



公司最新消息

贵州茅台 (600519.SS)

买入

证券研究报告

民间消费和替代性消费推动销量增长；买入

最新事件

我们近期走访了部分白酒经销商，就行业的供需形势和茅台的前景进行了探讨。

要点（1）三公消费基本出清。我们拜访的经销商大多数认为三公消费已经大幅下降，边际影响越来越小。

（2）民间需求上升较快。新增的消费需求主要来自民营企业商务宴请以及富裕家庭消费，主要动因是茅台价格降到1000元以内激发了新的需求，并且对其他高端白酒形成替代性消费。

（3）渠道库存较低：多数经销商基本完成1季度计划，部分经销商已经提取2季度的货，更有少数经销商已经把前三个季度的计划量完成。经销商库存保持在1个月以内的最低水平，后续降价压力不大。

潜在影响

主要结论：

（1）我们认为高端市场已基本见底，三公消费下降的全部影响已基本计入股价。总体需求复苏还需要一段时间，未来两三年，茅台在高端酒市场份额有望稳步扩张，销量、收入、净利润大致保持15%左右增长。

（2）我们认为茅台股价的下一个推动因素将是民间消费增长推动盈利持续超出市场预期。中长期内，随着民间消费成为主流，我们预计股价将进入一个估值走高、盈利可持续发展的阶段。重申买入评级。

估值

我们基于PEG的12个月目标价格仍为人民币177.42元（对应的2013年预期市盈率为12.2倍，2013-15年预期年均复合增速16%，PEG倍数0.77倍）。

主要风险

政府对三公消费的限制更加严格；民间消费增速放缓。

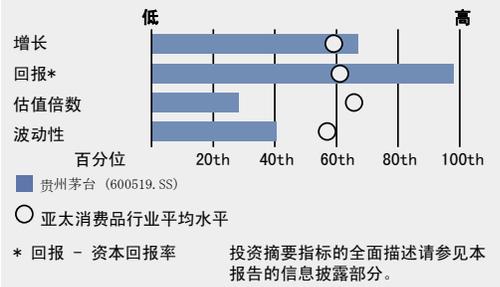
所属投资名单

亚太买入名单

行业评级：中性

廖绪发, CFA 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufa.liao@ghst.cn 北京高华证券有限责任公司
刘智景 执业证书编号: S1420511070001
+86(21)2401-8943 zhiqing.liu@ghst.cn 北京高华证券有限责任公司
方竹静 执业证书编号: S1420513070001
+86(21)2401-8949 zhuqing.fang@ghst.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要



主要数据

| 当前 | |
|-----------------------|----------------------|
| 股价 (Rmb) | 162.00 |
| 12个月目标价格 (Rmb) | 177.42 |
| 市值 (Rmb mn / US\$ mn) | 152,895.6 / 24,989.1 |
| 外资持股比例 (%) | -- |

| | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E |
|---------------|-------|--------|--------|--------|
| 每股盈利 (Rmb) | 12.82 | 14.51 | 16.68 | 19.48 |
| 每股盈利增长 (%) | 45.0 | 13.2 | 14.9 | 16.8 |
| 每股摊薄盈利 (Rmb) | 12.82 | 14.51 | 16.68 | 19.48 |
| 每股基本盈利 (Rmb) | 12.82 | 14.51 | 16.68 | 19.48 |
| 市盈率 (X) | 17.4 | 11.2 | 9.7 | 8.3 |
| 市净率 (X) | 6.8 | 4.0 | 3.3 | 2.8 |
| EV/EBITDA (X) | 11.2 | 7.0 | 6.1 | 5.1 |
| 股息收益率 (%) | 2.9 | 4.5 | 5.2 | 6.0 |
| 净资产回报率 (%) | 45.0 | 39.7 | 37.6 | 36.5 |
| CROCI (%) | 44.8 | 39.5 | 37.1 | 35.8 |

股价走势图



股价表现 (%)

| | 3个月 | 6个月 | 12个月 |
|------------|------|------|-------|
| 绝对 | 16.8 | 7.8 | (8.6) |
| 相对于沪深300指数 | 31.7 | 16.9 | 11.5 |

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为3/06/2014收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

贵州茅台：财务数据概要

| 损益表(Rmb mn) | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 资产负债表(Rmb mn) | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E |
|----------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 主营业务收入 | 26,455.3 | 29,157.2 | 32,613.6 | 37,769.4 | 现金及等价物 | 22,062.0 | 19,749.9 | 22,515.4 | 26,015.1 |
| 主营业务成本 | (2,044.3) | (1,822.8) | (2,031.4) | (2,326.6) | 应收账款 | 4,497.3 | 7,588.9 | 8,935.2 | 10,865.2 |
| 销售、一般及管理费用 | (6,001.4) | (6,379.6) | (6,783.6) | (7,648.3) | 存货 | 9,665.7 | 10,487.6 | 12,244.0 | 14,660.6 |
| 研发费用 | -- | -- | -- | -- | 其它流动资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其它营业收入/(支出) | (3.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 流动资产 | 36,225.1 | 37,826.4 | 43,694.7 | 51,540.8 |
| EBITDA | 18,841.5 | 21,470.1 | 24,503.0 | 28,712.7 | 固定资产净额 | 7,204.9 | 11,084.6 | 15,298.3 | 20,076.2 |
| 折旧和摊销 | (434.8) | (515.3) | (704.4) | (918.1) | 无形资产净额 | 862.6 | 1,041.2 | 1,215.1 | 1,384.4 |
| EBIT | 18,406.7 | 20,954.7 | 23,798.6 | 27,794.5 | 长期投资 | 54.0 | 54.0 | 54.0 | 54.0 |
| 利息收入 | 421.7 | 573.6 | 533.2 | 630.4 | 其它长期资产 | 651.6 | 651.6 | 651.6 | 651.6 |
| 财务费用 | (0.7) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 资产合计 | 44,998.2 | 50,657.8 | 60,913.7 | 73,707.1 |
| 联营公司 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 应付账款 | 9,526.4 | 5,992.9 | 5,565.5 | 5,736.7 |
| 其它 | (127.1) | (360.0) | 0.0 | 0.0 | 短期贷款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 税前利润 | 18,700.5 | 21,168.4 | 24,331.9 | 28,424.9 | 其它流动负债 | 0.0 | 879.4 | 2,006.8 | 3,465.4 |
| 所得税 | (4,692.0) | (5,311.2) | (6,105.0) | (7,132.0) | 流动负债 | 9,526.4 | 6,872.4 | 7,572.3 | 9,202.1 |
| 少数股东损益 | (700.4) | (792.8) | (911.3) | (1,064.6) | 长期贷款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 优先股股息前净利润 | 13,308.1 | 15,064.3 | 17,315.6 | 20,228.4 | 其它长期负债 | 17.8 | 17.8 | 17.8 | 17.8 |
| 优先股息 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 长期负债 | 17.8 | 17.8 | 17.8 | 17.8 |
| 非经常性项目前净利润 | 13,308.1 | 15,064.3 | 17,315.6 | 20,228.4 | 负债合计 | 9,544.2 | 6,890.1 | 7,590.0 | 9,219.9 |
| 税后非经常性损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 优先股 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 净利润 | 13,308.1 | 15,064.3 | 17,315.6 | 20,228.4 | 普通股权益 | 34,149.7 | 41,670.5 | 50,315.2 | 60,414.1 |
| 每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb) | 12.82 | 14.51 | 16.68 | 19.48 | 少数股东权益 | 1,304.4 | 2,097.2 | 3,008.5 | 4,073.0 |
| 每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb) | 12.82 | 14.51 | 16.68 | 19.48 | 负债及股东权益合计 | 44,998.2 | 50,657.8 | 60,913.7 | 73,707.1 |
| 每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb) | 12.82 | 14.51 | 16.68 | 19.48 | 每股净资产(Rmb) | 32.89 | 40.14 | 48.46 | 58.19 |
| 每股股息(Rmb) | 6.42 | 7.27 | 8.35 | 9.76 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 50.1 | 50.1 | 50.1 | 50.1 | | | | | |
| 自由现金流收益率(%) | 3.3 | 2.6 | 6.0 | 7.1 | | | | | |
| 增长率和利润率(%) | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 比率 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E |
| 主营业务收入增长率 | 43.8 | 10.2 | 11.9 | 15.8 | CROCI (%) | 44.8 | 39.5 | 37.1 | 35.8 |
| EBITDA增长率 | 52.8 | 14.0 | 14.1 | 17.2 | 净资产回报率(%) | 45.0 | 39.7 | 37.6 | 36.5 |
| EBIT增长率 | 53.6 | 13.8 | 13.6 | 16.8 | 总资产回报率(%) | 33.3 | 31.5 | 31.0 | 30.1 |
| 净利润增长率 | 51.9 | 13.2 | 14.9 | 16.8 | 平均运用资本回报率(%) | 133.3 | 82.5 | 65.0 | 60.1 |
| 每股盈利增长 | 45.0 | 13.2 | 14.9 | 16.8 | 存货周转天数 | 1,504.5 | 2,017.7 | 2,042.2 | 2,110.4 |
| 毛利率 | 92.3 | 93.7 | 93.8 | 93.8 | 应收账款周转天数 | 47.5 | 75.6 | 92.5 | 95.7 |
| EBITDA利润率 | 71.2 | 73.6 | 75.1 | 76.0 | 应付账款周转天数 | 1,696.8 | 1,553.8 | 1,038.4 | 886.6 |
| EBIT利润率 | 69.6 | 71.9 | 73.0 | 73.6 | 净负债/股东权益(%) | (62.2) | (45.1) | (42.2) | (40.3) |
| | | | | | EBIT利息保障倍数(X) | NM | NM | NM | NM |
| 现金流量表(Rmb mn) | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E | 估值 | 12/12 | 12/13E | 12/14E | 12/15E |
| 优先股股息前净利润 | 13,308.1 | 15,064.3 | 17,315.6 | 20,228.4 | 基本市盈率(X) | 17.4 | 11.2 | 9.7 | 8.3 |
| 折旧及摊销 | 434.8 | 515.3 | 704.4 | 918.1 | 市净率(X) | 6.8 | 4.0 | 3.3 | 2.8 |
| 少数股东权益 | 700.4 | 792.8 | 911.3 | 1,064.6 | EV/EBITDA(X) | 11.2 | 7.0 | 6.1 | 5.1 |
| 运营资本增减 | (2,380.9) | (7,446.9) | (3,530.3) | (4,175.2) | 企业价值/总投资现金(X) | 5.6 | 3.3 | 2.6 | 2.1 |
| 其它 | (141.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 股息收益率(%) | 2.9 | 4.5 | 5.2 | 6.0 |
| 经营活动产生的现金流 | 11,921.3 | 8,925.6 | 15,401.0 | 18,036.0 | | | | | |
| 资本开支 | (4,211.9) | (4,573.6) | (5,092.0) | (5,865.4) | | | | | |
| 收购 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 剥离 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 其它 | 12.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 投资活动产生的现金流 | (4,199.5) | (4,573.6) | (5,092.0) | (5,865.4) | | | | | |
| 支付股息的现金(普通股和优先股) | (4,149.6) | (6,664.1) | (7,543.5) | (8,670.9) | | | | | |
| 借款增减 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 普通股发行(回购) | 392.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 其它 | (157.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 筹资活动产生的现金流 | (3,914.5) | (6,664.1) | (7,543.5) | (8,670.9) | | | | | |
| 总现金流 | 3,807.3 | (2,312.1) | 2,765.4 | 3,499.7 | | | | | |

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的分析师

廖绪发, CFA
xufa.liao@ghsl.cn

刘智景
zhijing.liu@ghsl.cn

方竹静
zhujing.fang@ghsl.cn

替代性消费和民间消费推动增长

我们近期走访了华南、华东部分白酒经销商，就白酒行业和茅台的供需形势进行了探讨。以下是调研的主要要点：

(1) 三公消费基本出清。我们拜访的经销商大多数认为三公消费已经大幅下降，军队、政府的直接采购基本停止，来自国企和事业单位的采购也大幅萎缩，大多数经销商认为未来数年不太可能恢复。我们调研的华南某茅台经销商2013年之前大部分销量需要来自政务，现在则已经下降到20%以内。华东的几个茅台经销商目前的销量中来自三公消费的比重也较低。

(2) 民间需求上升较快。我们拜访的几个大型经销商，去年获得30—100吨的茅台酒计划外供应后，大多数在年内迅速出货，虽然略有亏损，但在今年都获得了20%的计划供应量。出货的渠道主要来自企业和个人团购，以及商超。我们拜访的某中型经销商2013年之前大部分销量需要来自政务，现在80%以上的需求来自民间消费。新增的消费需求主要来自民营企业商务宴请以及富裕家庭消费，需求增长的主要原因是茅台价格降到1000元以内激发了新的需求，并且对其他高端白酒形成替代性消费。该经销商2013年销量上升了40~50%，主要是新开发的客户带动的增长。

(3) 渠道库存较低。我们拜访的经销商基本完成1季度计划，据反映，目前市场上部分经销商已经提取2季度的货，更有少数经销商已经把前三个季度的计划量完成。经销商库存保持在1个月以内的最低水平。虽然进入淡季出货较小，但是降价压力不大。目前大部分经销商一批价格保持在900—920元水平，打款正常。

(4) 部分经销商对于茅台公司推出的定制酒反映不一。部分认为市场空间巨大，对于贵州茅台公司提出的2014、15、16年分别完成10亿、30亿、50亿的销售目标有信心。部分认为需要主要来自部分中大型民营企业，市场空间不大，还需要观察一段时间。

综合以上反馈，我们对于贵州茅台的主要判断：

(1) 我们认为高端市场基本见底，原因是三公消费基本出清，对于总需求的边际影响逐步降低。但是高端白酒市场的总需求还没有显著恢复，传导链条也没有完全到位，部分次高端品牌还将面临调整压力。

(2) 我们认为春节期间茅台的需求旺盛，本质上是因为降价后形成的对于其他高端白酒的替代性需求。在此阶段，茅台销售收入占高端市场的份额将从2012年的36%提高到2014年的50%以上，市场份额大幅提升是以其他高端品牌的下滑为代价的。

(3) 我们认为茅台未来两三年的销量将保持10—15%的平稳增长，出厂价格保持稳定，因而利润率稳定，收入和净利润增速与销量接近。

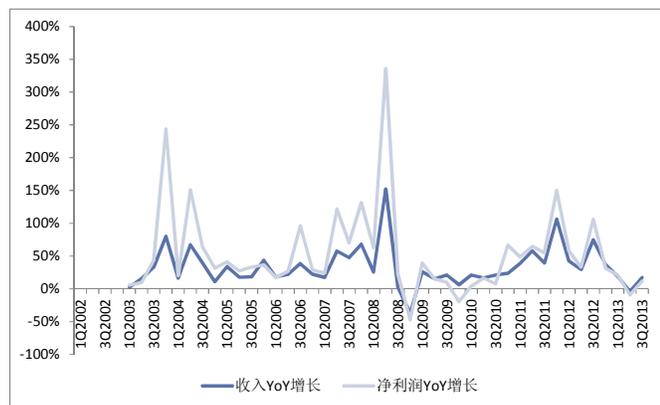
(4) 我们认为当前贵州茅台股价正在从估值修复向盈利超预期的过渡阶段。在估值修复的第一阶段，驱动力来自三公消费基本出清，而第二阶段的盈利超预期来自于民间消费拉动销量增长（我们的2014—15年每股盈利预测分别较Wind一致预期高出8%/10%）。在完成这两个阶段之后，随着民间消费占比持续上升占据主导地位，未来贵州茅台股价还将迎来一个估值系统性上升的阶段，因其长期增长更具持续性。重申买入评级。

图表1: 贵州茅台财务概要
(人民币百万元/每股)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 8,242 | 9,670 | 11,633 | 18,402 | 26,455 | 29,157 | 32,614 | 37,769 |
| 茅台酒 | 7,767 | 8,916 | 10,849 | 16,952 | 24,033 | 27,397 | 30,678 | 35,640 |
| 系列酒 | 474 | 754 | 783 | 1,451 | 2,423 | 1,760 | 1,936 | 2,129 |
| 茅台酒销量增速 | -1% | -3% | 13% | 24% | 23% | -5% | 12% | 16% |
| 系列酒销量增速 | -26% | 44% | 1% | 115% | 18% | -15% | 10% | 10% |
| 茅台酒均价提高 | 17% | 19% | 8% | 26% | 15% | 20% | 0% | 0% |
| 系列酒均价提高 | 20% | 10% | 3% | -14% | 10% | 10% | 0% | 0% |
| 收入增速 | 14% | 17% | 20% | 58% | 44% | 10% | 12% | 16% |
| 茅台酒 | 16% | 15% | 22% | 56% | 42% | 14% | 12% | 16% |
| 系列酒 | -11% | 59% | 4% | 85% | 67% | -27% | 10% | 10% |
| 营业成本 | 800 | 951 | 1,053 | 1,551 | 2,044 | 1,823 | 2,031 | 2,327 |
| 茅台酒 | 622 | 679 | 773 | 1,095 | 1,401 | 1,331 | 1,490 | 1,731 |
| 系列酒 | 178 | 272 | 280 | 456 | 643 | 492 | 541 | 595 |
| 毛利 | 7442 | 8719 | 10580 | 16851 | 24411 | 27334 | 30582 | 35443 |
| 茅台酒 | 7146 | 8237 | 10076 | 15856 | 22632 | 26066 | 29187 | 33909 |
| 系列酒 | 296 | 482 | 504 | 995 | 1,780 | 1,268 | 1,395 | 1,534 |
| 毛利增速 | 17% | 17% | 21% | 59% | 45% | 12% | 12% | 16% |
| 毛利率 | 90% | 90% | 91% | 92% | 92% | 94% | 94% | 94% |
| 茅台酒 | 92% | 92% | 93% | 94% | 94% | 95% | 95% | 95% |
| 系列酒 | 62% | 64% | 64% | 69% | 73% | 72% | 72% | 72% |
| 营业税金及附加 | 682 | 941 | 1,577 | 2,477 | 2,573 | 2,391 | 2,576 | 2,908 |
| 占营业收入比重 | 8.3% | 9.7% | 13.6% | 13.5% | 9.7% | 8.2% | 7.9% | 7.7% |
| 销售费用 | 532 | 621 | 677 | 720 | 1,225 | 1,569 | 1,696 | 1,945 |
| 占营业收入比重 | 6.5% | 6.4% | 5.8% | 3.9% | 4.6% | 5.4% | 5.2% | 5.2% |
| 管理费用 | 941 | 1,217 | 1,346 | 1,674 | 2,204 | 2,420 | 2,511 | 2,795 |
| 占营业收入比重 | 11.4% | 12.6% | 11.6% | 9.1% | 8.3% | 8.3% | 7.7% | 7.4% |
| 财务费用 | -103 | -134 | -177 | -351 | -421 | -574 | -533 | -630 |
| 利润总额 | 5,385 | 6,081 | 7,162 | 12,335 | 18,700 | 21,168 | 24,332 | 28,425 |
| 减: 所得税 | 1,385 | 1,528 | 1,823 | 3,084 | 4,692 | 5,311 | 6,105 | 7,132 |
| 净利润 | 4,001 | 4,553 | 5,340 | 9,250 | 14,008 | 15,857 | 18,227 | 21,293 |
| 减: 少数股东损益 | 201 | 240 | 289 | 487 | 700 | 793 | 911 | 1,065 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 3,799 | 4,312 | 5,051 | 8,763 | 13,308 | 15,064 | 17,316 | 20,228 |
| 同比增长 | 34% | 14% | 17% | 73% | 52% | 13% | 15% | 17% |
| 基本每股收益 | 4.03 | 4.57 | 5.35 | 8.84 | 12.82 | 14.51 | 16.68 | 19.48 |
| Wind一致预期 | | | | | | 14.04 | 15.42 | 17.67 |
| 高华预测 vs. Wind一致预期 | | | | | | 3% | 8% | 10% |

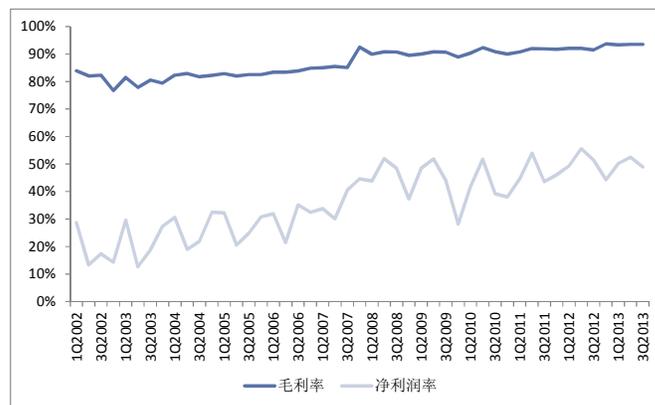
资料来源: 万得、高华证券研究、公司数据

图表2: 贵州茅台收入和净利润增速 (%)



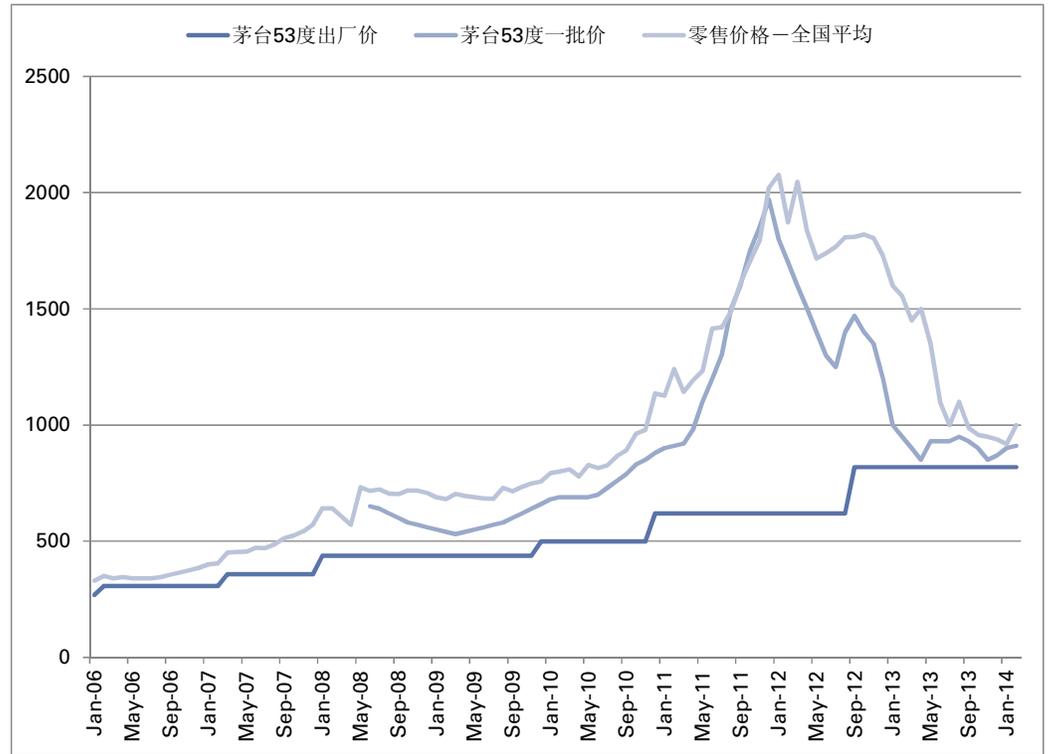
资料来源: 万得、公司数据

图表3: 贵州茅台毛利率和净利润率



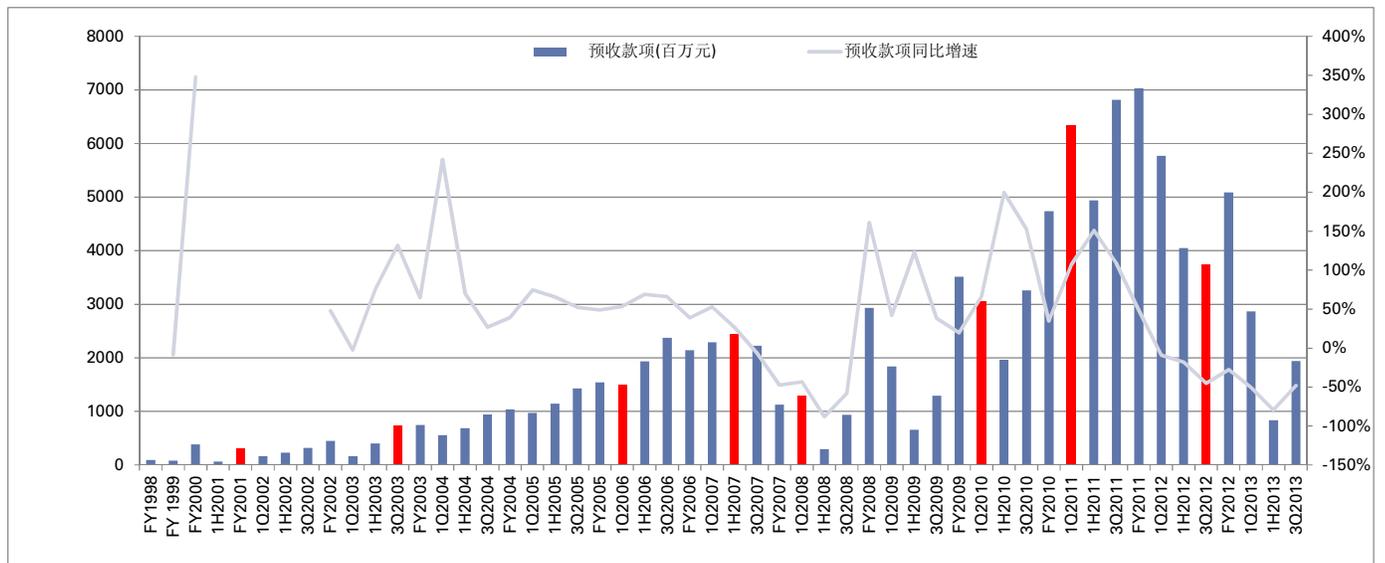
资料来源: 万得、公司数据

图表4: 近期茅台的出厂、批发和零售价
(单位售价人民币元)



资料来源: 万得、公司数据

图表5: 贵州茅台从经销商处收取的预收款
(人民币百万元)



资料来源: 万得、公司数据

信息披露附录

分析师申明

我们，廖绪发、CFA、刘智景、方竹静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用多种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场之间的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

廖绪发、CFA：中国传媒业、中国旅游业、中国食品及饮料行业。刘智景：中国旅游业。方竹静：中国传媒业。

中国食品及饮料行业：古井贡酒、洋河股份、贵州茅台、泸州老窖、青青稞酒、山西汾酒、五粮液。

中国传媒业：皖新传媒、光线传媒、歌华有线、华录百纳、百视通、蓝色光标、博瑞传播、中南传媒、中文传媒、省广股份、奥飞动漫、顺网科技、华谊兄弟、湖北广电、凤凰传媒、乐视网、掌趣科技、广电网络、天威视讯、时代出版、华数传媒、浙报传媒、华策影视。

中国旅游业：首旅股份、中青旅、中国国旅、峨眉山 A、桂林旅游、黄山 B 股、黄山旅游、丽江旅游、锦江股份、宋城股份、张家界。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：贵州茅台 (Rmb162.00)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的未来前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2014 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。