

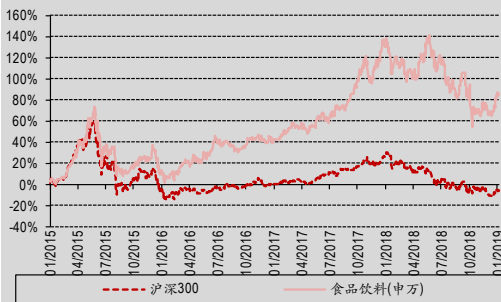


强于大市

食品饮料行业周报

双汇发展重组提高效率，原奶价格温涨趋势确立

行业走势



资料来源：万得

相关研究报告

- 《周观点：茅台旺销提振信心》 20190120
- 《千千味业 18 年业绩快报点评：4 季度收入继续改善，毛利率提升与费用管控驱动利润提速》 20190121
- 《食品饮料类社零数据点评：12 月社零实际增速环比明显回升，食品饮料消费韧性持续显现》 20190121
- 《伊利股份调研跟踪点评：2018 年顺利收官，剑指 2020 年五强千亿目标》 20190122
- 《4Q18 食品饮料持仓点评：整体仓位下降，白酒回落明显》 20190124
- 《顺鑫农业业绩预告点评：4Q18 利润维持高增长，预计 19 年白酒营收同增 20% 以上》 20190125

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

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者

上周食品饮料板块上涨 0.5%，略跑赢沪深 300 (+0.5%)，其中食品综合涨幅最大 (+2.6%)，其他酒类涨幅第二 (+2.5%)，调味发酵品涨幅第三 (+1.9%)，黄酒跌幅最大 (-1.2%)。双汇发展重组促进资源整合与治理结构优化。原奶温和上涨趋势确立，龙头企业奶源把控能力强，领先优势有望继续扩大。关注 19 年有机会超预期的品种，包括贵州茅台、山西汾酒等。推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、伊利股份。

中银观点

- 一周市场回顾-食品饮料上涨。上周食品饮料板块上涨 0.5%，略跑赢沪深 300(+0.5%)，其中食品综合涨幅最大(+2.6%)，其他酒类涨幅第二(+2.5%)，调味发酵品涨幅第三 (+1.9%)，黄酒跌幅最大 (-1.2%)。
- 双汇发展重组促进资源整合与治理结构优化。双汇发展拟实际新增 1,919 万股进行重组，吸收合并双汇集团，结合重组预案和定期财报分析，我们认为本次重组可以略增厚双汇发展业绩。重组完成后，双汇发展将成为万洲国际在中国境内唯一肉业平台，有望促进双汇发展进一步聚焦肉业主业，整合体系内优势资源。此外，重组可以精简双汇发展控股股东万洲国际持股架构，提高其管理效率，从而优化双汇发展治理结构，消除双汇发展与双汇集团的关联交易。
- 原奶温和上涨趋势确立，龙头企业奶源把控能力强，领先优势有望继续扩大。近期，河北、黑龙江、上海已经陆续公布 1Q19 或 1H19 生鲜乳交易参考价，河北 1Q19 交易参考价 3.65-3.88 元/千克（平均同比+4.9%），黑龙江 1Q19 交易参考价 3.55 元/千克（同比+2.9%），上海 1H19 收购基础价 3.85 元/千克（同比+2.7%）。我们维持此前判断，预计 2019 年生鲜乳价格温和上涨。龙头乳企奶源把控能力强，或本身掌控大型规模牧场，或与规模牧场建立长期利益联结机制，进行嵌入式管理。奶价温和上涨情形下，龙头乳业成本端影响可控，受益于竞争格局改善，利润端弹性可期。具体到 2019 年，我们认为龙头乳企品牌费用投放强度可能维持较高水平，但买赠促销力度可能出现边际改善。
- 关注 19 年有机会超预期的品种，包括贵州茅台、山西汾酒等。茅台来自于内部整治推动渠道利润回流，汾酒来自于华润进入完善治理结构。
- 推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、伊利股份。

行业重大数据变化

- 1 月第 3 周生鲜乳价格同比+3.1%。1 月第 4 周生猪价格同比-23.6%，仔猪价格同比-31.9%，猪粮比 6.10 (同比-2.17)。12 月进口大麦单价同比+22.7%，数量同比-75.9%。

风险提示

- 经济下滑对白酒行业的影响超预期。渠道库存超预期。



目录

行情回顾.....	4
重点公司盈利预测与评级.....	7
行业数据跟踪	8
酒类	8
奶类	9
肉类	10
上周研究报告回顾	12
周观点：茅台旺销提振信心（2019.1.20）	12
千禾味业 18 年业绩快报点评：4 季度收入继续改善，毛利率提升与费用管控驱动利润提速（2019.1.21）	12
食品饮料类社零数据点评：12 月社零实际增速环比明显回升，食品饮料消费韧性持续显现（2019.1.21）	12
伊利股份调研跟踪点评：2018 年顺利收官，剑指 2020 年五强千亿目标（2019.1.22）	12
4Q18 食品饮料持仓点评：整体仓位下降，白酒回落明显（2019.1.24） ..	12
顺鑫农业业绩预告点评：4Q18 利润维持高增长，预计 19 年白酒营收同增 20%以上（2019.1.25）	13
股东大会.....	14
风险提示.....	15



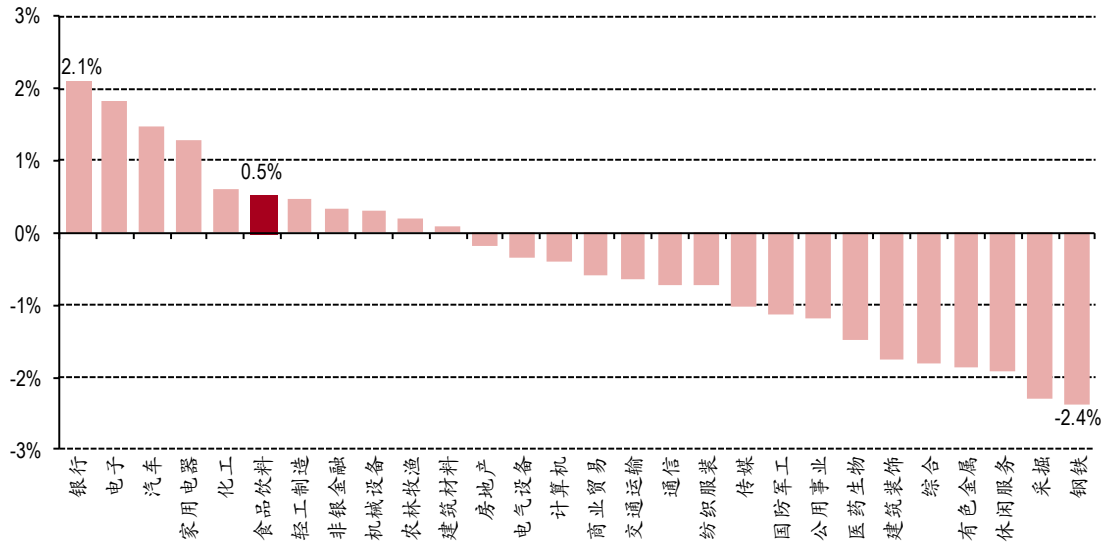
图表目录

行业走势.....	1
图表 1. 上周各板块涨跌幅.....	4
图表 2. 1 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. 1 月食品饮料子板块涨跌幅.....	5
图表 5. 各板块及食品饮料子板块 2019 年预测 PE.....	5
图表 6. 食品饮料板块 PE/沪深 300 PE & 白酒板块 PE/沪深 300 PE....	6
图表 7. 2013 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)	6
图表 8. 食品饮料板块个股涨跌幅榜.....	6
图表 9. 重点公司盈利预测与评级.....	7
图表 10. 国际食品饮料龙头盈利预测.....	7
图表 11. 进口葡萄酒数量与单价.....	8
图表 12. 进口大麦数量与单价.....	8
图表 13. 53 度飞天茅台(500ml)价格.....	8
图表 14. 52 度五粮液(500ml)价格.....	8
图表 15. 白酒电商价格.....	9
图表 16. IFCN 原奶价格与饲料价格.....	9
图表 17. 国内主产区生鲜乳价格.....	9
图表 18. GDT 奶粉拍卖价格.....	9
图表 19. GDT 奶粉折合国内原奶价格.....	9
图表 20. 进口大包粉数量与单价.....	10
图表 21. 进口液态奶数量与单价.....	10
图表 22. 国内生猪价格与仔猪价格.....	10
图表 23. 猪粮比.....	10
图表 24. 国内生猪与能繁母猪存栏量.....	11
图表 25. 进口猪肉数量与单价.....	11
图表 26. 股东大会信息.....	14



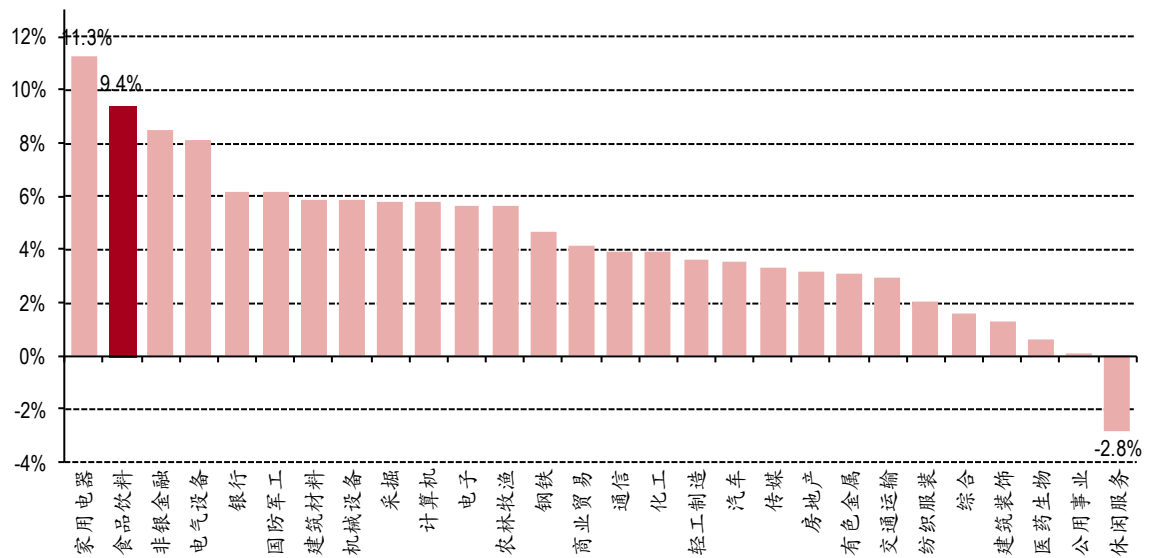
行情回顾

图表 1. 上周各板块涨跌幅



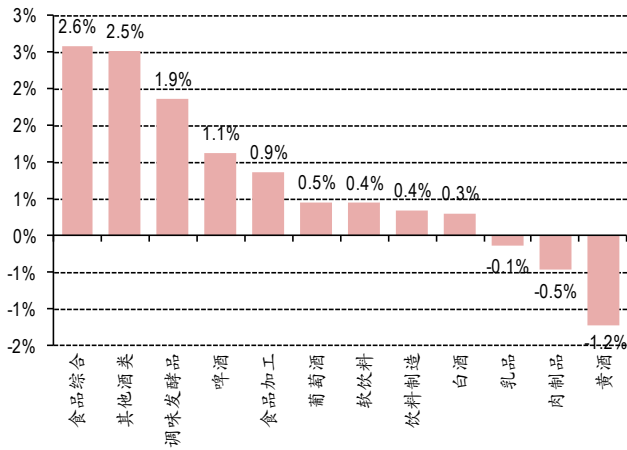
资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 1月各板块涨跌幅



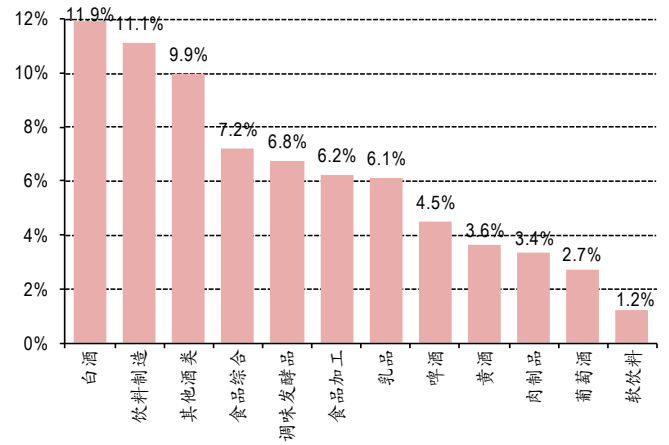
资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 上周食品饮料子板块涨跌幅



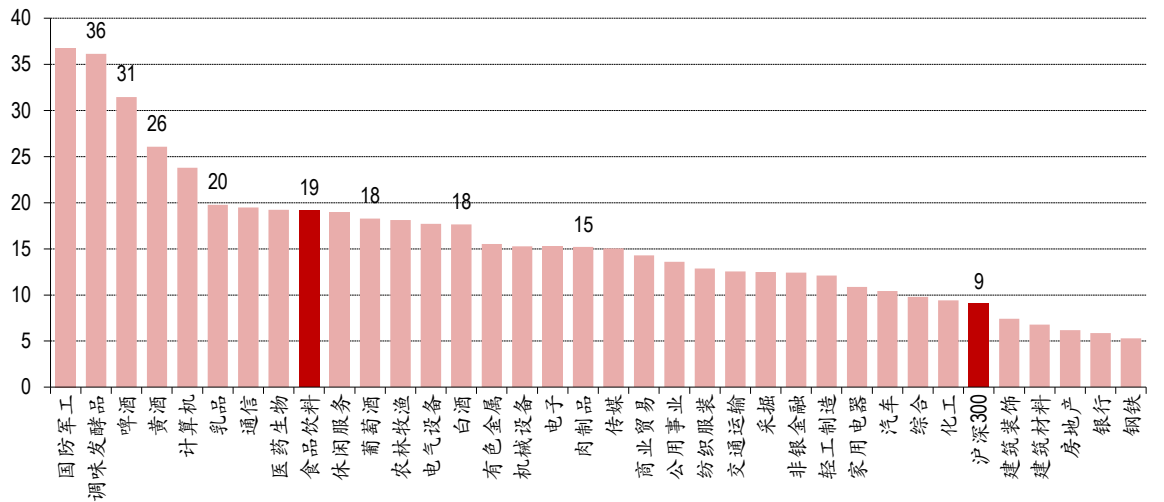
资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 1月食品饮料子板块涨跌幅



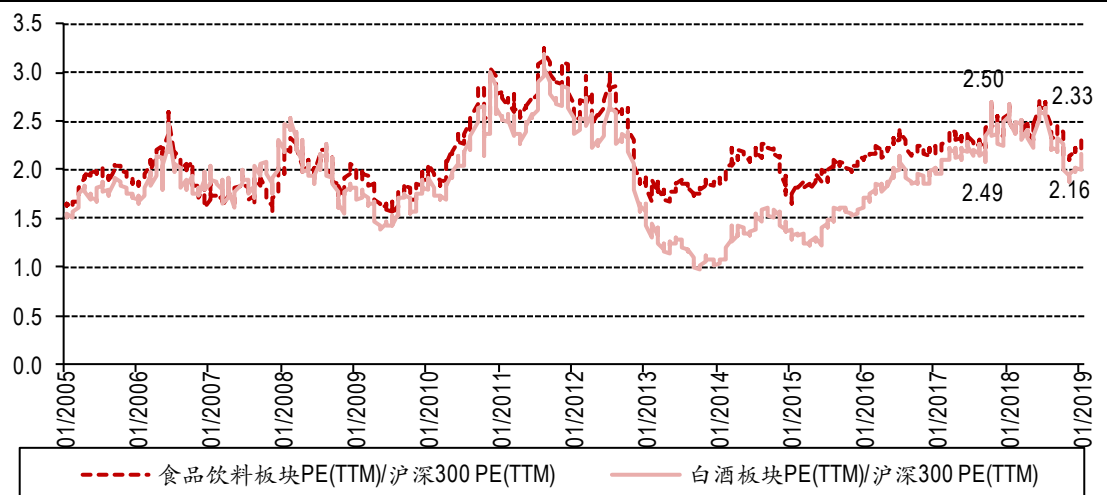
资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 各板块及食品饮料子板块 2019 年预测 PE



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 食品饮料板块 PE/沪深 300 PE & 白酒板块 PE/沪深 300 PE



资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 2013 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	葡萄酒	黄酒	肉制品	调味发酵品	乳品
最大值	18.5	39.0	39.4	64.1	56.8	94.3	35.0	57.1	48.1
最小值	7.7	15.3	8.4	27.4	15.0	29.8	17.3	24.2	20.9
现值	10.6	24.7	22.9	38.9	23.1	31.9	18.5	44.5	25.9

资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 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
千禾味业	12.2	金字火腿	(4.0)	海南椰岛	36.8	香飘飘	(6.0)
海南椰岛	9.7	得利斯	(4.0)	顺鑫农业	22.2	三元股份	(5.6)
绝味食品	9.5	莫高股份	(3.1)	千禾味业	20.0	燕塘乳业	(4.6)
西王食品	9.3	兰州黄河	(3.0)	西王食品	19.2	水井坊	(3.9)
古井贡酒	7.1	水井坊	(2.7)	绝味食品	18.3	莫高股份	(2.9)
双塔食品	6.1	西藏发展	(2.7)	古井贡酒	17.5	广泽股份	(2.2)
三全食品	5.9	酒鬼酒	(2.3)	口子窖	16.2	龙大肉食	(2.1)
中葡股份	5.8	通葡股份	(2.3)	贵州茅台	15.2	安琪酵母	(1.9)
顺鑫农业	5.6	盐津铺子	(2.1)	来伊份	14.3	威龙股份	(1.8)
恒顺醋业	5.5	青青稞酒	(2.1)	今世缘	14.3	百润股份	(1.4)

资料来源：万得，中银国际证券

重点公司盈利预测与评级

图表 9. 重点公司盈利预测与评级

股票名称	市值 (亿元)	股价 (元)		EPS				PE				评级
		2018/1/25	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
白酒												
贵州茅台	8,538	679.7	21.56	27.09	33.53	40.83	31.5	25.1	20.3	16.6	买入	
五粮液	2,145	55.3	2.49	3.38	4.27	5.18	22.2	16.3	12.9	10.7	买入	
山西汾酒	330	38.1	1.09	1.77	2.51	3.48	35.0	21.5	15.2	11.0	买入	
洋河股份	1,487	98.7	4.40	5.46	6.46	7.47	22.4	18.1	15.3	13.2	增持	
泸州老窖	626	42.7	1.75	2.35	2.86	3.45	24.5	18.2	14.9	12.4	增持	
水井坊	149	30.4	0.69	1.16	1.56	2.21	44.3	26.3	19.5	13.8	增持	
顺鑫农业	222	39.0	0.77	1.38	2.11	2.53	50.7	28.3	18.5	15.4	买入	
舍得酒业	84	24.9	0.43	1.17	1.80	2.31	58.4	21.2	13.8	10.8	买入	
食品												
伊利股份	1,485	24.4	0.99	1.05	1.22	1.48	24.7	23.3	20.0	16.5	买入	
光明乳业	103	8.4	0.50	0.53	0.58	0.64	16.7	15.9	14.4	13.0	增持	
中炬高新	252	31.7	0.57	0.76	0.88	1.18	55.6	41.6	35.9	26.9	买入	
海天味业	1,971	73.0	1.31	1.58	1.84	2.11	55.8	46.2	39.7	34.5	增持	
千禾味业	60	18.5	0.44	0.74	0.62	0.75	41.8	24.9	29.8	24.6	增持	
恒顺醋业	92	11.8	0.36	0.43	0.40	0.44	32.8	27.2	29.3	26.4	增持	
双汇发展	808	24.5	1.31	1.48	1.59	1.73	18.7	16.6	15.4	14.2	增持	

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 10. 国际食品饮料龙头盈利预测

股票名称	单位	市值 (亿)	股价		EPS		PE	
			2018/1/25	FY1	FY2	FY1	FY2	
烈性酒								
帝亚吉欧	英镑	656	27.3	1.26	1.36	21.6	20.0	
保乐力加	欧元	376	114.5	6.18	6.76	18.5	16.9	
布朗福曼	美元	219	45.5	1.69	1.83	26.9	24.9	
人头马	欧元	51	101.0	3.22	3.74	31.4	27.0	
金巴利	欧元	90	7.8	0.22	0.24	35.4	32.5	
其他酒								
喜力	欧元	436	75.7	4.03	4.38	18.8	17.3	
百威英博	美元	1,506	74.9	4.05	4.67	18.5	16.0	
食品								
雀巢	瑞士法郎	2,582	84.3	3.86	4.18	21.8	20.2	
百事可乐	美元	1,544	109.4	5.66	5.87	19.3	18.6	
可口可乐	美元	2,003	47.4	2.09	2.22	22.7	21.3	
亿滋国际	美元	621	42.7	2.42	2.48	17.7	17.2	
达能	欧元	428	62.5	3.56	3.85	17.5	16.2	

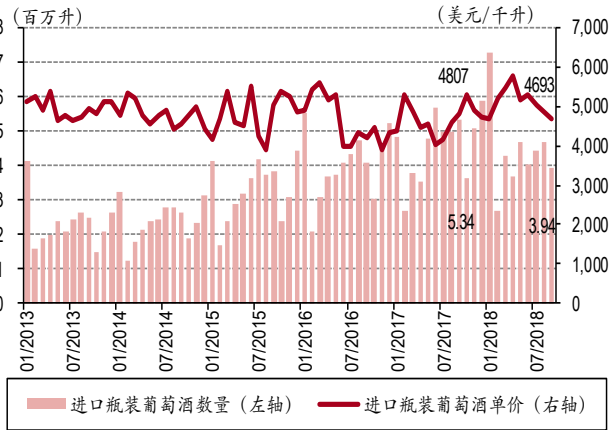
资料来源: Thomson One

注: 帝亚吉欧、保乐力加财年结束于6月30日, 布朗福曼财年结束于4月30日, 人头马财年结束于3月31日。FY1表示未来第1个财报年度, FY2同理。

行业数据跟踪

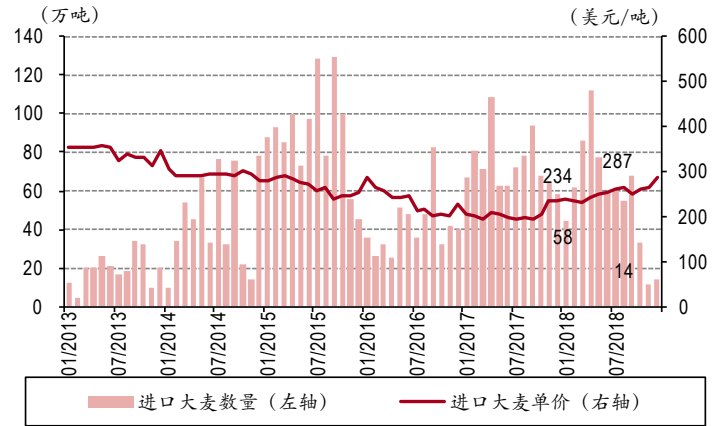
酒类

图表 11. 进口葡萄酒数量与单价



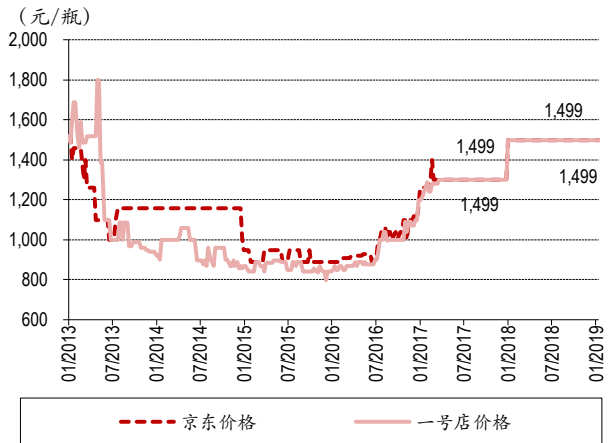
资料来源：海关总署，万得，中银国际证券
注：去年同期进口葡萄酒数量与单价 5.34 与 4,807

图表 12. 进口大麦数量与单价



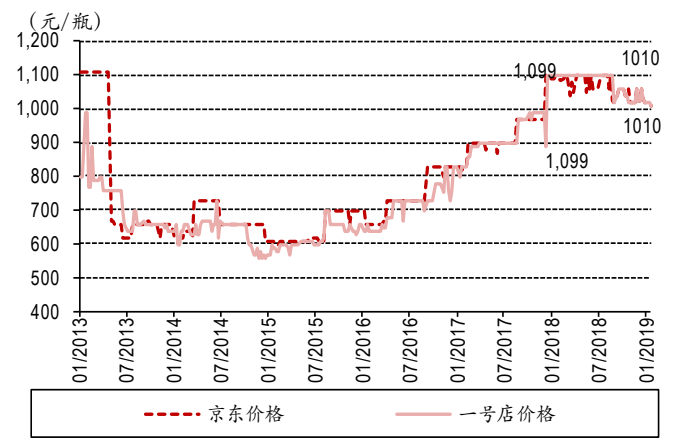
资料来源：海关总署，万得，中银国际证券
注：去年同期进口大麦数量与单价 58 与 234

图表 13. 53 度飞天茅台(500ml)价格



资料来源：京东，一号店，万得，中银国际证券
注：去年同期 53 度飞天茅台(500ml) 价格 1,499 与 1,499

图表 14. 52 度五粮液(500ml)价格



资料来源：京东，一号店，万得，中银国际证券
注：去年同期 52 度五粮液(500ml) 价格 1,099 与 1,099

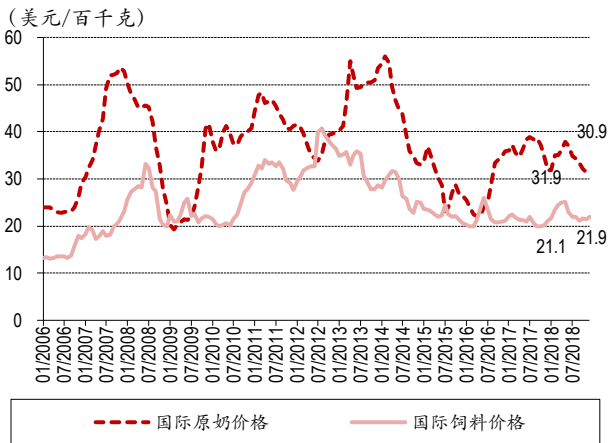
图表 15. 白酒电商价格

	1月第3周价格(元/瓶)			1月第4周价格(元/瓶)			平均价格(元/瓶)		单价变化 (元/瓶)
	京东自营	酒仙网	1919	京东自营	酒仙网	1919	1月第3周	1月第4周	
15年茅台	5009	4699	5278	5088	4799	5278	4995	5055	↑(60)
53度飞天茅台	1499	1499	-	1499	1499	-	1499	1499	↑(0)
52度五粮液	1099	1099	969	1099	1099	969	1056	1056	↑(0)
52度1573	830	840	957	869	840	1078	876	929	↑(53)
52度泸州老窖特曲	223	238	263	218	238	263	241	240	↓(2)
52度水井坊井台装	518	-	519	518	-	519	519	519	↑(0)
52度水井坊臻酿八号	357	359	359	359	359	359	358	359	↑(1)
53度青花瓷汾酒30年	679	688	752	679	688	752	706	706	↑(0)
53度青花瓷汾酒20年	418	409	-	418	428	-	414	423	↑(10)
52度梦之蓝M3	499	528	681	559	528	681	569	589	↑(20)
52度天之蓝	381	359	466	386	359	466	402	404	↑(2)
50度古井年份原浆5年	157	158	-	158	158	-	158	158	↑(1)
50度古井年份原浆献礼	128	105	-	128	105	-	117	117	↑(0)
36度牛栏山百年陈酿	97	-	152	97	-	152	124	124	↑(0)

资料来源: 京东, 酒仙网, 1919, 万得, 中银国际证券

奶类

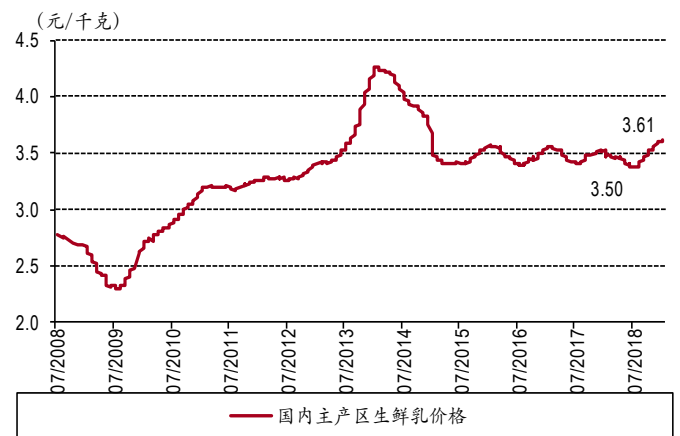
图表 16. IFCN 原奶价格与饲料价格



资料来源: IFCN, 万得, 中银国际证券

注: 去年同期 IFCN 原奶价格与饲料价格为 31.9 与 21.1

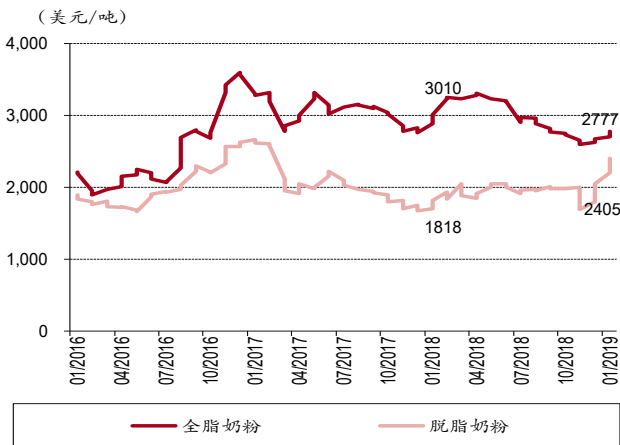
图表 17. 国内主产区生鲜乳价格



资料来源: 国家农业部, 万得, 中银国际证券

注: 去年同期国内主产区生鲜乳价格为 3.50

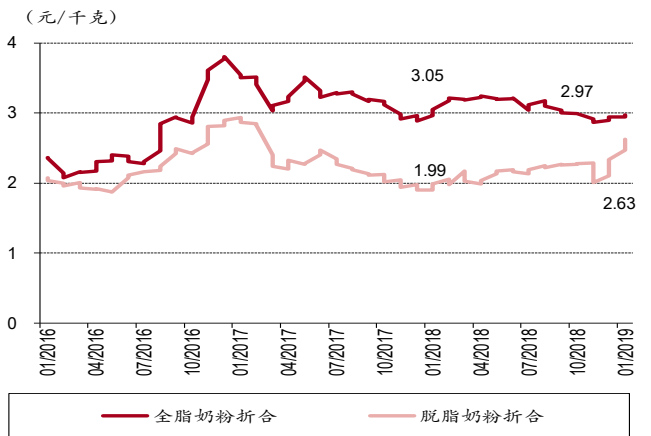
图表 18. GDT 奶粉拍卖价格



资料来源: GDT, 万得, 中银国际证券

注: 去年同期 GDT 奶粉拍卖价格为 3,010 与 1,818

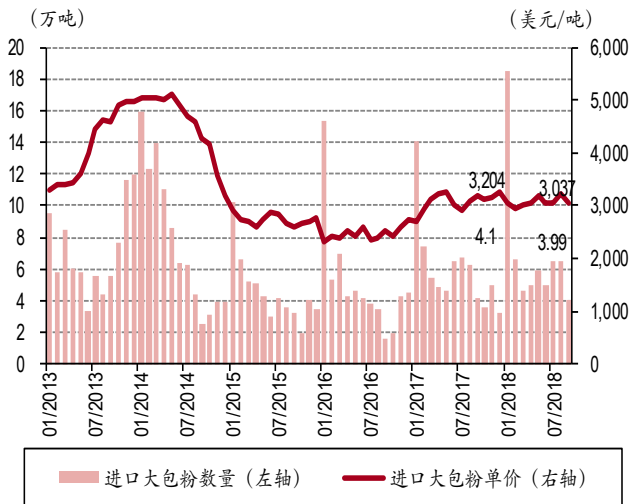
图表 19. GDT 奶粉折合国内原奶价格



资料来源: GDT, 万得, 中银国际证券

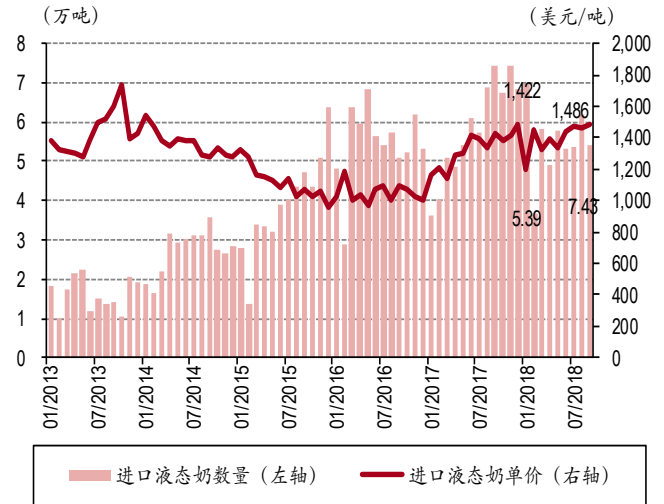
注: 去年同期 GDT 奶粉折合国内原奶价格为 3.05 与 1.99

图表 20. 进口大包粉数量与单价



资料来源：中国奶业协会，万得，中银国际证券
注：去年同期进口奶粉数量与单价为 4.1 与 3,204

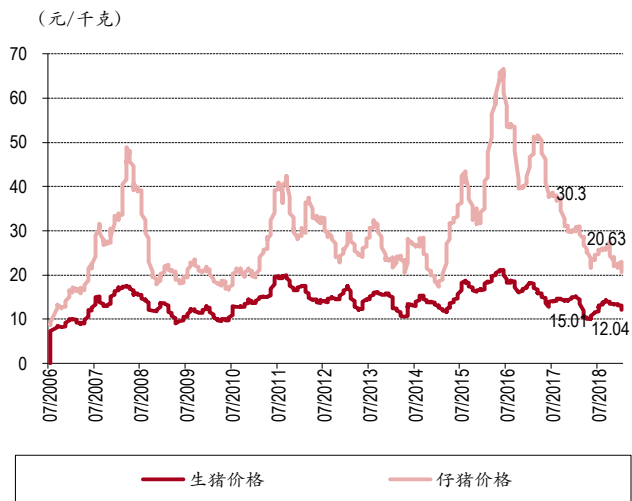
图表 21. 进口液态奶数量与单价



资料来源：中国奶业协会，万得，中银国际证券
注：去年同期进口液态奶数量与单价为 5.39 与 1,422

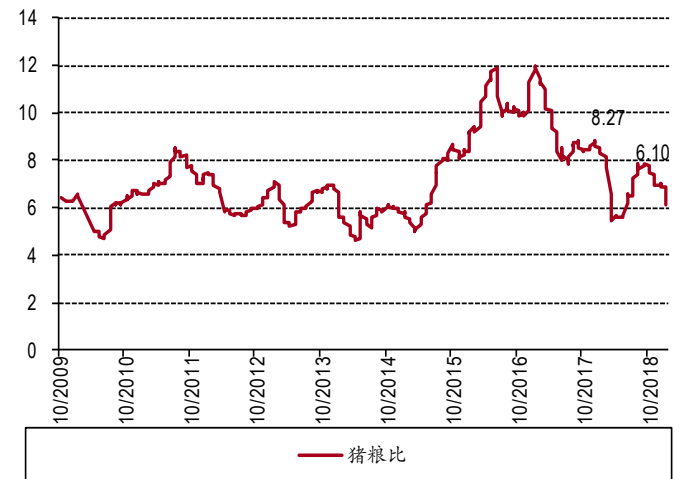
肉类

图表 22. 国内生猪价格与仔猪价格



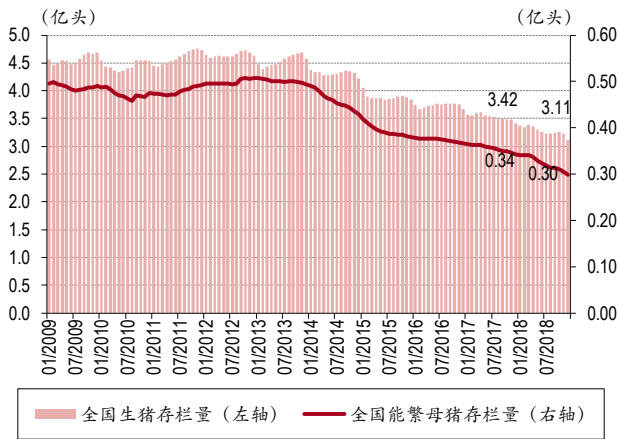
资料来源：中国畜牧业信息网，万得，中银国际证券
注：去年同期国内生猪价格与仔猪价格为 15.01 与 30.3

图表 23. 猪粮比



资料来源：中国畜牧业信息网，万得，中银国际证券
注：去年同期猪粮比为 8.27

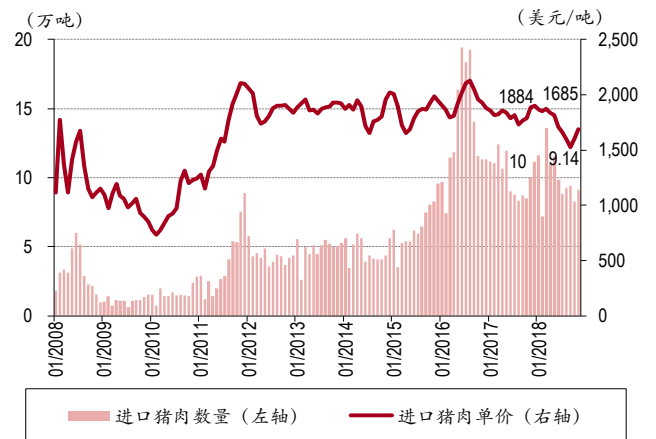
图表 24. 国内生猪与能繁母猪存栏量



资料来源：中国政府网，万得，中银国际证券

注：去年同期国内生猪与能繁母猪存栏量为 3.42 与 0.34

图表 25. 进口猪肉数量与单价



资料来源：中国政府网，万得，中银国际证券

注：去年同期进口猪肉数量与单价为 10.00 与 1,884

上周研究报告回顾

周观点：茅台旺销提振信心（2019.1.20）

上周食品饮料板块上涨 5.6%，一级行业中领涨，跑赢沪深 300 (+2.4%)，其中白酒 (+7.0%) 涨幅最大，肉制品 (-0.3%) 跌幅最大。茅台春节需求旺盛，内部整治继续推进，19 年超预期概率高。外资配置 A 股需求提升，推动估值体系向国际接轨，关注 19 年有机会超预期的品种。推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、伊利股份。

千禾味业 18 年业绩快报点评：4 季度收入继续改善，毛利率提升与费用管控驱动利润提速（2019.1.21）

千禾味业发布 2018 年业绩快报。2018 年实现收入\净利 10.7\2.4 亿，同比增 12.8%\66.6%，4Q18 实现收入\净利 3.2\0.66 亿，同比增 25.2%\67.2%，2018 年 4Q18 扣非净利同比增 18.5%\86.6%，EPS 分别为 0.74\0.20 元，业绩超预期。2018 年调味品收入同比增 21%，4 季度收入延续 3 季度改善趋势。2018 年调味品毛利率提升驱动公司扣非净利增速快于收入，4Q18 毛利率提升与费用管控驱动利润提速。若省外区域高速增长持续验证，餐饮渠道获得有效突破，2019 年公司实现稳健较快增长可期。根据业绩快报情况，我们预计 18-20 年 EPS 为 0.74、0.62、0.75 元，同比增 67%、-16%、22%，其中扣非净利同比增 18.5%、22%、23%，维持**增持**评级。

食品饮料类社零数据点评：12 月社零实际增速环比明显回升，食品饮料消费韧性持续显现（2019.1.21）

国家统计局公布 1-12 月社会消费品零售总额数据。12 月社零总额实际增速环比明显回升，食品饮料消费韧性持续显现。2018 年社零总额增速并未出现断崖式下滑，食品饮料消费表现更为稳健。食品饮料消费持平或小幅下滑背景下，龙头企业仍有望穿越周期，关注 19 年有机会超预期的品种。推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、伊利股份。

伊利股份调研跟踪点评：2018 年顺利收官，剑指 2020 年五强千亿目标（2019.1.22）

我们近期前往公司调研，我们判断公司 4 季度增长延续此前良好趋势，乳品行业短期竞争仍趋于激烈，2019 年公司可能维持份额优先战略，剑指 2020 五强千亿目标。预计 18-20 年 EPS 分别为 1.05、1.22、1.48 元，同比增 6%、16%、21%，维持**买入**评级。

4Q18 食品饮料持仓点评：整体仓位下降，白酒回落明显（2019.1.24）

2018 年 1 月 22 日，公募基金 18 年 4 季报披露完毕。根据我们测算，4Q18 基金重仓食品饮料股票市值占比 5.6%，环比降 1.7pct，同比降 1.4pct，基金重仓白酒股票市值占比 3.4%，环比降 1.6pct，同比降 1.5pct。从基金重仓参与家数与重仓市值变动角度看，食品饮料板块仓位普减。4Q18 食品饮料板块基金重仓参与家数与重仓市值前 10 环比新进入者非酒食品多于酒类。



顺鑫农业业绩预告点评：4Q18 利润维持高增长，预计 19 年白酒营收同增 20%以上 (2019.1.25)

顺鑫农业发布 2018 年度业绩预告，预计 2018 年净利比上年同期增长 60%-90%，实现每股收益约 1.23-1.46 元，据此推算，4Q18 净利增速中值 39%。业绩变动原因：公司白酒销售市场扩大，销量及销售收入增加。业绩好于我们的预期。根据我们测算，4Q18 净利增速中值 39%，扣非后净利增速更快。2019 年白酒收入可增 20%以上，期待国企改革能够推进。根据业绩预告，我们上调 2018-2019 年净利预测，预计 2018-19 年净利同比 79%、53%，实现每股收益 1.38、2.10 元。19 年白酒收入增长的确性高，地产有望扭亏，利润向上的弹性较大，维持**买入**的投资评级。

股东大会

图表 26. 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
煌上煌	19 年第 1 次	2019/01/28	星期一 14:40	江西省南昌县小蓝中大道 66 号公司综合大楼三楼会议室
龙大肉食	19 年第 1 次	2019/01/29	星期二 14:30	山东省莱阳市龙门东路 99 号公司三楼会议室
盐津铺子	19 年第 1 次	2019/01/30	星期三 14:30	湖南省长沙市盐津铺子食品股份有限公司总部行政会议室
深深宝	19 年第 2 次	2019/01/30	星期三 14:30	深圳市南山区科技园南区软件产业基地 4 栋 B 座 8 层公司会议室
元祖股份	19 年第 1 次	2019/01/31	星期四 13:00	上海新虹桥凯悦嘉轩酒店
好想你	19 年第 1 次	2019/01/31	星期四 14:30	好想你健康食品股份有限公司总部大楼 1 楼 118 会议室

资料来源：公司公告，万得，中银国际证券



风险提示

经济下滑对白酒行业的影响超预期。渠道库存超预期。

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：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 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 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士，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