

省内实在增长，省外值得期待

增持首次评级

事件:

我们于5月9日参加了公司2011年度股东大会，与董事长和其他高管就行业趋势及公司战略、省内外业务开展情况进行了交流。

报告摘要:

- **公司不满足于广西乳业龙头，凭借差异化优势向全国扩张：**行业龙头蒙牛和伊利已经基本完成了规模扩张，下一阶段将开始全国控制奶源，深入区域市场，这将对产品缺乏差异化的城市乳企产生很大压力。公司凭借水牛奶的产品优势，提出全国化扩张战略。
- **基地市场以往被市场忽视，多个增长亮点保证短期业绩快速增长：**广西省内的增长主要来自于：1) 瓶装奶订户每年20%的稳定增长；2) 冷链实现县乡全覆盖，将带来低温奶销售的翻番增长；3) 公司有望受益于中小学生营养餐补贴；4) 借与新华社合作的新华影廊项目进入大专院校校园市场。云南基地主要来自于收购的来思尔的贡献，公司未来可能进一步通过收购加快进入周边省份。
- **摩拉菲尔剑指高端牛奶市场，具有优秀的高端基因：**高端牛奶产品差异化较小，多在概念上做文章。水牛奶摩拉菲尔的产品力高于其他高端牛奶，营销诉求点也更加扎实，但去年“夸大宣传”事件打乱了公司的宣传计划，今年重新调整营销计划可能会推迟产品需求放量的时间。近期公司将在北京、上海及周边地区大规模招商，渠道铺货有望带动收入增长。
- **盈利预测、估值与投资建议：**预计2012-2014年收入分别为8.2亿元、10.6亿元、14.0亿元，同比增长42%、30%和33%，归属母公司的净利润分别为8.8亿元、12.1亿元、17.2亿元，同比增长39%、38%和43%，对应EPS分别为0.37元、0.51元和0.72元，对应目前市盈率为37.16x、26.96x和19.10x，给予“增持”评级。

食品饮料研究组

联系人:

苏青青

电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

陈嵩昆

电话: 021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	6709	
20111231	9816	
20110930	10168	

数据来源: 港澳资讯

相关研究

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	411.0	572.4	815.0	1,057.7	1,404.2
YoY	34.9%	39.3%	42.4%	29.8%	32.8%
净利润	54.9	63.0	87.5	120.5	172.2
YoY	20.29%	14.88%	38.86%	37.68%	42.90%
EPS (元)	0.532	0.275	0.372	0.507	0.721

目录

一、	应对行业巨头地区扩张，公司采用全国化和差异化战略.....	3
1、	行业趋势：蒙牛、伊利洗心革面，奶源争夺将挤垮小型乳企.....	3
2、	公司战略：坚持水牛奶特色，在差异化的基础上全国化.....	5
二、	基地市场远未饱和，有望保持快速增长.....	6
1、	公司是地区龙头，是省内蛋糕的最大受益者.....	6
2、	销售渠道多元化，省内增长多点开花.....	7
3、	省外并购或将成为周边市场扩张手段.....	7
三、	摩拉菲尔拥有成功潜力，外埠市场加快铺货.....	8
1、	摩拉菲尔拥有高档奶基因.....	8
2、	营销计划受阻可能影响需求增长速度.....	8
3、	招商工作即将展开，进入传统渠道助力收入增长.....	9
四、	利润率短期下降，明年有望得到改善.....	9
五、	估值及投资建议.....	10

一、应对行业巨头地区扩张，公司采用全国化和差异化战略

1、行业趋势：蒙牛、伊利洗心革面，奶源争夺将挤垮小型乳企

常温奶（UHT 奶）助力蒙牛、伊利成为行业巨头，以低品质获得低价优势，在占领市场的同时也使消费者逐渐丧失信心：

- ◆ 1998 年利乐包装引入中国成为乳业转折点，北方奶以低成本占领市场。98 年以前，受制于鲜奶运输半径，巴氏奶和城市乳企占据统治地位，各地乳企之间划地而治不存在竞争；98 年后，利乐包装和 UHT 灭菌技术使得保质期延长到 6 个月以上，北方牛奶凭借价格优势迅速占领市场（当时广西地区原奶价格 2.8 元/kg，蒙牛原奶成本 0.9 元/kg）；
- ◆ 2002 年开始蒙牛、伊利以低价低质占领全国。由于当时监管不严，乳品添加物质无需标明，通过添加剂改善口感以及借助广告宣传，蒙牛和伊利得以畅销，伊利凭借 1.9 元/升的终端零售价获得了大量市场份额，城市乳企逐渐衰落；
- ◆ 2008 年质量问题爆发，消费者重新转向城市乳企。三聚氰胺事件后，低质量乳品的现状逐渐被消费者认识，城市乳企主打新鲜的巴氏奶借此机会重新获得消费者的认可。

保证品质成为乳品行业必由之路，蒙牛、伊利开始加强对奶源的控制，产品与其同质化的城市乳企将面临压力：

- ◆ 蒙牛、伊利寡头地位确立，规模扩张将转向质量提高。经过 2009-2011 年乳品行业的清理整顿，企业数量大大减少，蒙牛、伊利的市场份额得以扩大，寡头地位巩固，规模扩张速度将放缓。随着监管趋严以及消费者安全意识提高，控制奶源、保证质量、重塑品牌形象是必然趋势；
- ◆ 蒙牛、伊利通过全国设厂以及自建牧场的方式控制地方奶源。伊利主要通过自建牧场，而蒙牛通过和第三方规模化牧场签订长期协议来保证奶源供应，其趋势都是走出北方基地，在全国各地控制奶源；

图 1: 伊利通过自建牧场控制全国奶源



资料来源：宏源证券研究所

图 2: 蒙牛通过与第三方合作控制全国奶源



资料来源：宏源证券研究所

- ◆ 城市乳企繁荣或昙花一现，同质化产品难敌巨头强大品牌力。虽然三聚氰胺事件使城市乳企受益，但蒙牛和伊利在获得全国化奶源基地后，城市乳企的巴氏奶、常温奶、酸奶产品将在蒙牛和伊利强大的品牌力面前脆弱不堪，若不能实现差异化，衰落只是时间问题。

2、 公司战略：坚持水牛奶特色，在差异化的基础上全国化

全国化的前提是差异化，水牛奶是公司特色，是保证不被蒙牛、伊利取代的护城河。目前公司水牛奶与黑白花牛奶销售比例约 3:7，水牛奶比例逐渐提高，但黑白花牛奶仍有很大消费群体，通过对品牌的投入同时增强水牛奶和黑白花牛奶消费者的忠诚度：

- ◆ 公司是全国最大的水牛养殖和水牛奶生产企业，在广西及周边地区培养了大批水牛奶消费者，也带动黑白花牛奶快速增长。从全行业来看，黑白花牛奶拥有巨大的市场容量，水牛奶只是其补充，这是公司不能放弃黑白花牛奶的原因；
- ◆ 蒙牛和伊利只有黑白花奶牛的饲养经验，进入水牛奶的壁垒很高，因此即使其在广西周边设厂，也只可能影响到黑白花牛奶业务；
- ◆ 公司水牛奶的销售占比逐年提高，未来定位以水牛奶为主打，受蒙牛、伊利奶源全国化的影响较小，拥有较宽广的护城河。

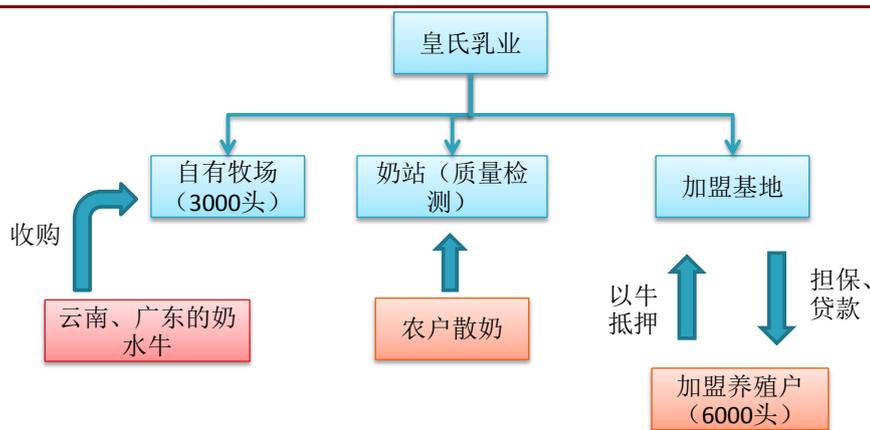
避免被蒙牛、伊利压缩成为城市“水牛奶”企业，公司谋求全国化扩张。近几年是公司发展的机遇期，在蒙牛、伊利奶源全国化布局完成前，公司有机会成为全国性的水牛奶企业：

- ◆ 公司凭借差异化的水牛奶，向一线城市进军，计划三年内实现盈利。在蒙牛、伊利挤压广西市场前，公司可以立足省内，凭借鲜奶订户提供的稳定的现金流向省外市场扩张，主打高端的水牛奶，以“北、上、广、深”为战略市场，去年下半年开始进入北京和上海；
- ◆ 临近区域内争取成为巴氏奶龙头。目前在黑白花牛奶上也与蒙牛、伊利错位竞争，主打巴氏奶。除省内已有 80 万固定订户外，已经进入周边的广东、云南、深圳市场；

为保证水牛奶的高品质，公司大力发展水牛奶源，以自有牧场、加盟基地和奶站三种方式控制水牛奶源：

- ◆ 公司目前拥有水牛 3000 头，主要集中于中国水牛之乡的灵山，同时从周边的广东、云南继续购买优质的奶水牛。牛舍装有监控装置，保证原奶的品质；
- ◆ 为了避免过大的养殖规模带来的风险，采取了独特的加盟基地方式。公司与有经验养殖户合作，农户用水牛抵押获得担保和贷款，公司帮助农户建立基地，可以实现快速扩张。虽然基地将来会被农户赎回，但赎回后仍然有很大可能继续与公司合作；
- ◆ 散奶的收购由奶站负责，对质量把关。散户在挤奶后在 1 小时内须将鲜奶送至奶站，由奶站检验品质及分级，保证食品安全。

图 3: 公司水牛奶源的体系建设情况



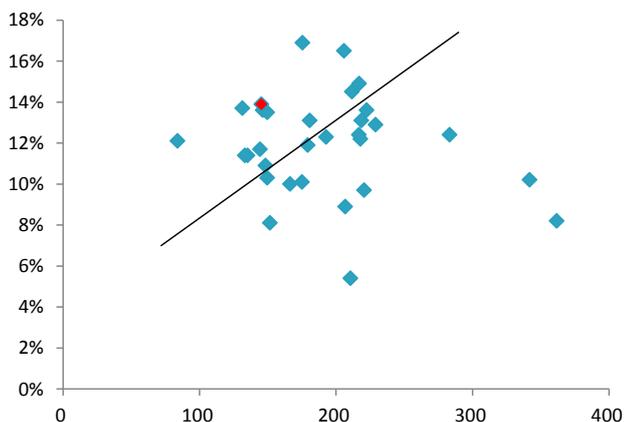
资料来源: 宏源证券研究所

二、基地市场远未饱和, 有望保持快速增长

1、 公司是地区龙头, 是省内蛋糕的最大受益者

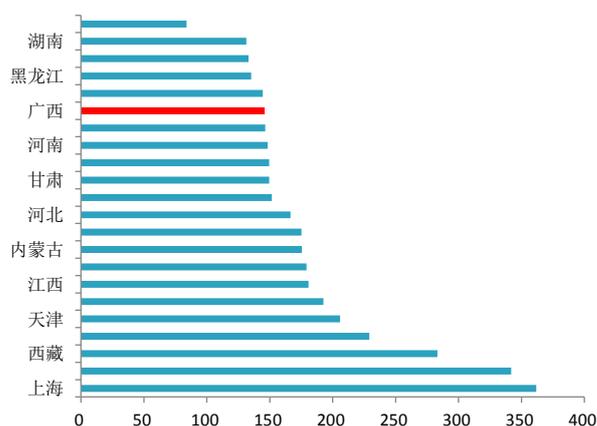
广西及周边的基地市场乳制品消费量有很大提升潜力。我国南方乳制品的消费量通常低于北方, 随着经济水平的提高, 以及 1998 年后乳制品在全国的普及, 南方的消费习惯正在改变。通常乳制品人均消费量与 GDP 增速相关, 广西的乳制品人均消费量较低, 有很高的提升动力。

图 4: 广西乳制品人均消费支出与 GDP 增速相比较低



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 5: 广西乳制品人均消费在全国处于较低水平



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

公司在广西本地竞品中拥有最大的市场份额, 巴氏奶的市场份额超过 60%, 且行业集中度在进一步上升, 公司受益程度最高:

- ◆ 本地竞争对手较弱。公司在广西省内的竞争对手主要有石埠、壮牛和童乐三个品牌, 2011 年石埠的销售收入约 1 亿元, 壮牛约 4000 万元, 童乐收入更低且在萎缩, 同期公司省内收入达到 4.75 亿元, 拥有明显优势。竞争对手主要通过模仿公司退出低

质量产品，占领低端客户群，不会影响到公司的高端客户；

- ◆ 本地竞争者持续减少。广西本地只有 19 家乳企，数量全国最低，且在 2011 年乳制品及婴幼儿配方乳粉生产许可重新审核中，仅有 14 家通过了审核，未通过的企业将被停止生产。

蒙牛、伊利等全国化企业短期内也无法对公司造成威胁：

- ◆ 蒙牛、伊利短期内在巴氏奶业务上难以构成威胁。蒙牛、伊利进入巴氏奶业务较晚，构建巴氏奶所需要的高效生产、冷链物流、配送网络需要较长时间，且目前尚未在广西地区开展业务，短期内威胁较小。
- ◆ 南北方原奶收购价差缩小，蒙牛、伊利在常温奶上优势减弱。蒙牛、伊利在常温奶上的优势主要来自于北方原奶收购价低于南方，而随着南方荷斯坦奶牛养殖技术和养殖规模的扩大，南北方原奶收购价已基本持平，约为 3.6-3.8 元/kg，长距离运输使得蒙牛、伊利在常温奶价格上的优势大大削弱。

2、 销售渠道多元化，省内增长多点开花

传统渠道中，鲜奶订户稳定增长，冷链下沉带动销售增长的结果将显现；在创新销售渠道中，中小营养餐或将使公司名利双收，同时将试水专卖店新模式：

- ◆ 低温产品今年在传统渠道中将迎来快速增长。公司 2011 年瓶装奶订户超过 80 万户，每年保持 20% 左右的稳定增长；2010 年开始公司用两年时间将冷链下沉到省内所有的县乡一级，冷链覆盖带来的销售拉动将在今年体现，我们从经销商渠道了解到上半年部分地区实现了 70% 的增长，全年有望达成翻番增长；
- ◆ 政府补贴中小营养餐，公司有望名利双收。广西有 40 所中小学申请了营养餐补贴，每人每天补助 3 元，由学校决定营养餐类型和招标采购。我们判断大部分学校会选择采购牛奶，上半年已有 6 所学校招标，公司全部中标。若公司可以中标 30 所学校，则可增加收入约 4500 万元，且具有很好的品牌宣传效应；
- ◆ 重点地段开设专卖店，主打“新鲜”概念。专卖店以销售新鲜面包和牛奶为主，并作为订奶的取奶终端，还有形象展示的功能。目前有直营专卖店 30 家，在经营获成功后下半年将开放加盟店建设。

公司与新华社合作带来进入大学校园市场的“惊喜”。公司 4 月 24 日公告与新华社合作成立“新皇传媒”，其中新华影廊项目将成为覆盖广西大部分大中专学校的传播平台，公司借此机会将新华影廊变成产品的销售终端，顺利进入大中专院校。大中专学生的健康意识和购买力都较社会水平为高，我们预计全面进入后将为公司带来数亿元的潜在市场空间。

3、 省外并购或将成为周边市场扩张手段

来思尔并购较为成功，预计将继续保持 50% 以上利润增长。2010 年来思尔净利润 500 万元，2011 年 6 月并购后，全年净利率达到 1200 万元，增速接近 150%，原因是利用来思尔在云贵地区的品牌和渠道，注入新产品和新营销理念实现快速增长：

- ◆ 通过来思尔并购案，公司获得并购运作成功经验。人员方面，公司派设总经理和财务总监，外部招聘营销总监；制度方面，明确营销和激励机制；股权方面，保留部分原有高管股权，双方合作共赢。

- ◆ 来思尔今年的主要任务是产品结构和品牌升级。来思尔的创新产品水牛酸奶进展良好，巴氏奶销量也超过 100 吨/天，目前产能已满负荷运转，二期工程正在建设，我们判断下半年将基本完成产品升级工作，4 季度开始将不再拖累母公司毛利率。

公司与潜在收购标的保持密切接触，我们认为未来公司将复制来思尔的成功。公司对省外收购提出三个原则：1) 收购标的定位于当地区域性品牌；2) 收购标的的销售额在 1 亿元至 3 亿元之间，符合公司目前的规模；3) 必须是盈利企业，避免收购包袱企业需要耗费大量精力改造。

三、摩拉菲尔拥有成功潜力，外埠市场加快铺货

1、 摩拉菲尔拥有高档奶基因

摩拉菲尔定位高档水牛奶，与竞品差异程度大；且水牛奶营养价值高，无论从产品力还是营销亮点都优于竞品，上市近一年，在北京 60 个商超网点销售超过特仑苏，显示出较强的竞争力：

- ◆ 水牛奶营养价值显著高于牛奶。高档牛奶的消费一部分用于自饮，一部分用于礼品。水牛奶营养价值较高，更容易受到自饮消费者的青睐；高营养价值也为营销提供了更好的卖点，更容易做出高端感，同样适于礼品消费者；

图 6：水牛奶营养成分含量高于牛奶

项目	水分	脂肪	蛋白质	乳糖	矿物质	总干物质	氨基酸 (mg/100ml)		
							异亮氨酸	亮氨酸	赖氨酸
水牛奶	78.04%	11.00%	5.30%	4.80%	0.86%	21.96%	314.49	574.06	403.61
牛奶	87.30%	3.75%	3.40%	4.75%	0.80%	12.70%	243.75	371.25	300

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

- ◆ 好产品+高度差异化，摩拉菲尔潜在市场广阔。竞品由于均是牛奶，产品差异化不大，因此只能在营销概念上厮杀，售价和销售额基本上与概念水平相符。而摩拉菲尔是完全不同的产品，并且在营养上有无可辩驳的优势，其潜在市场空间巨大。

图 7：摩拉菲尔相比竞品更有潜力

品牌	广告语	售价 (元/箱)	销售额 (亿元)
摩拉菲尔	人生第一杯水牛奶	86	0.3
蒙牛特仑苏	自然之水，天养牧草，天地精华，成就 3.3 克优质乳蛋白——不是所有牛奶都叫特仑苏	59	>50
伊利金典	但凡珍品，源自于自然的恩赐，更融合了人类的智慧。	58	>20
光明优+	我家的营养专家	54	4

资料来源：宏源证券研究所

2、 营销计划受阻可能影响需求增长速度

公司去年被媒体炒作涉嫌夸大水牛奶营养成分的宣传，虽然事件本身没有对销售造成太大影响，但打乱了公司的宣传计划：

- ◆ 广告和招股书营养含量数据不一致引发攻击，结果并未造成实质性影响，质监局检查后并未发现问题，没有出现下架等影响销售的情况；
- ◆ 公司宣传计划被打乱。原本公司在第一部比较水牛奶和黑白花牛奶营养价值的形象广告后，还有三个功能教育广告（维生素 A、补铁、补锌）以及一个水牛与奶牛区别的消费者教育广告，在事件后都取消播出。

公司重新评估广告效果，今年继续保持高投入，受“虚假广告”事件影响进度可能慢于计划影响销售。去年楼宇广告到达率满足要求（80%），消费者记住了皇氏乳业的水牛奶品牌，但宣传水牛奶的优点以及引发购买欲望没有达到效果。因此公司重新聘请市场调查公司评估广告效果，年内将有更加精准的新广告投放，同时综合运用多种方式塑造品牌。

图 8：公司综合运用多种品牌宣传方式

宣传方式	内容
楼宇广告	最直接的知名度宣传，消费者到达率超过 80%
一号店	口碑传播，销量不多（每天几十箱），几万条评论中 99%是正面评价
专卖店（省内）	高端形象打造
新皇传媒（省内）	费用低，覆盖面广，未来将达到 4 万块屏幕

资料来源：宏源证券研究所

3、 招商工作即将展开，进入传统渠道助力收入增长

公司从去年三季度起进入外埠市场，目前北京与上海大型商超的铺货已经完成。公司在北京与朝批合作，在上海与两家大型经销商以及通过直销的方式铺货，2011 年摩拉菲尔取得了 3000-4000 万的销售收入。

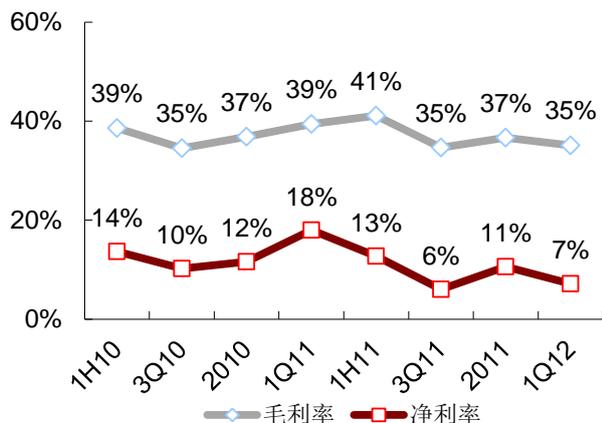
近期公司将召开经销商大会，进入传统渠道。除上海、北京外，还将在上海周边的浙江、江苏，以及北京周边的河北、天津、山东共七个地区开始招商工作，把产品向传统流通渠道推广，公司为激励经销商，为经销商提供的毛利空间超过 40%。

四、 利润率短期下降，明年有望得到改善

公司 1 季度净利润率明显下滑，从往年平均水平 12%-14%下滑到 7%，原因是毛利率同比下滑 5 个百分点，同时销售费用率同比上升 6 个百分点。

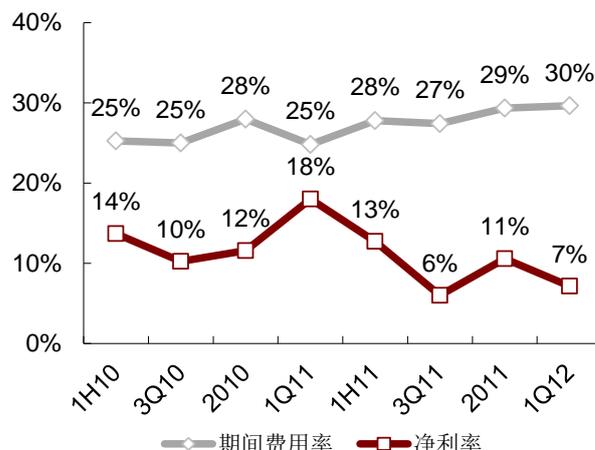
- ◆ 毛利率下滑的主要原因是新并表的来思尔产品售价较低，毛利率低于母公司。公司收购后以上调产品售价，同时积极进行产品结构提升，预计年底将完成，明年来思尔毛利率将与母公司水平相当。
- ◆ 销售费用率上升的原因是外埠市场仍处在开拓期，广告投入较大，随着摩拉菲尔的逐步放量，明年销售费用率将会有所下降。

图 9: 毛利率受来思尔拖累有所下滑



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 10: 省外宣传加大投入推高费用率



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

五、估值及投资建议

预计 2012-2014 年收入分别为 8.2 亿元、10.6 亿元、14.0 亿元，同比增长 42%、30%和 33%，归属母公司的净利润分别为 8.8 亿元、12.1 亿元、17.2 亿元，同比增长 39%、38%和 43%，对应 EPS 分别为 0.37 元、0.51 元和 0.72 元，对应目前市盈率为 37.16x、26.96x 和 19.10x，给予“增持”评级。

图 11: 分项目收入预测

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
乳制品							
销售收入 (百万元)	254.87	7216.60	398.59	557.75	797.58	1036.85	1379.01
YoY	37.7%	2731.5%	-94.5%	39.9%	43.0%	30.0%	33.0%
销售成本 (百万元)	152.43	176.76	246.52	344.75	475.71	622.23	813.88
毛利 (百万元)	102.44	7039.84	152.07	213.00	321.87	373.27	510.23
毛利率	40.2%	97.6%	38.2%	38.2%	35.5%	36.0%	37.0%
其他饮料及食品							
销售收入 (百万元)	142.66	2788.87	5.39	11.00	13.75	17.19	21.49
YoY	45.9%	1854.9%	-99.8%	104.3%	25.0%	25.0%	25.0%
销售成本 (百万元)	88.71	1.48	4.64	9.24	9.63	12.04	15.04
毛利 (百万元)	53.95	2787.39	0.74	1.76	4.13	5.16	6.45
毛利率	37.8%	99.9%	13.8%	16.0%	30.0%	30.0%	30.0%
主营业务收入	511.64	10005.47	403.98	568.75	811.33	1054.04	1400.50
其他业务收入	-254.87	-9700.75	7.05	3.69	3.69	3.69	3.69
业务总收入	256.77	304.72	411.02	572.44	815.02	1057.73	1404.19
YoY	23.0%	18.7%	34.9%	39.3%	42.4%	29.8%	32.8%
主营业务成本	306.11	178.24	251.16	353.99	485.34	634.26	828.92
其他业务成本	-152.43	0.17	6.63	3.52	3.52	3.52	3.52

业务总成本	153.69	178.41	257.79	357.51	488.86	637.79	832.44
毛利率	40.1%	41.5%	37.3%	37.5%	40.0%	39.7%	40.7%

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所。推介成绩: 在2011年6月13日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达40%; 在11年7月8日(57元时)推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达100%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在58-64元, 股价表现与分析结论一致; 11年11月成功挖掘并持续推介酒鬼酒的投资机会。

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 上海交通大学管理科学硕士, 2012年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北 区域	郭振举	牟晓凤	李倩	王燕妮	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	021-51782236 lilan@hysec.com
华南 区域	贾浩森	孙婉莹	罗云		
	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com		
QFII	方芳	胡玉峰			
	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。