



**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 顺鑫农业 (000860):

### 品牌优势显著, 净利率有望持续提升

2019年12月31日

#### 分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

#### 公司评级

当前价格: 52.68

上次评级:

本次评级: 推荐 (首度覆盖)

#### 公司基本数据

总股本 (百万股): 741.77

流通股本 (百万股): 741.77

流通 A 股市值 (亿元): 389

每股净资产 (元): 9.83

资产负债率 (%): 64.17%

#### 顺鑫农业与上证综指涨跌幅走势图



#### 内容提要:

**结构化升级效果可期。**随着空白市场不断减少,牛栏山逐步调整低价覆盖战略,提出“深分销、调结构、树样板”战略,通过终端掌控力的提升、新品的推出逐渐实现整体吨价上移。预计随着消费升级的持续,公司吨价有望中长期持续提升。

**中长期规模增长空间仍足,集中度或将持续提升。**牛栏山陈酿产品具有香型接受人群广、单价低、性价比高等特点,能快速渗透空白市场。目前牛栏山作为龙头公司,市占率不足10%,依靠上述特点快速渗透的逻辑仍然成立。而随着规模的进一步扩大,叠加公司轻资产运营战略,盈利能力将进一步上移。

**低价快消品龙头业绩确定性强,估值具有上升空间。**牛栏山作为“民酒”龙头公司,品牌搭载“北京”文化兼顾高性价比,品牌力较强。随着全国化的顺利进行,公司业务规模快速提升,叠加单价低及快消品特点,业绩的稳定性及抗周期性较为显著,估值中枢有望继续上移。

**短期副业盈利有所改善,中长期聚焦主业,盈利能力不断提升。**房地产业务积极压缩退出,短期部分项目回款明显减亏;猪肉收入及利润较为稳定,短期在猪价逐渐稳定的背景下,盈利能力将有所回升。公司持续聚焦主业,中长期房地产、猪肉业务占比将不断下滑,公司整体盈利能力将持续提升。

预测公司2019-2021年收入增速分别为20%、15.4%、13.2%,净利润增速分别为36.7%、32.8%、31.0%,EPS 1.37元、1.82元、2.39元,基于稳定性及成长能力给予公司2020年35-40倍PE,首度覆盖,给予“推荐”评级。

**风险提示:**食品安全问题;公司经营业绩低于预期;人民币汇率波动风险;国内利率上调风险;中国宏观经济数据不及预期;美联储货币政策变化;国内外资本市场波动风险。

#### 公司主要指标情况

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12074	14487	16721	18933
增长率 (%)	2.9	20.0	15.4	13.2
归母净利润(百万元)	744	1,017	1,351	1,769
增长率 (%)	69.8	36.7	32.8	31.0
每股收益 (元)	1.00	1.37	1.82	2.39
市盈率 (倍)	31.78	38.42	28.92	22.08

注:收盘价格日期为2019年12月31日,2019-2021年业绩为作者预测值。

资料来源:WIND,国开证券研究部

#### 相关报告

## 目录

1、公司简介.....	4
1.1 典型国有上市公司 .....	4
1.2 管理团队经验丰富、团队稳定 .....	4
1.3 公司发展史：不断聚焦白酒主业 .....	6
2、低端白酒行业分析：集中度提升，全国化加速 .....	7
2.1 市场空间大，集中度低 .....	8
2.2 大众快消品属性，规模及周转率是关键 .....	8
2.3 行业集中度快速提升 .....	9
2.4 牛栏山的行业地位：“民酒”第一品牌 .....	9
3、白酒业务：泛全国化顺利达成，轻资产模式 .....	10
3.1 产品矩阵：一个品牌，两条产品线 .....	10
3.2 公司核心竞争力 .....	13
3.3 造就高性价比的经营模式：大商+轻资产 .....	19
3.4 未来发展策略 .....	21
4、猪肉、房地产业务 .....	22
4.1 猪肉业务 .....	22
4.2 房地产业务 .....	24
5、投资建议及盈利预测 .....	25
6、风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1: 公司股权架构图 .....	4
图 2: 公司业务不断聚焦白酒 .....	6
图 3: 顺鑫农业及山西汾酒低价酒省外业务占比 (%) .....	9
图 4: 部分大众酒市场占有率对比 (%) .....	9
图 5: 清香白酒酿造工艺 .....	12
图 6: 品牌联结北京文化 .....	14
图 7: 公司科研、质量等方面重要成绩 .....	15
图 8: 牛栏山陈酿系列营收及增速 .....	15
图 9: 公司白酒收入及增速 .....	16
图 10: 公司业务北京及外埠占比 (%) .....	16
图 11: 预收款项及增速 .....	17
图 12: 上市白酒公司 2008-2018 年营收复合增长率 .....	17
图 13: 部分大众酒市场占有率对比 (%) .....	17
图 14: 2018 年牛栏山白酒成本构成 .....	18
图 15: 牛栏山吨酒价格及增长 .....	18
图 16: 公司费用率 .....	18
图 17: 公司 ROE 及销售净利率 (%) .....	18
图 18: 公司股权架构图 .....	19
图 19: 公司股权架构图 .....	22
图 20: 猪肉业务营收、增速及占比 .....	23
图 21: 公司猪肉业务收入构成 .....	24
图 22: 公司猪肉业务毛利率与猪肉价格走势比较 .....	24
图 23: 近年来公司地产业务营收、净利润 (百万元) .....	24
表 1: 公司核心领导履历 .....	5
表 2: 剥离资产 .....	7
表 3: 重点民酒对比 .....	8
表 4: 公司重点产品 .....	10
表 5: 白酒生产执行标准对比 .....	13
表 6: 近年牛栏山产品涨价信息汇总 .....	17
表 7: 牛栏山酒厂产能及产能利用率 .....	20
表 8: 重点指标预测 .....	26

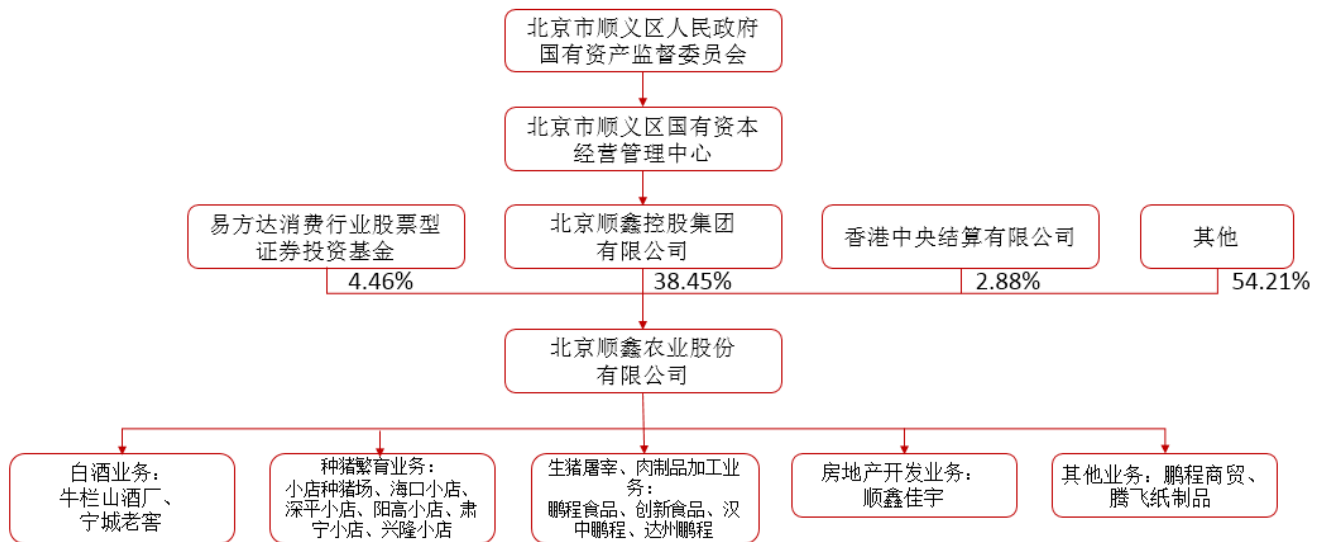
## 1、公司简介

### 1.1 典型国有上市公司

顺鑫农业于1998年11月4日在深交所挂牌上市，是北京市第一家农业上市公司。目前公司的第一大股东为北京顺鑫控股集团有限公司，持股38.45%，实际控制人为顺义区国资委。

公司从事的主要业务包括白酒酿造与销售、种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工以及房地产开发，目前以白酒与猪肉业务为主。公司白酒以“牛栏山”和“宁城”两大品牌为主，“牛栏山”现已形成清香型“二锅头”和浓香型“百年”两大系列白酒；“宁城”现主要为绵香型宁城老窖白酒，规模较小。公司种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工业务产品，主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品。

图 1：公司股权架构图



资料来源：公司年报，国开证券研究部

### 1.2 管理团队经验丰富、团队稳定

公司管理团队较为稳定，绝大多数董监高成员近五年均在公司任职。2018年，公司领导换届，现任董事长李颖林曾在顺义区政府部门担任多个重要职务，经验及资源丰富；总经理、董事会秘书安元芝2000年进入

公司，对公司生产经营、市场营销以及证券事务方面均有充足的经验；公司董事、副总经理、牛栏山酒厂厂长宋克伟则在1988年入职公司，一线工作经历丰富，自2002年起担任酒厂副厂长，负责组建销售团队并完善销售模式，牛栏山销售额从2002年的2亿元增长至2018年的93亿元，突破香型限制打造大单品“陈酿”。

**表 1：公司核心领导履历**

姓名	职务	任职时间	履 历
李颖林	董事长	2018/5/4	1996 年参加工作，最近五年历任顺义区国有资本经营管理中心党委委员、副经理；北京顺义金融控股有限责任公司董事、副经理；北京顺鑫控股集团有限公司监事会主席；北京综合保税区开发管理有限公司监事会主席。现任顺鑫控股党委副书记、董事、经理，顺鑫农业董事长。
安元芝	总经理 董事会秘书	2010/12/16	1994 年参加工作，历任新疆财经学院教师、北京市崇文区委党校教师、北京市崇文区委党校教学科研处副主任、北京市崇远投资经营公司投资部副部长、北京宏源证券股份有限公司高级业务经理、中国阿拉伯化肥有限公司总经理助理、中国中煤能源集团公司政策研究室主管、河北秦皇岛广顺房地产开发有限公司副总经理、北京顺鑫农业发展集团有限公司副经理。
王金明	董事 副总经理	1999/12/15	最近五年一直担任顺鑫农业董事、副总经理，曾任顺鑫农业财务总监，2017 年 2 月 10 日起不再担任公司财务总监。现任顺鑫控股董事，顺鑫农业董事、副总经理。
林金开	副总经理	2013/12/25	研究生学历，国际贸易专业，中级经济师。最近五年历任顺鑫农业投资管理部部长，顺鑫农业副总经理。现任顺鑫控股董事，顺鑫农业副总经理，主管公司投资事务。
张德宝	董事 副总经理	2013/12/25	最近五年一直担任顺鑫农业董事、副总经理。现任顺鑫农业董事、副总经理；顺鑫农业鹏程食品分公司总经理；顺鑫农业小店畜禽良种场分公司总经理，主管公司肉制品产业。
宋克伟	董事 副总经理 牛栏山厂长	2013/12/25	1988 年参加工作，历任顺鑫农业牛栏山酒厂设备科副科长、灌装车间主任、党总支副书记；最近五年一直担任顺鑫农业董事、副总经理。现任顺鑫农业董事、副总经理；顺鑫农业牛栏山酒厂厂长，主管公司白酒产业。
李秋生	董事 副总经理 财务总监	2017/2/10	1991 年参加工作，最近五年历任顺鑫农业财务计划部部长、顺鑫控股计划财务部经理。现任顺鑫农业董事、副总经理、财务总监，负责公司财务部门工作。

资料来源：公司年报，国开证券研究部

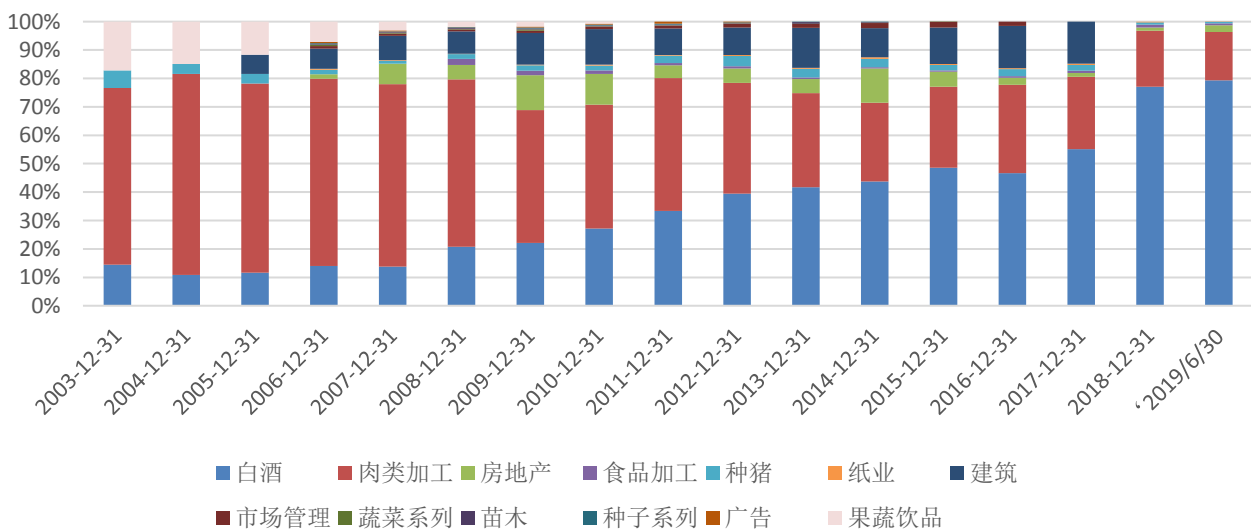
### 1.3 公司发展史：不断聚焦白酒主业

1998年，经北京市人民政府京政函[1998]33号文批准，由北京市泰丰现代农业发展中心(北京顺鑫控股集团有限公司的前身)作为独家发起人，以募集方式设立北京顺鑫农业股份有限公司，并于11月4日在深圳证券交易所挂牌上市。

2002年之前，公司主要从事的业务为白酒生产与销售、种猪繁育与加工以及种业。2002年，公司制定了围绕大农业的“4+2”发展战略，即完善四条产业链和发展两个行业：壮大饮料产业链；完善种猪繁育、肉食品加工产业链；构建农副产品物流配送产业链；打造生态观光农业产业链；同时稳定和拓展白酒业，并且适度发展房地产业。当年，公司白酒、肉类业务营收占比分别为12.91%、55.68%。

2006-2010年，公司战略继续围绕现代大农业概念，以农产品加工为主体，物流配送为平台，做强做大主业，打造集生产、加工、物流、销售为一体的农产品加工产业链。公司陆续拓展了果蔬业、市场管理、房地产等业务。期间，白酒业务在行业的高景气度及成功的市场营销策略下开始连续高速增长。2010年，公司再次召开战略分析研讨会，将战略变为根植农业发展，立足企业使命，大力发展主导产业，重点培育优势产业。

图 2：公司业务不断聚焦白酒



资料来源：公司年报，国开证券研究部

2002至2013年期间，公司白酒业务实现了连续十年的高速增长，营收复合增长率达到36.56%，2008年超过红星成为“二锅头”第一品牌，2013年白酒营收占比达到41.27%，成为公司第一大业务。

2013年董事长王泽上任后，提出“主业突出、业务清晰、同业整合、价值实现”的发展目标，正式明确聚焦酒业、肉食两大主业，逐步剥离其他业务。2013-2017年白酒业务不断推进全国化布局，外埠收入实现高速增长，并先后完成了广告、物流、果品种植、农产品批发市场、水利工程等业务的剥离。

2018年李颖林出任董事长后，公司继续坚持上述战略及目标，并在当年实现总营收120.74亿元，其中白酒营收贡献近77%，已成为公司的核心业务及增长的主要动力。2019年，牛栏山的市场布局进一步深度扩张，并提出了“深分销、调结构和树样板”三大转变任务。2019年，牛栏山销售收入突破百亿，外埠市场的销售占比已达76.63%。

表 2：剥离资产

时间	事件
2014/3/24	由顺鑫集团出资 349.88 万元收购顺鑫农业持有顺鑫明珠 6.4%的股权。
2014/9/29	由顺鑫集团以现金方式出资 1,556.87 万元收购顺鑫农业持有顺丽鑫 51%的股权。
2015/1/7	由顺鑫集团分别以现金方式出资 14.48 万元和 1,000 万元收购顺鑫农业耘丰种业分公司全部资产负债和顺鑫农业持有的国际种业 100%的股权。
2015/8/31	将其下属分公司顺科农业技术开发分公司的全部资产和负债转让给顺鑫控股。
2015/12/31	由顺鑫控股以现金方式出资 374.76 万元收购顺鑫农业持有电子商务公司 100%的股权。
2016/1/11	由顺鑫控股以现金方式出资 10,055,199 元收购顺鑫农业持有创新物流公司 100%的股权。
2016/1/11	由顺鑫控股以现金方式出资 203.111 万元收购顺鑫佳宇持有顺鑫天宇 1.01%股权。
2016/11/11	由顺鑫控股以现金方式出资 42,059.64 万元收购顺鑫农业持有的石门市场 87.08%股权。
2017/8/31	顺鑫建设以现金方式出资 294,989,790 元收购顺鑫农业持有北京鑫大禹水利建筑工程有限公司 85.43%的股权。

资料来源：公司公告，国开证券研究部

## 2、低端白酒行业分析：集中度提升，全国化加速

白酒行业中，产品的价格差距较大，高端上至千元，低端产品下至10元。目前，市场上普遍将100元以下的白酒定义为低端产品，其与中高端白酒的消费特征有着较为明显的区别，市场也更加偏向完全竞争格局，行业特点及经营思路随之截然不同。

## 2.1 市场空间大，集中度低

目前，低端酒的市场空间约为2000-3000亿元，体量为高端白酒市场的1-1.5倍。由于准入门槛相对较低，与中高端白酒市场相比，低端白酒市场品牌众多。市场占有率较高的几大品牌包括牛栏山、红星、老村长、劲酒、金种子、龙江家园、玻汾等，其中CR3占13%，CR5占17%左右，而高端、次高端白酒的CR3分别为95%、49%，不同价位白酒品牌集中度差距巨大。

表 3: 重点民酒对比

品牌	特色	主要产品及售价	渠道	优势地区
牛栏山	以“正宗二锅头，地道北京味”为标语，将品牌与北京文化相关联，打造高性价比、具有文化承载力的大众酒品牌。	42度牛栏山陈酿，12-16元	大商制为主，创意堂等大商负责新区的开拓。	北京、天津、合并、河南、山东、山西、内蒙、辽宁
红星	以“每个人心中都有一颗红星”为标语，不断向社会传达品牌正能量，以“大众的好酒”为目标，自问世以来所生产十余种产品都属于低价位酒。	红星蓝瓶二锅头，28元	北京城区及近郊实行经销助销制，远郊采取区域承包制（大商制）。	北京、河北、山东、广东、浙江、江苏、上海
老村长	战略定位为大众酒、平民酒，主要消费者为农民工和低端务工阶层。广告词“别拿村长不当干部”，聘请著名小品演员范伟作为品牌代言人更接地气。	玻璃瓶老村长酒 10-18元	大商制，采取一地一品策略，通过高铺货率实现渠道占有率提升。	东北、河北、苏北、山东、河南
劲酒	保健酒品牌定位，广告词“劲酒虽好，不要贪杯”，定义为秉承了中国传统药补酒的一贯特色的白酒。	125ML小方瓶，10-12元	以地级城市的经销商为主，推行渠道扁平化，并施行非饱和销售机制，有计划性的投放。	华中、华南、华东

资料来源：公司公告，国开证券研究部

## 2.2 大众快消品属性，规模及周转率是关键

由于单价低、利润小，低端酒和高端酒的经营模式差距较大，属于大众快消品。快消品的经营对周转率要求较高，以规模效应不断提高经营效率，从而支撑公司的稳定成长。此外，快消品消费者的价格敏感度高、忠诚度低，因此不断扩大市占率、强化规模效应更为重要，价格与利润的提升或需要依赖新品的推出。因此，大多数白酒低端品牌在单品提价时较为谨慎，自2014年至今，牛栏山3次上调价格，玻汾2次调价，两公司每次调整幅度均未超过10%，使消费者易于接受。



### 2.3 行业集中度快速提升

在销售层面，由于低端酒品牌集中度较低，开拓市场可以为低端酒带来规模的快速增长，这就需要推力强、善经营的经销商完成终端渗透。由于单品价格低，虽然大部分品牌的经销商渠道利润率不低，但若按10%的利润率计算，每瓶酒的利润仅有1-10元。因此，当某一产品销售规模形成优势后，优秀经销商在利益的驱动下会向该品牌集中。在消费层面，低档白酒（即大众酒）是白酒行业中最后一个享受消费升级的档位。随着四、五线城市居民及农村居民可支配收入的不断提升，消费者对大众酒口感、体验等产生了更高要求，对品牌的依赖程度更高，价低质高的光瓶酒品牌开始成为消费大趋势。此外，在生产经营层面，2015-2016年，业态分散及宏观不景气使得大量小厂退出，低档酒总产量下滑，实力强、经营稳健的大厂市占率随之提升。因此，总体来说，低端酒品牌在多方面作用下正在加速集中化。

### 2.4 牛栏山的行业地位：“民酒”第一品牌

图 3：顺鑫农业及山西汾酒低价酒省外业务占比（%）

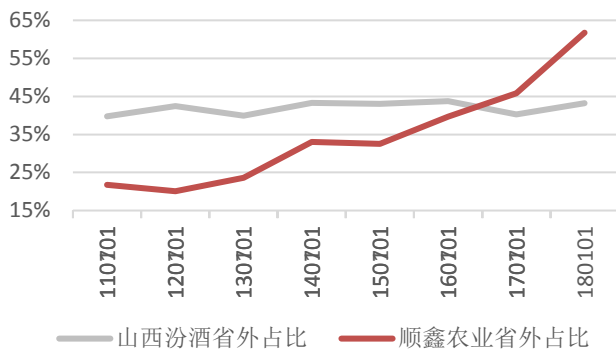
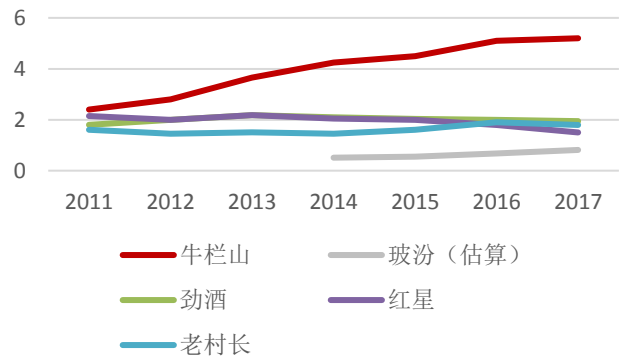


图 4：部分大众酒市场占有率对比（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

资料来源：WIND，国开证券研究部

牛栏山自2011年起加速成长，预计2019年销量有望突破70万吨，稳坐“民酒”第一品牌，“正宗二锅头，地道北京味”的品牌形象深入人心，消费者普遍认可其产品性价比高、不“上头”。竞争对手方面，红星受制于体制机制市占率逐步下滑，老村长的品牌形象逊色于牛栏山，因此战略上放弃了10-20元牛栏山最强势的价格带。其他地域性酒企与龙头公司相比，在技术、成本控制能力、营销能力、资金等方面具有较大差距。中高端白酒企业方面，遭遇八项规定的被动降价后，名优酒企为了快速

重塑品牌形象，将更多的资源倾斜给中高端产品，大部分厂家的低端白酒均呈现增长低迷的状态。因此，我们认为牛栏山的优势后续还将继续延续并扩大。

### 3、白酒业务：泛全国化顺利达成，轻资产模式

#### 3.1 产品矩阵：一个品牌，两条产品线

表 4：公司重点产品

产品线	子品牌	产 品	形 象	酿造工艺	酒 度	容 量	终端零售价
浓香	百年牛栏山系列	百年陈酿（三牛）		GB/T10781 固态法	36%vol	400ML	90-100 元
		百年红 12 年			39%vol	500ML	120-160 元
		百年红 10 年			38%vol	500ML	66-100 元
		百年红 8 年			38%vol	500ML	45-58 元
		百年红 6 年			35%vol	500ML	36-50 元
	牛栏山珍品系列	牛栏山珍品陈酿 43 度		GB/T10781 固态法	43%vol	500ML	35-40 元
		牛栏山珍品陈酿 20 42 度			42%vol	500ML	45-50 元
		牛栏山珍品陈酿 20 52 度			52%vol	150、500、1000ML	45-55 元 /500ML
	牛栏山陈酿系列	牛栏山陈酿 42 度		GB/T20822 固液法	42%vol	500ML	12-15 元
		牛栏山新一代陈酿 43 度			43%vol	330、500ML	16-20 元 /500ML
清香	经典二锅头系列	至尊经典二锅头		GB/T10781 固态法	60%vol	600ML	979 元
		经典二锅头			52%vol	500ML	339-369 元
		珍品三十年			53%vol	500ML	179 元
		三十年窖藏			53%vol	500ML	190-220 元
		清香三十年			53%vol	500ML	214 元

传统二 锅头系 列	牛栏山二锅头 56度		GB/T10781 固态法	56%vol	500ML	8-10 元
	牛栏山二锅头 46度			46%vol	500ML	7-9 元
	牛栏山二锅头 净爽 43度			43%vol	265、500ML	12-14 元 /500ML

资料来源：公司官网、淘宝、商超、烟酒店，国开证券研究部

公司的产品目前有700多个，但繁而不杂，产品矩阵开发思路清晰，即一个品牌、两条产品线。牛栏山为所有产品的共同品牌，品牌下分两个产品线，分别为清香二锅头和浓香陈酿，产品结构围绕核心产品（光瓶的陈酿42度及盒装的百年陈酿），并针对不同区域消费特点推动不同产品。虽然聚焦低端白酒，但公司的产品对8-200元的市场进行了较为全面的覆盖，并开发了60度至尊经典二锅头、52度经典二锅头等高端、中高端产品。

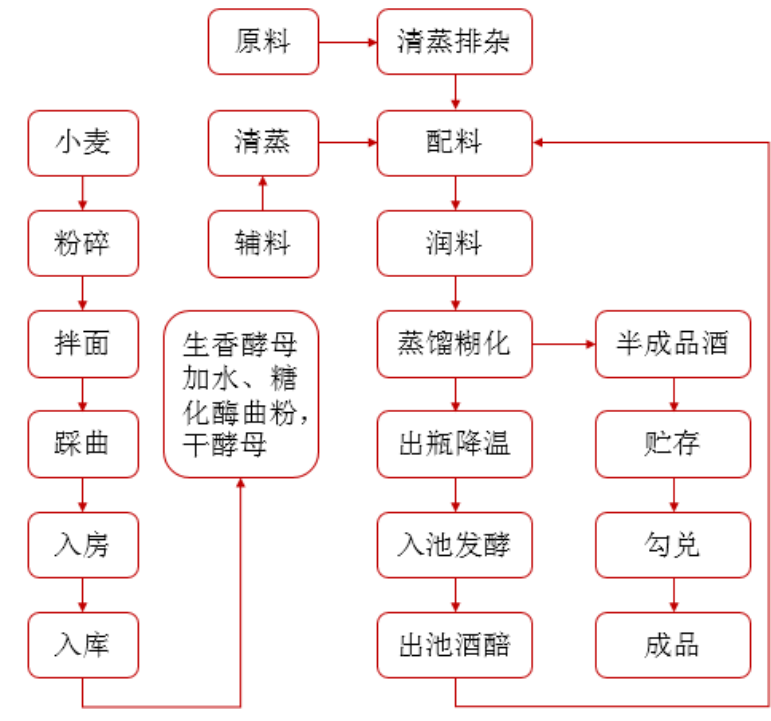
### 3.1.1 清香二锅头

“二锅头”是一种清香型白酒的生产工艺，是白酒行业少有的以工艺名称命名的白酒。其传统工艺是用高粱原料加大曲生产的纯粮固态发酵白酒，制作过程包括原料粉碎、配料、蒸煮糊化、冷却拌醅、入窖发酵及蒸酒取酒，在取酒过程中，二锅头酒“掐头去尾”，取经过第二锅烧制时的“锅头”酒，这段酒最为纯正、无异味、浓度虽高却不烈。1952年，牛栏山酒厂在富顺成、魁胜号、义信和公利四家烧锅的基础上成立，专业生产二锅头酒。1979年，香型分类在第三届全国评酒会上正式确立，牛栏山二锅头被归为清香型白酒，与红星二锅头共同列为麸曲清香代表。目前，牛栏山的清香型二锅头产品主要包括“传统二锅头系列”和“经典二锅头系列”。

2002年以前，北京大众白酒市场市占率最高的企业为红星，为了突破发展瓶颈，2003年提出了“321”市场工程。其中，“1”是要打造“牛栏山”一个品牌；“2”是充分利用“中华老字号”企业和“地理标志保护产品”的两个优势；“3”是要集中做好市场营销中的三件事：即引入竞争机制、调整产品结构、狠抓核心市场的终端网络建设。公司确定了“打造中国二锅头第一品牌”的战略目标，制订了“正宗二锅头，地道北京味”的品牌定位和传播策略，细化了以北京市场为核心、深度分销模式

为基础的市场营销策略。自此，牛栏山增速快速提升，2008年其销量与红星相当，并依靠核心市场效应和中部辐射继续加速发展，达成二锅头第一品牌的目标。

图 5: 清香白酒酿造工艺



资料来源：公司公告，国开证券研究部

### 3.1.2 浓香型白酒

牛栏山的浓香型白酒由低档到高档分为陈酿、珍品及百年牛栏山三个系列，其价格覆盖了14-160元，总体聚焦于14-100元的低端白酒市场。其中陈酿采用固液法酿造工艺，珍品系列及百年牛栏山则采用固态法酿造工艺，均为性价比高的大光瓶。

实际上，牛栏山的浓香型白酒是2003年开发出来的产品，此前公司仅有清香型二锅头。2003年制定的“321”市场工程中，一项重点工作为开发新品，其中42度陈酿（牛二）便是其中一款突破香型限制、针对河北低度化市场的试验性产品。产品上市后，其口感和高性价比得到市场的认可，销量仅依靠自然动销便快速增长，牛栏山果断停止同价位和同度数的产品，集中资源培育42度陈酿，2013年销量达2000万箱，在10年内实现了

从“单品”到“大单品”的飞跃式成长，并在近年来快速全国化，省外收入超76%。

**表 5：白酒生产执行标准对比**

	国家标准号	定 义	色泽和外观
固态法	GB/T10781	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。	酒无色，如果兑水，酒精度降低，则脂肪酸酯大分子析出，于是呈现白色浑浊。
固液法	GB/T20822	以固态法白酒（不低于30%）、液态法白酒勾调而成的白酒。酒体柔顺、醇甜、爽净（高度酒）或较爽净（低度酒），还应具有本品特有的香气和典型的风格。	要求与液态法白酒相同，只是当酒的温度低于10℃时，允许出现白色絮状沉淀物质或失光，而在10℃以上时应逐渐恢复正常。
液态法	GB/T20821	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。香气纯正、舒适、协调，口味醇甜、柔和、爽净，并具有本品的风格。	无色或微黄、清亮透明、无悬浮物、无沉淀。

资料来源：质检总局和标委会，国开证券研究部

## 3.2 公司核心竞争力

### 3.2.1 产品搭载“北京”文化

历史上来看，明清两朝北京多为首都，饮酒的需求提升，因此北京周边发展起了以“二锅头”为工艺的本地白酒企业。牛栏山以“二锅头三百年，源自牛栏山里面”的标语让大家了解到了其历史的悠久及品类发源地的品牌底蕴，“正宗二锅头，地道北京味”则使品牌搭载了北京的文化，与其他地区的大众白酒相比，品牌形象更具优势。

在品牌塑造方面，公司先后聘请李丁（电视剧宰相刘罗锅演员）及王刚深度绑定北京文化、组织专人寻访老技师整理史料、率先提出“传承链”概念，品牌形象不断得到巩固和提升。虽然浓香型系列白酒销量快速扩大，但公司仍然持续经营打造二锅头系列，有利于公司中长期品牌力的发展。

图 6：品牌联结北京文化



资料来源：公司官网，国开证券研究部

### 3.2.2 技术、品质行业领先

公司是最早同时拥有“中华老字号”、“中国驰名商标”、“中国酿酒大师”称号的白酒企业，最早获准使用“纯粮固态发酵白酒标志”的白酒企业，也是北京地区唯一一家“原产地标记保护产品”认定、唯一一家将“二锅头工艺标准”纳入国家标准的白酒企业。

技术方面，公司近年来成功攻克多项关键技术，拥有有效专利25项，研究能力行业领先。包括“牛栏山清香型酒醅发酵过程中微生物种群演替规律”项目，国内首次系统全面地对微生物种群进行跟踪的白酒生产研究，已经保存近2万株菌，其中核心菌株50余种，发现新物种30余种。

质控方面，公司对原料、水的使用，制曲、发酵等一系列传统二锅头酿造工序有着严格的把控。如公司在东北地区建立了优质原料供应基地，收购时多次检测、达标入库、出库再监测，保证质量；发酵工艺中能有效控制杂质、甲醇和杂醇油的产生。因此，公司产品酒体无色清亮透明、不易上头，受到消费者的广泛认可。

图 7：公司科研、质量等方面重要成绩

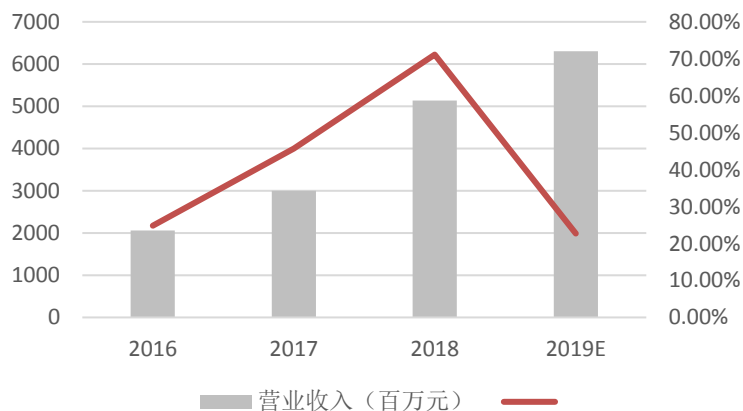


资料来源：公司年报、公司官网，国开证券研究部

### 3.2.3 性价比+规模效应

公司五个系列中,3个系列为大光瓶,即产品没有包装盒,从而降低成本。牛栏山陈酿采用固液法,12-15元/500ml的终端零售价格所对应的顺滑口感及不易上头的较高品质使其对其他品牌的冲击较大。目前,42度陈酿的收入贡献超公司白酒业务收入的60%,在集中度较低的低端白酒中市占率超4.5%。

图 8：牛栏山陈酿系列营收及增速



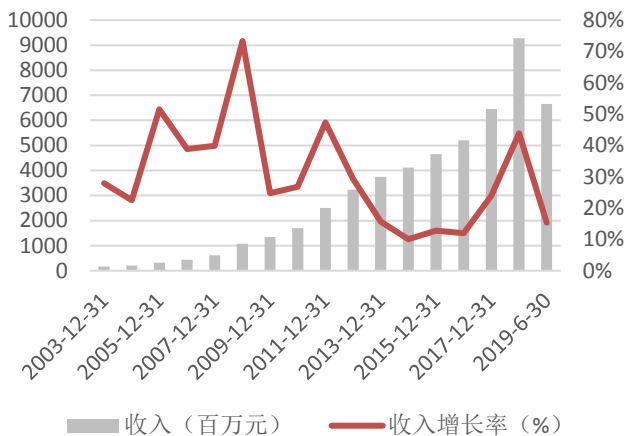
资料来源：公司年报，国开证券研究部

牛栏山二锅头全系列的的酿造采用固态法酿造工艺,10元左右的纯粮酒性价比突出。而珍品系列定位35-50元,品质显著超越同等档次盒装酒,

对标50-70元产品品质。

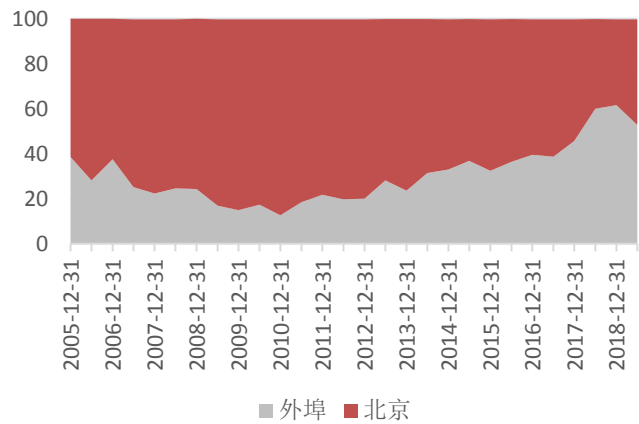
低端、高性价比的民酒路线使得顺鑫农业的白酒营收快速增长，从2003年的1.72亿元大幅提升至2018年的66.58亿元，15年间的复合增长率高达27.6%，2009-2018年10年间复合增长率20%，在白酒上市公司中排名第四。公司的全国化进程也较为顺利，2014年外埠地区销售额首次超过北京，此后销售占比逐年上涨，2018年外埠占比近70%，初步实现全国化。

图 9：公司白酒收入及增速



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 10：公司业务北京及外埠占比 (%)



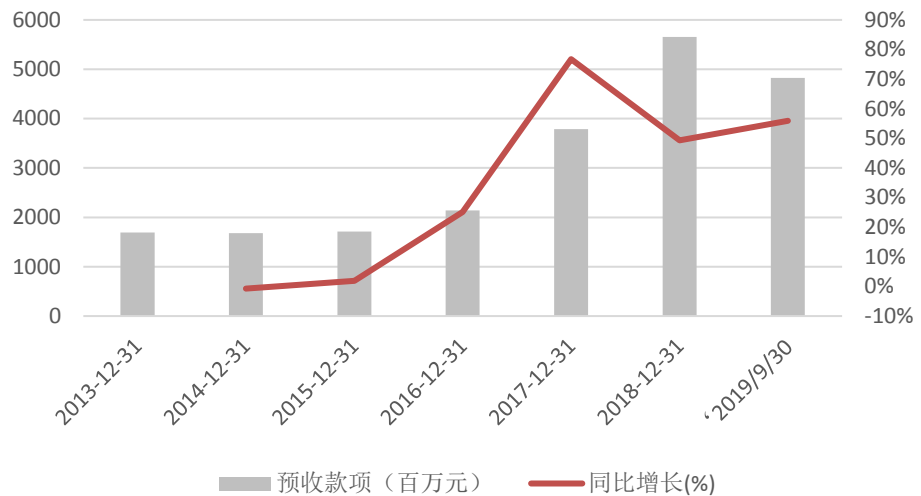
资料来源：WIND，国开证券研究部

预收款项方面，为把控渠道，白酒行业大部分公司实行先打货款后发货，因此预收款项被视为白酒公司收入的蓄水池。随着牛栏山销售规模的扩大，公司预收款项主要来自于白酒业务，且呈快速增长态势。2019年前三季度同比增长55.89%，即使基本完成泛全国化，增速仍然未减，主要是由于随着产品影响力及动销不断提升，经销商打款积极性提升。若考虑预收款项增长，我们估计2019年前三季度牛栏山销售收入增长超25%。

值得注意的是，完成全国化的酒企中，高端酒受到宏观经济及政策影响较大，次高端则在行业调整中受到高端及地产酒的双向挤压，牛栏山是唯一基本完成全国化的低端白酒，与类似于奢侈品的高端、次高端白酒相比，牛栏山类似于快消品和必需品，在行业低谷时期其抗风险能力及收入增长稳定性较强。

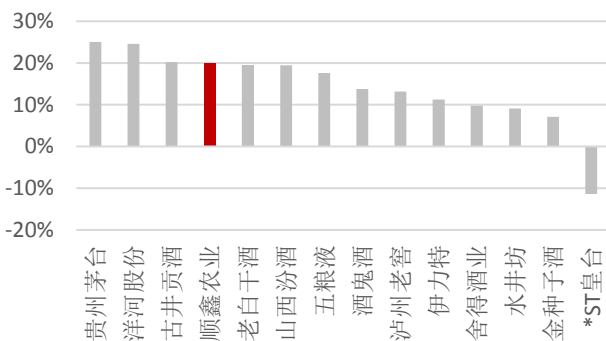


图 11: 预收款项及增速



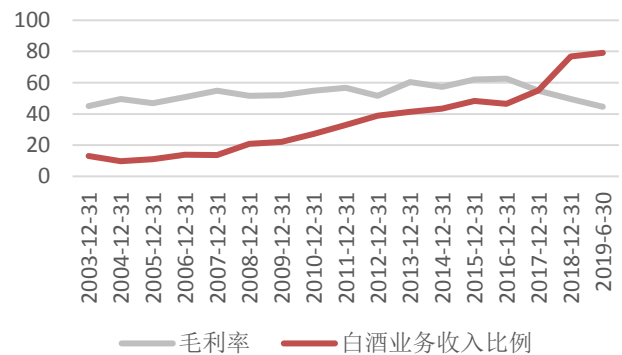
资料来源: 公司年报, 国开证券研究部

图 12: 上市白酒公司 2008-2018 年营收复合增长率



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 13: 部分大众酒市场占有率对比 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

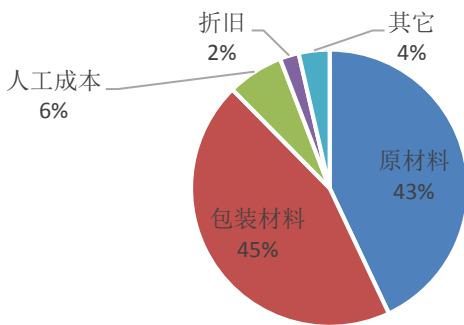
表 6: 近年牛栏山产品涨价信息汇总

时 间	价格调整信息
2015 年 09 月	42 度陈酿一批价格不得低于 120 元/箱
2016 年 05 月	42 度陈酿出厂价上涨 12 元/瓶, 每瓶上涨 10%
2017 年 05 月	二锅头系列产品 14 款产品上涨 3-6 元/箱
2017 年 11 月	牛栏山系列产品出厂价上调 3-4%
2019 年 05 月	小红牛、46 度大牛、52 度大牛、56 度大牛供货价上涨 6 元/箱; 42 度桶、56 度桶供货价上涨 12 元/箱; 100ml56 度牛供货价上涨 8 元/箱; 52 度精品、200ml56 度牛供货价上涨 18 元/箱

资料来源: 微酒、酒说, 国开证券研究部

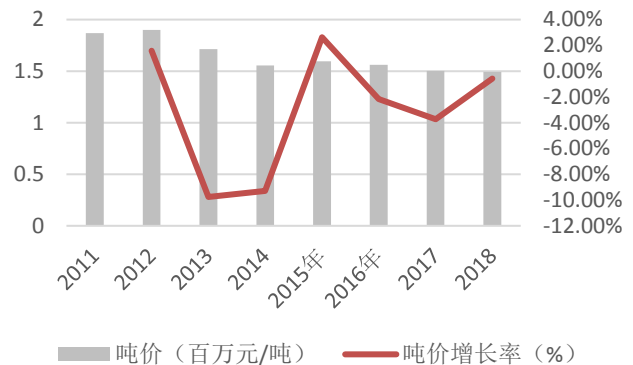
2005年至2016年,公司的毛利率与白酒收入总趋势基本一致,即便如此,公司的毛利率从未高于63%。自2016年以来,随着公司白酒营收的爆发式增长,公司的毛利率不断降低,2019年半年报公布的白酒毛利仅为44.6%,在白酒上市公司中排名最后。这主要是由于公司持续加快42度陈酿等低端产品在各地区的导入,以实现销售额的增长及空白地区的覆盖。可以看到,牛栏山白酒吨价自2013年聚焦主业以来,一直保持逐步下降的态势,自2012年的1.9万元/吨下降至2018年的1.49万元/吨,虽然公司对陈酿及二锅头系列进行过多次提价,但整体产品结构仍在向低端酒集中,虽然阶段性产品结构下移,但高性价比、低单价的产品策略快速得到全国消费者认可。

图 14: 2018 年牛栏山白酒成本构成



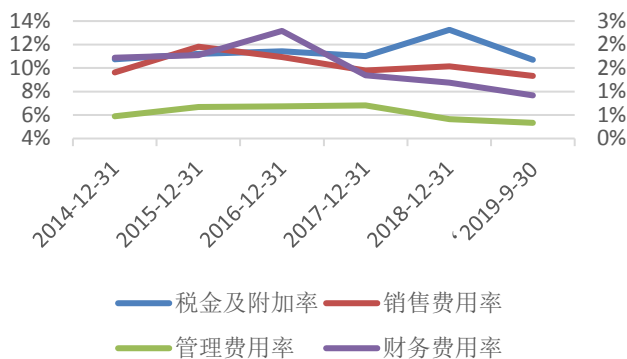
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 15: 牛栏山吨酒价格及增长



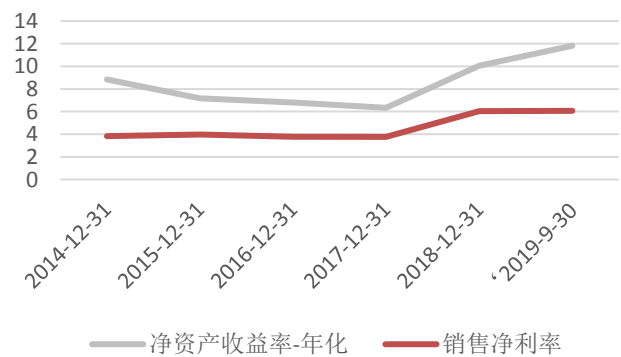
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 16: 公司费用率



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 17: 公司 ROE 及销售净利率 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

值得注意的是,公司的ROE与净利润并没有因毛利率的下降受到影响,

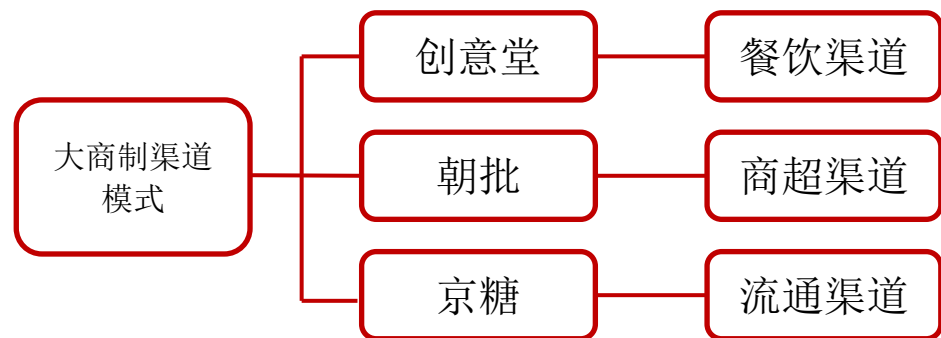
而是随着规模效应的增强不断提升。2014年至今，公司的税金及附加率及三费率水平持续下降，尤其在2017年加速降低，相应地，公司的销售净利率与ROE逐年提升，公司销售量的增长带动整体盈利能力持续提升。

### 3.3 造就高性价比的经营模式：大商+轻资产

#### 3.3.1 渠道模式：从平台型大商制逐渐转向深分销

白酒企业的渠道对产品布局、动销、品牌塑造等都有着至关重要的影响，因此各大厂商均非常重视渠道的建设。白酒渠道的管理模式大体可以分为厂家主导和经销商主导。

图 18：公司股权架构图



资料来源：公司年报，国开证券研究部

牛栏山早期通过创意堂、朝批、京糖等大商实现对餐饮、商超、批发等渠道终端的开拓，其渠道模式是以经销商主导的平台化大商制。大商制的市场开拓主要由经销商组织人员完成，厂方提供协助、监督等配合性工作。牛栏山在大商制的基础上使经销商更加平台化，高度自治又能贯彻厂商的整体部署与战略，除了自主拓展市场以外，经销商更参与到产品的设计与开发等环节中。平台化的大商制使得公司快速成长，一是权责分明后，可以最大化发挥区域销售组织能力和资源优势；二是对终端市场最为敏感的大商可以自主高效的决定销售策略；三是低端快消白酒主要以提高周转率为首要任务，控制窜货、维稳或抬升价格、控制腐败等并非重点工作，随着规模的增大，与深分销模式不同，平台化大商制能持续降低费用率。

在全国化扩张中，牛栏山采取区域总代模式，让部分优秀大商南下，并

牵手部分实力较强的省级经销商拓展新区域，实现了覆盖面的快速提升。根据公司2018年半年报，牛栏山已拥有亿元以上省级（包括直辖市）销售市场22个，长三角、珠三角市场更是发展迅猛，全国化布局收效显著。

### 3.3.2 产能：标准化+轻资产

表 7：牛栏山酒厂产能及产能利用率

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
低档酒	生产能力（千升）	230,000	425,000	440,000	600,000
	产能增速（%）	——	84.78%	3.53%	36.36%
	产能利用率（%）	97.82%	79.17%	96.25%	94.08%
中档酒	生产能力（千升）	15,000	25,000	30,000	40,000
	产能增速（%）	——	66.67%	20.00%	33.33%
	产能利用率（%）	83.68%	84.70%	77.62%	75.07%
高档酒	生产能力（千升）	8,500	10,000	10,000	10,000
	产能增速（%）	——	17.65%	0.00%	0.00%
	产能利用率（%）	80.00%	54.21%	51.21%	51.57%

资料来源：公司年报，国开证券研究部

2018年公司的牛栏山酒总产能为65万千升，其中92.31%为低档酒产能，但低档酒产能的利用率最高，达94.08%。随着公司进一步的全国化扩张，我们预计3年内公司的低端酒年复合增长率仍将超过10%，产能后续仍需持续增加。

国内部分厂商选择收购地方企业来实现体量及覆盖面的双扩大，如茅台收购习酒、古井贡收购黄鹤楼。但牛栏山认为目前没有合适的标的能够帮助他们提升品牌力并保持良好的协同，因此公司目前贯彻轻资产的发展路线，整合优质食用酒精、香精供应商及开发建设酿酒基地从而实现产能的快速提升。

牛栏山酒厂此前拥有北京、河北香河、四川成都三个生产基地，并于2019年12月为山西吕梁生产基地揭牌。北京厂区共占地605亩，是公司的核心厂区；公司香河、四川成都以及刚刚揭牌的山西吕梁均为租赁产能基地，由公司规定标准及管理流程进行生产。2002-2018年，牛栏山白酒产量从1.7万千升快速上涨到60万千升，轻资产模式下扩张成本较低、效率较高。未来，公司大概率将继续延续目前的轻资产运营模式，在适当地区租赁新生产基地，依靠品牌、管理、技术、标准、管理模式输出保持持续稳定增长及较低的资本支出。

### 3.4 未来发展策略

#### 3.4.1 围绕“民酒”概念培育单品，推动结构升级

近十年来，相对于大部分名优酒企的聚焦大单品策略，公司更加关注单品的研发和培育，产品种类从100个扩展到700个。虽然产品较多，但总体来看繁而有序，一个品牌，两条产品线使消费者对公司产品认知较为明确，且销量主要集中在陈酿、三牛、二锅头等几大品类。但目前来看，公司近年来的成长主要是以最低价格的42度陈酿打开市场，吨酒价格基本没有提升。随着全国化的基本达成，公司的销售收入增速开始下降（2019年上半年白酒营收增速为15%，即使考虑预收款，仍较前一年同期下降逾30个百分点），预计今后由空白市场覆盖带来的收入增长将开始边际递减。

未来，公司仍将坚持培育单品的策略，提出“民酒不等于低端酒，民酒不等于裸瓶酒，裸瓶酒不等于低端酒”，将围绕“民酒概念”推出新品、推动结构升级。由于牛栏山的消费者大多为价格敏感型，公司计划不以提升现有产品价格为主要手段提高吨价，而是根据不同地区的喜好推出年限、度数不同的新品。如2018年，经销商面向江苏市场定向开发中国牛系列产品，三款新品分别定价200+、300+、400+元/500ml，通过市场精准营销，仅一年时间在江苏市场实现超20万箱的销量。

由于“白牛二”等产品具有较大刚需，因此预计中长期公司不会以新品替代现有的畅销产品，而是以畅销产品继续开拓市场的同时，通过市场细化进行结构升级，即可短期稳健成长，又不断培育未来中高端市场，逐渐转化为后续增长动力。

#### 3.4.2 优化市场结构与布局，打造战略发展区

2017年到2018年，公司省级亿元市场从18个提升至22个，2020年，牛栏山将重点打造“京津冀发展区+长三角地区+珠三角地区”三大战略发展区，寻求发展区内的整体繁荣。

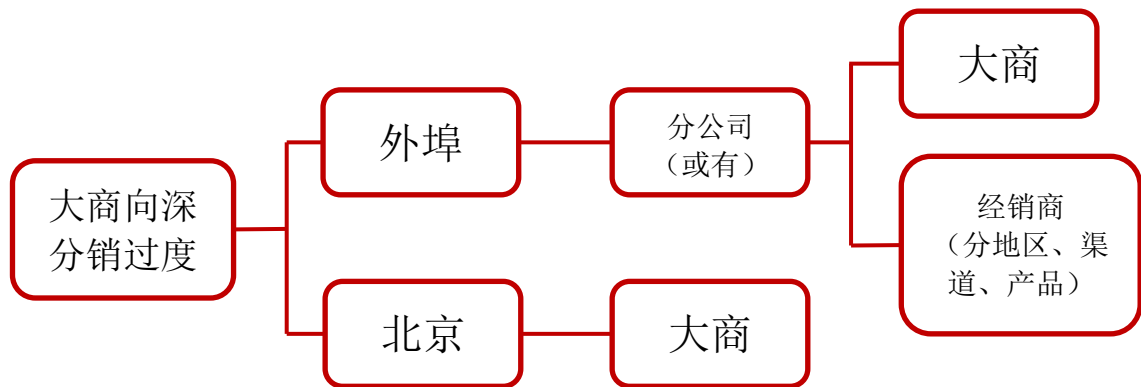
而在样板市场方面，牛栏山将打造“1+4+N”样板市场，目前，牛栏山已经形成了以北京为中心，南京、长春、东莞、苏州等已经初具样板模式，未来将寻求“一心多核多点”的标准化、规范化的样板市场格局，提供可复制、可推广的样板营销模式。也就是说，公司将继续在长三角、珠三角、华北、东北和西北甄选并培育5-10个外埠重点市场，形成5-10

亿元销售规模的省级样板市场，并以点带面，从规模的快速增长转向利润的提升。

费用方面，公司将实行全国预算管理，通过销售收入预算来调整结构。侧重培养过亿市场的同时，也将重视过10亿的市场开发，考核及激励机制也将围绕这些目标展开。

### 3.4.3 渠道模式的调整

图 19: 公司股权架构图



资料来源：公司年报，国开证券研究部

无论是梳理样板市场还是提升产品结构，在落实战略与政策时都需要经销商的配合，即要求公司增强对经销商及终端的把控力，这就意味着渠道模式需要从之前的偏被动型的、经销商主导的平台化大商制转向偏向由厂商主导的深分销模式。

目前，公司的招商更加精细化，进行了地区、渠道（商超、餐饮、烟酒店）、产品的区分，并新成立了上海、天津销售分公司，而具体销售工作将从广告、营销支持等方面进一步细化，保证公司战略转型的执行效果。

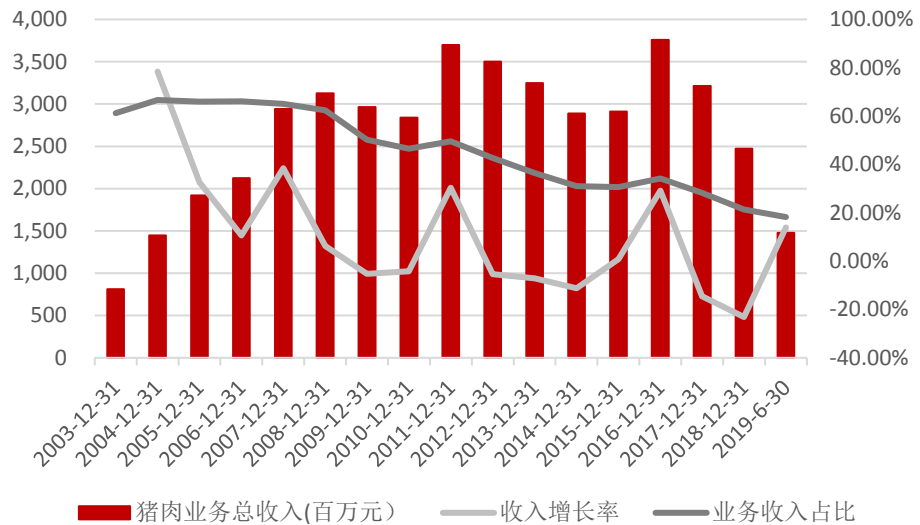
## 4、猪肉、房地产业务

### 4.1 猪肉业务

猪肉业务是公司的第二大业务，主要市场为北京，市占率约40%，有较强地域优势。公司已形成“种猪繁育—生猪养殖—生猪屠宰—肉制品加工—冷链配送”于一体的全产业链条，虽然生猪屠宰仍为主要业务，但对猪周期有一定的防御能力。开展种猪繁育、生猪养殖的子公司主要为

小店种猪场，品牌为中国驰名商标，拥有国家级种猪培育场；鹏程食品开展屠宰及食品加工，屠宰环节拥有安全猪肉生产基地，深加工环节销售网络成熟，4万吨储存能力的单体冷库及600吨日配送能力的全程冷链配送，在北京市场具有绝对优势。

图 20: 猪肉业务营收、增速及占比

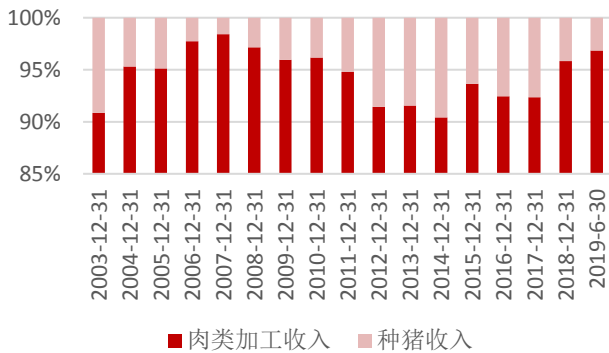


资料来源：公司年报，国开证券研究部

2019年上半年，公司猪肉产业销售收入14.77亿元，其中种畜养殖、屠宰业务收入分别为0.46、14.31亿元。猪肉的收入增长整体来看处于下行通道，且具有周期性，但由于已经形成全产业链，整体业绩波动幅度较小。整体猪肉业务收入占总收入的比例自2005年开始逐年下降，目前占公司的14%左右，预计后续下降趋势仍将。盈利能力方面，由于屠宰业务占比较大，公司猪肉业务毛利率偏低，总体来看与猪肉价格趋势成反比，但随着公司内部调控效率的提升，价格对毛利率的影响或逐步减小。

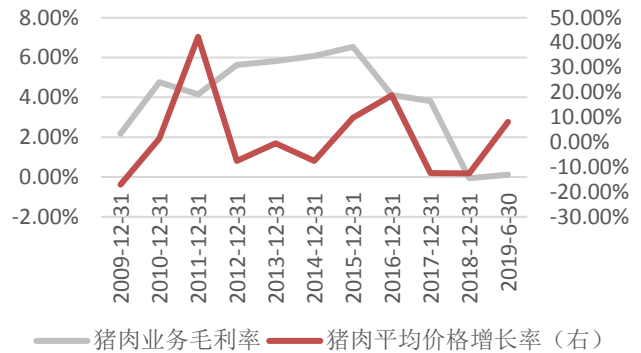
2018年以来公司减少了育肥猪销售，增加了种猪销售，叠加2.5万吨储存肉及0.5万吨低价收储肉，我们估计公司2019年前三季度亏损1400万吨，全年有望扭亏为盈。此外，销售方面，公司正在利用小店种猪的品牌优势及北京的种猪销售优势带动外埠基地种猪销售，拓展种猪销售市场；内部运营方面，完成管理人员调整，统一技术管理，有望降低养殖成本，提升收入及盈利能力。

图 21: 公司猪肉业务收入构成



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 22: 公司猪肉业务毛利率与猪肉价格走势比较

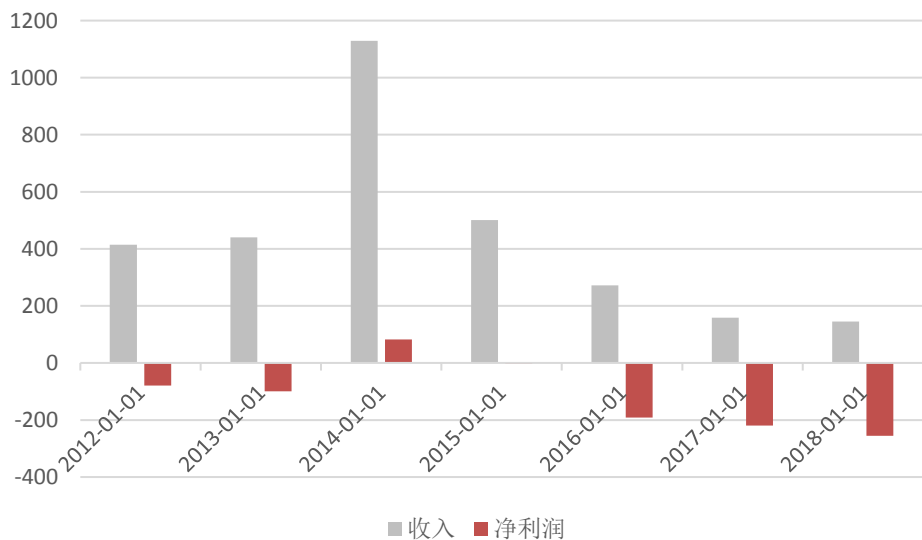


资料来源: WIND, 国开证券研究部

## 4.2 房地产业务

公司的房地产业务由子公司佳宇地产开展,先后在北京、山东、海南、包头等地开发了多个项目,累计竣工面积200余万平方米。但由于公司该业务盈利能力不佳,2011年开始出现亏损,2014-15年部分房产项目启动销售略有好转,但此后亏损逐年扩大。我们认为主要原因有三:一是公司地产项目工期长,回款较慢,二是资产负债率较高,资金使用成本不断提升,三是房地产行业调控逐渐深化。

图 23: 近年来公司地产业务营收、净利润(百万元)



资料来源: 公司年报, 国开证券研究部



公司房地产业务加快销售进度，但短期内整体依然呈现业绩承压态势。目前，公司主要在售项目有：北京颐和天璟项目（1期）、海南富海家园项目和包头的望潮苑项目。主要资产集中在北京，占总地产业务资产的50%左右，牛栏山下坡屯项目建设用地27万平方米，实际可出售面积为17-18万平方米，地理位置较优，若按4万元/平方米单价计算，后续有望回笼资金60-70亿元；北京站前街CBD项目资产规模约20亿元，仍需后续运作。海南福海花园项目资产约10亿元，销售状态良好，包头望潮苑项目资产约8亿元，受政策影响和低线城市房价波动，销售情况不佳。目前，公司严格管控项目成本和进度，加强广告宣传和渠道拓展力度，正在着力推进库存去化。另外，公司地产业务预收账款约为11亿元，叠加销售进度加速，我们预计2019-21年该项业务大概率逐步减亏。

## 5、投资建议及盈利预测

**结构化升级效果可期。**随着空白市场不断减少，公司逐步调整低价覆盖战略，提出“深分销、调结构、树样板”战略，通过终端掌控力的提升、新品的推出逐渐实现整体吨价上移。实际上，2019年，牛栏山的结构升级已经取得一定成绩，我们估计目前华东地区的白牛二占比已经降至60-70%，精致、珍品陈酿及三牛等高端产品销售增速超50%。我们预计随着消费升级的持续，公司吨价有望中长期持续提升。

**中长期规模增长空间仍足，集中度或将持续提升。**近5年来，公司依靠低端产品“白牛二”快速完成了泛全国化覆盖，在2018年实现22个省份销售规模过亿元。这主要是由于“白牛二”产品具有香型接受人群广、单价低、性价比高等特点，能快速渗透空白市场，目前低端白酒品牌分散度较高，作为龙头公司的牛栏山的市占率不足10%，依靠上述特点快速渗透的逻辑仍然成立。而随着规模的进一步扩大，叠加公司轻资产运营战略，盈利能力将进一步上移。

**低价快消品龙头业绩确定性高，估值具有上升空间。**牛栏山作为“民酒”龙头公司，品牌搭载“北京”文化兼顾高性价比，品牌力较强。近年来，随着全国化的顺利进行，公司业务规模及市占率快速提升，叠加单价低及快消品特点，业绩的稳定性及抗周期性较为显著。我们认为，公司业绩兼具成长性及稳定性，估值中枢有望继续上移。

短期副业盈利有所改善，中长期聚焦主业，盈利能力不断提升。房地产业务正在积极压缩退出，短期部分项目回款使该业务板块明显减亏；猪肉业务收入及利润较为稳定，短期在猪价逐渐稳定的背景下，盈利能力将有所回升。而在中长期视角下，公司坚持聚焦主业的工作思路，在白酒销售规模不断增长的背景下，房地产、猪肉业务占比将不断下滑，整体盈利能力将持续改善。

预测公司2019-2021年收入增速分别为20%、15.4%、13.2%，净利润增速分别为36.7%、32.8%、31.0%，EPS为1.37元、1.82元、2.39元，当前股价对应2018-2020年PE分别为38x、29x、22x，基于稳定性及成长能力给予公司2020年35-40倍PE，首度覆盖，给予“推荐”评级。

表 8：重点指标预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12074	14487	16721	18933
增长率(%)	2.9	20.0	15.4	13.2
归母净利(百万元)	744	1,017	1,351	1,769
增长率(%)	69.8	36.7	32.8	31.0
每股收益(元)	1.00	1.37	1.82	2.39
市盈率(倍)	31.78	38.42	28.92	22.08

注：收盘价格日期为2019年12月31日，2019-2021年业绩为作者预测值。

资料来源：WIND，国开证券研究部

## 6、风险提示

食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；中美贸易摩擦加剧；国内外资本市场波动风险。

**盈利预测:**

报表预测		单位: 百万元			
资产负债表					
	2018A	2019E	2020E	2021E	
货币资金	6172	7170	8287	9888	
应收账款及票据	298	397	435	467	
存货	8213	10730	12534	13670	
预付账款	181	228	254	277	
其他流动资产	457	459	459	462	
<b>流动资产合计</b>	<b>15321</b>	<b>18984</b>	<b>21969</b>	<b>24765</b>	
固定资产合计	3127	3188	3188	3188	
无形资产	751	731	711	691	
递延所得税资产	187	187	187	187	
其他非流动资产	398	420	220	270	
<b>资产总计</b>	<b>19851</b>	<b>23569</b>	<b>26326</b>	<b>29144</b>	
应付票据及应付账款	258	324	362	395	
预收账款	5654	6080	7288	8150	
应付职工薪酬	96	117	132	144	
应交税费	673	869	1003	1136	
其他流动负债	74	91	102	111	
<b>流动负债合计</b>	<b>8756</b>	<b>10982</b>	<b>12388</b>	<b>13436</b>	
长期借款	1113	1713	1713	1713	
负债合计	12122	14818	16224	17272	
归属于母公司的所有者权益	7709	8726	10077	11847	
少数股东权益	20	25	25	25	
<b>股东权益</b>	<b>7729</b>	<b>8751</b>	<b>10102</b>	<b>11872</b>	
<b>负债及股东权益</b>	<b>19851</b>	<b>23569</b>	<b>26326</b>	<b>29144</b>	
现金流量表					
	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流净额	3175	-661	1190	1920	
资本性支出	-91	-91	198	-52	
投资活动现金流净额	-235	-90	200	-50	
<b>现金净流量</b>	<b>1077</b>	<b>997</b>	<b>1117</b>	<b>1601</b>	

财务和估值数据摘要		单位: 百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>营业收入</b>	<b>12074</b>	<b>14487</b>	<b>16721</b>	<b>18933</b>	
营业成本	7250	9108	10167	11088	
毛利	4825	5379	6554	7845	
% 营业收入	40%	37%	39%	41%	
税金及附加	1600	1594	1839	2083	
% 营业收入	13%	11%	11%	11%	
销售费用	1224	1304	1588	1893	
% 营业收入	10%	9%	10%	10%	
管理费用	681	724	836	947	
% 营业收入	6%	5%	5%	5%	
研发费用	14	17	22	25	
% 营业收入	0%	0%	0%	0%	
财务费用	144	223	268	268	
% 营业收入	1%	2%	2%	1%	
<b>营业利润</b>	<b>1063</b>	<b>1505</b>	<b>1989</b>	<b>2623</b>	
% 营业收入	9%	10%	12%	14%	
营业外收支	-3	-2	-2	-2	
<b>利润总额</b>	<b>1059</b>	<b>1503</b>	<b>1987</b>	<b>2621</b>	
% 营业收入	9%	10%	12%	14%	
所得税费用	331	481	636	852	
净利润	728	1022	1351	1769	
<b>归母净利润</b>	<b>744</b>	<b>1017</b>	<b>1351</b>	<b>1769</b>	

基本指标		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>EPS (元)</b>		1.00	1.37	1.82	2.39
<b>PE (倍)</b>		31.78	38.42	28.92	22.08
<b>PEG</b>		0.46	1.04	0.88	0.71
<b>PB (倍)</b>		3.07	4.47	3.87	3.29
<b>EV/EBITDA</b>		10.37	16.47	12.18	9.00
<b>ROE</b>		10%	12%	13%	15%

数据来源: wind, 国开证券研究部

注: 收盘价格日期为2019年12月30日, 2019-2021年业绩为作者预测值。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层