

强于大市

食品饮料行业周报

政策刺激提振信心，板块情绪回暖，关注低估值下的配置机会

上周食品饮料板块涨跌幅+6.2%，在申万一级行业中排名第2，其中其他酒类涨幅排名靠前。呼市出台育儿补贴政策，补贴金额力度较大，带动更多城市政策跟进预期，乳制品板块受益，实现年内较大涨幅。政策预期升温，食品饮料板块基本面有望筑底向上，低估值背景下重视板块配置机会。

市场回顾

- 上周食品饮料板块涨跌幅为+6.2%，在申万一级行业中排名第2。子板块中，其他酒类、预加工食品涨跌幅排名靠前，分别为+8.4%、+7.8%，调味发酵品、肉制品涨跌幅排名靠后，涨跌幅分别为+2.6%、+1.5%。截至3月14日，白酒板块估值(PE-TTM)为21.2X，食品饮料板块估值(PE-TTM)为22.1X。

行业数据

- 根据今日酒价、百荣酒价及同花顺数据，3.7-3.14 整箱飞天茅台批价2258-2298元，散瓶飞天茅台批价2220-2225元。普五批价950元，国窖1573批价为870元。
- 截至3月7日，国内生鲜乳价格3.08元/公斤，环比-0.3%，同比-13.5%。

主要观点

- 呼市出台育儿补贴政策，补贴金额力度较大，带动更多城市政策跟进预期，乳制品板块受益，实现年内较大涨幅。政策催化下，本周板块情绪回暖，食品饮料板块涨幅+6.2%，涨跌幅在各板块中排位第二，其中乳制品涨幅7.3%。婴配粉相关标的中国飞鹤单日涨幅达16%。2025年政府工作报告提及“制定促进生育政策，发放育儿补贴，大力开展托幼一体服务，增加普惠托育服务供给”。在此政策导向下，各地方政府加快落实对民生的支持力度及相关补贴方案，推动出生人口改善。根据央视新闻，3月13日呼和浩特市出台《呼和浩特市人民政府关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》，从具体实施细则来看，此次呼市育儿补贴金额较大，生育三孩及以上，发放育儿补贴10万元，按照每年1万元发放，直至孩子10周岁。相比以往其他地方的促生育政策，呼和浩特此次政策补贴力度更大，具备一定示范效应。从过往部分省市政府执行效果来看，湖北天门表现亮眼，根据新华社及澎湃新闻，2024年湖北天门出台鼓励生育“七条意见”，2024年湖北省天门市出生人口数量同比增长17%，高于全国平均增幅5.8%，其中二孩、三孩占比超50%。我们认为，虽然不同省市在人口数量、人均可支配收入及地方财政支出方面的差异会间接影响育儿补贴政策实施细则及执行效果，但若已执行的育儿补贴政策在出生率及促销费方面行之有效，中央政府或有望在财政端介入，提供更大的支持空间，且其他地方政府则会快速跟进、效仿。
- 政策预期升温，食品饮料板块基本面有望筑底向上，低估值背景下重视板块配置机会。3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，重点部署了8个促销费方向，在居民增收、消费能力保障、消费环境改善等方面指明方向，强调扎实推动提振消费各项政策措施更快、更好落地见效。我们认为在政策强催化背景下，板块估值有望得到修复。我们在上周周报观点中提及，当前食品饮料板块估值处于历史低位，核心资产逐渐进入配置区间。近两年，消费行业竞争激烈，受经济环境影响，中小品牌持续出清，不同子行业的龙头品牌展现出强者恒强的态势，在规模化优势及供应链管理能力持续增强的背景下，龙头业绩表现好于行业。建议关注估值修复弹性较大且股息率占优的白酒龙头，推荐贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、五粮液。大众品方面，乳制品板块受益人口及消费政策提振，板块情绪回暖，建议关注龙头伊利股份、中国飞鹤。重视低基数下啤酒龙头底部反转机会，推荐青岛啤酒。

评级面临的主要风险

- 原料价格波动，食品安全事件，需求端不及预期。

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

目录

行情回顾	4
行业数据跟踪	7
酒类	7
奶类	8
肉类	9
重要公告及行业新闻	10
股东大会	11
近期研究报告回顾	12
风险提示	13

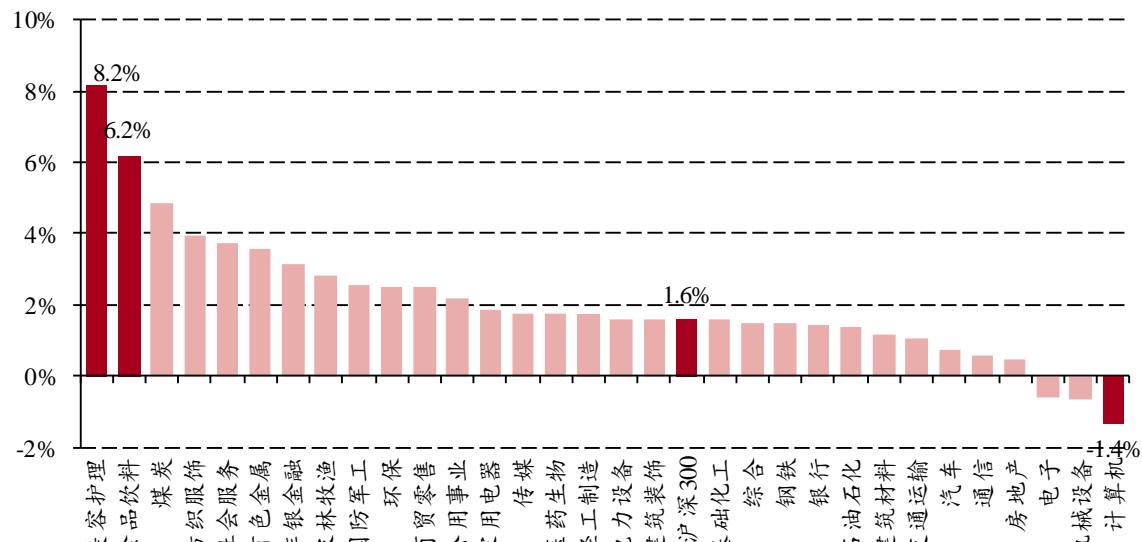
图表目录

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. 茅台整箱及散瓶批价	7
图表 12. 普五及国窖 1573 (高度) 批价	7
图表 13. 白酒产量与同比增速	7
图表 14. 啤酒产量与同比增速	7
图表 15. 进口葡萄酒数量与单价	7
图表 16. 进口大麦数量与单价	7
图表 17. IFCN 原奶价格与饲料价格	8
图表 18. 国内主产区生鲜乳价格	8
图表 19. 进口大包粉数量与单价	8
图表 20. 全国生猪出栏价	9
图表 21. 猪粮比	9
图表 22. 国内生猪与能繁母猪存栏量	9
图表 23. 进口猪肉数量与单价	9
图表 24. 鸭副价格跟踪	9
图表 25. 股东大会信息	11

行情回顾

上周食品饮料板块涨跌幅 $+6.2\%$ ，在申万一级行业中排名第2。上周食品饮料板块涨跌幅为 $+6.2\%$ ，跑赢沪深300 ($+1.6\%$)，涨跌幅在各行业中排名第2。食品饮料子板块中，其他酒类、预加工食品涨跌幅排名靠前，分别为 $+8.4\%$ 、 $+7.8\%$ ，调味发酵品、肉制品涨跌幅排名靠后，分别为 $+2.6\%$ 、 $+1.5\%$ 。白酒涨跌幅为 $+6.7\%$ ，排名第6位。

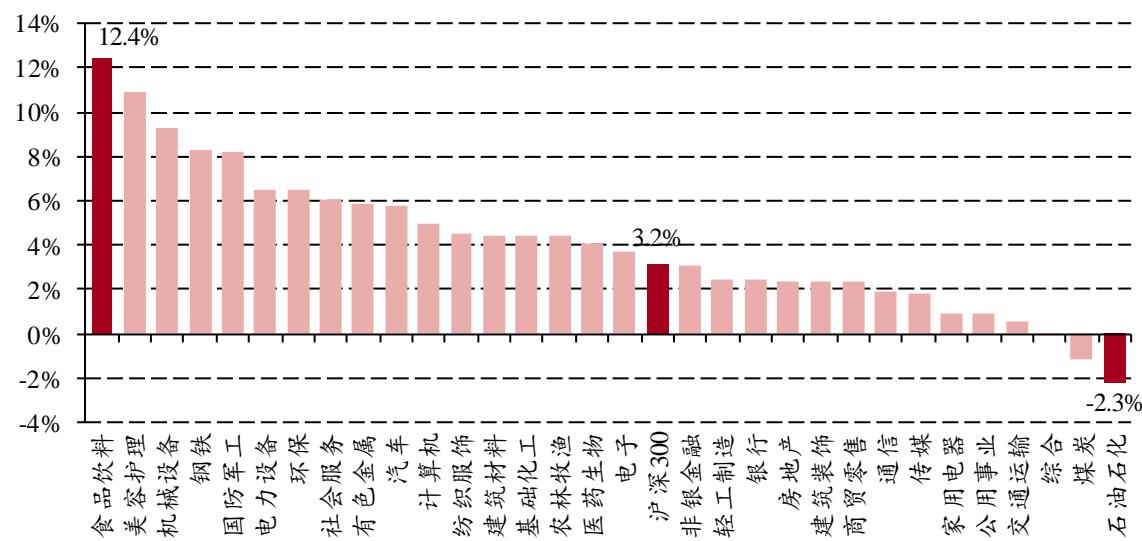
图表1. 上周各板块涨跌幅



资料来源：iFinD，中银证券

过去一个月，食品饮料板块涨跌幅为 $+12.4\%$ ，涨跌幅在31个行业中排名第1。食品饮料子板块中，其他酒类、白酒涨跌幅排名靠前，分别为 $+15.5\%$ 、 $+15.4\%$ ，调味发酵品、零食涨跌幅排名靠后，分别为 $+1.8\%$ 、 -1.6% 。

图表2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源：iFinD，中银证券

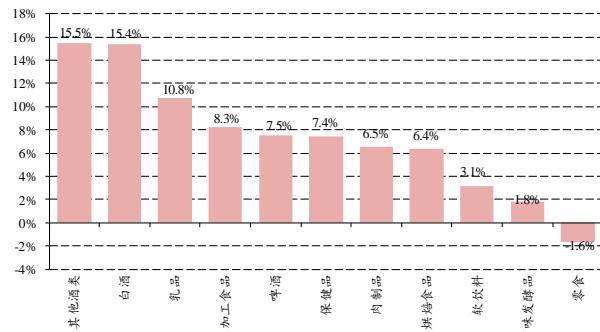
注：涨跌幅计算区间为2025年2月12日 - 2025年3月14日

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 3 月 14 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 21.2X, 食品饮料板块估值 (PE-TTM) 为 22.1X。

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	软饮料
最大值	16.8	63.0	63.3	93.1	186.7	81.4	42.6	79.5	47.8	47.8
最小值	10.3	17.2	16.4	19.4	24.0	17.5	14.8	22.2	13.1	19.7
现值	12.9	22.1	21.2	25.4	36.3	29.2	21.6	26.3	19.3	28.5

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 2025 年 3 月 14 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

公司名称 前 10 名	周涨幅(%) 前 10 名	公司名称 后 10 名	周涨幅(%) 后 10 名	公司名称 前 10 名	月涨幅(%) 前 10 名	公司名称 后 10 名	月涨幅(%) 后 10 名
熊猫乳品	18.7	莲花控股	(3.6)	岩石股份	41.7	甘源食品	(10.1)
西部牧业	18.3	来伊份	(1.5)	百润股份	29.5	莲花控股	(7.9)
百合股份	16.9	佳禾食品	(0.6)	熊猫乳品	29.4	惠发食品	(5.7)
品渥食品	16.2	龙大美食	(0.5)	今世缘	29.3	张裕 B	(5.6)
兰州黄河	15.3	双汇发展	0.5	ST 春天	27.5	良品铺子	(4.0)
百润股份	14.7	张裕 B	0.6	山西汾酒	27.3	来伊份	(3.8)
欢乐家	14.0	ST 加加	0.7	古井贡酒	26.0	泉阳泉	(3.1)
均瑶健康	14.0	贝因美	0.9	泸州老窖	25.7	黑芝麻	(2.9)
紫燕食品	13.6	海天味业	1.4	海南椰岛	24.6	宝立食品	(1.9)
天润乳业	13.4	安记食品	1.5	西部牧业	22.7	承德露露	(0.5)

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 月涨跌幅计算区间为 2025 年 2 月 12 日 - 2025 年 3 月 14 日, 股价计算方式为前复权。

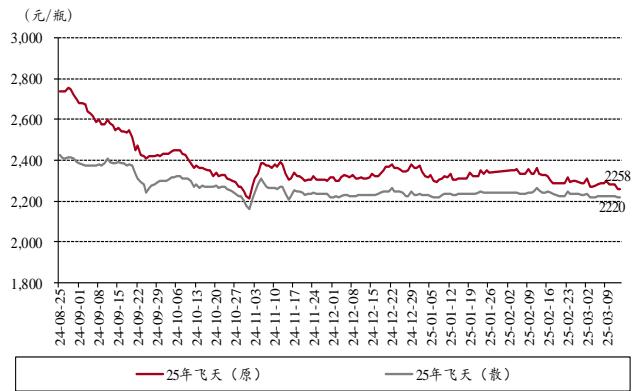
行业数据跟踪

酒类

根据今日酒价、百荣酒价及同花顺数据，3.7-3.14 整箱飞天茅台批价 2258-2298 元，散瓶飞天茅台批价 2220-2225 元。普五批价 950 元，国窖 1573 批价为 870 元。

根据今日酒价数据，3.7-3.14 茅台蛇年生肖酒批价 2570-2590 元，公斤装茅台批价 3650-3740 元。

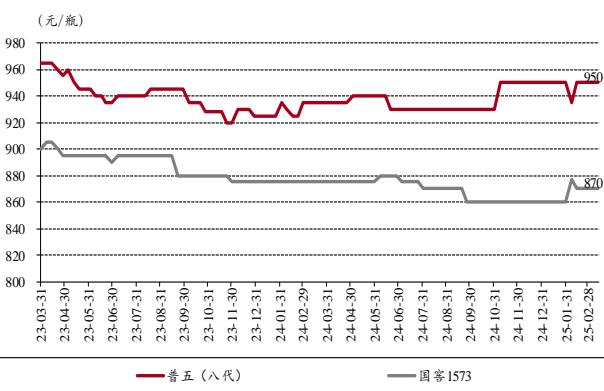
图表 11. 茅台整箱及散瓶批价



资料来源：今日酒价，百荣酒价，iFinD，中银证券

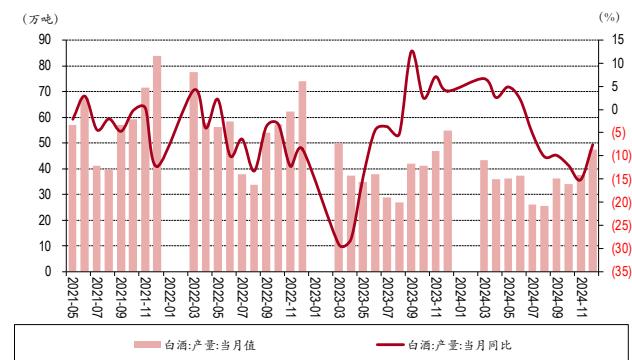
注：上述数据选取今日酒价、百荣酒价、iFinD 批价数据的平均值

图表 12. 普五及国窖 1573 (高度) 批价



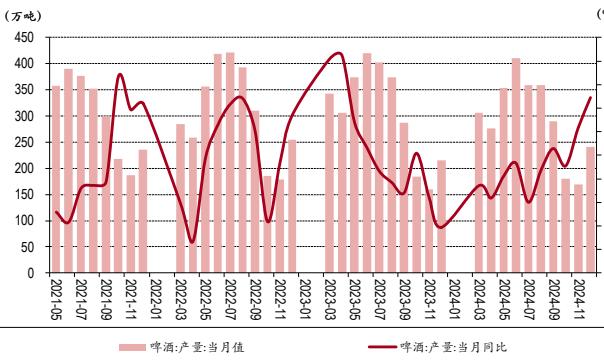
资料来源：今日酒价，中银证券

图表 13. 白酒产量与同比增速



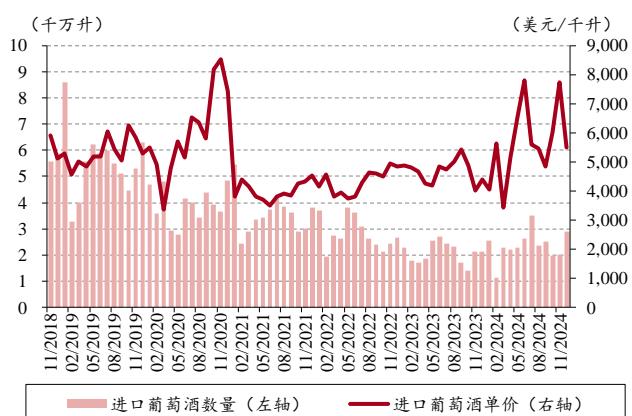
资料来源：iFinD，中银证券

图表 14. 啤酒产量与同比增速



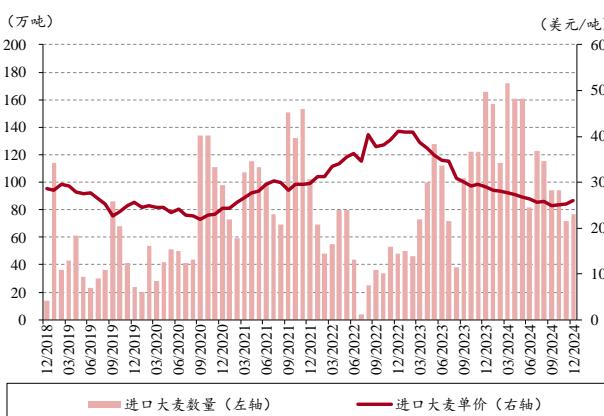
资料来源：iFinD，中银证券

图表 15. 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 16. 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 3 月 7 日，国内生鲜乳价格 3.08 元/公斤，环比-0.3%，同比-13.5%。

图表 17. IFCN 原奶价格与饲料价格



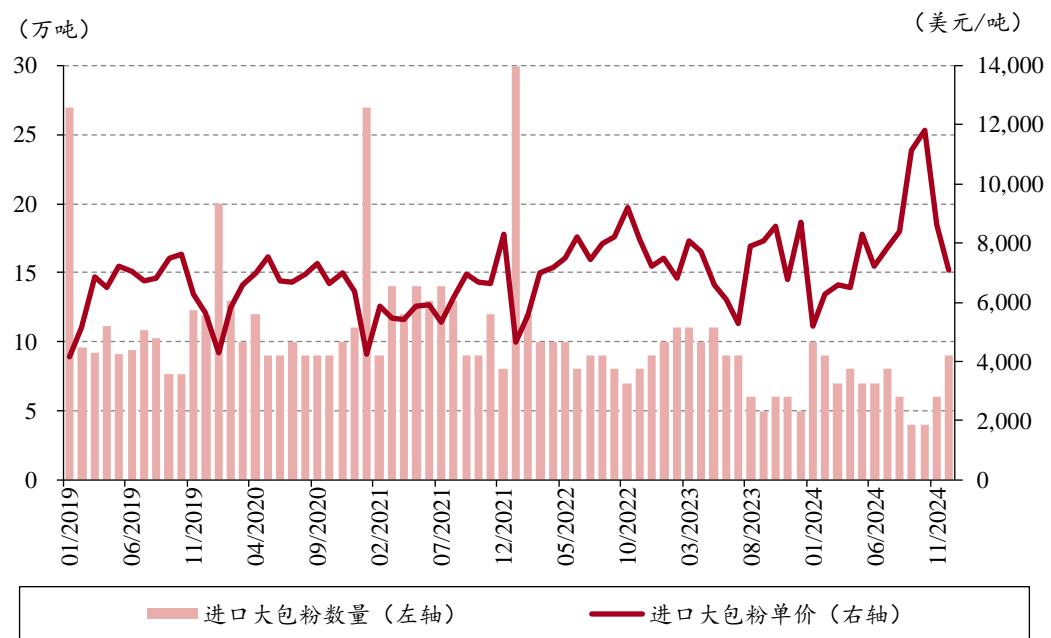
资料来源：IFCN , iFinD, 中银证券

图表 18. 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 19. 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 3 月 14 日，全国生猪出栏价 7.42 元/斤，环比+0.8%，同比+0.3%。

截至 3 月 14 日，全国猪粮比价 6.63，周环比降 0.1pct，同比提升 0.63pct。

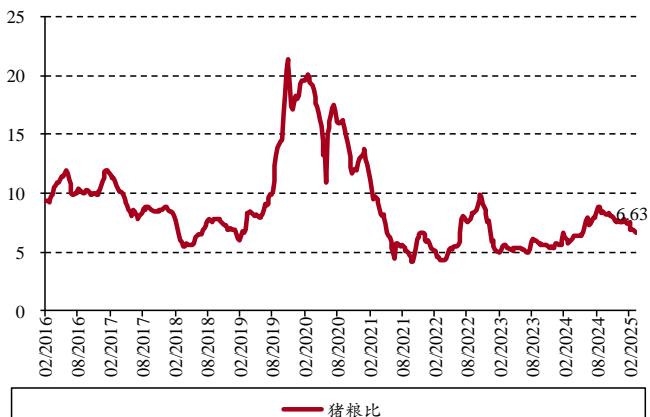
截至 3 月 14 日，鸭脖价格 5.8 元/千克，环周-4.1%；鸭锁骨价格 8.1 元/千克，环周-0.6%；鸭掌价格 24.4 元/千克，环周-0.6%。

图表 20. 全国生猪出栏价



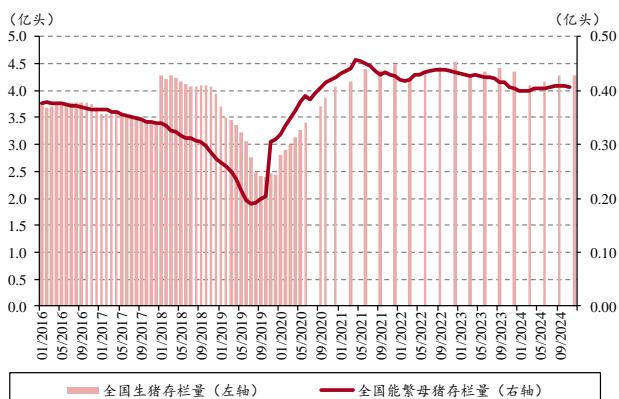
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 21. 猪粮比



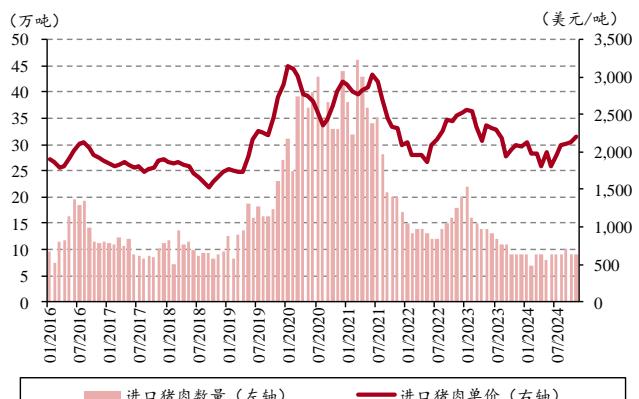
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 22. 国内生猪与能繁母猪存栏量



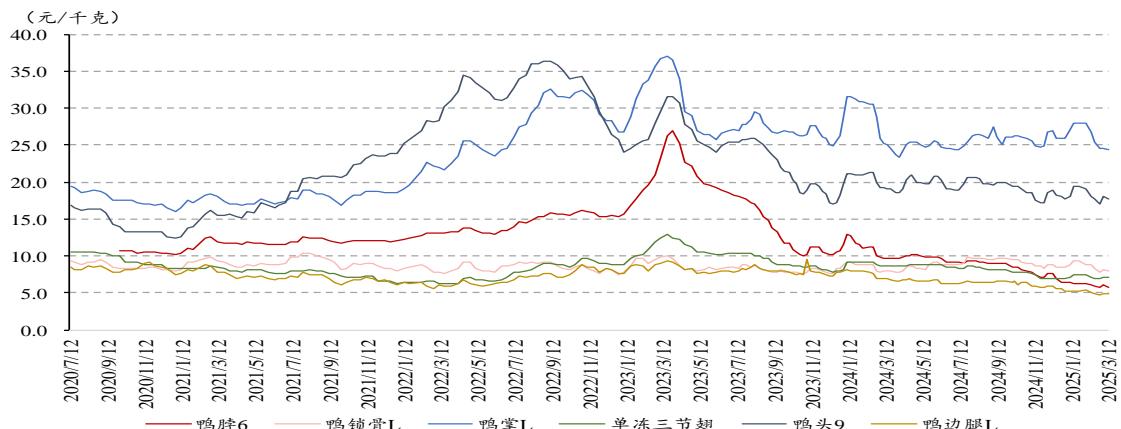
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 23. 进口猪肉数量与单价



资料来源: 海关总署, iFinD, 中银证券

图表 24. 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

泸州老窖控股股东拟不超过 3 亿元增持公司股份。泸州老窖控股股东老窖集团计划自公告披露之日起 6 个月内，以增持专项贷款及自有资金通过集中竞价交易的方式增持公司股份，增持金额不低于 15,000 万元，不超过 30,000 万元。本次增持计划不设定价格区间，老窖集团将根据资本市场整体趋势及对公司股票价值的合理判断，逐步实施。本次拟增持股份的目的：基于对公司未来发展前景的信心和长期投资价值的认可，增强投资者信心，维护广大投资者利益。（公司公告，3 月 14 日）

三只松鼠股份有限公司公告关于投资孵化新子品牌暨设立全资子公司并取得营业执照的进展。三只松鼠股份有限公司于 2024 年 10 月 28 日召开第三届董事会第十七次会议，审议通过了《关于拟加大投资孵化新子品牌的议案》，公司拟通过增资、借款等方式向子公司合计投资不超过人民币 1 亿元，以进一步助力超大腕、蜻蜓教练、东方颜究生、巧可果等新子品牌发展。近日，公司投资设立全资子公司芜湖第二大脑咖啡有限公司，用于孵化“第二大脑”新子品牌，聚焦咖啡品类。上述全资子公司，目前已完成工商登记并取得芜湖市市场监督管理局颁发的《营业执照》。（公司公告，3 月 3 日）

重庆啤酒股份有限公司关于公司涉及诉讼进展公告。案件所处的诉讼阶段：重庆市第五中级人民法院已作出一审判决，重庆啤酒股份有限公司为本诉被告，反诉原告。是否对上市公司损益产生负面影响：本判决为一审判决，目前处于上诉期内，尚未生效执行，公司将坚决提起上诉。根据《企业会计准则第 13 号——或有事项》和应用指南，经与审计机构沟通，基于会计谨慎性原则，公司下属实施该包销业务的控股子公司嘉士伯重庆啤酒有限公司拟计提预计负债 25,402.92 万元，预计减少公司 2024 年度利润总额 25,402.92 万元、归属于上市公司股东的净利润 13,062.18 万元。上述影响为公司初步测算结果，未经会计师事务所审计，具体数据以公司 2024 年年度报告中披露的数据为准。（公司公告，3 月 15 日）

门店突破 1.5 万家，万辰进入量贩零食 3.0 时代。量贩零食头部品牌好想来单品牌门店数量突破 10000 家，至此，万辰集团旗下量贩零食已签约门店数量超过 1.5 万，正式成为国内首个通过权威机构灼识咨询“万店认证”的连锁品牌。（零售圈，3 月 11 日）

安井食品与鼎味泰签订股份收购协议。安井食品集团股份有限公司与江苏鼎味泰食品股份有限公司（下称“鼎味泰”）实际控制人谭国林、其控股股东上海海鳕润食品有限公司以及员工持股平台连云港莱卡尔咨询管理合伙企业(有限合伙)等主体就收购鼎味泰 70% 股份正式签订了股份收购协议。鼎味泰主营高端速冻关东煮产品和速冻火锅料产品，主要原料为进口的阿拉斯加深海鳕鱼；产品铺向山姆超市、盒马超市等精品商超，海底捞、凑凑、左庭右院等连锁餐饮以及 7-11、罗森、全家等便利店渠道。该公司拥有出口资质，主要面向澳洲、日本、新加坡等国家及香港地区。2024 年 3 月，鼎味泰收购全球领先的新鲜即食食品供应商百卡弗集团（Bakkavor）旗下中国冷冻烘焙业务，即莱卡尔（太仓）烘焙有限公司。该业务板块以冷冻烘焙成品为主，包括有软欧包、贝果、吐司、司康和德式硬面包等，主要覆盖瑞幸等咖啡奶茶连锁渠道、奥乐齐超市等商超渠道以及零售店渠道；目前已有部分烘焙产品随瑞幸渠道出口至香港。（公司官网，3 月 12 日）

呼和浩特：生育三孩补贴 10 万。内蒙古呼和浩特市发布落实《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》育儿补贴项目实施细则及服务流程。发放育儿补贴实施细则如下：生育一孩一次性发放育儿补贴 10000 元；生育二孩发放育儿补贴 50000 元，按照每年 10000 元发放，直至孩子 5 周岁；生育三孩及以上发放育儿补贴 100000 元，按照每年 10000 元发放，直至孩子 10 周岁。（界面新闻，3 月 13 日）



股东大会

图表 25. 股东大会信息

证券简称	股东大会类型	召开日期	召开地点
煌上煌	2025 年第一次临时	2025/3/17 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	2025 年第一次临时	2025/3/20 星期四	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
光明肉业	2025 年第一次临时	2025/3/20 星期四	济宁路 18 号光明肉业会议室
天味食品	2025 年第一次临时	2025/3/20 星期四	成都市双流区西航港街道腾飞一路 333 号会议室
兰州黄河	2025 年第二次临时	2025/3/21 星期五	中国甘肃省兰州市城关区庆阳路 219 号金运大厦 22 层公司会议室
妙可蓝多	2025 年第一次临时	2025/3/21 星期五	上海市浦东新区金桥路 1398 号金台大厦 4 楼

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：2025年政府工作报告强调扩内需、促消费，关注当前位置消费板块估值修复机会》（2025年3月9日）

国家政策加大消费扶持力度，内需改善预期升温。食品饮料板块估值处于历史低位，在内需提振背景下，行业基本面逐步回暖，板块估值有望得到修复。关注不同子行业周期拐点，核心资产逐渐步入配置区间。**(1) 白酒：**2025年春节旺季至今，酒类价格整体表现平稳，未出现明显波动，飞天批价稳定在2200-2300元左右，普五批价在930-950元左右。24年3季度，酒企降速保质，报表端增速显著放缓，而4Q24部分酒企调整经营节奏为渠道旺季备货做准备，考虑到去年1季度基数较高，因此我们判断当前行业仍处于磨底阶段，估值修复先行于基本面改善。建议关注品牌力强、多价格带支撑且基本面表现较好的山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台、五粮液、今世缘。**(2) 啤酒：**2024年啤酒行业量、价均承压，呈现出旺季不旺的特征，企业之间分化明显。2025年重视低基数下啤酒龙头底部反转机会，推荐青岛啤酒。青岛啤酒2024年底完成董事长换届，经过2024年的渠道去库，2025年公司轻装上阵，我们判断新一届管理层上任后对业绩有一定要求，公司2025年业绩增速将显著快于2024年。**(3) 乳制品：**生鲜乳价格承压，截至2月28日，我国主产区生鲜乳价格为3.09元/公斤，同比下降13.7%，奶价回落至2010年。根据农业农村部监测数据，2024年全年生鲜乳均价3.32元/公斤，同比下降13.42%。同期，国家奶牛产业技术体系监测牧场牛奶全年平均生产成本为3.46元/公斤，出现阶段性成本价格倒挂。2024年上游牧场在经营压力下陆续出清，下游乳制品企业受喷粉亏损及资金占压严重而承压，行业当前仍处于供需错配。在2025年2月23日刚颁布的中央一号文件中，对奶业的发展《中共中央国务院关于进一步深化农村改革扎实推进乡村全面振兴的意见》中提到，推进肉牛、奶牛产业纾困，稳定基础产能。落实灭菌乳国家标准，支持以家庭农场和农民合作社为主体的奶业养殖加工一体化发展。此外，国家卫健委主任在十四届全国人大代会上提出今年将发放育儿补贴，国家卫健委正在会同有关部门，起草相关的育儿补贴的操作方案。我们判断，在国家政策的支持背景下，随着下半年需求端改善，行业有望走出长周期底部。建议关注高股息低估值的伊利股份，及高分红标的，国产奶粉龙头品牌中国飞鹤。

风险提示

- 1) 原材料价格波动
- 2) 食品安全事件
- 3) 受宏观环境影响，消费需求不及预期。
- 4) 微信小店“送礼物”功能推广不及预期

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刊载或转发的，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