

估值最便宜的大众高端消费股，攻守兼备

■将时间轴拉长看，茅台基本面环比改善趋势明显：我们回顾了自2012年10月反腐以来三个重要旺季前后茅台销售情况，发现在“反腐常态化”的环境下，茅台正逐渐走出低谷，销售端可以看到环比好转迹象。我们认为在广大经销商已经认清形势的情况下，厂家和经销商正在重新寻找一条新的路子——在行业步入稳定增长周期中，用强大的品牌力为转型赢得时间，用品牌竞争力加强厂商合作纽带，用品牌竞争力赢得大众消费的市场。

■现阶段，茅台基本面下行风险不大，量价匹配关系已基本被探寻到：

- 基本面继续下行风险不大：考虑到目前股价尚不足 10X14PE，投资茅台的安全边际是存在的；
- 14 年茅台转型大众消费品的市场销量与品牌价格已进入匹配阶段，我们判断 13 年是茅台在严厉“反腐”元年的背景下，积极探索自己产品量价平衡点的过程。目前有两个结论已基本清晰：1，大众白酒需求并不会因为反腐运动而消失；2，13 年经历了放量、降价后，茅台始终没有出现批发价倒挂，大部分时间批发价能稳定在 900 附近，这一点就是目前 1.6 万吨飞天茅台应该对应的市场价格，茅台的探底成功。

■大众高端消费市场 13 年增长良好，得益于新兴中产阶级崛起及高净值人数的增长：2013 年 coach、奥迪 A4L、奥迪 A6L、宝马 5、奔驰等深受以上两个阶层喜爱的品牌在中国大陆市场的增速分别为 45.3%（销售额）、20%（销量）、15.3%（销量）、17.5%（销量）、11%（销量）。未来随着收入水平的不断提升，以及中国收入分配结构由哑铃型继续向纺锤型演变，茅台的消费人群还将继续增长。

■茅台已基本证明转型成功，品牌拉力可确保公司未来实现稳定增长：未来茅台需要做的就是依靠品牌力保证经销商走量以及获得合理盈利水平，就能战胜反腐带来的高端酒销售崩塌的现实，转变成大众的高端酒第一品牌。春节期间大众高端消费在飞天茅台降到 900 元时放量，证明即便没有政商需求，大众需求可以消化茅台酒目前的发货量，茅台依靠的是品牌拉力成功实现转型。对于未来，我们的看法是随着新兴中产阶级及高净值人群数量的增长，所有大众高端品市场都将迎来发展机会，茅台亦是其中一员，公司步入由大众消费驱动的稳定成长期。

■盈利预测、估值和投资建议：预计 2013-2015 年收入分别为 312.9 亿、335.9 亿和 368.9 亿，YOY 分别为 18%、7%和 10%；净利润分别为 153.7 亿、164.8 亿和 181.3 亿，YOY 分别为 16%、7.2%和 10%。EPS 分别为 14.8 元、15.9 元和 17.5 元，上调 6 个月目标价至 200 元，对应 13X14PE。

■风险提示：消费增速低于预期、淡季销售情况低于预期带来批发价格不稳定。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	18,402.4	26,455.3	31,293.1	33,592.3	36,898.5
净利润	8,763.1	13,308.1	15,371.3	16,481.2	18,126.0
每股收益(元)	8.44	12.82	14.81	15.88	17.46
每股净资产(元)	24.07	32.89	40.77	49.01	58.04

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	14.1	9.3	8.1	7.5	6.8
市净率(倍)	5.0	3.6	2.9	2.4	2.1
净利润率	47.6%	50.3%	49.1%	49.1%	49.1%
净资产收益率	36.4%	39.5%	36.4%	32.2%	29.7%
股息收益率	3.3%	5.4%	5.8%	6.4%	7.1%
ROIC	169.5%	209.8%	129.7%	121.2%	121.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

200.00 元

股价 (2014-03-05)

159.84 元

交易数据

总市值 (百万元)	159,256.81
流通市值 (百万元)	159,256.81
总股本 (百万股)	1,038.18
流通股本 (百万股)	1,038.18
12 个月价格区间	118.76/202.44 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	16.87	22.52	2.00	
绝对收益	16.04	10.77	-12.20	

苏青青

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514020001
suqq@essence.com.cn
021-68765076

相关报告

历经坎坷，可能拥有更好的明天	2014-01-24
对集团 14 年目标及开发私人定制市场的点评	2014-01-21
度过最困难的时期	2013-04-18

■动态信息反映的预期之一——春节后批发价超预期的环比节前局部上涨：

➤ 春节前观点回溯：

- ✓ 2014 年春节前我们通过两份跟踪点评表达对茅台现阶段的观点：春节前一些迹象已经显示茅台基本面逐渐起底，且实际销售情况比市场预期的好：1，通过茅台集团 2014 年收入目标的指引，及我们对茅台报告分拆的分析判断，我们判断股份公司 14 年收入增速（不含私人定制酒）有 7%，加上新增市场，增速可以做到 11%，这一增长目标是高于市场对其“14 年没增长”的预期的；2，节前组织了上海、北京两地一级经销商电话会议，反馈节前销售情况良好，由于一季度大部分收入将由春节因素贡献，预计茅台一季度业绩能有两位数的增长。
- ✓ 当然，我们在《对集团 14 年目标及私人定制市场点评》报告中也指出，“谨慎原则下建议观察年后一批价情况”。

- 动态跟踪及点评：近期我们与几个一级经销商进行了电话沟通，节后茅台一批价并没有出现“预期中的下滑”，相反，环比节前还小幅上涨了 10-20 元，这一点与往年经验不同，且比市场及我们在节前对其预期要好。对此现象唯一合理的解释就是飞天茅台价格降到 900 附近时，越来越多的大众消费者出于对茅台品牌多年的认可以及收入水平的提升而逐渐转变为茅台的消费者。

■动态信息反映的超预期之二——茅台 13 年年报存超预期可能，预示 134Q 和 141Q 业绩可能超预期：

动态信息描述：1 月 18 日茅台集团董事长袁仁国首次对外披露，13 年茅台集团收入 402 亿（信息来源：新浪财经）。

- 数据分析：股份公司占集团收入比重 78%来算，预计股份公司 13 年收入可达 313 亿元，超过市场及我们的预测 13 个亿，显示 4Q 收入可达 94 个亿。

➤ 如何对 1Q 业绩做出预测？

- ✓ 13 年 3+4Q 收入为 172 亿元，扣除新增 3000 吨供应量对应 67 亿元的收入，原有体系 3+4Q 收入贡献 105 亿元；
- ✓ 1Q 收入=原有经销商均衡 4 个季度拿货贡献的收入+新增 3000 吨经销商转变为 819 出厂价贡献的收入=105/2+3000*1.83（819 出厂价对应的吨酒价格）*0.25（转化比例）/4+2500（4Q 预收款转变为 1Q 收入）=8074 百万元=81 个亿，同比 131Q71.6 亿增长 13%。
- ✓ 此外，考虑到 131Q 没有控货，而 132Q 茅台压了 1 个月的货，预计 142Q 收入增速会更高。

图 1：预计 13 年股份公司收入可达 313 亿，超过市场预期 13 个亿

	集团公司收入及目标 (亿元)	股份公司收入 (亿元)	股份公司收入占比	股份收入 YOY
2008	103	82.4	80%	
2009	127	96.7	76%	17%
2010	150	116.3	78%	20%
2011	237	184	78%	58%
2013E	402	314	78%	
2014E	450	351	78%	12%

数据来源：网络公开资料，安信证券研究中心

图 2：茅台单季度利润表拆分及 20134Q/20141Q 业绩预测表

单季度经营利润表基础数据	1Q	4Q	3Q	2Q	1Q
600519	2014/3/30	2013/12/31	2013/9/30	2013/6/30	2013/3/31
营业收入	8074	9,357	7,808	6,962	7,166
减:营业成本	7548	8748	508	451	481
营业税金及附加	903	1047	873	513	587
销售费用	378	438	366	516	284
管理费用	612	709	592	593	558
财务费用	-109	-126	-105	-124	-115
资产减值损失	0	0	0	-2	0
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	3	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,763	6,680	5,615	5,028	5,370
加: 营业外收入	0	0	28	0	0
减: 营业外支出	81	94	101	20	252
利润总额	5683	6586	5,542	5,008	5,118
减: 所得税	1538.811652	1783.452704	1,501	1,160	1,345
净利润(含少数股东损益)	4144	4803	4,041	3,848	3,773
减: 少数股东损益	242	281	219	193	180
归母净利润	3902	4522	3,822	3,655	3,593
股本数(股)	1,038,180,000	1,038,180,000	1,038,180,000	1,038,180,000	1,038,180,000
基本EPS	3.76	4.36	3.68	3.52	3.46
年度EPS		15.02	63%		4,965.79
单季度利润表盈利能力及成长能力分析					
600519	20141Q	20134Q	2013/3Q	20132Q	20131Q
单季度营业收入YOY	13%	43%	17%	-4%	19%
减: 单季度毛利率	93%	93%	93%	94%	93%
营业税金及附加/收入	11%	11%	11%	7%	8%
单销售费用率	5%	5%	5%	7%	4%
管理费用率	8%	8%	8%	9%	8%
财务费用率	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%
资产减值损失/收入	0%	0%	0%	0%	0%
加: 公允价值变动净收益/收入	0%	0%	0%	0%	0%
投资净收益/收入	0%	0%	0%	0%	0%
汇兑收益/收入	0%	0%	0%	0%	0%
营业利润率	71%	71%	72%	72%	75%
加: 营业外收入/收入	0%	0%	0%	0%	0%
减: 营业外支出/收入	1%	1%	1%	0%	4%
利润总额/收入	70%	70%	71%	72%	71%
减: 所得税/利润总额	27%	27%	27%	23%	26%
净利润(含少数股东损益)/收入	51%	51%	52%	55%	53%
减: 少数股东损益/收入	3%	3%	3%	3%	3%
归母净利润/收入	48%	48%	49%	52%	50%
股本数(股)					
基本EPS	3.76	4.36	3.68	3.52	3.46

数据来源：安信证券研究中心

■ 市场调研总结—将时间轴拉长来看，茅台的基本面环比改善趋势明显：

- 我们回顾了过去一年中（自 2012 年 10 月反腐以来），三个重要旺季前后茅台销售情况，一些能够反映销售动态的重要信息详见下表。
- 从表中可以看到，在“反腐常态化”的环境下，茅台正逐渐走出低谷，三个旺季高端酒的市场环境并没有任何改善的迹象，但是销售端可以看到环比好转迹象，记得我们在 13 年二季度时首次在市场上喊出茅台去库存周期结束，那时候由于市场出于对反腐运动依然心有余悸、媒体也在高举高打宣传各种茅台由顶点花落中经销商心声的宣泄，使得股价并没有与基本面变化及时匹配，市场争议不断。我们认为在广

大经销商已经认清形势，承认原来的风光将一去不复返的情况下，厂家和经销商正在重新寻找一条新的路子——在行业步入稳定增长周期中，用强大的品牌力为转型赢得时间，用品牌竞争力加强厂商合作纽带，用品牌竞争力赢得大众消费的市场。

图 3：茅台三个旺季销售情况对比来看，渠道动销正在环比改善

2014年春节前后VS2013春节前后			
	2013年春节	2013中秋节	2014年春节
节前批发价（元/瓶）	1200	850-900	880-900
节前两周价格变化	下降	小幅上涨	上涨
节后批发价（元/瓶）	1000	850-900	900-920
节后价格较节前变化	下降	下降	上涨
经销商心态	借助春节旺季尽快出货回笼资金	由于新增经销商加大了市场供应量，经销商预期价格存在不确定性，借助旺季尽快出货	市场库存不多，经销商对销售前景持乐观态度
政策舆情	反腐超市场预期	反腐持续，节前传媒专门强调不能送礼	反腐舆情没有放松迹象
企业年会	全面收缩	无	没有12年时多，但相比13年一些企业年会正常举行

数据来源：安信证券研究中心

■现阶段，茅台基本面下行风险不大，量价匹配关系已基本被探寻到：

- **基本面继续下行风险不大：**我们梳理了茅台 14 年所有可能的悲观预期，并一一做出分析判断，结果显示基本面在目前时点继续下行的风险并不大，考虑到目前股价尚不足 10X14PE，投资茅台的安全边际是存在的；
- 14 年茅台转型大众消费品的市场销量与品牌价格已进入匹配阶段，我们判断 13 年是茅台在严厉“反腐”元年的背景下，积极探索自己产品量价平衡点的过程，经过多次探寻，目前有两个结论已基本清晰：1，大众白酒需求并不会因为反腐运动而消失；2，13 年经历了放量、降价后，茅台始终没有出现批发价倒挂，大部分时间批发价能稳定在 900 附近，这一点就是目前 1.6 万吨飞天茅台应该对应的市场价格，茅台的探底成功。

■茅台的明天在哪里？

- 未来茅台需要做的就是伴随着中国新兴中产阶级以及高净值人群的不断增长，随着越来越多经销商的转型成功，以及在白酒总体表现平淡的情况下，依靠品牌力保证经销商走量以及获得合理盈利水平，就能战胜反腐带来的高端酒销售崩塌的现实，转变成大众的高端酒第一品牌。

➤ 我们搜索了一些新兴中产阶级喜爱的消费品近几年销售额的变化，作为茅台市场前景的相关性指标。

- ✓ 各大豪华汽车品牌日前公布了 2013 年在华销量，盖世汽车网整理如下：

【奥迪】

奥迪去年全年在华销量创 491,989 辆新高，2012 年在华销量 405,838 辆，同比增幅为 21.2%。去年 4 月中国投产的 Q3 紧凑型 SUV 推动了奥迪销量增长，总计 42,501 名消费者选购了该车。奥迪 Q5 也以两位数比例增长。奥迪 A4L 去年在华销量同比提升 20.0%，达 120,450 辆。奥迪 A6L 则同比增长 15.3%，为 153,163 辆。

【宝马】

2013 年宝马集团在中国大陆市场累计交付 390,713 辆 BMW 和 MINI 品牌汽车，

同比增长 19.7%。其中，5 系依然是宝马家族的销售冠军，销量达 126686 辆，增长 17.5%，新 3 系的销量同比增长 59.3%，7 系共交付 25916 辆，X 家族总销量达 106377 辆，6 系增幅也超过 50%，X3 更以 98.4% 的增幅成为品牌增速冠军。MINI 品牌涨幅也超过两成。2013 年，MINI 品牌共交付车辆 28613 辆，增长 22.9%。其中，三门掀背车型 MINI 增长 14.3%，达 13084 辆。MINICOUNTRYMAN 全年售出 9138 辆，同比增长 40.5%。

【奔驰】

根据戴姆勒发布的数据，**2013 年旗下梅赛德斯-奔驰在华销量同比增长 11%**，近 23 万辆，2015 年预计将突破 30 万辆。

【沃尔沃】

沃尔沃汽车 2013 年在华实现销售 61,146 辆，同比增长 45.6%。2013 年被沃尔沃汽车视作亮剑之年，全年它共计投放 6 款车型。这一年，它不仅实现了销量的快速提升，同时完成了国产项目的落地，迈出了在华成长的关键步伐。随着 S60L 等国产车型的投放，沃尔沃今年在华有望迎来更大市场突破。

【凯迪拉克】

2013 年，通用汽车旗下豪华品牌凯迪拉克在华销量同比强劲增长 66.6%，达到 50,005 辆，创下了年度销量历史新高。SRX 继续成为凯迪拉克旗下最畅销的车型，其销量为 26,897 辆，同比增长 24.0%。凯迪拉克 XTS 在上市后第一年的销量达到了 20,101 辆。此外，去年 11 月份刚刚上市的凯迪拉克 ATS 当年销量为 2,154 辆。

【劳斯莱斯】

劳斯莱斯宣布其 2013 年全球销量同比小幅增长 1.5%，而在中国市场销量同比增长 11%。

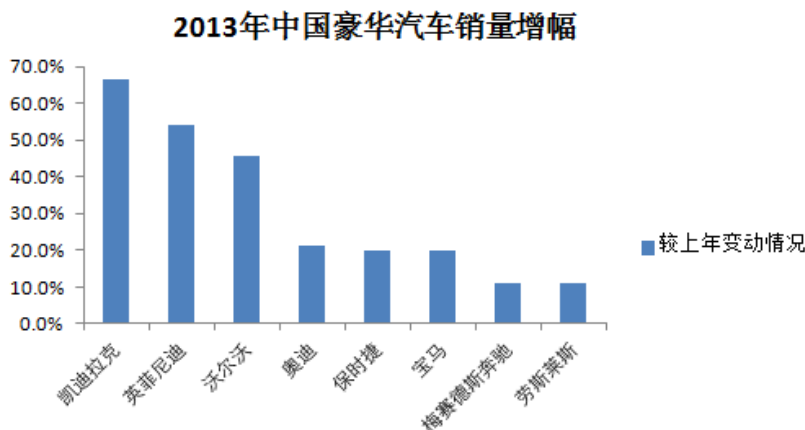
【保时捷】

2013 年，保时捷在华累计交付销量为 37,425 辆，对比 2012 年的 31,205 辆，同比增长 19.9%。12 月份，中国超过美国成为保时捷的最大单一市场，同比增幅高达 71.0%，从 1,937 辆提高到 3,312 辆。

【英菲尼迪】

2013 年，英菲尼迪在华销量为 17,108 辆，同比激增 54%。

图 4： 2013 年中国豪华汽车销量增幅

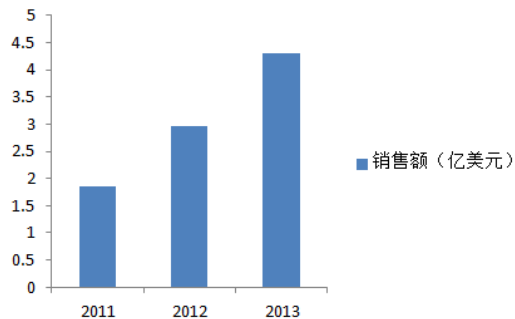


数据来源：盖世汽车网 http://auto.gasgoo.com/News/2014/01/10083258325860278135519_2.shtml，安信证券研究中心

图 5: Coach2013 年在大中华区销售额仍有 45.3%的提升 (单位: 亿美元)

年份	销售额 (亿美元)	较上年变动情况
2011	1.85	71.3%
2012	2.96	60.0%
2013	4.3	45.3%

Coach在华销售额变化



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2014年03月05日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	18,402.4	26,455.3	31,293.1	33,592.3	36,898.5	成长性					
减:营业成本	1,551.2	2,044.3	2,248.8	2,473.6	2,721.0	营业收入增长率	58.2%	43.8%	18.3%	7.3%	9.8%
营业税费	2,477.4	2,572.6	3,035.4	3,258.5	3,579.2	营业利润增长率	72.3%	52.6%	16.5%	7.1%	9.8%
销售费用	720.3	1,224.6	1,564.7	1,679.6	1,844.9	净利润增长率	73.5%	51.9%	15.5%	7.2%	10.0%
管理费用	1,673.9	2,204.2	2,503.4	2,687.4	2,951.9	EBITDA 增长率	69.7%	52.8%	18.5%	7.0%	9.7%
财务费用	-350.8	-421.0	-	-	-	EBIT 增长率	71.6%	53.6%	19.2%	7.1%	9.8%
资产减值损失	-2.5	3.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	72.6%	53.4%	19.3%	7.1%	9.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.9%	93.1%	14.6%	9.3%	-4.1%
投资和汇兑收益	3.4	3.1	3.0	3.3	3.5	净资产增长率	36.9%	39.6%	25.3%	21.2%	19.2%
营业利润	12,336.2	18,830.7	21,943.8	23,496.5	25,805.0	利润率					
加:营业外净收支	-1.5	-130.2	-370.0	-365.0	-365.0	毛利率	91.6%	92.3%	92.8%	92.6%	92.6%
利润总额	12,334.7	18,700.5	21,573.8	23,131.5	25,440.0	营业利润率	67.0%	71.2%	70.1%	69.9%	69.9%
减:所得税	3,084.3	4,692.0	5,393.5	5,782.9	6,360.0	净利润率	47.6%	50.3%	49.1%	49.1%	49.1%
净利润	8,763.1	13,308.1	15,371.3	16,481.2	18,126.0	EBITDA/营业收入	67.0%	71.2%	71.4%	71.1%	71.0%
						EBIT/营业收入	65.1%	69.6%	70.1%	69.9%	69.9%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	94	83	76	67	57
货币资金	18,254.7	22,062.0	29,362.0	37,378.6	48,351.5	流动营业资本周转天数	5	32	66	83	83
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	471	436	481	554	614
应收帐款	49.5	155.8	52.8	171.1	74.9	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
应收票据	252.1	204.1	369.6	246.2	430.2	存货周转天数	125	115	144	155	155
预付帐款	1,861.0	3,872.9	2,373.7	4,497.5	3,060.8	总资产周转天数	592	544	579	640	690
存货	7,187.1	9,665.7	15,320.6	13,538.6	18,206.5	投资资本周转天数	116	131	157	163	152
其他流动资产	225.2	264.6	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	36.4%	39.5%	36.4%	32.2%	29.7%
持有至到期投资	60.0	50.0	56.7	55.6	54.1	ROA	26.5%	31.1%	29.0%	27.2%	24.6%
长期股权投资	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	ROIC	169.5%	209.8%	129.7%	121.2%	121.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	5,426.0	6,807.3	6,439.2	6,071.1	5,703.0	销售费用率	3.9%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%
在建工程	251.4	392.7	392.7	392.7	392.7	管理费用率	9.1%	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%
无形资产	808.4	862.6	846.1	829.6	813.1	财务费用率	-1.9%	-1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.1%	11.4%	13.0%	13.0%	13.0%
资产总额	34,900.9	44,998.2	55,701.9	63,731.8	77,646.9	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	27.2%	21.2%	20.2%	15.5%	17.3%
应付帐款	1,088.5	1,735.3	1,637.4	1,891.4	2,027.8	负债权益比	37.4%	26.9%	25.3%	18.3%	21.0%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.94	3.80	4.22	5.67	5.22
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.18	2.79	2.86	4.29	3.86
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-34.17	-43.73			
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	9,497.5	9,544.2	11,261.5	9,866.3	13,459.4	DPS(元)	4.00	6.42	6.93	7.63	8.44
少数股东权益	412.2	1,304.4	2,113.4	2,980.8	3,934.8	分红比率	47.4%	50.1%	46.8%	48.1%	48.3%
股本	1,038.2	1,038.2	1,038.2	1,038.2	1,038.2	股息收益率	3.3%	5.4%	5.8%	6.4%	7.1%
留存收益	23,953.0	33,111.5	41,288.9	49,846.5	59,214.4						
股东权益	25,403.4	35,454.0	44,440.4	53,865.5	64,187.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	8.44	12.82	14.81	15.88	17.46
净利润	9,250.3	14,008.5	15,371.3	16,481.2	18,126.0	BVPS(元)	24.07	32.89	40.77	49.01	58.04
加:折旧和摊销	348.1	434.8	384.6	384.6	384.6	PE(X)	14.1	9.3	8.1	7.5	6.8
资产减值准备	-2.5	3.0	-	-	-	PB(X)	5.0	3.6	2.9	2.4	2.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	16.5	17.2	9.2	8.2	6.6
财务费用	-0.1	-0.1	-	-	-	P/S	6.7	4.7	4.0	3.7	3.4
投资损失	-3.4	-3.1	-3.0	-3.3	-3.5	EV/EBITDA	14.8	10.4	4.3	3.7	3.0
少数股东损益	487.2	700.4	809.0	867.4	954.0	CAGR(%)	23.3%	10.8%	44.7%	23.3%	10.8%
营运资金的变动	826.8	-1,226.2	-2,064.4	-1,794.1	264.8	PEG	0.6	0.9	0.2	0.3	0.6
经营活动产生现金流量	10,148.6	11,921.3	14,497.6	15,935.8	19,725.9	ROIC/WACC	16.8	20.8	12.8	12.0	12.1
投资活动产生现金流量	-2,120.4	-4,199.5	-3.7	4.4	5.0	REP	1.7	0.7	0.5	0.5	0.4
融资活动产生现金流量	-2,661.9	-3,914.5	-7,193.9	-7,923.6	-8,758.1						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏青青声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

