

强于大市

食品饮料行业周报

寻找护城河高、可持续成长的高股息品种

上周食品饮料板块跑输沪深 300，涨跌幅在各行业中排名第 8。食品饮料股息率与全体 A 股基本相当，肉制品排名靠前，高股息品种关注承德露露、伊利股份、重庆啤酒。

市场回顾

■ 上周食品饮料板块绝对涨幅为 -1.1%，跑输沪深 300 (-0.4%) 0.6pct，涨跌幅在各行业中排名第 8。食品饮料子板块中，乳品、白酒涨跌幅排名靠前，分别为 -0.7%、-0.8%，啤酒、烘焙食品涨跌幅排名靠后，分别为 -2.8%、-4.2%。截至 1 月 19 日，白酒板块估值 (PE-TTM) 为 23.6X，食品板块估值 (PE-TTM) 为 18.5X。

行业数据

- 根据今日酒价及同花顺数据，1.12-1.19 整箱飞天批价 2930-2970 元，散瓶飞天批价 26700-2720 元。普五批价 925 元，国窖 1573 批价为 875 元。
- 2023 年 12 月，全国规模以上企业白酒产量 54.9 万千升，同比增长 4%；1 月-12 月，规模以上企业白酒产量 449.2 万千升，同比减少 2.8%。2023 年 12 月，全国规模以上企业啤酒产量 214.8 万千升，同比下滑 15.3%；1 月-12 月，规模以上企业啤酒产量 3555.5 万千升，同比增长 0.3%。2023 年 12 月，全国规模以上企业葡萄酒产量 2.2 万千升，同比下滑 12%；1 月-12 月，规模以上企业葡萄酒产量 14.3 万千升，同比增长 2.9%。
- 2023 年 12 月，进口葡萄酒数量为 2.14 千万升，环月 -0.2%，同比 -19.4%。进口葡萄酒单价为 4380 美元/千升，环月 +9.0%，同比 -9.6%。2023 年 12 月，进口大麦数量为 166 万吨，环月 +36.1%，同比 +245.8%。进口大麦单价为 289 美元/吨，环月 -1.9%，同比 -29.5%。
- 截至 1 月 12 日，国内生鲜乳价格为 3.66 元/公斤，环周 0.0%，同比 -10.7%。2023 年 12 月，进口大包粉数量为 5.00 万吨，环月 -16.7%，同比 -44.4%。进口大包粉单价为 8707 美元/吨，环月 +28.8%，同比 20.4%。2023 年 12 月，进口猪肉数量为 9.00 亿头，环月 0%，同比 -55.0%。进口猪肉单价为 2079 美元/吨，环月 -1.0%，同比 -17.7%。
- 国家统计局公布 2023 年 12 月社会消费品零售额数据。12 月社零总额同比增 7.4%，其中餐饮收入同比增 30.0%，烟酒类消费同比增 8.3%，粮油食品类和饮料类零售额分别同比增 5.8%、7.7%。

主要观点

- **食品饮料股息率与全体 A 股基本相当，肉制品排名靠前。**高股息是 24 年初的热门投资主题之一。食品饮料整体股息率 (2022 年股息) 为 2.6%，在一级子行业中排名第 12，与全体 A 股差不多。分子行业看，白酒、啤酒、其他酒类、乳制品、预加工食品、调味品、零食、软饮料、肉制品上市企业平均股息收益率分别为 2.7%、2.7%、0.8%、2.8%、1.4%、1.5%、1.7%、2.7%、4.3%。分上市公司看，食品饮料股息率 (过去 12 个月) 排名前 5 的公司，分别是养元饮品 8.1%、双汇发展 6.5%、元祖股份 5.4%、桃李面包 4.6%、重庆啤酒 4.3%。
- **高股息品种关注承德露露、伊利股份、重庆啤酒。**我们认为如果同时具备护城河高、可持续成长、资本开支低这三个条件，可提升未来分红增长的可能性，高股息策略成功的概率将明显提升。建议关注几个高股息品种：(1) 承德露露股息率 (过去 12 个月，下同) 3.7%，食品饮料排名前 10，现阶段 PE (TTM) 仅为 13 倍左右。公司在华北的消费者基本盘稳固，护城河高，随着内部激励机制的逐步完善，以及产品、区域、渠道布局思路的成熟，业绩向上弹性较大。(2) 伊利股份股息率 3.9%，食品饮料排名前 10，现阶段 PE (TTM) 不到 16 倍，食品饮料中处于较低位置。随着伊利产品矩阵的丰富和盈利能力的提升，业绩可维持稳健增长。(3) 啤酒已进入存量竞争时代，主流公司不再以销量作为主要增长点，新增资本开支较低。随着 95 后、00 后逐步成为啤酒的核心消费人群，产品结构升级的趋势确定，业绩成长的确定性高。啤酒行业整体股息率 2.7%，其中重庆啤酒股息率较高达到 4.3%，排名食品饮料行业前 5，可适当关注。

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

- 《12 月食品饮料社零数据点评》20240120
- 《食品饮料行业 2024 年度策略》20240116
- 《食品饮料行业周报》20240116

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 |

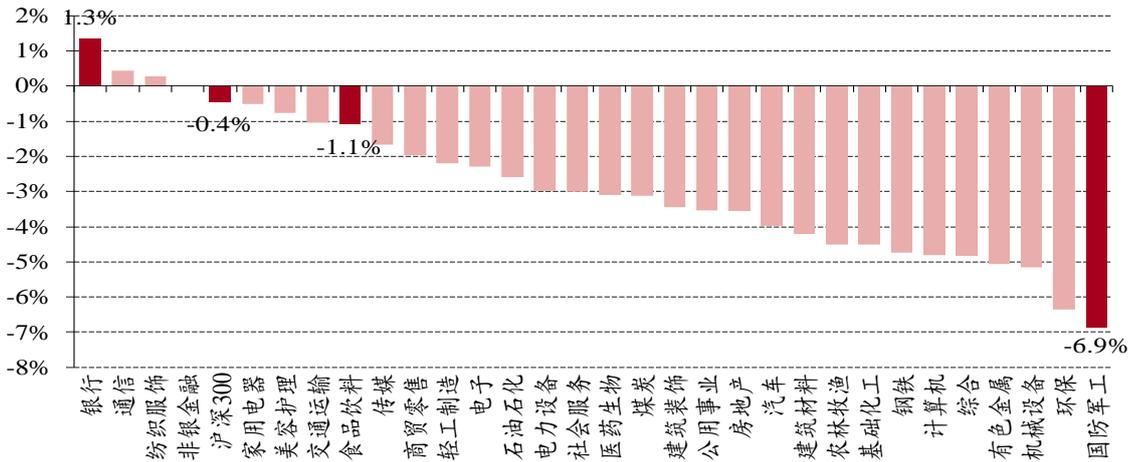
图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 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前。上周食品饮料板块绝对涨幅为-1.1%，跑输沪深 300 (-0.4%) 0.6pct，涨跌幅在各行业中排名第 8。食品饮料子板块中，乳品、白酒涨跌幅排名靠前，分别为-0.7%、-0.8%，啤酒、烘焙食品涨跌幅排名靠后，分别为-2.8%、-4.2%。

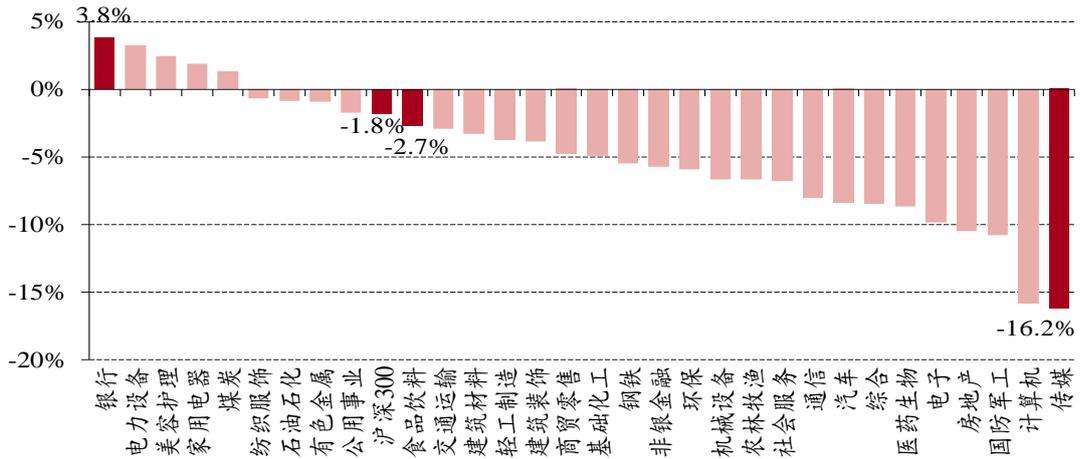
图表 1. 上周各板块涨跌幅



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-2.7%，涨跌幅在 31 个行业中排名第 10。食品饮料子板块中乳品、肉制品涨跌幅排名靠前，分别为 2.9%、1.5%，预加工食品、保健品涨跌幅排名靠后，涨跌幅分别为-4.9%、-7.1%，白酒涨跌幅为-3.4%，排名第 8。

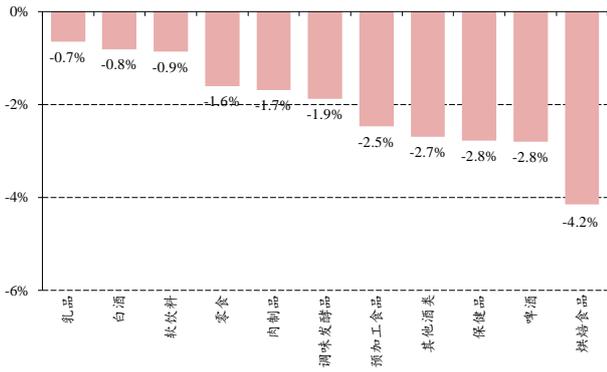
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

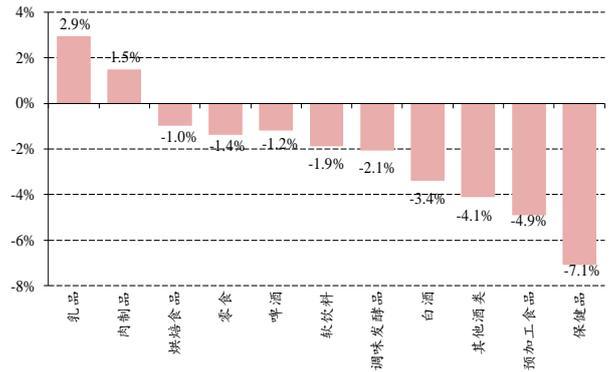
注: 涨跌幅计算区间为 2023 年 12 月 19 日 - 2024 年 1 月 19 日

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 19 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 23.6X, 食品板块估值 (PE-TTM) 为 18.5X。

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 | 33.4 | 17.5 | 14.8 | 27.6 | 18.4 |
| 现值 | 10.6 | 23.6 | 23.6 | 23.9 | 33.4 | 28.3 | 17.1 | 30.9 | 18.7 |

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 19 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

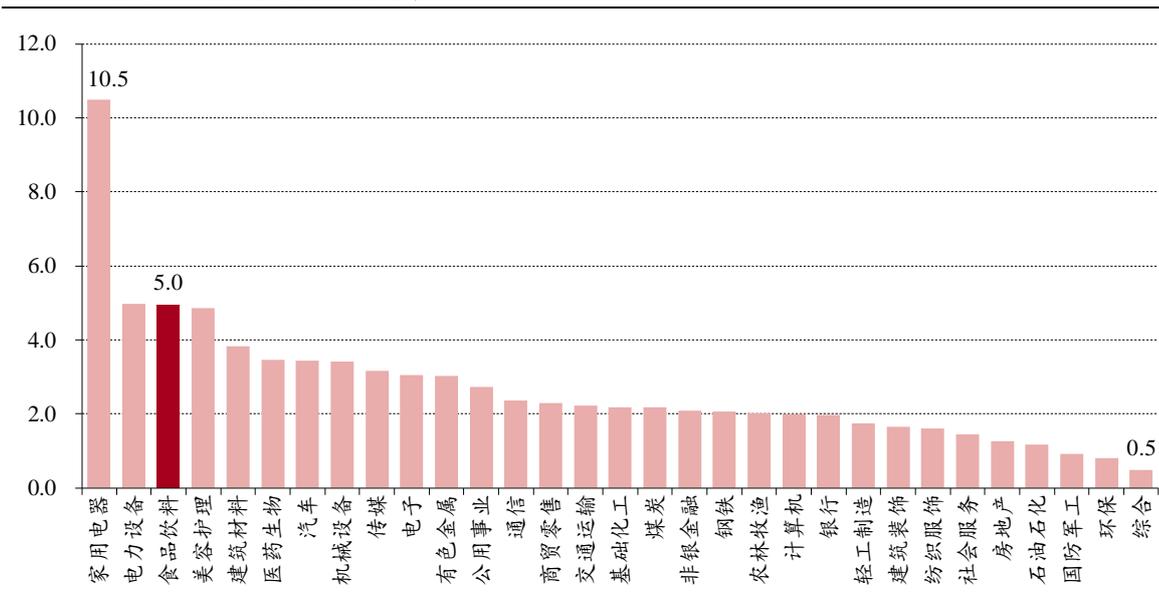
| 公司名称 | 周涨幅(%) 前 10 名 | 公司名称 | 周涨幅(%) 后 10 名 | 公司名称 | 月涨幅(%) 前 10 名 | 公司名称 | 月涨幅(%) 后 10 名 |
|------|------------------|------|------------------|------|------------------|------|------------------|
| 甘源食品 | 4.2 | 皇氏集团 | (16.1) | 香飘飘 | 22.2 | 泉阳泉 | (19.7) |
| 劲仔食品 | 4.1 | 麦趣尔 | (14.9) | 劲仔食品 | 15.1 | 西部牧业 | (16.2) |
| 妙可蓝多 | 3.6 | 莲花健康 | (11.7) | 青岛食品 | 14.3 | 惠发食品 | (14.6) |
| 盐津铺子 | 3.2 | 一鸣食品 | (10.6) | 养元饮品 | 11.3 | 均瑶健康 | (13.7) |
| 宝立食品 | 1.6 | 千味央厨 | (9.7) | 甘源食品 | 10.6 | 好想你 | (13.7) |
| 海天味业 | 1.3 | 熊猫乳品 | (9.4) | 双汇发展 | 6.7 | 海南椰岛 | (13.1) |
| 养元饮品 | 1.1 | 华统股份 | (9.4) | 元祖股份 | 5.7 | 金达威 | (13.0) |
| 双汇发展 | 0.8 | 海欣食品 | (8.9) | 紫燕食品 | 5.7 | 千味央厨 | (12.9) |
| 伊利股份 | 0.4 | 西部牧业 | (8.3) | 伊利股份 | 5.0 | 安记食品 | (12.8) |
| 五芳斋 | 0.4 | 春雪食品 | (8.2) | 酒鬼酒 | 4.7 | 李子园 | (11.3) |

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 月涨跌幅计算区间为 2023 年 12 月 19 日 - 2024 年 1 月 19 日

截至 1 月 19 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 12 日) +0.02pct。其中, 外资持股茅台、五粮液、泸州老窖比例分别为 6.81%、4.24%、3.18%, 环周 (1 月 12 日) 分别 0.03pct、-0.14pct、-0.03pct。

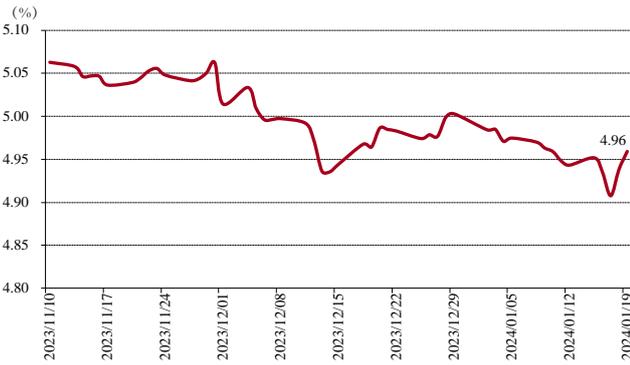
图表 11. 各行业陆股通持股占流通市值比例



资料来源: iFinD, 中银证券

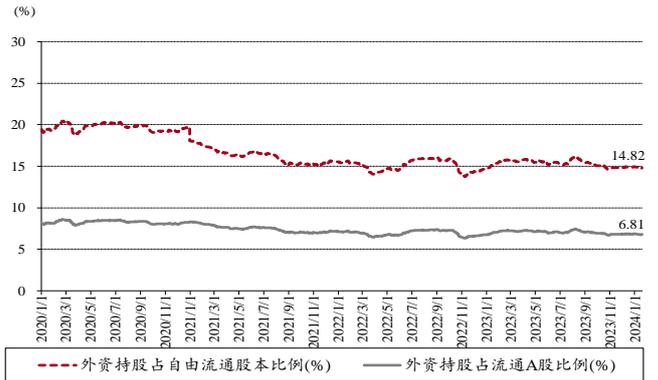
注: 时间截至 2024 年 1 月 19 日

图表 12. 陆股通持股食品饮料占流通市值比例



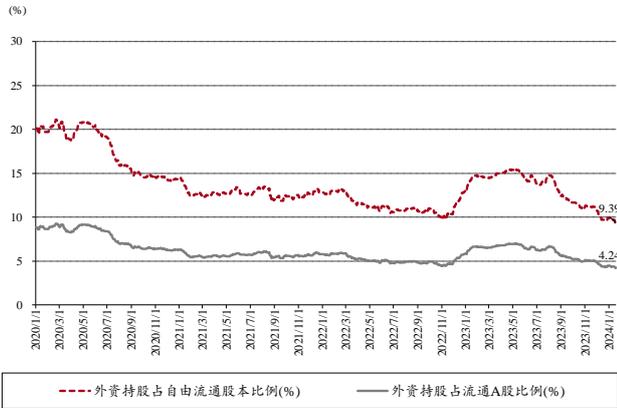
资料来源: iFinD, 中银证券

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，1.12-1.19 整箱飞天批价 2930-2970 元，散瓶飞天批价 2695-2720 元。普五批价 925 元，国窖 1573 批价为 875 元。

2023 年 12 月，全国规模以上企业白酒产量 54.9 万千升，同比增长 4%；1 月-12 月，规模以上企业白酒产量 449.2 万千升，同比减少 2.8%。2023 年 12 月，全国规模以上企业啤酒产量 214.8 万千升，同比下滑 15.3%；1 月-12 月，规模以上企业啤酒产量 3555.5 万千升，同比增长 0.3%。2023 年 12 月，全国规模以上企业葡萄酒产量 2.2 万千升，同比下滑 12%；1 月-12 月，规模以上企业葡萄酒产量 14.3 万千升，同比增长 2.9%。

2023 年 12 月，进口葡萄酒数量为 2.14 千万升，环月-0.2%，同比-19.4%。进口葡萄酒单价为 4380 美元/千升，环月+9.0%，同比-9.6%。

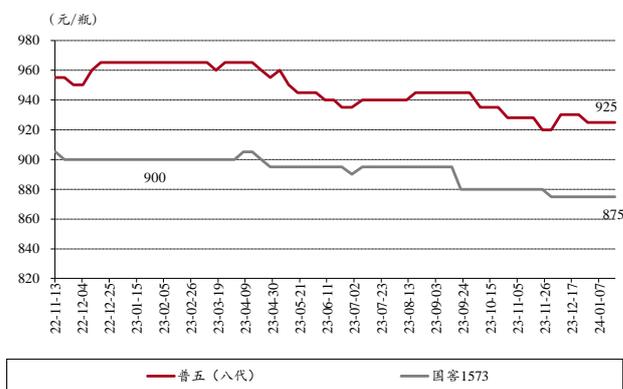
2023 年 12 月，进口大麦数量为 166 万吨，环月+36.1%，同比+245.8%。进口大麦单价为 289 美元/吨，环月-1.9%，同比-29.5%。

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



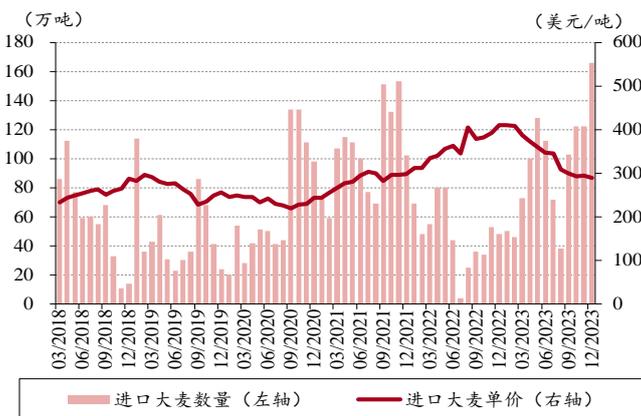
资料来源：今日酒价，iFinD，中银证券

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12日，国内生鲜乳价格为 3.66 元/公斤，环周 0.0%，同比-10.7%。

2023 年 12 月，进口大包粉数量为 5.00 万吨，环月-16.7%，同比-44.4%。进口大包粉单价为 8707 美元/吨，环月+28.8%，同比 20.4%。

图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格



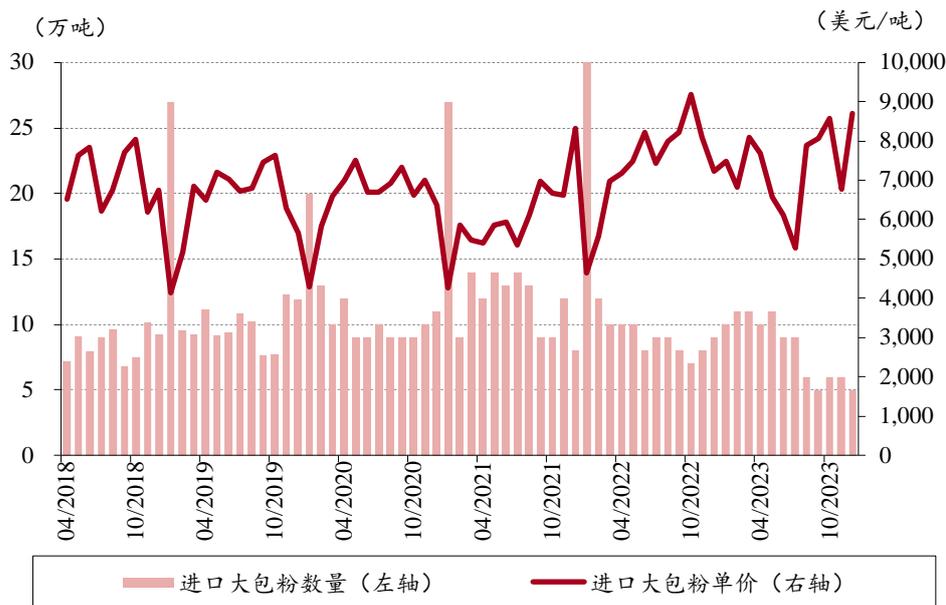
资料来源: IFCN, iFinD, 中银证券

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19日，全国生猪出栏价为7.11元/斤，环周+4.3%，同比-9.6%。

截至1月19日，全国猪粮比价为5.60，环周+0.04pct，月同比+0.47pct。

2023年12月，全国生猪存栏量为4.34亿头，同比-4.1%。全国能繁母猪存栏量为0.41亿头，环月-0.4%，同比-5.6%。

2023年12月，进口猪肉数量为9.00万吨，环月0%，同比-55.0%。进口猪肉单价为2079美元/吨，环月-1.0%，同比-17.7%。

图表 23. 全国生猪出栏价



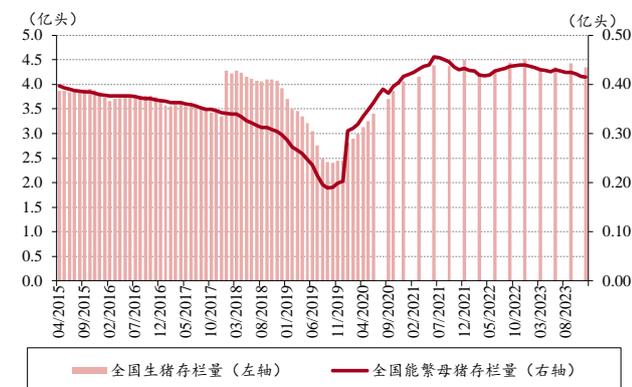
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 24. 猪粮比



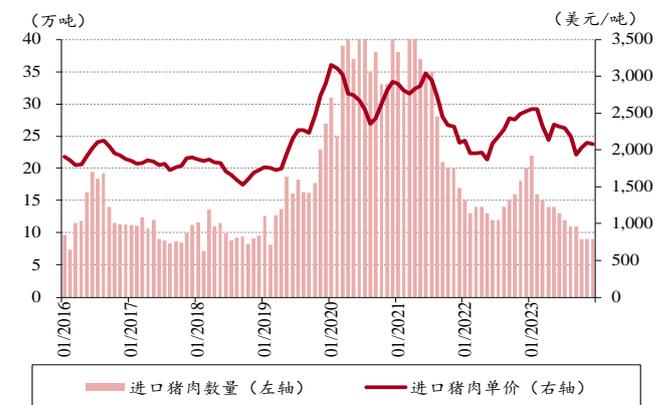
资料来源: iFinD, 中银证券

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

零食很忙&赵一鸣零食计划投入 10 亿，重点开拓北方市场。2024 年 1 月 17 日，零食很忙集团公司对外透露，未来半年计划投入超 10 亿元，用于全国市场开发，重点布局北方区域，主要加大对加盟政策扶持、竞争市场营销支持、城市核心点位开发、直营店拓展等方面投入。截至目前，零食很忙与赵一鸣零食全国门店总数已突破 7000 家，重点布局在华中、华南、华东及西南等地区 20 个省份，建成 18 个现代化供应链中心，总占地面积超 40 万平方米，实现全国范围门店 24 小时报货高效配送。（食品商，1 月 17 日）

再现“汾酒速度”，杏花村酒要怎么干。1 月 19 日，“同心启新程，同行创共赢”2023 年度杏花村酒经销大会在太原举行。在汾酒股份公司总经理助理、营销中心主任、杏花村酒销售公司执行董事张永踊看来，杏花村酒正处于重要机遇期：消费者对美的追求越来越高、人工智能带来产品化智能机遇，杏花村坚持市场高质量发展策略，清香和汾酒的崛起，杏花村酒被确定为汾酒的第二增长曲线。杏花村酒山东省区经理刘振邦透露，2023 年杏花村酒在山东有经销商 60 家，专卖店 4 家，合计有终端网点 30106 家，全年销售已经连续两年突破 1 亿元。（云酒头条，1 月 20 日）

安井食品关于授权公司管理层启动公司境外发行股份（H 股）并在香港联合交易所有限公司上市。为加快公司的国际化战略及海外业务布局，增强公司的境外融资能力，进一步提高公司的综合竞争力，根据公司总体发展战略及运营需要，董事会授权公司管理层启动公司境外发行股份（H 股）并在香港联合交易所有限公司上市相关筹备工作之事宜。公司计划与相关中介机构就本次 H 股上市的具体推进工作进行商讨，关于本次 H 股上市的细节尚未确定。（公司公告，1 月 20 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 |
|------|-------------|----------------|---|
| 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 |
| 麦趣尔 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-25 星期四 | 新疆昌吉市麦趣尔大道麦趣尔集团公司二楼会议室 |
| 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 |
| 煌上煌 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-29 星期一 | 江西省南昌县小蓝经济开发区洪州大道 66 号公司综合大楼三楼会议室 |
| 西部牧业 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-29 星期一 | 新疆石河子市开发区北一东路 28 号新疆西部牧业股份有限公司二楼会议室 |
| 承德露露 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-29 星期一 | 河北省承德市高新技术产业开发区西区 8 号承德露露股份公司会议室 |
| 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 |
| 贝因美 | 2024 年第一次临时 | 2024-01-30 星期二 | 贝因美股份有限公司会议室(浙江省杭州市滨江区伟业路 1 号 10 幢) |

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

近期研究报告回顾

《12月食品饮料社零数据点评》（1月19日）

国家统计局公布 2023 年 12 月社会消费品零售额数据。12 月社零总额同比增 7.4%，其中餐饮收入同比增 30.0%，烟酒类消费同比增 8.3%，粮油食品类和饮料类零售额分别同比增 5.8%、7.7%。2023 年 12 月餐饮在低基数下增幅环比扩大，烟酒类数据增速收窄，饮料类增速环比提速。2023 年餐饮实现较快反弹，烟酒类稳健增长，饮料类增速偏慢，其中 4 季度餐饮、烟酒、饮料类数据环比均有提速。

《食品饮料行业 2024 年度策略》（1月17日）

2023 年食品饮料板块跌幅较大，子板块估值普遍回落。白酒正进入换挡期，把握优质个股投资机会，我们预计 23 年 4 季度和 24 年春节将延续惯性增长。其他酒龙头积极寻求突围，重点关注黄酒变化。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。

《食品饮料行业周报》（1月12日）

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。

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