

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

 董广阳、黄珺 86-755-82943140
 huangj@cmschina.com.cn

2009年4月30日

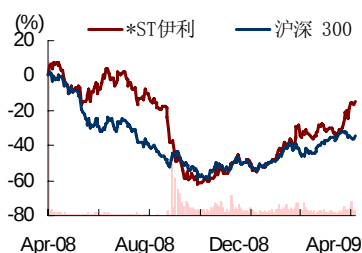
***ST伊利**(600887.SH)/14.93元

夯实产业基础，积极引导消费
日用消费·食品饮料
目标估值：16.2-18元
审慎推荐-A(维持)
基础数据

上证综指	2468
总股本(万股)	79932
已上市流通股(万股)	72775
总市值(亿元)	119
流通市值(亿元)	109
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	-56.1
资产负债率	71.6%
主要股东	呼和浩特投资公司
主要股东持股比例	10.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	22	118	-14
相对表现	18	61	17


相关报告

- 1、《食品饮料业 2009 年 3 月月报 - 乳业余震不断，白酒且喜且忧》2009/3/13
- 2、《《食品安全法》获人大会议四审通过点评-法案将推动食品饮料业规范运营、健康发展》2009/3/2
- 3、《《轻工业振兴规划对食品饮料业影响点评 - 产业升级、食品安全、循环经济为重》2009/2/23
- 4、《蒙牛特伦苏 OMP 事件点评 - 对其品牌有一定伤害，并给伊利以机会》2009/2/17
- 5、《食品饮料业 2008 年 11 月月报 - 乳业公司自我救赎还是被并购》2008/11/14
- 6、《中国乳业-“三鹿事件”震后分析》2008/10/14

本文分析了市场比较关心的乳业政策（如奶粉储备、增值税减免等），看法与市场观点略有不同。

- **公司 2008 年度业绩符合预期，今年 1 季度业绩好于预期。**受三聚氰胺事件影响，公司 2008 年实现销售收入 216.6 亿元，较上年增长 11.9%，落后蒙牛销售规模 9%，公司营业利润亏损 20.5 亿元，净利润亏损 16.9 亿元，全面摊薄 EPS 亏损 2.11 元，其中第四季度实现销售收入 25.5 亿元，同比下降 45%，营业利润亏损 19.3 亿元，净利润亏损 15.8 亿元，蒙牛去年下半年净利润亏损 15.3 亿元，二者基本相当。今年 1 季度伊利实现销售收入 51.2 亿元、营业利润 1.35 亿元、净利润 1.13 亿元，分别同比增长 7.9%、112.5%、103.6%，把上年同期的期权费用计提部分还原回去后，净利润同比增长 5.9%，公司收入利润同比增长尽管幅度不大，恢复情况仍好于预期。
- **公司现金流情况良好。**08 年 4 季度经营净现金流虽然锐减 12.5 亿元，全年还有 1.83 亿元流入，折每股 0.23 元，09 年 1 季度经营净现金流 5.3 亿元。公司于 08 年 4 季度大举增加短期贷款 15.5 亿元，使现金余额保持 25 亿元以上。
- **公司 09 年预算指标为：实现主营业务收入 216 亿元，实现利润总额 5 亿元。**从今年 1 季报情况看，营销费用率维持 08 年高位水平，不过原奶价格大幅回落，产品毛利率与上年同期比有 8 个百分点的显著改善。公司计划 09 年全年销售收入与 08 年持平，我们预计未来毛利率与费用率会适度回落，少了 08 年的存货报废与减值，公司 5 亿元税前利润还是很容易完成的。
- **我们维持公司“审慎推荐 - A”投资评级。**以目前市场预测的 09 年 EPS0.55~0.60 元、30 倍 PE，目标位为 16.5~18 元。未来伊利与蒙牛仍将齐头并进，二者优势不同，蒙牛在液态奶上，伊利在奶粉上，蒙牛在营销技巧上，伊利在营销投入上。
- **对于乳业扶持政策，我们的看法相对市场看法要保守冷静。**我们认为政策出发点是保护奶农利益、缓解企业资金压力，原料奶收购贷款中央财政贴息政策、奶粉收储计划都是如此，期待未来一两个年度获得增值税减半征收是不可想象的，更为合理的将是部分返还 08 年 4 季度增值税。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	19360	21659	21673	25260	29132
同比增长	18%	12%	0%	17%	15%
营业利润(百万元)	85	-2521	299	411	689
同比增长	-85%	-2521%	-115%	38%	68%
净利润(百万元)	-20	-1687	437	533	771
同比增长	-106%	8431%	-126%	22%	45%
每股收益(元)	-0.03	-2.11	0.55	0.67	0.96
PE	-502.8	-7.1	27.3	22.4	15.5
PB	2.4	4.3	3.7	3.2	2.6

资料来源：招商证券

夯实产业基础，积极引导消费

三聚氰胺事件让公司损失很大，令公司吃一堑长一智大力保障原奶安全。公司 08 年度因三聚氰胺影响造成存货报废 8.85 亿元，其中母公司 6.6 亿元，子公司 2.2 亿元。公司同时计提了存货跌价准备 2.38 亿元，其中母公司 1.49 亿元，子公司 0.9 亿元。公司称，“尽管经过国家相关部门第二批次检查，我们的产品没有问题，但是为了让消费者放心，我们公司决定将‘9.14’之前生产的奶制品全部下架。”为了增加奶源自控的力度，从根本上保障原奶质量，公司目前除了在推进自建牧场、合作牧场、大型牧场园区等不同奶源基地建设模式的同时，还大力扶持“奶联社”的建设，计划到今年有 20 个新的奶联社能投入使用。“奶联社”由企业搭建技术、管理、现代化设施设备和资金平台，吸纳奶农现有奶牛以入股分红、保本分红、固定回报、合作生产等多种形式入社，并获取回报的奶牛养殖合作化产业模式。

公司不断组织媒体到公司实地考察，发布正面报道，以稳定消费者、投资者心态。公司在年报出台前期不断组织媒体到公司实地考察，网上能找到很多通稿，其中一段称：“据国际权威调查机构 AC 尼尔森最新的调查数据：伊利一季度各大产品线增幅均高于行业平均水平。其中，伊利纯牛奶销量增长速度快于行业 6.1%；伊利金典奶、营养舒化奶、果之优酸乳等高端奶销量增长速度快于行业 10.4%；伊利高钙奶、低脂奶等功能纯奶涨势最猛，销量增长速度快于行业 25.8%。伊利婴幼儿奶粉成绩更为突出，一季度的销量是去年同期的两倍，同比增长达 113%，不仅在国内品牌销售中遥遥领先，也将洋品牌远远地甩在了后面，伊利婴幼儿奶粉在中国奶粉市场绝对王者的地位愈发巩固。”伊利股份从 2009 年 5 月 4 日复牌开始，股票简称变更为“*ST 伊利”，此前我们向公司了解，ST 会否影响公司形象进而影响公司产品销售，公司称专业调研机构给他们的结论是不会影响。

近期公司销售网络铺进中石油下属便利店网络。伊利的市场渠道做得很细，08 年对前五大经销商的销售占比只有 5.3%。公司一直在城镇和农村市场加大渠道建设力度，目前产品已经覆盖了近 25 万个农家店。公司还于 4 月 2 日与中石油达成战略合作伙伴，伊利产品将陆续进驻中石油下属的全国 1.8 万家便利店网点。

2010 年世博会是个重要看点。公司产品成为世博会指定用品，有可能形成奥运会之后的一次新的消费热点。我们认为世博会展览周期长、人流量大，对品牌影响力扩大非常有利，尤其上海市场也是伊利股份一直以来的薄弱市场。据了解，伊利已组建世博事务部专门筹划此项工作。

乳业政策主要是保护奶农利益、缓解企业资金压力

目前涉及乳业方面的政策法规密集出台，如《奶业整顿和振兴规划纲要》、《食品安全法》、《轻工业振兴规划》等，值得重点关注的具体政策有正在进行中的原料奶收购贷款中央财政贴息政策、即将实施的奶粉收储计划、以及预期中的增值税减半征收政策等。政策对乳业扶持，我们的看法相对市场看法而言要保守冷静一些，感觉投资者有些过度热情。

原料奶收购贷款中央财政贴息政策能保障奶农收益、缓解企业资金压力，是目前见效最快的方案。2009 年 3 月 9 日，财政部门下发了《关于延长原料奶收购贷款中央财政贴息政策期限的通知》，将原定的贴息期限由 3 个月延长到 6 个月。据媒体报道，内蒙古

列入工业和信息化部、财政部乳制品生产企业贷款贴息名单的企业共获得金融机构贷款 36.157 亿元，按照新的贴息期限计算，内蒙古企业可享受中央财政贴息 5613 万元，其中，伊利可享受财政贴息 3097 万元。

奶粉收储计划，主要解决企业流动资金，对企业收益贡献较少。据媒体称，国家相关部门正在拟定第二批共 10 万吨奶粉的收储计划，前段时间媒体引奶业协会人士话称奶粉积压库存有 30 万吨，所以奶粉收储迫在眉睫，解决了企业的流动资金，也就相应解决了奶农收益问题。据了解，国家奶粉收储计划首次执行，可能不会象食糖收储那样定价招标，而是用额度分配的方式给主要骨干企业，不过我们认为收购标的为大包粉，价格一定会比较低，成本加成。国家此项政策主要是平滑产业异常波动，大包粉的保质期也就一两年，它们会在产业复苏后逐步回流。

对增值税减半征收政策的预期成为前期业内讨论热点，但我们想不通的是，为什么之前不给政策，5 月份之后才给政策，而且还能惠及明年？增值税减免给企业增利是很显然的，不过如今 1-2 月份国家统计局行业数据以及主要乳业公司 1 季报都显示乳业业绩恢复情况不错，在此背景下，指望政府对未来还给予补贴的做法越来越不现实。我们认为如果能把 08 年 4 季度的增值税给企业做部分返还就已经不错了，伊利股份告诉我们，三聚氰胺事件之后，公司在增值税方面没有得到优惠，将来如果得到优惠，可能要通过提高奶价的方式反哺一些给奶农。

政策的着眼点首先还是怎么解决奶农的生存问题。从三聚氰胺事件后企业拒收原奶，到现在企业受利益驱动大量进口低价奶粉，国内奶农利益很难得到保障，媒体报道新疆、黑龙江等地淘汰奶牛的数量都大于往年。如果上游奶源率先崩溃的话，将来国际奶粉价格再一暴涨，中国乳品产业都有可能崩盘，这种情形已经在中国大豆加工产业身上出现，政府的当务之急是避免其在乳业上重演，所以补贴奶农始终是第一位。

我们维持“审慎推荐-A”投资评级

在《中国乳业-“三鹿事件”震后分析》2008/10/14 中我们认为，伊利、蒙牛等龙头企业有着扎实的品牌基础，不至于因此事而倒下，此次事件只是延缓了行业整合速度，并不改变其根本趋势。并且我们认为，这两家公司以当前价格计，长线投资者已经可以考虑战略性建仓，稳健的投资者可以考虑观察半年左右时间，等股价因为公司发布不利财务数据而下跌时再行买入。在《蒙牛特伦苏 OMP 事件点评-对其品牌有一定伤害，并给伊利以机会》2009/2/17，我们调高伊利股份评级为“审慎推荐-A”，除了蒙牛 OMP 事件拖了蒙牛后腿，给伊利更多的发展机会，此前伊利股份年报预亏也非常平缓的度过，说明利空消息出尽。

以目前市场预测的 09 年 EPS0.55-0.60 元、30 倍 PE，目标位为 16.5-18 元，维持“**审慎推荐-A**”投资评级。未来伊利与蒙牛仍将齐头并进，二者优势不同，蒙牛在液态奶上，伊利在奶粉上，蒙牛在营销技巧上，伊利在营销投入上。蒙牛市值 217 亿港元，伊利市值 119 亿元，如果考虑权证行权，市值为 130 亿元，按照我们 PS 为 1 的远景目标市值应达到与销售收入 216 亿元一样，还有 66% 的上升空间，销售收入在增长，未来空间也在不断增长。需要说明的是：之所以市销率为 1 是远景目标，因为这将要求公司的销售净利润率达到 5%，给予 20 倍 PE 定位的时候，PS 为 1，尽管很多大众消费品的销售净利率都能达到 5%，但伊利仅有 2%，尚需时间努力。

关注因素：公司管理团队尚有未行使的权证 7729.8 万份，行权价格为 10.04 元。

表 1、*ST 伊利单季度及年度利润表

单位: 百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	07n	08n
一、营业总收入	3905	5449	5383	4622	4747	6764	7599	2549	5122	19360	21659
二、营业总成本	3762	5305	5219	4986	4684	6678	7872	4495	4988	19272	23729
其中: 营业成本	2834	3973	3998	3542	3469	4678	5436	2266	3328	14347	15849
营业税金及附加	14	28	22	18	29	27	27	38	22	83	122
营业费用	772	1176	1068	894	922	1666	1972	972	1418	3911	5532
管理费用	129	116	126	513	260	286	313	1057	207	884	1915
财务费用	12	7	5	5	4	-6	-3	19	14	29	14
资产减值损失	0	5	0	13	0	27	126	142	0	17	296
三、其他经营收益	0	1	-3	-1	0	3	0	17	1	-3	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	-3	-1	0	3	0	17	1	-3	20
四、营业利润	143	145	161	-365	64	88	-273	-1929	135	85	-2050
加: 营业外收入	9	20	29	64	19	63	82	54	17	121	219
减: 营业外支出	1	10	53	36	15	3	17	90	8	100	124
五、利润总额	152	155	137	-337	68	148	-208	-1964	144	106	-1956
减: 所得税	36	26	26	23	22	65	24	-330	22	111	-219
六、净利润	116	128	111	-360	47	83	-232	-1634	123	-5	-1737
减: 少数股东损益	7	10	8	-10	-9	22	-6	-56	9	15	-49
七、归属母公司所有者净利润	109	118	103	-350	56	61	-226	-1578	113	-20	-1687
EPS	0.14	0.15	0.13	-0.44	0.07	0.08	-0.28	-1.97	0.14	-0.02	-2.11

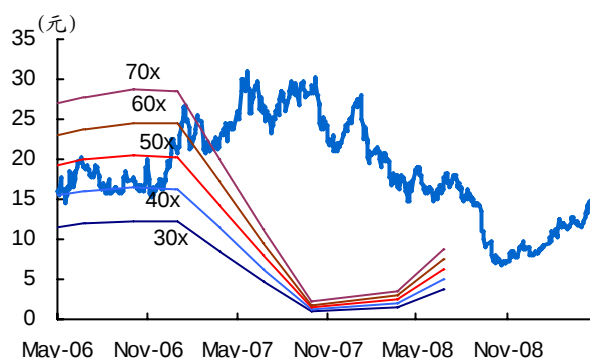
主要比率											
毛利率	27%	27%	26%	23%	27%	31%	28%	11%	35%	26%	27%
营业利润率	4%	3%	3%	-8%	1%	1%	-4%	-76%	3%	0%	-9%
净利率	3%	2%	2%	-8%	1%	1%	-3%	-62%	2%	0%	-8%
营业费用率	20%	22%	20%	19%	19%	25%	26%	38%	28%	20%	26%
管理费用率	3%	2%	2%	11%	5%	4%	4%	41%	4%	5%	9%
实际税率	24%	17%	19%	-7%	32%	44%	-12%	17%	15%	104%	11%
YoY											
收入增长率	20%	16%	18%	14%	22%	24%	41%	-45%	8%	18%	12%
营业利润增长率	6%	-6%	27%	-386%	-56%	-39%	-269%	429%	113%	-85%	-2521%
净利润增长率	33%	13%	37%	-928%	-49%	-48%	-319%	350%	104%	-106%	8431%

资料来源: 公司公告, 招商证券

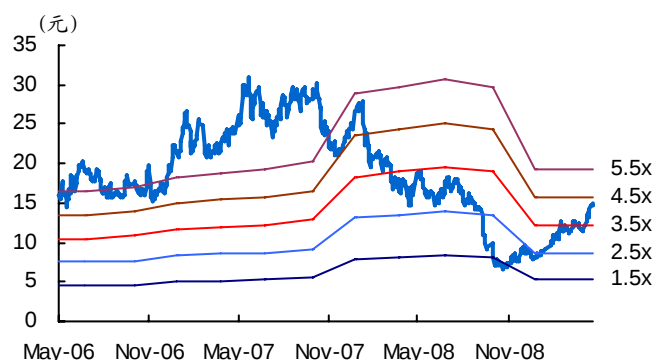
表 2、*ST 销售收入结构预测

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	19360	21659	21673	25260	29132
液态奶	13255	14442	13569	15657	18060
冷饮	2735	3320	3818	4326	4811
乳制品	2720	3233	3557	4474	5378
其他	650	663	730	803	883
收入增长率	18.5%	11.9%	0.1%	16.5%	15.3%
液态奶	13.8%	9.0%	-6.0%	15.4%	15.3%
冷饮	19.9%	21.4%	15.0%	13.3%	11.2%
乳制品	35.4%	18.9%	10.0%	25.8%	20.2%
其他	62.6%	2.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	5012	5809	6872	7779	9127
液态奶	3244	3723	4217	4703	5487
冷饮	808	995	1258	1404	1562
乳制品	823	990	1285	1549	1943
其他	137	102	112	123	135
毛利增长率	10.7%	32.1%	18.3%	13.2%	17.3%
液态奶	3.1%	30.2%	13.3%	11.5%	16.7%
冷饮	13.7%	23.0%	26.5%	11.6%	11.2%
乳制品	32.7%	20.3%	29.8%	20.6%	25.4%
其他	181.7%	-25.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	25.89%	26.82%	31.71%	30.80%	31.33%
液态奶	24.47%	25.78%	31.08%	30.04%	30.38%
冷饮	29.56%	29.96%	32.96%	32.46%	32.46%
乳制品	30.26%	30.62%	36.12%	34.62%	36.12%
其他	21.12%	15.34%	15.34%	15.34%	15.34%

资料来源: 招商证券

图 1: *ST 伊利历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: *ST 伊利历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《食品饮料业 2009 年 3 月月报 - 乳业余震不断，白酒且喜且忧》2009/3/13
- 2、《光明乳业（600597）- 壮士断臂，弃子江西》2009/3/9
- 3、《三元股份（600429）- 吸收三鹿脱胎换骨，能否新生需待观察》2009/3/5
- 4、《《食品安全法》获人大会议四审通过点评-法案将推动食品饮料业规范运营、健康发展》2009/3/2
- 5、《轻工业振兴规划对食品饮料业影响点评 - 产业升级、食品安全、循环经济为重》2009/2/23
- 6、《蒙牛特伦苏 OMP 事件点评 - 对其品牌有一定伤害，并给伊利以机会》2009/2/17
- 7、《三元股份（600429）- 拟非公开发行股份收购三鹿部分破产资产》2009/2/16
- 8、《食品饮料业 2008 年 11 月月报 - 乳业公司自我救赎还是被并购》2008/11/14
- 9、《中国乳业-“三鹿事件”震后分析》2008/10/14

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4636	5418	4625	5417	5729
现金	1772	2774	2139	2487	2372
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	126	23	23	27	31
应收款项	205	197	193	225	260
其它应收款	299	0	0	0	0
存货	1737	2020	1885	2226	2548
其他	497	403	384	452	519
非流动资产	5538	6363	6999	8074	9499
长期股权投资	390	516	516	516	516
固定资产	4407	5007	5805	7001	8496
无形资产	180	225	202	182	164
其他	560	615	477	375	324
资产总计	10174	11780	11624	13491	15228
流动负债	5087	8201	7575	8867	9775
短期借款	891	2703	2182	2622	2820
应付账款	2154	2868	2678	3163	3620
预收账款	880	1285	1200	1417	1621
其他	1163	1346	1515	1666	1714
长期负债	380	352	352	352	352
长期借款	95	55	55	55	55
其他	285	297	297	297	297
负债合计	5467	8553	7926	9219	10127
股本	666	799	799	799	799
资本公积金	2519	2649	2649	2649	2649
留存收益	1028	(659)	(222)	312	1083
少数股东权益	494	438	471	511	569
母公司所有者权益	4213	2789	3227	3760	4531
负债及权益合计	10174	11780	11624	13491	15228

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	778	381	807	1150	1233
净利润			437	533	771
折旧摊销			25	22	20
财务费用			47	62	67
投资收益			(20)	(20)	(20)
营运资金变动			168	407	282
其它			149	145	114
投资活动现金流	(1449)	(167)	(800)	(1200)	(1500)
资本支出			(800)	(1200)	(1500)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	1430	(135)	(642)	398	152
借款变动			(614)	440	198
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			(27)	(42)	(47)
现金净增加额	759	79	(635)	347	(115)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	19360	21659	21673	25260	29132
营业成本	14347	15849	14801	17481	20005
营业税金及附加	83	122	122	142	163
营业费用	3911	5532	5558	6225	7121
管理费用	884	1915	867	960	1107
财务费用	29	14	47	62	67
资产减值损失	17	296	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(3)	20	20	20	20
营业利润	85	(2050)	299	411	689
营业外收入	121	219	219	219	219
营业外支出	100	124	6	6	6
利润总额	106	(1956)	511	624	901
所得税	111	(219)	41	50	72
净利润	(5)	(1737)	470	574	829
少数股东损益	15	(49)	33	40	58
母公司所有者净利润	(20)	(1687)	437	533	771
EPS (元)	(0.03)	(2.11)	0.55	0.67	0.96

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	18%	12%	0%	17%	15%
营业利润	-85%	-2521%	-115%	38%	68%
净利润	-106%	8431%	-126%	22%	45%
获利能力					
毛利率	25.9%	26.8%	31.7%	30.8%	31.3%
净利率	-0.1%	-7.8%	2.0%	2.1%	2.6%
ROE	-0.5%	-60.5%	13.6%	14.2%	17.0%
ROIC	-0.1%	-29.7%	5.4%	6.3%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	53.7%	72.6%	68.2%	68.3%	66.5%
净负债比率	10.0%	24.2%	19.2%	19.8%	18.9%
流动比率	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
营运能力					
资产周转率	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9
存货周转率	8.9	8.4	7.6	8.5	8.4
应收帐款周转率	70.6	107.8	111.1	120.8	120.2
应付帐款周转率	7.0	6.3	5.3	6.0	5.9
每股资料(元)					
每股收益	-0.03	-2.11	0.55	0.67	0.96
每股经营现金	1.17	0.48	1.01	1.44	1.54
每股净资产	6.32	3.49	4.04	4.70	5.67
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-502.8	-7.1	27.3	22.4	15.5
PB	2.4	4.3	3.7	3.2	2.6
EV/EBITDA	5.2	-1.3	7.2	5.4	3.4

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。