



# 公司最新消息

## 贵州茅台 (600519.SS)

买入

证券研究报告

### 2017年目标设定；不上调价格，但实际均价上涨；买入

#### 最新事件

据行业媒体微酒网，贵州茅台于9月9日在贵阳召开了新闻发布会。管理层在会上：1) 发布了1-8月经营数据；2) 公布了公司的十三五规划目标；3) 对最近白酒市场上的涨价趋势发表了看法。

#### 潜在影响

(1) 1-8月贵州茅台集团实现收入人民币308亿元，同比增长15%，净利润164亿元，增长6.67%。茅台酒销量达到13990吨，同比增长13.84%。以上业绩符合我们的预期。就今年剩余的四个月而言，对经销商的合同供应仅为3000吨左右，仍非常紧张。

(2) 管理层表示公司不打算在短期内上调出厂价，并认为每瓶1000元左右的零售价处于合理水平。然而，我们将最近特许店配额增加视为提价，因为产品均价上涨。

(3) 系列酒销量同比上升70%，收入同比增长60%，比我们目前的全年预测更强劲。

(4) 管理层预计贵州茅台集团2017年收入将达到人民币500亿元，较2016年目标增长14.7%。茅台酒的目标销量为25000吨，较2016年计划提高9%。集团预计2020年茅台酒收入将达到720亿元，较2017年年均复合增长13%。我们认为，未来几年十位数低端的目标增速大致符合我们目前的预测，并体现了管理层对未来需求的信心。

#### 估值

我们的预测和12个月目标价格没有调整。我们的目标价格为人民币335.6元，仍基于18倍的市盈率乘以2020年预期每股盈利人民币26.03元，并以8.7%的股权成本贴现回2016年。因该股在白酒市场上的领先地位而维持买入评级。

#### 主要风险

复苏慢于预期，费用高于预期。

#### 所属投资名单

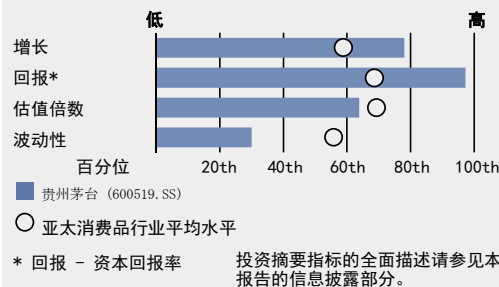
亚太买入名单

#### 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

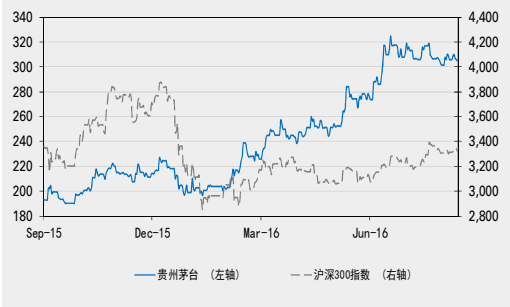


#### 主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	304.63
12个月目标价格 (Rmb)	335.60
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	382,675.5 / 57,287.6
外资持股比例 (%)	--

	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
每股盈利 (Rmb)	12.34	14.16	16.78	19.52
每股盈利增长 (%)	(12.4)	14.7	18.5	16.4
每股摊薄盈利 (Rmb)	12.34	14.16	16.78	19.52
每股基本盈利 (Rmb)	12.34	14.16	16.78	19.52
市盈率 (X)	16.5	21.5	18.2	15.6
市净率 (X)	4.0	5.3	4.6	4.0
EV/EBITDA (X)	9.7	12.9	10.7	8.9
股息收益率 (%)	3.0	2.3	2.8	3.2
净资产回报率 (%)	26.4	26.0	27.0	27.4
CROCI (%)	26.4	26.3	26.9	27.0

#### 股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	11.1	33.9	58.8
相对于沪深300指数	5.9	24.0	62.7

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为9/9/2016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
<b>主营业务收入</b>	<b>33,446.9</b>	<b>39,418.8</b>	<b>46,831.1</b>	<b>54,692.6</b>	现金及等价物	36,800.7	49,995.2	58,280.8	67,838.9
主营业务成本	(2,612.6)	(3,534.7)	(4,398.3)	(5,313.4)	应收账款	10,190.5	6,479.8	7,441.7	8,391.2
销售、一般及管理费用	(8,747.0)	(10,799.7)	(12,736.9)	(14,820.3)	存货	18,013.3	24,210.3	30,727.5	37,849.2
研发费用	(7.5)	(15.8)	(18.7)	(21.9)	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	<b>流动资产</b>	<b>65,004.5</b>	<b>80,685.3</b>	<b>96,450.0</b>	<b>114,079.2</b>
<b>EBITDA</b>	<b>22,936.0</b>	<b>26,131.3</b>	<b>30,883.7</b>	<b>35,911.1</b>	固定资产净额	16,313.4	18,705.6	21,359.7	24,485.2
折旧及摊销	(848.1)	(1,047.0)	(1,187.7)	(1,352.3)	无形资产净额	3,582.5	3,793.9	3,998.5	4,196.2
<b>EBIT</b>	<b>22,087.9</b>	<b>25,084.3</b>	<b>29,696.0</b>	<b>34,558.8</b>	长期投资	29.0	89.0	149.0	209.0
利息收入	110.3	184.0	250.0	291.4	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	<b>资产合计</b>	<b>86,301.5</b>	<b>104,645.9</b>	<b>123,329.4</b>	<b>144,341.7</b>
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	14,084.1	21,305.1	26,510.0	32,026.2
其它	(153.4)	0.0	0.0	0.0	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>税前利润</b>	<b>22,001.7</b>	<b>25,268.3</b>	<b>29,946.0</b>	<b>34,850.2</b>	其它流动负债	5,967.6	7,106.7	8,752.6	10,478.3
所得税	(5,546.7)	(6,392.9)	(7,576.3)	(8,817.1)	<b>流动负债</b>	<b>20,051.7</b>	<b>28,411.8</b>	<b>35,262.7</b>	<b>42,504.5</b>
少数股东损益	(951.9)	(1,093.2)	(1,295.6)	(1,507.8)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>优先股股息前净利润</b>	<b>15,503.1</b>	<b>17,782.2</b>	<b>21,074.0</b>	<b>24,525.3</b>	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
<b>非经常性项目前净利润</b>	<b>15,503.1</b>	<b>17,782.2</b>	<b>21,074.0</b>	<b>24,525.3</b>	<b>负债合计</b>	<b>20,067.3</b>	<b>28,427.4</b>	<b>35,278.2</b>	<b>42,520.1</b>
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>优先股</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>净利润</b>	<b>15,503.1</b>	<b>17,782.2</b>	<b>21,074.0</b>	<b>24,525.3</b>	<b>普通股权益</b>	<b>63,926.0</b>	<b>72,817.1</b>	<b>83,354.1</b>	<b>95,616.7</b>
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	12.34	14.16	16.78	19.52	少数股东权益	2,308.2	3,401.4	4,697.0	6,204.8
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	12.34	14.16	16.78	19.52	<b>负债及股东权益合计</b>	<b>86,301.5</b>	<b>104,645.9</b>	<b>123,329.4</b>	<b>144,341.7</b>
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	12.34	14.16	16.78	19.52	<b>每股净资产(Rmb)</b>	<b>50.89</b>	<b>57.97</b>	<b>66.35</b>	<b>76.12</b>
每股股息(Rmb)	6.17	7.08	8.39	9.76					
股息支付率(%)	50.0	50.0	50.0	50.0					
自由现金流收益率(%)	5.9	5.4	4.4	5.2					
<b>增长率和利润率(%)</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>比率</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
主营业务收入增长率	3.8	17.9	18.8	16.8	CROCI (%)	26.4	26.3	26.9	27.0
EBITDA增长率	0.9	13.9	18.2	16.3	净资产回报率(%)	26.4	26.0	27.0	27.4
EBIT增长率	0.5	13.6	18.4	16.4	总资产回报率(%)	20.4	18.6	18.5	18.3
净利润增长率	1.0	14.7	18.5	16.4	平均运用资本回报率(%)	57.5	67.3	79.2	81.0
每股盈利增长	(12.4)	14.7	18.5	16.4	存货周转天数	2,304.9	2,180.0	2,279.6	2,355.4
毛利率	92.2	91.0	90.6	90.3	应收账款周转天数	82.2	77.2	54.3	52.8
EBITDA利润率	68.6	66.3	65.9	65.7	应付账款周转天数	1,439.6	1,827.2	1,984.0	2,010.5
EBIT利润率	66.0	63.6	63.4	63.2	净负债/股东权益(%)	(55.6)	(65.6)	(66.2)	(66.6)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
<b>现金流量表(Rmb mn)</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>估值</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
优先股股息前净利润	15,503.1	17,782.2	21,074.0	24,525.3	基本市盈率(X)	16.5	21.5	18.2	15.6
折旧及摊销	848.1	1,047.0	1,187.7	1,352.3	市净率(X)	4.0	5.3	4.6	4.0
少数股东权益	951.9	1,093.2	1,295.6	1,507.8	EV/EBITDA(X)	9.7	12.9	10.7	8.9
运营资本增减	471.4	4,734.6	(2,274.1)	(2,555.0)	企业价值/总投资现金(X)	3.2	4.1	3.5	2.9
其它	(338.2)	0.0	0.0	0.0	股息收益率(%)	3.0	2.3	2.8	3.2
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>17,436.3</b>	<b>24,657.0</b>	<b>21,283.2</b>	<b>24,830.4</b>					
资本开支	(2,061.5)	(3,650.6)	(4,046.5)	(4,675.4)					
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)					
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(2,048.8)</b>	<b>(3,710.6)</b>	<b>(4,106.5)</b>	<b>(4,735.4)</b>					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(4,995.1)	(7,752.0)	(8,891.1)	(10,537.0)					
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					
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>(5,588.0)</b>	<b>(7,752.0)</b>	<b>(8,891.1)</b>	<b>(10,537.0)</b>					
<b>总现金流</b>	<b>9,799.5</b>	<b>13,194.4</b>	<b>8,285.7</b>	<b>9,558.0</b>					

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

据行业媒体微酒网，贵州茅台于9月9日在贵阳召开了新闻发布会。管理层在会上：1) 发布了1-8月经营数据；2) 公布了公司的十三五规划目标；3) 对最近白酒市场上的涨价趋势发表了看法。

## 茅台酒需求强劲助力业绩稳健

贵州茅台公布了1-8月强劲的经营业绩；贵州茅台集团（母公司）实现收入（含增值税）人民币308亿元，同比增长15%，达到全年目标的70%。同期利润总额为164亿元，增长6.67%，达到全年目标的71.12%。由于上市公司的收入/利润占集团的93%/97%，我们认为以上数据是上市公司业绩的有力指标。

1-8月茅台酒销量达到13990吨，同比增长13.84%。管理层表示茅台酒的需求比较强劲。公司进一步指出，渠道库存不足已经持续了一段时间，市场价格继续上涨。

管理层重申，考虑到产品周期和标准要求，2016年全年23000吨的供应目标没有调整，并进一步透露今年剩余四个月的供应仅为3000多吨。与强劲的需求相比，目前供应非常紧张。管理层还表示茅台酒的2017年目标销量为25000吨，供应可能仅持续到2017年2月。

管理层公布了2017年经营目标：茅台集团的收入目标为人民币500亿元，较目前的2016年目标提高了14.7%。茅台酒的2017年总计划产量为44000吨，2018年为48000吨。2017年目标税前利润为300亿元，较2016年目前的利润目标同比增长30%。

管理层还公布了集团的十三五（2016-2020年）发展目标：茅台集团预计2020年白酒收入达到720亿元，较2017年年均复合增长13%。

总体而言，我们认为管理层披露的1-8月经营数据符合我们的预期，而且显示出业绩较为强劲。2016年三季度销售势头似乎依然强劲（相较于2016年上半年而言，上市公司收入增长了15%）。目前包装产能仍非常紧张；因此我们认为对大部分地区和大部分经销商将严格执行按月度发货。就2017年而言，茅台酒25000吨的销量目标意味着同比增长9%。由于供应依然非常紧张，我们认为产品结构可能进一步上移，积极开发定制酒、陈年酒及品牌许可酒（如蓝茅）等非标茅台，这类酒的均价高于普通茅台。

## 短期内没有涨价计划

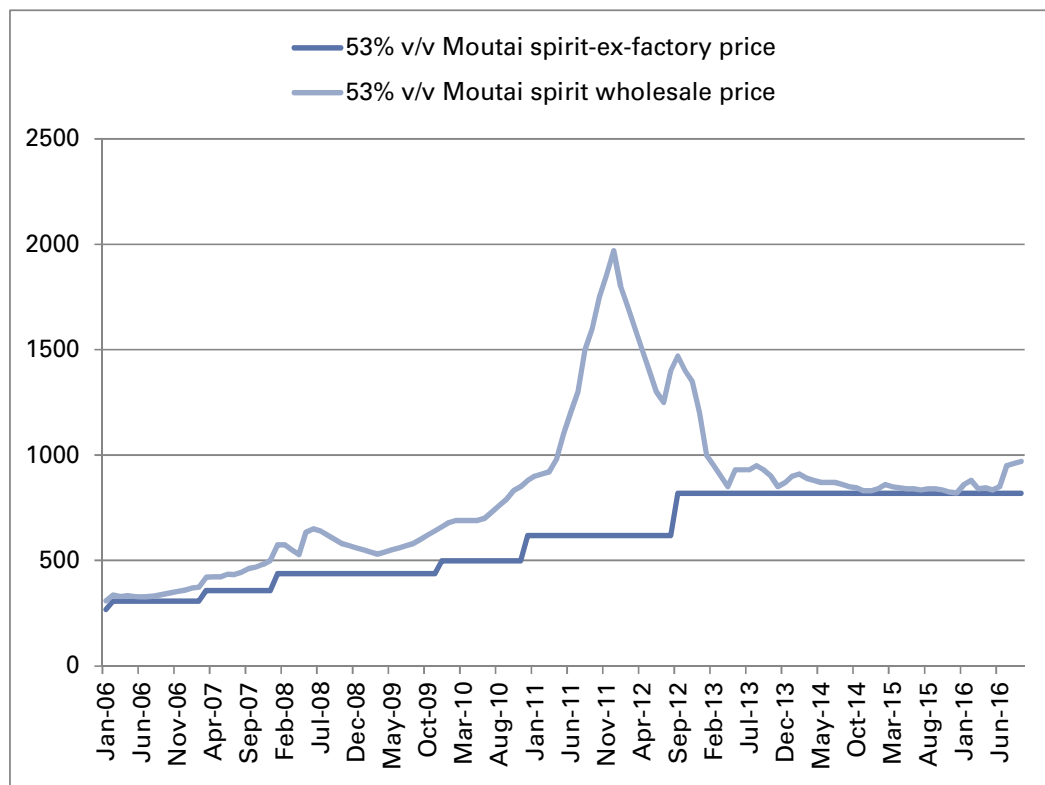
由于需求强劲而且供应相对紧张（2016年下半年8,000吨），过去两个月里一批价和零售价大幅上涨（图表1）。目前，茅台一批价约为每瓶人民币950元，零售价超过1,000元，而5月份一批价仅为835元。

除了行业复苏之外，五粮液等同业企业一直在积极上调出厂价。2015年8月/2016年3月/2016年8月，五粮液将每瓶出厂价分别上调了50元/20元/60元，涨幅8%/3%/9%。

对于行业对贵州茅台是否会调高出厂价的担忧，管理层表示公司短期内没有涨价计划。公司在决定价格水平时将消费者承受能力作为重要的考虑因素。此外，公司还支撑经销商拥有合理的利润水平，并认为目前每瓶1000元左右的零售价比较合适，因为经销商在经历了几年的微薄利润率甚至亏损后刚刚开始获得更多利润。

我们认为管理层的态度符合我们的看法，即短期内不大可能涨价。我们认为上调出厂价应满足以下条件之一：(a) 经销商毛利率达到15-30% (b) 相对较高的利润率持续了至少三个月。请参见我们2016年8月1日发表的报告：《贵州茅台 (600519.SS)：解析涨价的主要趋势、条件和可能性；买入》。

**图表1: 茅台一批价最近大幅上涨, 而出厂价没有变化**  
茅台酒一批价和出厂价 (人民币元/瓶)



资料来源: 公司数据

### ... 但是实际涨价已然启动

虽然公司管理层表示近期无意上调出厂价格, 但是部分特许店的新增配额反映出实际涨价已经开始。据行业媒体微酒网表示, 贵州茅台自9月份开始为已完成年度配额的特许店增加配额。每家店额外获得了0.1-1吨茅台酒, 其中一半的定价是819元, 另一半是999元。本次配额增幅并不大, 只有200吨。

我们对此举的解读是:

- 1) 我们认为管理层的目的是在即将到来的中秋/国庆消费旺季中增加供应, 以此稳定批发价格。
- 2) 公司将一半新增配额的出厂价设定在999元, 这实际上已经开始了涨价。999元是配额外的出厂价, 远高于819元的配额内出厂价。我们估算此次新增配额的平均出厂价是909元, 比当前819元的正常出厂价高出了11%, 但是仍远低于950-980元的一批价和1050-1150元的零售价。
- 3) 我们认为这种上调出厂价的做法更具灵活性。首先, 计划外配额的涨价可以根据不同供需形势进行调节, 因此边际出厂价格也可变。但是相比之下, 计划内出厂价通常更具粘性, 一旦价格上调, 则公司会因为品牌形象的考虑而很难撤回涨价决定。第二, 配额上调会根据不同地区/经销商而有所不同。配额上调仅适用于那些已经提前完成配额的特许店。通过这种方式, 我们认为市场需求可以更有效地得到满足。
- 4) 我们认为这一小幅举措(总共只有200吨, 不及年度配额的1%)是年末大幅上调计划外配额的预演, 后者将用以满足下一个旺季(春节)的消费需求。

## 系列酒高速增长；预计 2017 年销量翻倍

1-8 月系列酒销量同比增长 70%至 7,300 吨，相当于 1.0 万吨的全年销量目标已经完成了 70%。1-8 月销售收入同比增长 60%至人民币 11.9 亿元。2017 年，茅台集团为茅台酒和系列酒规划了相同的销量目标，均为 2.5 万吨。这意味着系列酒销量将增长一倍多。

系列酒对于贵州茅台具有战略重要性，因为它完善了公司的产品结构。价格相对适宜的系列酒培育了人们的消费习惯，成为了他们青睐的入门级白酒。管理层将继续巩固系列酒业务，并采取了几大措施，例如强化领导力和销售团队，将营销支出翻倍至人民币 6 亿元，重点关注潜在的单一大品牌以及采用优质基酒来改善产品质量等。

我们估算，2016 年上半年系列酒销量约为 4500 吨，销售收入增长 57%至人民币 6.91 亿元。管理层披露的销售数据显示三季度销售势头保持强劲。我们目前对系列酒的 2016/17 年销量增幅预测为 50%/50%，2016/17 年销售收入增幅预测为 38%/43%。如果改革执行得力，则我们当前的预测存在上行空间。

## 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、亚太消费品及零售行业。

亚太消费品及零售行业：Ace Hardware Indonesia、Amorepacific、BGF Retail、合生元、光明乳业、现代牧业、华润创业、CJ CheilJedang、CP ALL PCL、E-Mart、Eclat Textile Co.、GS Retail Co.、Hyundai Department Store、KT&G、LG Household & Healthcare、Lotte Shopping、Makalot Industrial Co、Matahari Department Store、蒙牛乳业、MOMO.COM Inc.、Orion、PChome Online Inc.、宝胜国际控股有限公司、统一超商、PT Gudang Garam Tbk、PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk、PT Indofood CBP Sukses Makmur、PT Indofood Sukses Makmur Tbk、PT Kalbe Farma Tbk、PT Unilever Indonesia Tbk、Shenzhou International Group Holdings Ltd、Shinsegae、九兴控股、高鑫零售、康师傅控股、青岛啤酒(A)、青岛啤酒(H)、统一企业、统一企业、中国旺旺、万洲国际、伊利股份、裕元工业。

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、分众传媒、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 (Rmb298.06)

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 (Rmb298.06)

#### 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并在某些其他情况下，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告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、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提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空头或多头头寸，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购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购股票要约。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。**