

# 强于大市

# 食品饮料行业周报

## 2023年不尽人意，2024年重新出发

上周食品饮料板块跑赢沪深 300，在各板块中涨跌幅排名靠前。2023 年收官，由于需求复苏速度偏慢，食品饮料板块下跌 14.9%。白酒正进入换挡期，把握优质个股投资机会。大众品需求有望持续复苏，看好啤酒、速冻食品、低温白奶的成长空间，关注低估值改善型品种。

### 市场回顾

■ 上周食品饮料板块绝对涨幅为 3.9%，跑赢沪深 300 (2.8%) 1.1pct，涨跌幅在各行业中排名第 3。食品饮料子板块中，预加工食品、调味发酵品涨跌幅排名靠前，分别为 6.1%、5.1%，其他酒类、保健品涨跌幅排名靠后，分别为 1.6%、2.0%。截至 12 月 29 日，白酒板块估值 (PE-TTM) 为 25.5X，食品板块估值 (PE-TTM) 为 19.2X。

### 行业数据

■ 根据今日酒价及同花顺数据，12.22-12.29 整箱飞天批价 2965-3000 元，散瓶飞天批价 2710-2720 元。普五批价 925-930 元，国窖 1573 批价为 875 元。  
 ■ 截至 12 月 22 日，国内生鲜乳价格为 3.67 元/公斤，环周-0.0%，同比-10.9%。截至 12 月 29 日，全国生猪出栏价为 7.26 元/斤，环周-1.1%，同比-11.1%；全国猪粮比价为 5.71，环周-0.04pct，月同比-0.25pct。2023 年 11 月，能繁母猪存栏量为 4158 万头，环月-1.2%，同比-5.2%。

### 主要观点

■ **2023 年收官，由于需求复苏速度偏慢，食品饮料板块下跌 14.9%。** (1) 食品饮料在 31 个一级行业中排名第 24，跑输沪深 300 (-11.4%) 3.6pct，由于需求复苏速度偏慢，虽然多数食品饮料子板块业绩延续增长态势，但估值普遍回落。(2) 分子行业看，软饮料+1.7%，肉制品+0.1%，白酒-11.7%，乳品-15.8%，其他酒类-20.9%，零食-22.5%，保健品-24.6%，烘焙食品-28.5%，预加工食品-29.3%，调味发酵品-30.2%，啤酒-31.7%。(3) 软饮料表现相对较好，随着消费场景恢复+新品积极铺市，A 股上市公司整体业绩显著改善。(4) 白酒下跌 11.7%，小幅跑赢食品饮料，从报表端来看，2023 年白酒上市公司业绩实现了较快增长。其中，业绩稳定性高的贵州茅台股价表现相对较好，根据业绩预告，预计实现营业总收入约 1495 亿元，同比增长 17.2%，归母净利润 735 亿元，同比增长约 17.2%，据此推算，4Q23 营业总收入同比增 17.0%，归母净利润增 12.6%。(5) 啤酒 2023 年跌幅较大，我们判断可能由于酒企主动推动产品结构调整，销量增长乏力，引发市场对行业长期成长空间的担忧，估值出现了明显的回落。

■ **白酒正进入换挡期，把握优质个股投资机会。** (1) 报表端来看，2023 年白酒上市公司报表端实现较快增长，盈利能力继续提升。为了应对行业环境及消费趋势的变化，上市酒企纷纷加大渠道和消费者返利的力度，提升主销产品性价比，但主力产品终端价普遍承压。分品种来看，1-3Q23 一线酒稳健增长，全国型次高端酒增速放缓，地产酒受益宴席需求维持稳健增长。(2) 需求端来看，现阶段终端需求处于弱复苏态势，随着地产及相关行业增速放缓，经济增长驱动因素发生变化，赚快钱时代进入赚慢钱时代，同时龙头市占率达到较高水平，行业增速与上市公司增速将逐步趋同，我们判断白酒行业正进入换挡期。白酒消费者需求将从面子消费转向高性价比。酒企的战略及增长模式也将随着行业的变化进行调整。但是长远来看，我们认为大众消费将延续升级趋势，次高端的需求有望持续增加。(3) 我们预计 4 季度和 24 年春节将延续惯性增长。现阶段白酒需求弱复苏，行业处于弱平衡状态，主力产品价格稳定，库存处于正常区间，酒企制定了积极的增长目标，因此我们判断预计 23 年 4 季度和 24 年春节将延续 10% 以上的惯性增长。

■ **大众品需求有望持续复苏，看好啤酒、速冻食品、低温白奶的成长空间，关注低估值改善型品种。** 大众品 3 季度需求复苏力度偏弱，不过现阶段的消费趋势，并不能简单归类于降级与升级，而是两者并存，未来随着居民收入预期的稳定，有望重拾升级态势。长远来看，地产对居民消费的挤出效应减弱，反而会带动大众品需求持续增长。

### 推荐组合

■ **推荐组合：**(1) 白酒：山西汾酒、泸州老窖、今世缘、贵州茅台；(2) 大众品：安井食品、绝味食品、承德露露。

### 评级面临的主要风险

■ 经济复苏力度不及预期、原材料成本波动、渠道库存超预期、食品安全事件。

### 相关研究报告

- 《食品饮料行业周报》20231225
- 《食品饮料行业周报》20231217
- 《11 月食品饮料社零数据点评》20231217

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

## 目录

|                 |    |
|-----------------|----|
| 行情回顾 .....      | 4  |
| 行业数据跟踪 .....    | 8  |
| 酒类 .....        | 8  |
| 奶类 .....        | 9  |
| 肉类 .....        | 10 |
| 重要公告及行业新闻 ..... | 11 |
| 股东大会 .....      | 12 |
| 近期研究报告回顾 .....  | 13 |
| 风险提示 .....      | 14 |

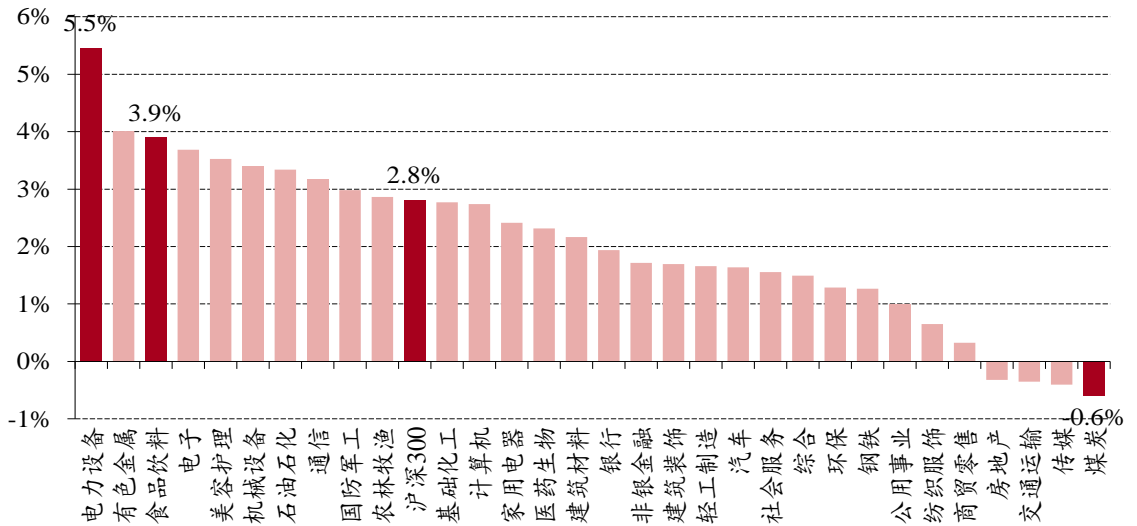
## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1. 上周各板块涨跌幅.....                   | 4  |
| 图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅.....                | 4  |
| 图表 3. 上周食品饮料子板块涨跌幅.....               | 5  |
| 图表 4. 过去一个月食品饮料子板块涨跌幅.....            | 5  |
| 图表 5. 白酒行业市盈率 (PE-TTM) .....          | 5  |
| 图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数.....         | 5  |
| 图表 7. 食品行业市盈率 (PE-TTM) .....          | 5  |
| 图表 8. 食品行业市盈率相对沪深 300 倍数.....         | 5  |
| 图表 9. 2015 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM) ..... | 5  |
| 图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜.....              | 6  |
| 图表 11. 各行业陆股通持股占流通市值比例.....           | 6  |
| 图表 12. 陆股通持股食品饮料占流通市值比例.....          | 7  |
| 图表 13. 外资持股贵州茅台比例变化.....              | 7  |
| 图表 14. 外资持股五粮液比例变化.....               | 7  |
| 图表 15. 外资持股泸州老窖比例变化.....              | 7  |
| 图表 16. 茅台整箱及散瓶批价.....                 | 8  |
| 图表 17. 普五及国窖 1573 (高度) 批价.....        | 8  |
| 图表 18. 进口葡萄酒数量与单价.....                | 8  |
| 图表 19. 进口大麦数量与单价.....                 | 8  |
| 图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格 .....           | 9  |
| 图表 21. 国内主产区生鲜乳价格.....                | 9  |
| 图表 22. 进口大包粉数量与单价.....                | 9  |
| 图表 23. 全国生猪出栏价.....                   | 10 |
| 图表 24. 猪粮比.....                       | 10 |
| 图表 25. 国内生猪与能繁母猪存栏量.....              | 10 |
| 图表 26. 进口猪肉数量与单价.....                 | 10 |
| 图表 27. 股东大会信息.....                    | 12 |

## 行情回顾

上周食品饮料板块跑赢沪深 300，在各板块中涨跌幅排名靠前。上周食品饮料板块绝对涨幅为 3.9%，跑赢沪深 300（2.8%）1.1pct，涨跌幅在各行业中排名第 3。食品饮料子板块中，预加工食品、调味发酵品涨跌幅排名靠前，分别为 6.1%、5.1%，其他酒类、保健品涨跌幅排名靠后，分别为 1.6%、2.0%。

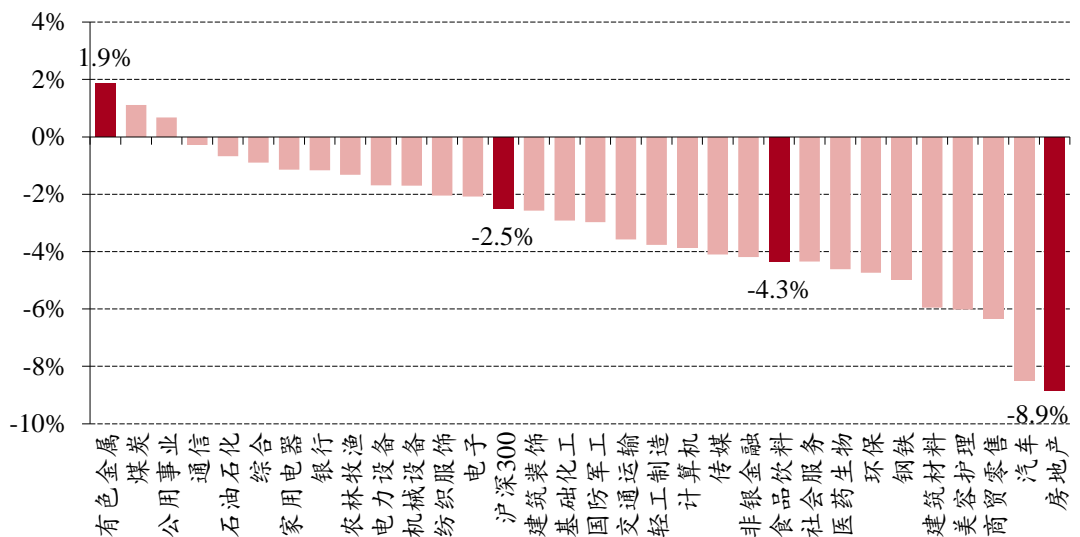
图表 1. 上周各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

从过去一个月来看，食品饮料板块跌幅 4.3%，涨跌幅在 31 个行业中排名第 21。食品饮料子板块中仅肉制品上涨 2.4%，零食、保健品排名靠后，涨跌幅分别为-6.8%、-6.6%，白酒涨跌幅为-4.5%，排名第 4。

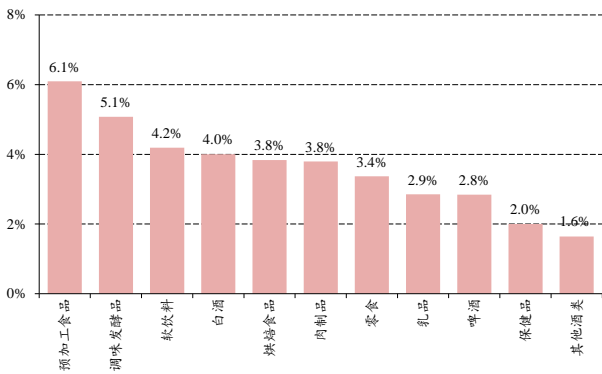
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

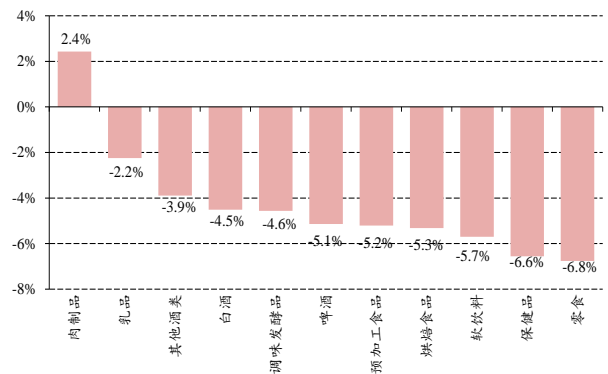
注: 涨跌幅计算区间为 2023 年 11 月 29 日 - 2023 年 12 月 29 日

图表 3. 上周食品饮料子板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 4. 过去一个月食品饮料子板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

截至 12 月 29 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 25.5X, 食品板块估值 (PE-TTM) 为 19.2X。

图表 5. 白酒行业市盈率 (PE-TTM)



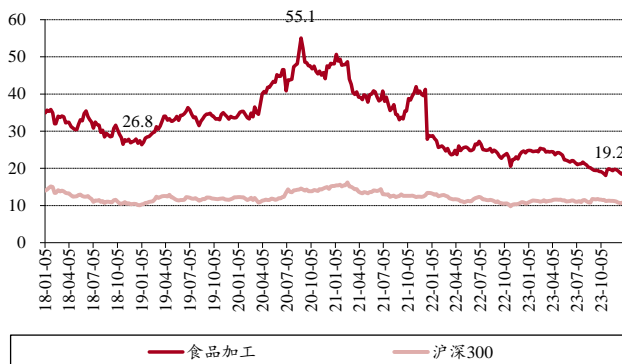
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 6. 白酒行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 7. 食品行业市盈率 (PE-TTM)



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 8. 食品行业市盈率相对沪深 300 倍数



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 9. 2015 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)

|     | 沪深 300 | 食品饮料 | 白酒   | 啤酒   | 其他酒类  | 休闲食品 | 肉制品  | 调味发酵品 | 乳品   |
|-----|--------|------|------|------|-------|------|------|-------|------|
| 最大值 | 18.8   | 63.0 | 63.3 | 93.1 | 186.7 | 81.4 | 42.6 | 85.1  | 47.8 |
| 最小值 | 10.3   | 22.3 | 14.1 | 24.3 | 34.7  | 17.5 | 14.8 | 27.6  | 18.4 |
| 现值  | 11.0   | 25.3 | 25.5 | 25.3 | 35.6  | 29.2 | 17.0 | 33.3  | 19.0 |

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 最大、最小值截至日期, 现值计算日期均为 2023 年 12 月 29 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

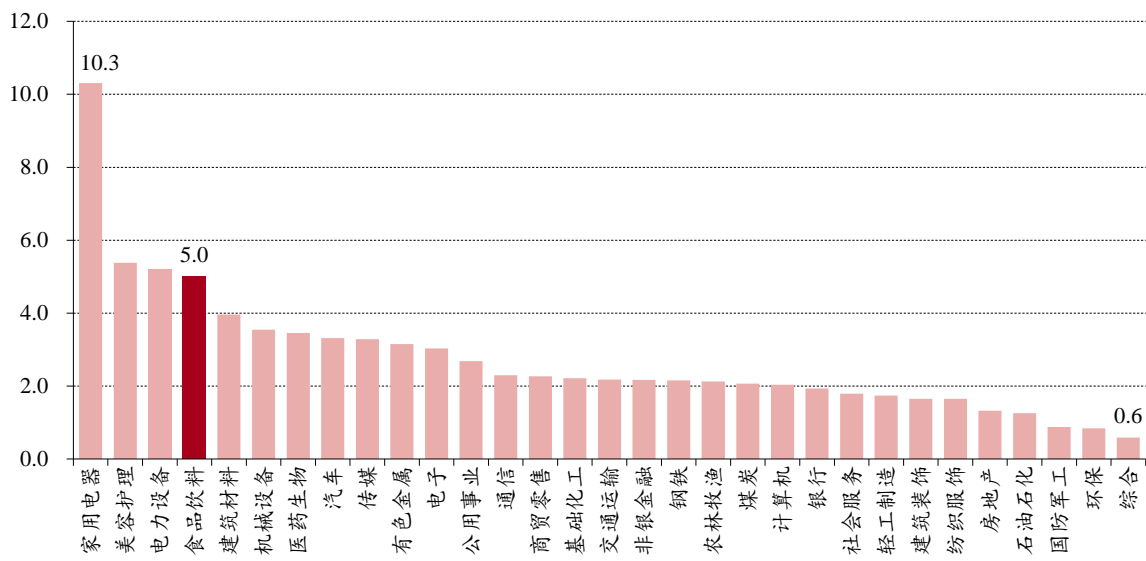
| 公司名称 | 周涨幅(%)<br>前 10 名 | 公司名称 | 周涨幅(%)<br>后 10 名 | 公司名称 | 月涨幅(%)<br>前 10 名 | 公司名称 | 月涨幅(%)<br>后 10 名 |
|------|------------------|------|------------------|------|------------------|------|------------------|
| 莲花健康 | 20.5             | 威龙股份 | (12.5)           | 惠发食品 | 36.1             | 岩石股份 | (21.9)           |
| 香飘飘  | 13.7             | 燕京啤酒 | (4.1)            | 威龙股份 | 14.4             | 绝味食品 | (15.5)           |
| 一鸣食品 | 12.3             | 安琪酵母 | (3.0)            | 青岛食品 | 14.1             | 好想你  | (15.3)           |
| 中炬高新 | 11.8             | 惠泉啤酒 | (2.8)            | 皇氏集团 | 12.9             | 日辰股份 | (14.5)           |
| 舍得酒业 | 9.9              | 贝因美  | (1.3)            | 华统股份 | 11.7             | 中炬高新 | (14.4)           |
| 良品铺子 | 9.2              | 加加食品 | (1.2)            | 香飘飘  | 11.4             | 盐津铺子 | (13.9)           |
| 安井食品 | 8.7              | 金枫酒业 | (0.5)            | 佳隆股份 | 11.1             | 泸州老窖 | (13.0)           |
| 青岛食品 | 8.0              | 中信尼雅 | (0.3)            | 一鸣食品 | 10.6             | 燕京啤酒 | (12.6)           |
| 今世缘  | 7.9              | 欢乐家  | (0.1)            | 阳光乳业 | 10.2             | 金种子酒 | (12.6)           |
| 麦趣尔  | 7.5              | 海南椰岛 | 0.3              | 良品铺子 | 9.0              | 顺鑫农业 | (12.5)           |

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 月涨跌幅计算区间为 2023 年 11 月 29 日 - 2023 年 12 月 29 日

截至 12 月 29 日, 食品饮料板块陆股通持股占流通市值比例为 5.0%, 环周 (12 月 22 日) +0.02pct。其中, 外资持股茅台、五粮液、泸州老窖比例分别为 6.86%、4.51%、3.24%, 环周 (12 月 22 日) 分别 0.00pct、+0.15pct、-0.04pct。

图表 11. 各行业陆股通持股占流通市值比例

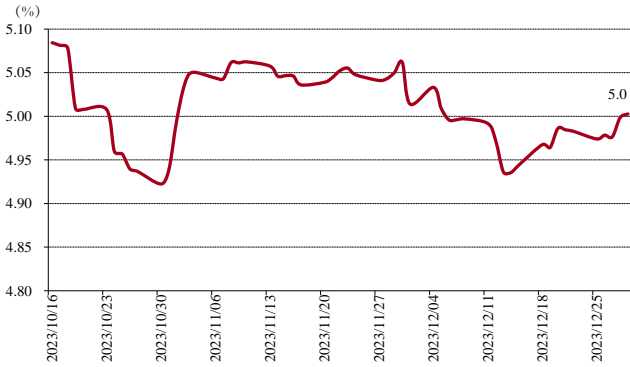


资料来源: iFinD, 中银证券

注: 时间截至 2023 年 12 月 29 日

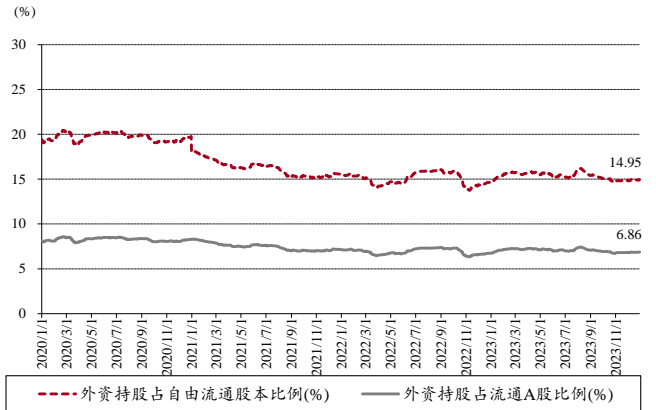


图表 12. 陆股通持股食品饮料占流通市值比例



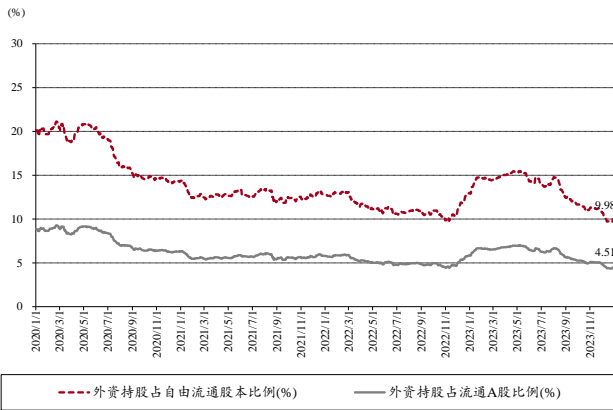
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 13. 外资持股贵州茅台比例变化



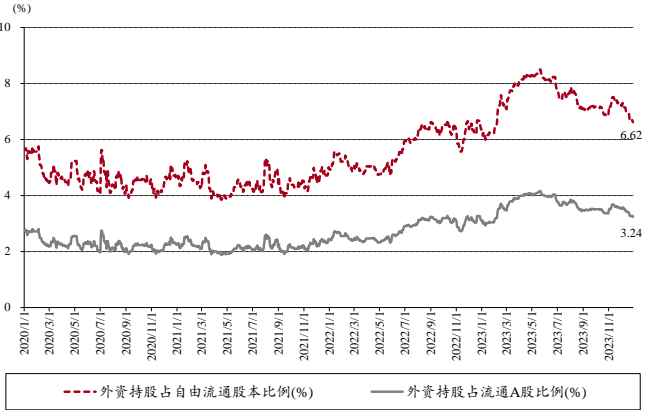
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 14. 外资持股五粮液比例变化



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 15. 外资持股泸州老窖比例变化



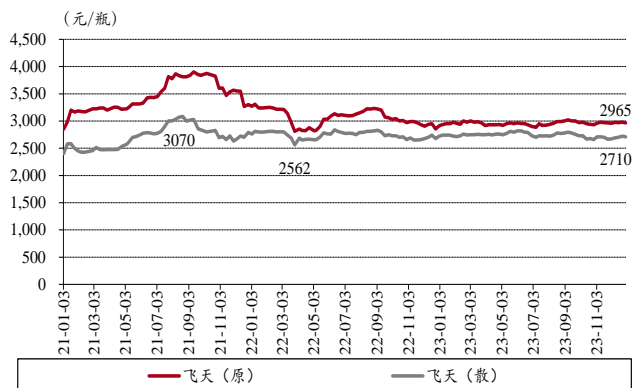
资料来源: iFinD, 中银证券

## 行业数据跟踪

### 酒类

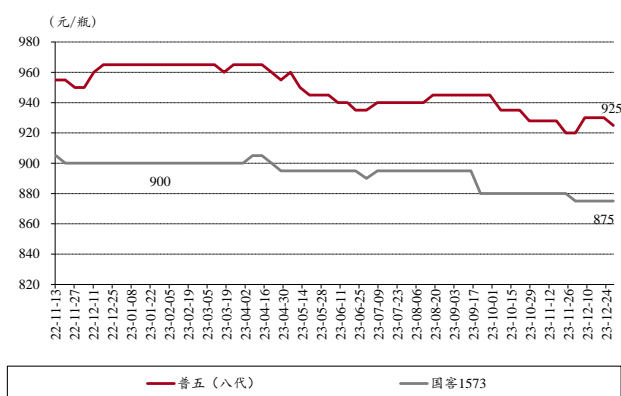
根据今日酒价及同花顺数据，12.22-12.29 整箱飞天批价 2965-3000 元，散瓶飞天批价 2710-2720 元。普五批价 925-930 元，国窖 1573 批价为 875 元。

图表 16. 茅台整箱及散瓶批价



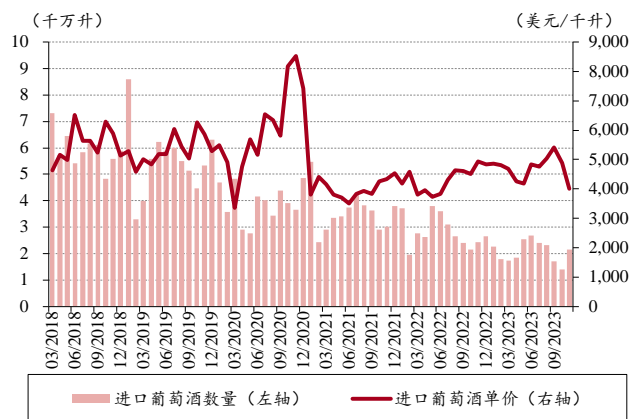
资料来源：今日酒价，中银证券

图表 17. 普五及国窖 1573（高度）批价



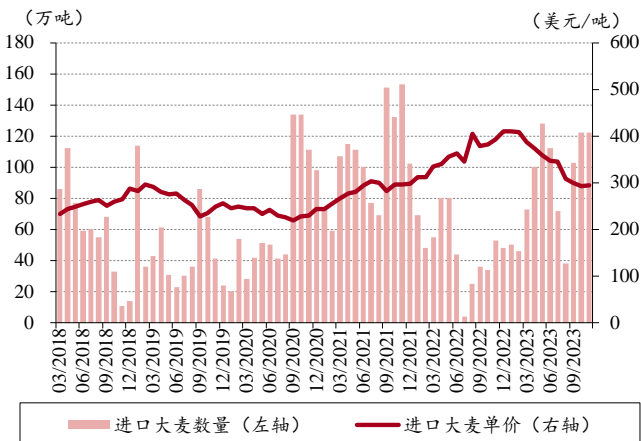
资料来源：今日酒价，iFinD，中银证券

图表 18. 进口葡萄酒数量与单价



资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

图表 19. 进口大麦数量与单价



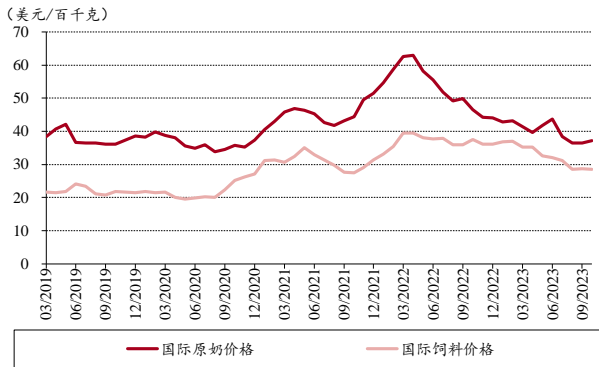
资料来源：iFinD，中银证券



## 奶类

截至12月22日，国内生鲜乳价格为3.67元/公斤，环周-0.0%，同比-10.9%。

图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格



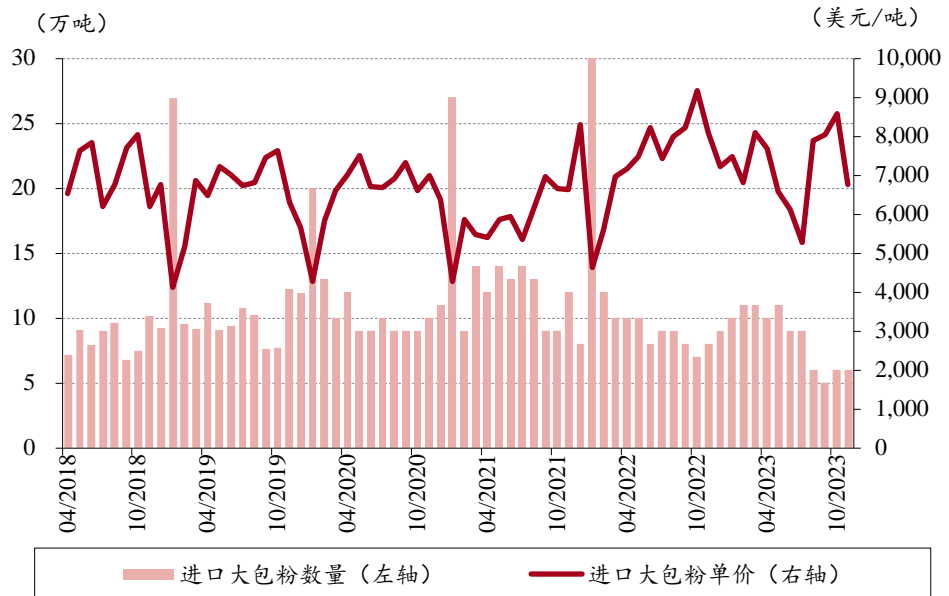
资料来源：IFCN, iFinD, 中银证券

图表 21. 国内主产区生鲜乳价格



资料来源：国家农业部, iFinD, 中银证券

图表 22. 进口大包粉数量与单价



资料来源：iFinD, 中银证券

## 肉类

截至12月29日，全国生猪出栏价为7.26元/斤，环周-1.1%，同比-11.1%。

截至12月29日，全国猪粮比价为5.71，环周-0.04pct，月同比-0.25pct。

2023年11月，能繁母猪存栏量为4158万头，环月-1.2%，同比-5.2%。

图表 23. 全国生猪出栏价



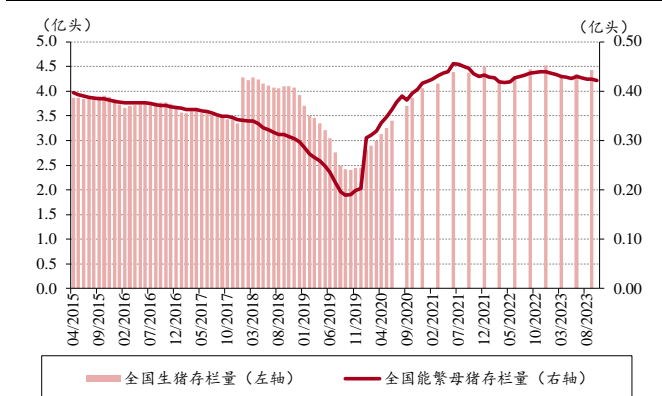
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 24. 猪粮比



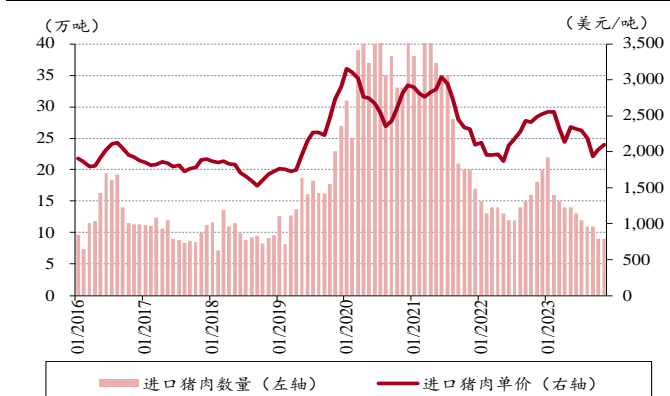
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 25. 国内生猪与能繁母猪存栏量



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 26. 进口猪肉数量与单价



资料来源: iFinD, 中银证券

## 重要公告及行业新闻

**茅台集团 2023 年预计实现营收 1639 亿元。**在 12 月 30 日举行的茅台集团 2024 年度市场工作会上，茅台集团党委书记、董事长丁雄军透露，2023 年，茅台集团预计实现营收 1639 亿元，同比增长 20%，利润总额将首超千亿元。（微酒，12 月 30 日）

**贵州茅台公告 2023 年生产经营数据。**经贵州茅台酒股份有限公司（以下简称“公司”）初步核算，2023 年度，公司生产茅台酒基酒约 5.72 万吨，系列酒基酒约 4.29 万吨；预计实现营业总收入约 1,495 亿元（其中茅台酒营业收入约 1,258 亿元，系列酒营业收入约 204 亿元），同比增长约 17.2%；预计实现归属于上市公司股东的净利润约 735 亿元，同比增长约 17.2%。（公司公告，12 月 30 日）

**今世缘公告 2023 年度主要经营数据。**经江苏今世缘酒业股份有限公司（以下简称“公司”）初步核算，2023 年度，公司预计实现营业总收入 100.5 亿元左右，同比增长 27.41%左右。（公司公告，12 月 30 日）

**“汇聚缘动力，勇攀新高峰”2024 今世缘发展大会在南京举办。**站在新起点，今世缘酒业党委书记、董事长、总经理顾祥悦在大会上提出，2024 年是今世缘百亿再出发，勇攀新高峰的开局之年，将在新一轮发展中借梯登高、增创优势——“坚定 2025 年挑战营收 150 亿元目标不动摇，坚定‘十五五’期间加快迈入营收‘双百亿时代’不动摇”。（微酒，12 月 29 日）

**莲花健康收购马来西亚味精企业味之力不少于 50% 的股份。**12 月 27 日晚莲花健康发布公告称，公司拟收购味之力（马来西亚）有限公司不少于 50% 股权，完成控股。味之力是马来西亚味精生产企业，曾经是莲花健康在马来西亚市场的经销商。公告称，味之力以其高品质的产品与出色的服务，与多家全球知名企业建立了稳定的业务关系。此举旨在扩大公司在国际市场的布局和影响力，进一步巩固和提升公司的行业地位。马来西亚作为国际市场的重要部分，拥有一定的消费群体和市场需求，通过收购味之力股权，莲花健康将进一步拓展国际业务，提升公司的整体竞争力和盈利能力。（公司公告，12 月 27 日）

## 股东大会

图表 27. 股东大会信息

| 证券简称 | 股东大会类型      | 召开日期           | 召开地点  |
|------|-------------|----------------|---|
| 熊猫乳品 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-02 星期二 | 浙江省温州市苍南县灵溪镇建兴东路 650 号兴业楼熊猫乳品集团股份有限公司一楼会议室      |
| 养元饮品 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-02 星期二 | 河北省衡水经济开发区北区新区六路南、滏阳四路以西河北养元智汇饮品股份有限公司五楼会议室     |
| 安琪酵母 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-03 星期三 | 安琪酵母股份有限公司一楼会议室                                 |
| 妙可蓝多 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-04 星期四 | 上海市浦东新区金桥路 1398 号金台大厦 4 楼                       |
| 舍得酒业 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-05 星期五 | 舍得酒业股份有限公司艺术中心会议室                               |
| 莲花健康 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-15 星期一 | 河南省周口市项城市东方办事处孙营村颍河路西、纬二十六路南莲花健康产业集团股份有限公司会议室   |
| 五芳斋  | 2024 年第一次临时 | 2024-01-15 星期一 | 浙江省嘉兴市秀洲区新城街道木桥港路 677 号兴耀商务广场(五芳斋总部大楼)1 幢 325 室 |
| 皇氏集团 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-16 星期二 | 广西南宁市高新区丰达路 65 号皇氏集团股份有限公司会议室                   |
| 一鸣食品 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-16 星期二 | 上海市松江区沪亭北路 199 弄九亭中心 1 号楼 10 楼                  |

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

## 近期研究报告回顾

### 《食品饮料行业周报》（12月25日）

上周食品饮料板块跑赢沪深 300，在各板块中涨跌幅排名靠前。白酒当前处于弱平衡状态，关注优质个股的机会。大众品需求有望持续复苏，看好啤酒、速冻食品、低温白奶的成长空间，关注低估值的改善型品种。

## 风险提示

- 1) 经济复苏力度不及预期
- 2) 原材料成本波动
- 3) 渠道库存超预期
- 4) 食品安全事件

## 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内容予任何其他人，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