

公司研究/首次覆盖

2018年02月08日

食品饮料/食品制造 II

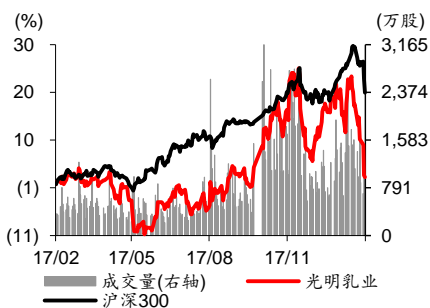
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 13.01  
合理价格区间(元): 16.08~16.75

**王楠** 执业证书编号: S0570516040004  
研究员 010-63211166  
wangnan2@htsc.com

**贺琪** 执业证书编号: S0570515050002  
研究员 0755-22660839  
heqi@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 重估光明乳业的增长潜力

### 光明乳业(600597)

#### 市场低估了光明低温和国际业务的成长潜力

高端白奶和 a2 婴儿粉在中国市场的成功证明了乳制品这个品类具备产品升级的基础, 消费者愿意为产品的差异化特性支付溢价。以巴氏杀菌乳和低温酸奶为代表的低温乳制品具备满足消费者“高端化+差异化”诉求的产品基础, 是未来产品升级的重要方向之一, 但是受限于上游资源布局、供应链效率和渠道管控等要素, 低温乳制品的进入壁垒高, 光明作为细分领域中的领军者之一能够充分受益于中国市场需求的快速增长; 国际业务方面, 我们看好产品力强、渠道渗透率提升迅速的 a2 婴儿粉的强劲需求增长给光明子公司新莱特带来的增长弹性, 首次覆盖给予光明乳业“买入”评级。

#### 低温乳制品: 产品升级的方向之一, 光明手握稀缺资源和大单品

常温乳制品解决的是中国消费者喝上牛奶的问题, 低温乳制品未来有望解决中国消费者喝上更优质牛奶的问题。光明作为低温领域的领军者之一, 一方面掌握紧邻核心城市的上游牧业资源, 另一方面已经培育出巴氏杀菌乳“优倍”大单品和低温酸奶“畅优”大单品, 具有明显的竞争优势, 能够显著的受益于低温乳制品市场的需求增长。

#### 上游布局: 产品结构决定了光明要战略性做大做强牧业

与以常温乳制品为主的乳企基本可以实现产地和销售地的分离不同, 由于低温产品的特性, 临近消费市场的牧业资产对保障产品供应具有重要的意义, 这也决定了依赖低温产品的乳企在上游牧业资产的布局方面更为积极主动。根据荷兰斯坦奶农俱乐部的统计, 2016 年光明牧业总存栏数为 9 万头 (其中成母牛为 4 万头), 牛奶产量为 41 万吨, 按照牛奶产量排名是全国第 6 大的奶牛养殖企业, 成母牛单产为 10.2 吨, 居于行业的前列。

#### 海外布局: 看好 a2 婴儿粉强劲需求给子公司新莱特带来的增长弹性

光明海外子公司新莱特增长路径明确, 驱动力包括全球乳制品价格的回暖和新莱特高附加值产品的放量。首先, 全球乳制品价格的回暖导致的大包粉价格上涨将有利于新莱特收入规模的增长; 其次, 与传统的大包粉相比, 新莱特近年来通过开发 The a2 Milk Company 和 Foodstuffs 等客户提升高附加值产品在组合当中的占比, 这有利于新莱特盈利能力的持续提升。

#### 看好低温和国际业务的成长, 给予光明乳业“买入”评级

我们认为低温液态乳产品的放量、新西兰新莱特的产能释放和上游牧业的量价齐升将是驱动光明乳业收入增长的 3 个主要力量。根据我们的盈利预测, 光明乳业 2017-2019 年收入将分别达到 219.68 亿元, 250.96 亿元和 283.12 亿元, 分别同比增长 8.7%, 14.2% 和 12.8%; 2017-2019 年 EPS 将分别达到 0.57 元, 0.67 元和 0.77 元, 分别同比增长 24.8%, 18.0% 和 14.1%。考虑到可比公司估值水平、光明乳业在低温乳制品领域中的领先地位以及收入和利润增长潜力, 我们给予光明乳业 2018 年 24~25 倍 PE 估值, 对应的目标价范围 16.08 元~16.75 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 食品安全问题; 低温产品和 a2 婴儿粉需求不达预期。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	1,224
流通 A 股 (百万股)	1,224
52 周内股价区间 (元)	11.44-16.01
总市值 (百万元)	15,931
总资产 (百万元)	16,330
每股净资产 (元)	4.14

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	19,373	20,207	21,968	25,096	28,312
+/-%	(6.18)	4.30	8.71	14.24	12.81
归属母公司净利润 (百万元)	418.33	563.19	703.12	829.65	946.29
+/-%	(26.66)	34.63	24.85	18.00	14.06
EPS (元, 最新摊薄)	0.34	0.46	0.57	0.67	0.77
PE (倍)	38.24	28.41	22.75	19.28	16.91

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

光明乳业：坚持低温乳制品的战略地位 .....	4
业务：坚持低温乳制品的战略地位，确立 1+2 全产业链发展模式 .....	4
股权：上海国资委控股，股权结构稳定 .....	5
财务：2017 年前 3 季度收入 165.07 亿元，同比增长 6.73% .....	5
低温乳制品：乳品升级方向之一，光明的强项，进入壁垒高 .....	7
需求端：低温产品具备满足消费者“差异化 + 高端化”诉求的基础 .....	7
供给端：大量的区域性乳企希望借由低温产品树立竞争壁垒 .....	8
光明优势：多区域奶源布局 + 技术领先 + 超级单品“优倍+畅优” .....	9
上游布局：产品结构决定了光明要战略性做大做强牧业 .....	12
光明坚定在上游资产的战略布局：是软肋，但更是盔甲 .....	12
光明牧业规模靠前，管理水平高 .....	12
海外布局：新莱特的成长路径清晰 .....	15
2013 年新莱特成功上市，光明乳业作为第一大股东持有 39.12% 股权 .....	15
新莱特的增长路径清晰：以婴儿粉为代表的高附加值产品的放量 .....	15
婴儿粉业务：与 The a2 Milk Company 一同快速成长，2018 年产能翻倍 .....	16
液态乳业务：与零售商 Foodstuffs 合作，2019 年切入液态乳领域 .....	18
盈利预测及估值 .....	19
盈利预测 .....	19
估值 .....	20
PE/PB - Bands .....	20
风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: 光明乳业发展历程 .....	4
图表 2: 光明旗下的主要品牌, 以低温乳制品为主 .....	4
图表 3: 光明乳业股权结构图 (2017 年 3 季报) .....	5
图表 4: 2012-2017 前三季度光明乳业营收情况 .....	6
图表 5: 2012-2017 前三季度光明乳业归母净利润情况 .....	6
图表 6: 2016 年光明乳业按产品划分的收入结构 .....	6
图表 7: 2016 年光明乳业按地区划分的收入结构 .....	6
图表 8: 生鲜乳、巴氏杀菌乳和超高温灭菌 (UHT) 乳的优缺点 .....	7
图表 9: 巴氏杀菌乳和 UHT 乳主要营养活性成分对比 .....	7
图表 10: 明治旗下 3 款功能性酸奶旗舰产品: LG21、R-1 和 PA-3 .....	8
图表 11: 光明牧业金山种奶牛场实地场景图 .....	9
图表 12: 光明先进的巴氏杀菌工艺产出的牛奶品质更高 .....	10
图表 13: 光明在中高端鲜奶市场份额约为 70% (2016 年) .....	10
图表 14: 光明旗下“优倍”巴氏乳 2015 年收入 11.33 亿元 .....	10
图表 15: 光明在低温酸奶领域推出的差异化产品 .....	11
图表 16: 2016 年国内前 15 大奶牛养殖企业生产情况 .....	13
图表 17: 光明牧业收入和净利情况 .....	14
图表 18: 光明牧业 2016 年收入结构 .....	14
图表 19: 新莱特收入和净利润情况 .....	16
图表 20: 新莱特婴儿粉销量情况 .....	16
图表 21: 新莱特大包乳粉销量情况 .....	16
图表 22: 中国市场 a2 婴儿粉市场份额约为 2% (2017 年) .....	17
图表 23: 澳洲市场 a2 婴儿粉市场份额约为 26% (2017 年) .....	17
图表 24: 新莱特于 2017 年 12 月投产的湿混配料装置 Wetmix Kitchen .....	17
图表 25: 新莱特婴儿粉业务的体系架构 .....	18
图表 26: Foodstuffs South Island 的主要连锁品牌及网点数量明细 .....	18
图表 27: 光明乳业收入预测 .....	19
图表 28: 可比公司估值表 .....	20
图表 29: 光明乳业历史 PE-Bands .....	20
图表 30: 光明乳业历史 PB-Bands .....	20

## 光明乳业：坚持低温乳制品的战略地位

### 业务：坚持低温乳制品的战略地位，确立 1+2 全产业链发展模式

光明乳业是中国领先的高端乳品引领者，以牧业、乳制品的开发、生产和销售为主营业务。公司是目前国内最大规模的乳制品生产、销售企业之一，拥有世界一流的乳品研究院、乳品加工设备以及先进的乳品加工工艺。

图表1：光明乳业发展历程

时间	发展历程
1911年	英国人成立上海可的牛奶公司，为光明乳业业务前身
2000年	上海光明乳业有限公司完成股份制改制
2002年	登录上海证券交易所A股市场
2007年	明确公司战略为“聚焦乳业、领先新鲜、做强常温、突破奶粉”
2009年	莫斯利安酸奶上市，光明开创全新品类
2010年	持股新西兰乳业公司新莱特 51% 股权
2013年	收购的新莱特在新西兰成功上市，以 39.12% 股份成为最大股东
2015年	光明食品集团收购以色列最大食品企业 Tnuva 股权，光明乳业受托管理
2016年	收购上海鼎牛饲料、上海奶牛研究所和上海乳品培训中心

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

主营产品包括新鲜牛奶、新鲜酸奶、乳酸菌饮品、常温酸奶、婴幼儿及中老年奶粉、奶酪、黄油等多个品类。光明乳业致力于打造从牧场到终端的全产业链模式，把牧场管理、乳品加工、物流冷链、品牌销售连结到一起，为消费者提供安全高品质的乳制品。

图表2：光明旗下的主要品牌，以低温乳制品为主



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

光明乳业于 2017 年确立主业 1+2 全产业链发展模式，搞好乳业、牧业和冷链物流三大产业布局，致力成为“中国奶牛行业的领导者”、“中国乳业高端品牌引领者”和“中国综合性冷链物流服务龙头企业”。

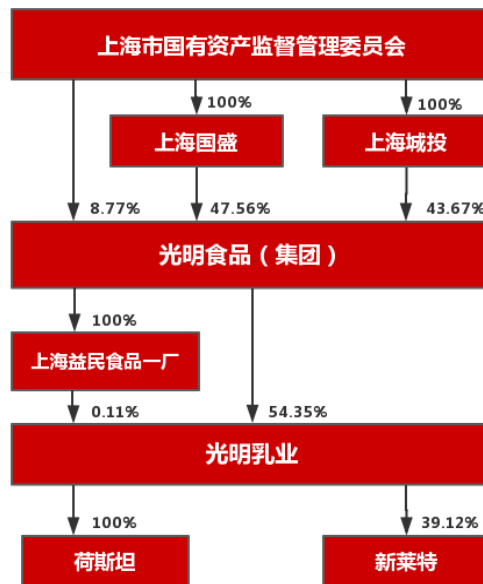
- 1) 牧业建设方面：通过实施牧场升级工程，打造技术先进、管理优良、生态良好的现代化牧场。
- 2) 乳业建设方面：通过实施食品安全升级工程，建立产品质量追溯体系，推行 WCM 体系（世界级制造），为消费者生产更加安全、健康的产品。
- 3) 冷链建设方面：通过加大冷链物流网的全国布局和管理提升，着力打造安全、快速的物流服务系统。

我们认为资本运营和国际化亦将成为推动光明乳业发展的重要力量。根据公司的 2016-2020 年战略规划，公司将积极开展资本运营，通过双轮驱动，加快企业发展；在国际化方面，依托海外子公司新莱特、托管企业以色列 Tnuva 集团，发挥中国、以色列、新西兰三地市场的业务、技术和管理协同，不断提升国际业务营收比重和国际化水平。

### 股权：上海国资委控股，股权结构稳定

光明乳业是一家国有控股的上市公司，公司实际控制人是上海国资委。截至 2017 年 3 季报，上海国资委通过控股的光明集团持有光明乳业 54.46% 的股份。公司股权结构清晰，国有控股背景有助于公司股权保持稳定。

图表3：光明乳业股权结构图（2017年3季报）

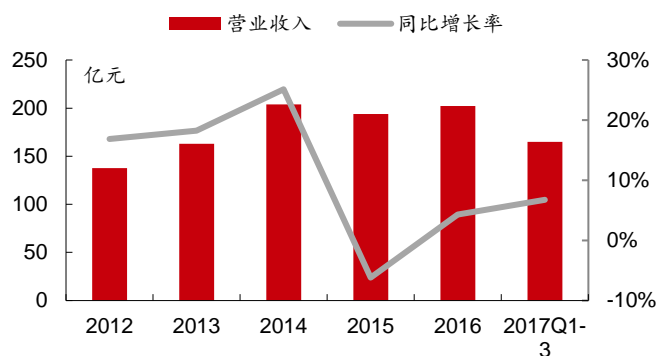


资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

### 财务：2017 年前 3 季度收入 165.07 亿元，同比增长 6.73%

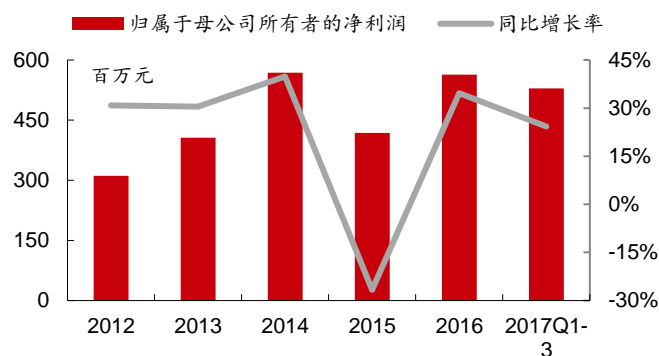
光明乳业 2016 年收入达到 202.07 亿元，同比增长 4.30%，2011-2016 年 5 年收入复合增速为 11.38%。2016 年全年归母净利润为 5.63 亿元，同比增长 34.63%，2011-2016 年 5 年复合增速为 18.82%。2017 年前三季度实现收入 165.07 亿元，同比增长 6.73%；实现归母净利润 5.29 亿元，同比增长 24.28%。

图表4：2012-2017 前三季度光明乳业营收情况



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

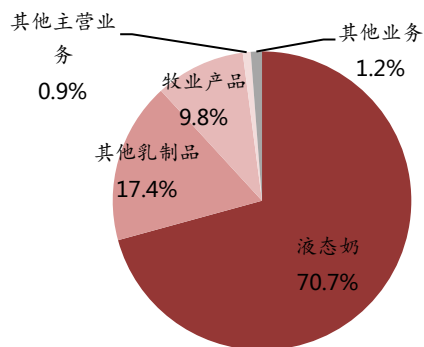
图表5：2012-2017 前三季度光明乳业归母净利润情况



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

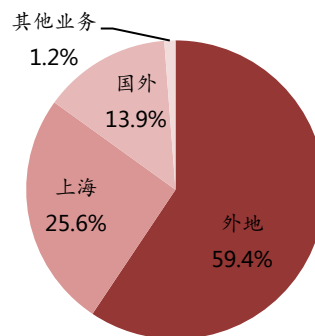
就产品而言，乳制品为公司主要的收入来源，2016 年收入占比 88.1%。乳制品当中，液态奶占比最大为 70.7%；牧业产品占比 9.8%，其他主营业务占比 0.9%。就区域而言，国内市场尤其是上海市场仍然为光明乳业主要收入来源，2016 年国内市场收入占比为 86.1%，其中最主要的上海市场贡献 25.6%收入。

图表6：2016 年光明乳业按产品划分的收入结构



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表7：2016 年光明乳业按地区划分的收入结构



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所



## 低温乳制品：乳品升级方向之一，光明的强项，进入壁垒高

受制于落后的冷链物流体系和产品供给瓶颈，目前成长起来的全国性乳企伊利和蒙牛的产品结构均是以常温产品为主。常温乳制品解决的是中国消费者喝上牛奶的问题，低温乳制品未来有望解决中国消费者喝上更优质牛奶的问题。从需求端看，低温乳制品具有产品差异化和定价高端化的潜力，能够满足消费者多元化的需求；从供给端看，区域性的乳企具有较强的发展低温乳制品的意愿，并以此构筑自身的业务壁垒。

### 需求端：低温产品具备满足消费者“差异化 + 高端化”诉求的基础

巴氏乳作为牛奶产品的升级方向之一，具有与 UHT 乳产品差异化的基础。牛奶热加工过程中受到的损害主要来自 3 个方面，分别是蛋白质变性、美拉德反应和乳糖异构化。由于巴氏杀菌方法和 UHT 杀菌方法的热加工过程有较为明显的区别，因此最终产品也出现成分和口味层面的差异。

- 1) 巴氏乳保留了更多牛乳中的原有成分：相对于巴士杀菌乳，UHT 乳加热过程中所使用的温度更高，因此巴氏杀菌乳对牛奶的营养活性破坏较小，除少数特别热敏感的物质外，巴氏杀菌乳保留了生鲜乳的大部分原有成分。
- 2) 巴氏乳加工过程中的副产物含量：热加工过程中，牛奶中的蛋白质与乳糖发生美拉德反应，进而生成一系列使得牛奶“褐变”的副产物，一方面改变了牛奶的外观，另一方面降低了乳蛋白和氨基酸的生物学价值。
- 3) 巴氏乳的风味更加纯正自然：超高温加热会使得牛奶中的乳球蛋白产生巯基基团，乃至释放硫化氢等挥发物质，会导致 UHT 乳有一定的“蒸煮味”，这使得 UHT 乳和巴氏杀菌乳的口味上存在差异。

图表8：生鲜乳、巴氏杀菌乳和超高温灭菌（UHT）乳的优缺点

种类	优点	缺点
生鲜乳	纯天然，风味好，营养价值高	含有潜在的病原微生物，存在安全风险，保存期很短
UHT 乳	达到无菌级别，安全系数高； 可常温保存，货架期长，适合长途运输	热敏感物质被较严重破坏，且会形成一定量的副产物； 超高温处理会使牛奶产生“蒸煮味”，风味不如巴氏杀菌乳和生鲜乳
巴氏杀菌乳	大部分营养成分被保留；不含有任何病原菌，安全有保障；风味相比生鲜乳差别不大	尚未达到无菌级别，存留少量的耐热菌； 需冷藏，保质期短，难以长途运输及销售

资料来源：中国乳业，华泰证券研究所

图表9：巴氏杀菌乳和 UHT 乳主要营养活性成分对比

		巴氏杀菌乳	UHT 乳
乳蛋白	酪蛋白变性率	影响甚微	影响较小
	乳清蛋白变性率	10%-20%	60%-90%
	微量活性蛋白变性程度	部分仍具有一定活性	绝大多数已失活或变性
	赖氨酸损失率	1.8%	3.8%
	蛋氨酸损失率	10.0%	34.0%
矿物质	可溶性钙、磷损失	变化损失少	30%-50%变为不可溶
维生素	维生素 C 损失率	10%-20%	20%-40%
	维生素 B1 损失率	5%-10%	10%-35%
	维生素 B12 损失率	5%-10%	15%-30%
	叶酸损失率	7%-10%	20%-35%
副产物	糠氨酸 (mg/100g 蛋白质)	<12	<140
	乳果糖 (mg/L)	2.7-58.0	<600
	羟甲基糠醛 (μmol/L)	0.5-4.9	3.1-16.8

资料来源：中国乳业，华泰证券研究所

低温酸奶的成分中含有活菌，也可以与常温酸奶形成差异化竞争。由于常温酸奶为了延长产品的保质期，会在工艺流程中对活菌进行灭活，因此常温和低温酸奶虽然蛋白质和钙等成分的含量类似，但是低温酸奶中具有常温酸奶所不具备的活菌。

日本乳企龙头明治通过在酸奶中添加乳酸菌的方式使得其低温酸奶产品具备了提升免疫力、缓解痛风症状等功能性，并实现了销量的快速增长，我们认为中国的低温酸奶厂家也有潜力开发创新产品与常温酸奶形成差异化竞争。

**图表10： 明治旗下3款功能性酸奶旗舰产品：LG21、R-1和PA-3**



资料来源：明治公司官网，华泰证券研究所

### 供给端：大量的区域性乳企希望借由低温产品树立竞争壁垒

与常温乳制品的主要竞争要素是营销和渠道不同，低温乳制品的竞争更是涉及到了上游牧业资产的布局和供应链效率等问题。

- 1) 首先，由于低温产品的保质期较短，因此上游牧业的布局需要靠近下游消费市场。根据中国奶业协会的研究，一般低温产品的生产场所能够覆盖的周边市场半径是300~500公里。
- 2) 其次，低温产品需要全程低温冷链运输和保存，对乳制品生产企业的供应链及生产管理提出了较高要求。
- 3) 再次，巴氏乳企业普遍提供“送奶到户”的服务，消费者向巴氏乳厂商预定付费，厂商定期为消费者上门提供新鲜的乳制品，这种独特的经营模式可以有效的保证客户的稳定性，阻止外来品牌的入侵。

区域性乳企在常温乳制品上的话语权受到了全国性品牌的压制，发展低温乳制品是树立竞争壁垒，打造新的业务增长点的重要路径之一。



## 光明优势：多区域奶源布局 + 技术领先 + 超级单品“优倍+畅优”

光明目前在华东、华北和华中地区均有奶源布局，为低温业务的放量提供了上游奶源的保障。根据公司公告，光明乳业旗下的光明牧业目前已经在上海、江苏、浙江、天津、湖北、山东和黑龙江等地拥有规模牧场 33 个，存栏 9 万头。

图表11：光明牧业金山种奶牛场实地场景图

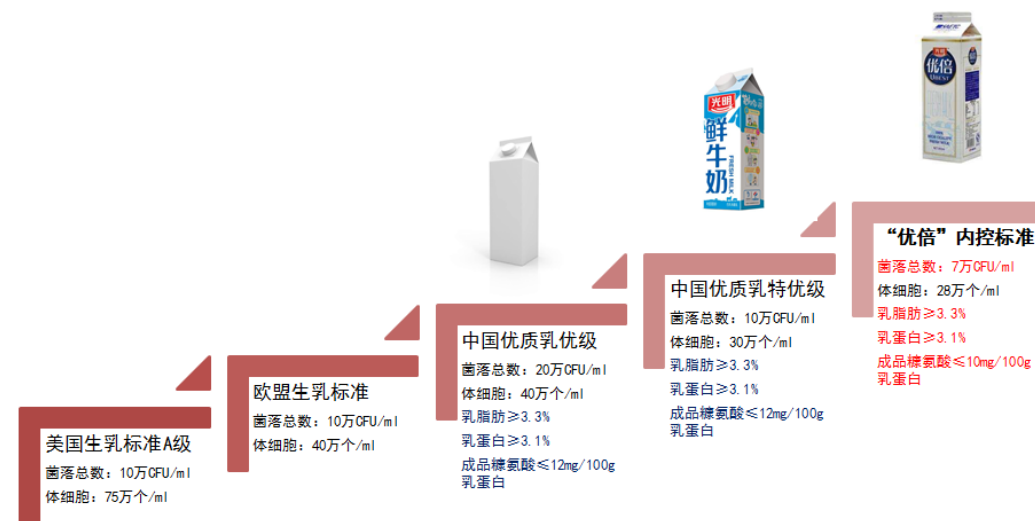


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

光明乳业在巴氏杀菌乳领域的工艺技术领先，2017 年率先将巴氏杀菌温度从 85°C 下降至 75°C，产品的品质获得了进一步的提升。

- 1) 2017 年 5 月 19 日，光明乳业全面实施优质乳工程，组建专业项目团队，制定了严格的巴氏杀菌乳内控标准，在奶源、工艺、配送和分销 4 个方面的 18 个环节 57 个关键点进行了优化，实现了 75°C 的鲜活目标。
- 2) 2017 年 10 月 11 日，以 75°C 巴氏杀菌工艺生产的全新优倍正式上市。杀菌温度降低，可以最大限度的保留鲜奶中的活性营养成分，同时减少热加工副产物的含量。

图表12：光明先进的巴氏杀菌工艺产出的牛奶品质更高

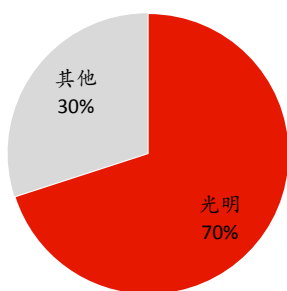


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

光明乳业拥有全国生产、全国销售的巴氏乳“优倍”品牌，我们认为这一销售额超过10亿元的巴氏乳品牌具有区域扩张和渗透率提升的增长潜力。

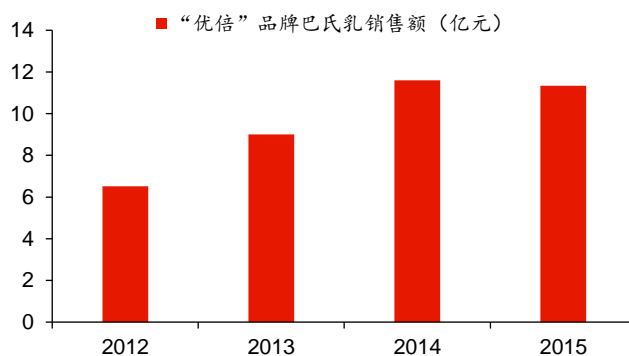
- 1) 光明乳业于2006年最早推出“优倍”品牌，定位于中高端巴氏杀菌乳，目前在华东巴氏杀菌乳市场中占据领导地位。根据中国奶业协会的统计，“优倍”是全国范围内销售额最高的巴氏杀菌乳品牌，2016年在中高端鲜奶市场当中的份额约为70%。
- 2) 伴随着光明乳业在全国范围内的上游奶牛资源的布局和冷链物流的发展，光明陆续在华中、华北和华南市场开始推出巴氏杀菌乳业务。
- 3) 消费者目前对巴氏乳的产品认知仍然有待提升，超级单品的存在对于品类的发展至关重要。在由常温产品主导的中国乳制品市场，广大的消费者对于低温乳制品的认知程度普遍不高，超级单品的存在有助于提升消费者对于这一品类的关注度，降低沟通成本。

图表13：光明在中高端鲜奶市场份额约为70%（2016年）



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

图表14：光明旗下“优倍”巴氏乳2015年收入11.33亿元



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

低温酸奶方面，在原有的“畅优”和“如实”品牌基础上，陆续推出新品。在低温酸奶领域，光明从2016到2017年陆续推出了多款新的产品，包括定位高端低温酸奶的赏味酪乳，柔和当下流行的青汁口味的大麦若叶青汁优格，面向注重身材喜爱健身消费者的希腊酸奶 yoGreek。

图表15: 光明在低温酸奶领域推出的差异化产品



推出时间: 2016年8月  
产品特点: 高级鲜牛奶+婴儿双歧杆菌  
产品定位: 高端低温酸奶



推出时间: 2017年3月  
产品特点: 高级鲜牛奶+植物如柑橘ST-III  
产品定位: 高端风味发酵乳



推出时间: 2017年6月  
产品特点: 大麦若叶青汁添加  
产品定位: 风味发酵乳



推出时间: 2017年11月  
产品特点: 高蛋白+0脂肪  
产品定位: 高端希腊酸奶

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所



## 上游布局：产品结构决定了光明要战略性做大做强牧业

### 光明坚定在上游资产的战略布局：是软肋，但更是盔甲

与日本通过农业协会提升上游生鲜乳供给集中度的产业政策不同，中国目前不存在类似的官方组织，因此上游生鲜乳生产的盈利情况波动比较大，在生鲜乳价格下降周期会对乳企的盈利造成潜在的负面影响，这也是全国性乳企对上游牧业资产的收购维持谨慎态度的主要原因之一。

但是，上游牧业资产的布局对于发展低温产品具有战略性的意义。与以常温乳制品为主的乳企基本可以实现产地和销售地的分离不同，由于低温产品的特性，临近消费市场的牧业资产对保障产品供应具有重要的意义，这也决定了依赖低温产品的乳企在上游牧业资产的布局方面更为积极主动，同时这也意味着低温乳制品的行业存在较高进入壁垒。

光明旗下的牧业资产光明牧业（原名荷斯坦牧业）成立于2003年，主要经营奶牛饲养等业务。2014年以来，分别通过投资新建和收购两种方式扩大牧业资产规模，光明乳业以控股子公司光明牧业为平台，在扩建新的奶牛牧场的同时整合大股东光明集团的全部奶牛场及其他牧场相关业务。

- 1) 2014年5月，光明乳业以1.03亿元的对价受让大都市公司（光明乳业控股股东光明食品有限公司的全资子公司）持有的上海光明荷斯坦牧业的20%股权，交易完成后光明乳业持有荷斯坦牧业100%的股权。
- 2) 2015年5月，光明乳业在河南滑县投资4.5亿元建设设计存栏量1.3万头的奶牛养殖场。
- 3) 2015年7月，荷斯坦牧业以5497万元的对价收购大股东光明集团下属的上海鼎健饲料有限公司100%股权，天津今日健康乳业有限公司30%股权和上海冠牛经贸有限公司100%股权。同时，荷斯坦牧业分别以6.34亿元和1.77亿元的对价收购光明集团旗下的生物性资产和奶牛养殖涉及的生产设备，进一步扩大了荷斯坦牧业的规模。
- 4) 2017年3月，荷斯坦牧业以1.01亿元的对价收购大股东光明集团旗下的申丰奶牛场拥有的5793头智利进口荷斯坦后备牛，进一步扩大荷斯坦养殖规模。
- 5) 2017年7月，光明乳业以3.15亿美元的对价从战略投资方Chatsworth方面收购光明牧业45%的股权，进而实现了100%控股。此前在2015年2月，Chatsworth曾以现金方式向荷斯坦牧业增资2.49亿美元，持有光明牧业45%股权。

根据公司公告，光明乳业旗下的光明牧业目前已经在上海、江苏、浙江、天津、湖北、山东和黑龙江等地拥有规模牧场33个，存栏9万头。继金山种奶牛场之后，相继在山东德州、河南滑县、黑龙江富裕建成3个3000头以上规模的生态示范农场。

### 光明牧业规模靠前，管理水平高

光明旗下的光明牧业的业务体量和管理水平在奶牛养殖行业中均位于前列。根据荷斯坦奶农俱乐部的统计，2016年光明牧业总存栏数为9万头（其中成母牛为4万头），牛奶产量为41万吨，按照牛奶产量排名是全国第6大的奶牛养殖企业，成母牛单产为10.2吨，居于行业的前列，且高于养殖规模最大的现代牧业。

图表16： 2016年国内前15大奶牛养殖企业生产情况

	牛场数	总存栏 (万头)	成母牛 (万头)	牛奶产量 (万吨)	16年 产量增幅	成母牛单产 (吨)
现代牧业	26	23	12	110	14%	9.5
辉山乳业	82	20	10	74	6%	8.0
赛科星集团+华夏	32	13	5	43	92%	7.5
圣牧高科牧业	34	12	7	60	12%	9.0
优然牧业	33	10	5	47	25%	10.2
<b>光明牧业(荷兰斯坦牧业)</b>	<b>33</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>41</b>	<b>30%</b>	<b>10.2</b>
首农畜牧	34	8	4	39	5%	10.3
恒天然	8	8	3	25	18%	10.0
中鼎联合牧业	140	9	5	29	149%	7.1
澳亚现代牧场	7	7	4	39	23%	11.8
原生态牧业	7	6	3	27	6%	10.5
中地乳业	8	6	3	26	132%	9.8
富源牧业	12	5	2	20	5%	9.1
河南源源乳业	11	4	2	19	10%	9.2
宁夏农垦贺兰山乳业	14	3	2	17	13%	9.9
<b>15企业合计</b>	<b>482</b>	<b>141</b>	<b>70</b>	<b>615</b>	<b>23%</b>	

资料来源：荷兰斯坦奶农俱乐部，华泰证券研究所

光明牧业坚持以建设“持续高产、持续高质、持续高效、环境优美、和谐人文”的五星魅力牧场，深化牧场千分制考核和6S现场管理，全面提升牧场运营质量和形象。光明积极参加优质乳工程，加大对奶源质量的审核，全面提升奶源质量；同时加大有机奶基地建设，打造观光牧场，优化奶源的结构；另外公司创新牧业发展模式，通过牧业服务输出，提高牧业板块的行业影响力。

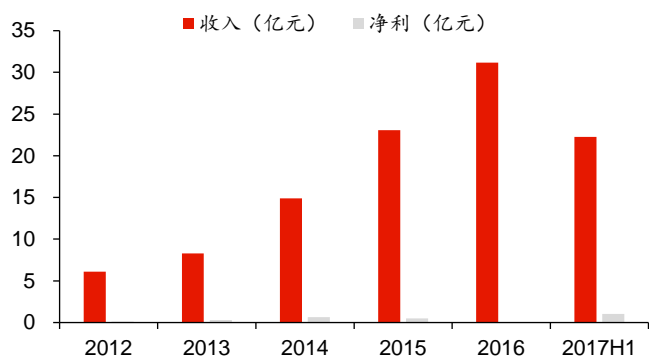
- 1) 打造标杆牧场：上海金山种奶牛场通过改变传统饲养管理模式，与国际保持同步，生鲜乳达到欧盟标准，是光明旗下包括致优和优倍在内的高端乳制品的特供基地。
- 2) 实现技术和管理输出：根据光明牧业官网，2018年1月，光明牧业与黑河中兴牧业建立深度合作关系，就五位一体牧场管理咨询层面展开深入交流合作，光明牧业将委派由5名专家组成的场长级技术管理团队进驻中兴牧业所属牧场，以顾问性质全面参与黑河中兴牧场的经营管理。

牧业板块的内生和外延式扩张带来了收入的快速增长，光明牧业2016年营收为31.18亿元，同比增长35.08%，2012-2016年的收入复合增速为50.33%。

产品结构层面，生奶和饲料是光明牧业最主要的产品。生奶销售占据光明牧业2016年收入的49%，饲料销售占据48%，其他产品占据收入的3%。

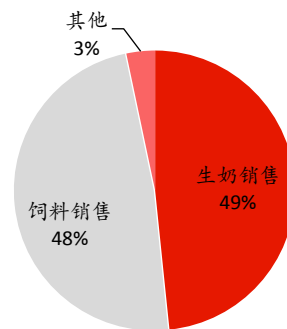


图表17: 光明牧业收入和净利情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表18: 光明牧业 2016 年收入结构



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 海外布局：新莱特的成长路径清晰

新西兰新莱特是光明乳业海外布局当中的核心资产，光明乳业先后在 2010 年和 2016 年投入 3.82 亿元人民币和 1.96 亿元人民币认购新莱特的股权，目前新莱特已经在新西兰上市，市值约 12.1 亿新西兰元（截止 2018 年 2 月 7 日），光明乳业作为第一大股东持有 39.12% 的股权。

我们认为新莱特 2018-2020 年的增长路径明确，驱动力包括全球乳制品价格的回暖和新莱特高附加值产品的放量。首先，由于目前大包粉对新莱特的收入存在显著的贡献，因此全球乳制品价格的回暖导致的大包粉价格上涨将有利于新莱特收入规模的增长；其次，与传统的大包粉相比，新莱特近年来储备开发的婴儿粉、液态乳和奶油等产品陆续进入放量期，高附加值产品在产品组合当中的占比提升将有利于新莱特盈利能力的持续提升。

### 2013 年新莱特成功上市，光明乳业作为第一大股东持有 39.12% 股权

2010 年光明收购新莱特 51% 股权：2010 年 7 月，光明乳业公告拟以 8200 万新西兰元（约 3.82 亿元人民币）的对价认购新莱特 2602 万股新增普通股，认购完成后持有新莱特 51% 的股权。

- 1) 认购的资金用于归还新莱特公司银行贷款和兴建 2 号工厂。
- 2) 认购完成后，新莱特公司董事会设 7 个席位，光明乳业占 4 席，原股东占 3 席，每位董事有一票投票权，董事长没有决定性投票权。
- 3) 光明乳业认可新莱特在交易完成后的 3-5 年内上市的计划，并且有权在目标公司上市发售新股时认购一定量的新股份，以维持在新莱特 51% 的持股比例。

光明乳业在此次交易中展现出了高效率，在 4 个月内完成了股份交割。在 2010 年 7 月公告股权收购事项后，光明乳业在随后的 4 个月内陆续获得了光明乳业董事会和股东大会、新莱特公司原股东董事会、光明食品（集团）有限公司董事会、上海市国资委、国家发改委、上海市商务委、国家外汇管理局及新西兰外商投资办公室（OIO）的批准。股份交割在 2010 年的 11 月份正式完成。

2013 年新莱特在新西兰首发上市：2013 年 7 月 23 日，新莱特在新西兰证券交易所主板挂牌上市，上市募资完成后光明乳业的持股比例变更为 39.12%，维持第一大股东地位。

- 1) 首次公开发行前，以原股本 5102 万股按 1:2.2 的比例股份拆细，拆细后的股本为 1.12 亿股，光明乳业持有 5725 万股，持股比例为 51%。
- 2) 首次公开发行的股数为 3409 万股，每股价格 2.2 新西兰元，共募集资金 7500 万新西兰元，发行后总股本为 1.46 亿股，光明乳业持有 5725 万股，持股比例为 39.12%。

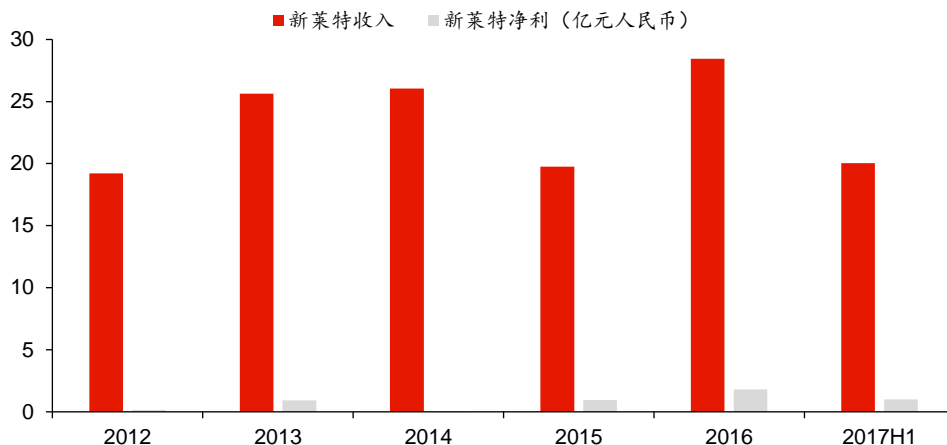
2016 年光明乳业参加新莱特的配股增资：2016 年 10 月，光明乳业出资 3912 万新西兰元（约 1.96 亿元人民币）参与新莱特的配股增资项目，完成后光明乳业的持股比例仍然维持 39.12%。

### 新莱特的增长路径清晰：以婴儿粉为代表的高附加值产品的放量

新莱特主要从事工业奶粉、婴儿奶粉的生产和销售。新莱特于 2005 年在新西兰坎特伯雷地区成立，2008 年正式投产，主要从事奶粉生产加工业务，主要的产品包括大包装优质奶粉和婴幼儿奶粉，是新西兰五家独立牛奶加工商之一。

新莱特 2017H1 的收入为 20.03 亿元人民币，同比增长 39%。新西兰新莱特收入端的增长主要是因为 2017 年增加了混合灌装生产线，进一步提升了婴幼儿配方奶粉的生产能力。过往新莱特的收入主要依赖于大包粉产品，根据公司公告的发展战略，未来公司将加大在高附加值的婴幼儿奶粉、液态乳和奶油等乳制品方向上的投入。

**图表19：新莱特收入和净利润情况**

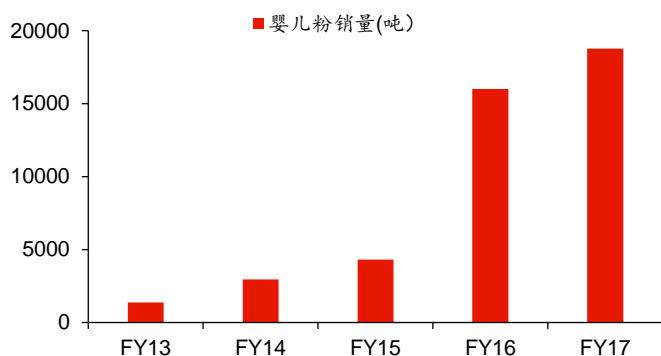


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**婴儿粉业务：与 The a2 Milk Company 一同快速成长，2018 年产能翻倍**

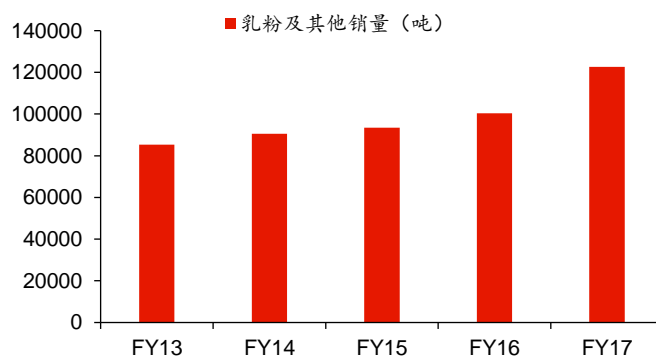
在与乳企 The a2 Milk Company 达成战略合作之后，伴随 a2 品牌婴儿粉的快速放量，作为核心市场独家生产商的新莱特的婴儿粉业务实现了快速的增长。2013 年新莱特与 The a2 Milk Company 结成战略合作，推出全球领先的只含有 A2β 酪蛋白的婴儿粉，随后实现了销售的快速增长和市场份额的快速提升。新莱特是 The a2 Milk Company 的婴儿粉业务核心市场新西兰、澳大利亚和中国地区产品的独家生产商。

**图表20：新莱特婴儿粉销量情况**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所 财年截止日为 7 月 31 日

**图表21：新莱特大包乳粉销量情况**



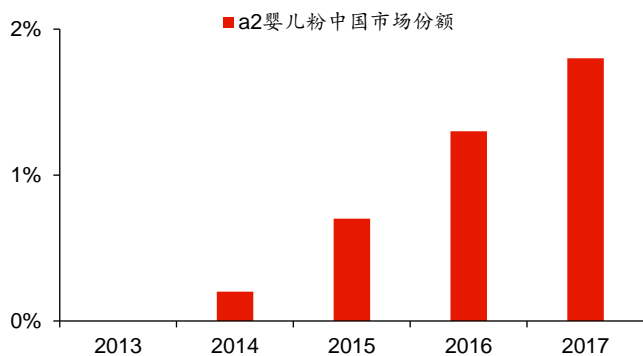
资料来源：公司公告，华泰证券研究所 财年截止日为 7 月 31 日

在澳大利亚和中国市场，a2 婴儿粉的市场份额都在持续上升中，我们认为 a2 的产品、营销和渠道策略能够支撑其在核心市场的占有率进一步上升。由于核心产品高度的差异化和高端的定位，自 2013 年 a2 婴儿粉产品推出后，2017 年其在澳大利亚的市场占有率上升至 26%，同期在中国市场的占有率上升至 2%。

根据 The Urban List 的调查，a2 Milk 品牌是澳大利亚千禧一代乳制品品类当中的首选，并且在澳洲市场目前已经拥有了液态乳、婴儿粉和成人粉在内的完善的产品矩阵，渠道渗透率的逐步提升将有助于公司稳固目前的市场地位和进一步扩大品牌影响力。

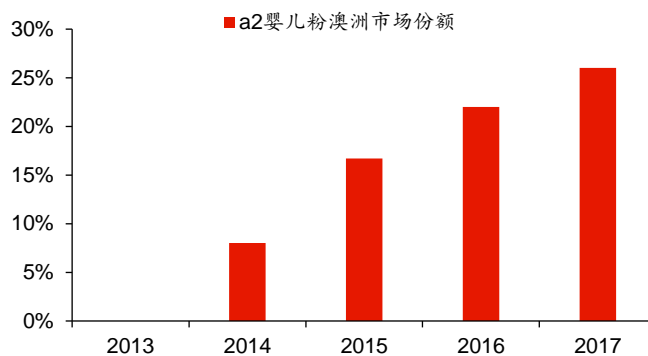
将中国视为具有潜力的市场，The a2 Milk Company 在团队建设、渠道拓展和行业监管政策应对方面都做出了明显的投入。团队建设方面，The a2 Milk Company 在中国建立了由执行副总裁 Jane Xu 领导的团队。渠道层面，重视在母婴店渠道的扩张，根据公司公告，截止 2017 年 6 月已经覆盖超过 5800 家母婴店；电商渠道方面，积极与考拉海购、京东和天猫商城展开合作；行政监管政策应对方面，目前公司已经顺利完成中国食品药品监督管理局的中国婴幼儿奶粉品牌注册工作。

图表22： 中国市场 a2 婴儿粉市场份额约为 2%（2017 年）



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表23： 澳洲市场 a2 婴儿粉市场份额约为 26%（2017 年）



资料来源：Australian Grocery and Pharmacy Scan，华泰证券研究所

在 a2 婴儿粉市场需求强劲的背景下，供应瓶颈约束了其市场份额的进一步上升，而新莱特 2017 投产的新的混合灌装生产线则有效的缓解了这一情况。新莱特新的湿混配料装置 Wetmix Kitchen 于 2017 年 12 月 7 日正式投产，这意味着新莱特位于 Dunsandel 地区的生产基地的婴儿粉产能将从 4 万吨上升至 8 万吨。

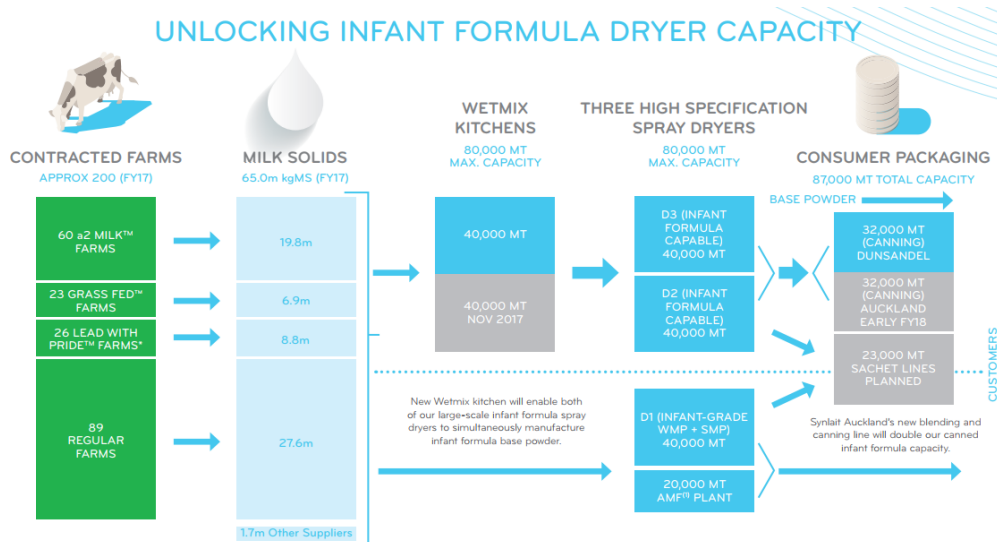
图表24： 新莱特于 2017 年 12 月投产的湿混配料装置 Wetmix Kitchen



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

除了与 The a2 Milk Company 建立战略合作之外，在婴儿粉业务方面新莱特通过与其他乳企合作的方式实现客户和地域的多元化，避免潜在的业务风险。新莱特与 Munchkin 合作推出 Grass Fed 品牌的婴儿粉，主攻 Munchkin 具有较强影响力的美国市场；在中国市场，新莱特通过收购新希望营养制品有限公司 25% 股权的方式与新希望乳业达成合作，成为其旗下婴儿粉产品的生产商，面向中国消费市场。

图表25: 新莱特婴儿粉业务的体系架构



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**液态乳业务: 与零售商 Foodstuffs 合作, 2019 年切入液态乳领域**

新莱特与 Foodstuffs South Island 于 2017 年 12 月 20 日宣布达成战略合作关系, 从 2019 年起新莱特将成为后者的液态乳产品的独家供应商。此次战略合作标志着新莱特进入液态乳这一细分市场。针对这一市场需求, 根据公司公告, 新莱特将投入 1.25 亿新西兰元建设液态乳生产工厂, 这一工厂完成后将具备 1.1 亿升/年的液态乳的生产能力, 产品包括供应新西兰市场的巴士乳和奶油、常温乳制品、面向出口市场的常温牛奶和奶油、液态婴幼儿配方奶粉和儿童奶等。

Foodstuff South Island 的分销网络将为新莱特的液态乳业务带来增长动力。Foodstuffs South Island 是在新西兰南岛具有领先地位的零售商, 旗下拥有 PAK'nSAVE, New World, Four Square 和 On the Spot 等大型连锁超市品牌, 新莱特生产的液态乳将主要以 Value 和 Pams 这两个 Private Label 品牌的形式销售。

图表26: Foodstuffs South Island 的主要连锁品牌及网点数量明细

Four Square (70)		PAK'nSAVE (12)		Raeward Fresh (5)	
Nelson/Malborough	9	Nelson/Malborough	2	Nelson	1
West Coast	5	Canterbury	7	Christchurch	3
Canterbury	21	Otago/Southland	3	Queenstown	1
Otago	21				
Fiordland	1				
Southland/Stewart Island	13				
Henry's BWS (19)		On The Spot (108)		New World (41)	
Nelson/Malborough	1	Nelson/Marlborough	21	Nelson/Marlborough	5
West Coast	1	Canterbury	40	West Coast	3
Canterbury	14	West Coast	16	Canterbury	19
Otago/Southland	3	Dunedin	12	Otago/Southland	14
		Southland	13		
		Central Otago	6		

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所



## 盈利预测及估值

我们认为光明强势的低温乳制品是未来中国乳制品行业产品升级的方向之一，由于该领域对于上游牧业资产的布局，供应链协调能力要求较高，因此有较强的进入壁垒。这意味着当以巴氏杀菌乳和低温酸奶味代表的低温乳制品在消费者群体中认知度提升的过程中，光明乳业作为细分领域的领军者之一能够充分的受益。

### 盈利预测

低温液态乳产品的放量、新西兰新莱特的产能释放和上游牧业的量价齐升将是驱动光明乳业收入增长的3个主要力量。

- 1) 液态乳产品方面，低温产品将贡献主要增量。光明乳业的常温酸奶品牌“莫斯利安”在2017Q4推出新的口味和包装预计能够使得该业务的收入企稳回升，但是伴随市场饱和和竞争的加剧，增速预计将维持在个位数的水平。低温产品方面，我们认为巴氏杀菌乳售价的提升和低温酸奶新品的放量将拉动成为拉动光明液态乳业务增长的主要力量。
- 2) 其他乳制品方面，新西兰新莱特婴儿粉产能的投产将带动收入快速增长。光明乳业的子公司新西兰新莱特在2017H2投产的Wetmix Kitchen将使得其婴儿粉产能从4万吨上升至8万吨，受益于a2婴儿粉产品在核心市场中国和澳大利亚的占有率的持续提升，作为a2婴儿粉生产商的新莱特的收入将维持较高速度的增长。
- 3) 牧业方面，原奶价格的回暖和光明牧业旗下养殖规模的进一步扩大将支撑该业务收入持续增长。

毛利率和费用率假设：

- 1) 毛利率：假设2017-2019年光明乳业毛利率分别为34.86%，34.81%和34.74%。
- 2) 销售费用率：假设2017-2019年光明乳业销售费用率分别为24.70%，24.70%和24.70%。

图表27：光明乳业收入预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
液态奶	142.66	142.94	143.34	153.43	165.78
yoy		0.20%	0.28%	7.04%	8.05%
其他乳制品	30.75	35.22	46.60	62.66	79.52
yoy		14.54%	32.30%	34.47%	26.91%
牧业	16.15	19.71	25.23	30.27	33.30
yoy		22.04%	28.00%	20.00%	10.00%
其他	4.15	3.83	3.91	3.98	4.06
yoy		-7.71%	2.00%	2.00%	2.00%
合计	193.71	202.07	219.68	250.96	283.12
yoy		4.31%	8.71%	14.24%	12.81%

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

根据我们的盈利预测，光明乳业2017-2019年收入将分别达到219.68亿元，250.96亿元和283.12亿元，分别同比增长8.7%，14.2%和12.8%；2017-2019年EPS将分别达到0.57元，0.67元和0.77元，分别同比增长24.8%，18.0%和14.1%。

## 估值

考虑到可比公司估值水平、光明乳业在低温乳制品领域中的领先地位以及收入和利润增长潜力，我们给予光明乳业 2018 年 24~25 倍 PE 估值，对应的目标价范围 16.08 元~16.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

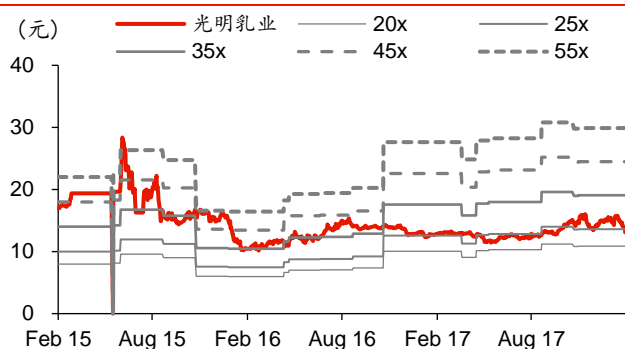
图表28：可比公司估值表

股票简称	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
伊利股份	600887.SH	31.52	0.93	1.06	1.29	34	30	24
科迪乳业	002770.SZ	4.36	0.16	0.13	0.18	27	34	24
天润乳业	600419.SH	36.17	0.76	1.12	1.55	48	32	23
平均								24

资料来源：Wind, 华泰证券研究所 收盘价取 2018 年 2 月 7 日，EPS 取 Wind 一致预期

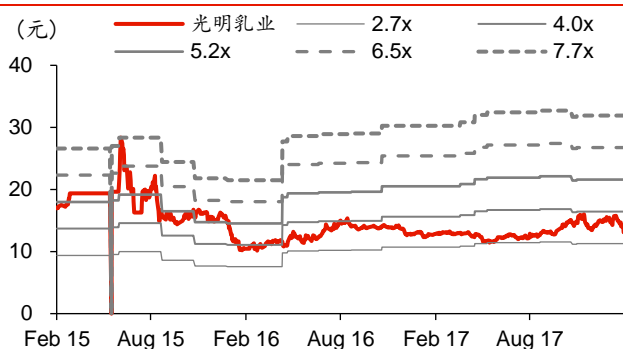
## PE/PB - Bands

图表29：光明乳业历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表30：光明乳业历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

低温乳制品的食品安全风险。低温乳制品要求生产和分销环节全程严格的冷链环境，否则将有可能出现产品质量问题，对品牌造成重大的影响。

低温乳制品的需求不达预期风险。由于低温乳制品的需求受到消费者的口味、冷链的发达程度等诸多因素的影响，如果需求不达预期，以低温产品为主的光明乳业将面临增长压力。

由新莱特代工的 a2 婴儿粉需求不达预期的风险。作为 The a2 Milk Company 的代工商，新莱特的收入受到 a2 婴儿粉销售情况的影响，如果 a2 婴儿粉的需求不达预期，将会对新莱特的收入增长造成负面影响。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,555	7,600	7,666	8,806	9,861
现金	3,320	3,366	2,908	3,379	3,785
应收账款	1,629	1,647	1,819	2,078	2,332
其他应收账款	124.22	182.80	139.50	181.51	212.70
预付账款	452.66	349.00	448.75	524.00	563.91
存货	1,853	1,849	2,154	2,451	2,769
其他流动资产	176.20	206.10	197.29	192.98	198.79
非流动资产	7,892	8,480	8,522	8,976	9,185
长期投资	66.96	67.09	50.15	61.40	59.55
固定投资	5,364	6,036	6,040	6,146	6,256
无形资产	301.11	343.73	350.73	354.76	368.46
其他非流动资产	2,160	2,033	2,081	2,414	2,500
资产总计	15,447	16,080	16,188	17,782	19,045
流动负债	7,070	7,253	7,372	7,942	8,411
短期借款	1,441	1,153	1,549	1,355	1,326
应付账款	2,273	1,853	2,318	2,700	2,935
其他流动负债	3,356	4,247	3,505	3,888	4,150
非流动负债	3,114	2,667	1,942	2,276	2,247
长期借款	1,089	414.86	396.96	334.66	334.32
其他非流动负债	2,025	2,252	1,545	1,941	1,913
负债合计	10,184	9,920	9,314	10,218	10,658
少数股东权益	724.58	1,167	1,298	1,453	1,630
股本	1,231	1,231	1,231	1,231	1,231
资本公积	1,769	1,775	1,775	1,775	1,775
留存公积	1,686	2,101	2,571	3,099	3,739
归属母公司股	4,539	4,993	5,576	6,111	6,757
负债和股东权益	15,447	16,080	16,188	17,782	19,045

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,866	2,609	136.10	2,434	2,000
净利润	496.10	675.26	834.50	984.67	1,123
折旧摊销	537.85	729.61	656.02	728.67	814.91
财务费用	139.63	290.12	217.77	226.86	208.75
投资损失	0.31	(0.13)	0.18	0.12	0.06
营运资金变动	506.77	883.36	(878.33)	19.69	(160.22)
其他经营现金	185.69	31.06	(694.03)	474.44	13.34
投资活动现金	(2,028)	(1,065)	(698.08)	(1,208)	(1,008)
资本支出	2,166	1,290	719.48	1,176	975.97
长期投资	50.87	0.00	(16.96)	11.25	(1.85)
其他投资现金	189.01	224.50	4.45	(20.64)	(34.28)
筹资活动现金	1,417	(1,539)	103.24	(755.04)	(585.50)
短期借款	(372.56)	(288.42)	396.29	(194.67)	(28.93)
长期借款	230.25	(673.89)	(17.90)	(62.31)	(0.34)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(8.24)	5.93	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,567	(582.72)	(275.15)	(498.07)	(556.23)
现金净增加额	1,283	46.84	(458.74)	471.22	406.04

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	19,373	20,207	21,968	25,096	28,312
营业成本	12,378	12,391	14,310	16,359	18,477
营业税金及附加	95.73	118.69	129.03	147.41	166.29
营业费用	5,392	5,619	5,426	6,199	6,993
管理费用	682.52	771.69	659.03	752.88	849.35
财务费用	139.63	290.12	217.77	226.86	208.75
资产减值损失	25.84	53.75	65.63	48.41	55.93
公允价值变动收益	9.47	12.79	(0.76)	7.17	6.40
投资净收益	(0.31)	0.13	(0.18)	(0.12)	(0.06)
营业利润	668.71	975.51	1,159	1,370	1,567
营业外收入	86.52	144.52	102.18	111.07	119.26
营业外支出	50.32	103.05	69.29	74.22	82.19
利润总额	704.91	1,017	1,192	1,407	1,604
所得税	208.81	341.72	357.64	422.00	481.33
净利润	496.10	675.26	834.50	984.67	1,123
少数股东损益	77.77	112.08	131.38	155.02	176.82
归属母公司净利润	418.33	563.19	703.12	829.65	946.29
EBITDA	1,346	1,995	2,033	2,325	2,591
EPS (元, 基本)	0.34	0.46	0.57	0.67	0.77

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(6.18)	4.30	8.71	14.24	12.81
营业利润	(3.97)	45.88	18.83	18.16	14.42
归属母公司净利润	(26.66)	34.63	24.85	18.00	14.06
获利能力 (%)					
毛利率	36.11	38.68	34.86	34.81	34.74
净利率	2.16	2.79	3.20	3.31	3.34
ROE	9.22	11.28	12.61	13.58	14.00
ROIC	9.12	13.93	13.82	15.16	16.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	65.93	61.69	57.54	57.46	55.96
净负债比率 (%)	27.34	16.28	21.98	17.84	16.45
流动比率	1.07	1.05	1.04	1.11	1.17
速动比率	0.80	0.78	0.73	0.79	0.83
营运能力					
总资产周转率	1.36	1.28	1.36	1.48	1.54
应收账款周转率	10.75	11.38	11.71	11.90	11.86
应付账款周转率	5.69	6.01	6.86	6.52	6.56
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.46	0.57	0.67	0.77
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.52	2.12	0.11	1.98	1.63
每股净资产 (最新摊薄)	3.69	4.06	4.53	4.97	5.49
估值比率					
PE (倍)	38.24	28.41	22.75	19.28	16.91
PB (倍)	3.53	3.20	2.87	2.62	2.37
EV_EBITDA (倍)	11.38	7.68	7.54	6.59	5.91

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com