

大众强劲需求确定性推动茅台基本面大反转

公司简报

◆茅台已经顺利进入大众需求主导的黄金时代:

茅台 2014 年将是进一步确认进入大众需求主导的时代,今年茅台厂家和经销商将进一步通过价格和渠道两个方面实现对大众消费群的覆盖和拓展,茅台大众消费在 2013 年预计增长 40%以替代政务消费的大幅度,预计 2014 年茅台将继续在大众价位发力。

针对近期茅台股价的上升,我们认为这是一个重大的反转,而不是股价的短期反弹,建议投资者战略性布局,茅台未来五年受大众高端消费驱动,基本面将显著好于过去十年,这一轮的成长将更为健康,增长来源更加贴近真实消费。

◆有别于市场的看法:

1、茅台 2013 年大幅度降价后,大众需求基本替代了政务消费下滑,2014 年大众消费提升将在收入的增长上直接体现,预期茅台的大众客户群在经销商、电子商务推动下呈现几何级数增长,预期全年收入增长 12.9%。

2、预计中国人均 GDP2014 年达到 7300 美元,经验来看高端消费将快速增长。中国城镇 20%高收入组达到 1.2 亿人口,其将直接成为高端茅台的潜力消费群,假设未来 5 年茅台年度提价 5%,那么城镇居民月度收入/茅台出厂价格将达到 3.3 瓶的历史高点,居民消费茅台能力持续提升。

茅台到 2018 年的极限产能只有 35000 吨,未来五年年度销量 CAGR 最大值 13.8%,茅台的稀缺性将难以满足大众需求的强劲增长,预计茅台未来五年年度提价 5%可有效解决品牌高端和市场稀缺性问题。

3、茅台在高端市场的竞争力将继续反映到市场份额的提升上,目前其高端市场占比只有 40%,随着市场的扩容和茅台渠道的渗透,市场份额预期持续提升。茅台品牌竞争力和产品力是支撑茅台放量扩容的核心。

◆维持“买入”评级,6个月目标价 214 元:

预期茅台 2014 年净利增 14.2%,EPS16.25 元,上调 6 个月目标价至 214 元,维持“买入”评级,战略性布局贵州茅台时机已到。

◆风险提示:

如果中国经济出现较大的滑坡,茅台业绩将难以符合预期

业绩预测和估值指标

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	18,402	26,455	29,227	33,000	39,536
营业收入增长率	58.19%	43.76%	10.48%	12.91%	19.80%
净利润(百万元)	8,763	13,308	14,769	16,866	20,318
净利润增长率	73.49%	51.86%	10.98%	14.20%	20.47%
EPS(元)	8.44	12.82	14.23	16.25	19.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.06%	38.97%	34.95%	32.87%	32.42%
P/E	17	11	10	9	7

买入(维持)

当前价/目标价:142.90/214.00 元

目标期限:6个月

分析师

邢庭志 (执业证书编号:S0930513030001)
22169078
xingtzt@ebsecn.com

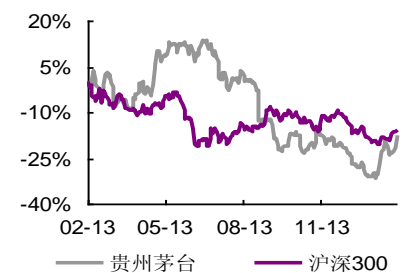
联系人

刘颜
021-22169108
liuyan@ebsecn.com
杨衡峰
021-22169310
yanghenfeng@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股):10.38
总市值(亿元):1483.56
一年最低/最高(元):118.01/207.17
近3月换手率:18.16%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	16.40	1.97	-4.25
绝对	20.33	-0.38	-21.43

相关研报

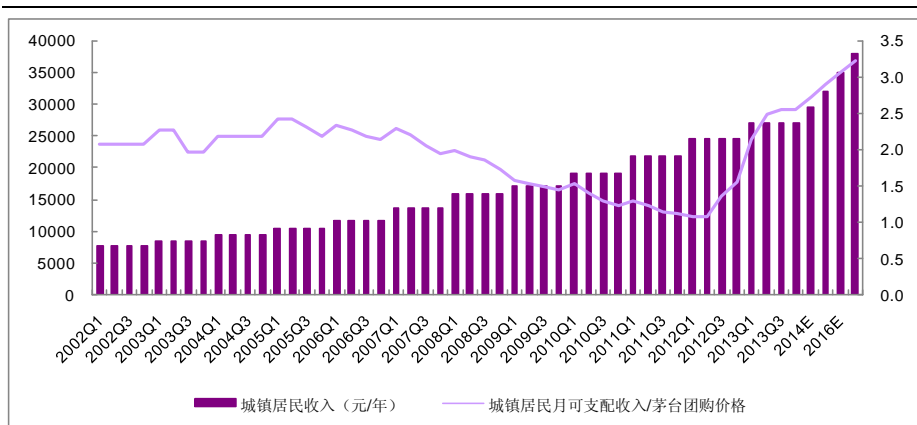
大众消费转型效果开始显现,预判一季度有 20%收入增长
..... 2014-01-20
顶级产品力推动团购渠道和消费群快速扩张
..... 2014-01-20
坚定推进营销体系市场化改革
..... 2013-07-22

1、大众高端消费崛起推动茅台转型放量增长

1.1、居民收入增长强劲，大众对茅台需求快速上升

白酒作为中国本土最具有品牌竞争力的品类之一，消费升级的步伐基本没有停止过。过去的推动力主要来自政府主导的投资和自主采购需求，从茅台的价格的增加的幅度和居民购买茅台的能力上可以逻辑性地推断，即居民购买茅台的直接付费能力是在下降的。

图 1：城镇居民收入与茅台酒价格及购买力比较

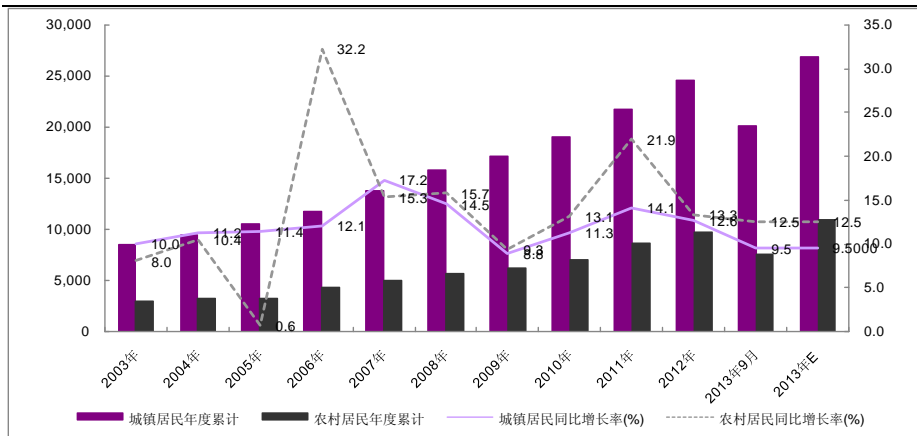


资料来源：iFinD，光大证券研究所

但是从2013年开始，随着习李政府打击腐败和三公消费，茅台的传统消费群和用途需求快速衰落，而茅台价格体系更加亲民，短期内茅台经销商低价倾销，绝大部分传统经销商和厂家一道借助茅台的产品力打开大众高端消费市场。

随着居民收入水平的提高和短期茅台市场的切换，消费者实际的购买能力在显著提升，到2014年居民月收入可购飞天茅台酒的数量达到了2.7瓶，这一购买力达到了过去十年的新高，假设茅台出厂价格年度持续提升5%，并预计到2016年这一数值达到3.2瓶，大众需求预期持续旺盛。

图 2：中国城乡居民年度可支配收入和现金收入稳步增长



资料来源：iFinD

随着茅台价格的下跌，大众消费在2013年4个季度内基本实现了对政府和投资投机需求的替代。从而实现了茅台2013年核心品牌飞天茅台销量的稳定。

茅台的需求正在较为旺盛地打开，在销售上已经较为强劲地开始实现大众需求主导的增长放量。到 2013 年，茅台大众需求占比预计已经达到 88%，并且预期进一步上升接近 100%。

这一过程中较为确定的是在整体销量基本持平的背景下，茅台的大众需求即非政府需求预期增长达到 46%，这包含了因价格的大幅度下降所带来的消费群的快速上升，茅台转型大势已定，方向明朗，基本成功。

表 1：茅台政府相关和非政府的大众需求比例测算

贵州茅台(高 低度)	政府相关占 比	销量(吨)	销量增速	非政府相关 占比	销量(吨)	销量增速	总量(吨)	整体量增长	新增量(吨)
2012 年假设	40.0%	6,458	20.0%	60.0%	9,687	25.0%	16,145	20.0%	2691
2013 年假设	12.0%	1,931	-70.1%	88.0%	14,159	46.2%	16,090	-0.3%	(55)
2014 年假设	6.5%	1,200	-37.8%	93.5%	17,274	22.0%	18,474	14.8%	2384
2015 年假设	4.7%	1,000	-16.7%	95.3%	20,384	18.0%	21,384	15.7%	2909
2016 年假设	4.0%	1,000	0.0%	96.0%	24,053	18.0%	25,053	17.2%	3669
2017 年假设	3.5%	1,000	0.0%	96.5%	27,661	15.0%	28,661	14.4%	3608

资料来源：光大证券研究所

那么这一趋势可以持续吗？我认为是可以的，这一轮大众需求的快速崛起发出了三个重要信号：

1、茅台的需求潜力一直没有释放，从简易的逻辑来看只要能够将价格保持在 900 元附近，市场的需求是在释放的。从 2014 年春节来看，情况更是如此，市场需求较为强劲，经销商普遍反映销量增长 15-20%，基本面在快速改善，库存和 2013 年春节比较大幅度下降，或者基本没有库存。

2、茅台酒的销售渠道可以持续快速转型。由于大众需求的消费者分散在社会各个角落，较为零散，随着茅台的降价，虽然并不彻底，茅台通过顶级产品力的优势达到了渠道快速跟进调整的效果。

3、相对于竞争对手，茅台的表现独树一帜，充分体现了茅台产品力的强大，其在高端市场的占比逐步提高表明了高端消费群对其品质的追逐，大众特别是中产消费群对茅台品牌充分认可。

表 2：高端白酒行业销量预测和茅台的市场占有率预测（2014 年 2 月调整）

年度	政府 相关占比	销量(吨)	销量增速	非政府相 关占比	销量(吨)	销量增速	总量(吨)	整体增长	高端酒市 场新增量 (吨)	茅台新增 量(吨)	茅台新增 占比(%)	茅台销量 预测	茅台高端 市场占有率
2012 年假设	40%	20360	20%	60%	30540	25%	50900	23.50%	9685	2333	24.1%	16,145	31.7%
2013 年假设	10%	4000	-80%	90%	36000	18%	40000	-21.41%	-10900	(500)	4.6%	16,090	40.2%
2014 年假设	8%	3506	-12%	92%	40320	12%	43826	9.57%	3826	2384	62.3%	18,474	42.2%
2015 年假设	6%	2882	-18%	94%	45158	12%	48041	9.62%	4215	2909	69.0%	21,384	44.5%
2016 年假设	5%	2662	-8%	95%	50577	12%	53239	10.82%	5199	3669	70.6%	25,053	47.1%
2017 年假设	4%	2662	0%	96%	56647	12%	59309	11.40%	6069	3608	59.4%	28,661	48.3%

资料来源：光大证券研究所

从 2013 年开始，茅台的市场份额预计从 31.7% 提升到 40.2%，并将继续实现强势提升。在假设行业 2014 年继续按照 9.6% 的速度增长的背景下，茅台的市场份额继续提升到 42.2%。

茅台市场份额的提升是内在品牌和产品力的优势所表现出来的结果。

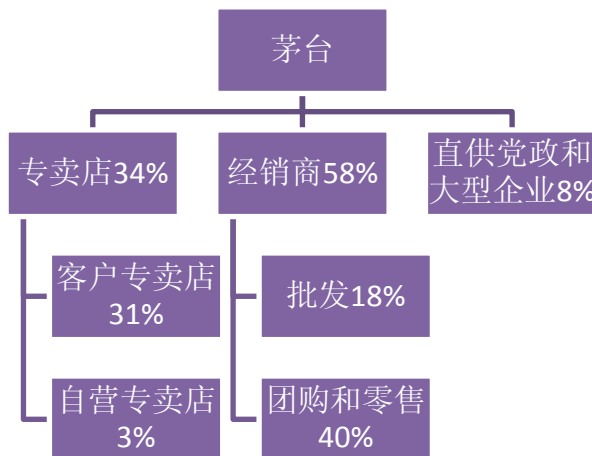
1.2、渠道将彻底扁平，团购渠道将直接对接客户

1、整体高端白酒消费群将在价格调整后以几何级数增加

茅台过去的主要客户群为党政军，包括大量的礼品市场和相关宴请。由于茅台的稀缺性，茅台的高价格是必然的结果。

随着原有党政军客户需求的大幅度缩水到一个极小的比例，预计到政务消费比例 2014 年下降到 8%，那么大众需求将形成绝对主力，茅台的大众客户群在大幅度增加，从而形成了对原有政务消费群的快速有效替代。

图 3：茅台现有渠道分析



资料来源：光大证券研究所 经销商调研

茅台的价格还有较大的实质性下降，随着团购比重的进一步增加，茅台大的客户群还将进一步增加。

目前占比茅台销量较大的各大商超和烟酒行的实际成交价格基本在 950-1100 左右，电商企业京东商城也达到 1159 元，而茅台酒的出厂价格只有 819 元，整个渠道还有较大的价格下降空间以实现茅台更大幅度的放量。

表 3：飞天茅台 53 度各个渠道的价格和高价格原因（出厂价 819 元）

渠道	消费者付款价格	不能进一步降价原因或者低价原因
茅台直供	999	茅台为了维护经销商利益 2012 年之前的市场高价格，2013 年未调整
商超	1100-1519	渠道自身的原因，部分大型卖场已经开始松动，例如沃尔玛降价到 1159 左右
茅台直营店	1519	传统僵化思维，保持价格标杆
茅台经销商专卖店	1519 团购 1000 左右	厂家价格规定 团购价格较高源于在中小城市较为稀缺
烟酒店	950	房租原因 市场价格不透明，也开始跟随降价
经销商团购	900-950	厂家基本放松管制，针对团购客户
北上广深二批商	880-900	批发价格较低 850 元左右，以客户需求和高周转、优质服务为导向

资料来源：光大证券研究所调研整理

可以看出目前茅台除部分大城市的销售价格较低外，和出厂价格 819 元比较，我们预期整体价格下降到 900 元将可以满足各级渠道的利润需求（除商超卖场）。

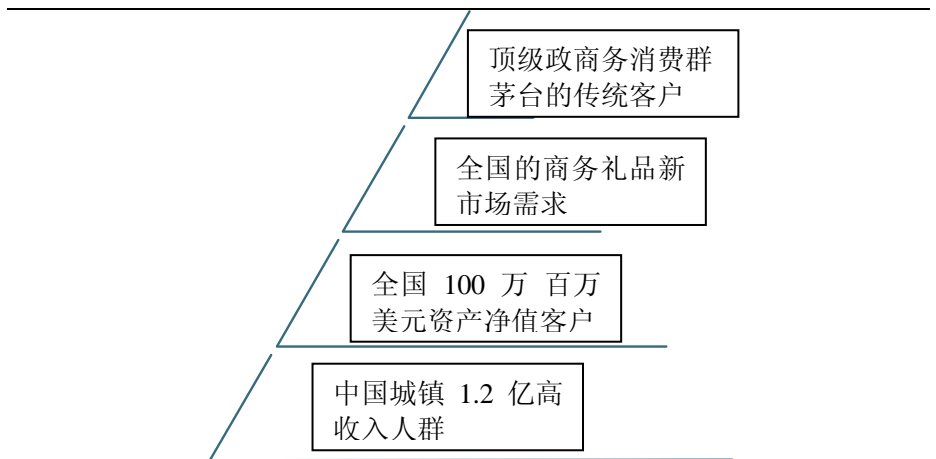
那么茅台未来的消费群在哪里呢？

随着茅台的价格达到城镇居民月收入可以购买 3.2 瓶的水平，毫无疑问，中产阶层正在成为茅台未来的潜力消费群，作为一种轻奢奢侈品，代表了特定场合和对于特定对象的用途。

这样的人群数量巨大，我们按照 2013 年国家统计局公布的数据，中国的城镇高收入组的人均收入达到 56389 元/年，整体数量达到 1.2 亿左右。

我们假设这 1.2 亿高收入人群中年度有 10% 消费一瓶茅台，那么年度消费需求也将达到 1200 万瓶，相当于 6000 吨的潜在需求。

图 4：茅台的潜力消费群分布



资料来源：国家统计局 瑞银集团 2013 年全球财富报告 光大证券研究所

目前茅台的价格现状反应了市场能够消化茅台平稳的供给增加，预计高低度茅台酒全年在 18470 吨。

假设茅台零售价格能够达到 880 元，那么茅台的销量预计将继续大幅度提升，从而实现对大众消费群的真正覆盖，目前来看市场上茅台似乎没有必要进行大幅度降价，市场已经达到了均衡。

2、茅台在高端酒中的竞争力开始显现，进而推动茅台市场份额的持续提升。

在整个高端市场，茅台的竞争力将继续显著提升，市场份额在快速提升。相对于竞争对手，茅台在高端具有压倒性竞争优势。

1) 茅台作为酱香龙头，具有足够的差异化和产品力拥有高端定价权，这一竞争优势正在大众需求时代推动公司获得压倒性的市场份额和对新增需求的主导占有。

2) 茅台的定位为高端市场，其年份酒和飞天茅台分别代表了奢侈品和高端品牌的准确定位，缺乏同质化的有效竞争对手。

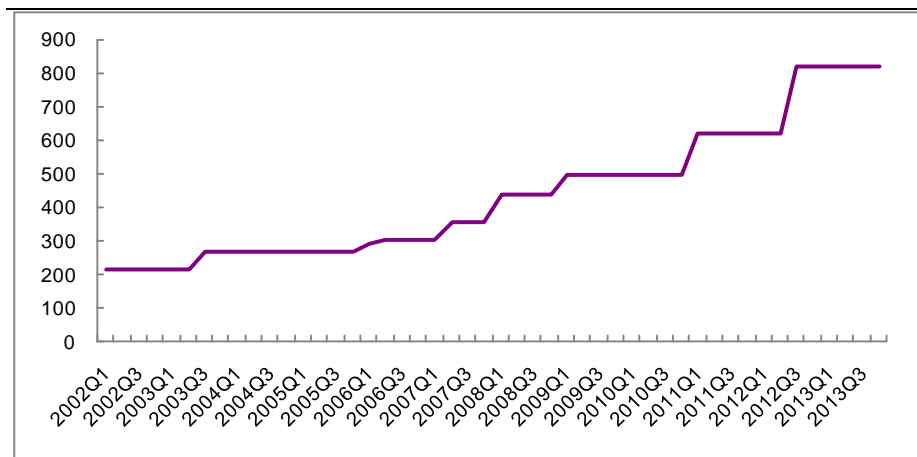
3) 公司的渠道为大量的中小经销商，整体转型的难度较小，渠道的张力较强，在向大众价位转型过程中，渠道才刚刚开始发力。

2、茅台正在转型进入以量为主的黄金增长阶段

2.1、茅台进入以放量主导的大众需求主导阶段

在过去十年的成长过程中，茅台的客户主要是政商务的刚性需求，同时受制于茅台的产能限制，茅台的增长只能以零售价格上涨带动出厂价格上涨，形成以价为主以量为辅的饥饿营销模式。

图 5：茅台酒的出厂价格变化



资料来源：上市公司公告 光大证券研究所

茅台从 2002 年到 2013 年，出厂价格年度提升 12.7%，而茅台的销量年度增长幅度为 9.6%，可见提价是过去 11 年茅台增长的核心驱动力，这种提价包含茅台年份酒增长到 2013 年约 30 亿销售额。

在大众需求的时代，茅台的消费是一种消费升级驱动，而不是过去的政商务礼品需求主导下的第三方付费模式。

在大众需求背景下，茅台未来 5-10 年的主要增长需要通过销量实现消费者价值的提升。

表 4：

年度	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
茅台基酒产能	21359	25760	27671	31411	35164	36541	43855	43856	45000	48000	50000
茅台酒(基酒)可投放量	7553	8342	11432	14584	18420	21359	25760	27671	31411	35164	36541
年度销售基酒吨数	10195	10930	13700	16145	16090	18479	21237	24291	27783	30562	33618
可能剩余基酒吨数	64344	79174	93145	108411	127484	145546	168164	187729	204946	222384	238766
自制半成品价值(万元)	227977	301646	391542	492170	625064	720707	850056	970899	1085743	1211372	1338833
平均基酒成本(元/吨)	35431	38099	42036	45399	49031	52953	57189	61764	66706	72042	77805
基酒成本增速(YOY)	9.6%	7.5%	10.3%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%

资料来源：光大证券研究所

未来五年茅台酒可投放量预期可以达到年度增长 13.8% 的极限值。

而大众需求根据分析，随着消费群的增长，未来五年茅台酒的需求将呈现几何级数增长，我们认为在保持年度 5% 的提价背景下，即到 2018 年茅台酒的出厂价格达到 1045 元/瓶，零售价格达到 1150 元左右。这一价格可以部分抑制无法满足的大众需求。

随着经济发展，茅台的实际提价超预期将来自于大众需求的超预期增长。

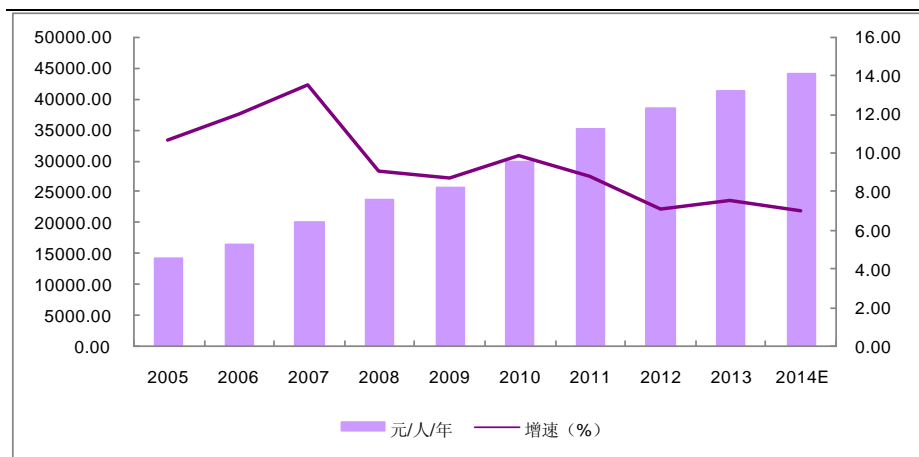
综合来看，未来五年茅台实现年度放量 10%，提价 5%，综合实现 15% 的年度收入和利润增速较为确定。

2.2、茅台可以继续提价

如果茅台不适度提价，那么随着 1.2 亿中产阶层年度收入 8-10% 的增长，茅台酒的产能显然难以满足，从过去茅台 10 年的提价逻辑来看，需求将持续推动终端价格的上升，而价格的上升又带动了茅台提价的信心和最终的市场提价决策。

茅台目前在中国的渠道布局还无法满足市场的需求，随着电子商务的发展和扩张，茅台的大众市场需求将持续旺盛，新渠道特别是茅台经销商客户结构的转型将带来全新的大众消费基础。

图 6：中国人均 GDP 变化，到 2014 年为 7300 美元



资料来源：国家统计局

到 2014 年，预计人均 GDP 将达到 7300 美元，根据这一数值，经验来看中国的高端奢侈品和轻奢品将进入年度 15-20% 的快速成长期。

2013 年底，我们调研了主要的茅台经销商，调研为何茅台大众市场能够实现 40% 以上的销量增长，得出的结论是茅台大众客户群数量增长了 2 倍以上，并且还在快速增长，随着茅台市场和大众需求能力的提升，未来两年，1000 元以下的茅台市场持续快速增长。

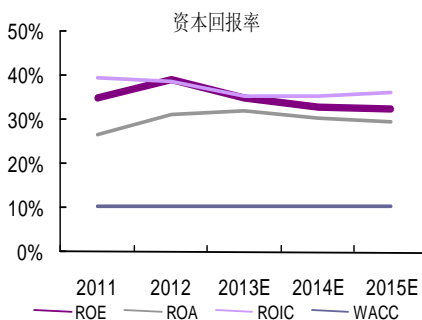
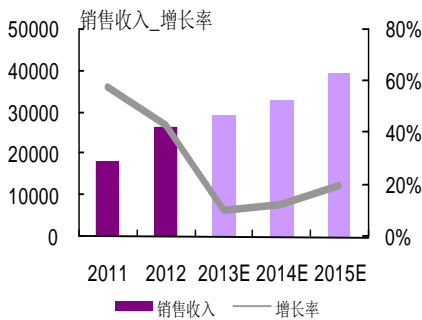
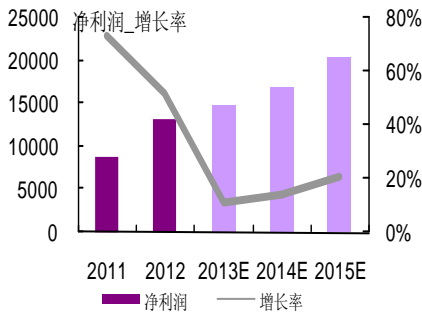
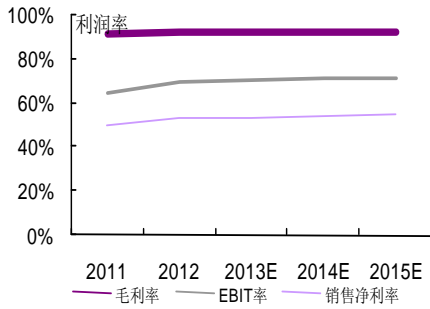
2.3、案例：从高端汽车看大众高端消费的品质面子需求

高端汽车作为一个典型的品质和面子需求，和高端白酒有相似的增长逻辑，茅台酒也是中国成功人士和中产阶层在酒类消费中的核心升级方向。

《法兰克福周日新闻》报道，宝马 2014 年 1 月在华销量增长 22.2%，再创新高。奥迪中国销量增长 20.3%。

中国的高端汽车今年持续热销的背后是中国高端消费品已经进入一个较为黄金的增长阶段。

茅台作为民族品牌中具有顶级产品力的高端面子和品质消费品，将充分享受中国大众高端白酒的持续稳健增长。



利润表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	18,402	26,455	29,227	33,000	39,536
营业成本	1,551	2,044	2,196	2,524	2,926
折旧和摊销	348	435	582	696	808
营业税费	2,477	2,573	2,397	2,673	3,163
销售费用	720	1,225	1,564	1,716	2,056
管理费用	1,674	2,204	2,426	2,739	3,282
财务费用	-351	-421	-421	-554	-729
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	3
营业利润	12,336	18,831	21,073	23,905	28,842
利润总额	12,335	18,700	20,827	23,906	28,843
少数股东损益	487	700	851	1,064	1,314
归属母公司净利润	8,763.15	13,308.08	14,768.92	16,865.78	20,318.23

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总资产	34,901	44,998	48,869	59,527	72,972
流动资产	27,830	36,225	38,872	48,225	60,478
货币资金	18,255	22,062	25,578	32,967	42,796
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2	18	5	5	6
应收票据	252	204	292	314	356
其他应收款	47	138	44	50	59
存货	7,187	9,666	10,538	12,114	14,042
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	60	50	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	5,426	6,807	8,357	9,664	10,932
无形资产	808	863	819	779	740
总负债	9,497	9,544	4,459	4,997	5,775
无息负债	9,497	9,544	4,459	4,997	5,775
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	25,403	35,454	44,410	54,530	67,197
股本	1,038	1,038	1,038	1,038	1,038
公积金	4,016	4,411	4,411	4,411	4,411
未分配利润	19,937	28,700	36,805	45,861	57,214
少数股东权益	412	1,304	2,155	3,219	4,533

现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	10,149	11,921	12,206	16,642	20,062
净利润	8,763	13,308	14,769	16,866	20,318
折旧摊销	348	435	582	696	808
净营运资金增加	5,464	11,387	6,572	4,634	7,201
其他	-4,427	-13,209	-9,717	-5,554	-8,265
投资活动产生现金流	-2,120	-4,199	-2,447	-1,997	-1,997
净资本支出	-2,184	-4,212	-2,500	-2,000	-2,000
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	60	8	53	3	3
融资活动现金流	-2,662	-3,915	-6,243	-7,256	-8,236
股本变化	94	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	2,459	47	-5,085	538	778
净现金流	5,366	3,807	3,516	7,389	9,829

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	58.19%	43.76%	10.48%	12.91%	19.80%
净利润增长率	73.49%	51.86%	10.98%	14.20%	20.47%
EBITDA/EBITDA 增长率	69.62%	52.81%	12.68%	13.25%	20.27%
EBIT/EBIT 增长率	71.57%	53.62%	12.18%	13.07%	20.39%
估值指标					
PE	17	11	10	9	7
PB	6	4	4	3	2
EV/EBITDA	12	8	7	6	5
EV/EBIT	12	8	7	6	5
EV/NOPLAT	16	11	10	8	7
EV/Sales	8	6	5	4	4
EV/IC	6	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	91.57%	92.27%	92.49%	92.35%	92.60%
EBITDA 率	67.00%	71.22%	72.64%	72.86%	73.14%
EBIT 率	65.11%	69.58%	70.65%	70.75%	71.10%
税前净利润率	67.03%	70.69%	71.26%	72.44%	72.95%
税后净利润率 (归属母公司)	47.62%	50.30%	50.53%	51.11%	51.39%
ROA	26.50%	31.13%	31.96%	30.12%	29.64%
ROE (归属母公司) (摊薄)	35.06%	38.97%	34.95%	32.87%	32.42%
经营性 ROIC	39.54%	38.49%	35.46%	35.30%	36.35%
偿债能力					
流动比率	2.94	3.80	8.75	9.69	10.51
速动比率	2.18	2.79	6.38	7.25	8.07
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	8.44	12.82	14.23	16.25	19.57
每股红利	4.00	6.42	7.52	8.64	10.42
每股经营现金流	9.78	11.48	11.76	16.03	19.32
每股自由现金流(FCFF)	1.62	-1.32	6.74	11.15	12.22
每股净资产	24.07	32.89	40.70	49.42	60.36
每股销售收入	17.73	25.48	28.15	31.79	38.08

资料来源：光大证券、上市公司

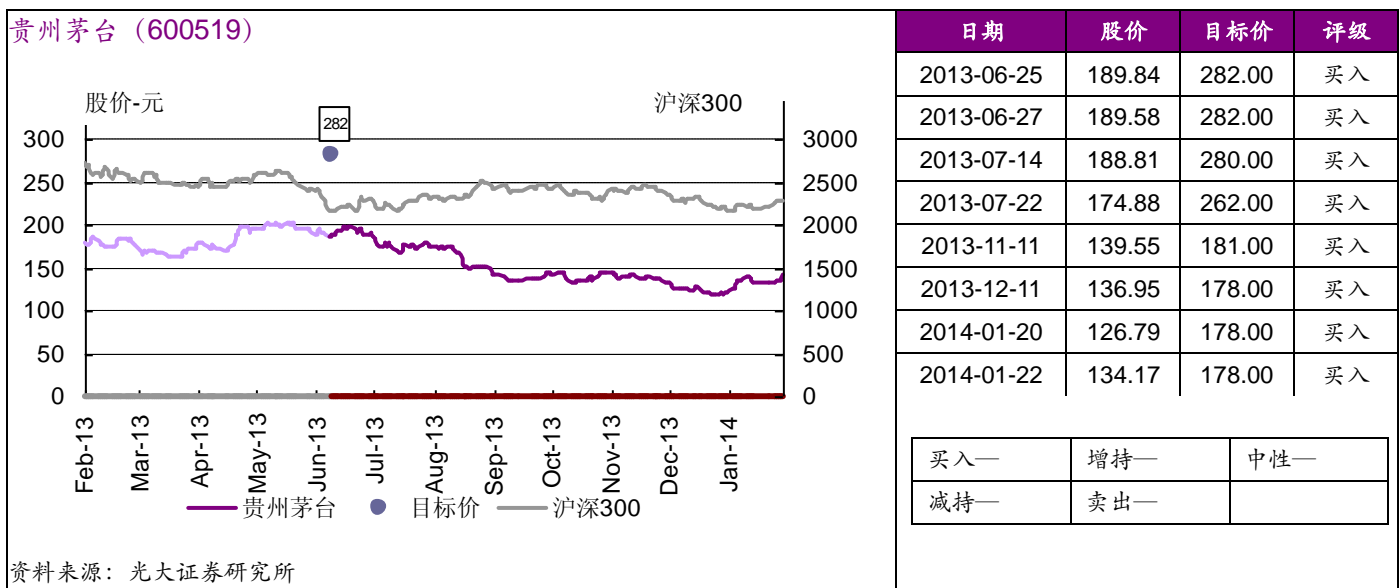
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邢庭志，合肥工业大学管理学学士；2007-2011 年任职于北京盛初咨询公司，咨询部高级合伙人，专职酒类等消费品企业战略和营销咨询；2011-2012 年任职于齐鲁证券食品饮料分析师；2012 年 5 月加入光大证券。优势：熟悉消费品产业的运营模式和增长框架，特别是对企业的成长能力有较为深入的研究和实务解决方案的多年经验，与消费品公司及其高层、大型经销商以及行业专家有深度的联系和沟通。优势板块：白酒、葡萄酒、啤酒、乳业、黄酒、国际酒类公司 优势公司：山西汾酒、金种子酒、洋河股份、酒鬼酒、张裕 A、青岛啤酒、五粮液、泸州老窖

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 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%至 15%；
 - 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；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青(总经理)	010-56513035	-	wanghq@ebsecn.com
	孙威(执行董事)	010-56513038	-	sunwei@ebsecn.com
	郝辉	010-56513031	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-56513050	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-56513153	-	liangchen@ebsecn.com
上海	严非(执行董事)	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	-	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	-	fengcheng@ebsecn.com
	任静雯	021-22169131	-	renjingwen@ebsecn.com
	席代昭	021-22167056	-	xidz@ebsecn.com
	深圳	黎晓宇(副总经理)	0755-83553559	-
黄鹏华(执行董事)		0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com
李潇		0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83551458	-	luodj@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(副总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	顾超	021-22167106	18616658309	guchao@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com

	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com
--	-----	--------------	-------------	----------------