

贵州茅台 (600519.SH)

 评级: **买入** 前次: 买入

 目标价(元): **302**

分析师 胡彦超 分析师

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qizq.com.cn

2015年7月15日

实现新的量价均衡, 持续增长可期

基本状况

总股本(百万股)	1142.00
流通股本(百万股)	1142.00
市价(元)	236.86
市值(百万元)	270493.65
流通市值(百万元)	270493.65

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	30,921.	31,573.	33,717.	37,989.	43,806.
营业收入增速	16.88%	2.11%	6.79%	12.67%	15.31%
净利润增长率	13.74%	1.41%	8.60%	14.79%	16.82%
摊薄每股收益(元)	14.58	13.44	14.60	16.76	19.57
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	8.81	14.11	17.24	15.02	12.85
PEG	0.64	10.02	2.01	1.02	0.76
每股净资产(元)	41.05	46.79	56.38	67.64	81.21
每股现金流量(元)	12.19	11.06	17.91	17.21	21.04
净资产收益率	35.51%	28.73%	25.89%	24.77%	24.10%
市净率	3.13	4.05	4.46	3.72	3.10
总股本(百万元)	1,038.1	1,142.0	1,142.0	1,142.0	1,142.0

备注: 市场预测取 源一致预期

投资要点

- 茅台酒的营收以及净利润占公司比重高达90%以上, 是驱动茅台业绩增长的核心动力。我们从四个维度看提价可能性, 两个角度看提价空间, 深度研究了新经济背景下飞天茅台的量价均衡策略。我们继续看好茅台的长期投资价值, 是少数拥有长期竞争力和持续稳健成长能力的稀缺标的。
- 贵州茅台的三大核心竞争力所向披靡, 品牌优势将长期存在。我们认为茅台之所以高端、具有超强的品牌溢价能力, 是得益于它的国酒文化、高品质、细分行业绝对垄断地位这三大核心竞争力造就的强势定价能力, 这是普通酒企甚至其他名优酒都无法比拟的。展开来看, 1、国酒文化: 源自于军队情结、国宴专供、外交庆功三方面历史性选择; 2、高品质: 茅台酒对生产环境、酿造原料和生产工艺要求极为苛刻。3、细分行业竞争优势: 表现为茅台在酱香型行业具有绝对垄断地位, 并且优势会长期存在。
- 茅台放量基础扎实, 测算2020年需求较今年将增长40%, 产能能够匹配需求增长。(1) 需求端: 综合考虑政务消费的肃清、商务及个人消费增长的延续以及潜在消费群体的崛起, 茅台酒未来五年仍能保持5%-10%销量增长, 到2020年, 保守估计市场容量有40%的增量空间。曾占比40%的政务消费领域近年大幅萎缩至5%并未造成公司业绩下滑的局面, 商务及个人消费迅速崛起支撑了公司业绩的增长, 这一趋势将继续延续, 按BCG估计到2020年, 富裕家庭将由2013年的500万户增加到2100万户, 增长4倍, 富裕家庭的崛起提出了对高品质白酒提出了诉求。(2) 产能端: 2003年茅台酒产能达到了1万吨, 2015年, 茅台酒的产能达33688吨。按照茅台5年的生产工艺, 目前的产品对应的是2010年生产的产量。2010年茅台酒产能就已经达到了22883吨, 我们预估2015年销量增长6%至18028吨, 在不考虑储藏的年份酒的情况之下, 茅台酒还有4800吨的产能释放空间(30%的空间), 再考虑到2010-15年新增产能, 茅台的产能释放能够满足需求端的增长要求。

- **预计茅台今年放量 5%左右。**虽然公司 1-5 月份完成全年销售任务的 60%，预估 10 月份可完成全年的销售任务，如依照需求来放量需增加 15%以上的供应。但公司今年采取“控量、控价、养渠道”的策略，有意控量，我们认为今年放量约 5%。
- **从价格上看，今年年内飞天茅台提价的可能性较小。**基于以下四点考虑，我们认为今年提价概率不大：（1）前八次提价都是在行业高增长的情况下发生的，今年行业增速放缓，短期提价的可能性不大。（2）经销商环节利润处于低位，逆势提价市场难以消化。（3）政治环境处于限制“三公消费”期，此阶段提价对社会影响不利。（4）在此阶段，我们认为提价对竞争对手五粮液、泸州老窖最为有利。对公司来讲，更高端市场有年份酒和系列酒支撑，在超高端市场萎缩的情况下提价意义不太大。
- **未来 2-5 年茅台酒存有提价需求，提价幅度大概率为 10%-20%。**茅台零售价格与城镇居民月度可支配收入大多时候这一比值应该在 50%，目前只有 40%。茅台酒相对便宜，存有提价的需求。公司今年执行控量政策，夯实提价的基础，从提价幅度来看，前八次单次提价幅度大多在 13%-33%之间。依照公司的一贯作风，我们倾向于认为下次提价幅度大概率为 10%-20%。
- **公司最优策略探讨：持续放量+适度提价。**我们认为公司未来最优的策略是做到量价齐升。具体运作表现为：1，将年份酒、定制酒按照奢侈品模式来运作，继续大幅提价；2，茅台则在较高的终端价位上放量，通过增加流通渠道供给抑制终端价格过快上涨。3，以茅台酒渠道毛利率作为重要的观察窗口，保持“适度提价+持续放量”的策略，做到终端价小步慢跑、出厂价不断提升、销量持续增加。
- **目标价 302 元，维持“买入”评级。**我们认为公司产品旺销，今年采取“控量、控价、养渠道”的策略为后市业绩的增长创造条件。我们预计 2015—2017 年分别实现净利润 167 亿、191 亿、224 亿元，同比增长 8.6%、14.8%、16.8%，对应 EPS 为 14.60、16.76、19.57 元。参考可比公司的估值水平，我们认为茅台酒作为高端酒的龙头估值应该比五粮液和泸州老窖略高，给予 18x2016PE，对应 2016 年目标价 302 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：打压三公消费力度继续加大、食品安全风险。**

内容目录

茅台为何如此高端：三大核心竞争力造就强势定价能力.....	- 5 -
历史选择成就国酒文化深厚底蕴	- 5 -
苛刻生产要求打造高品质白酒	- 6 -
酿造周期长保证酱香型行业绝对垄断地位	- 7 -
飞天茅台驱动业绩增长，高端酒市场份额逐步提升	- 8 -
飞天茅台是公司业绩增长的核心驱动力	- 8 -
茅台享受行业黄金十年高增长盛宴，高端酒市场占比稳步提升	- 9 -
飞天茅台具备放量条件，未来放量可期	- 10 -
产能瓶颈逐渐突破，具备放量条件	- 10 -
茅台酒未来五年仍能保持每年 5%-10% 的销量增长	- 11 -
放量条件具备却要控量，竟为哪般？	- 12 -
四个维度看提价可能性，两个角度看提价空间，量价如何权衡？	- 14 -
短期来看：以史为镜，今年飞天茅台提价的可能性较小	- 14 -
未来 2-5 年：茅台酒存有提价需求，单次提价幅度大概率为 10%-20% ...	- 16 -
公司最优策略探讨：持续放量+适度提价	- 18 -
投资建议：“买入”评级，目标价 288-320 元	- 18 -
风险提示	- 19 -

图表目录

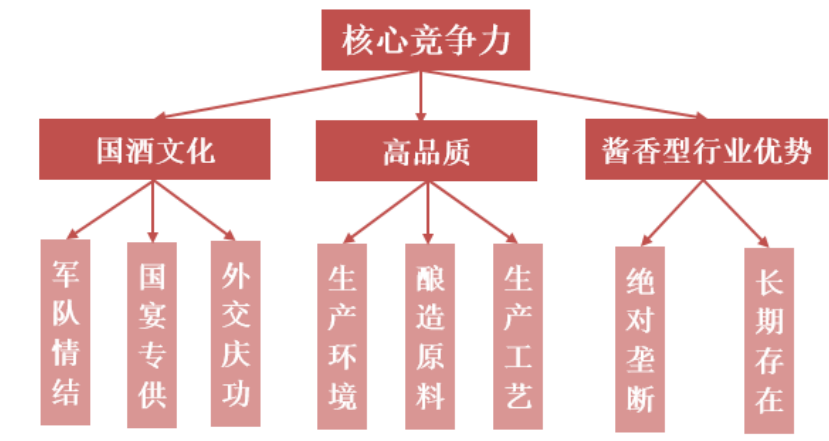
图表 1：茅台核心竞争力分析	- 5 -
图表 2：贵州茅台与其他名酒品牌诉求对比	- 6 -
图表 3：茅台酒高品质的生产三要素分析	- 6 -
图表 4：白酒行业各香型收入占比情况	- 7 -
图表 5：以贵州茅台为代表的酱香型白酒生产工艺明显更加复杂	- 7 -
图表 6：茅台是公司业绩增长的核心驱动力	- 8 -
图表 7：价格不变的情况下销量提升对净利润的影响	- 8 -
图表 8：销量不变的情况下提价对净利润的影响	- 9 -
图表 9：茅台的销售额增速走在行业前列	- 9 -
图表 10：利润近 14 年 GAGR=34.4%	- 9 -
图表 11：上市公司中，茅台销售额占比从 25% 提高至 36%	- 9 -
图表 12：上市公司当中，茅台净利占 56%	- 10 -
图表 13：茅台高端市场份额（销售额）占半	- 10 -

图表 14: 产业深度调整中, 茅台依旧维持正增长	- 10 -
图表 15: 茅台是唯一顺价销售的高端酒	- 10 -
图表 16: 茅台酒产能与产量 (吨)	- 11 -
图表 17: 2013 年政务冲击最大,2014 年减弱	- 12 -
图表 18: 目前的政务消费下滑至 5%	- 12 -
图表 19: 中国高净值人群如日剧增 (万人)	- 12 -
图表 20: 白酒主力消费群体人口占比稳中有升	- 12 -
图表 21: 放量与控量的政策	- 13 -
图表 22: 茅台量价策略实施路径	- 14 -
图表 23: 历次提价市场环境分析	- 14 -
图表 24: 2003-2012 年是白酒行业的黄金十年	- 15 -
图表 25: 流通环节毛利率高于 30%时才具提价动力	- 15 -
图表 26: 五粮液处于倒挂状态 2 年之久	- 16 -
图表 27: 年份酒系列产品	- 16 -
图表 28: 年份酒销售额较 2012 年减半	- 16 -
图表 29: 定制酒开启个性化时代	- 16 -
图表 30: 单次提价幅度大多超 10%	- 17 -
图表 31: 茅台零售价格比城镇居民可支配收入处于低位	- 17 -
图表 32: 未来茅台利益最大化的量、价策略探讨	- 18 -
图表 35: 可比公司估值表	- 19 -
图表 36: 贵州茅台销售预测表 (单位: 百万元)	- 19 -
图表 37: 贵州茅台财务预测三张报表	- 20 -

茅台为何如此高端：三大核心竞争力造就强势定价能力

- 在白酒行业，贵州茅台的三大核心竞争力所向披靡。其突出的核心竞争力包括：国酒文化、高品质、细分行业竞争优势三个方面。展开来看，**1、国酒文化**：源自于军队情结、国宴专供、外交庆功三方面历史性选择；**2、高品质**：茅台酒对生产环境、酿造原料和生产工艺要求极为苛刻。**3、细分行业竞争优势**：表现为茅台在酱香型行业具有绝对垄断地位，并且优势会长期存在。

图表 1：茅台核心竞争力分析



来源：《茅台密钥》、齐鲁证券研究所

历史选择成就国酒文化深厚底蕴

- 白酒文化对品牌的生命力至关重要。不同品牌的白酒拥有不同的文化背景，但是具有强大历史诉求的白酒品牌可以在衰退后重新崛起，而文化内涵不够深的品牌则很难摆脱困境。例如：1998年山西汾酒受“塑化剂事件”牵连，收入大幅下滑 44.5%，但凭借其八大名酒的历史品牌沉淀，4年后公司收入重创新高。与此不同的是，曾经红极一时的秦池特曲因“使用川酒进行不合理勾兑”遭遇销量急剧下降，后来其普通品牌弱势文化未能让公司扭转局面。
- 国酒茅台的深厚文化底蕴源自于历史的选择，一般酒企无法比拟。白酒品牌文化制约着酒企的长期发展，考察一个白酒企业首先得看其文化背景，而茅台酒文化的核心就是国酒。我们认为历史选择成就了茅台的国酒文化，具体体现在以下三方面。**1、军队情结**。在长征时期，红军力保茅台，并用茅台酒消毒疗伤。新中国成立后，国家主要领导人钟爱饮用茅台酒。**2、国宴专供**：开国大典后的第一宴酒水使用由总理直接指定，主酒为茅台。此后，茅台经常被用于招待国际友人、英雄模范，成为国宴的必备酒。**3、外交庆功**：1972年，总理把茅台带进了中美两国的历史，两国领导干杯茅台，双方签署联合公报，中美关系走向正常化。1984年，中英正式签署联合声明，为香港回归做好铺垫，邓小平用茅台酒宴请撒切尔夫人以示庆贺。总之，茅台见证了新中国以来众多的外交历史成功时刻，茅台酒成为外交必备酒。

图表 2：贵州茅台与其他名酒品牌诉求对比

白酒品牌	品牌诉求
茅台	国酒茅台
五粮液	中国的五粮液，世界的五粮液
国窖1537	品味之道，在乎稀有
洋河蓝色经典	世界上最宽广的是海，比海更高远的是天空，比天空更博大的是男人的情怀。
剑南春	纯粹虔诚匠心，优雅与生俱来
水井坊	高尚生活元素
山西汾酒	借问酒家何处有，牧童遥指杏花村

来源：网络资料整理、齐鲁证券研究所

苛刻生产要求打造高品质白酒

- 茅台酒的生产三要素：生产环境、酿造原料、生产工艺，苛刻要求生产出高品质白酒。**具体来看，
 - 生产环境：**茅台镇独特的地理位置、适宜的亚热带气候、优质的水源和土壤为茅台酒的酿造提供了得天独厚的天然屏障，尤其适合多种发酵微生物的生长。离开这种环境，茅台酒再也生产不出来。
 - 酿造原料：**茅台的酿酒原料是好水、好曲、好高粱，其赤水河水水质独特、制曲所用小麦标准严格、主原料红缨子高粱品质极高（价格是一般高粱两倍）。
 - 生产工艺：**茅台制酒流程均处于高温环境下，并且生产周期远长于其他白酒。

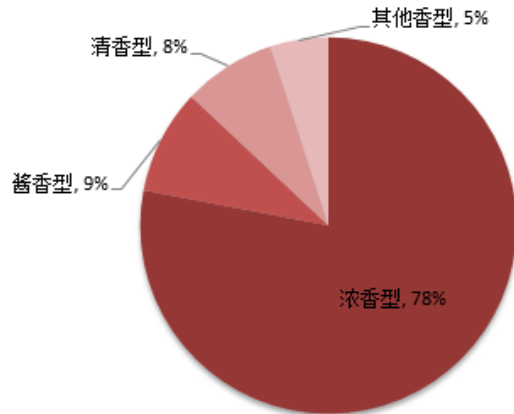
图表 3：茅台酒高品质的生产三要素分析

生产三要素	具体要求及流程
生产环境	① 独特的地理位置： 所处河谷地带，四季几乎无风。贵州茅台酒厂位于黔北赤水河畔东岸，依山傍水。所处地域为河谷地带，其海拔高度和地理纬度均非常标准。 ② 适宜的气候： 亚热带气候，温差小、干热少雨。酒厂所在地年平均气温17.4℃，炎热季节持续半年以上，年降雨量不到1000mm。 ③ 优质的水质和土壤： 赤水河活水与土壤天生适于微生物生长。赤水河活水呈红色，非常清甜。河边紫色钙质土壤全国稀少，中酸碱度合适，蕴涵大量微量元素。
酿造原料	① 好水： 酒好水一半，赤水河作为茅台酒的酿酒用水符合这一标准。茅台镇远离大中城市，至今未受工业化污染，河水酸碱度适宜，并受到国际饮水组织授予的杰出贡献奖。 ② 好曲： 采用本地冬小麦制造。对于制曲用本地冬小麦有感官和理化指标两项要求。感官要求：颗粒坚实、饱满、均匀，呈金黄色。理化指标：对水分、淀粉、干粒重、夹杂物的含量都有严格要求。 ③ 好高粱： 采用本地优质高粱。与普通高粱相比，本地“红缨子”高粱颗粒较小、皮厚、扁圆结实，水分、蛋白质、淀粉含量更高。其吸水量低，耐蒸煮、不易糊化，满足茅台酒逐步糊化、多次发酵的需要。
生产工艺	① 三高： 高温制作大曲、高温堆积发酵、高温蒸馏接酒。② 三长： 基酒生产周期长、大曲贮存时间长、基酒酒龄长。③ 季节性生产： 一年一周期、端午踩曲、重阳投料。

来源：公司年报、公司官网、齐鲁证券研究所

酿造周期长保证酱香型行业绝对垄断地位

- **茅台在酱香型细分行业中处于绝对垄断地位。**白酒的香型主要分为三大类：酱香型、浓香型、清香型，其中浓香型白酒占据了白酒市场收入约78%的份额，酱香型和清香型占比分别为9%、8%。在酱香型细分行业中，贵州茅台收入占据70%的市场份额，是白酒主要香型细分行业中集中度最高的，这无疑强化了茅台的定价能力。

图表 4: 白酒行业各香型收入占比情况


来源：糖酒快讯、齐鲁证券研究所

- **酿造周期长使得茅台的竞争优势长期存在。**与其它香型白酒相比，酱香型白酒的生产工艺复杂程度更高，其发酵次数、发酵时间、储存时间都远超过其他香型白酒。复杂的生产工艺导致酱香型白酒生产周期非常长，特别是考虑到茅台的超强品牌背景，更是形成了超高的进入壁垒，其它香型白酒企业很难进入。因此，我们认为茅台在酱香型白酒细分行业的绝对垄断地位会长期存在下去。

图表 5: 以贵州茅台为代表的酱香型白酒生产工艺明显更加复杂

白酒香型	酱香型	浓香型	清香型
代表企业	贵州茅台	五粮液	山西汾酒
发酵池材料	石窖	泥窖	地缸
蒸馏温度	40℃	25℃	20℃
发酵次数	8次	1次	2次
发酵时间	300天	70天	56天
储存时间	3年	1年	2年
产品口感	口味细腻、优雅，空杯留香持久	口味丰满，入口绵甜干净，纯正	口味特别净，清香纯正，后味很甜
生产工艺	二次投料，九次蒸粮，八轮发酵，续糟配料、混蒸混烧、量质摘酒、七次取酒，	续糟配料、混蒸混烧、量质摘酒、分级储存	清蒸清洗、高温润接

来源：糖酒快讯、茅台秘钥、齐鲁证券研究所

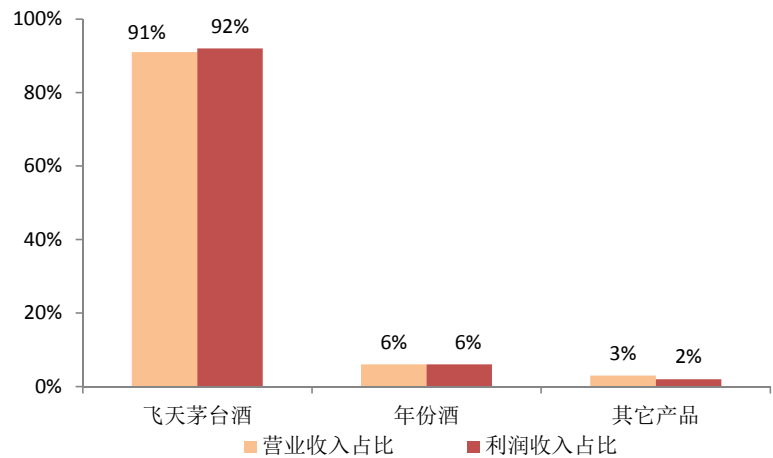
- **我们认为茅台之所以高端，具有超强的品牌溢价能力，是得益于它的国酒文化、高品质、细分行业绝对垄断地位这三大核心竞争力造就的强势定价能力，这是普通酒企甚至其他名优酒都无法比拟的。**

飞天茅台驱动业绩增长，高端酒市场份额逐步提升

飞天茅台是公司业绩增长的核心驱动力

- 茅台酒营收以及净利润占比高达 90% 以上，飞天茅台收入占茅台酒收入的 90%。公司产品当中主要是茅台酒、年份酒以及系列酒（其它产品）组成，年份酒作为茅台酒的高端产品有的归纳为茅台酒系列。按照年报来看，53 度飞天茅台酒占茅台酒收入的 90% 以上。初步核算，飞天茅台给公司贡献的销售收入占到公司收入的 81% 以上（另一渠道统计的是 83%），飞天茅台的量价政策牵动着每位投资者的心。

图表 6：茅台是公司业绩增长的核心驱动力



来源：齐鲁证券研究所

- 茅台快速发展的十多年，也是茅台量价齐升的十年。目前公司产品的毛利率已达 92%，净利率高达 49%。与放量相比，提价政策对公司净利的提升表现更为直接。

图表 7：价格不变的情况下销量提升对净利润的影响

茅台销售量 (吨)	飞天茅台放量的幅度	新增净利润 (净利润按照 50% 核算, 万元)	EPS	净利润增长率
17000	2%	30600	0.27	2%
17000	4%	61200	0.54	4%
17000	6%	91800	0.81	6%
17000	8%	122400	1.07	8%
17000	10%	153000	1.34	10%
17000	12%	183600	1.61	12%

来源：齐鲁证券研究所

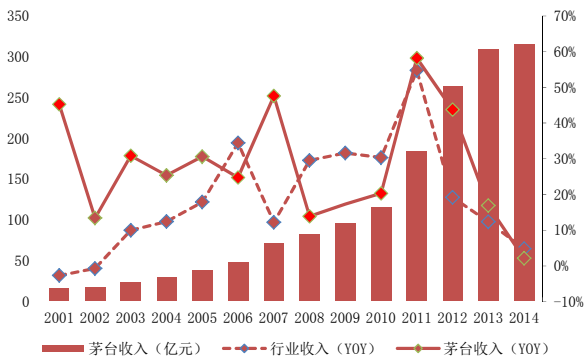
图表 8: 销量不变的情况下提价对净利润的影响

飞天出厂价	飞天茅台提价幅度 (元/瓶)	提价幅度	销售收入	成本 (亿元)	毛利	固定费用	净利润	净利润增长率
819	50	6.11%	335.02	19.40	315.62	147.41	168.21	9.58%
819	100	12.21%	354.29	19.40	334.89	155.89	179.00	16.61%
819	150	18.32%	373.57	19.40	354.17	164.37	189.80	23.65%
819	200	24.42%	392.84	19.40	373.44	172.85	200.59	30.68%
819	250	30.53%	412.12	19.40	392.72	181.33	211.39	37.71%

来源: wind、公开资料、齐鲁证券研究所

茅台享受行业黄金十年高速增长盛宴，高端酒市场占比稳步提升

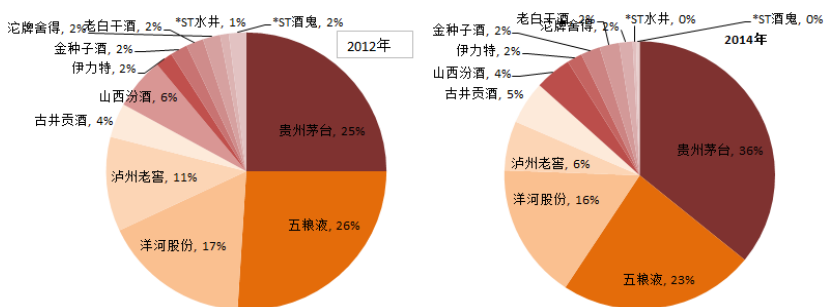
- 茅台引领行业增长。**茅台凭借其核心竞争优势在 2001 至 2014 年十四年当中优势不断凸显，除了 2008 至 2010 年跑输白酒行业之外，其余时间无论是销量还是净利润增速均是走在了行业的前面。净利润方面茅台近十四年只增不减，年复合增速高达 34.4%，成为行业学习的最佳典范。至 2014 年，公司销售收入以及净利润占白酒上市公司收入和利润的 35%和 56%，分享白酒市场利润的半数之多。

图表 9: 茅台的销售增速走在行业前列


来源: wind、齐鲁证券研究所

图表 10: 利润近 14 年 GAGR=34.4%

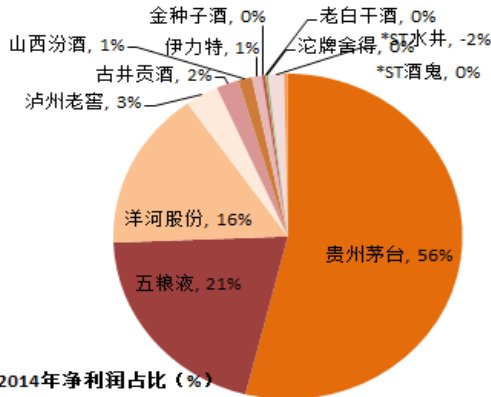

来源: wind、齐鲁证券研究所

图表 11: 上市公司中，茅台销售额占比从 25%提高至 36%


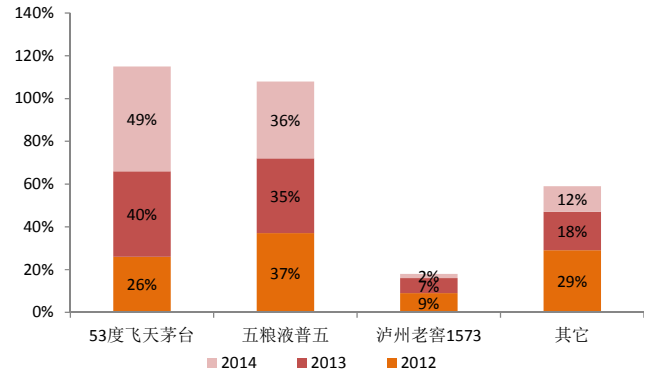
来源: wind、齐鲁证券研究所

- 抢占高端白酒的制高点，摇身一变成高端白酒市场的主导者。**由于一线白酒主要依靠品牌力驱动，拥有深厚品牌背书的茅台和五粮液自然成为

高端酒市场的主导者，近 10 年来两者市场份额占比基本稳定在 80% 左右。从各自的市场份额来看，茅台已经逐步抢占了五粮液的市场，其在高端酒市场占比由 2002 年的 30% 提升至 49%，而五粮液的占比则由 45% 下降至 35%。对于茅台的后程超越行为，我们认为主要是得益于公司对提价、控量时点的精准把控。

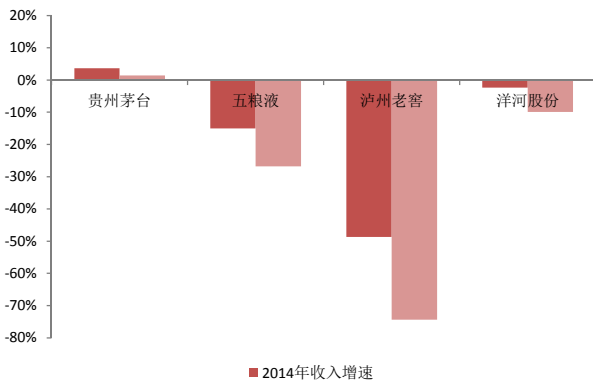
图表 12: 上市公司当中，茅台净利占 56%


来源：齐鲁证券研究所

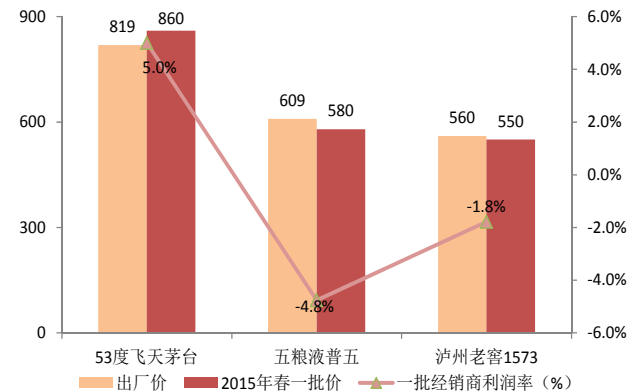
图表 13: 茅台高端市场份额 (销售额) 占半


来源：齐鲁证券研究所

- **危机之中彰显英雄本色。**2012 年三公消费受限，白酒行业冲击较大，尤其是高端的白酒，消费量至少下滑 20%。飞天茅台、普五、国窖 1573 终端价格纷纷下滑。在去年的公司业绩当中，只有贵州茅台是销售和利润是增长的，其余高端酒企均出现负增长。另一层面来看，茅台坚守 819 的出厂价，一批经销商可赚 5% 的毛利以维持正常的现金流流通。而普五以及国窖 1573 均有不同程度的倒挂，对经销商考验重重。

图表 14: 产业深度调整中，茅台依旧维持正增长


来源：齐鲁证券研究所

图表 15: 茅台是唯一顺价销售的高端酒


来源：齐鲁证券研究所

飞天茅台具备放量条件，未来放量可期

产能瓶颈逐渐突破，具备放量条件

- **2010年茅台酒产能22883吨，产量具备释放的空间。**2003年茅台酒产能就已经达到了1万吨，发展至2015年，茅台酒的产能可达33688万吨。按照茅台5年的生产工艺（茅台生产期包含三个阶段：生产1年，陈储3年，勾调完毕再储存1年），目前的产品对应的是2010年生产的产量。2010年茅台酒产能就已经达到了22883吨，我们预估2015年销量增长6%至18028吨，在不考虑储藏的年份酒的情况之下，茅台酒还有4800吨的产能释放空间（30%的空间）。如考虑到2015-2020年每年新增1500-2000吨产能，至2020年茅台酒实际销售量（含年份、高、低度酒）将达到3万吨左右。

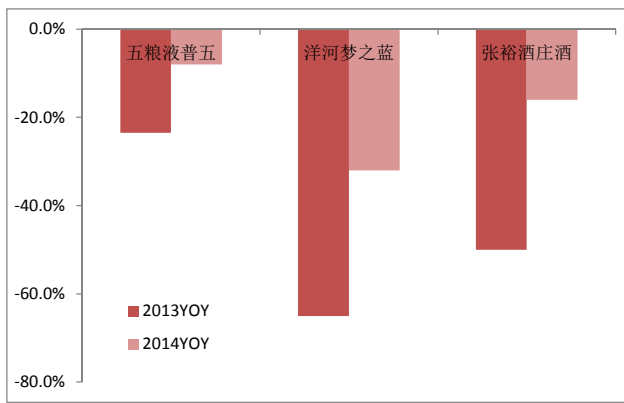
图表 16: 茅台酒产能与产量 (吨)

年度	2003	2010	2011	2012	2013	2014	2015E
茅台酒产能(吨)	10000	22883	24883	27880	29780	31900	33688
茅台酒销量(飞天+年份酒, 吨)				13346	16640	17008	18028

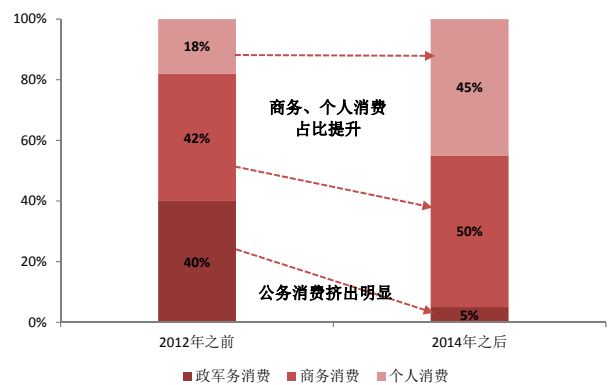
来源：公司资料，齐鲁证券研究所

茅台酒未来五年仍能保持每年5%-10%的销量增长

- 高端白酒，尤其是茅台，是具有大众共识的公允价值的，加之国酒名声，在餐桌上具有标志意义，代表了对客人的最高的尊崇。茅台拥有极为透明的公允价值以及独一无二的品牌地位，在商务宴饮场合有刚需。2001年至今公司净利润不断创新高，即便如此，我们认为茅台酒还有较大的市场空间。
- **维度一：政务消费大幅萎缩，商务及个人消费成为消费主力。**茅台酒消费主要分为政军务消费、商务消费以及个人消费。茅台的政军务消费已经被挤压到非常小的程度，与三公消费关联度较高的其它产品如五粮液普五、洋河梦之蓝、张裕酒庄酒，可以看到这些产品2013年出现了其断崖式下跌，2014年的同比跌幅已经大幅收窄，2015年下滑趋势有望趋缓或停止。政务消费的大幅萎缩并未造成公司业绩下滑的局面，商务及个人消费迅速崛起保障了公司业绩的增长。2012-2014年公司茅台酒销量从1.33万吨增长至1.70万吨，增幅27.8%，商务及个人消费已成为公司的业绩的主要支撑。我们认为，茅台的在商务领域的刚需以及个人消费的粘性铸就了公司业绩的防御性，消费群体的发展壮大成为公司销量的增长点，我们认为商务及个人消费增长趋势继续延续，保守估计未来5年茅台销量可继续保持5%左右的增长。

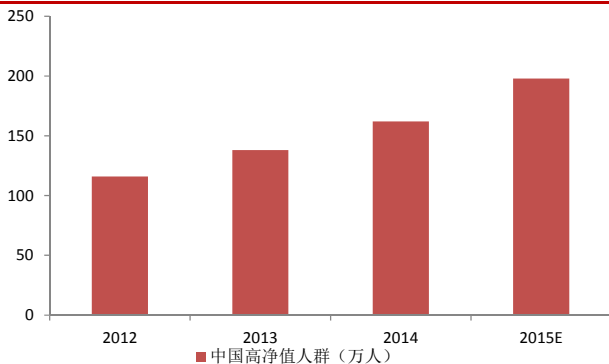
图表 17: 2013 年政务冲击最大,2014 年减弱


来源: 齐鲁证券研究所

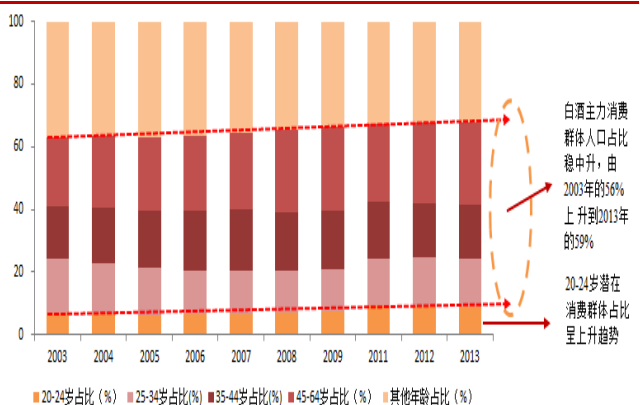
图表 18: 目前的政务消费下滑至 5%


来源: 齐鲁证券研究所

- 维度二: 中国高净值人崛起。** 随着高净值人群的壮大, 中国高端白酒市场有望在限制“三公消费”引起的白酒骤然下降后恢复到量价齐升的上升通道。量方面, 由大众消费自然增长驱动; 价方面, 高净值人群壮大, 加速产品结构升级, 提升吨酒收入。据波士顿咨询公司估计, 到 2020 年, 富裕家庭(家庭年收入超过 24 万元)将由 2013 年的 500 万户增加到 2100 万户, 增长 4 倍。随着富裕家庭的增加, 越来越多的人群愿意去消费品质高且价格合理的白酒。
- 从人口结构的角度来看, 白酒主力消费群体人口占比稳中有升, 由 2003 年的 56% 上升到 2013 年的 59%。
- 综合考虑到政务消费的肃清、商务及个人消费增长的延续以及潜在消费群体的崛起, 茅台酒未来五年仍能保持 5%-10% 销量增长。到 2020 年, 市场容量保守有 40% 的增量空间。

图表 19: 中国高净值人群如日剧增(万人)


来源: 齐鲁证券研究所

图表 20: 白酒主力消费群体人口占比稳中有升


来源: 齐鲁证券研究所

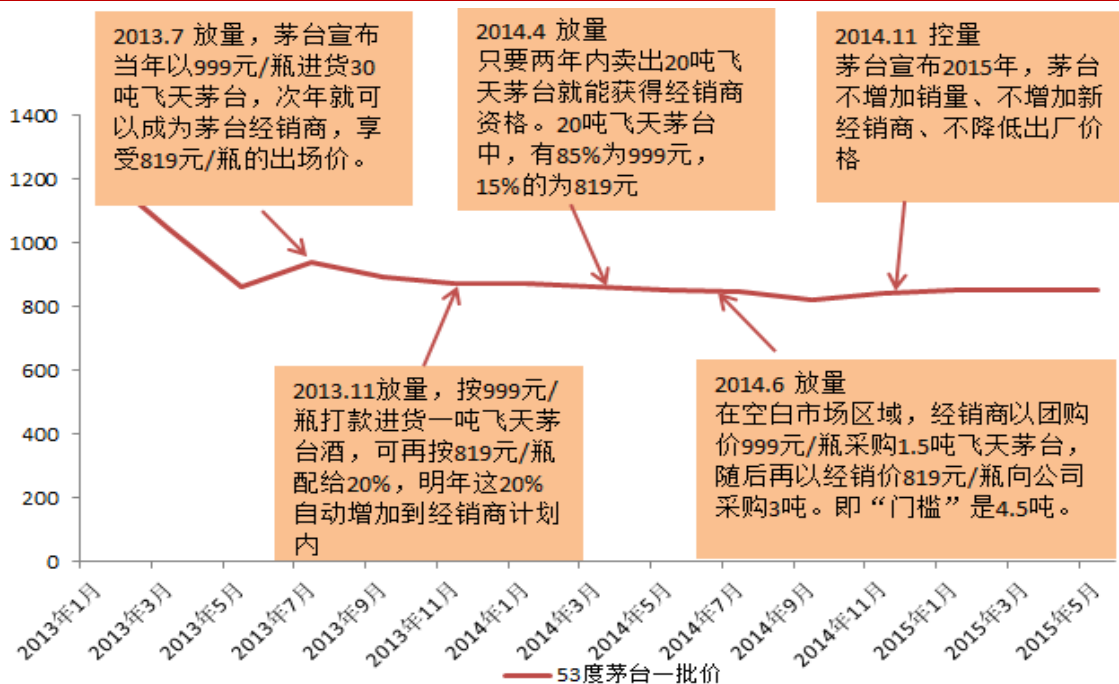
放量条件具备却要控量, 竟为哪般?

- 公司 1-5 月份完成全年销售任务的 60%, 按照现有的趋势 9、10 月份公司就可以完成全年的销售任务, 如公司按照市场需求继续放量, 今年销量保守估计可以增加 16% (2 个月的销量)。然公司采取控量的策略, 我们认为今年放量约 5% 左右, 对于公司为何要控量让不少投资者费解,

我们从下文做出解答。

- **控量是为了保价。**2000年之后茅台快速发展的历程，也是茅台提价的历程。2000-2010年茅台总体供给偏紧张，市场也出现了多次提价，出厂价从218提高至819元/瓶。茅台的控量政策得到了市场充分的认知，以至于价格产品定位为稀缺并愿意为此支付较高的价格。
- **保价为放量、提价奠定了基础。**2010年之后，产能扩展迅速，放量基础已形成。2013~2014年，当一批价和出厂价之间还有一定空间时，茅台采取了积极放量的政策，扩大消费群和经销商网络，抢占对手的份额。从2014年11月开始，在一批价较低的情况下，茅台高调宣布“2015年不增加销量”。我们认为，价保为后期放量、提价奠定了基础，而报价的效果核心关注一批价的走势。

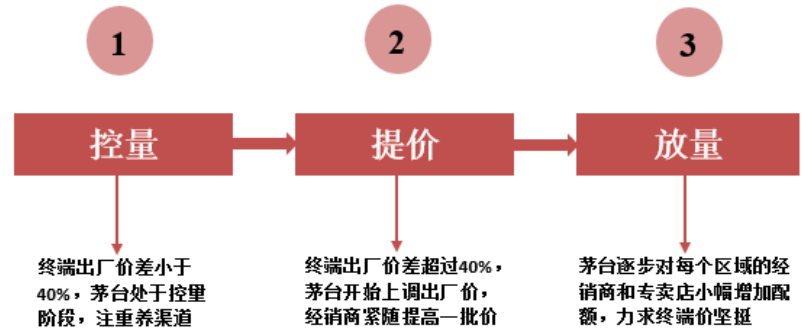
图表 21：放量与控量的政策



来源：草根调研、齐鲁证券研究所

- **茅台量价策略实施路径：“控量—提价—放量”。**茅台对单个经销商和专卖店实行配额销售体系，例如目前计划内指标的53度茅台出厂价为819元/每瓶，计划外则是999元/每瓶。对于具体量价策略的实行，我们认为可以分为以下三步：**1、控量：**当53度茅台的终端出厂价差达到35%-40%的合理水平之前，表明市场短期需求乏力，茅台开始控量以实现终端价格的逐步上升，此阶段重在养渠道。**2、提价：**价差达到40%时，茅台开始主动提价（2008年之后），成为高端酒市场的价格标杆，此时在强大的市场需求下，经销商紧随提高一批价，并逐步传导到终端（若终端价上涨过快，茅台会出“限价令”）。**3、放量：**紧接着，茅台逐步对每个区域的经销商和专卖店小幅增加配额，凭借均匀适度放量实现茅台终端价的整体坚挺。

图表 22: 茅台量价策略实施路径



来源：糖酒快讯、公开资料整理、齐鲁证券研究所

四个维度看提价可能性，两个角度看提价空间，量价如何权衡？

短期来看：以史为镜，今年飞天茅台提价的可能性较小

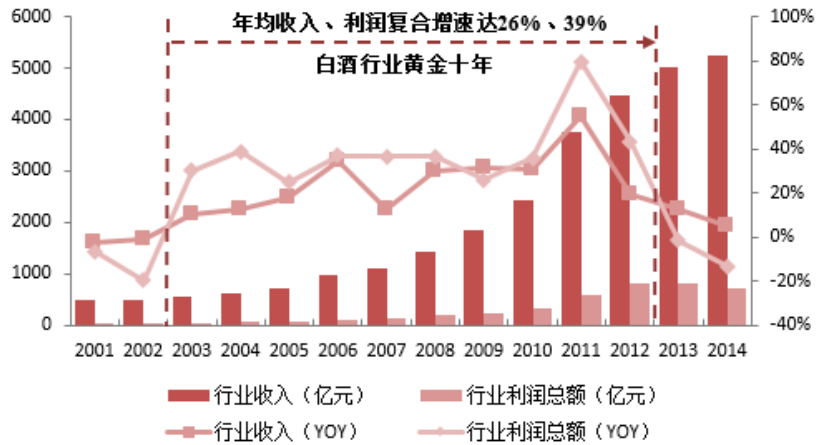
- 2000年以来53度茅台出厂价提价8次，最近一次为2012年9月，现价为819元/瓶。在限制“三公消费”之前，53度茅台市场供应有限，供不应求导致一批价与出厂价价差可观，价差达到一定程度触发公司调价，本世纪初茅台出厂价为218元/瓶，当前出厂价819元/瓶，上涨276%，涨幅最大的一次即为2012年9月1日上调出厂价200元至819元，由于市场随即进入深度调整期，经销商利差收窄，短期难见出厂价上调，我们从以下几个维度来分析提价的可能性。

图表 23: 历次提价市场环境分析

提价时间	53度茅台出厂价 (元/500ml)	提价幅度	平均零售价 (元/500ml)	渠道利润率	市场环境及税率政策	具体提价分析
2001年8月	218	18%	260	19%	以1元/公斤增加征收从量税	面对汾酒主力价位200元的压力，茅台提价确保终端价位优势
2003年10月	268	23%	288	7%	经济增速加快，行业初步回暖	行业需求增加明显，二线名优酒高端价位集中在200元左右
2006年2月1日	308	15%	400	30%	取消差别税率，统一为20%	经济增速加快，行业增速达到34%高位，茅台顺势量价齐升，净利润超过五粮液
2007年3月1日	358	16%	500	40%	经济加速增长，行业增速有所下滑	二线名酒梦之蓝、红花郎等名酒出厂价和零售价强势维持300、500左右价位，茅台提价应对
2008年1月12日	439	22%	650	48%	行业增速重回至30%	行业高增速下，茅台率先大幅上提出厂价，出厂价首超五粮液，在量价上居行业首位
2009年1月1日	499	13%	800	60%	经济复苏，行业增速继续保持30%+	先上提出厂价，然后在年中、中秋和年底连续发布三次“终端涨价令”，零售价年内涨至800元+
2010年1月1日	563	13%	1000	78%	消费税从严，行业增速保持30%	二线名酒600元+品牌运营能力持续走强，茅台产品紧俏、供不应求，促使茅台提价致终端破1000元
2011年1月1日	619	10%	1600	158%	行业增速达到历史最高点55%	茅台需求旺盛，进行放量20%+，提高出厂价，终端出厂价差高达150%，零售价是主流二线价位两倍
2012年1月1日	819	33%	2300	181%	经济增速放缓，行业增速降至19%	茅台仍是供不应求，终端仍在炒单情况，渠道利润一度接近200%，茅台进行控量，并大幅提价200元

来源：公司资料、齐鲁证券研究所

- **维度一：行业增速放缓，短期提价的可能性不大。**从2000年以来茅台的9次提价时点来看，有8次出现在2003年-2012年行业的高速增长期。2003-2012年，白酒行业进入高速增长阶段，年均收入复合增速高达26%，利润复合增速高达39%。2012年底，中央颁布限制“三公消费”和八项规定文件，受此影响白酒行业在接下来的2013年和2014年收入增速逐步降至个位数，高端酒消费需求萎缩明显，而低毛利率的中低端白酒销量占比的提升使得行业利润持续出现负增长。行业增速放缓，提价条件不充分。

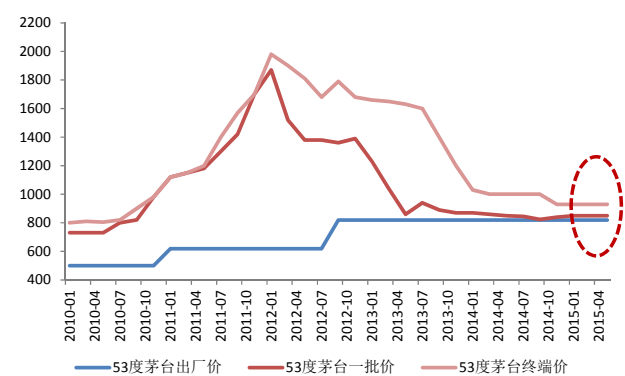
图表 24：2003-2012 年是白酒行业的黄金十年


来源：wind、齐鲁证券研究所

- **维度二：经销商利润处于低位，逆势提价市场难以消化。**从历史的提价来看，除2003年那次外，大多时间提价是渠道环节毛利处于19%以上的水平，近6次提价时流通环节的毛利处于30%以上。对于2003年渠道利润比较薄而提价我们认为主要原因是当时高端白酒是五粮液主导，五粮液率先提高了52度五粮液价格，零售价达到了358元每瓶，这让茅台顶住内外压力而提价，提价幅度远小于五粮液。2007年茅台主导市场之后，提价都是发生在渠道商毛利率30%以上。目前来看，渠道环节的毛利率只有13%，现在提价市场难以消化。

图表 25：流通环节毛利率高于30%时才具提价动力

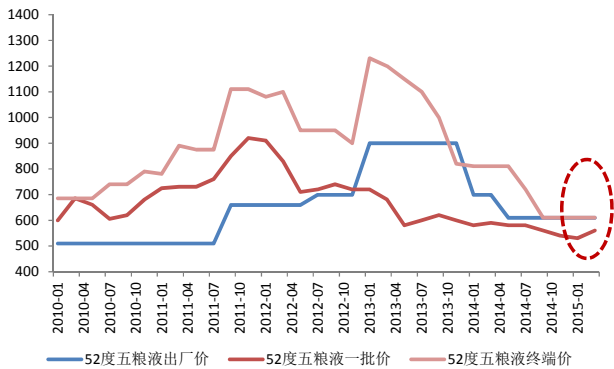
年份	33度茅台出厂价(元)	53度茅台市场零售均价(元)	流通环节利润率
2000	185	220	18.92%
2001	218	260	19.27%
2002	218	260	19.27%
2003	268	288	7.46%
2004	268	288	7.46%
2005	268	328	22.39%
2006	308	400	29.87%
2007	358	500	39.66%
2008	438	650	48.40%
2009	499	800	60.32%
2010	563	1000	77.62%
2011	619	1360	119.71%
2012	819	1900	131.99%
2013	819	1460	78.27%
2014	819	980	19.66%
2015	819	930	13.55%

图表 22：目前飞天茅台流通环节净利率较低


来源：酒仙网、糖酒快讯、齐鲁证券研究所

来源：wind、齐鲁证券研究所

- 维度三：政治环境处于限制“三公消费”期，此阶段提价对社会影响不利。**自反腐大幕掀开以来，中国高端消费受到严重打击，这对于白酒行业的打击来自于量价两个方面，除了抽掉 30%-40% 的高端白酒需求外，也使价格最不敏感的消费退出市场，提价弹性缩小。在现有的政治环境下提价会引起消费者对反腐力度的质疑，社会影响负面。从这一层面来讲，高端酒不适合在反腐高压期提价。
- 维度四：提价对谁最为有利？**在此阶段，我们认为提价对竞争对手五粮液、泸州老窖最为有利，而对公司来讲，目前提价意义不太大。主要原因是：（1）高端产品当中，公司产品是唯一一个顺价销售的，五粮液、泸州老窖更期望通过提价来解决倒挂问题。（2）公司飞天茅台需求紧俏，前 5 个月已经完成全年任务 60% 的销量，此价位市场认可度高。（3）公司年份酒、定制酒销量一般，一定程度上等同于提价后的飞天茅台，飞天提价预估市场难以消化。

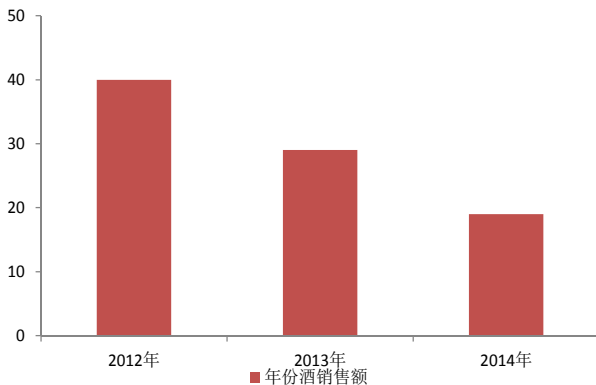
图表 26：五粮液处于倒挂状态 2 年之久


来源：wind、齐鲁证券研究所

图表 27：年份酒系列产品

时间	15年	30年	50年	普通飞天
2008年1月	1969	3599	5899	439
2010年1月	2599	4999	9999	499
2011年1月	3799	8499	14999	619
2012年9月	6999	13999	25999	819
现在	3599	8399	15999	819

来源：齐鲁证券研究所

图表 28：年份酒销售额较 2012 年减半


来源：齐鲁证券研究所

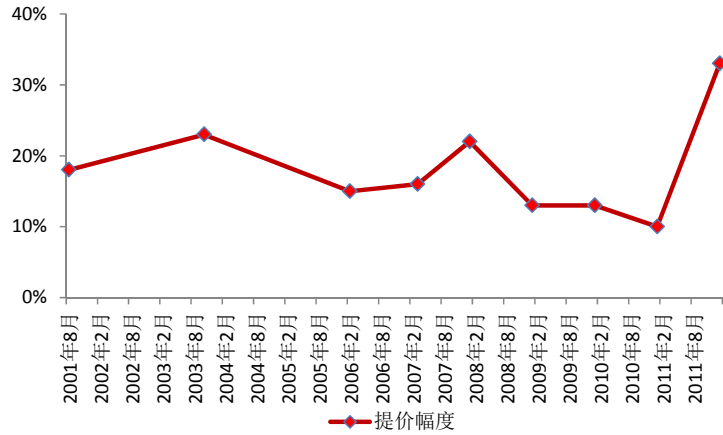
图表 29：定制酒开启个性化时代


来源：齐鲁证券研究所

未来 2-5 年：茅台酒存有提价需求，单次提价幅度大概率为 10%-20%

- 2000 年以来 53 度茅台出厂价提价 9 次，最近一次为 2012 年 9 月，现价为 819 元/瓶。最近一次提价是从 619 提高至 819，提价幅度高达 32.3%，2009 年之前六次提价幅度在 13%-23%之间。依照公司的一贯作风，不提价则以，一提价一定要有个明显的提价感知，我们倾向于认为下次提价幅度大概率为 10%-20%。

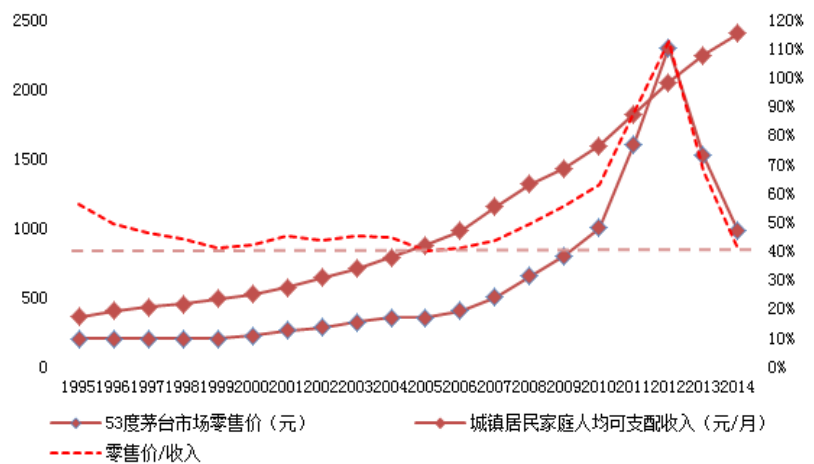
图表 30: 单次提价幅度大多超 10%



来源：齐鲁证券研究所

- 维度二：茅台零售价格比城镇居民可支配收入处于低位，存有提价的空间。** 茅台零售价格与城镇居民月度可支配收入大多时候这一比值应该在 50%，目前只有 40%。意味着目前的茅台酒价格相对城镇居民可支配收入而言低估了 25%。茅台酒相对便宜，存有提价的需求。公司今年执行控量政策，夯实提价的基础，从提价幅度来看，前八次单次提价幅度大多在 13%-33%之间。依照公司的一贯作风，我们倾向于认为下次提价幅度大概率为 10%-20%。

图表 31: 茅台零售价格比城镇居民可支配收入处于低位



来源：wind、齐鲁证券研究所

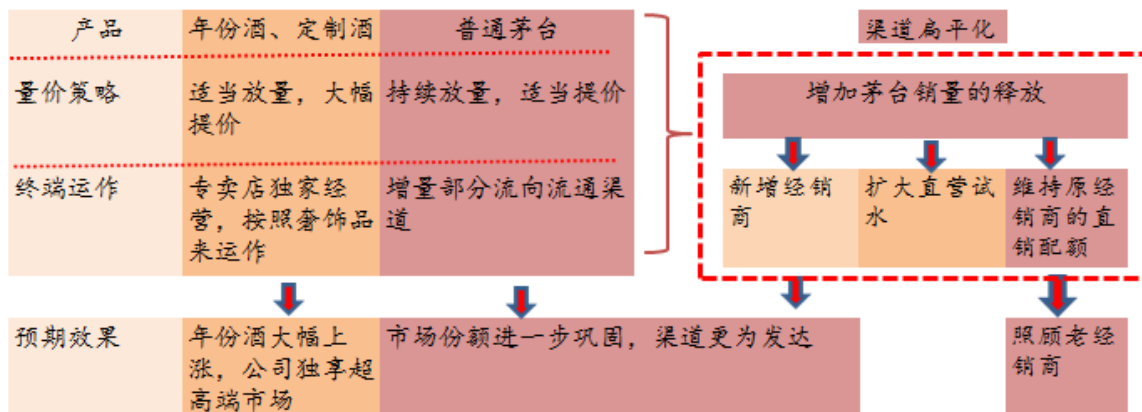
- 从公司的产品紧俏以及产品的相对低价来讲，茅台酒均存有提价的需求，

一批价成为衡量供需紧张以及提价的先行指标，当后期市场一批价毛利空间拉大且流通环节毛利大于 40% 时，茅台提价预期加强，一批价以及流通环节的毛利空间成为后市重要的观察窗口。

公司最优策略探讨：持续放量+适度提价

- 我们认为公司未来最优的策略是做到量价齐升。具体运作表现为：1，将年份酒、定制酒按照奢侈品模式来运作，继续大幅提价；2，普通茅台则在较高的终端价位上放量，通过增加流通渠道供给抑制终端价格过快上涨，并每年适当提高出厂价降低渠道价差。3，保持“适度提价+持续放量”的策略，参考国外奢侈品持续提价的策略和幅度，并以茅台渠道毛利率作为重要的观察窗口。
- 按照普通茅台酒销售额增速给予量价方面的分配，通过持续放量和新开专卖店增加流通渠道供给，在提高出厂价的同时抑制终端价过快上涨，最终做到终端价小步慢跑、出厂价不断提升、销量持续增加，这应该也是公司最愿意见到的结果。

图表 32：未来茅台利益最大化的量、价策略探讨



来源：齐鲁证券研究所

投资建议：“买入”评级，目标价 302 元

- 目标价 302 元，维持“买入”评级。我们认为公司产品畅销，今年采取“控量、控价、养渠道”的策略为后市业绩的增长创造条件。我们预计 2015—2017 年分别实现净利润 167 亿、191 亿、224 亿元，同比增长 8.6%、14.8%、16.8%，对应 EPS 为 14.60、16.76、19.57 元。参考可比公司的估值水平，我们认为茅台酒作为高端酒的龙头估值应该比五粮液和泸州老窖略高，给予 18x2016PE，对应 2016 年目标价 302 元，维持“买入”评级。

图表 33: 可比公司估值表

可比公司	最新收盘价 (截至 7 月 13 日)	EPS			PE		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
000858.SZ 五粮液	29.66	1.64	1.83	2.06	17.30	15.47	13.75
000568.SZ 泸州老窖	24.20	1.19	1.42	1.63	20.87	17.47	15.18
600887.SH 伊利股份	19.71	0.88	1.07	1.28	22.31	18.41	15.35
可比公司平均估值					20.16	17.12	

来源: wind、齐鲁证券研究所

风险提示

- 打压三公消费力度继续加大。尽管公务消费占比逐年走低，但是政治改革依旧进行，不排除部分区域或者单位出现“禁酒令”的可能。从体制内开始肃清酒风，进而影响商务消费与民间消费。
- 食品安全事件风险。类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

图表 34: 贵州茅台销售预测表 (单位: 百万元)

茅台酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售量 (吨)	13346	16640	17008	18028	19290	20834
YOY (%)		24.7%	2.2%	6.0%	7.0%	8.0%
单价 (万元/吨)	180.1	174.6	180.1	179.2	188.2	201.4
YOY (%)		-3.0%	3.2%	-0.5%	5.0%	7.0%
收入 (百万元)	24033	29056	30638	32314	36305	41954
YOY (%)		20.90%	5.45%	5.47%	12.35%	15.56%
单位成本 (万元/吨)	10.5	9.5	11.4	11.9	12.2	12.6
YOY (%)		-9.8%	20.5%	4.0%	3.0%	3.0%
成本 (百万元)	1400	1574	1938	2137	2355	2619
YOY (%)		12.41%	23.11%	10.24%	10.21%	11.24%
毛利 (百万元)	22632	27481	28699	30178	33951	39335
毛利率	94.17%	94.58%	93.67%	93.39%	93.51%	93.76%
系列酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (百万元)	2423	1866	936	1403	1684	1852
YOY (%)		-22.98%	-49.87%	50.00%	20.00%	10.00%
成本 (百万元)	644	620	400	561	674	741
毛利 (百万元)	1779	1246	535	842	1010	1111
毛利率	73.42%	66.79%	57.20%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (百万元)	26455	30922	31574	33718	37989	43807
YOY (%)		16.88%	2.11%	6.79%	12.67%	15.31%
成本 (百万元)	2044	2194	2338	2698	3028	3360
YOY (%)		7.32%	6.59%	15.37%	12.25%	10.96%
毛利	24411	28727	29234	31020	34961	40446
毛利率	92.27%	92.90%	92.59%	92.00%	92.03%	92.33%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 35: 贵州茅台财务预测三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	26,455	30,922	31,574	33,718	37,989	43,807
增长率	43.76%	16.9%	2.1%	6.8%	12.7%	15.3%
营业成本	-2,044	-2,194	-2,339	-2,698	-3,028	-3,360
%销售收入	7.7%	7.1%	7.4%	8.0%	8.0%	7.7%
毛利	24,411	28,728	29,235	31,020	34,961	40,446
%销售收入	92.3%	92.9%	92.6%	92.0%	92.0%	92.3%
营业税金及附加	-2,573	-2,791	-2,789	-2,957	-3,362	-3,921
%销售收入	9.7%	9.0%	8.8%	8.8%	8.9%	9.0%
营业费用	-1,225	-1,858	-1,675	-1,618	-1,861	-2,147
%销售收入	4.6%	6.0%	5.3%	4.8%	4.9%	4.9%
管理费用	-2,204	-2,835	-3,378	-3,203	-3,267	-3,680
%销售收入	8.3%	9.2%	10.7%	9.5%	8.6%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	18,410	21,244	21,393	23,241	26,470	30,699
%销售收入	69.6%	68.7%	67.8%	68.9%	69.7%	70.1%
财务费用	421	429	123	1,117	1,521	1,974
%销售收入	-1.6%	-1.4%	-0.4%	-3.3%	-4.0%	-4.5%
资产减值损失	-3	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	3	3
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	18,831	21,678	21,519	24,361	27,994	32,677
营业利润率	71.2%	70.1%	68.2%	72.3%	73.7%	74.6%
营业外收支	-130	-246	363	-200	-220	-240
税前利润	18,700	21,432	21,882	24,161	27,774	32,437
利润率	70.7%	69.3%	69.3%	71.7%	73.1%	74.0%
所得税	-4,692	-5,467	-5,613	-6,164	-7,098	-8,290
所得税率	25.1%	25.5%	25.7%	25.5%	25.6%	25.6%
净利润	14,008	15,965	16,269	17,998	20,676	24,147
少数股东损益	700	828	920	1,328	1,541	1,794
归属于母公司的净利润	13,308	15,137	15,350	16,669	19,135	22,352
净利率	50.3%	49.0%	48.6%	49.4%	50.4%	51.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	14,008	15,965	16,269	17,998	20,676	24,147
少数股东损益	0	0	0	1,328	1,541	1,794
非现金支出	438	554	757	838	932	984
非经营收益	-144	-176	86	199	217	237
营运资金变动	-2,381	-3,688	-4,480	1,419	-2,175	-1,346
经营活动现金净流	11,921	12,655	12,633	21,781	21,191	25,816
资本开支	4,212	5,406	4,421	1,195	720	240
投资	10	0	-10	0	0	0
其他	2	66	-149	3	3	3
投资活动现金净流	-4,199	-5,339	-4,580	-1,192	-717	-237
股权募资	392	6	35	0	0	0
债权募资	0	0	67	-63	0	0
其他	-4,307	-7,392	-5,149	-5,712	-6,281	-6,852
筹资活动现金净流	-3,915	-7,386	-5,047	-5,775	-6,281	-6,852
现金净流量	3,807	-70	3,005	14,815	14,193	18,727

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	22,062	25,185	27,711	41,197	53,850	70,783
应收账款	360	417	1,933	1,547	1,944	2,164
存货	9,666	11,837	14,982	13,995	16,116	17,963
其他流动资产	4,137	4,493	2,945	4,048	4,286	4,838
流动资产	36,225	41,932	47,571	60,787	76,195	95,749
%总资产	80.5%	75.6%	72.2%	76.7%	80.9%	84.9%
长期投资	54	54	64	64	64	64
固定资产	7,203	8,981	13,798	14,023	13,657	12,736
%总资产	16.0%	16.2%	20.9%	17.7%	14.5%	11.3%
无形资产	873	3,571	3,588	3,520	3,454	3,391
非流动资产	8,773	13,523	18,302	18,459	18,027	17,043
%总资产	19.5%	24.4%	27.8%	23.3%	19.1%	15.1%
资产总计	44,998	55,454	65,873	79,246	94,222	112,792
短期借款	0	0	63	0	0	0
应付账款	6,827	4,935	3,416	4,088	4,289	4,978
其他流动负债	2,700	6,373	7,066	7,541	7,922	8,507
流动负债	9,526	11,307	10,544	11,629	12,210	13,485
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	18	18	18	18
负债	9,544	11,325	10,562	11,647	12,228	13,503
普通股股东权益	34,150	42,622	53,430	64,390	77,244	92,744
少数股东权益	1,304	1,507	1,881	3,209	4,751	6,545
负债股东权益合计	44,998	55,454	65,873	79,246	94,222	112,792

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	12.819	14.580	13.441	14.597	16.755	19.573
每股净资产 (元)	32.894	41.055	46.787	56.383	67.639	81.212
每股经营现金净流 (元)	11.483	12.190	11.062	17.910	17.207	21.035
每股股利 (元)	6.420	4.370	4.374	5.000	5.500	6.000
回报率						
净资产收益率	38.97%	35.51%	28.73%	25.89%	24.77%	24.10%
总资产收益率	29.57%	27.30%	23.30%	21.03%	20.31%	19.82%
投入资本收益率	103.39%	84.22%	59.20%	65.73%	70.17%	80.35%
增长率						
营业总收入增长率	43.76%	16.88%	2.11%	6.79%	12.67%	15.31%
EBIT增长率	53.68%	16.01%	2.90%	5.75%	13.89%	15.98%
净利润增长率	51.86%	13.74%	1.41%	8.60%	14.79%	16.82%
总资产增长率	28.93%	23.24%	18.79%	20.30%	18.90%	19.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
存货周转天数	1,504.5	1,788.7	2,093.0	1,893.5	1,942.5	1,951.2
应付账款周转天数	46.2	52.4	77.4	69.1	71.9	70.9
固定资产周转天数	84.4	90.5	109.2	116.2	107.3	91.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.23%	-57.07%	-49.99%	-60.94%	-65.67%	-71.29%
EBIT利息保障倍数	-43.7	-49.8	-178.4	-20.8	-17.4	-15.5
资产负债率	21.21%	20.42%	16.03%	14.70%	12.98%	11.97%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。