

# 强于大市

# 食品饮料行业周报

中报业绩期企业之间分化加大，关注龙头营销变革  
 上周食品饮料板块涨跌幅-6.3%，在各板块中排名第 30。贵州茅台顺利完成上半年任务，行业调整期主动实施营销变革，向“新商务”转型。中报业绩期渐进，企业之间分化加大，优选确定性高的企业。

## 市场回顾

■ 上周食品饮料板块涨跌幅-6.3%，在各板块中排名第 30。子板块中，软饮料、其他酒类涨跌幅排名靠前，分别为-2.2%、-2.3%，预加工食品、白酒涨跌幅排名靠后，分别为-6.3%、-7.2%。截至 7 月 26 日，白酒板块估值（PE-TTM）为 19.1X，食品饮料板块估值（PE-TTM）为 19.3X。

## 行业数据

■ 根据今日酒价、百荣酒价及同花顺数据，7.19-7.26 整箱飞天批价 2595-2613 元，散瓶飞天批价 2375-2403 元。普五批价 930-935 元，国窖 1573 批价为 875 元。  
 ■ 截至 7 月 19 日，国内生鲜乳价格为 3.23 元/公斤，环周-0.3%，同比-13.9%。  
 ■ 截至 7 月 26 日，全国生猪出栏价为 9.70 元/斤，环周+0.7%，同比+25.0%。全国猪粮比价为 7.96，环周+0.08pct，同比+2.76pct。鸭脖、鸭锁骨、鸭掌价格分别为 9.4 元/千克、9.9 元/千克、25.5 元/千克。

## 主要观点

■ **贵州茅台顺利完成上半年任务，行业调整期主动实施营销变革，向“新商务”转型。**  
 根据公司官网，贵州茅台于 7 月 23 日召开 2024 年半年市场工作会议，会上提出公司在高基数、大体量下稳定增长，上半年圆满完成各项目标任务。与此同时，在行业调整期，公司将主动实施营销变革，向“新商务”转型，围绕“四个聚焦”展开变革之路。（1）“新商务”转型是指：客群转型、场景转型、服务转型，其中客群转型主要是瞄准独角兽、专精特新、小巨人等企业，培育新能源、生物科技、数字科技等新兴产业从业者为新消费群体。场景及服务转型强调企业更加主动去挖掘新场景、新需求，营销工作更加精细化。（2）四个聚焦主要是指产品聚焦单品、渠道聚焦协同、品牌聚焦价值、终端聚焦服务。通过产品、渠道、品牌、终端全链条提升来解决当前供需适配痛点问题。公司作为白酒龙头，市场反映迅速，在行业每一个重要拐点都能积极作为，通过正确的营销方针及得力举措为日后长远发展打好基础。近日，公司动态调整茅台酒的产品发货结构，53 度 500ml 飞天茅台酒、生肖茅台酒、精品茅台酒在不同区域投放数量不同，从稳价效果来看，近一周整箱及散飞批价分别为 2600、2400 元左右，相比 6 月最低点均提升 200 元左右。

■ **中报业绩期渐进，企业之间分化加大，优选确定性高的企业。**（1）水井坊公告中报业绩，2 季度公司营收及归母净利润增速分别为 16.6%、29.6%，业绩环比改善。上半年公司高档产品同比增 6.1%、中档产品同比增 12.8%，受基数影响，2 季度高档产品提速，增速快于中档产品。因季度间费用投放节奏不同，2 季度销售费用率同比降 8.6pct，毛利率 81.5%，同比持平，归母净利率 7.1%，同比提升 0.7pct，盈利能力修复。近日，公司总经理已正式上任，我们判断后续公司仍将坚持良性库存的经营方针，稳健发展。（2）近期山西汾酒股价下滑幅度较大，市场上主要担心产品结构变化影响利润端表现。此外，经销商层面对“汾享礼遇”模糊返利政策态度谨慎。根据公司股东大会及经销商大会信息，2024 年省内以提升结构为主，省外目标进行科学机动调整，公司力争全年营收同比增长 20%。自 6 月 20 日起，老白汾、巴拿马等中档产品上调开票价。我们认为，在消费疲软背景下，公司季度间产品结构调整，预计 2 季度青花系列增速放缓，但腰部系列产品加快放量，叠加提价影响，预计对盈利端影响不大。公司对“汾享礼遇”模糊返利政策坚持终端利益最大化，采用反向渠道分利模式运作。随着公司与渠道沟通效率提升及政策落地兑现，我们预计经销商信心将被不断加强。（3）东鹏饮料公告半年度业绩公告，1H24 营收增速为 43.95%-47.98%，归母净利润增速为 72.30%-96.50%，业绩表现亮眼。我们认为能量饮料赛道消费人群不断扩大，补水啦受益于公司优秀的渠道扩张、渠道运作能力，成为公司第二增长极。公司作为能量饮料的龙头，业绩端表现出较强韧性。近日逐渐步入中报业绩公告期，不同企业之间分化加大，建议关注业绩确定性高的企业。

■ **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

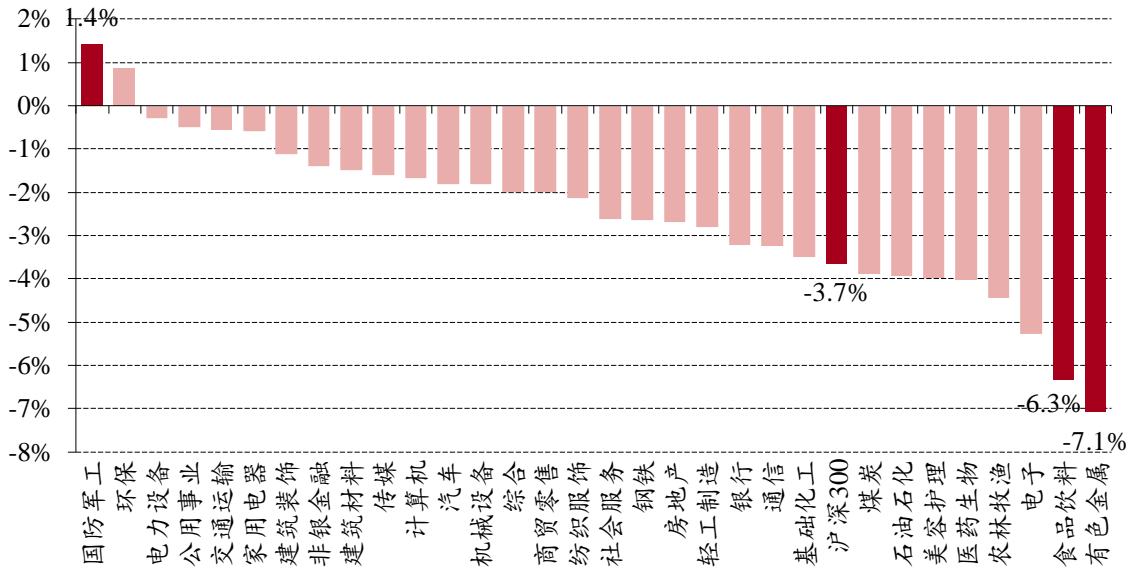
## 图表目录

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.....	9
图表 24. 猪粮比.....	9
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-6.3%，在各板块中排名第30。上周食品饮料板块涨跌幅为-6.3%，跑输沪深300（-3.7%），涨跌幅在各行业中排名第30。食品饮料子板块中，软饮料、其他酒类涨跌幅排名靠前，分别为-2.2%、-2.3%，预加工食品、白酒涨跌幅排名靠后，分别为-6.3%、-7.2%。

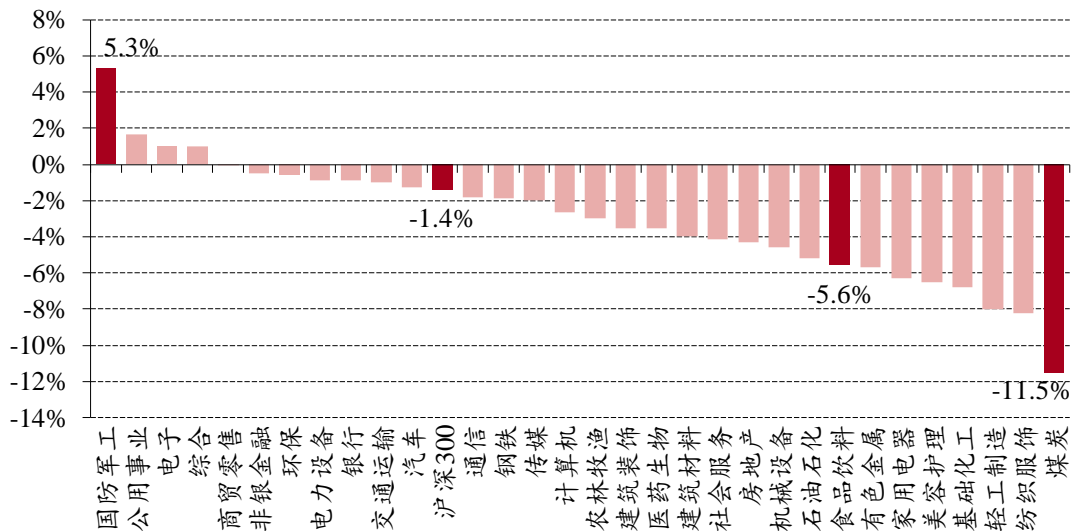
图表 1. 上周各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

过去一个月，食品饮料板块涨跌幅为-5.6%，涨跌幅在31个行业中排名第24。食品饮料子板块中，软饮料、预加工食品涨跌幅排名靠前，分别为1.7%、-1.1%，白酒、零食涨跌幅排名靠后，分别为-6.5%、-12.1%，白酒排名第10。

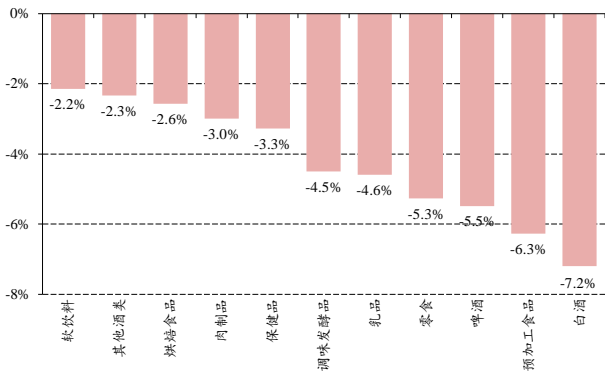
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源: iFinD, 中银证券

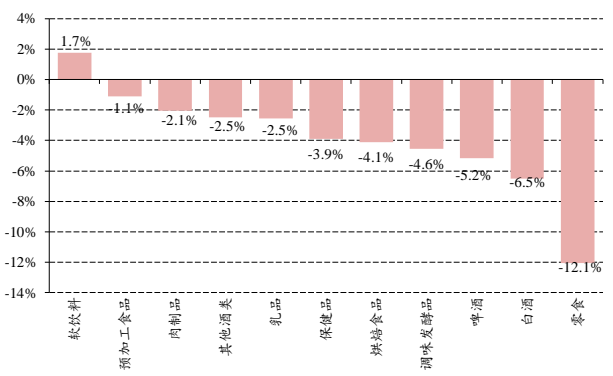
注: 涨跌幅计算区间为2024年6月26日-2024年7月26日

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 26 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 19.1X, 食品饮料板块估值 (PE-TTM) 为 19.3X。

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	19.3	16.6	22.9	24.4	17.5	14.8	25.6	14.0
现值	11.6	19.3	19.1	23.0	24.5	19.8	18.1	25.6	14.0

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 26 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

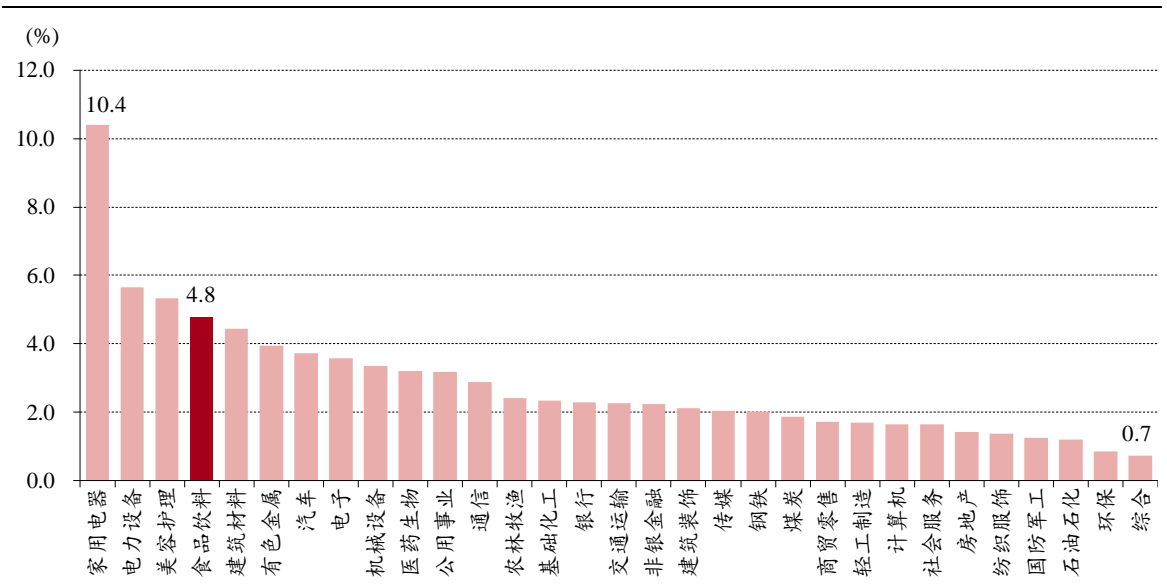
公司名称	周涨幅(%) 前 10 名	公司名称	周涨幅(%) 后 10 名	公司名称	月涨幅(%) 前 10 名	公司名称	月涨幅(%) 后 10 名
西部牧业	5.0	迎驾贡酒	(14.8)	ST 春天	47.9	五芳斋	(39.4)
交大昂立	4.2	古井贡酒	(12.6)	海南椰岛	16.4	青岛食品	(34.8)
来伊份	2.9	华统股份	(11.9)	品渥食品	10.4	三只松鼠	(24.3)
龙大美食	2.8	泸州老窖	(11.7)	东鹏饮料	7.9	中炬高新	(21.9)
泉阳泉	2.8	山西汾酒	(10.6)	珠江啤酒	5.8	华统股份	(18.4)
日辰股份	1.5	今世缘	(10.2)	龙大美食	5.8	盐津铺子	(17.7)
兰州黄河	1.3	三只松鼠	(9.3)	佳禾食品	5.2	古井贡酒	(17.2)
海融科技	0.4	千味央厨	(8.6)	南侨食品	4.5	香飘飘	(16.8)
光明乳业	0.0	青岛啤酒	(7.8)	桃李面包	4.5	山西汾酒	(16.6)
桃李面包	0.0	安井食品	(7.3)	惠泉啤酒	4.2	甘源食品	(16.1)

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 月涨跌幅计算区间为 2024 年 6 月 26 日 - 2024 年 7 月 26 日, 股价计算方式为前复权。

截至 7 月 26 日, 食品饮料板块陆股通持股占流通市值比例为 4.77%, 环周 (7 月 19 日) -0.11pct。其中, 外资持股茅台、五粮液、泸州老窖比例分别为 6.61%、4.41%、2.75%, 环周 (7 月 19 日) 分别 -0.12pct、-0.18pct、-0.19pct。

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

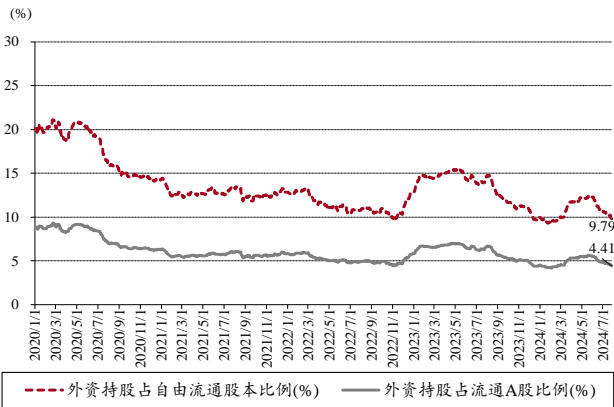
注: 时间截至 2024 年 7 月 26 日

图表 12. 陆股通持股占流通市值比例（食品饮料）



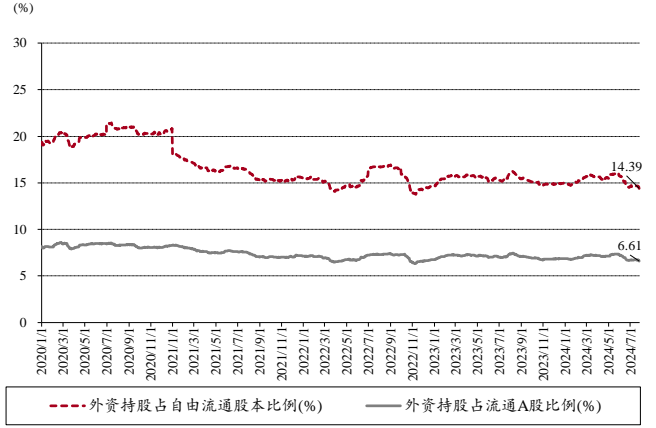
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 14. 外资持股五粮液比例变化



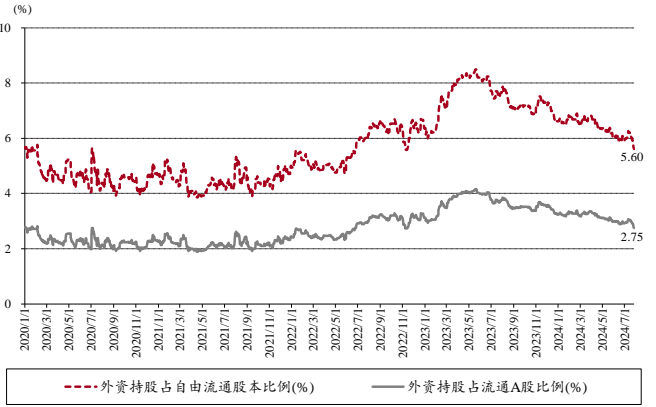
资料来源: iFinD, 中银证券

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



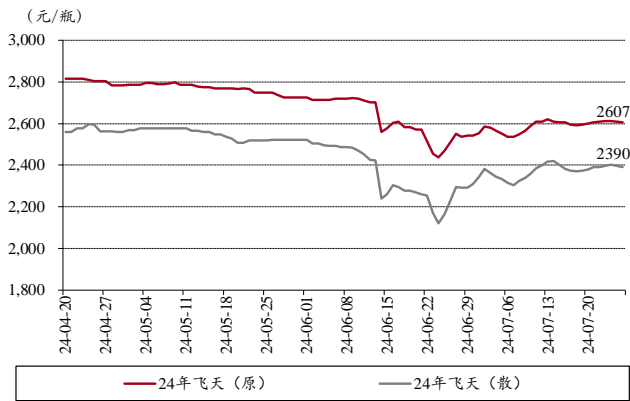
资料来源: iFinD, 中银证券

## 行业数据跟踪

### 酒类

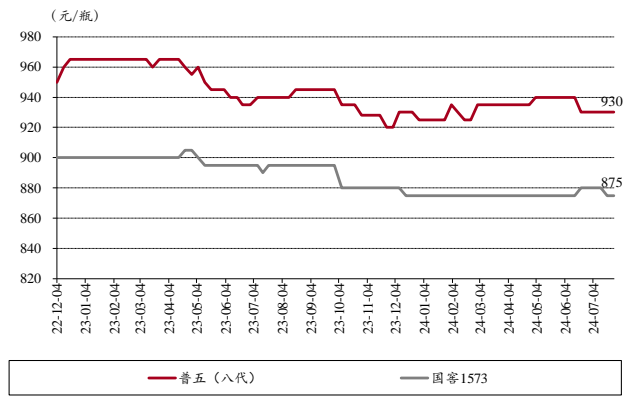
根据今日酒价、百荣酒价及同花顺数据，7.19-7.26 整箱飞天批价 2595-2613 元，散瓶飞天批价 2375-2403 元。普五批价 930-935 元，国窖 1573 批价为 875 元。

图表 16. 茅台整箱及散瓶批价



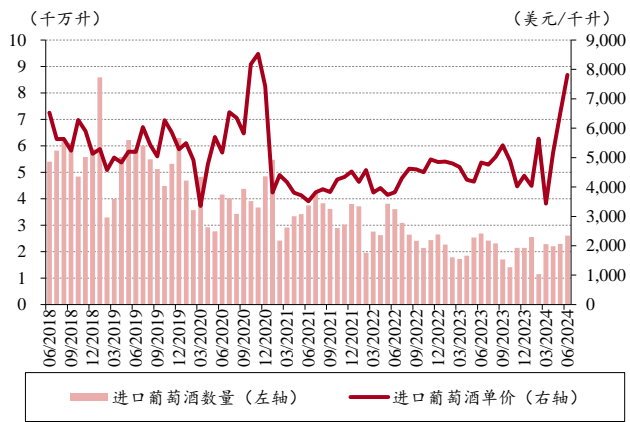
资料来源：今日酒价，百荣酒价，iFinD，中银证券  
注：上述数据选取今日酒价、百荣酒价、iFinD 批价数据的平均值

图表 17. 普五及国窖 1573 (高度) 批价



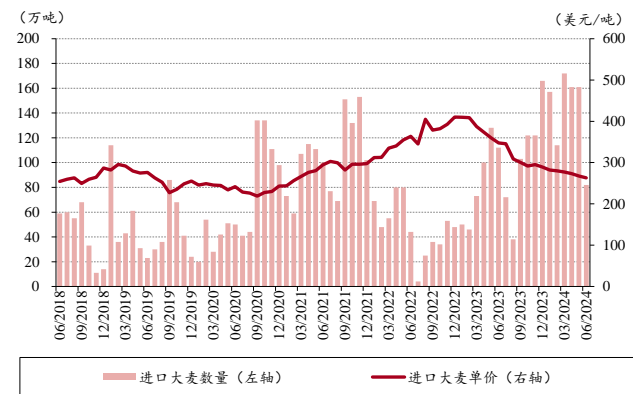
资料来源：今日酒价，百荣酒价，iFinD，中银证券

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



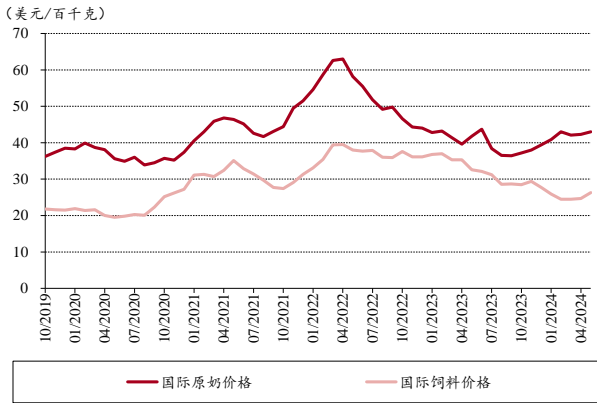
资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

### 奶类

截至 7 月 19 日，国内生鲜乳价格为 3.23 元/公斤，环周-0.3%，同比-13.9%。



图表 20. IFCN 原奶价格与饲料价格



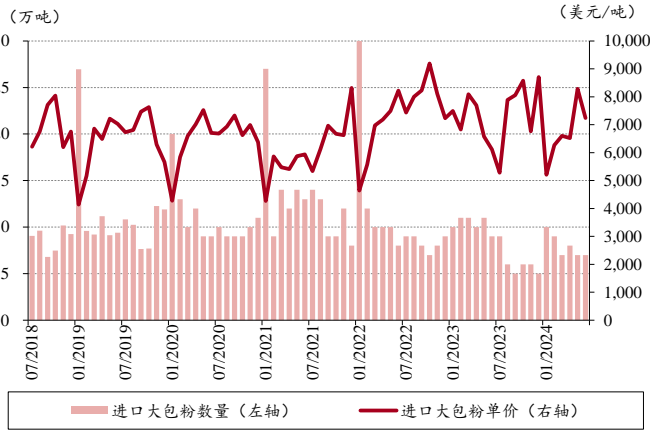
资料来源: IFCN, iFinD, 中银证券

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: 海关总署, iFinD, 中银证券

## 肉类

截至 7 月 26 日, 全国生猪出栏价为 9.70 元/斤, 环周+0.7%, 同比+25.0%。

截至 7 月 26 日, 全国猪粮比价为 7.96, 环周+0.08pct, 同比+2.76pct。

截至 7 月 26 日, 鸭脖、鸭锁骨、鸭掌价格分别为 9.4 元/千克、9.9 元/千克、25.5 元/千克。

图表 23. 全国生猪出栏价



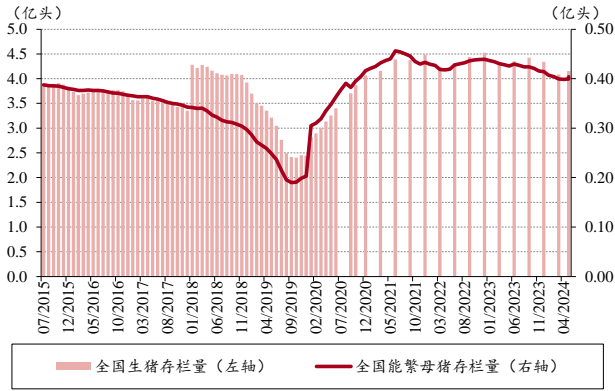
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 24. 猪粮比



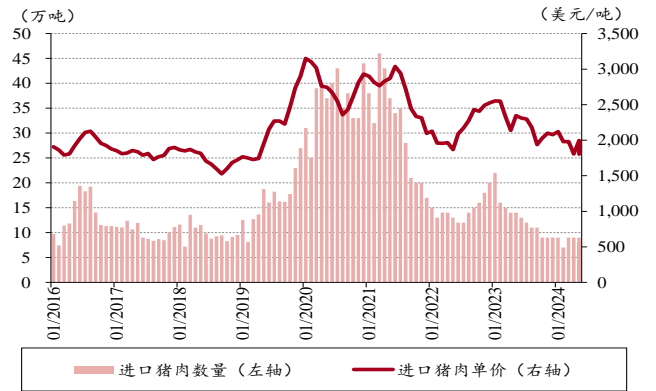
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 25. 国内生猪与能繁母猪存栏量



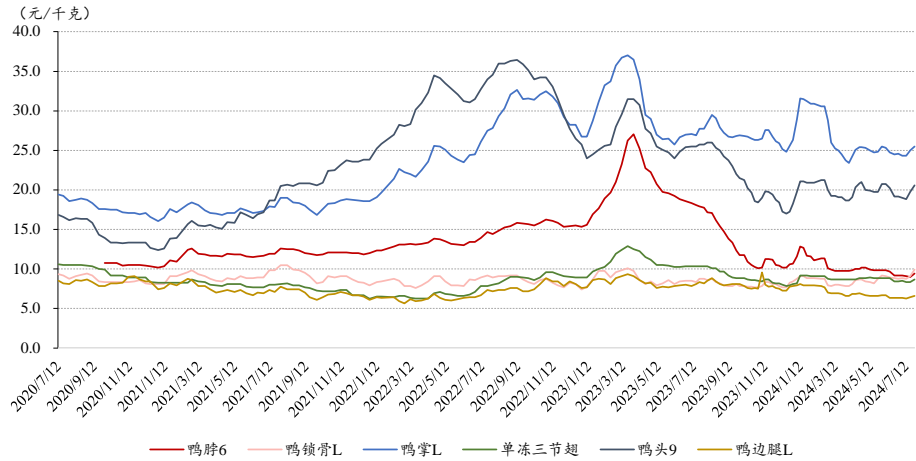
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 26. 进口猪肉数量与单价



资料来源: 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

**水井坊公告 2024 年半年度报告。**1H24 公司实现营收 17.2 亿元，同比增 12.6%，归母净利 2.4 亿元，同比增 19.6%，扣非归母净利 2.3 亿元，同比增 13.9%。2Q24 公司实现营收 7.9 亿元，同比增 16.6%，归母净利 0.6 亿元，同比增 29.6%，扣非归母净利 0.7 亿元，同比增 74.4%。分产品来看，1H24 高档酒实现营收 15.2 亿元，同比增 6.1%；中档产品营收 0.97 亿元，同比增 12.8%；2Q24 高档酒营收 7.2 亿元，同比增 14.7%，中档酒营收 0.2 亿元，同比降 43.6%。（公司公告，7 月 26 日）

**江苏今世缘酒业股份有限公司 关于投资认购股权投资基金份额的公告。**为借助专业投资机构拓宽公司投资渠道，获取财务性回报，江苏今世缘 酒业股份有限公司（以下简称“公司”）拟投资入伙“淮安永鑫融慧二号新兴产业创业投资基金合伙企业”（暂定名，以下简称“永鑫融慧二号”或“合伙企业”）。永鑫融慧二号预计规模 2 亿元，公司拟出资 3000 万元。（公司公告，7 月 27 日）

**2024 年上半年国内出游 27.25 亿人次。**根据国内旅游抽样调查统计结果，2024 年上半年，国内出游人次 27.25 亿，同比增长 14.3%。其中，城镇居民国内出游人次 20.87 亿，同比增长 12.3%；农村居民国内出游人次 6.38 亿，同比增长 21.5%。分季度看，一季度国内出游人次 14.19 亿，同比增长 16.7%；二季度国内出游人次 13.06 亿，同比增长 11.8%。2024 年上半年，国内游客出游总花费 2.73 万亿元，同比增长 19.0%。其中，城镇居民出游花费 2.31 万亿元，同比增长 16.8%；农村居民出游花费 0.42 万亿元，同比增长 32.6%。（中国经济网，7 月 27 日）

**绝味鸭脖签约范丞丞，开启新一轮品牌焕新升级。**7 月 23 日，绝味鸭脖在长沙召开品牌战略升级发布会。绝味鸭脖正式官宣品牌成立 19 年来首位全球品牌代言人——范丞丞。（红餐网，7 月 23 日）

**贵州茅台酒 2024 年半年市场工作会召开。**7 月 23 日，贵州茅台酒 2024 年半年市场工作会在茅台会议中心召开。会议指出，今年上半年，面对复杂的市场形势，茅台营销体系保持战略定力，坚持目标导向，稳扎稳打推进各项工作，实现了在高基数大体量下的稳定增长，交出了漂亮的“成绩单”，牢牢稳住了茅台“基本盘”，起到“定盘星”“压舱石”的作用，为集团圆满达成目标作出了重要贡献。会议强调，在“三期叠加”复杂市场形势下，解决供需适配痛点问题的转型势在必行。“道”的层面要主动向“新商务”转型，做好“三个转型”。会议强调，“术”的层面，要围绕“四个聚焦”打。（公司官网，7 月 23 日）

**茅台又放大招“控量”，调减飞天量，提升龙茅、精品的量。**据名酒观察了解，近期茅台对部分经销商发货产品结构作出调整，飞天茅台的发货“量”明显减少，龙茅、精品的“量”比例提升。（名酒观察，7 月 22 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
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,盐津铺子食品股份有限公司行政总部会议室
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
张裕 A	2024 年第三次临时	2024-08-08 星期四	烟台市大马路 56 号本公司会议室
黑芝麻	2024 年第二次临时	2024-08-09 星期五	广西南宁市双拥路 36 号南方食品大厦 5 楼会议室
伊力特	2024 年第二次临时	2024-08-09 星期五	新疆乌鲁木齐水磨沟区会展大道 1119 号大成尔雅 A 座 20 楼

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