

强烈推荐-A (维持)

贵州茅台 600519.SH

目标估值: 500 元
当前股价: 398.55 元
2017 年 04 月 24 日

加速的报表, 进击的市值

基础数据

上证综指	3130
总股本 (万股)	125620
已上市流通股 (万股)	125620
总市值 (亿元)	5007
流通市值 (亿元)	5007
每股净资产 (MRQ)	58.0
ROE (TTM)	22.9
资产负债率	32.8%
主要股东	中国贵州茅台酒厂 (集团) 控股
主要股东持股比例	61.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	31	72
相对表现	4	27	62



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《贵州茅台 (600519) — 崇本守道, 匠心名品》2017-04-20
- 2、《贵州茅台 (600519) — 开启 6000 亿新征程》2017-04-16
- 3、《贵州茅台 (600519) — 站上全球酒业市值之巅》2017-03-28

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

李晓峰 研究助理

021-68407571
lixiaozheng@cmschina.com.cn

我们近期报告中提到“茅台大量现金积累尚未转化到利润表, 春节经销商排队打款尚未在报表体现”, 这些看似乐观、实则客观的判断, 都在最新一季报中得到验证。一季报收入业绩增速, 均超越公司指引及市场预期, 预收账款及现金回款同比明显增加, 若季度打款政策未修改, 两项指标将更超预期。现金的累计、加速的报表、未竟的提价, 都将成为茅台加速进击 6000 亿市值的助推器, 我们上调 17-18 年 EPS 至 17.05、22.46 元, 维持一年目标价 500 元, 对应 18 年报表业绩 22 倍, 6000 亿市值目标渐行渐近, 继续强烈推荐。

- **17Q1 收入增长 35.73%, 业绩增长 25.24%, 超越公司指引及市场预期。**公司 17Q1 实现主营收入 133.09 亿元, 营业利润 87.90 亿元, 净利润 61.23 亿元, 分别同比增长 33.24%, 22.04%、25.24%。增速超公司前期预告数据, 也大幅超越市场预期, 真实反应公司强劲基本面, 再次验证我们之前的判断。
- **预收款及现金回款同比增加, 月度打款政策下仍创新高, 真实情况更超预期。**公司一季度末预收账款 189.9 亿, 同比增长 122.2%, 再创公司历史最高水平, 销售商品收到现金 173.9 亿, 同比增长 12.3%, 应收票据 11.8 亿, 基本持平, 回款总量及回款质量再次提升, 这与草根调研经销商排队打款状况相符。现金流增速较慢, 我们推测系公司采取按月打款, 即 3 月份只能打 4 月份款, 不能隔月打款, 故经销商真实需求情况较去年同期更好 (16 年 Q2 允许一次性打完季度款), 若季度打款政策不改, 预收账款及现金回款增速将更快。
- **费用率环比维持高位, 系列酒加码投入, 同比翻番增长。**17Q1 销售费用率 6.1%, 同比增加 4.4%, 单季度销售费用率保持 16Q4 的高位水平。我们推测 16Q4 较高的销售费用率, 系公司在全国范围启动系列酒招商政策, 同时增加终端营销人员, 销售费用有大幅投入, 此推测在一季报附注中得到验证, “公司扎实推进“133”品牌战略及酱香系列酒“5+5”市场策略, 市场投入增加”, 一季度系列酒实现收入 9.35 亿销售, 预计与去年同期相比实现翻番增长, 成效明显。营业税金及附加 19.73 亿, 税金率 14.2%, 虽同比增加 2.7%, 但环比明显下降, 与我们之前报告判断相符, 14% 以上的上升空间有限。
- **Q1 末完成发货 7700 吨, 报表增速真实反应发货情况。**17 年 Q1 真实收入 126.82 亿, 若不考虑系列酒, 对应 7700 吨发货量, 与去年 Q1 真实发货近 5000 吨相比, 由于今年春节前公司做了充足的准备, 春节前还紧急空运, 向渠道投放一批货, 故春节期间并未出现断货情况。春节后进入 3 月底发货节奏逐渐放缓, 但对一季报影响不大, 且去年同期淡季后批价明显回落, 经销商进货意愿显著下降, 公司发货更少, 故 3 月份发货量同比仍有增长。
- **媒体报道茅台投放量恢复正常, 有助市场价格降温。**今日有媒体报道, 由于公司成熟基酒陆续到临界点, 公司自 4 月 24 日起, 日均发货恢复至 70 余吨, 同时增加商超、电商等直接面向消费者渠道供货。我们认为, 公司发货节奏恢复, 间接验证基酒紧张的判断, 恢复正常有助于价格降温, 缓解茅台投资需求及经销商囤货, 同时增加直供渠道, 有助于真正的消费者以合理价格购买到茅台。
- **报表超越预期, 基本面仍在加速, 继续强烈推荐。**我们在近期年报点评里提到, 大量现金积累尚未转化到利润表, 春节经销商排队打款尚未在报表体现, 这些对茅台看似乐观、实则客观的判断, 都在最新 Q1 报表中得到验证。超越市场预期的季报, 将再次上调整体市场对茅台, 乃至白酒板块的增速预期, 茅台将在加速冲刺 6000 亿市值中, 继续引领整个白酒板块。上调 17-18 年 EPS 17.05、22.46 元, 在尚未涨价、业绩确定的背景下, 我们按照 18 年报表业绩 22 倍, 维持目标价 500 元, 继续强烈推荐。
- **风险提示: 经济恶化导致需求下滑, 供给不足导致价格失控。**

再次建议阅读我们通过母公司成本模型对茅台真实销售和报表差异的解读，由此可以推断估计公司的未来业绩及可能策略，屡试不爽！

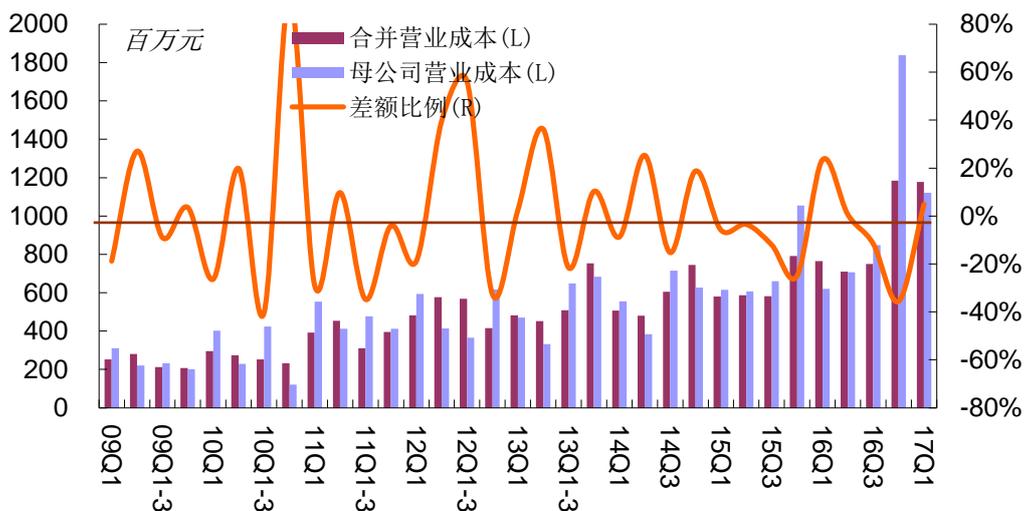
我们构建的“合并与母公司的主营成本差额和预收款变化关系模型”，原理是酒厂将酒生产出来低价卖给销售公司，母公司体现主营成本；销售公司加价对外销售，合并报表不增加主营成本。通过比较两处的主营成本，如果合并报表的主营成本小于母公司报表的主营成本，则说明可能是产品滞留在销售公司，但此时如果预收帐款和现金流入不断增加，就只能说明实际上产品并未滞留，而是产品全部发出但收入在报表中未确认，这样的好处是把真实预收账款与藏业绩的预收账款分拆开来。

如图 1，通过合并与母公司主营成本差额比较，我们可以发现 10-11 年行业高景气时，公司母公司主营成本总体高于合并主营成本，说明真实的生产和销售额高于合并报表显示的收入，公司一直在蓄水（差额比例为合并成本减母公司成本的差额与母公司成本的比值，该数在 0 以下显示在蓄水）；而从 12 年 2 季度起行业开始不景气，公司母公司主营成本有多次低于合并成本，显示 12 年到 14 年整体上是通过释放未确认收入获得持续增长的。而到 15 年，公司开始持续蓄水，15Q4 蓄水力度继续加大，Q4 有近 32 亿收入未确认，全年真实收入比报表收入高 51 亿元。

16 年，公司蓄水幅度加大，蓄水动作主要集中在下半年。16 年 Q1，公司余量充足，且受断货影响，Q1 真实发货量少于报表对应量，真实收入相比报表减少 19 亿。16 年 Q2 真实收入 81.34 亿元，与报表收入 81.84 亿元基本匹配，对应近 5000 吨发货量，与我们 7 月 12 日报告《Q2 发货超预期，下半年计划量偏紧》中的分析完全一致。Q3 真实收入 95.67 亿元，高于报表 84.59 亿水平，真实收入增速 14.2%，对应发货 5850 吨，验证我们在 8 月 27 日中报点评《预收首破百亿，确定性买入》中提到的“我们预计 Q3 发货量高于 Q2，或达到 6000 吨”，真实情况稍低于我们的预期，系公司截止 9 月底已完成发货计划 1.9 万吨，继续坚持 7 月份政策，按月度计划打款，不允许提前执行计划，且调低 10 月份发货总量。公司 9 月份针对提前完成计划的经销商进行增量，价格以 1:1 比例按 819/999 元配给。Q4 真实收入 189.8 亿，较报表收入超出 67.5 亿，前三季度有蓄水有放水，全年蓄水额度，基本上都在 Q4 实现。

17 年 Q1，公司真实收入与报表收入基本持平，真实收入 126.8 亿，报表真实反应公司发货及终端需求增长。

图 1：茅台合并与母公司主营成本年度差额情况



资料来源：公司公告，招商证券，注：比例线在 0% 以下表示该年度公司在蓄水（储备收入利润不确认），反之则表示公司在释放利润。

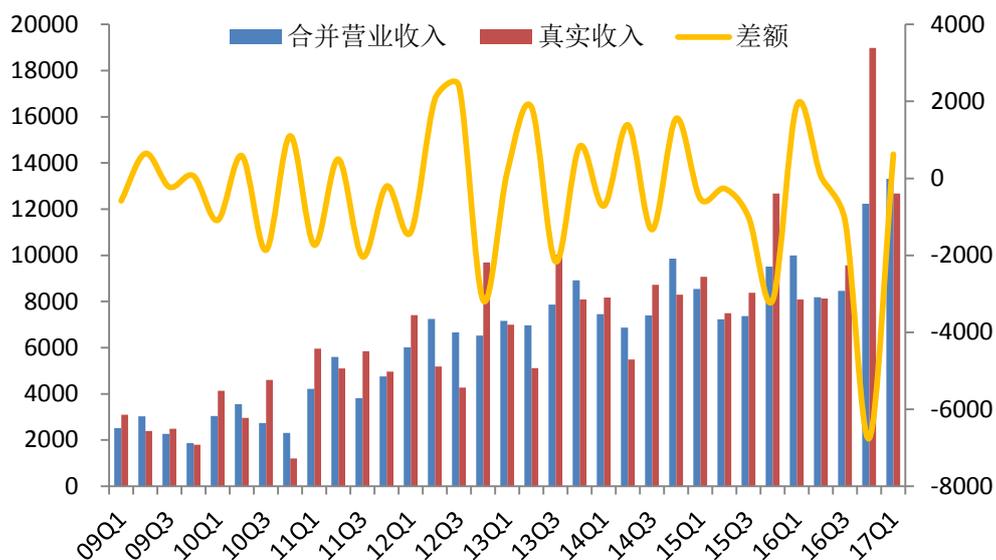
再看图 2，为单季度的合并报表收入与从合并成本差额推算出来的实际收入的比较，可以发现：

- 10-11 年期间，多数季度是真实收入高于合并收入，但 2 季度都是被预收释放抬高了报表收入；
- 12-13 年期间，从 12 年 Q2 行业需求端景气度下滑起，公司真实发货就已开始减少，但过去预留的大量未确认收入保证了 12 年 2、3 季度高增长，4 季度达到发货最高点，有 30 亿收入未确认，由此确保了 13 年 Q1、Q2 报表收入都能高于真实收入。Q2 控货价格回升激发经销商热情，所以茅台 Q3 推出 999 团购招商再次吸引了大量资金，20 亿元未确认，到 4 季度确认了 10 亿；
- 14 年 Q1 末仍留了 7 亿元没有确认（14Q1 真实收入同比增 16.7%），而 Q2 真实收入也仅 55 亿元（同比仅增长 10%），较去年 Q2 报表还有 14 亿差距，因此一是确认了 Q1 末的 7 亿，二是多确认了预收款 6 亿，从而使报表同比微降。Q3 真实收入其实有 87 亿（其中 8 亿来自经销商票据融资），但报表收入仅 74 亿，13 亿中 6 亿已用于填补 Q2，还剩 7 亿需要留给 Q4 以填补去年 Q4 的高基数。但 Q4 的真实收入仍只有 83 亿元，除了确认 Q3 的预留外，我们发现公司还是提前确认了 15 年 Q1 的 7 亿左右收入，即 14 年底的真实预收款其实不止那么多。
- 公司 15 年前三季度真实收入已到 250 亿左右，Q3 预收款中有 18 亿是未确认收入。由于 4 季度经销商为完成计划加大打款，以及 16 年春节提前使经销商集中在 12 月打春节货款，公司 Q4 真实收入应该为 126.8 亿元，全年为 378 亿元，全年真实收入增长是 23%，全年真实净利润为 179.5 亿元，增长 20%，真实 EPS14.29 元。而 12 月底手上就有 82.6 亿可待 1 季度确认的现金在手，公司也自然有底气在 1 月 20 号开始要求停止打款和发货。
- 16 年一季度真实收入 80.9 亿元，较报表收入低 18.99 亿，系公司将 Q4 部分已打款且发货的量确认收入，约合 1150 吨，一季度真实发货约 5000 吨。15Q4 预收款中 51 亿已发货但未确认收入的部分下降至 32 亿，但未发货的预收款增加至 53.5 亿元。我们推测，一季度发货下降的主要原因，是公司 15 年底已经有 82.6 亿可待

确认，余量充足，另外春节旺季期间断货，少发了十余天，每天包装产能极限 110 吨，共少发 1000 余吨，数据刚好对上。据此计算，公司 Q1 末纳入今年的发货量已达 8000 多吨（15Q4 已发的 3000 多吨+16Q1 的 5000 吨），已收款未发货的还有 3000 吨。节后公司虽按月度发货，但仍要求经销商按季度打款，且发货按照打款顺序，经销商补库存积极打款，未发货的预收款大幅增加至 53.5 亿元，渠道信心充足。

- 二季度新增预收款 29.4 亿元，另外新增应收票据 18.8 亿，对应二季度收到经销商新增打款且未发货部分约为 3000 吨。若考虑现金流，Q2 同期收入 84.9 亿，预收款 29.4 亿，合计 114.3 亿，与 Q2 收到现金 102.6 亿基本匹配（差异可能来自系列酒及定制酒）。二季度末，预收账款 114.8 亿元，其中包括一季度末的预收账款 85.4 亿元（其中已收款未发货部分为 53.5 亿元，已收款且已发货部分 31.9 亿），加上上述分析二季度新增量，Q2 末预计有经销商打款且未发货部分 6000 吨（53.5 亿的 Q1 递延存量+29.4 亿新增预收账款+18.8 亿新增应收票据）。若假设全年计划量 22000 吨，全年发货量已经达到 13000 吨（15Q4 已发的 3000 多吨+16Q1 的 5000 吨+16Q2 的 5000 吨），且有 6000 吨在手订单，下半年可供经销商打款余量仅剩 3000 吨，超公司自身预期，且超市场预期。故公司 7 月份起重新严格执行年初计划，不允许经销商提前执行次月计划，必须按照月度计划打款提货。
- 三季度公司不再接受承兑汇票打款，改为现金打款，Q3 末预收账款 173.9 亿，新增 59.1 亿元。Q3 真实收入 95.7 亿，对应 5850 吨，较报表高 11.1 亿，与去年同期相比真实增速 14.2%，增速远高于前两季度。截止 9 月底，公司实际完成全年发货计划 19000 吨（15Q4 的 3000 多吨+16Q1 的 5000 吨+16Q2 的 5000 吨+16Q3 的 5850 吨），距年初制定计划量 21000 吨仅剩 2000 吨余量，若考虑经销商已打款未发货部分，料全年打款计划已超额完成，故公司在 9 月份针对提前完成计划的经销商进行小范围增量，价格以 1:1 比例按 819/999 元配给，我们预计，11 月初，公司就会把全年计划量 2.1 万吨全部发完，届时将会对市场进行增量，否则按照当前经销商备货热情，必将出现断货涨价情况。
- Q4 真实收入 189.8 亿，较报表收入超出 67.5 亿，超预期主要有发货多、吨价升两个原因，10-11 月份发货量偏多，批价曾回调至 1050 以下，部分地区甚至接近 1000 元，另外吨价也有上升，有部分经销商按照 999 价格打款提计划外货，加上定制、生肖等高单价产品放量，预计 Q4 发货 1 万吨左右，超越市场最乐观预期。
- 17 年 Q1 真实收入 126.82 亿，对应 7700 吨发货量，与去年 Q1 真实发货近 5000 吨相比，由于今年春节前公司做了充足的准备，春节前还紧急空运投放了一批货，故春节期间并未出现断货情况。春节后进入 3 月底发货节奏逐渐放缓，但对一季报影响不大，且去年同期发货更少，3 月份发货量同比仍有增长。

图 2: 茅台合并报表收入与估算实际收入间差额比较



资料来源: 公司公告, 招商证券, 注: 比例线在 0%以下表示该年度公司在蓄水 (储备收入利润不确认), 反之则表示公司在释放利润。

表 1、贵州茅台单季度利润表与年度利润表

单位: 百万元	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	2015	2016
一、营业总收入	7425	7549	9713	10251	8487	8795	12622	13913	33447	40155
二、营业总成本	2481	2406	3849	3048	2929	3406	6506	5123	11292	15889
其中: 营业成本	586	581	791	765	710	750	1185	1177	2538	3410
营业税金及附加	637	728	1278	1181	1025	1418	2885	1973	3449	6509
营业费用	349	343	550	170	217	268	1026	852	1485	1681
管理费用	907	765	1220	905	955	927	1401	1122	3813	4187
财务费用	-13	-33	-15	-3	-9	11	-32	-29	-67	-33
资产减值损失	1	0	-1	3	3	0	7	-5	-1	12
	14	21	26	27	29	32	35	33	74	123
三、其他经营收益	3	1	0	0	0	0	0	0	4	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	1	0	0	0	0	0	0	4	0
四、营业利润	4947	5143	5864	7203	5558	5389	6116	8790	22159	24266
加: 营业外收入	0	0	4	4	1	3	0	2	5	9
减: 营业外支出	0	131	28	0	0	120	196	37	162	316
五、利润总额	4947	5013	5839	7207	5559	5273	5920	8755	22002	23958
减: 所得税	1211	1251	1511	1995	1393	1320	1319	2210	5547	6027
六、净利润	3736	3762	4328	5212	4165	3953	4600	6545	16455	17931
减: 少数股东损益	213	226	250	323	252	290	348	422	952	1212
七、归属母公司净利润	3523	3536	4078	4889	3913	3663	4253	6123	15503	16718
EPS	3.09	3.10	3.57	4.28	3.43	3.21	3.72	5.36	12.34	14.64
主要比率										
毛利率	92.1%	92.3%	91.9%	92.5%	91.6%	91.5%	90.6%	91.5%	92.4%	91.5%
主营税金率	8.6%	9.7%	13.2%	11.5%	12.1%	16.1%	22.9%	14.2%	10.3%	16.2%
营业费率	4.7%	4.5%	5.7%	1.7%	2.6%	3.0%	8.1%	6.1%	4.4%	4.2%
管理费	12.2%	10.1%	12.6%	8.8%	11.2%	10.5%	11.1%	8.1%	11.4%	10.4%
营业利润率	66.6%	68.1%	60.4%	70.3%	65.5%	61.3%	48.5%	63.2%	66.3%	60.4%
实际税率	24.5%	24.9%	25.9%	27.7%	25.1%	25.0%	22.3%	25.2%	25.2%	25.2%
净利率	47.5%	46.8%	42.0%	47.7%	46.1%	41.6%	33.7%	44.0%	46.4%	41.6%
YoY										
收入增长率	5.6%	-0.1%	-3.3%	17.0%	14.3%	16.5%	30.0%	35.7%	3.4%	20.1%
营业利润增长率	0.6%	1.5%	-13.6%	16.1%	12.3%	4.8%	4.3%	22.0%	0.3%	9.5%
净利润增长率	0.2%	2.1%	-12.4%	12.0%	11.1%	3.6%	4.3%	25.2%	1.0%	7.8%

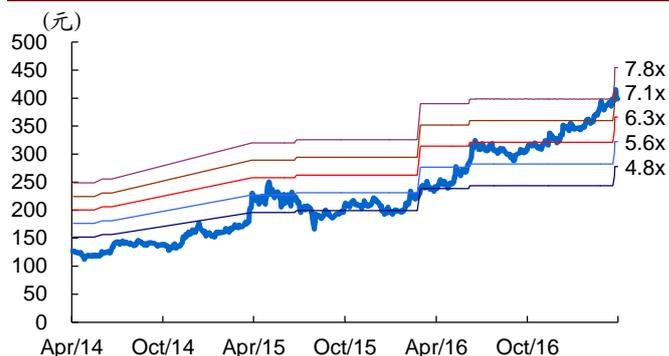
资料来源: 公司报表

图 1: 贵州茅台历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 贵州茅台历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《贵州茅台（600519）—崇本守道，匠心名品》2017-04-20
- 2、《贵州茅台（600519）—开启 6000 亿新征途》2017-04-16
- 3、《贵州茅台（600519）—站上全球酒业市值之巅—2017 春季糖酒会见闻系列之二》2017-03-28
- 4、《贵州茅台（600519）—靓丽序幕已拉开，正向循环再加速》2017-03-05
- 5、《贵州茅台（600519）—预告给出指引，全年目标不变》2017-02-22

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	65005	90181	117891	148060	181157
现金	36801	66855	88212	108636	133124
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8579	818	519	669	868
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	48	77	100	129	167
存货	18013	20622	26466	35216	42752
其他	1563	1808	2594	3410	4246
非流动资产	21297	22754	22904	23547	24165
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11416	14453	14994	15984	16913
无形资产	3582	3532	3179	2861	2575
其他	6299	4769	4731	4701	4677
资产总计	86301	112935	140794	171607	205322
流动负债	20052	37020	52829	67773	80645
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	881	1041	1600	2129	2585
预收账款	8262	17541	26975	35893	43574
其他	10909	18439	24254	29752	34487
长期负债	16	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	16	16	16	16	16
负债合计	20067	37036	52845	67789	80661
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	61295	70263	80761	94584	112740
少数股东权益	2308	3004	4558	6603	9290
归属于母公司所有者权益	63926	72894	83392	97215	115371
负债及权益合计	86301	112935	140794	171607	205322

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	17436	37451	33704	36712	45262
净利润	15503	16718	21422	28208	37052
折旧摊销	0	0	1350	1357	1382
财务费用	0	0	(78)	(98)	(121)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	9457	5198	4262
其它	1933	20733	1552	2046	2688
投资活动现金流	(2049)	(1103)	(1500)	(2000)	(2000)
资本支出	0	0	(1500)	(2000)	(2000)
其他投资	(2049)	(1103)	0	0	0
筹资活动现金流	(5588)	(8335)	(10847)	(14287)	(18774)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(10925)	(14385)	(18895)
其他	(5588)	(8335)	78	98	121
现金净增加额	9800	28014	21357	20425	24487

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	33447	40155	51890	66890	86789
营业成本	2538	3410	5244	6978	8471
营业税金及附加	3449	6509	8411	10174	13200
营业费用	1485	1681	2120	2800	3633
管理费用	3813	4187	4996	6039	7835
财务费用	(67)	(33)	(78)	(98)	(121)
资产减值损失	(1)	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	0
营业利润	22159	24266	30940	40665	53337
营业外收入	5	9	9	9	9
营业外支出	162	316	250	250	250
利润总额	22002	23958	30699	40424	53096
所得税	5547	6027	7723	10170	13358
净利润	16455	17931	22976	30254	39738
少数股东损益	952	1212	1553	2045	2687
归属于母公司净利润	15503	16718	21422	28208	37052
EPS (元)	12.34	13.31	17.05	22.46	29.50

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	3.8%	20.1%	29.2%	28.9%	29.7%
营业利润	0.3%	9.5%	27.5%	31.4%	31.2%
净利润	1.0%	7.8%	28.1%	31.7%	31.3%
获利能力					
毛利率	92.4%	91.5%	89.9%	89.6%	90.2%
净利率	46.4%	41.6%	41.3%	42.2%	42.7%
ROE	24.3%	22.9%	25.7%	29.0%	32.1%
ROIC	24.9%	23.9%	26.3%	29.2%	31.9%
偿债能力					
资产负债率	23.3%	32.8%	37.5%	39.5%	39.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	2.4	2.2	2.2	2.2
速动比率	2.3	1.9	1.7	1.7	1.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应付帐款周转率	3.2	3.5	4.0	3.7	3.6
每股资料 (元)					
每股收益	12.34	13.31	17.05	22.46	29.50
每股经营现金	13.88	29.81	26.83	29.22	36.03
每股净资产	50.89	58.03	66.38	77.39	91.84
每股股利	6.17	6.79	8.70	11.45	15.04
估值比率					
PE	32.3	29.9	23.4	17.7	13.5
PB	7.8	6.9	6.0	5.2	4.3
EV/EBITDA	10.4	9.5	7.4	5.7	4.4

分析师承诺

负责本研究报告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。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，8 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中研院产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

欧阳予：浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富最佳分析师第一名。

投资评级定义

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。