

牛奶产业链 全景图

2019年8月2日

证券分析师

文献 投资咨询资格编号: S1060511010014

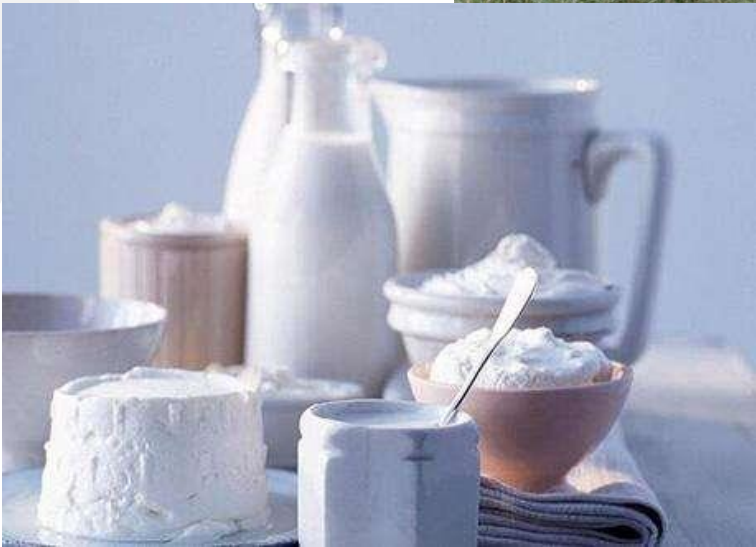
刘彪 投资咨询资格编号: S1060518070002

3IAO018@pingan.com.cn

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号: S1060117110064

何沛滨 一般从业资格编号: S1060118100014



每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



投资要点

- **奶牛养殖基本实现规模化，奶价定价权仍在下游：**目前，全国荷斯坦奶牛存栏约700万头，生鲜乳收购量2500万吨，三聚氰胺事件使得政府和乳企携手推动养殖规模化，行业规模化程度或已高达90%以上。与发达国家不同，国内奶牛养殖业因格局分散而相对弱势，下游乳企掌握原奶价格话语权，多数省份采取乳企直接定价模式。
- **奶牛养殖属周期性行业，原奶新周期已拉开序幕：**受奶牛2年生长周期影响，原奶产能变化滞后需求，3-4年为一个价格周期。2015年以来，奶价持续低迷及环保去产能导致国内奶牛存栏持续下降，同期液奶需求稳健增长&政策鼓励乳企加大国内原奶使用量，国内原奶供需缺口持续扩大，奶价自3Q18出现底部向上趋势。往未来看，环保趋严限制补栏速度，国内原奶供给或保持低个位数增长，而下游需求或中个位数增长，原奶确定进入新一轮上涨周期。
- **液奶进入稳健增长阶段，企业梯队大幅拉开：**经过数十年发展，液奶行业已告别高速增长期，但参照日韩人均喝奶量，行业仍有1倍空间，未来有望保持中高个位数增长。消费升级下，更具“营养”、“健康”概念的常温酸奶、高端白奶快速崛起，低温酸奶、巴氏奶受冷链环境欠佳而仍未迎来发展大拐点。行业充分竞争下，全国性龙头发展后劲十足，份额遥遥领先，中小乳企停滞不前。常温奶龙头凭借高端化&规模效应加速份额收割进程，低温奶因奶源、冷链、渠道等因素限制，区域乳企继续盘踞。
- **常温格局改善&原奶供给偏紧推动液奶竞争长期改善，龙头企业正向快消平台进化：**伊利保持远快于竞品的速度收割常温份额且相对差距持续拉大，随着单寡头格局逐步确立，有望推动全行业竞争减缓。原奶或处于供不应求阶段，乳企缺奶或致费用投放意愿减弱，行业竞争有望趋于缓和。相较其他食品饮料龙头，液奶龙头具备广泛的渠道网络和品牌知名度，正推动品类多元化，有望向快消平台型公司进化。
- **投资建议：**原奶进入上涨周期，奶牛养殖企业盈利与奶价正相关，盈利能力将逐步好转，运营能力突出的企业利润弹性更明显。常温格局改善&原奶供给偏紧推动液奶行业盈利改善，我们认为龙头更受益于行业竞争趋缓，且具备品类外延的潜力，成长性更

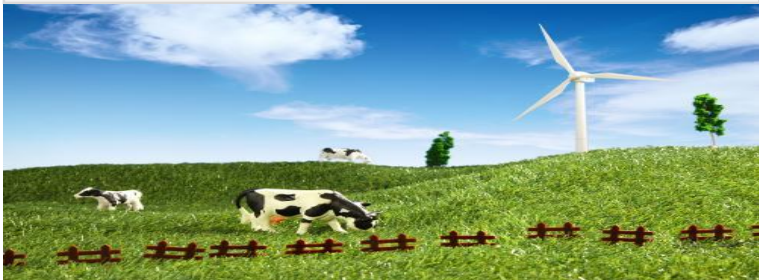
牛奶行业全景图

饲料种植加工



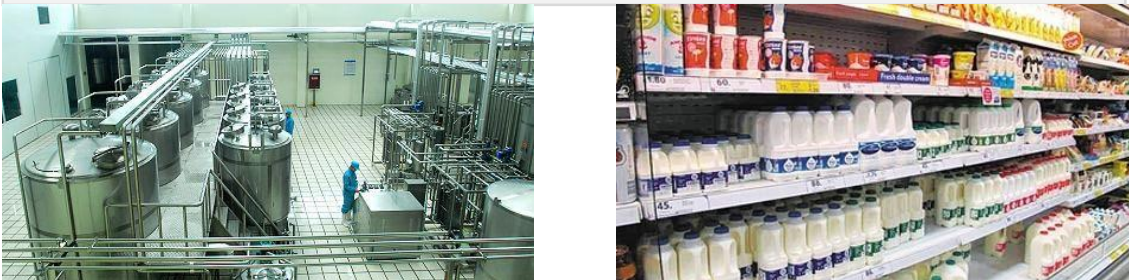
代表性上市公司：大北农、新希望等

原奶供应

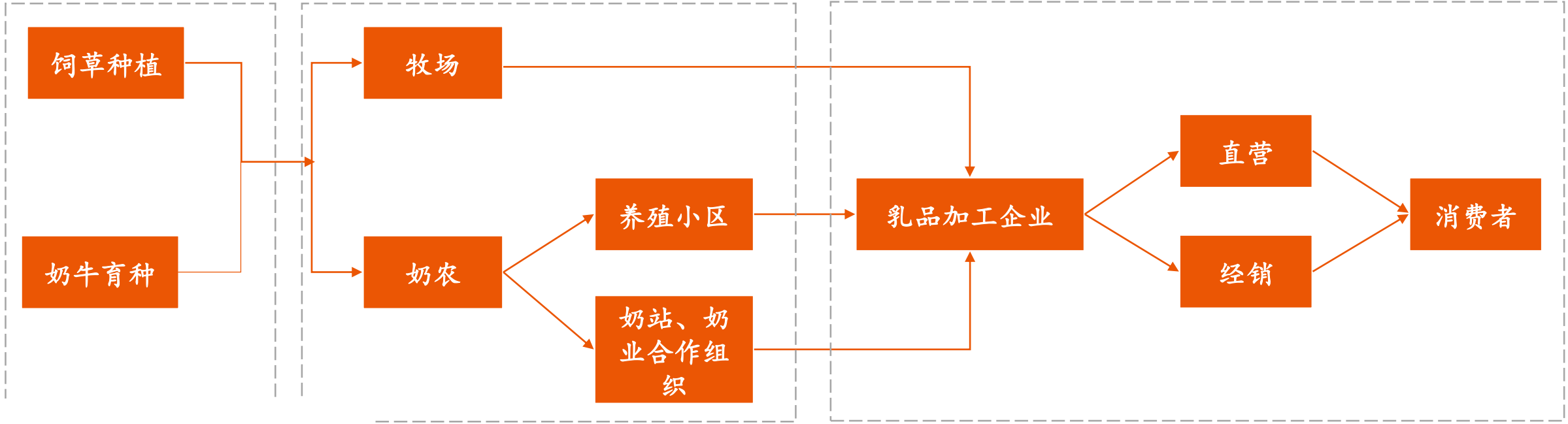


代表性上市公司：现代牧业、西部牧业、原生态牧业、中地乳业、中国圣牧、辉山乳业

液奶加工销售



代表性上市公司：伊利股份、蒙牛乳业、三元股份、光明乳业、天润乳业、新乳业、科迪乳业、庄园牧场



目录CONTENTS

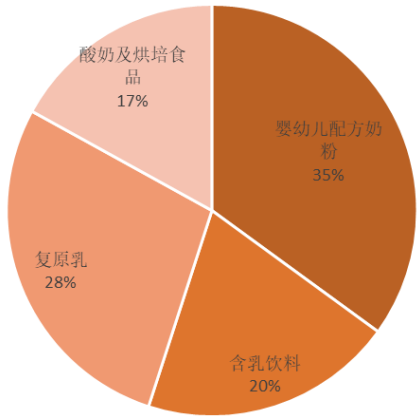
● 上游原奶篇

● 下游液奶篇

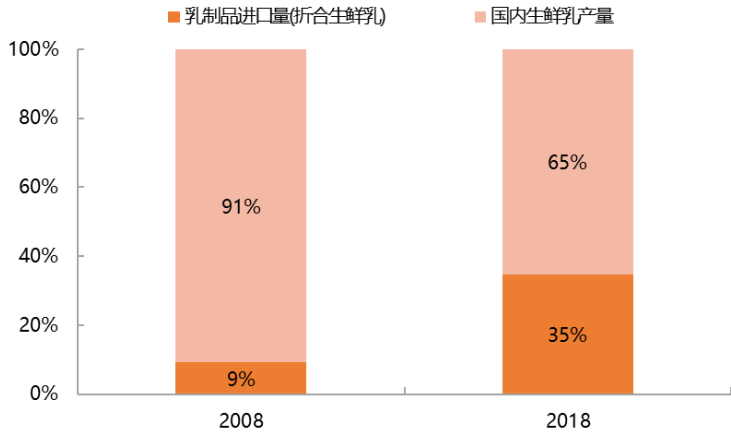
1.1 什么是原奶？

- 原奶是牛奶的核心原材料，主要可分为生鲜乳和大包粉。生鲜乳是指未经加工的奶畜原奶；大包粉是生鲜乳的替代物，是鲜奶经消毒、脱水、喷雾干燥制成，使用时可按重量比1：8，容量比1：4，还原为原鲜奶，适合长途运输和长期保存。
- 两者用途侧重点存在差异。生鲜乳可用于所有产品生产，但因价格较大包粉偏贵，主要用于UHT奶、常温酸奶、巴氏奶、高端奶粉、高端低温酸奶等，大包粉由于在营养系数、安全指标、元素含量上相对处于劣势，用途相对有限，主要用于生产低端奶粉、乳饮料、低端低温酸奶、冰淇淋等。
- 原奶供应已充分实现国际化。生鲜乳由于保质期较短、运输成本高等因素，主要由国内牧场及散户提供，也有部分由海外厂商直接将海外生鲜乳生产成成品运至国内销售。大包粉来源于两个方面，一是国内牧场在原奶供过于求的时期喷粉而成，二是海外原奶价格低于国内，通过进口大包粉补充国内需求，历年进口大包粉的规模远大于国内过剩奶源喷粉规模。综合看，进口奶源已经成为国内原奶的重要供应来源，18年约占原奶供应的35%。

中国进口全脂奶粉用途集中于低端产品



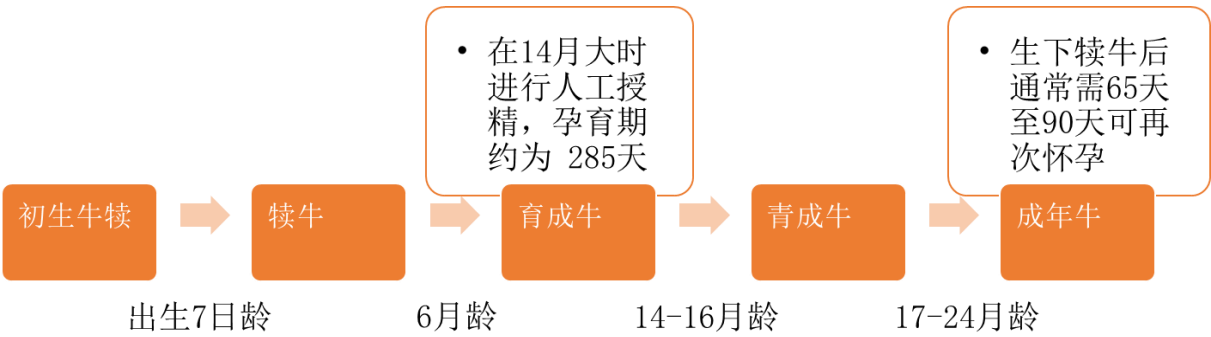
过去10年，进口奶源占比迅速提升至35%



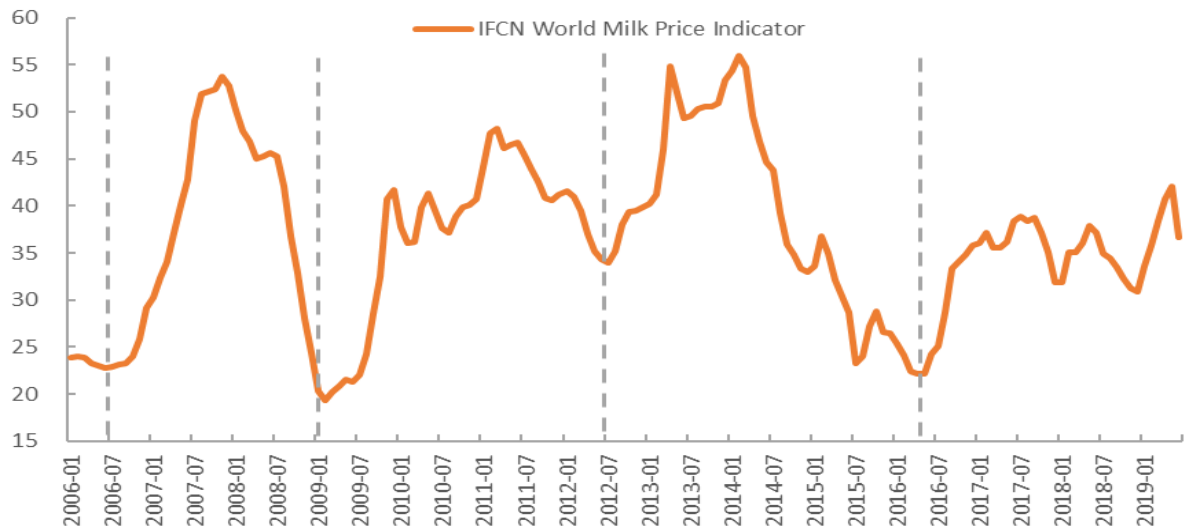
1.2 行业属性：周期性行业

- 奶牛生长周期需2年时间。奶牛从出生到产奶需经历犊牛、育成牛、青成牛、成母牛4个阶段，母牛产犊后方能泌乳，过程需2年左右时间。
- 原奶产能变化滞后需求，价格3-4年为一轮周期。由于奶牛生长周期较长，所以供给和需求时间上具有不匹配性，价格存在较强的周期性，通常3-4年为一周期。一般而言，原奶价格上涨时期均是乳制品需求向好的阶段，而供给端因奶牛生长周期需要2年，产能变化具有一定滞后性。

● 奶牛从初生到产奶需要2年时间



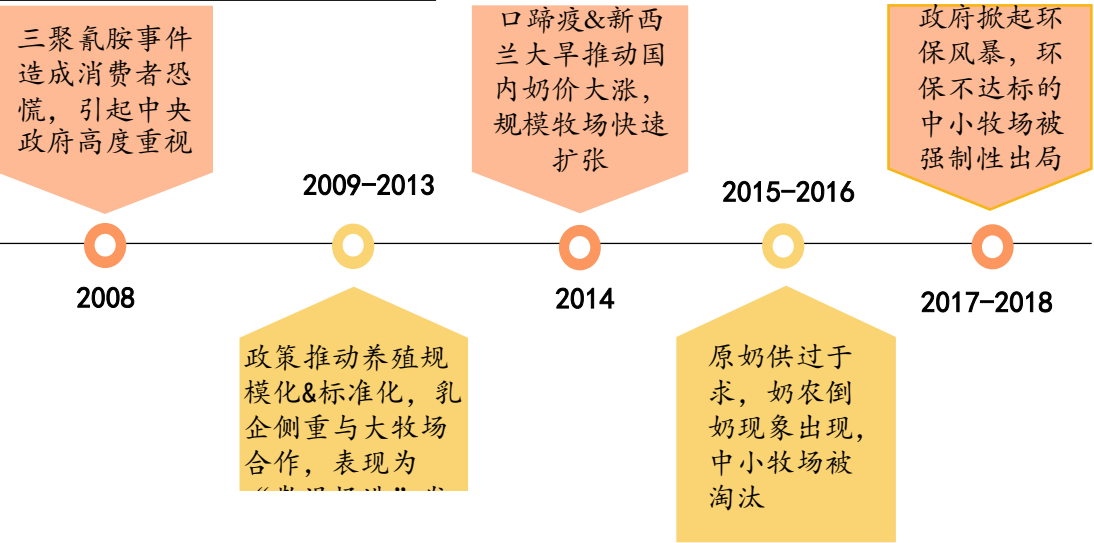
● 国际原奶价格呈现周期性波动



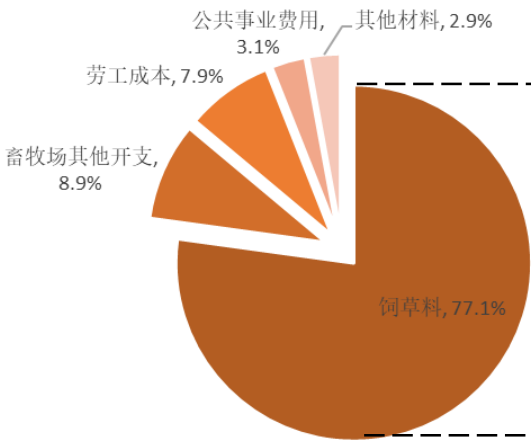
1.3 行业现状：奶牛存栏仅700万头，基本实现规模化

- **行业体量：**目前，行业对中国实际奶牛存栏及产量存在较大争议，奶牛存栏的争议区间400~1400万头，生鲜乳产量争议区间1900~3100万吨。我们认为全国荷斯坦奶牛存栏约700万头，生鲜乳收购量2500万吨。
- **行业已基本实现规模化养殖：**08年以前，散户奶农为原奶供给主力军，三聚氰胺事件后，政府和下游乳企携手推动上游养殖规模化，大量散户退出市场。目前看，我们考虑中国实际奶牛存栏远低于官方数据，认为奶牛养殖规模化程度或已高达90%以上。
- **奶牛养殖成本构成：**从国内最大奶牛养殖企业现代牧业的成本明细结构看，饲料成本占到总成本的77%，其中玉米、豆粕、苜蓿为占比居前的三类饲料。

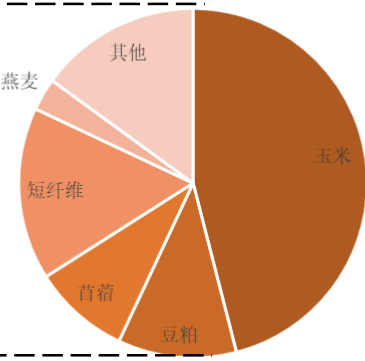
中国牧企规模化进程（08-18）



现代牧业成本明细结构



饲料成本构成



1.4 原奶定价机制：下游掌握话语权，乳企直接定价为主

- 国内原奶价格定价权在下游乳企。与发达国家依靠养殖端构建产业链不同，中国更多是大型乳企将养殖端融入自身体系，构建以加工端为核心的产业链。发达国家由于养殖端的强势以及和加工企业的紧密合作，奶农和牧场在产业链中可获得较大的价值分配，而中国奶农和牧场由于力量分散，在价值分配中处于不利地位，加工企业把握行业主要话语权。
- 原奶价格制定体系：国内原奶价格制定方式有两种，1) 乳企根据市场供需定价，价格由基础价和指标价构成，大部分省份采取此种模式；2) 价格协商机制，由行业协会牵头组织，具体由牧场代表和乳企协商确定，上海、河北、黑龙江等部分省份采取此种方式。

中国生鲜乳计价体系

价格构成		考核范围
基础价		根据供需、成本、供奶规模、交奶定额、季节等确定
指标价	乳脂率	3.5%为标准；指标±0.1 个单位，奶价±0.02 元
	乳蛋白率	3.0%为标准；指标±0.1 个单位，奶价±0.04~0.06 元
	细菌数	10~30 万/mL 为合格标准；奶价奖罚范围-0.500 ~ -0.560 元/kg 奶
	体细胞数	40 万/mL 为合格标准；奶价奖罚范围：-2 ~ +0.12 元/kg 奶
	冰点、牧场管理等	-0.500 ~ -0.515 为合格，超标奶价扣罚 0.1~ 0.2 元

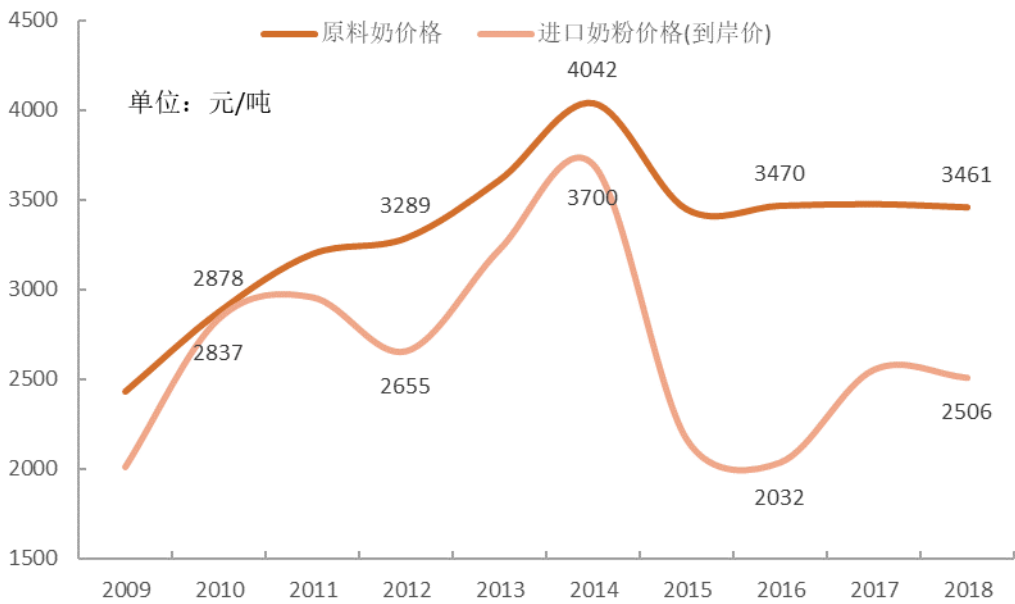
1.5 奶价对比：国内奶价高于海外，联动效应也越发明显

- 自然禀赋不同导致中国较国外养牛成本较高，奶价偏贵。与澳大利亚、新西兰、阿根廷等国相比，中国在土地、人工、饲料、效率均不具优势：1) 土地资源较为稀缺，奶企只能以圈养方式饲养奶牛，土地、防疫、环保成本较高；2) 中国牧草质量水平偏低，优质牧草大多依赖进口，饲料成本偏高；3) 人工成本高于海外；4) 国内养殖技术仍较海外有一定差距。
- 国内原奶价格变化滞后国际原奶价格，理论上国内外价格已经初步接轨。09年之后，随着大包粉进口规模的迅速上升，国际原奶价格和国内原奶价格的联系日益密切，联动效应愈发明显。从年度来看，国内奶价和国际奶价基本呈同涨同跌的态势，但国际奶价波动更为剧烈。

19年5月全球各国原奶价格



原奶价格和大包粉价格同涨同跌



1, 平安证券研究所

1.6 政策导向：提升乳企生鲜乳使用量

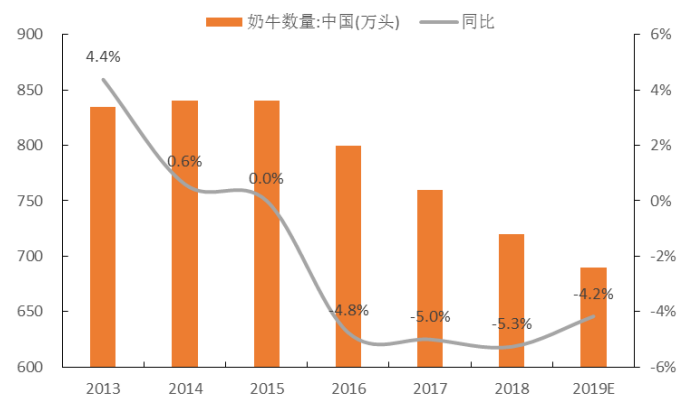
- 受低价进口大包粉的影响，一些奶制品加工企业在选择原奶时更多地用大包粉替代生鲜乳，导致国内牧场生鲜乳供应受到阻力，打击了其生产原奶甚至优质奶的积极性。
- 为了提升鲜奶使用量，改善国内牧场生存环境，促进乳业健康发展，监管层陆续出台了相关政策，如“复原乳严监管”、“生乳分级新标准”，严格规范下游乳制品企业生产行为，鼓励使用生鲜乳生产灭菌乳、发酵乳、调制乳和婴配粉等乳制品。

	复原乳严监管	生乳分级新国标
出台背景	早在2005年，国务院办公厅发布的《关于加强液态奶生产经营管理的通知》中，就已明确要求巴氏杀菌乳生产中不允许添加复原乳，而在灭菌乳、酸牛乳等产品生产加工过程中使用复原乳的，不论数量多少，必须醒目标注“复原乳”，并在产品配料表中如实标注复原乳所占原料比例。但过去由于缺乏检测标准和手段，部分乳品企业即使生产复原乳，也不会在包装上做出明确标识，执行效果不佳。	旧的分级标准下难以区分出好的奶源，“同价不同质”导致质优奶企无法获得应有回报，“劣币驱逐良币”下市场整体奶源质量下降
政策内容	16年农业部重修《巴氏杀菌乳和UHT灭菌乳中复原乳的鉴定》标准，国家食品药品监督总局下发了《关于加强复原乳标签标识监管》的通知，采取新的科学技术手段，通过测定生鲜乳、巴氏杀菌乳、UHT灭菌乳和奶粉中糠氨酸和乳果糖的含量，可判定其中是否添加复原乳以及添加量；此外，标准中包装盒上对复原乳标识的字体、字号、面积等均做出具体要求，厂商应严格执行。	18年农业部下属相关单位公布了生乳、巴氏杀菌乳、灭菌乳和复原乳鉴定标准四个国家食品安全标准的讨论稿，明确对生乳进行质量分级，增加了“蛋白质”、“脂肪”、“微生物指标”和“体细胞指标”的分级规定，根据所含值分为“优”、“良”、“合格”3个等级；产品包装上可以明示原奶等级并在市场价格上有所区分，让消费者根据自身情况按需选择。
影响	有助于打击将复原乳混杂在生鲜乳中的厂商，规范奶制品生产标准，提高国内生鲜乳使用量，保护牧场及奶农利益。	一方面能给乳品行业提供正向激励，引导企业提升生产工艺和产品品质，并最终价格兑现价值；另一方面，在鲜奶包装上明示原奶等级，也能给消费者提供更多信息参照，从而维护消费者权益、引导消费升级。

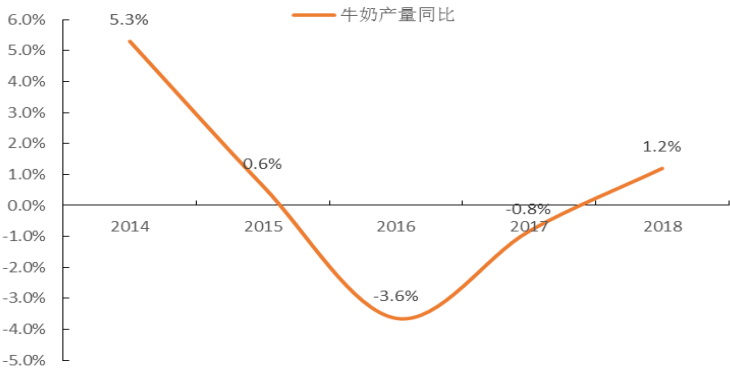
1.7 国内原奶供给：存栏数持续下滑，产量增长乏力

- 奶价低迷叠加环保去产能，奶牛存栏连续3年下滑。2015年以来，生鲜乳价格持续处于低位，使得全行业盈利水平出现恶化，大中型牧场扩栏意愿减弱&小型牧场持续退出推动全国奶牛存栏持续下滑。2018年中央加大环保督查力度，诸多牧场因环保不达标而关停，奶牛存栏进一步下滑。根据USDA的数据，2018年中国奶牛数量同比-5.3%，降幅较上年略有扩大。
- 18年生鲜乳产量小幅提升，未来供给量增长乏力。2018年，牛奶产量同比增长1.2%，增速较17年提升2.0pcts，来源于成母牛占比提升及单产提升。目前，行业上下游对原奶未来供给不足已有一定预期，如诸多乳企与牧场的采购合同从月度向年度转变，部分牧场出现扩群的动作。即使牧场开始补栏，但难以影响短期供给量，因此短周期原奶产量主要取决于成母牛的存栏变化及成母牛单产水平。综合看，我们认为未来2年原奶产量或保持低个位数增长。

18年全国奶牛存栏继续下滑



国内牛奶产量18年恢复正增长



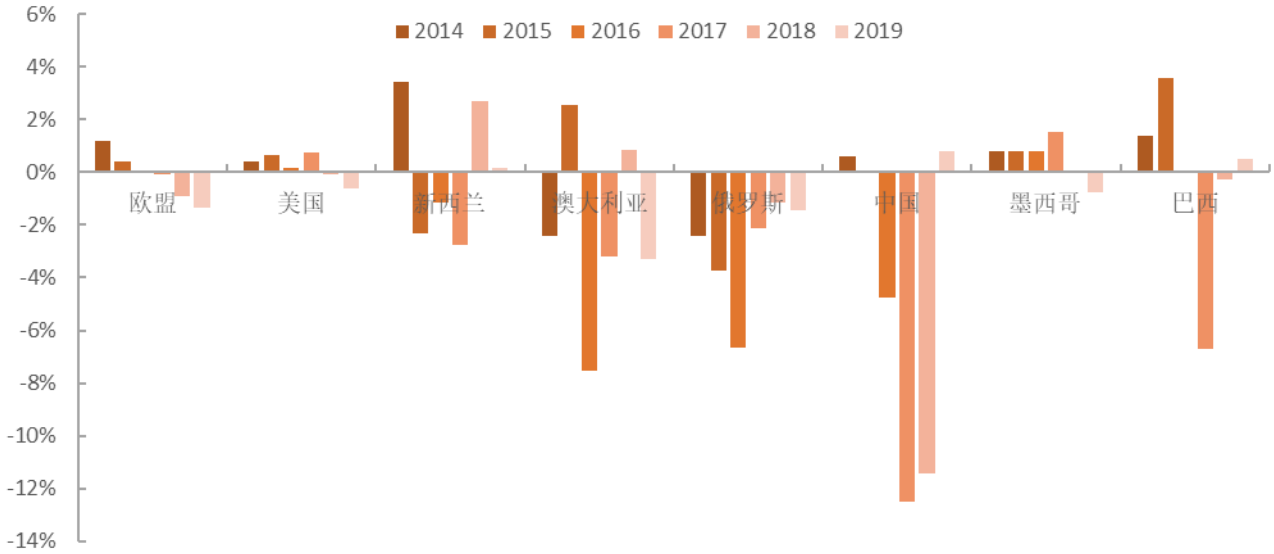
近年来出台的相关环保政策

时间	出台政策
2015. 4	国务院发布“水十条”，明确要求要科学划定畜禽养殖禁养区
2016. 11	环保部、农业部发布《畜禽养殖禁养区划定技术指南》，规定了全国各地划定禁养区的标准
2016. 11	国务院办公厅印发《控制污染物排放许可制实施方案》，要求纳入排污许可管理的所有企事业单位必须按期持证排污、按证排污，不得无证排污

1.8 海外原奶供给：主要贸易国产能并无扩张迹象

➤ 全球原奶的主要产地为欧盟、美国、印度、中国、俄罗斯，产量合计占全球的70%以上，主要出口国为新西兰、欧盟、美国，合计出口量占全球约70%。USDA预测19年主要出口国新西兰、欧盟、美国、澳大利亚奶牛存栏同比+0.14%、-1.33%、-0.63%、-3.28%，主要进口国俄罗斯、中国、墨西哥、巴西奶牛存栏同比-1.43%、0.81%、-0.76%、0.52%。考虑奶牛形成产能需要2年左右时间，而短期内奶牛单产稳定，全球原奶产能或难以扩张。

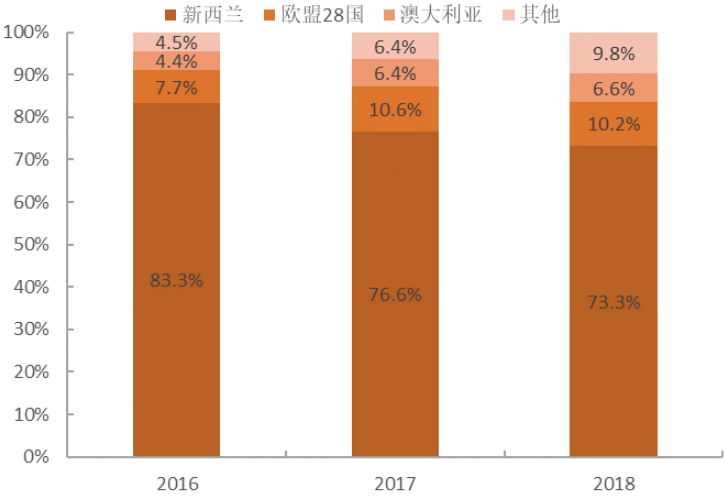
主要出口国、进口国奶牛存栏仍未增长



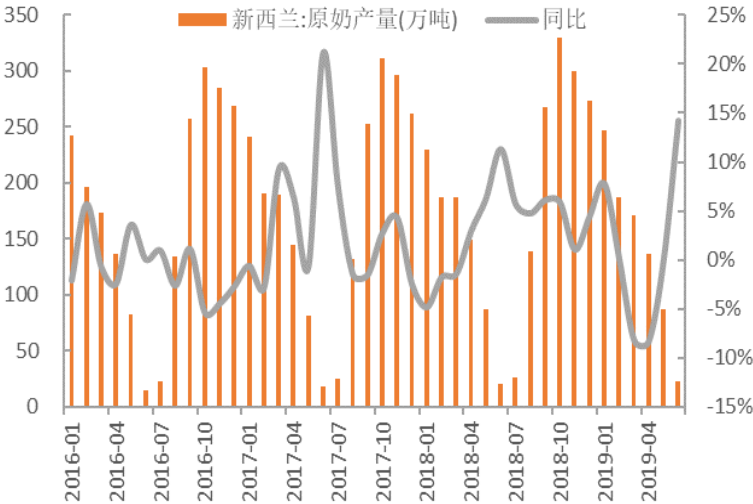
1.9 海外原奶供给：新西兰为主要进口来源，供给尚无增长迹象

- **地理&价格优势使得新西兰成为主要进口来源地，1H19产量尚无增长态势：**新西兰是全球最大乳制品出口国，奶源品质高、价格便宜，叠加关税和地理优势，新西兰成为中国最大的进口来源。18年，中国进口奶粉80.14万吨，其中73.3%来自新西兰。观察新西兰原奶供给情况，1H19原奶产量同比-0.9%，供给尚无扩张态势。
- **历史上新西兰奶价为国内奶价的先行指标。**以恒天然双周拍卖数据来看，当新西兰奶价高于国内奶价并呈上涨趋势后，国内奶价在2-3月后出现上涨，反之也相同(海外原奶平均运输时间需要2个月)。

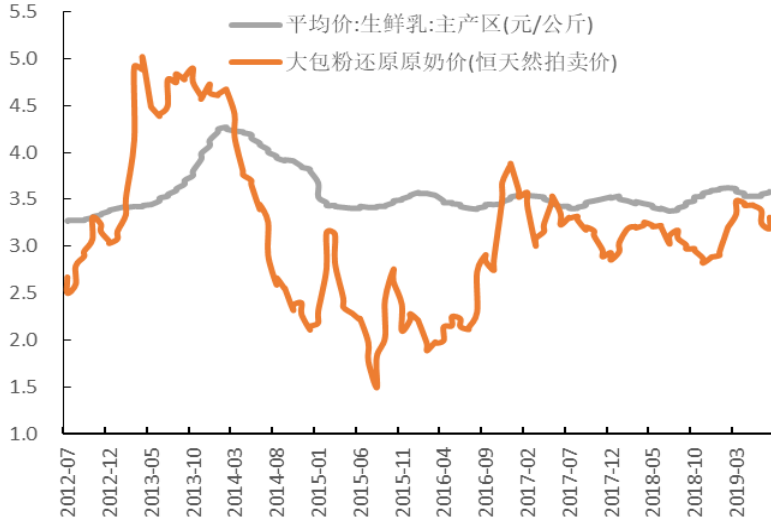
18年中国进口奶粉73.3%来自新西兰



1H19新西兰原奶产量同比-0.9%



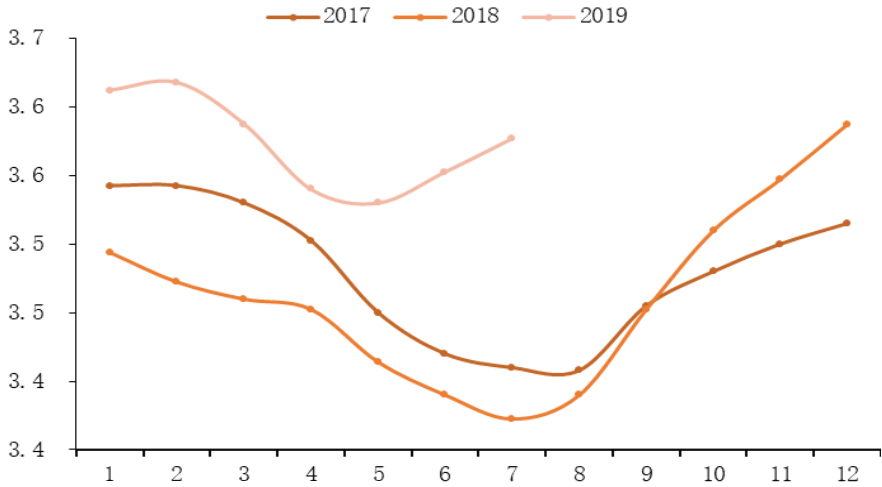
恒天然拍卖价格是国内原奶价格先行指标



1.10 行业趋势：原奶新周期开启，行业盈利或持续改善

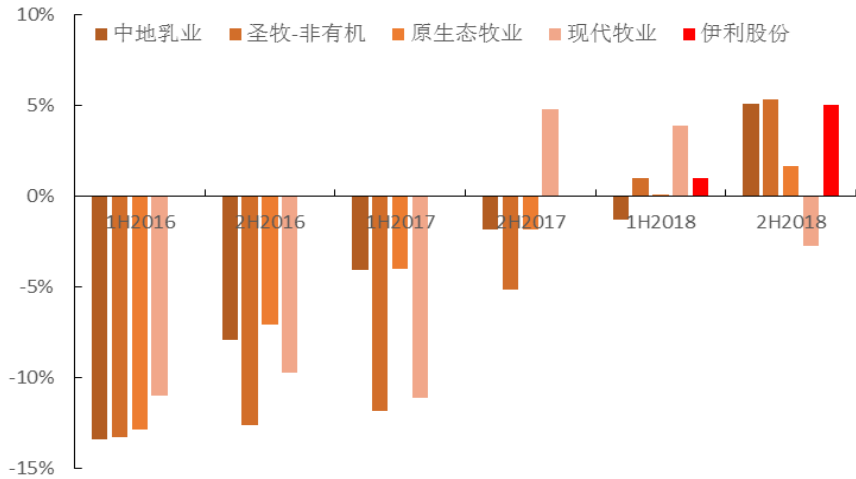
- 供给放缓而需求向好导致2H18奶价拐点出现，进入奶价上行周期：2015年以来，奶价低迷推动国内奶牛养殖行业持续去产能，而环保趋严更加速这一过程，奶牛存栏呈逐年下滑趋势，产量增速大幅放缓。同期，海外产能仍增长缓慢，进口大包粉价格有所回升，相对生鲜乳价格优势减弱。下游需求逐渐转好，液奶&奶粉均在17年后恢复较好增长。在供给放缓&需求扩容&监管鼓励使用生鲜乳的背景下，原奶供需逐渐趋于紧平衡，2H18奶价重现上涨趋势，1H19延续上涨势头。
- 往后看，原奶供给有望保持低个位数增长，需求或中个位数增长，供需缺口持续扩大，19年原奶价有望继续上涨，2H19或贡献主要涨幅。原奶价进入上行周期，奶牛养殖企业有望长期受益，利润弹性显现。

主产区生鲜乳价格自18年10月恢复正增长



研究所

牧场及乳企原奶价格均出现上涨



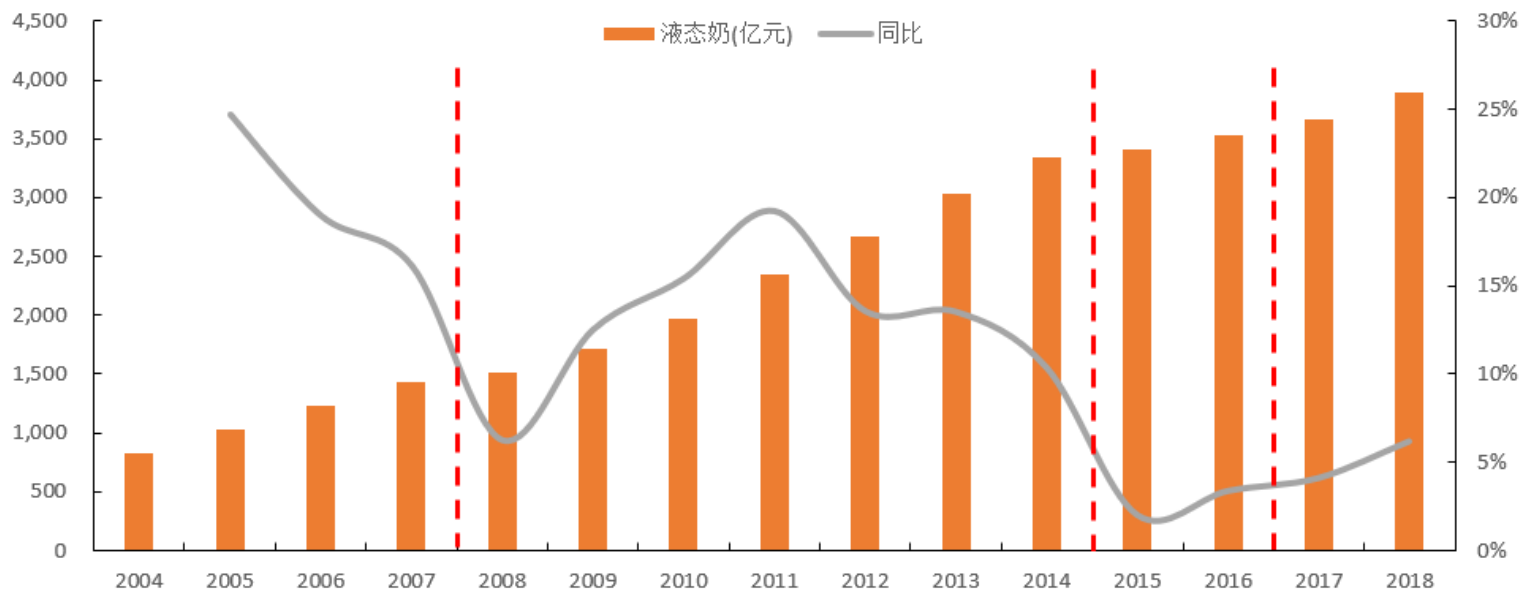
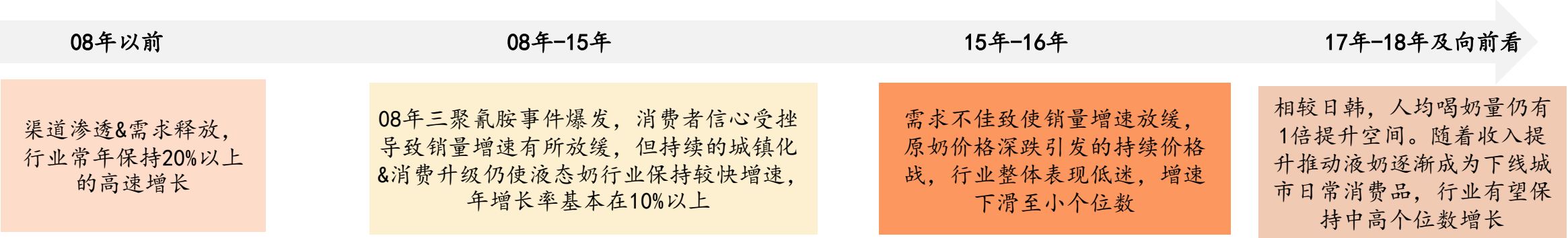
目录CONTENTS

● 上游原奶篇

● 下游液奶篇

2.1 发展阶段：三四线需求快速扩容，行业进入稳健增长阶段

■ 纵观液态奶市场近十余年的发展历程，可大致分为四个阶段：

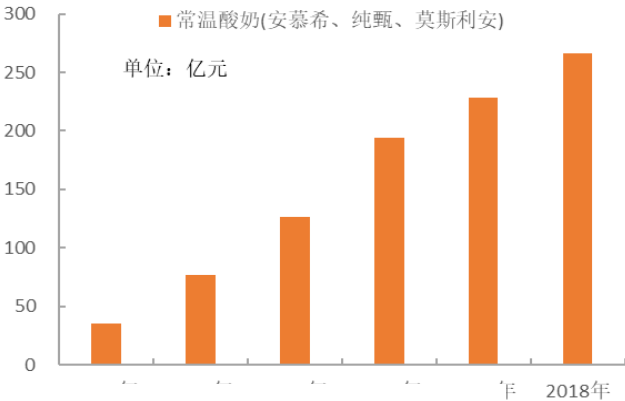


注：液态奶口径取自即饮奶和酸奶的合计值

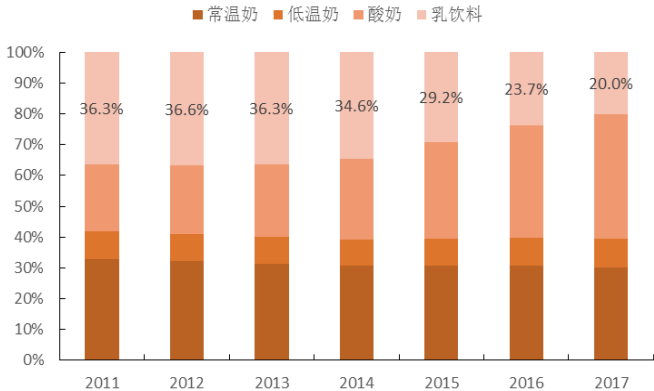
2.2 产品结构：消费升级推动常温酸奶崛起，低温奶仍未迎来大拐点

- 常温酸奶崛起，白奶表现稳健，乳饮料趋于衰退：
 - 光明开创常温酸奶品类，伊利、蒙牛均在2013年跟进，推出安慕希、纯甄等产品。常温酸奶接近低温酸奶的营养价值，且突破冷链限制的约束，龙头共同培育市场下，常温酸奶规模快速扩容，从13年仅30多亿扩大至18年接近300亿；
 - 白奶整体表现良好，产品出现较明显升级趋势，特仑苏、金典等高端白奶产品持续保持高增长态势；
 - 在人均收入较低的阶段，乳饮料凭借较低的价格迎来黄金发展期，优酸乳、酸酸乳、营养快线等明星大单品层出不穷。但随着辨别能力提升，消费者追求更天然、更简单、营养的产品，乳饮料因营养含量低、糖含量高且配料复杂，正逐步淡出消费者的选择。
- 比照欧美，低温酸奶、巴氏奶发展潜力充足：
 - 受制于冷链环境和渠道操作能力的不完善，虽低温奶增速略快于常温，但整体占比仍远低于常温，且主要集中在一二线城市。但长期看，低温酸奶、巴氏奶凭借较高营养价值，仍是液奶消费升级的主要方向。

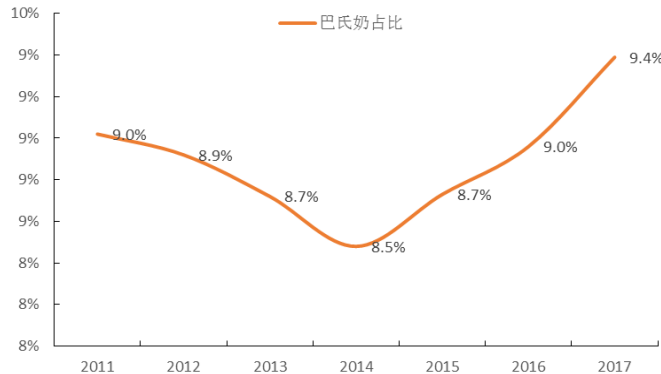
● 常温酸奶规模快速扩容



● 乳饮料占比持续萎缩



● 15年以来，巴氏奶在液态奶占比逐年提升

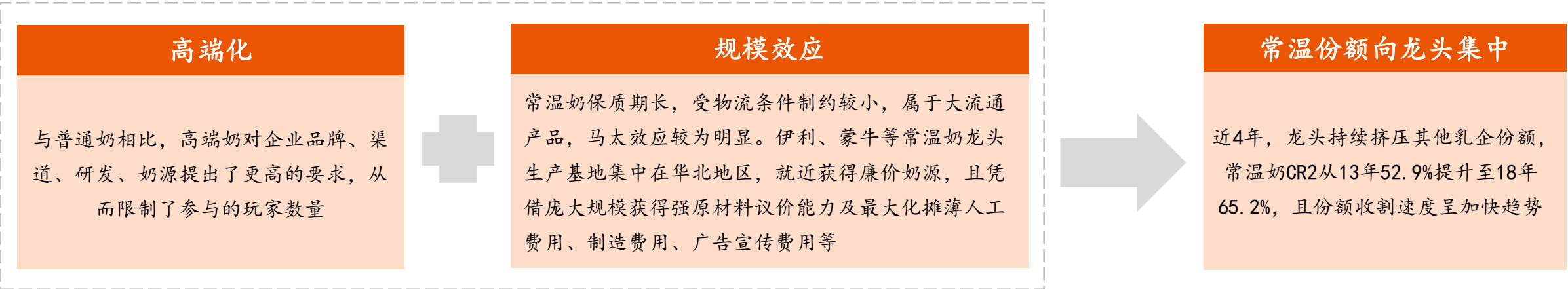


2.3 竞争态势：企业梯队拉开，两级分化明显

- 中国液奶企业可分为四大梯队：
 - 伊利、蒙牛全国性龙头为第一梯队，光明、君乐宝、新希望、三元跨区域品牌为第二梯队，省级龙头为第三梯队，区域小品牌为第四梯队，不同梯队间规模、品牌影响力、渠道、产品布局均有较大差异。
- 两极分化愈发明显，龙头后劲十足，中小乳企停滞不前：
 - 15年以前，龙头企业和中小乳企增速差异并不明显，16-17年行业出现显著分化，龙头增速继续保持快增长，中小乳企降速明显。
 - 具体看，龙头抓住常温高端化机遇，规模稳健扩张；牧场型乳企缺乏营销能力，下游业务日渐式微；跨区域乳企发展迟缓，外埠扩张多遭遇阻力；小乳企表现两级分化，黑马凭借单品爆发突围；乳饮料大单品逐渐老化，饮料巨头承受压力。

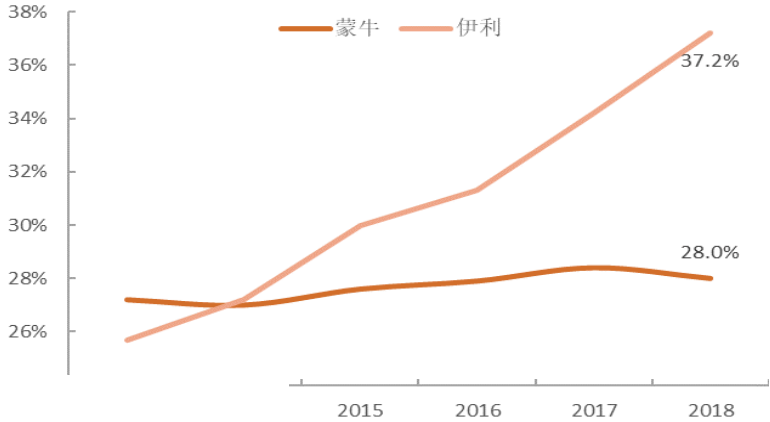
中国液奶企业可分为四大梯队			
梯队	液奶年收入 (亿元)	特点	代表乳企
第一梯队：全国龙头	500+	品牌影响力高，渠道下沉至乡镇层级，具备较强的新品研发和推广能力	 
第二梯队：跨区域品牌	30-150	在根据地市场拥有较高的市场份额，并将业务延伸至其他区域，拥有跨区域的品牌、渠道基础	  
第三梯队：省级龙头	10-30	业务聚焦于省内，产品线完备，并有区域特色大单品，具有较好的群众基础	 
第四梯队：区域小品牌	2-10	基本在产地范围销售，市场影响力较弱，产品线相对单一	 

2.4 常温奶格局：份额加速向龙头集中，单寡头趋势显现

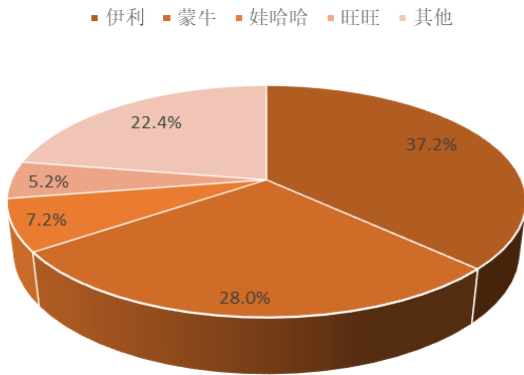


■ 伊利、蒙牛两强内份额差异也愈加明显，伊利反超蒙牛走向单寡头：伊利常温市占率于14年反超蒙牛并持续拉开差距，18年伊利常温市占率高达37.2%，领先蒙牛9.2 pct，或说明伊利系统性竞争力已遥遥领先同业，常温格局或向伊利单寡头演变。随着竞争格局逐步奠定，行业竞争强度有望持续缓慢下降，领跑者得益于强大规模效应或受益最为明显。

● 伊利、蒙牛常温液奶市占率变化



● 伊利常温奶市占率遥遥领先 (2018)



2.5 低温奶格局：份额相对分散，区域乳企继续盘踞

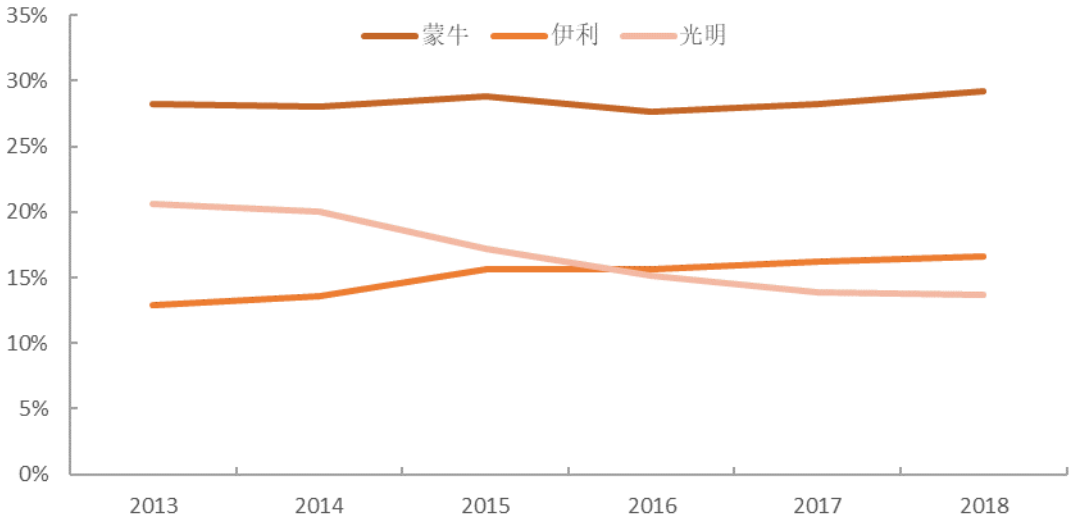
■ 低温竞争格局相对分散：

- 近4年，低温奶市场格局未发生明显变化，CR3从13年61.7%降至18年59.5%，约40%市场仍被区域乳企所掌握；
- 蒙牛、伊利低温市占率保持稳定；光明低温增长相对乏力。

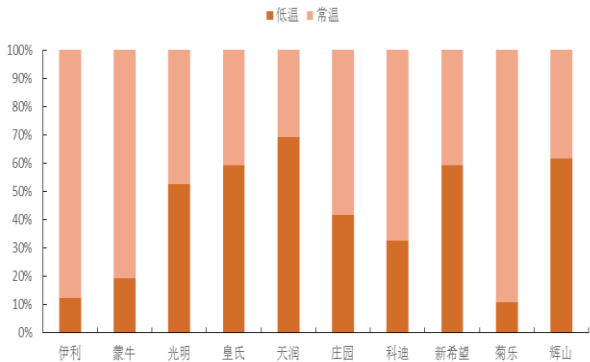
■ 区域乳企掌握地方优质奶源，本土市场具备较强竞争力：

- 因地形&环保因素，南方牧场较少，原奶价格明显贵于北方，区域乳企发展常温奶无疑是处于劣势，而发展低温奶则可借助本地奶源、完善配送体系及入户渠道优势，实现优劣势转换；
- 根据估算，区域乳企自有牧场供奶占比多在40%以上，低温奶收入占比也多数高达40%以上，而伊利、蒙牛低温奶收入占比均不超过20%。

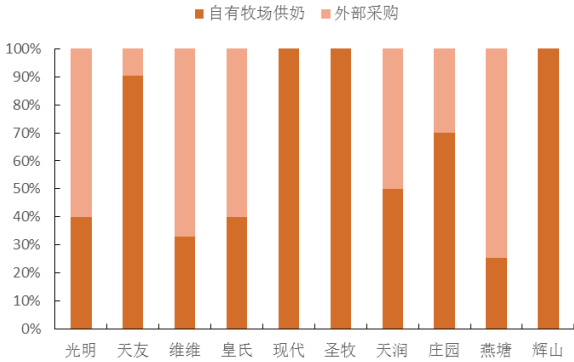
● 低温奶市占率变化



● 估算各家乳企低温奶收入占液态奶比重



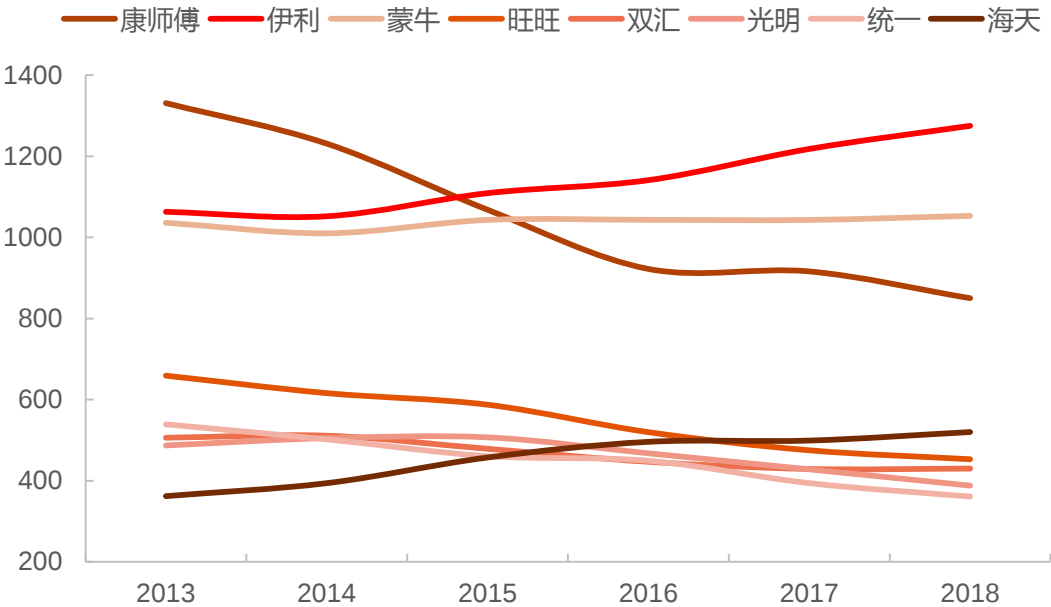
● 区域乳企自有牧场供奶比例较高



2.6 发展趋势：液奶龙头逐步成为快消平台型企业

- 龙头具备成为快消平台潜质，正逐步推进品类多元化进程：
 - 乳制品具有健康、营养的属性，消费群体普适性强，领跑企业具备广泛的渠道网络和品牌知名度，消费者触及数位居食品饮料行业前位，传统优势为企业品类多元化提供助力，有望向达能、雀巢等快消平台型公司进化；
 - 行业增长平缓，格局初步奠定，龙头企业逐渐有精力进行品类扩张尝试，如伊利备战饮料，先后布局核桃乳、豆奶、功能饮料、矿泉水、咖啡等非乳品类。

● 伊利、蒙牛消费者触及数持续提升且位居食品饮料行业前列（百万人次）



● 伊利非乳产品加速布局

传统品类



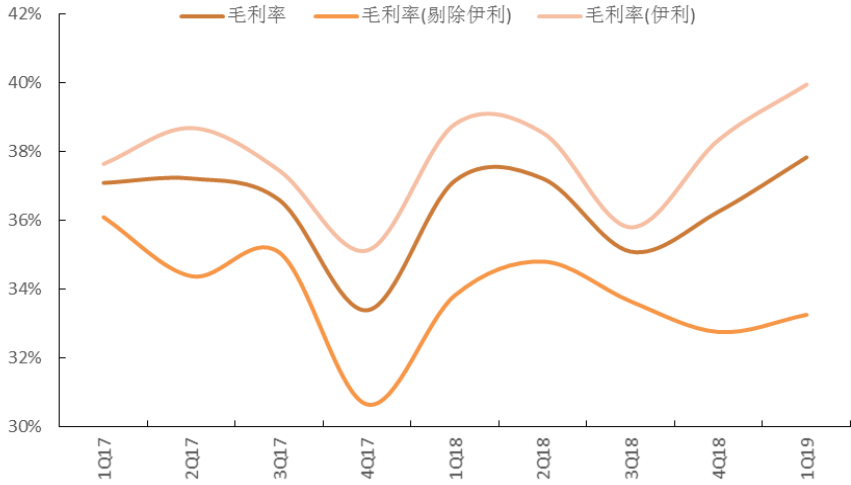
新品类



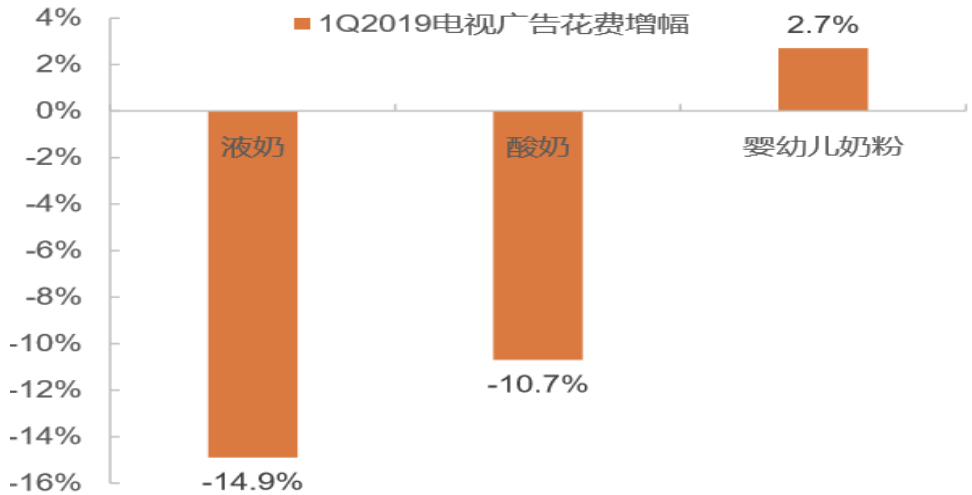
2.7 发展趋势：行业竞争逐步缓和，减促销&产品升级推动盈利改善

- 竞争环境出现好转趋势：1) 促销力度减弱，因原奶供给紧张，春节旺季产品出现缺货情况，基础产品促销费用投入减少，1Q19行业毛利率在抵消成本压力后同比提升。2) 广告投放减少，龙头企业多出现减投情形，据CTR统计，液奶&酸奶品类电视广告花费均出现双位数下滑。
- 液奶竞争强度有望逐渐减缓，行业盈利能力或改善：过去3年，行业竞争相对激烈，核心原因之一是原奶供给过剩导致乳企必须通过低端产品被动促销来消化。随着原奶供给日趋紧张，虽未来2年原材料成本将有上涨，但乳企促销力度有望逐渐减轻，推动产品结构升级的动力更足，竞争强度减弱有利于推动全行业盈利能力改善。

3Q18以来，行业毛利率呈提升趋势



1Q19行业液奶&酸奶电视广告花费同比下降



风险提示

- **宏观经济疲软的风险：**当前宏观经济增速出现下滑的趋势，消费升级进程减缓或将不达预期。这将导致消费端的需求增速放缓，影响液态奶行业的业绩增速；
- **疫病爆发的风险：**近年来，动物疫病如口蹄疫、禽流感等在国际、国内养殖业中时有爆发。如果爆发大规模的动物疫病导致奶牛死亡，一方面奶牛养殖企业或承受重大亏损，另一方面市场原奶或面临供不应求的局面，或造成原奶价格迅速上涨；
- **重大食品安全事件的风险：**三聚氰胺事件后，消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个液奶行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告