



强于大市

食品饮料行业周报

4Q18 业绩增速较快，19 年春节渠道备货正常，白酒悲观预期得到修正

节前一周食品饮料板块上涨 1.8%，跑输沪深 300 (+2.0%)，其中白酒涨幅最大 (+3.3%)，葡萄酒跌幅最大 (-6.8%)。4Q18 业绩增速较快，19 年春节渠道备货正常，白酒的悲观预期得到修正。19 年投资机会展望，白酒优质个股机会多，乳业等待格局改善。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。节前一周食品饮料板块上涨 1.8%，跑输沪深 300 (+2.0%)，其中白酒涨幅最大 (+3.3%)，葡萄酒跌幅最大 (-6.8%)。
- 4Q18 业绩增速较快，19 年春节渠道备货正常，白酒的悲观预期得到修正。截止 2019 年 2 月 1 日，食品饮料上涨 11.3%，跑赢沪深 300 3.4pct，其中白酒表现最为突出，涨幅 15.6%。18 年 6 月开始，市场对 18 年下半年和 19 年白酒行业基本面的担忧加剧，3 季报后预期降至低点，4Q18 基金重仓白酒股票市值占比 3.4%，环比降 1.6pct，同比降 1.5pct。近期白酒的悲观预期逐步得到修正：(1) 目前已有部分公司披露了业绩预告或集团数据，总体来看 4Q18 业绩增速较快，包括贵州茅台、五粮液、山西汾酒、顺鑫农业等。(2) 根据微酒等媒体新闻和我们的草根调研，19 年 1 月的春节渠道备货情况正常，并未出现前期市场担忧的批价和出货明显下滑的情况。一方面，节前主力产品的价格总体稳定或小幅反弹，如茅台、五粮液、汾酒青花 30 等；另一方面，酒厂出货能够按计划顺利推进，由于 19 年经济承压已成酒厂和渠道共识，如果春节终端需求出现了严重问题，渠道并不愿意帮酒厂囤货。
- 19 年投资机会展望，白酒优质个股机会多，乳业等待格局改善。(1) 春节备货情况印证了我们前期的判断，本轮白酒调整与 2009-2014 年的白酒周期明显不同，19 年行业仅仅是降速，而不会下滑，随着估值切换到 19 年，白酒整体 PE 并不贵，优质个股仍有较大的机会获取超额收益，包括贵州茅台、山西汾酒、顺鑫农业等。(2) 食品板块我们相对看好乳业，虽然短期来看，伊利和蒙牛仍保持了高强度的费用投入，但 19 年存在竞争格局改善的可能性，伊利股份业绩有一定的向上弹性。(3) 适当关注黄酒行业，如果龙头企业激励机制得到完善，则具备爆发的潜力。
- 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 4 周生鲜乳价格同比+3.4%。2 月 6 日 GDT 全脂大包粉估算到岸价格同比+0.1%。1 月第 5 周生猪价格同比-22.1%，仔猪价格同比-32.5%，1 月第 5 周猪粮比 6.02 (同比-2.09)。

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。

行业走势



资料来源：万得

相关研究报告

- 《周观点：双汇发展重组提高效率，原奶价格温和趋势确立》20190128
- 《双汇发展重组公告点评：重组略增厚业绩，促进资源整合与治理结构优化》20190128
- 《生鲜乳交易参考价格点评：19 年奶价温和上涨，龙头领先优势有望持续扩大》20190128
- 《山西汾酒业绩预增公告点评：改革持续推进，19 年业绩弹性高，继续重点推荐》20190128
- 《五粮液业绩预增公告点评：业绩超预期，期待新团队带来新惊喜》20190131

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



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	13
周观点：双汇发展重组提高效率，原奶价格温涨趋势确立（2019.1.28） .	13
双汇发展重组公告点评：重组略增厚业绩，促进资源整合与治理结构优化（2019.1.28）	13
生鲜乳交易参考价格点评：19年奶价温和上涨，龙头领先优势有望持续扩大（2019.1.28）	13
山西汾酒业绩预增公告点评：改革持续推进，19年业绩弹性高，继续重点推荐（2019.1.28）	13
五粮液业绩预增公告点评：业绩超预期，期待新团队带来新惊喜（2019.1.31）	13
股东大会.....	14
风险提示.....	15



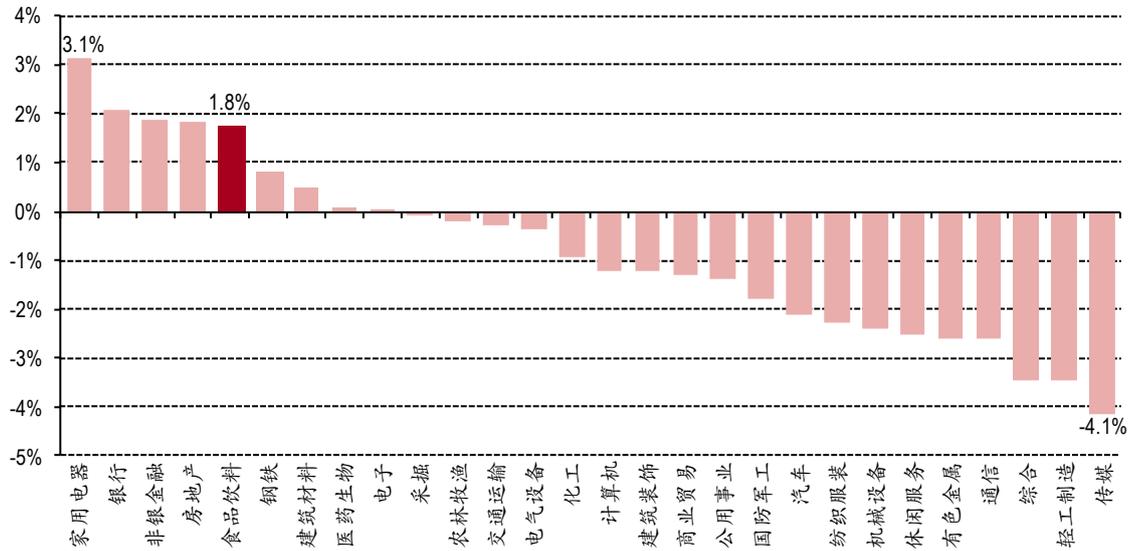
图表目录

行业走势.....	1
图表 1. 节前一周各板块涨跌幅.....	4
图表 2. 1 月各板块涨跌幅.....	4
图表 3. 节前一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.....	12
图表 25. 进口猪肉数量与单价.....	12
图表 26. 股东大会信息.....	14



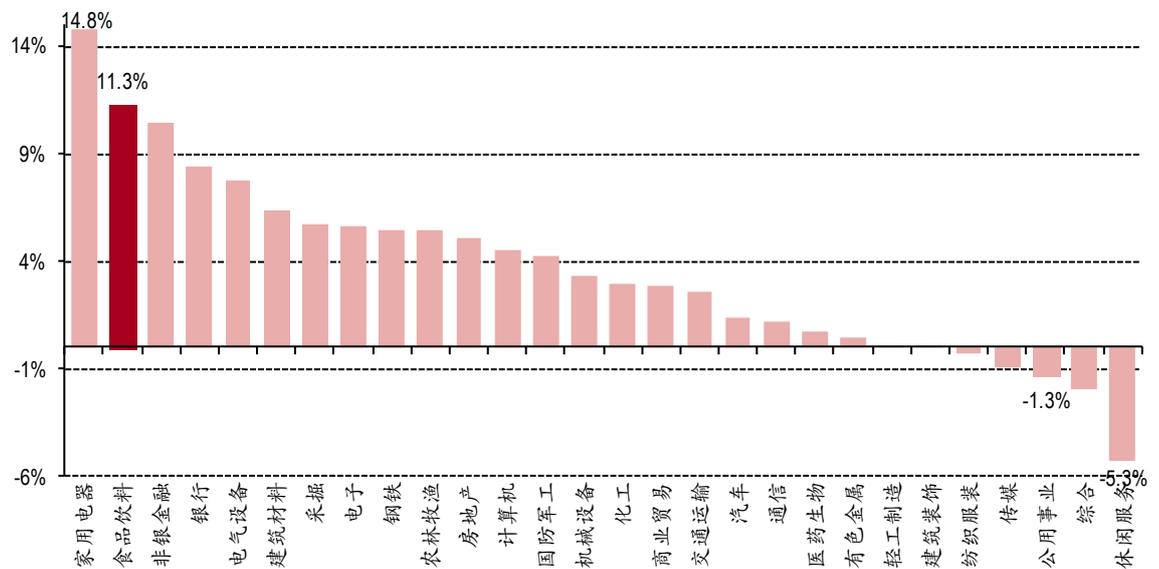
行情回顾

图表 1. 节前一周各板块涨跌幅



资料来源：万得，中银国际证券

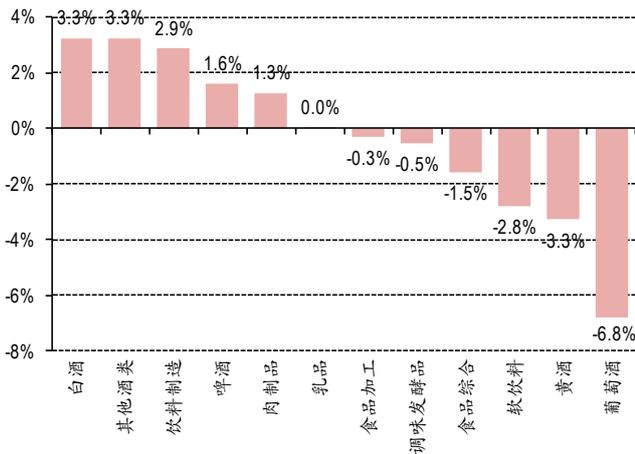
图表 2. 1月各板块涨跌幅



资料来源：万得，中银国际证券

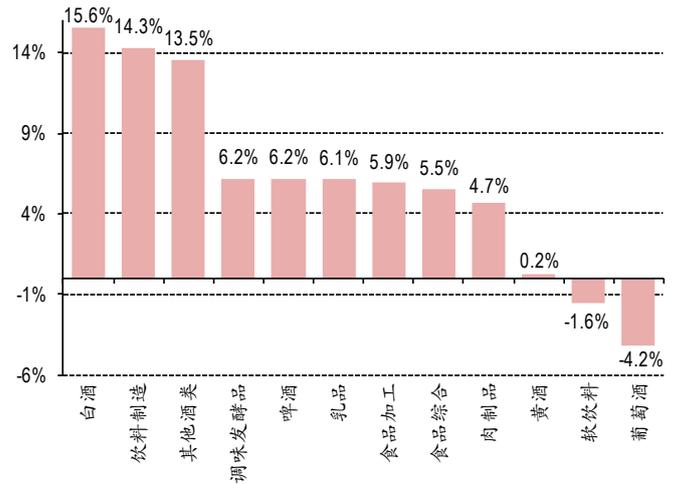
注：时间区间包括1月1日至2月1日

图表 3. 节前一周食品饮料子板块涨跌幅



资料来源：万得，中银国际证券

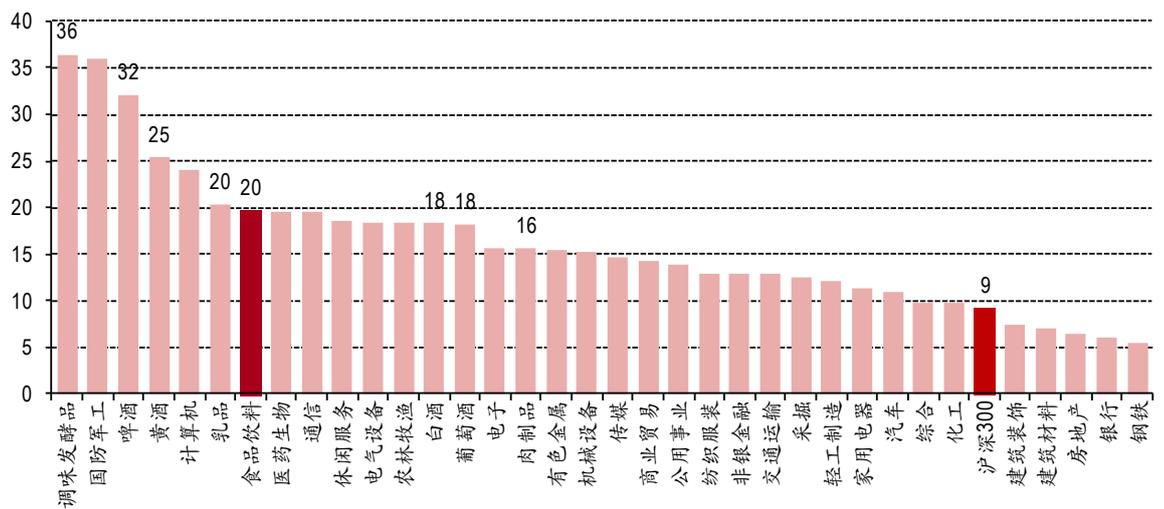
图表 4. 1月食品饮料子板块涨跌幅



资料来源：万得，中银国际证券

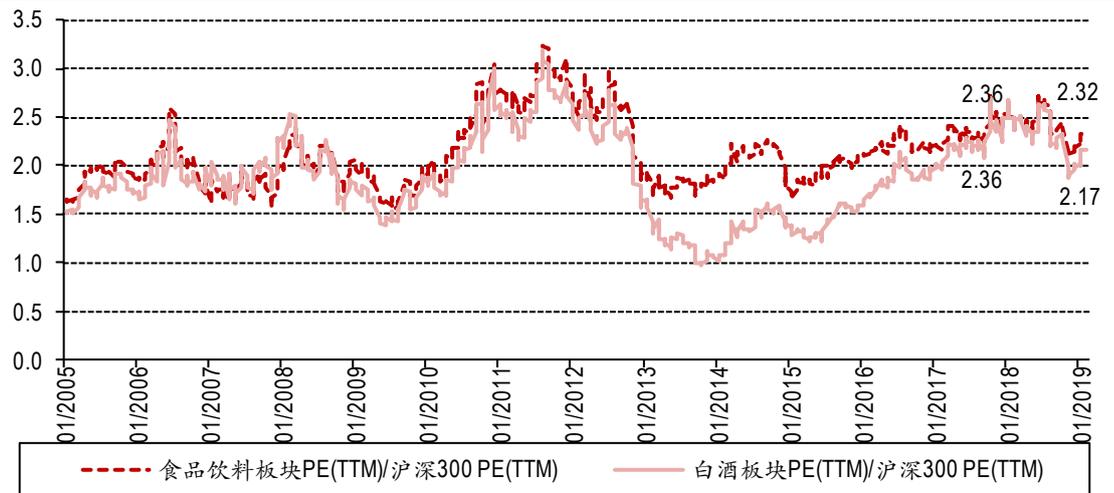
注：时间区间包括1月1日至2月1日

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	18.5
最小值	7.7	15.3	8.4	27.4	15.0	29.8	17.3	24.2	7.7
现值	10.9	25.2	23.6	39.7	22.8	31.0	18.8	44.7	10.9

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
新乳业	61.1	中葡股份	(21.2)	新乳业	61.1	中葡股份	(16.3)
五粮液	10.7	麦趣尔	(15.7)	海南椰岛	42.5	加加食品	(12.8)
今世缘	6.4	莲花健康	(12.8)	顺鑫农业	24.7	西藏发展	(11.3)
百润股份	5.5	加加食品	(12.3)	今世缘	21.6	燕塘乳业	(9.9)
山西汾酒	4.8	西藏发展	(10.3)	千禾味业	20.3	莲花健康	(9.5)
梅花生物	4.3	安记食品	(10.1)	五粮液	20.2	麦趣尔	(8.8)
海南椰岛	4.2	庄园牧场	(9.8)	口子窖	18.5	庄园牧场	(8.8)
涪陵榨菜	4.1	来伊份	(9.7)	古井贡酒	18.2	莫高股份	(8.7)
青岛啤酒	3.4	青海春天	(9.2)	贵州茅台	17.4	三元股份	(7.1)
重庆啤酒	3.3	金枫酒业	(8.4)	西王食品	16.5	威龙股份	(5.6)

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 月涨幅时间区间包括1月1日至2月1日

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
		2018/2/1	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
白酒												
贵州茅台	8,701	692.7	21.56	27.09	33.53	40.83	32.1	25.6	20.7	17.0	买入	
五粮液	2,375	61.2	2.49	3.45	4.27	5.10	24.5	17.7	14.3	12.0	买入	
山西汾酒	346	40.0	1.09	1.77	2.51	3.48	36.7	22.6	15.9	11.5	买入	
洋河股份	1,492	99.0	4.40	5.46	6.46	7.47	22.5	18.1	15.3	13.2	增持	
泸州老窖	641	43.8	1.75	2.35	2.86	3.45	25.1	18.6	15.3	12.7	增持	
水井坊	148	30.3	0.69	1.16	1.56	2.21	44.1	26.1	19.4	13.7	增持	
顺鑫农业	227	39.8	0.77	1.38	2.10	2.53	51.8	28.9	18.9	15.8	买入	
舍得酒业	82	24.3	0.43	1.17	1.80	2.31	57.2	20.8	13.5	10.6	买入	
食品												
伊利股份	1,492	24.5	0.99	1.05	1.22	1.48	24.9	23.5	20.2	16.6	买入	
光明乳业	103	8.4	0.50	0.40	0.44	0.49	16.7	21.1	19.3	17.0	增持	
中炬高新	250	31.4	0.57	0.76	0.88	1.18	55.1	41.2	35.6	26.7	买入	
海天味业	1,997	74.0	1.31	1.58	1.84	2.11	56.5	46.8	40.3	35.0	增持	
千禾味业	60	18.5	0.44	0.74	0.62	0.75	41.9	25.1	30.0	24.7	增持	
恒顺醋业	88	11.2	0.36	0.43	0.40	0.44	31.4	26.0	28.0	25.3	增持	
双汇发展	829	25.1	1.31	1.48	1.59	1.73	19.2	16.9	15.8	14.5	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 2018/2/8	EPS		PE	
				FY1	FY2	FY1	FY2
烈性酒							
帝亚吉欧	英镑	721	29.8	1.29	1.38	23.1	721
保乐力加	欧元	400	150.6	6.28	6.87	24.0	400
布朗福曼	美元	230	48.1	1.69	1.83	28.5	230
人头马	欧元	54	107.0	3.22	3.75	33.2	54
金巴利	欧元	92	7.9	0.22	0.24	35.9	92
其他酒							
喜力	欧元	463	80.4	4.03	4.37	20.0	463
百威英博	美元	1,525	76.2	4.04	4.71	18.8	1,525
食品							
雀巢	瑞士法郎	2,642	86.2	3.87	4.19	22.3	2,642
百事可乐	美元	1,595	113.0	5.66	5.87	20.0	1,595
可口可乐	美元	2,104	49.5	2.09	2.22	23.7	2,104
亿滋国际	美元	682	46.9	2.48	2.68	18.9	682
达能	欧元	441	64.4	3.56	3.86	18.1	441

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

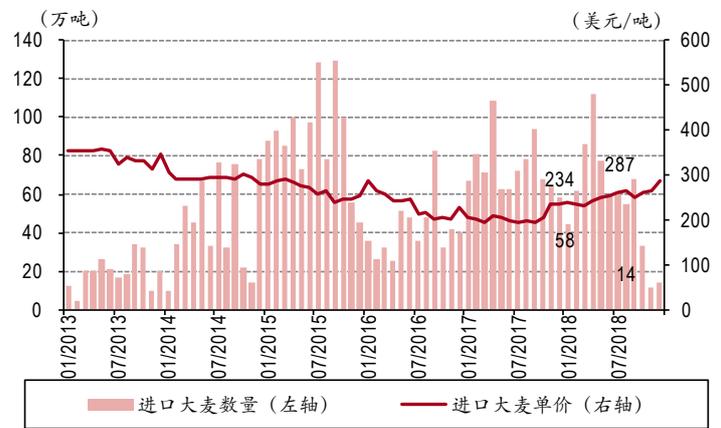
酒类

图表 11. 进口葡萄酒数量与单价



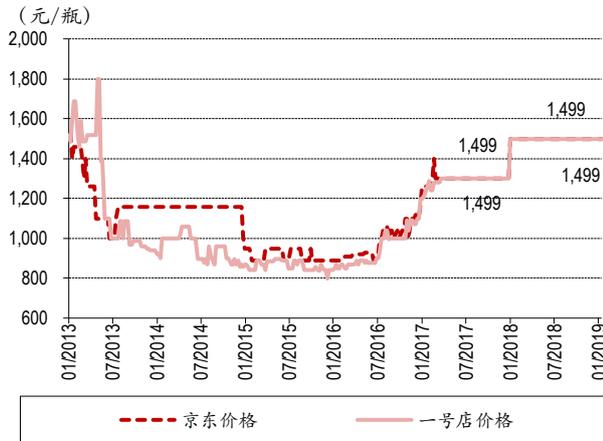
资料来源: 海关总署, 万得, 中银国际证券
注: 去年同期进口葡萄酒数量与单价 5.34 与 4,807

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 1,088 与 1,099

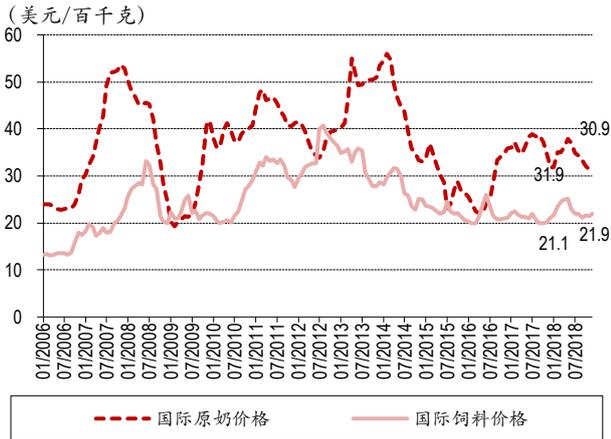
图表 15. 白酒电商价格

	1月第4周价格(元/瓶)			2月第1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4周	2月第1周	
15年茅台	5088	4799	5278	5188	4799	5278	5055	5088	↑(33)
53度飞天茅台	1499	1499	-	-	1499	-	1499	1499	↑(0)
52度五粮液	1099	1099	969	1019	1099	969	1056	1029	↓(27)
52度1573	869	840	1078	860	860	860	929	860	↓(69)
52度泸州老窖特曲	218	238	263	217	238	218	240	224	↓(15)
52度水井坊井台装	518	-	519	519	-	530	519	525	↑(6)
52度水井坊臻酿八号	359	359	359	359	389	359	359	369	↑(10)
53度青花瓷汾酒30年	679	688	752	679	678	752	706	703	↓(3)
53度青花瓷汾酒20年	418	428	-	418	428	-	423	423	↑(0)
52度梦之蓝M3	559	528	681	549	528	681	589	586	↓(3)
52度天之蓝	386	359	466	379	389	466	404	411	↑(8)
50度古井年份原浆5年	158	158	-	178	178	-	158	178	↑(20)
50度古井年份原浆献礼	128	105	-	128	128	-	117	128	↑(12)
36度牛栏山百年陈酿	97	-	152	118	-	152	124	135	↑(11)

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

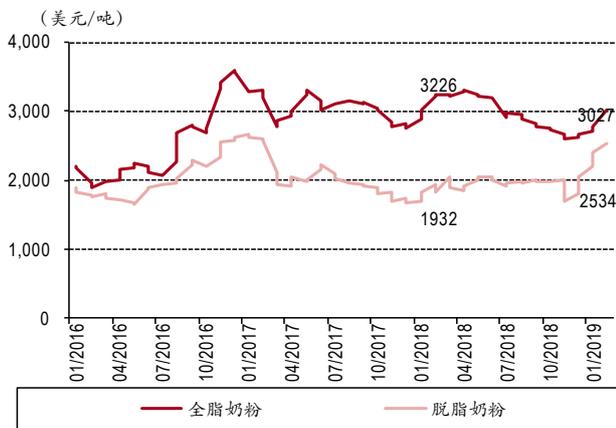
图表 17. 国内主产区生鲜乳价格



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3.49

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3,226与1,932

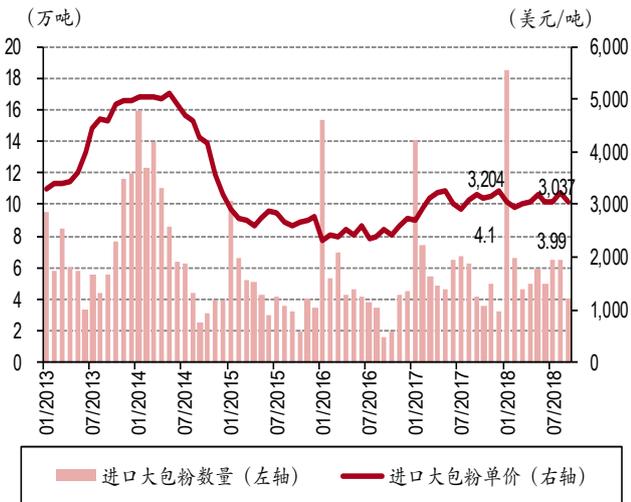
图表 19. GDT 奶粉折合国内原奶价格



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3.18与2.06

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14.53与31.01

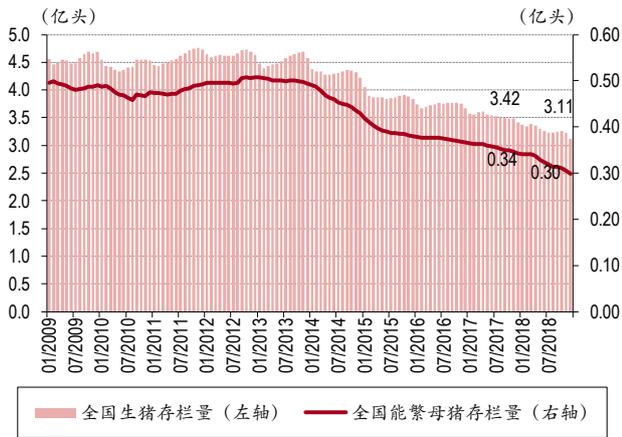
图表 23. 猪粮比



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8.11

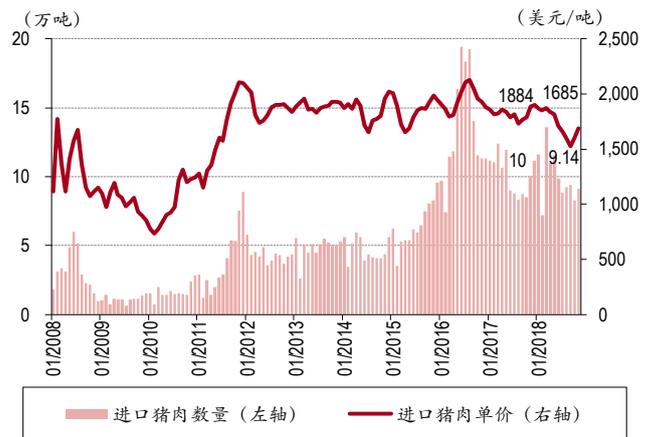


图表 24. 国内生猪与能繁母猪存栏量



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：双汇发展重组提高效率，原奶价格温和上涨趋势确立（2019.1.28）

上周食品饮料板块上涨 0.5%，略跑赢沪深 300 (+0.5%)，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。

双汇发展重组公告点评：重组略增厚业绩，促进资源整合与治理结构优化（2019.1.28）

双汇发展公告拟吸收合并双汇集团。双汇发展拟实际新增 1,919 万股进行重组，我们认为可以略增厚业绩。重组有望促进双汇发展资源整合与治理结构优化。我们维持此前盈利预测，预计 18-20 年 EPS 分别为 1.48、1.59、1.73 元，同比增 13%、7%、9%，维持**增持**评级。

生鲜乳交易参考价格点评：19 年奶价温和上涨，龙头领先优势有望持续扩大（2019.1.28）

2018 年底、2019 年初以来，河北、黑龙江、上海已经陆续公布 1Q19 或 1H19 生鲜乳交易参考价。四地生鲜乳交易参考价格可以作为国内主产区生鲜乳价格的前瞻指标。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，奶价温和上涨情形下，领先优势有望继续扩大。

山西汾酒业绩预增公告点评：改革持续推进，19 年业绩弹性高，继续重点推荐（2019.1.28）

山西汾酒公告，经财务部门初步测算，公司净利润预计增加 4.72 亿元到 5.66 亿元，同比增加 50%-60%。2018 年，公司在不断深化改革进程中，持续优化经销商结构、区域布局，持续推进模式创新、人才建设、管理提升，推行“强激励、硬约束”激励考核机制，营销团队规模质量双向提升。4Q18 净利增速中值 44%，我们判断收入重新提速，费用投入可能大幅增加。国企改革持续推进、终端开拓力度加大、汾牌并表，2018 年收入实现较快增长。预计 2019 年汾酒收入增 25-30%，净利增速更快。根据业绩预告，我们下调 18-19 年盈利预测，预计 18-19 年 EPS 分别为 1.69、2.42 元，同比增 55%、43%。当前估值仍处于低位，股权激励和华润进入可能推动利润超市场预期，维持**买入**评级，继续重点推荐。

五粮液业绩预增公告点评：业绩超预期，期待新团队带来新惊喜（2019.1.31）

五粮液发布 2018 年度业绩预告，预计 2018 年营收比上年同期增长 31.93%-33.25%，净利增长 37.39%-39.73%。业绩变动原因：主要系公司酒类产品量价齐升，促使经营业绩实现较大幅度增长。2018 年五粮液营收、净利增速中值分别为 32.6%、38.6%，营收达到 400 亿左右，超过年初制定的营收 26% 的增长目标，其中 4Q18 分别为 31.2%、44.3%。公司正处于经营周期向上的阶段，新团队有望带来新惊喜。根据业绩预告，我们上调 18 年净利预测，预计 18-19 年 EPS 为 3.45 元、4.27 元，同比增 38%、24%。公司正处于经营周期向上的阶段，新团队有望带来新惊喜，维持**买入**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
华统股份	19 年第 1 次	2019/02/20	星期三 14:30	浙江省义乌市义亭镇姑塘工业小区公司会议室
深深宝	19 年第 3 次	2019/02/21	星期四 14:30	深圳市南山区软件产业基地 4 栋 B 座 8 层公司会议室
兰州黄河	19 年第 1 次	2019/02/26	星期二 14:30	中国甘肃省兰州市城关区庆阳路 219 号金运大厦 22 层公司会议室

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