

# 贵州茅台 (600519.SS)

## 销售均价和利润率推动四季度业绩超预期；维持强力买入

600519.SS 12个月目标价格: Rmb895.00 股价: Rmb714.74 上涨空间: 25.2%

贵州茅台公布2017年总收入为人民币610.6亿元，同比增长52%；净利润为人民币271亿元，同比增长62%，较我们的预期高4%。四季度收入/净利润较我们的预期高7%/17%，主要受到价格上涨和销售管理费用下降的推动。

### 量价齐升推动强劲增长

茅台酒收入为人民币524亿元，同比增长43%。销量30,206吨，同比增长32%。隐含的销售均价同比上涨8.3%，略高于我们5.5%的预期。要点：(1) 茅台酒的供应量较预期灵活，由于年份酒（5年以上）库存充足，公司在满足上升的市场需求方面弹性较大；(2) 销售均价有望继续受到产品结构升级（年份茅台和生肖茅台占比上升）和直销比率上升（2017年为12%，2016年为8.5%）的推动。

### 系列酒受到产品结构升级的支撑

系列酒（中低端）收入为人民币57.7亿元，同比增长172%，销量增长113%，售价同比上涨27%，表明系列酒产品升级策略成功以及对中端市场的渗透迅速。管理层预计2018年系列酒产品的销售额将达80亿元（扣增值税后68亿元），同比增长23%。2018年销量指引为30,000吨，隐含的价格同比涨幅为23%。我们认为2018年3月份推出的零售指导价438元的戊戌狗年茅台王子酒将支撑销售均价进一步上行，并将系列酒推向快速增长的次高端市场。

### 控费良好、利润率扩张

销售管理费用率为12.6%，明显低于2016年的14.6%，表明公司在收入规模增长时对费用的控制较好。我们预计2018年销售管理费用率将继续下降，受到2018年1月份起茅台酒提价18%以及系列酒产品销售均价上涨23%的推动。我们因此预计2018年的净利润率将进一步扩张。

### 未来预收账款的波动将下降

截至2017年12月，来自经销商的预付款为144亿元，同比下降18%，环比下降17%。我们估算四季度对经销商的实际销售（订单）同比上

### 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 (分析师)

执业证书编号:S1420517070001  
+86(21)2401-8944 | brian.dai@ghsl.cn  
北京高华证券有限责任公司

### 主要数据

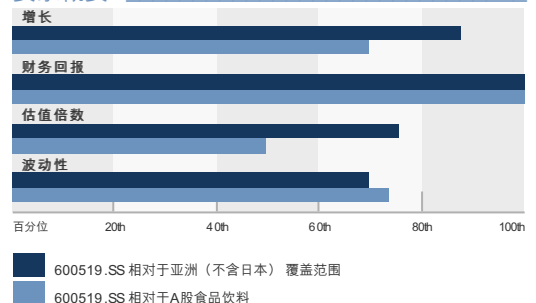
市值: Rmb897.9bn / \$142.8bn  
企业价值: Rmb792.6bn / \$126.1bn  
3个月日均成交量: Rmb4.0bn / \$627.1mn  
中国  
A股食品饮料  
并购概率: 3  
AEJ强力买入/卖出名单

### 预测

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20 E
主营业务收入 (Rmb mm) 新	61,062.8	79,764.5	98,794.5	108,715.4
主营业务收入 (Rmb mm) 旧	60,014.3	78,210.6	96,897.0	106,541.8
EBITDA (Rmb mm)	40,010.1	52,396.4	65,466.1	72,687.2
每股盈利 (Rmb) 新	21.56	28.47	35.71	39.68
每股盈利 (Rmb) 旧	20.73	28.06	35.30	39.27
市盈率 (X)	22.2	25.1	20.0	18.0
市净率 (X)	6.6	8.2	6.8	5.7
股息收益率 (%)	2.3	2.0	2.5	2.8
CROCI (%)	33.4	35.0	36.0	33.1

	12/17	3/18 E	6/18 E	9/18 E
每股盈利 (Rmb)	5.65	6.82	5.56	8.27

### 要素概要



资料来源: 公司数据、高盛研究预测



买入

贵州茅台 (600519.SS)

评级自2013年12月3日

比率和估值

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20E
市盈率 (X)	22.2	25.1	20.0	18.0
市净率 (X)	6.6	8.2	6.8	5.7
自由现金流收益率 (%)	3.5	4.2	5.3	5.9
EV/EBITDA (X)	20.4	15.1	11.7	10.2
CROCI (%)	33.4	35.0	36.0	33.1
净资产回报率 (%)	33.0	35.6	37.2	34.6
净负债/股东权益 (%)	(91.5)	(96.5)	(100.2)	(101.7)
利息保障倍数 (X)	7,831.6	NM	NM	NM
存货销售天数	127.6	106.0	94.1	94.1
应收账款周转天数	14.2	11.5	11.1	12.2
应付账款周转天数	1,632.7	1,551.8	1,442.2	1,499.7
杜邦净资产回报率 (%)	28.2	30.7	31.6	29.2
周转率 (X)	0.5	0.5	0.5	0.5
杠杆比率 (X)	1.4	1.4	1.4	1.4

增长率和利润率 (%)

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20E
主营业务收入增长率	52.1	30.6	23.9	10.0
EBITDA增长率	59.0	31.0	24.9	11.0
每股盈利增长	62.0	32.1	25.4	11.1
每股股息增速	62.1	29.4	25.4	11.1
EBIT利润率	63.7	64.2	64.9	65.5
EBITDA利润率	65.5	65.7	66.3	66.9
净利润率	44.3	44.8	45.4	45.9

股价走势图



	3个月	6个月	12个月
绝对	7.6%	40.6%	88.7%
相对于沪深300指数	9.8%	37.3%	67.7%

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为2018年3月27日收盘价)

损益表 (Rmb mn)

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20E
主营业务收入	61,062.8	79,764.5	98,794.5	108,715.4
主营业务成本	(6,075.7)	(7,108.1)	(8,795.9)	(9,727.1)
销售、一般及管理费用	(16,110.8)	(21,478.1)	(25,861.3)	(27,751.6)
研发费用	(11.2)	(16.0)	(19.8)	(21.7)
其它营业收入/(费用)	8.1	-	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>40,010.1</b>	<b>52,396.4</b>	<b>65,466.1</b>	<b>72,687.2</b>
折旧和摊销	(1,125.8)	(1,218.1)	(1,328.8)	(1,450.6)
<b>EBIT</b>	<b>38,884.3</b>	<b>51,178.3</b>	<b>64,137.3</b>	<b>71,236.7</b>
净利息收入/(支出)	55.7	87.9	112.4	142.4
联营公司损益	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>38,740.1</b>	<b>51,076.2</b>	<b>64,059.7</b>	<b>71,189.1</b>
税项拨备	(9,733.6)	(12,769.0)	(16,014.9)	(17,797.3)
少数股东损益	(1,927.1)	(2,540.7)	(3,186.5)	(3,541.2)
优先股息	-	-	-	-
<b>非经常性项目前净利润</b>	<b>27,079.4</b>	<b>35,766.4</b>	<b>44,858.2</b>	<b>49,850.6</b>
税后非经常性损益	-	-	-	-
<b>非经常性项目后净利润</b>	<b>27,079.4</b>	<b>35,766.4</b>	<b>44,858.2</b>	<b>49,850.6</b>
<b>EPS (基本, 扣非前) (Rmb)</b>	<b>21.56</b>	<b>28.47</b>	<b>35.71</b>	<b>39.68</b>
<b>EPS (摊薄, 扣非前) (Rmb)</b>	<b>21.56</b>	<b>28.47</b>	<b>35.71</b>	<b>39.68</b>
<b>EPS (基本, 扣非后) (Rmb)</b>	<b>21.56</b>	<b>28.47</b>	<b>35.71</b>	<b>39.68</b>
<b>EPS (摊薄, 扣非后) (Rmb)</b>	<b>21.56</b>	<b>28.47</b>	<b>35.71</b>	<b>39.68</b>
每股股息 (Rmb)	11.00	14.24	17.85	19.84
股息支付率 (%)	51.0	50.0	50.0	50.0

资产负债表 (Rmb mn)

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20E
现金及等价物	87,868.9	112,372.6	142,407.3	173,441.3
应收账款	2,285.3	2,742.4	3,290.8	3,949.0
存货	22,057.5	24,263.2	26,689.6	29,358.5
其它流动资产	37.5	43.2	49.6	57.1
<b>流动资产</b>	<b>112,249.2</b>	<b>139,421.4</b>	<b>172,437.3</b>	<b>206,805.9</b>
固定资产净额	17,262.5	18,528.4	20,261.3	22,177.2
无形资产净额	3,458.6	3,667.7	3,869.7	4,064.7
投资总额	29.0	89.0	149.0	209.0
其它长期资产	1,610.8	1,610.8	1,610.8	1,610.8
<b>资产合计</b>	<b>134,610.1</b>	<b>163,317.2</b>	<b>198,328.1</b>	<b>234,867.6</b>
应付账款	28,112.3	32,329.2	37,178.5	42,755.3
短期债务	0.0	0.0	0.0	0.0
其它流动负债	10,462.6	14,528.9	19,074.8	21,571.0
<b>流动负债</b>	<b>38,574.9</b>	<b>46,858.1</b>	<b>56,253.3</b>	<b>64,326.3</b>
长期债务	-	-	-	-
其它长期负债	15.6	15.6	15.6	15.6
<b>长期负债</b>	<b>15.6</b>	<b>15.6</b>	<b>15.6</b>	<b>15.6</b>
<b>负债合计</b>	<b>38,590.5</b>	<b>46,873.6</b>	<b>56,268.9</b>	<b>64,341.9</b>
优先股	-	-	-	-
普通股权益	91,451.5	109,334.7	131,763.8	156,689.2
<b>少数股东损益</b>	<b>4,568.1</b>	<b>7,108.8</b>	<b>10,295.4</b>	<b>13,836.5</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>134,610.1</b>	<b>163,317.2</b>	<b>198,328.1</b>	<b>234,867.6</b>
总现金投资, 名义 (剔除现金)	102,005.8	123,647.8	150,592.3	180,509.4
调整后净负债	(87,868.9)	(112,372.6)	(142,407.3)	(173,441.3)
平均已动资本	8,597.2	6,110.8	1,861.4	(1,631.8)
每股净资产 (Rmb)	72.80	87.04	104.89	124.73

现金流量表 (Rmb mn)

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20E
净利润	27,079.4	35,766.4	44,858.2	49,850.6
折旧及摊销加回	1,125.8	1,218.1	1,328.8	1,450.6
少数股东权益加回	1,927.1	2,540.7	3,186.5	3,541.2
运营资本增减净额	(8,318.2)	1,554.0	1,874.6	2,249.7
其它经营性现金流	339.0	(5.6)	(6.5)	(7.4)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>22,153.0</b>	<b>41,073.6</b>	<b>51,241.7</b>	<b>57,084.6</b>
资本开支	(1,125.0)	(2,692.9)	(3,263.8)	(3,561.5)
收购	-	-	-	-
剥离	0.0	-	-	-
其它	4.4	(60.0)	(60.0)	(60.0)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,120.6)</b>	<b>(2,752.9)</b>	<b>(3,323.8)</b>	<b>(3,621.5)</b>
支付的股息 (普通股和优先股)	(8,525.8)	(13,816.9)	(17,883.2)	(22,429.1)
借款增减	-	-	-	-
其它融资性现金流	1,666.5	0.0	0.0	0.0
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>(6,859.3)</b>	<b>(13,816.9)</b>	<b>(17,883.2)</b>	<b>(22,429.1)</b>
<b>总现金流</b>	<b>14,173.1</b>	<b>24,503.8</b>	<b>30,034.6</b>	<b>31,034.0</b>
自由现金流	21,028.0	38,380.7	47,977.9	53,523.1

资料来源: 公司数据、高盛研究预测

升4%。我们认为这反映了公司对经销商月度预付款要求更加严格，以及2018年春节时间较晚的影响，预计未来预收账款的波动性将下降。

### 预测和估值

我们将2018-21年每股盈利上调1%以反映销售管理费用率的下降，并将12个月目标价从890元上调至895元，仍基于25倍的2021年预期市盈率，并以8.7%的行业股权成本贴现回2018年。维持买入评级（位于强力买入名单）。

主要风险：高端白酒增长慢于预期；政府对白酒消费的控制更加严格。

图表 1: 贵州茅台损益表

Rmb mn	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Total revenue</b>	<b>32,217</b>	<b>33,447</b>	<b>40,155</b>	<b>61,063</b>	<b>79,765</b>	<b>98,795</b>	<b>108,715</b>	<b>125,777</b>
<b>Moutai</b>	30,637	31,546	36,714	52,394	68,900	85,402	93,088	107,534
<b>Sales Volume (tons)</b>	<b>17,957</b>	<b>19,776</b>	<b>22,918</b>	<b>30,206</b>	<b>33,662</b>	<b>38,544</b>	<b>38,544</b>	<b>45,903</b>
YoY	14%	10%	16%	32%	11%	15%	0%	19%
<b>ASP(Rmb/bottle)</b>	<b>853</b>	<b>798</b>	<b>801</b>	<b>867</b>	<b>1,023</b>	<b>1,108</b>	<b>1,208</b>	<b>1,171</b>
YoY	-8%	-7%	0%	8%	18%	8%	9%	-3%
<b>Series products</b>	935	1,108	2,127	5,774	7,102	8,878	10,210	11,741
<b>Sales Volume (tons)</b>	<b>6,211</b>	<b>7,742</b>	<b>14,027</b>	<b>29,903</b>	<b>29,903</b>	<b>37,379</b>	<b>42,985</b>	<b>49,433</b>
YoY	-34%	25%	81%	113%	0%	25%	15%	15%
<b>ASP(Rmb/bottle)</b>	<b>75</b>	<b>72</b>	<b>76</b>	<b>97</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>
YoY	-25%	-5%	6%	27%	23%	0%	0%	0%
<b>YoY - total revenue</b>	4%	4%	20.1%	52.1%	31%	24%	10%	16%
Moutai	5%	3%	16%	43%	32%	24%	9%	16%
series products	-50%	18%	92%	172%	23%	25%	15%	15%
Total COGS	2,338	2,538	3,410	6,005	6,931	8,577	9,486	11,675
<b>Gross profit</b>	<b>29,879</b>	<b>30,909</b>	<b>36,745</b>	<b>55,058</b>	<b>72,833</b>	<b>90,217</b>	<b>99,229</b>	<b>114,102</b>
Moutai	28,699	29,534	34,329	48,631	64,370	79,956	87,369	100,384
series products	535	586	1,139	3,623	4,801	5,857	6,562	7,336
YoY - gross profit	3%	3%	19%	50%	32%	24%	10%	15%
<b>Gross margin</b>	<b>92.7%</b>	<b>92.4%</b>	<b>91.5%</b>	<b>90.2%</b>	<b>91.3%</b>	<b>91.3%</b>	<b>91.3%</b>	<b>90.7%</b>
Moutai	93.7%	93.6%	93.5%	92.8%	93.4%	93.6%	93.9%	93.4%
series products	57.2%	52.9%	53.5%	62.7%	67.6%	66.0%	64.3%	62.5%
Sales tax and add-on	2,789	3,449	6,509	8,404	11,340	13,947	15,238	17,504
as % of revenue	8.7%	10.3%	16.2%	13.8%	14.2%	14.1%	14.0%	13.9%
Sales expense	1,675	1,485	1,681	2,986	4,542	5,280	5,484	5,967
as % of revenue	5.2%	4.4%	4.2%	4.9%	5.7%	5.3%	5.0%	4.7%
Administrative expense	3,378	3,813	4,187	4,721	5,596	6,635	7,029	7,818
as % of revenue	10.5%	11.4%	10.4%	7.7%	7.0%	6.7%	6.5%	6.2%
Net financial expenses	-123	-67	-33	-56	-88	-112	-142	-173
Pre-tax profit (income before tax)	21,882	22,002	23,958	38,740	51,076	64,060	71,189	82,517
Income taxes	5,613	5,547	6,027	9,734	12,769	16,015	17,797	20,629
Net income	16,269	16,455	17,931	29,006	38,307	48,045	53,392	61,888
Minority interests	920	952	1,212	1,927	2,541	3,187	3,541	4,105
<b>Net income attributable to parent shareholders</b>	<b>15,350</b>	<b>15,503</b>	<b>16,718</b>	<b>27,079</b>	<b>35,766</b>	<b>44,858</b>	<b>49,851</b>	<b>57,783</b>
YoY	1%	1%	8%	62%	32%	25%	11%	16%
<b>EPS</b>	<b>14.08</b>	<b>12.34</b>	<b>13.31</b>	<b>21.56</b>	<b>28.47</b>	<b>35.71</b>	<b>39.68</b>	<b>46.00</b>

资料来源：公司数据、高华证券研究

## 信息披露附录

### 申明

我们，廖绪发，CFA、戴晔，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数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。

### 并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

### 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是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在这三方面表现的综合量化分析筛选而出。

### 相关的股票研究范围

廖绪发，CFA：A股传媒、A股食品饮料。

A股食品饮料：古井贡酒、今世缘、洋河股份、贵州茅台、泸州老窖、青青稞酒、山西汾酒、水井坊、青岛啤酒(A)、五粮液。

A股传媒：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、东方明珠、掌趣科技、万达电影、华策影视。

### 信息披露

#### 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 (Rmb714.74)

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 (Rmb714.74)

#### 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总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）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，在某一特定分析师所覆盖行业中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。此外，每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、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：每个行业研究的所有股票名单可登陆<http://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。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盛的政策予以除去。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所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，将不时地根据适用的法律和法规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。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

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。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2018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。

