

饮料制造
贵州茅台 (600519. SH) /204. 42 元
新一轮上升周期来临，从战略建仓到战略持仓

独到见解：十二五期间茅台酒销量的“前低后高”放量与来自市场及政府的增长压力加大是公司利润抬升的主客观根本因素。出厂价仍具备每年提价 10~15% 的现实空间。2010 年~2012 年期间净利润增速依次为 13%、42% 和 45%，对应每股收益依次为 5.19 元、7.40 元和 10.75 元，是 A 股市场增长最为明确的上市公司之一。

投资要点

一、市场空间：茅台酒的需求愈发强劲，相比行业具备更长快速增长期。高端白酒的增长将由高速增长逐步回落，既是一个方向但更是一个过程。未来中期内仍将保持较快增长速度，而全国性龙头企业受益于高端消费集中化的趋势，其增长将高于行业平均。

二、价量关系：未来中期内茅台酒将是价量齐升的经营局势。高度茅台酒的生产曲线是根本线索：十二五期间高度茅台酒的销量增速将呈“前低后高”的特征。而放量为提价提供空间：十二五期间茅台酒出厂价仍具备每年提价 10~15% 的现实空间。十二五期间高度茅台酒的放量是在保证其奢侈品属性和稀缺性基础上的放量，是形成公司价量齐升的销售形势并形成厂、商、消费者多赢的最有效、最现实手段。

三、税负问题：未来利空的空间最小、负面影响程度最坏阶段已经结束。贵州酒企税负最重，但同时也意味着利空的空间最小，而消费税的负面影响程度最坏的阶段从技术层面而言则已经结束。

四、公司经营及业绩目标问题：将更好更快。新任省领导班子要求省内主要企业更快的收入利润增长，而茅台作为贵州台柱式企业理应成为表率，因此茅台存在“收入与利润更快增长”的社会责任与压力。另一方面，预计未来几年内围绕茅台酒的供需问题及各方利益平衡的紧态势的缓解，唯一的途径是放量，提价对态势不构成主要扰动，这为公司顺利提价奠定良好的社会环境因素。因此十二五期间茅台既有动力也有能力提高收入利润增长目标，取得更好更快发展。长远来看企业发展：在未来巨量产能释放背景下，消费群体下延与超高端品种升级替代将引领公司走向白酒帝国，为公司带来超乎想象的利润空间。

五、估值及投资建议：强烈推荐。2010 年~2012 年期间，收入增速依次为 20%、38% 和 38%，净利润增速依次为 13%、42% 和 45%，对应每股收益依次为 5.19 元、7.40 元和 10.75 元。对茅台的预期区间至少可以比一般上市公司提前 1 年，如此则茅台完全可以享受 2011 年 30 倍 PE。最好的投资策略就是“坚定买入持有”。当前价 204 元，对应 2010~2012 年 PE 分别为 39、28 和 19 倍，12 个月目标价 320 元，给与“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济波动风险及社会舆论压力波动风险。

主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	9670	11604	16014	22099
同比增速(%)	17%	20%	38%	38%
净利润(百万)	4312	4897	6988	10151
同比增速(%)	14%	14%	43%	45%
每股盈利(元)	4.57	5.19	7.40	10.75
市盈率(倍)	44.73	39.39	27.62	19.02

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：黄峰

Tel: 010-59370810

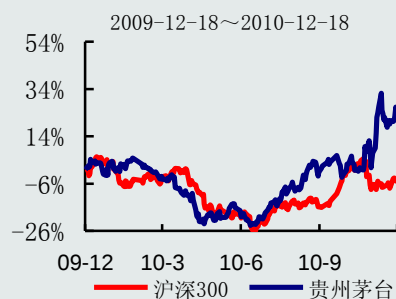
Email: huangfeng@hczq.com

投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	94380
流通 A 股/B 股(万股)	94380/0
资产负债率(%)	25.89
每股净资产(元)	15.33
市盈率(倍)	44.74
市净率(倍)	13.33
12 个月内最高/最低价	222.0/124.56

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《提价点评：“前低后高”业绩曲线将更好更快》	2010-12-16
《低速增长年：供应瓶颈与消费税的短期约束》	2010-10-29
《战略性建仓机会即将出现》	2010-07-19

一、市场空间：茅台酒的需求愈发强劲，相比行业具备更长快速增长期。

1、行业层面：高端白酒消费增速的下滑是大方向，但不是现在。

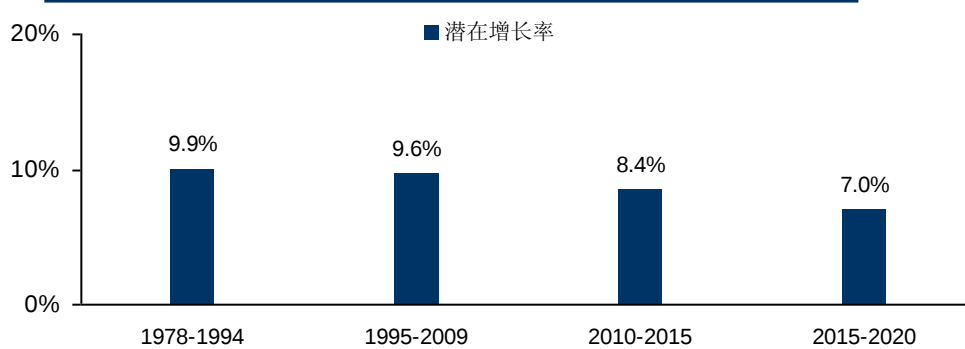
（1）宏观经济因素：收入增长动力方向性下滑不会太快，而消费升级的上推力量会更强。

白酒消费两大驱动力，一是收入增长，此系增长范畴，二是结构升级，此系发展范畴。前者是常规性因素，后者则为特殊的阶段性因素。

➤ **收入增长因素：**支撑高端消费的收入增长因素仍将强劲。

总量方面，由于劳动力要素及资本要素的供给不再过度充裕（特别是前者将趋于紧张），十二五期间我国国民收入增速相比十一五期间将出现中枢下移。

图表 1：中国潜在增长率下滑渐成趋势



数据来源：世行研究人员估算

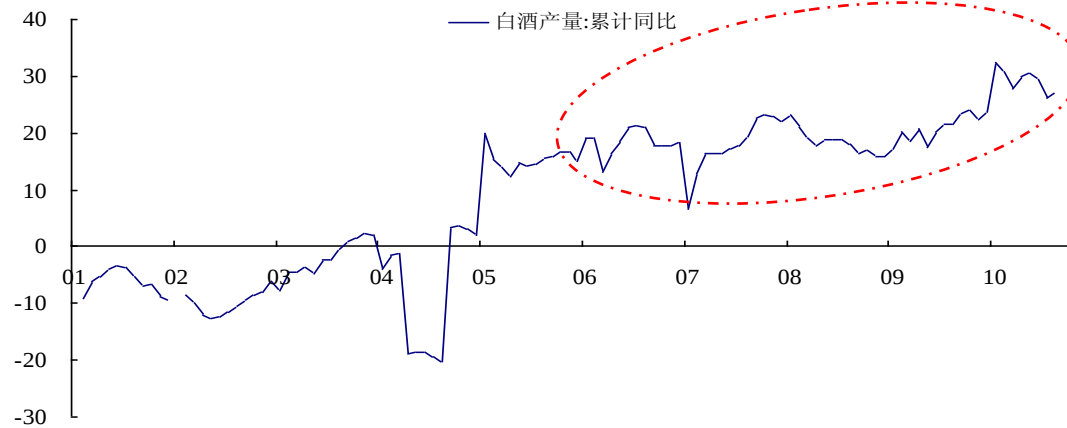
结构方面，一方面随着国家发展战略由东部向内陆倾斜性转移以及城镇化全国范围内的进一步推进，这个过程中将必然产生一大批新增高消费群体。这个过程正如同大量高消费群体伴生我国经济发达地区的出现而出现一样；另一方面，原有的高消费群体却仍然存在。

因此综合以上两个方面，我们认为支撑高端消费的收入增长因素仍将强劲。

➤ **消费结构升级因素：**支撑高端消费的结构升级因素更加强劲。

2005 年以来白酒消费发生跳跃式增长，并持续在高位运行。此现象绝非收入增长因素能单独解释。我们认为 2005 年至今，白酒消费的驱动力系收入增长与结构升级并存，但结构升级系主导因素。从目前态势来看，很难说短期结构性因素让位收入增长因素，从而出现消费增速的脉冲式下滑。

图表 2：05 年白酒消费增速跳跃式进入高位，驱动力量主要方面系消费结构升级



数据来源：国家统计局、华创证券整理

另一方面，高端白酒消费内部将进一步分化，高端消费群体下延与超高端品种升级替代二者并行将进一步扩大高端消费量。基于社会观察，我们可以明显看到当前越来越多的人群加入普通茅台酒、五粮液、老窖 1573 的消费大军，同时也越来越多的群体不再认为消费普通茅台酒、五粮液、老窖 1573 有面子，进而提升奢华程度，超高端的年份酒、特制酒等市场快速出现。

这个现象从购买力平价的角度是很好理解的。以普通茅台为例，目前的零售价格比 2005 年的水平高出三倍，但 2005~2010 年期间是中国收入差距扩大较快阶段，在加上资产所有者在通货膨胀过程中永远是受益者，因此针对高端消费群体，其购买力相比 2005 年的水平提升程度远不止三倍，而次一层的消费群体的购买力水平提升也不会仅三倍。

(2) 社会因素：构建“和谐社会”背景下党风廉政建设工程将控制高端白酒消费，这是一个方向，但也是一个过程。腐败奢侈与法制建设仍需完善相关，但更为根本的却是“特权”。由计划经济体制向市场经济体制推进的过程中难以避免出现制度漏洞从而滋生特权，而这个推进过程还远未结束。进一步，我国推行的改革目前仍是以经济领域为主，尚未进入以政治体制为主的阶段。

因此无论是反腐倡廉还是进一步的更加公平，仍将是一个相当艰巨的漫长过程，这将为部分高端消费提供长期土壤。

(3) 市场结构方面：未来高端消费将呈进一步集中化的趋势，意味着龙头企业的增速将高于行业平均。

总结：高端白酒的增长将由高速逐步回落，既是一个方向但更是一个过程。未来中期内仍将保持较快增长速度，而全国性龙头企业受益于高端消费集中化的趋势，其增长将高于行业平均。

2、公司层面：市场空间仍然巨大，茅台酒将具备更长的快速增长周期。

(1) 酱香型白酒发展形势良好，公司最受益。

受益于酱香型白酒相对更为健康的品质，酱香型白酒现在被市场接受的程度越来越高；而周期长、资金周转慢的行业技术特征又最利于有规模优势的企业的发展，小企业囿于资金流转

压力而更多的以品质换速度，从而难以进行结构升级。因此公司受益于酱香型白酒的增长大趋势，将获取高于行业平均的增速。

注：高温流酒工艺和越沉越香特征均是酱香白酒的独有之处，前者决定了喝酱香白酒不容易上头、伤身，因为低沸点物质（例如甲醛）在高温流酒环节被挥发掉；后者决定了酱香白酒的独特口感无法复制。

（2）茅台假酒所维系的巨大现实市场和消费群体为公司预留了巨大的市场空间。

关于茅台假酒到底有多少的观点很多，众说不一，但基本的思想是——茅台假酒很多，这个是大家都接受的。我们认为茅台假酒所维系的巨大现实市场和消费群体为公司预留了巨大的市场空间，随着茅台酒产能的不断释放，公司在打假和防伪等技术环节上的力度不断加大，公司释放的产能不断替代这些现实市场在技术上是没有任何问题的。

（3）茅台酒的当前市场形势愈发“明显供不应求”。

目前茅台酒市场的一个基本事实是：虽然终端价格不断飞速上涨，但购买者仍然难以拿到所需数量的货，各地经销商存货均较紧张，并未囤积大量存货，而其他流通渠道却有囤货，但又并非消费目的。当前茅台酒的“紧俏”特征已达历史顶点。

二、价量关系：未来中期内茅台酒将是价量齐升的经营局势。

1、高度茅台酒的生产曲线是根本线索：十二五期间高度茅台酒的销量增速将呈“前低后高”的特征。

茅台酒一个显著特征就是从投入到产出再到实现销售的周期长达 5、6 年（投资建厂至少 1 年、制酒近 1 年、存放 3 年、盘沟再存放 1 年），这也决定了茅台公司存在“决策难”问题——对 5、6 年后的问题作出决策非常之难。基于此特征并结合对公司过往重大事项的分析，我们认为公司高度茅台基酒产出增速是我们理解并预判公司未来增长的核心线索。

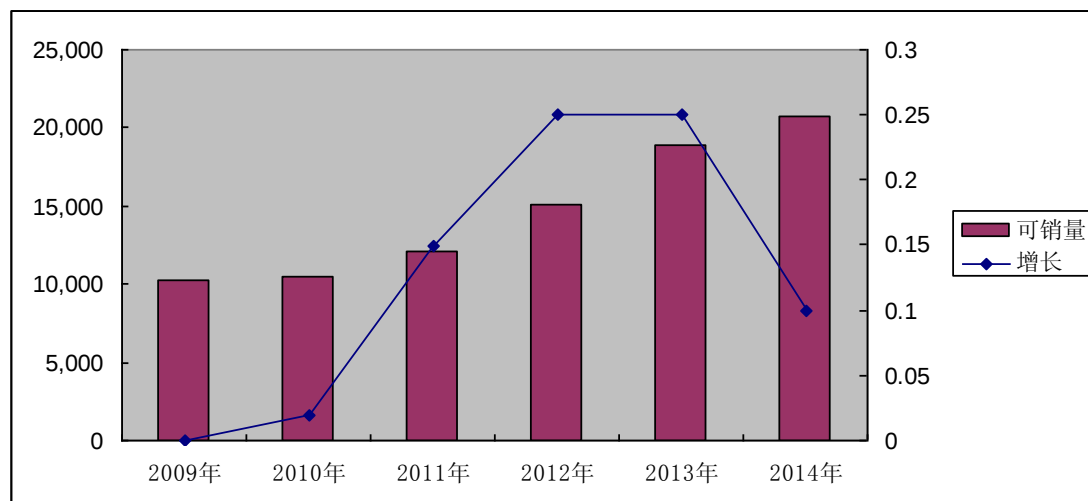
- 2004~2005 年高度茅台基酒产出基本无增长是公司 2009~2010 期间业绩增速放缓的最基本原因。

根据测算，高度茅台基酒 2004 年、2005 年的产出月 12,118 吨和 12,353 吨，同比基本无增长，依据茅台酒“存放 3 年、盘沟后再存 1 年”的技术特征，对应公司 2009~2010 期间可供销售的高度酒理应也无增长。虽然有预收帐款科目对财务会计主要指标的扰动，但预收帐款确认为收入在实践中的操作依据往往为发票开出而非库存商品发出，因而对茅台酒销售收入的跨年度问题难以严格区分。故而我们认为：2004~2005 年高度茅台基酒产出基本无增长是公司 2009~2010 期间业绩增速放缓的最基本原因。

- 2011~2013 年期间可供销售的高度茅台酒增速将“前低后高”

根据测算，公司 2006~2008 年期间高度茅台基酒产出增速约为 15%、25%和 25%，对应 2011~2013 年可供出售商品的增速将呈“前低后高”特征。这为公司未来三年销售放量提供了最为根本而坚实的物质基础。

图表 3：高度茅台基酒产出及其增速呈“前低后高”特征



资料来源：公司公告、华创证券整理

图表 4：高度茅台酒产出及销售表

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
当年高度基酒产出量	12,118	12,353	14,206	17,757	22,197	24,416
增长	0	1.94%	15.00%	25.00%	25.00%	10.00%
当年高度酒销量		7,400	8,600	10,600	9,600	10,300
	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
对应 5 年后可销售量	10,300	10,500	12,075	15,094	18,867	20,754
增长	0	2%	15%	25%	25%	10%

资料来源：公司公告、华创证券整理

另外一个角度，根据公司公开信息，公司 2010 年高度茅台酒产量为 26,000 吨，库存白酒约 7~8 万吨，此基本与上表匹配，完全符合公司规划及发展态势。

而回顾公司近 10 年的发展历程，可以发现公司在 2001 年上市后进行了 3 年期的加速扩张，2006 年开始高端消费开始升级、茅台酒开始异常火爆，公司又开始了一轮持续至今的加速扩张，这是观察近 10 年茅台酒扩张周期波动的根本线索，也符合企业发展螺旋式上升的一般性规律。

2、放量为提价提供空间：十二五期间茅台酒出厂价仍具备每年提价 10~15% 的现实空间。

放量为提价提供空间，是源于“终端价格涨得慢一点、出厂价格涨得快一点，是可以符合各方面利益关系的”，这里面的根本问题是厘清各方主体的利益关系。

就经销商利益群体而言，在压缩流通渠道的价差的同时进行放量，是可以保证经销商的利润空间的，原因很简单——虽然吨酒利润变薄了但拿到手的货变多了，这样总的利润空间不会被压缩。目前对于经销商，一方面当然希望终端价格能够卖得更贵些，另一方面都希望能够想办法弄到更多的存货，因为拿到茅台酒的批量等于是拿到现金了。

但如果综合考虑多方利益格局，则问题的主要方面在于放量。自中国快速走出金融危机恢复到正常水平以来，高端消费的增长超预期的快，而茅台酒更是彰显“紧俏”特征，目前的市场状况是：终端价格迅猛上涨，不到半年的时间已经涨到 1200 元水平，而需求者、经销商等面临最大的问题完全不是价格高低问题，而是根本就无法获得所需数量的商品。而即便茅

台宣布提价 20%后，渠道的差价水平仍高达 50%以上。

综合考虑上述因素及其关系，我们认为缓解各方利益格局紧平衡状态的唯一途径是放量，价格问题属于次要问题。因此十二五期间茅台酒出厂价至少仍具备每年提价 10~15%的现实空间。

注：茅台酒目前的销量估计在 1 万吨左右，假设十二五期间放量 50%，达到 1.5 万吨，依据茅台酒目前的需求形势，我们认为认为是无损其作为奢侈品的特征的，依旧属于稀缺品种。

总结：十二五期间高度茅台酒的放量是在保证其奢侈品属性和稀缺性基础上的放量，是形成公司价量齐升的销售形势并形成厂、商、消费者多赢的最有效、最现实手段。十二五期间茅台酒出厂价仍具备每年提价 10~15%的现实空间。

三、税负问题：未来利空的空间最小、负面影响程度最坏阶段已经结束。

1、税负不公，贵州酒企税负最重，但同时也意味着利空的空间最小。

目前全国范围内白酒企业的税负很不统一，贵州酒企税负最重，税负率高达 24~29%，而四川酒企则因为省政府着力打造支柱产业的支持和保护，税负率仅在 12~14%，豫、鄂等地则不到 10%。以消费税为例，茅台酒的计税基础价格约 280 元，最低计税价格核定标准基本按《关于加强白酒消费税征收管理的通知》（国税函[2009]380 号）的较高标准（销售单位对外销售价格 60%）严格执行。而五粮液的计税基础价格仅 108 元，远低于茅台酒。

把《通知》放在经济发展由强调“速度”转为强调“民生与和谐”的重要背景下解读，我们认为高端白酒企业的税负率下降不大可能，而统一从严征收更符合社会背景。未来一旦消费税统一从严征收，相对而言，对公司形成的利空空间将是最小的。同时，一旦消费税统一从严征收，公司争取减轻消费税的意义则不大，短期也会带来公司销售放量或收入确认的积极性。

2、消费税的负面影响程度最坏的阶段已经结束。

一方面，执行新的消费税征收的负面影响基本始于 2009 年 4 季度，因此 2010 年前三个季度同比，消费税负面影响显著；第四季度开始同比意义上的消费税负面影响基本结束。

另一方面，市场对公司减轻消费税目前还存在部分乐观预期，按照我们预期消费税将统一从严征收的观点，这种乐观预期也将在未来两个定期报告期内被消除。

四、公司经营及业绩目标问题：将更好更快

目前茅台公司的权利格局是：经营权在公司领导班子、投资权在省国资委领导班子、高管层人事权在省委组织部、核心领导人事权在省常委。

上一任省委领导班子在任内解决了茅台厂区搬迁这一重大难题，为茅台未来进一步的发展打开了生产扩张空间。而新一任省领导班子将在此基础上指导茅台在收益层面取得更好更快的发展，以带动贵州省未来的快速发展，此系茅台作为贵州省最重要的财富理应发挥的社会责任，毕竟从广义上讲，“茅台”并非公司狭义所有，而是贵州省的茅台、中国的茅台。因此，对于茅台的投资理解应“多一份社会的广义视角、减一份经济的狭隘视角”。我们应敏感捕捉两方面的内在关系并作深刻解读。“更好更快”的指导思想对于茅台含义有二：

1、要求省内主要企业更快的收入利润增长，以带动贵州省经济更快的发展，增加更多就业

岗位，从而“省富民安”，此系更好更快。

而茅台作为贵州台柱式企业理应成为表率，因此茅台存在“收入与利润更快增长”的社会责任与压力。资本市场不妨就此提高对茅台的盈利预期。

2、茅台提价的幅度将加更为乐观。一是提价是茅台能力范围内做到“收入与利润更快增长”的直接方式；二是提价有助于削减渠道利润过高的不合理成份，减弱舆论及其他利益方对此现象的不满；三是预计未来几年内围绕茅台酒的供需问题及各方利益平衡的紧态势的缓解，唯一的途径是放量，提价对态势不构成主要扰动，这为公司顺利提价奠定了良好的社会环境因素。

长远来看企业发展：消费群体下延与超高端品种升级替代将引领公司走向白酒帝国。在未来巨量产能释放背景下，现有高端品种向更为广大的下一级消费群体普及，超高端品种向现有高端消费群体升级，“一上一下”的产品路线将为公司带来超乎想象的利润空间。

所谓“烟酒不分家”，中华香烟从早些年的高高在上走入寻常百姓家、黄鹤楼 1916 的异军突起替代早些年中华的高端地位，已为茅台未来的产品战略路线指明了方向。

随着中国高端收入群体的财富继续积累、更为广大的中等偏上收入群体的收入水平快速增长，未来 15 年、30 年年份茅台酒等品种替代现有 53 度茅台酒，成为高端主力品种，而 53 度茅台酒则向更为广大的下一级消费群体普及，成为公司的塔基品种，这将为公司带来超乎想象的利润空间。

五、盈利预测：2010~2012EPS 为 5.19 元、7.40 元和 10.75 元

1、基本假设：销量增速前低后高，销售均价稳步提升，消费税率维持高位，期间费率高位微幅下调。

(1) 2010 年销量微幅增长，约 5%，均价同比增幅约 15%，消费税率约 12%，期间费率 17%；

(2) 2011 年销量增幅 15%，均价增幅 20%，消费税率 12%，期间费率 16%；

(3) 2012 年销量增幅 20%，均价增幅 15%，消费税率 12%，期间费率 15%。

2、盈利预测结果

2010 年~2012 年期间，收入增速依次为 20%、38%和 38%，净利润增速依次为 13%、42%和 45%，对应每股收益依次为 5.19 元、7.40 元和 10.75 元

注：以上预测更为强调的是对价量关系的大方向的把握，故在精确性方面会有所放松。

六、估值及投资建议：强烈推荐

估值——确定性应享受更长预期区间：茅台已然明确进入放量期，销量在放至 2 万吨之前茅台的稀缺性与紧俏特征完全无虞，因而茅台的业绩增长仍将是 A 股市场最为明确的上市公司之一。因此，从估值基本原理角度而言，对茅台的预期区间至少可以比一般上市公司提前 1 年，如此则茅台完全可以享受 2011 年 30 倍的 PE，明年今日则享受 2012 年 30 倍 PE，对应股价在未来一年期将由目前 200 元提升至 320 元——一个明确的 60%收益空间。

长远来看，中华与黄鹤楼 1916 为代表的“一上一下”现象很有可能在茅台身上发生，一旦如此，茅台的黄金帝国将由多少千亿的市值来支撑，这就需要点想象力了。因而，无论短期

还是长期看，茅台都是 A 股市场最为独特的品种，最好的投资策略就是“坚定买入持有”。

当前价 204 元，对应 2010~2012 年 PE 分别为 39、28 和 19 倍，12 个月目标价 320 元，“强烈推荐”。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	15656	19719	27571	38289
现金	9743	14401	20506	29137
应收账款	21	52	59	78
其它应收款	96	123	163	226
预付账款	1203	1023	1337	1753
存货	4192	3825	5044	6403
其他	400	295	462	692
非流动资产	4114	3891	3792	3630
长期投资	4	4	4	4
固定资产	3169	2977	2785	2593
无形资产	466	526	612	664
其他	476	384	391	369
资产总计	19770	23610	31363	41919
流动负债	5108	5108	6962	9068
短期借款	0	0	0	0
应付账款	139	128	177	217
其他	4969	4980	6785	8851
非流动负债	10	3	4	6
长期借款	0	0	0	0
其他	10	3	4	6
负债合计	5118	5111	6967	9074
少数股东权益	186	255	511	723
股本	944	944	944	944
资本公积金	1375	1375	1375	1375
留存收益	12147	15925	21567	29804
归属母公司股东权益	14466	18244	23886	32122
负债和股东权益	19770	23610	31363	41919

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	4224	5737	7218	10126
净利润	4553	4966	7244	10362
折旧摊销	208	230	217	220
财务费用	-134	-231	-333	-474
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-486	695	125	20
其它	85	78	-36	-2
投资活动现金流	-1340	-114	-106	-78
资本支出	1357	0	0	0
长期投资	15	27	-7	-4
其他	32	-87	-113	-82
筹资活动现金流	-1235	-965	-1008	-1418
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-1235	-965	-1008	-1418
现金净增加额	1649	4658	6105	8630

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	9670	11604	16014	22099
营业成本	951	1048	1266	1595
营业税金及附加	941	1691	2322	3204
营业费用	621	696	961	1105
管理费用	1217	1462	1954	2541
财务费用	-134	-231	-333	-474
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	6076	6937	9845	14128
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	6081	6937	9800	14128
所得税	1528	1971	2601	3765
净利润	4553	4966	7244	10362
少数股东损益	240	69	256	212
归属母公司净利润	4312	4897	6988	10151
EBITDA	6149	6936	9729	13874
EPS（元）	4.57	5.19	7.40	10.75

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	17.3%	20.0%	38.0%	38.0%
营业利润	12.7%	14.2%	41.9%	43.5%
归属母公司净利润	13.5%	13.5%	42.7%	45.3%
获利能力				
毛利率	90.2%	91.0%	92.1%	92.8%
净利率	44.6%	42.2%	43.6%	45.9%
ROE	29.8%	26.8%	29.3%	31.6%
ROIC	92.6%	122.1%	189.9%	285.8%
偿债能力				
资产负债率	25.9%	21.6%	22.2%	21.6%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.06	3.86	3.96	4.22
速动比率	2.24	3.11	3.24	3.52
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.53	0.58	0.60
应收账款周转率	344	300	276	317
应付账款周转率	7.30	7.85	8.29	8.09
每股指标（元）				
每股收益	4.57	5.19	7.40	10.75
每股经营现金	4.48	6.08	7.65	10.73
每股净资产	15.33	19.33	25.31	34.04
估值比率				
P/E	44.73	39.39	27.62	19.02
P/B	11.46	9.09	6.94	5.16
EV/EBITDA	25	23	16	11

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801