



投资决策

剔出亚太强力买入名单

贵州茅台 (600519.SS)

强劲表现过后移出强力买入名单，因增长前景良好维持买入评级

调整理由

我们在最近的领先表现后将贵州茅台移出强力买入名单，但维持对该股的买入评级，原因在于我们仍看好白酒行业的复苏以及贵州茅台在高端市场上的竞争力。自2014年4月3日我们将其加入强力买入名单以来，该股上涨了77%，而同期沪深300指数上涨了51%。

我们将2016-20年每股盈利预测下调了4.0%-4.1%，因为我们计入了白酒消费税提高的因素。该调整令我们的12个月目标价格被下调4%至人民币271.81元，隐含21倍的2016年预期市盈率。

当前观点

短期增长依然强劲。考虑到截至2015年底茅台酒来自经销商的预订单累计达到人民币82.6亿元，即使假设2016年经销商新订单持平（约20500吨），我们预计2016年仍可能实现12%的收入增长。

我们认为，短期内形势不适合茅台出厂价上涨，因为：(1) 2011年基酒产量上升了22%，导致2016年面临供应过剩的压力（考虑到5年的生产时滞）；(2) 我们认为由于经济暗淡，行业复苏仍将疲弱；(3) 茅台人民币840-850元/瓶的批发价仍非常接近人民币819元的出厂价。我们认为管理层将继续通过控制供应来支撑价格。

潜在的税率上调。贵州茅台2015年四季度有效营业税率从前9个月的9.1%升至13.2%。鉴于国家税务总局对白酒税基标准越来越严格，我们认为消费税率或将升至2015年四季度水平，导致2016-2020年净利润下滑约4%。

我们的目标价格仍基于18倍的市盈率乘以2020年预期每股盈利人民币21.08元（原为21.98元），仍以8.7%的股权成本贴现回2016年。主要风险：行业复苏慢于预期，产量控制未能奏效。

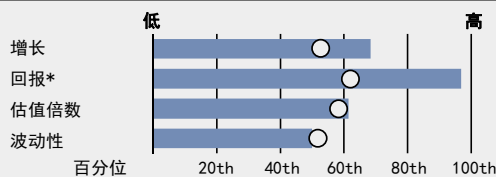
所属投资名单

亚太买入名单

行业评级：中性

廖绪发, CFA (分析师) 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufa.liao@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
戴晔 (研究助理)
+86(21)2401-8944 brian.dai@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要



* 回报 - 资本回报率

投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	242.24
12个月目标价格 (Rmb)	271.81
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	276,637.6 / 42,825.8
外资持股比例 (%)	--

	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
每股盈利 (Rmb) 新	12.34	13.13	14.98	16.97
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	(4.1)	(4.0)	(4.1)
每股盈利增长 (%)	(12.4)	6.4	14.1	13.3
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	12.34	13.13	14.98	16.97
市盈率 (X)	16.5	18.4	16.2	14.3
市净率 (X)	4.0	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA (X)	9.7	11.0	9.5	8.3
股息收益率 (%)	3.0	2.7	3.1	3.5
净资产回报率 (%)	26.4	24.2	24.5	24.5
CROCI (%)	26.5	24.7	24.5	24.3

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	21.3	21.9	30.7
相对于沪深300指数	17.3	28.8	77.2

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为4/13/2016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)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	资产负债表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入	33,446.9	37,518.0	42,982.1	48,798.6	现金及等价物	36,800.7	40,994.8	45,565.8	50,559.5
主营业务成本	(2,612.6)	(3,444.1)	(4,145.2)	(4,918.0)	应收账款	10,190.5	12,458.7	15,450.8	18,878.6
销售、一般及管理费用	(8,747.0)	(10,841.7)	(12,334.8)	(13,857.6)	存货	18,013.3	23,589.6	28,959.4	35,032.4
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)	0.5	0.0	0.0	0.0	流动资产	65,004.5	77,043.1	89,976.0	104,470.5
EBITDA	22,936.0	24,271.3	27,667.7	31,331.6	固定资产净额	16,313.4	18,551.8	20,920.2	23,617.9
折旧和摊销	(848.1)	(1,039.2)	(1,165.6)	(1,308.5)	无形资产净额	3,582.5	3,793.9	3,998.5	4,196.2
EBIT	22,087.9	23,232.1	26,502.2	30,023.0	长期投资	29.0	89.0	149.0	209.0
利息收入	110.3	184.0	205.0	227.8	其它长期资产	1,372.1	1,372.1	1,372.1	1,372.1
财务费用	(43.0)	0.0	0.0	0.0	资产合计	86,301.5	100,849.9	116,415.8	133,865.6
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	14,084.1	18,871.7	22,713.3	26,948.0
其它	(153.4)	0.0	0.0	0.0	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	22,001.7	23,416.1	26,707.1	30,250.8	其它流动负债	5,967.6	6,465.5	7,625.0	8,873.5
所得税	(5,546.7)	(5,903.3)	(6,733.0)	(7,626.4)	流动负债	20,051.7	25,337.1	30,338.2	35,821.4
少数股东损益	(951.9)	(1,013.1)	(1,155.5)	(1,308.8)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	15,503.1	16,499.7	18,818.7	21,315.7	其它长期负债	15.6	15.6	15.6	15.6
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	15.6	15.6	15.6	15.6
非经常性项目前净利润	15,503.1	16,499.7	18,818.7	21,315.7	负债合计	20,067.3	25,352.7	30,353.8	35,837.0
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	15,503.1	16,499.7	18,818.7	21,315.7	普通股权益	63,926.0	72,175.8	81,585.2	92,243.0
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	12.34	13.13	14.98	16.97	少数股东权益	2,308.2	3,321.3	4,476.8	5,785.6
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	12.34	13.13	14.98	16.97	负债及股东权益合计	86,301.5	100,849.9	116,415.8	133,865.6
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	12.34	13.13	14.98	16.97	每股净资产(Rmb)	50.89	57.46	64.95	73.43
每股股息(Rmb)	6.17	6.57	7.49	8.48					
股息支付率(%)	50.0	50.0	50.0	50.0					
自由现金流收益率(%)	5.9	3.9	4.2	4.7					
增长率和利润率(%)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	比率	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入增长率	3.8	12.2	14.6	13.5	CROCI (%)	26.5	24.7	24.5	24.3
EBITDA增长率	0.9	5.8	14.0	13.2	净资产回报率(%)	26.4	24.2	24.5	24.5
EBIT增长率	0.5	5.2	14.1	13.3	总资产回报率(%)	20.4	17.6	17.3	17.0
净利润增长率	1.0	6.4	14.1	13.3	平均运用资本回报率(%)	57.5	54.4	52.9	51.1
每股盈利增长	(12.4)	6.4	14.1	13.3	存货周转天数	2,304.9	2,204.5	2,313.6	2,374.6
毛利率	92.2	90.8	90.4	89.9	应收账款周转天数	82.2	110.2	118.5	128.4
EBITDA利润率	68.6	64.7	64.4	64.2	应付账款周转天数	1,439.6	1,746.3	1,830.9	1,842.9
EBIT利润率	66.0	61.9	61.7	61.5	净负债/股东权益(%)	(55.6)	(54.3)	(52.9)	(51.6)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	估值	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
优先股股息前净利润	15,503.1	16,499.7	18,818.7	21,315.7	基本市盈率(X)	16.5	18.4	16.2	14.3
折旧及摊销	848.1	1,039.2	1,165.6	1,308.5	市净率(X)	4.0	4.2	3.7	3.3
少数股东权益	951.9	1,013.1	1,155.5	1,308.8	EV/EBITDA(X)	9.7	11.0	9.5	8.3
运营资本增减	471.4	(3,057.0)	(4,520.3)	(5,266.0)	企业价值/总投资现金(X)	3.2	3.3	2.9	2.5
其它	(338.2)	0.0	0.0	0.0	股息收益率(%)	3.0	2.7	3.1	3.5
经营活动产生的现金流	17,436.3	15,495.1	16,619.4	18,667.0					
资本开支	(2,061.5)	(3,489.0)	(3,738.6)	(4,203.9)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	8.8	0.0	0.0	0.0					
其它	3.9	(60.0)	(60.0)	(60.0)					
投资活动产生的现金流	(2,048.8)	(3,549.0)	(3,798.6)	(4,263.9)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(4,995.1)	(7,752.0)	(8,249.9)	(9,409.3)					
借款增减	(33.9)	0.0	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(559.0)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(5,588.0)	(7,752.0)	(8,249.9)	(9,409.3)					
总现金流	9,799.5	4,194.1	4,571.0	4,993.8					

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

对此报告有贡献的人员

廖绪发, CFA
xufa.liao@ghsl.cn

戴晔
brian.dai@ghsl.cn

短期势头仍强劲

由于将预订单转变为收入存在一定的时滞，应收账款规模已经较大并不断增长，因此公司的收入增速一直与经销商总订单增速差异较大——图表 1。举例说明，2015 年收入仅增长 4% 至人民币 334.5 亿元，但实际上我们看到全年订单总量增长了 20% 至人民币 357.1 亿元（不含增值税）。而且我们估测 2015 年进入市场的实际供应量约为 2.1 万吨，而不是根据会计收入计算的 1.8 万吨。在我们看来，会计收入增速存在时滞，因此并非体现实际市场需求的良好指标，而来自经销商的总预订单可能会更好地反映实际需求。

由于公司仍在通过控制其白酒供应来支撑强劲的批发价格，我们认为 2016 年总订单增长可能放缓。据管理层表示，2016 年下半年公司将仅供应 8,000 吨，意味着短期内供应可能比较紧张。我们假设 2016 年供应持平；然而在这种情况下，我们预计 2016 年收入将同比增长 12%，原因很大程度上在于 2015 年底资产负债表上的经销商预订单（人民币 82.6 亿元）计入 2016 年一季度收入。公司管理层预计，贵州茅台集团（贵州茅台的母公司）2016 年一季度应能实现人民币 150 亿元的销售额（含增值税），同比增长 41%，并实现人民币 70 亿元的税前利润，同比增长 26%。由于上市公司收入一般为集团收入的 91%（不含增值税），我们预计 2016 年一季度贵州茅台可能会实现收入人民币 110 亿元，同比增长 35%（经增值税调整后）。在利润方面，由于上市公司的税前利润约占集团的 96%，我们预计贵州茅台一季度净利润约为人民币 53.8 亿元，同比增长 23%。

简言之，我们认为短期势头仍非常强劲。即使我们假设 2016 年供应持平，公司收入也可能以十位数低端的速度增长，高于管理层 4% 的年增长目标。

图表1: 总订单分析表明 2016 年收入增长 12%（不含增值税）

总订单和收入分析

人民币百万元	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
全年订单总额	10860	13567	21003	25525	28370	29698	35707	35809
YoY		25%	55%	22%	11%	5%	20%	0%
(1) 来自应收票据的订单	812	799	939	814	747	2247	15954	21485
应收票据变化	812	799	781	-48	92	1551	11936	-762
(2) 来自经销商预付款的订单	9248	11887	19355	23711	27623	27451	19753	14324
预付款变化	580	1222	2288	-1936	-2046	-1569	6785	-2383
收入	9,670	11,633	18,402	26,455	31,071	32,217	33,447	37,518
YoY		20%	58%	44%	17%	4%	4%	12%
订单总量 (吨)	11019	12756	14868	15887	15330	16501	20590	20649
YoY		16%	17%	7%	-4%	8%	25%	0%

注：贵州茅台允许经销商支付 40% 作为订单预付款，其余 60% 作为应收账款
资料来源：公司数据，高华证券研究

2017 年以前提价条件仍不充足

由于中国整体通胀上升（3 月份 CPI 升至 2.3%印证了这一点），而且一些领先的白酒品牌于 2016 年一季度提高了产品价格，一些投资者认为短期内贵州茅台也可能提价。虽然短期需求确实强劲，但我们认为形势不适合提价，原因如下：

(1) 供需格局仍非常疲弱。由于茅台酒在市场上销售之前需要至少五年的时间进行酿制，那么五年前产量则是衡量 2016 年潜在供应的良好指标。2011 年基酒产量增长 22%至 30,026 吨，因存在五年的生产时滞，2016 年面临供应过剩压力（相较于目前的潜在市场需求为 2 万-2.4 万吨）。即使考虑到其中 20%可以贮存以进一步催陈，或在贮存期间因自然挥发而损失，可用于包装出售的潜在供应量仍高达 2.4 万吨。

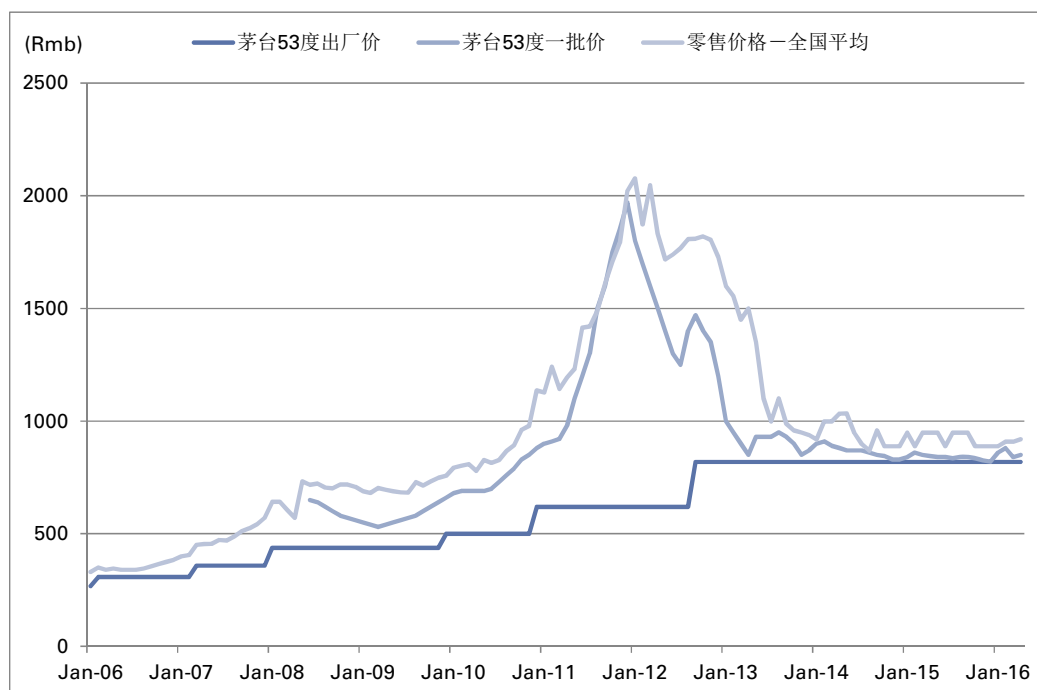
(2) 虽然我们看到受三公消费触底反弹的支撑，高端市场出现更多复苏迹象，但我们认为由于经济黯淡，行业复苏仍将疲弱。

(3) 虽然最近淡季期间茅台批发价似乎非常具有粘性，人民币 840-850 元/瓶的批发价仍非常接近人民币 819 元的出厂价。我们认为管理层将继续通过控制对经销商的供应来支撑价格处于当前水平，并通过提高零售价来提振经销商利润率，直至其能够获得不错的利润。

那么，何时是更好的提价时机？我们认为可能在 2017 年，因为 2012 年产量增速放缓至仅 12%，这表明供应压力下降。这意味着过去五年里首次出现供应增速低于需求增速的情况。

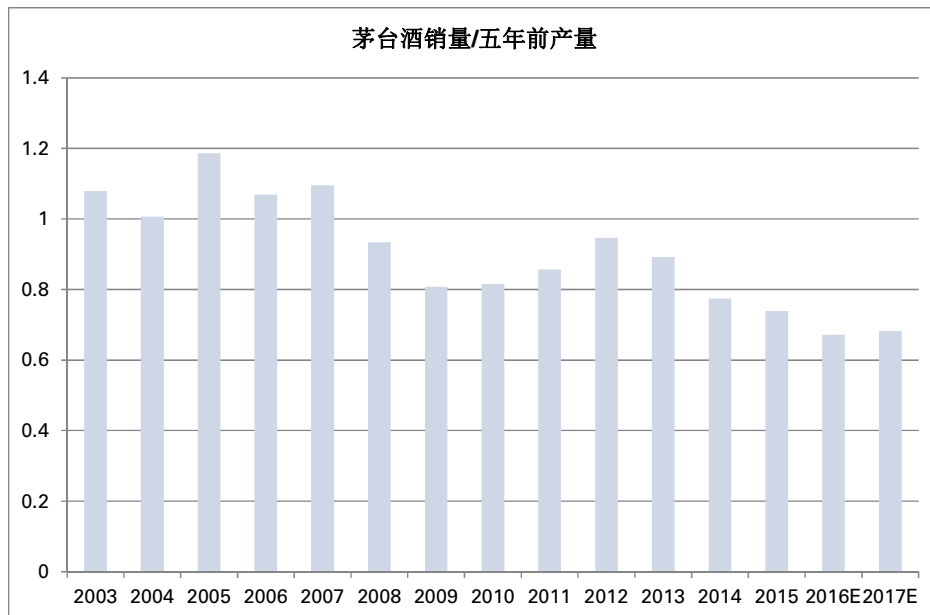
图表2: 茅台的批发价仍接近出厂价

茅台酒历史价格 (人民币元/瓶)



资料来源：公司数据

图表3: 供需格局依然非常疲弱
贵州茅台销量和5年前产量比较 (倍数)



资料来源: 公司数据, 高华证券研究

税率潜在上升或将抑制利润率

茅台 2015 年四季度有效营业税率从 1-9 月的 9.1% 升至 13.2%。鉴于国家税务总局对白酒税基标准越来越严格, 我们认为消费税率或将升至 2015 年四季度水平, 导致 2016-2020 年预期净利润下滑 4% 左右。基于我们的历史水平分析, 这大概是可能性最大的情况。例如, 2009 年有效营业税率为 9.7%, 但在行业上行周期中, 有效营业税率在 2010 年升至 13.6%, 2011 年为 13.5%。

如果我们用更严格的征税情景, 以销售均价的 70% (当前假设 55%) 作为消费税税基, 则我们预计对 2016 年净利润可能会减少 16 亿元, 占 2015 年净利润的 10.3%。

图表4: 采用 2015 年四季度的消费税率, 我们估算净利润受到的潜在冲击为 5% (以 2015 年计)
消费税情景分析

人民币百万元	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
营业税	941	1,577	2,477	2,573	2,791	2,789	3,449	4,952
消费税	688	1,238	1,897	1,800	1,931	1,923	2,486	3,827
其他营业税	252	339	580	773	860	866	963	1,126
实际营业税率	9.7%	13.6%	13.5%	9.7%	9.0%	8.7%	10.3%	13.2%
消费税/收入	7.1%	10.6%	10.3%	6.8%	6.2%	6.0%	7.4%	10.2%
其他营业税/收入	2.6%	2.9%	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%	2.9%	3.0%
历史水平及基准情形假设								
每瓶消费税	38	61	79	60	61	56	68	95
名义税率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
每瓶税基	190	303	395	301	307	282	342	474
税基/均价	39%	57%	56%	37%	33%	31%	39%	55%
如果用均价的70%作为税基								
税基								607
名义税率								20.0%
每瓶消费税								121
对营业税的影响								2,140
对净利润的影响								1,601
占2015年净利润的比例								10.3%
如果用15年四季度实际水平作为税基								
税基								470
名义税率								20.0%
每瓶消费税								94
对营业税的影响								1,035
对净利润的影响								774
占2015年净利润的比例								5.0%

资料来源: 公司数据, 高华证券研究

计入消费税变化，调整盈利预测/目标价格

我们将 2016-2020 年每股盈利预测下调 4.0%-4.1% 以反映消费税率的潜在变化，并相应将 12 个月目标价格下调 4% 至人民币 271.81 元，隐含 21 倍的 2016 年预期市盈率，仍然基于 18 倍的市盈率乘以 2020 年预期每股盈利人民币 21.08 元（原为 21.98 元），并以 8.7% 的股权成本贴现回 2016 年。

鉴于该股近期表现领先，我们将贵州茅台移出强力买入名单。维持买入评级，新的 12 个月目标价格为人民币 271.81 元（隐含 11% 的上行空间），我们对白酒全行业复苏以及公司在高端市场的竞争力仍持积极态度。自我们于 2014 年 4 月 3 日将贵州茅台加入强力买入名单，该股股价上涨了 77%，同期上证 A 股指数涨幅为 51%。

主要风险：行业复苏慢于预期，产量控制未能奏效。

图表5: 我们预计 2016 年公司收入将同比增长 12%，净利润增长 6%

贵州茅台财务预测和主要推动因素

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	31,071	32,217	33,447	37,518	42,982	48,799	54,781	60,823
茅台酒	29,055	30,637	31,546	34,977	39,781	44,937	50,395	56,089
茅台酒销量增速	5%	8%	7%	11%	14%	13%	12%	11%
茅台酒均价提高	15%	-3%	-4%	0%	0%	0%	0%	0%
系列酒	1,866	935	1,108	1,441	1,801	2,161	2,486	2,734
系列酒销量增速	-12%	-25%	31%	30%	25%	20%	15%	10%
系列酒均价提高	10%	-31%	-9%	0%	0%	0%	0%	0%
收入增速	17%	4%	4%	12%	15%	14%	12%	11%
茅台酒	21%	5%	3%	11%	14%	13%	12%	11%
系列酒	-23%	-50%	18%	30%	25%	20%	15%	10%
营业成本	2,194	2,338	2,538	3,361	4,050	4,810	5,625	6,476
茅台酒	1,574	1,938	2,012	2,532	3,023	3,586	4,223	4,935
系列酒	620	400	522	749	936	1,124	1,292	1,422
毛利	28877	29879	30909	34157	38932	43989	49156	54347
茅台酒	27481	28699	29534	32445	36758	41351	46173	51154
系列酒	1,246	535	586	692	865	1,038	1,193	1,313
毛利增速	18%	3%	3%	11%	14%	13%	12%	11%
毛利率	93%	92.7%	92.4%	91%	91%	90%	90%	89%
茅台酒	95%	94%	94%	93%	92%	92%	92%	91%
系列酒	67%	57%	53%	48%	48%	48%	48%	48%
营业税金及附加	2,791	2,789	3,449	4,952	5,674	6,441	7,231	8,029
占营业收入比重	9.0%	8.7%	10.3%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
销售费用	1,858	1,675	1,485	1,672	1,873	2,029	2,168	2,285
占营业收入比重	6.0%	5.2%	4.4%	4.5%	4.4%	4.2%	4.0%	3.8%
管理费用	2,835	3,378	3,813	4,217	4,788	5,387	5,993	6,593
占营业收入比重	9.1%	10.5%	11.4%	11.2%	11.1%	11.0%	10.9%	10.8%
财务费用	-429	-123	-67	-184	-205	-228	-253	-280
利润总额	21,432	21,882	22,002	23,416	26,707	30,251	33,895	37,585
减：所得税	5,467	5,613	5,547	5,903	6,733	7,626	8,545	9,475
净利润	15,965	16,269	16,455	17,513	19,974	22,624	25,350	28,109
减：少数股东损益	828	920	952	1,013	1,155	1,309	1,466	1,626
归属于母公司所有者的净利润	15,137	15,350	15,503	16,500	18,819	21,316	23,884	26,483
同比增长	14%	1%	1%	6%	14%	13%	12%	11%
基本每股收益	14.58	14.08	12.34	13.13	14.98	16.97	19.01	21.08

资料来源：公司数据、高华证券研究

信息披露附录

申明

本人，廖绪发，CFA，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不与，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、中国食品及饮料行业。

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：奥飞娱乐、光线传媒、歌华有线、华录百纳、蓝色光标、中南传媒、省广股份、华谊兄弟、IMAX 中国、凤凰传媒、乐视网、东方明珠、掌趣科技、万达院线、华策影视。

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 (Rmb242.24)

高盛高华在过去 12 个月中与下述公司存在投资银行客户关系：贵州茅台 (Rmb242.24)

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投资前景的看法。**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。除了与高盛相关的披露，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。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。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。

高盛高华为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。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报的建议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。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

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。

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。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。

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。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2016 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。

