

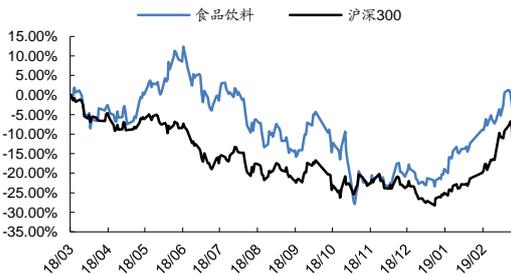
研究所
证券分析师:
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

白酒个股业绩将存分化, 肉制品或面临较大成本压力

——食品饮料行业周报

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	9.5	19.6	-4.3
沪深300	12.6	15.0	-11.0

相关报告

《食品饮料行业周报: 统计分析业绩快报, 龙头业绩表现良好》——2019-03-04

《食品饮料行业周报: 白酒看外埠市场大营销强标的, 一号文件实施大豆振兴》——2019-02-24

《食品饮料行业周报: 白酒二季度增速或趋于回落, 休闲零食首战告捷》——2019-02-17

《食品饮料行业周报: 业绩预告总结: 白酒、调味品表现优异》——2019-02-10

《食品饮料行业周报: 基金持仓分析: 白酒持仓进一步回落, 非乳食品持仓上行》——2019-01-27

投资要点:

■ **本周行业观点:** 2019年政府推出的大规模增值税减税, 以及此前的个税提高起征点和增加减免项目, 多项减税措施的实施, 我们认为从总体上都有望缓冲目前下行的经济趋势, 对整个消费行业发展都有望带来积极的帮助。从基本面来看, 白酒板块个股业绩将出现分化。此前, 因为茅台一批价的大幅上涨带来整个白酒板块的提价和结构升级, 从而带来上市公司收入和利润的双增长, 而随着目前茅台一批价的稳定, 白酒行业将进入挤兑式增长。白酒企业要么品牌力极强带来的消费粘性, 如贵州茅台和五粮液, 要么营销能力极强, 能积极抢占市场份额, 如洋河股份、古井贡酒和顺鑫农业。而由于整个宏观经济的不确定, 以及茅台加库存和去库存的不确定, 茅台一批价的走势不确定, 对次高端、中高端等腰部产品的价格冲击风险仍然存在, 导致腰部产品的经营在未来仍存有不不确定性。因此, 在结构上我们更看好超高端贵州茅台和中低端古井贡酒、顺鑫农业。贵州茅台由于厂批价差大, 公司未来放量提价的空间仍然存在, 业绩稳定增长可以期待。古井贡酒和顺鑫农业的牛栏山白酒, 定位中低端, 与超高端价格距离大, 价格受挤压风险小, 市场全国化正走在路上, 未来仍可以通过市场扩张带来量的较大增长。大众品中的肉制品, 受非洲猪瘟影响, 在较长一段时间内面临经营压力。一方面, 因为猪瘟消费需求会受到一定的抑制, 另一方面肉类产品检测费用增加。此外, 从中期来看, 因为猪瘟事件导致短期内猪价低, 养殖户不愿补栏, 后继猪肉供给上会出现减少, 从而导致猪价大幅上涨, 对下游食品企业而言成本会有较大幅度上升, 盈利增长会面临一定的压力。在大众品中, 我们认为更看好受经济影响小, 有些创新变化的上市公司相对更具投资价值, 如产业链一体化成本降低带来竞争优势的克明面业。从估值来看, 贵州茅台和顺鑫农业估值相对合理, 克明面业估值相对较低, 给予重点推荐。结合行业基本面和估值水平, 维持行业“推荐”评级。

■ **上周市场回顾:** 食品饮料板块指下跌 4.6%, 跑输上证综指 3.79 个百分点, 跑输沪深 300 指数 2.14 个百分点, 板块日均成交额 255.8 亿元。食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 27.64, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 13.13 和 12.15。

- 行业重点数据:** 白酒行业, 根据京东数据, 3月8日, 飞天茅台(53度) 500ml、五粮液(52度) 500ml、洋河梦之蓝(M3)(52度) 500ml 和泸州老窖(52度) 500ml 的最新零售价格分别为 1499 元/瓶、1029 元/瓶、559 元/瓶和 228 元/瓶, 飞天茅台的市场实际价格可能超过公司规定的零售价 1499 元/瓶; 乳品行业, 2月27日数据, 销售主产区生鲜乳价格为 3.61 元/公斤, 同比变化+4.30%; 肉制品行业, 019年1月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 29,338 万头和 2,882 万头, 同比-13.05%和-15.58%, 环比-5.70 %和-3.55%, 仔猪、生猪和猪肉价格上涨, 2019年3月8日的最新价格分别为 31.45 元/千克、12.87 元/千克和 20.32 元/千克, 同比变化 12.97%、15.95%和 1.70%, 环比变化 13.99%、5.93%和5.34%, 3月8日猪粮比价为 6.74, 同比变化 5.97%; 啤酒行业, 2018年12月国内啤酒产量 208.9 万千升, 同比变化 2.30%。从进出口来看, 2019年1月份国内啤酒进口 56,334 千升, 同比-5.48%, 进口单价为 1116.41 美元/千升, 同比+2.44%。
- 行业重点推荐:** 克明面业: 成本+技术+营销+管理, 全方位升级突破; 贵州茅台: 二季度收入超预期, 系列酒快速增长; 顺鑫农业: 产品性价比优势凸显, 全国化稳步推进;
- 风险提示:** 食品安全事故, 推荐公司业绩不达预期, 宏观经济低迷

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-03-10 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002661.SZ	克明面业	13.58	0.34	0.57	0.83	41.76	24.91	17.11	买入
600519.SH	贵州茅台	737.50	21.56	30.21	38.83	36.61	26.13	20.33	买入
000860.SZ	顺鑫农业	42.08	0.77	1.45	1.9	56.19	29.84	22.77	增持

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

内容目录

1、 本周行业观点	6
2、 上周市场回顾	7
2、 重点数据及行业资讯	10
2.1、 农产品价格跟踪	10
2.2、 子行业数据一览	11
2.3、 子行业重点新闻	14
3、 公司公告及大事提醒	14
3.1、 重要公告	14
3.2、 下周大事	15
4、 行业重点推荐个股及逻辑	15
4.1、 克明面业	15
4.2、 贵州茅台	17
4.3、 顺鑫农业	18
5、 风险提示	22

图表目录

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况	8
图 2: 食品饮料子行业涨跌幅	8
图 3: 各行业本周涨跌横向对比	8
图 4: 食品饮料、沪深 300 和上证综指估值对比 (TTM)	9
图 5: 食品饮料各子行业估值对比 (TTM)	9
图 6: 最新农产品价格变化	10
图 7: 中国白酒月产量 (万千升)	11
图 8: 中高端白酒零售价格跟踪 (元/瓶)	11
图 9: 国内生鲜乳价格	11
图 10: 恒天然拍卖价格指数	11
图 11: 恒天然全脂奶粉成交价	12
图 12: IFCN 牛奶价格和饲料价格指数	12
图 13: 生猪和能繁母猪存栏量 (万头)	12
图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)	12
图 15: 猪粮比价 (生猪收购价格和粮食收购价格比例)	13
图 16: 生猪养殖利润 (元/头)	13
图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)	13
图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)	13
表 2: 食品饮料行业个股本周涨跌幅排名	9
表 3: 本周行业重点资讯	14
表 4: 上周公司重要公告	14
表 5: 下周上市公司大事	15

1、本周行业观点

本周行业观点：2019 年政府推出大规模增值税减税，以及此前个税提高起征点和增加减免项目，多项减税措施的实施，我们认为有望缓冲目前下行的经济趋势，对整个消费行业发展都有望带来积极的帮助。从基本面来看，白酒板块个股业绩将出现分化。此前，因为茅台一批价的大幅上涨带来整个白酒板块的提价和结构升级，从而带来上市公司收入和利润的双增长，而随着目前茅台一批价的稳定，白酒行业将进入挤兑式增长。白酒企业要么品牌力极强带来的消费粘性，如贵州茅台和五粮液，要么营销能力极强，能积极抢占市场份额，如洋河股份、古井贡酒和顺鑫农业。而由于整个宏观经济的不确定，以及茅台加库存和去库存的不确定，茅台一批价的走势不确定，对次高端、中高端等腰部产品的价格冲击风险仍然存在，导致腰部产品的经营在未来仍存有不不确定性。因此，在结构上我们更看好超高端贵州茅台和中低端古井贡酒、顺鑫农业。贵州茅台由于厂批价差大，公司未来放量提价的空间仍然存在，业绩稳定增长可以期待。古井贡酒和顺鑫农业的牛栏山白酒，定位中低端，与超高端价格距离大，价格受挤压风险小，市场全国化正走在路上，未来仍可以通过市场扩张带来量的较大增长。大众品中的肉制品，受非洲猪瘟影响，在较长一段时间内面临经营压力。一方面，因为猪瘟消费需求会受到一定的抑制，另一方面肉类产品检测费用增加。此外，从中期来看，因为猪瘟事件导致短期内猪价低，养殖户不愿补栏，后继猪肉供给上会出现减少，从而导致猪价大幅上涨，对下游食品企业而言成本会有较大幅度上升，盈利增长会面临一定的压力。在大众品中，我们认为更看好受经济影响小，有些创新变化的上市公司相对更具投资价值，如产业链一体化成本降低带来竞争优势的克明面业。从估值来看，贵州茅台和顺鑫农业估值相对合理，克明面业估值相对较低，给予重点推荐。结合行业基本面和估值水平，维持行业“推荐”评级。

2019 年政府工作会议中提出要实施更大规模的减税，重点降低制造业和小微企业税收负担，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。目前增值税是我国首要税收来源，增值税简并是企业减负的重要突破口，此轮增值税减负也有望改善企业现金流和盈利，激发市场活力，支持实体经济发展。增值税减税，以及此前的个税提高起征点以及增加减免项目等，多项减税措施的实施，我们认为从总体上都有望缓冲目前下行的经济趋势，对整个消费行业发展都有望带来积极的帮助。

从市场行情来看，前期受外资青睐以及 MSCI 正式宣布将 A 股的纳入因子从目前的 5% 上调至 20%，同时白酒个股前期跌幅较深，整个白酒板块从年初以来带来一波较大的上涨行情，如贵州茅台从前期低点 509 元重新上涨到 798 元的相对高点。其他个股，从年初最低价到最高价的累计涨幅中，涨幅最高的是山西汾酒，同比上涨 73%，今世缘同比上涨 67%，古井贡酒同比上涨 66%，五粮液同比上涨 66%。但随着近期市场活跃，投资者风险偏好提高，计算机、农林牧渔、通信、电子涨幅居前，食品饮料板块跑输大盘。

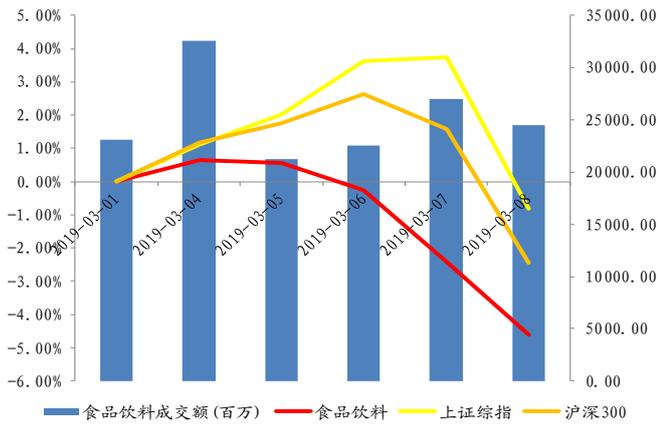
从基本面来看，白酒板块个股业绩将出现分化，在此前，随着社会需求增加和加库存阶段，茅台一批价快速上涨，从 2016 年年初的飞天茅台约 830-840 元/瓶的一批价快速上涨到 1700-1800 元/瓶，从而带来五粮液和次高端、中高端白酒的涨价以及结构升级，白酒出现行业性较高增长，企业收入和利润都出现较高增长，白酒板块也迎来了 2016 年下半年-2018 年上半年的为期 2 年多时间的较大幅度上涨。但从 2018 年开始，茅台一批价基本稳定在 1700-1800 元/瓶，白酒依靠价格上涨的空间很小，主要出现挤兑式增长，白酒企业要么品牌力极强带来的消费粘性，如贵州茅台和五粮液，要么营销能力极强，能积极抢占市场份额，如洋河股份、古井贡酒和顺鑫农业。从近期市场了解，贵州茅台因为 2018 年在政府反腐的推动下，为避免“寻租”现象产生，主动砍掉 100 多家经销商，同时自供渠道尚未理顺，导致春节前 1-2 个月市场出现供货紧张，部分地区甚至出现断货，茅台一批价也略有上涨，飞天茅台从约 1700 多元/瓶上涨到 1800-2000 元/瓶，但近期市场调研，预计公司后期发货到位，茅台一批价有望回落。茅台一批价的回落对五粮液、国窖 1573 的销售都某种程度上带来一定压力。由于整个宏观经济的不确定，以及茅台去库存的不确定，次高端、中高端等腰部产品的价格冲击风险仍然存在，腰部产品经营在未来仍存有不不确定性。因此，在结构上我们更看好超高端茅台和中低端古井贡酒、顺鑫农业。贵州茅台由于厂批价差大，公司未来放量提价的空间仍然存在，业绩稳定增长可以期待。古井贡酒和顺鑫农业牛栏山白酒，定位中低端，与超高端价格距离大，价格受挤压风险小，市场全国化正走在路上，未来仍可以通过市场扩张带来量的较大增长。

大众品中的肉制品，受非洲猪瘟影响，在较长一段时间内面临经营压力。一方面，因为猪瘟事件给部分消费者造成一定的心理压力，消费需求会受到一定的抑制，另一方面品牌企业为确保食品安全，增加肉类检测，由此带来设备、人工和办公费用的增加。从中期来看，因为猪瘟事件导致短期内猪价低，养殖户不愿补栏，后继猪肉供给上会出现减少，从而导致猪价上涨，对下游食品企业而言成本会有较大幅度上升，盈利增长会面临一定的压力。因此，在大众品中，我们认为有些创新变化的上市公司相对更具投资价值，如产业链一体化成本降低带来竞争优势的克明面业，未来三年预计能维持较高增长。

2、上周市场回顾

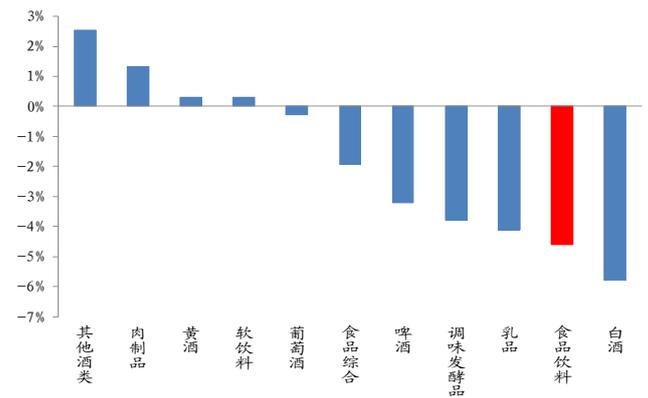
上周（2019 年 3 月 1 日至 2019 年 3 月 8 日）食品饮料板块指数下跌 4.6%（前一工作周上涨 7.77%），涨幅排名第 27 名（共 28 个一级子行业），跑输上证综指 3.79 个百分点，跑赢沪深 300 指数 2.14 个百分点，板块日均成交额 255.8 亿元（前一工作周为 253.55 亿元）。食品饮料子行业其他酒类、肉制品涨幅最大，分别上涨 2.53%、1.33%。

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况



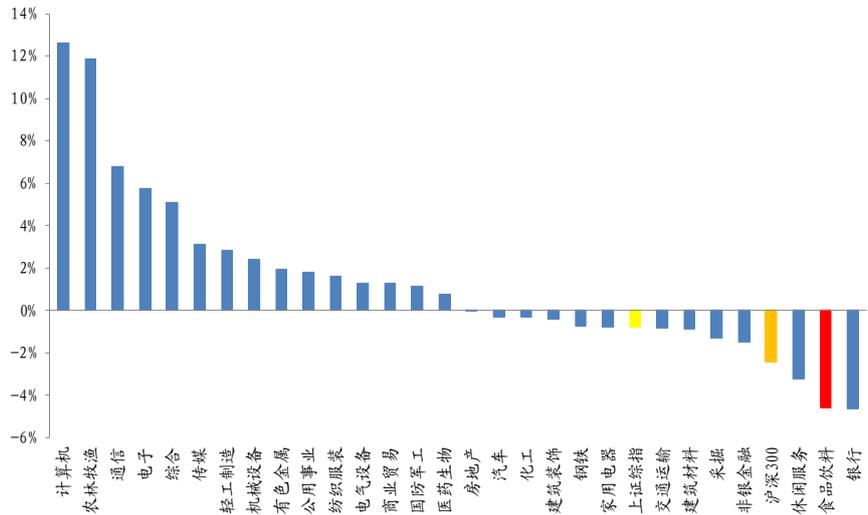
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 2: 食品饮料子行业涨跌幅



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

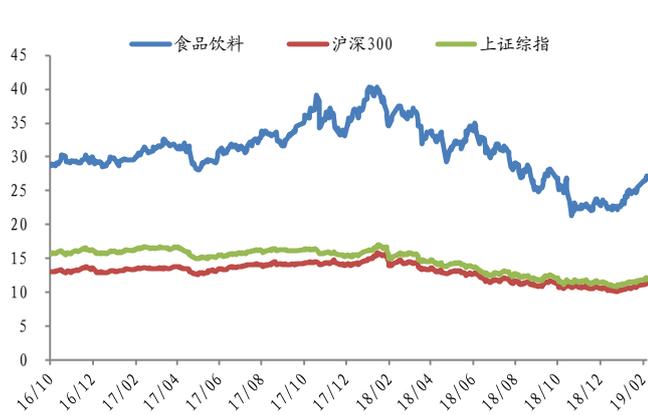
图 3: 各行业本周涨跌横向对比



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

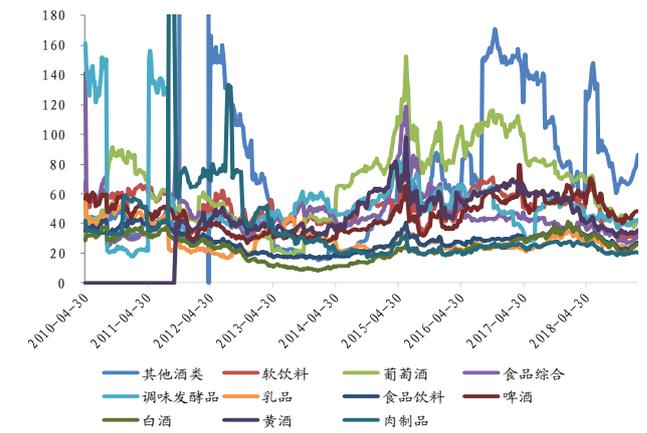
从估值来看, 截至上周最后一个交易日, 食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 27.64, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 13.13 和 12.15。其中, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别为 31.81、43.70、26.79、27.64、48.16、26.49、37.52、21.17。从估值溢价率来看, 食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 77.56%, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 95.15%、168.10%、64.36%、69.57%、195.46%、62.52%、130.18%、29.88%。

图 4: 食品饮料、沪深 300 和上证综指估值对比 (TTM)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 5: 食品饮料各子行业估值对比 (TTM)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

从个股涨跌幅来看, 涨幅前五名是华统股份、得利斯、安记食品、燕塘乳业、贝因美, 跌幅前五名是恒顺醋业、千禾味业、中炬高新、泸州老窖、贵州茅台。

表 1: 食品饮料行业个股本周涨跌幅排名

公司代码	股票代码	股票名称	收盘价 2019/3/1	收盘价 2019/3/8	一周涨幅	公司代码	股票代码	股票名称	收盘价 2019/3/1	收盘价 2019/3/8	一周跌幅
002840.SZ		华统股份	17.25	20.10	16.52%	600305.SH		恒顺醋业	12.31	11.18	-9.18%
002330.SZ		得利斯	5.23	6.07	16.06%	603027.SH		千禾味业	20.10	18.59	-7.51%
603696.SH		安记食品	12.12	13.95	15.10%	600872.SH		中炬高新	33.67	31.33	-6.95%
002732.SZ		燕塘乳业	17.41	19.89	14.24%	000568.SZ		泸州老窖	53.49	49.88	-6.75%
002570.SZ		贝因美	5.72	6.45	12.76%	600519.SH		贵州茅台	789.30	737.50	-6.56%

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

3、重点数据及行业资讯

3.1 农产品价格跟踪

图 6：最新农产品价格变化

【国海食品饮料 余春生 李鑫鑫】*农产品价格*2019-3-9									
	时间	最新价格	单位	频率	日环比	周环比	月环比	年环比	
	国内玉米期货价	2019/3/5	1819.00	元/吨	日	-0.27%	1.45%	-0.82%	-0.71%
	进口玉米完税价	2019/3/5	2069.16	元/吨	日	1.93%	-1.89%	-2.59%	26.94%
	CBOT玉米	2019/3/8	364.25	美分/蒲式耳	日	-0.27%	-2.35%	-3.25%	-7.43%
	国内小麦	2018/9/30	2440.56	元/吨	日	-0.39%	-0.50%	-0.81%	-4.19%
	CBOT小麦	2019/3/8	438.50	美分/蒲式耳	日	0.06%	-4.10%	-14.52%	-14.52%
	泰国大米	2019/02	395.00	美元/吨	月	-	-	0.00%	-6.40%
大豆	国内大豆	2019/3/8	3350.00	元/吨	日	0.00%	-1.47%	-1.47%	-2.05%
	CBOT大豆	2019/3/8	895.00	美分/蒲式耳	日	-0.72%	-1.81%	-1.97%	-15.73%
	大豆进口价	2019/02	438.51	美元/吨	月	-	-	-2.42%	5.35%
蔬菜	山东蔬菜批发价格指数	2019/3/4	142.03	-	日	2.10%	-2.91%	-3.29%	21.05%
植物油	玉米胚芽粕	2019/3/5	1445.00	元/吨	日	-1.87%	-2.36%	-7.81%	-6.02%
	豆油	2019/3/5	5789.47	元/吨	日	0.00%	2.69%	1.68%	-0.05%
食用油	棕榈油FOB	2019/3/5	540.00	美元/吨	日	1.41%	-3.14%	-4.42%	-18.80%
	棕榈油成本	2019/3/5	540.00	元/吨	日	1.31%	-2.87%	-3.86%	-15.32%
畜禽	生猪	2019/2/22	12.47	元/千克	周	-	1.05%	9.48%	5.32%
	生猪存栏	2019/01	29338.00	万头	月	-	-	-5.70%	-13.05%
	能繁母猪	2019/01	2882.00	万头	月	-	-	-3.55%	-15.58%
	仔猪	2019/2/22	27.41	元/千克	周	-	14.64%	30.40%	-3.04%
	毛鸡	2019/3/5	4.47	元/500克	日	1.36%	12.79%	14.12%	21.47%
	肉鸡苗	2019/3/5	8.41	元/羽	日	1.87%	10.65%	68.42%	309.92%
	毛鸭	2019/3/5	3.67	元/500克	日	0.03%	1.56%	-9.70%	-0.74%
饲料	鸭苗	2019/3/5	5.71	元/羽	日	1.62%	6.50%	76.33%	105.68%
	育肥猪配合饲料	2019/2/20	3.03	元/公斤	周	-	0.00%	-0.33%	1.00%
	肉鸡配合饲料	2019/2/20	3.12	元/公斤	周	-	-0.32%	-0.64%	0.32%
	蛋鸡配合饲料	2019/2/20	2.86	元/公斤	周	-	0.00%	-0.69%	0.35%
	豆粕	2018/9/30	3529.12	元/吨	日	36.21%	32.64%	23.26%	8.23%
白糖	CBOT豆粕	2019/3/8	303.70	美元/吨	日	-0.78%	-1.36%	-0.69%	-20.70%
	鱼粉	2018/9/21	10480.43	元/吨	日	0.00%	7.35%	7.35%	-18.22%
乳制品	国内白糖	2019/3/4	5953.33	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-6.91%
	白糖出口价	2018/12	484.47	美元/吨	月	-	-	37.22%	7.56%
水产品	芝加哥奶油	2019/2/21	2.25	美分/磅	日	-0.33%	-0.22%	0.78%	1.47%
	芝加哥脱脂奶粉	2019/2/21	99.75	美分/磅	日	1.01%	-0.25%	-1.72%	44.57%
	牛奶零售价	2019/2/22	11.62	元/升	周	-	0.00%	0.43%	0.61%
	酸奶零售价	2019/2/22	14.52	元/公斤	周	-	0.21%	0.41%	0.48%
	成人奶粉	2019/2/22	97.43	元/公斤	周	-	-0.12%	0.25%	3.09%
	国产婴幼儿奶粉品牌	2019/2/22	165.39	元/公斤	周	-	-0.10%	0.50%	5.94%
	国外婴幼儿奶粉品牌	2019/2/22	232.07	元/公斤	周	-	-0.07%	0.47%	2.32%
棉花	生鲜乳	2019/2/20	3.62	元/公斤	周	-	0.00%	0.28%	4.02%
	国内棉花	2019/3/5	15552.31	元/吨	日	0.10%	0.08%	0.15%	-1.09%
	全球棉花	2017/06	84.76	美分/磅	月	-	-	-4.37%	14.39%
水产品	棉花进口价	2019/01	1990.40	美元/吨	月	-	-	-0.43%	0.64%
	海参	2019/3/1	144.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	20.00%
	扇贝	2019/3/1	8.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	0.00%
	鲍鱼	2019/3/1	130.00	元/千克	周	-	-7.14%	-7.14%	-7.14%
宏观经济				数值	频率		环比	同比	
	固定资产投资累计值	2018/12	-	-	季	-	-	0.47%	
	GDP	2018/12	-	-	季	-	-	6.40%	
	CPI	2019/01	-	-	月	-	0.50%	1.70%	
	食品CPI	2019/01	-	-	月	-	1.60%	1.90%	
	PPI	2019/01	-	-	月	-	-0.60%	0.10%	
	PMI	2019/02	0.49	-	月	-	-0.61%	-2.19%	

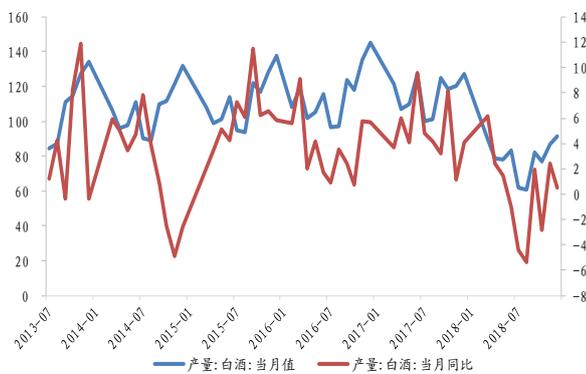
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

1.1、子行业数据一览

1.1.1、白酒行业

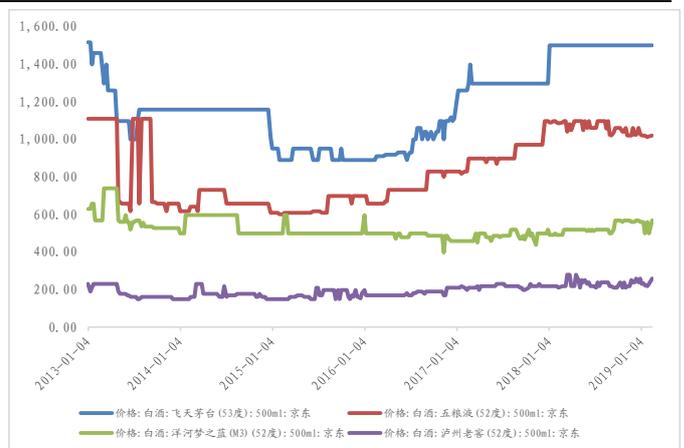
从产量来看，12月份，中国白酒产量为91.50万千升，同比上张0.50%。从中高端酒价格来看，根据京东数据，3月8日，贵州茅台（53度）500ml、五粮液（52度）500ml、洋河梦之蓝（M3）（52度）500ml和泸州老窖（52度）500ml的最新零售价格分别为1499元/瓶、1029元/瓶、559元/瓶和228元/瓶。贵州茅台因为1-2月份供货较少，市场出现缺货现象，实际成交价53度飞天茅台一批价预计在1750-1780元/瓶。

图 7：中国白酒月产量（万千升）



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 8：中高端白酒零售价格跟踪（元/瓶）



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

1.1.2、乳品行业

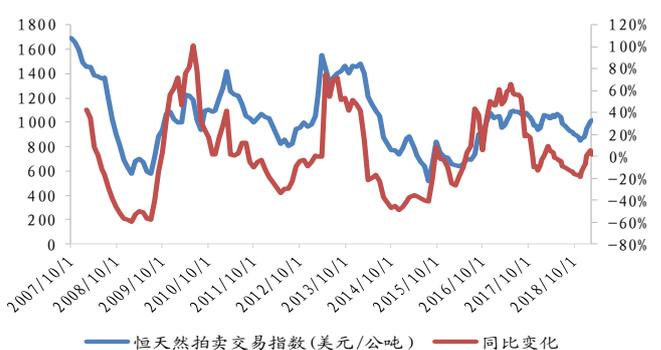
国内情况来看，2019年2月27日数据，主产区生鲜乳价格为3.61元/公斤，同比变化+4.30%。近两年，国内生鲜乳价格在3.4元/公斤到3.6元/公斤之间波动，较为稳定。国际情况来看，3月5日，恒天然拍卖价格指数为1048美元/公吨，同比下降1.23%，环比上升3.35%。近两年，恒天然拍卖价格指数从2016年4月份的低点641美元/公吨上涨到2019年3月份1048美元/公吨，涨幅63.49%。其中，中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为3186美元/公吨，同比上涨6.00%。

图 9：国内生鲜乳价格



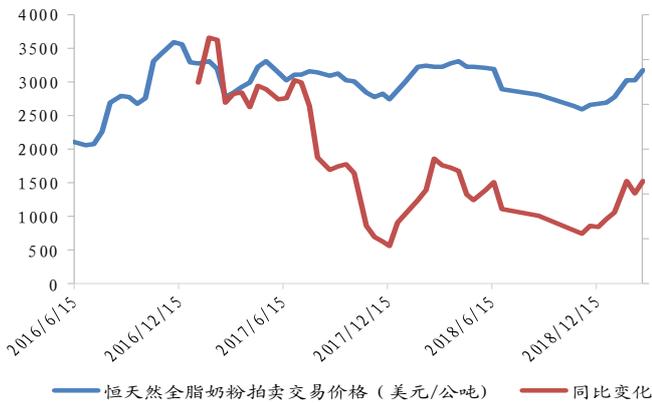
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 10：恒天然拍卖价格指数



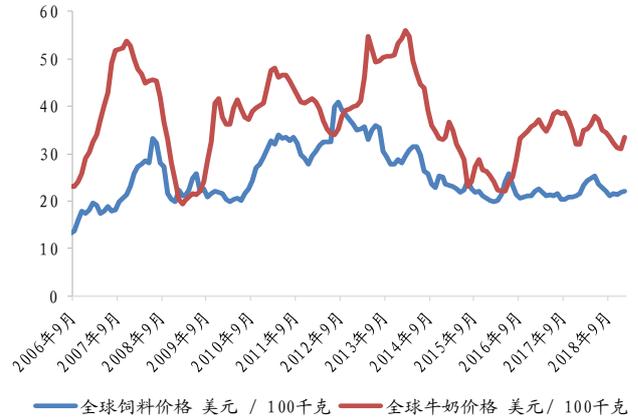
资料来源：GDT，国海证券研究所

图 11: 恒天然全脂奶粉成交价



资料来源: GDT、国海证券研究所

图 12: IFCN 牛奶价格和饲料价格指数



资料来源: IFCN、国海证券研究所

1.1.3、肉制品行业

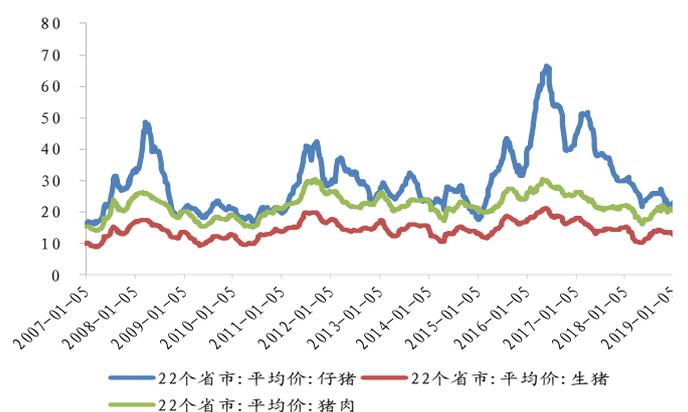
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2019 年 1 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 29,338 万头和 2,882 万头, 同比-13.05%和-15.58%, 环比-5.70%和-3.55%, 仔猪、生猪和猪肉价格上涨, 2019 年 3 月 8 日的最新价格分别为 31.45 元/千克、12.87 元/千克和 20.32 元/千克, 同比变化 12.97%、15.95%和 1.70%, 环比变化 13.99%、5.93%和 5.34%, 3 月 8 日猪粮比价为 6.74, 同比变化 5.97%。3 月 8 日, 外购仔猪生猪养殖利润为 58.05 元/头, 自繁自养生猪养殖利润为 2.26 元/头。

图 13: 生猪和能繁母猪存栏量 (万头)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 15: 猪粮比价 (生猪收购价格和粮食收购价格比例)

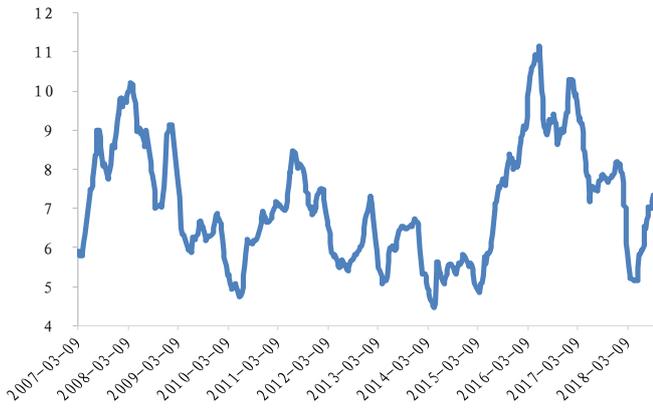
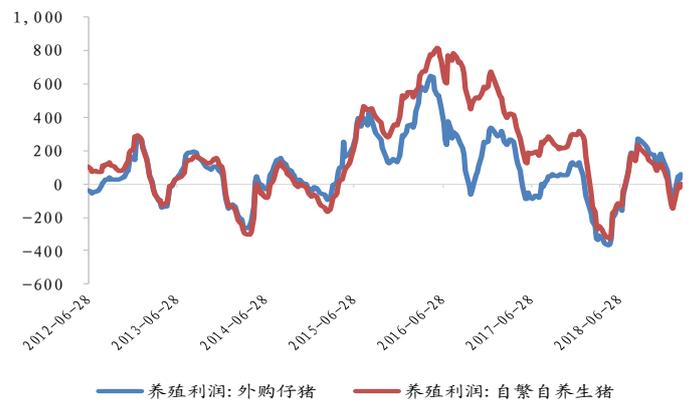


图 16: 生猪养殖利润 (元/头)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

1.1.4、啤酒行业

从国内来看, 中国啤酒月产量下跌。2018 年 12 月国内啤酒产量 208.9 万千升, 同比变化 2.30%。从进出口来看, 2019 年 1 月份国内啤酒进口 56, 334 千升, 同比-5.48%, 进口单价为 1116.41 美元/千升, 同比+2.44%。

图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)

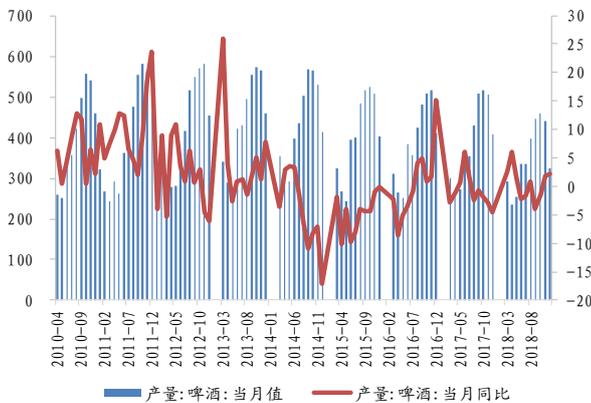
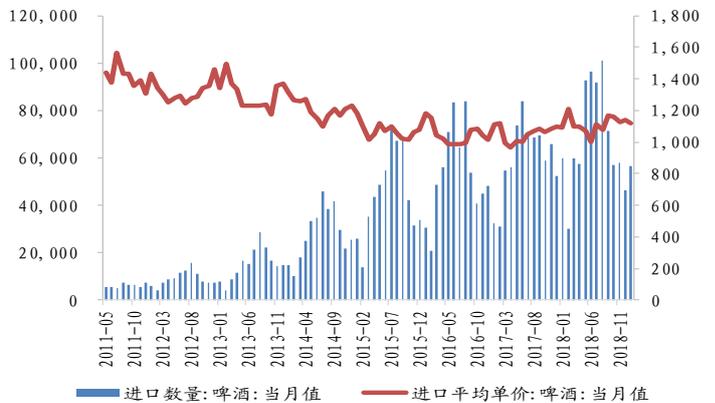


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

1.2、子行业重点新闻

表 2: 本周行业重点资讯

分类	日期	标题	来源
白酒	2019/3/4	衡水老白干发文涨价	糖酒快讯
白酒	2019/3/4	五粮液与凤凰卫视签约合作; 喜力集团宣布裁员 15%; 李保芳调研首家茅台不老酒文化中心	糖酒快讯
白酒	2019/3/5	1919 全国巡回路演遇酒商 “抢座”, 酒业最强 “零售+店配” 网络点燃广州	酒业家
白酒	2019/3/5	新版普五春糖上市, 出厂价或不低于 859 元; 茅台市值再度破万亿; 郎酒公开竞聘, 干部岗位倾向于价值创造者	糖酒快讯
白酒	2019/3/6	郎酒 “后百亿” 列阵, “少帅” 汪博炜罕见提期望, 李俊、侯港挂帅两大新事业部!	糖酒快讯
白酒	2019/3/6	再度大手笔收购母公司资产, 山西汾酒方面这样解释	佳酿网
白酒	2019/3/7	成都市酒业协会成立; 金徽酒首次公开发行限售股; 四川省副省长彭宇行调研茅台; 宜宾将建五粮液酿酒专用粮基地	糖酒快讯
白酒	2019/3/7	高度酒皖北回暖, 消费理性回归下的真趋势还是假未来	酒食汇
肉制品	2019/3/5	今日猪市评析——可出栏生猪进一步减少, 疫情重灾区猪价领头反弹	猪业视角
肉制品	2019/3/6	非洲猪瘟写进政府工作报告和中央一号文件	中国猪业
其他	2019/3/4	可口可乐推出 OLED 标签, 一触即亮!	食品饮料行业微刊
其他	2019/3/7	被指伪造销售数据, 周黑鸭紧急停牌	冷冻食品

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

2、公司公告及大事提醒

2.1、重要公告

表 3: 上周公司重要公告

公司	日期	摘要	内容
华统股份	2019/3/4	战略合作框架协议	公司与温氏股份拟合资设立生猪养殖业务公司, 由温氏股份控股, 华统股份参股。
通葡股份	2019/3/4	高管变动	副总经理王树平辞职。
维维股份	2019/3/4	股份回购	公司已回购公司股份 0.44 亿股, 占总股本 2.62%。
威龙股份	2019/3/4	(1) 股份回购 (2) 更换董秘	(1) 股份回购: 公司已回购 53.02 万股, 占总股本 0.23% (2) 更换董秘: 公司董秘由姜淑华女士更换为刘玉磊先生。
莫高股份	2019/3/4	股份减持	西藏华富减持 0.16 亿股, 现持 0.16 亿股, 占总股本 4.98%。
金字火腿	2019/3/4	股份回购进展	公司累计回购股份 0.37 亿股, 占总股本 3.83%。
克明面业	2019/3/5	股份回购进展	公司累计回购股份 156.1 万股, 占公司总股本 0.4705%
中炬高新	2019/3/5	高管变动	董事会秘书彭海泓辞职。
金徽酒	2019/3/5	首次公开发行限售股上市流通	本次限售股于 3 月 11 日上市流通, 流通数量为 2.48 亿股。流通 A 股由 3.64 亿变为 1.16 亿股, 限售 A 股由 0 变为 2.48 亿股。
广泽股份	2019/3/5	工商变更	公司名称由 “上海广泽食品科技股份有限公司” 变更为 “上海妙可蓝多食品科技股份有限公司”。

山西汾酒	2019/3/5	收购汾酒集团部分资产	公司拟现金收购汾酒集团部分资产，交易金额为 891.03 万元。
汤臣倍健	2019/3/6	第二期限制性股票解锁上市	本次解锁限制性股票于 3 月 8 日上市流通，数量为 375.6 股，占总股本 0.2557%。
好想你	2019/3/6	股东减持	股东杭州越群通过大宗交易于 1 月 21 日减持 89.58 万，占总股本 0.17%。
绝味食品	2019/3/6	发行可转换公司债券	发行规模 10 亿元，发行数量 100 万手，按照面值 100 元平价发行，债券评级为 AA。
绝味食品	2019/3/6	股份质押	股东湖南聚成股份质押 3650 万股限售流通股，占本公司总股本 8.9%。
*ST 皇台	2019/3/6	被暂停上市风险提示	公司将面临被暂停上市的风险。
口子窖	2019/3/6	股份减持结果	截至 3 月 6 日，股东刘安省、孙朋东、张国强、赵杰、仲继华共减持公司股份 500.075 万股，占公司总股本的 0.83%。
来伊份	2019/3/7	业绩快报	2018 年实现营收 38.91 亿，同增 7.01%，归母净利润 1026.55 万，同减 89.87%；其中 2018Q4 实现营收 10.44 亿，同减 2.06%，归母净利润-314.24 万，同减 359.89%。
金字火腿	2019/3/7	股份回购	公司已累计回购股份 0.40 亿股，占总股本 4.07%。
口子窖	2019/3/7	股票质押展期	股东刘安省、段炼分别将 0.27 亿、483.81 万股限售流通股，质押展期一年，购回交易日分别为 2020 年 3 月 27 日、2020 年 3 月 6 日。

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

2.2、下周大事

表 4：下周上市公司大事

公司代码	股票名称	会议类型	会议时间
603919.SH	金徽酒	限售股上市流通	2019/3/11
002719.SZ	麦趣尔	股东大会	2019/3/12
603919.SH	金徽酒	年报披露	2019/3/12
603536.SH	惠发股份	年报披露	2019/3/13
601579.SH	会稽山	股东大会	2019/3/13
300741.SZ	华宝股份	年报披露	2019/3/13
600873.SH	梅花生物	年报披露	2019/3/14
002661.SZ	克明面业	股东大会	2019/3/15
000860.SZ	顺鑫农业	年报披露	2019/3/15
002820.SZ	桂发祥	年报披露	2019/3/16
000895.SZ	双汇发展	年报披露	2019/3/16
000848.SZ	承德露露	年报披露	2019/3/16

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

3、行业重点推荐个股及逻辑

3.1、克明面业

(1) 成本上越来越有竞争优势

公司优化生产基地，实现产业链一体化，可较大幅度降低采购成本。公司在乌鲁木齐、河南延津、河南遂平、成都、华东布局工厂，将工厂直接建在原料厂区，采购和物流成本更低。此外，自建面粉厂，向小麦种植农户直接收购小麦，节省了小麦贸易商、面粉贸易商环节，节约了包装费、物流费、装卸费等成本，合计预计在150-200元/吨；面粉和挂面的使用比例是1:0.97，相当于1吨面条需要1.031吨面粉。由此，自建面粉厂后生产的每吨挂面可节约的费用约为155-206元。参照2017年数据，2017年面制品收入19.36亿元，销量约42万吨，平均单价约为4600元/吨，相当于提高3.26%-4.35%的毛利率。2018年自供面粉50%，提高约1.69-2.24%的毛利率，2019年自供面粉75%，再提高约0.84%-1.12%的毛利率，2020年自供面粉100%，再提高约0.84%-1.12%的毛利率。

小麦季节性价差套利。每年6-8月份新麦收购旺季，小麦价格要远低于当年12月-次年5月份价格(约低10%-12%左右)，扣除资金成本和仓储成本，预计有5%-8%的毛利率贡献。2018年提前收购小麦花费约2亿资金，约能额外贡献1000万利润。2019年预计花费更多的资金提前收购小麦，约能额外贡献更大的利润。

新工厂自动化效率提高。公司生产基地建设从过去南县、武汉、长沙的小基地到河南、华东的大基地，新工厂全部采用日本先进技术，生产效率大幅提高，单位成本大幅降低。

采购成本和生产成本的降低给，预计能给公司带来的效益：

一是现有中高端面条毛利率提升，改善盈利；

二是可以全面推出中低端产品，覆盖城乡结合部、县城及以下乡镇农村市场，从而大幅提高销售规模，降低期间费用率，提升盈利能力。

(2) 技术上精益求精，针对产品的每个点专人负责研究

挂面仔细鉴别还是有品质差异的，劲道、爽滑、柔韧、不粘锅，不同品牌做出来的面条品质是有区别的，经常吃面条的人都有感觉，能分出产品的差异化。

克明面业自1984年以来，开始生产面条就十分关注品质，公司在研发上的投入累计已经1个多亿元。公司在品质技术上精益求精，2018年下半年开始，公司针对面条各个点的技术，有专人负责研究提高和突破。

(3) 营销突出产品卖点和加强品牌传播

公司对产品线进行持续完善，高中低端分各“子品牌”进行区隔，2018年下半年开始对产品卖点不断梳理，在包装上突出卖点，比如：超高端“苦荞面、燕麦面、儿童面”倡导“粗粮、精细，好原料自然好营养的”健康理念；高端“华夏一面”倡导“100%进口优质小麦、高温工艺，Q滑劲道好，耐煮弹性足”；中高端“陈克明”根据原味、爽滑、柔韧、高筋等以品质区别分类；中端按“圆面、细面、宽面”等按照物理形状来划分；针对乡镇农村市场，推出低端“来碗面”品牌。不同档次产品，在原料和包装上都有较为显著的差异。如此，以便不同消费者做出更好的选择，市场实际效果反馈动销比之前更好。

公司在品牌推广上也积极投入。在“非诚勿扰”电视节目上贯名“陈克明”品牌。此外，在高铁6组线路做贯名等广告宣传。消费品除了品质好之外，品牌宣传提升消费者认知也很重要。克明面业过去在品牌宣传上比较薄弱，目前管理层十分重视，今后有望加大品牌宣传投入。

(4) 管理更加精细，量化考核到每个业务单元

销售上，完善与客户签订合同的严肃性，公司规定时间给经销商结算费用，大幅提高售后服务效率。此外，公司内部还推行“阿米巴”管理模式，量化考核到每个业务单元，让每个业务单元都知道自身的成本和产出，以便更好的控制成本，提升业绩。

(5) 面条市场容量约1600亿元，公司实现百亿目标有很大机会

整个面条行业，约有1500多亿元规模，其中挂面约600万吨，约300亿元规模，方便面约850亿元规模，生鲜面约1000万吨，约500亿元规模。在1600亿元规模的大行业里，我们假如克明面业做到市场份额的6%多，则实现100个亿是完全有机会的。

目前克明的市场主要集中在淮河以南地区(河南山东以南)，北方市场销量很小，预计目前占公司总收入比不到20%，而北方居民以面食为主，未来有很大的市场潜力。

(6) 五谷道场具备产品差异化竞争优势，公司收购后在包装和卖点上都做了很大改良

五谷道场2018年销售额预计不到1个亿，亏损预计2000多万。根据搜狐财经报道，五谷道场历史上曾创下20亿元的年销售记录，有较高的品牌知名度。在品质上，面饼比较劲道，有差异化竞争优势。公司收购后在包装盒卖点上都做了很大改良。工厂搬迁到河南延津后，自供面粉，与挂面“抛货与重货”搭配运输，生产成本和物流成本都大幅降低。我们预计，五谷道场2019年能实现收入2.5-3个亿，净利润实现盈亏平衡到1000万元。

3.2、贵州茅台

(1) 二季度收入超预期

公司上半年净利润同比增长40%，主要是：(1)2017年12月底，公司上调茅台酒产品价格，平均上调幅度18%左右；(2)茅台酒发货量仍有增长，同时系列酒快速增长，量价齐升拉动业绩增长。分季度来看，二季度实现总收入166亿元，同比增长43%，收入增长超预期，主要是公司二季度茅台酒发货量5000吨左右，同时非标产品和生肖酒占比提升，均价提升超预期。

(2) 毛利率小幅提升

公司上半年毛利率 90.94%，同比上升 1.32 个百分点，主要是 2017 年底提价和产品结构提升。从预收账款来看，一季度末公司尚有预收账款 131.72 亿元，上半年预收账款 99.4 亿元，同比下降 31%，主要是公司仅允许经销商按月打款，从而降低了渠道为了尽早排队到货的提前打款意愿，经销商预付的货款减少。公司为了减少经销商占款、提升发货效率，2017 年下半年就改变了传统打款发货方式，预计后续还会持续回落。

（3）系列酒快速增长

分产品看，茅台酒上半年实现收入 294 亿元，同比增长 35.86%，上半年发货量小幅增长，价格提升贡献较大，2017 年茅台酒吨酒价格 173.5 万，预计 2018Q2 提价贡献 22%以上，茅台酒吨酒价格达 210 万左右。在茅台酒供应有限的情况下，公司积极推动系列酒放量，系列酒上半年实现收入 40 亿元，同比增长 56.65%，上半年茅台酱香酒的销量近 1.6 万吨，占全年计划的 53%，销量和结构提升均超预期，王子酒和汉酱的表现十分抢眼，从新招商的情况和销售增长来看，系列酒的市场拓展比较顺利，营销渠道下沉和大单品发力，全年有望完成 80 亿元收入目标。

（4）一批价总体平稳

近期茅台一批价基本在 1600-1700 元，终端烟酒店价格普遍在 1700 元以上，部分商超仍旧无货，在公司控价的背景下，价格总体平稳。为了吸取 2012 年囤货投机导致价格泡沫的教训，公司从 2017 年开始就已经采取了一系列的控价措施，包括强制限价和旺季大幅放量，最大限度的促进真实消费。我们认为，茅台吸取上一轮白酒调整的教训，变得更加理性，在市场繁荣阶段积极主动的控制价格和发货节奏，防止价格过快上涨，让茅台的增长更加健康和稳定，拉长繁荣周期。

（5）投资建议：公司是高端酒第一品牌，茅台酒量价齐升，系列酒快速增长，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；食品安全事件；需求不达预期。

3.3、顺鑫农业

（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。

（2）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, 光瓶酒彻底被沦为低端产品。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“性价比高”, 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。

(3) 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。

(4) 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。

(5) 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。

(6) 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。

(7) 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。

(8) 公司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，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。

(9) 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，给予公司“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。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-03-10 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002661.SZ	克明面业	13.58	0.34	0.57	0.83	41.76	24.91	17.11	买入
600519.SH	贵州茅台	737.50	21.56	30.21	38.83	36.61	26.13	20.33	买入
000860.SZ	顺鑫农业	42.08	0.77	1.45	1.9	56.19	29.84	22.77	增持

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

4、风险提示

- 1) 食品安全事故;
- 2) 推荐公司业绩不达预期;
- 3) 宏观经济低迷;

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，8年实业工作经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究，9年证券研究经验。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

【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。