

贵州茅台（600519）跟踪分析报告

系统化能力升级，稳健进取更值得溢价

- ❖ **事项：**茅台5月19日召开业绩说明会，就市场普遍关心的主要经营情况、产品价格、产业基金设立、i茅台运营等问题进行详细解答。茅台交流会日臻佳境，管理层坦诚开放，直面问题，明确对标世界一流，与投资者的互信在不断加强。
- ❖ **茅台已完成从专业酿酒企业升级为具有系统化经营能力的企业。**自21年丁雄军书记上任以来，茅台面貌日新月异，管理层对公司战略的高度和研究的深度，从未向投资者展现如此清晰。我们认为，公司已经从过去依靠单一产品、单一渠道、简单经营的专业酿酒企业，全面升级为具有现代化经营理念、系统化经营能力的企业，本次会上公司进一步展现上述特点：1) 产品端，尊品、珍品、精品、经典等茅台酒产品有序平衡推进，茅台1935新产品着力推动饮用消费，目标翻倍增长。2) 渠道端，线下经销商打造1363家专卖店、10家茅台文化体验馆及162家酱香系列酒体验中心，直营店稳健布局着力团购，i茅台面向消费者直销，成功运营一周年，加上电商商超网络，茅台互相平衡的多元化渠道生态得以建成。3) 品牌端，公司继续以文化营销为抓手，通过二十四节气系列产品，茅台冰激凌和线上巽风平台，持续创新推动C端链接和文化传播，并打下公司数字化经营的基础设施。此外，管理层明确表示将继续加大国际化布局，同时持续推进营销体制改革和价格改革，通过多种方式继续量价齐升，也相信投资者期待的价格市场化运营会实现。公司会坚持产业层面价值创造和价值实现，注重对股东的价值回报。
- ❖ **设立产业基金是符合茅台实际的提高资金收益的模式探索。**公司近日公告拟设立“茅台招华基金”、“茅台金石基金”两只产业发展基金，认缴总规模均为55.1亿元，茅台出资均为50亿元，分三次认缴，比例分别为40%/30%/30%。投资范围包括但不限于新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端设备、大消费等领域，业绩报酬计提基准为年化6%（单利），遵循“价值创造、合法合规、可行性、稳健性、市场化”五大原则。尽管此类投资对绝大部分上市公司来说都是正常行为，但茅台投资者仍有争议，我们则认为无需过虑。具体来看：
 - **适度投资产业基金是符合现实背景，提高资金收益的有益探索。**茅台现金流充裕，22年末现金及等价物余额达到1524亿元，但近三年公司现金及等价物年均收益率仅约2.5%，提高资金收益率是投资者的期许。尽管商业模式确实优秀，但作为特大型国企，还是更注重产业层面，实行回购注销股本等资本行为无论在理念和执行上都不符合现实。在稳健风控基础上，适度参与产业基金实现6%以上目标收益率，可以提升整体资金收益率。而茅台过去8年已经积累成功运作私募产业基金经验，并且收益率上佳，本次也作为GP，对未来基金运营具备经验保障。
 - **与两大央企头部专业团队市场化运作，通过三家独特资源优势强强联合，在基金投向和风险控制上有稳健保障。**公司以有限合伙形式与招商局资本、金石投资合作（二者背靠两大央企招商局和中信集团，具备专业的投资能力和丰富的行业资源，均属于中国第一梯队的资产管理机构），最大看点在于三家企业在国内外顶级的资源和品牌优势强强联合，双方管理人都出资跟投，将最大化确保基金投向的项目质量和收益机会，加上各方稳健的经营风格，在风险暴露上也更为可控。
- ❖ **i茅台一周周年，累计销售额超230亿，更懂消费者，更高效经营。**5月19日i茅台数字营销平台正式上线运行一周周年，成效显著。一是累计注册用户超4000万、销售额超230亿元，22年贡献营收增量的65.7%，带动直营占比提升9.6pcts。二是直面C端，解决消费保真、公平、便捷问题，增强消费者服务体验感和满意度，并提取精准用户画像。三是持续优化渠道结构，有效提高价格把控能力，平抑价格波动，实现稳价目标。未来i茅台仍将持续赋能渠道协同改革，丰富线上产品，优化平台功能，持续成为茅台文化的传播者、数字营销

强推（维持）

目标价：2600元

当前价：1699.50元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳宇

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：沈昊

邮箱：shenhao@hcyjs.com

执业编号：S0360521050001

证券分析师：田晨曦

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com

执业编号：S0360522090005

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

联系人：刘旭德

邮箱：liuxude@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	125,619.78
已上市流通股(万股)	125,619.78
总市值(亿元)	21,349.08
流通市值(亿元)	21,349.08
资产负债率(%)	12.36
每股净资产(元)	173.76
12个月内最高/最低价	2,045.00/1,350.00

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《贵州茅台（600519）2023年一季度报点评：略超预期，优质开局》

2023-04-26

《贵州茅台（600519）2023年第一季度主要经营数据点评：Q1超预期，一针强心剂》

2023-04-17

《贵州茅台（600519）2022年报点评：交出优秀答卷，奔向世界一流》

2023-03-31

的重要抓手。

- ❖ **投资建议：**系统化能力升级，稳健而不失进取，更值得溢价，维持“强推”评级。公司经营稳健向上，业绩确定性高，对标世界一流企业，在现代化经营和企业治理上加速推进。我们维持 23-25 年 EPS 预测为 58.91/69.67/81.22 元，近期估值回落，对应 24 年 PE 仅 24 倍，处于长线低估位置，我们维持目标价 2600 元及“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**消费复苏进度不及预期、部分改革措施不及预期、批价下行。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	127,554	148,048	173,846	201,028
同比增速(%)	16.5%	16.1%	17.4%	15.6%
归母净利润(百万)	62,716	74,004	87,518	102,032
同比增速(%)	19.6%	18.0%	18.3%	16.6%
每股盈利(元)	49.93	58.91	69.67	81.22
市盈率(倍)	34	29	24	21
市净率(倍)	10.8	8.9	7.4	6.2

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为 2023 年 5 月 19 日收盘价

附录：茅台《关于出资参与设立产业发展基金的公告》信息整理

基金规模：茅台招华基金和茅台金石基金的认缴总规模均为 55.1 亿元，茅台股份公司均出资 50 亿元，占比 90.74%，茅台集团旗下茅台基金均出资 1000 万元。

资金到位方式：基金均采用认缴制，三次实缴的比例原则为 40%/30%/30%，公司单个基金首期实缴 20 亿元。

基金期限：基金投资期为 5 年，退出期为 5 年，经执行事务合伙人同意可延期 1 年。

投资模式：为投资私募股权或创业投资基金份额、直接开展股权投资及其他符合法律、法规规定的投资模式。

投资范围：包括但不限于新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、大消费等领域的投资机会。

投资管理：基金设基金投资决策委员会，负责投资项目的投资决策。茅台招华基金投资决策委员会由 6 名委员组成，茅台金石基金投资决策委员会由 5 名委员组成，均采用一人一票制，分别经 5 名/4 名及以上委员同意可以通过决议。

业绩报酬计提基准收益与附带收益：产业基金设置业绩报酬计提基准为年化 6%（单利）。基金有限合伙人取得对基金的实缴出资额返还和业绩报酬计提基准收益分配后，如有余额，80%分配给基金有限合伙人，20%作为附带收益分配给普通合伙人及其指定主体。

组织形式：基金采用有限合伙企业的形式，以 Co-GP 的形式进行运作。

图表 1 招华基金合伙人、认缴出资及管理人情情况

名称	类型	出资结构	出资方式	认缴出资额（万元）	认缴出资比例
深圳市招商国协贰号股权投资基金管理有限公司	普通合伙人、执行事务合伙人	招商局资本管理有限责任公司 100%	货币	1,000	0.18%
茅台（贵州）私募基金管理有限公司	普通合伙人、执行事务合伙人	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司 51% 建信（北京）投资基金管理有限责任公司 49%	货币	1,000	0.18%

贵州茅台酒股份有限公司	有限合伙人	-	货币	500,000	90.74%
招商局资本控股有限公司	有限合伙人	招商局资本投资有限责任公司 100%	货币	48,300	8.77%
南通招华投资合伙企业(有限合伙)	有限合伙人、员工跟投实体	王亚飞 99.9993% 刘平 0.0007%	货币	700	0.13%
招商局资本管理有限责任公司	基金管理人	招商局资本投资有限责任公司 100%	-	-	-
合计	-	-	-	551,000	100%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 金石基金合伙人、认缴出资及管理人情情况

名称	类型	出资结构	出资方式	认缴出资额（万元）	认缴出资比例
金石投资有限公司	普通合伙人、执行事务合伙人、基金管理人	中信证券股份有限公司 100%	货币	50,000	9.07%
茅台（贵州）私募基金管理有限公司	普通合伙人、执行事务合伙人	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 51% 建信(北京)投资基金管理有限责任公司 49%	货币	1,000	0.18%
贵州茅台酒股份有限公司	有限合伙人	-	货币	500,000	90.74%
合计	-	-	-	551,000	100%

资料来源：公司公告，华创证券

管理费及执行事务合伙人报酬：由两部分构成，基础管理费/报酬+直投项目管理费/报酬。

图表 3 管理费及执行事务合伙人报酬构成

管理费及执行事务合伙人报酬	投资期内年度	退出期内年度
基础管理费/报酬	基金实缴出资总额的 0.45%	基金实缴出资总额扣除已退出投资项目对应的投资成本后的余额的 0.45%
直投项目管理费/报酬	基金实缴出资总额中对应于直投项目金额的 0.45%	基金实缴出资总额中对应于直投项目的金额扣除已退出直投项目的投资成本后的余额的 0.45%

资料来源：公司公告，华创证券 注：实缴出资总额应扣除员工跟投实体的实缴出资额，“投资期”为从备案日起算至备案日的第五个周年日，“退出期”为自投资期届满之日起的五年。

图表 4 茅台（贵州）私募基金近年部分投资项目梳理

投资项目	投资日期	参与轮次	所属行业	主营业务	最新轮次
匹克中国	2021/11/30	A 轮	电子商务	服装生产商	A 轮 (本轮)
锅圈食汇	2021/8/15	D+轮	餐饮业	社区家庭食材连锁超市	E 轮 (2022-11)
雅睿酒业	2021/6/22	-	批发业	酒类销售	-
白家食品	2020/6/11	B 轮	食品饮料	特色方便食品研发商	股权融资 (2020-12)
新巨丰	2020/5/12	股权融资	生产制造	液体食品无菌包装材料供应 商	IPO 上市 (2022-09)
万凯新材	2019/4/30	天使轮	生产制造	聚酯材料研发商	IPO 上市 (2022-03)
中国盐业	2019/2/27	股权融资	开采	采、制盐及相关盐化工生产 服务商	股权融资 (本轮)
天宜上佳	2019/1/1	股权融资	生产制造	城轨车辆相关闸片产品研发 商	IPO 上市 (2019-07)
李子园	2018/11/26	战略融资	食品饮料	含乳饮料及其它饮料研发生 产商	IPO 上市 (2021-02)
京东物流	2018/2/14	战略融资	物流运输	物流及快递配送服务商	IPO 上市 (2021-05)
衣拉拉	2017/11/9	战略融资	服装纺织	童装店	战略融资 (本轮)
嘉美包装	2017/9/28	天使轮	生产制造	食品饮料包装容器研发商	IPO 上市 (2019-12)
稻源科技	2017/5/11	B 轮	硬件	物联网人工智能 AI 芯片科 技公司	股权融资 (2021-05)

资料来源：企查查，天眼查，茅台官微，公司公告，华创证券

图表 5 茅台 2022 年度及 2023 年第一季度业绩说明会


资料来源：贵州茅台

图表 6 业绩说明会丁雄军董事长致辞


资料来源：贵州茅台

图表 7 i 茅台周年庆暨茅台传承人活动现场



资料来源: 贵州茅台

图表 8 i 茅台周年庆丁雄军董事长讲话



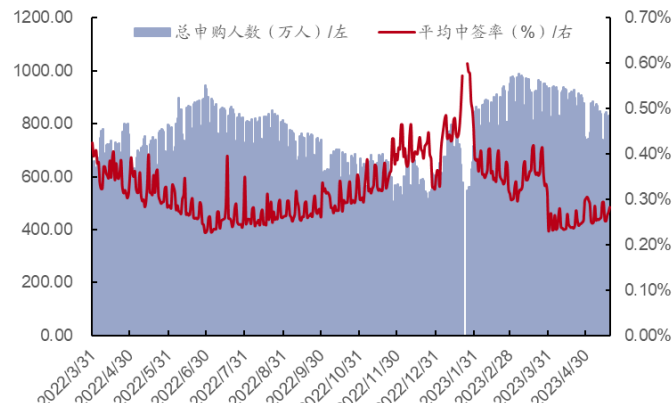
资料来源: 贵州茅台

图表 9 i 茅台一周年每日总投放量与总销售额梳理



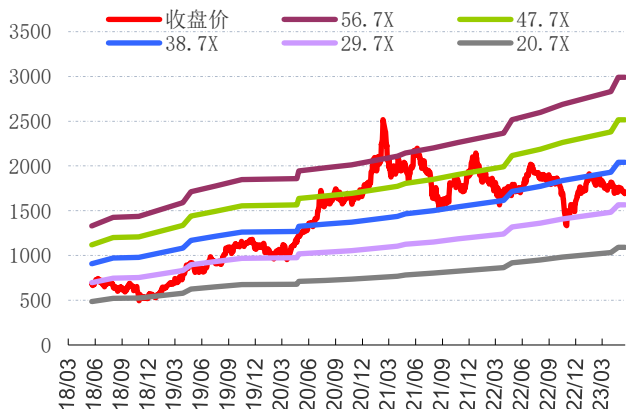
资料来源: i 茅台, 华创证券

图表 10 i 茅台一周年总申购人次与中签率梳理



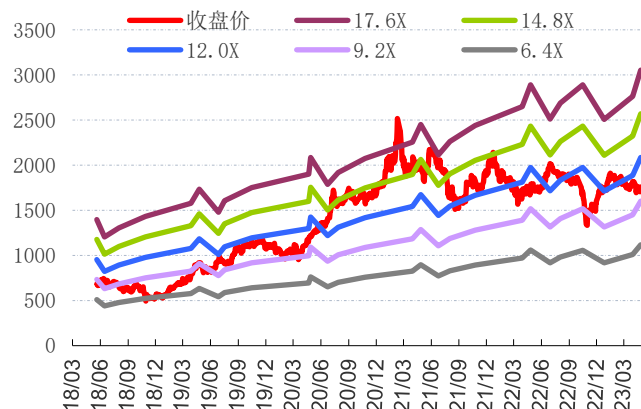
资料来源: i 茅台, 华创证券

图表 11 贵州茅台 PE Band



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 贵州茅台 PB Band



资料来源: Wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	58,274	83,575	134,471	198,595
应收票据	105	105	105	105
应收账款	21	2	4	6
预付账款	897	897	897	897
存货	38,824	38,429	40,937	42,665
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	118,490	137,348	137,373	137,422
流动资产合计	216,611	260,356	313,787	379,690
其他长期投资	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	19,743	21,769	26,554	31,906
在建工程	2,208	5,125	6,058	2,473
无形资产	7,083	7,506	7,786	8,138
其他非流动资产	8,715	8,683	8,661	8,643
非流动资产合计	37,754	43,088	49,064	51,165
资产合计	254,365	303,444	362,851	430,855
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	2,408	2,200	2,319	2,520
预收款项	0	0	0	0
合同负债	15,472	17,948	21,120	24,463
其他应付款	4,544	4,544	4,544	4,544
一年内到期的非流动负债	109	109	109	109
其他流动负债	26,533	28,014	30,509	33,056
流动负债合计	49,066	52,815	58,601	64,692
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	334	300	280	300
非流动负债合计	334	300	280	300
负债合计	49,400	53,115	58,881	64,992
归属母公司所有者权益	197,507	238,976	288,011	344,534
少数股东权益	7,458	11,353	15,959	21,329
所有者权益合计	204,965	250,329	303,970	365,863
负债和股东权益	254,365	303,444	362,851	430,855

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36,699	62,225	75,127	91,866
现金收益	65,594	78,735	93,153	108,828
存货影响	-5,430	395	-2,508	-1,728
经营性应收影响	-635	19	-2	-3
经营性应付影响	818	-208	119	201
其他影响	-23,649	-16,716	-15,635	-15,433
投资活动现金流	-5,537	-7,605	-8,439	-4,958
资本支出	-4,643	-7,634	-8,462	-4,977
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-894	29	23	19
融资活动现金流	-57,425	-29,319	-15,792	-22,784
借款增加	5	0	0	0
股利及利息支付	-57,370	-40,520	-47,912	-55,858
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-60	11,201	32,120	33,074

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	127,554	148,048	173,846	201,028
营业成本	10,199	10,730	11,250	11,606
税金及附加	18,496	21,378	25,241	29,237
销售费用	3,298	3,887	4,574	5,298
管理费用	9,012	9,501	11,248	12,951
研发费用	135	157	185	214
财务费用	-1,392	-1,433	-1,434	-1,431
信用减值损失	-15	-15	-15	-15
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	64	41	54	53
其他收益	25	40	40	40
营业利润	87,880	103,895	122,861	143,232
营业外收入	70	71	71	71
营业外支出	249	100	100	100
利润总额	87,701	103,866	122,832	143,203
所得税	22,326	25,967	30,708	35,801
净利润	65,375	77,899	92,124	107,402
少数股东损益	2,659	3,895	4,606	5,370
归属母公司净利润	62,716	74,004	87,518	102,032
NOPLAT	64,338	76,825	91,049	106,329
EPS(摊薄) (元)	49.93	58.91	69.67	81.22

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	16.5%	16.1%	17.4%	15.6%
EBIT 增长率	17.3%	18.7%	18.5%	16.8%
归母净利润增长率	19.6%	18.0%	18.3%	16.6%
获利能力				
毛利率	91.9%	92.6%	93.4%	94.2%
净利率	52.7%	54.1%	54.4%	54.7%
ROE	31.8%	31.0%	30.4%	29.6%
ROIC	44.4%	42.7%	41.3%	39.9%
偿债能力				
资产负债率	19.4%	17.5%	16.2%	15.1%
债务权益比	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
流动比率	4.4	4.9	5.4	5.9
速动比率	3.6	4.2	4.7	5.2
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	0	0	0	0
应付账款周转天数	79	78	73	76
存货周转天数	1,288	1,312	1,285	1,312
每股指标(元)				
每股收益	49.93	58.91	69.67	81.22
每股经营现金流	29.21	49.53	59.81	73.13
每股净资产	157.23	190.24	229.27	274.27
估值比率				
P/E	34	29	24	21
P/B	11	9	7	6
EV/EBITDA	24	20	17	15

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2022年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2022年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台（600519），根据上市公司公告，贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创阳安 3.97%的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522