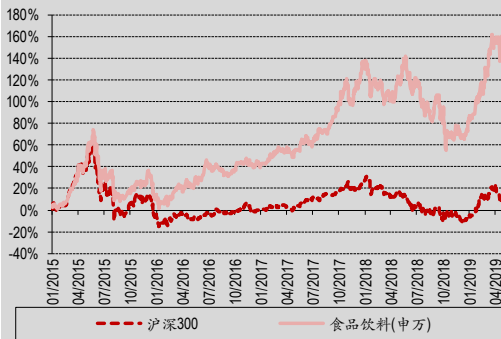




# 强于大市

## 食品饮料行业周报

### 行业走势



资料来源：万得

### 相关研究报告

《周观点：变革中的五粮液，新品成功换代概率高》20190513

《食品饮料类社零数据点评：4月食品饮料消费保持较强势头》20190515

《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》20190513

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

### 从ROE/PB角度看食品饮料，当前白酒投资性价比依然最高

一周市场回顾-食品饮料上涨。上周食品饮料板块上涨 2.29%，跑赢沪深 300 (-2.19%)，其中黄酒涨幅最大 (+8.6%)，葡萄酒跌幅最大 (-2.5%)。从 ROE/PB 角度看食品饮料，当前白酒投资性价比依然最高。继续看好贵州茅台、山西汾酒，关注低估值品种。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 2.29%，跑赢沪深 300 (-2.19%)，其中黄酒涨幅最大 (+8.6%)，葡萄酒跌幅最大 (-2.5%)。
- 从 ROE/PB 角度看食品饮料，当前白酒投资性价比依然最高。我们采用计算个股 2018 年扣非加权 ROE 除以最新 PB 的形式比较投资性价比，计算范围包括 A 股和港股上市公司。(1) 比较食品饮料各子板块个股 ROE/PB 的中位数，中位数越高意味着性价比越高。白酒 17 只个股 ROE/PB 的中位数为 3.7%，啤酒 6 只个股为 0.8%，乳制品 12 只个股为 2.4%，调味发酵品 12 只个股为 2.2%，肉制品 10 只个股为 2.4%；(2) 比较食品饮料各子板块符合 2018 年扣非加权 ROE 大于 20% 且 ROE/PB 大于 3% 的个股数量，数量越多意味着性价比越高。食品饮料板块共计 17 只个股符合标准，其中白酒 8 只（洋河股份、口子窖、五粮液、贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、水井坊），乳制品 2 只（伊利股份、澳优），调味发酵品 2 只（安琪酵母、涪陵榨菜），肉制品 2 只（双汇发展、绝味食品），此外养元饮品、承德露露、广州酒家亦符合标准。
- 继续看好贵州茅台、山西汾酒，关注低估值品种。(1) 1Q19 白酒业绩高速增长，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。近期市场对茅台集团成立营销子公司争议较大，我们认为该事件也可能是个契机，推动公司进一步完善治理结构，并加快渠道利润回流。(2) 适当关注低估值品种。年初至今五粮液涨幅靠前，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。
- 推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、伊利股份。

#### 行业重大数据变化

- 5 月第 2 周生鲜乳价格同比+3.5%。235 次 GDT 拍卖全脂奶粉折合价格 +6.8%，脱脂奶粉折合价格+28.9%。5 月第 2 周生猪价同比+48.4%，仔猪价同比+102.3%。5 月第 3 周猪粮比 8.11（同比+2.52）。

#### 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：变革中的五粮液，新品成功换代概率高（2019.05.13） .....	12
食品饮料类社零数据点评：4月食品饮料消费保持较强势头（2019.05.15） .....	12
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(2019.05.13)...	12
股东大会 .....	13
风险提示 .....	14

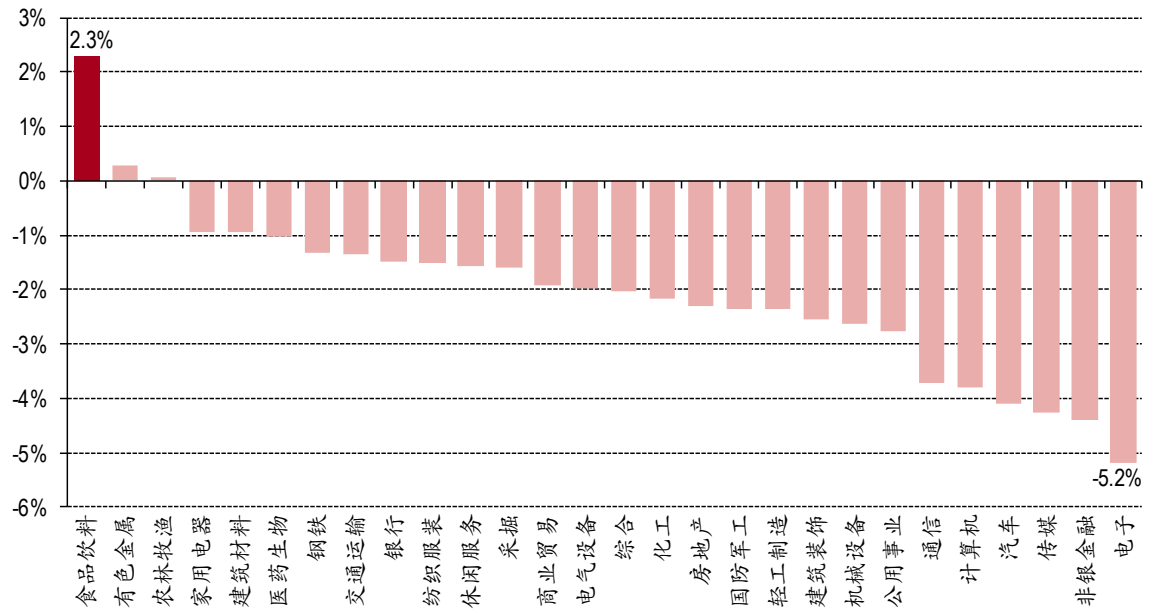


## 图表目录

图表 1. 上周各板块涨跌幅.....	4
图表 2. 5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. 5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.....	5
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.....	13

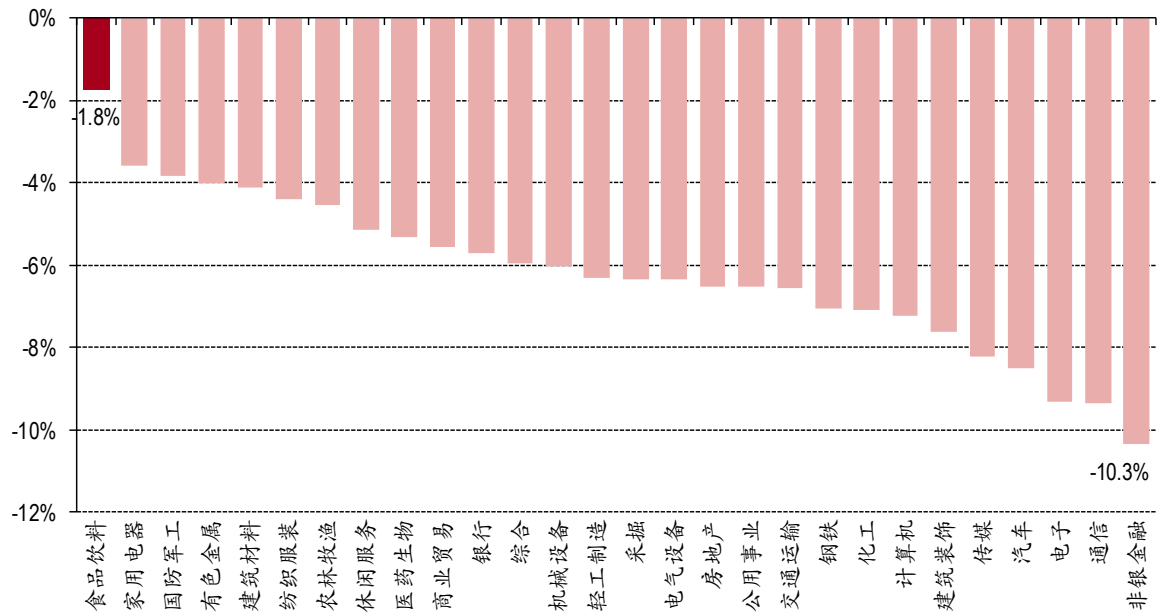
## 行情回顾

图表 1. 上周各板块涨跌幅



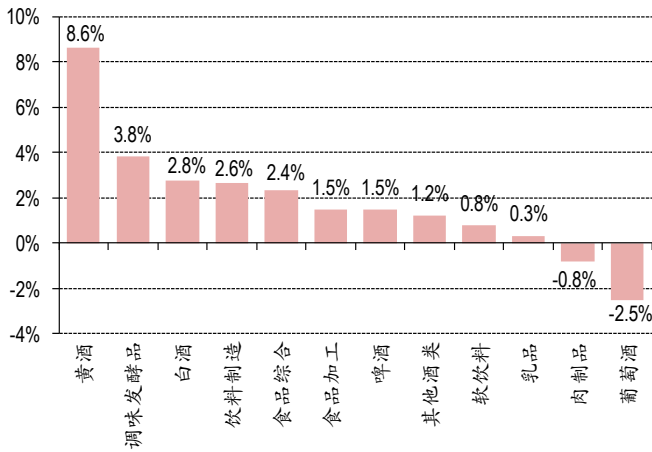
资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 5月各板块涨跌幅



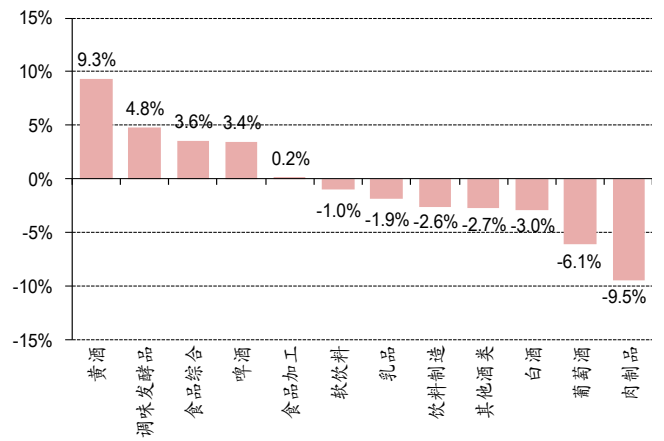
资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 上周食品饮料子板块涨跌幅



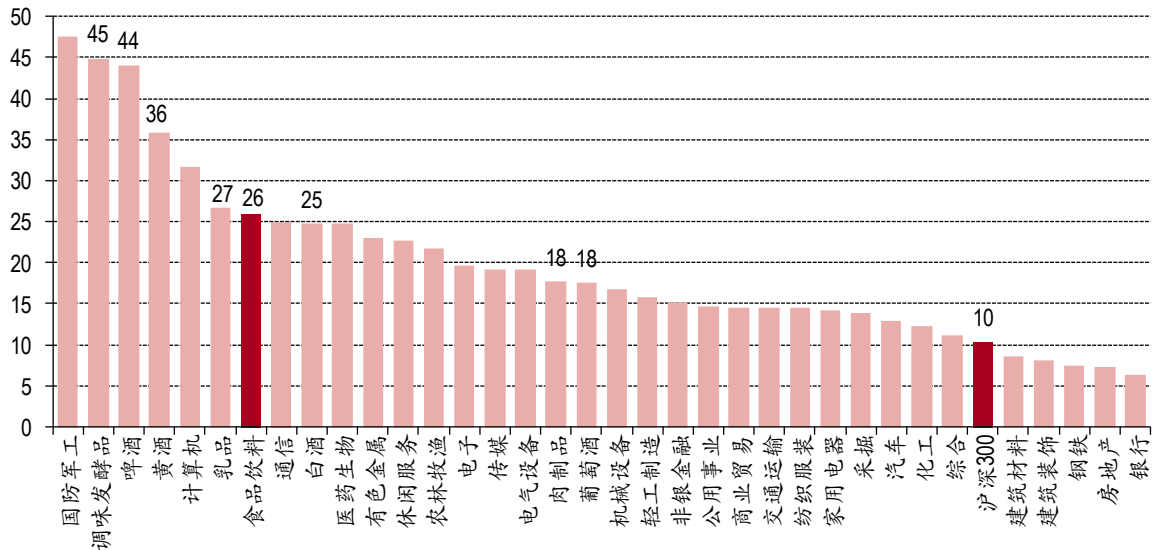
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 5月食品饮料子板块涨跌幅



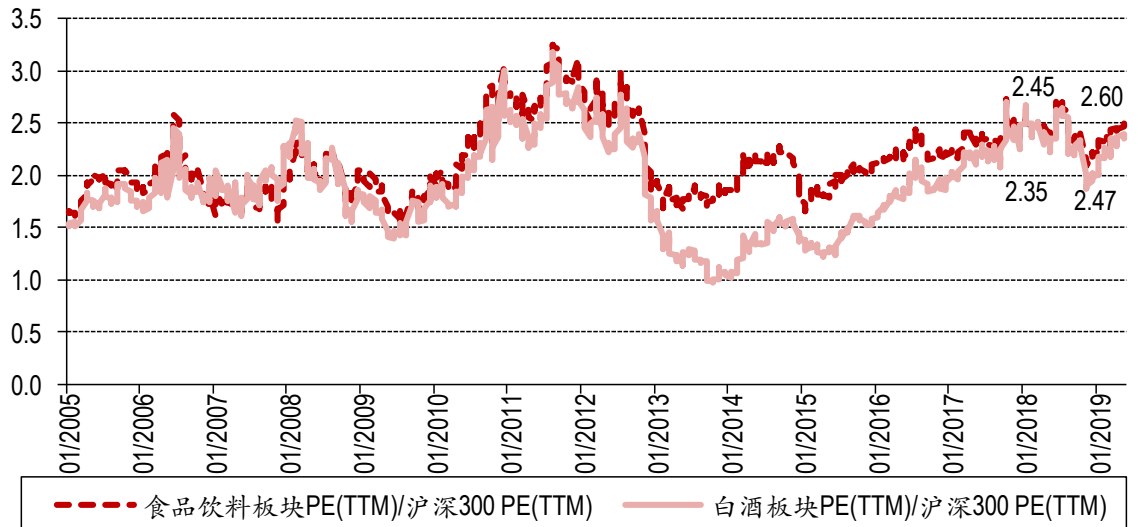
资料来源: 万得, 中银国际证券

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	11.5	29.8	28.2	50.3	24.4	36.1	19.7	53.0	30.9

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
通葡股份	18.9	黑芝麻	(11.1)	双塔食品	76.9	金字火腿	(23.5)
古越龙山	13.7	麦趣尔	(9.3)	维维股份	26.3	得利斯	(19.7)
双塔食品	13.6	金字火腿	(8.0)	安记食品	26.1	广弘控股	(18.2)
盐津铺子	12.2	广泽股份	(6.4)	海欣食品	22.6	莲花健康	(14.9)
口子窖	12.2	得利斯	(6.1)	三全食品	16.8	通葡股份	(13.1)
三全食品	10.7	梅花生物	(5.5)	来伊份	15.6	西藏发展	(12.8)
维维股份	10.0	中葡股份	(4.7)	古越龙山	15.1	中葡股份	(11.0)
安记食品	9.5	燕塘乳业	(4.5)	重庆啤酒	14.5	双汇发展	(9.7)
千禾味业	9.1	西藏发展	(4.2)	爱普股份	13.4	广泽股份	(9.5)
好想你	9.0	华统股份	(3.0)	加加食品	12.8	口子窖	(7.2)

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

股票代码	股票简称	市值 (亿)	股价 (元)		EPS			PE			评级
			2019/5/17	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
<b>白酒</b>											
600519.SH	贵州茅台	11,391	906.79	28.02	35.20	42.48	32.4	25.8	21.3	买入	
000858.SZ	五粮液	4,132	106.46	3.45	4.27	5.10	30.9	24.9	20.9	买入	
600809.SH	山西汾酒	520	59.70	1.68	2.40	3.04	35.6	24.9	19.7	买入	
000568.SZ	泸州老窖	1,133	77.35	2.38	3.05	3.54	32.5	25.4	21.8	增持	
000860.SZ	顺鑫农业	329	57.69	1.30	2.10	2.88	44.2	27.4	20.0	买入	
600702.SH	舍得酒业	93	27.55	1.01	1.20	1.47	27.2	22.9	18.8	买入	
<b>食品</b>											
600887.SH	伊利股份	1,854	30.41	1.06	1.22	1.48	28.8	24.9	20.6	买入	
2319.HK	蒙牛乳业	1,039	26.45	0.77	1.00	1.20	34.2	26.4	22.1	增持	
600597.SH	光明乳业	123	10.03	0.28	0.44	0.49	35.9	23.0	20.3	增持	
600872.SH	中炬高新	288	36.14	0.76	0.89	1.12	47.4	40.6	32.3	买入	
603288.SH	海天味业	2,565	95.00	1.62	1.94	2.28	58.8	48.9	41.6	增持	
603027.SH	千禾味业	82	25.06	0.74	0.66	0.80	34.1	38.0	31.3	增持	
600305.SH	恒顺醋业	111	14.11	0.43	0.39	0.44	32.7	36.2	32.1	增持	
000895.SZ	双汇发展	830	25.14	1.49	1.55	1.67	16.9	16.2	15.0	增持	

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 港股公司市值和股价已换算为人民币

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	
			2019/5/17	FY1	FY2	FY1	FY2	
<b>烈性酒</b>								
帝亚吉欧	英镑	780	33.5	1.29	1.37	26.0	24.4	
保乐力加	欧元	410	160.6	6.32	7.05	25.4	22.8	
布朗福曼	美元	245	52.1	1.71	1.82	30.5	28.6	
人头马	欧元	60	119.4	3.24	3.75	36.9	31.8	
金巴利	欧元	106	9.2	0.24	0.27	38.2	33.9	
<b>其他酒</b>								
喜力	欧元	556	97.4	4.47	4.81	21.8	20.2	
百威英博	美元	1,679	82.6	4.66	4.85	17.7	17.0	
<b>食品</b>								
雀巢	瑞士法郎	2,983	100.0	4.35	4.75	23.0	21.1	
百事可乐	美元	1,786	130.5	5.52	5.97	23.6	21.9	
可口可乐	美元	2,077	49.2	2.10	2.26	23.4	21.8	
亿滋国际	美元	727	52.2	2.48	2.67	21.1	19.6	
达能	欧元	479	71.2	3.83	4.24	18.6	16.8	

资料来源: Thomson One

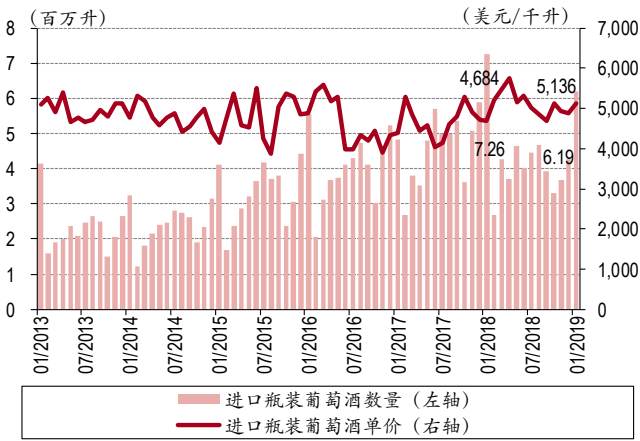
注: 帝亚吉欧、保乐力加财年结束于6月30日, 布朗福曼财年结束于4月30日, 人头马财年结束于3月31日。FY1表示未来第1个财报年度, FY2同理。



**行业数据跟踪**

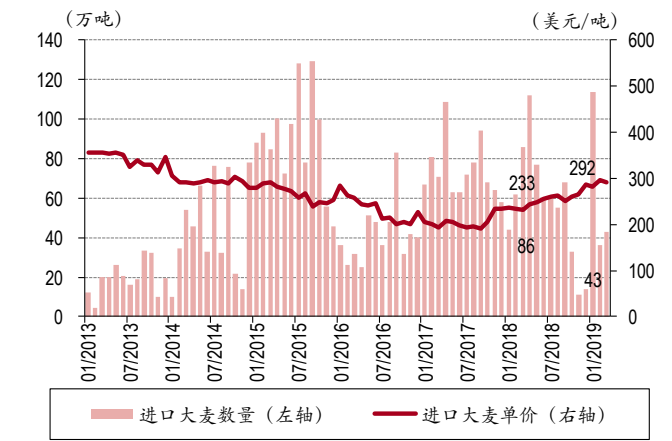
**酒类**

**图表 11. 进口葡萄酒数量与单价**



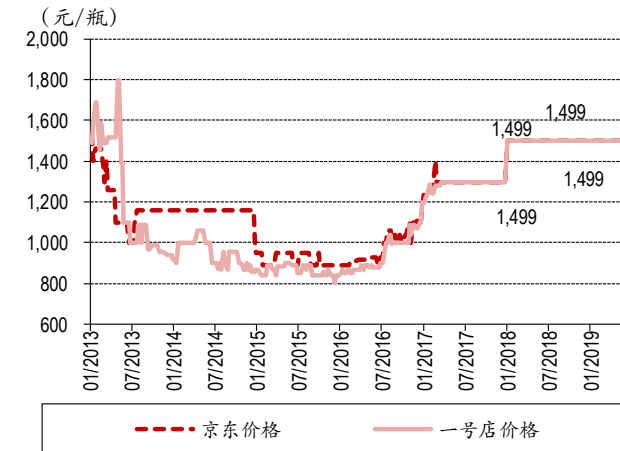
资料来源：海关总署，万得，中银国际证券  
注：去年同期进口葡萄酒数量与单价7.26与4,684

**图表 12. 进口大麦数量与单价**



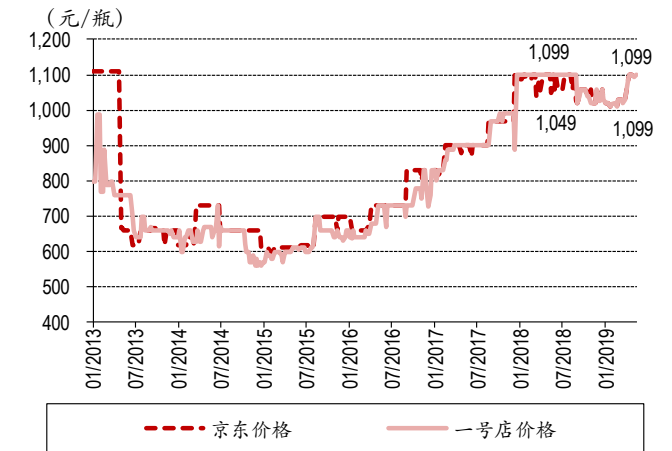
资料来源：海关总署，万得，中银国际证券  
注：去年同期进口大麦数量与单价86与233

**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1,049与1,099



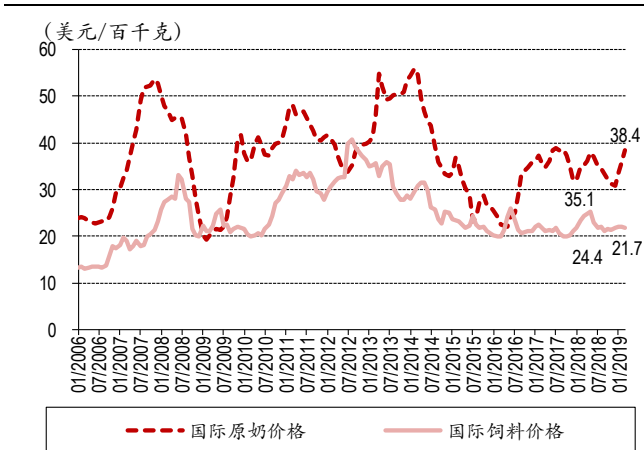
图表 15. 白酒电商价格

	5月第2周价格(元/瓶)			5月第3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	5月第2周	5月第3周	
15年茅台	5188	4,799	4,999	5,188	4,799	4,999	4,995	4,995	0
53度飞天茅台	-	1,499	-	-	1,499	-	1,499	1,499	0
52度五粮液	1,099	1,099	1,099	1,099	1,099	1,099	1,099	1,099	0
52度1573	969	888	1,078	899	888	1,078	978	955	↓(23)
52度泸州老窖特曲	248	238	262	238	238	262	249	246	↓(3)
52度水井坊井台装	539	-	519	539	-	519	529	529	0
52度水井坊臻酿八号	359	389	359	349	389	359	369	366	↓(3)
53度青花瓷汾酒30年	679	698	752	679	678	752	710	703	↓(7)
53度青花瓷汾酒20年	438	418	-	458	418	-	428	438	↑(10)
52度梦之蓝M3	559	528	681	559	528	681	589	589	0
52度天之蓝	386	359	466	386	386	466	404	413	↑(9)
50度古井年份原浆5年	157	178	-	165	178	-	168	172	↑(4)
50度古井年份原浆献礼	105	105	-	128	128	-	105	128	↑(23)
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

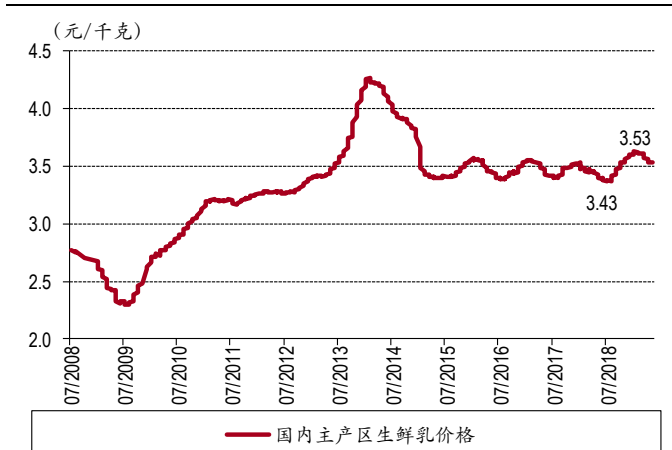
图表 16. IFCN 原奶价格与饲料价格



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 35.1 与 24.4

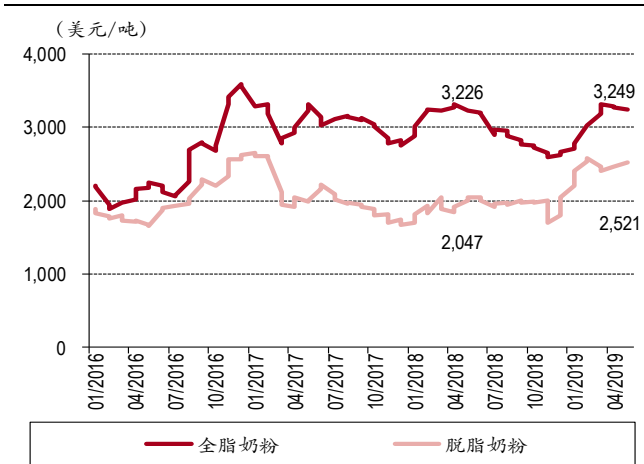
图表 17. 国内主产区生鲜乳价格



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 3.43

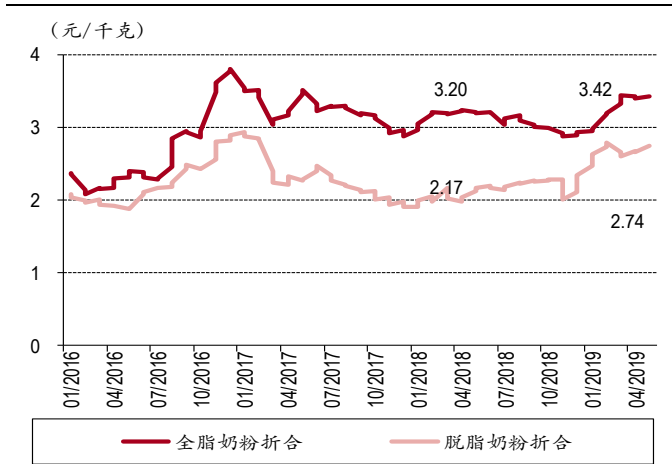
图表 18. GDT 奶粉拍卖价格



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 2,047

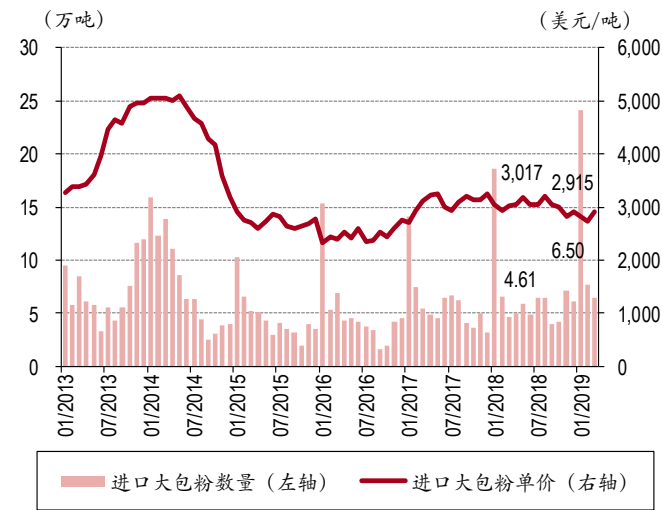
图表 19. GDT 奶粉折合国内原奶价格



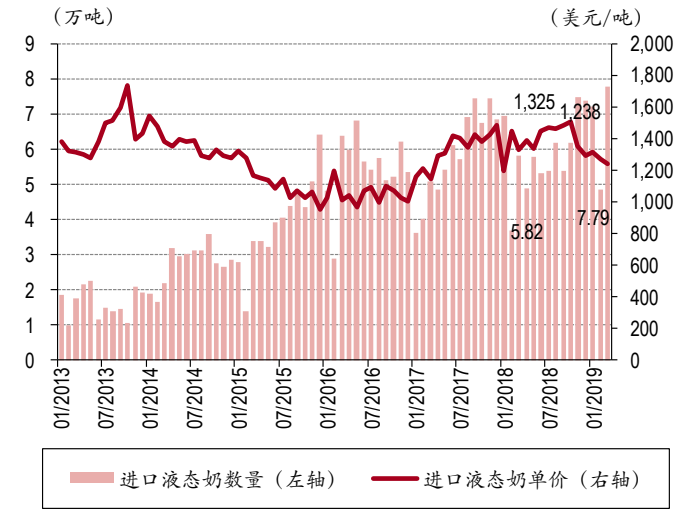
资料来源: GDT, 万得, 中银国际证券

注: 去年同期 GDT 奶粉折合国内原奶价格为 3.20 与 2.17

**图表 20. 进口大包粉数量与单价**

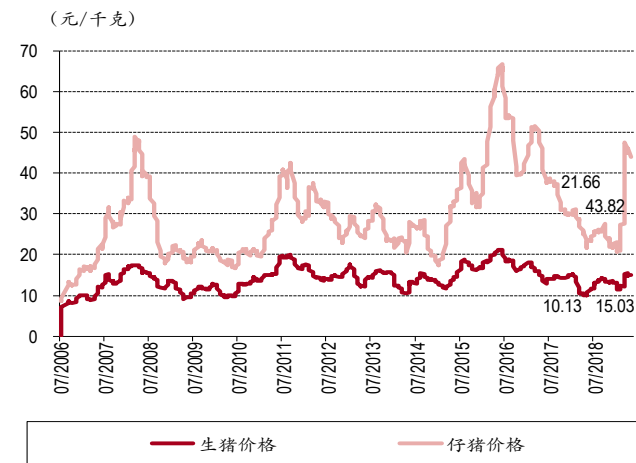


**图表 21. 进口液态奶数量与单价**



**肉类**

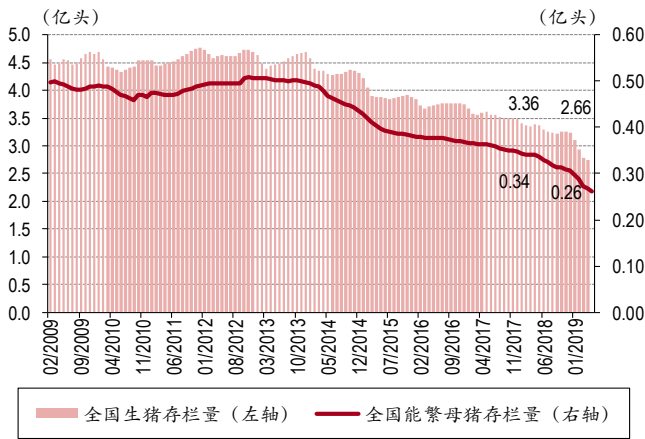
**图表 22. 国内生猪价格与仔猪价格**



**图表 23. 猪粮比**

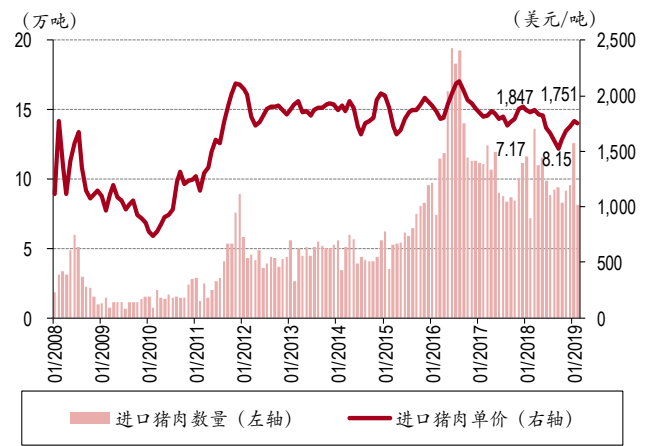


图表 24. 国内生猪与能繁母猪存栏量



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 3.36 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 7.17 与 1,847

## 上周研究报告回顾

### 周观点：变革中的五粮液，新品成功换代概率高（2019.05.13）

一周市场回顾-食品饮料下跌。上周食品饮料板块下跌 3.96%，跑赢沪深 300（-4.67%），其中啤酒涨幅最大（+1.9%），肉制品跌幅最大（-8.7%）。变革中的五粮液，新品成功换代概率高。继续看好贵州茅台、山西汾酒，关注低估值品种。推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、伊利股份。

### 食品饮料类社零数据点评：4月食品饮料消费保持较强势头（2019.05.15）

国家统计局公布 2019 年 4 月社会消费品零售额数据。部分因节假日因素，4 月社零总额增速为 2003 年 5 月以来低点，但食品饮料消费仍保持较强势头。整体看 1-4 月，社零总额增速放缓，但依然稳健，食品饮料消费表现更佳。推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、伊利股份。

### 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（2019.05.13）

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。

## 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
深粮控股	2018 年度	2019/05/20	星期一 14:30	深圳市福田区福虹路 9 号世贸广场 A 座 13 楼公司中会议室
科迪乳业	2018 年度	2019/05/20	星期一 9:00	河南省虞城县利民镇河南科迪乳业股份有限公司会议室
古井贡酒	2018 年度	2019/05/20	星期一 9:30	安徽省亳州市谯城区古井镇公司总部 10 楼会议室
青青稞酒	2018 年度	2019/05/20	星期一 14:00	北京市朝阳区京顺东街 6 号院 8 号楼会议室
天味食品	2018 年度	2019/05/21	星期二 10:00	成都市双流区西航港街道腾飞一路 333 号公司会议室
新乳业	2018 年度	2019/05/21	星期二 14:00	成都市高新区科华南路 339 号成都科华明宇豪雅饭店五楼会议室
迎驾贡酒	2018 年度	2019/05/21	星期二 14:30	安徽省霍山县佛子岭镇迎驾山庄会议室
龙大肉食	2019 年第四次	2019/05/21	星期二 14:30	山东省莱阳市龙门东路 99 号公司三楼会议室
佳隆股份	2018 年度	2019/05/21	星期二 14:30	广东省普宁市池尾工业区上寮园 256 幢 0138 号公司 3 楼会议室
得利斯	2018 年度	2019/05/21	星期二 14:30	山东省诸城市昌城镇驻地公司董事会办公室
广州酒家	2018 年度	2019/05/22	星期三 14:30	广州市番禺区南村镇兴南大道 565 号利口福食品公司 1 楼会议室
洽洽食品	2019 年第一次	2019/05/22	星期三 14:00	安徽省合肥经济技术开发区莲花路 1307 号公司三楼会议室
洋河股份	2018 年度	2019/05/23	星期四 9:30	江苏省南京市雨花经济开发区凤汇大道 18 号营运中心 429 会议室
老白干酒	2018 年度	2019/05/23	星期四 9:30	河北省衡水市人民东路 39 号公司 13 楼 1308 会议室
庄园牧场	2019 年第一次	2019/05/23	星期四 14:30	甘肃省兰州市城关区雁园路 601 号甘肃省商会大厦 26 层会议室
金枫酒业	2018 年度	2019/05/24	星期五 13:30	上海影城五楼多功能厅
金种子酒	2018 年度	2019/05/24	星期五 14:30	安徽省阜阳市颍州区莲花路 259 号公司总部二楼会议室
贝因美	2019 年第二次	2019/05/24	星期五 14:30	浙江省杭州市滨江区南环路 3758 号会议室
维维股份	2018 年度	2019/05/24	星期五 14:00	江苏省徐州市维维大道 300 号公司办公楼四楼会议室
会稽山	2018 年度	2019/05/27	星期一 14:00	浙江省绍兴市柯桥区湖塘街道杨绍路 2579 号公司三楼会议室
贵州茅台	2018 年度	2019/05/29	星期三 9:30	贵州省仁怀市茅台镇茅台国际大酒店
燕塘乳业	2018 年度	2019/05/30	星期四 14:30	广州市黄埔区香荔路 188 号公司新工厂行政楼五楼 2 号会议室
青海春天	2018 年度	2019/05/31	星期五 14:00	青海省西宁市城西区黄河路 160 号胜利宾馆会议中心玉树厅
妙可蓝多	2018 年度	2019/05/31	星期五 14:00	上海市奉贤区工业路 899 号公司会议室
三元股份	2018 年度	2019/06/05	星期三 13:00	北京市大兴区瀛海瀛昌街 8 号, 公司工业园南区四楼会议室
水井坊	2018 年度	2019/06/06	星期四 9:30	成都富力丽思卡尔顿酒店 (成都市青羊区顺城大街 269 号)
ST 西发	2018 年度	2019/06/27	星期四 14:00	成都市武侯区人民南路四段 48 号首座万丽酒店 3 层会议室
庄园牧场	2018 年度	2019/06/27	星期四 14:00	甘肃省兰州市城关区雁园路 601 号甘肃省商会大厦 26 层会议室
黑芝麻	2018 年度	2019/06/28	星期五 14:00	广西南宁市双拥路 36 号南方食品大厦五楼公司会议室
青岛啤酒	2018 年度	2019/06/28	星期五 13:30	青岛市市北区登州路 56 号青岛啤酒厂综合楼一楼会议室

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