



# 乳制品行业“寡头” 价值投资“标的”

## ——伊利股份（600887）深度报告

2012年12月03日

强烈推荐/维持

伊利股份 深度报告

### 报告摘要：

- 行业容量以及盈利能力均有较大提升空间。**国内乳制品行业虽经历大发展，但人均消费量依然呈现农村低于城镇、区域间极度不平衡以及国内大幅低于国外的格局，未来随着国内城镇化不断推进、人均消费水平的不断提升以及消费者对健康的诉求更加强烈，国内乳制品市场空间将会逐步释放，我们推算，2015年行业收入规模有望达到5096亿元，复合增长率达22%。同时，随着行业集中度的不断提升以及“双寡头”竞争格局长期存在，未来行业期间费用率有望继续下降，行业尤其是龙头企业盈利能力将会不断提升。
- 业务分析：多产品构建“乳业帝国”，综合实力强劲。**公司主力产品包含5大类200多种产品，其中液态奶为收入最大产品，其收入规模仅次于蒙牛，但其差距在逐步缩小；奶粉是盈利能力最强的产品，目前公司为市场占有率最高的国内奶粉企业，未来将不断加强对中高端产品的推广，因此公司盈利能力及业绩增长将会得到较大的提升。
- 竞争力分析：品牌、渠道和奶源基地建设冠绝乳制品行业。**依托奥运会、世博会、当红明星以及植入《变形金刚3》等平台，公司正努力跻身“世界一流”的健康食品集团”之中。而且公司正通过“织网计划”等方式不断下沉其渠道，因此未来我们看好公司在二三线城市市场的高增长；公司奶源分布于黄金奶源带，且其奶源自给率排名行业首位，未来还将在全国其他优质奶源区布局奶源基地，未来产品品质值得信赖。
- 募投项目分析：公司竞争力将得到提升，预计可增厚EPS0.2926元。**本次非公开发行股票募投项目主要包括液态奶、奶粉、冷饮和酸奶产能的建设、奶源的建设以及补充流动资金，项目总投资55.5亿元，其中拟投入募集资金50亿元，项目达产后每年可贡献收入113.32亿元，按发行后股本计算，可增厚EPS0.2926元。
- 盈利预测与评级：**DCF估值FCFF和FCFE估值结果分别为33.47元和31.77元；预计公司12-14年净利润增速约为10%、11.88%和12.33%，EPS1.25元、1.41元和1.59元。给予2013年21倍PE预期，对应目标价30元，与当前价相比提升空间约54%，故继续给予强烈推荐评级。

### 财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	29665	37451	39643	43117	46915
增长率	22.0%	26.3%	5.9%	8.8%	8.8%
净利润（百万元）	777	1809	1992	2228	2503
增长率	20%	133%	10%	12%	12%
每股收益(元)	0.97	1.13	1.25	1.41	1.59
净资产收益率	20.3%	35.3%	26.8%	6.0%	7.1%
PE	20.03	17.19	15.54	13.78	12.22
PB	3.68	5.15	4.32	15.97	15.18

刘家伟：食品饮料首席分析师

电话：010-66554017

MSN：[yynljw999@hotmail.com](mailto:yynljw999@hotmail.com)

执业证书编号：S1480510120001

李德宝：联系人

电话：010-66554063

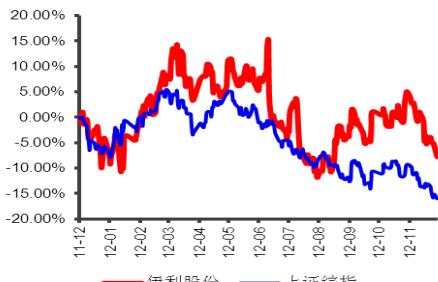
### 资产负债表数据

总资产（百万元）	19441.73
股东权益（百万元）	7248.26
每股净资产（元）	3.70
市净率（X）	4.45
负债率（%）	68.36

### 交易数据

52周股价区间（元）	18.03-24.55
总市值（亿元）	310.62
流通市值（亿元）	308.42
总股本/流通A股	15.99亿/15.87亿
流通B股/H股	无
52周日均换手率	179.96%

### 52周股价走势图



资料来源：wind

### 相关研究报告

1. 《伊利股份（600887）调研快报：净利率存上行空间 2015年市值或过千亿》 2012.05.08

## 目 录

<b>1. 乳品行业成长空间较大 盈利能力有望提升 .....</b>	<b>4</b>
1.1 城镇化、消费水平提升以及健康诉求趋强是行业空间提升的三大动力 .....	4
1.2 双寡头竞争格局以及集中度的提升将会提高行业的盈利能力 .....	8
<b>2. 业务分析：产品品类丰富 综合实力强劲 .....</b>	<b>10</b>
2.1 2011年公司收入规模超越蒙牛成为行业龙头 .....	10
2.2 三大主业收入规模均列行业前二 .....	11
2.3 液态奶：正在不断缩小与蒙牛的差距 .....	12
2.3 奶粉行业：国内品牌排名第一 品牌逐步高端化 .....	12
<b>3. 竞争力分析：品牌、渠道和奶源冠绝行业 .....</b>	<b>14</b>
3.1 品牌：依托大平台 塑造大品牌 .....	14
3.2 渠道：深化营销 下沉渠道 .....	16
3.3 奶源建设：布局全国奶源基地 确保品质安全可控 .....	18
<b>4. 募投项目分析：提升整体竞争力 增厚 EPS0.2926 元 .....</b>	<b>19</b>
<b>5. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>20</b>
5.1 绝对估值法-DCF 法：FCFF 估值结果 33.47 元 FCFE 为 31.77 元 .....	20
5.2 投资建议：给予 13 年目标价 30 元提升空间约 54% 继续强烈推荐 .....	21
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>21</b>

## 表格目录

<b>表 1：公司主要产品分类 .....</b>	<b>11</b>
<b>表 2：正在或曾代言公司产品的明星 .....</b>	<b>15</b>
<b>表 3：部分乳制品企业牧场情况 .....</b>	<b>18</b>
<b>表 4：2004-2011 年公司奶源建设投入情况 .....</b>	<b>19</b>
<b>表 5：公司募投项目、投入及收入情况 .....</b>	<b>20</b>
<b>表 6：公司 DCF 估值结果 .....</b>	<b>21</b>
<b>表 7：公司 11-14 年盈利预测表 .....</b>	<b>21</b>

## 插图目录

<b>图 1：2002-2011 年乳制品行业产量及同比增速变化情况 .....</b>	<b>4</b>
<b>图 2：2002-2011 年乳制品行业收入、利润总额及同比增速变化情况 .....</b>	<b>4</b>
<b>图 3：2001-2009 年全国、城镇以及农村乳制品人均消费量（单位：千克/人/年） .....</b>	<b>5</b>
<b>图 4：2011 年全国 36 个大中城市乳制品人均消费量（单位：千克/人/年） .....</b>	<b>5</b>
<b>图 5：2009 年世界部分国家人均消费量乳制品人均消费量（单位：千克/人/年） .....</b>	<b>6</b>

图 6: 1995-2011 年城镇居民人均年度消费性支出和乳制品消费支出的占比 .....	7
图 7: 2003-2015E 乳制品行业收入规模及同比增速变动情况 (单位: 亿元) .....	8
图 8: 2003-2011 伊利+蒙牛的营业收入以及其在行业总收入中的占比 .....	8
图 9: 2010 年液态奶市场份额分布情况 .....	9
图 10: 2004-2011 年乳制品行业企业数量变化情况 .....	9
图 11: 2009-2012 年主产区生鲜乳价格波动情况 .....	9
图 12: 2003-2012.09 年乳制品行业期间费用率变化情况 .....	9
图 13: 2009-2012.09 年牛奶零售价格波动情况 .....	10
图 14: 2003-2012.09 年乳制品行业毛利率和净利率变化情况 .....	10
图 15: 2003-2012H1 伊利和蒙牛收入对比 .....	10
图 16: 2004-2011 年伊利和蒙牛收入增速对比 .....	10
图 17: 2008-2012H1 公司 4 大主业收入占比变动情况 .....	11
图 18: 2005-2011 年伊利和蒙牛液态奶收入及增速情况对比 .....	12
图 19: 2005-2011 年伊利、贝因美和蒙牛液奶粉业务收入及增速情况对比 .....	12
图 20: 2010 年伊利、贝因美和雅士利奶粉产品构成 .....	13
图 21: 2010 年国内婴幼儿奶粉市场份额构成 .....	13
图 22: 2006-2011 伊利和贝因美收入增速对比 .....	13
图 23: 2006-2011 年伊利和贝因美毛利率对比 .....	13
图 24: 2008 年公司成为北京奥运会唯一乳制品赞助商 .....	14
图 25: 公司产品成为伦敦奥运会中国体育代表团唯一乳制品 .....	14
图 26: 公司产品成为 2010 年上海世博会唯一指定乳制品 .....	15
图 27: 2007 年公司舒化奶成功植入《变形金刚 3》 .....	16
图 28: 公司与迪士尼合作共同推出身着卡通形象 QQ 星牛奶 .....	16
图 29: 公司的营销体系 .....	17
图 30: 伊利奶源构成 .....	18
图 31: 蒙牛奶源构成 .....	18

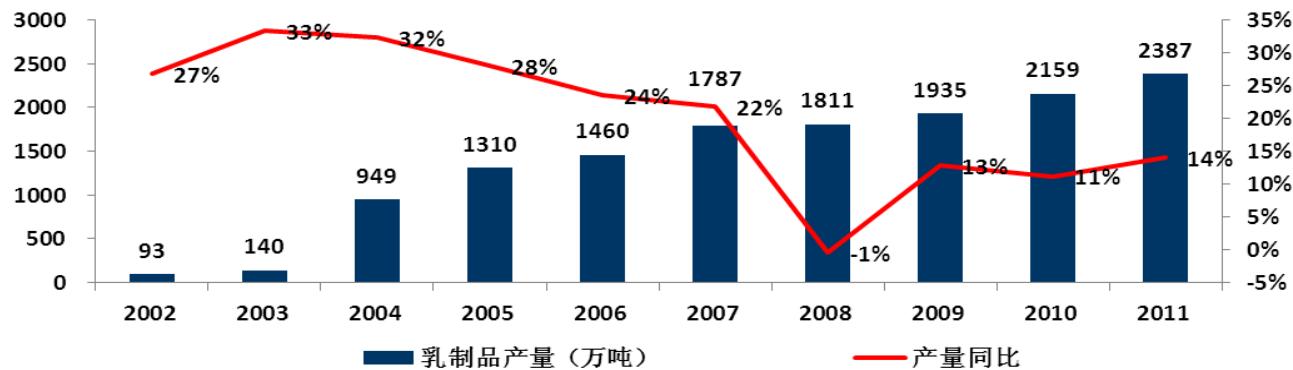
## 1. 乳品行业成长空间较大 盈利能力有望提升

### 1.1 城镇化、消费水平提升以及健康诉求趋强是行业空间提升的三大动力

(1) 未来国内乳制品消费趋势：农村向城镇看齐，非产地向产地看齐，国内向国外看齐

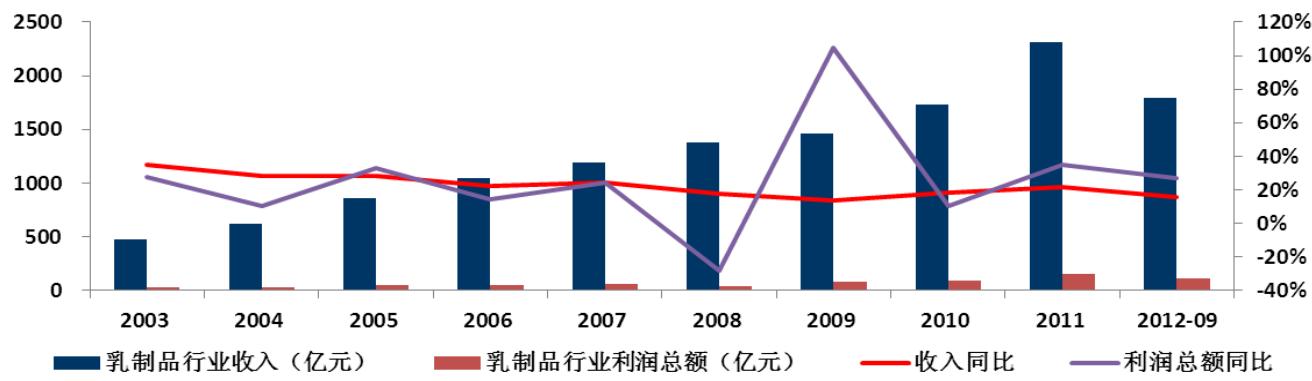
中国乳制品行业起步于上世纪 50 年代，虽然起点较低，但发展迅速，特别是改革开放以来，奶类生产量以每年两位数的增长幅度迅速增加，远远高于 1% 的同期世界平均水平。中国乳制品总产量在 2002-2011 年间增长了 24.6 倍，除 2008 年由于“三聚氰胺”事件导致产量负增长之外，其余年份产量增速均为两位数，在此基础上，乳制品的人均消费量也得到大幅攀升。同时，行业的收入和利润总额的规模也在不断增大，2011 年行业收入和利润总额分别为 2316 亿元和 149 亿元，分别是 2003 年的 4.84 倍和 4.96 倍。“三聚氰胺”事件之后，在行业协会以及各大主要乳品企业的共同努力下，乳制品行业目前处于快速的恢复当中。

图 1：2002-2011 年乳制品行业产量及同比增速变化情况



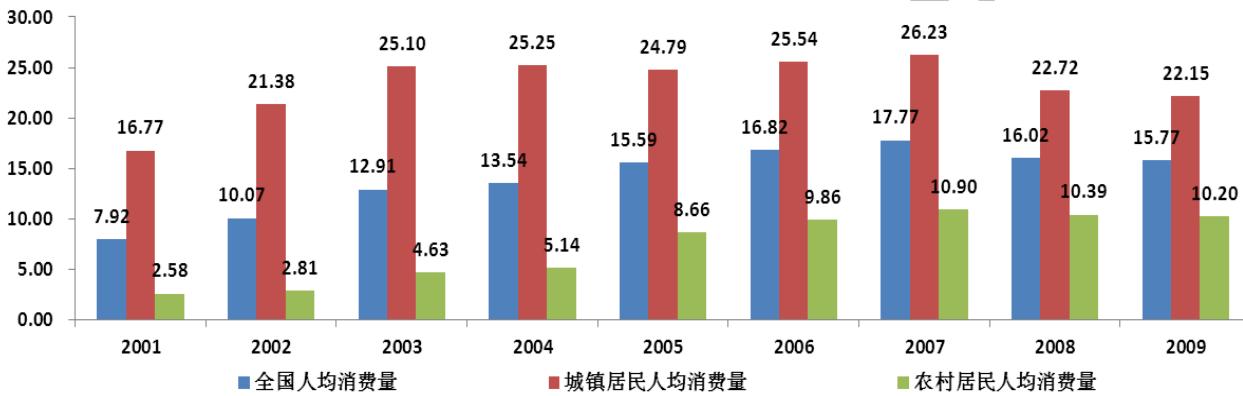
资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 2：2002-2011 年乳制品行业收入、利润总额及同比增速变化情况



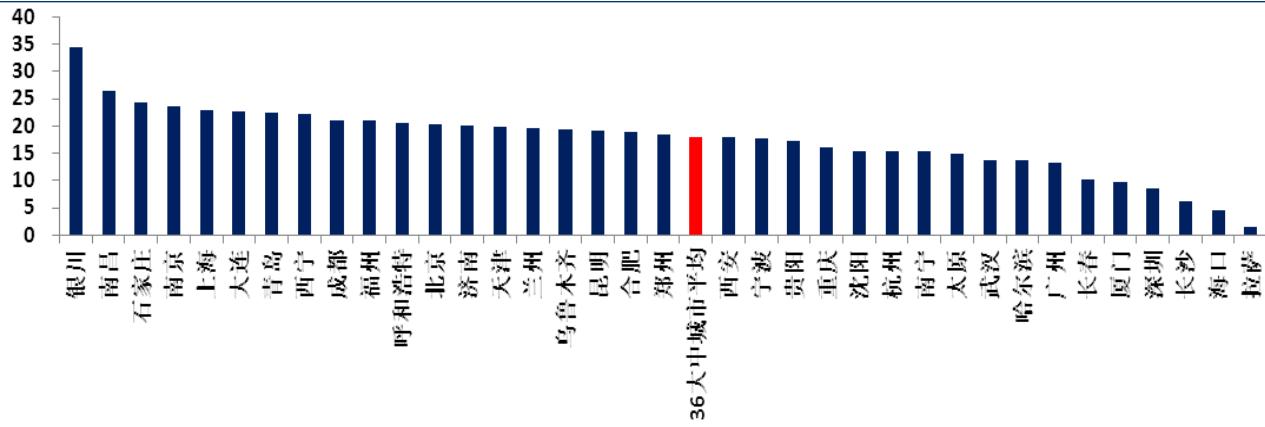
资料来源：WIND, 东兴证券研究所

经过最近十年迅猛发展，乳制品人均消费量已经历了大幅提升，但是仍然呈现出三大问题：农村消费量大幅低于城镇消费量、地区间消费量差异较大以及国内人均消费量大幅低于国外。

**图 3：2001-2009 年全国、城镇以及农村乳制品人均消费量（单位：千克/人/年）**


资料来源：WIND, 东兴证券研究所

2001 年，城镇居民人均乳制品消费量为 16.76 千克，农村居民为 2.58 千克，城镇是农村的 6.5 倍。2009 年，城镇居民人均消费量为 22.15 千克，农村居民为 10.2 千克，农村和城镇人均消费量之间的差距虽大幅收窄，但农村人均消费量仍不足城镇的 50%，农村和城镇的乳制品人均消费量仍有较大差距。

**图 4：2011 年全国 36 个大中城市乳制品人均消费量（单位：千克/人/年）**


资料来源：WIND, 东兴证券研究所

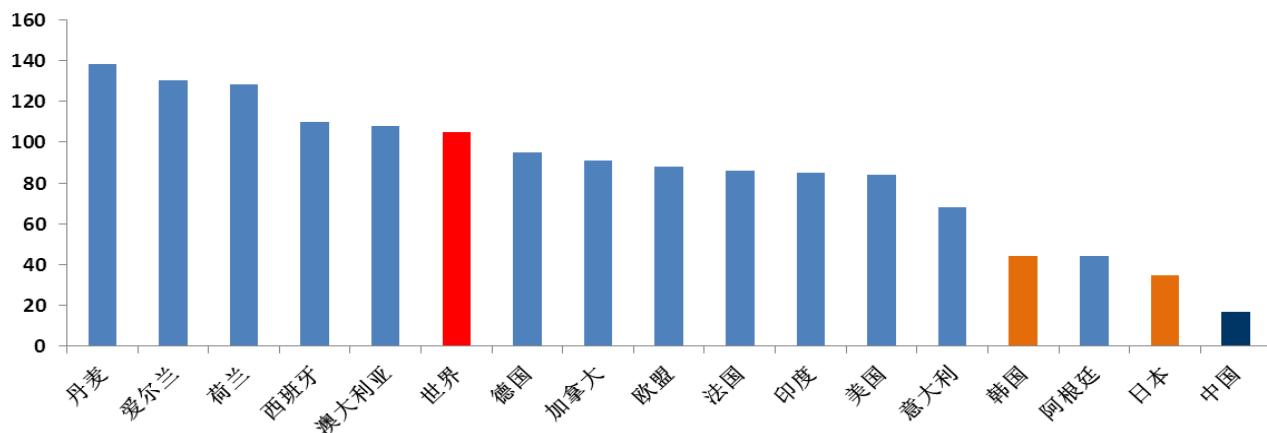
由于地理因素、收入因素、消费习惯等存在差异，我国区域间乳制品行业发展和消费水平也存在较大不均衡。其中人均消费量最高的为银川，其人均消费量达到了 34.41Kg/年，全国 36 个大中城市的平均人均消费量为 17.97 Kg/年，拉萨在 36 个大中城市中排名垫底，其人均消费量只有 1.49 Kg/年，仅为银川的 4.33%，全国 36 个大中城市平均水平的 8.3%，因此全国各区域人均乳制品消费量的差别可见一斑。

地区间乳制品人均消费量的差异主要表现为三种格局：一是由青海、内蒙古等传统牧区组成，虽然这些地区人均收入水平不高，但其居民具有长期乳制品消费习惯，乳制品消费量相对最高，其中 2011 年银川人均消费量为 36 个大中城市平均水平的 1.91 倍。二是由上海、北京等经济发达地区组成，其消费水平和能力都明显高于其他区域，所以人均乳制品消费量也较高，2011 年上海人均消费量是 36 个大中城市平均水平

的 1.28 倍。三是由经济欠发达或远离奶源的内陆地区组成，受到人均消费能力，以及奶源较少导致欠缺乳制品消费习惯等因素影响，这些地区的人均消费量明显低于全国平均水平。

区域间人均乳制品消费量的差异主要是因为消费水平以及消费习惯等因素造成，但未来随着人均消费水平的提升、地区间经济水平差距的缩减以及地区间消费习惯的相互影响，未来五年某些因收入和习惯等因素而被压制的潜在需求将成为未来乳制品行业发展的新需求亮点。

图 5：2009 年世界部分国家人均消费量乳制品人均消费量（单位：千克/人/年）



资料来源：东兴证券研究所

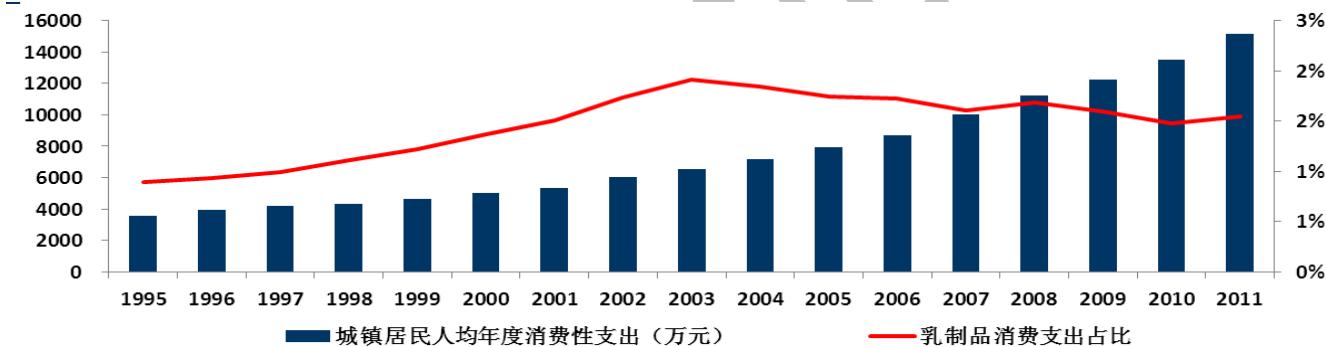
近年来，虽然国内人均乳制品消费量得到大幅提升，但是与世界其他国家相比，人均消费量还存在加大的差距。2009 年，国内乳制品人均消费量为 17Kg/年，不仅远远低于其他乳制品消费大国，也仅仅是世界平均水平的 16%。不仅如此，即使跟中国饮食文化的日韩等亚洲国家相比，国内人均乳制品消费量也有很大的提升空间，2009 年韩国和日本乳制品的人均消费量为 44 Kg/年和 35 Kg/年，分别是国内人均消费水平的 2.59 倍和 2.06 倍，由于国内人口众多，人均消费量只要提升一小点，便可创造出巨大的市场空间，由此可见未来国内乳制品行业市场还有可观的提升空间。

## (2) 城镇化、消费水平提升以及更加关注营养健康为驱动人均消费水平提升的主要动力

从 1978 年到 2011 年，中国城镇化率由 17.9% 升至 51.3%。按照钱纳里的世界发展模式，一国的工业化率达到 30% 时，城镇化率可以达到 60%；工业化率达到 40% 时，城镇化率一般在 75% 以上。数据显示，目前我国的工业化率接近 40%，但城镇化率只有 51%。这种城镇化与工业化水平的背离，表明我国城镇化的发展空间和必要性依然较大，因此十八大报告中也重点提出未来将坚持走中国特色新型城镇化道路。根据国家统计局的数据，2009 年城镇乳制品人均消费量是农村的 2.19 倍，因此未来随着城镇化进程的加速，城镇人口数量将会继续增加，乳制品消费总量也会随之大幅增加，全国人均乳制品消费量也会得到大幅提升。

根据数据显示，从 1995-2011 年，城镇居民人均年度消费性支出不断增长，在此过程中，乳制品消费支出也在不断增长，而且其在城镇居民消费性行支出的占比也呈现不断上升并逐步趋稳的态势，这表明随着收入水平以及消费水平的提升，居民在乳制品上的消费也呈现出加速提升的趋势，因此未来随着十八大中的居民收入倍增计划的全面落实，乳制品的消费量和消费额也将会随之得到提升。

**图 6：1995-2011 年城镇居民人均年度消费性支出和乳制品消费支出的占比**



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

乳制品对人的营养健康价值较大，婴儿需要奶粉作为母乳的补充，小孩需要牛奶助其长个和强健身体，中年人需要牛奶和酸奶平衡营养和促进消化，老年人需要牛奶和奶粉补充营养，强健骨骼，等等。之前美国“三杯奶”运动，日本“让一杯奶强壮一个民族”运动等都对国民的身体素质产生了非常积极的影响。2000 年我国政府也正式启动“国家学生饮用奶计划”。因此，随着未来消费者对营养健康的关注度逐步提升，其对乳制品的需求度也将会日益提升，乳制品行业也将迎来另一波发展机遇。

### (3) 根据估算，2015 年行业收入规模有望达到 5096 亿元，复合增长率达 22%

根据《食品工业“十二五”发展规划》，2015 年原料乳产量增长 33.4% 达到 5000 万吨，按目前 13.7 亿人口计算，2015 年人均原料奶占有量可达 36.5 千克/年。我们预计到 2015 年，人均消费量每年可增长 8% 左右达到 25 千克/年，为 2009 年 1.58 倍。同时，我们以此为基础，对乳制品行业以及公司销售收入规模做了一个简单估算，如果 2015 年原料乳产量可达到 5000 万吨，按照加工过程中 2% 的损耗计算，那么 5000 万吨的原料乳可折算成 4900 万吨液态奶产品。目前液态奶产品价格为 9.05 元/千克（如果用奶粉价格来换算，这个价格其实更高），预计 2015 年液态奶产品价格上涨 15% 至 10.4 元/公斤（每年上涨 3%-4%），则 2015 年乳品行业的市场规模可达 5096 亿元（4900 万吨 \* 1.04 万元/吨 = 5096 亿元），相当于 2011 年的 2.2 倍，复合增长率约为 22%，近似于行业收入近八年的平均增速。

图 7：2003-2015E 乳制品行业收入规模及同比增速变动情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

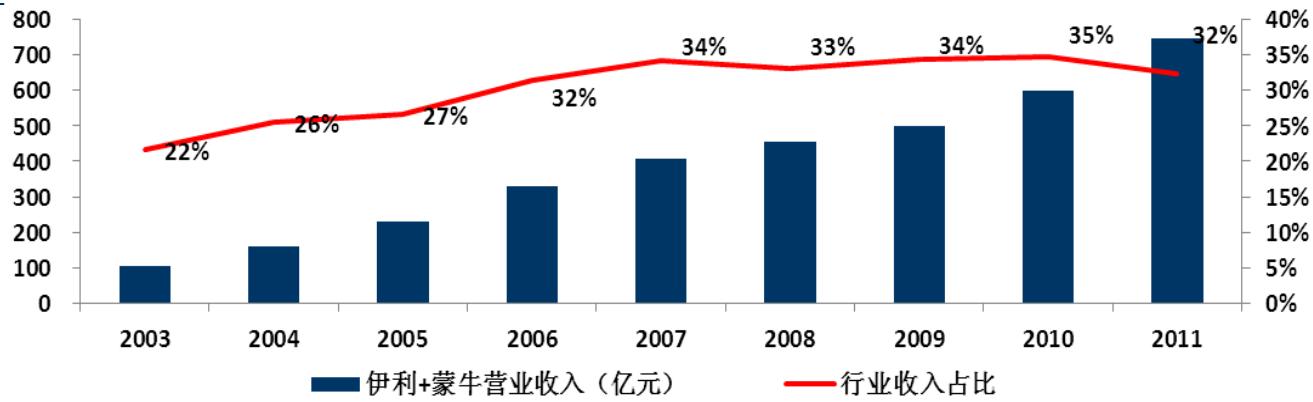
## 1.2 双寡头竞争格局以及集中度的提升将会提高行业的盈利能力

### (1) 行业已经形成双寡头的竞争格局 集中度也在不断的提升

经过几十年的发展，目前国内乳制品行业的竞争已进入白热化阶段，并已形成了三分天下的竞争格局，即基地型、城市型和综合性。其中，基地型企业多生产常温奶，以伊利、蒙牛为代表；城市型企业多生产保质期较短的巴氏奶，以上海光明为代表；而综合性企业产品线覆盖比较广，这些大都为地方性的小乳企，目前还没有十分突出的企业。由于我国幅员辽阔，奶源分布极为不均衡，大部分奶源都分布在内蒙、东北、华北和新疆等地，而沿海和内陆则相应较少，这就要求乳制品的保质期较长。因此具备较长保质期的常温奶一举成为液态奶中最畅销和最成功的产品，常温奶生产龙头——伊利和蒙牛凭借奶源、品牌以及营销优势也逐步成长为乳制品的“双寡头”。

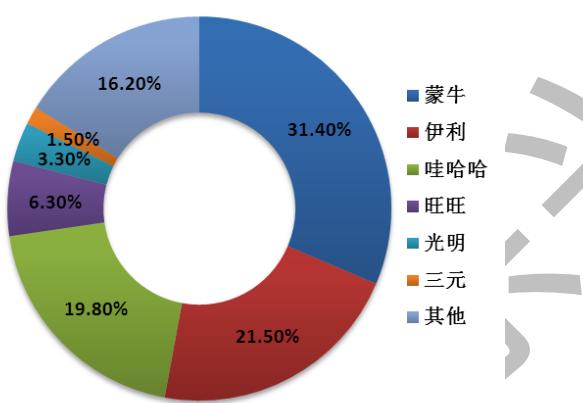
2003年，伊利营业收入达到62.99亿元，蒙牛的营业收入达到40.71亿元，两者合计104亿元，占乳制品行业总收入的22%，2011年这一占比提升至32%，接近行业总收入的1/3。而且二者在液态常温奶市场的领先优势更加突出，合计市场占有率达到53%左右。未来随着两大龙头企业对原奶资源、品牌提升以及渠道深化的持续投入，我们预计，乳制品行业“双寡头”竞争格局还将长期存在。

图 8：2003-2011 伊利+蒙牛的营业收入以及其在行业总收入中的占比

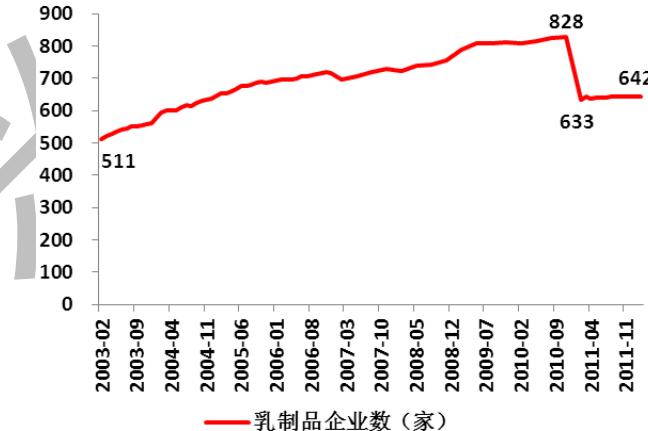


资料来源：WIND，东兴证券研究所

近年来，由于行业食品安全事件的频发，再加上政府相关部门以及行业协会通过行政手段的干预不断加大对违规生产企业惩罚力度，很多中小乳品企业逐渐停业或者转业，行业的集中度得到不断提升。2010年国家质检总局公布新版《企业生产乳制品许可审查细则》，生产许可标准大幅提高，乳制品生产企业从828家锐减至633家，行业集中度得到大幅提升。

**图 9：2010 年液态奶市场份额分布情况**


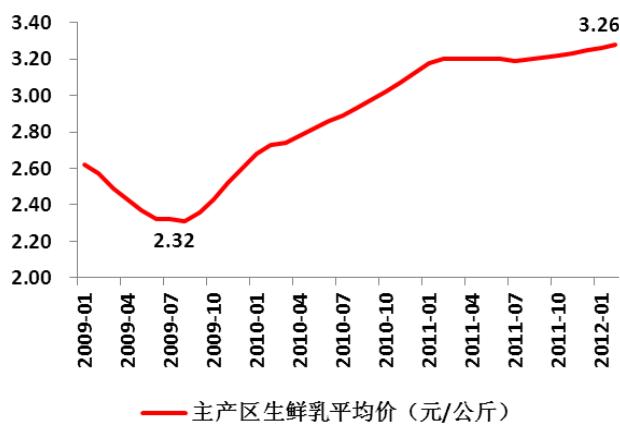
资料来源：AC尼尔森，东兴证券研究所

**图 10：2004-2011 年乳制品行业企业数量变化情况**


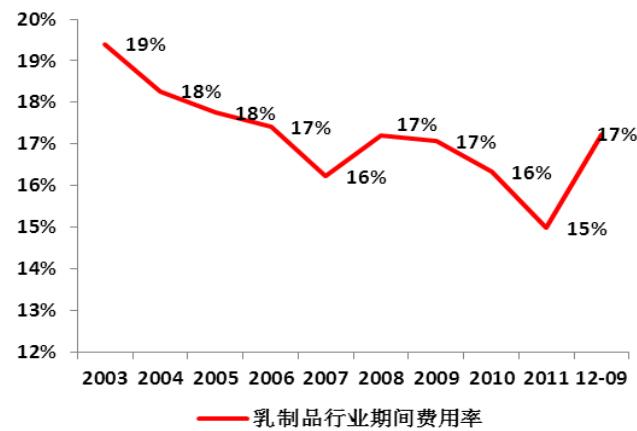
资料来源：WIND，东兴证券研究所

## (2) 双寡头竞争格局以及集中度的提升都会提升行业盈利能力

影响乳制品行业盈利能力的三大关键因素：原料乳价格、期间费用率以及提价。

**图 11：2009-2012 年主产区生鲜乳价格波动情况**


资料来源：AC尼尔森，东兴证券研究所

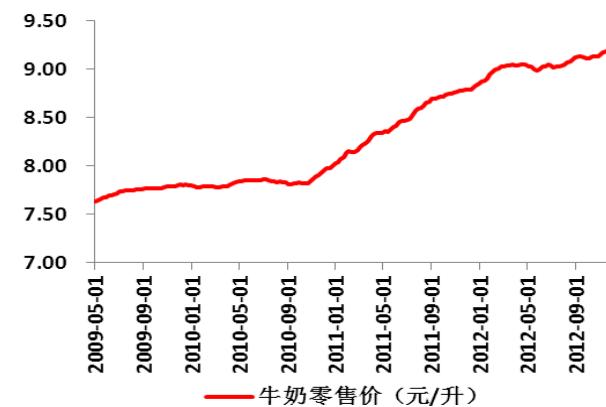
**图 12：2003-2012.09 年乳制品行业期间费用率变化情况**


资料来源：WIND，东兴证券研究所

从2009年7月份开始，原料乳价格一直上扬，这对行业盈利能力造成一定的压力，但行业近年来不断的提价也基本对冲了原材料价格的上涨。从趋势上看，随着行业集中度的提升，期间费用率是呈现不断下降的趋势，但2008年和2012年行业均出现较大的食品安全事件，因此这两年行业期间费用率都有较大的提升，这也一定程度上导致行业净利率一直围绕6%波动，难有较大突破，也与国外乳制品企业的盈利能力

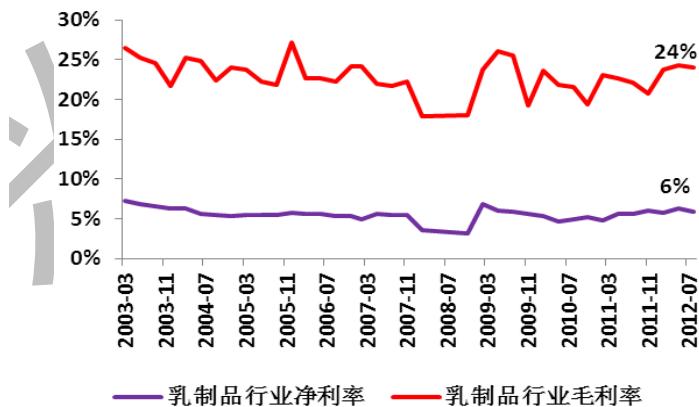
有一定的差距。但导致期间费用率大幅波动的原因是突发的食品安全事件，随着未来行业监管趋严，企业对品质更加关注，这类事件将会越来越少。因此只要行业集中度不断提升，“双寡头”竞争格局长期维持，期间费用率就会继续下降，行业龙头对上游的议价能力和对下游的提价能力将会得到增强，因此行业尤其是龙头企业的盈利能力将会得到大幅提升。

图 13：2009-2012.09 年牛奶零售价格波动情况



资料来源：AC 尼尔森，东兴证券研究所

图 14：2003-2012.09 年乳制品行业毛利率和净利率变化情况



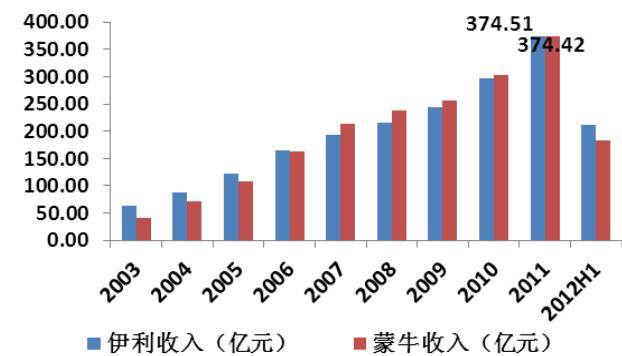
资料来源：WIND，东兴证券研究所

## 2.业务分析：产品品类丰富 综合实力强劲

### 2.1 2011 年公司收入规模超越蒙牛成为行业龙头

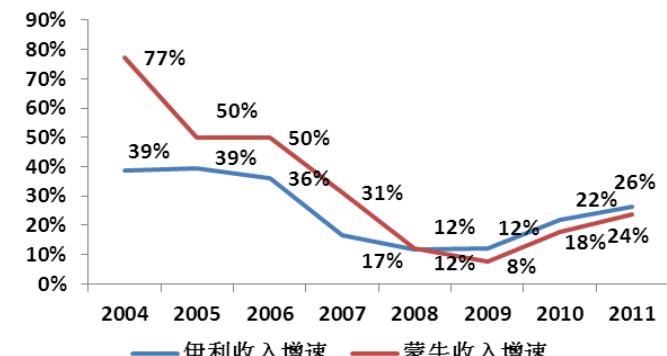
近年来，公司收入规模不断增大，2011 年公司收入达到 374.51 亿元，超过蒙牛的 374.42 亿元，成为行业的领头羊。2012 年公司相比于蒙牛的收入优势得到了进一步扩大。2012 年上半年，公司营业收入达到 211.81 亿元，比蒙牛同期的收入高出 28.03 亿元。从收入增速上来看，除由于三聚氰胺事件影响的 2007-2009 年公司收入增速低于 20% 以外，过去十年，公司收入增速均超过 20%。在三聚氰胺事件之前，蒙牛的成长速度超过公司，之后，公司凭借其强大的品牌以及渠道优势，其恢复速度快于蒙牛，并由此实现了在收入规模上超越蒙牛。

图 15：2003-2012H1 伊利和蒙牛收入对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 16：2004-2011 年伊利和蒙牛收入增速对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

## 2.2 三大主业收入规模均列行业前二

目前公司产品可分为 5 大类，分别为液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和奶酪，这 5 大类中包含了 200 多种产品，产品的品种十分丰富，这些品种多样的产品结构构建了一个强大的乳制品“帝国”。

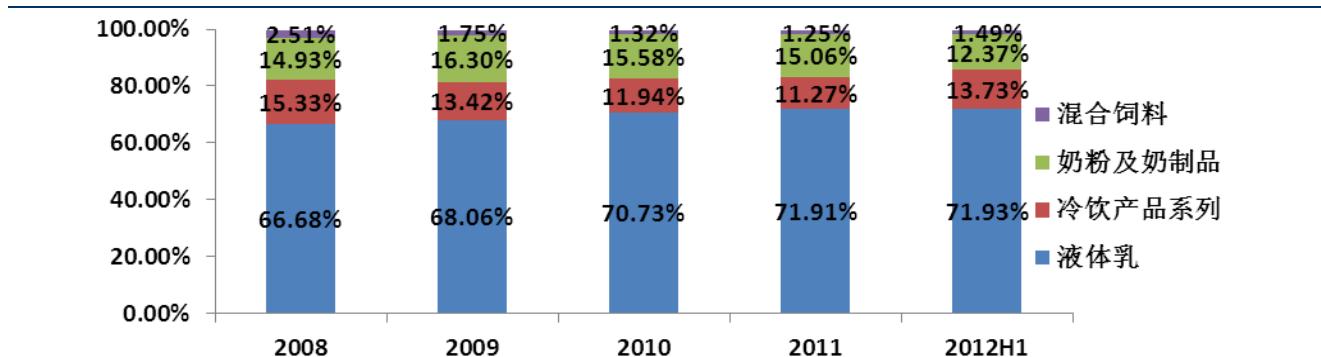
表 1：公司主要产品分类

大类	子类	主要产品
液态奶	高端奶	营养舒化奶、金典纯牛奶
	牛奶类	纯牛奶、功能奶、谷物奶、早餐奶、调味奶
	乳饮品	优酸乳、果之优、味可滋
	儿童牛奶及乳饮品	QQ 星儿童成长牛奶、QQ 星儿童牛奶、QQ 星营养果汁酸奶、学生奶
冷饮	冰淇淋&雪糕	巧乐兹系列、冰工厂系列、伊利牧场系列、佰豆集系列、其他
	婴幼儿配方奶粉	金领冠系列、金装系列、孕妇系列、普装系列、全优系列、营养米粉系列
奶粉	成人奶粉、豆奶粉、奶茶粉	强化配方听盒、高钙奶粉、营养奶粉、豆奶粉、奶茶粉
	休闲奶食品	牛奶片
	凝固型酸牛奶	老酸奶、帕瑞缇酸奶凝酪
	畅轻益生菌优酪乳	畅轻益生菌优酪乳系列
酸奶	果粒酸牛奶	大果粒系列
	基础酸牛奶	ABLS 益生菌系列、尚补坊系列、味浓系列
	QQ 星儿童优酪乳	QQ 星儿童优酪乳
	餐饮系列	倍冠系列、心选滋味系列、航空杯系列
奶酪	奶酪	早餐奶酪系列、QQ 星儿童奶酪系列、三角块奶酪系列、妙芝新鲜奶酪系列、帕瑞缇天然奶酪系列

资料来源：公司网站等，东兴证券研究所

在公司 4 大主业中，液体奶依然为最主要收入来源，其收入占比近年来也呈现不断提升趋势，2011 年公司液态奶的收入达到 269.33 亿元，占比由 2008 年的 66.68% 提升至 71.91%，2012 上半年其收入占比稳中有升，目前公司液体奶的收入规模仅次于蒙牛，排行业第二。奶粉和奶制品是公司第二大业务，2011 年其收入达到 56.42 亿元，占总收入的比例达到 15.06%，收入规模排名行业首位。公司第三大业务为冷饮产品，2011 年收入为 42.22 亿元，收入占比为 11.27%，收入规模也为行业首位。

图 17：2008-2012H1 公司 4 大主业收入占比变动情况



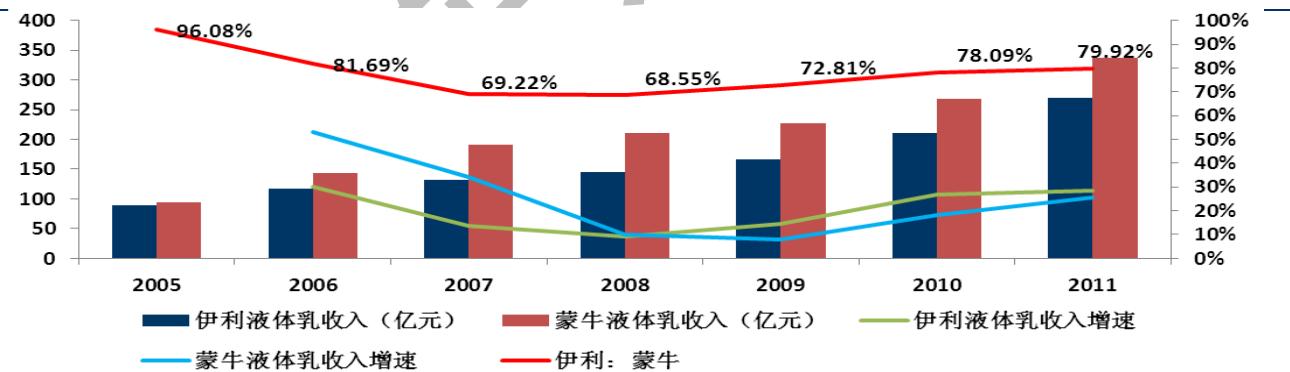
资料来源：东兴证券研究所

### 2.3 液态奶：正在不断缩小与蒙牛的差距

在液态奶行业，蒙牛是当之无愧的王者。2008年之前，借助“快乐女生”的影响效应，蒙牛液态奶实现了快速突破，其液态奶收入规模快速扩张。2005年蒙牛的液态奶收入为93.15亿元，和公司的89.50亿元相差无几，但到了2007年，蒙牛的液态奶收入就已经翻倍，达到了191.49亿元，超越公司59.94亿元，公司液态奶收入占蒙牛液态奶收入的比例也由96.08%降低到69.22%。

2008年三聚氰胺事件之后，由于比对手少犯错，公司液态奶的收入增速都比同期蒙牛的增速要高。2009-2011年公司液态奶增速分别为14.63%、26.76%和28.34%，同期蒙牛液态奶的增速为7.92%、18.19%和25.41%，因此公司液态奶收入占蒙牛液态奶收入的比例也由68.55%提升至80%左右，这表明公司在液态奶收入上与蒙牛间的差距在逐步缩小。

图 18：2005-2011年伊利和蒙牛液态奶收入及增速情况对比

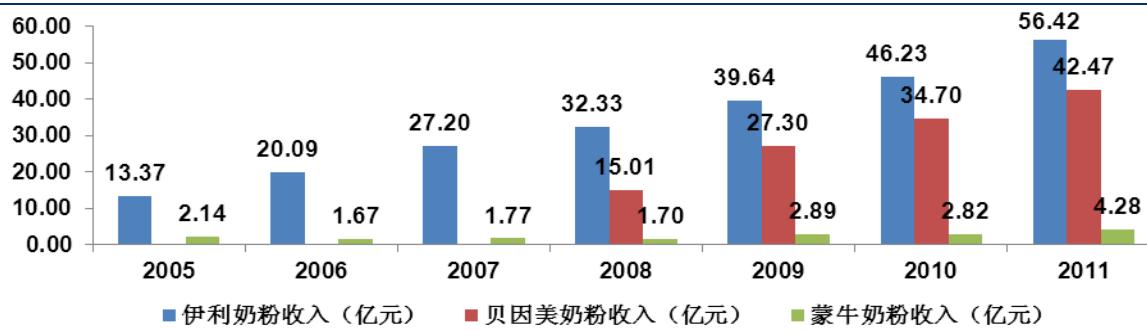


资料来源：东兴证券研究所

### 2.3 奶粉行业：国内品牌排名第一 品牌逐步高端化

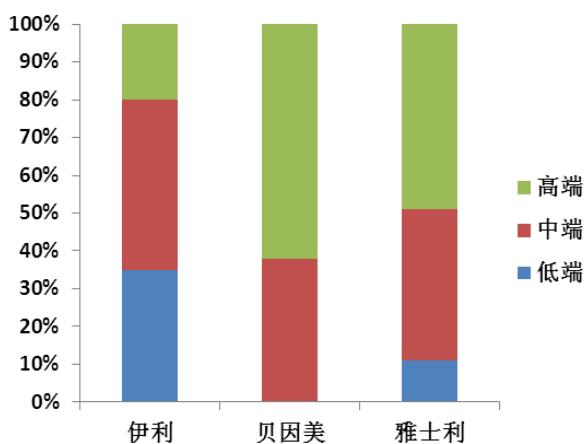
奶粉业务是公司主业中盈利能力比较强的之一。2011年公司奶粉收入56.42亿元，力压贝因美的42.47亿元，继续领跑国内奶粉企业。三聚氰胺事件之前公司奶粉业务发展十分迅猛，2006年收入增速在50%以下。目前公司的奶粉业务正逐步恢复，2011年公司奶粉业务的增速达到了22%。

图 19：2005-2011年伊利、贝因美和蒙牛液奶粉业务收入及增速情况对比

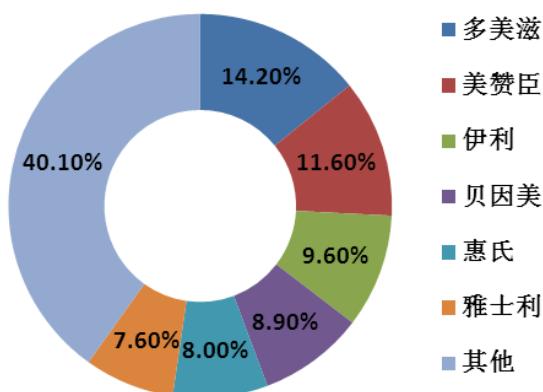


资料来源：WIND,东兴证券研究所

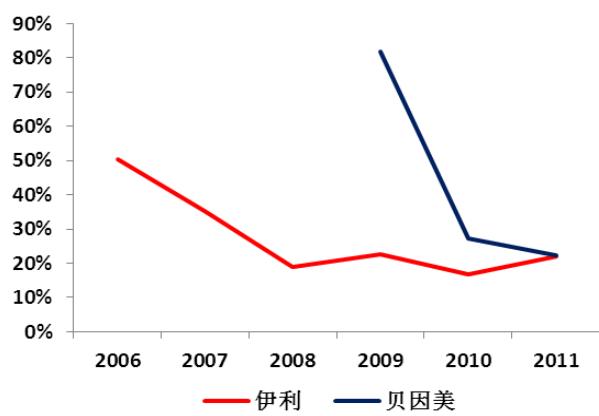
从收入规模来看，目前公司奶粉的收入为国内奶粉企业第一，根据数据统计，2011年公司奶粉产品在国内婴幼儿奶粉市场的占有率达到9.6%，仅次于多美滋和美赞臣，位列国内奶粉生产企业的首位。但是从收入结构来看，目前公司低端产品占比较高，而公司主要竞争对手贝因美的高端产品则不同，其主要以高端产品为主，这也可以从两者的毛利率中看出，2011年公司奶粉产品的毛利率为43%，而同期贝因美奶粉产品的毛利率达到了65%。

**图 20：2010 年伊利、贝因美和雅士利奶粉产品构成**


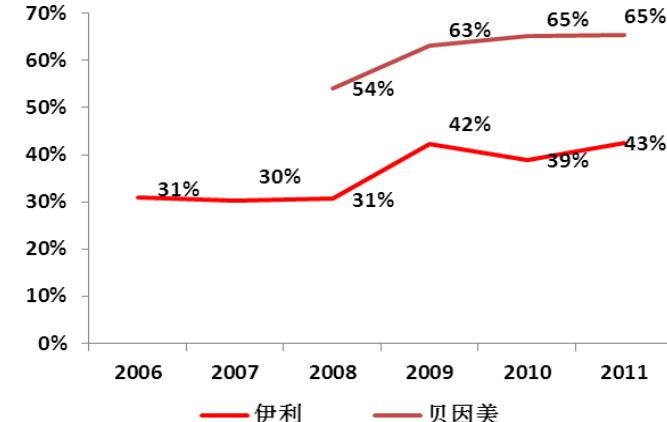
资料来源：东兴证券研究所

**图 21：2010 年国内婴幼儿奶粉市场份额构成**


资料来源：AC 尼尔森，东兴证券研究所

**图 22：2006-2011 伊利和贝因美收入增速对比**


资料来源：WIND，东兴证券研究所

**图 23：2006-2011 年伊利和贝因美毛利率对比**


资料来源：WIND，东兴证券研究所

因此，近年来公司一直在进行战略调整和产品升级，大力发展中高端奶粉：2005年3月推出普装、金装系列，大举进入中高档奶粉市场；2008年推出金领冠系列，正式涉足高端婴幼儿奶粉市场，金领冠系列产品推出后，市场反应较好，产品一直保持较高速增长，2011年金领冠系列产品收入增长81%左右。过去几年国内婴儿出生人数不断增加，国内奶粉市场呈现高速发展的态势，我们也看好公司奶粉业务在“婴儿潮”环境下的高速增长。

### 3. 竞争力分析：品牌、渠道和奶源冠绝行业

乳制品是典型的快消品，对于快消品而言，品牌和渠道都是至关重要的。同时，作为乳制品本身而言，奶源也非常重要的因素，因为在乳制品行业过去发生的多次食品安全事件中，大都是由于奶源存在安全隐患造成。因此我们将对公司的品牌、渠道营销以及奶源建设三个方面分析公司的竞争能力。

#### 3.1 品牌：依托大平台 塑造大品牌

##### (1) 借助奥运会、世博会平台，不断提升品牌价值

公司的品牌扩张之路从联姻奥运开始。2005年11月，公司通过了全球最高标准的检验，成为中国有史以来第一家、也是唯一一家符合奥运标准的乳品企业，同时，公司还为北京奥运会唯一指定乳制品赞助商，公司也因此获得了与其他世界顶级品牌同台宣传的机会。同时，公司签约刘翔，围绕奥运策划了“健康为奥运”、“健康的奥运”和“奥运的健康”等活动，品牌形象得到极大的提升。在北京奥运会盛会期间，伊利集团以高品质牛奶和高质量服务赢得了来自世界各国友人的热烈赞誉，这对公司品牌的美誉度和知名度都是极大的促进。根据第七轮奥运传播效果统计显示，在最受消费者认可的奥运会赞助品牌调查中，伊利位居第三，仅排在可口可乐和联想之后，在一定程度上公司奥运营销是中国企业奥运营销一个典范。

有了2008年成功携手北京奥运会的经验，伊利集团于2010年9月再次签约中国奥委会成为其合作伙伴，并连续八年成为中国体育代表团指定乳制品。同时，围绕伦敦奥运会策划了三大活动：**(1) 开放工厂，让消费者探秘身边奥运牛奶；(2) 全面联动，与你一起奥林匹克。**联手代言人孙杨、刘翔、李娜三个真正意义上的奥运明星推出系列公益广告，同时通过“一起奥林匹克”民间健康标杆评选及视频征集，选拔4组草根明星形象推上伦敦大巴，最后发起“伊利邀你来奥运”的互动活动，借奥运之风，伊利将奥运营销资源最大化，在提升品牌影响力的同时，将更多目光集中于对目前国人生活方式的关注和改善，巧妙地获得了消费者心理上的认同；**(3) 决胜终端与消费者双向互动。**在奥运期间，公司携手各大商超，在终端开展一系列以奥运为主题的体验活动。通过和老百姓一起看奥运赛事、体验奥运游戏、感受奥运精神，向公众倡导绿色健康生活理念、传递“更快、更高、更强”的奥运精神。

图 24：2008年公司成为北京奥运会唯一乳制品赞助商



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 25：公司产品成为伦敦奥运会中国体育代表团唯一乳制品



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

**图 26：公司产品成为 2010 年上海世博会唯一指定乳制品**


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

服务奥运盛事的精彩表现和成功经验让公司再次踏上了世界的舞台，更为伊利携手另一全球盛事——世博会，奠定了良好的根基。2009年5月25日，公司首次成功携手世博，又成为唯一一家符合世博标准，为2010年上海世博会提供乳制品的中国企业。在2010年的世博会上，公司再次完美演绎“中国制造”，并提高了品牌实力，巩固了其在乳品行业的绝对领导地位。

### (2) 聘用最炙手可热的明星代言，不断提升品牌知名度

为了最大限度的提升公司品牌形象，公司聘请了多位明星来代言公司的产品。目前在国内能够像公司一样拥有如此豪华的明星代言阵容的企业屈指可数。目前公司使用明星代言产品的营销方式，已经全面植入了其液态奶、酸奶、奶粉、冷饮四个事业部；在公司所签下的明星当中，已经覆盖了体育、影视、音乐等诸多领域。

作为2008年北京奥运会唯一使用乳制品赞助商和伦敦奥运会中国体育代表团唯一指定乳制品，公司在中国拥有非常广阔的市场，同时他们也邀请了多位体育界明星为伊利集团代言，包括孙杨、李娜、易建联、刘翔、王皓、郭晶晶、马琳等多位当红运动员都曾先后出现在公司的广告中。这些运动明星在运动赛场上的良好表现也推动公司产品走向赛场内外的每一个角落，尤其是孙杨等在奥运会赛场上的大放异彩也为公司产品赚足了曝光率。同时，作为国内最大的乳制品企业之一，公司还邀请多位炙手可热娱乐明星加盟代言公司产品，这些明星强大的号召力也为公司产品聚集了大量的消费者，并最终体现为对公司品牌的忠诚度。

**表 2：正在或曾代言公司产品的明星**

产品		正在或曾代言的明星
白奶	王菲、李娜、孙杨、刘翔、焦刘洋、马琳、陈一冰、国家田径队、羽毛球队、乒乓球队、花样游泳队和艺术体操队等	
酸奶	杨幂、郭晶晶、大S等	
优酸乳	周杰伦、林依晨、刘亦菲、易建联、潘玮柏等	
奶粉	陈建斌、蒋勤勤	
冷饮	罗志祥、angelababy、张韶涵	
舒化奶	王力宏	

资料来源：东兴证券研究所

### (3) 国际大品牌背书营销，奋力迈向“世界一流的健康食品集团”

2011年7月，在《变形金刚3》影片中，公司舒化奶产品成功注入其中，影片中男二号喝着伊利舒化奶，镜头还给了特写，就连他的台词都不忘为品牌赚吆喝：“让我先喝完舒化奶，再跟你说！”，这是中国乳制品企业第一次与好莱坞国际大片合作，也是第一次由全球知名导演（Michael Bay）专门为中国品牌设计植入场景、剧情以及台词。舒化奶以“好吸收带来的保护力”核心，这与变形金刚的“保护力”十分契合，因此本次广告植入将成为伊利迈向“世界一流的健康食品集团”这一国际化形象的第一步，其影响力和衍生效益是目前其他任何电影植入都不可比拟的。

同时，基于迪斯尼丰富的卡通原型资源以及其对儿童消费者广泛的影响力，公司2010年底与迪斯尼签约，成为迪士尼在中国的独家乳制品授权商，与迪士尼公司一同开发针对儿童的健康乳制品，并携手推广健康的饮食习惯和深入的营养认知。首批迪士尼—伊利乳制品“迪士尼-伊利QQ星酸奶系列”已经在2011年上半年陆续推向市场。多款身着“米奇”和“海底总动员”卡通形象的伊利QQ星牛奶受到市场热烈追捧。

图 27：2007年公司舒化奶成功植入《变形金刚3》



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 28：公司与迪士尼合作共同推出身着卡通形象 QQ 星牛奶

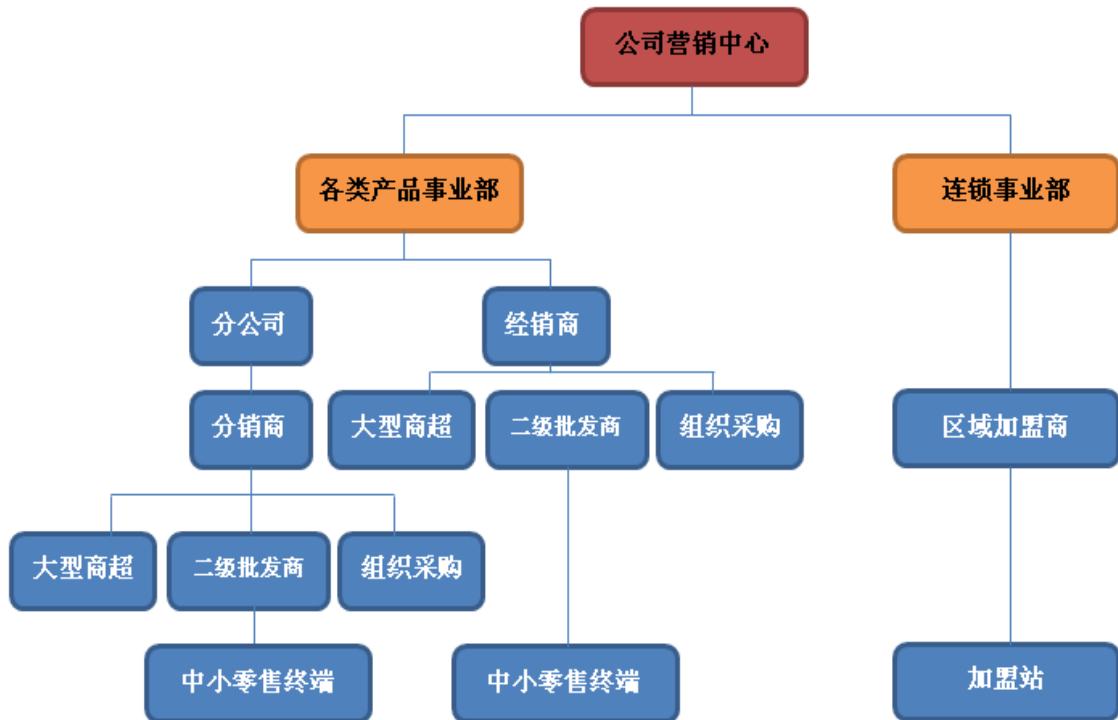


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

## 3.2 渠道：深化营销 下沉渠道

目前，随着乳制品行业集中度不断提升，行业竞争重心已经由行业发展初期的价格战过渡到目前的渠道战和品牌战，渠道已经成为乳制品厂商关键性的战略资产，也是未来乳制品企业获取长期竞争优势的关键所在。

目前公司的营销模式为控制两端（即一端为奶源，一端为终端），带动中间（即批发渠道），流通模式包括直销、经销商或代理商分销等，销售渠道集中在大卖场、超市、便利店、餐饮等，基本覆盖了全国所有省份和大中城市。这个营销和流通模式下，对终端渠道的把控相对较强，因此公司也在过去十年当中迅速成长为乳制品行业龙头。

**图 29：公司的营销体系**


资料来源：东兴证券研究所

目前公司的销售网点基本已经覆盖了全国所有省份，但是三四线城镇和食杂铺等铺货渠道还有很大提升空间。因此近年来公司不断加大渠道下沉的力度，从 2006 年起，公司就在全国范围内开展拓展销售渠道的“织网计划”，并率先完成了“纵贯南北、辐射东西”的战略布局，成为国内第一家真正有能力同时覆盖全国市场的乳品企业。“织网计划”有效的开拓了二、三级市场，将会极大帮助公司深化渠道和拓展新市场。

2007 年公司作为唯一一家乳品企业，被商务部推荐加入到“万村千乡市场工程”活动中。在全国各城镇开展了最大规模的牛奶下乡运动，使公司乳制品覆盖到 25 万个农家店，成功深入中国农村腹地，启动了更为广大的市场。在最近内蒙古政府为孕期妇女提供免费乳制品的“一杯奶生育关怀行动”中，公司物流团队突破了内蒙古地区的配送极限，实现了牛奶直接送达嘎查(村)的先例。

2009 年公司与中国石油销售公司签订全国贸易框架合作协议，将旗下产品全面进驻中国石油的便利商店。从 2009 年 4 月 2 日开始，公司产品以货架饮料区陈列、冰柜和冷风柜陈列、堆头陈列等方式进驻到中石油下属的全国 18000 家便利店网点。

目前，随着国内乳制品行业竞争日益激烈，渠道将会成为决定企业竞争胜负的关键因素之一。近年来，公司已经完成区域招商和布局的过程，未来渠道建设的重点在于渠道的深化。公司也为此做了很多的努力和尝试，并已建成乳制品行业最完善的渠道。未来我们也看好公司“织网计划”等渠道下沉布局给公司带来的增长。

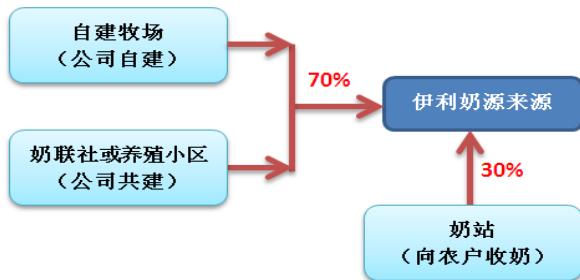
### 3.3 奶源建设：布局全国奶源基地 确保品质安全可控

近年来，乳制品行业出现较多的食品安全事件，导致很多消费者对国内乳制品产品品质安全性产生质疑，这非常不利于国内乳制品行业的发展。而对这些事件进行深入分析发现，这些食品安全事件发生的原因大都与乳制品的原料有关。因此，未来随着消费者对产品的安全性和营养性的要求越来越高，优质奶源的多少就会成为乳制品企业市场竞争的关键因素。

**(1) 奶源分布：**公司奶源分布于中国黄金奶源带。北纬40度左右是世界公认的黄金产奶带，在中国境内，新疆天山、内蒙古锡林郭勒和呼伦贝尔大草原牧草生长“黄金纬度”区，也是国内著名的三大黄金奶源带。目前公司已经在内蒙古锡林郭勒、呼伦贝尔、新疆天山三大黄金奶源基地上自建或合建牧场800个。公司计划未来五年还将在此基础上增加建设800个不同规模的牧场。

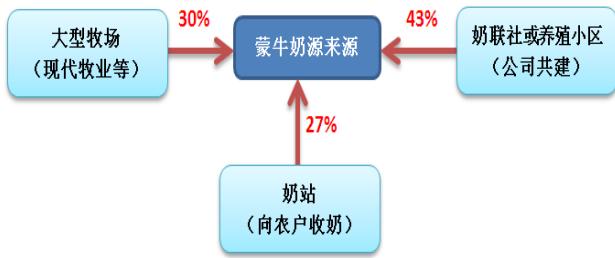
**(2) 奶源构成：**自给率行业最高。近年来，公司在不断加大自建奶源、推广奶联社的建设，以控制原奶的安全和成本。目前公司由自建牧场以及共建奶联社或养殖小区供应的原奶占比达到70%以上，这个比例为全行业最高。公司主要竞争对手蒙牛的奶源大部分来自于包括现代牧场在内的非公司自建牧场以及公司共建的奶联社和养殖小区，这两者的比例为73%左右，但是蒙牛奶源中来自自建牧场的部分远远低于公司，因此，从奶源可控性角度分析，公司对原奶以及最终产品的品质控制能力要好于蒙牛。

图 30：伊利奶源构成



资料来源：东兴证券研究所

图 31：蒙牛奶源构成



资料来源：东兴证券研究所

表 3：部分乳制品企业牧场情况

公司	牧场数量与类型
伊利股份	由牧场和养殖小区供应的原奶占比达到70%，并已经在内蒙古锡林郭勒、呼伦贝尔、新疆天山三大黄金奶源基地上自建或合建牧场800个，未来五年还将继续增加800个不同规模的牧场
蒙牛乳业	来自规模化牧场，以及奶联社和养殖小区的原料奶占比达到70%以上；在全国已经拥有14座合作、参股的万头奶牛以上的牧场，主要分布在呼市、塞北、察北、马鞍山、尚志等地；还将陆续参建20-30座大型牧场
光明乳业	牧场主要为承包租赁的养殖小区和海外牧场，其中自建规模牧场26家、控股或合作规模牧场520家
皇氏乳业	公司在广西拥有4个自己的牧场，分别在桂平、来宾、上思、南宁经开区。自有奶源占比大约在30%左右
贝因美	黑龙江安达县建立奶源基地，牧场的主要经营形式是与当地政府合作

资料来源：东兴证券研究所

**(3) 奶源建设：全国化布局。**作为全国销量最大，渠道最完善的乳制品企业之一，一直以来，公司都在不断的加强其奶源建设。目前，公司已经有自建或合建牧场 800 个，未来还将在基础上再建 800 个，实现奶源供应的大跨越。从公司奶源分布来看，除大部分落在三大奶源黄金奶源之外，为了配合其全国化扩张的战略，公司近年来还积极开拓四川、湖北以及安徽等地的奶源。根据我们统计，2004-2011 年公司通过募集资金+自筹资金投入的方式总共投入 28.43 亿元用于奶源建设，而且近年来该投资的力度在逐步加大，这表明公司对奶源建设十分重视，我们认为这些奶源基地建好后，将会极大增强公司未来的竞争力，公司产品的品质也将更有保障。

**表 4：2004-2011 年公司奶源建设投入情况**

年份	奶源项目投资	金额（万元）
2004	自筹资金投入	723
2005	自筹资金投入	670
2006	自筹资金投入	1001
2007	募集资金+自筹资金投向四川、湖北等奶源建设	54640
2008	募集资金+自筹资金投向四川、湖北等奶源建设	30338
2009	募集资金+自筹资金投向四川、湖北等奶源建设	30261
2010	募集资金投向四川、湖北等奶源建设	16359
2011	募集资金投向四川、湖北等奶源建设	150277
	合计	284269

资料来源：东兴证券研究所

## 4.募投项目分析：提升整体竞争力 增厚 EPS0.2926 元

公司 2011 年 5 月 19 日公告，拟以 32.67 元/股的价格发行不超过 21,800 万股（含 21,800 万股）股票募集资金净额（扣除发行费用后）70 亿元用于公司主要产品的产能扩建项目、奶源项目及补充流动资金。而后经过 2011 年 11 月 15 日公司第七届董事会临时会议、2012 年 2 月 27 日公司第七届董事会第三次会议以及 2012 年 8 月 22 日公司第七届董事会临时会议修改后，最终确定为：发行底价为 17.31 元/股，发行股数上调至 2.95 亿股（含），募集资金上限下调为 50 亿元（扣除发行费），发行的对象为包括呼和浩特投资有限责任公司在内的不超过 10 名的特定投资者，其中呼和浩特投资公司将现金认购 10%股份，截至 2012 年 09 月 30 日，呼市投资公司持有公司 10.18% 的股份，呼市投资公司认购本次发行的股票，该认购事项涉及关联交易。公司已与呼和浩特投资有限责任公司签订了《附条件生效的股份认购合同》以及《附条件生效的股份认购合同之修订合同》。呼和浩特投资有限责任公司依据该合同所认购的股份自发行结束之日起 36 个月内不得转让。其他投资者认购的股份自发行结束之日起 12 个月内不得转让。

**2012 年 10 月 12 日公司非公开发行 A 股股票的申请获得证监会审核通过。**

### (1) 募投项目情况

本次公司非公开发行股票募投项目主要包括液态奶、奶粉、冷饮和酸奶产能的建设、奶源的建设以及补充流动资金，部分项目目前正在建设过程中。项目总投资为 55.5

亿元，其中拟投入募集资金为 50 亿元。据公司预计，这些项目达产后每年可贡献收入 113.32 亿元。

表 5：公司募投项目、投入及收入情况

序号	项目名称	项目总投资 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	产能分布	项目达产后年收 入(亿元)
1	液态奶项目	22.3	18.8	河北张北，甘肃兰州，宁夏吴忠，广东惠州	51.02
2	奶粉项目	5.5	5.5	黑龙江杜尔伯特	25.79
3	冷饮项目	8	5.8	浙江金华，西安蓝田，广西南宁	10.55
4	酸奶项目	4.6	4.6	江苏苏州，广东惠州	16.08
5	奶源项目	15	11.2	安徽合肥，湖北黄冈，内蒙锡林浩特、呼和浩特，黑龙江肇东	9.89
6	补充流动资金	-	4.1		
	合计	55.5	50		113.32

资料来源：东兴证券研究所

## (2) 募投项目对公司业绩的影响

本次募集资金投资项目主要是用于扩充公司产能，包括扩充公司液态奶、冷饮、奶粉、酸奶等产品的生产能力，同时，公司将通过建设奶源项目，为公司提供更多稳定可靠的奶源，扩大奶源辐射半径，增加奶源供应渠道。本次募集资金投资项目的建设布局涉及全国多个省市，是实施公司在全国产业布局战略的重要举措，对完善产品供应渠道，增强市场快速反应能力，降低成本有重要作用，公司的综合竞争实力也将得到显著提升。同时，公司经营需要配备较多流动资金，本次发行募集资金将为公司补充适当的流动资金，有利于公司经营的稳定发展。

目前公司的总股本为 15.99 亿股，如果本次公司非公开发行的股本数为 2.95 亿股，则公司完成本次非公开发行后总股本可达 18.94 亿股。根据公司预测，项目达产后，每年可贡献收入 113.32 亿元，如果按照 2011 年公司净利率 4.89% 计算（2011 年公司净利率是近三年的高点，但我们预计未来随着行业集中度提升，公司的净利率可能还会有所提升，所以选择 2011 年净利率作为计算参考具有一定的合理性），这些项目达产后可贡献净利润  $113.32 \times 4.89\% = 5.54$  亿元，按照非公开发行后总股本计算，可增厚 EPS0.2926 元。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 绝对估值法-DCF 法：FCFF 估值结果 33.47 元 FCFE 为 31.77 元

公司目前处于持续快速稳定成长期，各项指标良好，也适用绝对估值法。假设第二阶段增长率 5%、永久增长率 1%，以及公司产销及财务指标均达到预期，对公司进行 DCF 估值，结果 FCFF 估值结果为 33.47 元，区间为 29.96-38.36 元；FCFE 估值结果为 31.77 元，区间为 28.01-36.99 元。

**表 6：公司 DCF 估值结果**

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	33.47	29.96-38.36	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	31.77	28.01-36.99	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	6.03	5.35-6.96	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	31	27.48-35.85	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	-6.73	(-5.25)-(-8.78)	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	20.6	18.52-23.95	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：东兴证券研究所

## 5.2 投资建议：给予 13 年目标价 30 元提升空间约 54% 继续强烈推荐

经调研和测算，我们中性偏乐观预计 2012-2014 年收入增长约 5.85%、8.76% 和 8.81%，净利润增长约 10%、11.88% 和 12.33%，EPS 分别为 1.25 元、1.41 元和 1.59 元。给予 2013 年 21 倍 PE，对应目标价 30 元，与当前价相比提升空间大约 54%，故继续给予强烈推荐评级。

**表 7：公司 11-14 年盈利预测表**

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	37451.37	39642.81	5.85%	43117.45	8.76%	46915.07	8.81%
营业成本	26485.67	27842.66	5.12%	30080.94	8.04%	32508.06	8.07%
营业费用	7290.96	7790.91	6.86%	8558.46	9.85%	9405.33	9.90%
管理费用	1970.69	2105.83	6.86%	2313.29	9.85%	2542.19	9.90%
财务费用	-49.16	-46.81	N/A	-51.49	N/A	-66.94	N/A
投资收益	253.82	279.21	10.00%	307.13	10.00%	337.84	10.00%
营业利润	1746.01	1952.07	11.80%	2221.34	13.79%	2535.21	14.13%
利润总额	2136.42	2352.03	10.09%	2630.91	11.86%	2954.46	12.30%
所得税	303.98	334.66	10.09%	374.34	11.86%	420.37	12.30%
净利润	1832.44	2017.38	10.09%	2256.57	11.86%	2534.09	12.30%
归属母公司所有者的净利润	1809.22	1991.84	10.09%	2228.48	11.88%	2503.18	12.33%
NOPLAT	1455.41	1634.18	12.28%	1861.11	13.89%	2117.08	13.75%
EPS	1.13	1.25	--	1.41	--	1.59	--

资料来源：东兴证券研究所

## 6. 风险提示

如果行业或公司爆发大规模食品安全事件，将会大幅降低公司业绩增速。

## 分析师简介

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品研究小组负责人，研究所所长助理，1993年进入证券市场，2007年加盟东兴证券研究所，2010年入围今日投资最佳独立见解分析师，入围2012年度卖方分析师“水晶球奖”非公募榜单。

## 联系人简介

### 李德宝

食品科学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义；

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介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。