



# 食品饮料行业 2018 年报与 2019 年一季报业绩前瞻

## 2018 年顺利收官，1Q19 稳健增长可期

预计白酒上市公司总体营收增速 4Q18 环比 3Q18 回升，1Q19 可能降速，仍实现 10-20% 的稳健增长，品牌有一定分化。非酒食品龙头 2018 年顺利收官，1Q19 有望取得开门红。推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、伊利股份。

### 中银观点

- 预计白酒上市公司总体营收增速 4Q18 环比 3Q18 回升，1Q19 可能降速，仍实现 10-20% 的稳健增长，品牌有一定分化。(1) 根据轻工业网和酒业协会最新数据推算，白酒行业 4Q18 收入、利润同比增 14.9%、35.2%，环比 3Q18 明显提升。目前已有多家上市公司披露了年报、业绩预告或集团数据，部分酒企由于 1-3Q18 计划完成情况较好，4Q18 控货确保渠道健康收入放缓，但总体来看 4Q18 业绩环比 3Q18 提速。(2) 根据微酒、酒业家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，主力产品价格稳定，多数上市出货能按计划正常推进，预计总体可实现 10-20% 的稳健增长，品牌有一定分化。
- 白酒 4Q18 营收和净利预测如下：五粮液 (30%、44%，已披露业绩预告)、贵州茅台 (23%、31%，已披露生产经营公告)、泸州老窖 (25%、26%)、洋河股份 (4%、2%，已披露业绩快报)、山西汾酒 (78%、44%，已披露业绩预告)、古井贡酒 (5%、15%，已披露业绩预告)、酒鬼酒 (31%、8%，已披露业绩预告)、舍得酒业 (58%、43%，已披露年报)、顺鑫农业 (0%、50%，已披露业绩预告，估计白酒营收增 30-40%)、伊力特 (21%、57%，已披露业绩快报)。
- 白酒 1Q19 营收和净利预测如下：五粮液 (18%、20%)、贵州茅台 (22%、23%)、泸州老窖 (12%、15%)、洋河股份 (15%、17%)、山西汾酒 (30%、38%)、古井贡酒 (20%、31%)、酒鬼酒 (22%、19%)、舍得酒业 (15%、22%)、顺鑫农业 (10%、22%，估计白酒营收增 20% 以上)、伊力特 (16%、20%)。
- 其它酒 4Q18 营收和净利预测如下：张裕 A (-5%、-5%)、古越龙山 (5%、4%)、青岛啤酒 (2%、亏损)。
- 其它酒 1Q19 营收和净利预测如下：张裕 A (-2%、-3%)、古越龙山 (12%、18%)、青岛啤酒 (5%、7%)。
- 非酒食品龙头 2018 年顺利收官，1Q19 有望取得开门红。(1) 伊利和中炬已经分别披露 2018 年年报和业绩快报，4Q18 两者收入与净利皆实现较快增长。根据渠道反馈，4Q18 海天收入正常达成目标，双汇屠宰放量、头均利润大幅提升，我们预计两者 4Q18 同样实现顺利收官。(2) 根据渠道反馈，我们判断 1Q19 伊利收入同比增 15-20%，虽然可能慢于 1Q18，但仍实现较快增长。根据美味鲜公众号，1 月中炬旗下美味鲜公司创单月销售历史新高，实现 2019 年超级开门红。渠道同时反馈海天春节动销良好，节后渠道库存水平正常。
- 非酒食品 4Q18 营收和净利预测如下：伊利股份 (18%、31%，已披露年报)、双汇发展 (0%、7%)、中炬高新 (14%、23%，已披露业绩快报)、恒顺醋业 (10%、-12%)、海天味业 (15%、15%)。
- 非酒食品 1Q19 营收和净利预测如下：伊利股份 (16%、17%)、双汇发展 (2%、3%)、中炬高新 (10%、2%)、恒顺醋业 (12%、15%)、海天味业 (16%、17%)。

### 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。

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

\*王兴伟为本报重要贡献者

图表 1. 食品饮料行业 2018 年报与 2019 年一季报业绩前瞻

| 公司简称      | 4Q18E |       | 1Q19E |       | 业绩说明   |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--|
|           | 营收(%) | 净利(%) | 营收(%) | 净利(%) |  |
| <b>白酒</b> |       |       |       |       |  |
| 五粮液       | 30    | 44    | 18    | 20    | <p>(1) 五粮液公布 18 年业绩预告, 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%。</p> <p>(2) 根据微酒新闻, 五粮液 2019 年酒业主业目标为 500 亿元, 五粮液酒投放量 2.3 万吨, 总量较 18 年增加 3000 吨。根据微酒新闻, 春节期间五粮液市场动销快、渠道保持良性库存, 江苏、北京、西北、广西等区域市场都实现了两位数以上的高增长, 不少地方的同比增幅在 20%-30%。我们判断茅台节前缺货, 刺激了高性价比的五粮液需求。新品提价预期可能推升经销商打款热情。</p>   |
| 贵州茅台      | 23    | 31    | 22    | 23    | <p>(1) 贵州茅台公布 18 年生产经营公告。2018 年公司实现营业总收入 750 亿左右, 同比增 23% 左右, 其中 4Q18 增 22%, 高于年初 15% 的增长规划。净利 340 亿左右, 同比增 25% 左右。营收和净利超市场预期。根据利润率变化和微酒等媒体披露的系列酒情况, 我们判断 4Q18 茅台酒收入快于系列酒, 占比重新提升。4 季度茅台酒市场投放量较大, 同时均价较高的生肖酒和精品酒占比提升。</p> <p>(2) 公司 2019 年度计划营业总收入同比增 14%, 茅台酒计划销量为 3.1 万吨左右。茅台酒投放计划打消了此前市场对 19 年成品酒产能的担忧。根据经销商大会信息, 19 年春节前投放 7500 吨, 经销合同将以 2017 年计划量为基数和存量, 坚持“不增不减”, 共计约为 1.7 万吨左右, 存量之外的增量, 一方面用于拓宽新渠道, 另一方面用于优化产品结构, 适度调整附加值高的产品计划。我们认为, 在内部整治的背景下, 新渠道和高附加产品占比提升, 将带动茅台酒均价快速上升, 推动渠道利润回流。根据我们调研, 春节期间茅台需求旺盛, 渠道持续缺货, 一批价维持在 1800 元高位。</p> |
| 泸州老窖      | 25    | 26    | 12    | 15    | <p>(1) 根据我们调研, 2018 年公司已经提前完成了销售计划, 超出年初定的任务目标, 结合公司高管对 19 年行业形势的表述, 我们推测公司可能会做适当的盈余管理, 备足余粮。公司 18 年初规划收入增长 25%, 我们判断 4Q18 收入按年初规划稳步推进, 收入增长 20% 以上。</p> <p>(2) 根据微酒新闻, 19 年 1 月份公司控货挺价, 但由于 18 年余粮充足, 我们判断 1 季度可实现双位数增长。</p>  |
| 洋河股份      | 4     | 2     | 15    | 17    | <p>(1) 洋河股份公布 18 年业绩快报。2018 年公司实现营收 241.2 亿, 同比增 21.1%, 净利 81.1 亿, 同比增 22.3%, 每股收益 5.38 元。4Q18 营收和净利分别为 31.6 亿和 10.7 亿, 营收同比增 3.8%, 净利增 2.5%。根据糖酒快讯新闻, 公司 10 月 1 日起发布停货通知, 海天梦系列、双沟珍宝坊全面停货, 同时提高终端供货指导价, 我们认为公司在 4Q18 主动优化渠道管控能力, 通过提价及新品推出 (新版海天) 来改善渠道利润, 为 19 年良性发展提前布局。</p> <p>(2) 在近期投资者交流会上, 公司领导提出 19 年公司总目标是“稳中求进”, 在公司保持稳健增长的同时, 有信心使得盈利增长速度高于营收, 我们判断 1Q19 业绩将保持平稳增长。</p>  |
| 山西汾酒      | 78    | 44    | 30    | 38    | <p>(1) 根据糖酒快讯新闻, 2018 年末, 汾酒集团宣布全年实现酒类销售 110.6 亿元, 同比增长 35.7%。据此推算, 上市公司收入 90 亿左右, 4Q18 收入重新提速。按业绩预告中值推算, 2018 年实现净利 14.6 亿, 其中 4Q18 净利 2 亿, 同比增 44%。根据集团财务数据和业绩公告判断, 4Q18 费用投入可能大幅增加。分产品来看, 青花系列增速较快, 根据微酒新闻, 青花系列增幅达 55% 以上, 同时肩负起销量提升与品牌扩张的作用。</p> <p>(2) 根据糖酒快讯新闻和我们调研判断, 1 月份汾酒已经完成全年销售目标的 20% 以上。根据公司发布的股权激励公告, 2019-2021 年目标收入复合增速 18% 以上, 其中 2019 年收入需增 27%, 1 季度开门红概率高。</p>   |
| 古井贡酒      | 5     | 15    | 20    | 31    | <p>(1) 公司发布 2018 年业绩预告。18 年归母净利区间 16.1 亿-17.2 亿, 同比增速 40%-50%。根据我们测算, 4Q18 公司净利区间为 3.5-4.7 亿, 同比增速 0.4%-33.1%。公司此前已公布集团数据, 2018 年古井集团营收 104.4 亿, 同比增长 19.5%, 据此推算, 4Q18 公司可能控货降库存。</p> <p>(2) 根据我们草根调研, 春节期间产品动销速度较快。</p>  |

资料来源: 公司公告, 微酒, 糖酒快讯, 渠道草根调研, 国家统计局, 美味鲜微信公众号, 中银国际证券

续图表 1. 食品饮料行业 2018 年报与 2019 年一季报业绩前瞻

| 公司简称       | 4Q18E |       | 1Q19E |       | 业绩说明  |
|------------|-------|-------|-------|-------|---|
|            | 营收(%) | 净利(%) | 营收(%) | 净利(%) |   |
| 酒鬼酒        | 31    | 8     | 22    | 19    | <p>(1) 根据业绩预增公告, 2018 年实现营业总收入 11.87 亿元, 同比增 35.13%; 净利 2.25 亿元, 同比增 27.9%。其中 4Q18 营收 4.27 亿元, 同比增 30.6%, 净利 0.64 亿元, 同比增 7.63%。</p> <p>(2) 根据微酒新闻, 19 年初公司成立了内参销售公司, 调整价格体系。我们判断 1 季度销售平稳增长。</p>   |
| 舍得酒业       | 58    | 43    | 15    | 22    | <p>(1) 公司已披露年报, 4Q18 收入增速较快, 估计主要来自于玻瓶业务和中低档酒放量, 其中舍得酒收入 3.6 亿, 同比降 10.3%。我们判断增速下滑与公司控量保价有关, 18 年末预收账款环比增了 0.7 亿。</p> <p>(2) 公司制定了较为激进的股权激励方案, 大股东对舍得酒业的期望值较高。根据微酒新闻报道, 公司春节前发布了停货通知, 另外公司决定品味舍得自 2019 年 3 月 23 日起执行新的价格体系, 同时取消随货配赠政策。由于公司正控量挺价。我们判断 1Q19 酒业收入增速不会太快, 以确保渠道体系健康。</p>   |
| 顺鑫农业       | 0     | 50    | 10    | 22    | <p>(1) 顺鑫农业发布了 2018 年度业绩预告, 预计 2018 年净利比上年同期增长 60%-90%, 根据我们测算, 4Q18 净利增速中值 39%。我们判断 4Q18 白酒维持较快增长, 净利率同比提升, 公司利润增长主要来自于白酒。4Q18 生猪价格跌 7.4%, 另外近期猪瘟可能影响北京地区生猪收购, 屠宰业务产能利用率下降, 因此 4Q18 猪肉+养殖可能继续亏损。由于建筑工程业务剥离, 17 年 4 季度投资收益高达 0.93 亿, 估计 18 年 4 季度扣非后净利增速更快。18 年地产销售进度低于预期, 4Q18 地产业务继续亏损。此外, 3Q18 末母公司预收款维持 22.5 亿的高位, 也为 4Q18 留出了充足的余粮。</p> <p>(2) 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。预计 1Q19 白酒收入可实现 20% 以上的较快增长, 猪肉业务受猪瘟影响, 短期收入可能继续下滑, 拖累整体收入表现。</p> |
| 伊力特        | 21    | 57    | 16    | 20    | <p>(1) 公司公布 18 年业绩快报, 2018 年营收和净利分别为 22.6 亿、4.4 亿, 同比增 18%、25%, 其中 4Q18 营收 7.7 亿, 同比增 20.1%; 净利 1.5 亿, 同比增 56.9%。</p> <p>(2) 根据渠道调研, 1Q19 新疆市场保持稳健增长, 疆外市场是增量的重要来源。公司 18 年开始改变以往的品牌买断模式, 推出新品伊力壹号窖, 由厂家主导推进全国化, 可能成为 19 年的重要增长点。</p>  |
| <b>其它酒</b> |       |       |       |       |   |
| 张裕 A       | (5)   | (5)   | (2)   | (3)   | <p>(1) 受财富效应和其它酒种的负面冲击较大, 行业销售面临压力, 2018 年 1-12 月, 葡萄酒制造业主营业务收入 288.51 亿元, 同比减少 9.51%。利润总额 30.63 亿元, 同比下降 9.46%。其中, 4Q18 行业收入同比降 40.5%, 4Q18 利润总额大幅下降, 同比降 44.6%。我们判断张裕也面临一定的销售压力。</p> <p>(2) 受竞品挤压和经济降速的影响, 我们判断葡萄酒行业 1Q19 销售可能继续下滑。</p>   |
| 古越龙山       | 5     | 4     | 12    | 18    | <p>(1) 黄酒行业 2018 年景气度小幅上升, 收入同比增 5.4%, 同比提升 2.3pct。古越龙山 4Q18 收入有望稳健增长。</p> <p>(2) 古越龙山 2018 年高管团队调整, 向市场释放了重要改革信号, 若 19 年激励机制完善, 则未来有望提速。</p>   |
| 青岛啤酒       | 2     | 亏损    | 5     | 7     | <p>(1) 啤酒行业 2018 年景气度小幅回升, 收入同比增 7.1%, 同比提升 4.8pct, 我们认为主要受益于产品提价, 4Q18 收入同比增 7.8%, 延续前 3 季度增长态势 (1-3Q18 收入同比增 7.0%), 2018 年行业利润总额扭转 2017 年下滑态势, 同比增 5.6%, 同比提升 15.4pct, 由于季节性原因, 4Q18 行业亏损 4.5 亿。</p> <p>(2) 根据我们渠道调研, 1Q19 青啤销量可能略有改善。</p>  |
| <b>食品</b>  |       |       |       |       |   |
| 伊利股份       | 18    | 31    | 16    | 17    | <p>(1) 根据年报, 2018 年实现营收 790 亿\净利 64 亿, 同比增 17%\17%, 4Q18 实现营收 181 亿\净利 14 亿, 同比增 18%\31%。</p> <p>(2) 根据渠道反馈, 我们判断 1Q19 收入可能同比增 15-20%, 1Q18 利润基数较高, 1Q19 利润增速可能略受影响。</p>  |

资料来源: 公司公告, 微酒, 糖酒快讯, 渠道草根调研, 国家统计局, 美味鲜微信公众号, 中银国际证券



续图表 1. 食品饮料行业 2018 年报与 2019 年一季报业绩前瞻

| 公司简称 | 4Q18E |       | 1Q19E |       | 业绩说明   |
|------|-------|-------|-------|-------|--|
|      | 营收(%) | 净利(%) | 营收(%) | 净利(%) |  |
| 双汇发展 | 0     | 7     | 2     | 3     | (1) 4Q18 猪价同比跌幅相比 3Q18 略有扩大, 但因生猪跨省调运受限, 猪价南北价差较大。我们认为双汇通过低猪价区域屠宰上量、高猪价区域限量, 4Q18 实现屠宰放量、头均利润大幅提升, 因此判断双汇 4Q18 收入和利润增速环比皆有改善, 且利润增速快于收入。<br>(2) 1Q19 猪价同比跌幅收窄, 南北价差大幅收窄, 叠加基数较高, 我们判断双汇收入和利润个位数增长。   |
| 中炬高新 | 14    | 23    | 10    | 2     | (1) 根据业绩快报, 2018 年实现收入\净利 41.7\6.1 亿, 同比增 15%\34%, 4Q18 实现收入\净利 10.0\1.2 亿, 同比增 14%\23%。<br>(2) 根据美味鲜微信公众号, 截止 1 月 23 日接获的订单, 美味鲜公司再创单月销售历史新高, 实现了 2019 年的超级开门红, 同时 1Q18 调味品收入基数较低, 我们判断 1Q19 调味品收入同比有望增 15%+。合并报表层面, 因 1Q18 物业出售大幅提升收入和利润, 若 1Q19 无资产处置收入, 我们判断公司整体收入和利润增速不会太快。 |
| 恒顺醋业 | 10    | (12)  | 12    | 15    | (1) 根据渠道反馈, 我们判断 4Q18 调味品收入延续稳健增长态势, 4Q18 净利同比下滑主要因 4Q17 非经常性损益确认较多。全年看, 我们认为年初制定收入增 13% 目标估计存在压力, 利润增 20% 目标有可能实现。<br>(2) 受益于 2019 年部分调味品产品提价, 我们判断 1Q19 收入增速略快于 1Q18, 同时 1Q19 利润增速快于收入。  |
| 海天味业 | 15    | 15    | 16    | 17    | (1) 根据渠道反馈, 4Q18 收入正常达成目标, 海天管理团队优秀、管控能力强, 我们预计 18 年收入和净利略超公司全年目标。(2) 根据渠道反馈, 春节动销情况良好, 节后渠道库存正常, 我们预计 1Q19 收入和净利继续稳健增长。   |

资料来源: 公司公告, 微酒, 糖酒快讯, 渠道草根调研, 国家统计局, 美味鲜微信公众号, 中银国际证券

图表 2. 重点公司盈利预测与评级

| 股票代码       | 股票简称 | 市值 (亿) | 股价 (元)   |       | EPS   |       |       |       | PE   |       |       | 评级   |
|------------|------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|
|            |      |        | 2018/3/7 | 2017A | 2018  | 2019E | 2020E | 2017A | 2018 | 2019E | 2020E |      |
| <b>白酒</b>  |      |        |          |       |       |       |       |       |      |       |       |      |
| 600519.SH  | 贵州茅台 | 9,404  | 748.60   | 21.56 | 27.09 | 33.53 | 40.83 | 34.7  | 27.6 | 22.3  | 18.3  | 买入   |
| 000858.SZ  | 五粮液  | 2,871  | 73.97    | 2.49  | 3.45  | 4.27  | 5.10  | 29.7  | 21.5 | 17.3  | 14.5  | 买入   |
| 600809.SH  | 山西汾酒 | 457    | 52.77    | 1.09  | 1.69  | 2.42  | 3.06  | 48.4  | 31.2 | 21.8  | 17.3  | 买入   |
| 000568.SZ  | 泸州老窖 | 756    | 51.58    | 1.75  | 2.35  | 2.86  | 3.45  | 29.5  | 21.9 | 18.0  | 15.0  | 增持   |
| 600779.SH  | 水井坊  | 205    | 42.06    | 0.69  | 1.24  | 1.64  | 2.09  | 61.2  | 33.9 | 25.7  | 20.1  | 未有评级 |
| 000860.SZ  | 顺鑫农业 | 246    | 43.14    | 0.77  | 1.38  | 2.10  | 2.53  | 56.2  | 31.3 | 20.5  | 17.1  | 买入   |
| 600702.SH  | 舍得酒业 | 94     | 27.74    | 0.43  | 1.01  | 1.20  | 1.47  | 65.2  | 27.4 | 23.1  | 18.9  | 买入   |
| 002304.SZ  | 洋河股份 | 1,740  | 115.45   | 4.40  | 5.38  | 6.36  | 7.40  | 26.3  | 21.5 | 18.1  | 15.6  | 未有评级 |
| 000596.SZ  | 古井贡酒 | 349    | 78.42    | 2.28  | 3.32  | 4.04  | 4.88  | 34.4  | 23.6 | 19.4  | 16.1  | 未有评级 |
| 600197.SH  | 伊力特  | 76     | 17.15    | 0.80  | 1.00  | 1.05  | 1.26  | 21.4  | 17.1 | 16.3  | 13.6  | 未有评级 |
| <b>其他酒</b> |      |        |          |       |       |       |       |       |      |       |       |      |
| 600600.SH  | 青岛啤酒 | 0      | 39.28    | 0.93  | 1.09  | 1.28  | 1.50  | 42.0  | 36.0 | 30.6  | 26.1  | 未有评级 |
| 000869.SZ  | 张裕 A | 455    | 30.16    | 1.51  | 1.50  | 1.57  | 1.72  | 20.0  | 20.1 | 19.2  | 17.5  | 未有评级 |
| 600059.SH  | 古越龙山 | 171    | 7.78     | 0.20  | 0.23  | 0.26  | 0.28  | 38.3  | 34.4 | 30.4  | 28.2  | 未有评级 |
| <b>食品</b>  |      |        |          |       |       |       |       |       |      |       |       |      |
| 600887.SH  | 伊利股份 | 1,613  | 26.53    | 0.99  | 1.06  | 1.22  | 1.48  | 26.9  | 25.0 | 21.8  | 17.9  | 买入   |
| 2319.HK    | 蒙牛乳业 | 851    | 21.67    | 0.52  | 0.78  | 1.00  | 1.20  | 41.6  | 27.7 | 21.8  | 18.1  | 增持   |
| 600597.SH  | 光明乳业 | 122    | 9.95     | 0.50  | 0.40  | 0.44  | 0.49  | 19.7  | 24.9 | 22.8  | 20.2  | 增持   |
| 600872.SH  | 中炬高新 | 254    | 31.93    | 0.57  | 0.76  | 0.88  | 1.18  | 56.1  | 41.9 | 36.3  | 27.2  | 买入   |
| 603288.SH  | 海天味业 | 2,043  | 75.66    | 1.31  | 1.58  | 1.84  | 2.11  | 57.9  | 47.9 | 41.2  | 35.8  | 增持   |
| 603027.SH  | 千禾味业 | 65     | 19.79    | 0.44  | 0.74  | 0.62  | 0.75  | 44.8  | 26.9 | 32.1  | 26.4  | 增持   |
| 600305.SH  | 恒顺醋业 | 92     | 11.79    | 0.36  | 0.43  | 0.40  | 0.44  | 32.9  | 27.3 | 29.4  | 26.5  | 增持   |
| 000895.SZ  | 双汇发展 | 798    | 24.20    | 1.31  | 1.48  | 1.59  | 1.73  | 18.5  | 16.3 | 15.2  | 14.0  | 增持   |

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 1. 舍得酒业、伊利股份已披露 2018 年年报; 2. 港股公司市值和股价已换算为人民币; 3. 未有评级公司盈利预测为万得一致预期

## 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