

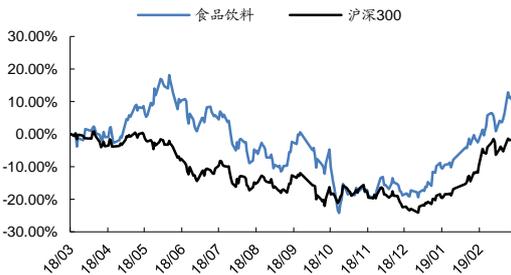
研究所
证券分析师:
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

茅台要求经销商6月底打全年款, 关注飞天茅台 一批价走势

——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	13.9	37.6	9.3
沪深300	8.9	26.6	-4.6

相关报告

- 《食品饮料行业周报: 白酒开始进入挤兑式增长, 看好创新变化食品龙头》——2019-03-17
- 《食品饮料行业周报: 白酒个股业绩将存分化, 肉制品或面临较大成本压力》——2019-03-10
- 《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

投资要点:

■ **本周行业观点:** 白酒方面, 茅台要求经销商6月底打全年款, 关注飞天茅台一批价走势。茅台在2018年下半年开始, 因为内部反腐, 到2019年一季度, 被清理了476家茅台经销商。目前, 茅台国内外经销商只有2569家, 明显低于2017年的3083家。这也导致茅台自2018年下半年开始供给相对不足, 飞天茅台一批价上行到1900-2000元/瓶。茅台原本打算清理掉的经销商销量通过向商超直供, 大型企业事业单位团购等直营渠道来补充, 但又因设立集团销售公司负责团购业务产生的关联交易而遭受中小股东质疑而耽搁。近期, 贵州茅台在前董事长袁仁国被双开之后, 内部反腐暂告一段落。6月12日, 茅台董事长李保芳发言: 要在6月底前这19天向市场投放2000吨茅台酒。同时, 根据云酒头条报道, 茅台通知要求经销商6月底前完成全年打款, 这意味着茅台后继开始加速放量, 先通过给经销商提前释放计划量, 后面直营渠道完善后再通过直营渠道放货, 由此完成全年业绩。我们判断, 在茅台加快放货的同时, 飞天茅台一批价有可能略有回落, 从现在的1900-2000元/瓶, 有可能回落到之前的1700-1800元/瓶。而且, 在未来, 茅台要保证业绩的持续增长, 放量仍然是首选。随着茅台的放量, 在短期内对五粮液, 国窖1573会带来一定程度的冲击。长期来看, 高端酒的景气度相对受宏观经济增长的因素影响较多。从白酒行业推荐标的来看, 从确定性角度, 我们首选“贵州茅台”。此外, 中低端白酒, 如古井贡酒和顺鑫农业属下牛栏山, 在市场运作方面营销能力较强, 具备全国化扩张的可持续增长, 也给予重点推荐。

■ 在大众品中, 随着市场的逐步成熟, 龙头品牌效应已日益明显, 部分成熟子行业龙头市占率已经较高, 成长性较小。因此, 我们阶段性更看好管理或业务创新变化, 以及短期内成本受周期性降低影响的细分子行业龙头企业。休闲卤肉制品行业, 行业空间大, 集中度低, 产品单价低, 受经济影响小, 预计未来仍能保持较好的增长, 重点标的如绝味食品和煌上煌, 都值得投资者重点关注。短期内, 休闲卤肉制品因为以原料成本“逆猪周期”持续下降和增值税优惠, 都有望给公司带来较好的盈利。此外, 如产业链一体化带来成本降低和营销管理升级突破的克明面业, 旗下的挂面、方便面、湿面未来都有望获得较好的发展。虽然克明面业一季度业绩低于预期, 但

公司总逻辑没有变化，降低成本的逻辑有望在后继面粉厂建成后开始陆续兑现。由此，大众品，我们重点推荐绝味食品、煌上煌、克明面业。

- 综上，白酒从确定性看好“贵州茅台”，从全国化扩张的营销能力上，看好“古井贡酒”和“顺鑫农业”。大众品，从业绩弹性来看，推荐“绝味食品”、“煌上煌”、“克明面业”。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：**食品饮料板块指上涨 5.17%，跑赢上证综指 3.25 个百分点，跑赢沪深 300 指数 2.64 个百分点，板块日均成交额 200.17 亿元。食品饮料板块市盈率（TTM）为 29.39，同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 12.90 和 11.81。
- **行业重点数据：**白酒行业，根据京东数据，6 月 14 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、1175 元/瓶、569 元/瓶和 238 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，目前市场价预计在 1900-2000 元/瓶左右；乳品行业，6 月 5 日数据，销售主产区生鲜乳价格为 3.54 元/公斤，同比变化+4.40%；肉制品行业，2019 年 5 月，生猪和能繁母猪存栏量分别为 25,508 万头和 2,501 万头，同比-22.70%、-23.87%，环比-4.20%、-4.10%，仔猪价格下跌、生猪和猪肉价格上涨，2019 年 6 月 14 日的最新价格分别为 46.54 元/千克、16.33 元/千克和 24.02 元/千克，同比变化 90.97%、42.12%、37.26%，环比变化-2.55%、1.94%、0.04%，6 月 14 日猪粮比价为 8.08，同比变化 1.38%；啤酒行业，2019 年 4 月国内啤酒产量 292.1 万千升，同比变化-5.6%。从进出口来看，2019 年 4 月份国内啤酒进口 73,212 千升，同比 27.36%，进口单价为 1016.75 美元/千升，同比-7.40%。
- **行业重点推荐：**克明面业：新品铺市阶段性投入+财务费用增加，一季度拖累公司业绩；煌上煌：管理变革+营销激进，公司业绩重回高速增长；绝味食品：传统门店保持稳步扩张，新品类“串串”积极布局；贵州茅台：放量和提价仍有空间，中短期业绩增长无忧；顺鑫农业：受非洲猪瘟影响养殖屠宰业绩亏损，牛栏山全国化发展趋势仍然向好；古井贡酒：产品结构发力次高端，市场全国化坚定推进。
- **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

代码	股票名称	2019-06-14 股价	EPS			PE			投资评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002661.SZ	克明面业	13.35	0.56	0.7	0.88	23.84	19.07	15.17	买入
002695.SZ	煌上煌	13.59	0.34	0.44	0.65	39.97	30.89	20.91	买入
603517.SH	绝味食品	35.21	1.56	1.88	2.22	22.57	18.73	15.86	买入
600519.SH	贵州茅台	913	28.02	35.31	43.19	32.58	25.86	21.14	买入
000860.SZ	顺鑫农业	40.85	1.3	1.77	2.26	31.42	23.08	18.08	增持
000596.SZ	古井贡酒	105	3.37	4.23	5.08	31.16	24.82	20.67	买入

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	6
3、 重点数据及行业资讯	9
3.1、 农业产品价格跟踪	9
3.2、 子行业数据一览	10
3.3、 子行业重点新闻	13
4、 公司公告及大事提醒	14
4.1、 重要公告	14
4.2、 下周大事	15
5、 行业重点推荐个股及逻辑	15
5.1、 克明面业	15
5.2、 煌上煌	16
5.3、 绝味食品	17
5.4、 贵州茅台	18
5.5、 顺鑫农业	19
5.6、 古井贡酒	20
6、 风险提示	21

图表目录

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况	7
图 2: 食品饮料子行业涨跌幅	7
图 3: 各行业本周涨跌横向对比	7
图 4: 食品饮料、沪深 300 和上证综指估值对比 (TTM)	8
图 5: 食品饮料各子行业估值对比 (TTM)	8
图 6: 最新农业产品价格变化	9
图 7: 中国白酒月产量 (万千升)	10
图 8: 中高端白酒零售价格跟踪 (元/瓶)	10
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	11
图 12: IFCN 牛奶价格和饲料价格指数	11
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)	12
图 16: 生猪养殖利润 (元/头)	12
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 1: 食品饮料行业个股本周涨跌幅排名	8
表 2: 本周行业重点资讯	13
表 3: 上周公司重要公告	14
表 4: 下周上市公司大事	15

1、本周行业观点

本周行业观点：白酒方面，茅台要求经销商6月底打全年款，关注飞天茅台一批价走势。茅台在2018年下半年开始，因为内部反腐，到2019年一季度，被清理了476家茅台经销商。目前，茅台国内外经销商只有2569家，明显低于2017年的3083家。这也导致茅台自2018年下半年开始供给相对不足，飞天茅台一批价上行到1900-2000元/瓶。茅台原本打算清理掉的经销商销量通过向商超直供，大型企业事业单位团购等直营渠道来补充，但又因设立集团销售公司负责团购业务产生的关联交易而遭受中小股东质疑而耽搁。近期，贵州茅台在前董事长袁仁国被双开之后，内部反腐暂告一段落。6月12日，茅台董事长李保芳发言：要在6月底前这19天向市场投放2000吨。同时，根据云酒头条报道，茅台通知要求经销商6月底前完成全年打款，这意味着茅台后继开始加速放量，先通过给经销商提前释放计划量，后面直营渠道完善后再通过直营渠道放货，由此完成全年业绩。我们判断，在茅台加快放货的同时，飞天茅台一批价有可能略有回落，从现在的1900-2000元/瓶，回落到之前的1700-1800元/瓶。而且，在未来，茅台要保证业绩的持续增长，放量仍然是首选。随着茅台的放量，在短期内对五粮液，国窖1573会带来一定程度的冲击。长期来看，高端酒的景气度相对受宏观经济增长的因素影响较多。从白酒行业推荐标的来看，从确定性角度，我们首选“贵州茅台”。此外，中低端白酒，如古井贡酒和顺鑫农业属下牛栏山，在市场运作方面营销能力较强，具备全国化扩张的可持续增长，也给予重点推荐。

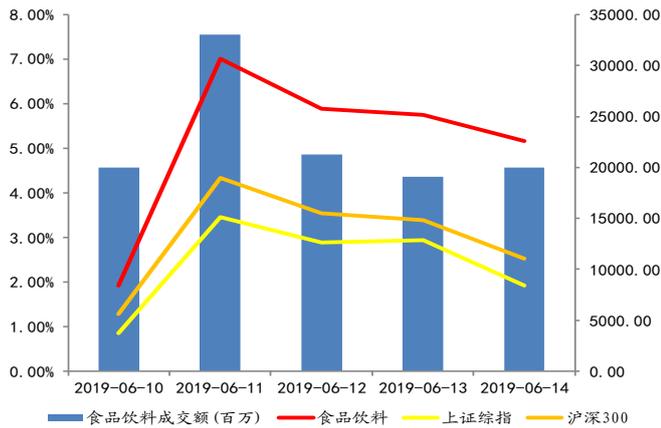
在大众品中，随着市场的逐步成熟，龙头品牌效应已日益明显，部分成熟子行业龙头市占率已经较高，成长性较小。因此，我们阶段性更看好管理或业务创新变化，以及短期内成本受周期性降低影响的细分子行业龙头企业。休闲卤肉制品行业，行业空间大，集中度低，产品单价低，受经济影响小，预计未来仍能保持较好的增长，重点标的如绝味食品和煌上煌，都值得投资者重点关注。短期内，休闲卤肉制品因为以原料成本“逆猪周期”持续下降和增值税优惠，都有望给公司带来较好的盈利。此外，如产业链一体化带来成本降低和营销管理升级突破的克明面业，旗下的挂面、方便面、湿面未来都有望获得较好的发展。虽然克明面业一季度业绩低于预期，但公司总逻辑没有变化，降低成本的逻辑有望在后继面粉厂建成后开始陆续兑现。由此，大众品，我们重点推荐绝味食品、煌上煌、克明面业。

综上，白酒从确定性看好“贵州茅台”，从全国化扩张的营销能力上，看好“古井贡酒”和“顺鑫农业”。大众品，从业绩弹性来看，推荐“绝味食品”、“煌上煌”、“克明面业”。结合行业基本面和估值水平，维持行业“推荐”评级。

2、上周市场回顾

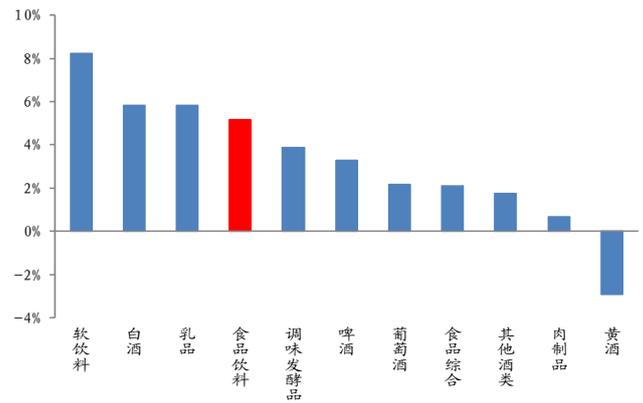
上周（2019年6月10日至2019年6月14日）食品饮料板块指上涨5.17%（前一工作周下跌4.23%），涨幅排名2名（共28个一级子行业），跑赢上证综指数3.25个百分点，跑输沪深300指数2.53个百分点，板块日均成交额200.17亿元（前一工作周为176.32亿）。食品饮料子行业软饮料、白酒涨幅最大，上涨8.23%、5.82%。

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况



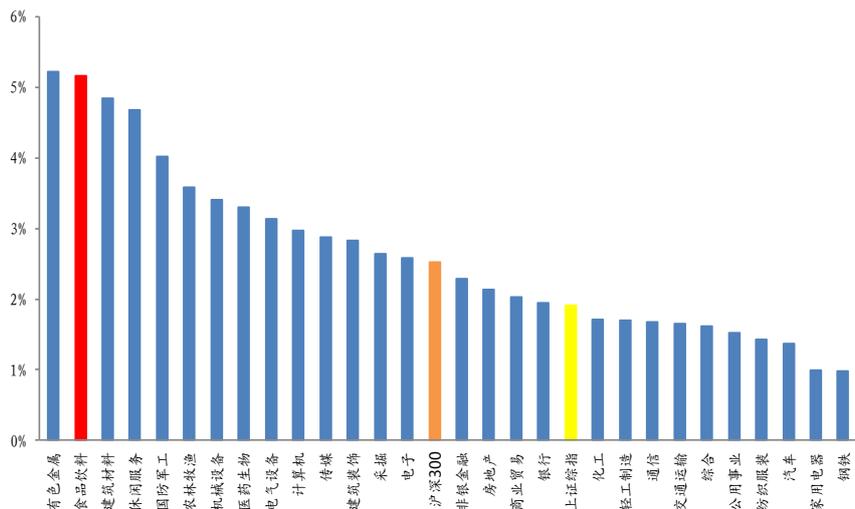
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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

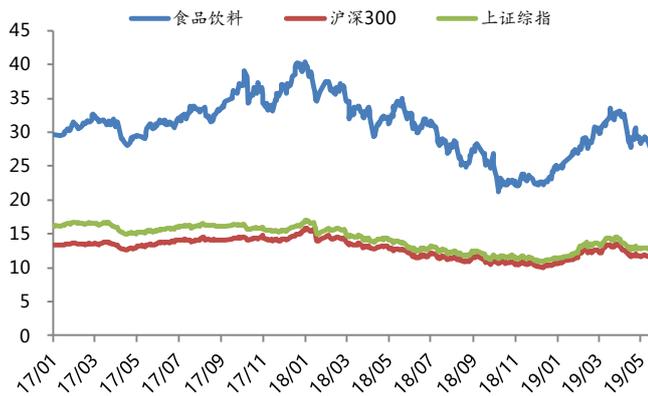
图 3: 各行业本周涨跌横向对比



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

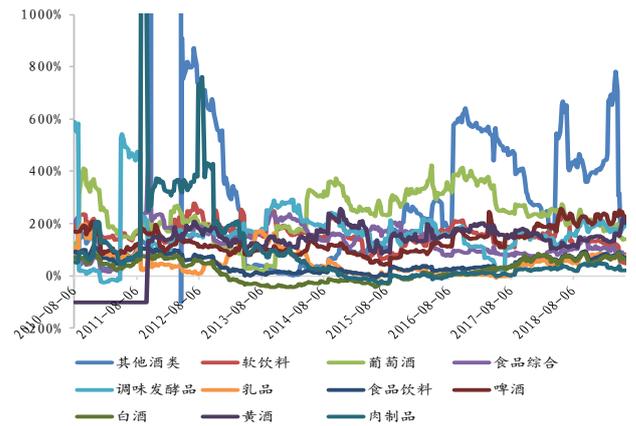
从估值来看, 截至上周最后一个交易日, 食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 29.39, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 12.9 和 11.81。其中, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别 30.38、48.45、30.74、29.39、53.85、28.27、47.83、19.83。从估值溢价率来看, 食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 70.96%, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 80.83%、188.39%、82.98%、74.94%、220.54%、68.27%、184.70%、18.04%。

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, 涨幅前五名是安记食品、千禾味业、西藏发展、莲花健康、双塔食品, 跌幅前五名是加加食品、龙大肉食、古越龙山、洽洽食品、黑芝麻。

表 1: 食品饮料行业个股本周涨跌幅排名

公司代码	股票名称	收盘价 2019/6/9	收盘价 2019/6/14	一周 涨幅	公司代码	股票名称	收盘价 2019/6/9	收盘价 2019/6/14	一周 跌幅
603696.SH	安记食品	8.49	9.85	16.02%	002650.SZ	加加食品	4.18	3.60	-13.88%
603027.SH	千禾味业	17.84	20.60	15.47%	002726.SZ	龙大肉食	10.68	9.88	-7.49%
000752.SZ	西藏发展	3.85	4.36	13.25%	600059.SH	古越龙山	8.70	8.28	-4.87%
600186.SH	莲花健康	1.26	1.42	12.70%	002557.SZ	洽洽食品	23.11	22.18	-4.02%
002481.SZ	双塔食品	6.68	7.51	12.43%	000716.SZ	黑芝麻	5.40	5.26	-2.59%

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、农业产品价格跟踪

图 6：最新农业产品价格变化

【国海食品饮料 余春生】*农产品价格*2019-6-16									
	时间	最新价格	单位	频率	日环比	周环比	月环比	年环比	
粮食	国内玉米	2019/6/14	1975.21	元/吨	日	0.15%	0.22%	2.47%	7.60%
	国内玉米期货价	2019/6/14	1955.00	元/吨	日	-0.46%	-0.15%	0.83%	11.40%
	进口玉米完税价	2019/6/14	2344.73	元/吨	日	1.56%	4.24%	19.28%	45.83%
	CBOT玉米	2019/6/14	463.50	美分/蒲式耳	日	1.70%	11.49%	22.30%	20.55%
	国内小麦	2019/6/14	2291.11	元/吨	日	0.05%	-1.32%	-5.69%	-3.28%
	CBOT小麦	2019/6/14	542.75	美分/蒲式耳	日	1.35%	7.80%	16.03%	16.03%
	国内大米	2017/12/30	6.43	元/千克	10天	-	0.00%	0.63%	1.90%
	泰国大米	2019/06	404.00	美元/吨	月	-	-	-	-5.16%
大豆	国内大豆	2019/6/14	3450.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	2.99%	0.88%
	CBOT大豆	2019/6/14	896.00	美分/蒲式耳	日	1.01%	4.76%	6.67%	-6.35%
	大豆进口价	2019/05	391.04	美元/吨	月	-	-	-2.61%	-10.36%
蔬菜	山东蔬菜批发价格指数	2019/6/14	91.02	-	日	-0.58%	3.46%	-13.90%	13.83%
豌豆	山东豌豆批发价格指数	2019/6/14	83.64	-	日	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
植物油	玉米胚芽粕	2019/6/14	1477.50	元/吨	日	0.00%	0.17%	15.66%	5.91%
	豆油	2019/6/14	5274.74	元/吨	日	0.78%	0.53%	-0.80%	-4.18%
	棕榈油FOB	2019/6/14	510.00	美元/吨	日	-0.49%	-1.92%	-1.45%	-16.73%
食用油	棕榈油成本	2019/6/14	510.00	元/吨	日	-0.44%	-1.70%	-1.33%	-9.61%
	生猪	2019/6/14	16.33	元/千克	周	-	1.94%	6.66%	42.12%
畜禽	生猪存栏	2019/05	25508.00	万头	月	-	-	-4.20%	-22.70%
	能繁母猪	2019/05	2501.00	万头	月	-	-	-4.10%	-23.87%
	仔猪	2019/6/14	46.54	元/千克	周	-	-2.55%	5.53%	90.97%
	毛鸡	2019/6/14	4.50	元/500克	日	-3.05%	-5.11%	-16.78%	10.64%
	肉鸡苗	2019/6/14	3.76	元/羽	日	4.84%	-22.87%	-59.31%	57.91%
	毛鸭	2019/6/14	4.08	元/500克	日	-0.69%	-5.21%	-9.91%	3.71%
	鸭苗	2019/6/14	3.81	元/羽	日	0.00%	-27.77%	-40.36%	9.64%
	饲料	育肥猪配合饲料	2019/6/5	3.01	元/公斤	周	-	0.67%	1.35%
	肉鸡配合饲料	2019/6/5	3.11	元/公斤	周	-	0.32%	0.97%	0.32%
	蛋鸡配合饲料	2019/6/5	2.84	元/公斤	周	-	0.35%	1.07%	-0.35%
	豆粕	2019/6/14	3028.24	元/吨	日	-0.08%	-0.48%	11.85%	3.22%
	CBOT豆粕	2019/6/14	331.30	美元/吨	日	3.11%	6.05%	9.59%	-5.99%
	鱼粉	2019/6/6	10054.35	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	0.09%
白糖	国内白糖	2019/6/12	5953.33	元/吨	日	0.00%	0.00%	0.00%	-5.05%
	白糖出口价	2019/04	369.05	美元/吨	月	-	-	-3.45%	-18.00%
乳制品	芝加哥奶油	2019/6/11	2.39	美分/磅	日	-0.50%	1.83%	2.26%	3.91%
	芝加哥脱脂奶粉	2019/6/12	105.50	美分/磅	日	0.00%	0.00%	0.72%	24.48%
	牛奶零售价	2019/6/7	11.86	元/升	周	-	0.17%	0.85%	3.13%
	酸奶零售价	2019/6/7	14.61	元/公斤	周	-	-0.07%	0.00%	2.10%
	成人奶粉	2019/6/7	97.45	元/公斤	周	-	0.00%	0.21%	2.70%
	国产婴幼儿奶粉品牌	2019/6/7	165.39	元/公斤	周	-	0.18%	0.43%	4.63%
	国外婴幼儿奶粉品牌	2019/6/7	233.06	元/公斤	周	-	0.13%	-0.23%	2.53%
	生鲜乳	2019/6/5	3.54	元/公斤	周	-	0.28%	0.28%	4.42%
棉花	国内棉花	2019/6/14	14116.92	元/吨	日	0.27%	-0.24%	-5.87%	-14.07%
	全球棉花	2017/06	84.76	美分/磅	月	-	-	-4.37%	14.39%
	棉花进口价	2019/04	1871.88	美元/吨	月	-	-	-8.93%	-0.28%
水产品	海参	2019/6/14	200.00	元/千克	周	-	11.11%	36.99%	81.82%
	扇贝	2019/6/14	8.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	0.00%
	鲍鱼	2019/6/14	148.00	元/千克	周	-	0.00%	13.85%	5.71%
味精	大包装40目味精	2018/10/16	7800.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	3.00%	5.40%
氨基酸	苏氨酸	2019/6/14	7900.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	-1.46%	-9.89%
	赖氨酸	2019/6/14	7330.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	-0.27%	-2.66%
煤炭价格指数	晋陕蒙西地区	2019/6/14	178.29	-	周	0.00%	-0.81%	-0.30%	1.55%
	全国综合	2019/6/14	160.18	-	周	0.00%	-0.17%	-0.84%	-0.92%
宏观经济	固定资产投资累计值	2019/03	-	季	-	-	-	2.61%	
	GDP	2019/03	-	季	-	-	-	6.40%	
	CPI	2019/05	-	月	-	0.00%	-	2.70%	
	食品CPI	2019/05	-	月	-	0.20%	-	7.70%	
	PPI	2019/05	-	月	-	0.20%	-	0.60%	
	PMI	2019/05	0.49	月	-	-1.40%	-	-4.82%	

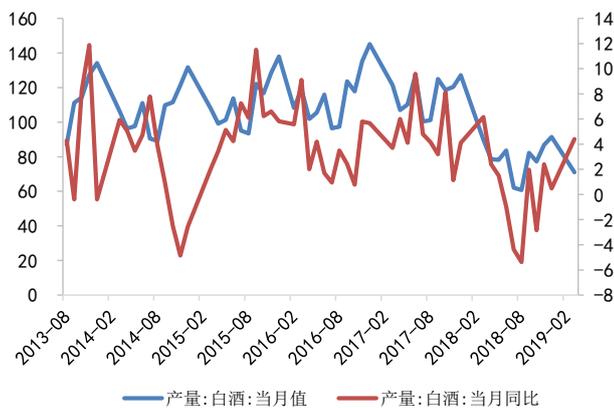
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

3.2、子行业数据一览

3.2.1、白酒行业

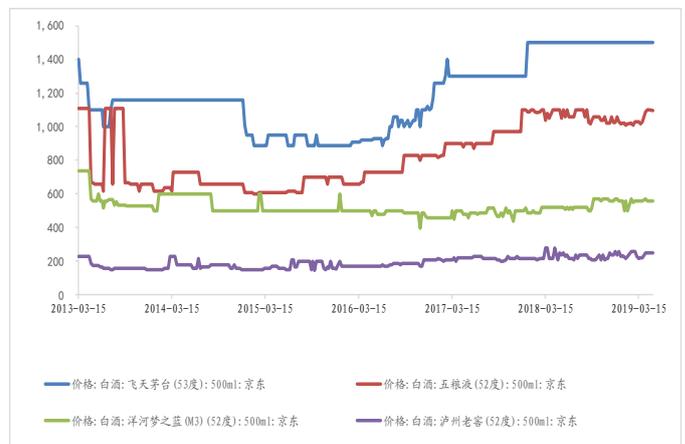
从产量来看，4 月份，中国白酒产量为 62.90 万千升，同比上涨 3.50%。从中高端酒价格来看，根据京东数据，6 月 14 日，贵州茅台（53 度）500ml、五粮液（52 度）500ml、洋河梦之蓝（M3）（52 度）500ml 和泸州老窖（52 度）500ml 的最新零售价格分别为 1499 元/瓶、1175 元/瓶、569 元/瓶和 238 元/瓶。贵州茅台因为 1-2 月份供货较少，市场出现缺货现象，实际成交价 53 度飞天茅台一批价预计在 1900-2000 元/瓶。

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）

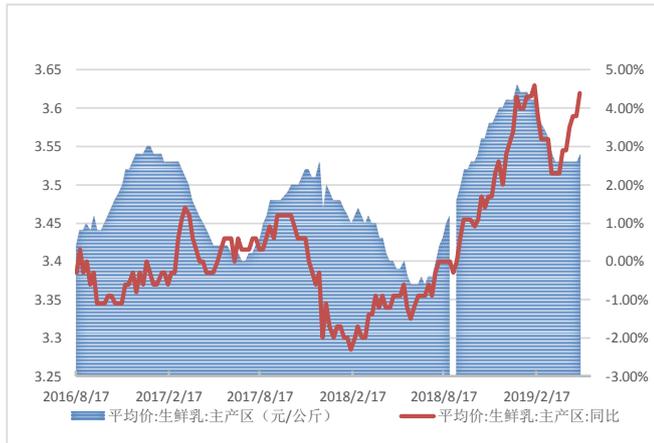


资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

3.2.2、乳品行业

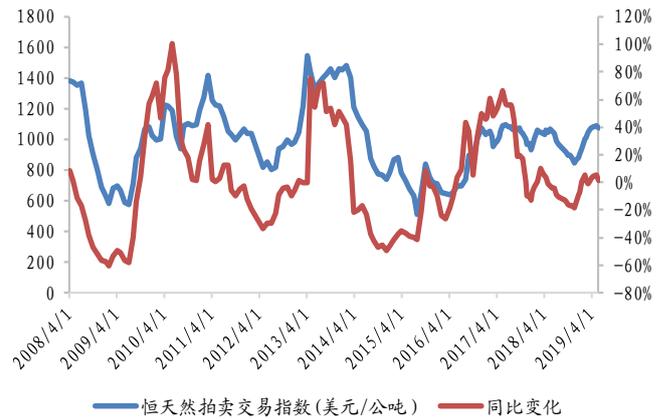
国内情况来看，2019 年 6 月 5 日数据，主产区生鲜乳价格为 3.54 元/公斤，同比变化+4.40%。近两年，国内生鲜乳价格在 3.4 元/公斤到 3.6 元/公斤之间波动，较为稳定。国际情况来看，6 月 4 日，恒天然拍卖价格指数为 1037 美元/公吨，同比-0.86%，环比-3.36%。近两年，恒天然拍卖价格指数从 2016 年 4 月份的低点 641 美元/公吨上涨到 2019 年 5 月份 1037 美元/公吨，涨幅 61.78%。其中，中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为 3138 美元/公吨，同比-1.5%。

图 9: 国内生鲜乳价格



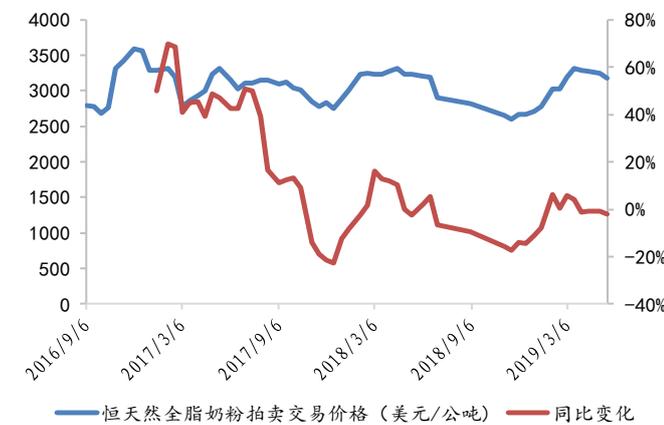
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

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

3.2.3、肉制品行业

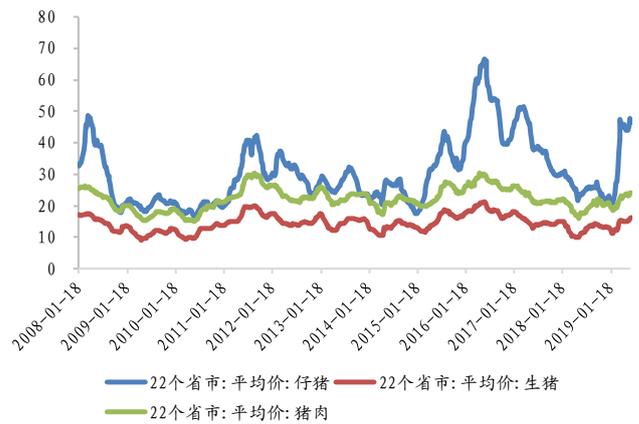
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2019 年 5 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 25,508 万头和 2,501 万头, 同比-22.70%、-23.87%, 环比-4.20%、-4.10%, 仔猪价格下跌、生猪和猪肉价格上涨, 2019 年 6 月 14 日的最新价格分别为 46.54 元/千克、16.33 元/千克和 24.02 元/千克, 同比变化 90.97%、42.12%、37.26%, 环比变化-2.55%、1.94%、0.04%, 6 月 14 日猪粮比价为 8.08, 同比变化 1.38%

图 13: 生猪和能繁母猪存栏量 (万头)



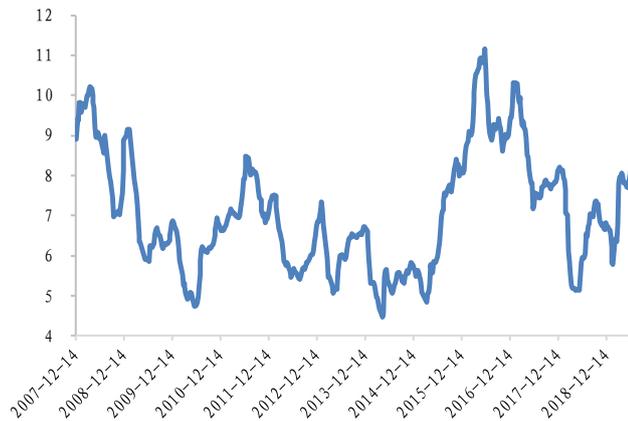
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)



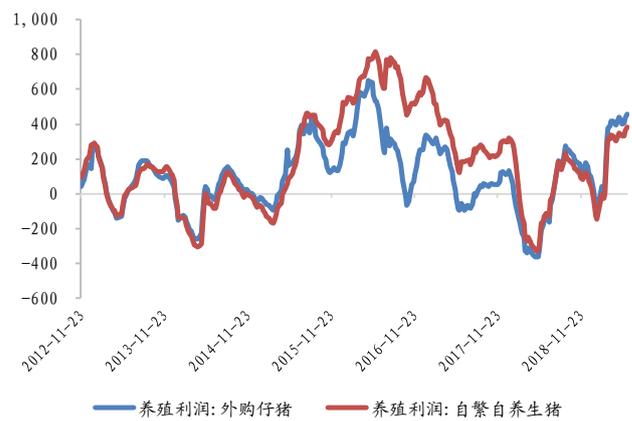
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 15: 猪粮比价 (生猪收购价格和粮食收购价格比例)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 16: 生猪养殖利润 (元/头)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

3.2.4、啤酒行业

从国内来看, 中国啤酒月产量上升。2019 年 4 月国内啤酒产量 292.10 万千升, 同比变化-5.60%。从进出口来看, 2019 年 4 月份国内啤酒进口 73,212 千升, 同比+27.36%, 进口单价为 1016.75 美元/千升, 同比-7.40%。

图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)

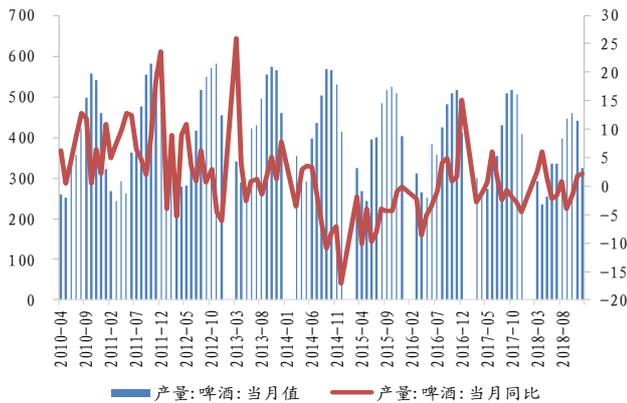
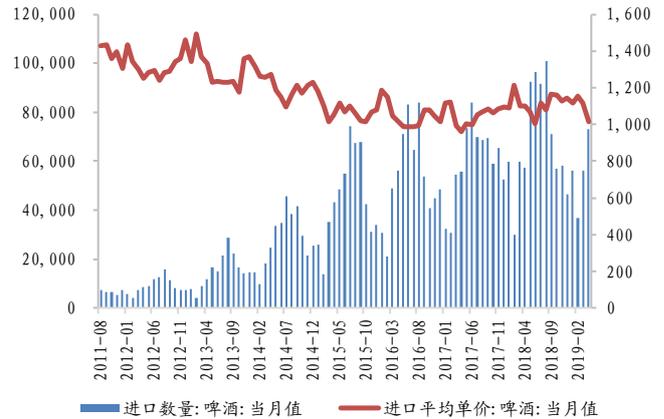


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



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

3.3、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	2019/6/13	茅台葡萄酒与中国集邮总公司强强联合, 赋能中华传统文化	佳酿网
白酒	2019/6/13	三大转型拉开序幕, “西安会议” 打响青花郎改革第一枪!	酒说
白酒	2019/6/12	李保芳称 ‘本月要再投放 2000 吨茅台酒, 下半年投放 1.6 万’	澎湃新闻
白酒	2019/6/12	五粮液三大营销公司整合成一家管理系列酒, 邹涛兼任董事长	澎湃新闻
白酒	2019/6/11	五粮液: 第八代普五订货情况良好	中证网
白酒	2019/6/10	茅台年份酒勾兑基酒惹争议 牵出行业潜规则	中国经济网
白酒	2019/6/10	跨境通等来国资 “接盘”? 泸州老窖拟入主上市公司	新京网
白酒	2019/6/10	水井坊新任总经理危永标亮相 2019 年目标税后净利润增长 30%	中新网
啤酒	2019/6/13	看懂中国啤酒市场五大品牌势力范围	啤酒板
啤酒	2019/6/11	大摩: 青啤销量增长强劲利润改善; 百威英博投资区块链创业公司; 喜力与俄狄浦斯精酿啤酒厂达成合作	啤酒板
*ST 莲花	2019/6/11	*ST 莲花 1 元甩卖佳能热电, 股价获涨停	证券时报-e 公司

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

4、公司公告及大事提醒

4.1、重要公告

表 3: 上周公司重要公告

公司	日期	摘要	内容
西王食品	2019/6/9	(1) 公司第一期员工持股计划完成股票出售 (2) 股份增持	(1) 公司第一期员工持股计划完成股票出售: “鑫众 53 号” 所持有公司股票 12,017,012 股已以大宗交易方式全部出售完毕。(2) 股份增持: 山东永华受让兴证资管所持有的本公司 12,017,012 股, 占本公司总股本 1.56%
煌上煌	2019/6/10	股份增持	控股股东的一致行动人煌上煌投资累计增持 5,143,700 股, 达到公司总股本比例的 1%。
*ST 皇台	2019/6/10	终止出售甘肃唐之彩葡萄酒业有限公司部分股权	交易对方上海厚丰或其指定第三方未在约定期限向公司支付转让价款, 经协商, 终止此次资产重组。
威龙股份	2019/6/11	调整股份回购价格上限	公司实施 2018 年权益分派方案后, 回购股份的价格上限由 20.00 元/股调整为 19.91 元/股。
龙大肉食	2019/6/11	销售简报	龙大养殖 5 月份共销售生猪 2.90 万头, 实现销售收入 0.49 亿元。商品猪销售均价为 14.64 元/公斤, 比 4 月份下降 5.37%
*ST 皇台	2019/6/11	终止出售甘肃唐之彩葡萄酒业有限公司部分股权	交易对方上海厚丰或其指定第三方未在约定期限向公司支付转让价款, 经协商, 终止此次资产重组。
桂发祥	2019/6/11	权益分配	向股东每 10 股派 2 元人民币现金。
三全食品	2019/6/11	权益分配	向股东每 10 股派 0.3 元人民币现金。
涪陵榨菜	2019/6/11	权益分配	向股东每 10 股派 2.60 元人民币现金。
老白干酒	2019/6/12	股份质押	股东佳沃集团质押本公司 4,215 万股, 占本公司总股份 4.7%。
安井食品	2019/6/12	权益分配	A 股每股现金红利 0.376 元
安井食品	2019/6/12	“安井转债”转股价格调整	由 35.46 元/股调整为 35.08 元/股
深粮控股	2019/6/12	权益分配	向股东每 10 股派 1 元人民币现金。
来伊份	2019/6/13	股份回购	公司回购 3,002,742 股, 回购股份总金额 3,658.86 万元, 回购价格区间为 11.25 元/股-12.61 元/股。
华统股份	2019/6/13	收到子公司分红款	全资子公司仙居广信向公司现金分红 400 万元; 台州商业向全体股东现金分红 1,275 万元, 其中向公司现金分红 1,203.85 万元。
惠泉啤酒	2019/6/13	权益分配	A 股每股现金红利 0.03 元。

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

4.2、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
002820.SZ	桂发祥	分红派息、除权	2019/6/18
002695.SZ	煌上煌	股东大会	2019/6/18
002507.SZ	涪陵榨菜	分红派息、除权	2019/6/18
603536.SH	惠发股份	股东大会	2019/6/19
603345.SH	安井食品	分红派息、除权	2019/6/19
600809.SH	山西汾酒	股东大会	2019/6/19
002216.SZ	三全食品	分红派息、除权	2019/6/19
600573.SH	惠泉啤酒	分红派息、除权	2019/6/20
000019.SZ	深粮控股	分红派息、除权	2019/6/20
600866.SH	星湖科技	股东大会	2019/6/21
000995.SZ	*ST 皇台	股东大会	2019/6/21
000596.SZ	古井贡酒	分红派息、除权	2019/6/21
600873.SH	梅花生物	股东大会	2019/6/24

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

5、行业重点推荐个股及逻辑

5.1、克明面业

公司一季度业绩下滑, 主要受新品铺市阶段性投入和财务费用增加影响。为了更好的让消费者做出对“陈克明”面条的选择, 公司自 2018 年中期开始梳理产品线, 在对高中低端各层次面条按照宽、细、圆的划分上, 再突出产品卖点, 如高端“华夏一面”突出“100%甄选进口小麦, 九道压延”, 中端按“原味、鸡蛋面、香菇面、玉米面、劲道、爽滑”等品质进行分类, 低端按照“宽面、细面、圆面”物理形态进行分类。为了更好的完成全年任务和消化后期新增产能的释放, 公司安排在今年一季度大力铺市, 同时为了提高铺市的效率, 快速提高铺货率, 公司给了经销商和终端一定的优惠政策, 尤其是低端高性价比产品, 按照直接折扣的方式销售, 上述优惠政策相当于阶段性增加了较大的投入, 影响了当期收入和毛利率水平。此外, 公司 2018 年 10 月发行的债券, 票面利率 6.5%, 加上承销费用约 8%左右的资金成本, 与短期借款比约高出 3.5%的利率, 相当于多出约 1400 万利息支出。由此, 上述新品铺市阶段性投入和财务费用增加, 影响了一季度当期业绩。

降成本+增品类，长期增长逻辑不变。公司上游自建面粉厂，约能节约 120-150 元/吨成本（其中包装成本约 40 元/吨，包装袋 1 元/个，25 公斤 1 袋；物流成本约 50-80 元/吨；上车和下车合计装卸成本约 30-40 元/吨）。由于环保的问题，在遂平自建面粉厂 20 万吨，预计延迟到今年 12 月份以后投产，对 2019 年的业绩产生较大的影响，但增厚 2020 年的业绩。公司过去由于产能的问题，基本上销售零售价在 8 元以上的中高端产品，为了抢占更大的市占率，新推出零售价在 7 元以下的高性价比产品。高性价比产品直接折扣销售，低价和低毛利拉低了公司销售收入同比增长和毛利率水平，但因为低端产品量大，随着规模的放大，费用率也有望降低。此外，主营餐饮渠道的湿面（乌冬面），市场销售较好，预计一季度销量同比 50%以上增长。五谷道场方便面，主打“非油炸”，面条“出量，劲道，好吃 不油腻”，公司目前按照“降成本+铺渠道”策略执行，一季度已实现经营性扭亏。公司整体围绕聚焦“面条”主业，降低成本，增加品类，拓宽渠道的战略运作，未来可持续增长可以期待。

5.2、煌上煌

（1）省外扩张战略定位失误+管理机制僵化，导致公司上市后 5 年业绩一直低迷。公司于 2012 年上市后开始省外扩张战略，但煌上煌在江西省内的产品定位主要为佐餐和送礼食品，此战略定位不符合省外年轻休闲化的潮流，导致省外扩张节奏很慢。在渠道上，东北市场也是走街边门店，但东北地区气候寒冷的时间长，很少人愿意在街边购物，而更多是在商超购物，也导致东北市场滞缓不前。此外，公司在管理机制上也比较僵化，销售激励平均化，吃大锅饭现象比较严重。上述诸多原因，导致公司在 2012-2016 年门店开发进度小，业绩增长微小。

（2）董事会换届，管理体制焕然一新，营销开始激进。公司董事会于 2017 年 9 月换届选举，原董事长儿子褚浚总当选为董事长。褚浚总当选为董事长后，在人才引进、激励机制和门店开发等方面更为务实和激进。首先，公司大力引进营销和管理人才，加大管理层薪酬和股权等方面的激励。参考 wind 数据，高管年薪，在 2017 和 2018 年有了大幅提高。同时，公司在 2019 年 3 月份公布的《2019 年度董事、高级管理人员薪酬方案》中，明确规定高管人员工资税前 96-145 万元/年，继续大幅提高。此外，2018 年 6 月份，公司对高管和核心管理技术人员还进行限制性股权激励，本次授予的限制性股票数量为 1392.60 万股，占授予前公司股本总额的 2.79%。在日常管理人员的绩效考核中，按照“基础薪资+绩效工资+年终提成”的结构，当年任务完成好的管理人员除了平时的基础薪酬和绩效工资外，年底还可以分享按收入和利润一定比例提成的奖金包。2018 年最好的省区总监，工资+奖金激励，高达 200 多万元。而做得较差的省区总监奖金不到 10 万元。这充分体现业绩与薪酬彻底挂钩的考核方式，对管理层业绩动力带来积极的作用。

（3）市场开拓方面，先走商超综合体再走街边店的渠道差异化路线，未来几年预计每年可净增门店 1000 多家。公司过去产品定位在佐餐和礼品，渠道开发直接在街边店，由于产品定位失误和品牌宣传不到位，导致省外门店发展不是很好。2018 年开始，公司对产品重新定位为符合年轻时尚的休闲卤肉制品，口感上以“香辣”为特色，区别于周黑鸭的“甜辣”、绝味的“麻辣”，渠道开发先从高铁、商超这些高势能门店开始，塑造了良好的品牌形象和具备了较高的品牌知名度后，

再大力开发街边店。2018年新开门店约1000多家，其中高铁占比约15%，商超占比约45%，街边店占比约40%，新店开张成功率高，关店率不到5%，2018年门店总数突破3000多家。目前，公司市场门店以江西、广东、福建、辽宁、吉林为主，现有3000多家门店中江西约有1000多家，广东广西合计约有800多家，福建约有200多家，辽宁和吉林合计约有200多家。2018年，辽宁和吉林市场，同比增长约80%多，改变了过去东北一直增长滞缓的现象，这一方面得益于公司对产品重新按休闲食品的定位思路，另一方面在商超综合体开店，改变了东北因为低温时间长，街边店购物人群少，而消费者去超市的时候对酱卤肉制品可顺便购买，新思路开启了新发展。2018年，市场开拓在继续做深做透江西、广东、福建、辽宁、吉林等成熟市场的同时，还重点开发了如湖南的长沙、娄底市场，湖北的黄石市场，陕西省，广西的柳州、桂林市场等。2019年，市场开拓除了成熟市场的渠道下沉之外，还有望重点开拓云贵川、江浙沪和河南、山东等地区。

以管理层目前的工作热情和市场开拓节奏，我们认为煌上煌未来2-3年实现每年净增1000家的门店是大概率事件，公司发展有望重拾高增长之路。

(4) 原料价格下跌+税收优惠，未来2-3年公司成本有望持续走低。公司的主要原材料是诸如鸭掌、鸭脖、鸭翅、鸭锁骨等鸭副产品。鸭副产品的价格与猪周期相反，因为猪价上涨消费者会更多选择消费鸭禽肉等替代品，而鸭禽养殖周期短，导致鸭禽养殖户快速增加鸭禽养殖量，毛鸭量大幅增加的同时鸭副产品也大幅增加，而鸭副产品的消费需求相对比较平稳，供给大于需求时，价格自然会下跌。公司鸭副产品的原料价格自2018年四季度开始已经出现下跌。后期，我们判断，受非洲猪瘟的影响，未来2-3年甚至更长的时间，猪价都处于上升通道。由此，鸭副产品的价格也有望持续下跌。

在税收方面，政府调低了增值税税率，并于2019年4月1日起试行。财政部公告，增值税一般纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用16%税率的，税率调整为13%；原适用10%税率的，税率调整为9%。此外，纳税人购进农业产品，原适用10%扣除率的，扣除率调整为9%。如此一来，公司原销项税和进项税的税率差是6个百分点，现在是4个百分点，相差2个百分点，相当于提高2个百分点的毛利率，对公司盈利贡献较大。

5.3、绝味食品

(1) 传统门店稳步扩张，新品类“串串”积极布局

绝味作为休闲卤制食品龙头企业，门店扩张是推动收入增长的主要因素。公司近几年来门店保持稳定增长，门店数从2013年的5746家到2018年的9915家，门店数平均每年增加800多家。随着门店数量的增加，公司收入也从2013年的22.70亿元增加到2018年的43.68亿元，5年复合增长率13.98%，公司净利润也从2013年的1.93亿元增加到2018年的6.41亿元，5年复合增长率27.13%。我们预计公司未来几年仍有望保持每年800-1200家左右的速度开店，由此带来收入和利润的稳定增长。

公司休闲卤制食品主要以“鸭副产品（如鸭脖、鸭掌、鸭翅、锁骨等）”以及其

他禽类产品为主,兼有畜肉和蔬菜等素食产品。公司收入的增长,除了门店扩张,品类的增加也是重要因素。2018年,公司开启市场上比较流行的“串串香”品类,布局了“椒椒有味”串串品牌门店。目前“椒椒有味”串串门店约有20-30家,未来随着门店数量的增加,有望给公司再次增加收益。

(2) 原料成本稳中略升,整体可控

公司2019年一季度毛利率33.31%,较2018年同比减少0.99%,毛利率下降主要受部分原材料(主要是鸭脖)影响。鸭脖是绝味的核心产品,近年来鸭脖等鸭副产品作为休闲食品,随着门店扩张,需求增长较快,而供给处于相对稳定水平,故价格略有上涨。但在中短期来看,随着“非洲猪瘟”导致生猪供应的减少,市场预期猪价有望较大幅度上涨,消费者会寻找鸡鸭肉等其他肉类替代消费,从而导致鸡鸭养殖户养殖数量增多,鸡鸭副产品供给也会相应增加,鸡鸭副产品价格也有望回落,公司原料成本压力会有所减轻。

(3) 增值税降税提高毛利率水平

在税收方面,政府调低了增值税税率,并于2019年4月1日起试行。财政部公告,增值税一般纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物,原适用16%税率的,税率调整为13%;原适用10%税率的,税率调整为9%。此外,纳税人购进农业产品,原适用10%扣除率的,扣除率调整为9%。如此一来,公司原销项税和进项税的税率差是6个百分点,现在是4个百分点,相差2个百分点。增值税降税带来的税率差有望提高公司毛利率水平,增加公司净利润。

5.4、贵州茅台

贵州茅台发布2019年一季度报告:2019年一季度,公司实现营业收入224.81亿元,同比增长22.21%,公司实现净利润112.21亿元,同比增长31.91%。EPS8.93元。

(1) 预收账款减少确认收入,一季报业绩超市场预期。公司一季报收入确认了部分预收账款,一季报相比年报预收账款环比减少了21.92亿元,扣除预收账款调节,则同比收入增长10.30%。从全年来看,一季报部分预收账款确认为收入后,则后继经销商部分收入增速可能降低,但随着二季度开始公司直供部分增加,公司全年收入和利润增速有望保持和一季度平稳。

(2) 一季报直销比例下降,二季度后直销比例有望逐步提。2019年一季度公司直供收入10.92亿元,相比2018年一季度13.92亿元,少了3亿元。2019年一季度直供占比4.90%,2018年一季度直供占比7.56%。

根据人民网报道,贵州茅台酒销售公司对首批全国商超卖场进行公开招商,首批拟招商全国商超服务商3家,飞天400吨。我们认为,公司后继有望加快直供渠道建设,主要面向商超和大的企事业单位团购。我们预计陆续开发的直销渠道

飞天茅台供应价格在 1399-1499 元/瓶左右，而公司给经销商的出厂价在 969 元/瓶，差价部分有望一定程度增厚公司利润。

目前飞天茅台一批价市场价约在 1900 元/瓶。根据公司一季报公告，国内经销商数量 2454 家，一季度减少了 533 家，其中对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰，一季度减少酱香系列酒经销商 494 家。我们认为一季度，因为砍掉较多数量的经销商，造成茅台市场供货偏紧。随着这部分供给被直供渠道替代，后继市场一批价有可能略有回落。

(3) 厂批价差加大，中短期有较大的放量提价空间。目前飞天茅台一批价在 1900 元/瓶左右，即使后继直供渠道发货量加大，一批价预计有所回落，但大概率在 1600-1700 元/瓶以上，而出厂价在 969 元/瓶，出厂价和一批价的价差在 600-700 元/瓶，所产生的价差均为渠道利润。贵州茅台作为贵州省重要的纳税企业，政府要求贵州茅台每年提升业绩增加纳税是大概率事件，因此茅台厂家基于厂批价差大，未来放量和提价的可能性均存在。在放量和提价的基础上，茅台未来几年业绩仍有较好的保证。

5.5、顺鑫农业

公司发布 2018 年年度报告：2018 年，公司实现营业收入 120.74 亿元，同比增长 2.90%，实现净利润 7.44 亿元，同比增长 69.77%。扣非净利润 7.93 亿元，同比增长 129.59%。其中 Q4 实现收入 28.71 亿元，同比下滑 0.49%；实现净利润 2.08 亿元，同比增长 25.13%。利润分配无。

(1) 非洲猪瘟事件对公司短期是“双杀”

非洲猪瘟事件，北方养殖户居多，同时政府跨省调运限制，以及居民因非洲猪瘟对猪肉消费的下降，导致整体上猪肉需求和价格下降较多，对公司屠宰业务负面影响较大。同时因为非洲猪瘟，养殖户补栏少，生猪价格也上不去，公司养殖业务也受到较大的负面影响。公司年报披露，处置非流动资产损益（-5803 万），经与公司沟通，基本上就是屠宰养殖带来的损失。公司屠宰养殖过去净利润相对均衡在 5000-7000 万左右，2018 年亏损 5803 万，对公司净利润影响较大。

(2) 地产业务利息支出增大对公司业绩也进一步拖累

子公司北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司 2018 年亏损 25631 万。公司近两年来地产销售较少，贷款较多，利息支出同比扩大。2016 年地产亏损 19201 万，2017 年亏损 22001 万，2018 年比 2017 年亏损扩大 3600 万，对公司业绩也产生了一定的负面影响。

(3) 牛栏山白酒全国化趋势继续向好

2018 年公司白酒收入 92.78 亿元，同比去年增长 43.82%。公司净利润 7.44 亿元，如果扣除养殖屠宰亏损 5800 多万和地产亏损 25600 多万的负面影响，预计公司白酒业务纯净利润在 10.5 亿左右，净利率 11%左右。公司牛栏山白酒作为低端

白酒，相比较于竞品，品质好，品牌知名度更高，性价比更高，有充分的竞争优势。目前北京地区相对成熟，市场增长主要走结构升级。而全国其他市场正在快速铺市，市场全国化正在路上，目前已经有 22 个省年销售额过亿，长江三角洲地区预计 2018 年增速在 50%以上。随着牛栏山铺市率提高，品牌效应增强，单店动销率提高，以及经济增长下的消费结构升级，未来几年，我们预计仍能保持 15%-20%左右的较好增长。

5.6、古井贡酒

(1) 产品结构发力次高端，古 20 积极培育

古井贡酒作为安徽省内唯一老八大名酒，省内品牌影响力较强。随着安徽省内消费升级趋势持续，过去以献礼版、古 5 等 100-200 元/瓶的价位酒为主流，渐渐过渡到目前古 8，古 16 等 200-300 元/瓶的价位为主流。公司在积极发展古 8、古 16 的基础上，去年开始又积极培育发展古 20（零售价在 600 多元/瓶），整体产品结构上移，重点发力次高端。从安徽省白酒竞争格局来看，100-200 元/瓶的价位白酒有古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒等地产知名品牌，但在 200-300 元/瓶的价位，古井贡酒作为老八大名酒，品牌力一枝独秀，未来有望伴随消费升级，古井贡酒的次高端产品竞争优势日渐明显。

(2) 市场全国化坚定推进，江浙沪市场开始发力

对于全国化布局，古井虽有老八大名酒的优秀基因和公司品牌的大力宣传，但在外省市场当地的地产名酒也比较多，如江苏的洋河，四川的泸州老窖、剑南春、郎酒，山西的汾酒、湖南的酒鬼酒等，因此，省外市场竞争要比省内更为激烈，但公司认为再难全国化也要坚持推进。省外市场过去重点打造河南河北市场，近几年江浙沪市场也开始发力，市场反馈增长较好。河南市场，过去提出再造安徽市场，后面遇到结构调整难问题，但自去年以来，市场局面逐步打开，已开始出现恢复性增长。公司坚持省外市场发展不动摇，在去年实现收入“百亿”的基础上，有望向更高层次目标进军。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-06-14 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002661.SZ	克明面业	13.35	0.56	0.7	0.88	23.84	19.07	15.17	买入
002695.SZ	煌上煌	13.59	0.34	0.44	0.65	39.97	30.89	20.91	买入
603517.SH	绝味食品	35.21	1.56	1.88	2.22	22.57	18.73	15.86	买入
600519.SH	贵州茅台	913	28.02	35.31	43.19	32.58	25.86	21.14	买入
000860.SZ	顺鑫农业	40.85	1.3	1.77	2.26	31.42	23.08	18.08	增持
000596.SZ	古井贡酒	105	3.37	4.23	5.08	31.16	24.82	20.67	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

6、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，8年实业经验，9年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。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。