

2020年07月26日

需求继续强劲，量价稳健增长

贵州茅台(600519)

事件概述

截止到7月24日，2020年飞天茅台整箱批价来到2550元/瓶左右，自疫情期间跌至1800元左右以后，持续上升。

2020年疫情冲击下的中国白酒行业，如果说有哪家酒企消费端动销完全没有受到影响，那茅台可能是唯一的一家。

“不喝当年茅台”、“绝对刚需”、“金融属性”等因素影响下，让茅台即便在疫情期间消费场景消失的情况下，依然在疫情恢复后表现出强劲的需求反弹，很快就重回“供不应求”的市场状态。

从2000年的产品滞销、季克良带队前往五粮液参观学习，到20世纪前10年与五粮液的名酒双绝，再到进入20年彻底一骑绝尘，复盘茅台的发展我们会发现，中国酒王一路走来到今天虽然强大无比，但过程也异常坎坷；但是对于敢于坚持战略的贵州茅台酒而言，成功没有偶然，只有必然。

分析判断：

▶ 岁月峥嵘，冠绝行业的茅台其实一路坎坷

80年代，汾酒靠品牌优势、产能优势独步天下；90年代开始，浓香开始崛起，五粮液成为其中佼佼者，一度独占中国酒王之地。彼时茅台的地位跟五粮液相比较不可同日而语。

99年前后，遭遇动销危机的茅台，曾前往五粮液进行参观学习先进营销经验。

21世纪前10年，大部分时候茅台也在五粮液保持领先的状态下进行发展。进入20年代，茅台终于一举反超，从此再也没有给竞争对手任何靠近的机会。

2013年，“三公”下的茅台更是在被推到了社会舆论的风口浪尖，成了某种典型。

就在近期，茅台酒也还因其过高的批价表现、与高端消费联系紧密，在各种舆论中被屡屡提及。

某种程度上讲，茅台是在冰火交融的环境下，成长为中国酒王、甚至世界酒王。

但无论是屡遭挫折的过往还是炙手可热的今天，茅台都坚定做好了基础工作：量价平衡为先、意见领袖为重、品牌塑造为核。领先时不骄不躁、继续着眼长期，困难时不乱阵脚、坚持正确的事情为未来的发展做好准备。

▶ 励精图治，茅台的营销理念其实始终领先

多年来大家对于茅台的发展，总是很容易归结于“品牌力强”。殊不知品牌再强，也需要悉心维护和发展；而茅台作为

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	1595.3
股票代码：	600519
52周最高价/最低价：	1781.99/942.43
总市值(亿)	21,053.88
自由流通市值(亿)	21,053.88
自由流通股数(百万)	1,256.20



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520040004
联系电话：15811000965

联系人：郭辉

邮箱：guohui@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：18156051881

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：15331993491

后来者走到今天，更加是在具体营销上，做出了诸多卓越的工作。

在行业惊叹于洋河一飞冲天、几乎用一己之力推动行业营销升级的时候，闷声发大财的茅台，其实在营销端做的更好。

► **一骑绝尘，战略明确的茅台发展仍在提速**

批价重新站上 2500 元的茅台，背后也在不断酝酿量价的持续提升。无论是直营体系的扩张，还是坚持量价的平衡，又或者是核心意见领袖的持续引领，茅台都在为长期更快的发展持续蓄力。

投资建议

预计公司 2020-2022 年营业收入 1000.81 亿元/1176.14 亿元/1365.12 亿元，同比增长 12.64%/17.52%/16.07。实现归母净利润 471.76 亿元/561.06 亿元/657.27 亿元，同比增长 14.49%/18.93%/17.15%；EPS 分别为 37.55 元/44.66 元/52.32 元，对应 PE42.48 倍/35.72 倍/30.49 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

①疫情超预期；②消费形态发生巨变；③食品安全问题。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	77,199.38	88,854.34	100,081.18	117,614.06	136,512.38
YoY (%)	26.43%	15.10%	12.64%	17.52%	16.07%
归母净利润(百万元)	35,203.63	41,206.47	47,175.78	56,106.22	65,726.97
YoY (%)	30.00%	17.05%	14.49%	18.93%	17.15%
毛利率 (%)	91.55%	91.64%	92.62%	93.14%	93.54%
每股收益 (元)	28.02	32.80	37.55	44.66	52.32
ROE	31.20%	30.30%	29.85%	30.70%	30.81%
市盈率	56.93	48.63	42.48	35.72	30.49

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 岁月峥嵘，冠绝行业的茅台其实一路坎坷	4
2. 励精图治，茅台的营销理念其实始终领先	4
2.1. 谈及历史，积淀背后是精心打造的故事加持	5
2.2. 关于引领，直面“顶级领袖”的茅台一开始就站在顶峰	6
2.3. 量价平衡，是茅台穿越周期、对抗任何风险的根本	6
3. 一骑绝尘，战略明确的茅台发展仍在提速	6
4. 投资建议	7
5. 风险提示	8

图表目录

图 1 茅台与五粮液近 19 年业绩走势图对比	4
图 2 茅台“12987”工艺图示	5
图 3 茅台 1915 年巴拿马万国博览会“摔酒”故事相关图片资料	5
图 4 飞天茅台 2020 年 1-7 月批价走势图（单位：元/瓶）	7

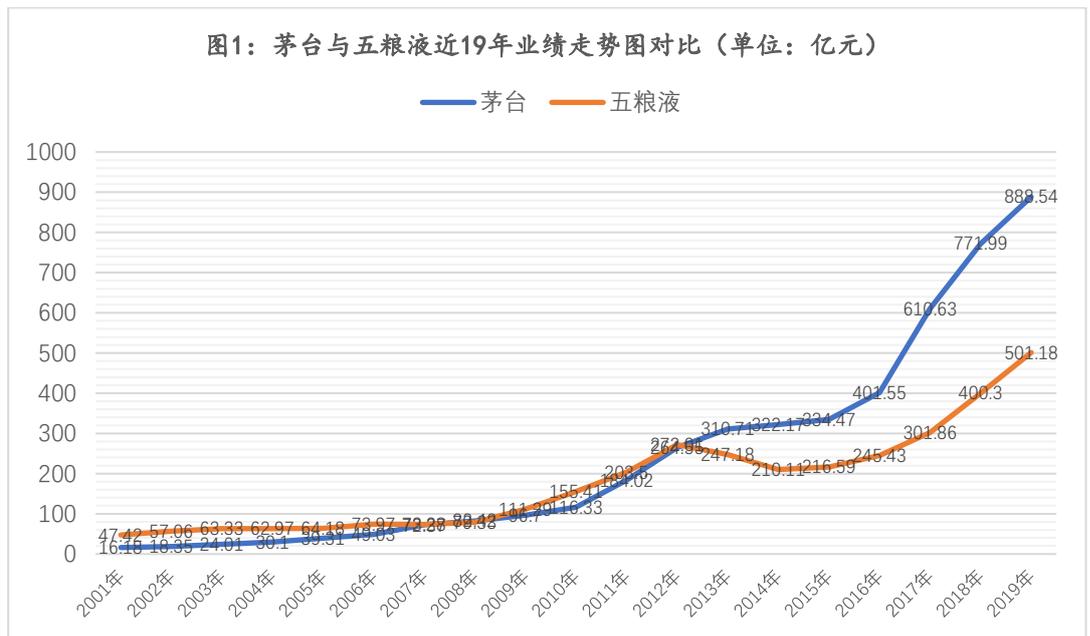
1. 岁月峥嵘，冠绝行业的茅台其实一路坎坷

80年代，汾酒靠品牌优势、产能优势独步天下；90年代开始，浓香开始崛起，五粮液成为其中佼佼者，一度独占中国酒王之地位。彼时茅台的地位跟五粮液相比较不可同日而语。

99年前后，遭遇动销危机的茅台，曾前往五粮液进行参观学习先进营销经验。

21世纪前10年，大部分时候茅台也在五粮液保持领先的状态下进行发展。进入20年代，茅台终于一举反超，从此再也没有给竞争对手任何靠近的机会。

图1 茅台与五粮液近19年业绩走势图对比



资料来源: wind, 华西证券研究所

2013年，“三公”下的茅台更是在被推到了社会舆论的风口浪尖，成了某种典型。

就在近期，茅台酒也还因其过高的批价表现、与高端消费联系紧密，在各种舆论中被屡屡提及。

某种程度上讲，茅台是在冰火交融的环境下，成长为中国酒王、甚至世界酒王。

但无论是屡遭挫折的过往还是炙手可热的今天，茅台都坚定做好了基础工作：量价平衡为先、意见领袖为重、品牌塑造为核。领先时不骄不躁、继续着眼长期，困难时不乱阵脚、坚持正确的事情为未来的发展做好准备。

2. 励精图治，茅台的营销理念其实始终领先

多年来大家对于茅台的发展，总是很容易归结于“品牌力强”。殊不知品牌再强，也需要悉心维护和发展；而茅台作为后来者走到今天，更加是在具体营销上，做出了诸多卓越的工作。

在行业惊叹于洋河一飞冲天、几乎用一己之力推动行业营销升级的时候，闷声发大财的茅台，其实在营销端做的更好。

2.1. 谈及历史，积淀背后是精心打造的故事加持

现在大家对于茅台的品牌认知，已经上升到对“12987”工艺的赞不绝口（茅台的12987，即“1年周期、2次投料、9次蒸煮、8次发酵、7次取酒”），甚至其乳钵瓶，都能够被当做“瓷瓶”来背书酒体的储存条件。毋庸置疑，茅台的工艺和品质确实已至臻境，但品牌的起点、也是茅台最打动人的故事，还是要从1915年巴拿马博览会摔酒、赢回金奖的故事说起。

图2 茅台“12987”工艺图示



资料来源：百度

其实就历史真相而言，茅台当时获得的并不是最高奖章，但这不重要。在当时国内的社会环境下，这种故事就是最好的品牌推广——茅台将自己的历史与品质，巧妙的与中国近代抗击外敌的历史、与国家民族渴望崛起的情怀相结合，从而唤起了消费者对于品牌的极大好感，并形成了广泛口碑进行传播；这种故事甚至超出了酒行业的范畴，成为民族工业荣耀的一种符号。这极有可能是中国营销界到目前为止最好的品牌IP故事。

图3 茅台1915年巴拿马万国博览会“摔酒”故事相关图片资料



资料来源：百度

但茅台不止步于此，茅台还有“喝茅台护肝”、“5年不出酒”等故事，甚至还有“出了茅台镇、酿不出茅台酒”的产区概念，更有甚者还有关于解放前茅台是如何助

力抗战的历史故事。这些内容虽然部分存在一定争议，但让品牌在消费者心目中的形象越发直观、具象、有历史感、有品质感。

2.2. 关于引领，直面“顶级领袖”的茅台一开始就站在顶峰

从行业的渠道演变来看，是从“酒店盘中盘”、到“烟酒店盘中盘”再到“消费者盘中盘”，中国绝大多数酒企，也都是按照这样的发展顺序进行营销发展的；甚至行业因此一直诟病茅台在渠道上精细化的不足。

但事实是，茅台的手段是最高明的，因为企业从一开始就瞄准了营销的根本——消费者心智认知。围绕顶级意见领袖的培育，茅台自始至终没有改变过：党政军公关。茅台大约从 03 年前后开始进行这一操作，通过多年针对顶级意见领袖，坚持不断的公关慰问活动，最终茅台在消费上游树立起强大的需求惯性，进而实现了对下游消费者的不断引领——从中游意见领袖、大中型企业逐级下沉，直到今天的全民追捧。

原因在于：茅台瞄准的是上游的绝对意见领袖，其他酒企瞄准的都是大众认知，核心意见领袖只是其中一个环节而已，而不是针对性的运作；等其他企业明白过来这个道理以后，茅台已经通过占据价位巅峰，形成了极强的认知壁垒，让其他品牌无缝可钻。战略视野之远瞻、营销认知之深刻，高下立判。

大道至简，茅台从一开始就选择了最佳营销路径，这也是茅台能够逐渐超越五粮液、甩掉五粮液的根源。对顶级意见领袖孜孜不倦的追求，就是茅台营销的根本；任何对茅台营销的解读，如果不能基于这一点，我们认为可能都是偏颇的。

2.3. 量价平衡，是茅台穿越周期、对抗任何风险的根本

如果中国有一个企业最先洞察出量价平衡的价值并应用于企业，我想很可能就是茅台，如果说茅台对于顶级意见领袖的公关解决了市场对于茅台销量的需求问题，那量价平衡就是解决了茅台的价格持续上升的问题，尤其是当竞争对手连续犯错、给了茅台充分成长空间的时候；两者相辅相成，共同打造出今天我们所看到的茅台。

早年茅台无论是量还是价，都曾远落后于五粮液；在 2013 年行业的困难时期，茅台的批价也曾一度跌至 820 元/瓶，也承受着任务完不成、经销商要求减量的巨大压力；但茅台挺过了最困难的时候，在行业回归以后，也没有急于快速放量，而是继续坚持供需紧缩，从而驱动批价不断上涨，并一举超越五粮液；这不仅仅让茅台在渠道端越发受追捧，也让其逐渐成为中国超高端白酒唯一的价值标杆。

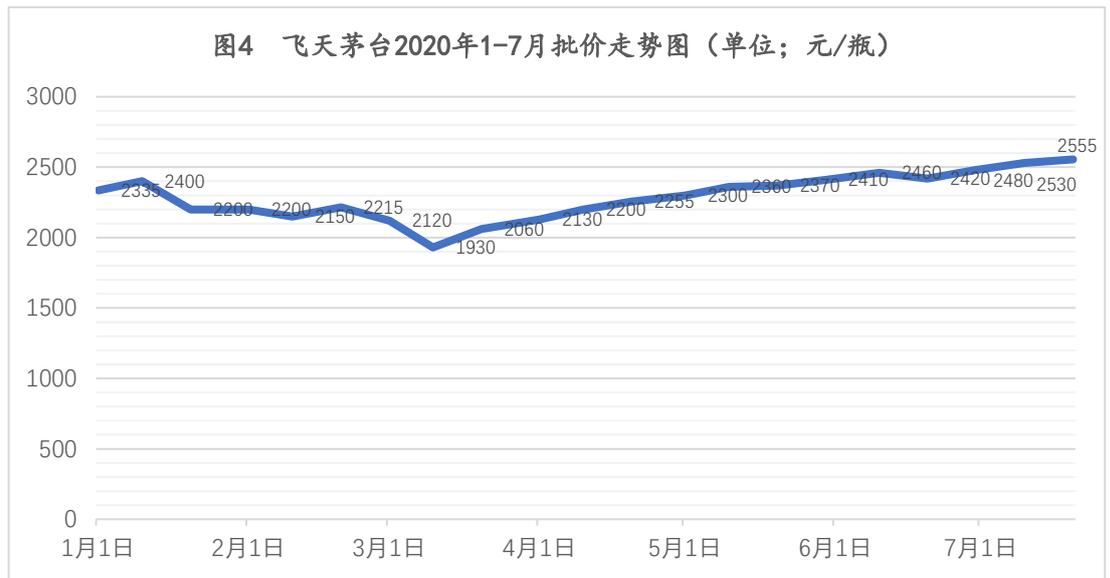
后来的故事大家都知道了，因为批价不断上升、品牌价值随之水涨船高、消费者越发追捧，其金融属性也开始形成，到目前为止，这在中国白酒行业可以说是独一无二的；而伴随居民消费能力的不断提升、顶级消费群对于茅台越发强烈的追捧，茅台日渐成为成为了全民都想要消费的奢侈品——既实现了高利润、又实现了高规模。自此茅台一飞冲天、市值破一万亿、破两万亿、甚至一度成为 A 股市值第一的企业，彻底成为中国独一无二、让其他品牌只能瞻仰的中国酒王。

3. 一骑绝尘，战略明确的茅台发展仍在提速

2020 年受到疫情影响的茅台，中间批价也曾一度从 2400 元快速跌落至 1800 元，但此时的茅台对于量价管理已经驾轻就熟，很快飞天茅台批价重回 2500 元。

批价重新站上 2500 元的茅台，背后也在不断酝酿量价的持续提升。无论是直营体系的扩张，还是坚持量价的平衡，又或者是核心意见领袖的持续引领，茅台都在为更长期更快的发展持续蓄力。

图4 飞天茅台 2020 年 1-7 月批价走势图 (单位: 元/瓶)



资料来源: wind, 华西证券研究所

4. 投资建议

预计公司 2020-2022 年营业收入实现 1000.81 亿元/1176.14 亿元/1365.12 亿元, 同比增长 12.64%/17.52%/16.07。实现归母净利润 471.76 亿元/561.06 亿元/657.27 亿元, 同比增长 14.49%/18.93%/17.15%; EPS 分别为 37.55 元/44.66 元/52.32 元, 对应 PE42.48 倍/35.72 倍/30.49 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

2020 年茅台 (含普飞、非标等高端产品) 计划量配额从 3.1 万吨增加至 3.45 万吨, 同比增长 11.30%; 从当前批价表现来看 (截止至 7 月 25 日普飞批价在 2500 元/瓶以上), 我们判断需求端茅台将全年保持旺盛, 年底销量增长目标可以顺利达成; 同时因为直营比例的增加, 我们认为吨酒价格也会提升; 综合判断, 我们认为 2020 年茅台全年收入端至少能够实现 12% 以上的增长。

同时因为 2020 年是我国脱贫攻坚的最后一年, 而茅台作为贵州当地的支柱产业, 自然承担着推动贵州脱贫的主要工作; 所以, 即便 2020 年不会提高出厂价, 那么在 2021 年茅台涨价的可能性, 我们判断会加强。因此, 我们对于 2021 年茅台的收入和利润预测, 引入我们对于涨价的假设。

2022 年茅台涨价节奏会相对放缓, 不过我们判断直营比例会继续增加并带动吨酒价格的继续提升, 同时为了满足社会需求其产能端我们认为也会加快释放, 因此综合判断 2022 年茅台仍然会保持量价齐升的态势。

表 1 茅台预测关键假设 (百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售收入	65487.37	75802.30	85141.15	100230.29	116898.59
YoY (%)	24.99%	15.75%	12.32%	17.72%	16.63%
茅台酒 (包括飞天茅台、非标产品等)					
销量 (吨)	32464	34562	37327.46	40500.29	44145.32
YoY (%)	7.48%	6.46%	8.00%	8.50%	9.00%
毛利率	95.23%	95.34%	95.64%	95.87%	95.23%

茅台系列酒	销售收入	8077.30	9542.26	11246.24	13495.49	15519.81
	YoY (%)	39.88%	18.14%	17.86%	20.00%	15.00%
	销量 (吨)	29,774	30082.84	33091.12	36400.24	40040.26
	YoY (%)	-0.43%	1.04%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	97.16%	97.28%	97.50%	97.67%	97.16%
其他业务	销售收入	3633.83	3509.77	3693.79	3888.29	4093.98
	YoY (%)	25.58%	-3.41%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
总计		77198.50	88854.34	100081.18	117614.06	136512.38
YOY		26.43%	15.10%	12.64%	17.52%	16.07%
整体毛利率		91.66%	92.39%	92.62%	93.14%	93.54%

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 2 可比公司估值比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			EPS (元)	
			TTM	2020E	2021E	2020E	2021E
600519.SH	贵州茅台	200,401,235.03	46.52	42.48	35.72	37.55	44.66
	中位值	16,903,697.11	41.96	39.02	31.84	5.12	5.80
	平均值	54,460,739.65	44.8	40.72	33.71	10.41	12.38
000858.SZ	五粮液	78,171,703.61	41.96	38.22	31.64	5.27	6.37
002304.SZ	洋河股份	19,611,941.83	26.63	25.40	22.45	5.12	5.80
600809.SH	山西汾酒	14,195,452.40	62.10	58.50	46.89	2.78	3.47
000596.SZ	古井贡酒	9,127,750.00	46.79	39.02	31.84	1.31	1.61

资料来源: wind, 华西证券研究所 (除贵州茅台外均采取万得一致预测, 日期截止到 2020.07.24)

5. 风险提示

- ①疫情超预期: 疫情持续超预期, 因为场景受限及购买力降低等原因, 消费需求被长期抑制。
- ②消费形态发生巨变: 消费形态再次发生巨变, 强烈影响需求。
- ③食品安全问题。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	88,854	100,081	117,614	136,512	净利润	43,970	50,294	59,815	70,071
YoY (%)	15.1%	12.6%	17.5%	16.1%	折旧和摊销	1,243	1,191	1,201	1,203
营业成本	7,430	7,386	8,070	8,818	营运资金变动	32	-3,770	-3,696	-4,537
营业税金及附加	12,733	14,512	16,819	19,385	经营活动现金流	45,211	47,964	57,568	66,986
销售费用	3,279	3,653	4,234	4,778	资本开支	-3,149	-2,536	-2,923	-3,048
管理费用	6,168	7,006	8,233	9,556	投资	0	0	0	0
财务费用	7	7	7	7	投资活动现金流	-3,166	-2,536	-2,923	-3,048
资产减值损失	0	1	1	1	股权募资	833	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	59,041	67,488	80,216	93,928	筹资活动现金流	-19,284	-25,124	-31,405	-35,174
营业外收支	-259	-250	-250	-250	现金净流量	22,761	20,304	23,241	28,764
利润总额	58,783	67,238	79,966	93,678	主要财务指标				
所得税	14,813	16,944	20,151	23,607	成长能力 (%)				
净利润	43,970	50,294	59,815	70,071	营业收入增长率	15.1%	12.6%	17.5%	16.1%
归属于母公司净利润	41,206	47,176	56,106	65,727	净利润增长率	17.1%	14.5%	18.9%	17.1%
YoY (%)	17.1%	14.5%	18.9%	17.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	32.80	37.55	44.66	52.32	毛利率	91.6%	92.6%	93.1%	93.5%
资产负债表 (百万元)					净利率	49.5%	50.3%	50.9%	51.3%
货币资金	13,252	33,556	56,797	85,560	总资产收益率 ROA	22.5%	22.8%	24.0%	24.7%
预付款项	1,549	1,640	1,735	1,834	净资产收益率 ROE	30.3%	29.8%	30.7%	30.8%
存货	25,285	27,116	29,185	31,408	偿债能力 (%)				
其他流动资产	118,938	119,085	119,229	119,441	流动比率	3.87	4.61	5.45	6.62
流动资产合计	159,024	181,396	206,946	238,243	速动比率	3.22	3.88	4.63	5.69
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.32	0.85	1.49	2.38
固定资产	15,144	16,333	17,682	19,086	资产负债率	22.5%	19.1%	16.3%	13.5%
无形资产	4,728	4,710	4,692	4,674	经营效率 (%)				
非流动资产合计	24,018	25,114	26,587	28,184	总资产周转率	0.49	0.48	0.50	0.51
资产合计	183,042	206,510	233,532	266,427	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	32.80	37.55	44.66	52.32
应付账款及票据	1,514	1,416	1,304	1,208	每股净资产	108.27	125.83	145.49	169.81
其他流动负债	39,580	37,975	36,699	34,792	每股经营现金流	35.99	38.18	45.83	53.32
流动负债合计	41,093	39,391	38,004	36,000	每股股利	0.00	20.00	25.00	28.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	73	73	73	73	PE	48.63	42.48	35.72	30.49
非流动负债合计	73	73	73	73	PB	10.93	13.34	11.53	9.88
负债合计	41,166	39,464	38,076	36,072					
股本	1,256	1,256	1,256	1,256					
少数股东权益	5,866	8,984	12,693	17,037					
股东权益合计	141,876	167,046	195,456	230,354					
负债和股东权益合计	183,042	206,510	233,532	266,427					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：

华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：

华西证券食品饮料高级分析师，曾就职于产业营销咨询公司北京盛初，并服务于国内多家上市酒企；并曾就职于古井贡酒及负责相关业务工作，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

王厚：

华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。