

强于大市

食品饮料行业周报

板块情绪回暖，当前位置可积极布局

上周食品饮料板块涨跌幅 3.3%，在各板块中排名第 2。根据国家统计局公布社零数据，上半年消费整体偏弱，2 季度环比 1 季度降速，消费者信心指数仍处于较低位置。2 季度基金持仓及板块当前估值底部信号明显，现阶段可以积极布局。

市场回顾

- 上周食品饮料板块涨跌幅 3.3%，在各板块中排名第 2。子板块中，预加工食品、白酒涨跌幅排名靠前，分别为 5.9%、3.7%，啤酒、零食涨跌幅排名靠后，分别为 0.3%、-1.7%。截至 7 月 19 日，白酒板块估值 (PE-TTM) 为 20.6X，食品饮料板块估值 (PE-TTM) 为 20.7X。

行业数据

- 根据今日酒价、百荣酒价及同花顺数据，7.12-7.19 整箱飞天批价 2592-2620 元，散瓶飞天批价 2372-2420 元。普五批价 930 元，国窖 1573 批价为 880 元。
- 据国家统计局数据，2024 年 1-6 月，中国规模以上企业累计啤酒产量 1908.8 万千升，同比增长 0.1%。其中 2024 年 6 月，中国规模以上企业啤酒产量 411.0 万千升，同比下降 1.7%。
- 根据国家统计局数据，6 月份，社会消费品零售总额 40732 亿元，同比增长 2.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额 36364 亿元，增长 3.0%。
- 截至 7 月 12 日，国内生鲜乳价格为 3.24 元/公斤，环周-0.3%，同比-13.6%。2024 年 6 月，进口大包粉数量为 7.00 万吨，环月+0.00%，同比-22.2%；单价 7,242 美元/吨，环月-12.6%，同比+18.4%。
- 截至 7 月 19 日，全国生猪出栏价为 9.63 元/斤，环周+1.4%，同比+35.3%。全国猪粮比价为 7.87，环周+0.19pct，同比+2.91pct。鸭脖、鸭锁骨、鸭掌价格分别为 9.0 元/千克、9.1 元/千克、25.0 元/千克。

主要观点

- 上半年消费整体偏弱，消费者信心指数仍处于较低位置。食品饮料板块偏必选消费属性，周期底部需求量相对平稳，板块整体韧性较强，具备穿越周期的能力。
(1) 国家统计局公告 2024 年 6 月社零数据。24 年 1-6 月，社会消费品零售总额 235969 亿元，同比增长 3.7%，其中 6 月份，社会消费品零售总额 40732 亿元，同比增长 2.0%。分具体行业来看，1H24 餐饮业收入同比增 7.9%，其中限额以上餐饮收入增速为 5.6%，1Q24、2Q24 餐饮收入增速分别为 10.8%、5.0%，上半年整体表现不佳。1H24 烟酒类收入同比增长 10.0% (1Q24、2Q24 同比分别增 12.5%、6.9%)，饮料类收入同比增长 5.6% (1Q24、2Q24 同比分别增 6.5%、4.7%)。参考上半年居民可支配收入、居民消费支出及消费者信心指数，均为近三年以来较低增速水平 (疫情期间特殊季度数据除外)。(2) 食品饮料分子行业来看，白酒行业受供需矛盾影响，当前处于去库存阶段。叠加 2 季度为传统淡季，因此社零数据环比 1 季度下滑明显。但是龙头企业对渠道话语权较强，抗风险能力相对较强。大众品方面，作为居民必选消费，需求量相对稳定，但受 CPI 表现疲软、消费信心不足、及成本端压力影响，近两年来大众品龙头企业对于提价更加谨慎。我们判断，当前部分大众品子板块已步入存量竞争时代且竞争格局相对成熟，企业的自由现金流相对稳定，行业具备穿越周期的能力，板块整体韧性较强。
- 基金持仓及板块估值底部信号明显，现阶段可以积极布局。(1) 估值方面，截至 7 月 19 日，食品饮料板块估值 (PE-TTM) 为 20.7X，市盈率相对沪深 300 倍数为 1.7，为 2016 年以来最底部位置。子板块中，乳制品、调味品、啤酒动态市盈率分别为 14.6X、26.9X、24.4X，接近 2016 年以来 PE (TTM) 最低值。(2) 基金持仓方面，2Q24 食品饮料行业持仓降幅较大，2Q24 环比 1Q24 下降 3.5pct 至 8.4%，为三年以来最低配置比例。横向对比其他行业，食品饮料当前处于低配状态。我们认为，市场对板块的担忧主要为需求不振背景下企业业绩出现风险。但是从食品饮料历史表现来看，因独特的商业模式及品牌溢价能力，不论是大众品还是白酒企业现金流表现都较好。未来随着宏观环境进一步修复，叠加政策端加持，我们认为需求有望好转。当前板块估值及基金配置比例底部信号明显，现阶段可积极布局。
- 推荐组合：青岛啤酒、山西汾酒、五粮液、泸州老窖、洽洽食品、贵州茅台、伊利股份。

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》20240702
- 《食品饮料行业周报》20240617
- 《食品饮料行业周报》20240611

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：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

联系人：周源

yuan.zhou_bj@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123040013

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

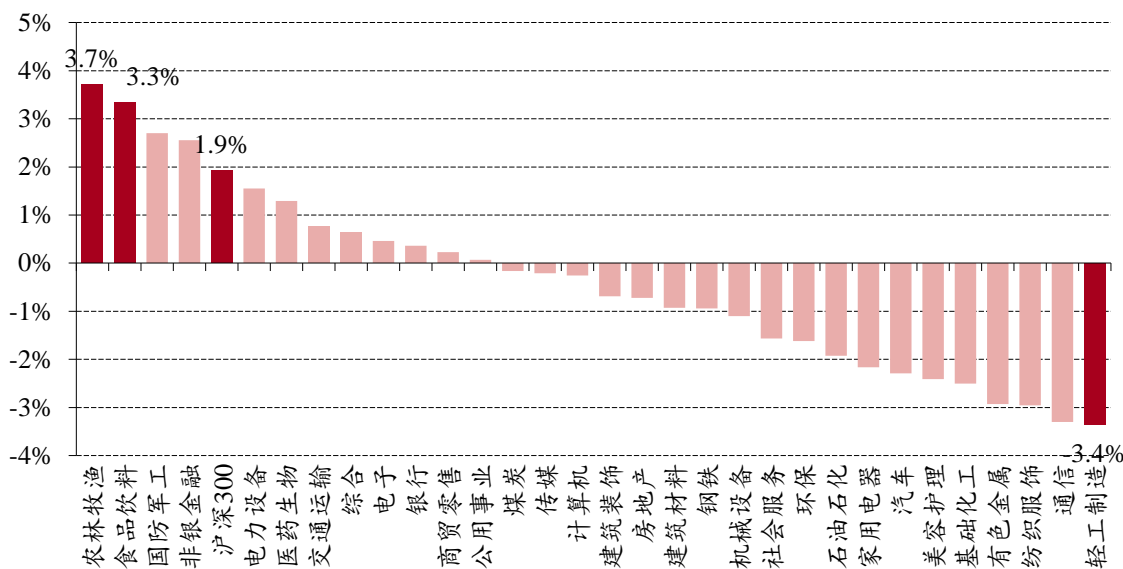
图表目录

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. 2016 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. 陆股通持股占流通市值比例 (食品饮料)	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 3.3%，在各板块中排名第 2。上周食品饮料板块涨跌幅为 3.3%，跑赢沪深 300 (1.9%)，涨跌幅在各行业中排名第 2。食品饮料子板块中，预加工食品、白酒涨跌幅排名靠前，分别为 5.9%、3.7%，啤酒、零食涨跌幅排名靠后，分别为 0.3%、-1.7%。

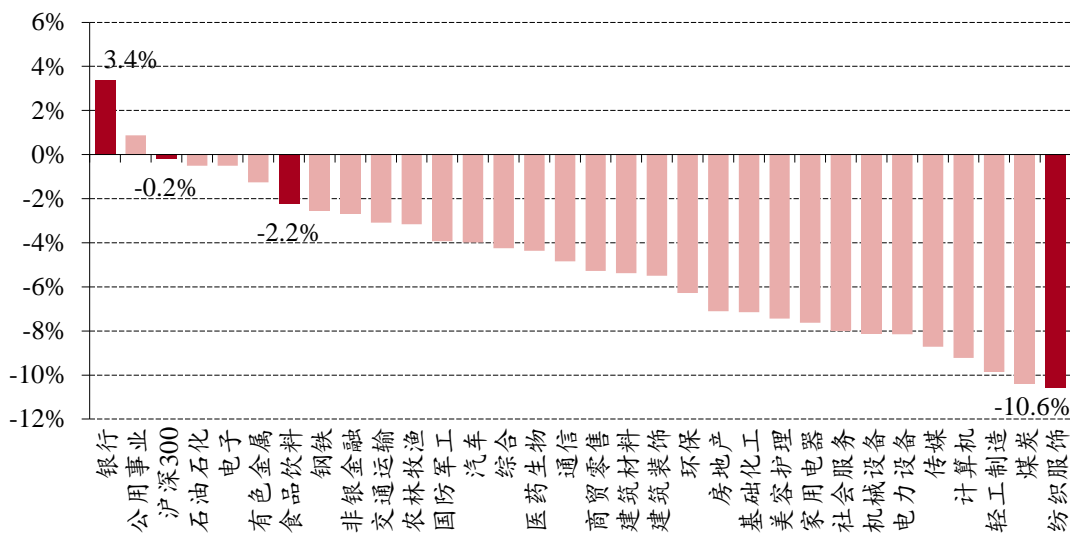
图表 1. 上周各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

过去一个月，食品饮料板块涨跌幅为-2.2%，涨跌幅在 31 个行业中排名第 6。食品饮料子板块中，软饮料、乳制品涨跌幅排名靠前，分别为 0.7%、-0.8%，烘焙食品、零食涨跌幅排名靠后，分别为-6.6%、-10.7%，白酒涨跌幅为-1.9%，排名第 4。

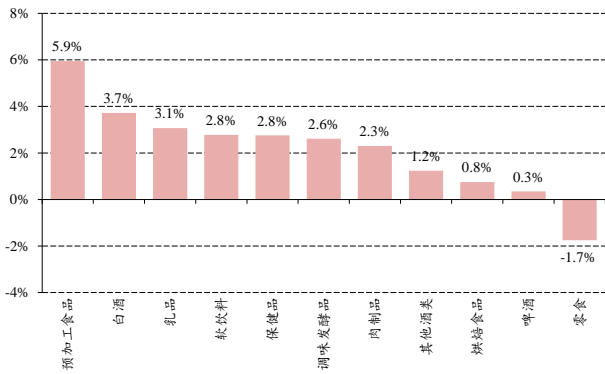
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

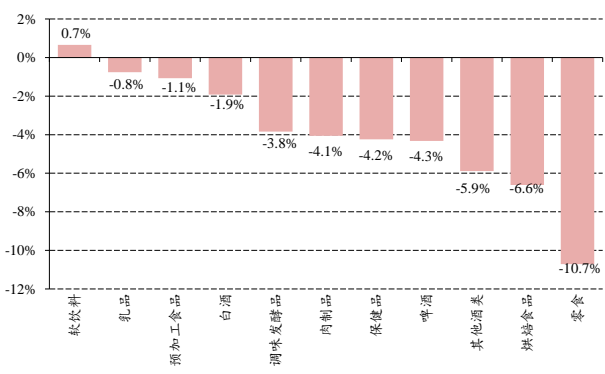
注: 涨跌幅计算区间为 2024 年 6 月 19 日 - 2024 年 7 月 19 日

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 7 月 19 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 20.6X, 食品饮料板块估值 (PE-TTM) 为 20.7X。

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. 2016 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	16.8	63.0	63.3	93.1	186.7	81.4	42.6	79.5	47.8
最小值	10.3	19.7	16.6	22.9	24.4	17.5	14.8	25.7	14.2
现值	12.1	20.7	20.6	24.4	25.1	20.7	18.7	26.9	14.6

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 7 月 19 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

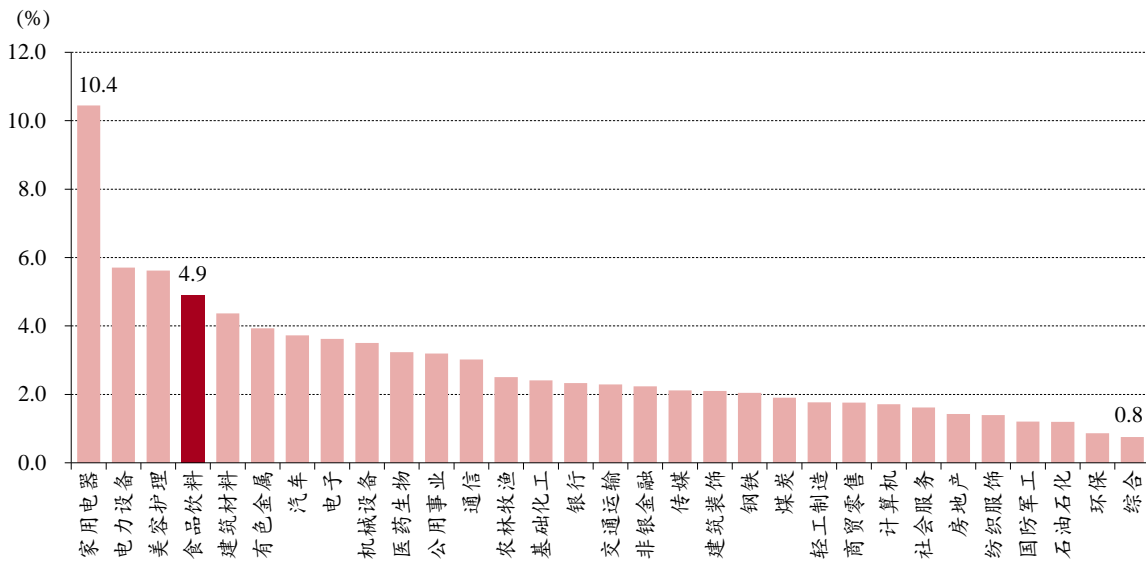
公司名称	周涨幅(%) 前 10 名	公司名称	周涨幅(%) 后 10 名	公司名称	月涨幅(%) 前 10 名	公司名称	月涨幅(%) 后 10 名
ST 春天	27.4	品渥食品	(10.8)	ST 春天	37.3	仙乐健康	(39.6)
安井食品	10.6	三只松鼠	(7.8)	海南椰岛	16.5	五芳斋	(36.3)
龙大美食	8.6	交大昂立	(7.4)	东鹏饮料	8.6	青岛食品	(30.7)
泸州老窖	7.4	兰州黄河	(7.1)	品渥食品	8.1	中炬高新	(22.2)
金达威	6.6	佳隆股份	(5.9)	今世缘	5.3	香飘飘	(19.5)
佳禾食品	5.8	莫高股份	(5.3)	珠江啤酒	5.1	盐津铺子	(19.2)
今世缘	5.8	仙乐健康	(5.2)	燕京啤酒	3.2	酒鬼酒	(19.0)
中信尼雅	5.7	岩石股份	(5.1)	安井食品	2.7	三只松鼠	(18.9)
东鹏饮料	5.4	欢乐家	(4.7)	中信尼雅	2.6	舍得酒业	(18.5)
迎驾贡酒	5.2	黑芝麻	(4.5)	海天味业	2.6	甘源食品	(17.1)

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 月涨跌幅计算区间为 2024 年 6 月 19 日 - 2024 年 7 月 19 日, 股价计算方式为前复权。

截至 7 月 19 日, 食品饮料板块陆股通持股占流通市值比例为 4.89%, 环周 (7 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 6.71%、4.59%、2.94%, 环周 (7 月 12 日) 分别 -0.01 pct、-0.08pct、-0.10pct。

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

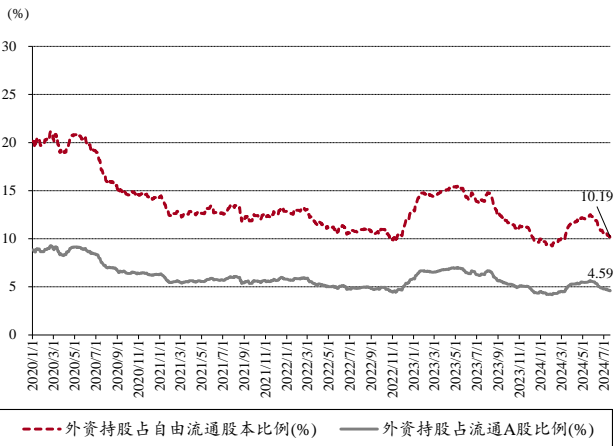
注: 时间截至 2024 年 7 月 19 日

图表 12. 陆股通持股占流通市值比例 (食品饮料)



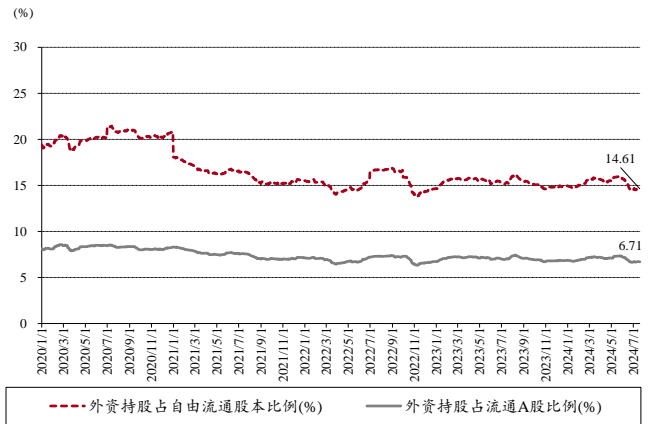
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 14. 外资持股五粮液比例变化



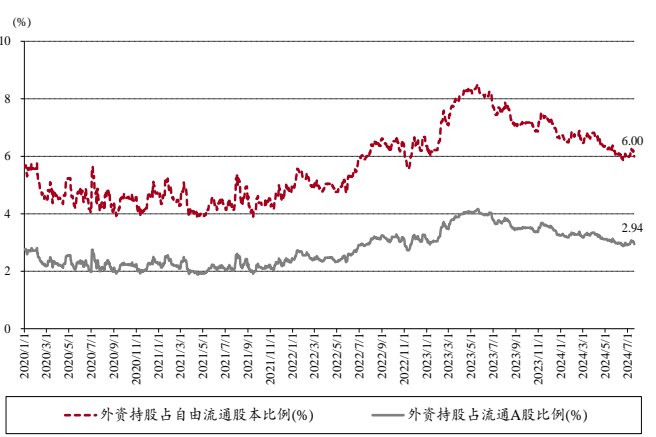
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 13. 外资持股贵州茅台比例变化



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，7.12-7.19 整箱飞天批价 2592-2620 元，散瓶飞天批价 2372-2420 元。普五批价 930 元，国窖 1573 批价为 880 元。

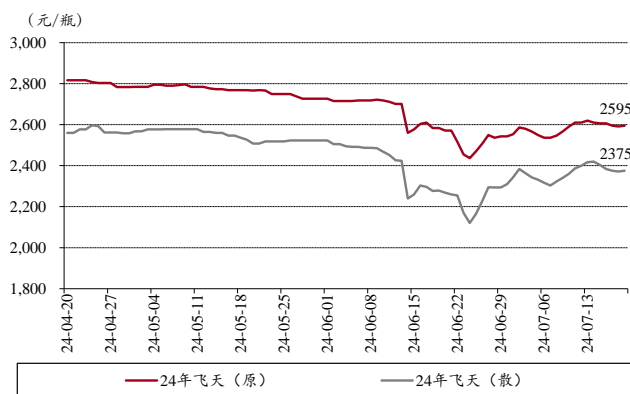
2024 年 6 月，进口葡萄酒数量为 2.61 千万升，环月+13.5%，同比-3.0%；单价为 7,811 美元/千升，环月+19.7%，同比+61.7%。

2024 年 6 月，进口大麦数量为 82 万吨，环月-49.1%，同比-26.8%；单价为 263 美元/吨，环月-1.7%，同比-24.3%。

2024 年 6 月，国内白酒产量为 37.40 万千升，同比+2.20%，1-6 月累计产量为 214.70 万千升，同比+3.00%；啤酒产量为 411.00 万千升，同比-1.70%，1-6 月累计产量为 1,908.80 万千升，同比+0.10%。

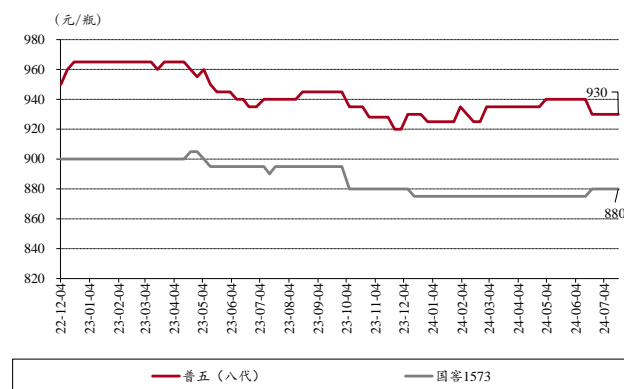
据国家统计局数据显示，2024 年 1-6 月，中国规模以上企业累计啤酒产量 1908.8 万千升，同比增长 0.1%。其中 2024 年 6 月，中国规模以上企业啤酒产量 411.0 万千升，同比下降 1.7%。

图表 16. 茅台整箱及散瓶批价



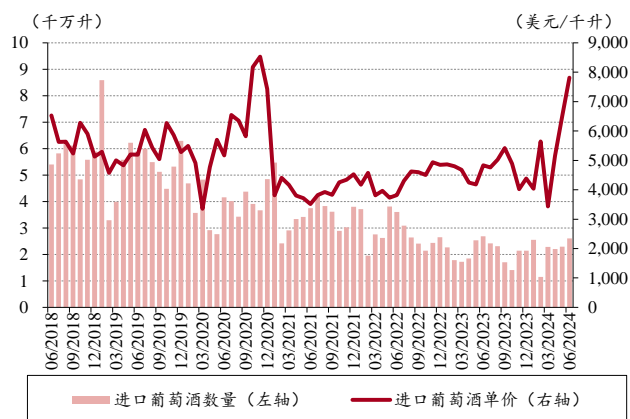
资料来源：今日酒价，百荣酒价，iFinD，中银证券
注：上述数据选取今日酒价、百荣酒价、iFinD 批价数据的平均值

图表 17. 普五及国窖 1573 (高度) 批价



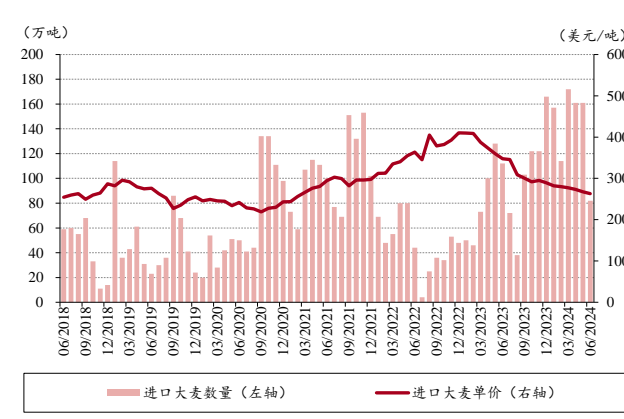
资料来源：今日酒价，百荣酒价，iFinD，中银证券

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



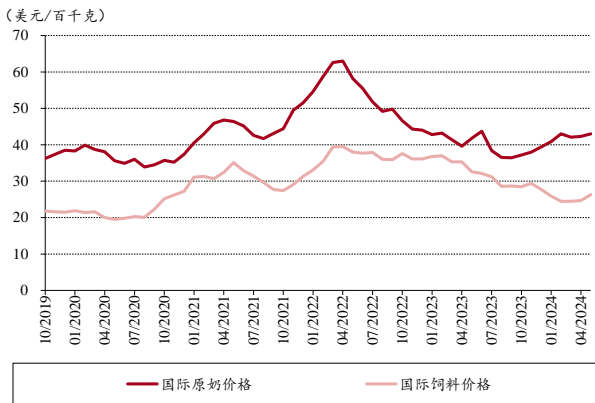
资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

奶类

截至 7 月 12 日，国内生鲜乳价格为 3.24 元/公斤，环周-0.3%，同比-13.6%。

2024 年 6 月，进口大包粉数量为 7.00 万吨，环月+0.00%，同比-22.2%；单价 7,242 美元/吨，环月-12.6%，同比+18.4%。

图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格



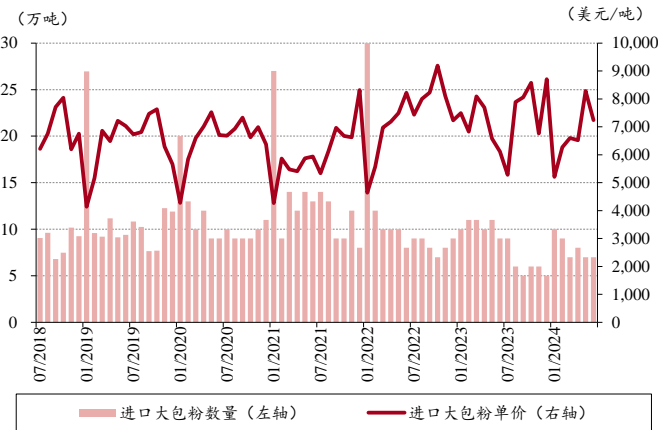
资料来源：IFCN, iFinD, 中银证券

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：海关总署, iFinD, 中银证券

肉类

截至7月19日，全国生猪出栏价为9.63元/斤，环周+1.4%，同比+35.3%。

截至7月19日，全国猪粮比价为7.87，环周+0.19pct，同比+2.91pct。

截至7月19日，鸭脖、鸭锁骨、鸭掌价格分别为9.0元/千克、9.1元/千克、25.0元/千克。

2024年6月，全国能繁母猪存栏0.40亿头，环月+1.1%，同比-6.0%。

2024年6月，进口猪肉为9.00万吨，环月+12.5%，同比-30.8%；单价1,804美元/吨，环月-9.7%，同比-22.0%。

图表 23. 全国生猪出栏价



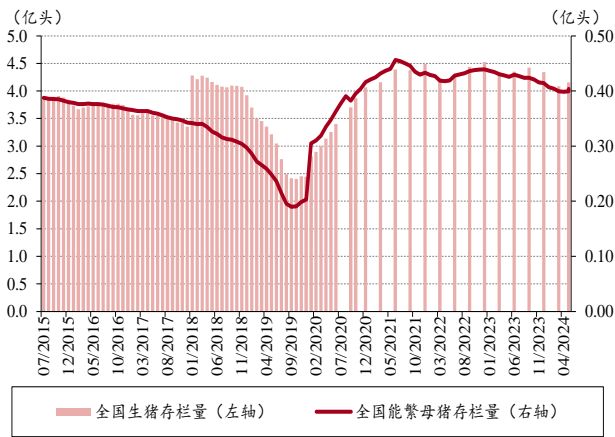
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 24. 猪粮比



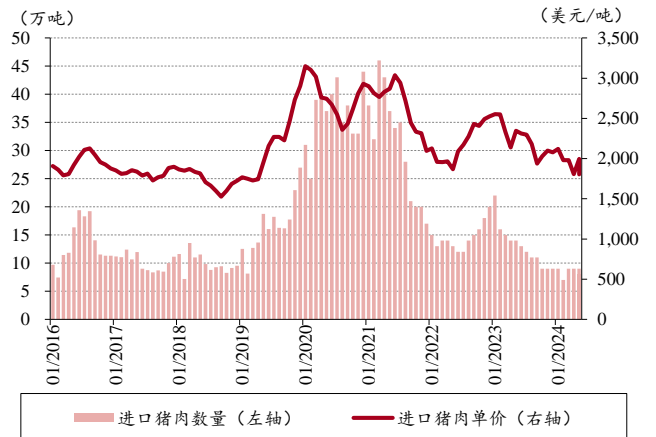
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 25. 国内生猪与能繁母猪存栏量



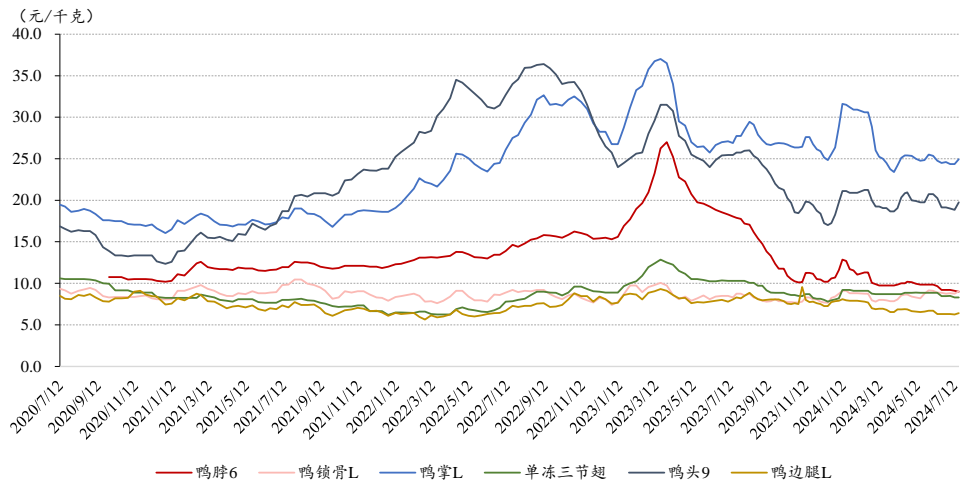
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 26. 进口猪肉数量与单价



资料来源: 海关总署, 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

胡庭洲任水井坊总经理。水井坊聘任胡庭洲先生为公司总经理，任期同本届董事会，该任命将于 7 月 15 日生效。胡先生曾担任宝洁、柯达、百事的销售经营相关管理职务及好时中国总经理、平安集团寿险首席产品官、豫园股份总裁。（公司公告，7 月 15 日）

泸州老窖拓展啤酒业务。泸州老窖答投资者问，泸州老窖罐装精啤系公司业务，公司创新业务板块有啤酒业务。（公司公告，7 月 17 日）

五粮液集团（股份）公司实现了“时间过半、任务过半”目标。7 月 16 日，五粮液集团（股份）公司召开 2024 年上半年经济运行分析会，回顾总结上半年工作成效，曾从钦表示，今年以来，五粮液集团认真贯彻落实上级指示精神，聚焦经济建设这一中心工作和高质量发展这一首要任务，坚持“稳中求进、以进促稳、提质增效、多作贡献”工作总基调，拼生产提质量、拼文化强品牌、拼销售拓市场、拼项目强后劲、拼先进创一流，一体推进品质建设、品牌打造、市场开拓、重大项目建设等取得新成效，实现了“时间过半、任务过半”目标。（五粮液集团官网，7 月 17 日）

牛肉价格创五年新低。2024 年以来，牛肉价格持续大幅下跌，国家统计局的数据显示，5 月份牛肉价格同比下降 12.9%，价格跌至 5 年来的最低点。鉴于此，6 月 19 日农业农村部办公厅发布了《关于稳定肉牛生产发展的通知（农办牧〔2024〕17 号）》，旨在稳定肉牛生产发展。（红餐智库，国家统计局，7 月 12 日）

奶价连跌 27 个月，奶农进入最寒冷的夏天。2024 中国奶业发展战略研讨会，国家奶牛产业技术体系首席科学家李胜利提到，原奶行业亏损面超过 8 成。农业农村部数据显示，截至今年 5 月，国内原奶收购价格同比连跌 27 个月，为 2010 年以来持续时间最长的一次。（虎嗅，7 月 17 日）

怡宝，深圳超级 IPO 来了。怡宝母公司华润饮料获得赴港上市备案通知书，此前已经向港交所递交了上市申请书，冲刺港股 IPO。怡宝是华润饮料版图的绝对主力——一年卖水 395 亿元。四十年历程终于走到港交所大门前，如若顺利，这将是华润集团第 18 个 IPO。（天天 IPO，7 月 17 日）

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
仙乐健康	2024 年第二次临时	2024-07-22 星期一	汕头市龙湖区泰山路 83 号仙乐健康科技股份有限公司行政楼会议室
李子园	2024 年第二次临时	2024-07-25 星期四	浙江省金华市金东区丹溪东路 1016 号李子园科创大楼 10 楼会议室
中信尼雅	2024 年第一次临时	2024-07-30 星期二	新疆乌鲁木齐市红山路 39 号 4 楼会议室
金种子酒	2024 年第一次临时	2024-07-30 星期二	安徽省阜阳市清河东路 523 号金种子研发大楼 9 楼会议室
东鹏饮料	2024 年第二次临时	2024-07-31 星期三	东鹏饮料(集团)股份有限公司二楼 VIP 会议室(广东省深圳市南山区桃源街道珠光北路 142 号明亮科技园 88 号 3 栋 1-3 楼东鹏饮料)
华统股份	2024 年第二次临时	2024-08-01 星期四	浙江省义乌市北苑街道西城路 198 号公司会议室
盐津铺子	2024 年第三次临时	2024-08-01 星期四	湖南省长沙市雨花区长沙大道运达中央广场写字楼 A 座 32 楼
恒顺醋业	2024 年第二次临时	2024-08-02 星期五	镇江九华锦江国际酒店(江苏省镇江市润州区南徐大道 66 号)
水井坊	2024 年第二次临时	2024-08-02 星期五	成都市锦江区水井街 19 号水井坊博物馆多功能厅

资料来源: 公司公告, iFinD, 中银证券

近期研究报告回顾

《中炬高新深度报告：关公司内部积极推进改革，积蓄力量静待花开》（7月18日）

中炬高新为调味品龙头企业，公司拥有“厨邦”、“美味鲜”两大品牌，产品品质及品牌影响力深入人心。过去几年公司因大股东频繁更换导致发展速度慢于竞品，2023年火炬集团重新掌舵，同时引进具有华润背景的高管入驻，开启对公司的系列改革。近日，公司公告1H24业绩预告，2季度受整体宏观环境及内部渠道改革影响，营收同比下滑11.8%，扣非归母净利润同比下滑13.8%-54.6%，业绩短期承压。我们认为渠道体系化改革及产品价盘提升需要经历淡旺季时间考验，因此改革效果不会一蹴而就。2024年为公司的改革年，公司管理层改革决心坚定，可期待未来改革成效逐一兑现。参考上半年业绩预告，如不考虑土地赔偿款对报表贡献及对外并购等因素，我们预计2024-2026年公司营业收入为55.0、62.8、71.6亿元，收入增速为7.1%、14.1%、14.0%；2023年公司归母净利17.0亿元，扣非归母净利5.2亿元，同比降5.8%。非经常性损益中预计未决诉讼收益为11.8亿元。考虑到公司未来将不再受诉讼案件影响，我们预计24至26年归母净利分别为7.1亿元、9.0亿元、11.1亿元，同比分别-58.2%、+27.2%、+22.9%，对应归母净利率分别为12.9%、14.4%、15.5%。EPS分别为0.91、1.15、1.42元/股，对应PE分别为21.0X、16.5X、13.5X，首次覆盖，给予公司增持评级。

《燕京啤酒深度报告：持续推进降本增效，产品线有望多点开花》（7月21日）

啤酒行业结构升级趋势不改，需求量或将持续小幅下降。燕京啤酒积极求变，新任管理层上任后“二次创业”，为公司注入成长动力。随着大单品U8的持续放量，清爽、鲜啤升级计划的推出，公司产品线有望多点开花，延续量价齐升趋势。成本端，公司持续推进降本增效，利润空间有望逐步释放。我们预计公司24-26年EPS为0.38、0.52、0.63元/股，同比+65.9%、+35.8%、+23.1%，首次覆盖给予买入评级。

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，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