

从业务条线拆分寻找伊利增量逻辑

核心观点

- **高端驱动尽显升级，渠道深耕份额稳升。**公司收入领先，龙头地位稳固，业绩主要来源于液奶，收入利润结构较为稳定。从主营业务看：**1) 液奶：**销量稳健增长，结构升级趋势明显，重点及高端品种保持较快增长，18年公司液奶收入同比增长17.8%，安慕希、金典增速分别达35%以上、20%以上；基础白奶收入增速有所提升，18年已接近双位数；受常温酸奶快速发展的替代效应影响，低温酸奶增速略有放缓。我们认为公司液奶未来的增长点主要在于低线城市的渠道下沉、抢占竞品份额和品类升级。**2) 奶粉：**消费需求相对刚性，属于存量竞争市场，有望保持双位数增长，注册制红利下份额有望持续提升。但受新生儿人口数量下降影响，短期内增速可能有所放缓。**3) 冷饮：**结构持续向中高端升级，收入及毛利率稳步提升，收购泰国本土最大冰淇淋公司有望贡献业绩增量，加速布局东南亚市场逐鹿海外。
- **供需缺口缩窄国内奶价温和上行，毛利率或有承压。**随着乳制品消费复苏和环保压力下国内奶牛存栏数持续下降，奶价周期逐渐进入供需紧平衡状态。国内乳价自18年下半年以来进入温和上涨通道，预计19年这一趋势仍将维持；而国际原奶供给端仍然较为充足，供给端盈余仍在扩大，预计大包粉进口价格将维持低位。我们判断伊利18年奶价成本上升3%左右，19年上游原奶的成本压力可能抵消结构升级带来的红利，导致公司毛利率小幅下降。
- **乳企双雄竞争胶着，费用投放高举高打。**从历史情况看，公司的销售费用率主要与行业需求和原奶价格有关。受广告投放和促销力度增大影响，18年公司广宣费明显增加，销售费用率同比提升2.04pct达24.85%。考虑到现阶段蒙牛对于伊利的追赶，我们预计短期内公司销售费用率仍不会出现明显下降。从线上和线下两方面看，受奶价上行影响，19年公司线下促销力度可能略有降低；但在强烈的品牌宣传诉求下，线上广告宣传费用率预计维持高位。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司2019-2021年每股收益分别为1.19、1.34、1.58元，结合乳制品可比公司估值，我们认为目前公司的合理估值水平为19年的27倍市盈率，对应目标价为32.13元，首次给予买入评级。

风险提示

- 渠道下沉不及预期风险，原奶价格持续上涨风险，行业竞争加剧风险。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	67,547	78,976	90,296	102,139	115,224
同比增长	12.0%	16.9%	14.3%	13.1%	12.8%
营业利润(百万元)	7,116	7,691	8,628	9,720	11,400
同比增长	28.9%	8.1%	12.2%	12.6%	17.3%
归属母公司净利润(百万元)	6,001	6,440	7,235	8,162	9,588
同比增长	6.0%	7.3%	12.4%	12.8%	17.5%
每股收益(元)	0.99	1.06	1.19	1.34	1.58
毛利率	37.3%	37.8%	37.5%	37.5%	37.9%
净利率	8.9%	8.2%	8.0%	8.0%	8.3%
净资产收益率	24.9%	24.3%	24.7%	25.1%	26.1%
市盈率(倍)	27.2	25.3	22.5	20.0	17.0
市净率(倍)	6.5	5.8	5.3	4.7	4.2

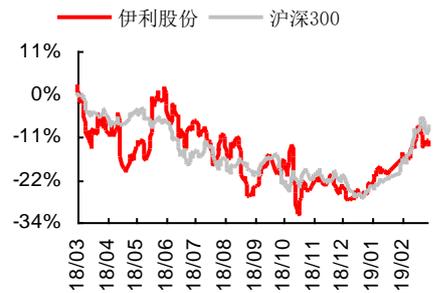
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2019年03月13日)	26.37元
目标价格	32.13元
52周最高价/最低价	32.04/21.04元
总股本/流通A股(万股)	607,813/603,979
A股市值(百万元)	160,280
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2019年03月13日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现(%)	-3.5	3.4	12.7	-15.8
相对表现(%)	-0.3	-6.2	-2.9	-6.9
沪深300(%)	-3.2	9.6	15.7	-9.0



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀
021-63325888-3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

联系人 蔡琪
021-63325888-6079
caiqi@orientsec.com.cn

目 录

一、乳企龙头地位稳固，高管持股激励充分	5
二、高端驱动尽显升级，渠道深耕份额稳升	6
2.1 消费升级高端品类表现亮眼，渠道下沉液奶份额持续提升	6
2.2 奶粉需求稳健存量竞争，新生儿人口数量下降或有扰动	10
2.3 冷饮结构持续升级，海外收购逐鹿东南亚	12
三、供需缺口有所缩窄，国内奶价温和上行	13
3.1 国内奶价略有扬升，国际大包粉价格维持低位汇率提升	13
3.2 预计今年国内乳价温和上涨，国际奶价低位徘徊	15
四、乳企双雄竞争胶着，费用投放高举高打	18
五、盈利预测与投资建议	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资建议	21
六、风险提示	22

图表目录

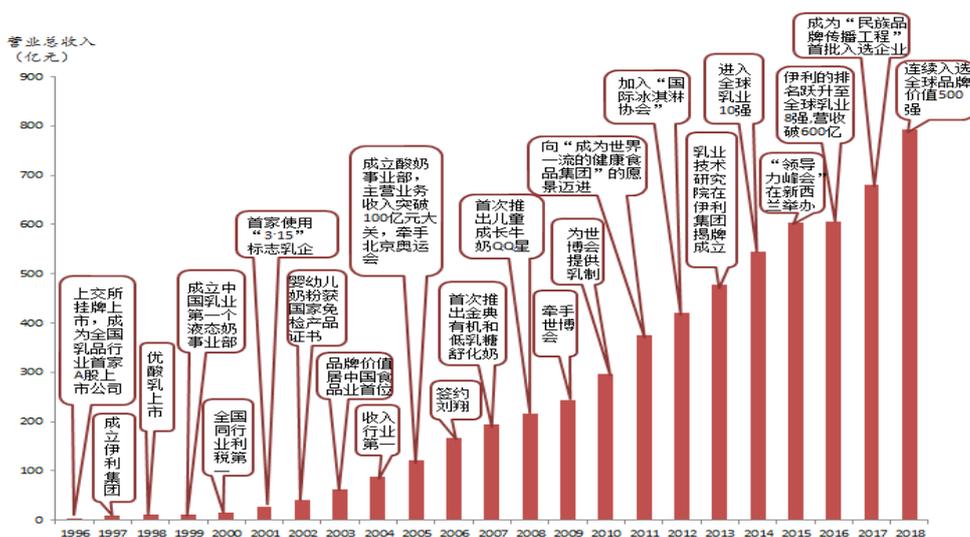
图表 1: 伊利公司发展历程	5
图表 2: 伊利股份前十大股东 (截至 18 年年报)	5
图表 3: 2013 年-2018 年公司收入结构	6
图表 4: 2013 年-2018 年公司毛利结构	6
图表 5: 2003-2018 年伊利液奶业务收入及毛利	7
图表 6: 伊利液奶业务毛利率	7
图表 7: 伊利近四年液奶收入增长量价拆分	7
图表 8: 安慕希收入及增速情况	7
图表 9: 伊利金典收入及增速情况	7
图表 10: 伊利基础白奶收入及增速情况	8
图表 11: 部分重点品类 18 年前三季度销售额增速 (销售口径)	8
图表 12: 农村乳制品人均消费仅约城镇的 40%	8
图表 13: 近年农村人均可支配收入增速高于城镇	8
图表 14: 通过渠道下沉抢占竞品份额, 伊利市占率不断提升	9
图表 15: 伊利、蒙牛常温奶市占率变化	9
图表 16: 伊利常温酸奶、高端白奶升级版新品	9
图表 17: 伊利低温酸奶收入及同比增速	10
图表 18: 伊利畅轻酸奶收入及同比增速	10
图表 19: 伊利奶粉业务收入、毛利及同比增速	11
图表 20: 伊利奶粉业务毛利率显著提升	11
图表 21: 我国新生儿人口数量 17 年、18 年出现下滑	11
图表 22: 伊利婴幼儿奶粉市占率稳中有升	11
图表 23: 伊利冷饮业务收入、毛利及同比增速	12
图表 24: 伊利冷饮收入增长率量价拆分	12
图表 25: 伊利冰淇淋业务毛利率	12
图表 26: 泰国冰淇淋销量规模及同比增速	13
图表 27: 泰国冰淇淋零售额规模及同比增速	13
图表 28: 18 年 7 月开始国内奶价有所上涨	14
图表 29: 全球原奶波动周期一般为 3 年左右	14
图表 30: 18 年美元兑人民币汇率有所上升	14
图表 31: 16 年后中国原奶产量同比持续下降	15
图表 32: 16、17 年中国奶牛存栏数量持续减少	15
图表 33: 18、19 年中国液奶富余量达到近年最低点	16
图表 34: 全球液奶总供应量持续提升	16

图表 35: 2018 年新西兰、美国原奶产量同比稳健增长	16
图表 36: 全球液奶消费量稳健增长.....	16
图表 37: 19 年全球液奶供给盈余略有提升.....	16
图表 38: 18 年 12 月以来新西兰全脂粉拍卖价环比上涨, 同比仍在下降	17
图表 39: 原奶价格变动对伊利毛利率和 EPS 的敏感性测算	17
图表 40: 国内原奶价格与伊利销售费用率情况.....	18
图表 41: 伊利近三年销售费用率分拆	19
图表 42: 伊利 18 年销售费用率各项目同比变化.....	19
图表 43: 近三年伊利与蒙牛销售费用率	19
图表 44: 伊利、蒙牛近年部分线上营销动作	20
图表 45: 可比公司估值表.....	21

一、乳企龙头地位稳固，高管持股激励充分

公司收入领先，龙头地位稳固。1956年，呼和浩特回民区成立养牛合作小组，1958年时更名为呼市回民区合作奶牛场，成为伊利的前身。1993年改制后以定向募集方式成立伊利集团，1996年3月12日公司在上交所挂牌上市。公司以成为世界一流的健康食品集团为愿景，成为中国首家“双奥”健康食品企业，主营业务包括液奶、冷饮、奶粉和饮料等，产品线齐全。公司收入规模领先，2018年营业总收入达到795.5亿元，2008年-2018年收入CAGR达13.9%，是亚洲第一的乳制品企业。

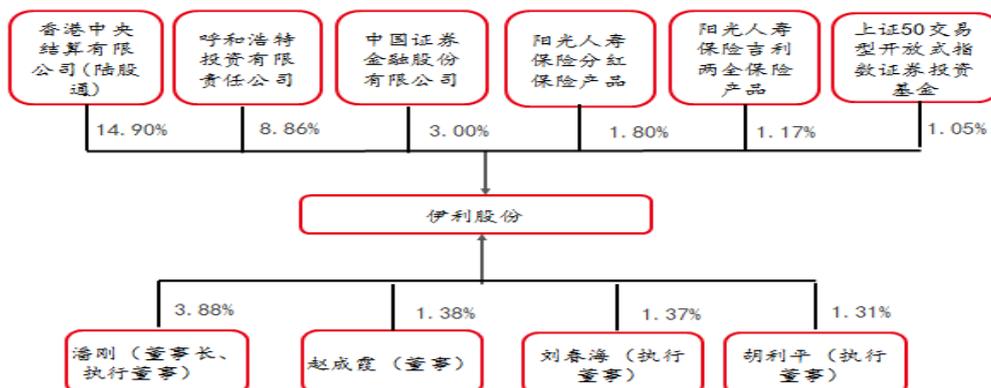
图表 1：伊利公司发展历程



资料来源：公司财报、公司官网、百度百科、东方证券研究所

高管持股，激励充分。从18年年报持股数据看，公司前十大股东中有四位高管，包括董事长潘刚总和三位执行董事，四人合计持股比例为7.94%。此外，公司高管和员工整体薪资水平较高，公司还推出了员工持股和股权激励计划，总体激励较为充分。公司通过高管及员工持股、极具竞争力的薪资、股权激励等方式，将业绩与员工利益紧密联系，有利于激发员工及中高层积极性，提高团队稳定性。

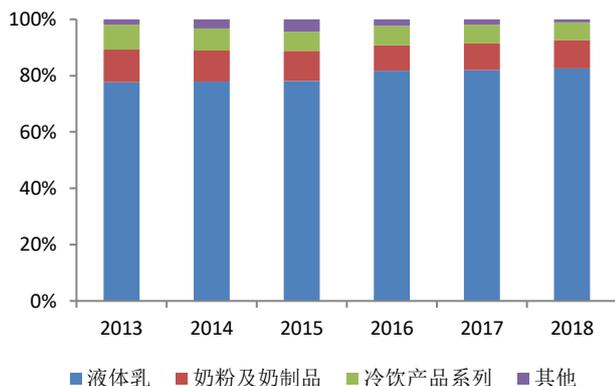
图表 2：伊利股份前十大股东（截至18年年报）



资料来源：wind、东方证券研究所

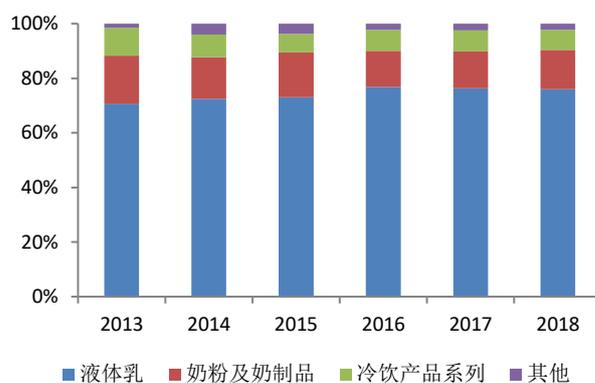
公司业绩来源以液奶为主，收入及毛利结构较为稳定。从近五年财报数据看，公司液奶收入占比约80%，且有持续提升趋势；奶粉收入占比约10%，冷饮约6%-8%。液奶在整体毛利润中占比约75%，奶粉毛利占比约15%，冷饮占比7%-8%。除液奶、奶粉、冷饮三大主业外，公司还经营奶酪、植物蛋白饮料（豆乳）、功能饮料等产品，未来还将向包装水等领域延伸，体现了公司液奶为主、多品类经营战略。随着公司持续推进五强千亿目标，借鉴雀巢等国际乳业巨头的发展经验，我们认为未来公司将逐渐迈向健康食品集团。

图表 3：2013 年-2018 年公司收入结构



资料来源：公司财报、东方证券研究所

图表 4：2013 年-2018 年公司毛利结构



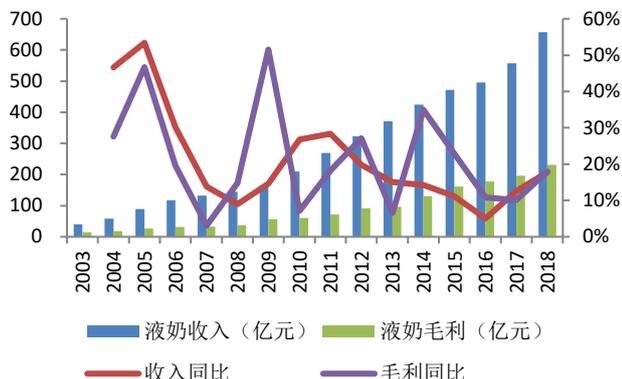
资料来源：公司财报、东方证券研究所

二、高端驱动尽显升级，渠道深耕份额稳升

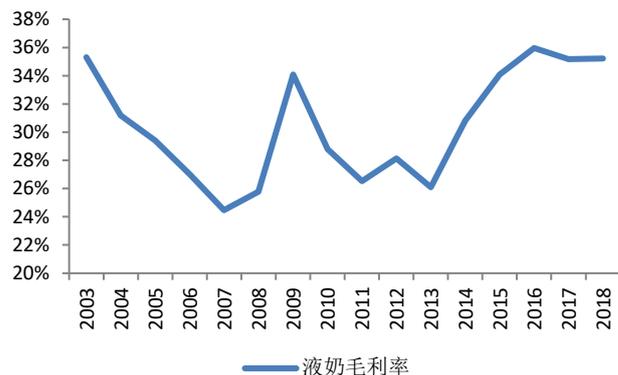
2.1 消费升级高端品类表现亮眼，渠道下沉液奶份额持续提升

液奶收入稳健增长，13年后毛利率稳步提升。纵观乳品行业和公司发展历史，主要受益于经济快速增长、居民饮奶意识增强和较低的消费基数，08年之前行业产量、收入齐升，公司收入快速增长；08年三聚氰胺事件触发食品安全隐忧，收入增速降至8.96%，09-11年消费者信心有所恢复，随后均价提升驱动收入增速复苏，行业从高速增长逐渐过渡为中高速增长。从11年至17年公司收入从165.5亿元提升至557.7亿元，CAGR约12.9%。低线城市消费增长、产品结构持续升级推动18H1伊利液奶收入达319.2亿元，同比增长20.5%。受原奶价格波动影响，公司毛利率呈现震荡变化趋势，09年至13年末，国内生鲜乳价格上涨明显，公司液奶毛利率从34.1%降至26.1%。

13年后伴随着原奶价格下行和公司产品结构改善，伊利液奶毛利率逐渐回升，17年已达35.2%；18年虽原奶成本有所上涨，但结构升级及单价提升驱动公司液奶毛利率进一步提升至35.21%。

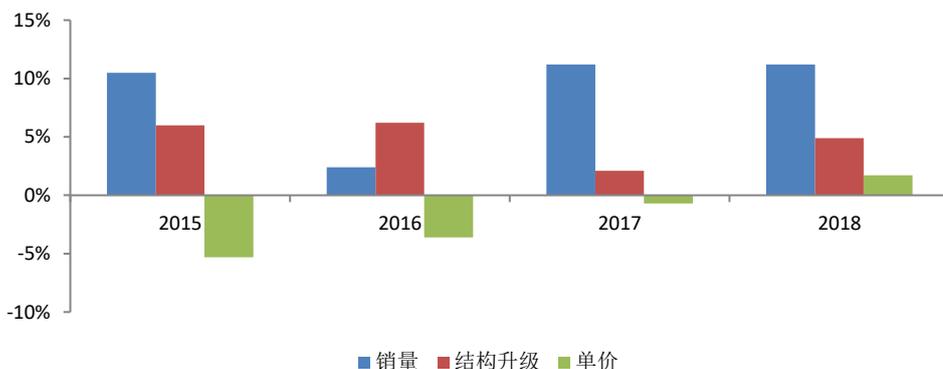
图表 5：2003–2018 年伊利液奶业务收入及毛利


资料来源：公司财报、东方证券研究所

图表 6：伊利液奶业务毛利率


资料来源：公司财报、东方证券研究所

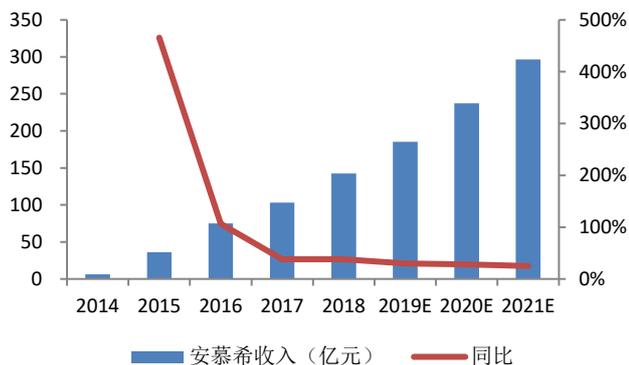
从量价拆分看，近年公司收入增长主要依靠销量增长与结构升级驱动。根据公司披露的财报说明资料，15-18年公司液奶销量分别增长10.5%、2.4%、11.2%、11.2%，其中低线城市增速更快；受益于中高端品类的较快增长和占比提升，结构升级贡献增长分别为6.0%、6.2%、2.1%、4.9%；而同期单价同比变化为-5.3%、-3.6%、-0.7%、1.7%，我们推测15-17年间公司可能增加了渠道补贴，18年随着需求继续回暖及下半年原奶价格温和上涨，渠道费用可能有所减少。

图表 7：伊利近四年液奶收入增长量价拆分


资料来源：公司年报说明材料、东方证券研究所

分品类看，重点及高端品种保持较快增长，基础白奶收入有所提升。根据AC尼尔森数据，18年1-9月常温酸奶安慕希销量同比增长达35%以上，高端白奶金典销量同比提升20%以上，基础白奶销量增速较17年明显提升，已接近双位数。我们估计18年全年安慕希、金典延续了前三季度的快速增长趋势，增速分别达35%以上、20%以上。我们认为18年伊利的高端品类保持了较快增长的原因有：1)消费升级趋势下，消费者更倾向于选择高品质乳品；2)渠道进一步下沉和完善，龙头企业抢占区域乳企份额；3)产品属性贴合居民送礼需求；4)18Q1的春节错峰影响。

图表 8：安慕希收入及增速情况
图表 9：伊利金典收入及增速情况



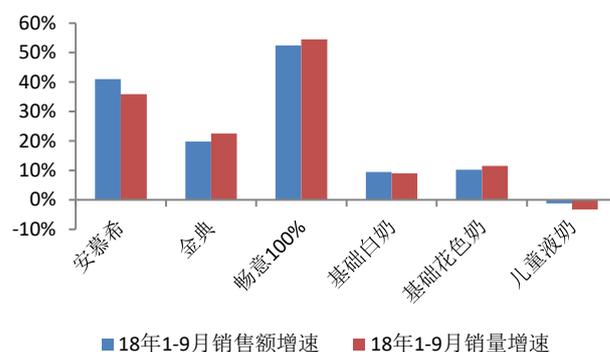
资料来源：公司年报说明材料、模型拆分及预测、东方证券研究所



资料来源：公司年报说明材料、模型拆分及预测、东方证券研究所

图表 10：伊利基础白奶收入及增速情况


资料来源：公司年报说明材料、模型拆分及预测、东方证券研究所

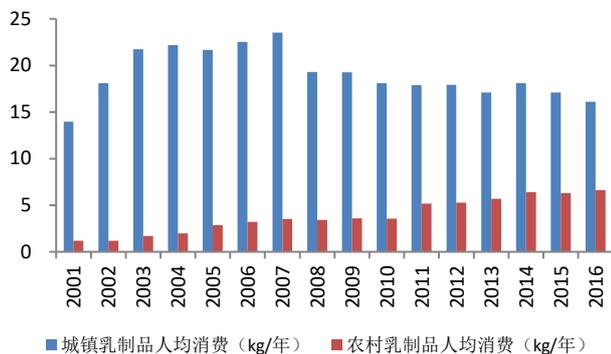
图表 11：部分重点品类 18 年前三季度销售额增速(销售口径)


资料来源：AC 尼尔森、东方证券研究所

我们判断公司液奶未来的增长点主要在于低线城市的渠道下沉、抢占竞品份额和品类升级。

- **低线城市人均乳制品消费量低，经济增速较快，未来仍具备充足的成长空间。**从需求侧看，农村和低线城市居民收入提升速度更快，带动城乡人均收入差距不断缩小，居民逐渐从偶发性饮奶向习惯性饮奶转变。对比一二线城市人均液态奶消费量基本饱和的情况，低线城市和农村还存在大量的空白区域，人均消费额仅约城镇的 40%，消费量和渗透率还有很大提升空间。从供给侧看，在“全国织网”计划下，公司不断加快渠道下沉，布局乡镇网点，未来消费者将拥有更多购买乳制品的机会和渠道。

图表 12：农村乳制品人均消费仅约城镇的 40%
图表 13：近年农村人均可支配收入增速高于城镇



资料来源：中国奶业年鉴、东方证券研究所

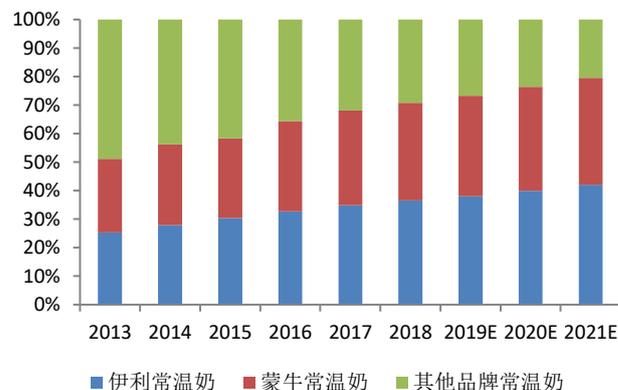


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

- **公司不断通过渠道深耕和较高的费用投放抢占份额，挤压竞品生存空间，市占率持续提升。**消费升级趋势下，消费者品牌意识和支付能力逐渐增强，更倾向于选择知名度高、产品质量有保障的大品牌。公司借助产品、渠道、营销、研发等多方面优势，进一步巩固一二线市场优势，开拓下沉低线市场，抢占区域性乳企份额，实现市场份额的逐渐提升。根据 AC 尼尔森统计数据，公司在 16 年 1 月至 18 年 12 月间，常温产品市占率从 30.9% 提升至 36.6%，我们预测未来三年公司常温产品市占率有望进一步提升至 40% 以上。

图表 14：通过渠道下沉抢占竞品份额，伊利市占率不断提升


资料来源：AC 尼尔森、东方证券研究所

图表 15：伊利、蒙牛常温奶市占率变化


资料来源：AC 尼尔森、公司年报、东方证券研究所估算

- **未来常温酸奶、高端白奶仍将延续升级趋势。**一方面，公司的常温酸奶和高端白奶产品针对品质、口感和营养进行升级，包装精美、定价更高，部分基础白奶的消费需求有望向上升级；另一方面，公司也不断推陈出新，研发高端新品：安慕希推出高端畅饮系列，终端定价约 66 元-88 元/箱 (230g*10)；金典新推高端娟姗牛奶，定价 118 元/箱 (250ml*12)，售价均高于经典款单品。

图表 16：伊利常温酸奶、高端白奶升级版新品

高端新品	售价	规格	图例	老款单品	售价	规格	图例
安慕希高端畅饮原味	66 元	230g*10		安慕希原味	59.9 元	205g*12	
安慕希高端畅饮芒果百香果口味	66 元	230g*10		安慕希黄桃燕麦、草莓燕麦	55.6 元	200g*10	
安慕希高端畅饮橙凤梨口味	88 元	230g*10		金典纯牛奶	59.9 元	250ml*12	
金典娟姗	118 元	250ml*12		金典有机牛奶	69.9 元	250ml*12	

资料来源：公司官网、天猫超市、东方证券研究所

常温酸奶的发展部分替代了低温产品消费，低温酸奶增速有所放缓。公司的低温酸奶产品主要包括畅轻、Joy Day、帕瑞缇炭烧等。由于近年常温酸奶快速成长，体量不断增大，挤占了部分对于低温品的消费需求，公司低温产品增速略有放缓，18 年预计降至个位数，其中大单品畅轻增速达 20% 以上。我们认为来自短期围于常温酸奶的替代效应，低温酸奶增速不会太快；但由于低温产品的口感和新鲜度更高，代表了长期升级的趋势，参考成熟发达国家低温品更受欢迎的情况，我们判断在经历阵痛期后，未来低温酸奶增速仍有望回升。

图表 17：伊利低温酸奶收入及同比增速



资料来源：公司年报说明材料、模型拆分及预测、东方证券研究所

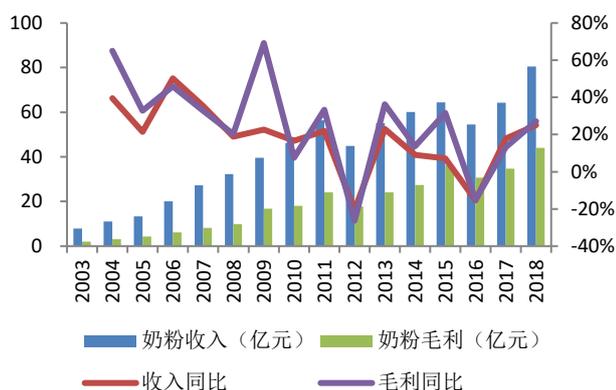
图表 18：伊利畅轻酸奶收入及同比增速



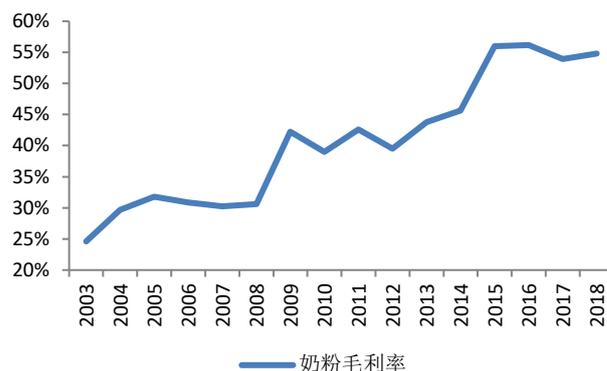
资料来源：公司年报说明材料、模型拆分及预测、东方证券研究所

2.2 奶粉需求稳健存量竞争，新生人口数量下降或有扰动

奶粉消费需求相对刚性，属于存量竞争市场，有望保持双位数增长。由于人口及经济的稳步增长以及低基数效应下增量空间大，12 年之前公司奶粉收入增速较快，03 年-11 年奶粉收入 CAGR 为 27.9%；12 年后增速有所放缓，在经历了 14 年到 16 年的调整期后，17 年开始公司奶粉收入增速恢复至双位数以上，18 年增速进一步提升至 25.1%。我们认为目前国内奶粉市场已进入存量竞争时代，预计未来仍将维持双位数增速。此外，受益于成本管控和结构升级，从 10 年到 18 年公司奶粉毛利率从 38.98% 大幅提升至 54.78%，盈利能力逐渐增强。

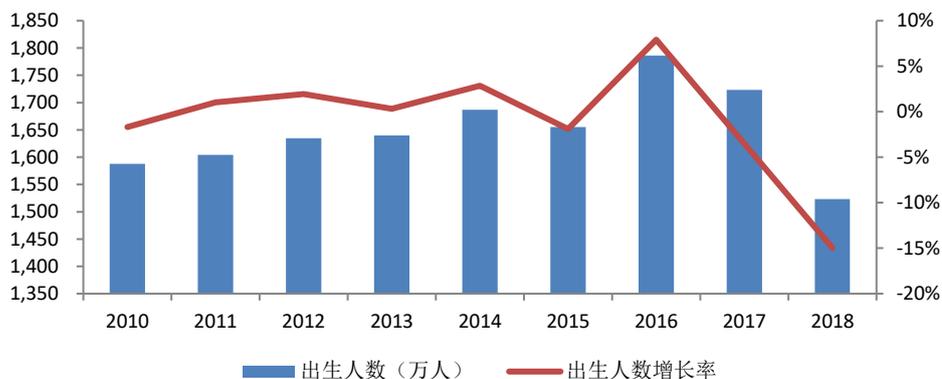
图表 19：伊利奶粉业务收入、毛利及同比增速


资料来源：公司财报、东方证券研究所

图表 20：伊利奶粉业务毛利率显著提升


资料来源：公司财报、东方证券研究所

新生儿数量下降，可能对公司奶粉收入有一定影响。根据国家统计局数据，我国新出生人口 17、18 年连续 2 年同比下降。婴幼儿奶粉有较为特定的消费群体，是相对专业的消费品。我们认为奶粉销量与新增人口之间存在一定的相关性，短期内如果新生儿人口数量持续下滑，公司奶粉增速可能会有一定程度的放缓。

图表 21：我国新生儿人口数量 17 年、18 年出现下滑


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

持续抢占竞品份额，公司奶粉市占率稳中有升，未来行业集中度仍有提升空间。公司设立了母乳数据库，研究开发适合中国婴幼儿体质的奶粉配方，使产品营养更贴近母乳，依靠产品、品牌、研发、服务占领市场。根据 AC 尼尔森统计，从 16 年 1 月到 18 年 12 月，公司婴幼儿奶粉市占率从 5.0% 逐渐提升至 6.0%。目前奶粉行业竞争格局仍较为分散，注册制规定下行业将加速洗牌，份额有望向优势企业集中。伊利金领冠婴幼儿奶粉、金领冠菁护和金领冠珍护三个系列均已拿到配方注册号，我们认为未来公司市占率仍有望持续提升。

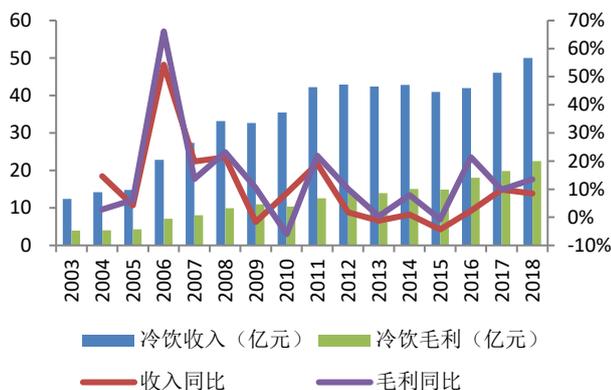
图表 22：伊利婴幼儿奶粉市占率稳中有升



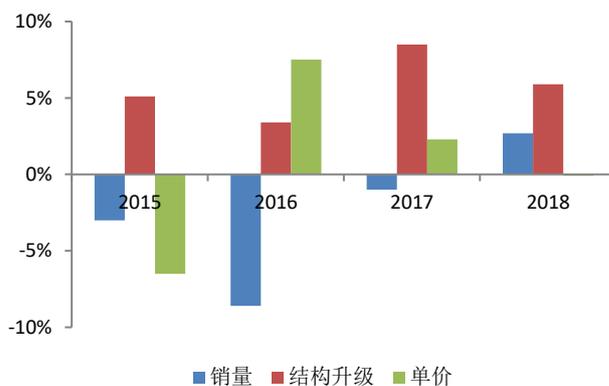
资料来源：AC 尼尔森、东方证券研究所

2.3 冷饮结构持续升级，海外收购逐鹿东南亚

结构升级及提价驱动，冰淇淋收入稳健增长。从增长趋势看，12年后公司冰淇淋业务收入增速有所放缓，12年-18年CAGR为2.6%，18年冷饮收入同比提升8.5%达49.97亿元。对公司收入增长进行量价拆分，15年-18年冰淇淋销量增速分别为-3.0%、-8.6%、-1.0%、2.7%，结构升级贡献增长率分别为5.1%、3.4%、8.5%、5.9%，表明公司冷饮产品逐渐向中高端发展。此外，16年、17年公司冷饮单价分别提升7.5%、2.3%，我们判断公司冰淇淋业务未来有望延续量稳价增趋势。

图表 23：伊利冷饮业务收入、毛利及同比增速


资料来源：公司财报、东方证券研究所

图表 24：伊利冷饮收入增长率量价拆分


资料来源：公司年报说明材料、东方证券研究所

冰淇淋业务毛利率提升，盈利能力持续增强。受益于结构持续改善、产品提价、成本管控增强、规模效应发挥等因素，公司冰淇淋毛利率近年提升显著。自2010年到2018年，公司冷饮业务毛利率从29.15%逐年提升至45.06%，其中18年同比大幅提升1.98pct。未来随着公司产品进一步向中高端升级，冷饮毛利率有望继续提升。

图表 25：伊利冰淇淋业务毛利率



资料来源：公司财报、东方证券研究所

收购泰国本土最大冰淇淋公司，加速布局东南亚市场逐鹿海外。根据公司公告，伊利全资子公司收购泰国 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED 96.46% 的股权，标的公司为泰国本土最大的冰淇淋和冷冻食品分销企业，拥有超 37 年的行业经验，旗下产品供应泰国和 13 个周边国家，且具备相对完善的产业链布局和冷链仓储设施，自有冷链物流基本可实现泰国境内全覆盖。泰国及东南亚地区诸国气候炎热，人口密集，冰淇淋需求较为旺盛，消费升级和单价提升空间巨大。欧睿国际统计，泰国 2018 年冰淇淋销量、零售额分别为 5.58 万吨、166.5 亿泰铢，2010 年-2018 年间冰淇淋销量、零售额 CAGR 分别为 4.6%、7.6%。通过本次收购，伊利有望实现资源协同，进一步巩固冷饮板块优势，加速布局东南亚市场，贡献业绩增量。

图表 26：泰国冰淇淋销量规模及同比增速



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图表 27：泰国冰淇淋零售额规模及同比增速



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

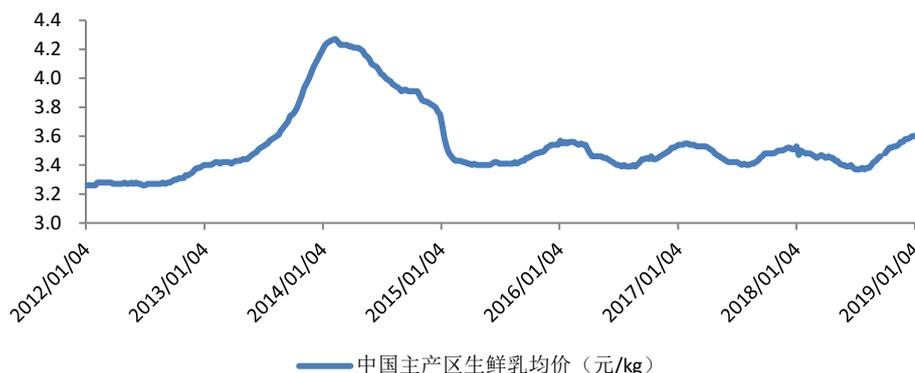
三、供需缺口有所缩窄，国内奶价温和上行

3.1 国内奶价略有扬升，国际大包粉价格维持低位汇率提升

受供需格局和奶价周期影响，18 年下半年开始国内乳价小幅上涨。根据中国农业部数据，18 年 1-6 月国内奶价有所下降，从 7 月开始，生鲜乳均价出现环比上涨趋势，7 月 4 日奶价为 3.37 元/kg，12 月 26 日已上升至 3.60 元/kg。我们认为下半年奶价上升的原因主要有：1) 三季度进入中秋国庆消费旺季，乳企采购量增加，原奶价格出现阶段性回升；2) 奶价周期进入供需紧平衡状态，18

年液奶需求较好，而环保压力下国内奶牛存栏数量预计仍然下降，且奶牛热应激也有一定影响。综合全年情况看，我们估计伊利下半年原奶采购成本上涨 5%-6%，全年奶价成本上升 3%左右。

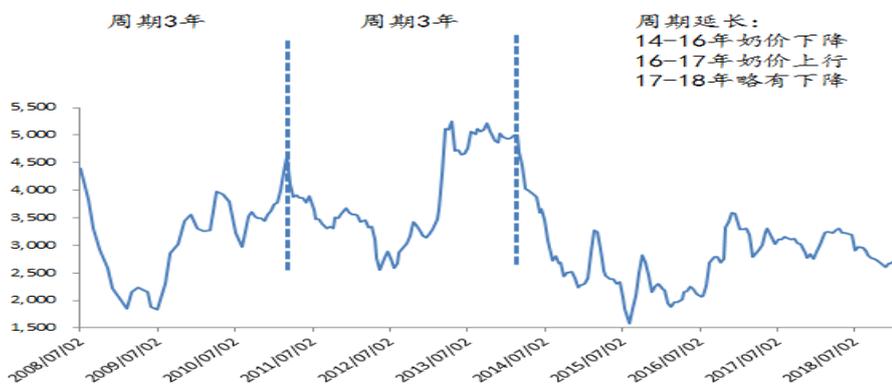
图表 28：18 年 7 月开始国内奶价有所上涨



资料来源：中国农业部、东方证券研究所

国际原奶价格周期拉长，18 年新西兰奶粉拍卖价下降。参照近 10 年新西兰全脂奶粉拍卖价走势，国际原奶价格周期一般为 3 年左右（如 08-11 年、11-14 年均为完整周期），本轮周期已超过平均年限，14 年以来原奶价格急速下跌，16 年 7 月-12 月回升后，17 年奶价又小幅回落，18 年总体略有下降，但目前国际奶粉价格仍处于低位。

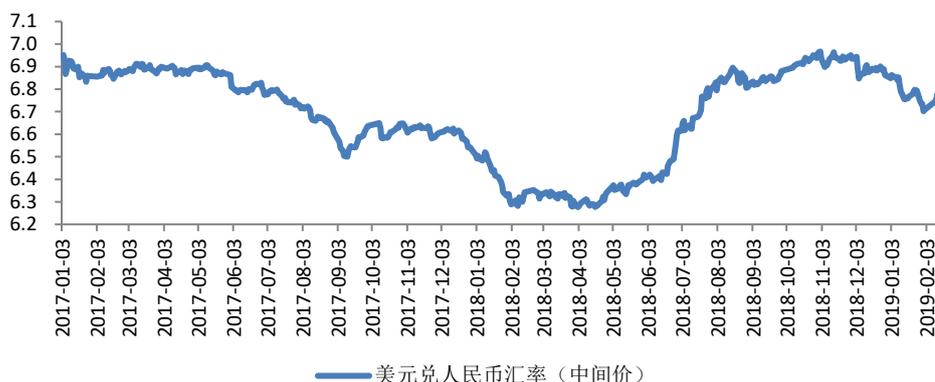
图表 29：全球原奶波动周期一般为 3 年左右



资料来源：GDT、东方证券研究所

18 年美元兑人民币汇率上升，推高大包粉采购成本。国外原奶供应仍较为富余，18 年新西兰奶粉拍卖价有所下降，但美元兑人民币汇率从年初的 6.51 上升至年末的 6.86，下半年提升速度更快，增加了海外进口奶粉的成本。

图表 30：18 年美元兑人民币汇率有所上升



资料来源：中国人民银行、东方证券研究所

3.2 预计今年国内乳价温和上涨，国际奶价低位徘徊

考虑到国内奶牛存栏数下降，乳企下游需求逐步复苏，原奶供需缺口缩小，我们判断 19 年国内奶价仍将延续 18H2 以来的温和上涨趋势，但目前原奶供应仍较为充裕，本轮价格上涨幅度不会太大，预计在中个位数，不太可能重演 13 年奶荒时价格高企的情况。

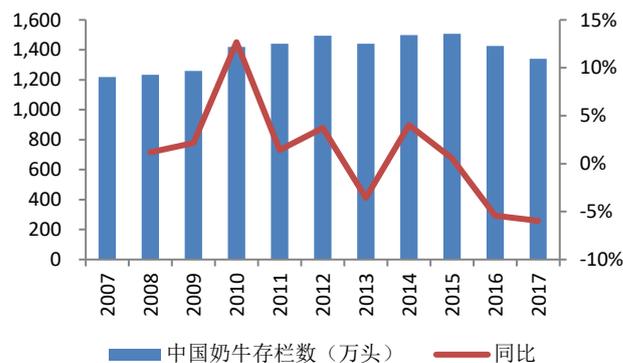
- **供给端：奶牛存栏量 16、17 年持续减少，预计 18、19 年仍有所下降。**根据中国奶业年鉴数据，16 年开始我国奶牛存栏数量和原奶产量均同比下降，17 年延续了 16 年的供给收缩趋势。我们判断受环保因素和养殖端的低收益影响，未来部分小型牧场仍将持续退出，18、19 年奶牛存栏数量可能仍处下降通道。此外，USDA 预测 18、19 年中国液奶供应量同比将持续下降，供给端缩减趋势不变。

图表 31：16 年后中国原奶产量同比持续下降



资料来源：USDA、东方证券研究所

图表 32：16、17 年中国奶牛存栏数量持续减少



资料来源：中国奶业年鉴、东方证券研究所

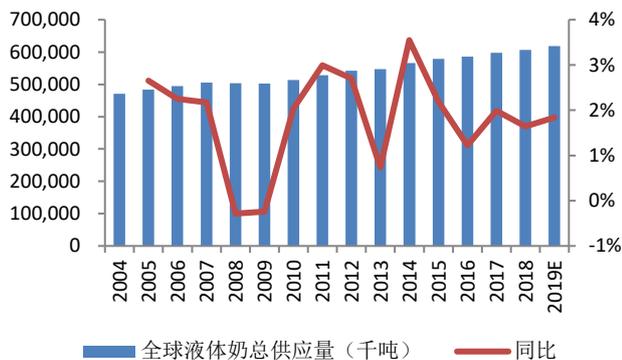
- **需求端：下游消费复苏，液奶盈余缩小。**15 年-16H1 奶价下跌，乳企竞争加剧，但销量增长仍然较慢，终端需求较为低迷。自 16 年下半年以来乳制品消费逐渐开始复苏，低线城市需求增长+行业消费升级持续带动需求复苏。17、18 年复苏趋势延续，随着乳企龙头加大对份额的诉求，厂商线上通过空投广告持续进行消费者培育，线下增加折扣买赠力度鼓励乳制品消费。USDA 预测中国 18、19 年液奶盈余量将进一步下降至约 2 万吨，达到近年最低点。

图表 33：18、19 年中国液奶富余量达到近年最低点


资料来源：USDA、东方证券研究所

国际奶价走势判断：供给端仍然充足，预计奶粉进口价格维持低位。

- **供给端：全球原奶供给仍相对充裕，处于高位。**根据 USDA 预测，2019 年全球液奶总供应量同比增长 1.84%，高出 18 年增长率 0.2pct，也高于 2007-2017 年 CAGR1.68%。2019 年全球奶牛数量同增 1.06%，增速较 16-18 年也有所提升（16、17、18 年奶牛数量分别同增 0.54%、0.09%和 0.83%）。根据 CLAL 数据，2018 年主要原奶产地新西兰、美国等地原奶供给仍在稳定增长，我们判断短期内供给端的盈余格局较难发生实质变化，预计新西兰奶粉拍卖价仍将在低位徘徊。

图表 34：全球液奶总供应量持续提升


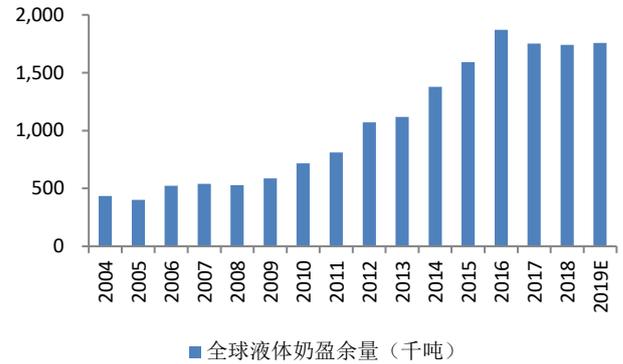
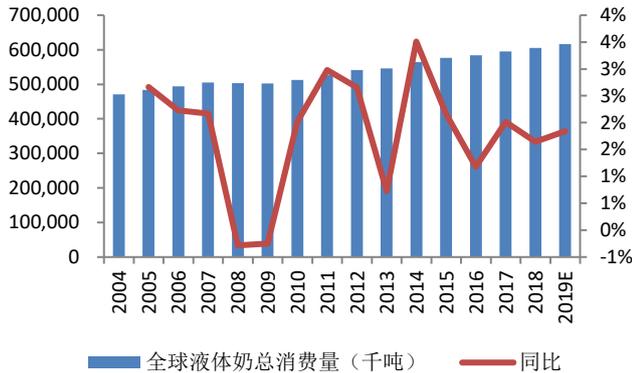
资料来源：USDA、东方证券研究所

图表 35：2018 年新西兰、美国原奶产量同比稳健增长


资料来源：CLAL、东方证券研究所

- **需求端：全球液态奶消费温和增长，需求增速稳健提升。**根据 USDA 预测，2019 年全球液态奶消费增速 1.84%，环比 18 年有所提升。虽然全球液奶消费需求稳健增长，但由于供给富余的格局短期内较难改变，国际液奶净盈余量仍在扩大。我们判断排除特殊原因，在目前供大于求的格局下，国际奶价仍将在低位徘徊。

图表 36：全球液奶消费量稳健增长
图表 37：19 年全球液奶供给盈余略有提升

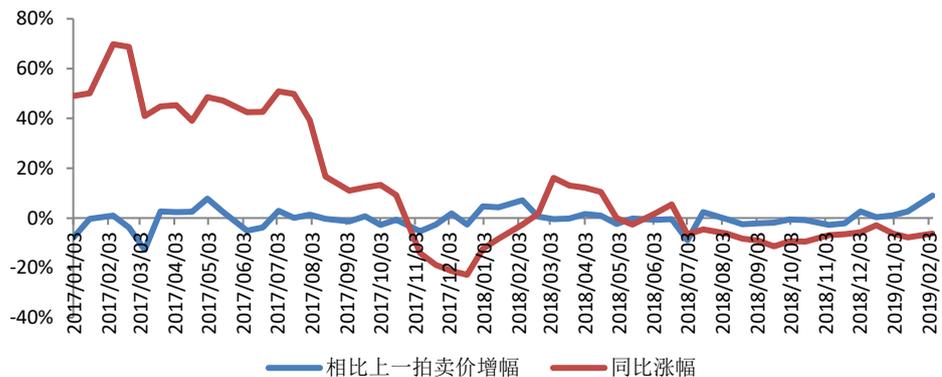


资料来源: USDA、东方证券研究所

资料来源: USDA、东方证券研究所

近期新西兰全脂奶粉价格环比上涨，同比仍在下降，预计全年涨幅不大。根据 GDT 统计数据，18 年 12 月开始新西兰全脂奶粉拍卖价环比有所上升，但同比持续下滑。从目前的供需情况看，新西兰 1 月份液奶相对丰产，虽然 2 月后有对于高温天气的担忧，但预计总体产奶量仍将稳中有升，后续奶价上涨动力不大。

图表 38：18 年 12 月以来新西兰全脂粉拍卖价环比上涨，同比仍在下降



资料来源: GDT、东方证券研究所

对伊利的成本构成进行分拆，其中原奶成本占比约 50%，包材约 15%-20%，其他材料、制造费用、人工等占 30%-35%。由于上游原奶价格对成本和毛利率影响较大，在其他假设不变的情况下，我们针对原奶价格变动对伊利液奶毛利率和 EPS 的影响进行敏感性分析。

图表 39：原奶价格变动对伊利毛利率和 EPS 的敏感性测算

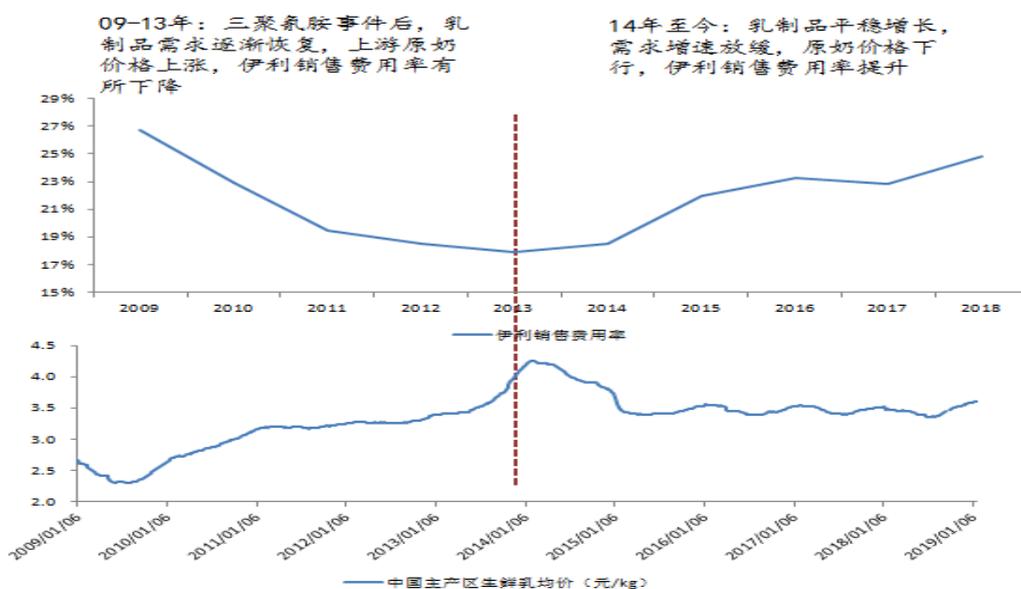
指标	乐观		中性			悲观	
	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
19年原奶价格涨幅	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
19年液奶毛利率	35.9%	35.6%	35.2%	34.9%	34.6%	34.3%	34.0%
19年EPS	1.29	1.26	1.22	1.19	1.16	1.12	1.09
20年原奶价格涨幅	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%
20年液奶毛利率	35.9%	35.6%	35.3%	35.0%	34.6%	34.3%	34.0%
20年EPS	1.46	1.42	1.38	1.34	1.30	1.27	1.23
21年原奶价格涨幅	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%
21年液奶毛利率	36.3%	36.0%	35.7%	35.4%	35.1%	34.8%	34.4%
21年EPS	1.71	1.66	1.62	1.58	1.53	1.49	1.45

资料来源：公司年报、东方证券研究所（注：我们预测19-21年原奶价格涨幅分别为5%、4%、1%）

四、乳企双雄竞争胶着，费用投放高举高打

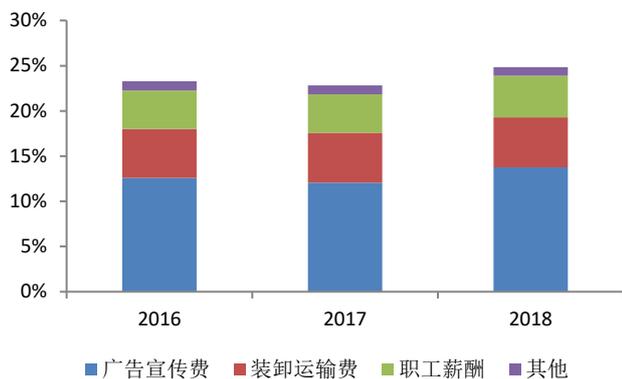
从历史情况看，公司的销售费用率主要与行业需求和原奶价格有关。从09年到13年底，乳制品行业需求温和复苏，量价双升，上游原奶价格持续上行，较好的需求+成本压力增加共同推动伊利同期销售费用率从26.17%逐渐下降至17.89%；14年后乳制品需求增速略有放缓，15年乳业经历寒冬，甚至出现倒奶杀牛现象，原奶价格大幅下跌，企业竞争加剧，销售费用率逐渐上升至22.36%。16年后原奶价格仍在低位徘徊，伊利销售费用率持续上行；17年下半年以来，伊利与蒙牛加大了对于市场份额的争夺力度，线上广告高举高打，辅以较大的线下促销折扣力度抢占份额，销售费用率维持高位，18年同比进一步提升2.04pct达到24.85%。

图表 40：国内原奶价格与伊利销售费用率情况

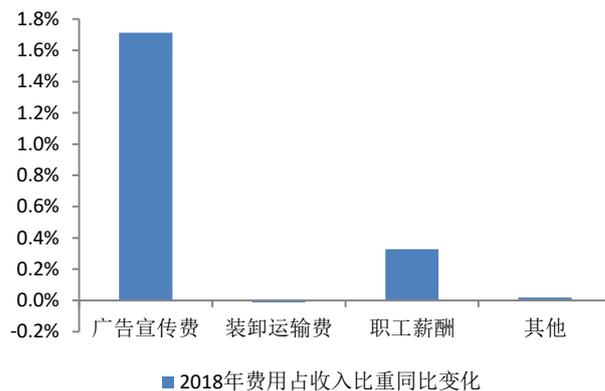


资料来源：中国农业部、公司财报、东方证券研究所

18年伊利广宣费明显增加，导致销售费用率高企。对公司的销售费用构成进一步分拆后发现，18年公司销售费用率明显上升的原因主要是广告宣传费和职工薪酬占比分别提升1.71pct和0.33pct。我们认为广宣费的大幅提升一方面是由于公司广告投入和品牌建设力度有所增强，另一方面与线下促销力度同比提升有关（伊利买赠促销等线下费用计入广宣费）。

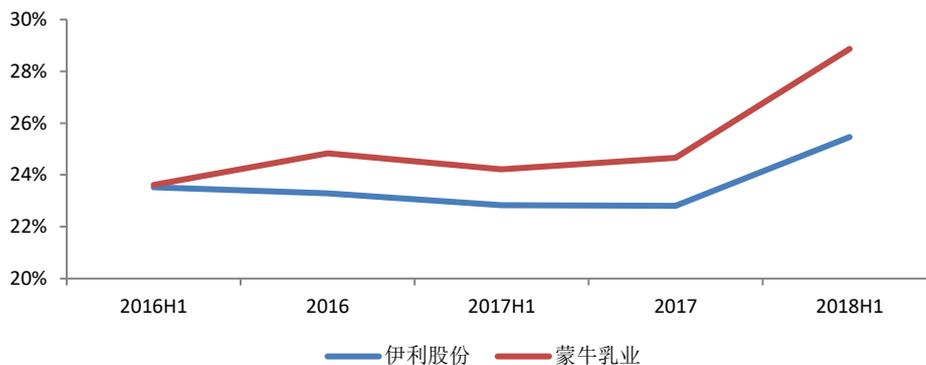
图表 41：伊利近三年销售费用率分拆


资料来源：公司财报、东方证券研究所

图表 42：伊利 18 年销售费用率各项目同比变化


资料来源：公司财报、东方证券研究所

考虑到蒙牛对于伊利的追赶，我们预计短期内伊利销售费用率仍不会出现明显下降。从目前的竞争格局看，蒙牛的战略仍是收入为先、追逐竞品，与伊利的竞争仍较为胶着。本轮竞争加剧始于蒙牛挑起收入争夺战，伊利紧随其后，线上线下增加资源投放同步拦截。我们认为明年是伊利冲刺“五强千亿”目标的收官之年，今年两强较大概率依旧互相跟随，若蒙牛继续增加费用对伊利进行包抄追赶，则伊利的销售费用率仍将处于高位。

图表 43：近三年伊利与蒙牛销售费用率


资料来源：公司财报、东方证券研究所

从线上和线下两方面看，我们判断受原奶价格上涨影响，19年公司线下促销力度可能减小；在品牌宣传诉求较为强烈的情形下，线上广告、冠名、赞助等费用预计稳中有升。

原奶价格温和上涨，伊利线下促销费用可能减少。按照前述逻辑，随着原奶供需缺口缩小，19年奶价有望小幅上涨。奶价上涨将部分抵消结构升级的利好，导致公司毛利率承压，我们预计公司将

缩减线下费用投放，避免以价格战手段直接与竞品竞争，通过减少买赠、促销、折扣等保证净利润稳健增长。

出于品牌打造和消费者教育等目的，公司在线上宣传方面的投放不会下降。从线上营销动作看，两强均借助事件营销、通过赞助冠名综艺节目等加强对于流量的争夺。继伊利成为 2022 年冬奥会和冬残奥会官方唯一乳制品合作伙伴后，蒙牛成为 2018 年 FIFA 世界杯全球官方赞助商，通过体育事件进行品牌推广。综艺节目方面，伊利冠名《奔跑吧》、《歌手》等热度较高的综艺，蒙牛则携手《偶像练习生》、《声入人心》、《极限挑战》等节目追逐对手。我们认为线上费用的投放有利于提升品牌整体覆盖面和消费者认知度，为渠道持续下沉奠基，在当前行业竞争仍较为激烈的背景下线上费用预计维持。

图表 44：伊利、蒙牛近年部分线上营销动作

伊利品类	冠名/赞助节目	蒙牛品类	冠名/赞助节目
公司整体	成为 2022 年冬奥会和冬残奥会官方唯一乳制品合作伙伴	公司整体	2018FIFA 世界杯全球官方赞助商
安慕希	18 年冠名《奔跑吧》、冠名《锋味 2018》	纯甄	17 年赞助《奇葩说》、《极限挑战 3》、植入《河神》、《人间有味是清欢》
金典	18 年冠名《歌手》、赞助《亲爱的客栈 2》	特仑苏	2018 年独家冠名《声入人心》
畅轻	2018 年独家总冠《我是大侦探》	真果粒	19 年赞助《青春有你》、冠名《偶像练习生》
畅意	19 年冠名《高能少年团 2》		
Joyday	18 年成为《我想和你唱 3》官方合作伙伴		
金领冠	18 年独家冠名《了不起的孩子》第三季		

数据资料来源：公司官网、东方证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 受益于行业消费持续升级、低线城市需求增长和公司加大线上线下推广力度，公司液奶收入增速有所提升。我们预计 19-21 年安慕希收入增速分别为 30%、28%、25%，金典收入增速分别为 20%、18%、15%；考虑到高端品类增长对基础白奶需求的挤压，我们预计公司低端白奶 19-21 年收入增速分别为 7%、5%、5%。预计公司整体液态奶 19-21 年收入增速分别为 14.4%、13.2%、12.8%。
- 2) 结构升级、单价提升带动公司冷饮收入稳健增长，我们预计 19-21 年公司冷饮收入增速分别为 9.0%、9.0%、9.0%；考虑到新出生人口数量的下降可能对公司奶粉收入有一定影响，我们预计 19-21 年公司奶粉收入增速分别为 17.5%、15.0%、15.0%。

- 3) 19 年原奶供需缺口有所缩窄，奶价有望处于温和上涨通道，成本压力略有上升；公司产品结构持续升级部分抵消成本影响，我们判断公司毛利率略有下降，预计公司 19-21 年液奶毛利率分别为 34.9%、35.0%、35.4%，整体毛利率分别为 37.5%、37.5%、37.9%。
- 4) 虽然原奶价格上涨有望带动线下费用率降低，但目前蒙牛对公司的追赶仍在继续，乳企两强对于份额的诉求依旧强烈，预计伊利总体销售费用率仍将维持高位。我们预计公司 19-21 年销售费用率分别为 24.48%、24.38%、24.28%，管理费用率（含研发费用）分别为 4.18%、4.19、4.20%。
- 5) 预计公司 19-21 年所得税税率分别为 15%、15%、15%。

收入分类预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
液态奶					
销售收入（百万元）	55,766.2	65,678.9	75,137.2	85,071.5	95,990.5
增长率	12.6%	17.8%	14.4%	13.2%	12.8%
毛利率	35.2%	35.2%	34.9%	35.0%	35.4%
冷饮产品系列					
销售收入（百万元）	4,606.1	4,997.1	5,446.8	5,937.0	6,471.3
增长率	9.8%	8.5%	9.0%	9.0%	9.0%
毛利率	43.1%	45.1%	45.0%	45.0%	45.0%
奶粉及奶制品					
销售收入（百万元）	6,428.4	8,044.6	9,456.3	10,874.8	12,506.0
增长率	17.8%	25.1%	17.5%	15.0%	15.0%
毛利率	54.0%	54.8%	53.6%	53.6%	53.6%
其他业务					
销售收入（百万元）	746.8	255.8	255.8	255.8	255.8
增长率	6.9%	-65.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	16.3%	33.5%	33.5%	33.5%	33.5%
合计	67,547.5	78,976.4	90,296.1	102,139.2	115,223.7
增长率	12.0%	16.9%	14.3%	13.1%	12.8%
综合毛利率	37.3%	37.8%	37.5%	37.5%	37.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

5.2 投资建议

我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.19、1.34、1.58 元，结合乳制品可比公司估值，我们认为目前公司的合理估值水平为 19 年的 27 倍市盈率，对应目标价为 32.13 元，首次给予买入评级。

图表 45：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
光明乳业	600597	9.49	0.43	0.51	0.59	21.86	18.63	16.19
天润乳业	600419	16.60	0.59	0.75	0.94	28.06	22.00	17.68
新乳业	002946	21.66	0.33	0.43	0.63	64.89	50.21	34.14
蒙牛乳业	2319.HK	24.50	0.75	0.95	1.14	32.70	25.72	21.48
雅士利国际	1230.HK	1.17	0.01	0.03	0.03	115.84	39.93	36.56
雀巢	NESN.SIX	92.80	4.02	4.31	4.71	23.08	21.53	19.70
调整后平均						38	27	23

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所（最新股价为3月12日收盘价，雀巢货币单位为瑞士法郎）

六、风险提示

- **渠道下沉不及预期风险。**近年低线城市的逐渐渗透下沉助力公司收入稳健增长，若渠道下沉空间缩窄、速度放缓，将影响公司收入和业绩表现。
- **原奶价格持续上涨风险。**我们预计19年奶价将进入温和上涨通道，但如果原奶价格持续大幅上涨，将对企业盈利带来负面影响。
- **行业竞争加剧风险。**目前乳业两强伊利、蒙牛对收入和份额的诉求仍较为强烈，若行业竞争加剧，公司加大空投广告投放和地面促销力度，盈利水平将承受压力。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	21,823	11,051	18,059	20,428	23,045	营业收入	67,547	78,976	90,296	102,139	115,224
应收账款	786	1,101	1,259	1,424	1,606	营业成本	42,362	49,106	56,453	63,824	71,557
预付账款	1,192	1,460	1,669	1,888	2,130	营业税金及附加	512	531	632	715	807
存货	4,640	5,507	6,210	7,021	7,871	营业费用	15,522	19,773	22,101	24,898	27,972
其他	1,404	5,337	5,385	5,416	5,450	管理费用	3,317	3,407	3,774	4,280	4,839
流动资产合计	29,846	24,455	32,582	36,176	40,102	财务费用	113	(60)	(50)	(53)	(98)
长期股权投资	1,765	1,909	1,900	2,000	2,100	资产减值损失	51	76	57	56	47
固定资产	13,256	14,688	15,112	15,402	15,585	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,888	2,676	4,633	6,589	8,545	投资净收益	135	261	200	200	200
无形资产	514	639	621	603	584	其他	1,311	1,285	1,100	1,100	1,100
其他	2,031	3,238	918	906	894	营业利润	7,116	7,691	8,628	9,720	11,400
非流动资产合计	19,455	23,151	23,183	25,499	27,708	营业外收入	86	35	35	35	35
资产总计	49,300	47,606	55,765	61,675	67,810	营业外支出	128	148	140	140	140
短期借款	7,860	1,523	4,711	4,439	3,351	利润总额	7,074	7,578	8,523	9,615	11,294
应付账款	7,254	8,839	10,162	11,488	12,880	所得税	1,071	1,126	1,278	1,442	1,694
其他	8,736	8,808	10,009	11,033	12,161	净利润	6,003	6,452	7,245	8,172	9,600
流动负债合计	23,850	19,171	24,882	26,961	28,392	少数股东损益	2	12	9	11	12
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6,001	6,440	7,235	8,162	9,588
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.99	1.06	1.19	1.34	1.58
其他	210	398	134	134	134						
非流动负债合计	211	398	134	134	134	主要财务比率					
负债合计	24,061	19,569	25,016	27,095	28,526		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	136	122	131	142	154	成长能力					
股本	6,078	6,078	6,078	6,078	6,078	营业收入	12.0%	16.9%	14.3%	13.1%	12.8%
资本公积	2,564	2,744	2,841	2,841	2,841	营业利润	28.9%	8.1%	12.2%	12.6%	17.3%
留存收益	16,532	18,718	21,699	25,520	30,210	归属于母公司净利润	6.0%	7.3%	12.4%	12.8%	17.5%
其他	(71)	375	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	25,240	28,037	30,749	34,581	39,284	毛利率	37.3%	37.8%	37.5%	37.5%	37.9%
负债和股东权益	49,300	47,606	55,765	61,675	67,810	净利率	8.9%	8.2%	8.0%	8.0%	8.3%
						ROE	24.9%	24.3%	24.7%	25.1%	26.1%
						ROIC	21.7%	20.7%	22.4%	22.0%	23.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	48.8%	41.1%	44.9%	43.9%	42.1%
净利润	6,003	6,452	7,245	8,172	9,600	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,084	1,119	1,133	1,240	1,347	流动比率	1.25	1.28	1.31	1.34	1.41
财务费用	113	(60)	(50)	(53)	(98)	速动比率	1.06	0.99	1.06	1.08	1.13
投资损失	(135)	(261)	(200)	(200)	(200)	营运能力					
营运资金变动	(396)	(3,872)	1,387	1,069	1,164	应收账款周转率	91.1	76.8	69.2	67.4	66.9
其它	336	5,247	2,376	56	47	存货周转率	9.4	9.7	9.6	9.6	9.6
经营活动现金流	7,006	8,625	11,890	10,285	11,860	总资产周转率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8
资本支出	(1,158)	(3,407)	(3,456)	(3,456)	(3,456)	每股指标(元)					
长期投资	(174)	(323)	(10)	(100)	(100)	每股收益	0.99	1.06	1.19	1.34	1.58
其他	(1,785)	(1,644)	137	200	200	每股经营现金流	1.15	1.42	1.96	1.69	1.95
投资活动现金流	(3,117)	(5,374)	(3,329)	(3,356)	(3,356)	每股净资产	4.13	4.59	5.04	5.67	6.44
债权融资	121	100	(2)	0	0	估值比率					
股权融资	303	75	0	0	0	市盈率	27.2	25.3	22.5	20.0	17.0
其他	3,629	(10,924)	(1,551)	(4,560)	(5,887)	市净率	6.5	5.8	5.3	4.7	4.2
筹资活动现金流	4,053	(10,749)	(1,553)	(4,560)	(5,887)	EV/EBITDA	18.4	17.4	15.7	14.0	12.1
汇率变动影响	(398)	307	0	0	0	EV/EBIT	21.1	20.0	17.8	15.8	13.5
现金净增加额	7,545	(7,191)	7,008	2,369	2,617						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有伊利股份(600887)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

