

强于大市

食品饮料行业周报

无须过于担忧白酒价格倒挂，复苏改善方向不变

上周食品饮料板块跑输沪深 300，其中白酒板块下跌 4.7%，我们认为可能由于短期数据偏平淡，继而引发价格倒挂现象的担忧。白酒复苏改善的方向不变，重视次高端、大清香机会。关注葡萄酒、黄酒龙头的改革进度。

市场回顾

■ 上周食品饮料板块跑输沪深 300，在各板块中涨跌幅排名靠后。上周食品饮料板块涨跌幅为-4.1%，跑输沪深 300 (-2.5%)，涨跌幅在各行业中排名第 26。食品饮料子板块中，保健品、预加工食品涨跌幅排名靠前，分别为-0.2%、-1.5%，白酒、零食涨跌幅排名靠后，分别为-4.7%、-5.6%。截止 6 月 21 日，白酒板块估值 (PE-TTM) 为 29.6X，食品板块估值 (PE-TTM) 为 24.8X。

行业数据

- 根据今日酒价，6 月 19 日-6 月 22 日整箱飞天批价 2930-2950 元，散瓶飞天批价 2790-2800 元，批价环周有所下降。普五批价 945 元，国窖 1573 批价为 895 元。
- 5 月进口大麦数量 128 万吨，同比+60%，进口大麦单价 360 美元/吨，同比+1.3%。截止 6 月 16 日，全国猪粮比价为 5.25，环周-0.03pct，同比-0.38pct。
- 据国家统计局数据，2023 年 1-5 月白酒产量 186.0 万千升，同比降 13.6%；啤酒产量 1512.8 万千升，增长 8.4%；葡萄酒产量 5.1 万千升，同比降 22.7%。

主要观点

- 上周白酒板块下跌 4.7%，我们认为可能由于短期数据偏平淡，继而引发价格倒挂现象的担忧。2023 年 1-5 月白酒产量 186.0 万千升，同比降 13.6%，其中 4、5 月份分别降 28.1%、14.7%，降幅高于 1 季度，我们认为白酒产量增速与上市公司收入增速差异较大，参考意义并不明显。近期市场担忧白酒价格倒挂，我们认为这个现象要分两个方面来看：（1）2 季度需求呈现弱复苏态势，淡季需消化前期的渠道库存，再叠加近期 618 大促，因此终端价格略有松动。白酒经历了 1-2 月旺销之后，需求回补的影响减弱，而商务活动和消费能力恢复还需时间，但基于前期的乐观判断，3 月份酒厂出货和经销商进货的动力较高，导致渠道库存偏高。2 季度进入消费淡季之后，渠道需要较长的时间消化库存。近期 618 大促，酒厂和经销商加大了促销力度，因此白酒价格略有松动，6.19-6.22 散瓶飞天批价 2790-2800 元，批价环周有所下降。（2）回顾白酒行业历史，无论景气高还是低，价格倒挂都是行业的通行现象。虽然部分酒厂的实际成交价低于名义出厂价，但到了季末和年末，酒厂会经经销商一定的模糊返利，保障渠道的利润空间。这种模式有助于提升酒厂对渠道的掌控能力，减少窜货和乱价的行为。因此，价格倒挂并不等同于行业景气度低。
- 白酒复苏改善的方向不变，重视次高端、大清香机会。（1）如果剔除需求回补和渠道库存影响，4 月份开始终端需求已有改善态势，行业进入新阶段，5 月份社零餐饮、烟酒类两年复合增速分别为 3.2%、6.2%，维持增长态势。预计全年持续改善可期，下半年营收增速好于上半年。（2）名酒集中度仍有提升空间。上市公司营收占比从 2021 年 50.7%提升到了 2022 年的 53.3%，未来有望继续向上提升。（3）重视次高端、大清香的机会，可深度全国化的品种增长确定性高，重点推荐山西汾酒，当前估值已处于较有吸引力的区间。推荐根据地市场还有较大成长空间的今世缘。业绩成长确定性高的贵州茅台和五粮液，值得长期布局。建议关注口子窖和顺鑫农业的变化。
- 关注葡萄酒、黄酒龙头的改革进度。（1）葡萄酒、黄酒的消费群体与白酒重合度较高，但又有独特的产品诉求点，张裕和古越龙山都在积极改革寻求突围，包括产品创新、营销模式和激励机制，未来业绩有望提速增长。（2）张裕 4 月 28 日公告了限制性股权激励草案，虽然业绩考核目标并不激进，但是对于公司机制改革来说已迈出一大步。古越龙山 6 月 14 日发布了董事、监事、高级管理人员增持公司股份的公告，其中董事长、总经理分别增持 192 万元左右，其他董监高分别增持 100 万元左右。各位董监高增持金额均明显高于 2022 年薪酬，其中董事长增持金额为 2022 年薪酬的 3 倍左右。预计激励机制的变革可有效提振龙头企业内部动力。

推荐组合

- 推荐组合：（1）白酒：山西汾酒、今世缘、五粮液、贵州茅台；（2）大众品：承德露露、绝味食品、安井食品、青岛啤酒

评级面临的主要风险

- 经济复苏力度不及预期、原材料成本波动、渠道库存超预期、食品安全事件。

相关研究报告

- 《食品饮料行业周报》20230619
- 《食品饮料行业 2023 年中期策略》20230612
- 《食品饮料行业周报》20230529

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

目录

行情回顾	4
行业数据跟踪	8
酒类	8
奶类	8
肉类	9
重要公告及行业新闻	11
股东大会	12
近期研究报告回顾	13
风险提示	14

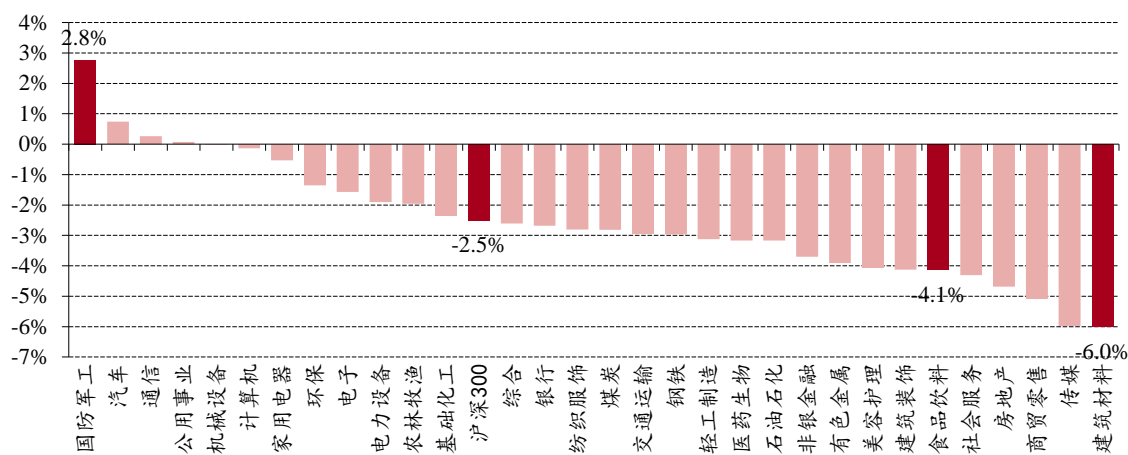
图表目录

图表 1. 上周各板块涨跌幅	4
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅	4
图表 3. 上周食品饮料子板块涨跌幅	5
图表 4. 过去一个月食品饮料子板块涨跌幅	5
图表 5. 白酒行业市盈率 (PE-TTM)	5
图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数	5
图表 7. 食品行业市盈率 (PE-TTM)	5
图表 8. 食品行业市盈率相对沪深 300 倍数	5
图表 9. 2015 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)	6
图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜	6
图表 11. 各行业陆股通持股占流通市值比例	6
图表 12. 陆股通持股占流通市值比例	7
图表 13. 外资持股贵州茅台比例变化	7
图表 14. 外资持股五粮液比例变化	7
图表 15. 外资持股泸州老窖比例变化	7
图表 16. 茅台整箱及散瓶批价	8
图表 17. 普五及国窖 1573 (高度) 批价	8
图表 18. 进口葡萄酒数量与单价	8
图表 19. 进口大麦数量与单价	8
图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格	9
图表 21. 国内主产区生鲜乳价格	9
图表 22. 进口大包粉数量与单价	9
图表 23. 进口液态奶数量与单价	9
图表 24. 国内生猪价格与仔猪价格	9
图表 25. 猪粮比	9
图表 26. 国内生猪与能繁母猪存栏量	10
图表 27. 进口猪肉数量与单价	10
图表 28. 鸭副价格跟踪	10
图表 29. 股东大会信息	12

行情回顾

上周食品饮料板块跑输沪深 300，在各板块中涨跌幅排名第 26。上周食品饮料板块涨跌幅为-4.1%，跑输沪深 300（-2.5%），涨跌幅在各行业中排名第 26。食品饮料子板块中，保健品、预加工食品涨跌幅排名靠前，分别为-0.2%、-1.5%，白酒、零食涨跌幅排名靠后，分别为-4.7%、-5.6%。

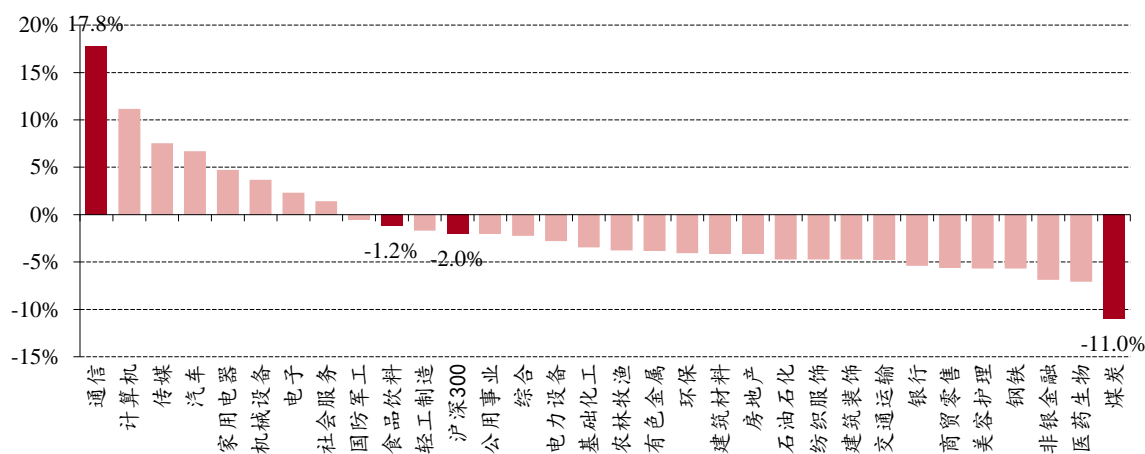
图表 1. 上周各板块涨跌幅



资料来源：Wind，中银证券

从过去一个月来看，食品饮料板块涨跌幅-1.2%，跑赢沪深 300（-2.0%），涨跌幅在 31 个行业中排名第 10。食品饮料子板块中，其他酒类、保健品涨跌幅排名靠前，分别为+2.4%、+1.9%，调味发酵品、烘焙食品涨跌幅排名靠后，分别为-4.8%、-6.6%。白酒涨跌幅为-0.3%，在食品饮料子板块中排名靠前。

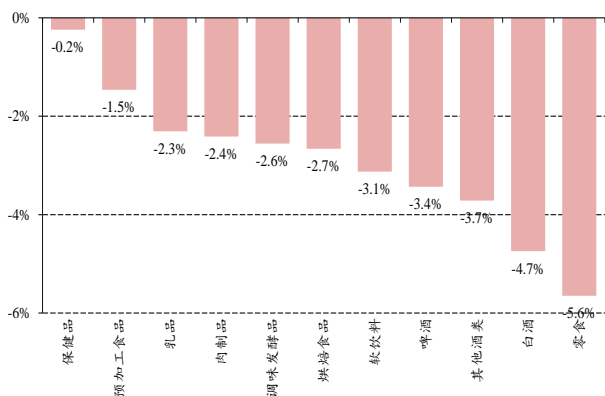
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源：Wind，中银证券

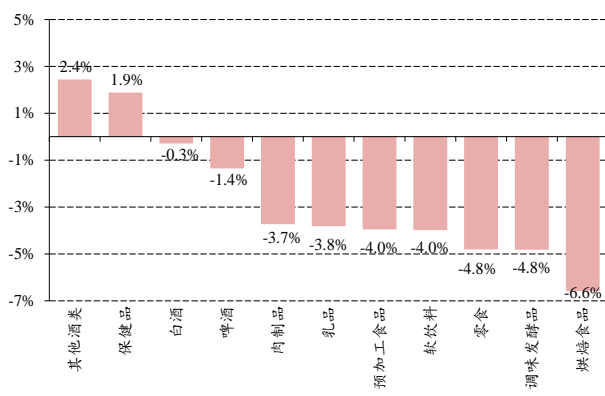
注：涨跌幅计算区间为 2023 年 5 月 21 日 - 2023 年 6 月 21 日

图表 3. 上周食品饮料子板块涨跌幅



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 过去一个月食品饮料子板块涨跌幅



资料来源: Wind, 中银证券

截止 6 月 21 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 29.6X, 食品板块估值 (PE-TTM) 为 24.8X。

图表 5. 白酒行业市盈率 (PE-TTM)



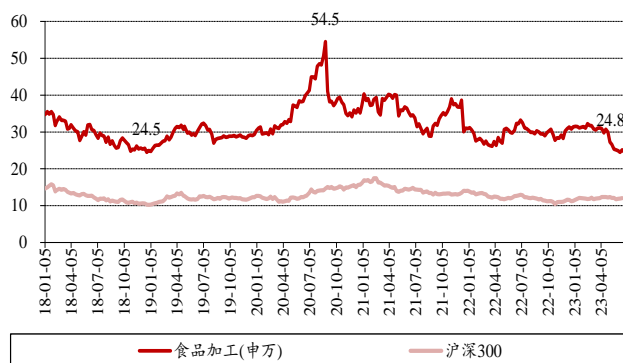
资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 食品行业市盈率 (PE-TTM)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 8. 食品行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源: Wind, 中银证券

图表 9. 2015 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	其他酒类	休闲食品	肉制品	调味发酵品	乳品
最大值	18.8	63.0	63.3	93.1	186.7	81.4	42.6	85.1	47.8
最小值	10.2	22.3	14.1	31.7	40.2	17.5	15.2	27.6	19.7
现值	11.7	29.7	29.6	41.1	70.3	38.6	18.0	44.4	22.0

资料来源：万得，中银证券

注：最大、最小值截止日期，现值计算日期均为 2023 年 6 月 21 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

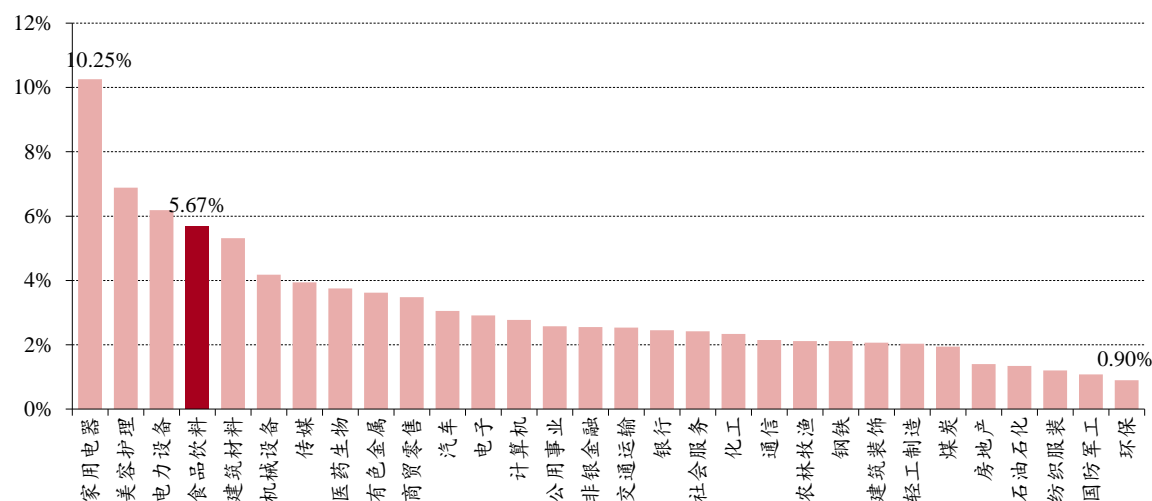
公司名称	周涨幅(%) 前 10 名	公司名称	周涨幅(%) 后 10 名	公司名称	月涨幅(%) 前 10 名	公司名称	月涨幅(%) 后 10 名
皇氏集团	1.5	来伊份	(16.7)	威龙股份	87.0	舍得酒业	(16.2)
莲花健康	1.4	舍得酒业	(8.8)	金种子酒	8.6	立高食品	(14.5)
汤臣倍健	1.1	黑芝麻	(8.0)	迎驾贡酒	7.6	五芳斋	(14.1)
张裕 B	0.5	好想你	(7.9)	熊猫乳品	7.4	味知香	(13.1)
青海春天	0.0	金枫酒业	(7.7)	欢乐家	7.3	山西汾酒	(12.3)
交大昂立	0.0	山西汾酒	(7.4)	来伊份	6.1	甘源食品	(12.3)
安井食品	(0.4)	庄园牧场	(7.0)	汤臣倍健	6.0	天润乳业	(11.1)
威龙股份	(0.9)	顺鑫农业	(6.9)	中炬高新	5.4	华统股份	(10.9)
养元饮品	(1.1)	五粮液	(6.9)	*ST 莫高	4.9	酒鬼酒	(10.7)
安琪酵母	(1.1)	五芳斋	(6.5)	古越龙山	4.1	良品铺子	(10.5)

资料来源：Wind，中银证券

注：月涨跌幅计算区间为 2023 年 5 月 21 日 - 2023 年 6 月 21 日

截止 6 月 21 日，陆股通持股食品饮料板块流通市值比例为 5.67%，环周+0.02pct。其中，外资持股茅台、五粮液、泸州老窖比例分别为 7.11%、6.59%、4.04%，环周（6 月 14 日）分别+0.07pct、+0.20pct、+0.08pct。

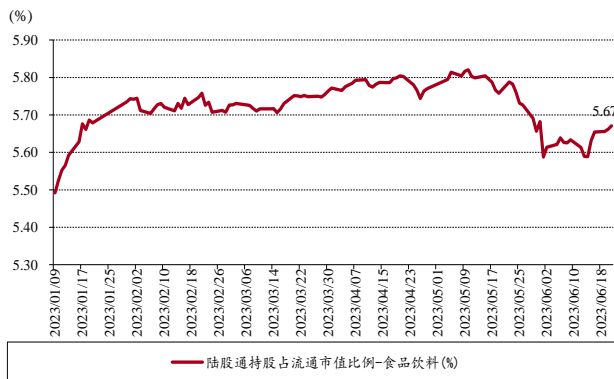
图表 11. 各行业陆股通持股占流通市值比例



资料来源：Wind，中银证券

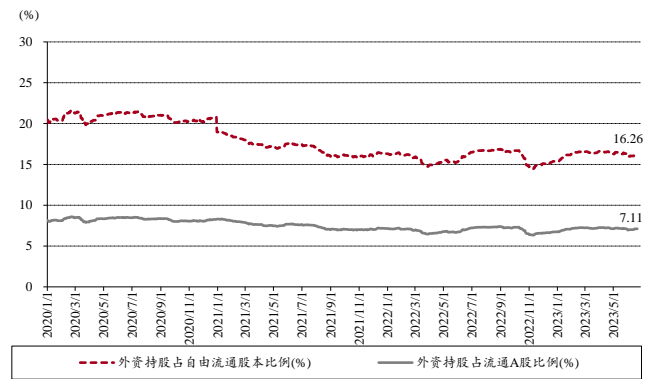
注：时间截止 2023 年 6 月 21 日

图表 12. 陆股通持股占流通市值比例



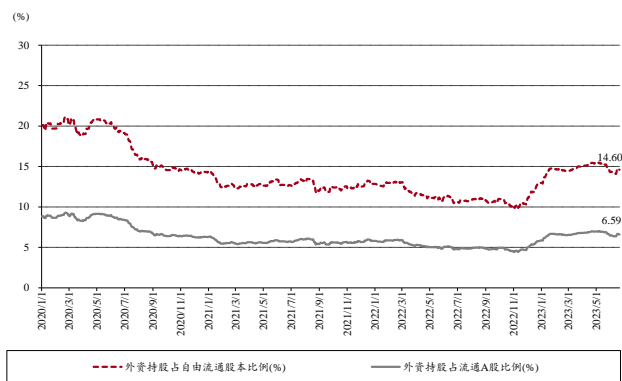
资料来源: Wind, 中银证券

图表 13. 外资持股贵州茅台比例变化



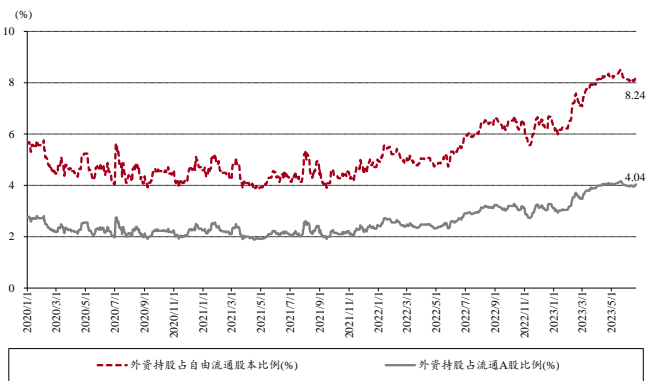
资料来源: Wind, 中银证券

图表 14. 外资持股五粮液比例变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 15. 外资持股泸州老窖比例变化



资料来源: Wind, 中银证券

行业数据跟踪

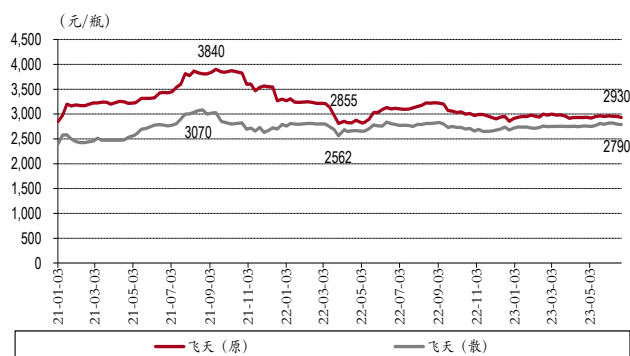
酒类

根据今日酒价，6月19日-6月22日整箱飞天批价 2930-2950 元，散瓶飞天批价 2790-2800 元，批价环周有所下降。普五批价 945 元，国窖 1573 批价为 895 元。

5月进口大麦数量 128 万吨，同比+60%，进口大麦单价 360 美元/吨，同比+1.3%。

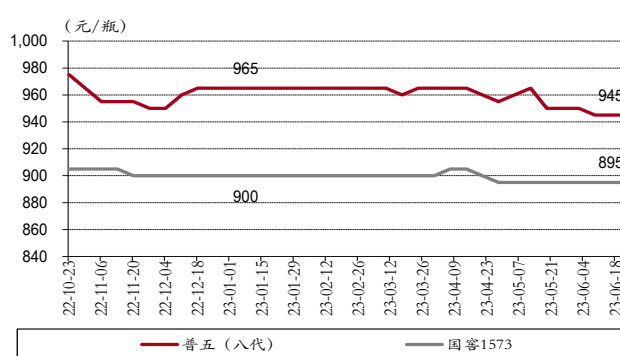
据国家统计局数据，2023 年 1-5 月白酒产量 186.0 万千升，同比降 13.6%；啤酒产量 1512.8 万千升，增长 8.4%；葡萄酒产量 5.1 万千升，同比降 22.7%。

图表 16. 茅台整箱及散瓶批价



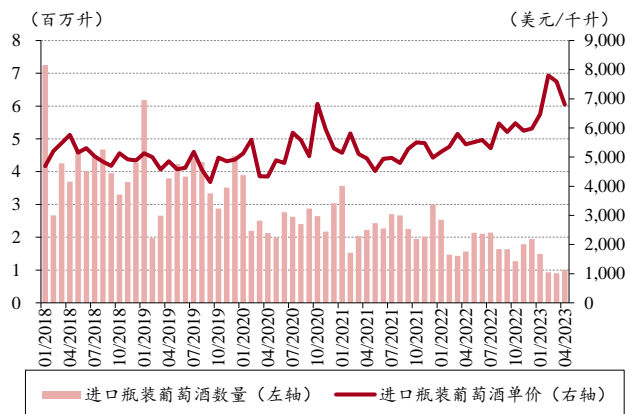
资料来源：今日酒价，中银证券

图表 17. 普五及国窖 1573（高度）批价



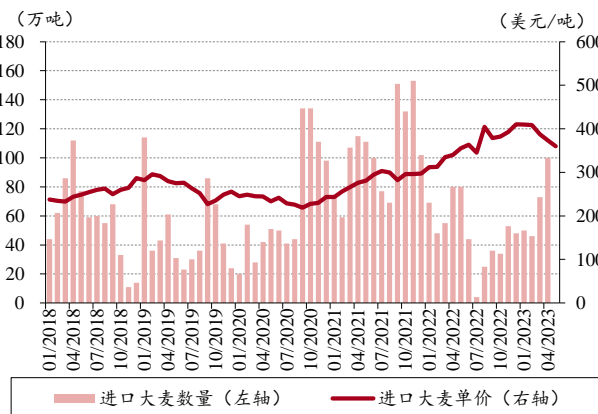
资料来源：今日酒价，中银证券

图表 18. 进口葡萄酒数量与单价



资料来源：海关总署，Wind，中银证券

图表 19. 进口大麦数量与单价

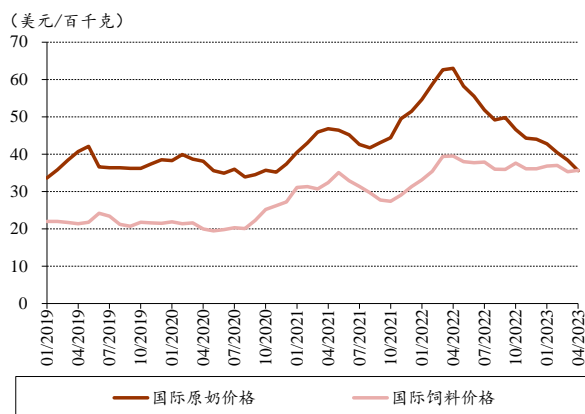


资料来源：Wind，中银证券

奶类

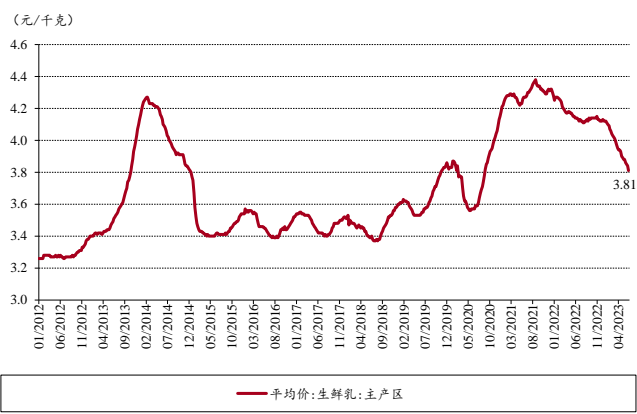
截止 6 月 14 日，国内生鲜乳价格为 3.81 元/公斤，环周-0.8%，同比-7.7%。

图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格



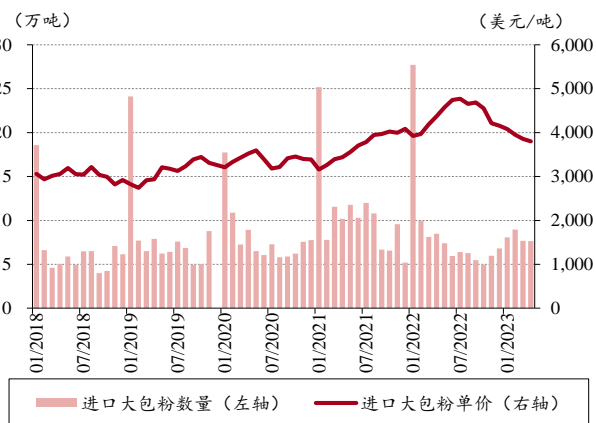
资料来源: IFCN, Wind, 中银证券

图表 21. 国内主产区生鲜乳价格



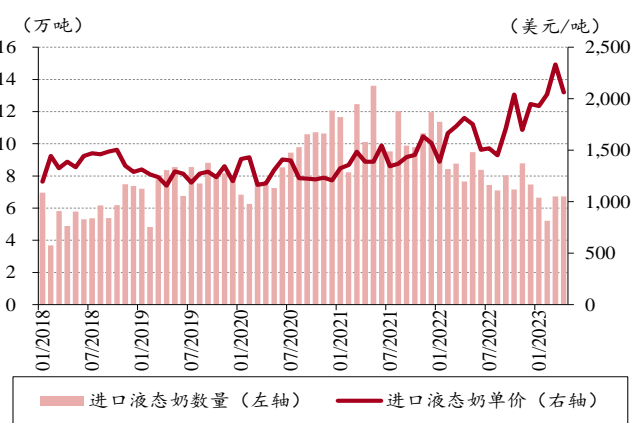
资料来源: 国家农业部, Wind, 中银证券

图表 22. 进口大包粉数量与单价



资料来源: Wind, 中银证券

图表 23. 进口液态奶数量与单价

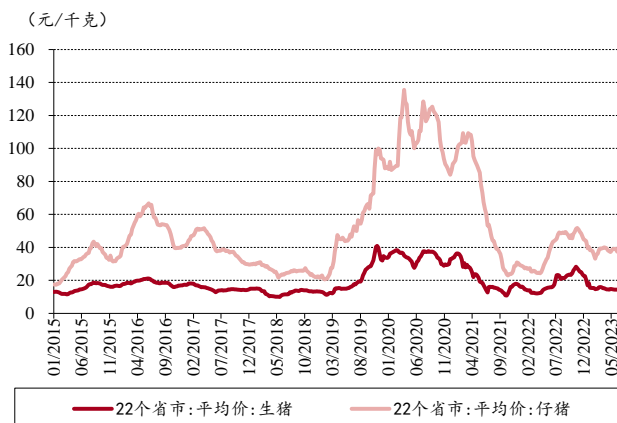


资料来源: Wind, 中银证券

肉类

截止 6 月 16 日, 全国猪粮比价为 5.25, 环周-0.03pct, 同比-0.38pct。

图表 24. 国内生猪价格与仔猪价格



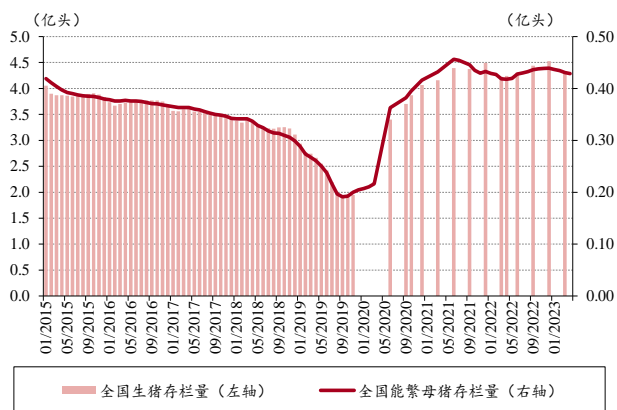
资料来源: Wind, 中银证券

图表 25. 猪粮比



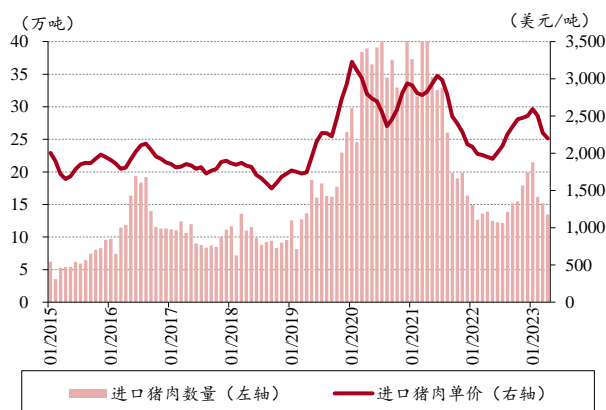
资料来源: Wind, 中银证券

图表 26. 国内生猪与能繁母猪存栏量



资料来源：Wind，中银证券

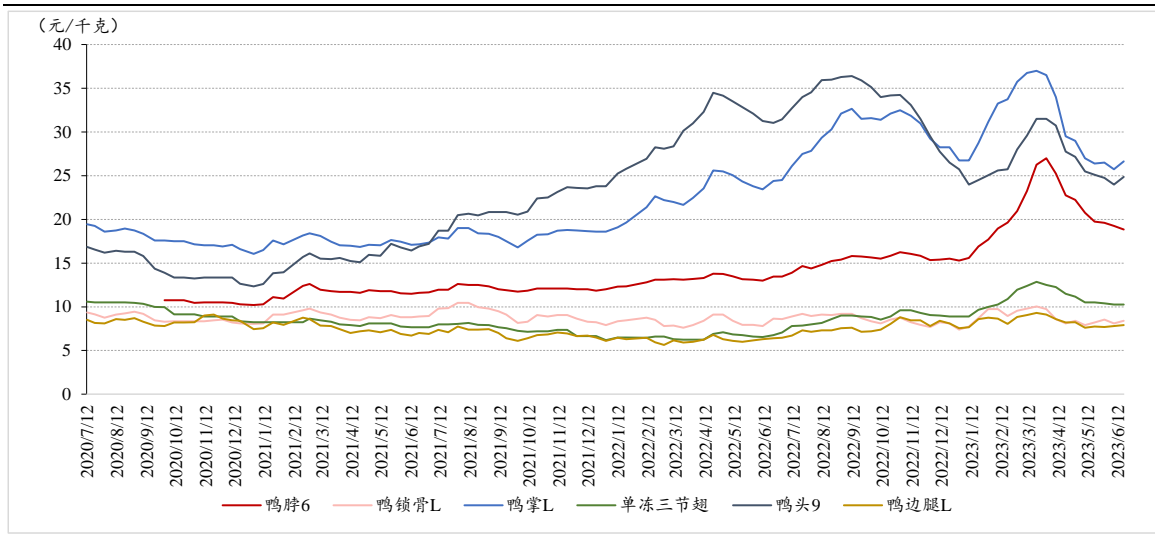
图表 27. 进口猪肉数量与单价



资料来源：Wind，中银证券

截止 2023 年 6 月 18 日，鸭脖、鸭锁骨、鸭掌价格分别为 18.85 元/千克，8.4 元/千克，26.65 元/千克。

图表 28. 鸭副价格跟踪



资料来源：水禽网，中银证券

重要公告及行业新闻

口子窖发布股东大会投资者关系活动主要内容。关于增长规划方面，公司认为经过多年的储备与努力，已经形成了完善的工艺体系、满足市场需要的产能与储能布局，独特的产品风格及广受市场欢迎的产品品质。在此基础上，公司面对未来要保持两位数以上增长。一是，从产品结构上促增长。公司 2023 年初正式上市了口子窖兼系列新品，即口子窖兼 10、兼 20、兼 30，同时对五年型、六年型产品进行了包装形象升级及酒体升级。未来公司在稳定提升口子窖五年型、六年型及现有产品的基础上，全力加大次高端兼系列的运作，尤其是兼 20 的运作，逐渐建立起以口子窖兼 20 为载体的口子窖品牌新形象。二是，从销售区域上促增长。稳健提升安徽大本营市场的销售份额，全力加速省外重点市场的开拓与培育。三是，线下传统渠道与线上渠道齐发力。线上渠道全力运作的同时，赋能线下渠道的消费认知与渠道工作推进。（公司公告，6 月 20 日）

京东 618 酒类成交额增长 80%。6 月 19 日，京东酒业发布 618 全时期战报，自 5 月 31 日 20 点至 6 月 18 日 24 点，京东超市酒类实现成交额同比增长 80%，用户同比增长 60%。从细分品类看，白酒成交额同比增长 80%、宁夏葡萄酒成交额同比增长 170%、白色烈酒成交额同比增长 120%、精酿&鲜啤成交额同比增长 210%。重点品牌方面，茅台成交额同比增长 2 倍，奔富成交额同比增长 7 倍，口子窖、贺兰红成交额同比增长 2 倍，今世缘、人头马、张裕可雅、雪花、百威、洋河、舍得、布赫拉迪等品牌成交额同比增长均超 100%；从不同酒种看，茅台、张裕、人头马、青岛啤酒、古越龙山分别登顶白酒、葡萄酒、洋酒、啤酒、黄酒品类榜首。（啤酒板，6 月 21 日）

平台价格战带来“最卷”618。2023 年平台优惠政策创下了新纪录，从“买贵必赔”、“击穿底价”等口号，到优惠促销规则的简化，其力度堪称历年来最“卷”的一次。本次 618 活动出现三种现象：（1）电商平台集体卷低价：除了店铺的打折优惠，还有大额满减、百亿补贴等五花八门的优惠政策，且各个政策还能累计叠加。（2）优惠促销规则更加简化：因为随着电商行业的成熟和消费者敏锐性的提高，商家过去常用的一些套路已经被消费者识破，而且消费者的消费欲望被分流，大促的刺激作用减弱。今年各大平台的优惠规则均被简化。（3）参与平台、形式层出不穷除了传统电商平台：如小红书、B 站、美团、视频号等也纷纷加入。微酒认为，各大电商平台价格战的本质，基于产品价值无法维持，自降身价无异于饮鸩止渴。白酒价格倒挂已成普遍现象，目前白酒线上价格难控、市场压力加剧、厂家对平台掌控在“弱化”。白酒品牌正处于量价选择的关键阶段，对于线上流量除了主动收编和调控外，更需要思考如何摆脱价格战（微酒，6 月 22 日）

股东大会

图表 29. 股东大会信息

证券简称	股东大会类型	召开日期		召开具体时间	召开地点
*ST 西发	2022 年年度	20230627	星期二	14:00	成都市高新区天府大道北段 966 号天府国际金融中心 4 号楼 9 楼会议室
伊力特	2022 年年度	20230627	星期二	10:30	新疆可克达拉市伊力特酒文化产业园
一鸣食品	2023 年第一次临时	20230628	星期三	14:00	上海市松江区沪亭北路 199 弄九亭中心 1 号楼 10 楼
酒鬼酒	2022 年年度	20230628	星期三	15:00	湖南省吉首市高新技术产业开发区武陵山大道 7 号湘西皇冠假日酒店三楼宴会厅
海南椰岛	2023 年第四次临时	20230628	星期三	14:30	海南省海口市秀英区药谷二横路 2 号椰岛集团办公楼 7 楼会议室
泸州老窖	2022 年年度	20230629	星期四	14:30	四川省泸州市龙马潭区南光路 71 号泸州老窖营销网络指挥中心东楼一楼会议室
古井贡酒	2022 年年度	20230629	星期四	9:30	安徽省亳州市谯城区药都大道 1599 号亳州宾馆宴会中心一楼
交大昂立	2023 年第三次临时	20230630	星期五	14:00	上海市徐汇区田州路 99 号 13 号楼 11 楼大会议室
李子园	2023 年第二次临时	20230703	星期一	14:30	浙江省金华市金东区曹宅镇李子园工业园公司会议室
皇氏集团	2023 年第四次临时	20230703	星期一	14:30	广西南宁市高新区丰达路 65 号公司会议室
香飘飘	2023 年第二次临时	20230706	星期四	14:30	浙江省杭州市拱墅区杭州新天地商务中心 4 幢西楼 13 楼
盐津铺子	2023 年第二次临时	20230707	星期五	14:30	湖南省长沙市雨花区长沙大道运达中央广场写字楼 A 座 32 楼，盐津铺子食品股份有限公司行政总部会议室
岩石股份	2023 年第三次临时	20230711	星期二	14:30	上海市徐汇区虹桥路 500 号 28 楼会议室

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

近期研究报告回顾

《食品饮料行业周报：关注葡萄酒、黄酒龙头的改革进度》（6月19日）

上周食品饮料板块跑赢沪深 300，在各板块中涨跌幅排名第一。白酒持续改善，集中度提升趋势不变，重视次高端、大清香机会。建议关注葡萄酒、黄酒龙头的改革进度。大众品盈利改善可期，关注小而美的公司，长期看好速冻食品和低温白奶的成长空间。

《食品饮料行业 2023 年中期策略：弱复苏、强分化中寻找趋势性的机会》（6月12日）

食品饮料上半年股价涨跌幅排名靠后，消费呈现弱复苏态势。白酒持续改善，集中度提升趋势不变，后续重视次高端、大清香机会。大众品盈利改善可期，建议关注小而美的公司，长期看好速冻食品和低温白奶的空间。整体来看，当前食品饮料板块估值已处于较有吸引力的区间，可以积极布局。

风险提示

- 1) 经济复苏力度不及预期
- 2) 原材料成本波动
- 3) 渠道库存超预期
- 4) 食品安全事件

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371