

推荐 (维持)

乳制品行业

— 下游成本优势持续，上游企业转型仍值得期待

2016年09月1日

相关报告

蒙牛乳业(2319.HK)_1H16 业绩点评_20160825

中国圣牧(1432.HK)_1H16 业绩点评_2016829

现代牧业(1117.HK)_1H16 业绩点评_20160823

合生元(1112.HK)_1H16 业绩点评_20160825

雅士利国际(1230.HK)_跟踪报告_20160826

原生态牧业(1431.HK)_1H16 业绩点评_2016824

投资要点

- **1H16 上、下游乳企业绩分化显著:** 截止 8 月 31 日, 港股乳制品公司上半年业绩均已陆续发布。受到上半年国内原奶价格持续低迷影响, 上游经营奶牛养殖的原料奶生产商和下游的乳制品品牌生产商业绩分化显著。上游企业收入端下滑, 盈利性明显衰退, 甚至出现亏损; 下游企业受益于成本价格回落、产品结构升级及促销力度减弱, 盈利性出现显著增长。
- **国内原料奶价格下半年或持续疲软:** 全球原奶供给过剩量年内有望较去年下降 3%, 当前主产区控制产能, 部分主产区出口量也出现同比下降, 我们判断当前的国际原奶价格有望在供给侧改善的支撑下, 在下半年至明年初出现上行拐点。但国内原奶价格上涨或滞后国际价格。结合我们的调研结果, 估算当前国内大包粉库存约在 30 至 40 万吨, 在国内供给依旧过剩的格局下, 下半年原奶价格或维持疲软走势, 但在成本支撑下, 下行空间已很有限。将视线延伸至近一两年, 我们认为中国原奶价格受国际进口奶粉的冲击将持续存在, 除非受到政策干预或极端天气影响, 较难出现类似 2013 年的快速上涨行情。
- **下游企业低成本优势仍可持续, 下半年液态奶增长优于奶粉:** 下游乳制品上半年呈现结构式增长, 高端产品和常温酸奶等新品类增长较快。下游乳企上半年的盈利性改善显著, 尤其在毛利润率上表现较为明显。一方面, 由于国内原奶价格持续疲软, 加上廉价大包粉库存, 使下游乳品加工商在上半年充分的享受了低成本优势。另外, 高端产品和高毛利产品销量的快速增长, 带动乳制品整体产品结构改善。最后, 二季度以来各大商家降低促销力度, 买赠和降价减弱也有助于公司整体盈利性的提升。
- **投资建议:** 下半年下游乳品企业低成本优势可以持续, 建议关注今年上半年液态奶增长超预期, 且大区管理制度和渠道管控制提升带来的销量可持续增长的蒙牛乳业。在上游原料奶价格企稳的前提下, 建议关注估值有优势的现代牧业。现代牧业作为全国上游原料奶生产商的绝对龙头, 拥有全国最大规模的牧场资源和优质奶牛资源, 我们肯定公司所拥有的资产价值, 而当前公司 PB 仅余额 0.9 倍。另外, 我们建议关注从上游原奶生产商已成功转型下游乳企品牌生产商的中国圣牧。
- **风险提示:** 食品安全问题、超预期激烈的市场竞争、原奶价格超预期波动

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉
wangjiahui@xyzq.com.cn
SFC: BAD529
SAC: S0190516030002

目 录

1、港股乳制品行业上半年业绩总结.....	- 4 -
1.1、仍在经历艰难的上游业务.....	- 5 -
1.2、享受盈利性提升的下游业务.....	- 6 -
2、投资建议.....	- 7 -
3、上游 — 国内原奶价格下半年仍将持续低迷.....	- 8 -
3.1、国际原料奶价格今年底至明年初或现拐点.....	- 8 -
3.2、国内原奶价格或滞后国际奶价反弹，且持续上涨周期难现.....	- 11 -
4、下游 — 成本优势可持续，奶粉行业可关注中长期机会.....	- 13 -
4.1、成本优势持续及产品结构升级保障毛利润率.....	- 13 -
4.2、液态乳结构性增长显著.....	- 14 -
4.4、奶粉行业短期竞争持续，中长期机会可期.....	- 15 -
5、政策篇.....	- 16 -
5.1、上游：控制进口奶粉平衡国内供需.....	- 16 -
5.2、下游：提振消费者对国货品牌的信心.....	- 16 -
6、港股相关标的.....	- 18 -
6.1、蒙牛乳业（2319.HK）— 白奶增长超预期，低成本优势持续.....	- 18 -
6.2、现代牧业(1117.HK)— 主营业务业绩处于底部，估值已现优势.....	- 20 -
6.3、中国圣牧（1432.HK）— 持续受益有机奶定位，向品牌商转型已初步完成.....	- 22 -
6.4、雅士利国际(1230.HK) — 业绩反转慢于预期，但基础仍在.....	- 24 -
6.4、合生元（1112.HK）— 下半年业绩增速或趋缓，中长期看好公司业务布局.....	- 25 -
7、风险提示.....	- 26 -
图 1、上半年乳制品上下游企业业绩分化显著.....	- 4 -
图 2、国内原奶价格持续低迷.....	- 5 -
图 3、上游原奶业务均不景气.....	- 6 -
图 4、下游企业毛利润率普遍提升.....	- 6 -
图 5、高端产品增速较快.....	- 6 -
图 6、费用率稳步提升，线上投入增加.....	- 7 -
图 7、下游净利润率明显好于上游.....	- 7 -
图 8、2014 年以来全球液态奶供过过剩加剧.....	- 9 -
图 9、预计 2016 年全球液态奶供给过剩量削减.....	- 9 -

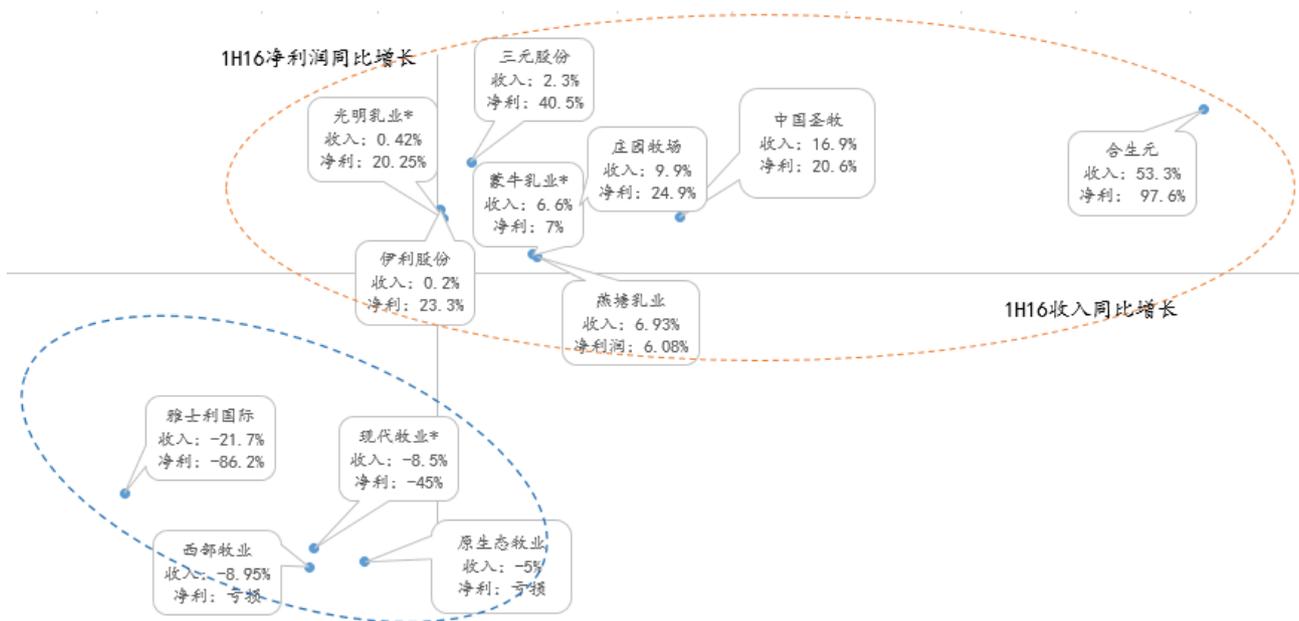
图 10、全球脱脂奶粉供需结构及期末库存	- 9 -
图 11、全球全脂奶粉供需结构及期末库存	- 9 -
图 12、1H16 主产区原奶产量同比变动	- 10 -
图 13、1H16 主产区脱脂奶粉上半年出口同比变动	- 10 -
图 14、1H16 主产区全脂奶粉上半年出口同比变动	- 10 -
图 15、恒天然脱脂奶价格处于五年较低水平	- 11 -
图 16、恒天然全脂奶价格处于五年较低水平	- 11 -
图 17、国内原奶产量已趋于平稳	- 11 -
图 18、上半年中国进口奶粉量仍相对较高	- 12 -
图 19、奶牛养殖成本结构	- 13 -
图 20、主要饲料价格	- 13 -
图 21、多数下游乳制品行业毛利润率均有提升	- 13 -
图 22、全国高端液态奶市场主要厂商市场份额	- 15 -
图 23、中国高端液态奶分区域主要厂商市场份额	- 15 -
图 24、全国高端液态奶分渠道主要厂商市场份额	- 15 -
图 25、蒙牛在铺货率上维持领先	- 15 -
图 26、2016 年上半年婴幼儿奶粉行业整体销售规模同比下行	- 16 -
图 27、蒙牛 1H16 年收入结构	- 18 -
图 28、蒙牛上半年仅奶粉收入端现下滑	- 18 -
图 29、蒙牛 1H16 白奶、酸奶现较快增长	- 18 -
图 30、蒙牛液态奶市场占有率维持稳定	- 18 -
图 31、蒙牛常温奶市占率提升	- 19 -
图 32、蒙牛低温产品市占率略降	- 19 -
图 33、蒙牛明星产品和机会产品收入占比同比提升	- 19 -
图 34、蒙牛整体毛利润率提升，费用率提升	- 19 -
图 37、现代牧业外部原料奶销量占比降低	- 20 -
图 38、现代牧业原料奶价格显著回落	- 20 -
图 39、现代牧业销售收入结构	- 21 -
图 40、现代牧业各业务毛利率	- 21 -
图 41、现代牧业利润影响因素拆分	- 22 -
图 35、中国圣牧液态奶业务销售规模同比大幅上升	- 23 -
图 36、中国圣牧有机产品销售收入占 82.3%	- 23 -
表 1、港股乳制品 1H16 业绩一览	- 7 -
表 2、乳制品行业估值比较	- 8 -

报告正文

1、港股乳制品行业上半年业绩总结

截止 8 月 31 日，港股乳制品公司上半年业绩都已陆续发布。我们统计了港股乳制品行业七家上市公司和 A 股五家乳制品上市公司，受到上半年国内原奶价格持续低迷影响，上游经营奶牛养殖的原料奶生产商和下游的乳制品生产商业绩分化显著。上游企业收入端下滑，盈利性明显衰退，甚至出现亏损，下游企业受益于成本价格优势、产品结构升级和二季度以来的促销力度减弱，盈利性出现显著增长。

图 1、上半年乳制品上下游企业业绩分化显著



数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

注: 蒙牛乳业、现代牧业、光明乳业净利润增速按核心业务计算

上游原料奶生产商龙头现代牧业上半年业绩出现亏损，剔除生物资产公允价值和金融衍生公平值变动产生的影响，上半年净利润仍有 45% 的同比下滑，而原生态牧业也同样出现收入端下行，净利润亏损。中国圣牧，受益于有机奶的产品定位，有机原料奶价格下跌幅度相对较小，同时公司向下游乳制品生产商转型已出具模型，较大比例原奶用于生产下游液态奶产品，下游品牌奶已经贡献公司总收入的 65.5%，而现代牧业仍有 70% 的收入来自上游原料奶收入。

下游液态奶行业，结构性增长特征显著，高端白奶、酸奶，尤其是常温酸奶等高端产品收入增长较快，持续符合我们上半年乳制品持续消费升级趋势的判断。高

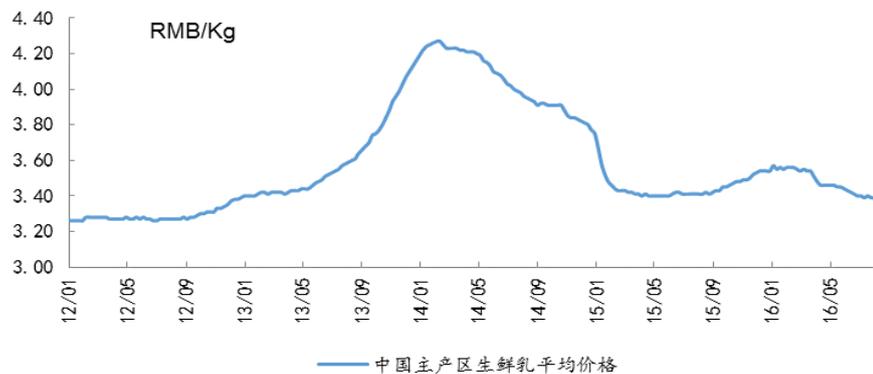
端白奶畅销产品仍可维持双位数增长，上半年蒙牛的特仑苏和伊利的金典销售额分别同比增长了 11.2% 和 10.4%，常温酸奶的畅销产品中，伊利的安慕希和蒙牛的纯甄上半年销售额分别同比增长了 131% 和 70%。

下游婴幼儿奶粉行业，上半年中国婴幼儿配方乳粉整体销售额同比出现下滑，主要由于市场处于婴幼儿配方奶粉注册制实施前的去库存阶段，激烈竞争下中小品牌促销力度加大。雅士利奶粉业务受到市场环境和自身产品渠道调整影响，奶粉业务收入同比下降 21%。合生元上半年在激烈的市场竞争中，没有提升促销力度，而是适度控制渠道库存，上半年奶粉业务收入同比下降 14%，整体收入和净利润同比大幅增长，主要受到收购 Swisse 并表影响。

1.1、仍在经历艰难的上游业务

截止今年六月底，中国平均原料奶价格 3.4 元/公斤，较 2016 年初继续下跌 5%，从 2015 年的国内大面积奶牛养殖散户退出市场，发展到今年上半年规模化养殖牧场也出现原奶价格大幅下跌，优质乳源相对市场平均奶价的溢价回落，从散户的倒奶杀牛，发展到今年上半年的规模化养殖牧场提升奶牛淘汰率、鲜乳喷粉，给上半年原奶生产商的业绩带来较大的负面影响。

图 2、国内原奶价格持续低迷

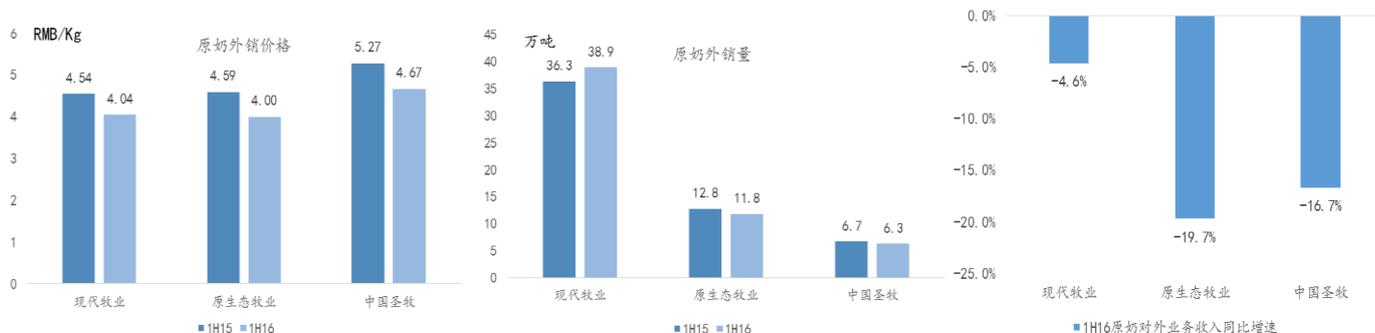


数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

现代牧业上半年原料奶外销价格从去年同期的 4.54 元/kg 下跌到今年的 4.04 元/kg, 同比下跌 11%，原生态牧业的原奶价格也从去年同期的 4.59 元/kg 下跌到今年的 4 元/kg, 同比下跌 13%。中国圣牧的有机原奶，仍相对普通原奶享有一定价格溢价，但对外销售价格也从去年同期的 5.27 元/kg 下跌了 11%。现代牧业、原生态牧业和中国圣牧上半年上游原料奶外销收入分别同比下降了 4.6%、19.7% 和 16.7%。现代牧业上半年虽然提高了奶牛淘汰率，但随着奶牛单产的提升，原奶产

量仍有同比提升，通过对蒙牛原奶的供应以及其他第三方客户的开发，上半年外销量也有同比增长。原生态牧业外销量同比下降 8%，中国圣牧加大了对自有品牌下游产品的原奶供应比例，外销量也同比有所下降。

图 3、上游原奶业务均不景气

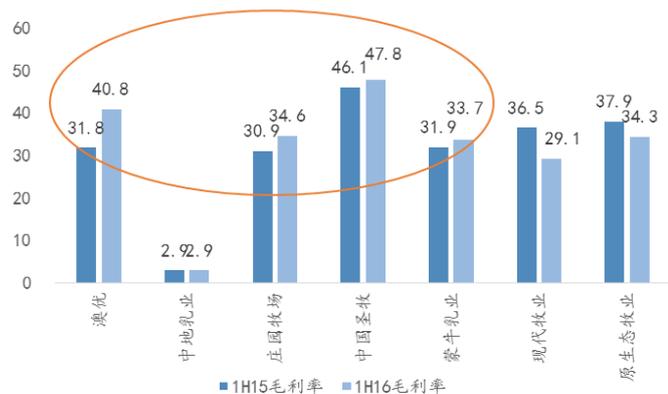


数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所
注: 蒙牛乳业、现代牧业净利润增速按核心业务计算

1.2、享受盈利性提升的下游业务

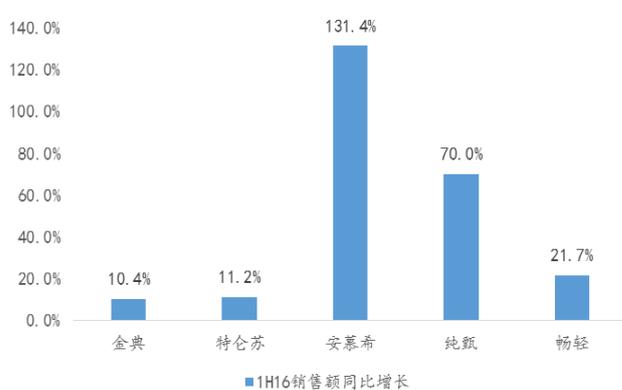
下游乳制品企业销量维持相对平稳增长，预计上半年整体液态奶销量仍维持低单位数同比增长，但结构性增长趋势显著，高端产品和常温酸奶等新品类增长较快。乳制品企业今年上半年的盈利性改善显著，尤其在毛利润率上表现较为明显。一方面，由于国际原奶价格和国内原奶价格持续走低，加上下游企业的低价大包粉库存，使下游乳品加工商在上半年充分的享受了低成本优势。另一方面，高端产品和高毛利产品销量的快速增长，带动乳制品整体产品结构改善。最后，上半年春节过后，进入二季度各大商家降低促销力度，买赠和降价减弱也有助于公司整体盈利性的提升。

图 4、下游企业毛利润率普遍提升



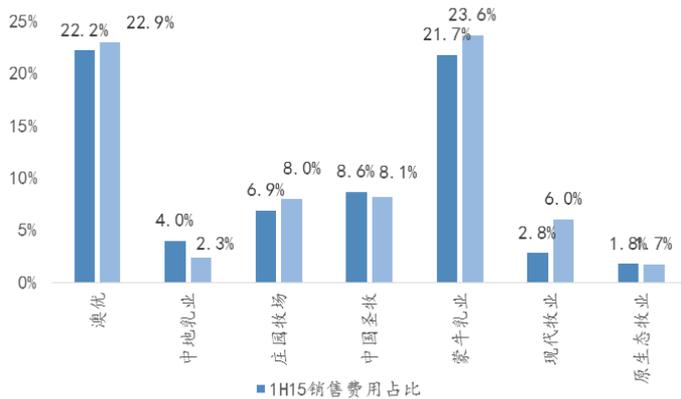
数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

图 5、高端产品增速较快



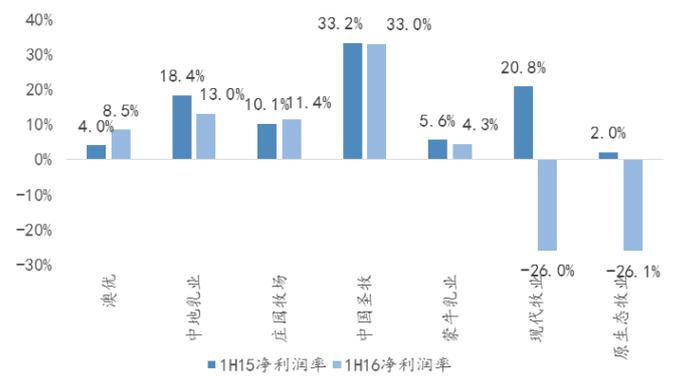
数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

图 6、费用率稳步提升，线上投入增加



数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

图 7、下游净利润率明显好于上游



数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

表 1、港股乳制品 1H16 业绩一览

代码	公司	市值	1H16 业绩 (%)				
			收入增速 YoY	营业利润增速 YoY	归属母公司净利润增速 YoY	毛利率	净利润率
2319.HK	蒙牛乳业	580.9	6.6	4.7	-19.5	33.7	4.3
1432.HK	中国圣牧	109.9	16.9	20.0	20.6	47.8	33.0
1117.HK	现代牧业	64.7	-8.5	-	-	18.4	-26.0
1717.HK	澳优	35.6	37.1	258.8	150.7	40.8	8.5
1431.HK	原生态乳业	17.6	-5.0	-23.6	-1,339.4	34.3	-26.1
1492.HK	中地乳业	15.2	119.4	-43.8	55.1	2.9	13.0
1533.HK	庄园牧场	7.6	9.9	53.4	24.9	34.6	11.4

数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

2、投资建议

我们判断当前的国际原奶价格有望在供给量下降的支撑下，在下半年至明年初出现上行拐点。但国内原奶价格上涨或滞后国际价格，在国内供给依旧过剩的格局下，下半年原奶价格或维持疲软走势，但在成本支撑下下行空间已很有限。将视线延伸至近一两年，我们认为中国原奶价格，受国际进口奶粉的冲击将持续存在，除非受到政策干预或极端天气影响，较难出现像 2013 年的快速上涨行情。

由此，短期来看，至少下半年下游乳制品企业低成本优势可以持续，建议关注今年上半年液态奶增长超预期，且大区管理制度和渠道管控制提升带来的销量可持续增长的蒙牛乳业。我们认为上游原料奶价格企稳的前提下，建议关注估值有优势的现代牧业。作为全国上游原料奶生产商的绝对龙头，拥有全国最大规模的牧场资源和优质奶牛资源，我们肯定公司所拥有的资产价值，而当前公司 PB 仅余额

0.9 倍。另外，我们建议关注从上游原奶生产商已成功转型下游乳企品牌生产商的中国圣牧。奶粉行业，我们从行业的角度看认为当前布局还为时过早，建议关注雅士利国际明年的业绩反转预期。

表 2、乳制品行业估值比较

港股公司	代码	收盘价 (港元)	市值(亿港元)	EPS(报表单位)			PE		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
蒙牛乳业	2319.HK	15.42	604	0.62	0.72	0.81	21.4	18.5	16.3
中国圣牧	1432.HK	1.74	111	0.15	0.18	0.00	10.0	8.2	0.0
现代牧业	1117.HK	1.43	76	0.02	0.08	0.12	50.7	15.3	10.2
原生态牧业	1431.HK	0.47	18	0.07	0.07	0.07	5.8	5.7	5.5
合生元	1112.HK	19.44	123	1.11	1.47	1.53	15.0	11.4	10.9
雅士利国际	1230.HK	1.70	81	0.01	0.04	0.07	99.9	36.5	20.4

A 股公司	代码	收盘价 (元)	市值(亿元)	EPS(报表单位)			PE		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
伊利股份	16.70	1,176	0.91	1.03	1.20	18.4	16.2	14.0	16.70
光明乳业	14.33	205	0.41	0.49	0.57	35.1	29.0	24.9	14.33
三元股份	8.17	142	0.15	0.15	0.18	55.7	56.0	46.6	8.17

数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

注: 2016、2017 年公司业绩及估值预测, 均以 Wind 市场一致预期为标准;

P/E, P/B 均以 2016 年 9 月 1 日收盘价为基准

3、上游 — 国内原奶价格下半年仍将持续低迷

3.1、国际原料奶价格今年底至明年初或现拐点

2013 年新西兰旱灾带来奶荒后, 新西兰对全球需求转向乐观, 由此带动了全球原料奶供应进入了下一轮增长周期, 2014 年和 2015 年全球原料奶产能出现严重过剩。2015 年全球液态奶供过于求 700 万吨, 根据美国农业部官方最新预测, 2016 年液态奶部分供过于求 600 万吨, 略有回落。

2015 年全球乳品 8 亿吨, 其中液态奶总供给量为 5.84 亿吨, 根据 USDA 预测, 2016 年全球液态奶总供给量为 5.93 亿吨, 同比 2015 年增长 1.5%, 2016 年全球液态奶总需求量为 5.87 亿吨, 同比增长 1.7%, 全球液态奶供过于求 600 万吨。

图 8、2014 年以来全球液态奶供过于求加剧

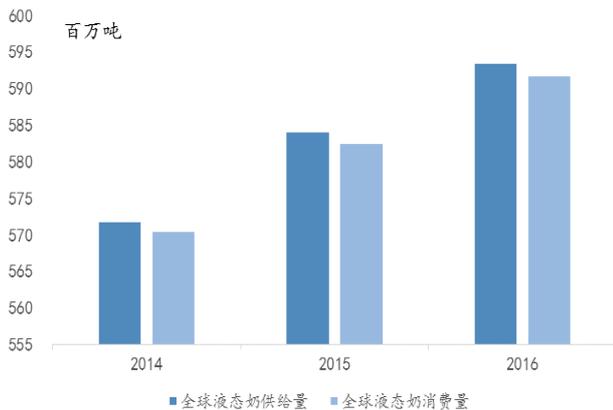
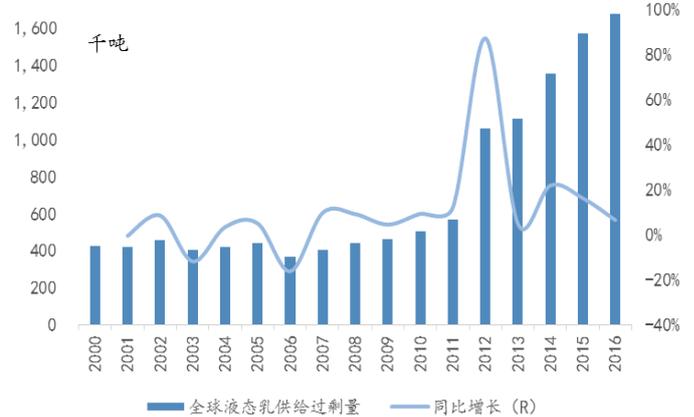


图 9、预计 2016 年全球液态奶供给过剩量削减



数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

2016 年根据美国农业部预测, 全球全脂奶粉总供给 6.25 百万吨, 总消费 5.91 百万吨, 期末库存 34 万吨, 同比下降 26%, 全球脱脂奶粉总供给 6.52 百万吨, 总消费 5.77 百万吨, 期末库存 74 万吨, 同比提升 34%。将奶粉折合成液态乳, 2016 年全球液态奶供过于求 0.15 亿吨, 是全部供给总量的约 2%, 同比 2015 年全球液态乳供给过剩量下降了 3%。

从今年上半年全球原奶主产区的产量变动看, 澳大利亚上半年产量同比下降 5.2%, 阿根廷和乌拉圭原奶产量同比大幅下降 12.9%和 13.5%, 而智利和乌克兰上半年产量也分别下降 2.9%和 2.2%。欧盟、美国和新西兰上半年的原奶产量分别上涨 3.5%、1.6%和 0.4%, 但欧盟和澳大利亚上半年脱脂奶粉的出口量分别下降 14%和 17%, 美国、新西兰、澳大利亚的全脂奶粉出口也分别下降 35%、3%和 8%。

图 10、全球脱脂奶粉供需结构及期末库存

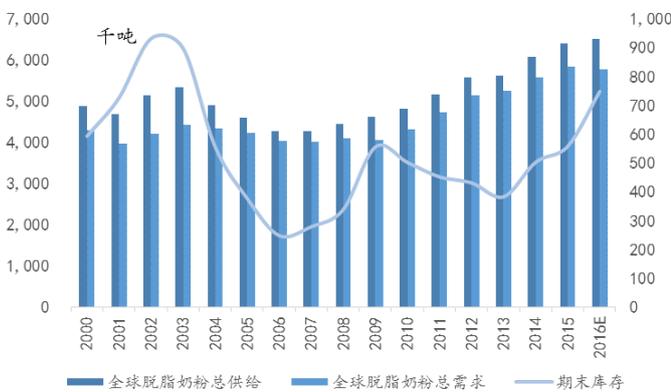
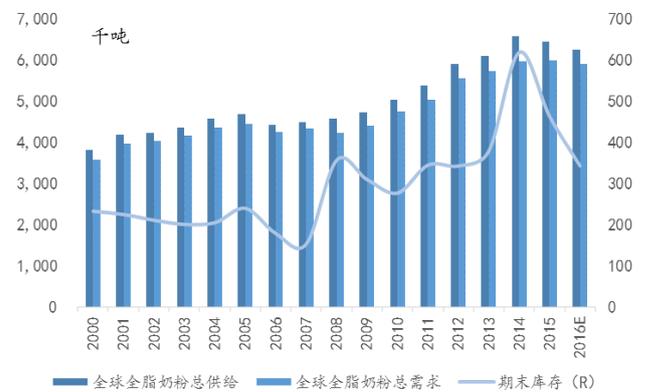


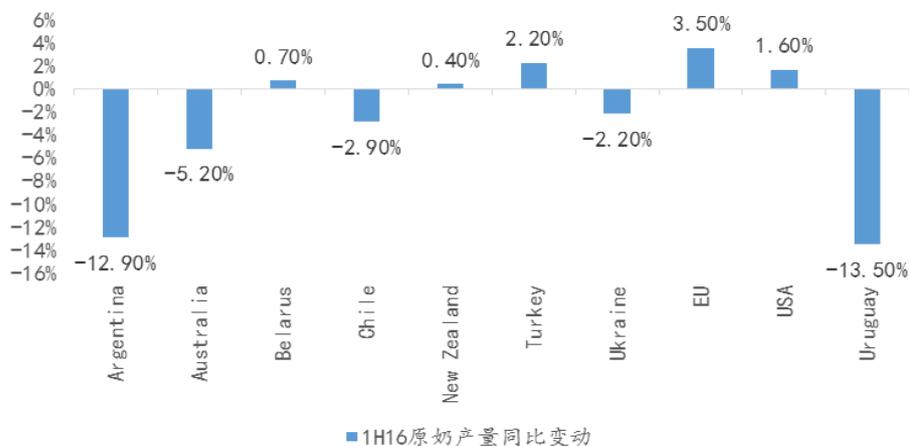
图 11、全球全脂奶粉供需结构及期末库存



数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

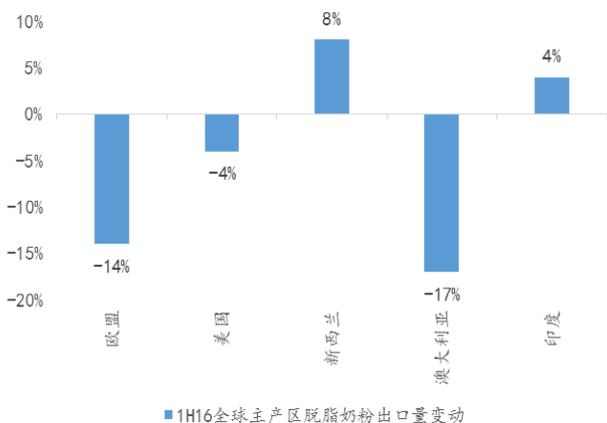
数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

图 12、1H16 主产区原奶产量同比变动



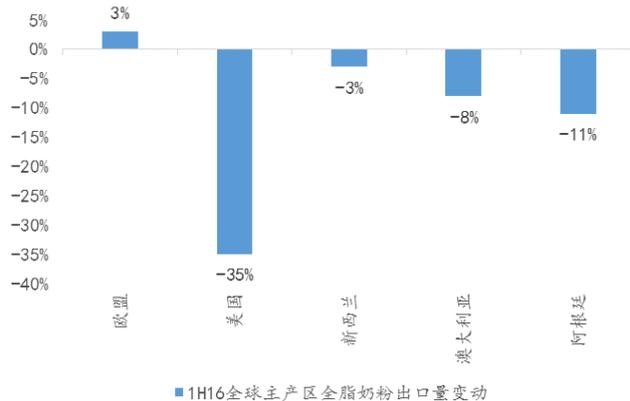
数据来源:美国农业部,公司资料,兴业证券研究所

图 13、1H16 主产区脱脂奶粉上半年出口同比变动



数据来源: CLAL, 兴业证券研究所

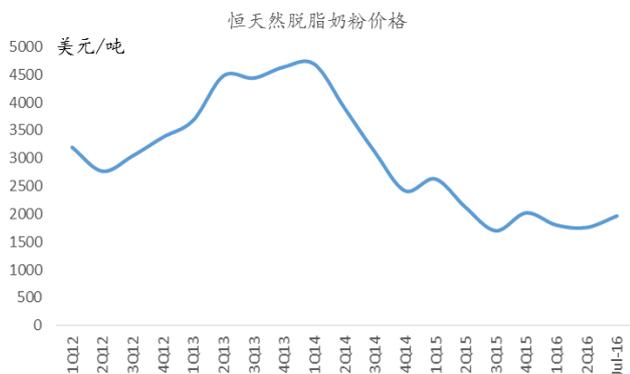
图 14、1H16 主产区全脂奶粉上半年出口同比变动



数据来源: CLAL, 兴业证券研究所

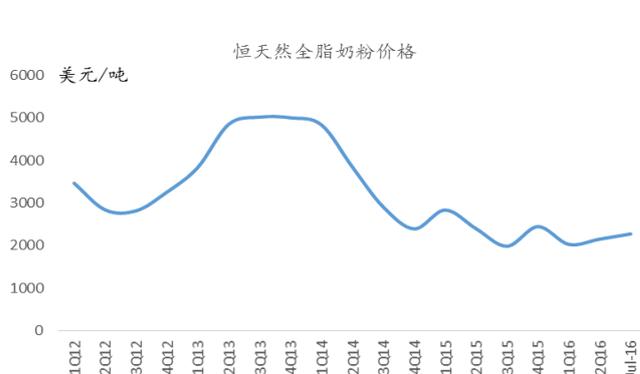
成本上看,新西兰和欧洲部分奶农已现亏损,恒天然奶粉价格处于五年来新低,我们预计国际原奶价格下行空间有限,今年供给过剩量已经有所降低,伴随各大主产区的减产和库存的消耗,预计全球原奶供给端将逐步改善,预计国际奶价今年年底至明年初出现上行拐点。而近期受到天气影响,原奶供给有望出现季节性下降,而乳制品的销售旺季即将到来,新西兰近期拍卖价格大幅上涨,已是对供需结构改善的一种体现。

图 15、恒天然脱脂奶价格处于五年较低水平



数据来源：恒天然，兴业证券研究所

图 16、恒天然全脂奶价格处于五年较低水平

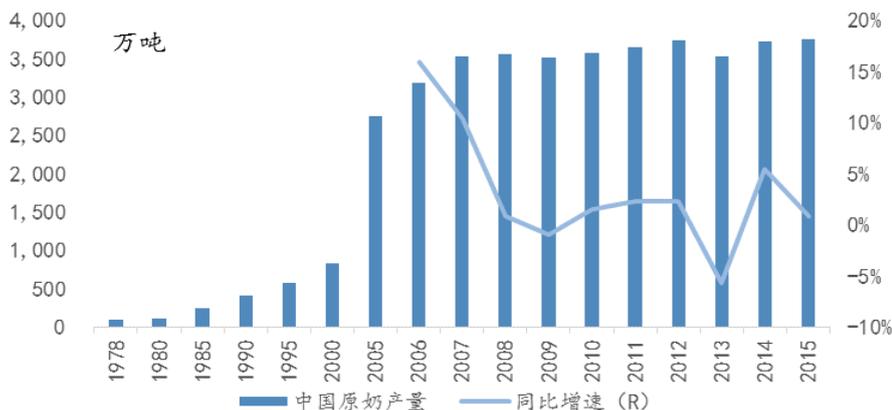


数据来源：恒天然，兴业证券研究所

3.2、国内原奶价格或滞后国际奶价反弹，且持续上涨周期难现

2009 年以来，我国原奶供给持续小于需求，且需求缺口逐渐增加。2015 年，我国原奶产量 3850 万吨，实际需求约在 5000 万吨以上，而国内的供需缺口是由进口奶粉量补充。伴随中国奶牛养殖散户的逐渐退出和规模化牧场 2015 年以来没有进一步扩张，近两年国内原奶供给量已经趋于平稳。

图 17、国内原奶产量已趋于平稳



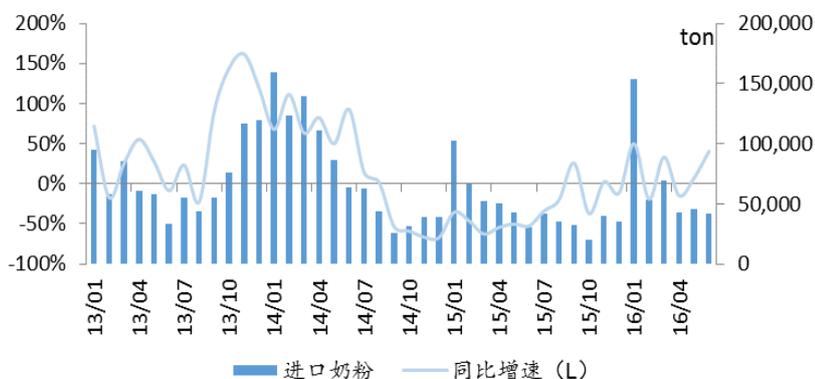
数据来源：中国奶业协会，公司资料，兴业证券研究所

但从海外进口的大包粉，近年来从弥补国内供给的不足，已经发展到替代国内生鲜乳的使用，由于进口奶粉价格的优势，国产原奶的需求比重降低，出现严重过剩，进而极大程度的冲击了国内原奶价格。2014 年是中国大包粉进口高峰期，达到 91 万吨，到 2015 年年初大包粉的库存存量还有 30 万吨，2015 年进口奶粉 54.7 万吨，2016 年初大包粉库存预计在 24 万吨，今年上半年大包粉进口量同比增长

18.6%到 40.8 万吨，截止目前，结合我们的调研结果，估算国内大包粉库存约在 30 至 40 万吨。

由此，从供需从面上看，中国原奶总体供给大于需求，进口大包粉对国内原料奶的冲击依然存在。预计大包粉明年初会有所缓解。因为我国的主要原奶进口国是新西兰、澳大利亚和美国，2015 年新西兰进口的奶粉占进口总量的 64%，澳大利亚占 4%，美国占 4%。新西兰今年预计减产 5%，澳洲和美国产量增长也趋缓，全球去产能化进行中，加之外围奶价先与国内奶价触底回升，进口量下半年有望下降，国内大包粉持续消化至明年或得到缓解。

图 18、上半年中国进口奶粉量仍相对较高



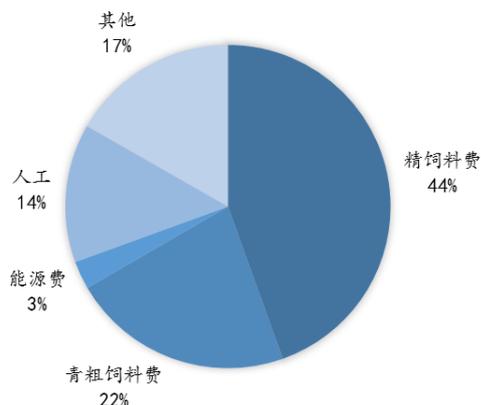
数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

而从成本角度看，占原料奶成本近 70%的饲料价格处于低位，也不支持原奶价格上涨。目前国内原奶 3.4 元/kg 的价格已为散户养殖成本，而以现代牧业为代表的规模化养殖牧场已没有扩建规模，同时养殖规模在今年上半年也进行了控制，增加了淘汰率，随着更多养殖户亏损推出和规模养殖产量的控制，2016 年国内供给或出现同比下降。

但我们依旧认为，国内原奶价格难现 2013 年快速上涨的周期，主要是由于 2013 年后中国乳企进口大包粉的趋势显著，而国际奶价和国内奶价始终维持价差，在中国政府对进口大包粉没有政策限制前，国内原奶价格仍将会受到进口奶粉的冲击。

国内原奶今年 6 月平均价格约为 3.4 元/公斤，而当前新西兰原料奶价格约 1.5 元/公斤，德国原料奶价格 2.1 元/公斤，英国原料奶价格 2.0 元/公斤，澳大利亚原料奶 2.5 元/公斤，美国原奶价格约 2.2 元/公斤。

图 19、奶牛养殖成本结构



数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

图 20、主要饲料价格



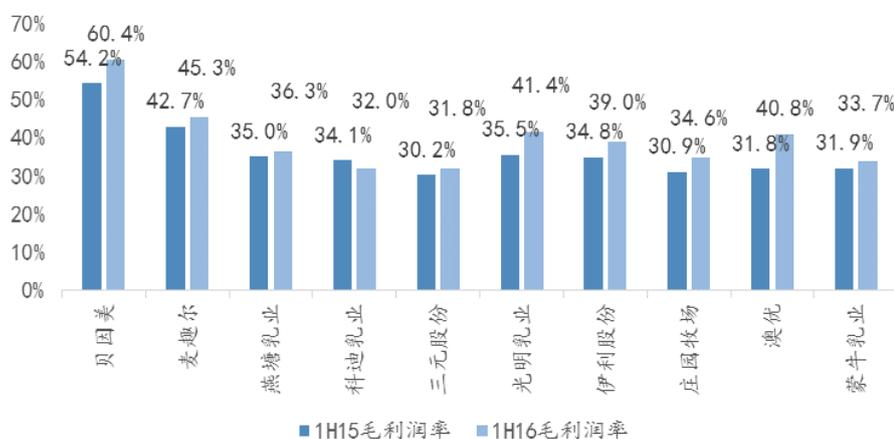
数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

4、下游 — 成本优势可持续，奶粉行业可关注中长期机会

4.1、成本优势持续及产品结构升级保障毛利润率

2016 年上半年，根据统计局数据乳制品生产出现了回暖增长态势，全国 623 家规模以上企业，累计乳制品产量 1466.3 万吨，同比增长 11.16%，其中 6 月份同比增长 20.15%。累计乳制品产量中，液体乳 1341.5 万吨，同比增长 12.58%，其中 6 月份同比增长 21.4%；乳粉累计产量 65.2 万吨，同比增长 5.31%，其中 6 月份同比增长 8.79%。财务数字上看，2016 年上半年，规模以上企业销售收入 1667.5 亿元，同比增长 5.40%；利润总额 135.3 亿元，同比增长 15.80%；库存产成品 79.8 亿元，同比下降 14.28%，比 2015 年底 88.2 亿元，减少了 8.4 亿元。而我们从上市公司的数据上看，无论 A 股还是港股毛利润端都出现了显著提升。

图 21、多数下游乳制品行业毛利润率均有提升



数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

4.2、液态乳结构性增长显著

我们判断当前中国液态乳增长呈现结构性特征，高端产品、具有差异化的新品类在消费升级的带动下快速成长。同时中国下游乳制品的渠道渗透率仍有提高空间，尤其是针对三四线及城镇乡村的渠道渗透，针对不同销售渠道的产品铺设和电商等新渠道的扩张，有望成为当前下游乳制品行业尤其是液态乳行业的增长点。

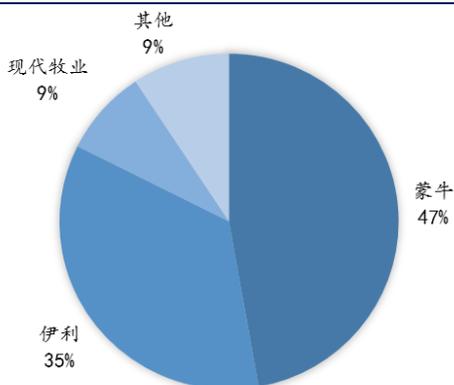
我国液态奶消费升级趋势明显，2009-2015 年我国高端液态奶的销售规模复合增速为 22%，当前高端白奶市场中蒙牛、伊利和现代牧业拥有前三位的市场份额，从区域上看，一线城市的高端液态奶产品竞争激烈，市场集中度较低，四线以下城市和乡镇目前市场促销力度小于对一二线城市，城市和乡镇未来高端液态奶的成长空间相对较大，盈利能力也相对较强。从渠道上看，龙头企业未来有望在商超和便利店取得更多高端液态奶的市场份额。

常温酸奶作为近年来的酸奶产品新品类，增长十分迅速，和消费升级以及产品本身的优势有很大关系，首先常温酸奶集中在高端产品上，迎合消费升级的趋势，另外，常温酸奶产品本身具有相对其他液态乳的差异化特征，其常温的特质在受众群体上满足了儿童及老年人的需求，取代了部分风味奶和低温酸奶的市场，产品从功能和休闲上都有兼顾；而从运输和存储角度，常温酸奶不依赖于冷链，容易更快的做到渠道扩张；作为高端产品和易存储的特点，常温酸奶也适合作为礼品的需求。

光明的莫斯利安是市场上最早推出的常温酸奶产品，其规模从 2009 年上市当年的不到 2 亿元规模持续增长至 2015 年的近 60 亿元规模。蒙牛和伊利分别在 2013 年推出自己的常温酸奶产品纯甄和安慕希今年也分别同比增长了 70%和 130%，三家的常温酸奶产品目前占据全国常温酸奶的大比重市场份额。我们预计常温酸奶今年和明年的高成长有望持续。

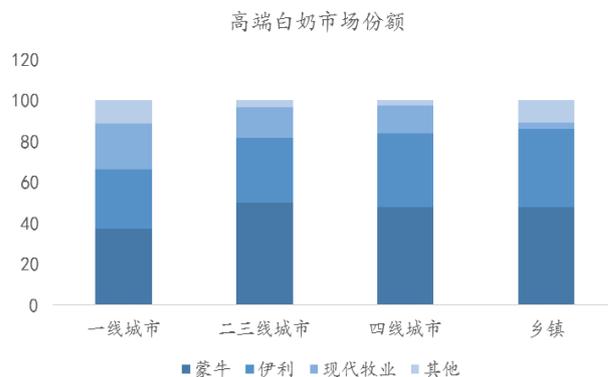
光明的莫斯利安作为最早出现的常温酸奶产品，由于产品生命周期及新产品冲击的原因，2015 年市场规模有所回落。伊利的安慕希定位年轻，口味比较甜，集中年轻消费群体，定位希腊酸奶，同时线上营销做的很好，冠名中国好声音和奔跑吧兄弟收视率较高的娱乐节目，精准定位年轻消费群体的宣传也起到了很好的效果，2015 年销售额同比增长 460%。而蒙牛的纯甄定位无添加，计划在下半年增加线上宣传，目前作为全国常温酸奶市占率第三位的產品，公司期望借助其强大的销售网络取得更高的市场份额。

图 22、全国高端液态奶市场主要厂商市场份额



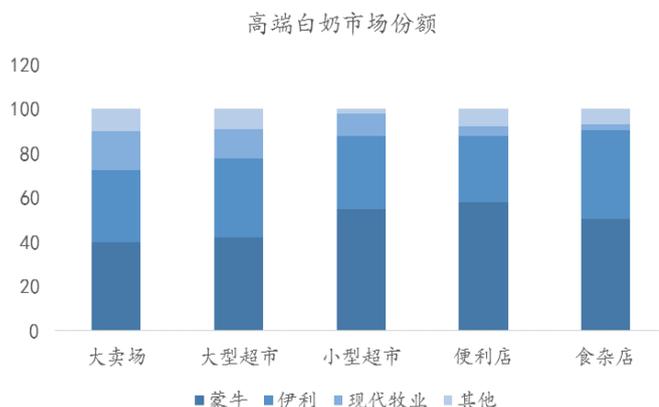
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 23、中国高端液态奶分区域主要厂商市场份额



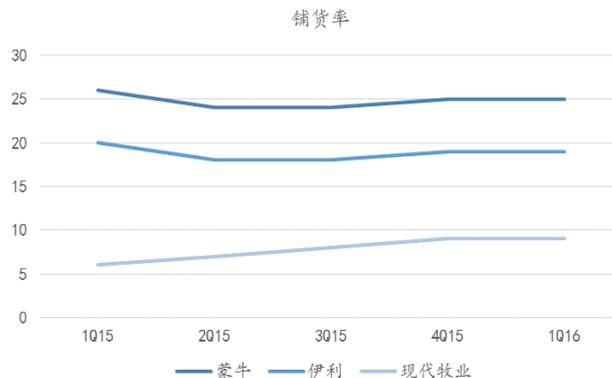
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 24、全国高端液态奶分渠道主要厂商市场份额



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 25、蒙牛在铺货率上维持领先



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

4.4、奶粉行业短期竞争持续, 中长期机会可期

中国婴幼儿配方奶粉近年来仍维持较快的需求增长, 2006 年到 2015 年十年间, 中国婴幼儿配方奶粉销售规模复合增速为 16%。2006-2008 年中国婴幼儿配方奶粉销售规模同比增速均在 20%以上, 2009 年受三聚氰胺事件影响, 销售规模同比增速下降至 15.8%。2012 年为中国的龙年, 是中国传统的生育高峰年份, 当年新出生人口达 1634 万人, 同比增长近 2%, 当年中国婴幼儿配方奶粉销售规模同比增长 28%; 而 2015 年为中国的羊年, 传统生育低谷年份, 当年新生儿人口同比 2014 年下降约 2%, 而配方奶粉全年销售规模也仅增长 8%至 756 亿元。

今年上半年中国婴幼儿配方奶粉行业销售规模同比下降 1%, 主要受到两方面因素影响: 首先, 是行业在配方注册制政策下, 上半年进入去库存的激烈竞争阶段,

市场促销活动力度较大，整体市场销售规模被销售价格拖累；另外，市场期待的猴年加二胎带来的人口增长还没有在上半年显现出效果。我们预计市场的去库存行为将持续至明年年中，但配方注册制度政策将中长期利好国产奶粉龙头企业，短期强竞争下奶粉行业的布局机会还需等待。

图 26、2016 年上半年婴幼儿奶粉行业整体销售规模同比下行



数据来源：Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

5、政策篇

5.1、上游：控制进口奶粉平衡国内供需

关于扶持上游原料奶产业的相关政策，我们预计会有两个方向，一方面，减弱国际进口原奶对国产原奶的过分冲击，包括糠氨酸等指标的设置，对复原乳使用的规范化。另一方面，政府或提高进口门槛，控制进口大包粉数量。同时，上游乳企公司也在前不久政府组织的 D20 会议上建议政府通过给上游公司补贴，或对过剩原料奶粉进行收储等政策来干预国内原奶的供需情况，以保障上游奶农和牧场的收益。

5.2、下游：提振消费者对国有品牌的信心

下游液态乳和奶粉行业，中国政府已在近两年以来持续采取措施增加消费者信心。今年二季度，国家质检总局发布七月进境不合格的食品化妆品信息，其中来自澳大利亚、发过、意大利、阿根廷的 12 批乳制品未通过检验。

今年 8 月 29 日，中央 CCTV1 《新闻联播》中，提出我国奶源质量大幅提升，乳业

跻身世界前列，君乐宝在香港的上市再次印证了国产奶粉的高品质。同时，蒙牛、伊利和现代牧业均在新闻报道提到在国产乳制品行业中的重要地位。

今年 8 月 31 日，中国对澳大利亚的巴氏奶企业实施新政，暂停澳大利亚巴氏杀菌乳企业注册资格并全面加强后续监管。

关于婴儿配方奶粉的政策，是政府最早开展的。幼儿配方乳粉注册制管理办法已与今年上半年出台，将推动中国婴幼儿奶粉行业的进一步整合。目前在中国市场有产品流通的国内外乳粉企业加起来一共有 176 家，而市场上的奶粉品牌则逾 3000 个，按照注册制管理办法粗略计算，未来中国奶粉在市场上最多只有 500-600 个品牌。鉴于奶粉产品的保质期周期，我们判断政策出台后市场或有最长 9 个月的去库存阶段，其后市场集中度将大幅提升，而目前市占率具有优势，且已提前完成对品牌和产品梳理来适应注册管理办法的企业将会在政策出台后受到中长期利好。

婴幼儿配方乳粉跨境电商将于 2018 年 1 月 1 日起执行产品配方注册制度，届时或减弱跨境电商渠道海外品牌对国产品牌的冲击力。2016 年 4 月 6 日，财政部等 11 部门共同公布了《跨境电子商务零售进口商品清单》，婴幼儿配方乳粉在清单当中，并标注按照食品安全法应当注册而未注册的除外，但在 4 月 13 日，财政部关税司对该条款进行解释，目前跨境电子商务零售进口婴幼儿配方乳粉时，暂不需要获得相关产品的配方注册证书，从 2018 年 1 月 1 日起，在我国销售的婴幼儿配方乳粉，包括通过跨境电子商务零售进口的婴幼儿配方乳粉，必须依法获得产品配方注册证书。按照当前国家食品药品监督管理总局数据显示，目前海外企业在中国已取得生产许可证的企业仅有 73 家，即未来允许在中国市场销售的海外品牌仅有 220 个左右，相比目前跨境电商销售的将近 1000 个品牌而言，近七成品牌将在中国市场退出。

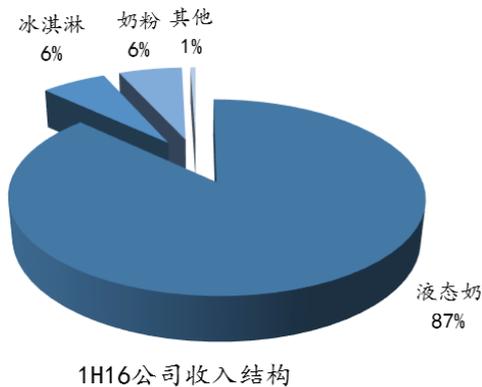
6、港股相关标的

6.1、蒙牛乳业（2319.HK）— 白奶增长超预期，低成本优势持续

上半年液态奶销量超预期带动收入端增长

1H16 公司实现收入 272.6 亿元，同比增长 6.6%，其中液态奶贡献总收入的 87% 达到 237.6 亿元，同比增长 8.3%，冰淇淋业务独立团队管理后也逆转下滑局面实现同比增长 3.6%，奶粉业务则同比下降 6.9%，冰淇淋和奶粉业务贡献公司总收入的 6.2% 和 6.1%。液态奶业务上半年表现好于市场和公司预期，UHT 奶同比增长 7.5%，高端白奶实现双位数增长，其中特仑苏收入同比增长 11.2%，基础白奶收入同比增长 6%。酸奶收入同比增长 31.6%，其中纯甄销售额同比增长 70%。乳饮料同比下降 13%，主要受到优益 C 市场规模出现下滑影响。公司各品类市场份额相对维持稳定。

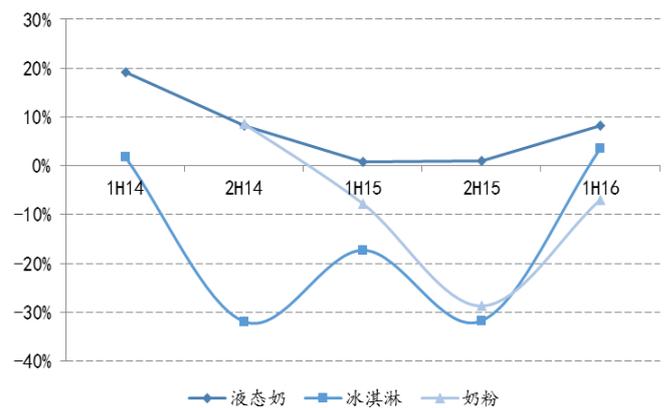
图 27、蒙牛 1H16 年收入结构



1H16 公司收入结构

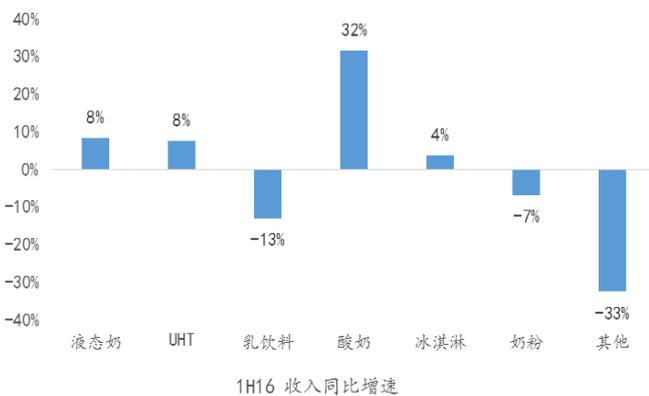
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 28、蒙牛上半年仅奶粉收入端现下滑



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

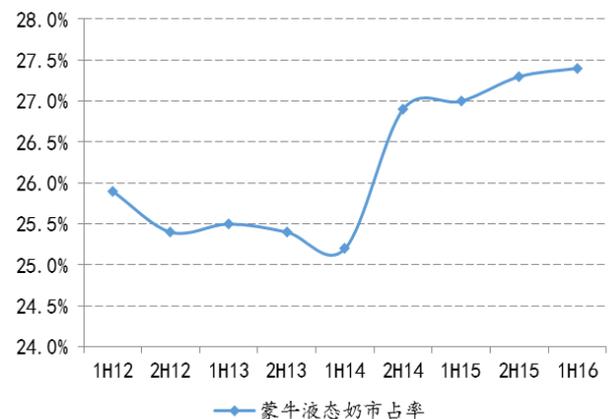
图 29、蒙牛 1H16 白奶、酸奶现较快增长



1H16 收入同比增速

数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 30、蒙牛液态奶市场占有率维持稳定



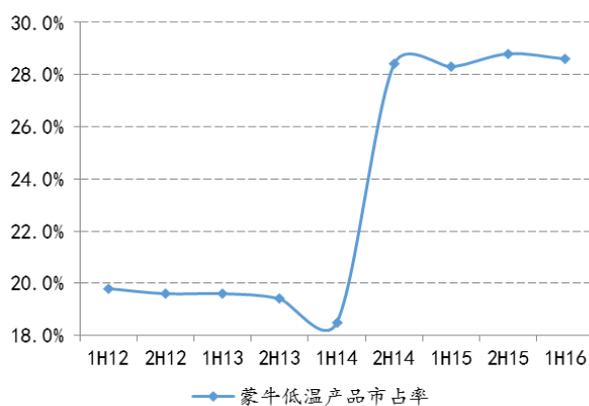
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 31、蒙牛常温奶市占率提升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 32、蒙牛低温产品市占率略降

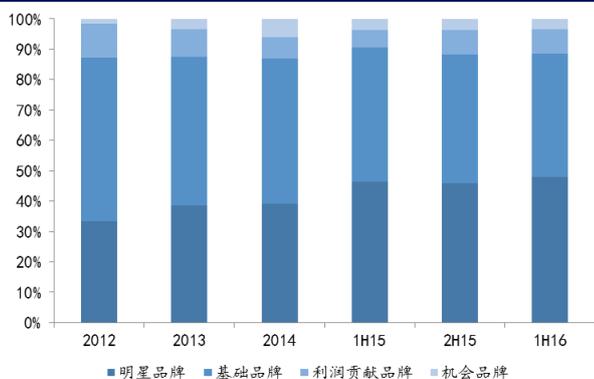


数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

上半年毛利润率提升的同时费用投入也增加

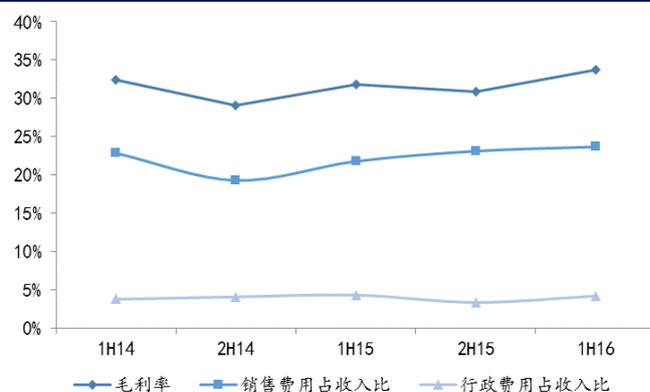
上半年公司整体毛利润率达到 33.7%，由于促销力度减弱，环比去年二季度毛利润率提升了 2.9 个百分点，同比去年也有 1.9 个百分点的提升。毛利润提升，一方面受到促销力度二季度开始有所减弱，产品结构有所改善，以及原料成本价格持续走弱的影响。但与此同时，公司的销售费用同比增长了 16%，销售费用占收入比重同比提升了 1.9 个百分点至 23.7%，公司加大铺货力度，同时加大线上费用的投入，费用的投入在收入端也取得成效。奶粉业务受整个行业竞争加剧影响，加之雅士利品牌奶粉的渠道调整慢于预期，配方注册制度落地推迟的原因使产能调整也有延迟，使雅士利净利润大幅下滑。另外，联营公司现代牧业上半年实现亏损拖累公司净利。提出雅士利和现代牧业的影响，蒙牛上半年净利润同比增长 7%。

图 33、蒙牛明星产品和机会产品收入占比同比提升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 34、蒙牛整体毛利润率提升, 费用率提升



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

公司下半年将在强竞争的市场环境下持续产品升级策，公司将继续聚焦纯甄等明星产品的市场推广，酸奶业务与达能合作下将持续创新，争取更高的市场份额。冰淇淋业务和奶粉业务也将是公司下半年的工作重点，冰淇淋业务已成功扭转业绩下滑的趋势，奶粉业务有望在环比上半年转好。受益于原料奶成本仍处于较低水平，预计公司整体毛利润率仍有保障，下半年费用将更多转为线上，投入更加精准，预计公司下半年盈利性可以维持平稳。

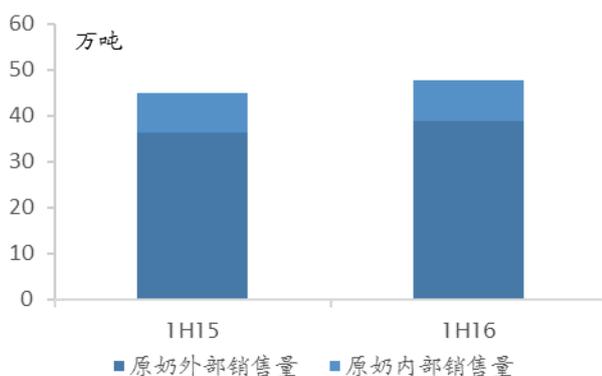
根据 Wind 市场一致预期，2016 年公司收入预计同比增长 6%，净利润预计同比增长 7%，目前公司股价对应 2016/17 年 P/E 为 19x/17x，建议投资者适当关注。

6.2、现代牧业(1117.HK)— 主营业务业绩处于底部，估值已现优势

原料奶销售量升价跌，液态奶销售量价齐跌

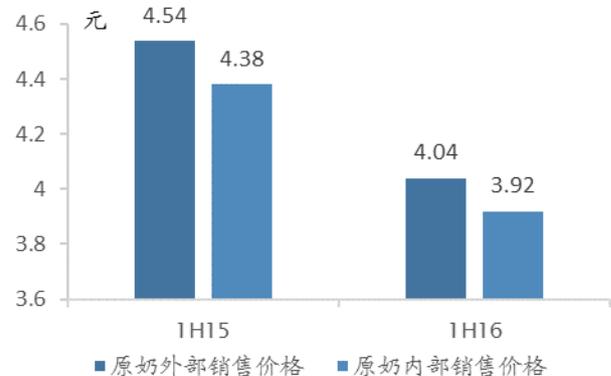
上半年公司实现外部销售收入 22.3 亿元，同比减少 8.5%。其中原奶收入占总收入比重 71%，品牌奶占比 29%。上游原料奶整体产量同比增长 17.6%，主要受益于乳牛比重的提升和单产的提高，但对外销量同比增长 7%。截止 2016 年 6 月 30 日，公司运营牧场 27 个，总牛群数量约为 22.0 万头，较去年同期的 22.5 万头有所下降。从牛群结构上看，泌乳牛比重从去年同期的 50.9% 提升至 52.0%。上半年公司每头牛年产量从去年同期的 9.1 吨上升至 9.4 吨，同比提升 3.3%。公司原奶售价从去年同期的 4.54 元/公斤下降至 4.04 元/公斤，因此上游原料奶收入同比下降 4.5%。品牌奶由于去年底至今年一季度较高的出货量，导致渠道库存积压，二季度放缓出货，因此上半年品牌奶收入同比下降 17%。

图 37、现代牧业外部原料奶销量占比降低



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 38、现代牧业原料奶价格显著回落

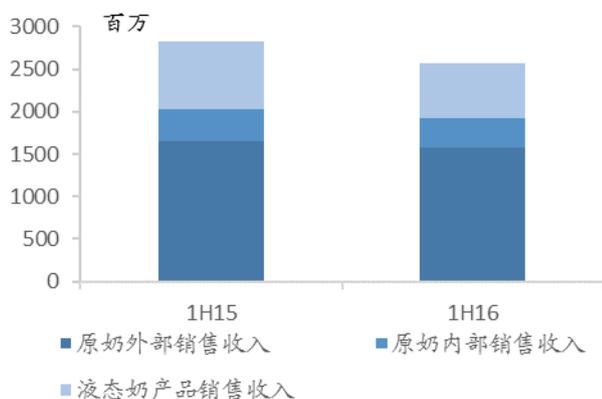


数据来源：公司资料，兴业证券研究所

价格下行及费用率提升形成盈利性下滑

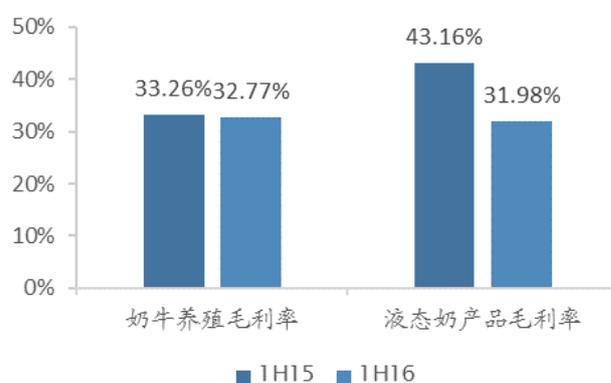
公司整体毛利率（对销后）32.54%，同比下降 3.93ppts。奶价虽明显下跌，但原奶销售毛利率受益于成本下降，同比仅下降 0.2ppts。品牌奶毛利率（对销后）32%，同比下降 11ppts，主要受到上半年，尤其是一季度促销带来的 ASP 下降。1H16 品牌奶平均售价 8,598 元/吨，同比下降 10%，除了行业竞争一季度较为激烈外，主要也是受到公司一季度渠道库存较高的影响。另外，公司上半年开发了部分新客户，加之原料奶调转运费的增加，也增加了上游业务的费用开支。而下游四大经销商并入集团后，销售团队改革也将带来销售费用的大幅提升。1H16 公司销售费用率同比提升 3.3ppts 至 6.1%。

图 39、现代牧业销售收入结构



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 40、现代牧业各业务毛利率

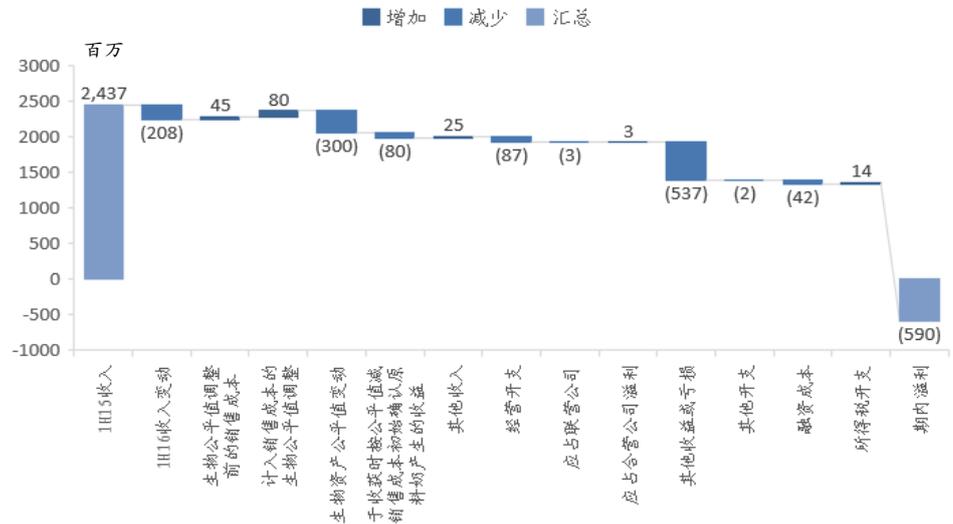


数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

上半年实现核心净利润 3 亿元

上半年公司持有人应占溢利录得亏损，亏损金额为 5.66 亿元，而去年同期录得溢利 4.77 亿元。公司上半年亏损主要有以下几方面原因。第一，公司毛利同比减少 1.64 亿元。第二，由于原料奶售价下降，公允价值变动减乳牛销售成本产生亏损约 3 亿元，而于收获时按公允价值减销售成本初始确认原料奶产生的收益亦下降约 8000 万元。第三，其他收益与亏损净额减少 5.37 亿元，主要包括公允价值计入损益的金融负债所产生的公允价值亏损 3.88 亿元。第四，公司经营开支大幅增加 8689 万元至 2.67 亿元，同比上升 48.5%。其中销售及分销开支升幅最大，同比增加 101.2%，主要是市场推广费用、渠道费用及运费增加所致。剔除衍生工具和乳牛公允价值变动收益的影响，核心净利润 3 亿元。

图 41、现代牧业利润影响因素拆分



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

我们的观点

公司预计国内原料奶价格短期仍难有上涨趋势, 但受到国内成本支撑, 继续大幅下跌空间有限。而品牌奶的营销团队改革仍在持续, 进入三季度品牌奶渠道库存已经开始下降, 平均售价持续环比, 我们预计下半年品牌奶销量及销售额有望环比上半年有显著提升。由于受到生物资产公允价值和金融衍生工具计提损失的影响, 我们预计公司全年报表净溢利转盈仍有挑战, 但公司作为中国上游原奶最大的生产商, 拥有国内稀有的高品质上游原奶资源, 我们从中长期角度看, 公司的资产不是没有价值的, 目前公司股价对应 PB 为 0.9 倍, 建议投资者关注。

6.3、中国圣牧 (1432.HK) — 持续受益有机奶定位, 向品牌商转型已初步完成

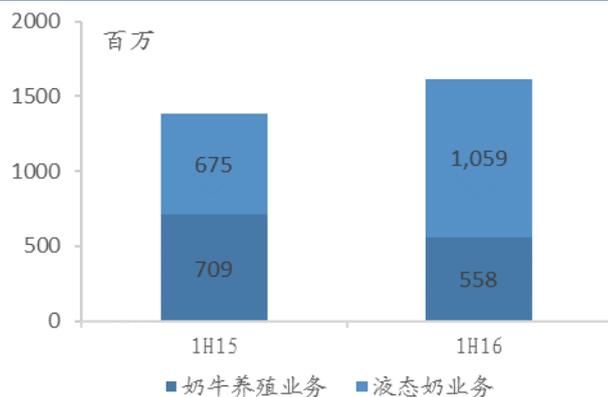
公司从原料奶供应商向有机乳品生产商转型初步完成

公司上半年实现销售收入 16.2 亿元, 同比增长 16.9%。上游公司奶牛存栏量同比增长 10,651 头到 12.2 万头, 其中有机奶牛存栏量增长 15,301 头, 其中有机奶牛存栏量增长 15,301 头至 83,816 头。上半年公司原奶产量同比增长 12%至 29.3 万吨, 其中 69%为有机原料奶。相应的, 自有品牌液态奶也分为有机液态奶和高端非有机液态奶。有机原料奶的 67%用于自有品牌有机液态奶生产, 其余外销; 优

质非有机原料奶中小部分用于高端非有机液态奶生产，大部分外销。2016 上半年原料奶总销售收入由去年同期 12.7 亿元上升至 13.2 亿元，内外部销售收入占比分别为 57.6%、42.4%，内外部销量占比分别为 47.6%、52.4%，无论是内部销售收入占比还是内部销量占比相较于 2015 年同期均有所增加。由此可见，供应自有品牌液态奶生产的原料奶比重在提升。

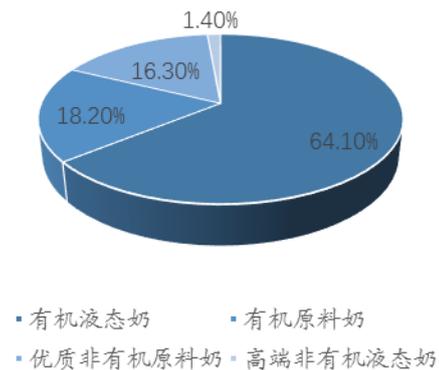
上半年公司自有品牌液态奶销售收入为 10.6 亿元，同比上升 56.9%，占总销售收入的 65.5%，比重大幅提高。自有品牌有机液态奶收入同比增加 53.5% 至 10.4 亿元，占总销售收入的 64.1%。液态奶业务发展迅速，首先市公司产品定位的优势凸显，居民消费升级下对有机奶的需求增加，另外公司年内原奶产量增加的同时提升了对下游有机原奶的使用量，最后公司积极拓展分销网络，在巩固现有一二线城市的同时，进一步向提升三四线城市的市场渠道渗透，同时进行社区店的扩张，以增加了市场份额。

图 35、中国圣牧液态奶业务销售规模同比大幅上升



数据来源:公司资料,兴业证券研究所

图 36、中国圣牧有机产品销售收入占 82.3%



数据来源:公司资料,兴业证券研究所

液态奶盈利能力佳，净利润同比增长 20.6%

在上半年原奶价格持续下行的市场环境下，公司有机原奶价格相对一般原料奶价格相对坚挺，且保持溢价。公司 2016 年上半年有机原奶外销价格同比下降 11% 至 4679 元/吨，但受益于上游业务成本的下降，有机原料奶抵消后毛利润率 1H16 同比增长 1.4 个百分点，非有机原奶毛利润率同比下降 1.1 个百分点，体现了公司有机奶的价格坚挺的优势。公司下游液态奶产品平均价格同比下降 1.7%，但受益于成本下行，液态奶整体毛利润率同比提升了 0.7 个百分点。

由于公司降低了产业链采购成本和养殖成本，同时高毛利的自有品牌有机液态奶占销售收入比重大幅提升，公司毛利同比提升 21.3% 至 7.7 亿元，整体毛利率同

比提升 1.7ppts 至 47.8%。虽然公司销售及分销开支规模有所增加，但占收入比重同比下降 0.5ppts 至 8.2%。行政开支同比增加 70.0% 至 7630 万元，剔除购股权开支后的行政开支占收入比重同比小幅提升 0.3ppts 至 2.8%。由于有机奶牛公允价值变动产生的净收益大于非有机奶牛公允价值变动产生的净亏损，奶牛公允价值录得净收益 2970 万元。由此，母公司拥有人应占溢利同比提升 20.6% 至 4.02 亿元。

未来继续夯实自有品牌液态奶业务，扩大生产能力并强化渠道建设

为配合下游自有品牌液态奶业务快速发展，公司新建液态奶生产厂房和生产线，预计年末可投入使用。报告期内公司还与 Food Union 合资成立富友圣牧以采购公司有机原料奶生产高端儿童乳制品等有机产品，公司持有富友圣牧 20% 股权。并且在渠道建设方面，公司拟在打造全国十万家超级社区店的基础上继续打造 6500 家超级社区旗舰店，形成独特的市场网络体系。

公司定位具有差异化的有机原奶，上游有机原奶价格相对市场平均价格下跌幅度较小，且通过下游自有产品的规模的扩张可以提升公司整体盈利性。根据 Bloomberg 市场一致预期，2016 年公司收入、净利润将同比增长 30.2%/20.4%，目前公司股价对应 2016 年 P/E 为 9.5 倍，建议投资者关注。

6.4、雅士利国际(1230.HK) — 业绩反转慢于预期，但基础仍在

1H16 收入下行 21.7%，但结构性改变已现

1H16 公司收入 11.5 亿元，同比下滑 21.7%。雅士利品牌奶粉销售额上半年同比下降 37.2%，环比去年下半年仍有 28.4% 的降幅，一方面受到市场环境的影响，同时公司渠道转型慢于预期。而公司布局的高端和超高端系列产品增长较快。其中 Arla 和欧式蒙牛品牌收入分别同比增长 219% 和 5%，Arla 对销售贡献从去年同期的 1.4% 提升到 6%。多美滋从六月起并表，贡献公司总收入的 4%。

产品结构改善促进毛利率提升，低开工率影响整体盈利性

上半年公司整体毛利率受产品结构改变影响，同比提升 1.4ppts 至 50.6%。公司新西兰工厂上半年产能利用率仍较低，一方面受到行业注册制新规落地较迟，使公司无法确定产能分配，另外，为达能的代工计划也有所推迟，该部分相关支出放在行政费用中，导致行政费用和其他经营性支出合计 2 亿元，同比去年增加约 1.2 亿元，对公司盈利性形成较大负面影响。上半年公司毛利润同比下滑 19.6%，EBITDA 同比下滑 95%，净利润同比下降 87%。

维持盈利预期及 1.86 港元目标价，增持评级

公司下半年将集中发展母婴和电商渠道，完善产品在渠道布局，将雅士利国产品牌奶粉转移到线上渠道，线下全渠道铺设雅士利进口产品，另外针对母婴渠道公司未来将更多采用直销和合伙制的方式，以增加母婴店的动销和卖力。新举措下，预计下半年销售收入有望环比上半年提升，加之多美滋的并表，公司全年收入预计达到 28 亿元。毛利润率在公司原料采购议价能力增强的情况下有望维持。8 月公司的新西兰工厂已与达能签订采购协议，为达能提供基粉产品，预计将环比提升新西兰工厂的产能利用率，预计公司全年净利润 4500 万。维持公司 1.86 港元的目标价格，目前股价对应目标价格具备 11% 上升空间，维持增持评级。

6.4、合生元（1112.HK）— 下半年业绩增速或趋缓，中长期看好公司业务布局**Swisse 并表推升上半年业绩**

1H16 公司实现收入 30 亿元，同比增长 53.3%，其中婴幼儿配方奶粉收入同比减少 14% 至 14.6 亿元，主要受到行业在配方注册制新政下去库存竞争激烈，而公司并未采取促销活动，确保产品渠道库存的正常水平。Swisse 上半年收入同比增长 34.9% 达到 12.8 亿元，已经占公司总收入的 43%。

毛利润率提升，但费用投入增加

1H16 公司整体毛利率有去年同期的 58.2% 提升至 64.1%，婴幼儿奶粉业务毛利率同比提升了 6.9ppts 达到 65.5%，保健品毛利率为 62.4%。毛利率的提升主要基于产品结构的改善，原料价格的回落和促销活动的减少。上半年销售费用同比增长 27.9%，二季度公司在电影赞助、里约奥运会赞助等活动中有更多的费用投入。行政费用同比增长 106.2%，主要是收购 Swisse 和授予购股权的摊销增加导致。上半年公司经营现金流净额 5.5 亿元，同比大幅提升。同时上半年公司融资成本为 2.28 亿。

我们的观点

我们看好保健品行业在中国的增长空间，公司目前配合跨境电商政策逐步调整产品结构，同时也在调整线上渠道和布局线下渠道，中长期对公司保健品业务的发展提供保障，但短期或对保健品的增量有所影响。2Q16 增速已环比 1Q 下降，在渠道库存压力下，预计下半年增长相对趋缓。奶粉业务，市场短期的竞争仍在持

续，公司仍将维持不激进，保证渠道库存健康的做法哦，同时持续布局高端和超高端婴幼儿配方奶粉，有机新产品有望与今年十月上市。下半年公司将持续高营销费用投入，同时预计全年或有 4 亿的融资成本。根据 Wind 市场一致预期，公司全年收入/净利润同比增长 42%/187%，当前公司股价对应 2016/17 PE 分别为 15x/11x, 建议投资者适当关注。

7、风险提示

1. 食品安全问题
2. 超预期激烈的市场竞争
3. 新品市场推广不达预期
4. 原材料成本的显著超预期波动

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。