

强于大市

食品饮料行业周报

端午节白酒需求平淡，关注即将到来的啤酒旺季

上周食品饮料板块涨跌幅-2.7%，在各板块中排名第20。端午延续淡季销售表现，白酒整体需求偏弱。酒企近日纷纷召开股东大会及经销商大会，整体反馈营销动作较为积极。大众消费价格带有较强的增长动力，成本端持续改善，大众价格带升级逻辑不变，建议关注大众品投资机会。

市场回顾

■ 上周食品饮料板块涨跌幅-2.7%，在各板块中排名第20。食品饮料子板块中，啤酒、软饮料涨跌幅排名靠前，分别为+2.0%、-1.7%，其他酒类、预加工食品涨跌幅排名靠后，分别为-5.4%、-6.9%。截至6月7日，白酒板块估值（PE-TTM）为22.3X，食品饮料板块估值（PE-TTM）为18.9X。

行业数据

- 根据今日酒价、百荣酒价及同花顺数据，5.31-6.7 整箱飞天批价 2715-2727 元，散瓶飞天批价 2487-2523 元。普五批价 940 元，国窖 1573 批价为 875-880 元。
- 截至6月7日，全国生猪出栏价为 9.55 元/斤，环周+8.4%，同比+30.8%。全国猪粮比价为 7.66，环周+0.45pct，同比+2.38pct。鸭脖、鸭锁骨、鸭掌价格分别为 9.9 元/千克、9.1 元/千克、25.4 元/千克。截至5月31日，国内生鲜乳价格为 3.34 元/公斤，环周-0.9%，同比-13.0%。

主要观点

- 端午延续淡季销售表现，白酒整体需求偏弱。酒企近日纷纷召开股东大会及经销商大会，整体反馈营销动作较为积极。（1）上年同期受疫情放开影响，端午期间宴席需求回补，整体销售基数较高，叠加今年年初以来商务需求恢复偏慢，因此端午延续2季度白酒淡季销售表现，整体需求平淡，不同酒企之间发货节奏略有差异。白酒价格方面，整体表现偏弱。（2）近日各家酒企纷纷召开股东大会及经销商大会，整体反馈较为积极。洋河股东大会直面问题，主动调控经营节奏，提出七个“聚焦”，区域布局方面，公司今年将聚进一步聚焦省内，回归大本营市场，并聚焦长三角传统区域市场。水井坊股东大会上，公司表示今年“加倍下注”臻酿八号产品（300-400 元价格带），强化八号大单品打造，同时推出 200 元左右的“水井”系列产品，扩充产品线。山西汾酒在经销商大会上首次提出将冲击 500+亿市场目标，青花 20、老白汾酒 10 全新升级面市，升级后的青花 20（53 度）终端供货价 443 元/瓶，42 度终端供货价 419 元/瓶，老白汾酒全系列开票价每瓶上涨 5 元，公司腰部产品发力助力经营目标实现。
- 大众消费价格带有较强的增长动力，成本端持续改善，大众价格带升级逻辑不变，建议关注即将到来的啤酒旺季。（1）近日燕京啤酒召开投资者交流会，公司围绕“十四五”发展规划，持续推进九大变革。当前燕京 U8 取得了阶段性成效，公司将持续巩固传统优势区域燕京 U8 的销量基础，加大成长型市场建设，适时推出燕京 U8 迭代产品。结构升级方面，公司未来仍然以中高端产品为引领，带动中低端产品。2024 年受益于原材料及包材价格持续下降，叠加公司集中采购，带动整体原材料成本显著降低。（2）2023 年青岛啤酒发货节奏异常，导致 2024 年业绩节奏前低后高，利润增速从 Q3 开始有望得到大幅改善。青啤属于强 Beta 属性标的，未来三年利润实现 10% 以上复合增速的确定性强。短期股价回调后，将迎来布局良机。（3）我们认为，啤酒企业结构升级趋势确定，成本端持续改善，下半年随着销售节奏回归正常，建议关注业绩回暖的投资机会。

■ 推荐组合：山西汾酒、承德露露、泸州老窖、青岛啤酒。

评级面临的主要风险

原料价格波动、食品安全事件。

相关研究报告

- 《食品饮料行业周报》20240603
- 《食品饮料行业周报》20240528
- 《食品饮料行业周报》20240520

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	8
肉类	9
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

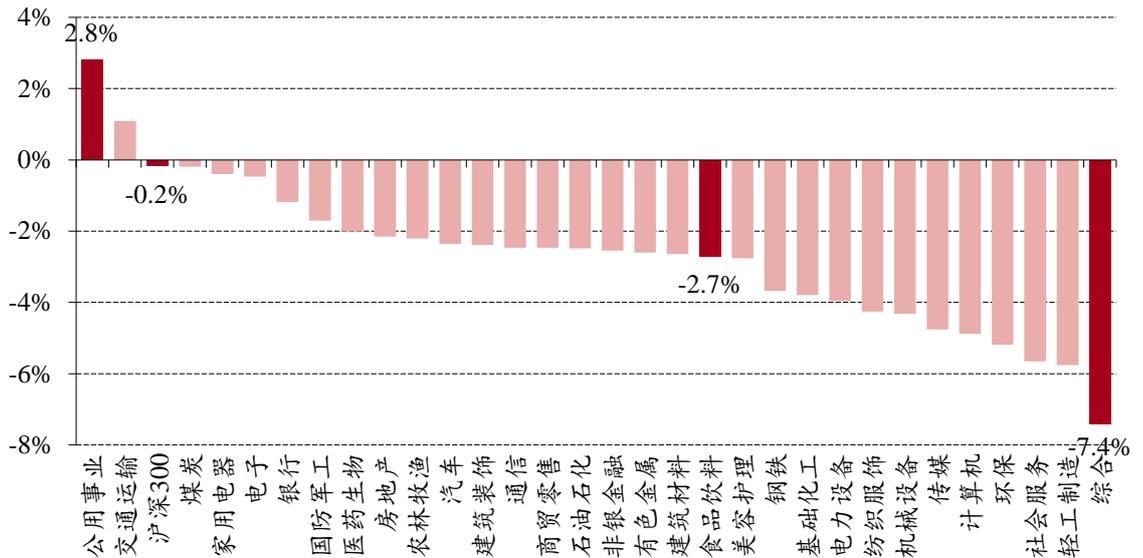
图表目录

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. 食品饮料行业市盈率 (PE-TTM)	5
图表 8. 食品饮料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)	6
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. 鸭副价格跟踪.....	10
图表 28. 股东大会信息.....	12

行情回顾

上周食品饮料板块涨跌幅-2.7%，在各板块中排名第 20。上周食品饮料板块涨跌幅为-2.7%，跑输沪深 300 (-0.2%)，涨跌幅在各行业中排名第 20。食品饮料子板块中，啤酒、软饮料涨跌幅排名靠前，分别为+2.0%、-1.7%，其他酒类、预加工食品涨跌幅排名靠后，分别为-5.4%、-6.9%。

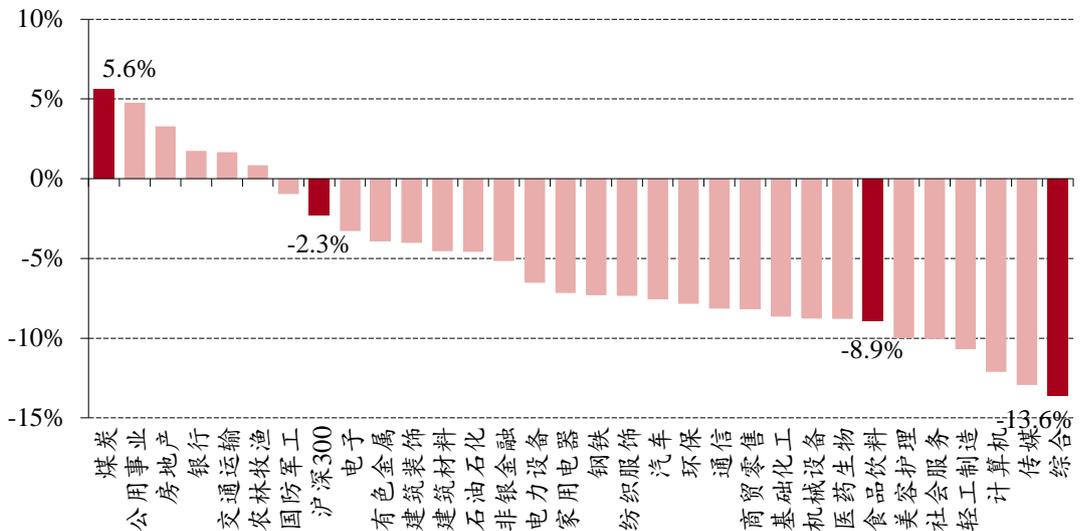
图表 1. 上周各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

过去一个月，食品饮料板块涨跌幅为-8.9%，涨跌幅在 31 个行业中排名第 26。食品饮料子板块中，肉制品、啤酒涨跌幅排名靠前，分别为-6.2%、-6.2%，预加工食品、零食涨跌幅排名靠后，分别为-12.5%、-14.4%，白酒涨跌幅为-9.0%，排名第 6。

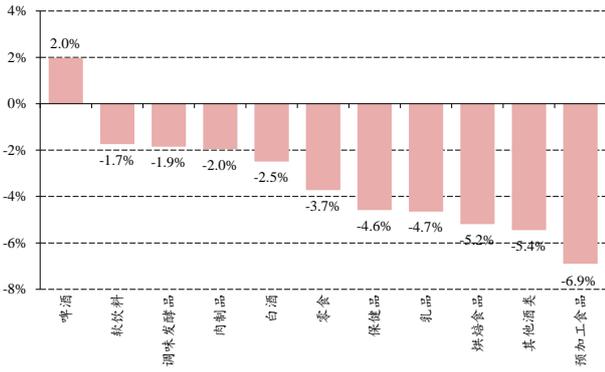
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

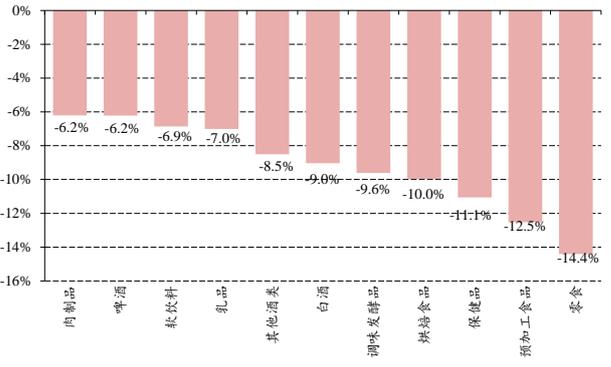
注: 涨跌幅计算区间为 2024 年 5 月 7 日 - 2024 年 6 月 7 日

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 6 月 7 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 22.3X, 食品饮料板块估值 (PE-TTM) 为 18.9X。

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. 食品饮料行业市盈率 (PE-TTM)



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 8. 食品饮料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	22.2	14.1	23.3	27.6	17.5	14.8	27.6	15.2
现值	12.1	22.2	22.3	26.6	28.1	23.4	19.3	27.6	15.2

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 6 月 7 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

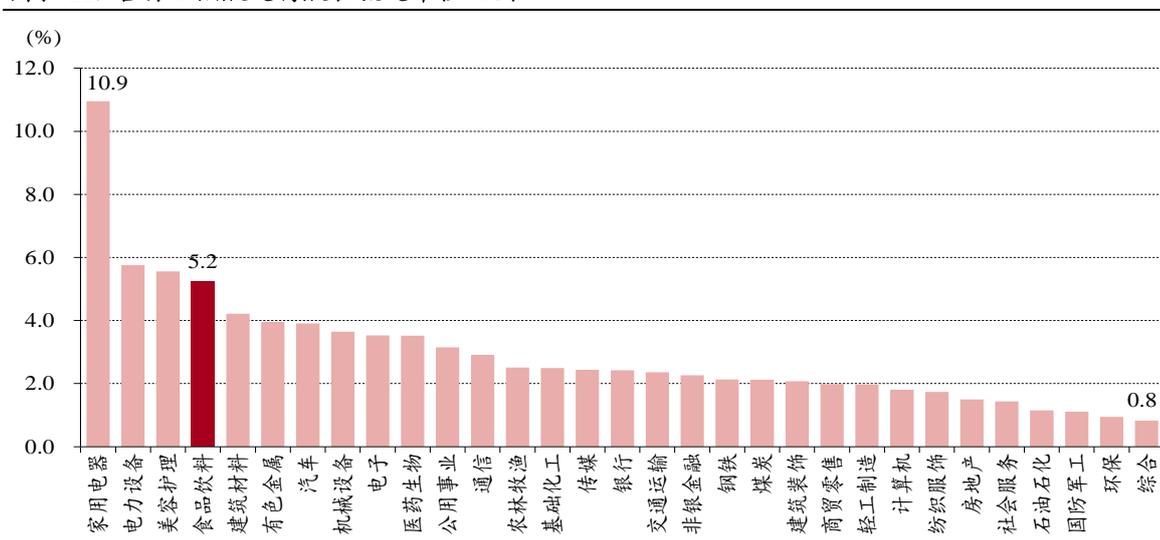
公司名称	周涨幅(%) 前 10 名	公司名称	周涨幅(%) 后 10 名	公司名称	月涨幅(%) 前 10 名	公司名称	月涨幅(%) 后 10 名
东鹏饮料	5.5	均瑶健康	(34.3)	ST 交昂	8.4	ST 春天	(52.0)
日辰股份	5.4	岩石股份	(24.5)	日辰股份	7.7	均瑶健康	(36.4)
燕京啤酒	3.7	*ST 莫高	(20.9)	张裕 B	4.5	ST 加加	(34.7)
重庆啤酒	2.8	ST 加加	(18.4)	东鹏饮料	2.5	岩石股份	(33.7)
青岛啤酒	2.4	ST 交昂	(17.0)	安琪酵母	(1.2)	皇氏集团	(29.3)
中炬高新	1.1	佳隆股份	(15.0)	古井贡 B	(1.8)	佳隆股份	(26.9)
古井贡 B	0.8	麦趣尔	(13.3)	老白干酒	(3.0)	庄园牧场	(22.7)
龙大美食	0.3	ST 春天	(12.7)	华统股份	(3.2)	甘源食品	(20.0)
惠泉啤酒	(0.2)	兰州黄河	(12.1)	重庆啤酒	(3.3)	香飘飘	(19.7)
盐津铺子	(0.6)	中信尼雅	(11.6)	会稽山	(3.5)	莲花控股	(18.9)

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 月涨跌幅计算区间为 2024 年 5 月 7 日 - 2024 年 6 月 7 日, 股价计算方式为前复权。

截至 6 月 7 日, 食品饮料板块陆股通持股占流通市值比例为 5.22%, 环周 (5 月 31 日) -3.45pct。其中, 外资持股茅台、五粮液、泸州老窖比例分别为 7.14%、5.36%、2.99%, 环周 (5 月 31 日) 分别 -0.09pct、-0.17pct、+0.01pct。

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

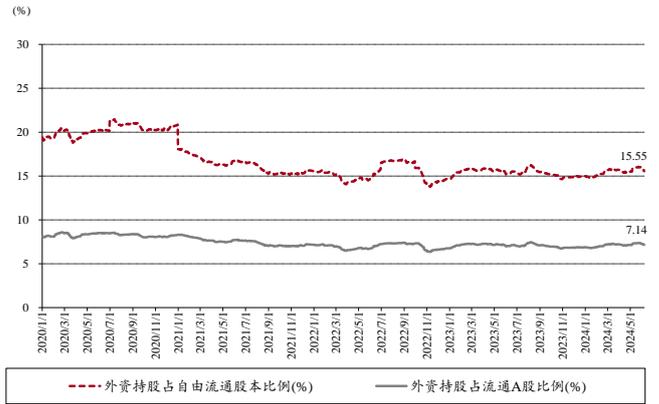
注: 时间截至 2024 年 6 月 7 日

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



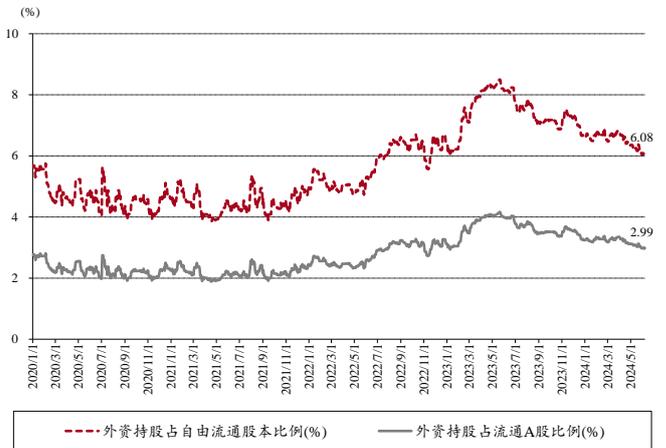
资料来源: iFinD, 中银证券

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



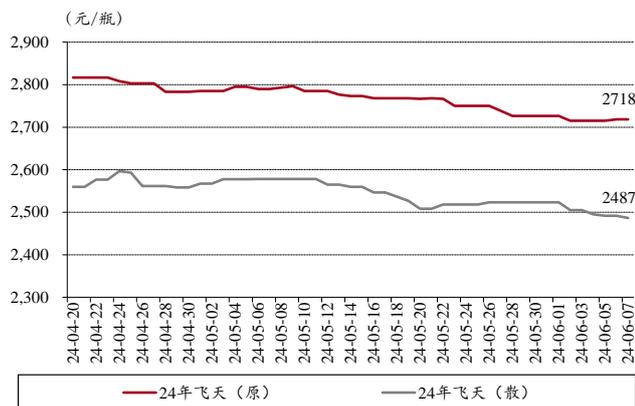
资料来源: iFinD, 中银证券

行业数据跟踪

酒类

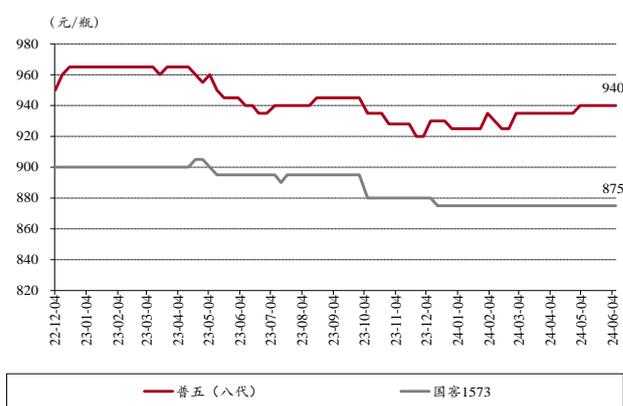
根据今日酒价、百荣酒价及同花顺数据,5.31-6.7 整箱飞天批价 2715-2727 元,散瓶飞天批价 2487-2523 元。普五批价 940 元,国窖 1573 批价为 875-880 元。

图表 16. 茅台整箱及散瓶批价



资料来源: 今日酒价, 百荣酒价, iFinD, 中银证券
注: 上述数据选取今日酒价、百荣酒价、iFinD 批价数据的平均值

图表 17. 普五及国窖 1573 (高度) 批价



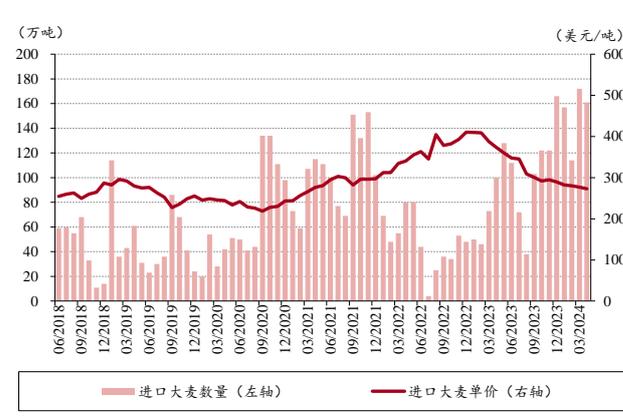
资料来源: 今日酒价, 百荣酒价, iFinD, 中银证券

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 5 月 31 日, 国内生鲜乳价格为 3.34 元/公斤, 环周-0.9%, 同比-13.0%。

图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格



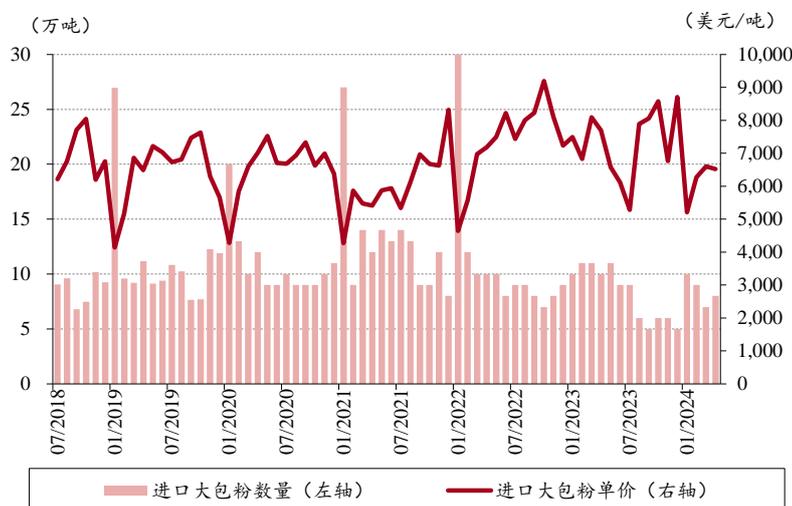
资料来源: IFCN, iFinD, 中银证券

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 6 月 7 日, 全国生猪出栏价为 9.55 元/斤, 环周+8.4%, 同比+30.8%。

截至 6 月 7 日, 全国猪粮比价为 7.66, 环周+0.45pct, 同比+2.38pct。

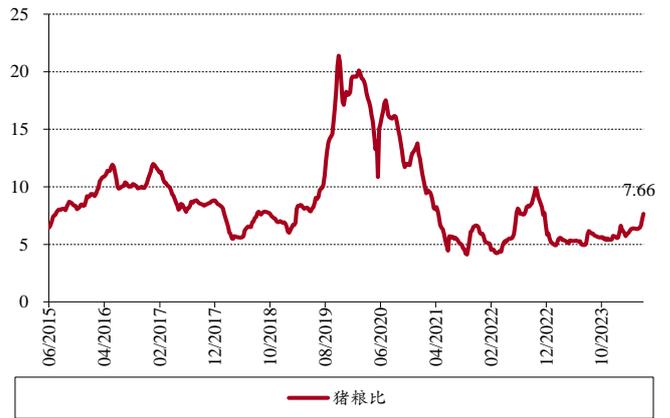
截至 6 月 7 日, 鸭脖、鸭锁骨、鸭掌价格分别为 9.9 元/千克、9.1 元/千克、25.4 元/千克。

图表 23. 全国生猪出栏价



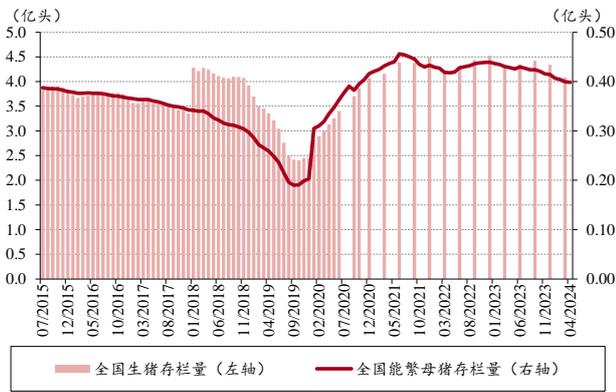
资料来源: iFinD, 中银证券

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

图表 27. 鸭副价格跟踪



资料来源: 水禽网, 中银证券

重要公告及行业新闻

百润股份公告 6 月 6 日投资者关系活动记录表。（1）威士忌项目进展及规划：公司 2017 年起布局烈酒业务，岷州蒸馏厂已于 2021 年 10 月灌注第一批陈酿桶酒。公司重点关注麦芽威士忌、调和威士忌的品牌孵化和产品开发，确定了威士忌产品品类矩阵及价格带策略，进行了多渠道、多场景战略布局。目前烈酒（威士忌）陈酿熟成项目已基本完成，麦芽威士忌陈酿熟成项目正在按计划推进，烈酒品牌文化体验中心预计于 2024 年底建成对外开放。公司已灌注陈酿威士忌 30 余万桶，未来会按节奏持续投入，增加威士忌桶陈数量。公司威士忌成品酒预计 2024 年第四季度发布。（2）预调鸡尾酒产品矩阵：公司系统推进“358”品类矩阵建设，扩大品类矩阵品项组合，通过口味出新、包装升级、季节限定等强化消费粘性，稳固品类成长。目前强爽系列产品销售占比最高，微醺及清爽系列次之。（6 月 6 日，公司公告）

燕京啤酒公告 6 月 6 日投资者关系活动记录表。（1）渠道布局：第一，要持续巩固传统优势区域燕京 U8 的销量基础，如北京市场、河北省市场、内蒙市场。第二，加大成长型市场建设，包括东三省、四川、山东。第三，要加快弱势区域市场开发进度，比如华中地区、华东地区以及华南地区。第四，适时推出燕京 U8 迭代产品。第五，借助燕京 U8 500ML 产品势能带动燕京 U8 系列其他产品的销量增长，如小只燕京 U8 256ML 产品以及听装燕京 U8 产品等。（2）燕京啤酒吨价及产品结构提升空间：公司近几年乃至未来的发展仍然以中高端产品为引领，带动中低端产品，形成有效产品矩阵，共同发展。一方面，基座产品的统一化有助于公司优化产能成本；另一方面，中高端产品的布局是大势所趋，形成品牌形象势能，在维持市占率的同时提升利润贡献。（6 月 6 日，公司公告）

万辰集团公告 6 月 6 日投资者关系活动记录表。（1）公司整体发展及开店情况：4 月份开始，单月新店增加的速度在这两个月不断加快，目前发展速度符合预期。从一线端我们看到量贩零食的业态还是有很大增长空间，从业务体感来说以及加盟商尤其是老加盟商开二店的意愿也比较强烈。老店方面，老店单月的月销 Q1 同比 2023 年 Q1、环比 2023 年 Q4 都是有提升，进入 Q2 老店在 4-5 月在 Q1 基础上有进一步提升。（2）盈利能力展望：24Q1 我们量贩零食业务在扣除股权激励带来的股份支付后，净利率已经是到 2.5% 的水平了，时间拉长来看，我们觉得还有很多可以去努力优化的空间，来提升效率和经营的水平，我们相信这也都会不断地去反映在经营数据上，最终也就是我们利润率的一个提升。所以往长期来看，我们对自己的利润率水平还是有比较强的信心的。（6 月 6 日，公司公告）

零食很忙打造新门店业态“零食很辣”，聚焦辣味食品。6 月 1 日，首个以“辣味”为主题的休闲零食店“零食很辣”在湖南长沙解放西路亮相，涵盖辣条、肉制品、熟食素菜等品类，涉及盐津铺子、麻辣王子、双仔、卫龙、翻天娃等品牌 2200 款辣味零食。零食很辣与之前门店最大的区别在于产品陈列，所有产品都是采用挂包形式陈列，实现空间的高效利用，使门店 SKU 大幅提升。此前，零食很忙还打造了超级零食很忙及零食很大两种新店业态。（6 月 1 日，新京报）

安井食品股东减持股份计划公告。公司副总经理黄建联先生计划自本公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内，即 2024 年 6 月 27 日至 2024 年 9 月 26 日期间通过集中竞价和/或大宗交易的方式减持公司股份，减持数量不超过 540,000 股，计划减持比例不超过公司总股本的 0.1842%，且不超过其所持有股份总数的 25%，减持价格视市场价格确定。公司副总经理黄清松先生计划自本公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内，即 2024 年 6 月 27 日至 2024 年 9 月 26 日期间通过集中竞价和/或大宗交易的方式减持公司股份，减持数量不超过 570,000 股，计划减持比例不超过公司总股本的 0.1944%，且不超过其所持有股份总数的 25%，减持价格视市场价格确定。（6 月 5 日，公司公告）

盐津铺子公告 6 月 3 日投资者关系活动记录表。（1）2024 年公司在品类及品牌上的规划：公司坚持多品类发展策略，目前盐津铺子聚焦 7 大核心品类，包括辣卤零食、深海零食、休闲烘焙、薯类零食、蒟蒻果冻布丁、薯片和蛋类零食等。公司力争在未来几年时间，把现有 7 个品类做到行业数一数二，同时积极探索、打造新的增长品类（第 8、第 9 等）。2024 年公司将聚焦休闲魔芋和休闲鹌鹑蛋，第二梯队将主推鱼肠（深海零食）、蒟蒻果冻布丁、芒果干、肉枣肉肠等。公司积极渗透原有强势渠道的基础上，持续拓展高势能渠道：目前，“蛋皇”鹌鹑蛋已进入山姆会员店，盐津铺子鱼豆腐、魔芋素毛肚等品项已进入盒马系统。（2）零食量贩渠道收入占比及未来发展展望：公司产品多品类、散装为主、极致性价比的特性天然适合零食量贩渠道。公司在零食量贩渠道的销售未来的增长逻辑包括：伴随品牌商门店数量增加的自然增长；品牌商 SKU 数量的增加；与更多量贩零食品牌构建深度战略合作关系；公司在核心品类（鹌鹑蛋、素毛肚、芒果干、鱼豆腐等）取得的品牌影响力和消费者心智影响，带来的销售量增长。（6 月 3 日，公司公告）

股东大会

图表 28. 股东大会信息

证券简称	股东大会类型	召开日期		召开地点
皇氏集团	2023 年年度	2024-06-11	星期二	广西南宁市高新区丰达路 65 号公司会议室
燕京啤酒	2023 年年度	2024-06-13	星期四	北京市顺义区双河路九号燕京啤酒科技大厦会议室
*ST 西发	2023 年年度	2024-06-13	星期四	成都市高新区天府大道北段 966 号天府国际金融中心 4 号楼 9 楼会议室
天佑德酒	2023 年年度	2024-06-13	星期四	青海省互助土族自治县威远镇西大街 6 号公司七楼会议室
岩石股份	2024 年第一次临时	2024-06-14	星期五	贵州省遵义市仁怀市名酒工业园区荣昌坝生产区贵州高酱酒业有限公司 1 号办公楼 6 楼大会议室
甘源食品	2023 年年度	2024-06-18	星期二	江西省萍乡市萍乡经济技术开发区清泉医药生物食品工业园甘源食品股份有限公司行政楼
三元股份	2023 年年度	2024-06-20	星期四	北京市大兴区瀛海瀛昌街 8 号,北京三元食品股份有限公司工业园南区四楼会议室
新乳业	2024 年第一次临时	2024-06-21	星期五	成都市锦江区金石路 366 号公司 4 楼会议室
ST 春天	2023 年年度	2024-06-21	星期五	青海省西宁市城北区生物园区经二路 12 号 4 楼会议室
中炬高新	2024 年第一次临时	2024-06-21	星期五	广东省中山市火炬开发区厨邦路 1 号广东美味鲜调味食品有限公司综合楼 904 会议厅

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：关注大众价格带和二线龙头的投资机会》（6月2日）

受需求端偏弱的影响，5月份食品饮料板块跑输沪深300。我们判断4-5月商务需求恢复进度偏慢，同时上年同期受益于宴席需求的回补，销售端的基数较高，我们预计白酒企业的发货节奏较慢。5月份市场风格仍偏好高股息品种，乳品龙头相对抗跌，乳品板块跌幅较小。我们认为现阶段食品饮料有两个重要特点，关注大众价格带和二线龙头的投资机会。(1)大众消费价格带有较强的增长动力。现阶段消费出现明显分层，高端和商务需求疲软，但大众价格带仍在升级。(2)二线龙头有望迎来新的发展机遇。随着渠道和营销方式的碎片化，传统渠道受到较大的冲击，一线龙头的规模壁垒被削弱，二线龙头有望迎来新的发展机遇。重点关注产品有独特性，消费者基本盘稳固，全国化或区域化扩张路径清晰的二线龙头公司。(3)6月份，结合行业上述两个特点和公司自身的变化，我们重点看好山西汾酒、承德露露、口子窖，建议关注古越龙山、中炬高新。

风险提示

- 1) 原材料价格波动
- 2) 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