

强于大市

食品饮料行业周报

蜜雪和古茗同日发布招股书，推升大众现制饮品热度

上周食品饮料板块跑输沪深 300，在各板块中涨跌幅排名靠后。近期蜜雪冰城和古茗同日发布港股招股书，推升了大众现制饮品热度。两家公司产品定位于大众价格带，充分享受到了下沉市场的需求增长。高效的供应链，保证了产品品质和盈利能力，推动了门店快速扩张。

市场回顾

■ 上周食品饮料板块绝对涨幅为-4.9%，跑输沪深 300 (-3.0%) 1.9pct，涨跌幅在各行业中排名第 27。食品饮料子板块中，肉制品、软饮料涨跌幅排名靠前，分别为-0.4%、-1.6%，调味发酵品、预加工食品涨跌幅排名靠后，分别为-5.7%、-7.4%。截至 1 月 5 日，白酒板块估值 (PE-TTM) 为 24.1X，食品板块估值 (PE-TTM) 为 18.7X。

行业数据

■ 根据今日酒价及同花顺数据，12.29-1.5 整箱飞天批价 2950-2970 元，散瓶飞天批价 2680-2710 元。普五批价 925 元，国窖 1573 批价为 875 元。
 ■ 截至 12 月 29 日，国内生鲜乳价格为 3.66 元/公斤，环周-0.3%，同比-11.2%。截至 1 月 5 日，全国生猪出栏价为 7.15 元/斤，环周-1.5%，同比-7.6%。截至 1 月 5 日，全国猪粮比价为 5.63，环周-0.08pct，月同比+0.11pct。

主要观点

■ 近期蜜雪冰城和古茗同日发布港股招股书，推升了大众现制饮品热度。两家公司产品相似，价格定位有差异，是各自价格带的龙头企业，近两年均实现了高速增长，2022 年和 2023 年 1-9 月蜜雪冰城实现营收 135.8 亿元和 153.9 亿元，同比增长 31.2% 及 46.0%，2022 年和 2023 年 1-9 月古茗实现营收 55.6 亿元和 55.7 亿元，同比增长 26.8% 及 33.9%。两家招股书展现的信息，对现制饮品乃至整个大众品行业都有较多的参考意义。

■ 两家公司产品定位于大众价格带，充分享受到了下沉市场的需求增长。(1) 蜜雪冰城提供单价约 6 元的平价现制果饮、茶饮、冰淇淋和咖啡等产品，核心产品的价格通常为 2-8 元。根据蜜雪冰城招股书数据，以终端零售额计，中国平价现制饮品市场规模快速增长，从 2017 年的 389 亿元增长至 2022 年的 1071 亿元，复合年增长率为 22.5%。古茗的产品价格普遍通常在 10 元至 18 元之间，价格定位高于蜜雪冰城，仍处于大众价格带。(2) 两家在下沉市场均有出色的表现。蜜雪冰城起源于河南郑州，2023 年 9 月蜜雪冰城在二线及以下城市的门店占比为 74.6%。古茗起源于浙江省大溪镇，是典型的下沉市场，截至 2023 年末，古茗在二线及以下城市的门店数量占比 79%，此外有 38% 的门店位于远离城市中心的乡、镇。(3) 我们认为，大众品现阶段的消费趋势，并不能简单归类于降级与升级，而是两者并存。蜜雪和古茗的门店数量及销售收入快速增长，一方面部分消费者追求产品性价比，降级到了大众价格带，另一方面，随着门店扩张，公司通过高性价比的产品，培育了大量原来没有现制饮品消费习惯的潜在消费者，推动了下沉市场的消费升级。

■ 高效的供应链，保证了产品品质和盈利能力，推动了门店快速扩张。(1) 截至 2023 年 9 月 30 日，蜜雪冰城拥有超过 36000 家门店，其中海外约 4000 家门店，2021 年和 2022 年门店总数分别为 20001 家和 28983 家。古茗的门店数量，从 2021 年的 5694 家扩张到了 2023 年 9001 家，其中 2023 年门店数量同比增长 35%。(2) 高效的供应链体系，保证了产品品质。蜜雪冰城提供给加盟商的饮品食材约 60% 为自产，其中核心饮品食材为 100% 自产，公司建立了一个以自主运营的仓储体系和专属的配送网络为基础的高效物流体系。截至 2023 年 9 月 30 日，蜜雪冰城物流网络覆盖了约 300 个地级市、1700 个县城和 3100 个乡镇，超过 90% 的县可实现 12 小时内触达，国内 90% 以上的门店实现了冷链物流覆盖。古茗仓到店的平均配送成本仅占 GMV 的约 0.9%，根据灼识咨询报告，远低于行业 2% 的平均水平，运营超过 20 个仓库，以及自有的冷链货运车队达约 300 辆。(3) 蜜雪冰城和古茗的 2023 年 1-9 月净利率分别为 15.9%、18.0%，盈利能力较强。2023 年古茗的加盟商单店经营利润达到 37.6 万元，加盟商单店经营利润率 20.2%。

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：承德露露、安井食品、青岛啤酒、绝味食品。

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》20240102
 《食品饮料行业周报》20231225
 《食品饮料行业周报》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 |

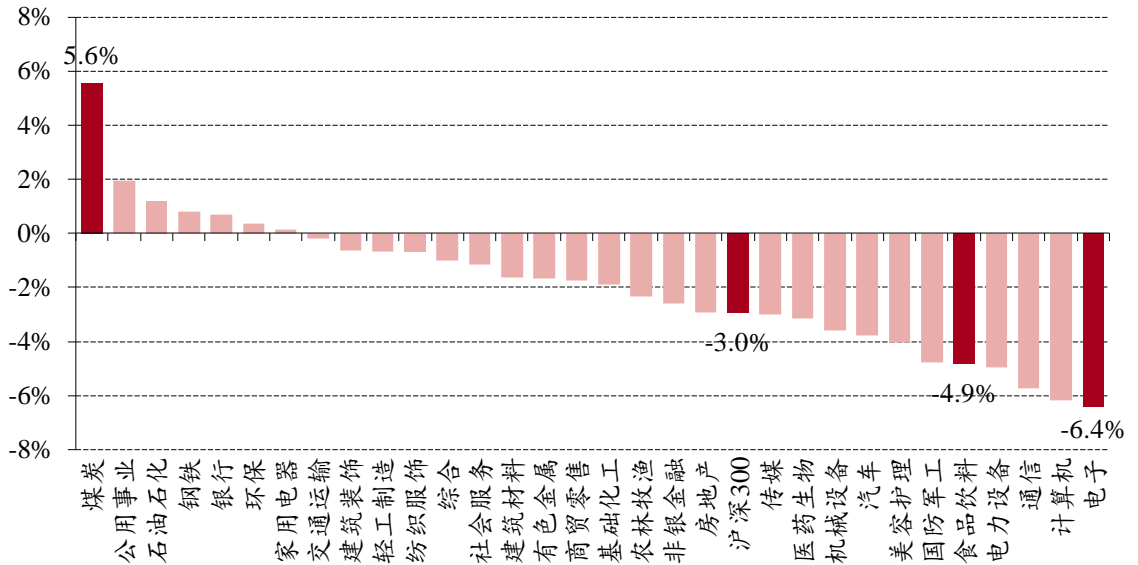
图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 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输沪深 300，在各板块中涨跌幅排名靠后。上周食品饮料板块绝对涨幅为-4.9%，跑输沪深 300（-3.0%）1.9pct，涨跌幅在各行业中排名第 27。食品饮料子板块中，肉制品、软饮料涨跌幅排名靠前，分别为-0.4%、-1.6%，调味发酵品、预加工食品涨跌幅排名靠后，分别为-5.7%、-7.4%。

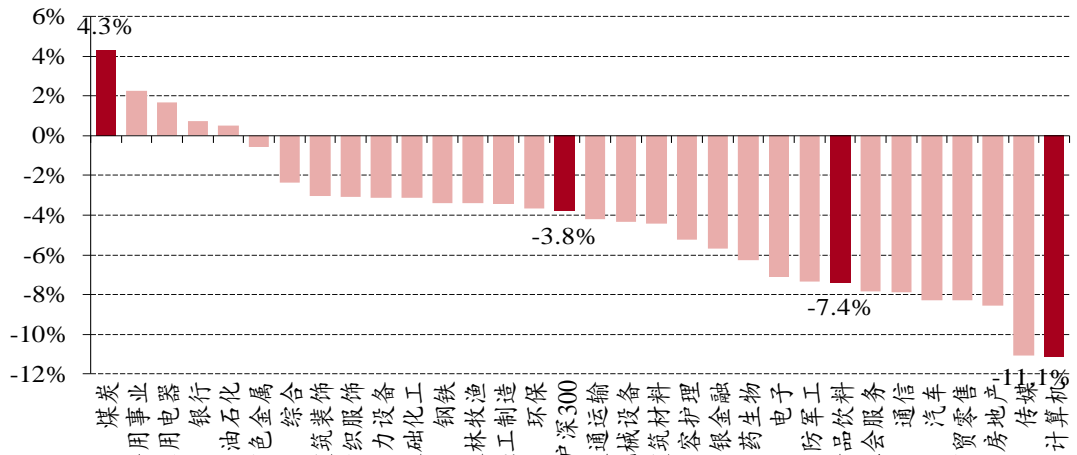
图表 1. 上周各板块涨跌幅



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-7.4%，涨跌幅在 31 个行业中排名第 24。食品饮料子板块中仅肉制品上涨 1.5%，预加工食品、零食排名靠后，涨跌幅分别为-10.6%、-13.3%，白酒涨跌幅为-7.9%，排名第 9。

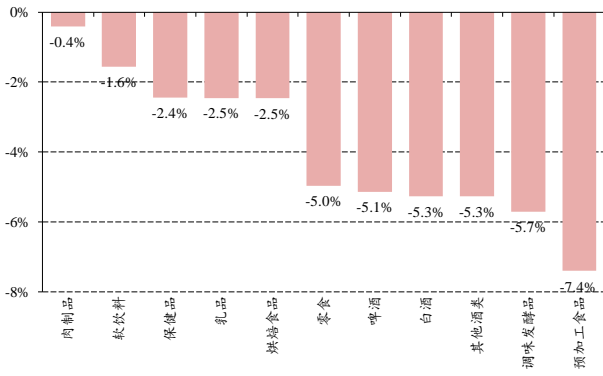
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

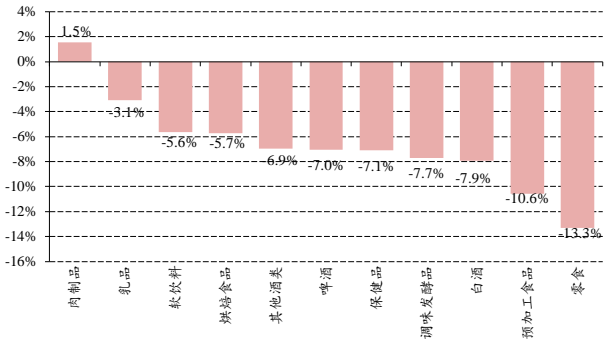
注: 涨跌幅计算区间为 2023 年 12 月 5 日 - 2024 年 1 月 5 日

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 1 月 5 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 24.1X, 食品板块估值 (PE-TTM) 为 18.7X。

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 | 23.9 | 33.5 | 17.5 | 14.8 | 27.6 | 18.4 |
| 现值 | 10.8 | 24.0 | 24.1 | 23.9 | 33.5 | 27.9 | 17.0 | 31.2 | 18.6 |

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 2024 年 1 月 5 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

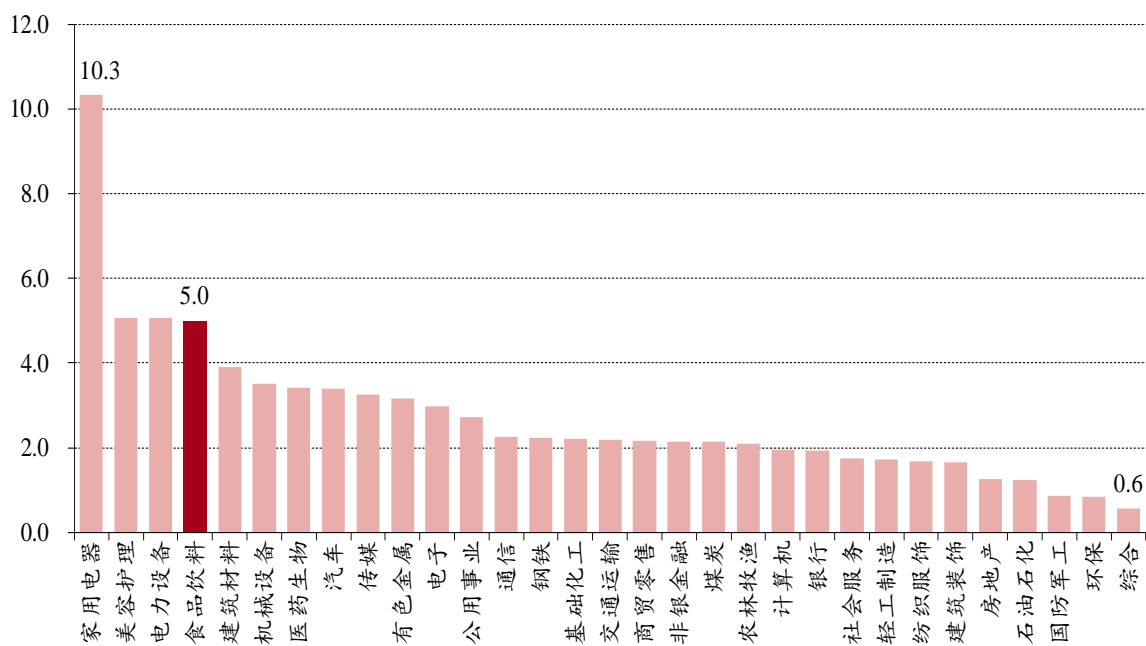
| 公司名称 | 周涨幅(%) 前 10 名 | 公司名称 | 周涨幅(%) 后 10 名 | 公司名称 | 月涨幅(%) 前 10 名 | 公司名称 | 月涨幅(%) 后 10 名 |
|-------|------------------|------|------------------|-------|------------------|------|------------------|
| 张裕 B | 2.3 | 惠发食品 | (15.3) | 一鸣食品 | 12.8 | 岩石股份 | (25.3) |
| 紫燕食品 | 2.1 | 威龙股份 | (13.8) | 青岛食品 | 7.5 | 惠发食品 | (21.3) |
| 一鸣食品 | 1.1 | 舍得酒业 | (9.7) | 阳光乳业 | 5.5 | 顺鑫农业 | (18.2) |
| 元祖股份 | 1.0 | 安井食品 | (9.4) | 皇氏集团 | 5.0 | 绝味食品 | (17.9) |
| 庄园牧场 | 0.7 | 千味央厨 | (9.3) | 龙大美食 | 4.1 | 泸州老窖 | (17.8) |
| 惠泉啤酒 | 0.2 | 泸州老窖 | (9.1) | 华统股份 | 3.5 | 涪陵榨菜 | (17.7) |
| 双汇发展 | (0.0) | 绝味食品 | (8.7) | 双汇发展 | 2.9 | 金种子酒 | (17.6) |
| 承德露露 | (0.1) | 古井贡酒 | (8.6) | *ST莫高 | 2.9 | 好想你 | (16.7) |
| *ST莫高 | (0.2) | 良品铺子 | (8.4) | 香飘飘 | 2.6 | 中炬高新 | (16.3) |
| 青岛食品 | (0.2) | 百润股份 | (8.2) | 佳隆股份 | 2.3 | 良品铺子 | (15.8) |

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 月涨跌幅计算区间为 2023 年 12 月 5 日 - 2024 年 1 月 5 日

截至 1 月 5 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 29 日) -0.02pct。其中, 外资持股茅台、五粮液、泸州老窖比例分别为 6.85%、4.44%、3.26%, 环周 (12 月 29 日) 分别-0.04pct、-0.07pct、+0.02pct。

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

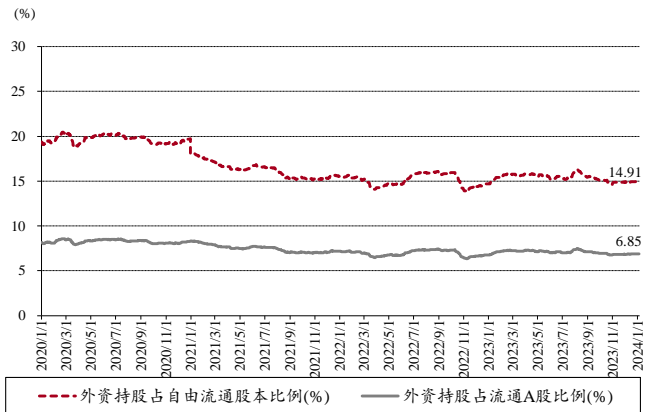
注: 时间截至 2024 年 1 月 5 日

图表 12. 陆股通持股食品饮料占流通市值比例



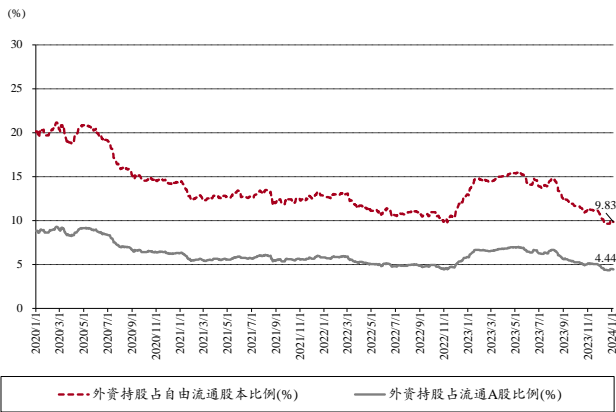
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 13. 外资持股贵州茅台比例变化



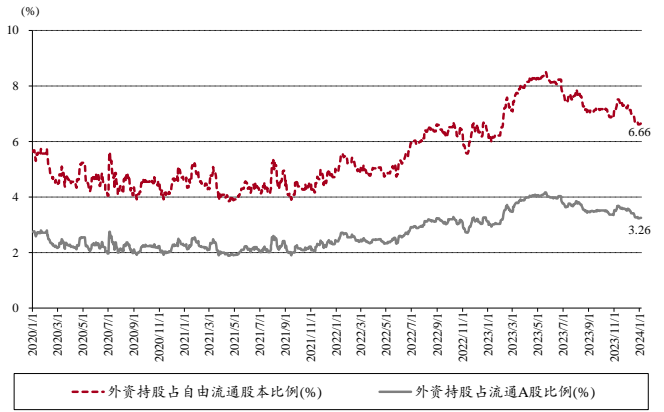
资料来源: iFinD, 中银证券

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



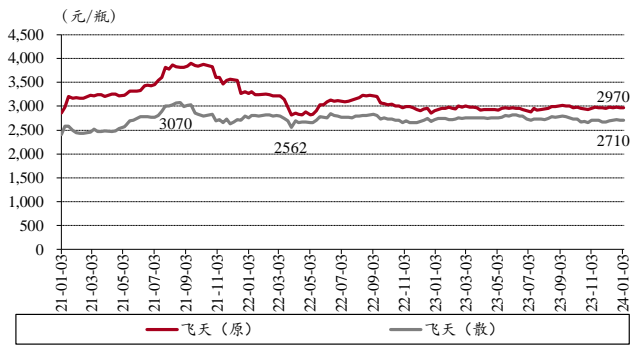
资料来源: iFinD, 中银证券

行业数据跟踪

酒类

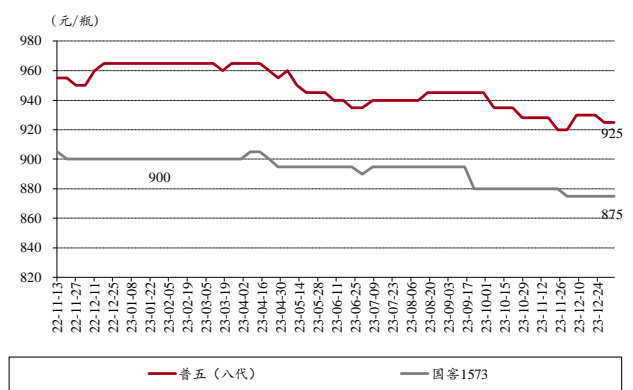
根据今日酒价及同花顺数据，12.29-1.5 整箱飞天批价 2950-2970 元，散瓶飞天批价 2680-2710 元。普五批价 925 元，国窖 1573 批价为 875 元。

图表 16. 茅台整箱及散瓶批价



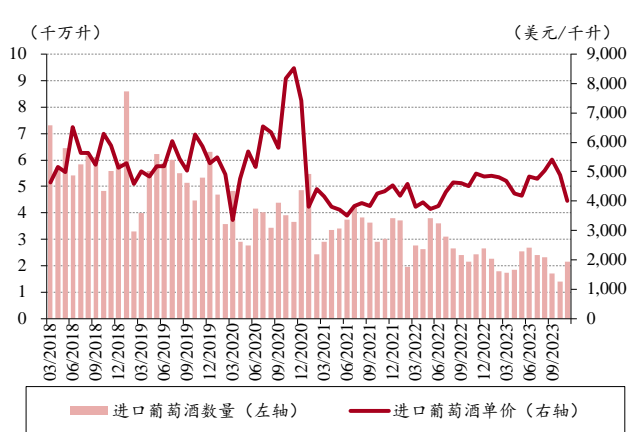
资料来源：今日酒价，中银证券

图表 17. 普五及国窖 1573（高度）批价



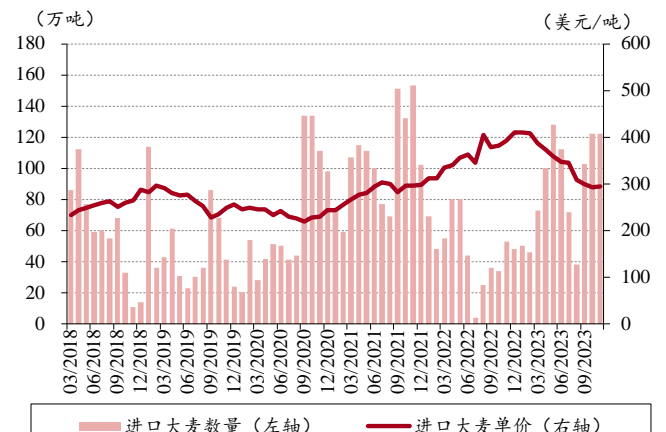
资料来源：今日酒价，iFinD，中银证券

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

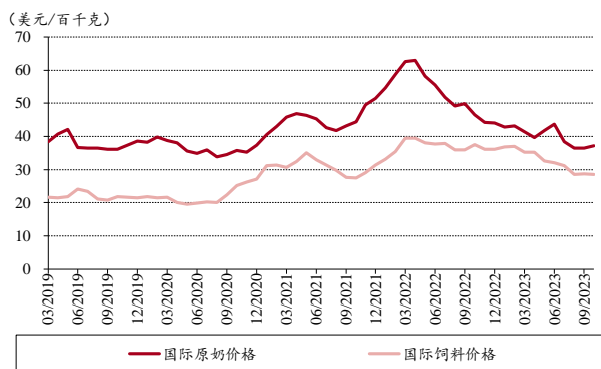


资料来源：iFinD，中银证券

奶类

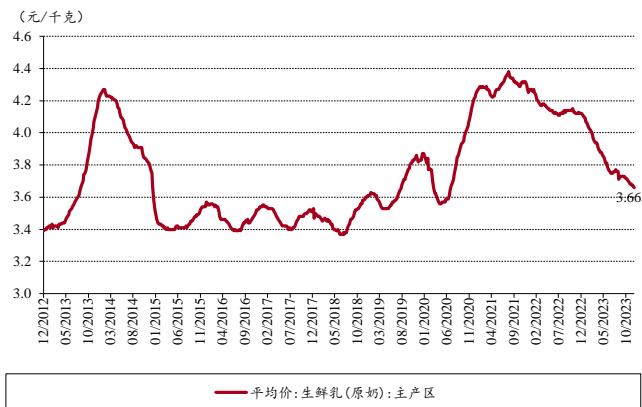
截至12月29日，国内生鲜乳价格为3.66元/公斤，环周-0.3%，同比-11.2%。

图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格



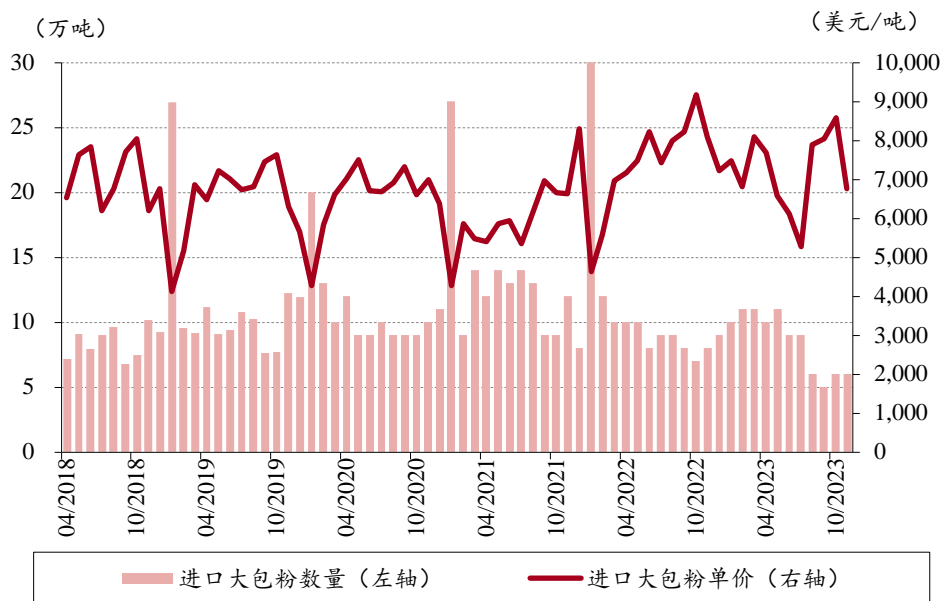
资料来源: IFCN, iFinD, 中银证券

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1月5日，全国生猪出栏价为 7.15 元/斤，环周-1.5%，同比-7.6%。

截至1月5日，全国猪粮比价为 5.63，环周-0.08pct，月同比+0.11pct。

图表 23. 全国生猪出栏价



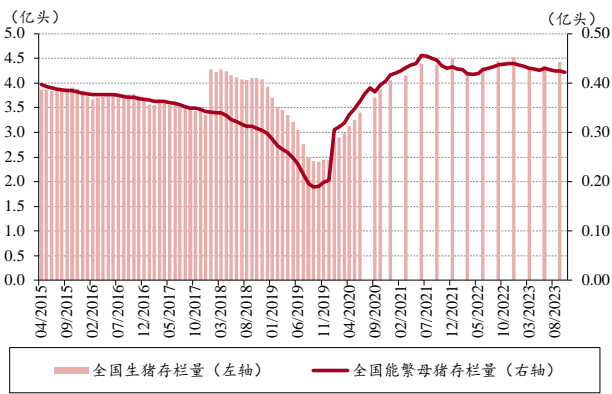
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 24. 猪粮比



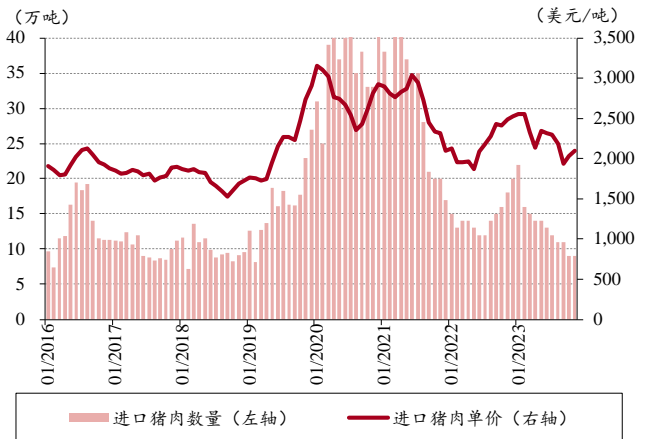
资料来源: iFinD, 中银证券

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

商务部：对原产于欧盟的进口白兰地进行反倾销立案。1月5日，商务部发布公告，2023年11月30日收到中国酒业协会（以下称申请人）代表国内白兰地产业正式提交的反倾销调查申请，申请人请求对原产于欧盟的进口装入200升以下容器的蒸馏葡萄酒制得的烈性酒（以下称相关白兰地）进行反倾销调查。商务部依据《中华人民共和国反倾销条例》有关规定，对申请人的资格、申请调查产品的有关情况、中国同类产品的有关情况、申请调查产品对国内产业的影响、申请调查国家（地区）的有关情况等进行了审查。（微酒，1月5日）

汤臣倍健股份有限公司 2024 年限制性股票激励计划（草案）。2024年1月3日，汤臣倍健股份有限公司发布2024年限制性股票激励计划（草案）。本激励计划拟向激励对象授予1680万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.99%，其中首次授予1490万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.88%，约占本激励计划拟授予总额的88.69%，预留授予190万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.11%，约占本激励计划拟授予总额的11.31%。本激励计划首次授予限制性股票授予价格为8.60元/股。（公司公告，1月3日）

新疆伊力特实业股份有限公司可转债转股结果暨股份变动公告。2024年1月3日，新疆伊力特实业股份有限公司发布可转债转股结果暨股份变动公告。转股情况：截至2023年12月31日，累计有632,729,000元伊力转债转换成公司股票，因转股形成的股份数量为37,635,375股，占可转债转股前公司已发行股份总数的8.6650%。未转股可转债情况：截至2023年12月31日，尚未转股的伊力转债金额为人民币243,271,000元，占伊力转债发行总量的比例为27.7701%。（公司公告，1月3日）

澳麦再度大规模出口中国。外媒消息称，中国在2023年8月撤销对澳大利亚大麦的高额关税之后，澳大利亚大麦再度大规模出口中国。中国是澳大利亚的主要市场，占其大麦出口的50%。据澳大利亚驻华大使馆12月初援引中国官方数据，8月份取消关税后，10月，中国进口了31.4万吨澳大利亚大麦，价值1.39亿澳元（约合6.7亿元人民币）。（微酒，1月2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 |
|------|-------------|-------------------|---|
| 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 |
| 华统股份 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-19 星期五 | 浙江省义乌市北苑街道西城路 198 号浙江华统肉制品股份有限公司会议室 |
| 天佑德酒 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-25 星期四 | 青海省互助土族自治县威远镇西大街 6 号青海互助天佑德青稞酒股份有限公司七楼会议室 |
| 青岛啤酒 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-25 星期四 | 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，iFinD，中银证券

近期研究报告回顾

《贵州茅台2023年生产经营公告点评》（1月3日）

贵州茅台公布2023年生产经营情况公告。经公司初步核算，预计2023年公司实现营业总收入1495亿元，同比增长17.2%左右；实现归母净利润735亿元，同比增长17.2%。2023年公司圆满收官，系列酒表现亮眼，公司布局终端生态战略，开启新的发展周期。2024年余粮充足，多种手段应对行业压力，公司业绩增长确定性高。

《食品饮料行业周报》（1月2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。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。

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