



业绩分析 伊利股份 (600887.SS)

买入

证券研究报告

业绩符合预期：市场份额扩大、资产负债状况稳定，下半年利润率将扩张

与预测不一致的方面

伊利股份公布 2016 年上半年/二季度经常性净利润为人民币 31.51 亿/15.97 亿元，分别增长 14%/17%，符合我们的预测。上半年销售收入基本持平，主要受奶粉业务同比下滑 24% 的拖累。毛利率上升 370 个基点至 38.7%，但被销售管理费用大幅增长所抵消。政府补助和投资收益上升推动每股盈利增长加速。

投资影响

重申买入评级：**1) 市场份额进一步扩大**：虽然 2016 年上半年伊利出厂销售增速较 2015 年放缓，但我们认为零售终端消费需求保持完好（二季度伊利常温/低温产品市场份额同比扩张 130 个/90 个基点）。伊利有意控制发货节奏以确保自身及渠道库存维持在稳健水平（伊利库存半年环比下降 20%）。**2) 预计下半年利润率将更大规模扩张**：尽管上半年原奶成本降幅达到了高个位数水平且公司产品结构持续升级令伊利从中受益，但广告营销费用率的显著上升（13.5% vs. 10.5%）拖累营业利润率下滑。我们目前预计下半年营业利润率将上升 210 个基点，因为可比基数较低且营销费用不会进一步增加；**3) 资产负债状况和现金流强劲**：公司经营性现金流强劲，2016 年上半年自由现金流为人民币 60 亿元，而去年同期为 45 亿元。因此伊利上半年所持净现金规模达到了人民币 100 亿元的历史高位。

我们将 2016-18 年每股盈利预测小幅调整了 -1% 至 2%，反映销售预测增长下滑和销售管理费用上升的影响。我们目前预计利润率扩张将推动 **2016 年下半年每股盈利增长 16%**，2015-17 年每股盈利增长年均复合增长率为 13%。我们将 12 个月目标价格由此前的人民币 21.5 元调整为 20.8 元，仍基于 2017 年预期 EV/GCI vs. CROCI/WACC 框架。该目标价格隐含 20.5 倍的 2017 年预期市盈率。主要风险：销售/利润率低于预期；广告营销费用高于预期。

伊利股份 2016 年上半年实际业绩 vs. 我们的预测

RMB mn	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16A	1H16E	Act. Vs GSe	YoY %
Recurring NPAT	2,259	2,056	2,756	2,000	3,151	3,101	2%	14.3%

资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

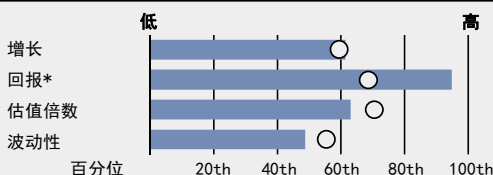
所属投资名单

亚太买入名单

行业评级：中性

廖绪发, CFA 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufu.liao@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要



■ 伊利股份 (600887.SS)

○ 亚太消费品行业平均水平

* 回报 - 资本回报率

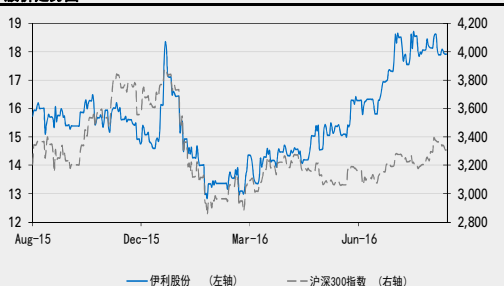
投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

主要数据

股价 (Rmb)	17.91
12个月目标价格 (Rmb)	20.80
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	108,620.6 / 16,290.3
外资持股比例 (%)	--

	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
每股盈利 (Rmb) 新	0.78	0.91	1.00	1.14
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	2.0	(1.1)	0.4
每股盈利增长 (%)	11.4	16.1	9.8	13.7
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.78	0.90	1.00	1.14
市盈率 (X)	21.0	19.7	17.9	15.8
市净率 (X)	5.0	4.9	4.4	3.9
EV/EBITDA (X)	13.7	13.5	11.8	10.1
股息收益率 (%)	2.7	3.0	3.3	3.7
净资产回报率 (%)	24.6	25.9	25.8	26.3
CROCI (%)	26.2	27.0	26.6	27.2

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	19.0	36.8	23.0
相对于沪深300指数	10.3	22.0	12.5

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为8/26/2016收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

伊利股份： 财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	资产负债表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入	60,359.9	61,379.5	65,403.4	70,249.6	现金及等价物	13,083.7	9,024.9	10,659.7	13,285.5
主营业务成本	(38,626.6)	(37,492.6)	(39,543.5)	(42,108.5)	应收账款	841.3	1,023.7	1,270.0	1,364.1
销售、一般及管理费用	(16,714.5)	(18,317.7)	(19,578.2)	(20,920.3)	存货	4,663.1	4,012.6	4,123.8	4,391.3
研发费用	0.0	0.0	0.0	0.0	其它流动资产	1,198.9	1,198.9	1,198.9	1,198.9
其它营业收入/（支出）	(13.6)	(25.0)	(15.0)	(15.0)	流动资产	19,787.1	15,260.2	17,252.4	20,239.8
EBITDA	6,786.0	7,437.8	8,364.2	9,516.7	固定资产净额	15,340.6	15,974.1	16,582.3	17,284.8
折旧和摊销	(1,780.8)	(1,893.5)	(2,097.6)	(2,310.9)	无形资产净额	967.1	974.6	992.4	1,012.4
EBIT	5,005.1	5,544.3	6,266.7	7,205.8	长期投资	1,107.3	1,477.0	1,700.9	1,946.4
利息收入	32.0	65.4	45.1	53.3	其它长期资产	2,428.9	2,977.5	3,316.0	3,353.5
财务费用	(329.1)	(80.9)	(27.0)	(27.0)	资产合计	39,631.0	36,663.4	39,844.0	43,837.0
联营公司	5.8	7.2	7.2	7.2	应付账款	9,852.7	9,563.4	9,869.9	10,510.1
其它	809.8	1,031.7	875.9	907.6	短期贷款	6,190.0	690.0	690.0	690.0
税前利润	5,523.5	6,567.7	7,168.0	8,146.9	其它流动负债	2,159.3	2,649.9	3,003.4	3,491.3
所得税	(869.1)	(1,016.9)	(1,074.1)	(1,221.0)	流动负债	18,202.0	12,903.3	13,563.2	14,691.4
少数股东损益	(22.6)	(27.0)	(29.6)	(33.7)	长期贷款	0.3	0.3	0.3	0.3
优先股股息前净利润	4,631.8	5,523.8	6,064.2	6,892.3	其它长期负债	1,282.7	1,282.7	1,282.7	1,282.7
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	1,283.0	1,283.0	1,283.0	1,283.0
非经常性项目前净利润	4,631.8	5,523.8	6,064.2	6,892.3	负债合计	19,485.1	14,186.3	14,846.3	15,974.4
税后非经常性损益	124.5	(59.5)	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	4,756.3	5,464.3	6,064.2	6,892.3	普通股权益	19,984.4	22,288.5	24,779.6	27,610.8
每股基本盈利（非经常性项目前）(Rmb)	0.76	0.91	1.00	1.14	少数股东权益	161.5	188.5	218.1	251.8
每股基本盈利（非经常性项目后）(Rmb)	0.78	0.91	1.00	1.14	负债及股东权益合计	39,631.0	36,663.4	39,844.0	43,837.0
每股摊薄盈利（非经常性项目后）(Rmb)	0.78	0.90	1.00	1.14	每股净资产(Rmb)	3.30	3.68	4.09	4.55
每股股息(Rmb)	0.45	0.53	0.59	0.67					
股息支付率(%)	57.4	58.3	58.9	58.9					
自由现金流收益率(%)	5.9	4.2	4.7	5.9					
增长率和利润率(%)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	比率	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入增长率	10.9	1.7	6.6	7.4	CROCI (%)	26.2	27.0	26.6	27.2
EBITDA增长率	14.7	9.6	12.5	13.8	净资产回报率(%)	24.6	25.9	25.8	26.3
EBIT增长率	12.8	10.8	13.0	15.0	总资产回报率(%)	12.0	14.3	15.9	16.5
净利润增长率	10.2	14.9	11.0	13.7	平均运用资本回报率(%)	36.9	40.6	41.7	45.6
每股盈利增长	11.4	16.1	9.8	13.7	存货周转天数	45.7	42.2	37.6	36.9
毛利率	36.0	38.9	39.5	40.1	应收账款周转天数	4.9	5.5	6.4	6.8
EBITDA利润率	11.2	12.1	12.8	13.5	应付账款周转天数	86.3	94.5	89.7	88.3
EBIT利润率	8.3	9.0	9.6	10.3	净负债/股东权益(%)	(34.2)	(37.1)	(39.9)	(45.2)
					EBIT利息保障倍数(X)	16.8	358.2	NM	NM
现金流量表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	估值	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
优先股股息前净利润	4,631.8	5,523.8	6,064.2	6,892.3	基本市盈率(X)	21.0	19.7	17.9	15.8
折旧及摊销	1,780.8	1,893.5	2,097.6	2,310.9	市净率(X)	5.0	4.9	4.4	3.9
少数股东权益	22.6	27.0	29.6	33.7	EV/EBITDA(X)	13.7	13.5	11.8	10.1
运营资本增减	2,621.5	178.9	(51.0)	278.6	企业价值/总投资现金(X)	3.6	3.5	3.1	2.7
其它	479.8	(7.2)	(7.2)	(7.2)	股息收益率(%)	2.7	3.0	3.3	3.7
经营活动产生的现金流	9,536.5	7,616.0	8,133.2	9,508.3					
资本开支	(3,652.1)	(3,092.1)	(3,062.0)	(3,071.0)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	26.4	0.0	0.0	0.0					
其它	138.8	(362.5)	(216.7)	(238.4)					
投资活动产生的现金流	(3,486.9)	(3,454.6)	(3,278.7)	(3,309.3)					
支付股息的现金（普通股和优先股）	(2,659.0)	(2,729.2)	(3,219.7)	(3,573.2)					
借款增减	(2,585.7)	(5,500.0)	0.0	0.0					
普通股发行（回购）	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(1,034.4)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(6,279.0)	(8,229.2)	(3,219.7)	(3,573.2)					
总现金流	(243.9)	(4,058.8)	1,634.8	2,625.8					
					注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。				
					资料来源：公司数据、高盛研究预测				

对此报告有贡献的人员

廖绪发, CFA
xufa.liao@ghsl.cn

图表1: 伊利股份 2016 年上半年销售收入低于我们的预测, 税后净利润符合我们的预测
伊利股份 2016 年上半年实际业绩 vs. 我们的预测

Rmb millions							
Divisional P/L	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16A	1H16E	Act. Vs GSe YoY %
Revenues (external only)							
Liquid milk	20,709	21,698	22,423	24,728	23,495	24,217	-3% 5%
Frozen Dairy	3,040	1,243	2,990	1,108	2,931	2,990	-2% -2%
Milk powder and products	3,041	2,972	3,336	3,111	2,534	2,902	-13% -24%
Mixed feed	305	478	524	534	408	157	160% -22%
Others	375	575	879	727	720	1,153	-38% -18%
Total Revenue	27,471	26,966	30,151	30,209	30,087	31,419	-4% 0%
Consolidated P/L	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16A	1H16E	Act. Vs GSe YoY %
Revenue	27,471	26,966	30,151	30,209	30,087	31,419	-4.2% -0.2%
COGS	-18,379	-18,206	-19,600	-19,026	-18,444	-19,270	-4.3% -5.9%
GP	9,092	8,759	10,551	11,183	11,642	12,148	-4.2% 10.3%
SG&A	-6,706	-6,531	-7,364	-9,351	-8,634	-8,819	-2.1% 17.3%
Selling Exp.	-5,222	-4,853	-6,015	-7,243	-7,076	-7,370	-4.0% 17.6%
Admin Exp.	-1,484	-1,679	-1,349	-2,107	-1,558	-1,448	7.6% 15.5%
Operating profit	2,385	2,228	3,187	1,832	3,008	3,330	-9.7% -5.6%
Other Income/Expenses	-10	-166	-28	14	-42	-29	44.9% 52.7%
EBIT	2,375	2,062	3,160	1,845	2,966	3,301	-10.1% -6.1%
D&A	-1,100	300	-924	-857	-922	-988	-6.7% -0.2%
EBITDA	3,475	1,762	4,084	2,702	3,888	4,289	-9.3% -4.8%
Net Finance Exp.	52	-207	-214	-83	-18	-47	-60.7% -91.4%
Other Non-Op Income	258	246	242	573	859	400	115.0% 254.9%
Profit Before Tax	2,684	2,101	3,188	2,335	3,807	3,654	4.2% 19.4%
Tax	-378	-241	-514	-355	-585	-551	6.3% 13.8%
Minority Interest	-13	-9	-12	-11	-11	-13	-19.5% -12.3%
NPAT excl. MI	2,293	1,851	2,662	1,970	3,211	3,090	3.9% 20.6%
One-off's after tax							
Recurring NPAT	2,259	2,056	2,756	2,000	3,151	3,101	1.6% 14.3%

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表2: 我们将 2016-18 年每股盈利预测小幅调整了-1%至 2%

伊利股份实际业绩 vs. 我们的预测

RMB mn									
Divisional P/L	2013 Actual	2014 Actual	2015 Actual	FY2016E			FY2017E		
				Old	New	% Chg	Old	New	% Chg
Revenues (external only)									
Liquid milk	37,116	42,406	47,151	51,606	49,717	-4%	56,053	53,827	-4%
Forzen dairy	4,243	4,284	4,098	4,180	4,098	-2%	4,263	4,180	-2%
Milk powder and products	5,512	6,013	6,447	5,892	5,211	-12%	5,952	5,165	-13%
Mixed feed	583	783	1,058	212	741	250%	212	704	233%
Others	325	950	1,605	1,723	1,613	-6%	1,799	1,529	-15%
Total Revenue	47,779	54,436	60,360	63,612	61,380	-4%	68,279	65,403	-4%
yoY growth									
Liquid milk	15%	14%	11%	9%	5%		9%	8%	
Forzen dairy	-1%	1%	-4%	2%	0%		2%	2%	
Milk powder and products	23%	9%	7%	-9%	-19%		1%	-1%	
Mixed feed	-15%	34%	35%	-80%	-30%		0%	-5%	
Total Revenue	14%	14%	11%	5%	2%		7%	7%	
Consolidated P&L	2013 Actual	2014 Actual	2015 Actual	FY2016E			FY2017E		
				Old	New	% Chg	Old	New	% Chg
Sales	47,779	54,436	60,360	63,612	61,380	-4%	68,279	65,403	-4%
COGS	(34,317)	(36,585)	(38,627)	(39,307)	(37,493)	-5%	(41,718)	(39,544)	-5%
Gross Profit	13,462	17,851	21,733	24,305	23,887	-2%	26,561	25,860	-3%
SG&A	(10,938)	(13,238)	(16,714)	(18,553)	(18,318)	-1%	(19,976)	(19,578)	-2%
Selling Exp.	(8,546)	(10,075)	(13,258)	(14,963)	(14,742)	-1%	(16,118)	(15,833)	-2%
Admin Exp.	(2,392)	(3,163)	(3,456)	(3,590)	(3,576)	0%	(3,858)	(3,745)	-3%
OP	2,524	4,613	5,019	5,751	5,569	-3%	6,594	6,282	-5%
Other Income/(expense)	(30)	(176)	(14)	(15)	(25)	67%	(15)	(15)	0%
EBIT	2,495	4,437	5,005	5,736	5,544	-3%	6,569	6,267	-5%
D&A	(1,143)	(1,479)	(1,781)	(1,998)	(1,893)	-5%	(2,281)	(2,098)	-8%
EBITDA	3,637	5,916	6,786	7,735	7,438	-4%	8,850	8,364	-5%
Net finance costs	33	(155)	(297)	(118)	(15)	-87%	(86)	18	-121%
Other non-operating income (expense)	533	504	815	758	1,039	37%	764	883	16%
Pre-tax income	3,060	4,786	5,524	6,376	6,568	3%	7,247	7,168	-1%
Provisions for taxes	141	(619)	(869)	(955)	(1,017)	6%	(1,086)	(1,074)	-1%
Minority interest (I/S item)	(14)	(22)	(23)	(26)	(27)	2%	(30)	(30)	-1%
Reported NPAT	3,187	4,144	4,632	5,394	5,524	2%	6,131	6,064	-1%
Less: Net Non-Recurring	(552)	171	125	23	(60)	-365%	0		
Adjusted NPAT	2,635	4,315	4,756	5,416	5,464	1%	6,131	6,064	-1%
Reported Diluted EPS	0.88	0.88	0.78	0.89	0.91	2%	1.01	1.00	-1%
Adjusted Diluted EPS	0.88	0.88	0.78	0.89	0.91	2%	1.01	1.00	-1%
YoY Growth %									
Sales	14%	14%	11%	5%	2%		7%	7%	
GP	10%	33%	22%	12%	10%		9%	8%	
Operating profit (GP less SG&A)	53%	83%	9%	13%	11%		14%	13%	
Reported NPAT	86%	30%	12%	16%	19%		14%	10%	
Adjusted NPAT	53%	64%	10%	14%	15%		13%	11%	
Margins						ppt			ppt
GP	28.2%	32.8%	36.0%	38.2%	38.9%	0.7%	38.9%	39.5%	0.6%
Operating profit (GP less SG&A)	5.3%	8.5%	8.3%	9.0%	9.1%	0.0%	9.6%	9.6%	0.0%
Reported NPAT	6.7%	7.6%	7.7%	8.5%	9.0%	0.5%	9.0%	9.3%	0.3%
Recurring NPAT	5.5%	7.9%	7.9%	8.5%	8.9%	0.4%	9.0%	9.3%	0.3%
SG&A/Sales	-22.9%	-24.3%	-27.7%	-29.2%	-29.8%	-0.7%	-29.3%	-29.9%	-0.7%
Effective tax rate (%)	4.6%	-12.9%	-15.7%	-15.0%	-15.5%	-0.5%	-15.0%	-15.0%	0.0%

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

高华证券感谢高盛分析师孔令侃, CFA、卢家骅和李振霆在本报告中的贡献。

信息披露附录

申明

本人，廖绪发，CFA，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

廖绪发，CFA：中国传媒业、中国食品及饮料行业、亚太消费品及零售行业。

亚太消费品及零售行业：Ace Hardware Indonesia、Amorepacific、BGF Retail、合生元、光明乳业、现代牧业、华润创业、CJ CheilJedang、CP ALL PCL、E-Mart、Eclat Textile Co.、GS Retail Co.、Hyundai Department Store、KT&G、LG Household & Healthcare、Lotte Shopping、Makalot Industrial Co、Matahari Department Store、蒙牛乳业、MOMO.COM Inc.、Orion、PChome Online Inc.、宝胜国际控股有限公司、统一超商、PT Gudang Garam Tbk、PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk、PT Indofood CBP Sukses Makmur、PT Indofood Sukses Makmur Tbk、PT Kalbe Farma Tbk、PT Unilever Indonesia Tbk、Shenzhou International Group Holdings Ltd、Shinsegae、九兴控股、高鑫零售、康师傅控股、青岛啤酒(A)、青岛啤酒(H)、统一企业、统一企业、中国旺旺、万洲国际、伊利股份、裕元工业。

中国食品及饮料行业：古井贡酒、洋河股份、贵州茅台、泸州老窖、青青稞酒、山西汾酒、五粮液。

中国传媒业：奥飞娱乐、光线传媒、歌华有线、华录百纳、蓝色光标、中南传媒、分众传媒、省广股份、华谊兄弟、IMAX 中国、凤凰传媒、乐视网、东方明珠、掌趣科技、万达院线、华策影视。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：伊利股份 (Rmb16.83)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购股票要约。本报告不构成个人投资建议，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，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。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。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。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。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2016 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。