



600887.SH

买入

原评级: 买入

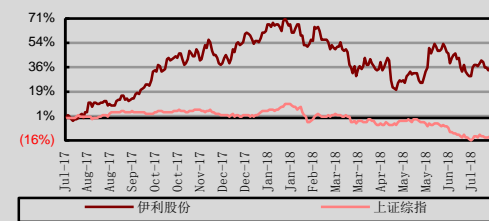
市场价格: 人民币 25.07

板块评级: 强于大市

#### 本报告要点

##### ■ 伊利股份深度报告

#### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(19.7)	4.3	(7.6)	(13.8)
相对上证指数	4.1	10.9	0.4	10.5

发行股数(百万)	6,078
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	151,257
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,270
净负债比率(%) (2018E)	(60)
主要股东(%)	
香港中央结算有限公司	11

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年10月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

\*王兴伟为本报告重要贡献者

## 伊利股份

### 竞争优势突出, 未来弹性值得期待

两大优势: 渠道下沉提前布局+产品培育更新能力强。伊利费用投放效率更高, 竞争长期有望趋缓, 较高业绩弹性可期。奶粉、并购、豆乳, 或有惊喜。我们认为股价变动已经体现 18 年较高强度费用投放对业绩的影响。龙头持续收割份额, 但龙头间竞争格局变化不大, 估计 3Q18 伊利、蒙牛费用投放环比有所改善, 伊利渠道下沉提前布局、产品培育更新能力强, 费用投放效率更高, 未来较高业绩弹性值得关注。预计 18-19 年实现 EPS 1.06、1.32 元, 同比增 7%、25%, 维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

- 两大优势: 渠道下沉提前布局+产品培育更新能力强。(1) 高瞻远瞩, 伊利渠道下沉提前布局。15-17 年伊利渠道快速下沉, 提前布局有效匹配低线城市需求爆发, 18-19 年有望继续受益。(2) 乳品新品培育与原有产品更新能力强, 产品结构持续升级。
- 伊利费用投放效率更高, 竞争长期有望趋缓, 较高业绩弹性可期。18 年上半年行业竞争加剧, 但格局未恶化, 费用增量主要由龙头投放。历史上看, 伊利与蒙牛较高强度费用投放挤压杂牌乳企利润空间。相比蒙牛, 伊利费用投放效率更高。双寡头格局下, 伊利与蒙牛长期费用投放大概率趋于理性, 未来较高业绩弹性值得关注。
- 奶粉、并购、豆乳, 或有惊喜。(1) 奶粉: 行业景气度高, 国内领先企业延续高速增长, 伊利作为行业领先企业, 奶粉业务 18 年稳健增长可期; (2) 并购: 海外拓展壮志, 17 年留有遗憾, 18 年雄心不改, 意向收购 Fauji Foods; (3) 新品类: 成立健康饮品事业部, 进军豆奶、能量饮料, 实现渠道共享, 继续迈向健康食品集团之路。

#### 评级面临的主要风险

- 低线城市乳品需求不及预期、行业整体竞争加剧、原料成本大幅上涨。

#### 估值

- 18 年初以来, 截至近期收盘价低点 9 月 6 日, 伊利股份累计下跌 24%, 跑输申万食品饮料指数 8pct, 我们认为股价变动已经基本体现 18 年较高强度费用投放对业绩的影响。龙头持续收割份额, 但龙头间竞争格局变化不大, 估计 3Q18 伊利、蒙牛费用投放环比有所改善, 伊利渠道下沉提前布局、产品培育更新能力强, 费用投放效率更高, 未来较高业绩弹性值得关注。我们维持此前中报盈利预测, 预计 18-19 年实现 EPS 1.06、1.32 元, 同比增 7%、25%, 维持买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	60,609	68,058	78,231	88,470	99,517
变动(%)	0	12	15	13	12
净利润(人民币 百万)	5,662	6,001	6,422	8,036	9,772
全面摊薄每股收益(人民币)	0.931	0.987	1.057	1.322	1.608
变动(%)	22.2	6.0	7.0	25.1	21.6
市场预期每股收益(人民币)			1.108	1.300	1.452
全面摊薄市盈率(倍)	26.9	25.4	23.7	19.0	15.6
价格/每股现金流量(倍)	11.9	21.8	15.1	15.6	10.8
每股现金流量(人民币)	2.11	1.15	1.66	1.61	2.32
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.5	17.9	16.0	12.4	9.7
每股股息(人民币)	0.449	0.600	0.700	0.749	0.937
股息率(%)	1.8	2.4	2.8	3.0	3.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测



## 目录

两大优势：渠道下沉提前布局+产品培育更新能力强 .....	5
优势一：高瞻远瞩，伊利渠道下沉提前布局 .....	5
优势二：乳品新品培育与原有产品更新能力强，产品结构持续升级 .....	6
伊利费用投放效率更高，竞争有望趋缓，较高业绩弹性可期 .....	9
18 年上半年行业竞争加剧，但格局未恶化，费用增量主要由龙头投放 .....	9
龙头较高强度费用投放挤压杂牌乳企利润空间，收割市场份额 .....	10
伊利费用投放效率更高，竞争有望趋缓，未来较高业绩弹性值得关注 .....	11
奶粉、并购、新品类，或有惊喜 .....	13
奶粉：伊利作为国产奶粉领先企业，18 年稳健增长可期 .....	13
并购：海外拓展壮志，17 年留有遗憾，18 年雄心不改 .....	14
新品类：成立健康饮品事业部，进军豆奶、能量饮料，实现渠道共享 .....	16
盈利预测与投资评级 .....	19
风险提示 .....	20

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 伊利渠道下沉发展历程.....	5
图表 2. 伊利公司直控村级网点数量.....	5
图表 3. 伊利常温液态类乳品市场渗透率.....	5
图表 4. 国内城市家庭渗透率排名前 3 乳品品牌.....	5
图表 5. 2014-2017 年安慕希收入及同比增速.....	6
图表 6. 2014-2017 年金典收入及同比增速.....	6
图表 7. 1H18 伊利整体毛利率同比微升 0.5pct，主营业务毛利率微降 0.06pct.....	6
图表 8. 伊利低温酸奶 17 年新品-Joy Day.....	7
图表 9. 伊利低温酸奶 17 年产品更新-畅轻炭烧口味.....	7
图表 10. 伊利常温酸奶 17 年产品更新-安慕希 PET 瓶.....	7
图表 11. 伊利常温酸奶 17 年产品更新-安慕希康美包.....	7
图表 12. 伊利低温白奶 17 年新品-透明枕小白奶.....	7
图表 13. 伊利常温白奶 17 年产品更新-新款舒化奶.....	7
图表 14. 2015-1H18 新产品收入占比.....	8
图表 15. 安慕希系列.....	8
图表 16. 蒙牛 2018 年聚焦世界杯主题营销.....	9
图表 17. 1H18 乳品上市公司销售费用率对比.....	9
图表 18. 2Q18 乳品上市公司销售费用率对比.....	9
图表 19. 伊利与蒙牛在费用投放力度较强的年份利润总额合计占行业比例更高.....	10
图表 20. 乳品行业与上市公司收入增速对比.....	10
图表 21. 乳品行业与上市公司利润增速对比.....	10
图表 22. 伊利与蒙牛毛销差对比.....	11
图表 23. 2017 年伊利与蒙牛液态奶市场份额合计达 56%.....	11
图表 24. 奶粉注册制配方数量位居前列.....	13
图表 25. 伊利获批配方系列.....	13
图表 26. 国内领先奶粉企业奶粉业务 17 年业绩、18 年目标与完成度.....	14
图表 27. 伊利原装原罐产品-金领冠睿护.....	14
图表 28. 伊利原装原罐产品-培然.....	14



图表 29. 2017 年伊利两次海外并购情况.....	14
图表 30. 巴基斯坦乳制品生产量占全球 6.5%.....	15
图表 31. 可流通原奶占原奶总产量 59%.....	15
图表 32. 规模化加工原奶占可流通原奶量 15%.....	15
图表 33. 巴基斯坦乳制品消费结构 .....	16
图表 34. Fauji Foods 液体奶茶奶精市场份额 .....	16
图表 35. Fauji Foods 纯牛奶市场份额 .....	16
图表 36. 维他奶豆奶.....	17
图表 37. 达利豆本豆豆奶.....	17
图表 38. 中绿粗粮王豆奶.....	17
图表 39. 植朴磨坊豆奶.....	17
图表 40. 伊利植选豆乳原味.....	18
图表 41. 伊利植选豆乳黑芝麻黑豆味.....	18
图表 42. 伊利能量饮料唤醒源 .....	18
图表 43. 伊利股份收入预测表.....	19
附录图表 44. 报告中提及上市公司估值表 .....	21

## 两大优势：渠道下沉提前布局+产品培育更新能力强

### 优势一：高瞻远瞩，伊利渠道下沉提前布局

15-17 年伊利渠道快速下沉，提前布局有效匹配低线城乡需求爆发，18-19 年继续受益。早在 07 年，伊利就开始借助商务部“万村千乡”活动进入“农家店”等乡镇销售终端。12 年，随着伊利完成“纵贯南北、辐射东西”战略布局，伊利开始更加强调推进渠道下沉战略，渠道开始下沉至县乡市场。13 年至今，伊利通过实施渠道精耕，不断推进渠道下沉，15-17 年村级渠道实现快速拓展，根据公司公告，16 年伊利直控村级网点数量达到 34.2 万个，相当于 14 年数量的 3 倍多，17 年直控村级网点数量达到 53 万家，同比增 54%。我们认为，渠道下沉、提前布局低线市场，有效匹配低线城乡需求爆发，为伊利占得先机，18-19 年有望继续受益。

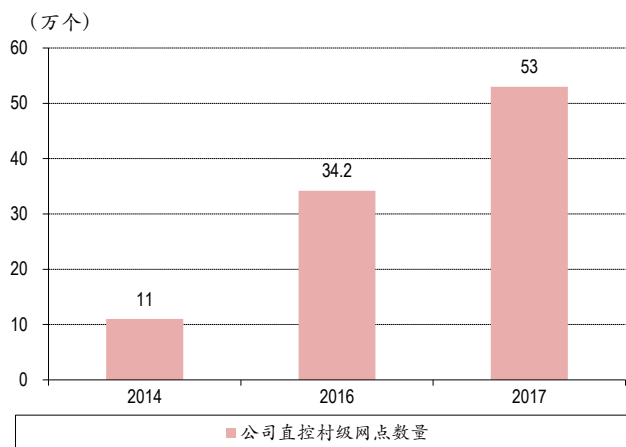
对比蒙牛，伊利更加重视渠道下沉。2012 年伊利在公告中明确提出渠道下沉战略，蒙牛 2015 年提出通路精耕战略，但彼时对低线市场强调仍略有不足。从数据上看，根据凯度，2017 年品牌城市家庭渗透率，伊利为 89.6%，高于蒙牛的 87.2%。同样根据凯度，1H18 伊利常温液态类乳品市场渗透率同比提升 2.7pct。

图表 1. 伊利渠道下沉发展历程

年份	内容
2006	开展全国“织网计划”，迈向覆盖全国市场的乳品企业之路
2007	开始借助商务部“万村千乡”活动进入“农家店”等乡镇销售终端
2008-2011	强化渠道建设和终端管理，积极拓展销售渠道，优化供应链运营效率
2012	完成“纵贯南北、辐射东西”战略布局，推进渠道下沉战略，渠道开始下沉至县乡镇市场
2013 至今	实施渠道精耕，不断推进渠道下沉，提升产品市场渗透能力

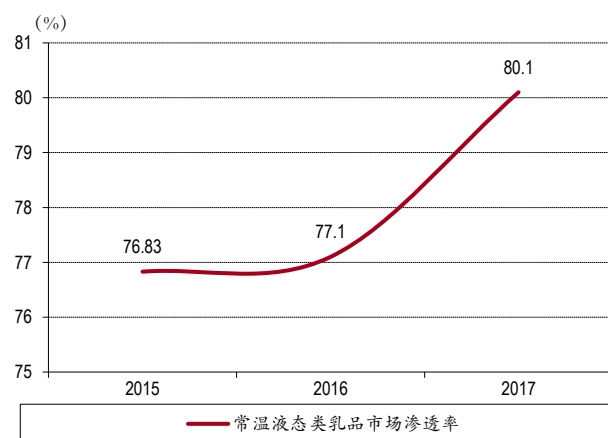
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 伊利公司直控村级网点数量



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 伊利常温液态类乳品市场渗透率



资料来源：公司公告，凯度

图表 4. 国内城市家庭渗透率排名前 3 乳品品牌

品牌名称	2015	2016	2017
伊利	88.5	88.2	89.6
蒙牛	87.6	86.8	87.2
光明乳业	49.3	44.2	40.9

资料来源：凯度

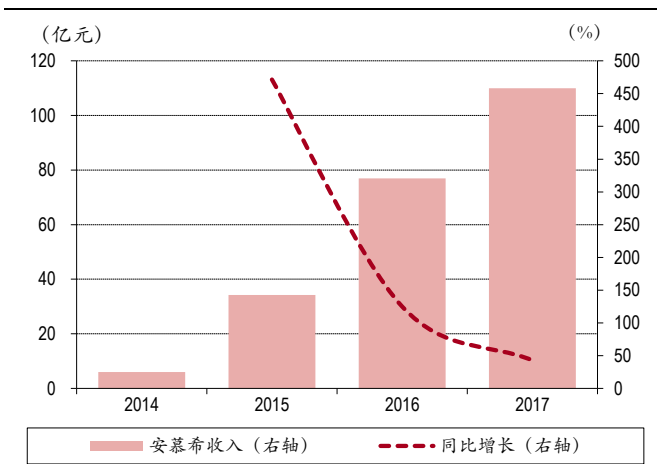


## 优势二：乳品新品培育与原有产品更新能力强，产品结构持续升级

安慕希、金典等主力高端产品继续较快增长。1H18 安慕希收入同比增 40%+，持续实现高速增长，快于蒙牛常温酸奶（增 31%）；金典增 20% 左右，增长稳中向上，与蒙牛特仑苏增速相当（增 19%）。

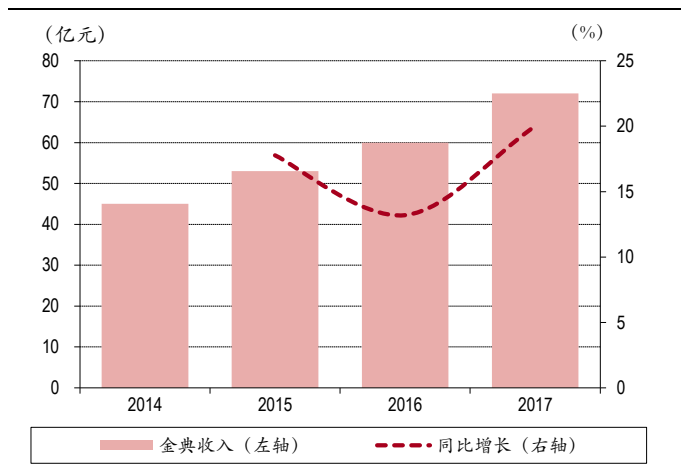
产品结构升级有效消化成本压力与买赠促销，毛利率降幅不大。伊利高端产品占比不断提升，产品结构持续升级。从毛利率角度看，1H18 伊利主营业务毛利率同比基本持平，成本压力与买赠促销增强的背景下，毛利率有韧性，我们认为产品结构升级一定程度上消化了负面因素。

图表 5. 2014-2017 年安慕希收入及同比增速



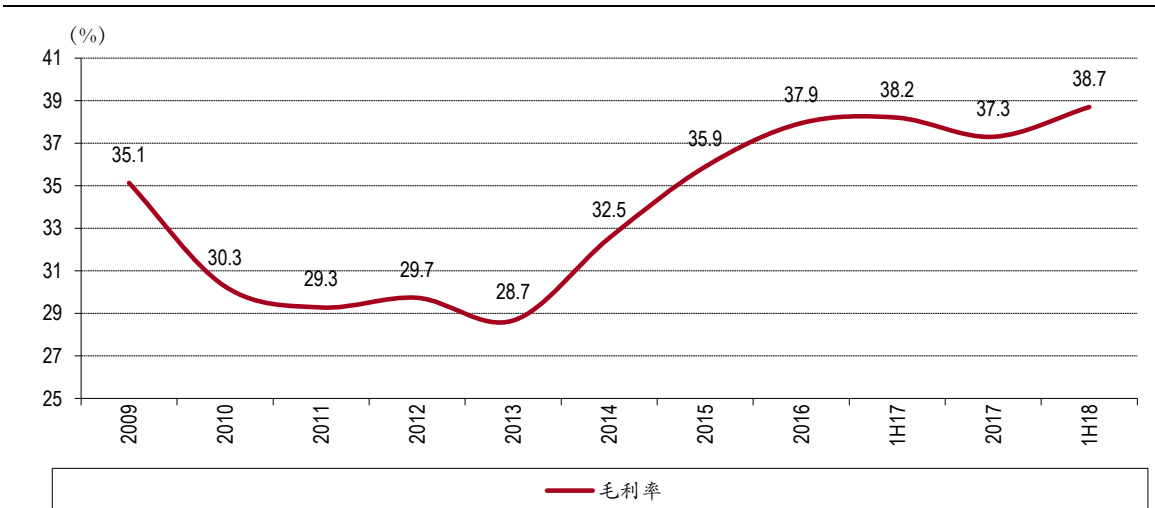
资料来源：尼尔森，中银证券

图表 6. 2014-2017 年金典收入及同比增速



资料来源：尼尔森，中银证券

图表 7. 1H18 伊利整体毛利率同比微升 0.5pct，主营业务毛利率微降 0.06pct



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

伊利乳制品新品培育与原有产品更新能力强，推动结构持续升级。新品培育与原有产品更新是结构升级的核心驱动力，我们认为伊利乳制品此方面能力已经得到充分验证：

### (1) 新品不断推出和原有产品持续更新

17 年至今伊利液体乳在低温酸奶、常温酸奶、低温白奶、常温白奶等品类皆有新品推出或产品更新：

新品：方面推出 Joy Day（低温酸奶）、炭烧酸奶（低温酸奶）、帕瑞缇酪乳（低温酸奶）、透明枕小白奶（低温白奶）。

产品更新：推出畅轻炭烧口味（低温酸奶）、安慕希 PET 瓶和康美包（常温酸奶）、新款舒化奶（常温白奶）。

18 年已推出金典新西兰纯牛奶、安慕希芒果百香果口味、果果昔优酸乳等新品或更新产品。

图表 8. 伊利低温酸奶 17 年新品-Joy Day



资料来源：京东超市

图表 9. 伊利低温酸奶 17 年产品更新-畅轻炭烧口味



资料来源：京东超市

图表 10. 伊利常温酸奶 17 年产品更新-安慕希 PET 瓶



资料来源：京东超市

图表 11. 伊利常温酸奶 17 年产品更新-安慕希康美包



资料来源：京东超市

图表 12. 伊利低温白奶 17 年新品-透明枕小白奶



资料来源：京东超市

图表 13. 伊利常温白奶 17 年产品更新-新款舒化奶



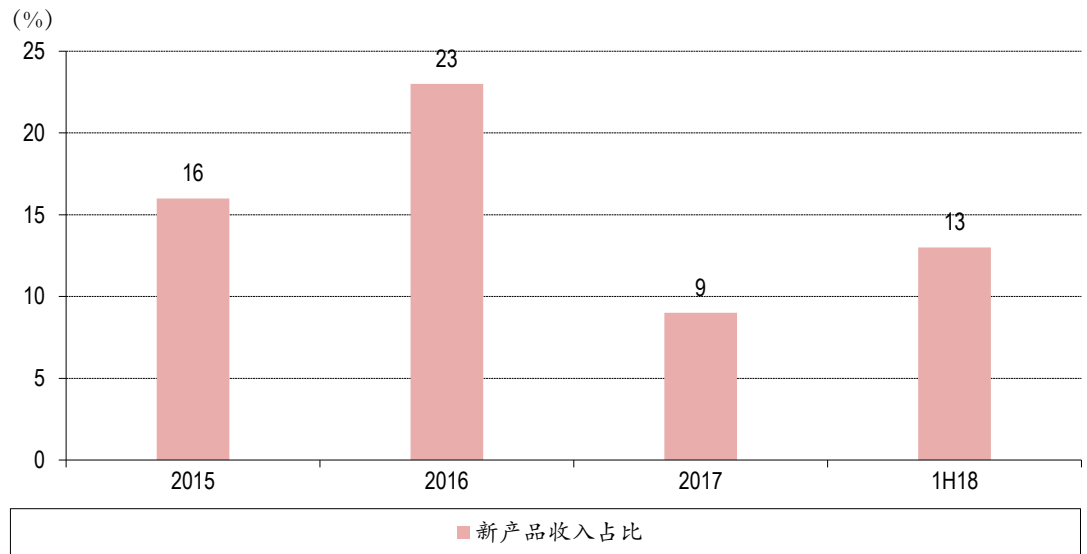
资料来源：京东超市

## (2) 新产品培育能力强，能够快速形成收入规模

新产品收入端始终占有一席之地。新产品通常定义为上市 36 个月以内的产品，2017 年新产品收入占比约 9.2%，同比下降，主要系大单品基础型安慕希常温酸奶（2013 年上市）不再算做新产品。1H18 新产品收入占比达 13%。

部分新产品能够脱颖而出，快速形成收入规模。根据我们测算，安慕希 2013 年底推出，2015 年估计收入规模达到 35 亿左右；畅意 2015 年 8 月推出，2017 年收入规模达到 15 亿左右。

图表 14. 2015-1H18 新产品收入占比



资料来源：公司官网，中银证券

## (3) 产品更新能力强，延长主力产品生命周期

以安慕希为例，公司在原味的基礎上先后推出香草、蓝莓、草莓、百香果、黄桃+燕麦等口味，产品包装也从基础款向康美包和饮用型 PET 瓶升级。持续产品更新有效延长安慕希生命周期，2018 年安慕希进入产品上市第 5 年，预计仍有望实现 40% 以上高速增长。

图表 15. 安慕希系列



资料来源：京东超市

## 伊利费用投放效率更高，竞争有望趋缓，较高业绩弹性可期

### 18 年上半年行业竞争加剧，但格局未恶化，费用增量主要由龙头投放

蒙牛 2018 年聚焦世界杯主题营销，加大费用投放，伊利逐步被动跟进。蒙牛作为 2018 年 FIFA 世界杯全球官方赞助商，聚焦世界杯主题营销，4Q17 开始逐渐提升费用投放强度，1Q18 伊利开始逐步被动跟进。1H18 蒙牛世界杯赞助与央视世界杯品牌投放费用达 8 亿元。

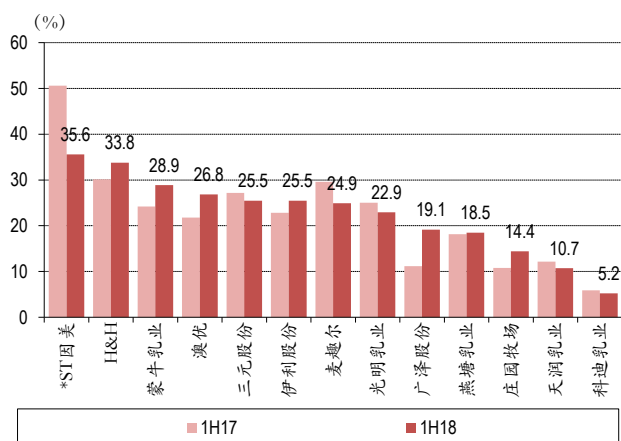
图表 16. 蒙牛 2018 年聚焦世界杯主题营销



资料来源：蒙牛乳业官网

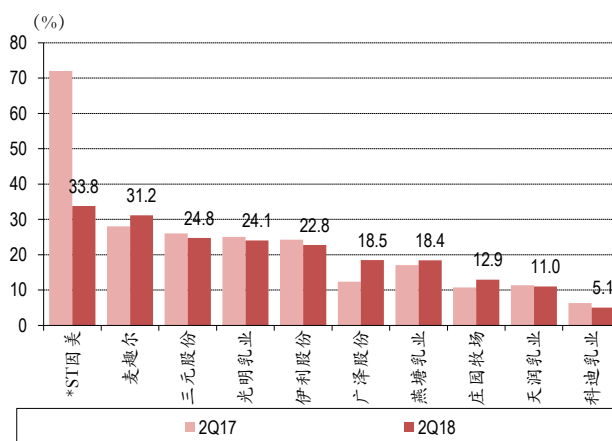
估计 1H18 乳品行业整体销售费用同比增量基本源于伊利和蒙牛，行业整体竞争格局并未恶化。根据国家统计局，18 年 1-6 月乳品行业整体销售费用为 234 亿，同比增 20%，计算可得 1H18 同比增量约为 39 亿。1H18 伊利销售费用为 102 亿、同比增量为 25 亿，蒙牛销售费用 100 亿、同比增量为 28 亿，这意味着 1H18 行业同比增量基本源于伊利和蒙牛，其他乳品公司销售费用整体看有所减少（部分奶粉企业销售费用投放增加），由此可以判断行业整体竞争格局并未恶化。A 股+港股 13 家主要乳品公司 1H18 销售费用率有 7 家同比持平或下降，其中上升的公司为龙头伊利与蒙牛、奶粉企业澳优与 H&H、以及非常规乳企广泽股份（以奶酪为主力乳制品+非乳制品业务）与庄园牧场（自控牧场提供相当比例奶源）。

图表 17. 1H18 乳品上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 2Q18 乳品上市公司销售费用率对比



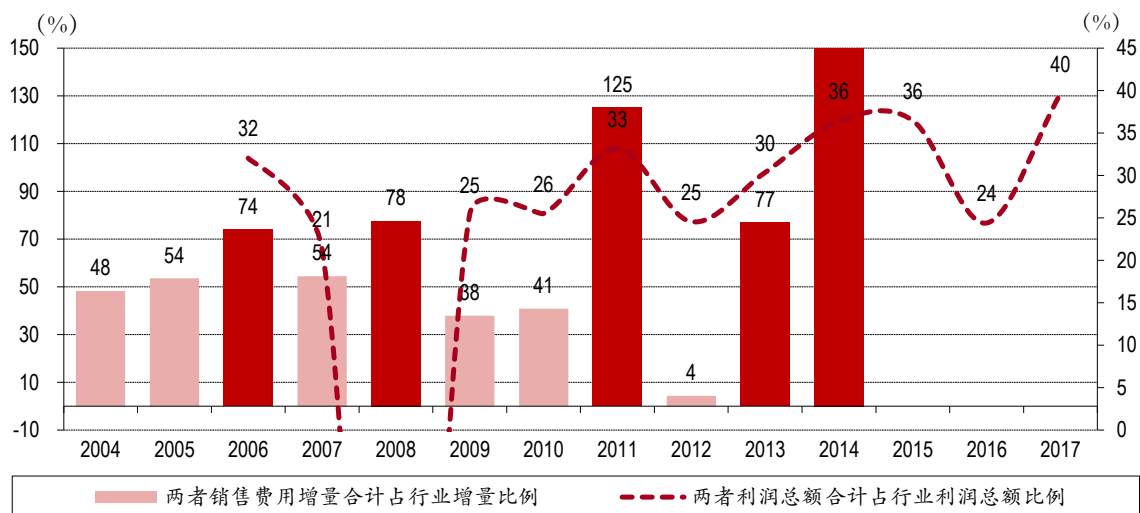
资料来源：万得，中银证券



## 龙头较高强度费用投放挤压杂牌乳企利润空间，收割市场份额

历史上看，伊利与蒙牛较高强度费用投放挤压杂牌乳企利润空间。龙头较高强度费用投放虽然短期内会导致利润率承压，但有助于提升市占率、挤压杂牌利润空间。我们根据可获得的数据，计算2004-2014年各年伊利与蒙牛两者销售费用增量合计占行业增量比例，其中2006、2008、2011、2013、2014年占比较高，分别占74%、78%、125%、77%、429%，除2008年因三聚氰胺事件导致两者利润总额为负数，其余4个年份两者利润总额合计占行业利润总额比例皆在30%或以上，高于其他年份，一定程度表明伊利与蒙牛较高强度费用投放会挤压杂牌乳企利润空间，进而促使其加速退出市场。

图表 19. 伊利与蒙牛在费用投放力度较强的年份利润总额合计占行业比例更高

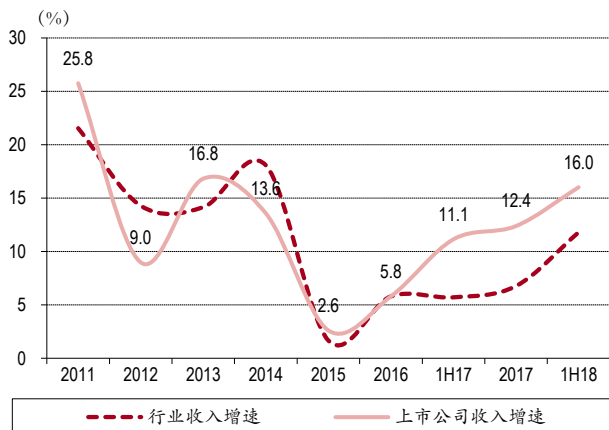


资料来源：国家统计局，Wind，中银证券

注：2008年两者利润总额合计占行业利润总额比例为-73%，2014年两者销售费用增量合计占行业增量比例为429%

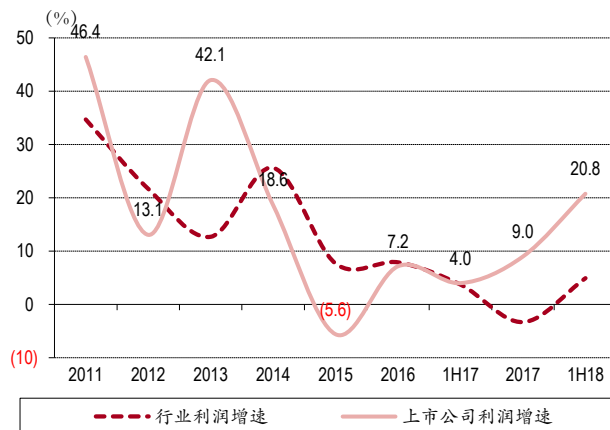
18年半年报显示龙头乳企持续收割市场份额。18年上半年乳品上市公司（A股+港股）收入、净利分别增16%、21%。龙头乳企持续收割市场份额趋势愈发显著，1H18伊利和蒙牛收入分别同比增19%和17%，快于上市公司增速（+16%）和行业增速（+12%），尼尔森数据显示1H18伊利常温\低温\婴幼儿奶粉市占率分别上升2.4\1.0\0.8pct。

图表20. 乳品行业与上市公司收入增速对比



资料来源：万得，中银证券

图表21. 乳品行业与上市公司利润增速对比

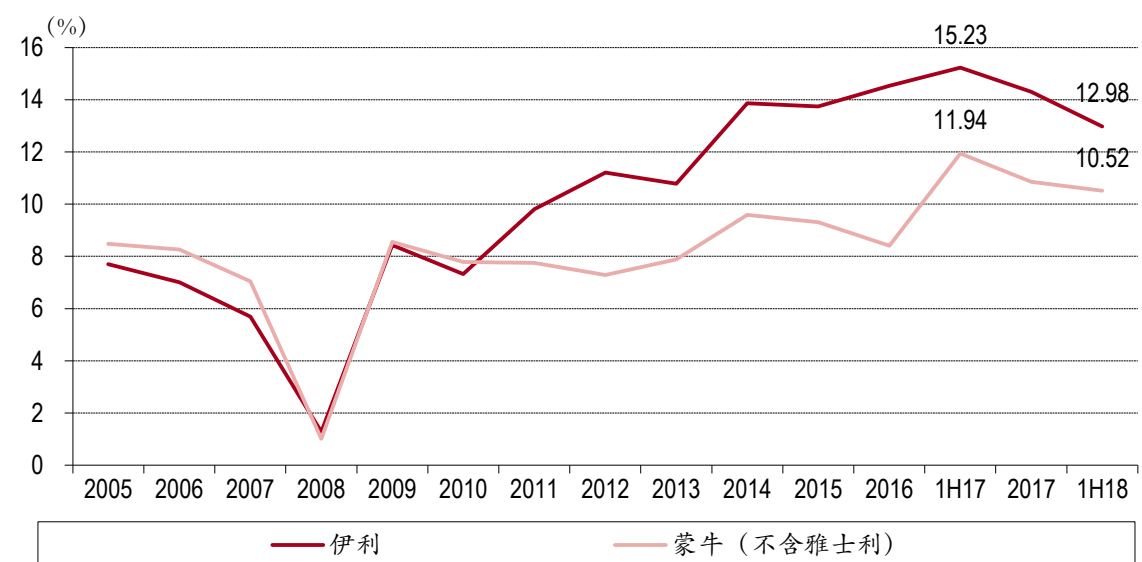


资料来源：万得，中银证券

### 伊利费用投放效率更高，竞争有望趋缓，未来较高业绩弹性值得关注

相比蒙牛，伊利费用投放效率更高。1H18 伊利销售费用为 102 亿、同比增量为 25 亿，蒙牛销售费用 100 亿、同比增量为 28 亿，伊利和蒙牛销售费用率分别升 2.7pct、4.7pct。1H18 伊利、蒙牛收入分别增 19%、17%，伊利增速更快。如果进一步从毛销差角度考虑，1H18 伊利毛销差同比降 2.25pct，蒙牛（不包含雅士利）同比降 1.42pct，考虑到蒙牛持有现代牧业 61% 股权，原奶成本控制能力更强，可以近似认为 1H18 伊利与蒙牛毛销差变动相近，即包括买赠在内的费用投放力度相近。

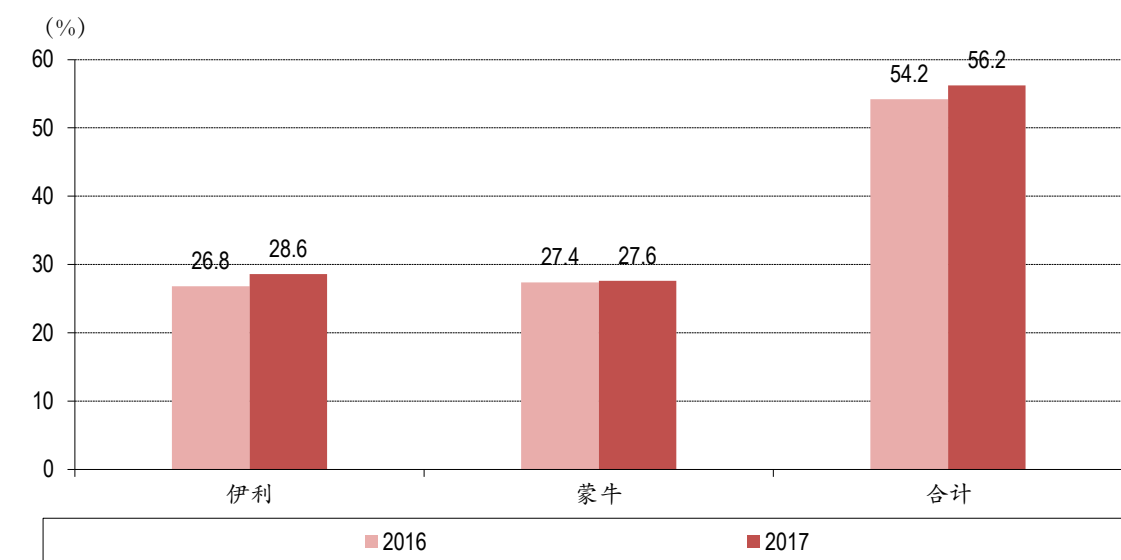
图表 22. 伊利与蒙牛毛销差对比



资料来源：公司公告，万得，中银证券

双寡头格局下，伊利与蒙牛长期费用投放大概率趋于理性，未来较高业绩弹性值得关注。根据尼尔森，2017 年伊利与蒙牛液态奶市场份额合计已达到 56%，如果高强度费用投入未导致龙头间竞争格局发生明显变化，长期费用投放有望趋于理性。本轮费用投放，主要因蒙牛聚焦世界杯主题营销带动，伊利被动跟进，随着世界杯结束，且伊利与蒙牛 1H18 表现相当，长期费用投放概率趋于理性，竞争有望趋缓，未来较高业绩弹性值得关注。

图表 23. 2017 年伊利与蒙牛液态奶市场份额合计达 56%



资料来源：尼尔森，中银证券



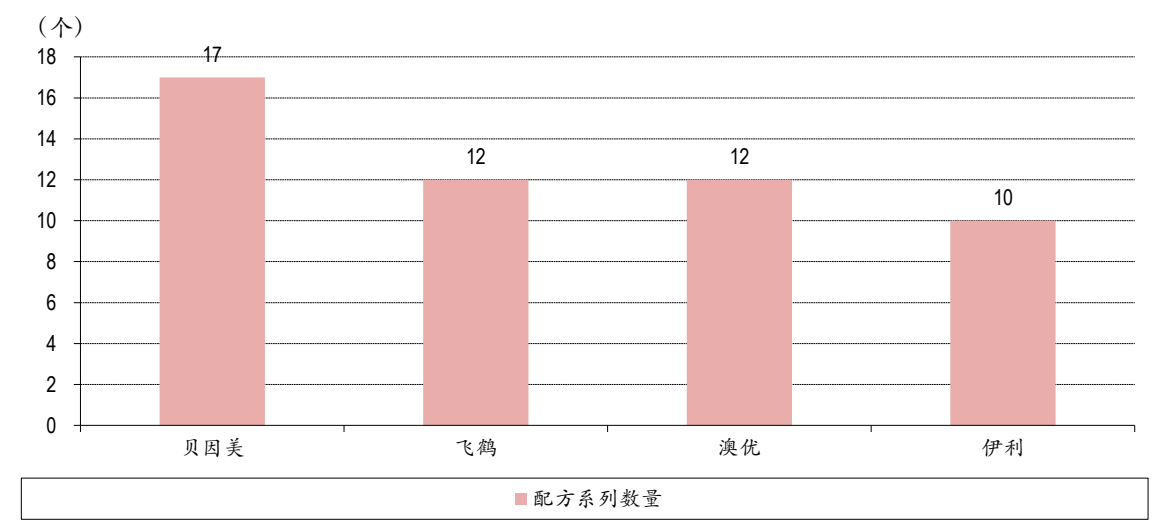
18 年 7 月行业销售费用增速已有所放缓，估计 3Q18 伊利、蒙牛费用投放环比有所改善。根据国家统计局，18 年 1-7 月销售费用同比增 19.7%，相比 18 年 1-3 月同比增速 23.6%和 1-6 月同比增速 20.1%，已经有所放缓。1H18 伊利和蒙牛费用高企可能亦与一次性费用确认存在一定关系，蒙牛世界杯赞助与央视世界杯品牌投放费用达 8 亿元，伊利成立健康饮品、奶酪两个事业部。结合行业费用增速情况，我们估计 3Q18 伊利、蒙牛费用投放环比有所改善。

## 奶粉、并购、新品类，或有惊喜

### 奶粉：伊利作为国产奶粉领先企业，18 年稳健增长可期

18 年注册制正式落地，伊利彰显国产奶粉龙头实力，获批产品系列数量领先。随着多数符合要求的乳企注册制获批，2 月起获批配方新增速度趋缓，根据食药监，截至 2018 年 2 月 11 日第 41 批注册制名单，共有 377 个系列 1,114 个配方通过奶粉注册，其中伊利 4 个工厂共获批 10 个系列，数量位居前列。

图表 24. 奶粉注册制配方数量位居前列



资料来源：食药监，中银证券

注：截至 2018 年 2 月 11 日第 41 批注册制名单

图表 25. 伊利获批配方系列

工厂名称	工厂所属地区	配方系列
天津伊利乳业有限责任公司	中国	金领冠菁护、金领冠珍护、伊利沛能
内蒙古金海伊利乳业有限责任公司	中国	金领冠、伊利倍冠、伊利
杜尔伯特伊利乳业有限公司	中国	伊利赋能星、托菲尔
大洋洲乳业有限公司	新西兰	培然、金领冠睿护

资料来源：食药监，中银证券

注：截至 2018 年 2 月 11 日第 41 批注册制名单

### 行业景气度高，国内领先企业上半年延续高速增长，下半年虽可能边际放缓但仍将保持较快增长

(1) 18 年上半年，受益于注册制清退杂牌品牌，国内领先企业快速夺取市场份额，延续高速增长，行业景气度高，根据尼尔森，1H18 婴幼儿配方奶粉市场销售额同比增 17%。上半年，除贝因美以外，其余国内领先企业奶粉收入皆实现 25% 以上高速增长，贝因美则因产品线梳理调整收入有所下降，但 1H18 成功达成扭亏目标。

(2) 随着杂牌品牌退出留下的市场空间被逐步瓜分完毕，收入同比环比的基数升高，18 年下半年增速可能出现边际放缓，但预计仍将保持较快增长。



图表 26. 国内领先奶粉企业奶粉业务 17 年业绩、18 年目标与完成度

公司名称	17 年业绩	18 年目标	18 年目前完成度
飞鹤	收入 75 亿, 同比增 60%+	收入突破 100 亿, 同比增 33%	1-4 月收入同比增近 60%
伊利	收入 64 亿, 同比增 18%	-	1H18 收入 39 亿, 同比增 27%
澳优	收入 39 亿, 同比增 43%	收入达到 51 亿, 同比增 31%	1H18 收入 26 亿, 同比增 52%
H&H	收入 37 亿, 同比增 16%	-	1H18 收入 21 亿, 同比增 26%
贝因美	收入 25 亿, 同比降 4%	-	1H18 收入 12 亿, 同比降 5%
君乐宝	收入 21 亿, 同比增 108%	收入争取达到 43 亿, 同比增 100%	1H18 收入同比增 100%+
雅士利	收入 15 亿, 同比增 5%	-	1H18 收入 11 亿, 同比增 39%

资料来源: 公司公告, 消费日报, 小食代, 经济观察报, 中银证券

注: 澳优收入包括非婴幼儿奶粉业务

伊利借力行业东风, 不惧竞争, 18 年奶粉业务稳健增长可期。注册制正式落地后, 杂牌奶粉企业退出, 行业空间腾出, 国内领先企业信心增强。伊利作为国产奶粉领先企业, 稳扎稳打, 不惧竞争, 顺应消费升级趋势, 积极布局海外优质奶源, 不断巩固龙头地位。17 年伊利奶粉收入同比增 18%, 根据官网, 其中单价\结构升级\销量分别为 0.6%\5.8%\11.5%, 产品结构升级已成为奶粉收入增长的重要驱动力。1H18 奶粉收入同比增 27%, 表现优秀。

图表 27. 伊利原装原罐产品-金领冠睿护



资料来源: 天猫

图表 28. 伊利原装原罐产品-培然



资料来源: 天猫

## 并购: 海外拓展壮志, 17 年留有遗憾, 18 年雄心不改

公司海外并购意愿强, 17 年两次发起并购, 但未能如愿。根据公司公告, 17 年 7 月拟出资 8.5 亿美元竞标美国有机酸奶生产商 Stonyfield, 9 月参与澳大利亚最大乳制品加工企业迈高集团的战略发展事项, 两次竞购最终都未能花落伊利, 稍显遗憾。

图表 29. 2017 年伊利两次海外并购情况

时间	2017 年 7 月	2017 年 9 月
竞购标的	Stonyfield	迈高集团
标的简介	Stonyfield 是达能旗下全球最大有机酸奶生产商。Stonyfield 成立于 1983 年, 该公司位于美国新罕布什尔州, 旗下拥有 YoBaby、YoToddler、YoKids 和 Oikos 等品牌。2017 年 3 月达能宣布谋求出售 Stonyfield, 这是达能与美国司法部就收购 WhiteWave 达成的反垄断协议的一部分。根据《华尔街日报》, Stonyfield 2016 年销售收入为 3.7 亿美元; 根据 Cornucopia Institute 报告, Stonyfield 占据全球有机酸奶细分市场 65% 的市场份额。	迈高集团是澳洲最大乳企, 短期业绩表现虽不佳, 但仍是极具价值的优质标的。迈高是澳大利亚最大的乳制品加工企业, 旗下德运是澳大利亚著名品牌, 德运奶粉备受国内海淘消费者欢迎。根据界面新闻, 主要受牛奶收购量大幅下降影响, 2017 财年迈高营业收入为 24.9 亿澳元 (131 亿人民币), 同比降 10.3%, 亏损达 3.71 亿澳元 (19.6 亿人民币), 但迈高的品牌影响力与优质低价的澳洲奶源仍使其仍为极具价值的被收购标的。
最终结果	达能宣布, 同意以 8.75 亿美元的价格, 将其美国乳业公司 Stonyfield 出售给法国最大的乳制品制造商拉克塔利斯集团 (Lactalis)。	迈高集团宣布, 已签署具有约束力协议, 以 13.1 亿澳元价格向加拿大萨普托集团出售全部运营资产与债务。

资料来源: 公司网站, 中银证券

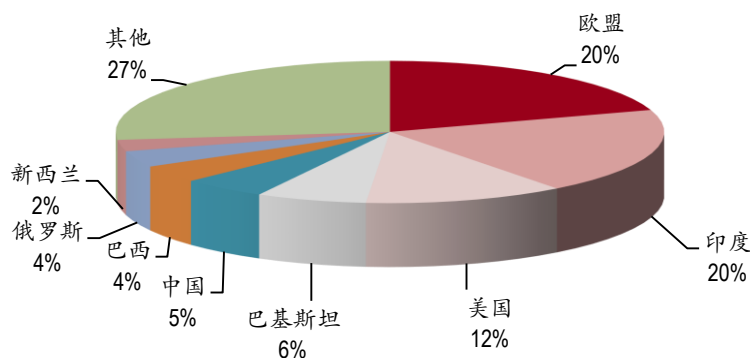
**18 年雄心不改，意向收购巴基斯坦 Fauji Foods。**伊利 7 月 31 日公告，其有意收购巴基斯坦乳制品公司 Fauji Foods 控制权。我们认为，相比 17 年两次收购，本次收购成功可能性较大，原因：

(1) **17 年两次并购经历积累丰富经验。**可能由于相对缺少经验，伊利 17 年两次并购竞拍价格皆被海外媒体提前泄露，导致竞拍环节相对被动。经过经验积累，相信 18 年伊利在此方面已经重点防范，可保证竞拍顺利完成。

(2) **巴基斯坦与中国关系良好。**部分外资乳企仍对中国资本收购存有疑虑可能是导致 17 年并购失败的另一个原因。但本次收购标的为巴基斯坦乳企，Fauji Foods 大股东为 Fauji Fertilizer（持有 50.6% 股权），而 Fauji Fertilizer 仅有 8.45% 股权由非巴基斯坦投资者持有，巴基斯坦与中国关系历来良好，相信对中国资本收购存在疑虑的可能性较小。

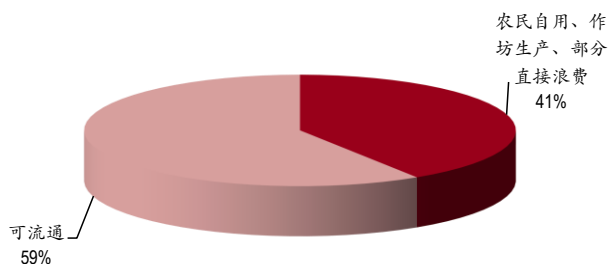
**如果将欧盟看作整体，巴基斯坦乳制品产量全球排名 4，但规模化加工生产提升空间巨大。**巴基斯坦乳制品产量占全球产量 6.5%，仅位列欧盟（20.0%）、印度（19.6%）、美国（11.8%）之后，名列第 4。原奶年产量约 440 亿升，但仅 9% 原奶进行规模化加工，提升空间巨大。

**图表 30. 巴基斯坦乳制品生产量占全球 6.5%**



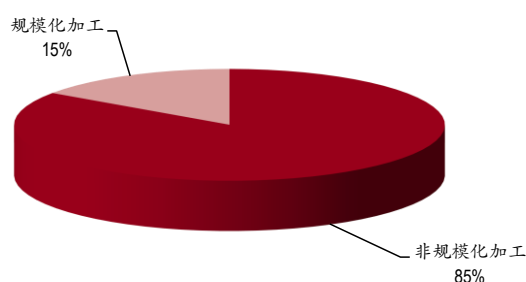
资料来源：FAO，中银证券

**图表 31. 可流通原奶占原奶总产量 59%**



资料来源：公司公告，中银证券

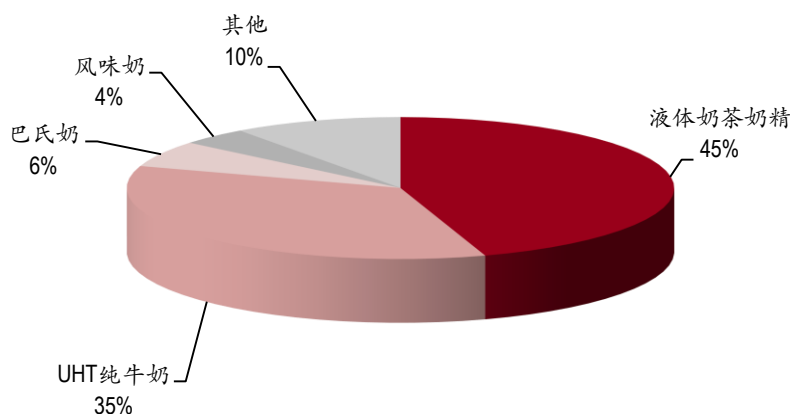
**图表 32. 规模化加工原奶占可流通原奶量 15%**



资料来源：公司公告，中银证券

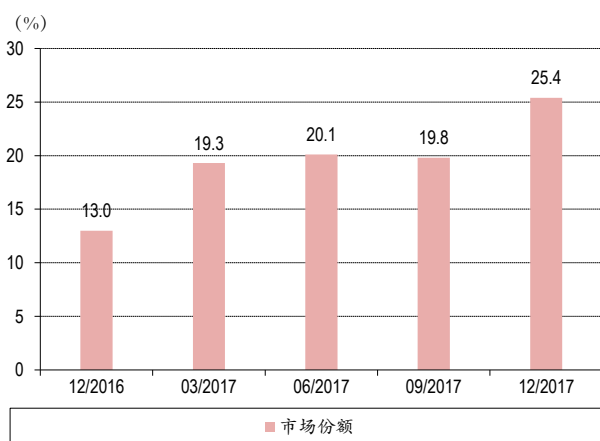
**巴基斯坦乳制品消费以液体奶茶奶精和 UHT 纯牛奶为主，Fauji Foods 具有一定优势。**巴基斯坦液体奶茶奶精消费占比 45%，纯牛奶占 35%。Fauji Foods 在液体奶茶奶精领域市场份额第 2，占约 25%，与第 1 名 Shakarganj 相近；Fauji Foods 纯牛奶领域市场份额第 3，占约 4%，前 2 名为雀巢和 Efoods。

图表 33. 巴基斯坦乳制品消费结构



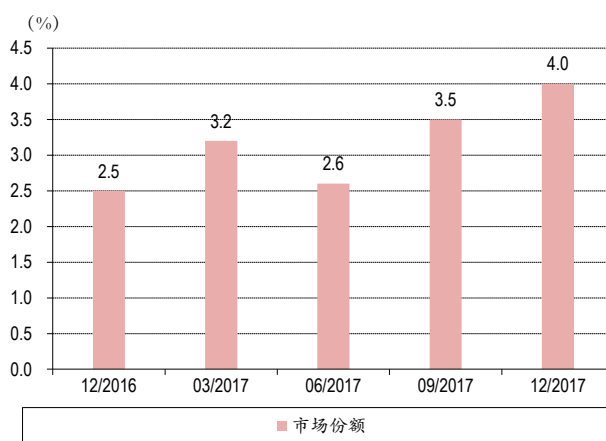
资料来源：公司公告，中银证券

图表 34. Fauji Foods 液体奶茶奶精市场份额



资料来源：公司公告，中银证券

图表 35. Fauji Foods 纯牛奶市场份额



资料来源：公司公告，中银证券

**并购 Fauji Foods 的思考：**符合伊利全球织网战略，进军南亚市场，利用成熟规模化生产的优势，快速打开巴基斯坦市场，未来 Fauji Foods 的成熟产品也可以作为中国大陆市场伊利产品的补充，实现协同效应。

### 新品类：成立健康饮品事业部，进军豆奶、能量饮料，实现渠道共享

**国内即饮豆奶市场规模超 80 亿元，维他奶相对领先，巨头入局仍有机会。**根据 Euromonitor，2016 年国内即饮豆奶市场规模达 82 亿元，11-16 年 CAGR 超 10%，我们预计 18 年市场规模有望超过 90 亿元。国内即饮豆奶领跑者维他奶 17/18 财年中国内地收入接近 30 亿元，剔除非豆奶饮料部分，实际豆奶收入更少一些。行业其他品牌，如唯怡（主要为坚果与大豆混合的植物蛋白饮料）、植朴磨坊豆奶、达利豆本豆、中绿粗粮王豆奶、北大荒豆奶收入规模更小。

**国内能量饮料（包括运动饮料）市场规模约 370 亿元，红牛一家独大，但目前股东层面陷入纷争。**根据 Euromonitor，2016 年国内能量饮料市场规模约 370 亿元，11-16 年 CAGR 超 10%，我们预计 18 年市场规模有望达到 450 亿元。根据英敏特，2016 年红牛在中国能量饮料市场份额达 78%，一家独大，但目前红牛中国股东层面陷入纷争，其他能量饮料发展良机出现。

图表 36. 维他奶豆奶



资料来源：天猫

图表 37. 达利豆本豆豆奶



资料来源：天猫

图表 38. 中绿粗粮王豆奶



资料来源：天猫

图表 39. 植朴磨坊豆奶



资料来源：天猫

成立健康饮品事业部，伊利进军豆奶、能量饮料领域，实现渠道共享，继续迈向健康食品集团之路。

- 17 年 12 月，伊利隆重推出“植选”豆乳，进军豆奶领域，关键节点大有可为。根据渠道草根调研，目前豆乳主要推出两款产品，分别为原味（4 元/盒）和黑豆黑芝麻味（4.6 元/盒），18 年主要在一线城市和有豆奶消费习惯的地区先铺货。15 年伊利曾推出核桃乳产品，首次试水植物蛋白饮料领域，目前营收规模不大。15 年伊利进军核桃乳领域时，六个核桃已经一马当先，当年其核桃乳收入高达 87 亿，市场份额绝对领先，且核桃乳相对小众。此次进军豆奶领域，国内消费者普遍具有豆浆豆奶消费习惯，伊利作为巨头入局，大有可为。我们认为，进军豆奶领域是伊利从乳制品跨界植物蛋白饮料的重要一步，更是伊利继续迈向健康食品集团之路的关键节点，公司足够重视，不排除“植选”豆乳 18-19 年会有超预期表现。
- 伊利推出能量饮料“唤醒源”，进军能量饮料领域。根据新乳业，该产品定价 6 元/罐，以便利店等渠道为突破口。我们认为，进军能量饮料领域，是继进军豆奶领域之后，伊利迈向健康食品集团的又一重要布局，值得关注。因红牛中国在股东层面再次陷入纷争，可能利好包括伊利在内的其他功能饮料生产企业。
- 进军豆奶、能量饮料领域，可充分享受渠道共享效应，叠加组织架构有效支持，提升成功概率。我们认为，进军豆奶、能量饮料领域，以及可能跨界进入的矿泉水领域，都可共享伊利强有力的常温液奶渠道，从近年畅意常温乳酸菌饮料打破此前低温乳酸菌饮料冷链限制，匹配伊利优势常温液奶渠道后爆发式增长的情况来看，叠加组织架构有效支持（18 年上半年成立健康饮品事业部），我们认为新品类拓展成功概率较高。

图表 40. 伊利植选豆乳原味



资料来源：天猫

图表 41. 伊利植选豆乳黑芝麻黑豆味



资料来源：天猫

图表 42. 伊利能量饮料唤醒源



资料来源：新乳业

## 盈利预测与投资评级

18年初以来，截至近期收盘价低点9月6日，伊利股价累计下跌24%，跑输申万食品饮料指数8pct，我们认为股价变动已经基本体现18年较高强度费用投放对业绩的影响。龙头持续收割份额，但龙头间竞争格局变化不大，估计3Q18伊利、蒙牛费用投放环比有所改善，伊利渠道下沉提前布局、产品培育更新能力强，费用投放效率更高，未来较高业绩弹性值得关注。我们维持此前中报盈利预测，预计18-19年实现EPS 1.06、1.32元，同比增7%、25%，维持**买入**评级。

图表 43. 伊利股份收入预测表

(百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>液体乳</b>						
营业收入	47,151	49,522	55,766	63,972	72,747	82,226
同比增速 (%)	11.2	5.0	12.6	14.7	13.7	13.0
毛利率 (%)	34.1	36.0	35.2	35.9	36.7	37.2
<b>奶粉及奶制品</b>						
营业收入	6,447	5,456	6,428	7,868	8,828	9,905
同比增速 (%)	7.2	(15.4)	17.8	22.4	12.2	12.2
毛利率 (%)	56.0	56.2	54.0	52.0	53.0	54.0
<b>冷饮</b>						
营业收入	4,098	4,194	4,606	5,124	5,594	6,050
同比增速 (%)	(4.3)	2.4	9.8	11.2	9.2	8.2
毛利率 (%)	36.3	43.1	43.1	46.1	46.5	47.0
<b>其他</b>						
营业收入	2,167	1,140	747	755	764	773
同比增速 (%)	72.6	(47.4)	(34.5)	1.1	1.1	1.1
毛利率 (%)	14.9	18.1	16.0	16.3	16.6	16.8
<b>合计</b>						
营业收入	59,863	60,312	67,547	77,720	87,933	98,954
同比增速 (%)	10.9	0.7	12.0	15.1	13.1	12.5
毛利率 (%)	35.9	37.9	37.3	38.0	38.8	39.3

资料来源：万得，中银证券



## 风险提示

**低线城市乳品需求增长不及预期。**2017 年低线城市乳品需求爆发，2018 年趋势可能无法延续，需求增长低于我们的预期。

**行业整体竞争加剧。**伊利、蒙牛龙头间竞争短期有加剧迹象，其他乳企可能效仿跟进，导致行业整体竞争加剧，竞争格局恶化。

**原料成本大幅上涨。**若贸易摩擦或行业性因素导致食品原料成本大幅上涨，食品制造企业成本压力将大幅上升。



附录图表 44. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	(元/股)
600887.SH	伊利股份	买入	25.07	1,524	0.99	1.06	25.4	23.7	4.0
2319.HK	蒙牛乳业	未有评级	23.15	909	0.53	0.80	37.3	25.8	3.5
600597.SH	光明乳业	增持	8.09	99	0.50	0.53	16.0	15.3	4.5
600429.SH	三元股份	未有评级	4.92	74	0.05	-	96.9	-	3.3
002770.SZ	科迪乳业	未有评级	2.68	29	0.12	0.14	23.2	19.3	1.6
600419.SH	天润乳业	未有评级	13.70	28	0.48	0.61	28.6	22.3	4.2
002732.SZ	燕塘乳业	未有评级	14.38	23	0.77	0.77	18.7	18.6	5.7

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止2018年10月19日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	60,609	68,058	78,231	88,470	99,517
销售成本	(37,427)	(42,362)	(48,179)	(53,835)	(60,077)
经营费用	(16,425)	(17,957)	(21,563)	(23,875)	(26,379)
息税折旧前利润	6,757	7,738	8,489	10,759	13,061
折旧及摊销	1,612	1,444	1,810	2,123	2,375
经营利润(息税前利润)	5,145	6,295	6,680	8,637	10,686
净利息收入/(费用)	28	(12)	69	110	177
其他收益/(损失)	1,511	869	961	881	881
税前利润	6,632	7,074	7,582	9,487	11,537
所得税	(963)	(1,071)	(1,148)	(1,437)	(1,747)
少数股东权益	(7)	(2)	(12)	(14)	(18)
净利润	5,662	6,001	6,422	8,036	9,772
核心净利润	5,662	6,001	6,422	8,036	9,772
每股收益(人民币)	0.931	0.987	1.057	1.322	1.608
核心每股收益(人民币)	0.931	0.987	1.057	1.322	1.608
每股股息(人民币)	0.449	0.600	0.700	0.749	0.937
收入增长(%)	0	12	15	13	12
息税前利润增长(%)	3	22	6	29	24
息税折旧前利润增长(%)	(0)	15	10	27	21
每股收益增长(%)	22	6	7	25	22
核心每股收益增长(%)	22	6	7	25	22

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	6,632	7,074	7,582	9,487	11,537
折旧与摊销	1,612	1,444	1,810	2,123	2,375
净利息费用	24	113	58	30	(14)
运营资本变动	6,181	(1,894)	2,015	(281)	2,075
税金	(963)	(1,071)	(1,148)	(1,437)	(1,747)
其他经营现金流	(669)	1,340	(230)	(150)	(105)
经营活动产生的现金流	12,817	7,006	10,087	9,773	14,121
购买固定资产净值	2,107	(625)	(3,573)	(2,291)	(1,805)
投资减少/增加	(737)	(39)	215	135	135
其他投资现金流	(4,613)	(2,452)	(3)	(3)	(3)
投资活动产生的现金流	(3,243)	(3,117)	(3,361)	(2,159)	(1,673)
净增权益	0	14	0	0	0
净增债务	(6,040)	7,710	(1,233)	(21)	(1,667)
支付股息	(2,729)	(3,647)	(4,255)	(4,554)	(5,698)
其他融资现金流	(45)	(23)	(59)	(34)	(37)
融资活动产生的现金流	(8,815)	4,053	(5,547)	(4,609)	(7,402)
现金变动	760	7,942	1,178	3,004	5,046
期初现金	13,084	13,824	21,823	23,001	26,006
公司自由现金流	9,626	3,991	6,853	7,753	12,611
权益自由现金流	3,544	11,491	5,439	7,567	10,801

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	13,824	21,823	23,001	26,006	31,052
应收帐款	725	994	997	1,255	1,279
库存	4,326	4,640	5,557	5,837	6,878
其他流动资产	1,318	2,388	1,995	2,690	2,491
流动资产总计	20,193	29,846	31,550	35,788	41,699
固定资产	14,533	15,158	16,948	17,143	16,598
无形资产	1,111	594	571	548	524
其他长期资产	3,425	3,702	3,702	3,819	3,838
长期资产总计	19,070	19,455	21,221	21,509	20,960
总资产	39,262	49,300	52,771	57,298	62,659
应付帐款	611	831	839	1,049	1,075
短期债务	150	7,860	6,651	6,651	5,000
其他流动负债	14,296	23,019	24,328	25,194	26,501
流动负债总计	14,907	23,850	25,167	26,243	27,576
长期借款	0	0	(24)	(45)	(61)
其他长期负债	1,119	210	210	186	141
股本	6,065	6,078	6,078	6,078	6,078
储备	16,655	19,298	21,465	24,948	29,022
股东权益	23,082	25,103	27,271	30,753	34,827
少数股东权益	154	136	147	160	177
总负债及权益	39,262	49,300	52,771	57,298	62,659
每股帐面价值(人民币)	3.80	4.13	4.49	5.06	5.73
每股有形资产(人民币)	3.61	4.03	4.39	4.97	5.64
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.25)	(2.30)	(2.69)	(3.19)	(4.30)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.1	11.4	10.9	12.2	13.1
息税前利润率(%)	8.5	9.2	8.5	9.8	10.7
税前利润率(%)	10.9	10.4	9.7	10.7	11.6
净利率(%)	9.3	8.8	8.2	9.1	9.8
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	125.1	30.0	36.9	52.5	74.7
净权益负债率(%)	(58.8)	(55.3)	(59.7)	(62.8)	(74.6)
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.0	1.1	1.3
估值					
市盈率(倍)	26.9	25.4	23.7	19.0	15.6
核心业务市盈率(倍)	26.9	25.4	23.7	19.0	15.6
市净率(倍)	6.6	6.1	5.6	5.0	4.4
价格/现金流(倍)	11.9	21.8	15.1	15.6	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.5	17.9	16.0	12.4	9.7
周转率					
存货周转天数	27.1	24.0	23.8	23.5	23.3
应收帐款周转天数	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6
应付帐款周转天数	3.7	3.9	3.9	3.9	3.9
回报率					
股息支付率(%)	48.2	60.8	66.3	56.7	58.3
净资产收益率(%)	26.3	24.9	24.5	27.7	29.8
资产收益率(%)	11.1	12.1	11.1	13.3	15.1
已运用资本收益率(%)	20.9	22.6	20.3	24.5	28.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371