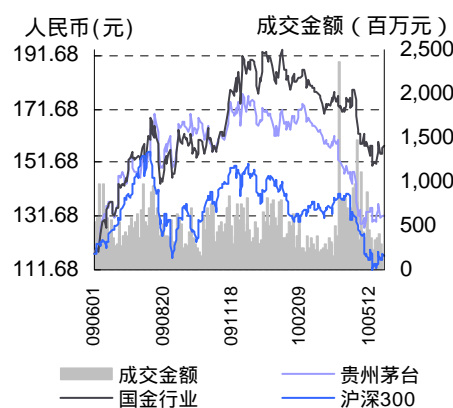


市价(人民币)：131.94元
目标(人民币)：202.92-218.07元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	943.80
总市值(百万元)	124,524.97
年内股价最高最低(元)	177.24/117.59
沪深300指数	2850.30
上证指数	2655.77



相关报告

- 1.《业绩再次低预期 季报业绩疑点重重》，2010.4.26
- 2.《品牌地位无人撼动 投资价值再次显现》，2010.4.2
- 3.《提价预期终于兑现》，2009.12.7

陈钢

分析师 SAC 执业编号：S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

调控的艺术与确定的增长

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	4.026	4.569	6.005	7.269	8.650
每股净资产(元)	11.91	15.33	19.83	25.28	31.77
每股经营性现金流(元)	5.56	4.48	7.10	9.54	10.72
市盈率(倍)	27.00	37.17	24.56	20.29	17.05
行业优化市盈率(倍)	33.64	65.85	65.85	65.85	65.85
净利润增长率(%)	34.22%	13.50%	31.42%	21.05%	19.00%
净资产收益率(%)	33.79%	29.81%	30.28%	28.75%	27.23%
总股本(百万股)	943.80	943.80	943.80	943.80	943.80

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 茅台的增长是有高度确定性的，这种确定性既体现在微观层面的市场价差上，也体现在中观层面的有序放量上。
- 我们研究茅台的逻辑核心即围绕着微观的“价”和中观的“量”。微观层面的研究核心是价差，价差有两个：一是市场价与指导价的价差，此价差最直接准确的反映了茅台酒的供求关系；二是指导价和出厂价的价差，此价差则体现茅台酒厂对经销商的控制力度，强有力的渠道控制力是茅台整套“调控”艺术之根本。
- 中观层面的研究核心在于产量的有序放量：五年一轮回的生产周期，决定茅台酒的生产仍带有强烈的计划色彩，这种计划性也意味着茅台酒放量的确定性。
- 茅台的调控艺术除了体现在对市场的调控上，也似乎在最近这两年的业绩调控上有所体现：从08年开始，向来比较公开透明的财务风格发生转变，公司开始跟市场玩起了“数字游戏”。
- 我们认为不管调控水平如何，市场先生是检验一切的标准，这个标准适用于业绩，也适用于股价。在确定的增长预期下，股价催化剂取决于公司释放业绩的意愿。目前新的董事会完成人事更替，新三驾马车必将励精图治带领茅台走向稳定快速发展的道路，真实业绩的释放也将是水到渠成的事。

投资建议

- 我们谨慎预测10年实现1万吨的茅台酒销量，以后每年放量1300吨，年份酒每年新增50吨销售；价格假设上，茅台酒出厂价每年递增6%。10-12年销售收入分别达到132.15、158.75和187.34亿，同比增长36.7%、20.1%和18.10%。10-12年归属于母公司净利润分别为56.68、68.60和81.4亿，EPS为6.005、7.269和8.650。

估值

- 如果按照公司2011年每股收益并给予30倍估值，我们确定公司目标价上限218.07元，按绝对估值确定公司目标价下限202.92元，我们给予公司未来半年至一年目标价为202.92-218.07元。

内容目录

调控的艺术与确定的增长	3
微观层面看价差：价差体现供求关系和渠道控制力	3
中观层面看增量和增量的消化	5
茅台销售预测及估值：量价齐升的确定性适合 DCF 估值	7
附录：三张报表预测摘要	9

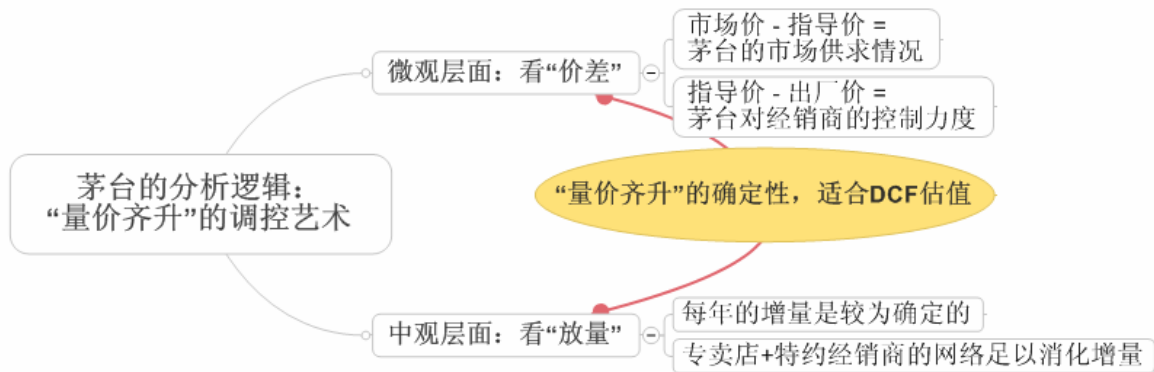
图表目录

图表 1：茅台的分析逻辑：“量价齐升”的调控艺术	3
图表 2：茅台酒出厂价提价历程表	4
图表 3：自购茅台存放 15 年的复合增值率超过 13%	4
图表 4：各地区零售价——批指导价——出厂价（53 度新飞天茅台的价格是风向标）	5
图表 5：五年一轮回的生产周期	5
图表 6：专卖店&特约经销商渠道正发挥越来越重要作用	6
图表 7：09 年茅台销售渠道分布	6
图表 8：专卖店+特约经销商的渠道正发挥越来越重要的角色	7
图表 9：销售收入的结构预测（业绩不释放的情况下）	8

调控的艺术与确定的增长

- 茅台的增长其实是有高度确定性的，理解这种确定性的关键在于理解公司从 04 年起发展出来的一整套“量价齐升”的调控艺术，我们认为这是分析茅台的关键。
- 如果说茅台工艺的特殊性让公司不得不进行调控，那么品牌的高端性，则让公司得以将调控发展为一门艺术。
- 茅台控量提价的调控艺术是竞争对手所难以复制的，至高的品牌力构成调控的必要条件，对终端强有力的控制力则构成调控的充分条件。
 - 调控的基础是茅台的渠道扁平化加大客户团购的渠道策略，这种策略与竞争对手的大经销商模式截然不同，助茅台开创出了高端白酒的新纪元。
 - 公司整套调控手法日臻完善，市场情报快速有效的汇总就是一大表征：分布在各地区的市场“眼线”时时为公司提供各地区的销售情况及市场价格数据。公司得以很快的判断各地区的供求情况，有针对性的进行调控，实现各地区的平稳快速发展。
- 我们研究茅台的逻辑核心围绕着微观的“价”和中观的“量”展开。微观层面的核心指标是“价差”，价差有两个：一是市场价与指导价的价差，此价差最直接准确的反映了茅台酒的供求关系；二是指导价和出厂价的价差，此价差则体现茅台酒厂对经销商的控制力度，强有力的渠道控制力是茅台整套“调控”艺术之根本。中观层面的核心指标是产量：五年一轮回的生产周期决定茅台的产量释放是有高度计划性和确定性的。
- 我们认为只要公司对量价的控制力度不减（表现为中微观的量价两个方面不发生基本面的变化），公司的成长性就是持续可期的。

图表1：茅台的分析逻辑：“量价齐升”的调控艺术



来源：国金证券研究所

微观层面看价差：价差体现供求关系和渠道控制力

- 零售价与一批指导价的价差，直接反映市场的供求关系。07-08 年，由于各地发展的不平衡，增加了公司宏观调控的难度，只能推行“饥饿疗法”。但随着各地逐渐实现顺价销售，公司的调控变得驾轻就熟。09 年指导价的快速上调一度靠近市场零售价，但很快市场零售价实现上扬。10 年 1 月的提价应该说是顺利的，目前价差保持在 70-130 元间。

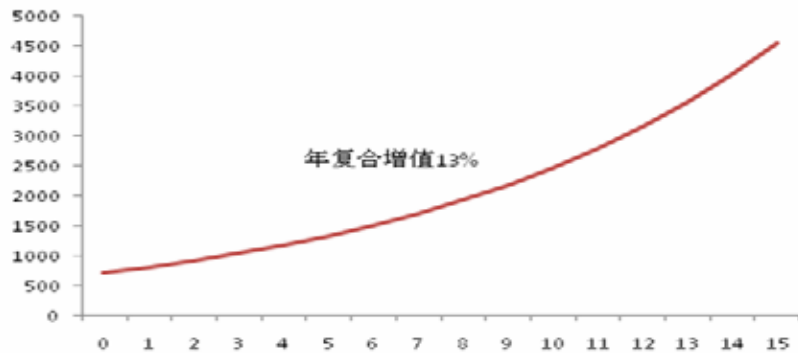
图表2：茅台酒出厂价提价历程表

	高度酒（元/瓶 _500ml）	提价幅度 （元/ 瓶）	低度酒（元/瓶 _500ml）	提价幅度 （元/ 瓶）
2001年8月	218	40	148	20
2003年10月	268	50	198	50
2006年2月	308	40	228	30
2007年4月	358	50	258	30
2008年1月	439	81	298	40
2010年1月	499	60	369	71
复合增速	9.50%		10.50%	

来源：国金证券研究所

- 从收藏价值来看，茅台未来零售价有望继续上升。10年公司提高出厂价后，茅台15年年份酒市场指导价达到4599元，普通53度茅台达到729；若假设未来15年年份酒价格不上涨，那么自购一瓶普通茅台酒存放15年的复合投资收益率也能达到13%。

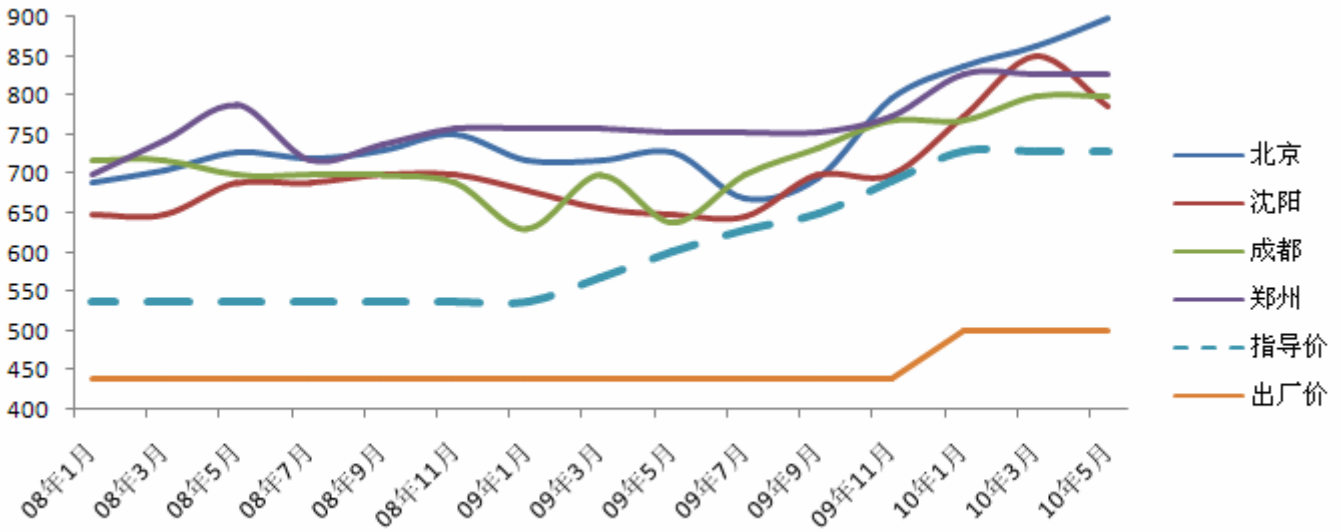
图表3：自购茅台存放15年的复合增值率超过13%



来源：国金证券研究所

- 一批指导价与出厂价的价差，反映茅台的终端掌控能力。茅台的终端价差远高于竞争对手是其对渠道掌控力强的根本原因。因此茅台不会轻易提高出厂价格，挤压经销商的利益，从而削弱其对终端的控制力度。目前一批指导价与出厂价价差已经达到历史高位，我们认为未来持续提价的可能性还是很大。
 - 从一批指导价与出厂价价差来看，公司对经销商的管控力是非常强的。公司的指导价对于经销商来说就是政策上的红线，经销商在执行上很难出现大的偏差的，因为违背茅台意愿面临着丧失经销商资格的危险，出局的机会成本太高。
- 从零售价、指导价和出厂价的总体走势看，三者间保持着适当的价差。受益于茅台酒销售“淡季不淡”的影响（消费者担心旺季时茅台酒断货，提前在淡季时购买），淡季茅台酒的零售价格在这几年得到了有力支持，价格走势趋稳。

图表4：各地区零售价—批指导价—出厂价（53度新飞天茅台的价格是风向标）

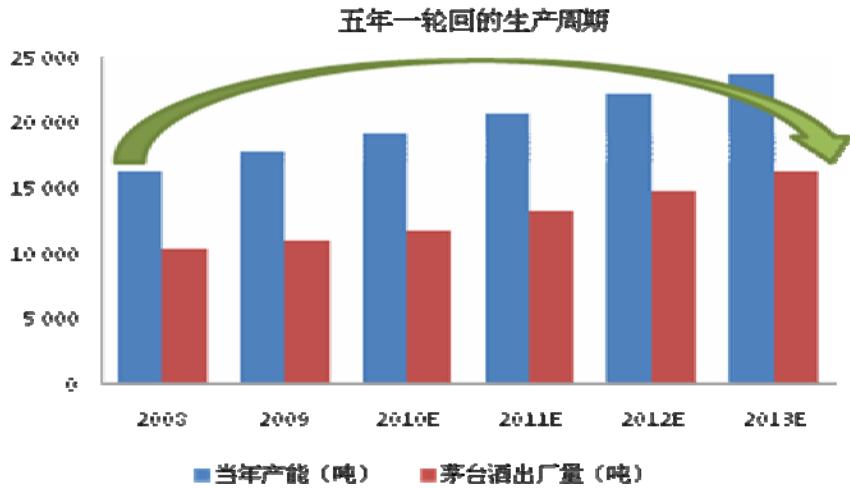


来源：国金证券研究所

中观层面看增量和增量的消化

- 五年一轮回的生产周期决定产能释放按计划表执行：尽管从 06 年起每年新增 2000 吨产能，但 5 年后实际增产量大概在 1500 吨左右（考虑到部分酒被截留储存以及保存过程中的耗散）。我们预计 10 年茅台酒总出厂量在 1 万吨，以后每年将递增 1300 吨左右（这个估算已经非常保守，实际上可达 1500 吨）。

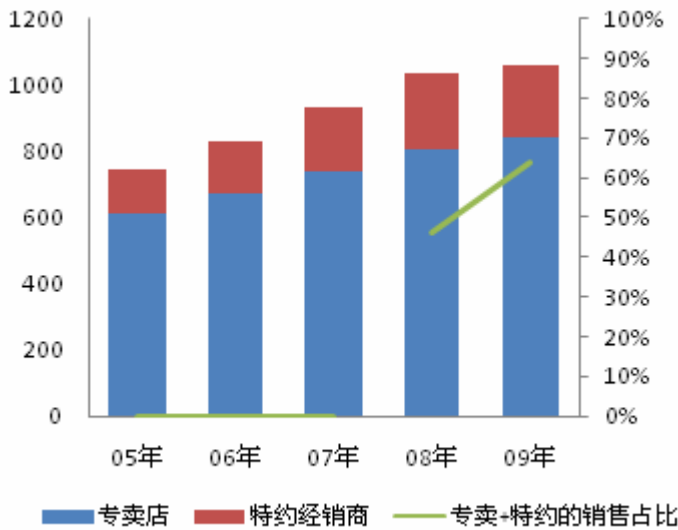
图表5：五年一轮回的生产周期



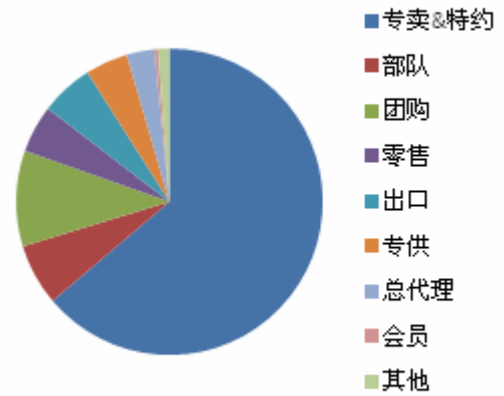
来源：国金证券研究所

- 茅台的渠道网络足以消化每年的增量
 - 专卖店和特约经销商渠道正发挥着越来越大的作用。专卖店&特约经销商渠道的销售占比已经从 08 年的 46% 上升到了 09 年的 64%。
 - 当专卖店和特约经销商这张网织起来后，公司可针对各地区的发展情况，增减投放量配合提价即可。
 - 除了增大专卖店渠道的吞吐量外，公司近几年开发了多种形式的渠道，如大客户团购、部队、茅台协会等。

图表6：专卖店&特约经销商渠道正发挥越来越重要作用



图表7：09年茅台销售渠道分布

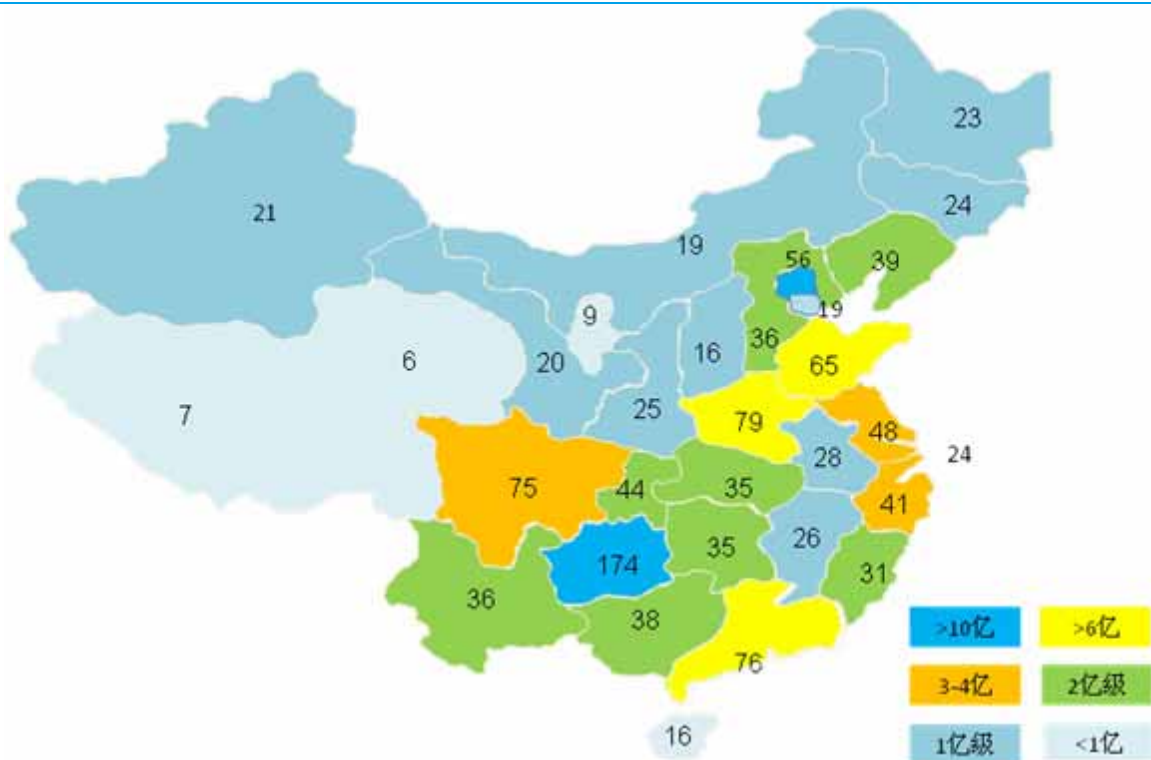


来源：国金证券研究所

■ 专卖店&特约经销商渠道正发挥越来越重要的角色

- 如下图所示，专卖店的数目跟地区销售呈现较强的正相关性。核心市场贵州的专卖店与特约经销商数目已经突破 170 家，重点市场广东、山东和河南等地的网络布局也趋于成熟，都已突破 70 家。目前茅台对于新专卖店的申请控制的比较严格，茅台专卖店的新增指标同样是供不应求，甚至比茅台酒还要紧俏。（一般公司给专卖店一年的普茅计划量为 3-5 吨，以 5 吨计算的话，专卖店一年光普茅就能赚 230 万，这还不包括年份酒的利润）。
- 公司目前从大局出发进行渠道布局，并不追求短期利益的最大化，不轻易以削弱终端控制力为代价换取短期利益。
- 已有的专卖店如同桥头堡般，很好的扮演着渠道下沉的角色。新增的专卖店则主要投放在较为薄弱的地区（一亿级和两亿级市场）。

图表8：专卖店+特约经销商的渠道正发挥越来越重要的角色



来源：国金证券研究所

茅台销售预测及估值：量价齐升的确定性适合 DCF 估值

■ 核心估值假设：

- 10 年实现 1 万吨的茅台酒销量，以后每年放量 1300 吨；价格假设上，茅台酒出厂价每年递增 6%。每年新增专卖店 100 家，即能消化 500 吨高度茅台和 250 吨低度茅台，其他渠道足以消化剩下的 550 吨。从我们了解的情况来看，一些大区经理今年都早早完成了计划任务的分配，无多余指标可卖了。
- 年份酒每年新增 50 吨销售，价格每年递增 7%；实际上公司每新增 1000 吨酒就截留 250 吨作为老酒储备，因此每年新增 50 吨年份酒的假设非常谨慎。
- 考虑到 09 年 8 月起提高消费税计税价格，我们上调营业税金率到 14.5%，比 09 年 9.7% 提高 4.8 个百分点。
- 估值最核心理念建立在茅台在未来能持续实现量价齐升的局面。不少投资人都怀疑茅台酒价格的天花板，或者担忧茅台产量的不断提升将改变目前供不应求的局面。我们认为市场存在这些担心都非常合理，毕竟世上没有百分百确定的事情。但是基于“微观层面”的数据分析，我们认为茅台的发展是非常健康的，一步一个脚印，没有涸泽而渔的迹象。只要“微观层面”这种健康增长的局面不发生改变，茅台量价齐升的持续增长预期也不应财务数字的增减而发生改变。

■ 真实业绩如果释放，有望超预期：

- 若 10 年确认 09 年 35 亿预收账款中隐藏的 17 亿真实业绩（在我们的假设 2 和 3 下，这部分应是公司隐藏的销售业绩），按 40% 的净利润计算，我们调整 10-12 年 EPS 为 6.49、7.86 和 9.38 元。
- 目前新的董事会完成人事更替，新三驾马车必将励精图治带领茅台走向稳定快速发展的道路。

- 如果按照公司 2011 年每股收益并给予 30 倍估值，我们确定公司目标价上限 218.07 元按绝对估值确定公司目标价下限 202.92 元，我们给予公司未来半年至一年目标价为 202.92-218.07 元。

图表9：销售收入的结构预测(业绩不释放的情况下)

	项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年份酒	平均售价(万元/吨)	460.00	475.20	652.82	698.52	747.41
	销量(吨)	430.00	546.00	596.00	646.00	696.00
	增长率(YOY)	-10.42%	26.98%	9.16%	8.39%	7.74%
	销售收入(百万元)	1,978.00	2,594.59	3,890.81	4,512.43	5,202.00
	增长率(YOY)	18.01%	31.17%	49.96%	16.90%	33.70%
	销售占比%	25.72%	29.10%	32.29%	31.26%	30.67%
	毛利率	94.30%	94.40%	96.20%	96.20%	96.20%
高度茅台酒	出厂价(元/斤)	375.21	417.95	469.23	497.38	527.23
	增长率(YOY)	18.74%	11.39%	12.27%	6.00%	6.00%
	平均售价(万元/吨)	75.04	83.59	93.85	99.48	105.45
	销量(吨)	6,180.00	6,350.00	7,200.00	8,050.00	8,900.00
	增长率(YOY)	-2.22%	2.75%	13.39%	11.81%	10.56%
	销售收入(百万元)	4,637.64	5,307.95	6,756.92	8,007.89	9,384.65
	增长率(YOY)	16.11%	14.45%	27.30%	18.51%	17.19%
	销售占比%	60.31%	59.54%	56.08%	55.47%	55.33%
毛利率	90.80%	91.00%	91.96%	91.96%	92.20%	
低度茅台酒	出厂价(元/斤)	271.50	285.00	314.53	358.00	379.48
	增长率(YOY)	13.88%	4.97%	10.36%	13.82%	6.00%
	平均售价(万元/吨)	54.30	57.00	62.91	71.60	75.90
	销量(吨)	1,977.90	1,777.19	2,227.19	2,677.19	3,127.19
	增长率(YOY)	-10.17%	-10.15%	25.32%	20.20%	16.81%
	销售收入(百万元)	1,074.00	1,013.00	1,401.04	1,916.87	2,373.41
	增长率(YOY)	2.31%	-5.68%	38.31%	36.82%	23.82%
	销售占比%	13.97%	11.36%	11.63%	13.28%	13.99%
毛利率	90.40%	91.05%	91.50%	91.60%	91.90%	

来源：国金证券研究所

图表10：公司绝对估值

I、APV												TV	合计
每股价值	202.92											TV增长率	4.0%
企业价值	191,704.24											Ka	10.07%
股票价值	191,518.65											债务	0.00
												投资	14.00
												少数股东权益	185.58
会计年度截止日：12/31		2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	5,522.56	7,756.45	8,770.24	7,624.41	11,020.30	12,512.43	14,393.13	16,463.42	18,741.81	21,249.03	363,973.12	488,026.91	
ITS	0.00	0.00	0.01	0.03	0.08	0.14	0.22	0.31	0.42	0.55	9.50	11.26	
PV(FCF)	5,017.25	6,401.95	6,576.36	5,194.04	6,820.52	7,035.42	7,352.39	7,640.43	113.63	116.96	139,417.25	191,686.19	
PV(ITS)	0.00	0.00	0.01	0.02	0.05	0.08	0.11	0.14	0.00	0.00	3.64	4.05	

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	7,237	8,242	9,670	13,215	15,875	18,734	货币资金	4,723	8,094	9,743	15,330	21,908	29,305
增长率	13.9%	17.3%	36.7%	20.1%	18.0%		应收款项	234	288	498	385	462	545
主营业务成本	-872	-800	-951	-1,177	-1,436	-1,690	存货	2,305	3,115	4,192	4,676	5,704	6,712
% 销售收入	12.0%	9.7%	9.8%	8.9%	9.0%	9.0%	其他流动资产	10	744	1,222	14	16	19
毛利	6,366	7,442	8,719	12,038	14,439	17,045	流动资产	7,272	12,241	15,656	20,404	28,091	36,581
% 销售收入	88.0%	90.3%	90.2%	91.1%	91.0%	91.0%	% 总资产	69.4%	77.7%	79.2%	81.8%	84.4%	86.2%
营业税金及附加	-604	-682	-941	-1,850	-2,222	-2,623	长期投资	62	46	14	15	14	14
% 销售收入	8.3%	8.3%	9.7%	14.0%	14.0%	14.0%	固定投资	2,833	2,835	3,388	4,124	4,850	5,541
营业费用	-560	-532	-621	-780	-937	-1,105	% 总资产	27.0%	18.0%	17.1%	16.5%	14.6%	13.1%
% 销售收入	7.7%	6.5%	6.4%	5.9%	5.9%	5.9%	无形资产	262	455	487	400	345	299
管理费用	-723	-941	-1,217	-1,520	-1,826	-2,154	非流动资产	3,210	3,513	4,114	4,542	5,211	5,856
% 销售收入	10.0%	11.4%	12.6%	11.5%	11.5%	11.5%	% 总资产	30.6%	22.3%	20.8%	18.2%	15.6%	13.8%
息税前利润 (EBIT)	4,478	5,287	5,940	7,888	9,454	11,162	资产总计	10,481	15,754	19,770	24,946	33,303	42,437
% 销售收入	61.9%	64.1%	61.4%	59.7%	59.6%	59.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	45	103	134	202	317	453	应付款项	1,608	3,633	4,366	3,340	5,605	7,550
% 销售收入	-0.6%	-1.2%	-1.4%	-1.5%	-2.0%	-2.4%	其他流动负债	504	617	742	2,304	2,782	3,300
资产减值损失	1	0	0	-1	0	0	流动负债	2,113	4,251	5,108	5,644	8,387	10,850
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	2	1	1	1	0	0	其他长期负债	0	0	10	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,113	4,251	5,118	5,644	8,387	10,851
营业利润	4,525	5,390	6,076	8,090	9,771	11,615	普通股股东权益	8,234	11,245	14,466	18,717	23,862	29,985
营业利润率	62.5%	65.4%	62.8%	61.2%	61.6%	62.0%	少数股东权益	135	259	186	586	1,054	1,601
营业外收支	-3	-5	5	0	0	0	负债股东权益合计	10,481	15,754	19,770	24,946	33,303	42,437
税前利润	4,522	5,385	6,081	8,090	9,771	11,615	比率分析						
利润率	62.5%	65.3%	62.9%	61.2%	61.6%	62.0%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-1,556	-1,385	-1,528	-2,023	-2,443	-2,904	每股指标						
所得税率	34.4%	25.7%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	2.999	4.026	4.569	6.005	7.269	8.650
净利润	2,966	4,001	4,553	6,068	7,328	8,711	每股净资产	8.724	11.914	15.327	19.831	25.283	31.770
少数股东损益	135	201	240	400	468	548	每股经营现金净流	1.847	5.560	4.475	7.100	9.540	10.723
归属于母公司的净利润	2,831	3,799	4,312	5,668	6,860	8,164	每股股利	0.700	0.836	1.156	1.501	1.817	2.163
净利率	39.1%	46.1%	44.6%	42.9%	43.2%	43.6%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	34.38%	33.79%	29.81%	30.28%	28.75%	27.23%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	27.01%	24.12%	21.81%	22.72%	20.60%	19.24%
净利润	2,966	4,001	4,553	6,068	7,328	8,711	投入资本收益率	35.10%	34.14%	30.36%	30.65%	28.46%	26.50%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	177	165	207	316	339	366	主营业务收入增长率	47.82%	13.88%	17.33%	36.66%	20.13%	18.01%
非经营收益	117	-123	-50	223	0	0	EBIT增长率	82.15%	18.06%	12.36%	32.79%	19.85%	18.07%
营运资金变动	-1,518	1,204	-486	94	1,337	1,043	净利润增长率	88.21%	34.22%	13.50%	31.42%	21.05%	19.00%
经营活动现金净流	1,743	5,247	4,224	6,701	9,004	10,120	总资产增长率	11.64%	50.31%	25.49%	26.18%	33.50%	27.43%
资本开支	-772	-1,011	-1,357	-967	-1,009	-1,010	资产管理能力						
投资	-17	16	15	-1	0	0	应收账款周转天数	2.9	1.8	1.1	3.0	3.0	3.0
其他	0	2	2	1	0	0	存货周转天数	896.0	1,236.7	1,402.7	1,450.0	1,450.0	1,450.0
投资活动现金净流	-789	-993	-1,340	-967	-1,009	-1,010	应付账款周转天数	21.0	41.3	50.0	22.0	22.0	22.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	92.1	97.0	119.6	94.7	84.0	74.9
债权募资	0	0	0	-10	0	1	偿债能力						
其他	-705	-884	-1,235	-137	-1,417	-1,715	净负债/股东权益	-56.43%	-70.36%	-66.50%	-79.42%	-87.93%	-92.77%
筹资活动现金净流	-705	-884	-1,235	-147	-1,417	-1,714	EBIT利息保障倍数	-100.1	-51.6	-44.5	-39.1	-29.8	-24.6
现金净流量	248	3,371	1,649	5,587	6,578	7,396	资产负债率	20.16%	26.98%	25.89%	22.62%	25.18%	25.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	21	22	40
买入	1	3	15	15	23
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.45	1.43	1.40

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-07-22	买入	157.40	177.40 ~ 204.02
2 2008-08-28	买入	135.70	N/A
3 2008-10-28	买入	94.91	N/A
4 2009-08-07	买入	163.88	N/A
5 2009-10-26	买入	156.59	N/A
6 2009-12-07	买入	176.53	200.00 ~ 204.00
7 2010-04-02	买入	152.63	N/A
8 2010-04-26	买入	136.93	200.00 ~ 200.00

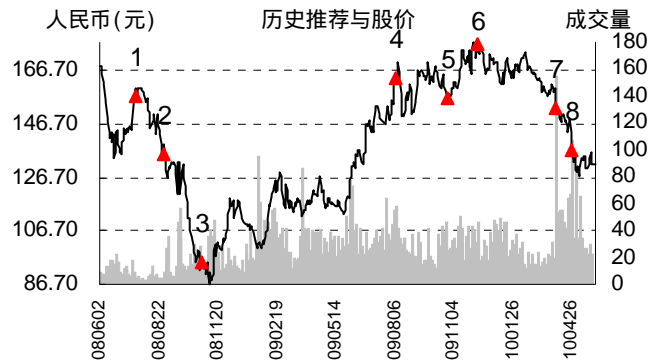
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室