



## 强于大市

# 白酒行业 2018 年报、2019 年 1 季报总结

### 品牌白酒业绩靓丽，如期实现开门红

年报完美收官，季报开门红如期实现，整体业绩稳健增长。品牌白酒集中度加速提升，18 年年报和 19 年一季报超出市场预期。品牌白酒集中度加速提升，18 年年报和 19 年一季报超出市场预期。龙头白酒业绩稳健，可积极布局。白酒重点推荐贵州茅台、山西汾酒。

#### 支撑评级的要点

- **品牌白酒集中度进一步提升，18 年年报和 19 年一季报均超出前期市场预期。**白酒继续领跑行业，以上市公司为主体的品牌白酒景气度高，2018 年营收、净利分别增 25.6%、33.3%，上市公司营收普遍实现高增长，12 家收入增速超过 20%。1Q19 营收、净利分别增 24.4%、27.8%，虽然低于 1Q18，但明显超出年初的市场预期。符合我们在此前的判断，2019 年放缓但未失速，集中度提升与消费升级趋势未变。
- **18 年产品结构快速向上升级，1Q19 有所分化。**18 年多数上市公司的中高价位酒占比提升，产品结构快速升级，1Q19 产品结构方向出现分化，部分公司中低端酒占比提升。由于茅五品牌力强，虹吸效应明显，2018 年-19 年 1 季度高端酒需求增速持续大幅超越行业水平，茅台、五粮液量价齐升。低端酒整体增速慢于高端和次高端，但优势企业集中度提升空间较大，顺鑫农业在低端酒种一骑绝尘，2018 年业绩大超预期。
- **省外扩张提速，跑马圈地全国化。**营销模式的变化有利于名酒推进全国化，多家上市公司省外扩张提速。茅五以下价格带的公司，包括泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、今世缘、水井坊、酒鬼酒、伊力特等，2018 年大本营以外市场均取得较快增长。1Q19 部分公司省外扩张力度加大，山西汾酒、口子窖、今世缘等省外增速明显超越省内。
- **品牌集中+改革深入+复苏传导，预计 2019 年上市公司维持 20% 以上增速。**  
(1) 品牌白酒集中度提升，名酒持续超市场预期。自此轮白酒复苏以来，以上市公司为主体的品牌白酒延续增长态势，虹吸效应明显，业绩表现持续超市场预期，预计 19-20 年以上市公司为主的行业龙头市占率将进一步提升。(2) 国企改革进一步深入，释放制度性红利。16-18 年混合所有制改革、管理层激励、员工持股激励等多层次改革的推进，预计 19-20 年改革的效果继续体现，如五粮液、山西汾酒等，同时改革有望向其它企业蔓延，如伊力特等。(3) 复苏逐层传导，有营销改革动作的省级龙头，存在业绩拐点的可能性，包括伊力特、金徽酒、酒鬼酒等。
- **继续看好茅台、山西汾酒，关注低估值品种。**1Q19 业绩高增长，当前市场预期已经从极度悲观恢复至合理水平，但白酒优质个股仍有较多机会，继续推荐贵州茅台、山西汾酒、顺鑫农业等品种。适当关注低估值品种，现阶段低估值、有改革动作的品种可以关注，包括伊力特、金徽酒等。

#### 评级面临的主要风险

- 风险中高端酒库存超预期，大众品原料成本涨幅超预期。

#### 相关研究报告

《非酒食品行业 2018 年报与 2019 年 1 季报综述》20190509

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：饮料制造

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

## 业绩——一直在领跑，集中度持续提升

品牌白酒集中度进一步提升，18年报和19年一季报均超出前期市场预期。白酒继续领跑行业，以上市公司为主体的品牌白酒景气度高，2018年营收、净利分别增25.6%、33.3%，上市公司营收普遍实现高增长，12家收入增速超过20%。1Q19营收、净利分别增24.4%、27.8%，虽然低于1Q18，但明显超出年初的市场预期。符合我们在此前的判断，2019年放缓但未失速，集中度提升与消费升级趋势未变。

2018年600元以上的高端酒延续了高景气度，茅台、五粮液、泸州老窖收入增速均超过25%，300-600元次高端全国化扩张，山西汾酒、水井坊、洋河股份、今世缘、舍得酒业、酒鬼酒等次高端产品2018年业绩均有较好的表现，100-300元和100元以下价格带分化较大，古井贡酒和顺鑫农业表现突出。

白酒上市公司19年1季度业绩总体略超预期，其中贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、今世缘超市场预期，顺鑫农业、伊力特、金徽酒低于市场预期。

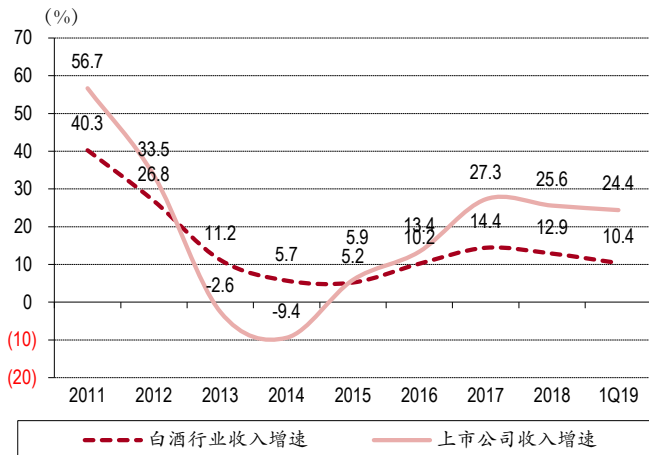
图表 1. 白酒上市公司 18 年与 1Q19 业绩概览

公司简称	市值 (亿) 2019/5/10	收入增速(%)		净利增速(%)		收入 (百万)		净利 (百万)	
		2018	1Q19	2018	1Q19	2018	1Q19	2018	1Q19
贵州茅台	11,395	26.5	23.9	30.0	31.9	73,639	21,644	35,204	11,221
五粮液	3,851	32.6	26.6	38.4	30.3	40,030	17,590	13,384	6,475
洋河股份	1,727	21.3	14.2	22.5	15.7	24,160	10,890	8,115	4,021
泸州老窖	1,052	25.6	23.7	36.3	43.1	13,055	4,169	3,486	1,515
古井贡酒	545	24.7	43.3	47.6	34.8	8,686	3,669	1,695	783
山西汾酒	487	47.5	20.1	55.4	23.6	9,382	4,058	1,467	877
口子窖	356	18.5	9.0	37.6	21.4	4,269	1,362	1,533	545
今世缘	329	26.6	31.1	28.4	26.0	3,736	1,954	1,151	641
顺鑫农业	326	2.9	19.9	69.8	17.2	12,074	4,765	744	429
水井坊	233	37.6	24.2	72.7	41.2	2,819	930	579	219
迎驾贡酒	139	11.2	2.7	16.8	9.0	3,489	1,160	779	353
老白干酒	108	41.3	55.8	114.3	57.1	3,583	1,149	350	117
舍得酒业	92	35.0	34.1	138.1	21.5	2,212	697	342	101
酒鬼酒	75	35.1	30.5	26.5	16.2	1,187	346	223	73
伊力特	73	10.7	0.1	21.1	23.8	2,124	518	428	149
青青稞酒	52	2.3	(23.0)	214.2	(41.8)	1,349	366	108	50
金徽酒	52	9.7	5.5	2.2	(9.9)	1,462	514	259	109
金种子酒	43	1.9	(6.1)	1,144.1	21.5	1,315	289	102	9
<b>上市公司总体</b>		<b>25.6</b>	<b>24.4</b>	<b>33.3</b>	<b>27.8</b>	<b>208,572</b>	<b>77,075</b>	<b>69,947</b>	<b>27,688</b>

资料来源：万得，中银国际证券

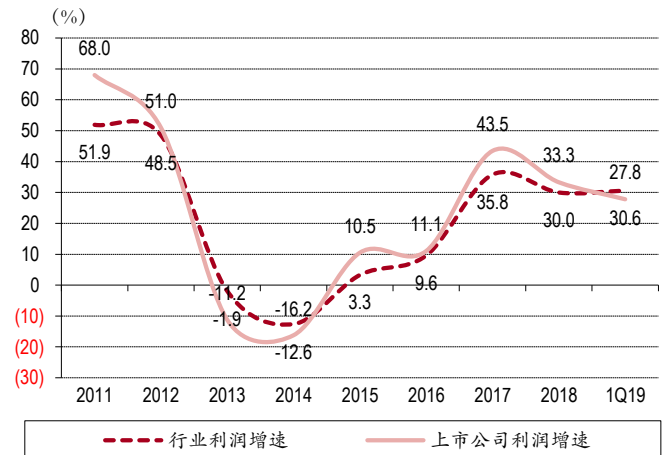
2018年上市公司市占率快速上升，品牌白酒虹吸效应明显。消费习惯改变和营销模式改变，品牌白酒虹吸效应明显，集中度持续提升，2016年上市公司营收增速超行业水平4pcts，2017年、2018年都扩大至13pcts，预计2019年继续超越10pcts以上。

图表 2. 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源：万得，数说轻工，中银国际证券  
注：行业收入增速为 19 年 1-2 月数据

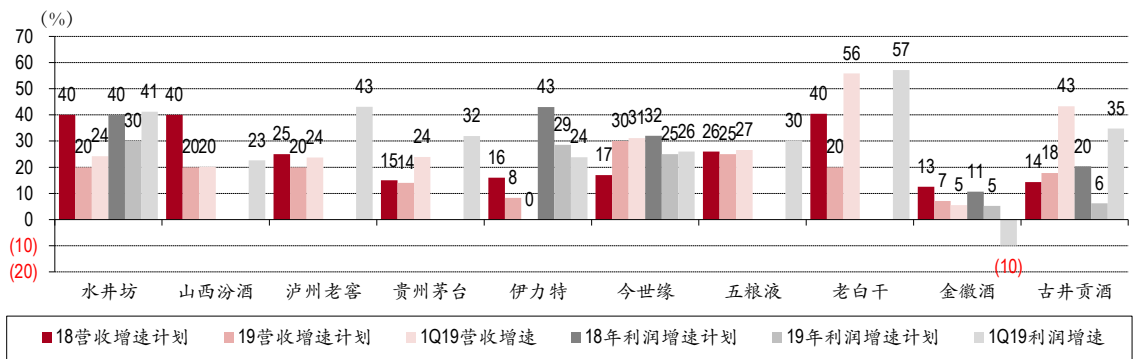
图表 3. 白酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源：万得，数说轻工，中银国际证券  
注：行业利润增速为 19 年 1-2 月数据

18 年业绩普遍超越原定的规划，上市公司 19 年经营计划增速略有降速。汾酒、茅台、五粮液、今世缘 2018 年收入计划增 40%、15%、26%、17%，但 2018 年实际增幅 47%、26%、33%、27%。2019 年白酒上市公司收入增速计划总体略有降速，其中今世缘及古井贡酒环比提速。

图表 4. 白酒上市公司经营计划



资料来源：公司公告，中银国际证券

品牌集中+改革深入+复苏传导，预计 2019 年上市公司维持 20%以上增速。(1) 品牌白酒集中度提升，名酒持续超市场预期。自此轮白酒复苏以来，以上市公司为主体的品牌白酒延续增长态势，虹吸效应明显，业绩表现持续超市场预期，预计 19-20 年以上市公司为主的行业龙头市占率将进一步提升。(2) 国企改革进一步深入，释放制度性红利。16-18 年混合所有制改革、管理层激励、员工持股激励等多层次改革的推进，预计 19-20 年改革的效果继续体现，如五粮液、山西汾酒等，同时改革有望向其它企业蔓延，如伊力特等。(3) 复苏逐层传导，有营销改革动作的省级龙头，存在业绩拐点的可能性，包括伊力特、金徽酒、酒鬼酒等。

### 产品-18 年产品结构快速向上升级，1Q19 有所分化

18 年多数上市公司的中高价位酒占比提升，产品结构快速升级。2018 年 18 家上市公司中，有 15 家吨酒均价上行。披露产品结构的 14 家公司中，10 家企业 2018 年中高价产品增速高于中低价，6 家公司中高价位产品增速超 30%。

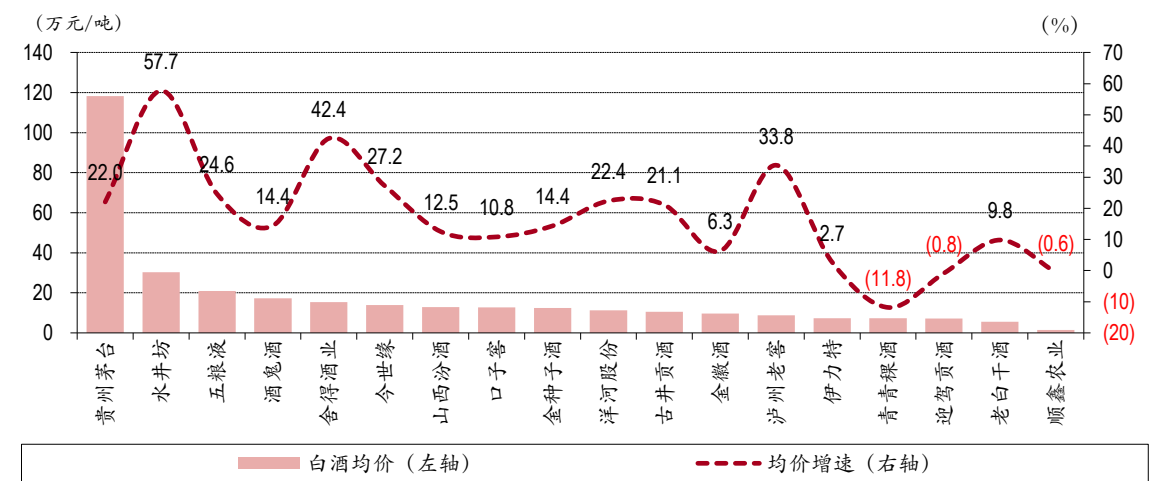
1Q19 产品结构方向出现分化，部分公司中低端酒占比提升。由于 18 年下半年渠道扩张速度放缓，且对经济放缓担忧加剧，因此部分公司加大了中低端产品推广力度。但我们判断这仅是短期现象，未来产品结构向上趋势不变。

图表 5. 中高档产品和低档产品收入增速变化

(%)	2017		2018		1Q19		备注
	中高档	中低档	中高档	中低档	中高档	中低档	
贵州茅台	43	172	25	40	24	26	茅台酒、系列酒
五粮液	23	27	41	13	—	—	<120 元/500ml 为中低档
泸州老窖	32	10	34	8	—	—	
山西汾酒	33	47	47	48	20	33	<100 元/升为低档酒
口子窖	29	(10)	20	(21)	8	41	低档酒是口子酒系列
迎驾贡酒	12	(6)	13	9	7	(7)	低档酒为百年迎驾贡系列、迎驾古坊系列、迎驾糟坊系列
今世缘	24	(9)	30	(28)	33	(18)	C 类和大曲为低档酒
水井坊	69	197	40	(53)	29	-	
舍得酒业	33	(46)	28	(40)	36	16	低档酒为大曲系列
金徽酒	7	(25)	12	(23)	5	14	<30 元/500ml 为低档酒
酒鬼酒	—	—	36	—	—	—	酒鬼系列为高档、湘泉系列为中档，没有低档
青青稞酒	(6)	(12)	10	(19)	—	—	
伊力特	15	(4)	11	35	3	11	高档酒：王酒、老窖 中档酒：老陈酒、特曲
老白干	5	13	—	—	59	23	40 元以下(含 40 元)为低档产品
金种子酒	(14)	(15)	(10)	(23)	2	(50)	中高档：柔和系列、和泰系列、金种子系列

资料来源：万得，中银国际证券

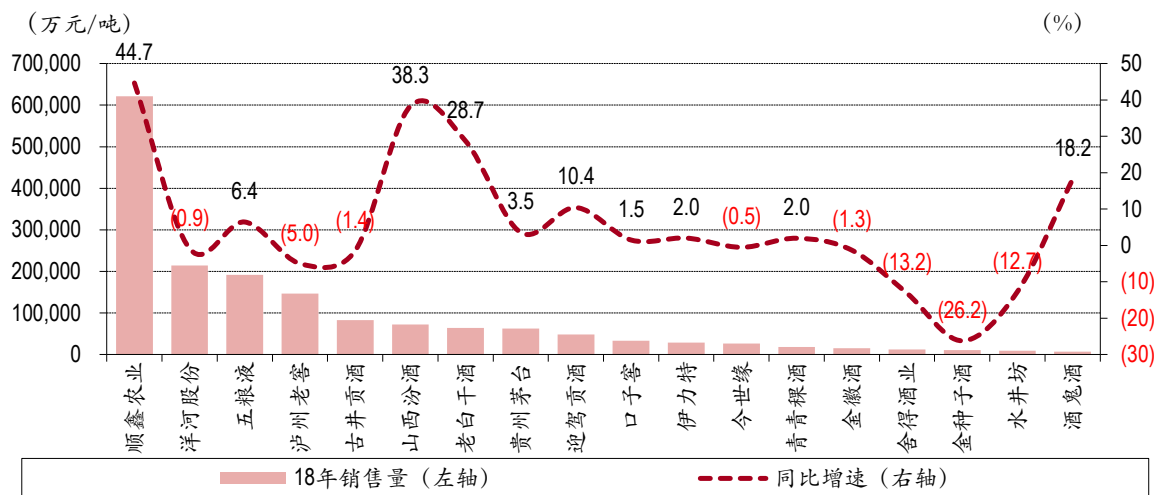
图表 6. 白酒上市公司 18 年均价及同比增速



资料来源：万得，中银国际证券



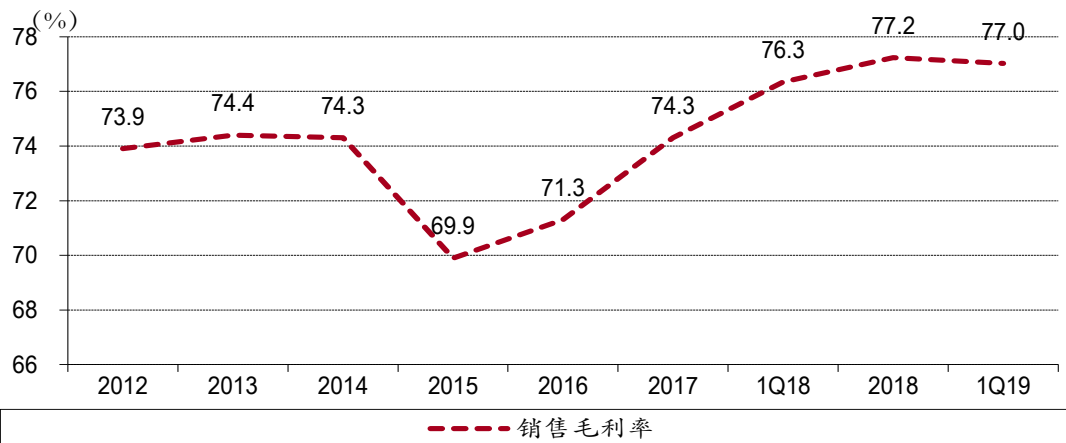
图表 7. 白酒上市公司 18 年销量及同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

18 年、19 年 1 季度行业毛利率持续上升, 同比升 2.9、0.7pcts, 预计 19-20 年消费升级及产品结构优化将推动行业毛利率继续上行。

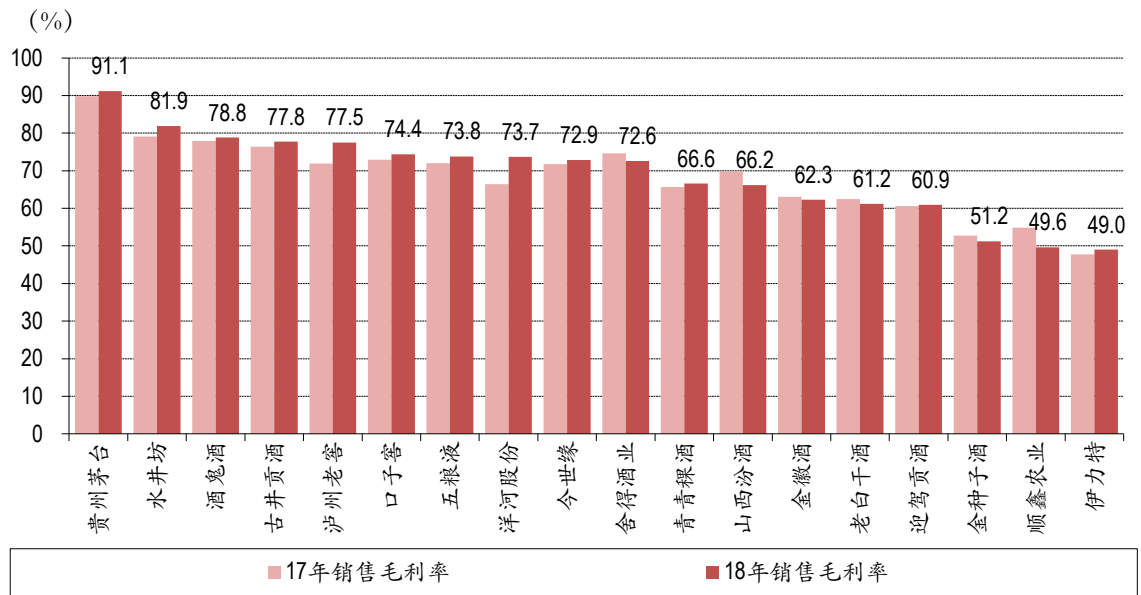
图表 8. 白酒上市公司 2018 年和 1Q19 毛利率同比增 2.9pcts、 0.7pcts



资料来源: 万得, 中银国际证券



图表 9. 白酒上市公司销售毛利率对比



资料来源：万得，中银国际证券 注：顺鑫农业为白酒业务毛利率

**高端酒延续高景气度。**由于茅五品牌力强，虹吸效应明显，2018年-19年1季度高端酒需求增速持续大幅超越行业水平，茅台、五粮液量价齐升。2018年茅台酒收入、销量同比增长26%、7%，普茅一批均价同比升20%以上，19年1季度涨10%以上，最新批价超过1,900元。2018年以五粮液为主的高价酒收入增37%，估计五粮液销量增30%，明显提速，1Q19公司收入增27%。普五18年和1Q19一批价同比变化不大，涨5%左右，近期受益于新品提价预期，一批价上升至870元以上。

图表 10. 600元以上产品报表销量增速估算

产品	2017年	2018年
茅台	32%	7%
五粮液	12-15%	30%

资料来源：公司公告，微酒新闻，中银国际证券

**茅台、五粮液价格维持高位，300-800元价格带全国化扩张加速，2018年总体增速较快。**300-800元价格带主力玩家都是强势品牌，虹吸效应明显，类似于高端酒的茅台、五粮液。其中山西汾酒、水井坊、洋河股份、今世缘、舍得酒业、酒鬼酒等次高端产品2018年均有较好的表现。

图表 11. 300-800元价位产品报表销量增速估算

产品	2017	2018年
1573	50%	30%
梦之蓝	50%以上	40%
品味舍得	80%以上	22%
水井坊系列	60%以上	40%
青花系列	40-50%	60%

资料来源：公司公告，微酒新闻，中银国际证券

**顺鑫农业在低端酒中一骑绝尘。**低端酒整体增速慢于高端和次高端，但优势企业集中度提升空间较大。2018年顺鑫白酒收入增44%，母公司预收款同比大增13.8亿至46.7亿，超市场预期，预收款/白酒收入可能是白酒上市公司最高，蓄水池充足。顺鑫是白酒行业的长跑冠军，前期市场培育的效果在17年下半年-2018年集中体现。中高端产品和低端陈酿同步增长。深耕北京，同步打造外埠样板市场，北京和外埠市场齐头并进，2018年亿元省级市场从18个增加到22个，业绩大超市场预期。



### 区域-省外扩张提速，跑马圈地全国化

营销模式的变化有利于名酒推进全国化，多家上市公司省外扩张提速。整风运动后，传统的营销模式不复存在，有利于品牌白酒进入空白市场。茅五以下价格带的公司，包括泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、今世缘、水井坊、酒鬼酒、伊力特等，2018年大本营以外市场均取得较快增长。1Q19部分公司省外扩张力度加大，山西汾酒、口子窖、今世缘等省外增速明显超越省内。

图表 12. 大本营和非大本营收入增速变化

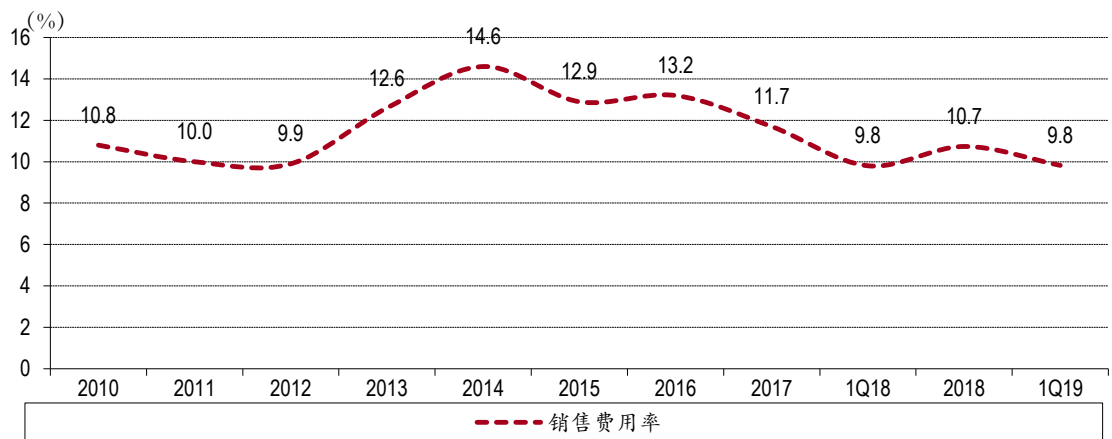
(%)	2017		2018		1Q19		备注
	省内 (大本营)	省外	省内 (大本营)	省外	省内 (大本营)	省外	
洋河股份	11	22	16	27	—	—	江苏
泸州老窖	(7)	48	—	—	—	—	西南
山西汾酒	46	26	37	64	12	44	山西
古井贡酒	19	(5)	26	16	—	—	华中
口子窖	31	11	17	28	6	23	安徽
迎驾贡酒	6	(0)	10	13	1	6	安徽
今世缘	16	4	27	29	30	72	江苏
水井坊	51	80	(0)	44	(15)	30	四川
舍得酒业	(3)	29	25	21	27	35	川渝
青青稞酒	(7)	(15)	6	(8)	—	—	青海
金徽酒	5	2	—	—	—	—	甘肃
酒鬼酒	11	94	39	43	—	—	华中
伊力特	13	16	6	35	11	(18)	新疆
老白干	28	(54)	12	161	8	356	华北

资料来源：万得，中银国际证券

### 营销-18年销售费用率下降，18年下半年渠道扩张放缓

随着收入规模的增长，固定费用占比下降，同时下半年渠道扩张速度放缓，2018年销售费用率同比下降 1pct。伴随着全国化扩张，部分白酒上市公司加大了全国性广告费用投放，迎驾贡酒、水井坊、山西汾酒 18年全国性广告费用占总体广告的比重位居前列，分别为 72%、47%、42%。

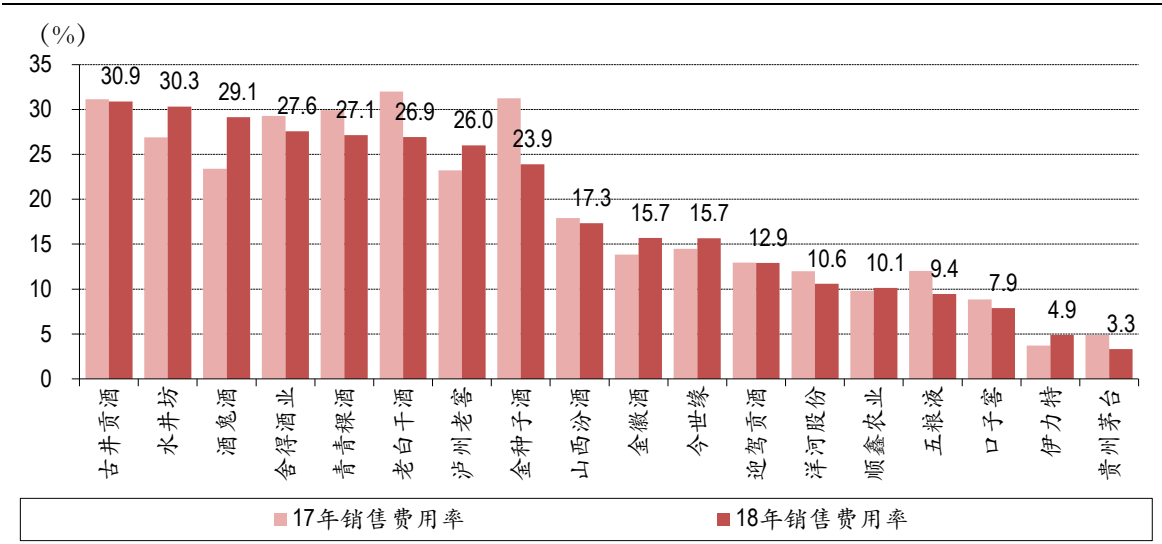
图表 13. 白酒上市公司销售费用率 2018 年和 1Q19 同比降 1pct、0.02pct



资料来源：万得，中银国际证券

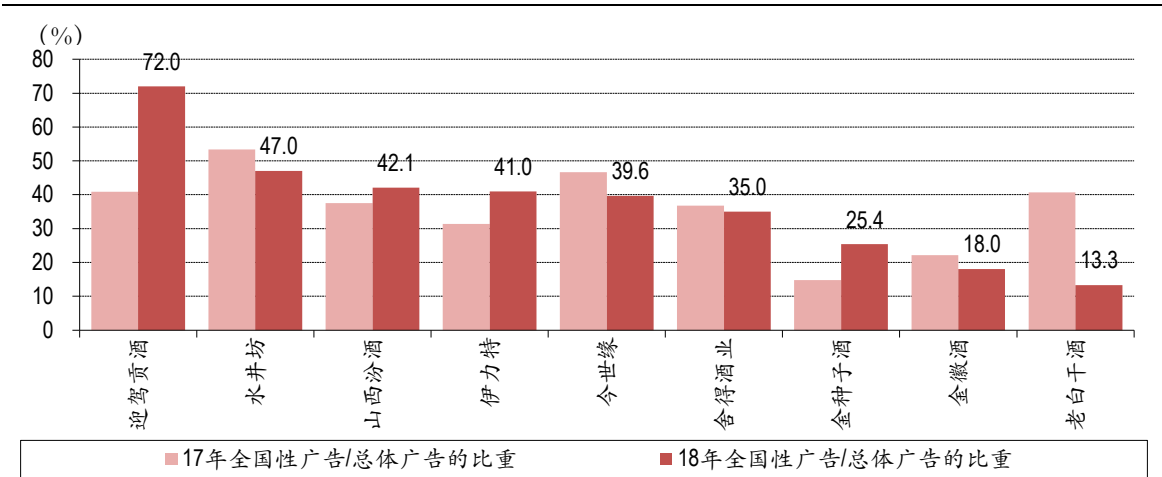


图表 14. 白酒上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 15. 白酒上市公司 17 年和 18 年全国性广告占比对比



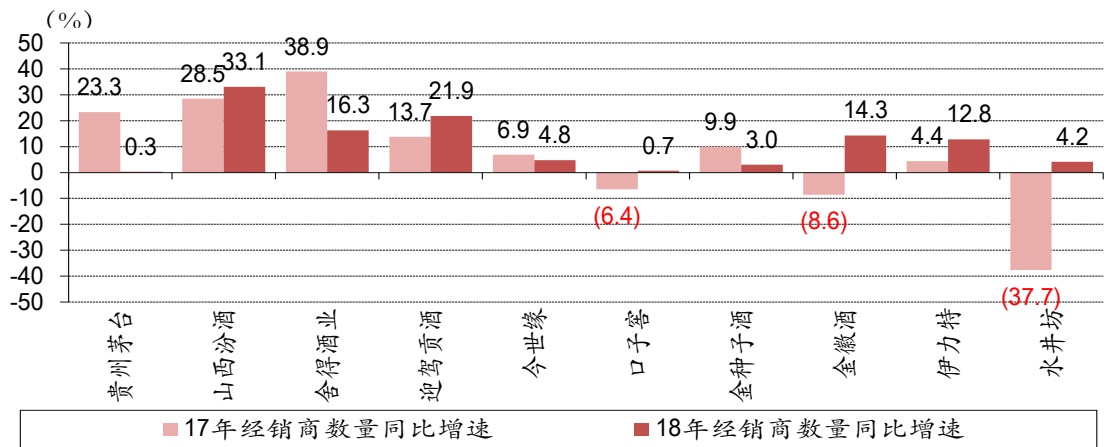
资料来源：万得，中银国际证券

18 年渠道扩张继续扩张，不过下半年明显放缓。18 年山西汾酒和迎驾贡酒经销商数量增长最快，分别增 33%、22%。茅台经销商由于内部整治，茅台酒经销商数量减少，系列酒增加，总体数量同比基本持平。





图表 16. 白酒上市公司经销商数量同比增速

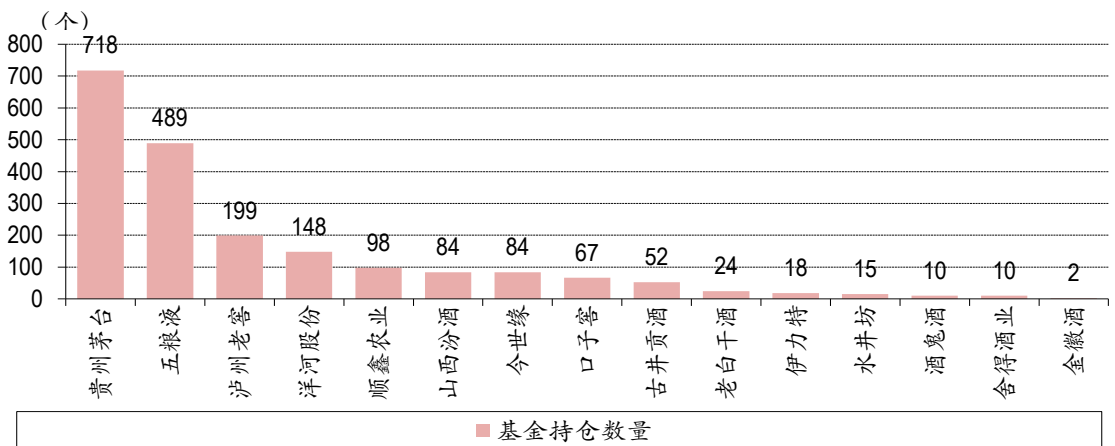


资料来源：万得，中银国际证券

### 1Q19 白酒基金仓位上升明显

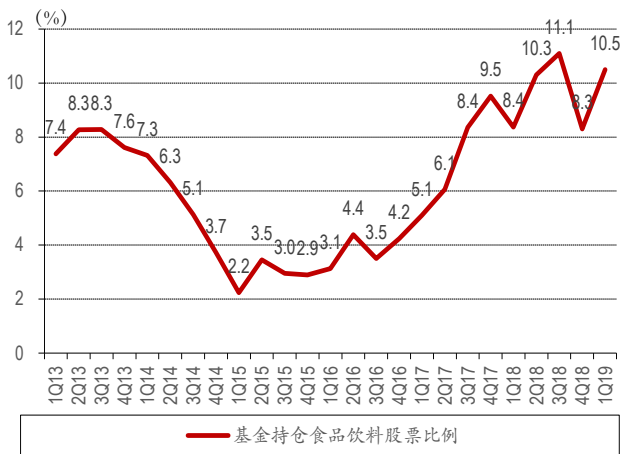
**1Q18 食品饮料基金仓位整体上升，白酒基金仓位上升明显。**根据我们测算，1Q19 基金重仓食品饮料股票市值占比 7.0%，环比增 1.4pct，同比增 1.5pct，基金重仓白酒股票市值占比 5.0%，环比增 1.6pct，同比增 1.1pct。根据我们估算，1Q19 基金全仓食品饮料股票市值占比 10.5%，基金全仓白酒股票市值占比 7.2%，高于历史均值（食品饮料 6.9%，白酒 4.0%），接近 3Q12 历史高点（食品饮料 12.9%，白酒 9.7%）。从基金重仓参与家数变动角度看，白酒受机构青睐明显。1Q19 食品饮料板块基金重仓参与家数排名靠前的公司中，白酒增持明显，由 4Q18 的 3.4% 增至 1Q19 的 5.0%，其中五粮液增持机构最多，增持家数为 349 家，茅台、泸州老窖次之。

图表 17. 1Q19 白酒股票重仓基金数量



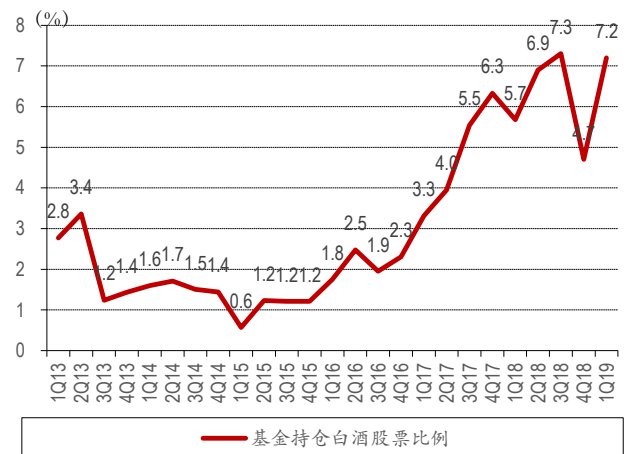
资料来源：万得，中银国际证券

图表 18. 全口径基金持仓食品饮料板块估算市值占比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 全口径基金持仓白酒板块估算市值占比



资料来源：万得，中银国际证券

### 投资建议：继续看好贵州茅台、山西汾酒，关注低估值品种

(1) 1Q19 白酒业绩高增长，当前市场预期已经从极度悲观恢复至合理水平，但白酒优质个股仍有较多机会，继续推荐贵州茅台、山西汾酒、顺鑫农业等品种。

(2) 适当关注低估值品种。年初至今五粮液领涨，股价启动之前五粮液相对茅台估值折价明显，公司有营销改革和产品换代的动作，再加上 1 季度销售超预期，估值快速修复至同类竞品的水平。现阶段低估值、有改革动作的品种可以关注，包括伊力特、金徽酒等。

### 风险提示

**白酒库存超预期，可能影响渠道信心。**如果跟踪的白酒库存量超预期，可能会影响渠道信心，进而影响白酒行业增长。

**经济下行对白酒需求产生负面影响。**如果经济出现显著下行，可能会对白酒消费需求，特别是中高端白酒消费需求造成显著影响。

附录图表 20. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
600519.SH	贵州茅台	买入	907.1	11,395	28.02	35.20	32.4	25.8	89.8
000858.SZ	五粮液	买入	99.2	3,851	3.45	4.27	28.8	23.2	16.4
600809.SH	山西汾酒	买入	55.9	487	1.69	2.42	33.3	23.3	7.2
000568.SZ	泸州老窖	增持	71.8	1,052	2.35	2.86	30.5	25.1	11.6
000860.SZ	顺鑫农业	买入	57.1	326	1.30	2.10	43.8	27.1	11.8
600702.SH	舍得酒业	买入	27.3	92	1.01	1.20	26.9	22.7	7.5
600887.SH	伊利股份	买入	30.3	1,845	1.06	1.22	28.6	24.8	4.6
2319.HK	蒙牛乳业	增持	29.7	1008	0.77	1.00	33.1	29.7	6.4
600597.SH	光明乳业	增持	10.2	125	0.28	0.44	36.4	23.3	4.4
600872.SH	中炬高新	买入	34.9	278	0.76	0.89	45.8	39.2	4.5
603288.SH	海天味业	增持	91.5	2,471	1.62	1.94	56.6	47.2	5.1
603027.SH	千禾味业	增持	23.0	75	0.74	0.66	31.2	34.8	3.8
600305.SH	恒顺醋业	增持	13.6	106	0.39	0.39	31.4	34.9	2.6

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截至 2019 年 5 月 10 日

## 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