

伊利股份(600887.SS, 买入)

上行空间: 27%

证券研究报告

乳业巨头的增长之路

中国最大的乳制品企业，在行业上行周期中处于有利地位

伊利是中国最大的乳制品企业，在常温奶、酸奶和配方奶领域中拥有领先的市场份额。虽然市场对于 2017 年成本上升的压力感到担忧，但我们认为在行业上行周期中伊利的风险回报具有吸引力，即公司利润率的进一步上升主要源自促销减少和产品结构改善。我们预计，这一因素再加之收入增长提速将推动伊利未来两年的每股盈利年均复合增长 15%。此外，我们认为近期公司收购圣牧有机奶业的提议将帮助公司打入有机奶市场。当前伊利股价对应 18 倍的 12 个月预期市盈率，低于 20 倍/23 倍的历史/同业均值。

销售增长提速；拓展至有机奶领域

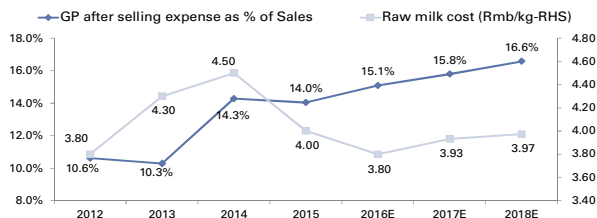
2016 年表现疲弱，但 2017-18 年销售势必强劲回升：2016 年销售增速放缓

（我们预测同比增长 1%）导致伊利股价在过去六个月中表现平平。但是我们预计公司 2017-18 年销售将加速增长（预计增幅为 6%-7%），原因在于：1) 过去 12 个月伊利的液态奶市场份额持续扩大，常温酸奶和高档常温奶等明星产品将继续成为 2017 年收入增长的主要引擎；2) 婴幼儿配方奶领域已触底反弹，而且应该能自 2017 年下半年起迎来回升，因为 2016 年出生率上升，而且在新的监管要求下库存已逐渐出清。此外，我们认为圣牧收购方案表明伊利有决心进军有机奶市场，而且未来两年伊利/圣牧的潜在下游分销协同效应意味着伊利 2018 年每股盈利有望增厚 14%。

尽管成本压力上升，但利润率上行空间完好

虽然市场对于成本上升引发的利润率压力感到担忧，但我们认为伊利的利润率存在进一步上升空间。在 2014-16 年的奶价下行周期中，伊利受益于较高的毛利率，但广告促销支出上升抵消了这一利好因素；而在当前的奶价上行周期中，我们预计伊利将通过较少促销的方式传导成本上升的压力，并控制销售成本，从而推动未来两年利润率提高 150 个基点。

我们预计，虽然原奶价格上涨，但伊利将稳步提高利润率



资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

廖绪发, CFA

+86(21)2401-8902 xufa.liao@ghsl.cn

北京高华证券有限责任公司

执业证书编号: S1420510120006

Price	12m Target Price
Rmb18.20	Rmb23.10
Market Cap	12m ADTV
US\$16,084mn	US\$135mn

The Asia Stock Collection

本系列汇总了分析师对亚洲个股的精选分析，重点在于差异化观点、流动性状况以及 2017 年推动因素，阐述了以下八大核心问题：

1. 投资观点
2. 未来走势
3. 我们的不同之处
4. 预测推动因素
5. 估值
6. 现金流和资产负债表
7. 风险及阻力因素
8. 外部股价因素

请访问我们的网站阅读全部系列报告

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。

Yili Industrial: Summary financials

Profit model (Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	Balance sheet (Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
Total revenue	60,359.9	60,791.5	64,737.1	69,481.7	Cash & equivalents	13,083.7	8,596.7	10,002.1	12,601.7
Cost of goods sold	(38,626.6)	(37,237.8)	(39,610.1)	(42,158.7)	Accounts receivable	841.3	1,013.9	1,257.1	1,349.2
SG&A	(16,714.5)	(18,256.5)	(18,967.8)	(20,025.9)	Inventory	4,663.1	3,985.4	4,130.7	4,396.5
R&D	0.0	0.0	0.0	0.0	Other current assets	1,198.9	1,198.9	1,198.9	1,198.9
Other operating profit/(expense)	(13.6)	(40.0)	(15.0)	(15.0)	Total current assets	19,787.1	14,794.9	16,588.8	19,546.3
EBITDA	6,786.0	7,149.9	8,170.1	9,442.2	Net PP&E	15,340.6	15,952.3	16,605.3	17,426.4
Depreciation & amortization	(1,780.8)	(1,892.7)	(2,026.0)	(2,160.1)	Net intangibles	967.1	974.2	991.5	1,011.0
EBIT	5,005.1	5,257.2	6,144.2	7,282.1	Total investments	1,107.3	1,477.0	1,737.0	2,022.3
Interest income	32.0	65.4	43.0	50.0	Other long-term assets	2,428.9	3,276.3	3,913.8	3,950.6
Interest expense	(329.1)	(80.9)	(27.0)	(27.0)	Total assets	39,631.0	36,474.7	39,836.5	43,956.6
Income/(loss) from uncons. subs.	5.8	7.2	7.2	7.2	Accounts payable	9,852.7	9,498.4	9,886.5	10,522.6
Others	809.8	1,171.7	1,032.0	1,007.3	Short-term debt	6,190.0	690.0	690.0	690.0
Pretax profits	5,523.5	6,420.6	7,199.4	8,319.7	Other current liabilities	2,159.3	2,577.0	3,019.0	3,577.4
Income tax	(869.1)	(994.1)	(1,078.8)	(1,246.9)	Total current liabilities	18,202.0	12,765.4	13,595.5	14,790.0
Minorities	(22.6)	(26.4)	(29.8)	(34.4)	Long-term debt	0.3	0.3	0.3	0.3
Net income pre-preferred dividends	4,631.8	5,400.2	6,090.8	7,038.4	Other long-term liabilities	1,282.7	1,282.7	1,282.7	1,282.7
Preferred dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	Total long-term liabilities	1,283.0	1,283.0	1,283.0	1,283.0
Net income (pre-exceptionals)	4,631.8	5,400.2	6,090.8	7,038.4	Total liabilities	19,485.1	14,048.5	14,878.6	16,073.0
Post-tax exceptionals	124.5	(59.5)	0.0	0.0	Preferred shares	0.0	0.0	0.0	0.0
Net income	4,756.3	5,340.7	6,090.8	7,038.4	Total common equity	19,984.4	22,237.7	24,739.7	27,630.9
EPS (basic, pre-except) (Rmb)	0.76	0.89	1.00	1.16	Minority interest	161.5	188.5	218.2	252.6
EPS (basic, post-except) (Rmb)	0.78	0.88	1.00	1.16	Total liabilities & equity	39,631.0	36,474.7	39,836.5	43,956.6
EPS (diluted, post-except) (Rmb)	0.78	0.88	1.00	1.16	BVPS (Rmb)	3.30	3.67	4.08	4.56
DPS (Rmb)	0.45	0.52	0.59	0.68					
Dividend payout ratio (%)	57.4	58.9	58.9	58.9					
Free cash flow yield (%)	5.9	3.7	4.3	5.8					
Growth & margins (%)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	Ratios	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
Sales growth	10.9	0.7	6.5	7.3	CROCI (%)	26.2	26.9	27.0	27.9
EBITDA growth	14.7	5.4	14.3	15.6	ROE (%)	24.6	25.3	25.9	26.9
EBIT growth	12.8	5.0	16.9	18.5	ROA (%)	12.0	14.0	16.0	16.8
Net income growth	10.2	12.3	14.0	15.6	ROACE (%)	36.9	39.2	40.5	44.6
EPS growth	11.4	12.3	14.0	15.6	Inventory days	45.7	42.4	37.4	36.9
Gross margin	36.0	38.7	38.8	39.3	Receivables days	4.9	5.6	6.4	6.8
EBITDA margin	11.2	11.8	12.6	13.6	Payable days	86.3	94.8	89.3	88.3
EBIT margin	8.3	8.6	9.5	10.5	Net debt/equity (%)	(34.2)	(35.3)	(37.3)	(42.7)
					Interest cover - EBIT (X)	16.8	339.6	NM	NM
Cash flow statement (Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	Valuation	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
Net income pre-preferred dividends	4,631.8	5,400.2	6,090.8	7,038.4	P/E (analyst) (X)	21.0	20.8	18.3	15.8
D&A add-back	1,780.8	1,892.7	2,026.0	2,160.1	P/B (X)	5.0	5.0	4.5	4.0
Minorities interests add-back	22.6	26.4	29.8	34.4	EV/EBITDA (X)	13.7	14.5	12.5	10.5
Net (inc)/dec working capital	2,621.5	150.9	(0.5)	278.2	EV/GCI (X)	3.6	3.6	3.3	2.9
Other operating cash flow	479.8	(7.2)	(7.2)	(7.2)	Dividend yield (%)	2.7	2.8	3.2	3.7
Cash flow from operations	9,536.5	7,463.0	8,138.9	9,503.9					
Capital expenditures	(3,652.1)	(3,367.3)	(3,333.9)	(3,037.4)					
Acquisitions	0.0	0.0	0.0	0.0					
Divestitures	26.4	0.0	0.0	0.0					
Others	138.8	(362.5)	(252.8)	(278.1)					
Cash flow from investments	(3,486.9)	(3,729.8)	(3,586.7)	(3,315.5)					
Dividends paid (common & pref)	(2,659.0)	(2,729.2)	(3,146.8)	(3,588.8)					
Inc/(dec) in debt	(2,585.7)	(5,500.0)	0.0	0.0					
Common stock issuance (repurchase)	0.0	0.0	0.0	0.0					
Other financing cash flows	(1,034.4)	0.0	0.0	0.0					
Cash flow from financing	(6,279.0)	(8,229.2)	(3,146.8)	(3,588.8)					
Total cash flow	(243.9)	(4,487.0)	1,405.4	2,599.6					

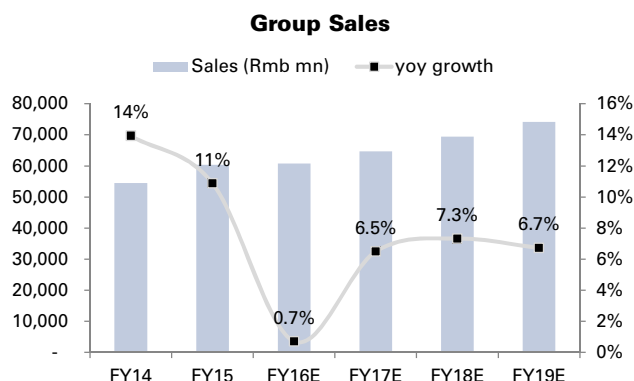
Note: Last actual year may include reported and estimated data.
Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates.

Prices are based on the market close of February 27 2017, unless stated otherwise.

销售加速增长，促销减少推动利润率上行

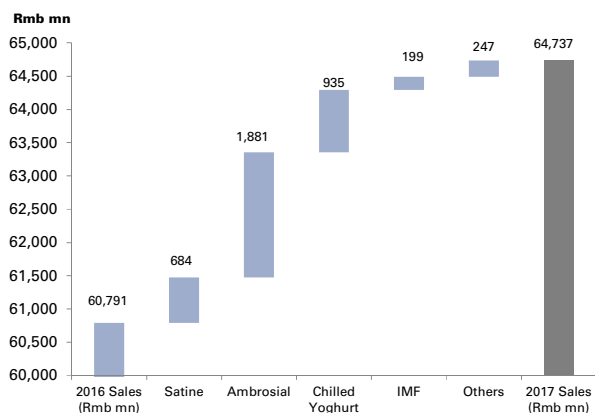
- 我们预计 **2017-18 年伊利销售同比增速** 将从 2016 年的 1% **提高到 6%-7%**，主要推动因素在于明星产品及普通产品销售强劲增长、以及婴幼儿配方奶业务在经历了去年的去库存之后有望迎来回暖。
- 我们认为，伊利旗下以“**安慕希**”常温酸奶和“**金典**”常温奶为首的明星产品将推动未来几年收入加速增长。
- 我们预计，安慕希”和“金典”在经历了此前两年年均复合增长 228%/13% 之后，将在 2016-2018 年实现 19%/11% 的年均复合增长率。伊利的常温酸奶在面市三年后已跻身中国三大最畅销乳制品单品之列，参见图表 4。尽管 2016 年伊利常温酸奶持续扩大市场份额，但我们认为该产品在中小城市仍有进一步渗透的空间。
- 总体而言，我们预计 2017/2018 年**液态奶销售收入增幅为 8%**，这将有助于伊利进一步巩固市场领先地位。

图表 1: 强大的明星产品推动伊利销售收入加速增长
销售同比增幅



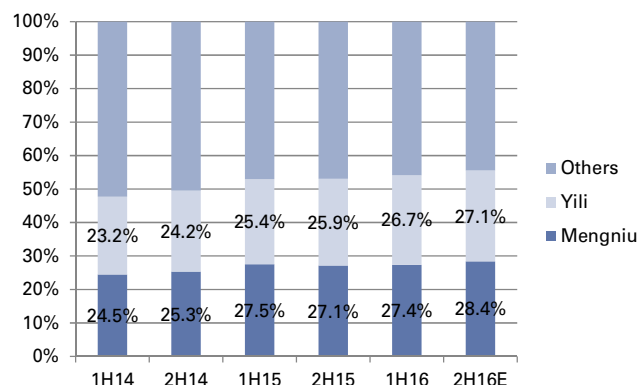
资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

图表 3: 伊利 2017 年的收入提高主要得益于几款明星产品的贡献和婴幼儿配方奶业务的回升
销售增幅构成—明星产品



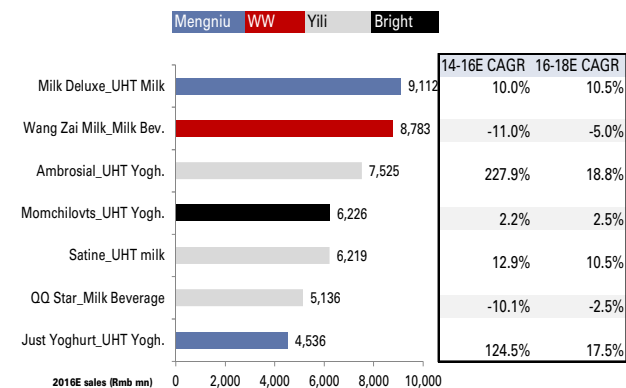
资料来源：高盛全球投资研究

图表 2: 我们看到伊利继续从小企业手中斩获市场份额
市场份额提高



资料来源：尼尔森、高盛全球投资研究

图表 4: 伊利的常温酸奶已跻身中国三大最畅销乳制品单品之列
最畅销乳制品单品（出厂销售）

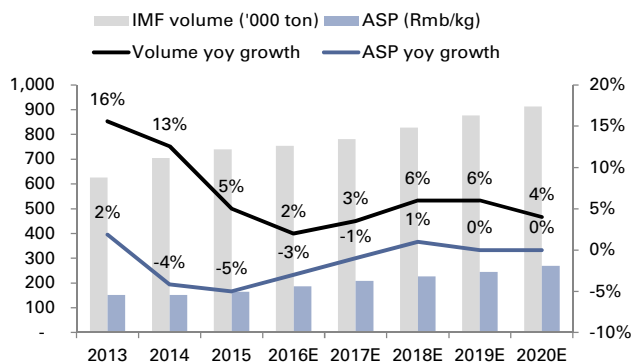


资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

婴幼儿配方奶：有利的人口结构变化和监管调整助力业务回暖

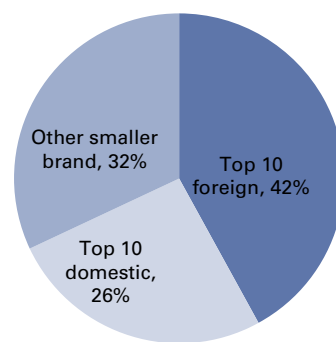
- **2016 年行业态势疲弱：**婴幼儿配方奶业务在 2016 年表现不振，因为全行业面临着不利的人口趋势、电商和跨国企业竞争带来的价格侵蚀以及减价促销的大环境。此外伊利还经历了去库存问题，我们预计 2016 年销售将下降 15%。
- **但 2017 之后有望逐步复苏：**步入 2017 年之后，我们看到人口结构趋于有利（两孩政策的执行推动 2016 年新生儿人数同比提高了逾 10%）而且下半年竞争环境可能好转。2016 年新生儿人数从 2015 年的 1,660 万提高到 1,870 万。由于婴儿通常在出生后 6-12 个月开始摄入更多婴幼儿配方奶，我们预计 2017 年一二段配方奶需求提高，到 2018 年三段产品需求则将加速增长。我们预计这意味着 2018/2019 年婴幼儿配方奶销量将增长约 6%。
- 此外，我们认为针对婴幼儿配方奶产品的监管收紧（推出配方登记制度/限制每家公司的产品系列和配方数量）可能有利于大型企业，因为监管要求或令小企业面临更艰难的经营环境。
- 我们认为，伊利在母婴渠道/中小城市的业务布局使之拥有良好的战略定位、有利于抓住这一增长机会。此外，和贝因美/雅士利等国内企业相比，伊利有能力在海外竞争对手面前更好地捍卫自己的市场份额（图表 8）。

图表 5: 我们预计婴幼儿配方奶销量将在 2018/19 年回升
婴幼儿配方奶行业预测



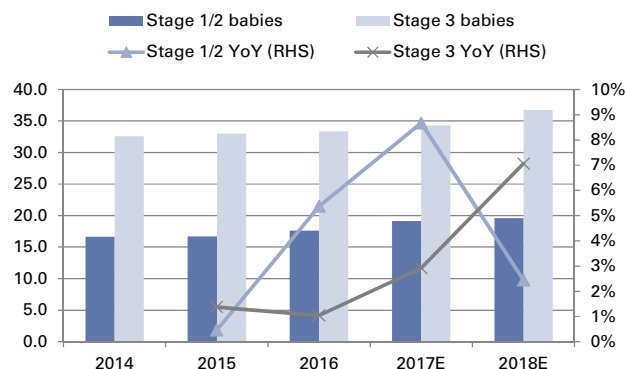
资料来源: Euromonitor, 高盛全球投资研究

图表 6: 新的监管要求对小企业的影响最大
2016 年婴幼儿配方奶市场份额



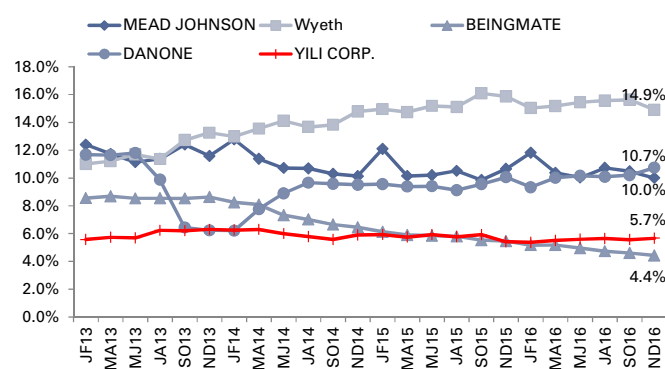
资料来源: 尼尔森, 高盛全球投资研究

图表 7: 2016 年新生儿人数增长应能推高婴幼儿配方奶的整体消费规模
新生儿人数



资料来源: 万得, 高盛全球投资研究

图表 8: 面对跨国竞争对手对市场的争夺, 伊利的市场份额相对坚挺
婴幼儿配方奶市场份额 - 尼尔森



资料来源: 尼尔森

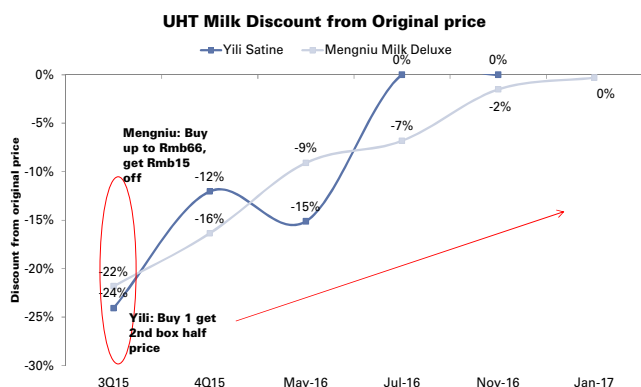
利润率上行：促销减少和广告支出走低抵消了成本上升所带来的压力

虽然市场对于原奶和纸浆等包装材料价格上涨引发的成本压力感到担忧，但是我们认为伊利能够通过减少促销和控制销售费用的方式来传导成本上升的压力。在此前的原材料成本上行环境下，伊利展现出了上调产品价格、带动利润率（减去销售费用后的毛利润）扩张的能力。

由于行业供需趋于平衡而且奶价呈上行走势，我们预计伊利和蒙牛将在 2017 年削减广告促销支出销售占比，并集中更多资源发展主要产品。此外，两家公司改进产品结构的努力也将推动利润率上行。我们认为这应能抵消原奶价格上涨的不利影响。

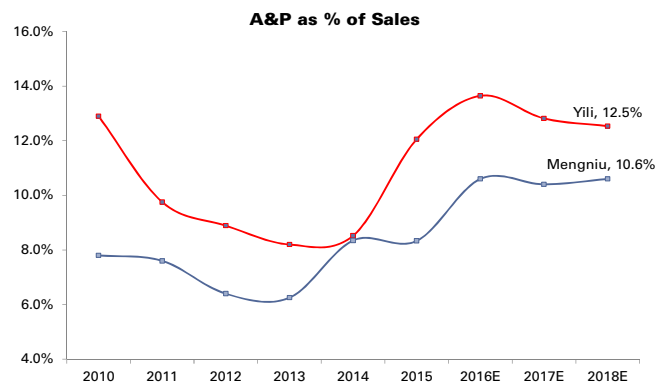
总的来说，我们预计伊利 2016-2018 年营业利润率将扩张 170 个基点。

图表 9：我们认为零售端竞争趋于缓和将有利于伊利
减价促销



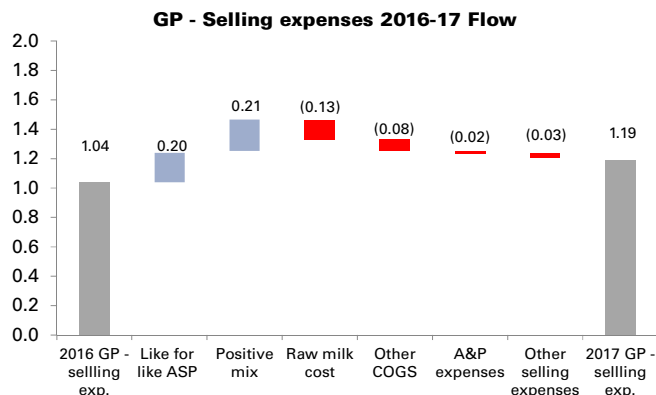
资料来源：渠道调研

图表 10：对于广告支出的更好控制将推动营业利润率上升
伊利的广告促销支出销售占比



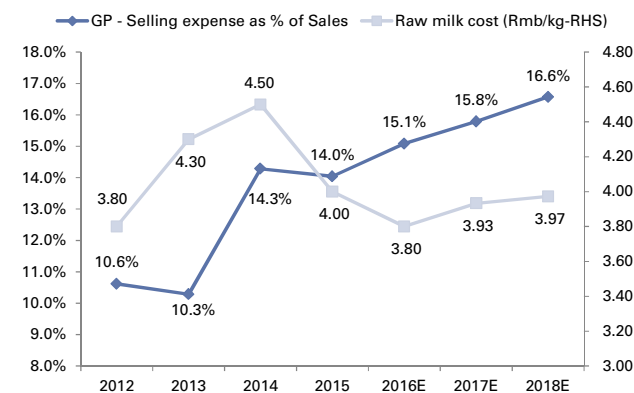
资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

图表 11：我们认为伊利能够将成本上升的压力传导给消费者，
从而推动毛利率/营业利润率上行
伊利的毛利润率/营业利润率



资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

图表 12：虽然原奶成本上升，但伊利的利润率有望提高
伊利减去各项支出后的毛利润在销售中的占比



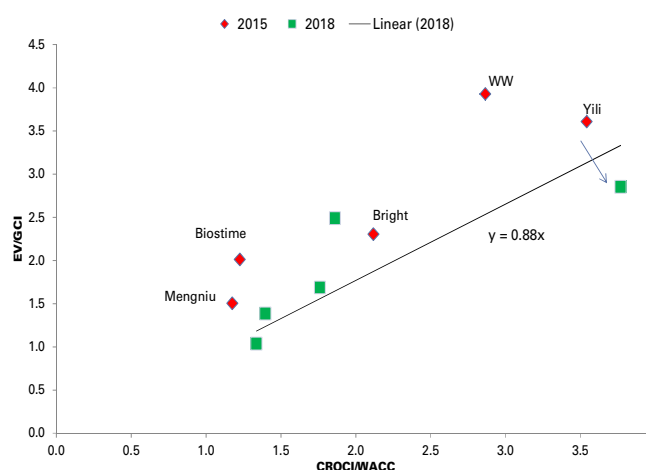
资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

强劲增长及业内最高回报率推动伊利估值向上重估

- 伊利当前股价对应 18 倍预期市盈率，低于 23 倍的 5 年均值。在过去 12 个月中伊利的表现跑赢了大市（涨幅为 39% vs 沪深 300 指数涨幅为 17%），但是在过去 6 个月中走势平平（同期沪深 300 指数下跌了 2%），因为公司收入增速环比放缓，而且市场对于 2017 年的成本上升前景感到担忧。
- 伊利以往的表现说明其有能力实现较高的投资资本现金回报率（即 CROCI，参见图表 13）。在过去几年中，伊利的回报率在我们研究的香港/中国日常消费品板块中一直处于第一个四分位，我们认为这得益于公司谨慎的资本配置、优异的流动资金管理以及较高的资产周转率。公司的 2016-2018 年预期每股盈利增速（两年年均复合增长率约为 14%）处在我们研究范围内的最高水平。考虑到公司的回报和盈利前景，我们对其行业估值比率应用了 10% 的估值溢价（图表 14）。
- 我们基于我们的 Director's Cut 估值框架（即 2018 年预期 EV/GCI vs CROCI/WACC）对伊利进行了估值。我们认为，鉴于乳制品行业增速放缓（2000-2010 年期间收入增速曾为百分比两位数），现金回报对于投资者来说变得更为重要。我们的 12 个月目标价格为人民币 23.1 元，对应 27% 的潜在上行空间。我们的 12 个月目标价格隐含 20 倍的预期市盈率，低于 23 倍的 5 年均值。

图表 13: Director's Cut 估值法表明回报强劲的伊利目前估值偏低

Director's Cut 法，2015 年 vs 2018 年



资料来源：高盛全球投资研究

图表 14: 我们 DC 估值法隐含的市盈率低于历史均值
目标价格计算

Company Name	Yili
Ticker	600887.SS
Pricing/Reporting Currency	Rmb/Rmb
CROCI (2018E)	28%
WACC	7%
CROCI/WACC (X)	3.8x
Sector Val-ratio	90%
Valuation premium/discount	10%
Adjusted Val-ratio (Y)	1.0x
Target EV/GCI (=X*Y)	3.7x
GCI (pricing currency mn, 2018 E)	34,502
Target EV (pricing currency mn, 2018E)	128,383
Less: Net debt (pricing currency mn)	11,911
Less: MI (pricing curr mn 2018E)	(253)
Implied equity value (Pricing Currency)	140,042
Number of shares (mn)	6,065
Director's cut TP (Pricing Currency)	23.1
Current price	18.2
Potential upside / (downside)	27%
Rating	Buy
TP implied 2018E P/E	19.9
Current 2018E P/E	15.7

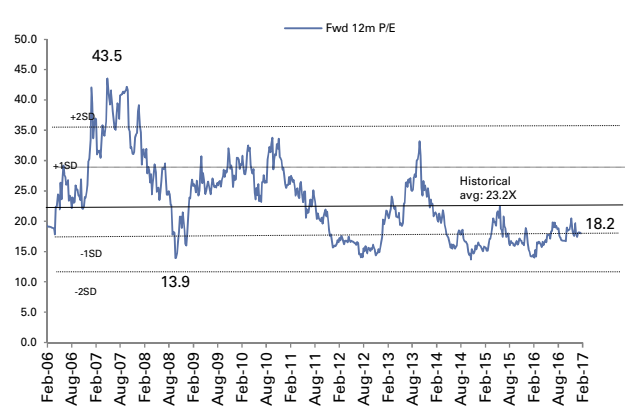
资料来源：高盛全球投资研究

图表 15: 伊利的回报率一直优于其它日常消费品企业
CROCI 四分位情况

Ticker	Company name	CROCI 2013	CROCI 2014	CROCI 2015	CROCI 2016E	CROCI 2017E	CROCI 2018E	Avg 2016E-2018E
600887.SS	Inner Mongolia Yili	22.8%	26.4%	26.2%	27.0%	27.2%	27.9%	27.4%
0151.HK	Want Want China Holdings	29.7%	23.4%	24.2%	35.6%	17.5%	15.7%	23.0%
0288.HK	WH Group Ltd.	12.4%	14.4%	13.7%	14.3%	14.0%	13.6%	14.0%
1112.HK	Biostime International Holdings Limited	28.1%	26.0%	9.0%	12.7%	12.5%	13.0%	12.7%
600597.SS	Bright Dairy	12.4%	13.5%	15.2%	12.2%	11.7%	10.9%	11.6%
0220.HK	Uni-President China Holdings Ltd.	8.1%	7.9%	9.2%	9.5%	9.3%	9.4%	9.4%
0322.HK	Tingyi (Cayman Islands) Holdings	12.9%	9.9%	8.2%	8.0%	9.4%	9.6%	9.0%
2319.HK	Mengniu Dairy	12.6%	11.7%	8.7%	9.2%	9.8%	9.9%	9.6%
1117.HK	China Modern Dairy Holdings	9.0%	17.1%	12.0%	9.3%	8.9%	8.3%	8.9%
0168.HK	Tsingtao Brewery (H)	9.4%	9.9%	7.0%	9.3%	8.0%	8.1%	8.5%
291.HK	China Resources Beer	6.7%	8.2%	6.0%	7.6%	8.0%	8.1%	7.9%

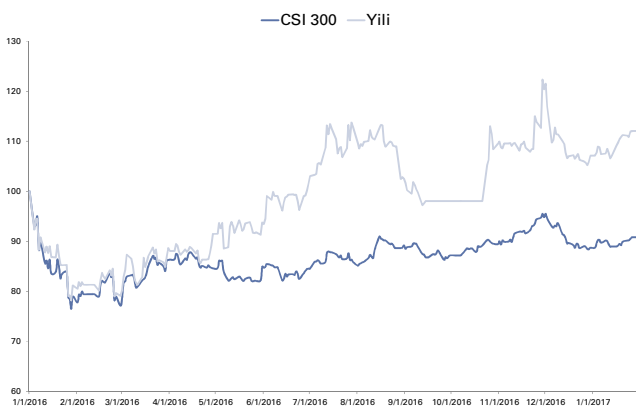
资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

图表 16: 伊利的市盈率估值低于历史均值
12 个月预期市盈率



资料来源：Datastream

图表 17: 2016 年 1 月份以来，伊利较基准股指跑赢了约 20%
伊利股价 vs. 股指



资料来源：Datastream

资产负债实力强劲，自由现金流充裕

伊利财务实力雄厚，2016 年持有的净现金约为人民币 80 亿元。我们预计到 2020 年公司的净现金规模将增至约 170 亿元，得益于公司持续的自由现金流生成能力（我们预计 2016-2019 年每年的自由现金流为 40 亿-60 亿元）。我们认为公司强劲的自由现金流缘于其稳健的资本支出增长以及良好的流动资金管理。

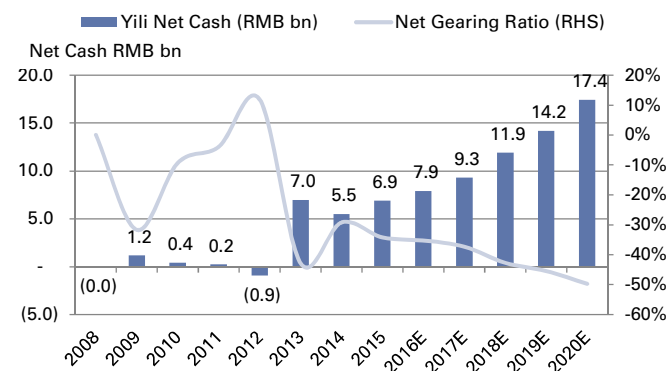
资产负债表：自 2013 年以来，伊利的净现金规模一直保持在 55 亿元以上，同时几乎没有负债，即净负债率为负。公司并未开展大规模并购活动，而且良好的流动资金管理为公司创造了稳健的现金流。展望未来，在公司未开展并购的前提下，我们预计到 2019 年伊利的净现金头寸将提高至约 140 亿元。

派息：2013-2015 公司的派息率为 50%-60%（折合每股股息约为 0.40-0.45 元）。我们预计，鉴于公司产生持续盈利的能力以及以往的派息政策趋势，我们预计未来几年派息率为 59%，隐含的股息约为 0.52-0.80 元。

现金流：伊利对资本支出一直很谨慎，自 2012 年以来每年支出约 30 亿元，而经营性现金流保持在 24 亿至 95 亿元的稳健水平。我们认为这说明公司在进行资本配置时行事慎重。我们预计从目前到 2019 年，伊利的自由现金流将保持在约 40 亿-60 亿元。

图表 18：我们预计到 2020 年伊利持有的净现金规模将达到约 170 亿元

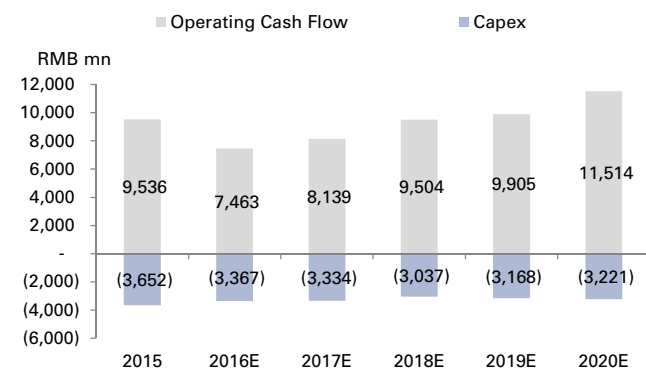
净现金头寸 & 净负债率



资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

图表 19：我们预计伊利可以在无需大举进行资本支出的情况下继续实现稳健且可观的自由现金流

伊利的经营性现金流和资本支出



资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

投资者的主要担忧：并购、利润率风险、需求放缓

投资者对伊利的三大担忧是：(1) 最近宣布的定向增发和圣牧收购拟案；(2) 竞争者潜在大力打折促销所带来的利润率风险；(3) 乳制品需求进一步放缓。

1. 圣牧收购方案的盈利增厚/摊薄分析

- 2016 年 10 月，伊利宣布将非公开发行 5.87 亿股份（约占股本的 10%）筹集人民币 90 亿元现金以收购综合乳业公司中国圣牧(1432.HK)至少 37%的股份，收购价格为 2.25 港元/股。详情参阅 2016 年 10 月 24 日发表的 *Yili (Buy): Announces a non-public offering (9.7% of shares outstanding), 37% stake acquisition of China Shengmu, and employee incentive plan*。
- 新股发行和收购方案并未完成，尚有待：1) 圣牧财务报表的审计，2) 商务部审核，3) 证监会审批。公司预计增发将于 2017 年年中完成。
- 根据港交所规定，伊利还需要向圣牧其他持股者发出强制性收购要约，价格也是 2.25 港元/股。根据公告，伊利可能最多收购圣牧 73%的股份，因为圣牧主要管理层成员（共持股 27%）已决定不参与强制性收购。这意味着伊利可能需为收购圣牧支付人民币 46 亿-91 亿元，取决于最终所收购的股份。
- 从经营层面来看，该收购计划或将令伊利在高端常温奶市场占到近 30%的份额（截至 2016 年，伊利市场份额为 22%，圣牧份额为 8%），目前业内普遍认为高端常温奶将是下一个增长点所在。
- 尽管我们对该交易能否完成不予评论，但我们进行了情景分析，其中假设圣牧/伊利的协同效应将自 2018 年起显现（因公司预计交易在 2017 年下半年完成），特别是在下游行业。这一分析基于我们对伊利（买入）的 2018 年盈利预测和彭博市场对于圣牧（未覆盖）的 2018 年盈利预测。我们的预测/估值并未计入该收购方案。

评估潜在协同效应

我们注意到潜在的协同效应可能来自两个方面：

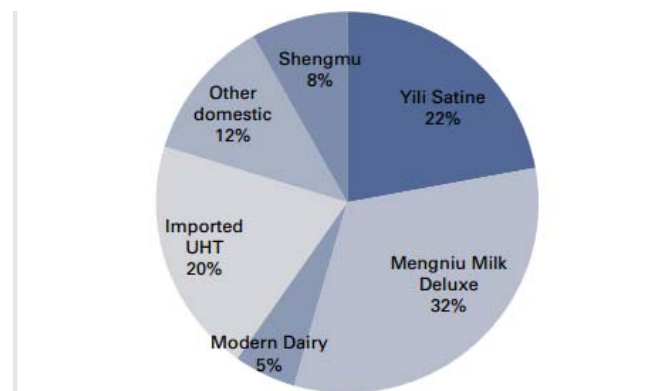
- 伊利扩大品牌有机奶销售：**鉴于在高端乳制品市场潜在的 30%的份额，我们假设分销网络将得到更充分的利用，且伊利将加强圣牧的有机品牌实力并进一步扩大销售网络。
 - 到 2018 年，伊利或将打造另一强劲的高端奶品牌（圣牧全程有机奶），年销售额将高达人民币 60 亿元，接近伊利现有明星产品金典的销售额。我们认为这一销量增长假设较为合理，因为 2013-15 年圣牧的品牌奶收入持续增长，年均复合增速约为 130%。
 - 此外，鉴于其高端品牌定位，我们假设品牌奶产品的营业利润率将进一步上行。
- 伊利提高有机原奶产量：**鉴于圣牧的上游牧场可直接供货伊利，我们假设伊利的有机奶品类将扩大从而提供更多元化的产品。因此，我们假设伊利将提高上游原奶产量，2 年年均复合增速为 6%-20%
 - 这一增速所隐含的原奶产量为 65 万 - 87 万吨，仍低于最大的乳牛畜牧公司现代牧业 (1117.HK) 2016 年 90 万吨的产量。

总之，考虑到对圣牧的潜在收购，我们假设 2018 年伊利股份销售额将增长 11%-14%，且营业利润率将得到改善。计入 10%的新股发行，如果收购圣牧得以完成，则**伊利 2018 年预期每股盈利的潜在增厚/摊薄幅度将为-2%至+14%**（图表 25）。此外，新股定向增发主要针对国企（而非所有股东），解禁期为 5 年，我们认为相关风险有限。

图表 20: 伊利提议的圣牧收购计划...

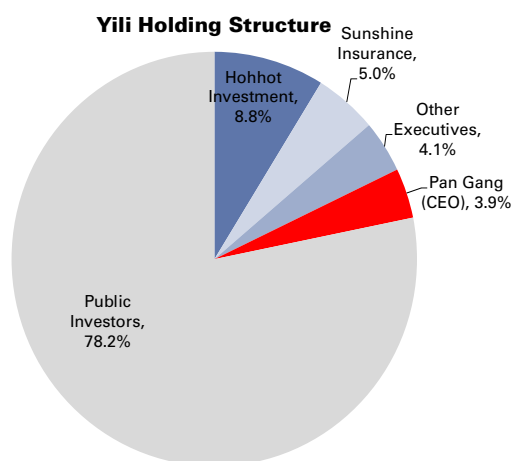
Deal information	
Purchase amount (HK\$ mn)	5,270.0
Purchase price (HK\$/share)	2.25
Number of Shares purchased (mn)	2,342.2
Stake after purchase	37.0%
Implied P/E (2016E)	13.8X
Implied P/B (2016E)	1.9X

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 21: ...可能会开创一个整合度更高的高端常温奶市场
2016 年高端奶市场份额

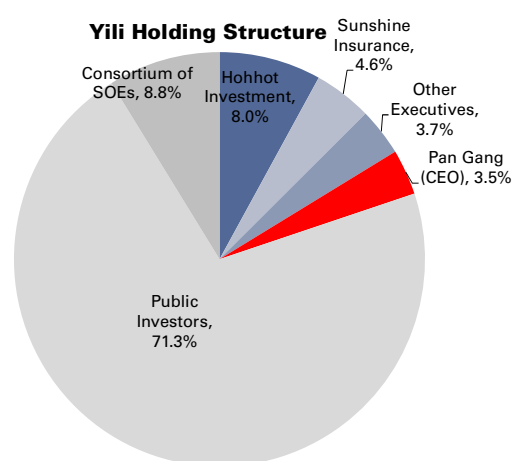
资料来源: 公司数据

图表 22: 伊利增发前股权结构 (2016 年 9 月)



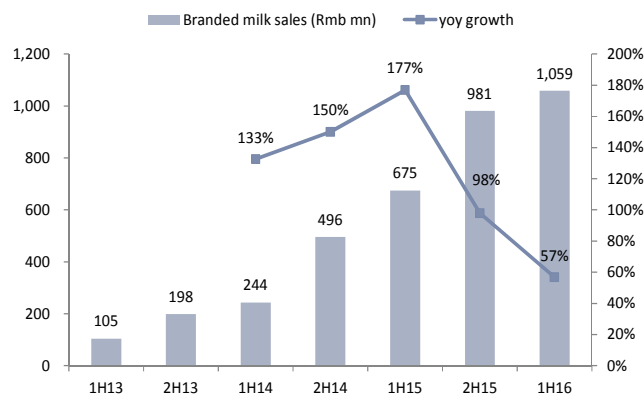
资料来源: 彭博

图表 23: 伊利增发后股权结构



资料来源: 高盛全球投资研究、彭博

图表 24: 圣牧的品牌奶业务自 2013 年以来经历了飞速增长
圣牧品牌奶销售增速



资料来源: 公司数据

图表 25: 伊利将受益于圣牧的品牌奶增长和高利润率
情景分析: 伊利 2018 年预期每股盈利增厚/摊薄效应

2018E EPS		Yili 2018E sales growth			
Accretion/(Dilution)		11.4%	12.0%	12.6%	13.5%
Yili Stake in Shengmu	37%	-2%	1%	3%	8%
	50%	0%	3%	5%	10%
	60%	2%	4%	7%	11%
	73%	4%	6%	9%	14%

Note: This is for illustrative purposes only and a range of outcomes exist outside what we present

资料来源: 高盛全球投资研究

2. 利润率风险

过去 2 年中，乳制品行业的打折/促销力度很大，折扣幅度高达 50%。虽然最近几个季度这一趋势有所缓解，但各公司以大幅折扣换取市场份额的做法仍对伊利利润率构成风险。

尽管如此，我们认为打折力度重现 2014/15 年情形的概率较低，因为目前的原奶供需更加平衡。以往经验表明，大型乳制品企业往往能够转嫁成本的上升。

乳制品需求进一步放缓

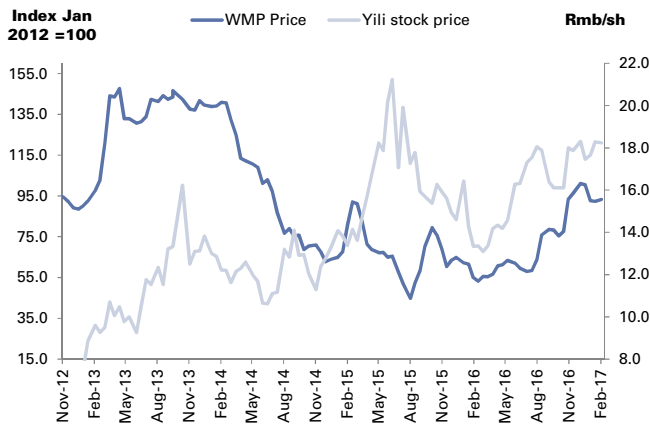
过去 2 年中，国内乳制品需求，尤其是普通常温奶或乳饮料产品的需求有所放缓。这些品类的进一步走软可能会对伊利液态奶的销售增速产生影响。

历史股价表现与奶价的相关性较小

我们看到伊利的股价表现也受到整体消费信心和乳制品行业增长的影响。具体来说，消费者需求和口味的变化会影响伊利的销售增速，而全球和国内奶价则会影响伊利的原料成本和营业利润率。

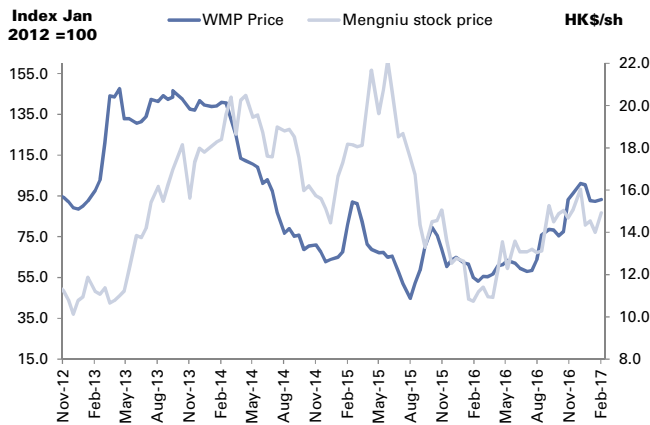
- 1. 新西兰 WMP 价格是最常用的全球原奶价格指标；我们的分析显示，伊利股价和 WMP 价格之间存在较弱的相关性。我们认为原因在于 – 伊利在市场中占据主导地位，因此有能力将原料价格的上涨转嫁给消费者并提高产品售价，从而推动利润率上升。
- 2. 作为较大的日常消费品企业之一，伊利的股价表现与不断变化的消费者口味和需求息息相关。我们的分析显示伊利推出迎合新口味的明星产品的能力持续推高着股价；我们认为未来几年这一情形将继续。尽管酸奶被归类为日常消费品，但作为伊利核心收入推动因素的酸奶远未成为中国消费者的日常食品。换句话说，其销售增速将随消费者可支配收入的增长呈同向波动。
- 3. 作为最大的优质食品饮料股之一，伊利股价与海外投资者对 A 股市场的信心也呈同向波动。伊利股份还是国外投资者可通过沪港通投资的大型蓝筹股之一。我们注意到投资者对中国经济/股市信心下降或任何形式的大型资产轮动（不再投资于中国资产）可能都会给股价带来较大冲击。

图表 26: 伊利股价与奶价的相关性较小，因其有能力在价格变动的情况下提高利润率
WMP 奶价和伊利股价表现



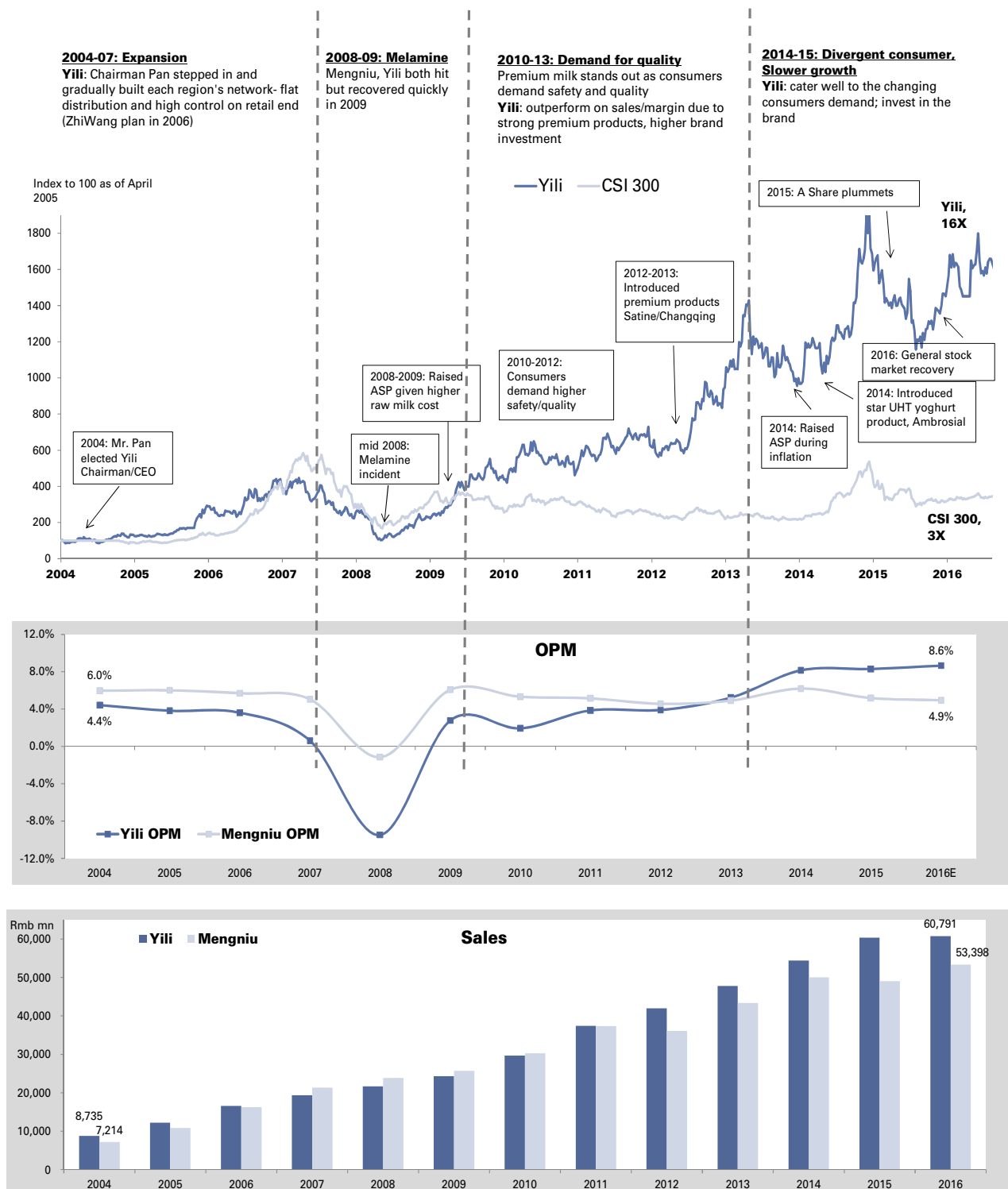
资料来源: Datastream、彭博

图表 27: ...而蒙牛与奶价的相关性较高
WMP 奶价和蒙牛股价表现



资料来源: Datastream、彭博

图表 28: 作为大型日常消费品企业, 伊利股价表现与人口结构、口味变化和推出可迎合消费者需求产品的能力相关
伊利的股价表现和重要事件



资料来源: 公司数据、Datastream、高盛全球投资研究

附录

图表 29: 我们预计 2017-19 年伊利收入将迎来较快增长
财务数据 (人民币百万元)

Divisional P/L	FY13	FY14	FY15	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
Revenues (external only)								
Liquid milk (inc. Yogurt)	37,116	42,406	47,151	49,081	52,872	57,224	61,414	65,863
Frozen dairy	4,243	4,284	4,098	4,098	4,180	4,263	4,349	4,479
Milk powder and products	5,512	6,013	6,447	5,461	5,659	5,956	6,246	6,528
Mixed feed	583	783	1,058	688	653	621	590	560
Others	325	950	1,605	1,464	1,372	1,417	1,555	1,686
	47,779	54,436	60,360	60,791	64,737	69,482	74,154	79,117
Gross Profit								
Liquid milk	9,684	13,071	16,069	18,227	19,944	22,097	24,408	26,783
Forzen dairy	1,391	1,501	1,489	1,693	1,769	1,762	1,797	1,851
Milk powder and products	2,414	2,743	3,609	3,111	3,055	3,096	3,184	3,262
Mixed feed	66	122	212	138	124	112	106	101
Others	141	599	606	680	549	594	691	779
	13,696	18,036	21,984	23,849	25,442	27,661	30,186	32,777
YoY Growth (%)								
Revenues (external only)								
Liquid milk	15%	14%	11%	4%	8%	8%	7%	7%
Frozen dairy	-1%	1%	-4%	0%	2%	2%	2%	3%
Milk powder and products	23%	9%	7%	-15%	4%	5%	5%	5%
Mixed feed	-15%	34%	35%	-35%	-5%	-5%	-5%	-5%
Others	28%	192%	69%	-9%	-6%	3%	10%	8%
	14%	14%	11%	0.7%	6.5%	7.3%	6.7%	6.7%
Margins								
Gross Profit								
Liquid milk	26.1%	30.8%	34.1%	37.1%	37.7%	38.6%	39.7%	40.7%
Forzen dairy	32.8%	35.0%	36.3%	41.3%	42.3%	41.3%	41.3%	41.3%
Milk powder and products	43.8%	45.6%	56.0%	57.0%	54.0%	52.0%	51.0%	50.0%
Mixed feed	11.3%	15.6%	20.1%	20.1%	19.1%	18.1%	18.1%	18.1%
Others	43.4%	63.0%	37.7%	46.5%	40.0%	41.9%	44.4%	46.2%
	28.7%	33.1%	36.4%	39.2%	39.3%	39.8%	40.7%	41.4%
Consolidated P/L (Rmb mn)								
Revenue	47,779	54,436	60,360	60,791	64,737	69,482	74,154	79,117
COGS	-34,317	-36,585	-38,627	-37,238	-39,610	-42,159	-44,328	-46,725
GP	13,462	17,851	21,733	23,554	25,127	27,323	29,826	32,392
SG&A (excl. other rev/exp)	(10,938)	(13,238)	(16,714)	(18,256)	(18,968)	(20,026)	(21,397)	(22,778)
Selling Exp.	(8,546)	(10,075)	(13,258)	(14,380)	(14,905)	(15,804)	(16,965)	(18,208)
Admin Exp.	(2,392)	(3,163)	(3,456)	(3,876)	(4,063)	(4,222)	(4,431)	(4,570)
OP	2,524	4,613	5,019	5,297	6,159	7,297	8,429	9,614
Other income/expenses	(30)	(176)	(14)	(40)	(15)	(15)	(15)	(15)
EBIT (reported)	2,495	4,437	5,005	5,257	6,144	7,282	8,414	9,599
D&A	(1,143)	(1,479)	(1,781)	(1,893)	(2,026)	(2,160)	(2,299)	(2,434)
EBITDA	3,637	5,916	6,786	7,150	8,170	9,442	10,713	12,033
Net Finance Exp.	33	-155	-297	-15	16	23	36	50
Other Non-Op Income	533	504	816	1179	1039	1014	1052	1093
Profit Before Tax	3,060	4,786	5,524	6,421	7,199	8,320	9,503	10,742
Tax	141	-619	-869	-994	-1079	-1247	-1424	-1610
Minority Interest	-14	-22	-23	-26	-30	-34	-39	-44
NPAT Attributable to S/holders	3,187	4,144	4,632	5,400	6,091	7,038	8,039	9,087
One-off's after tax	-552	171	125	-60	-	-	-	-
Recurring NPAT	2,635	4,315	4,756	5,341	6,091	7,038	8,039	9,087
Shares								
WA Shares - Basic	3,642	6,129	6,065	6,065	6,065	6,065	6,065	6,065
WA Shares - Diluted	3,642	6,129	6,065	6,065	6,065	6,065	6,065	6,065
EPS								
EPS - Basic (Rmb/Sh)	0.88	0.68	0.76	0.88	1.00	1.16	1.33	1.50
EPS - Diluted (Rmb/Sh)	0.88	0.68	0.76	0.88	1.00	1.16	1.33	1.50
Growth								
Sales	14%	14%	11%	0.7%	6.5%	7.3%	6.7%	6.7%
GP	10%	33%	22%	8%	7%	9%	9%	9%
SG&A	3%	21%	26%	9%	4%	6%	7%	6%
Operating profit (GP less SG&A)	53%	83%	9%	6%	16%	18%	16%	14%
EBIT	52%	78%	13%	5%	17%	19%	16%	14%
Reported NPAT	86%	30%	12%	17%	13%	16%	14%	13%
Recurring NPAT	54%	64%	10%	12%	14%	16%	14%	13%
Margins								
GP margin	28.2%	32.8%	36.0%	38.7%	38.8%	39.3%	40.2%	40.9%
Operating profit (GP less SG&A)	5.3%	8.5%	8.3%	8.7%	9.5%	10.5%	11.4%	12.2%
EBIT margin	5.2%	8.2%	8.3%	8.6%	9.5%	10.5%	11.3%	12.1%
Recurring NPAT margin	5.5%	7.9%	7.9%	8.8%	9.4%	10.1%	10.8%	11.5%

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 30: 我们估算 2016 年伊利持有约人民币 79 亿元净现金
伊利资产负债表

Balance sheet	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Cash and equivalents	1,686	11,073	14,273	13,084	8,597	10,002	12,602
Net receivables	561	646	788	841	1,014	1,257	1,349
Inventory/stocks	2,995	3,683	5,008	4,663	3,985	4,131	4,397
Other current assets	966	1,065	932	1,199	1,199	1,199	1,199
Current assets	6,207	16,467	21,001	19,787	14,795	16,589	19,546
Gross PP&E/Fixed assets	14,463	16,717	19,819	22,265	24,606	27,100	29,879
Less accumulated depreciation	(4,012)	(4,794)	(5,719)	(6,900)	(8,630)	(10,470)	(12,428)
Less fixed asset impairment	(33)	(27)	(21)	(24)	(24)	(24)	(24)
Net PP&E/Fixed assets	10,419	11,897	14,080	15,341	15,952	16,605	17,426
Gross intangibles	931	1,045	1,083	1,134	1,169	1,214	1,263
Accumulated amortization	(100)	(122)	(142)	(167)	(194)	(223)	(252)
Net intangibles	832	923	941	967	974	992	1,011
Total investments	585	906	848	1,107	1,477	1,737	2,022
Other long-term assets	1,773	2,683	2,625	2,429	3,276	3,914	3,951
Total assets	19,815	32,877	39,494	39,631	36,475	39,836	43,957
Accounts payable	6,287	8,008	8,412	9,853	9,498	9,886	10,523
Short-term debt and current portion of long-term debt	2,578	4,086	8,072	6,190	690	690	690
Other current liabilities	2,614	3,423	2,273	2,159	2,577	3,019	3,577
Current liabilities	11,478	15,517	18,757	18,202	12,765	13,596	14,790
Long-term debt	5	0	704	0	0	0	0
Other long-term liabilities/creditors	808	1,047	1,212	1,283	1,283	1,283	1,283
Total long-term liabilities	813	1,048	1,916	1,283	1,283	1,283	1,283
Total liabilities	12,290	16,565	20,673	19,485	14,048	14,879	16,073
Preferred shares	-	-	-	-	-	-	-
Common stock (includes par value, capital surplus, and treasury)	1,599	2,043	3,064	6,065	6,065	6,065	6,065
Treasury stock	-	-	-	-	-	-	-
Retained earnings	3,892	6,556	9,066	11,246	13,499	16,001	18,893
Other common equity	1,844	7,526	6,504	2,674	2,674	2,674	2,674
Total common equity	7,335	16,125	18,634	19,984	22,238	24,740	27,631
Minority interest (balance sheet)	190	188	188	162	188	218	253
Total shareholders funds/equity	7,525	16,313	18,822	20,146	22,426	24,958	27,884
Total liabilities and equity	19,815	32,877	39,494	39,631	36,475	39,836	43,957

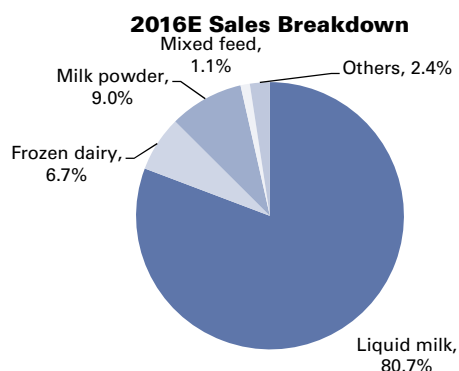
资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 31: 我们预计 2016-18 年伊利资本支出将稳定在人民币 30 亿元左右
伊利现金流

Cash flow statement	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Income pre-preferred share dividends	1,717	3,187	4,144	4,632	5,400	6,091	7,038
Minority interest add-back	19	14	22	23	26	30	34
Depreciation and amortization add-back	915	1,143	1,479	1,781	1,893	2,026	2,160
Net income from associates and jointly controlled entities	(6)	(4)	2	(6)	(7)	(7)	(7)
Net loss/(gain) on asset sales	(3)	(63)	(40)	(126)	-	-	-
(Increase)/decrease in working capital :	(350)	1,539	(3,714)	2,621	151	(0)	278
Accounts receivable	180	4	(1,679)	683	(173)	(243)	(92)
Inventory	317	(683)	(1,326)	344	678	(145)	(266)
Accounts payable	(847)	2,218	(709)	1,595	(354)	388	636
Other operating cash flow items	117	(341)	544	611	-	-	-
Cash flow from operations	2,409	5,475	2,436	9,536	7,463	8,139	9,504
Capital expenditure	(3,102)	(3,241)	(3,946)	(3,652)	(3,367)	(3,334)	(3,037)
(Acquisitions)/divestitures	20	56	15	26	-	-	-
Investments	-	(432)	(121)	(159)	(363)	(253)	(278)
Other investment cash flow items	25	(2,644)	3,054	298	-	-	-
Cash flow from investing	(3,057)	(6,260)	(999)	(3,487)	(3,730)	(3,587)	(3,315)
Dividends paid (common and preferred)	(400)	(448)	(1,634)	(2,659)	(2,729)	(3,147)	(3,589)
Share repurchase/issue (change in common stock)	-	6,118	-	-	-	-	-
Increase/(decrease) in short-term debt	86	307	-	-	(5,500)	-	-
Increase/(decrease) in long-term debt	(411)	1,496	4,690	(2,586)	-	-	-
Increase/(decrease) in preferred shares	-	-	-	-	-	-	-
Change in minority interest	-	-	-	-	0	0	0
Other financing cash flow items	(180)	(233)	(173)	(1,034)	-	-	-
Cash flow from financing	(905)	7,241	2,882	(6,279)	(8,220)	(3,147)	(3,589)
Effect of foreign exchange rate changes	(0)	(5)	(0)	(14)			
Total cash flow	(1,554)	6,451	4,320	(244)	(4,487)	1,405	2,600

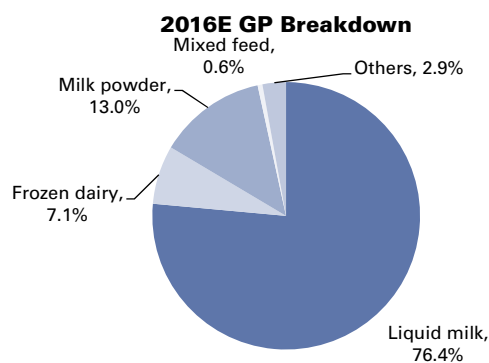
资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 32: 销售主要来自液态奶和奶粉业务...
伊利销售细分



资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 33: ...奶粉对毛利的贡献相对较大
毛利细分



资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 34: 我们预计伊利有利的婴儿配方奶产品结构将推动收入增长
 婴儿配方奶细分

IMF (per 900g)	Yili	Biostime	Mengniu/Yashili	Danone	Mead Johnson	Others
High (>RMB280)	Tofer(Rmb356/900g) JinLingGuan ZenHu (Rmb 300/900g)	Biostime Supreme Care (Rmb 460/900g) Biostime Supreme (Rmb 366/900g)	Arla Baby & Me (Rmb 284/900g) Amberly (Yashili) (Rmb285/800g)	Nutrifant (Rmb 355/900g) Aptamil Profuture(Rmb 328/900g)	Enfinitas(Rmb442/900g) Enfamil (Rmb379/850g)	Wyeth illuma/ Nestle(Rmb358/900g) Eleva/Abbott (Rmb 307/900g)
Mid (RMB150-280)	Bes-Kido (Rmb 198/900g) Pro- Kido (Rmb 172/900g)	Biostime Premium (Rmb 278/900g)	Oushi (Rmb 258/900g) Dumex(Rmb198/900g) Scient (Rmb 190/900g) Yashili Alpha-Golden Stage (Rmb 156/900g)	Aptamil (Rmb 220/800g)	Enfapro (Rmb 193/900g)	Similac(Rmb251/900g) Friso Gold (Rmb 268/900g)
Mass (<RMB150)	Gold Infant (Rmb 134/900g)		Newwit(Rmb98/900g) Yashili (Rmb 68/900g)	Nutrilon (Rmb 147/900g)		Beingmate Classic (Rmb 140/900g)

资料来源: 天猫商城

图表 35: 我们看到 2016 年四季度/2017 年一季度伊利的收入/利润增长环比改善
 季度预测

Consolidated P/L (Rmb mn)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
Revenue	14,992.2	15,158.9	15,728.4	14,480.4	15,326.1	14,760.4	16,084.8	14,620.1	16,092.4	15,793.6	17,128.8	15,722.2
EBIT (reported)	1,584.3	1,575.4	1,039.9	805.6	1,669.2	1,296.9	1,216.8	1,074.3	1,800.9	1,419.9	1,369.0	1,239.9
Recurring NPAT	1,302.8	1,359.4	975.1	994.5	1,553.7	1,718	1,178.9	1,010.7	1,814.8	1,489.7	1,451.9	1,336.3
Growth												
Sales	14%	6%	8%	17%	2%	-3%	2%	1%	5%	7%	6%	8%
EBIT	45%	23%	-31%	47%	5%	-18%	17%	33%	8%	9%	13%	15%
Recurring NPAT	20%	12%	-23%	70%	19%	26%	21%	2%	17%	-13%	23%	32%

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, 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曾与，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及净资产回报率。**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：A-share Consumer Durables、A 股传媒、A 股食品饮料、中国消费品。

A-share Consumer Durables：格力电器、美的集团、青岛海尔。

A 股食品饮料：古井贡酒、洋河股份、贵州茅台、泸州老窖、青青稞酒、山西汾酒、青岛啤酒(A)、五粮液。

A 股传媒：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。

中国消费品：合生元、光明乳业、现代牧业、华润创业、蒙牛乳业、康师傅控股、青岛啤酒(H)、统一企业、中国旺旺、万洲国际、伊利股份。

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 (Rmb17.96)

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資前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投資前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投資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 个月内投資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，投資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資评级或价格目标，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資评级和价格目标。此前对这种股票作出的投資评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投資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购买要约。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 © 2017 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。