

## 强于大市

## 食品饮料行业周报

茅台批价下跌引发波动，企业中长期向好趋势不变

上周食品饮料板块涨跌幅-2.9%，在各板块中排名第29。受茅台批价波动影响，上周白酒跌幅3.8%，涨跌幅在食品饮料子行业中排名末位。白酒行业步入换挡期，茅台新领导上台后将带领企业步入新的发展周期，公司长期向好趋势不变。

## 市场回顾

■ 上周食品饮料板块涨跌幅-2.9%，在各板块中排名第29。食品饮料子板块中，肉制品、乳品涨跌幅排名靠前，分别为+0.5%、+0.4%，其他酒类、白酒涨跌幅排名靠后，分别为-2.6%、-3.8%。截至6月14日，白酒板块估值(PE-TTM)为21.4X，食品饮料板块估值(PE-TTM)为19.0X。

## 行业数据

■ 根据今日酒价、百荣酒价及同花顺数据，6.10-6.14整箱飞天批价2560-2718元，散瓶飞天批价2240-2468元。普五批价940元，国窖1573批价为875元。

■ 截至6月14日，全国生猪出栏价为9.35元/斤，环周-2.1%，同比+28.1%。全国猪粮比价为7.87，环周+0.21pct，同比+2.62pct。鸭脖、鸭锁骨、鸭掌价格分别为9.7元/千克、8.9元/千克、24.8元/千克。截至6月7日，国内生鲜乳价格为3.32元/公斤，环周-0.6%，同比-12.9%。

## 主要观点

■ 受茅台批价波动影响，上周白酒跌幅3.8%，涨跌幅在食品饮料子行业中排名末位。上周茅台批价下滑幅度较大，6.10-6.14日整箱飞天批价为2560-2718元，散瓶飞天批价为2240-2468元，整箱飞天及散瓶飞天批价环比端午节前一周均有下滑，但是散瓶飞天批价下滑幅度大于整箱，较节前高点2500-2530元相比下跌200-250元/瓶。受不同渠道发货节奏扰动，叠加市场悲观情绪充分释放，上周茅台批价跌幅加速且幅度较大。根据财联社新闻，目前茅台已宣布暂停375ml巽风酒供货，我们判断随着电商618补贴活动结束，供给端主动调整，茅台批价有望逐渐恢复稳定。经销渠道当前发货节奏正常，考虑到渠道仍有利差，我们判断一级经销商整体情绪稳定。

■ 白酒行业步入换挡期，茅台新领导上台后将带领企业步入新的发展周期，公司长期向好趋势不变。(1)从宏观背景来看，受宏观环境及需求影响，白酒行业自疫情以来整体批价表现都较为疲软。从历史表现来看，16至21年受益地产及相关行业快速扩张，推升了高端白酒需求，同时带动不同价格带白酒升级。当前茅台批价从21年高点回落，我们认为与地产行业调整时点呈正相关。考虑到背后的经济驱动因素发生变化，因此我们认为白酒行业进入换挡期，行业整体业绩增速或将放缓。近日各家酒企纷纷召开股东大会，对未来行业发展表现出理性、客观的态度，现阶段更加重视企业自身治理及对产品品质的坚守。虽然当前行业短期处于量先于价的悲观情绪中，但中长期来看，白酒行业因其独特的商业模式，虽然业绩增速普遍放缓，但仍可维持增长且持续性较强。(2)从企业自身来看，近两年茅台积极尝试多元化渠道发展，截至1Q24直销渠道营收占比已达42.3%，未来直销渠道占比再提升难度较大。产品方面，公司积极尝试布局非标产品，同时强化茅台产品的消费属性，i茅台、巽风茅台、生肖茅台等产品均表现优异，截至2023年末系列酒1935也已突破百亿规模。(3)近日，茅台召开股东大会，新董事长张德芹首次公开亮相，从董事长履历背景来看，自95年参加工作以来，在茅台体系工作至今，对行业、企业理解深刻，此次批价问题有望被妥善解决。上周张德芹董事长在广东召开的渠道座谈会，稳定经销商信心，在座谈会上表示：“品牌的价值与消费群体之间的关系是动态的、相互依存的，需要根据市场环境和消费者需求的变化进行不断调整和优化。抓住机遇，一同助力茅台健康、稳定、可持续发展”。考虑到茅台当前所处的发展阶段，我们认为新任的董事长将带领茅台步入新的发展周期，仍坚持看好企业长期向好趋势不变。

■ 推荐组合：山西汾酒、承德露露、泸州老窖、青岛啤酒、洽洽食品、贵州茅台。

## 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

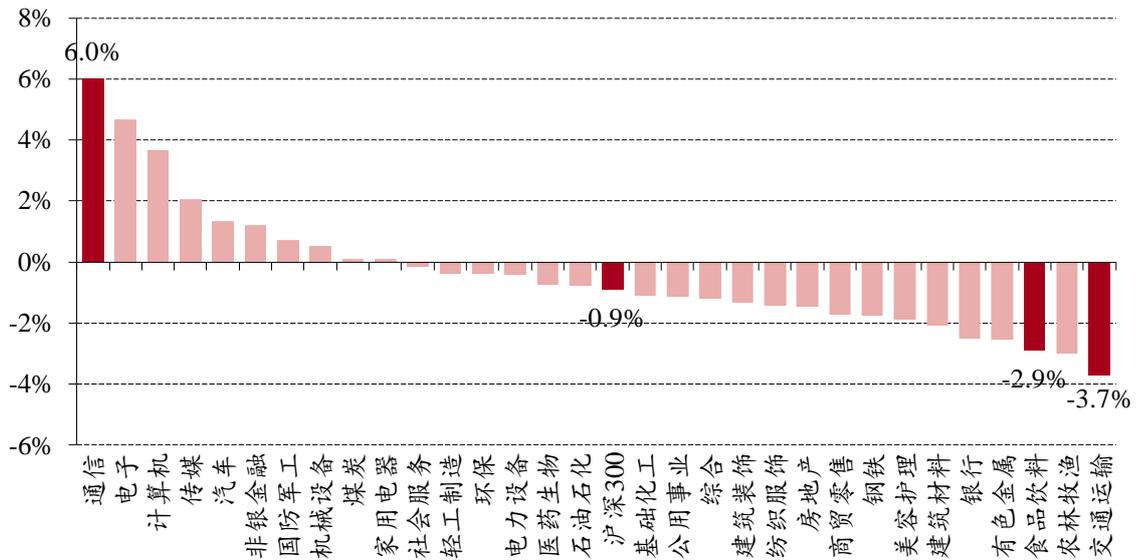
## 图表目录

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-2.9%，在各板块中排名第29。上周食品饮料板块涨跌幅为-2.9%，跑输沪深300（-0.9%），涨跌幅在各行业中排名第29。食品饮料子板块中，肉制品、乳品涨跌幅排名靠前，分别为0.5%、0.4%，其他酒类、白酒涨跌幅排名靠后，分别为-2.6%、-3.8%。

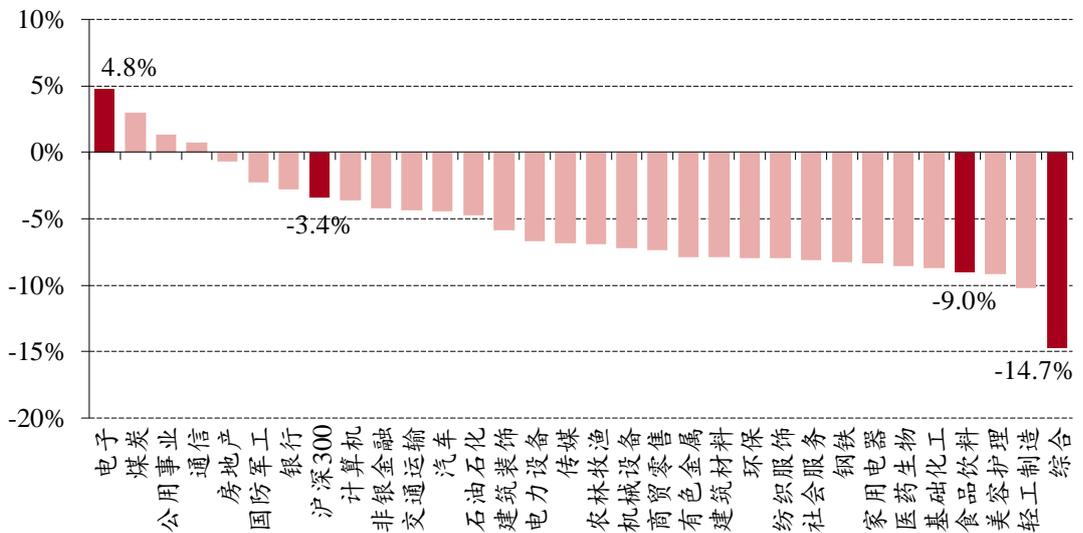
图表 1. 上周各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

过去一个月，食品饮料板块涨跌幅为-9.0%，涨跌幅在31个行业中排名第28。食品饮料子板块中，乳品、肉制品涨跌幅排名靠前，分别为-4.1%、-6.3%，预加工食品、零食涨跌幅排名靠后，分别为-13.5%、-13.6%，白酒涨跌幅为-9.6%，排名第8。

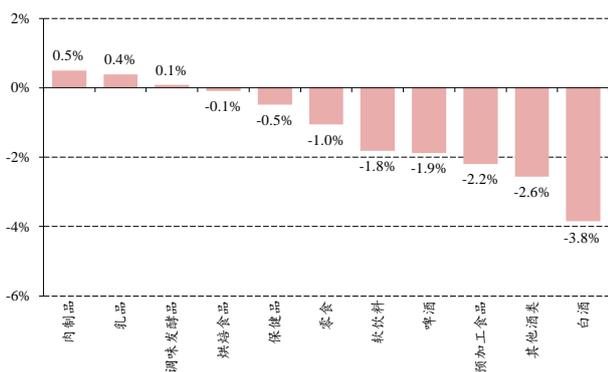
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

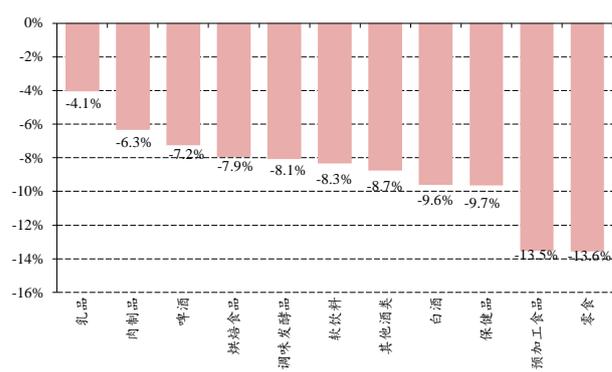
注: 涨跌幅计算区间为2024年5月14日 - 2024年6月14日

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 14 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 21.4X, 食品饮料板块估值 (PE-TTM) 为 19.0X。

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	21.6	14.1	23.3	27.3	17.5	14.8	27.6	15.2
现值	12.0	21.6	21.4	26.1	27.3	23.3	19.8	27.7	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 14 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

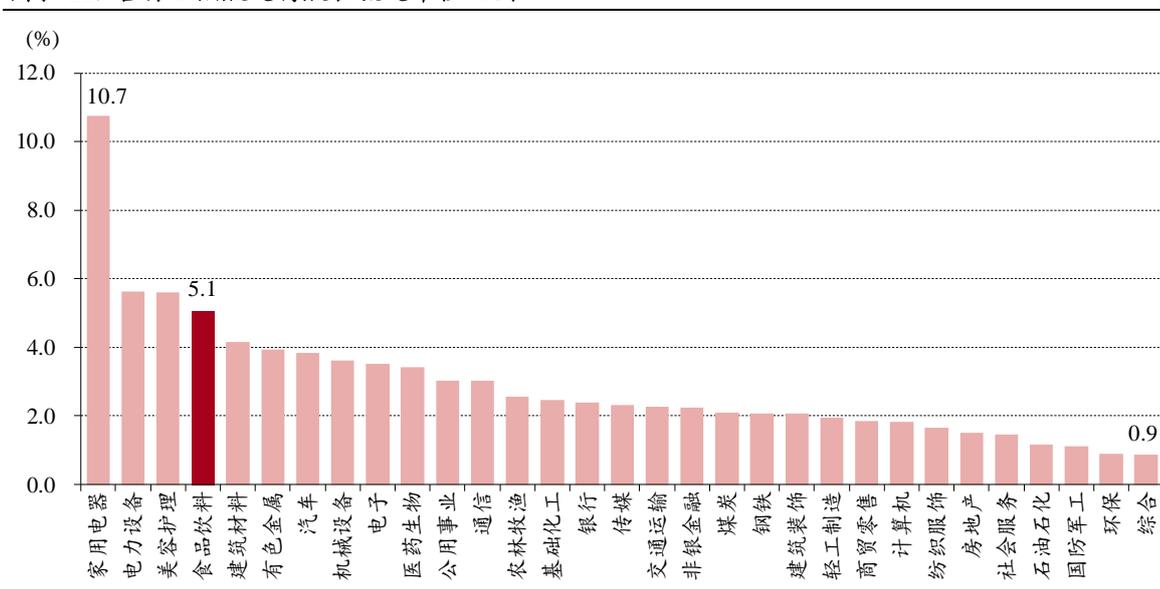
公司名称	周涨幅(%) 前 10 名	公司名称	周涨幅(%) 后 10 名	公司名称	月涨幅(%) 前 10 名	公司名称	月涨幅(%) 后 10 名
ST 交昂	21.9	华统股份	(8.9)	ST 交昂	42.0	ST 春天	(38.3)
ST 加加	10.1	维维股份	(7.5)	日辰股份	9.7	均瑶健康	(34.3)
巴比食品	5.0	泸州老窖	(6.1)	张裕 B	3.2	岩石股份	(30.8)
盐津铺子	4.9	千味央厨	(5.3)	西麦食品	1.8	皇氏集团	(26.0)
仲景食品	3.4	老白干酒	(5.2)	龙大美食	(0.7)	佳隆股份	(23.8)
熊猫乳品	3.3	迎驾贡酒	(5.1)	仲景食品	(0.9)	华统股份	(19.2)
双汇发展	3.3	洽洽食品	(4.9)	东鹏饮料	(2.0)	洽洽食品	(17.9)
三全食品	2.8	佳禾食品	(4.7)	威龙股份	(2.1)	维维股份	(17.4)
西部牧业	2.6	五粮液	(4.7)	伊利股份	(3.0)	甘源食品	(17.1)
阳光乳业	2.3	仙乐健康	(4.5)	双汇发展	(3.0)	金达威	(16.9)

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 月涨跌幅计算区间为 2024 年 5 月 14 日 - 2024 年 6 月 14 日, 股价计算方式为前复权。

截至 6 月 14 日, 食品饮料板块陆股通持股占流通市值比例为 5.07%, 环周 (6 月 7 日) -0.14pct。其中, 外资持股茅台、五粮液、泸州老窖比例分别为 6.94%、5.06%、2.91%, 环周 (6 月 7 日) 分别 -0.19pct、-0.30pct、-0.07pct。

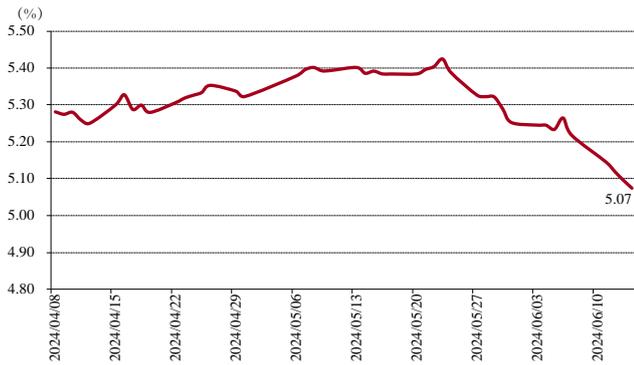
图表 11. 各行业陆股通持股占流通市值比例



资料来源: iFinD, 中银证券

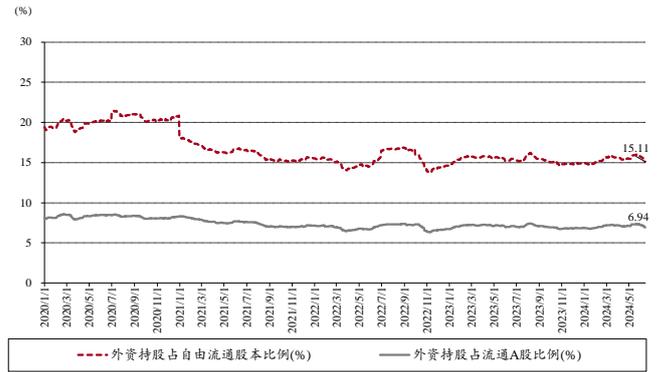
注: 时间截至 2024 年 6 月 14 日

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



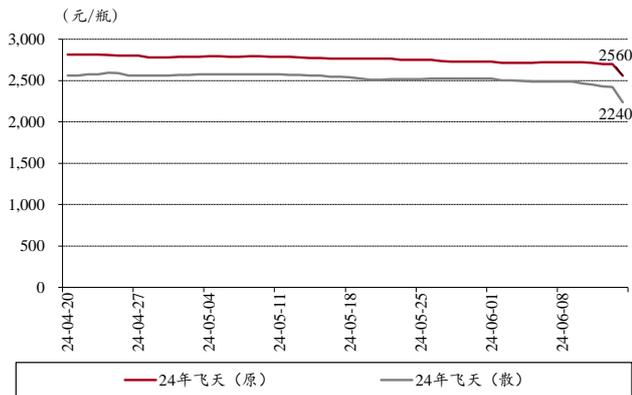
资料来源: iFinD, 中银证券

## 行业数据跟踪

### 酒类

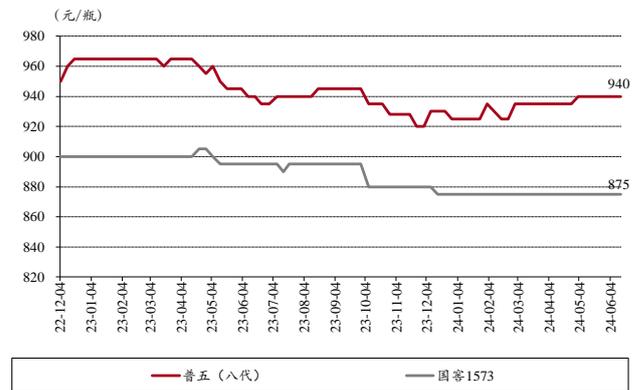
根据今日酒价、百荣酒价及同花顺数据，6.10-6.14 整箱飞天批价 2560-2718 元，散瓶飞天批价 2240-2468 元。普五批价 940 元，国窖 1573 批价为 875 元。

图表 16. 茅台整箱及散瓶批价



资料来源：今日酒价，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



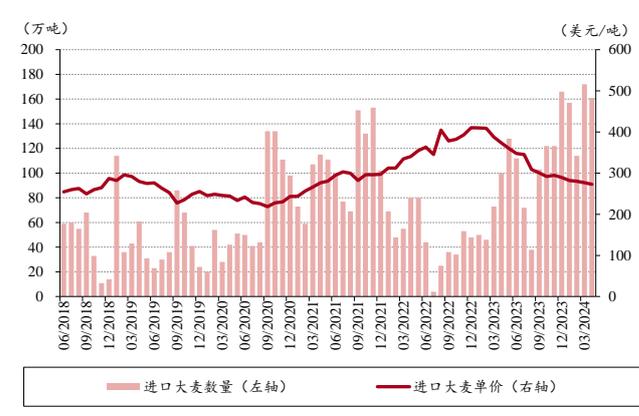
资料来源：今日酒价，百荣酒价，iFinD，中银证券

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 6 月 7 日，国内生鲜乳价格为 3.32 元/公斤，环周-0.6%，同比-12.9%。

2024 年 5 月，国际原奶价格为 43.0 美元/百千克，同比+2.9%；国际饲料价格 26.3 美元/百千克，同比-19.3%。

图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格



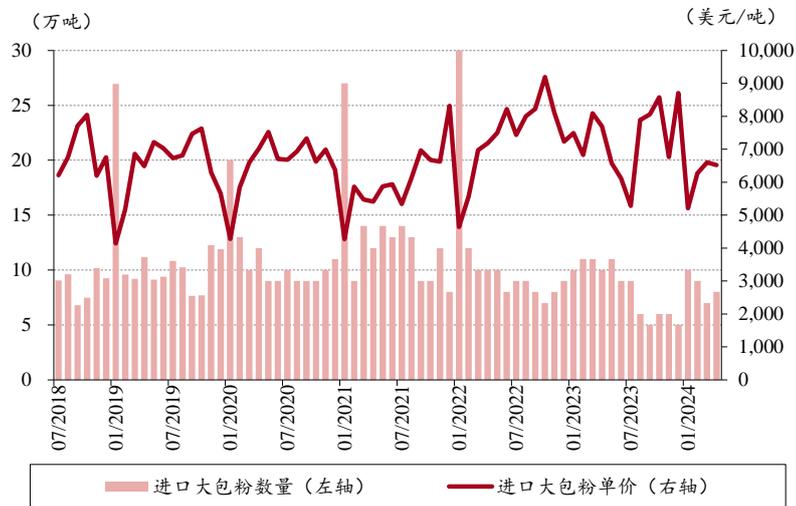
资料来源: IFCN, iFinD, 中银证券

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 14 日, 全国生猪出栏价为 9.35 元/斤, 环周-2.1%, 同比+28.1%。

截至 6 月 14 日, 全国猪粮比价为 7.87, 环周+0.21pct, 同比+2.62pct。

截至 6 月 14 日, 鸭脖、鸭锁骨、鸭掌价格分别为 9.7 元/千克、8.9 元/千克、24.8 元/千克。

图表 23. 全国生猪出栏价



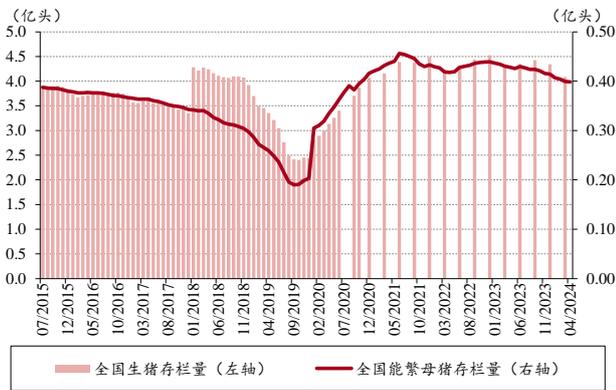
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 24. 猪粮比



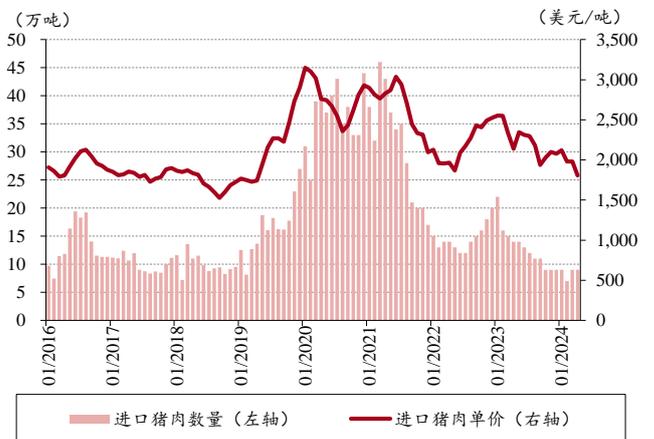
资料来源: iFinD, 中银证券

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

**张德芹调研广东市场。**近日，茅台集团党委书记、董事长张德芹调研广东市场并在深圳组织召开贵州茅台广东省区渠道商座谈会，深入了解广东市场工作开展情况，听取市场一线声音。他强调，品牌的价值与其所服务的消费群体之间并非固定不变的一一对应关系，而是动态且相互影响的。品牌的价值主要体现在其能否有效满足特定消费群体的需求。这种满足并非一成不变，而是随着社会、经济环境的变动而不断演变。在不同的时间节点和地域背景下，品牌所处的市场位置会有所不同，因此对应的消费群体和所体现的价值也会有所差异。同样，品牌的价格也会受到这些因素的影响，随着市场供需关系、消费者购买力以及品牌自身定位的变化而波动。品牌的价值与消费群体之间的关系是动态的、相互依存的，需要根据市场环境和消费者需求的变化进行不断调整和优化。抓住机遇，一同助力茅台健康、稳定、可持续发展。（6月14日，国酒时空）

**湘西州发布《促进酒业高质量发展的意见》。**湘西州近日在官方网站上发布《促进酒业高质量发展的意见》（以下简称：“意见”）。《意见》明确提出了湘西州关于酒业的未来三年目标任务：争当振兴湘酒的“领头羊”和“主力军”，把酒业培育成为主要支柱产业。到2027年底，酒业主营业务收入突破100亿元，税收30亿元以上。新增规模以上酒业企业20户以上，力争培育年主营业务收入超100亿元企业1户，5亿元以上企业2户，亿元以上企业3户。（6月13日，名酒观察）

## 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
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
巴比食品	2024 年第一次临时	2024-06-21	星期五	上海市松江区车墩镇茸江路 785 号行政楼 4 楼会议室
黑芝麻	2023 年年度	2024-06-25	星期二	广西南宁市双拥路 36 号南方食品大厦 5 楼会议室
张裕 A	2024 年第二次临时	2024-06-25	星期二	烟台市大马路 56 号本公司会议室
来伊份	2024 年第二次临时	2024-06-25	星期二	上海市松江区九新公路 855 号来伊份零食博物馆
泸州老窖	2023 年年度	2024-06-27	星期四	四川省泸州市龙马潭区南光路 71 号泸州老窖指挥中心东楼一楼会议室
五粮液	2023 年年度	2024-6-28	星期五	宜宾恒旭国际大酒店 (四川省宜宾市宜宾大道中段 58 号)
青岛啤酒	2023 年年度	2024-6-28	星期五	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

### 《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》（6月10日）

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。

## 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