

强于大市

食品饮料行业周报

调整中孕育着机会，大众价格带需求不乏亮点

上周食品饮料板块跑赢沪深 300，在各板块中涨跌幅排名居中。调整中孕育着机会，大众价格带需求不乏亮点。白酒、啤酒大众价格带的消费维持了升级态势。休闲零食、软饮料企业通过高性价比产品，积极开拓下沉市场，培育相关消费习惯。

市场回顾

- 上周食品饮料板块绝对涨幅为-0.6%，跑赢沪深 300 (-1.4%) 0.8pct，涨跌幅在各行业中排名第 13。食品饮料子板块中，零食、烘焙食品涨跌幅排名靠前，分别为 5.9%、2.6%，白酒、保健品涨跌幅排名靠后，分别为 -1.4%、-2.0%。截至 1 月 12 日，白酒板块估值 (PE-TTM) 为 23.8X，食品板块估值 (PE-TTM) 为 18.8X。

行业数据

- 根据今日酒价及同花顺数据，1.5-1.12 整箱飞天批价 2970-2980 元，散瓶飞天批价 2710-2720 元。普五批价 925 元，国窖 1573 批价为 875 元。
- 截至 1 月 5 日，国内生鲜乳价格为 3.66 元/公斤，环周 0.0%，同比 -10.9%。截至 1 月 12 日，全国生猪出栏价为 6.74 元/斤，环周 -5.7%，同比 -4.0%。截至 1 月 12 日，全国猪粮比价为 5.56，环周 -0.07pct，月同比 +0.34pct。

主要观点

- **调整中孕育着机会，大众价格带需求不乏亮点。**食品饮料板块年初至今回落了 5.4%，涨跌幅排名较为靠后，股价延续了 2023 年的低迷状态，市场对需求的担忧仍存。回顾 2023 年行业表现，虽然商务需求和高端产品需求增长乏力，但多个细分行业的大众价位带产品仍然展现了较好的增长态势。我们认为现阶段的消费趋势，并不能简单归类于降级与升级，而是两者并存。长远来看，地产对居民消费的挤出效应减弱，反而会带动大众价位产品需求持续增长。
- **白酒、啤酒大众价格带的消费维持了升级态势。**(1) 随着地产及相关行业增速放缓，消费者群体结构发生变化，2023 年 800 元以上的高端酒终端价普遍承压，预计 2024 年仍可能小幅回落，500-800 元的次高端价位也增长乏力。但我们也看到，100-500 元价位白酒展现了较好的增长势头，9 家地产酒 (古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、今世缘等) 1-3Q23 收入、归母净利增 23.6%、31.2%，增速明显高于高端酒和全国扩张型次高端。考虑到 500-800 元和 800 元以上价位白酒销量占比较低，因此不能简单用消费降级来解释 100-500 元价位的增长，而是大众价格带消费保持了升级的态势，宴席需求增长较为明显。(2) 95 后、00 后逐步成为啤酒的核心消费人群，对中高价位啤酒的接受度高于 70 后、80 后，价格中枢持续上升。23 年 2 季度和 3 季度主流啤酒企业吨价依然延续了较快的上涨趋势，中高价位的啤酒占比提升，印证啤酒行业结构升级的趋势。
- **休闲零食、软饮料企业通过高性价比产品，积极开拓下沉市场，培育相关消费习惯。**(1) 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，伴随消费者培育、渠道扩张，部分公司通过高性价比的产品，培育了大量原来没有相关消费习惯的潜在消费者，推动了下沉市场的消费升级。(2) 休闲食品中，客单价偏高的绝味食品，单店恢复速度偏慢，但积极拥抱零食专营渠道和主推高性价比产品的零食公司，业绩表现则相对较好。根据业绩预告，盐津铺子 2023 年营收增 41.7%-45.2%，归母净利增 65.8%-69.2%，劲仔食品 2023 年归母净利同比增 61.0%-71.0%。(3) 蜜雪和古茗 1 月初同日发布招股书，推升大众现制饮品热度。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，过去两年业绩均实现了快速增长。蜜雪冰城核心产品的价格通常为 2-8 元，古茗的产品价格保通常在 10 元至 18 元之间。两家在下沉市场均有出色的表现，蜜雪冰城 2023 年 9 月在二线及以下城市的门店占比超过了 74.6%。截至 2023 年末古茗在二线及以下城市的门店数量占比 79.0%，此外有 38% 的门店位于远离城市中心的乡、镇。

相关研究报告

- 《食品饮料行业周报》20240108
- 《食品饮料行业周报》20240102
- 《食品饮料行业周报》20231225

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

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。

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

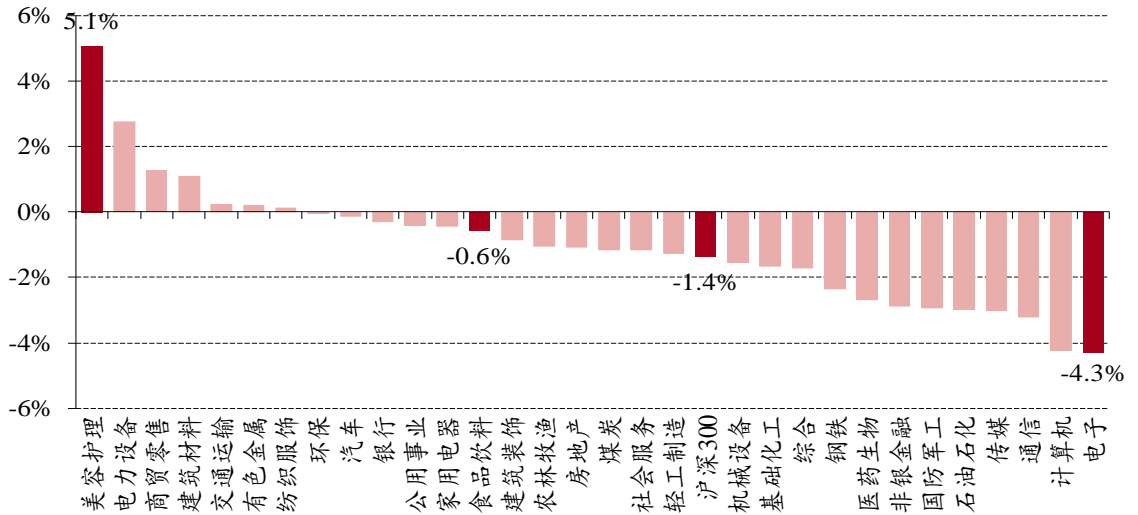
图表目录

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居中。上周食品饮料板块绝对涨幅为-0.6%，跑赢沪深 300（-1.4%）0.8pct，涨跌幅在各行业中排名第 13。食品饮料子板块中，零食、烘焙食品涨跌幅排名靠前，分别为 5.9%、2.6%，白酒、保健品涨跌幅排名靠后，分别为-1.4%、-2.0%。

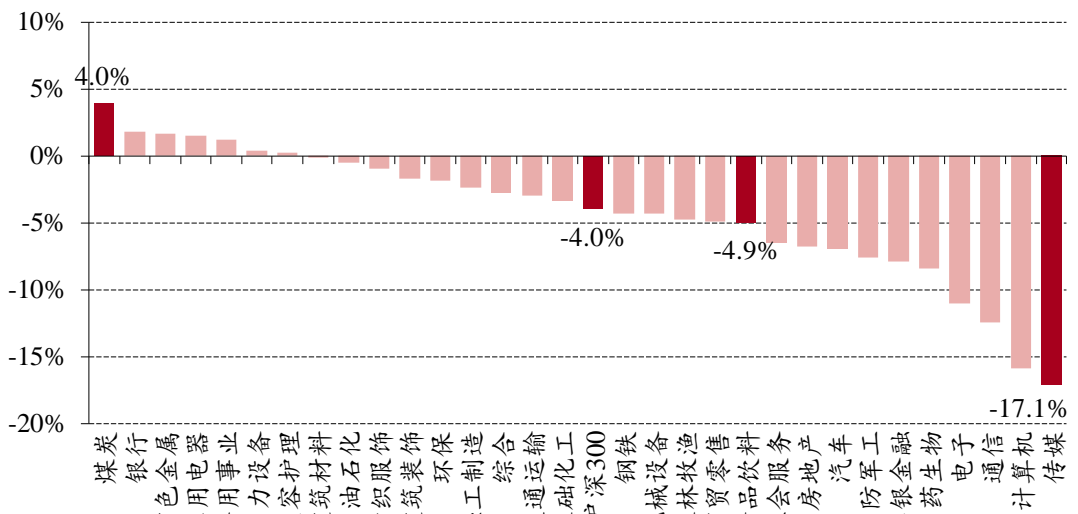
图表 1. 上周各板块涨跌幅



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-4.9%，涨跌幅在 31 个行业中排名第 22。食品饮料子板块中肉制品、乳品排名靠前，涨跌幅分别为 1.1%、0.5%，保健品、预加工食品排名靠后，涨跌幅分别为-6.8%、-7.7%，白酒涨跌幅为-5.8%，排名第 9。

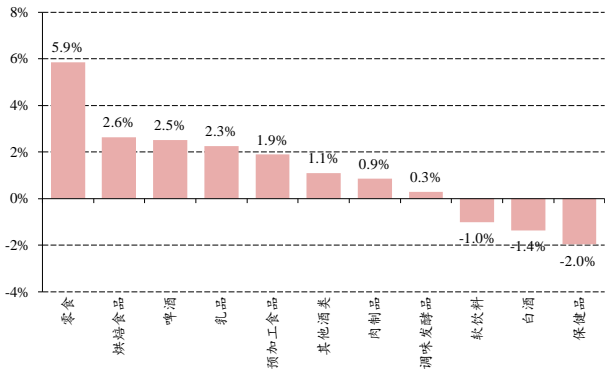
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

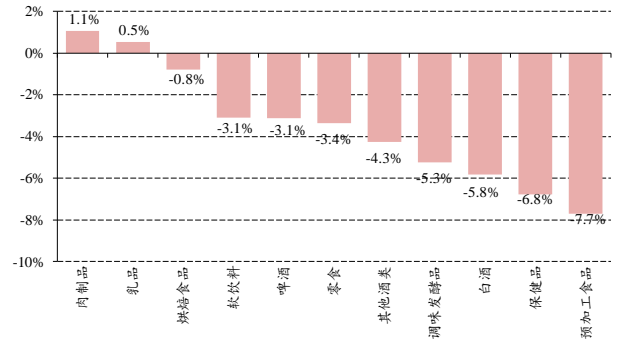
注: 涨跌幅计算区间为 2023 年 12 月 12 日 - 2024 年 1 月 12 日

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 12 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 23.8X, 食品板块估值 (PE-TTM) 为 18.8X。

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	10.6	23.8	23.8	24.5	34.0	29.1	17.1	31.1	18.9

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 12 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

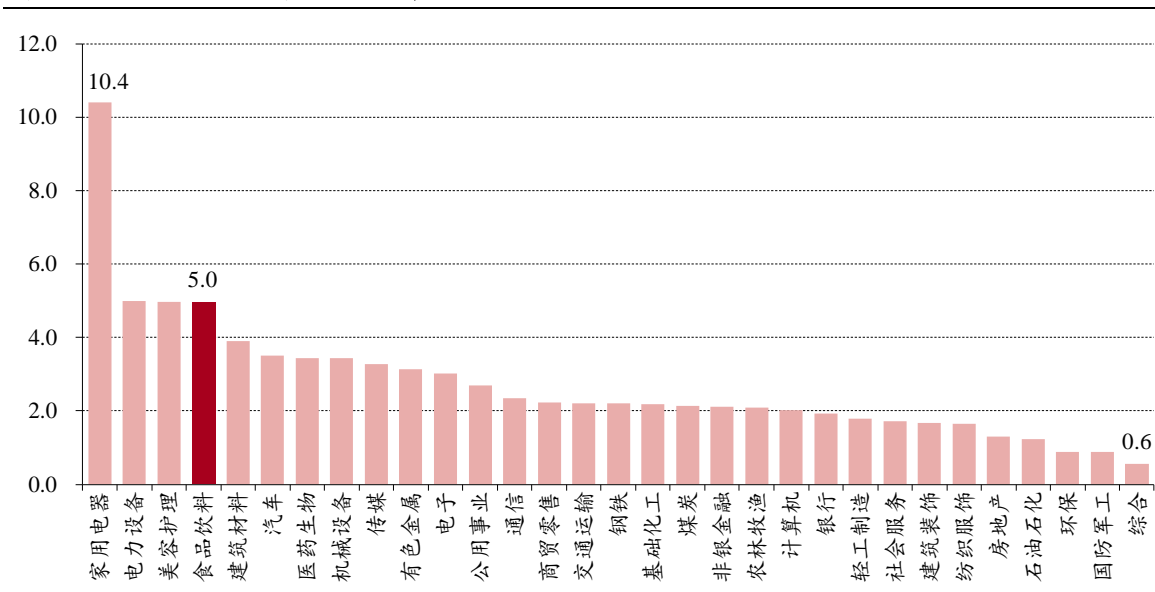
公司名称	周涨幅(%) 前 10 名	公司名称	周涨幅(%) 后 10 名	公司名称	月涨幅(%) 前 10 名	公司名称	月涨幅(%) 后 10 名
劲仔食品	14.2	金达威	(8.8)	香飘飘	18.2	岩石股份	(24.0)
三只松鼠	10.5	泉阳泉	(7.3)	青岛食品	16.3	惠发食品	(15.7)
皇氏集团	9.6	东鹏饮料	(4.7)	劲仔食品	8.7	金种子酒	(13.7)
惠发食品	7.6	威龙股份	(4.7)	养元饮品	7.1	金达威	(13.5)
麦趣尔	7.2	古井贡 B	(3.7)	莲花健康	6.0	绝味食品	(12.9)
洽洽食品	7.0	洋河股份	(3.5)	佳隆股份	5.7	顺鑫农业	(12.9)
甘源食品	6.9	今世缘	(2.6)	元祖股份	5.6	洋河股份	(12.4)
黑芝麻	5.7	ST 交昂	(2.3)	皇氏集团	5.4	泸州老窖	(12.2)
青岛食品	5.3	泸州老窖	(2.2)	*ST 莫高	4.7	泉阳泉	(12.1)
养元饮品	4.6	张裕 B	(2.1)	双汇发展	4.3	均瑶健康	(12.0)

资料来源: iFinD, 中银证券

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

截至 1 月 12 日, 食品饮料板块陆股通持股占流通市值比例为 5.0%, 环周 (1 月 5 日) -0.02pct。其中, 外资持股茅台、五粮液、泸州老窖比例分别为 6.79%、4.38%、3.21%, 环周 (1 月 5 日) 分别 -0.05pct、-0.01pct、-0.08pct。

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

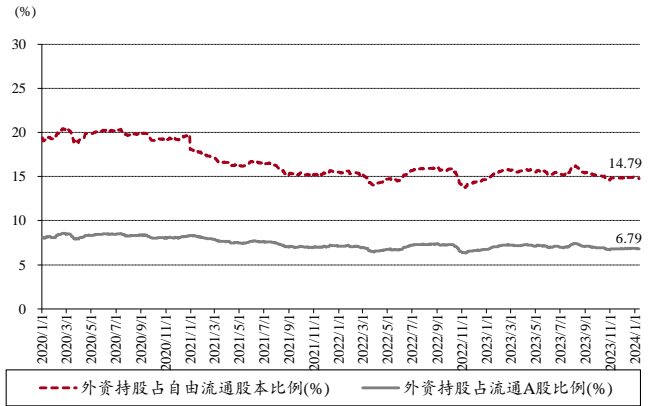
注: 时间截至 2024 年 1 月 12 日

图表 12. 陆股通持股食品饮料占流通市值比例



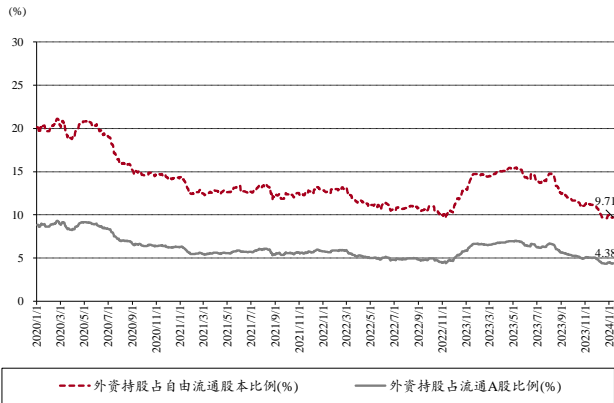
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 13. 外资持股贵州茅台比例变化



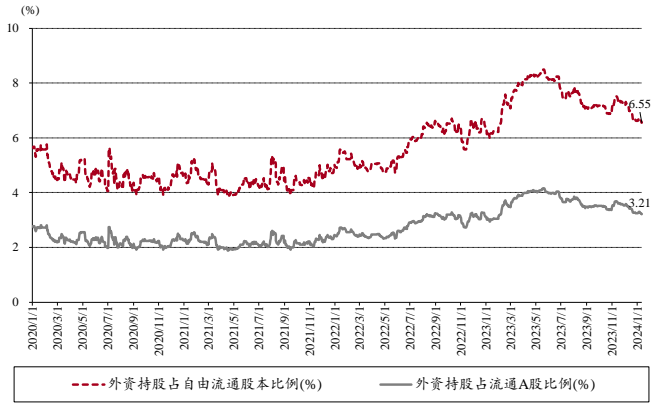
资料来源: iFinD, 中银证券

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



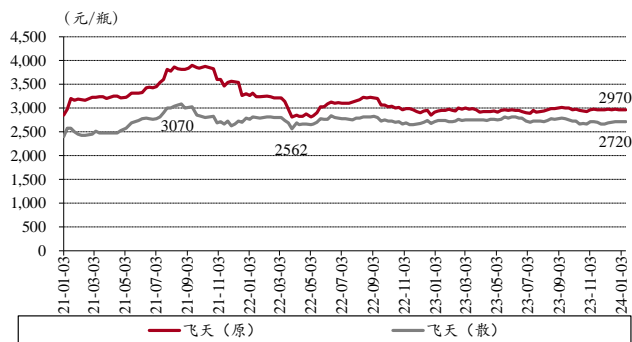
资料来源: iFinD, 中银证券

行业数据跟踪

酒类

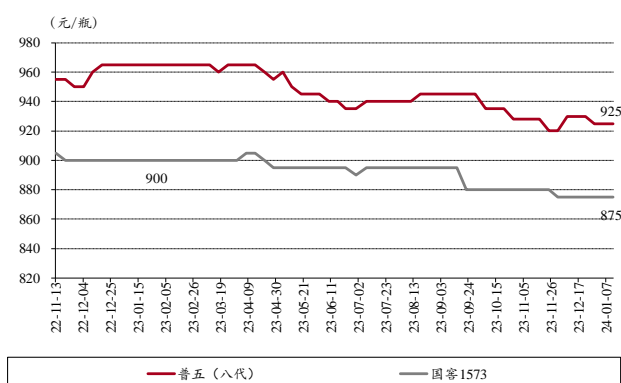
根据今日酒价及同花顺数据，1.5-1.12 整箱飞天批价 2970-2980 元，散瓶飞天批价 2710-2720 元。普五批价 925 元，国窖 1573 批价为 875 元。

图表 16. 茅台整箱及散瓶批价



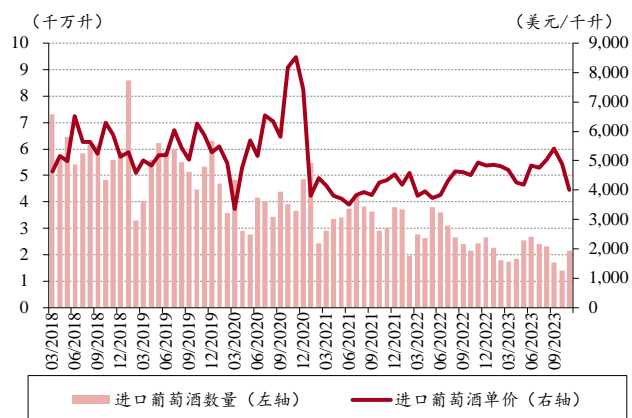
资料来源：今日酒价，中银证券

图表 17. 普五及国窖 1573（高度）批价



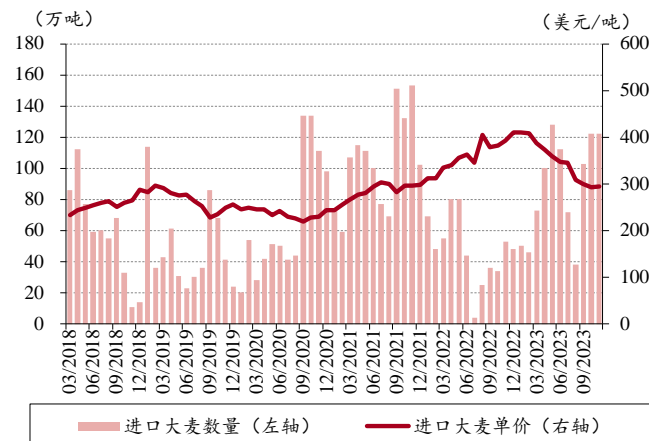
资料来源：今日酒价，iFinD，中银证券

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

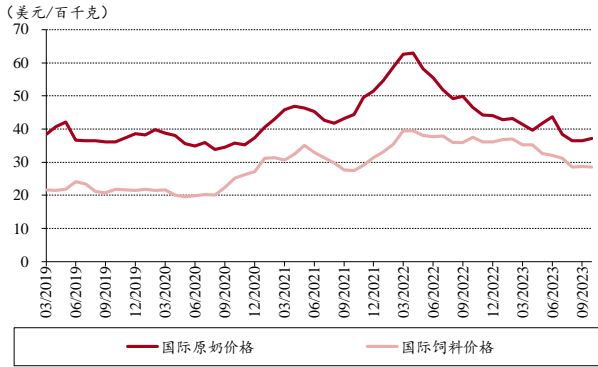


资料来源：iFinD，中银证券

奶类

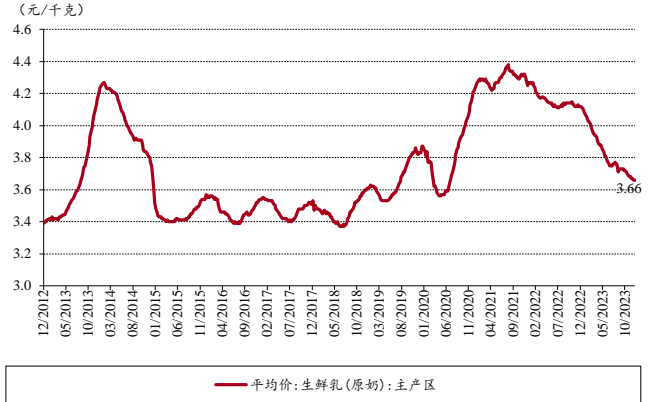
截至1月5日，国内生鲜乳价格为 3.66 元/公斤，环周 0.0%，同比-10.9%。

图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格



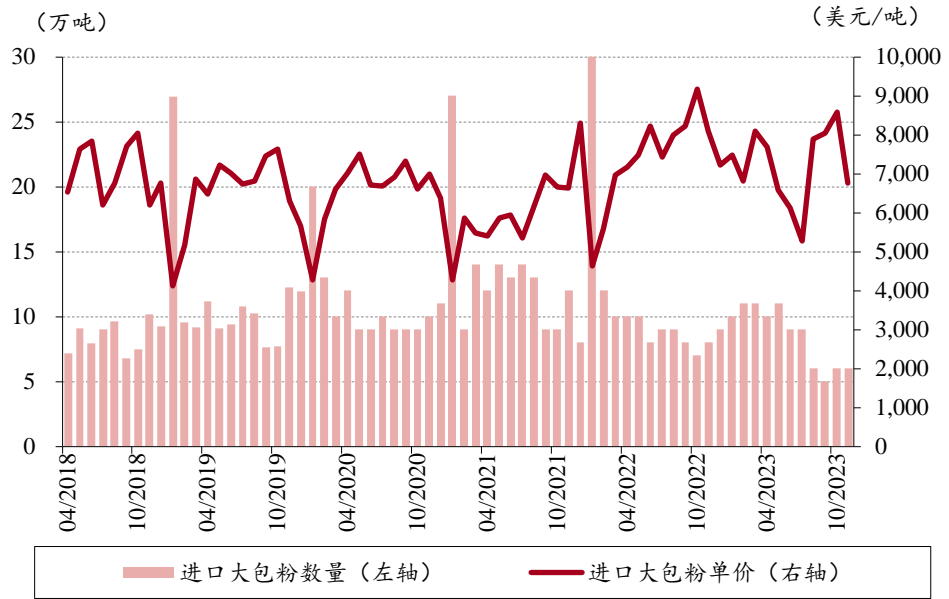
资料来源: IFCN, iFinD, 中银证券

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1月12日，全国生猪出栏价为6.74元/斤，环周-5.7%，同比-4.0%。

截至1月12日，全国猪粮比价为5.56，环周-0.07pct，月同比+0.34pct。

图表 23. 全国生猪出栏价



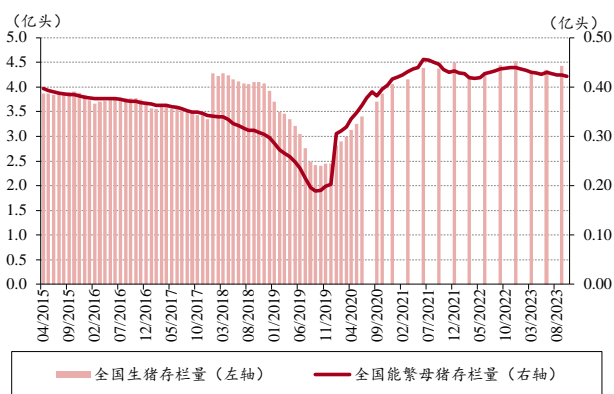
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 24. 猪粮比



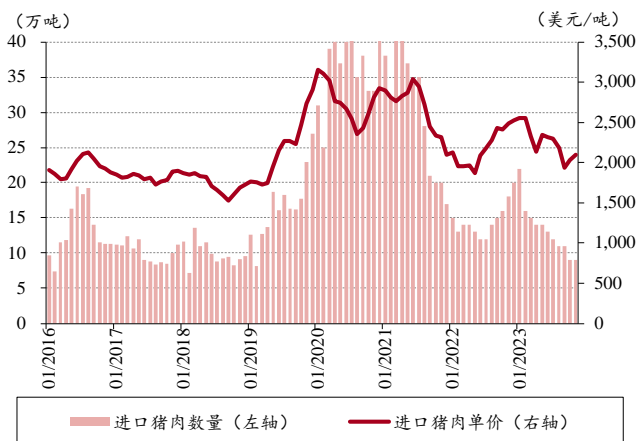
资料来源: iFinD, 中银证券

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

2499 元/瓶，甲辰龙年贵州茅台酒上架销售，上架第一天，超 850 万人申购龙年生肖酒。2024 年 1 月 6 日，贵州茅台甲辰龙年系列产品在浙江杭州良渚发布，紧接着自 1 月 7 日起，在 i 茅台开启申购，贵州茅台酒（甲辰龙年）售价也随之公布。53%vol 500ml 贵州茅台酒（甲辰龙年）零售指导价为 2499 元/瓶，53%vol 375ml×2 贵州茅台酒（甲辰龙年）零售指导价为 3599 元/盒。据证券时报及公司公示数据显示，1 月 7 日，龙茅上架 i 茅台第一天，共有超过 850 万人次参与了申购，具体数字为 8589217 人次。（茅台时空，证券时报，1 月 8 日）

西凤不止百亿。陕西西凤酒厂集团有限公司党委书记、董事长，陕西西凤酒股份有限公司董事长张正在会上披露，2023 年，西凤实现销售收入 103.4 亿元，同比增长 23%。这也意味着，其正式跨过“百亿”门槛。（1 月 8 日，云酒头条）

1 月 9 日，以“共商共建同奋进 共创共享新名酒”为主题的国台 2024 年全国经销商大会在广州召开。一是主要经济指标方面，国台主要业绩指标可以用稳中有进、略有增长来总结。其中，“双大单品”国台国标酒销售量同比增长 54%，动销增长 49%；国台十五年销售量同比增长 18%，动销增长 9%。二是市场拓展方面，国台国标酒的销量在广东等 6 省实现翻番，河南、山东等 12 省实现 50% 以上的增长。同时，联合经销商拓展名烟名酒店核心终端 5.6 万余家；聚焦宴席渠道，厂商协同开展婚宴寿宴升学宴等各类宴席 6 万场、96.5 万桌，影响消费者 960 多万人。三是产能方面，2 万吨的总产能，特别是其中 1 万吨的智能酿造产能和 8 万吨的年份基酒存储。则进一步夯实了国台行稳致远的品质保障、产能保障，为国台的长远发展提供了底气和支撑。（1 月 9 日，微酒）

上海紫燕食品股份有限公司 2024 年限制性股票激励计划（草案）。2024 年 1 月 9 日，紫燕食品发布 2024 年限制性股票激励计划（草案）公告，本激励计划拟授予的限制性股票数量为 246.45 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 41,200 万股的 0.60%。本激励计划授予的激励对象总人数为 192 人，占公司 2023 年底员工总数 1999 人的 9.60%，包括在公司（含子公司）任职的核心员工及技术骨干。本激励计划授予限制性股票的授予价格为每股 10.89 元，即满足授予条件后，激励对象可以每股 10.89 元的价格购买公司向激励对象增发的本公司 A 股普通股。业绩考核目标方面，（1）以 2023 年营业收入为基数，2024 至 2026 年营业收入增长率分别为 19%、38%、57%；以 2023 年净利润为基数，净利润增长率分别为 15%、30%、45%。（公司公告，1 月 9 日）

顺鑫农业发布提价公告。鉴于生产经营成本的增加，公司牛栏山酒厂拟对 42°125ml、42°265ml、42°500ml、52°500ml 以上 4 款牛栏山陈酿进行调价，每箱上涨 6 元。本次价格调整计划从 2024 年 02 月 01 日起执行。（公司公告，1 月 13 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
伊力特	2024 年第一次临时	2024-01-26 星期五	新疆可克达拉市伊力特酒文化产业园
海南椰岛	2024 年第一次临时	2024-01-26 星期五	海南省海口市秀英区药谷二横路 2 号椰岛集团办公楼 7 层会议室
克明食品	2024 年第一次临时	2024-01-29 星期一	湖南省长沙市雨花区环保科技产业园振华路 28 号研发检验大楼四楼会议室

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

近期研究报告回顾

《食品饮料行业周报》（1月8日）

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。蜜雪和古茗同日发布招股书，推升大众现制饮品热度。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。

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