	<b>1,838.8</b>	<b>2,301.4</b>	<b>2,977.1</b>	PEG	1.3	0.9	1.1	0.5	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>35.1</b>	<b>-90.7</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	ROIC/WACC	0.9	0.8	1.3	2.0	3.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-401.0</b>	<b>-423.4</b>	<b>1,357.7</b>	<b>-7,369.7</b>	<b>3,542.2</b>	REP	1.8	2.0	2.3	1.6	1.1

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。