

## 饮料制造

 业绩如期释放，后期仍有看点  
-2018 & 2019Q1 啤酒行业财报总结

**评级：增持（维持）**

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

研究助理：熊欣慰

Email: xiongxw@r.qizq.com.cn

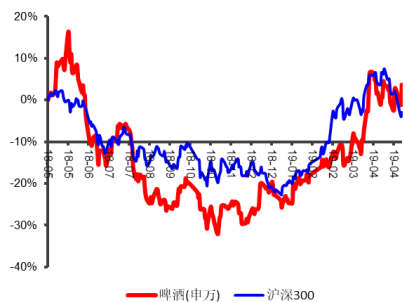
分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qizq.com.cn

**基本状况**

|             |         |
|-------------|---------|
| 上市公司数       | 7       |
| 行业总市值(百万元)  | 129,044 |
| 行业流通市值(百万元) | 87,117  |

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 《春节超预期奠定一季报基础，全年成长空间仍足-2019Q1 啤酒行业前瞻》2019.03.20
- 《2019 年啤酒板块有望进入业绩快速释放期-复盘 2009 年啤酒业绩高速增长之谜》2019.01.29
- 《提价滞后效应&成本要素驱动板块业绩加速释放》2018.12.12
- 《周期底部，业绩有望加速释放》2018.12.06

**重点公司基本状况**

| 简称   | 股价<br>(元) | EPS  |       |       |       | PE   |       |       |       | PEG  | 评级 |
|------|-----------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|----|
|      |           | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |      |    |
| 青岛啤酒 | 52.1      | 1.05 | 1.37  | 1.76  | 2.11  | 50   | 38    | 30    | 25    | 1.04 | 买入 |
| 重庆啤酒 | 38.1      | 0.83 | 1.05  | 1.23  | 1.44  | 46   | 36    | 31    | 26    | 1.81 | 买入 |
| 华润啤酒 | 30.8      | 0.30 | 0.50  | 0.84  | 1.18  | 103  | 62    | 37    | 26    | 0.54 | 买入 |

备注：

**投资要点**

- **啤酒板块进入业绩快速释放期。**2018 年华润、青啤、重啤、珠啤均实现高个位数收入增长。从扣非后归母净利润看，华润剔除关厂带来的员工安置及固定资产减值的增加部分，增速接近 30%；青岛啤酒剔除关厂带来的一次性费用和减值，增速约 20%；燕啤、珠啤、重啤均实现较快增长。2019Q1 啤酒企业利润端延续了 2018 年快速增长的趋势，青啤、重啤、珠啤均实现 20%以上扣非后归母净利润增长。
- **2018 销量企稳，2019Q1 销量超预期。**2018 年行业产量止跌企稳，青啤、重啤、珠啤、百威英博均实现销量正增长，华润和燕啤由于提价幅度较大，销量出现一定下滑。2019Q1 受益餐饮增速回升及春节气温偏暖，啤酒行业产量增长 3%，尤其是 1-2 月春节旺季增速达到 4.2%。2019Q1 青啤和燕啤销量加速明显，重啤保持 5%左右的稳定增长，均高于行业增速，集中度进一步提升。
- **吨酒收入持续提升，结构升级拐点验证。**受益提价+结构升级，2018 年啤酒行业收入增长 7.08%，其中价格提升约 7%。2018 年华润和燕京的吨酒收入大幅增长 12.3%和 9.0%，青啤、珠江、百威英博有 5%左右的吨酒收入增长。2019Q1 青啤吨酒收入呈现加速的趋势，公司仍会分产品分地区提价，未来提价有望常态化；重啤 2019Q1 吨酒收入上升约 4%，也快于 2018 年增速。2018 年是行业结构升级的拐点，中长期看结构升级将持续推动吨酒收入提升。2018 年华润、青啤、燕京、重啤、珠啤的中高档销量增速均快于整体销量增长。2019Q1 青啤高端销量增长 10.5%，高于主品牌的 8.5%，更高于整体的 6.6%。
- **2019 年包材压力趋缓，关厂推动降本增效。**瓦楞纸价格 2018H2 同比下降，预计 2019 年保持同比下降趋势；玻璃期货价格 2019 年回落，成本压力显著弱于 2018 年。虽然进口大麦价格出现两位数上涨，但仅占啤酒成本的 10%左右。总体来看，2019 年原材料成本压力比 2018 年减弱。同时啤酒企业加快产能优化，2018 年华润、青啤、重啤各关闭 13、2、1 家工厂，产能利用率上升节约直接人工和制造费用。2019Q1 啤酒企业吨酒成本仍然上涨，但增幅比 2018 年收窄。
- **2019Q1 毛利率加速提升，销售费用率保持稳定。**2019 年啤酒行业受益提价滞后+补提+结构升级，吨酒收入仍会保持较快增长，同时成本端压力比 2018 年减弱，剪刀差扩大后盈利能力有望提升。2019Q1 青啤、重啤、珠啤的销售毛利率提升比 2018 年更快。同时行业从低端价格战转向高端化，2018 年除华润外销售费用率均持平或下滑。2019Q1 燕啤和重啤销售费用率下降，青啤和珠啤销售费用率上升，主要系加大品牌宣传力度助力消费升级，并非进行低端价格战。

- **2019Q2起增值税下调加速利润释放。**2019年4月1日起制造业等行业增值税税率从16%降至13%，减税对于利润率偏低的啤酒行业贡献的利润弹性十分显著。以2018年财报数据为准，当增值税下调3个pct时，燕京啤酒、华润啤酒、青岛啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒的净利润理论上将增长83.9%、50.9%、22.9%、16.3%、13.6%。
- **投资建议：**啤酒行业人均销量变化不大，而消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力，格局优的标的有望持续受益。国内啤酒行业正在进入新阶段，CR5有望逐步向CR4甚至是CR3变化。若五家变四家甚至变成三家，或者份额拉开，无论是国际经验还是国内区域市场主导企业的盈利能力都证明了行业格局改善后竞争趋缓费用存在下降的可能，盈利能力存在较大的提升空间。按照现有的格局推演，我们认为行业受益的先后顺序分别是华润啤酒、青岛啤酒、嘉士伯（重庆啤酒）等。
- **风险提示：**因不可抗要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动

## 内容目录

|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| 啤酒板块进入业绩快速释放期.....            | - 4 -  |
| 2018 销量企稳，2019Q1 销量超预期.....   | - 4 -  |
| 吨酒收入持续提升，结构升级拐点验证.....        | - 5 -  |
| 2019 年包材压力趋缓，关厂推动降本增效.....    | - 7 -  |
| 2019Q1 毛利率加速提升，销售费用率保持稳定..... | - 8 -  |
| 2019Q2 起增值税下调加速利润释放.....      | - 9 -  |
| 投资建议.....                     | - 10 - |
| 风险提示.....                     | - 10 - |

## 图表目录

|  |       |
|--|-------|
| 图表 1: 2018 和 2019Q1 啤酒上市公司扣非后归母净利润快速增长.....    | - 4 - |
| 图表 2: 2019Q1 啤酒行业产量增长 3%.....                  | - 4 - |
| 图表 3: 啤酒行业产量单月增速.....                          | - 4 - |
| 图表 4: 2019Q1 龙头销量加速增长.....                     | - 5 - |
| 图表 5: 2018 年啤酒行业收入增速与销量增速差距加大.....             | - 5 - |
| 图表 6: 2018 和 2019Q1 啤酒上市公司吨酒收入持续增长.....        | - 6 - |
| 图表 7: 2018 年啤酒企业中高端产品销量增长更快.....               | - 6 - |
| 图表 8: 2019Q1 青岛啤酒产品结构继续提升.....                 | - 7 - |
| 图表 9: 瓦楞纸市场价同比下降.....                          | - 7 - |
| 图表 10: 玻璃期货价格回落.....                           | - 7 - |
| 图表 11: 2017 年以来啤酒企业加快关厂.....                   | - 8 - |
| 图表 12: 啤酒企业实际产能利用率提升.....                      | - 8 - |
| 图表 13: 2019Q1 啤酒上市公司吨酒成本压力趋缓.....              | - 8 - |
| 图表 14: 2019Q1 啤酒上市公司毛利率加速提升.....               | - 8 - |
| 图表 15: 2018 和 2019Q1 啤酒上市公司销售费用率相对稳定.....      | - 9 - |
| 图表 16: 增值税从 16% 下调至 13% 将显著增厚啤酒企业利润 (百万元)..... | - 9 - |

## 啤酒板块进入业绩快速释放期

- 2018 和 2019Q1 啤酒公司收入稳健增长, 利润快速释放。**2018 年华润、青啤（同比口径收入增长 5.15%）、重啤、珠啤均实现高个位数的收入增长。从扣非后归母净利润看，华润啤酒下滑 20%，但剔除关厂带来的员工安置及固定资产减值的增加部分，利润增速接近 30%；青岛啤酒仅增长 8%，但剔除关厂带来的一次性费用和减值，利润增速约 20%；燕啤、珠啤、重啤利润均实现较快增长。2019Q1 青啤收入加速至两位数，重啤的啤酒主业收入增长约 9%，燕京和珠啤收入增长 5% 左右。利润端延续了 2018 年快速增长的趋势，青啤、重啤、珠啤均实现 20% 以上扣非后归母净利润增长。

图表 1: 2018 和 2019Q1 啤酒上市公司扣非后归母净利润快速增长

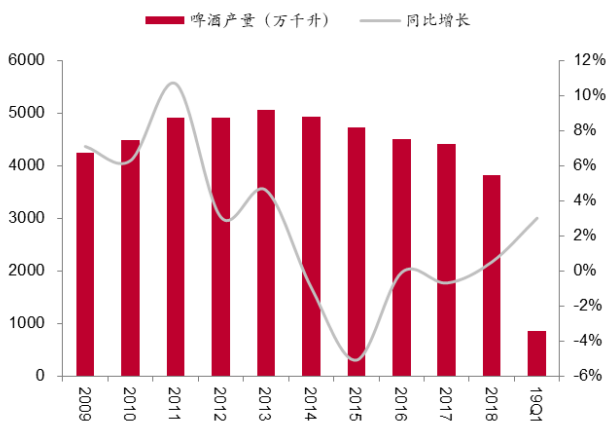
| 公司   | 2018   |       |           |         | 2019Q1 |        |           |        |
|------|--------|-------|-----------|---------|--------|--------|-----------|--------|
|      | 收入(亿元) | 增速    | 扣非净利润(亿元) | 增速      | 收入(亿元) | 增速     | 扣非净利润(亿元) | 增速     |
| 华润啤酒 | 318.67 | 7.18% | 6.96      | -19.82% | -      | -      | -         | -      |
| 青岛啤酒 | 265.75 | 1.13% | 10.54     | 8.05%   | 79.51  | 11.38% | 7.18      | 26.73% |
| 燕京啤酒 | 113.44 | 1.32% | 1.48      | 499.24% | 34.48  | 5.13%  | 0.51      | 4.09%  |
| 重庆啤酒 | 34.67  | 9.19% | 3.54      | 14.84%  | 8.33   | 2.53%  | 0.81      | 71.36% |
| 珠江啤酒 | 40.39  | 7.33% | 1.32      | 288.04% | 7.51   | 4.65%  | -0.08     | 64.39% |

来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 2018 销量企稳, 2019Q1 销量超预期

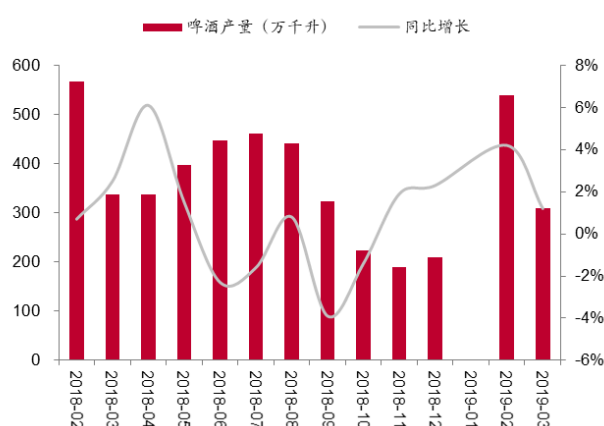
- 2019Q1 行业产量增长 3% 超预期。**受益于餐饮行业增速回升及春节期间气温偏暖，啤酒行业淡季不淡。2019Q1 行业产量增长 3%，高于 2018 年 0.5% 的增长。尤其是 2019 年 1-2 月春节旺季期间，行业产量增速达到 4.2%，奠定了一季度量增的基础。

图表 2: 2019Q1 啤酒行业产量增长 3%



来源: wind、中泰证券研究所

图表 3: 啤酒行业产量单月增速



来源: wind、中泰证券研究所 (1-2 月份合并统计)

- 2018 年啤酒企业销量企稳, 2019Q1 加速增长, 集中度进一步提升。**2018 年行业产量止跌企稳，青啤、重啤、珠啤、百威英博均实现销量正增长，

华润和燕啤由于提价幅度较大，销量出现一定下滑。2019Q1 青啤和燕啤销量加速明显，重啤保持 5%左右的稳定增长，且高于行业增速，集中度进一步提升。

图表 4: 2019Q1 龙头销量加速增长

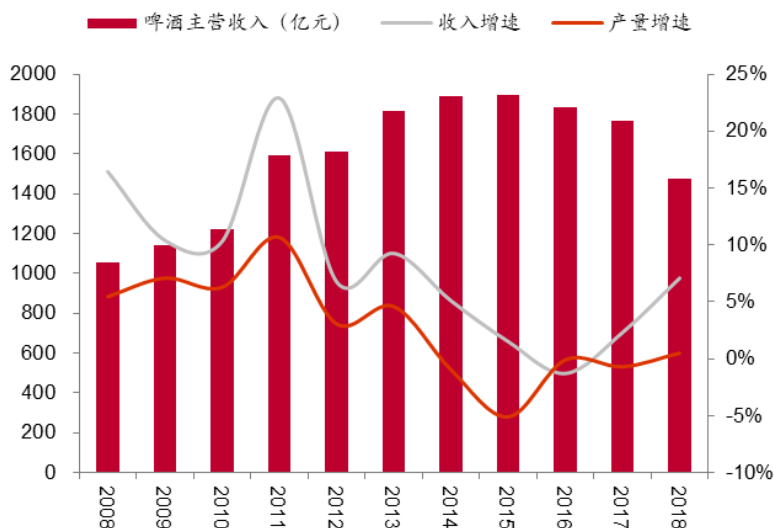
| 公司   | 2018     |        | 2019Q1   |       |
|------|----------|--------|----------|-------|
|      | 销量 (万千升) | 增速     | 销量 (万千升) | 增速    |
| 华润啤酒 | 1128.5   | -4.52% | -        | -     |
| 青岛啤酒 | 803      | 0.76%  | 216.6    | 6.60% |
| 燕京啤酒 | 392      | -5.77% | 118      | 3.31% |
| 重庆啤酒 | 94.43    | 6.40%  | 22.49    | 5.04% |
| 珠江啤酒 | 123.96   | 2.45%  | -        | -     |
| 百威英博 | -        | 2.50%  | -        | -     |

来源：公司公告、中泰证券研究所

## 吨酒收入持续提升，结构升级拐点验证

- **2018 年啤酒行业收入增长 7.08%，高于 0.5%的产量增长。**受益于 2017 年底及 2018 年初行业集体提价，同时行业迎来结构升级拐点，2018 年啤酒规模以上企业主营收入增长 7.08%，剔除 0.5%的量增贡献，价格提升约 7%。对比 2016 和 2017 年，2018 年收入增速与产量增速的剪刀差明显加大，吨酒收入显著提升。

图表 5: 2018 年啤酒行业收入增速与销量增速差距加大



来源：wind，国家统计局、中泰证券研究所（统计口径为规模以上企业）

- **2018 啤酒企业吨酒收入提升明显，2019Q1 青啤和重啤吨酒收入加速增长。**2018 年华润和燕京的吨酒收入大幅增长 12.3%和 9.0%，青啤、珠江、百威英博也有 5%左右的吨酒收入增长。2019Q1 青啤吨酒收入呈现加速的趋势，我们认为受益提价滞后+补提+结构升级，2019 年青啤的

吨酒收入仍会保持强劲的增长，公司仍会分产品分地区提价，未来提价有望常态化向百威靠拢。重啤 2019Q1 啤酒业务收入增长 9%，吨酒收入上升约 4%，快于 2018 年提升速度。

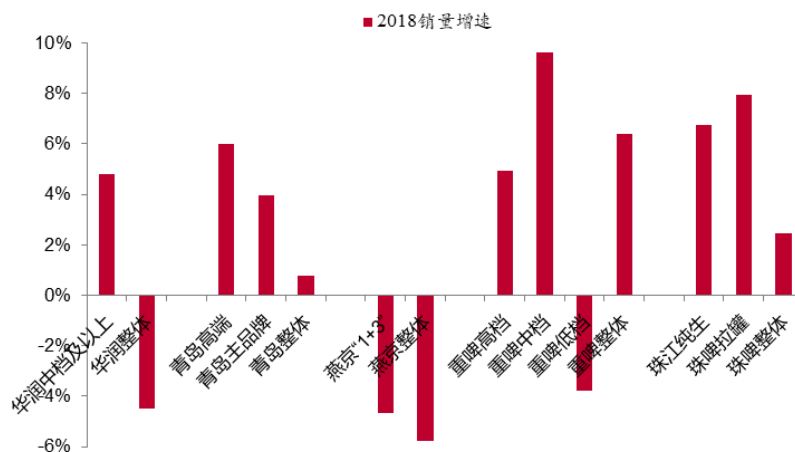
图表 6: 2018 和 2019Q1 啤酒上市公司吨酒收入持续增长

| 公司   | 2018        |        | 2019Q1      |        |
|------|-------------|--------|-------------|--------|
|      | 吨酒收入 (元/千升) | 增速     | 吨酒收入 (元/千升) | 增速     |
| 华润啤酒 | 2824        | 12.25% | -           | -      |
| 青岛啤酒 | 3399        | 4.23%  | 3671        | 4.48%  |
| 燕京啤酒 | 2737        | 9.02%  | 2922        | 1.76%  |
| 重庆啤酒 | 3544        | 2.01%  | 3705        | -2.39% |
| 珠江啤酒 | 3118        | 4.20%  | -           | -      |
| 百威英博 |             | 5.66%  | -           | -      |

来源：公司公告、中泰证券研究所（2018 年采用啤酒业务收入计算吨酒收入，2019Q1 采用公司整体收入近似计算吨酒收入）

- 2018 年是行业结构升级拐点，中长期将持续推动吨酒收入提升。** 2018 年吨酒收入提升主要系：(1) 2017 年底和 2018 年初行业集体提价；(2) 结构升级逻辑兑现，行业发展趋势从低端价格战转向高端化。2018 年华润整体销量下滑 4.5%，但中高档产品增长 4.8%；青岛高端产品 (5.98%) 增长快于主品牌 (3.97%) 快于整体 (0.76%)；燕京 1+3 品牌 (-4.68%) 下滑幅度小于整体 (-5.77%)；重啤高档和中档产品分别增长 4.92% 和 9.63%，低档产品下滑 3.77%；珠啤高端纯生 (6.74%) 增长明显快于整体 (2.45%)，且罐化率提升。结构升级是行业长期的发展趋势，将推动吨酒收入持续提升。2019Q1 青岛高端产品销量增长 10.5%，高于主品牌 8.5% 的增长，更高于整体 6.6% 的增长。

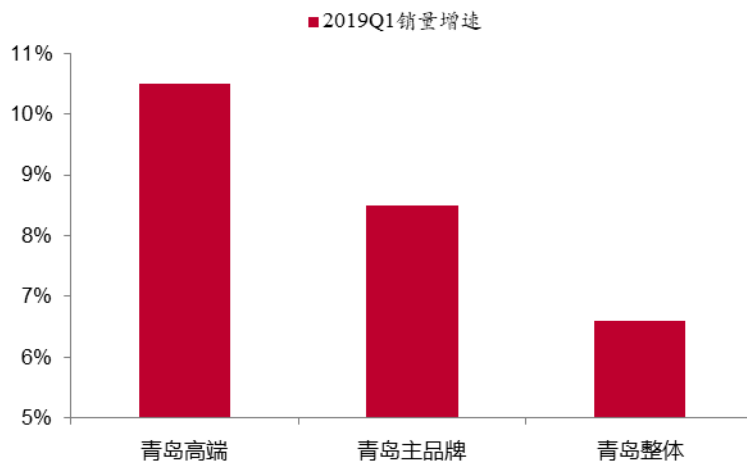
图表 7: 2018 年啤酒企业中高端产品销量增长更快



来源：公司公告、中泰证券研究所



**图表 8: 2019Q1 青岛啤酒产品结构继续提升**

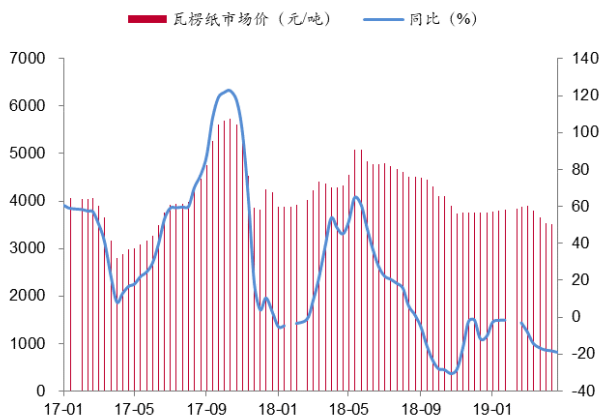


来源：公司公告、中泰证券研究所

## 2019 年包材压力趋缓，关厂推动降本增效

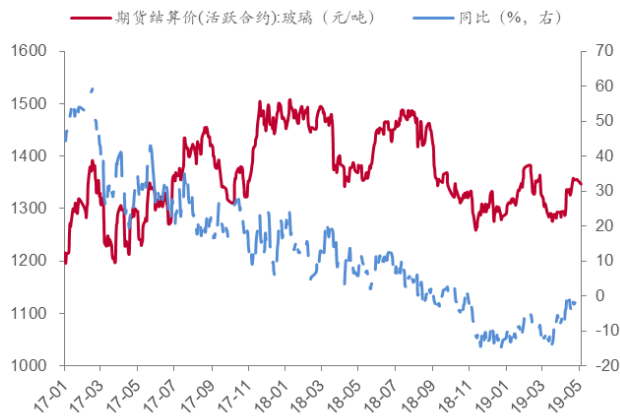
- **2019 年纸箱、玻璃等包材成本压力趋缓。**2018 年受环保限产影响，包材价格大幅上涨，而包材占据了啤酒成本的 30%-50%。随产能恢复，瓦楞纸价格 2018H2 同比下降，2019 年仍保持低位，预计全年还将保持同比下降的趋势；玻璃期货价格 2019 年回落，成本压力显著弱于 2018 年。虽然进口大麦价格出现两位数上涨，但大麦在啤酒成本端占比仅 10% 左右，且可通过锁价等方式部分缓解成本压力。总体来看，2019 年啤酒行业原材料成本压力比 2018 年减弱。

**图表 9: 瓦楞纸市场价同比下降**



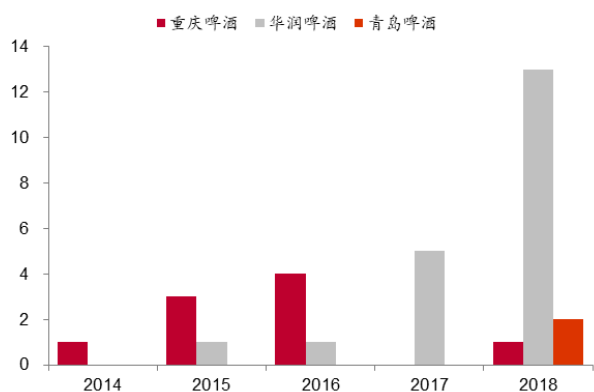
来源：wind、中泰证券研究所

**图表 10: 玻璃期货价格回落**

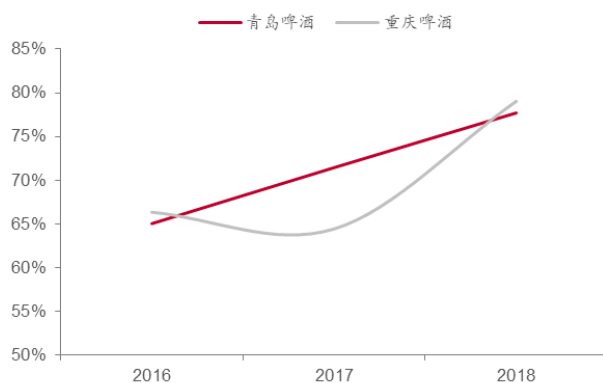


来源：wind、中泰证券研究所

- **关厂提升产能利用率，节约直接人工与制造费用。**重啤在 2014 年率先进行产能优化，2014-16 年关闭 8 家工厂，2018 年再关闭一家工厂。华润啤酒 2017 年加大关厂动作，2018 年更是关闭 13 家工厂大幅度优化产能。青啤作为地方国企，2018 年也关闭了 2 家工厂优化产能。随着行业过剩产能去化，产能利用率上升将节约直接人工和制造费用。

**图表 11: 2017 年以来啤酒企业加快关厂**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 12: 啤酒企业实际产能利用率提升**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 2019Q1 啤酒公司吨酒成本上升幅度收窄。**2018 年由于包材价格大幅上涨, 啤酒企业吨酒成本均出现较大幅度上升, 重庆啤酒成本压力较小主要系精简瓶型提升了规模效应从而节约了成本。2019Q1 啤酒企业吨酒成本仍然上涨, 但增幅对比 2018 年明显收窄, 我们认为 2019 年的成本压力对比 2018 年将减弱。

**图表 13: 2019Q1 啤酒上市公司吨酒成本压力趋缓**

| 公司   | 2018        |       | 2019Q1      |        |
|------|-------------|-------|-------------|--------|
|      | 吨酒成本 (元/千升) | 增速    | 吨酒成本 (元/千升) | 增速     |
| 华润啤酒 | 1832        | 9.87% | -           | -      |
| 青岛啤酒 | 2035        | 5.15% | 2215        | 3.61%  |
| 燕京啤酒 | 1658        | 6.55% | 1973        | 1.30%  |
| 重庆啤酒 | 2141        | 0.81% | 2320        | -5.93% |
| 珠江啤酒 | 1902        | 2.53% | -           | -      |

来源: 公司公告、中泰证券研究所 (2018 年采用啤酒业务成本计算吨酒成本, 2019Q1 采用公司整体成本近似计算吨酒成本)

## 2019Q1 毛利率加速提升, 销售费用率保持稳定

- 2019 年啤酒行业受益提价滞后+补提+结构升级, 吨酒收入仍会保持较快增长, 同时成本端压力对比 2018 年减弱, 剪刀差扩大后盈利能力有望提升。**2018 年包材成本大幅上涨, 但受益提价及结构升级, 华润、燕京、重啤、珠啤的啤酒业务毛利率仍呈上升趋势, 仅青啤的啤酒毛利率小幅下降。2019Q1 青啤、重啤、珠啤的销售毛利率分别上升 0.51、2.35、3.77 个 pct, 比 2018 年提升更快。

**图表 14: 2019Q1 啤酒上市公司毛利率加速提升**

| 公司   | 2018    |        | 2019Q1 |       |
|------|---------|--------|--------|-------|
|      | 啤酒业务毛利率 | 变化     | 销售毛利率  | 增速    |
| 华润啤酒 | 35.14%  | 1.41%  | -      | -     |
| 青岛啤酒 | 40.11%  | -0.52% | 39.66% | 0.51% |
| 燕京啤酒 | 39.41%  | 1.41%  | 32.48% | 0.31% |
| 重庆啤酒 | 39.58%  | 0.72%  | 37.40% | 2.35% |
| 珠江啤酒 | 38.99%  | 0.99%  | 37.02% | 3.77% |

来源: 公司公告、中泰证券研究所 (2018 年青啤啤酒毛利率采用可比口径)



- **价格战趋缓,销售费用率保持稳定。**受益行业从低端价格战转向高端化,2018年啤酒上市公司销售费用率除华润外均持平或下滑。2019Q1燕啤和重啤销售费用率下降,青啤和珠啤销售费用率上升,主要系加大品牌宣传力度助力消费升级,并非进行低端价格战。

**图表 15: 2018 和 2019Q1 啤酒上市公司销售费用率相对稳定**

| 公司   | 2018   |        | 2019Q1 |        |
|------|--------|--------|--------|--------|
|      | 销售费用率  | 变化     | 销售毛利率  | 增速     |
| 华润啤酒 | 17.48% | 0.62%  | -      | -      |
| 青岛啤酒 | 21.44% | -0.51% | 17.50% | 0.77%  |
| 燕京啤酒 | 12.75% | -0.48% | 9.58%  | -0.06% |
| 重庆啤酒 | 13.13% | -1.52% | 10.46% | -0.26% |
| 珠江啤酒 | 17.42% | 0.02%  | 18.46% | 0.65%  |

来源: 公司公告、中泰证券研究所 (2018 年青岛啤酒销售费用率采用可比口径)

## 2019Q2 起增值税下调加速利润释放

- **增值税调减有利啤酒企业,2019Q2 利润弹性加速释放。**2019 年 4 月 1 日起制造业等行业增值税税率从 16% 降至 13%, 减税对于利润率偏低的啤酒行业贡献的利润弹性十分显著。通过测算, 减税可大幅增厚盈利能力较弱的啤酒企业的业绩。以 2018 年财报数据为准, 当增值税下调 3 个 pct 时, 燕京啤酒、华润啤酒、青岛啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒的净利润理论上将增长 83.9%、50.9%、22.9%、16.3%、13.6%。

**图表 16: 增值税从 16% 下调至 13% 将显著增厚啤酒企业利润 (百万元)**

| 公司   | 收入     | 成本     | 直接材料占比 | 增值税节省值                        | 节省增值税降低的税费附加      | 所得税                   | 净利润增加值    | 净利润   | 净利润同比   |
|------|--------|--------|--------|-------------------------------|-------------------|-----------------------|-----------|-------|---------|
|      | A      | B      | C      | $D=(A-B \times C) \times 3\%$ | $E=D \times 11\%$ | $F=(D+E) \times 25\%$ | $G=D+E-F$ | H     | $I=G/H$ |
| 华润啤酒 | 32,464 | 20,669 | 60%    | 602                           | 66                | 167                   | 501       | 985   | 50.9%   |
| 青岛啤酒 | 26,575 | 16,556 | 74%    | 429                           | 47                | 119                   | 357       | 1,561 | 22.9%   |
| 燕京啤酒 | 11,344 | 6,973  | 55%    | 226                           | 25                | 63                    | 188       | 224   | 83.9%   |
| 重庆啤酒 | 3,467  | 2,083  | 57%    | 69                            | 8                 | 19                    | 57        | 421   | 13.6%   |
| 珠江啤酒 | 4,039  | 2,401  | 65%    | 74                            | 8                 | 21                    | 62        | 379   | 16.3%   |

来源: 中泰证券研究所, wind

## 投资建议

- 啤酒行业人均销量变化不大，而消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力，格局优的标的有望持续受益。国内啤酒行业正在进入新阶段，CR5有望逐步向CR4甚至是CR3变化。若五家变四家甚至变成三家，或者份额拉开，无论是国际经验还是国内区域市场主导企业的盈利能力都证明了行业格局改善后竞争趋缓费用存在下降的可能，盈利能力存在较大的提升空间。按照现有的格局推演，我们认为行业受益的先后顺序分别是华润啤酒、青岛啤酒、嘉士伯（重庆啤酒）等。

## 风险提示

- **因不可抗力要素带来销量的下滑：**人口老龄化加速，餐饮行业增速放缓，均会对啤酒消费量造成负面影响。
- **市场竞争恶化带来超预期促销活动：**随着外资啤酒和进口啤酒在国内市场加大促销，可能会进一步加剧市场的竞争态势。而由于市场竞争压力，啤酒企业为提高产能利用率加大促销力度，使广告、促销等市场费用持续增长。

**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。