

投资评级： 买入（维持）

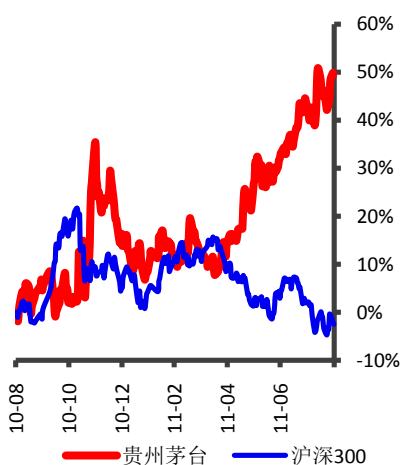
当前价格： 214.82 元  
目标价格： 305.00 元  
目标期限： 12 个月

#### 市场数据

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 总股本(百万股)      | 1038.18          |
| A 股股本(百万股)    | 1038.18          |
| B 股股本(百万股)    | 0                |
| A 股流通比例(%)    | 100.00           |
| 12 个月最高/最低(元) | 222/154.8        |
| 第一大股东         | 贵州茅台酒厂<br>有限责任公司 |
| 第一大股东持股比例     | 61.76%           |
| 上证综指/沪深 300   | 2566/2842        |

注： 2011 年 8 月 30 日数据

#### 近十二个月股价表现



| %    | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | 8.3  | 21.8 | 52.0  |
| 绝对收益 | 3.9  | 18.0 | 49.5  |

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：金嘉欣

执业证书编号：S0500511010002

联系人：赵 军

(8621) 68634510-8715

zj2890@xcsc.com

## 业绩稳定高增长，万亿市值超黄金

——2011 年中报点评

#### 投资要点：

□ 2011 年上半年收入增长 49.16%，归属母公司净利润同比增长 58.31%。

上半年，公司共实现收入 98.26 亿元，同比增长 49.16%；营业利润 68.89 亿元，同比增长 57.27%；归属母公司股东净利润 49.07 亿元，同比增长 58.31%，实现 EPS4.73 元。

□ 受益于提价和放量，茅台收入大幅增长；未来提价预期和放量强度依然强烈。

受益于茅台年初提价 24%和茅台 07 年开始的茅台产量大幅增加引发的今年可供应量增加，茅台今年上半年收入大幅增加 49.16%，全年收入预计增速维持在 45%以上。

未来提价预期依然强烈。茅台的市场价格从年初的 1050 元/瓶上涨到目前的 1499 元/瓶，背后因素较为复杂，市场价的上移使得茅台的提价空间非常大，渠道溢价几乎为白酒品牌中最高，相对 619 元的出厂价，渠道溢价率高达 142%；其次，我们之前一再强调的是茅台不仅与通胀同步而且超越通胀，与居民收入同步，作为白酒顶级品牌的内在要求，茅台出厂价至少也应该调整 17%左右（7.5%左右的 GDP 折价率+GDP 增速+收入超额增速）；其三、近期，五粮液宣布提价 20%-30%，使得茅台后续上调出厂价的压力少了很多。考虑到管理层业绩释放的动力、政府的内在要求（十二五末含税 400 亿元的收入目标），茅台未来提价预计在 20%左右，如果出现 25%的提价亦不应诧异。我们保守估计茅台提价幅度应该在 20%左右，不排除提价 30%左右上调出厂价 200 元每瓶至 819 元/瓶的可能。

持续放量来年可持续。我们预计今年茅台放量预计在 18%左右，明年放量至少也能够保持这个数字（18%），潜在放量最大增速估计为 24%。

综合考虑，茅台 2012 年的收入增速预计在 40%以上，我们保守预测为 35%。

□ 预收账款亦大幅增加 150%，显示渠道和市场需求旺盛。

二季度末公司账上预收账款为 49.3 亿元，同比增长 150%，显示渠道和市场需求旺盛，五粮液提价引发茅台提价预期更为强烈，渠道的正常反应会使得原本供应紧张的茅台更加供不应求。

□ 费用控制相当理想，销售费用率和管理费用率均大幅下降。

在上半年收入大幅增加 49%的情况下，销售费用仅增加 3.13%，管理费用也仅增加 14.64%，从而使得销售费用率下降 1.47 个百分点到 3.30%，管理费用率下降 1.97 个百分点至 6.54%。这显示公司释放业绩的意图相当明显。

□ 盈利预测及估值。

我们维持先前的预测，即送股前 11 年-13 年的 EPS 为 8.41 元、11.55 元、15.22 元，送股（10 送 1）后 11 年-13 年的 EPS 为 7.63 元、10.45 元、13.75 元，对应的 PE 分别是 28.13 倍、20.57 倍、15.62 倍，维持送股前 336 元送股后 305 元的十二个月目标价，维持“买入”评级。维持公司业绩持续稳定高增长的判断，维持销售一千亿元，市值一万亿元的预判，维持投资茅台超越黄金的判断。

#### □ 重点关注事项

**股价催化剂(正面):** 公司提价超预期 (20%), 不排除公司提价 30%, 即上调 200 元左右至 819 元/瓶的可能。

**风险提示 (负面):** 公司提价因不可抗因素延缓。

表 1 公司主要财务指标盈利预测

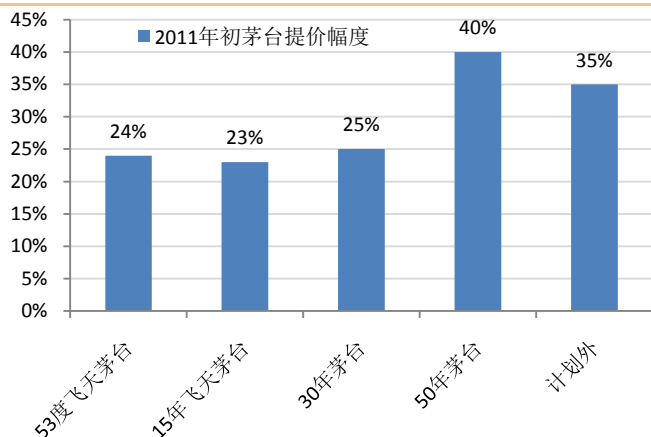
| 主要财务指标         | 2010     | 2011E    | 2012E    | 2013E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)     | 11633.28 | 16868.26 | 22772.15 | 29603.80 |
| 收入同比 (%)       | 20.30%   | 45.00%   | 35.00%   | 30.00%   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 5051.19  | 7916.50  | 10844.19 | 14276.19 |
| 净利润同比 (%)      | 17.13%   | 56.73%   | 36.98%   | 31.65%   |
| 毛利率 (%)        | 90.95%   | 91.58%   | 91.80%   | 92.00%   |
| 每股收益 (元)       | 4.87     | 7.63     | 10.45    | 13.75    |
| P/E            | 44.15    | 28.17    | 20.57    | 15.62    |
| P/B            | 12.12    | 9.24     | 7.10     | 5.46     |
| EV/EBITDA      | 28.92    | 18.97    | 13.91    | 10.62    |

数据来源: 湘财证券研究所

#### 附录: 相关研究报告

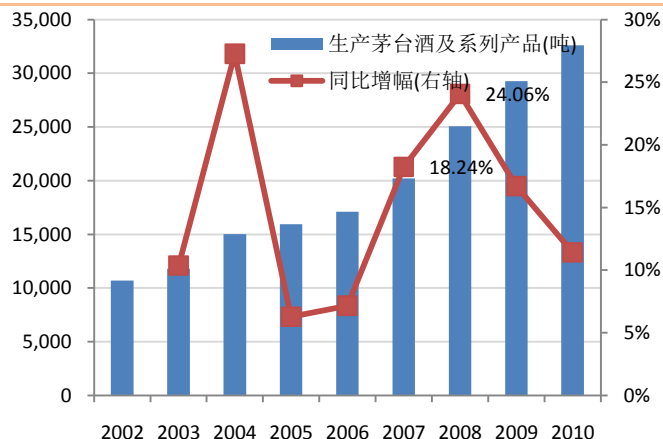
- 《09 年业绩低于预期, 10 年业绩仍可期待》2010/04/02
- 《正确认识茅台, 消费税政策调整的影响同比将消失》2010/08/12
- 《食品板块现巨大投资机会-白酒行业高估值将成为常态》2010/10/25
- 《茅台不仅是黄金, 而且超越黄金》2010/10/29
- 《市场开始重新认识茅台, 目标价 280 元》2010/11/11
- 《盛世造就奇迹 伟大的企业伟大的人》2010/11/30
- 《立足一千元的茅台展望两千甚至三千》2010/12/12
- 《万亿市值的茅台, 上调 12 个月目标价至 300 元》2010/12/16
- 《高估值下精选超群核心竞争优势的白酒企业》2010/12/17
- 《高营业税金率和高净利润率是未来政策波动的缓冲墙》2010/12/29
- 《茅台市值超帝亚吉欧不难, 国际化才是更大挑战》2010/12/30
- 《持续提价不是问题, 社会与其眼红不如投资茅台》2011/03/31
- 《公司收入增速目标略超预期, 上调目标价至 336 元》2011/05/19
- 《大幅提高十二五目标符合我们销售千亿市值万亿预期》2011/05/19
- 《茅台拉开国际化序幕, 展望万亿市值》2011/05/30
- 《年轻人终将会接受健康茅台精神大餐》2011/05/30

图 1 2011 年初茅台酒平均提价幅度在 24%以上



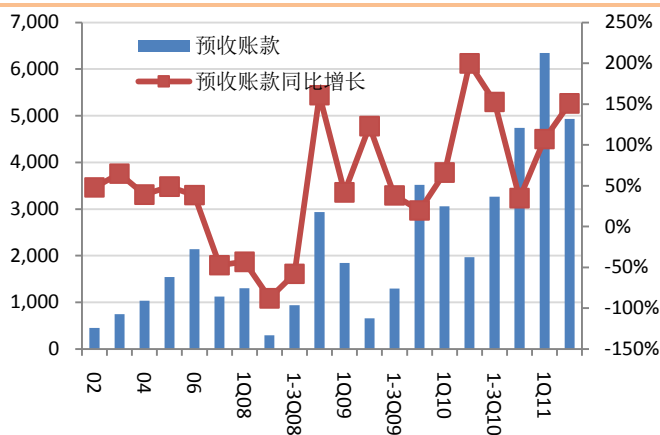
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2 07 年产茅台酒系列基酒增量为茅台放量提供支撑



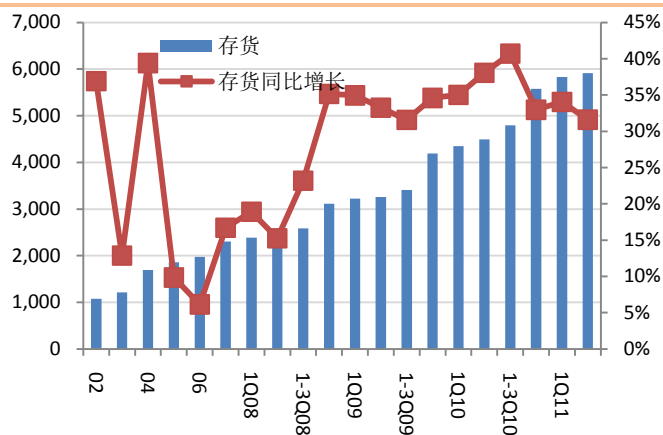
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 11 年二季度末预收账款同比增长 150%



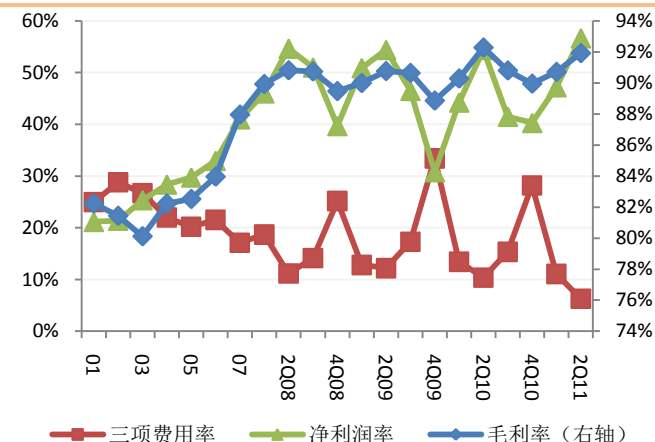
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 4 11 年二季度末存货同比增长 31.6%



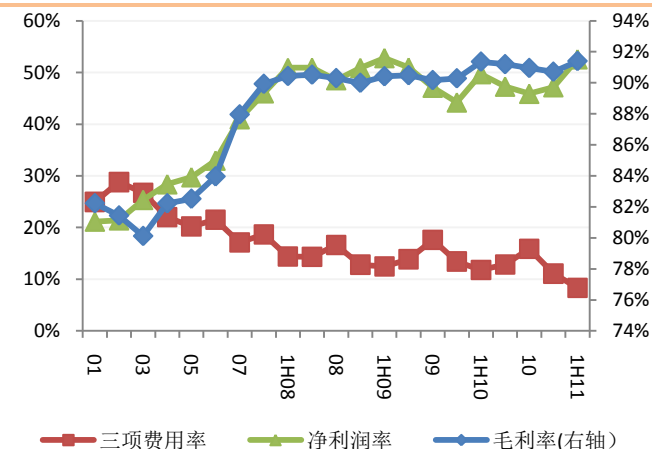
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 5 11 年二季度毛利率为 91.2%，净利润率高达 56.6%



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 6 11 年上半年毛利率为 91.4%，净利润率高达 52.6%



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 2011 年上半年收入增长 49.16%，归属母公司净利润上涨 58.31%，净利润率高达 52.6%

|                 | 2H09    | 1H10    | 2H10    | 1H11    | 2H09 同比 | 1H10 同比 | 2H10 同比 | 1H11 同比 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 一、营业总收入         | 4123.99 | 6587.27 | 5046.02 | 9825.82 | 13.86%  | 18.77%  | 22.36%  | 49.16%  |
| 二、营业总成本         | 1953.89 | 2206.79 | 2266.05 | 2939.43 | 41.97%  | 34.41%  | 15.98%  | 33.20%  |
| 营业成本            | 419.05  | 569.19  | 483.74  | 845.07  | 17.17%  | 7.07%   | 15.44%  | 48.47%  |
| 营业税金及附加         | 522.48  | 858.98  | 718.03  | 1277.26 | 67.84%  | 105.48% | 37.43%  | 48.69%  |
| 销售费用            | 305.70  | 314.76  | 361.77  | 324.60  | 60.55%  | -0.26%  | 18.34%  | 3.13%   |
| 管理费用            | 753.25  | 560.86  | 785.15  | 642.96  | 31.81%  | 20.90%  | 4.23%   | 14.64%  |
| 财务费用            | -45.85  | -99.77  | -76.80  | -148.89 | -18.67% | 13.66%  | 67.50%  | 49.22%  |
| 资产减值损失          | -0.74   | 2.78    | -5.84   | -1.57   |         |         |         |         |
| 三、其他经营收益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |         |         |         |         |
| 公允价值变动净收益       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |         |         |         |         |
| 投资净收益           | 0.47    | 0.28    | 0.19    | 3.20    |         |         |         |         |
| 四、营业利润          | 2170.57 | 4380.76 | 2780.15 | 6889.59 | -3.37%  | 12.18%  | 28.08%  | 57.27%  |
| 加：营业外收入         | 4.39    | 0.40    | 4.91    | 2.99    |         |         |         |         |
| 减：营业外支出         | 0.22    | 3.64    | 0.16    | 5.24    |         |         |         |         |
| 五、利润总额          | 2174.74 | 4377.52 | 2784.90 | 6887.35 | -3.34%  | 12.08%  | 28.06%  | 57.33%  |
| 减：所得税           | 550.69  | 1102.95 | 719.70  | 1721.04 | -8.36%  | 12.90%  | 30.69%  | 56.04%  |
| 六、净利润           | 1624.05 | 3274.56 | 2065.20 | 5166.31 | -1.50%  | 11.80%  | 27.16%  | 57.77%  |
| 减：少数股东损益        | 101.88  | 174.81  | 113.76  | 259.13  | 14.60%  | 26.15%  | 11.67%  | 48.24%  |
| 归属于母公司所有者的净利润   | 1522.17 | 3099.76 | 1951.44 | 4907.18 | -2.42%  | 11.09%  | 28.20%  | 58.31%  |
| 每股收益            | 1.47    | 2.99    | 1.88    | 4.73    | -2.42%  | 11.09%  | 28.20%  | 58.31%  |
| 以上同比为相对数，以下为绝对数 |         |         |         |         |         |         |         |         |
|                 | 2H09    | 1H10    | 2H10    | 1H11    | 2H09 同比 | 1H10 同比 | 2H10 同比 | 1H11 同比 |
| 毛利率             | 89.84%  | 91.36%  | 90.41%  | 91.40%  | -0.29%  | 0.94%   | 0.57%   | 0.04%   |
| 营业税金及附加率        | 12.67%  | 13.04%  | 14.23%  | 13.00%  | 4.07%   | 5.50%   | 1.56%   | -0.04%  |
| 营业费用率           | 7.41%   | 4.78%   | 7.17%   | 3.30%   | 2.16%   | -0.91%  | -0.24%  | -1.47%  |
| 管理费用率           | 18.27%  | 8.51%   | 15.56%  | 6.54%   | 2.49%   | 0.15%   | -2.71%  | -1.97%  |
| 财务费用率           | -1.11%  | -1.51%  | -1.52%  | -1.52%  | 0.44%   | 0.07%   | -0.41%  | 0.00%   |
| 三项费用率           | 24.57%  | 11.78%  | 21.21%  | 8.33%   | 5.09%   | -0.69%  | -3.36%  | -3.45%  |
| 利润率             | 52.73%  | 66.45%  | 55.19%  | 70.09%  | -9.38%  | -3.97%  | 2.46%   | 3.64%   |
| 实际所得税率          | 25.32%  | 25.20%  | 25.84%  | 24.99%  | -1.39%  | 0.18%   | 0.52%   | -0.21%  |
| 净利润率            | 39.38%  | 49.71%  | 40.93%  | 52.58%  | -6.14%  | -3.10%  | 1.55%   | 2.87%   |
| 归属母公司净利润率       | 36.91%  | 47.06%  | 38.67%  | 49.94%  | -6.16%  | -3.25%  | 1.76%   | 2.88%   |

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 2011 年二季度收入增长 58%，超过一季度的 38.8%，归属上市公司股东净利润增速更是高达 64.8%

|                   | 3Q10    | 4Q10    | 1Q11    | 2Q11    | 3Q10 同比  | 4Q10 同比 | 1Q11 同比 | 2Q11 同比 |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 一、营业总收入           | 2740.31 | 2305.71 | 4220.59 | 5605.23 | 21.19%   | 23.78%  | 38.84%  | 58.01%  |
| 二、营业总成本           | 1223.65 | 1042.40 | 1568.40 | 1371.02 | 42.22%   | -4.67%  | 26.04%  | 42.45%  |
| 营业成本              | 252.10  | 231.64  | 392.06  | 453.01  | 19.15%   | 11.65%  | 32.73%  | 65.45%  |
| 营业税金及附加           | 550.91  | 167.12  | 708.58  | 568.68  | 113.40%  | -36.77% | 31.03%  | 78.71%  |
| 销售费用              | 167.82  | 193.96  | 167.21  | 157.39  | 35.26%   | 6.79%   | 15.54%  | -7.44%  |
| 管理费用              | 290.35  | 494.80  | 354.03  | 288.93  | 7.84%    | 2.23%   | 14.32%  | 15.03%  |
| 财务费用              | -37.56  | -39.25  | -53.47  | -95.41  | 1320.03% | -9.17%  | 15.62%  | 78.26%  |
| 资产减值损失            | 0.02    | -5.86   | 0.00    | -1.57   |          |         |         |         |
| 三、其他经营收益          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |          |         |         |         |
| 公允价值变动净收益         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |          |         |         |         |
| 投资净收益             | 0.09    | 0.09    | 0.09    | 3.10    |          |         |         |         |
| 四、营业利润            | 1516.75 | 1263.40 | 2652.28 | 4237.31 | 8.26%    | 64.17%  | 47.71%  | 63.91%  |
| 加：营业外收入           | 1.57    | 3.34    | 1.98    | 1.01    |          |         |         |         |
| 减：营业外支出           | 0.06    | 0.10    | 0.15    | 5.09    |          |         |         |         |
| 五、利润总额            | 1518.27 | 1266.63 | 2654.11 | 4233.24 | 8.48%    | 63.40%  | 48.04%  | 63.78%  |
| 减：所得税             | 381.73  | 337.98  | 662.81  | 1058.23 | 9.50%    | 67.25%  | 47.82%  | 61.67%  |
| 六、净利润             | 1136.54 | 928.66  | 1991.29 | 3175.01 | 8.14%    | 62.04%  | 48.12%  | 64.49%  |
| 减：少数股东损益          | 62.13   | 51.64   | 107.30  | 151.83  | 14.46%   | 8.48%   | 36.30%  | 58.02%  |
| 归属于母公司所有者的净利润     | 1074.42 | 877.02  | 1883.99 | 3023.18 | 7.80%    | 66.89%  | 48.85%  | 64.83%  |
| 每股收益              | 1.03    | 0.84    | 1.81    | 2.91    | 7.80%    | 66.89%  | 48.85%  | 64.83%  |
| 以上同比为相对数，以下同比为绝对数 |         |         |         |         |          |         |         |         |
|                   | 3Q10    | 4Q10    | 1Q11    | 2Q11    | 3Q10 同比  | 4Q10 同比 | 1Q11 同比 | 2Q11 同比 |
| 毛利率               | 90.80%  | 89.95%  | 90.71%  | 91.92%  | 0.16%    | 1.09%   | 0.43%   | -0.36%  |
| 营业税金及附加率          | 20.10%  | 7.25%   | 16.79%  | 10.15%  | 8.69%    | -6.94%  | -1.00%  | 1.18%   |
| 营业费用率             | 6.12%   | 8.41%   | 3.96%   | 2.81%   | 0.64%    | -1.34%  | -0.80%  | -1.99%  |
| 管理费用率             | 10.60%  | 21.46%  | 8.39%   | 5.15%   | -1.31%   | -4.52%  | -1.80%  | -1.93%  |
| 财务费用率             | -1.37%  | -1.70%  | -1.27%  | -1.70%  | -1.25%   | 0.62%   | 0.25%   | -0.19%  |
| 三项费用率             | 15.35%  | 28.17%  | 11.08%  | 6.26%   | -1.93%   | -5.24%  | -2.34%  | -4.10%  |
| 利润率               | 55.40%  | 54.93%  | 62.88%  | 75.52%  | -6.49%   | 13.32%  | 3.91%   | 2.66%   |
| 实际所得税率            | 25.14%  | 26.68%  | 24.97%  | 25.00%  | 0.23%    | 0.61%   | -0.04%  | -0.33%  |
| 净利润率              | 41.47%  | 40.28%  | 47.18%  | 56.64%  | -5.00%   | 9.51%   | 2.96%   | 2.23%   |
| 归属母公司净利润率         | 39.21%  | 38.04%  | 44.64%  | 53.93%  | -4.87%   | 9.83%   | 3.00%   | 2.23%   |

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 4 预测利润表和资产负债表

| 资产负债表     |       |       |       |       | 利润表       |        |         |         |         |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元    |       |       |       |       | 单位:百万元    |        |         |         |         |
| 会计年度      | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度      | 2010   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
| 流动资产      | 20300 | 27535 | 37801 | 50420 | 营业收入      | 11633  | 16868   | 22772   | 29604   |
| 现金        | 12888 | 17303 | 24132 | 32882 | 营业成本      | 1053   | 1420    | 1867    | 2368    |
| 应收账款      | 1     | 20    | 19    | 24    | 营业税金及附加   | 1577   | 2129    | 2869    | 3730    |
| 其他应收款     | 59    | 113   | 141   | 187   | 营业费用      | 677    | 877     | 1139    | 1421    |
| 预付账款      | 1530  | 1975  | 2635  | 3326  | 管理费用      | 1346   | 1687    | 2163    | 2724    |
| 存货        | 5574  | 7667  | 10267 | 13259 | 财务费用      | -177   | -453    | -622    | -855    |
| 其他流动资产    | 248   | 457   | 606   | 741   | 资产减值损失    | -3     | -2      | -2      | -2      |
| 非流动资产     | 5287  | 5828  | 6064  | 6438  | 公允价值变动收益  | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 长期投资      | 4     | 4     | 4     | 4     | 投资净收益     | 0      | 1       | 1       | 1       |
| 固定资产      | 4192  | 4984  | 5289  | 5701  | 营业利润      | 7161   | 11210   | 15358   | 20219   |
| 无形资产      | 452   | 437   | 421   | 405   | 营业外收入     | 5      | 6       | 6       | 6       |
| 其他非流动资产   | 639   | 404   | 350   | 327   | 营业外支出     | 4      | 3       | 3       | 3       |
| 资产总计      | 25588 | 33364 | 43865 | 56858 | 利润总额      | 7162   | 11213   | 15360   | 20221   |
| 流动负债      | 7028  | 8615  | 11219 | 14005 | 所得税       | 1823   | 2848    | 3901    | 5136    |
| 短期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润       | 5340   | 8365    | 11459   | 15085   |
| 应付账款      | 232   | 278   | 381   | 476   | 少数股东损益    | 289    | 449     | 614     | 809     |
| 其他流动负债    | 6796  | 8337  | 10839 | 13529 | 归属母公司净利润  | 5051   | 7916    | 10844   | 14276   |
| 非流动负债     | 10    | 5     | 6     | 8     | EBITDA    | 7270   | 11083   | 15114   | 19787   |
| 长期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS（元）    | 5.35   | 7.63    | 10.45   | 13.75   |
| 其他非流动负债   | 10    | 5     | 6     | 8     | 获利能力      |        |         |         |         |
| 负债合计      | 7038  | 8620  | 11226 | 14013 | 毛利率(%)    | 90.95% | 91.58%  | 91.80%  | 92.00%  |
| 少数股东权益    | 151   | 599   | 1214  | 2022  | ROE(%)    | 27.45% | 32.79%  | 34.51%  | 34.97%  |
| 股本        | 944   | 1038  | 1038  | 1038  | ROIC(%)   | 92.80% | 109.73% | 131.12% | 146.77% |
| 资本公积      | 1375  | 1375  | 1375  | 1375  | 估值比率      |        |         |         |         |
| 留存收益      | 16080 | 21731 | 29013 | 38409 | P/E       | 44.15  | 28.17   | 20.57   | 15.62   |
| 归属母公司股东权益 | 18399 | 24145 | 31426 | 40823 | P/B       | 12.12  | 9.24    | 7.10    | 5.46    |
| 负债和股东权益   | 25588 | 33364 | 43865 | 56858 | EV/EBITDA | 28.92  | 18.97   | 13.91   | 10.62   |

数据来源：公司公告，湘财证券研究所



表 5 DCF 估值相关参数

|                    |        |
|--------------------|--------|
| 贝塔值 ( $\beta$ )    | 0.94   |
| 无风险利率 (%)          | 3.50%  |
| 市场的预期收益率 (%)       | 12.00% |
| 股权资本成本 ( $K_e$ )   | 11.48% |
| 债务成本 $K_d$ (%)     | 4.50%  |
| 债务比率 $D/(D+E)$ (%) | 0.00%  |
| WACC               | 11.48% |

数据来源：湘财证券研究所

表 6 DCF 估值敏感性分析—十二个月目标价 305 元较 DCF 估值保守很多

| 永续增长率    |        |        |         |         |         |         |
|----------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| WACC (%) | 0.00%  | 1.00%  | 2.00%   | 3.00%   | 4.00%   | 5.00%   |
| 6.48%    | 751.14 | 858.49 | 1013.78 | 1258.37 | 1700.37 | 2740.43 |
| 7.48%    | 622.94 | 695.23 | 793.92  | 936.68  | 1161.54 | 1567.87 |
| 8.48%    | 526.82 | 577.64 | 644.15  | 734.95  | 866.29  | 1073.17 |
| 9.48%    | 452.49 | 489.40 | 536.20  | 597.44  | 681.04  | 801.97  |
| 10.48%   | 393.59 | 421.12 | 455.14  | 498.25  | 554.68  | 631.71  |
| 11.48%   | 346.01 | 366.97 | 392.35  | 423.72  | 463.48  | 515.51  |
| 12.48%   | 306.94 | 323.18 | 342.52  | 365.94  | 394.89  | 431.58  |
| 13.48%   | 274.42 | 287.20 | 302.19  | 320.05  | 341.68  | 368.41  |
| 14.48%   | 247.05 | 257.22 | 269.02  | 282.88  | 299.38  | 319.37  |
| 15.48%   | 223.77 | 231.96 | 241.36  | 252.28  | 265.09  | 280.35  |
| 16.48%   | 203.80 | 210.46 | 218.03  | 226.74  | 236.84  | 248.69  |
| 17.48%   | 186.53 | 191.99 | 198.16  | 205.18  | 213.24  | 222.59  |

数据来源：湘财证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

## 重要声明

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。

在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。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、发布、转发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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。