

强于大市

白酒行业 2022 年年报 & 2023 年一季报综述

2022 年业绩韧性强，1Q23 终端需求复苏

虽然消费场景受疫情影响较大，但是 2022 年白酒业绩展现出较强的韧性，行业集中度延续了提升趋势。1Q23 复苏次第展开，白酒营收、净利同比增速分别为 15.9%、19.2%。2022 年、1Q23 白酒行业利润率持续上行，我们预计未来将延续。2022 年全国扩张的次高端业绩弹性较大，但 1Q23 高端酒率先复苏，地产酒跟随其后，全国次高端复苏节奏则偏慢。白酒五一需求持续向好，看好全年的投资机会。

支撑评级的要点

- 虽然消费场景受疫情影响较大，但是 2022 年白酒业绩展现出较强的韧性，行业集中度延续了提升趋势。2022 年白酒上市公司总体营收、净利同比增速分别为 15.2%、20.3%。各家公司业绩分化较大，6 家收入增速超过 20%，7 家收入增速位于 10-20%，2 家收入增速位于 0-10%，4 家收入出现下滑。2021 年白酒上市公司营收占行业比重为 50.0%，2022 年比重提升到 52.7%。根据年报披露的经营计划，2023 年高端酒目标稳健，其它酒相对积极。
- 1Q23 复苏次第展开，白酒营收、净利同比增速分别为 15.9%、19.2%。春节期间和节后需求出现明显改善，经历了 1-2 月集中爆发之后，3 月份需求回补的影响减弱，而商务活动和消费能力恢复还需时间，因此短期需求趋于平淡，4 月份开始终端需求重现改善态势。
- 2022 年、1Q23 白酒行业利润率持续上行，我们预计未来将延续。2022 年、1Q23 产品结构升级持续优化，维持了上行趋势，毛利率分别同比 +1.3pct、+0.5pct。2022 年、1Q23 销售费用率分别同比 -0.4pct、-0.5pct，延续了下降趋势。
- 2022 年全国扩张的次高端业绩弹性较大，1Q23 高端酒率先复苏，地产酒跟随其后，全国次高端复苏节奏则偏慢。(1) 高端酒（贵州茅台+五粮液+泸州老窖）2022 年收入、归母净利同比增速分别为 15.6%、19.1%，1Q23 同比分别增 17.2%、19.7%。2022 年高端酒消费场景受冲击相对较小，渠道吸纳能力较强，消费需求有一定的刚性，2023 年 1 月份又率先出现复苏，因此 2022 年和 1Q23 均维持了稳健增长。(2) 全国扩张的次高端酒（山西汾酒+洋河股份+水井坊+舍得酒业+酒鬼酒），2022 年收入、归母净利同比增速分别为 21.9%、32.6%，1Q23 同比分别增 10.6%、14.9%。2022 年全国次高端季度间业绩波动较大，全年来看仍展现出了较高的业绩弹性。由于 1-2 月的复苏进度偏慢，1Q23 业绩增速环比 2022 年明显降速。(3) 地产酒（古井贡酒+口子窖+迎驾贡酒+今世缘+伊力特+金徽酒+老白干酒+青青稞酒+金种子酒），2022 年收入、归母净利同比分别增 16.3%、18.9%，1Q23 分别增 22.6%、20.0%。1Q23 受益于返乡人数增加，春节期间需求出现脉冲式增长，地产酒复苏进度快于全国次高端。

相关研究报告

- 《食品饮料行业周报》20230508
- 《食品饮料行业周报》20230424
- 《食品饮料社零数据点评》20230419

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

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

投资建议

- 白酒五一需求持续向好，看好全年的投资机会。(1) 根据商务部商务大数据监测，五一期间，全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 18.9%，烟酒销售额同比增长 15.1%，重点餐饮企业销售额同比增长 57.9%。根据微酒五一期间的调查显示，白酒消费复苏节奏加速，商家逐渐走出此前滞销的担忧。根据五粮液业绩说明会，五一期间公司产品销售及宴会活动开展场次均取得两位数增长。(2) 白酒季报捷报频传，1 季度上市公司收入同比增 16%，好于我们原来的预期，在食品饮料主要子行业中营收增速最快。4 月份开始终端需求重现改善态势，行业进入新阶段，我们预计 2 季度好于 1 季度，下半年好于上半年。受益于低基数、宴席需求回补、商务活动增多、消费能力恢复，我们预计 2 季度营收增速回升至 20%。(3) 重视次高端、大清香的机会，可深度全国化的品种增长确定性强，重点推荐山西汾酒。推荐根据地市场还有较大成长空间的今世缘，业绩成长确定性高的贵州茅台和五粮液，值得长期布局。建议关注口子窖和顺鑫农业的变化。

评级面临的主要风险

- 宏观经济波动影响白酒需求。渠道库存超预期。茅五价格波动。

目录

2022 年报表业绩韧性强，2023 年 1 季度终端需求复苏	4
白酒行业最新观点	11
风险提示	12

图表目录

图表 1.食品饮料子板块营收及净利增速.....	4
图表 2. 白酒行业与上市公司营收增速对比.....	5
图表 3. 白酒行业与上市公司利润增速对比.....	5
图表 4. 食品饮料类社零数据当月同比.....	5
图表 5. 2019-2023.3 食品饮料类社零数据累计同比增速	5
图表 6. 白酒上市公司 2022 年与 1Q23 业绩概览.....	6
图表 7. 不同类型白酒 2022 与 1Q23 收入、归母净利增速.....	6
图表 8. 白酒上市公司 2022 年均价及同比增速.....	7
图表 9. 白酒上市公司 2022 年销量及同比增速.....	7
图表 10. 白酒上市公司 2022 年和 1Q23 毛利率同比+1.3pct、 +0.5pct	7
图表 11. 白酒上市公司销售毛利率对比	8
图表 12. 部分公司大本营和非大本营收入增速变化.....	8
图表 13. 白酒上市公司经销商数量同比增速.....	9
图表 14. 白酒上市公司销售费用率 2022 年和 1Q23 同比-0.4pct、 -0.5pct	9
图表 15. 白酒上市公司销售费用率对比.....	9
图表 16. 白酒上市公司经营计划.....	10

2022 年报表业绩韧性强，2023 年 1 季度终端需求复苏

食品饮料维持了稳健增长，白酒营收领跑主要子行业。2022 年食品饮料板块营收、净利同比增速分别为 6.1%、11.5%，1Q23 同比分别增 9.3%、16.1%。2022 年、1Q23 白酒板块营收同比分别增 15.2%、15.9%，营收增速领跑主要子行业。

图表 1.食品饮料子板块营收及净利增速

食品饮料子板块	营收增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	4Q22	2022	1Q23	4Q22	2022	1Q23
白酒	12.6	15.2	15.9	17.6	20.3	19.2
啤酒	(1.6)	7.3	13.0	(18.6)	13.0	29.8
其他酒类	(0.5)	(4.3)	(1.2)	(551.5)	(81.2)	28.2
软饮料	0.1	(0.4)	12.7	8.8	(11.6)	41.5
乳品	5.9	7.1	5.8	65.1	(2.6)	2.0
零食	(5.1)	(3.0)	(12.7)	(0.5)	(11.9)	24.5
烘焙食品	(3.6)	3.5	13.0	(48.7)	(25.7)	20.9
熟食	(4.5)	1.7	6.8	(488.5)	(66.6)	42.3
调味发酵品	1.0	8.4	5.7	(55.6)	(13.7)	5.7

资料来源：万得，中银证券

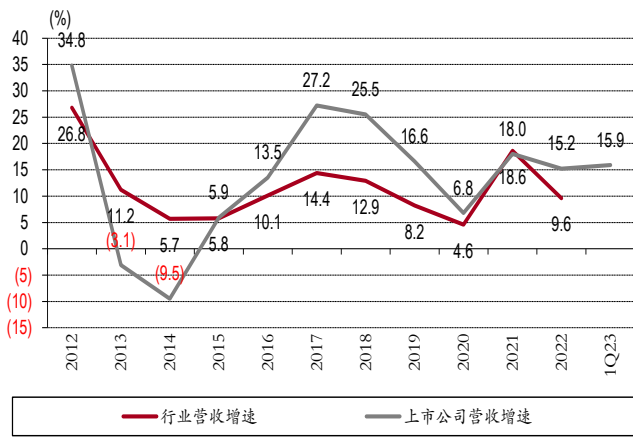
虽然消费场景受疫情影响较大，但是 2022 年白酒业绩展现出较强的韧性，不同公司分化较大。2022 年白酒上市公司总体营收、净利同比增速分别为 15.2%、20.3%。复盘 2022 年，1-2 月景气度较高，3 月开始全国疫情扩散，3-5 月消费场景受疫情冲击较大，6 月有所恢复。而 4 季度白酒需求受疫情的冲击大于前 3 季度，同时库存同比有所上升，主流酒企普遍以降库存、稳价盘为目标。2022 年餐饮零售额同比降 6.3%，烟酒类零售额同比增 2.3%，烟酒类年度增速为近三年底部位置。各家公司业绩分化较大，6 家收入增速超过 20%，7 家收入增速位于 10-20%，2 家收入增速位于 0-10%，4 家收入出现下滑。

2022 年行业集中度延续了提升趋势。2021 年白酒上市公司营收占白酒行业比重为 50.0%，2022 年比重提升到 52.7%。

1Q23 复苏次第展开，白酒上市公司总体营收、净利同比增速分别为 15.9%、19.2%。从 22 年 12 月至 23 年 2 月三个月的合计数据来看，整体呈现弱复苏的态势，但其中春节和节后需求出现明显改善，主要由于 22 年 4 季度受压制的白酒需求延后兑现。虽然春节期间较短，对消费场景有一定有影响，但春节返乡人数大增，推动了春节期间需求恢复至接近正常水平，特别高端白酒及地产酒受益礼赠、宴席回补、亲朋聚饮等场景。经历了 1-2 月集中爆发之后，3 月份需求回补的影响减弱，而商务活动和消费能力恢复还需时间，因此短期需求趋于平淡。2023 年 1-3 月社零餐饮类零售额同比 5.8%，烟酒类零售额增速 6.8%。

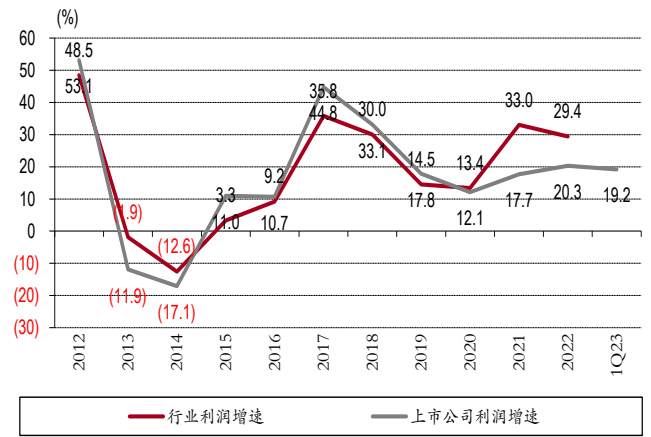
2023 年 4 月重拾改善趋势，我们预计 2 季度好于 1 季度，下半年好于上半年。我们认为 2023 年行业复苏分为两个阶段，第一阶段是消费场景恢复，第二阶段是消费能力的恢复。对白酒而言，1 季度已经完成消费场景的恢复，2-4 季度将进入消费能力恢复的阶段。4 月份开始终端需求重现改善态势，行业进入新阶段，我们预计 2 季度好于 1 季度，下半年好于上半年。受益于低基数、宴席需求回补、商务活动增多、消费能力恢复，我们预计 2 季度营收增速回升至 20%，下半年维持改善态势。

图表 2. 白酒行业与上市公司营收增速对比



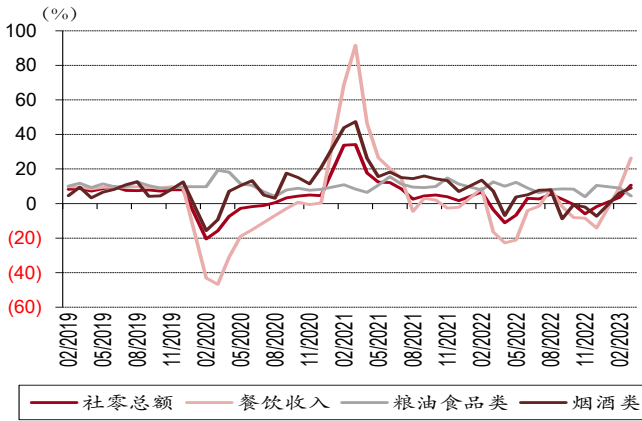
资料来源：万得、国家统计局、中银证券

图表 3. 白酒行业与上市公司利润增速对比



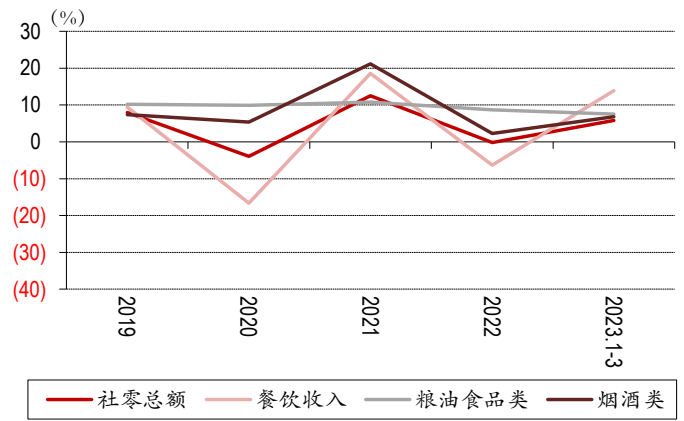
资料来源：万得、国家统计局、中银证券

图表 4. 食品饮料类社零数据当月同比



资料来源：万得、国家统计局、中银证券

图表 5. 2019-2023.3 食品饮料类社零数据累计同比增速



资料来源：万得、国家统计局、中银证券

2022 年全国扩张的次高端业绩弹性较大，高端酒稳健增长，地产酒分化较大。1Q23 高端酒率先复苏，地产酒跟随其后，全国次高端复苏节奏偏慢。

(1) 高端酒（贵州茅台+五粮液+泸州老窖）2022 年收入、归母净利润同比分别增 15.6%、19.1%，1Q23 收入、归母净利润同比分别增 17.2%、19.7%。2022 年高端酒消费场景受冲击相对较小，渠道吸纳能力较强，消费需求有一定的刚性，2023 年 1 月份又率先出现复苏，因此 2022 年和 1Q23 均维持了稳健增长。

(2) 全国扩张的次高端酒（山西汾酒+洋河股份+水井坊+舍得酒业+酒鬼酒），2022 年收入、归母净利润同比分别增 21.9%、32.6%，1Q23 收入、归母净利润同比分别增 10.6%、14.9%。2022 年全国次高端季度间业绩波动较大，全年来看仍展现出了较高的业绩弹性。由于 1-2 月的复苏进度偏慢，1Q23 业绩增速环比 2022 年明显降速。我们预计下一阶段次高端可接力复苏，重现快速增长态势，业绩向上弹性较高，可深度全国化的品种增长确定性强。

(3) 地产酒（古井贡酒+口子窖+迎驾贡酒+今世缘+伊力特+金徽酒+老白干酒+青青稞酒+金种子酒），2022 年收入、归母净利润同比增速分别为 16.3%、18.9%，1Q23 收入、归母净利润同比增速分别为 12.6%、20.0%。由于地产酒销售集中在大本营市场，各地受疫情影响程度不同，因此个股分化较大，2022 年整体增速慢于全国性次高端，略高于高端酒。1Q23 受益于返乡人数增加，春节期间需求出现脉冲式增长，地产酒复苏进度快于全国次高端。

(4) 2022 年营收增速，山西汾酒、古井贡酒、今世缘、舍得酒业、泸州老窖最快，同比分别增 31%、26%、23%、22%、22%。1Q23 年营收增速，今世缘、金徽酒、金种子酒、古井贡酒、口子窖最快，同比分别增 27%、27%、25%、25%、21%。

图表 6. 白酒上市公司 2022 年与 1Q23 业绩概览

公司名称	市值 (亿元)	22 年营收 (亿元)	同比增速 (%)	1Q23 营收 (亿元)	同比增速 (%)	22 年归母净利 (亿元)	同比增速 (%)	1Q23 归母净利 (亿元)	同比增速 (%)
贵州茅台	21,632	1,241	17	388	20	627	20	208	21
五粮液	6,784	740	12	311	13	267	14	125	16
泸州老窖	3,257	251	22	76	21	104	30	37	29
山西汾酒	2,944	262	31	127	20	81	52	48	30
洋河股份	2,220	301	19	150	16	94	25	58	16
古井贡酒	1,528	167	26	66	25	31	37	16	43
今世缘	760	79	23	38	27	25	23	13	25
舍得酒业	555	61	22	20	7	17	35	6	7
迎驾贡酒	505	55	20	19	21	17	23	7	27
酒鬼酒	351	41	19	10	-43	10	17	3	(42)
口子窖	348	51	2	16	21	16	(10)	5	10
水井坊	307	47	1	9	(40)	12	1	2	(56)
老白干酒	284	47	16	10	10	7	82	1	(62)
顺鑫农业	264	117	(21)	41	5	(7)	(758)	3	214
金种子酒	156	12	(2)	4	25	(2)	(12)	0	(228)
金徽酒	135	20	12	9	27	3	(14)	2	10
伊力特	128	16	(16)	7	19	2	(47)	1	37
岩石股份	87	11	81	4	70	0	(40)	0	201
天佑德酒	67	10	(7)	4	(6)	1	19	1	(29)

资料来源：万得，中银证券

注：市值以 2023 年 5 月 9 日收盘后数据为准

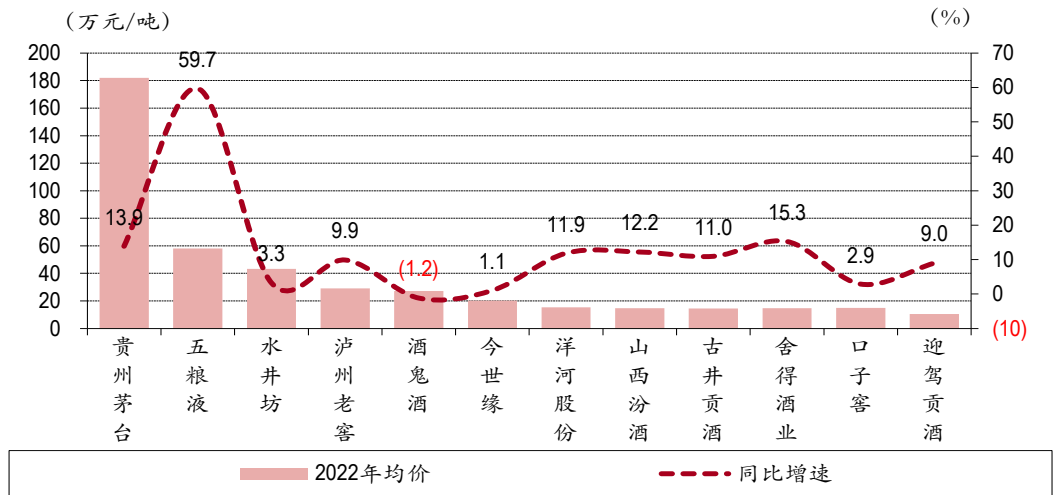
图表 7. 不同类型白酒 2022 与 1Q23 收入、归母净利增速

分类	公司简称	营业收入及同比增速				归母净利及同比增速			
		2022 (亿元)	YOY (%)	1Q23 (亿元)	YOY (%)	2022 (亿元)	YOY (%)	1Q23 (亿元)	YOY (%)
高端酒	贵州茅台	2,232	15.6	775	17.2	998	19.1	370	19.7
	五粮液								
	泸州老窖								
全国扩张的次高端	山西汾酒	711	21.9	316	10.6	214	32.6	116	14.9
	洋河股份								
	水井坊								
	舍得酒业								
地产酒	酒鬼酒	457	16.3	174	22.6	99	18.9	45	20.0
	古井贡酒								
	口子窖								
	迎驾贡酒								
	今世缘								
	伊力特								
	金徽酒								
	老白干酒								
天佑德酒									
金种子酒									

资料来源：万得，中银证券

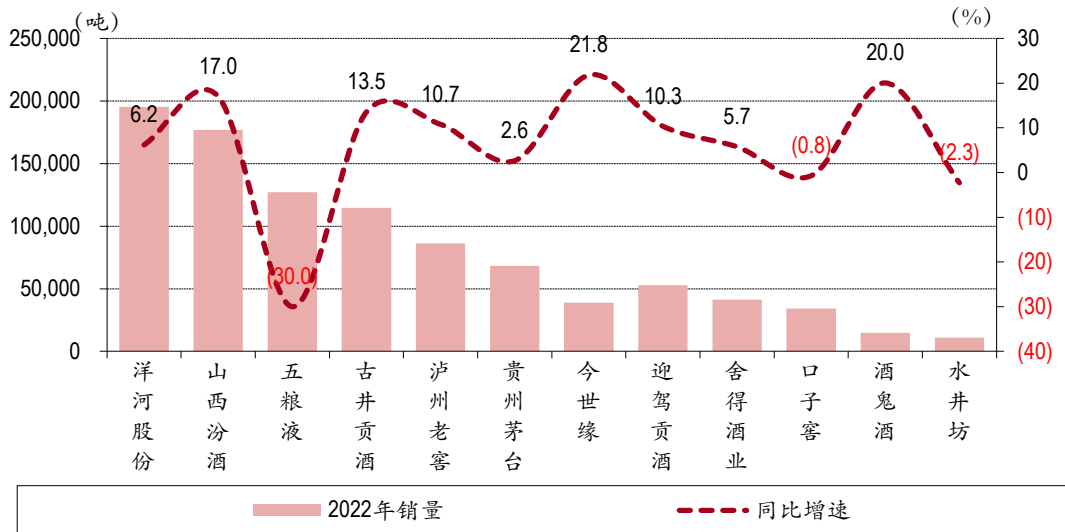
2022 年、1Q23 产品结构升级持续优化，吨价维持了上行趋势。我们统计了 12 家白酒上市公司，2022 年有 11 家吨酒均价上行，1 家吨酒均价下降，9 家销量上升，3 家销量下降。白酒上市公司 2022 年和 1Q23 毛利率同比+1.3pct、+0.5pct。

图表 8. 白酒上市公司 2022 年均价及同比增速



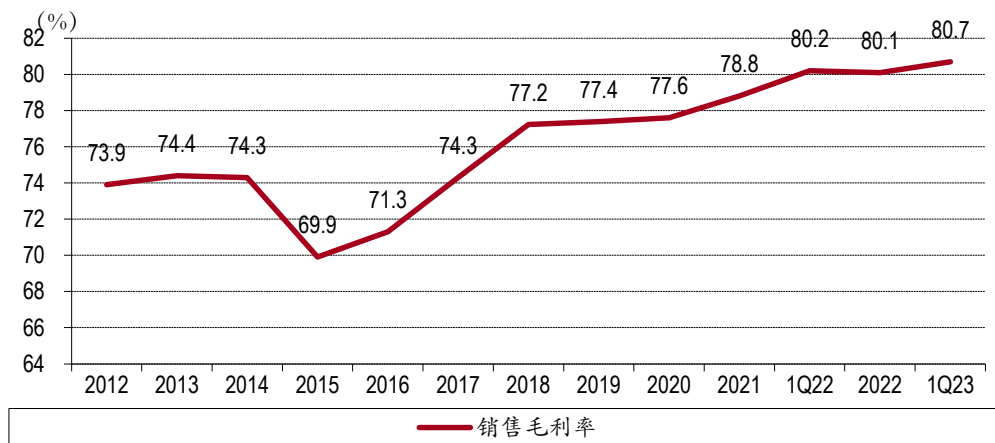
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 白酒上市公司 2022 年销量及同比增速



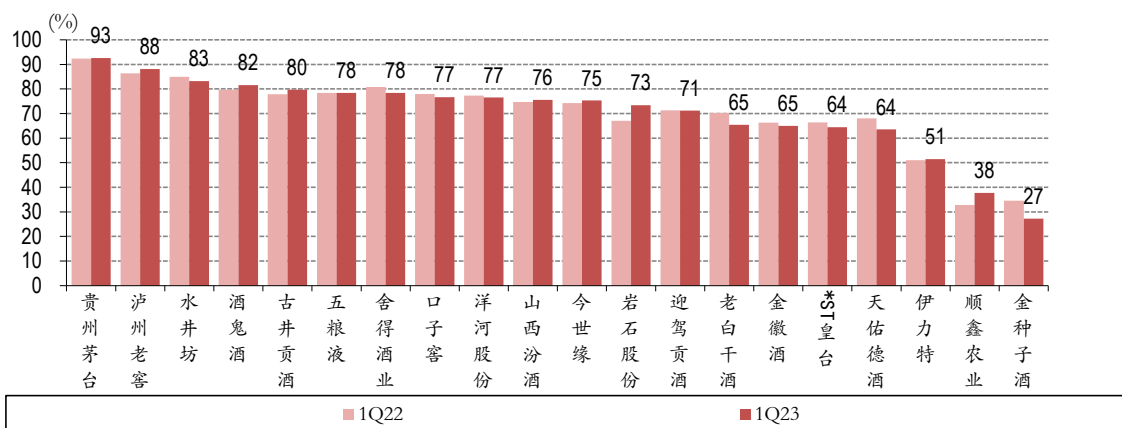
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 白酒上市公司 2022 年和 1Q23 毛利率同比+1.3pct、 +0.5pct



资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 白酒上市公司销售毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

2022 年、1Q23 大本营以外市场营收增速相对更快。2022 年，在已披露的 10 家公司中，4 家大本营市场增速快于非大本营市场。1Q23 在已披露的 7 家上市公司中，3 家大本营市场增速快于非大本营市场。

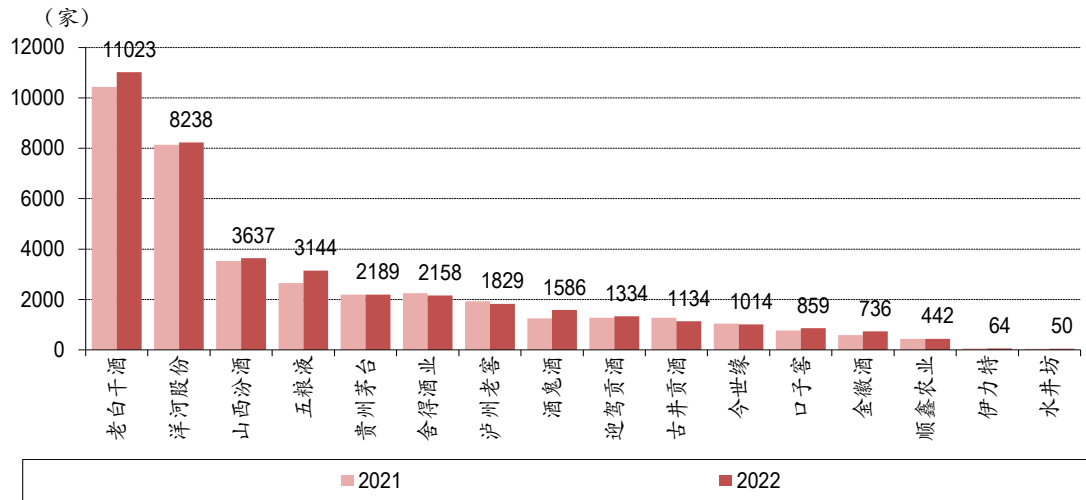
图表 12. 部分公司大本营和非大本营收入增速变化

公司	2022		1Q23		备注
	省内 (大本营)	省外	省内 (大本营)	省外	
洋河股份	15	22	—	—	江苏
山西汾酒	24	36	30	15	山西
古井贡酒	27	20	—	—	华中
口子窖	2	(0)	32	(18)	安徽
迎驾贡酒	26	12	30	3	安徽
今世缘	24	16	26	40	江苏
金徽酒	11	19	30	16	甘肃
伊力特	(20)	(7)	17	23	新疆
老白干	12	24	11	43	华北

资料来源：万得，中银证券

2022 年渠道维持了扩张态势，经销商数量实现增长。2022 年我们统计的 16 家公司中，有 11 家经销商数量实现了正增长。酒鬼酒、金徽酒、五粮液经销商数量增长最快，分别增 26.3%、25.0%、18.4%，绝对数增加 330 家、147 家、488 家。

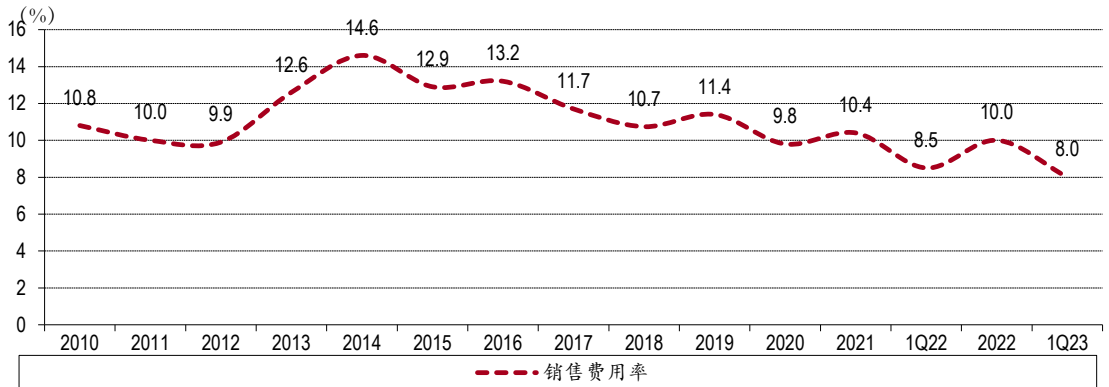
图表 13. 白酒上市公司经销商数量同比增速



资料来源：万得，中银证券

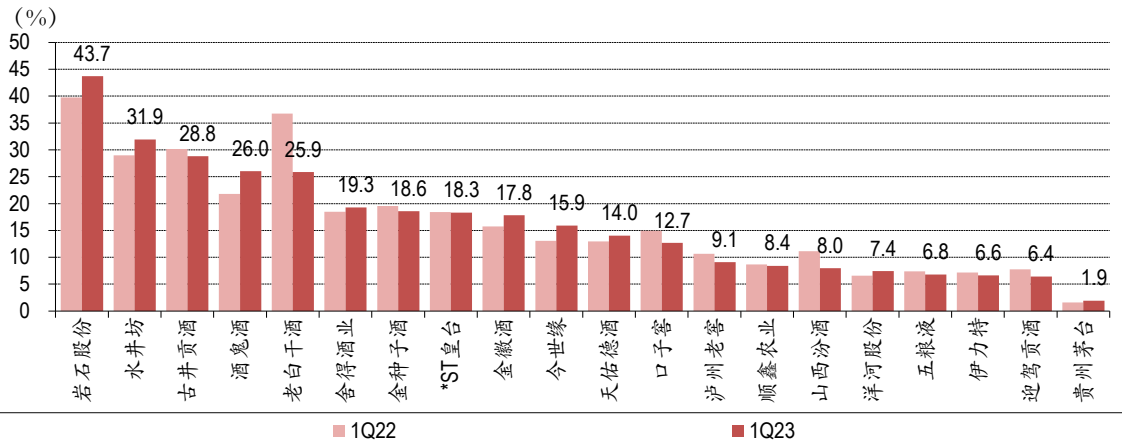
2022 年和 1Q23 销售费用率同比-0.4pct、-0.5pct，延续了下降趋势。一方面，随着收入持续增长，规模优势显现，另一方面，各家公司完善信息系统，提升了费用投放的精准度。

图表 14. 白酒上市公司销售费用率 2022 年和 1Q23 同比-0.4pct、-0.5pct



资料来源：万得，中银证券

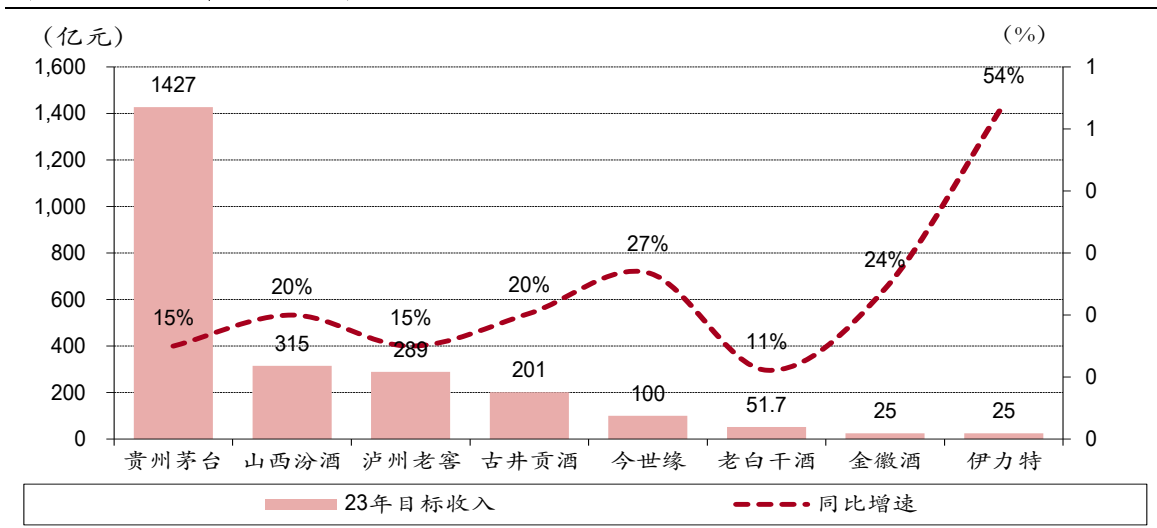
图表 15. 白酒上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

2023 年高端酒经营计划目标稳健，其它酒相对积极。贵州茅台、泸州老窖营收同比增 15% 左右，五粮液收入目标双位数增长，山西汾酒、古井贡酒、今世缘收入目标 20%+，伊力特由于基数较低，目标增速较高，老白干酒则相对保守。

图表 16. 白酒上市公司经营计划



资料来源：万得，公司公告，中银证券

白酒行业最新观点

白酒五一需求持续向好，看好全年的投资机会。（1）根据商务部商务大数据监测，五一期间，全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 18.9%，烟酒销售额同比增长 15.1%，重点餐饮企业销售额同比增长 57.9%。根据微酒五一期间的调查显示，白酒消费复苏节奏加速，商家逐渐走出此前滞销的担忧。根据五粮液业绩说明会，五一期间公司产品销售及宴会活动开展场次均取得两位数增长。（2）白酒季报捷报频传，1 季度上市公司收入同比增 16%，好于我们原来的预期，在食品饮料主要子行业中营收增速最快。4 月份开始终端需求重现改善态势，行业进入新阶段，我们预计 2 季度好于 1 季度，下半年好于上半年。受益于低基数、宴席需求回补、商务活动增多、消费能力恢复，我们预计 2 季度营收增速回升至 20%。（3）重视次高端、大清香的机会，可深度全国化的品种增长确定性高，重点推荐山西汾酒。推荐根据地市场还有较大成长空间的今世缘，业绩成长确定性高的贵州茅台和五粮液，值得长期布局。建议关注口子窖和顺鑫农业的变化。

风险提示

宏观经济波动，影响白酒需求。

各公司“十四五”规划目标高，导致白酒库存超过正常水平。

茅五价格波动影响行业价格体系。

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：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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