

605499.SH

买入

原评级：未有评级

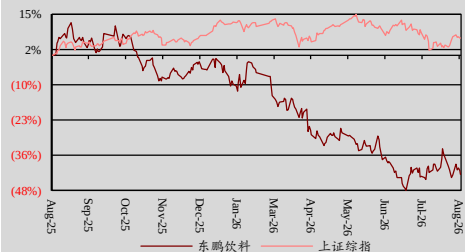
市场价格：人民币 122.93

板块评级：强于大市

本报告要点

■ 东鹏饮料作为能量饮料龙头，基本盘稳固，渠道壁垒深厚，电解质饮料与茶饮料正接力成为第二、第三增长曲线，“1+6”多品类战略持续落地，平台化布局打开中期成长空间。短期业绩承压不改中长期向好的核心逻辑，首次覆盖，给予买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(55.8)	3.1	(36.5)	(57.7)
相对上证综指	(53.4)	4.2	(30.5)	(64.9)

发行股数 (百万)	734.20
流通股 (百万)	734.20
总市值 (人民币 百万)	90,255.12
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,131.71
主要股东 (%)	
林木勤	45.8

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 8 月 14 日收市价为标准

东鹏饮料

平台化布局打开中期成长空间，分红回购并举强化股东回报

东鹏饮料作为能量饮料品类龙头，基本盘稳固、渠道壁垒深厚。在核心品类增速换挡阶段，电解质饮料与茶饮料作为第二、第三增长曲线形成有效补位，“1+6”多品类战略持续落地，平台化布局打开中期成长空间。下半年原材料成本仍存压力，但公司同步推进分红与回购，强化股东回报、提升安全边际。短期业绩承压不改中长期向好的核心逻辑，首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 2 季度公司核心品类增速回落，茶饮及其他饮料低基数下实现高增。1H26 公司实现营收 124.4 亿元，同比+15.9%，归母净利 28.7 亿元，同比+20.7%。2Q26 公司营收、归母净利分别为 65.5、16.1 亿元，同比增速分别+11.3%、+15.4%。（1）分产品来看，1H26 能量饮料、电解质饮料、茶饮料的营收增速分别为+6.9%、+12.0%、+209.0%，营收占比分别为 71.9%、13.5%、8.5%，营收占比同比分别-6.0、-0.5、+5.3pct。受软饮料行业竞争加剧及天气等外部因素影响，2Q26 公司核心品类增速明显，能量饮料、电解质饮料营收增速分别为+1.4%、+11.2%，增速环比分别下降 11.7pct、2.0pct。根据马上赢数据，2Q26 能量饮料整体线下渠道销售额（不包含零售量贩渠道）同比-8.4%，东鹏能量饮料单季度增速明显，但增速快于行业，市占率仍处于扩张区间。茶饮料及其他饮料基数较低，渠道端加速下沉，整体实现高增，2Q26 同比+97.3%，营收占比 15.2%，较一季度提升 1.1pct。茶饮料中，低糖“果之茶”持续放量，在下沉市场优势明显。无糖“焙好茶、上茶”等系列把握趋势红利，同时凭借东鹏全国渠道网络的复用能力持续抢占市场份额。（2）拆分量价来看，1H26 能量饮料、电解质饮料、茶饮料销量同比+5.8%、+5.7%、+173.4%，吨价同比+1.0%、+6.0%、+13.0%，吨价同比均实现正增长，我们判断与公司渠道政策调整有关。
- 渠道端持续渗透，全国化布局稳步推进。（1）1H26 华南、华中、华东、华西、华北营收增速分别为+2.9%、+20.5%、+17.5%、+19.5%、+24.9%，营收占比分别为 25.6%、22.9%、17.0%、16.9%、14.0%，占比同比分别-3.2、+0.9、+0.2、+0.5、+1.0pct，区域布局从华南大本营逐步向华北、华中、华西等市场扩张，全国化渗透稳步推进。2Q26 华中、华西市场营收同比实现高增，但华东和华北区域环比降速。（2）截至上半年末，公司经销商数量已超过 3700 家，有效活跃终端网点突破 460 万家，渠道端持续渗透。
- 广告与冰柜投放推高销售费用率，上半年受益成本优势盈利能力提升。（1）利润端来看，受益 PET 主要原材料锁价及公司对成本的有效管控，叠加规模效应显现，1H26 公司毛利率为 48.4%，同比+3.2pct。其中，2Q26 公司毛利率同比+4.0pct 至 49.7%。（2）费用率方面，1H26 公司期间费用率为 21.4%，同比+3.6pct。其中 2Q 期间费用率同比提升 5.2pct 至 21.9%。分细项来看，2Q26 公司持续加大广告宣传及冰柜投放，销售费用率同比提升 2.4 至 17.2%。财务费用率增加主要受人民币汇率波动，汇兑损失增加影响。（3）综上，1H26 公司归母净利率为 23.0%，同比+0.9pct；2Q26 归母净利率同比+0.9pct 至 24.6%。
- 高分红与 H 股回购彰显公司重视股东回报，平台化战略带领公司迈入新的发展阶段。公司公告未来三年（2026-2028 年）股东分红回报规划，承诺每年现金分红金额不少于当年实现归母净利的 80%。根据我们测算，公司 2026 年股息率约为 4.8%，高股息特征显现。此外，公司同时公告将回购公司 H 股股份，回购数量不超过已发行 H 股股份（不包括库存股）总数的 10%。彰显公司对于股东回报的重视。根据公司投资者交流，高分红下公司仍秉持“没有任何理由不增长”的发展理念。公司业绩短期受外部竞争加剧及自身战略调整扰动承压，但是公司发展战略清晰。软饮料具有“即时消费”的属性，深度分销能力是企业的核心壁垒，东鹏依托渠道及品牌等复用能力，在成熟供应链体系及数字化营销能力的支撑下，不断向其他品类延伸，积极打造第二、第三增长曲线。

估值

- 东鹏作为国内能量饮料的龙头企业，近两年在品类延伸及渠道迭代方面积极探索，通过打造平台化饮料公司的策略对抗行业周期变化。考虑到产品结构变化及下半年 PET 包材成本上升等因素对盈利结构的影响，我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 241.8、278.8、317.1 亿元，同比增速分别为+15.8%、+15.3%、+13.8%，归母净利分别为 51.2、56.9、64.8 亿元，同比增速分别为+16.0%、+11.0%、+14.0%。EPS 分别为 6.98、7.75、8.83 元/股，当前对应 PE 分别为 17.6、15.9、13.9 倍，此外考虑到公司股息率及估值，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观消费不及预期、原材料成本波动、食品安全风险，渠道库存承压、行业竞争加剧。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	15,839	20,875	24,181	27,875	31,713
增长率(%)	40.6	31.8	15.8	15.3	13.8
EBITDA(人民币 百万)	4,126	5,602	6,810	7,725	9,047
归母净利润(人民币 百万)	3,327	4,415	5,124	5,687	6,481
增长率(%)	63.1	32.7	16.0	11.0	14.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	4.53	6.01	6.98	7.75	8.83
市盈率(倍)	27.1	20.4	17.6	15.9	13.9
市净率(倍)	11.7	9.6	7.7	6.4	5.4
EV/EBITDA(倍)	31.6	25.1	9.2	7.7	6.5
每股股息 (人民币)	5.0	5.0	5.8	6.4	7.3
股息率(%)	2.0	1.9	4.7	5.2	6.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

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：饮料乳品

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

证券分析师：李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300526030002

图表 1. 2026 年半年报业绩概览

(人民币, 百万元)	2Q25	2Q26	同比 (%)	1H25	1H26	同比 (%)
营业收入	5,888.6	6,554.8	11.3	10,736.6	12,443.0	15.9
营业成本	3,197.2	3,297.7	3.1	5,889.4	6,425.0	9.1
毛利率(%)	45.7	49.7	4.0	45.1	48.4	3.2
毛利	2,691.3	3,257.1	21.0	4,847.2	6,018.1	24.2
税金及附加	62.6	73.0	16.6	109.3	128.4	17.4
销售费用	872.8	1,126.3	29.0	1,681.5	2,148.2	27.8
管理费用	138.3	200.1	44.6	258.5	365.9	41.5
研发费用	16.2	25.6	58.7	32.9	46.0	39.8
财务费用	(46.2)	83.5	(280.8)	(64.2)	96.3	(250.0)
资产减值损失	0.0	0.0	-	0.0	0.0	-
公允价值变动收益	57.1	257.6	350.9	79.3	288.1	263.3
投资收益	30.5	32.7	7.3	56.7	52.7	(7.1)
营业利润	1,768.2	2,058.6	16.4	3,006.8	3,628.9	20.7
营业利润率(%)	30.0	31.4	1.4	28.0	29.2	1.2
营业外收入	2.9	2.6	(7.7)	4.3	5.4	25.9
营业外支出	2.7	6.6	140.6	9.5	7.7	(18.5)
利润总额	1,768.4	2,054.7	16.2	3,001.6	3,626.6	20.8
所得税	373.8	444.4	18.9	627.1	759.4	21.1
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	21.5	21.9	0.4	21.3	21.2	(0.0)
少数股东权益	(0.2)	0.9	(606.7)	(0.2)	0.4	(265.5)
归属于母公司净利润	1,394.7	1,609.4	15.4	2,374.8	2,866.8	20.7
归母净利率(%)	23.7	24.6	0.9	22.1	23.0	0.9
EPS (元/股)	1.90	2.19	15.4	3.23	3.90	20.7

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 表内毛利率、营业利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

盈利预测与投资评级

拆分来看:

- 1) 能量饮料:** 能量饮料为公司核心品类, 是公司的基本盘, 但伴随多品类起量, 营收占比将逐步下降。1H26 公司能量饮料量价增速分别为 5.8%、1.0%, 但考虑到今年雨水偏多, 叠加今年以来能量饮料销售整体承压, 因品类成熟, 预计后续销量增速将逐年放缓, 我们预计 26-28 年能量饮料销量增速分别为+4.3%、+3.2%、+2.6%; 吨价方面, 1H26 同比+1.0%, 预计全年维持该水平、后续逐年小幅回落, 对应 26-28 年能量饮料吨价增速分别为+1.0%、+0.6%、+0.4%。
- 2) 电解质饮料:** 1H26 公司电解质饮料量价增速分别为+5.7%、+6.0%, 量价齐升特征更突出。考虑到雨水扰动, 预计 26 年全年销量增速较上半年略有放缓, 吨价增速与上半年持平, 后续销量增速逐步回落, 吨价增速回落趋于稳定。我们预计 26-28 年电解质饮料销量增速分别为+5.1%、+4.5%、+4.0%, 吨价增速分别为+6.0%、+3.0%、+3.0%。
- 3) 其他饮料 (以茶饮料为主):** 第三增长曲线高增接力, 贡献主要边际增量。其他饮料以茶饮料为核心, 基数较低、渠道复用充分, 是公司平台化能力重要的验证。1H26 公司茶饮料销量及吨价增速分别为+173.4%、+13.0%。鉴于整体基数仍低且景气度较高, 我们预计其他饮料 2026 年将维持较快增长并逐年回归常态, 对应 26-28 年其他饮料销量增速分别为+89.5%、+60.0%、+40.0%; 1H26 茶饮料吨价增速较快, 在其他饮料板块占比较大, 预计 26 年全年其他饮料吨价维持较高增速, 后续逐年回归常态, 对应 26-28 年吨价增速分别为+9.0%、+5.0%、+3.0%。

东鹏作为国内能量饮料的龙头企业, 近两年在品类延伸及渠道迭代方面积极探索, 通过打造平台化饮料公司的策略对抗行业周期变化。考虑到超结构变化及下半年 PET 包材成本上升等因素对盈利结构的影响, 我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 241.8 278.8 317.1 亿元, 同比增速分别为+15.8%、+15.3%、+13.8%, 归母净利分别为 51.2 56.9 64.8 亿元, 同比增速分别为+16.0%、+11.0%、+14.0%。EPS 分别为 6.98、7.75、8.83 元/股, 当前对应 PE 分别为 17.6、15.9、13.9 倍, 此外考虑到公司股息率及估值, 首次覆盖, 给予 **买入** 评级。

图表 2. 东鹏饮料收入预测表

(百万元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
能量饮料						
营业收入	10,336.0	13,303.5	15,598.9	16,716.7	17,507.1	18,104.4
同比增速(%)	26.5	28.7	17.3	7.2	4.7	3.4
毛利率(%)	45.4	48.3	50.8	51.6	51.8	52.0
电解质饮料						
营业收入	-	1,495.0	3,273.9	3,692.4	3,985.8	4,269.6
同比增速(%)	-	280.4	119.0	12.8	7.9	7.1
毛利率(%)	-	29.7	34.8	37.8	38.7	39.9
其他饮料						
营业收入	914.4	1,023.1	1,985.7	4,220.6	7,090.6	10,224.7
同比增速(%)	186.7	103.2	94.1	112.6	68.0	44.2
毛利率(%)	17.3	22.3	15.5	33.6	35.8	38.8
合计						
营业收入	11,262.8	15,838.9	20,875.3	24,180.7	27,875.3	31,713.4
同比增速(%)	32.4	40.6	31.8	15.8	15.3	13.8
毛利率(%)	43.1	44.8	44.9	46.5	46.0	46.3

资料来源: ifind, 中银证券

我们选取主要软饮料上市公司做对比, 此类公司面临共同的外部变量, 彼此间具备高度的横向可比性。按照 8 月 14 日估值测算, 公司市值对应 26 至 28 年 PE 分别为 17.6X、15.9X、13.9X, 明显低于可比公司平均估值, 具有一定估值性价比, 首次覆盖, 给予**买入**评级。

图表 3. 可比公司相对估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE (X)		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
农夫山泉	4,152.7	17,920.6	20,283.3	22,811.1	23.0	20.4	18.1
养元饮品	651.6	1,422.0	1,532.5	1,621.0	45.8	42.5	40.2
承德露露	84.9	688.0	738.2	790.3	12.3	11.5	10.7
欢乐家	76.7	45.0	55.0	64.0	170.4	139.4	119.8
泉阳泉	54.4	59.5	128.2	200.6	91.4	42.5	27.1
香飘飘	48.4	217.6	240.5	283.7	22.2	20.1	17.1
李子园	37.7	198.5	216.2	234.3	19.0	17.4	16.1
可比公司平均值					54.9	42.0	35.6
东鹏饮料	902.6	5,124	5,687	6,481	17.6	15.9	13.9

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 数据截至 2026 年 8 月 14 日, 农夫山泉、香飘飘、承德露露、养元饮品、李子园、欢乐家、泉阳泉盈利预测来自同花顺一致预测。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	15,839	20,875	24,181	27,875	31,713
营业收入	15,839	20,875	24,181	27,875	31,713
营业成本	8,742	11,501	12,936	15,052	17,030
营业税金及附加	160	219	251	304	346
销售费用	2,681	3,405	4,014	4,599	5,233
管理费用	426	577	677	781	894
研发费用	63	66	85	100	117
财务费用	(191)	(100)	(9)	(54)	(86)
其他收益	59	81	100	80	60
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	0	1	1	1	(1)
公允价值变动收益	33	190	100	90	80
投资收益	95	124	150	100	100
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,145	5,602	6,572	7,359	8,414
营业外收入	2	8	10	5	5
营业外支出	40	26	20	35	35
利润总额	4,107	5,584	6,562	7,329	8,384
所得税	781	1,170	1,280	1,466	1,702
净利润	3,326	4,414	5,282	5,863	6,682
少数股东损益	0	(1)	158	176	200
归母净利润	3,327	4,415	5,124	5,687	6,481
EBITDA	4,126	5,602	6,810	7,725	9,047
EPS(最新股本摊薄, 元)	4.53	6.01	6.98	7.75	8.83

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	12,706	15,387	17,795	20,164	22,685
货币资金	5,653	5,680	7,254	8,363	9,514
应收账款	81	91	109	121	140
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,068	657	1,283	974	1,580
预付账款	227	335	297	438	394
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	5,677	8,625	8,852	10,268	11,057
非流动资产	9,971	11,333	11,219	11,309	12,862
长期投资	4,049	2,469	2,469	2,469	2,469
固定资产	3,670	4,947	5,336	5,542	7,061
无形资产	746	1,058	1,096	1,137	1,176
其他长期资产	1,506	2,859	2,318	2,161	2,156
资产合计	22,676	26,721	29,014	31,473	35,547
流动负债	14,845	16,810	16,639	16,577	17,790
短期借款	6,551	6,630	5,739	3,222	3,705
应付账款	1,255	1,289	1,573	1,757	2,010
其他流动负债	7,038	8,891	9,327	11,598	12,074
非流动负债	140	487	473	480	476
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	140	487	473	480	476
负债合计	14,985	17,297	17,111	17,056	18,266
股本	520	520	734	734	734
少数股东权益	4	3	161	337	538
归属母公司股东权益	7,688	9,421	11,741	14,079	16,744
负债和股东权益合计	22,676	26,721	29,014	31,473	35,547

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,326	4,414	5,282	5,863	6,682
折旧摊销	359	496	598	691	958
营运资金变动	2,343	1,832	292	2,492	212
其他	(239)	(567)	396	(572)	(101)
经营活动现金流	5,789	6,174	6,568	8,473	7,751
资本支出	(1,687)	(2,269)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	(6,112)	358	(1,000)	(1,000)	(1,000)
其他	924	(2,191)	151	101	99
投资活动现金流	(6,875)	(4,102)	(1,304)	(1,554)	(3,351)
银行借款	3,336	79	(891)	(2,517)	483
股权融资	(1,988)	(3,154)	(2,803)	(3,349)	(3,817)
其他	160	427	5	56	85
筹资活动现金流	1,507	(2,648)	(3,689)	(5,810)	(3,248)
净现金流	421	(576)	1,574	1,108	1,151

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	40.6	31.8	15.8	15.3	13.8
营业利润增长率(%)	60.1	35.2	17.3	12.0	14.3
归属于母公司净利润增长率(%)	63.1	32.7	16.0	11.0	14.0
息税前利润增长率(%)	60.3	35.5	21.7	13.2	15.0
息税折旧前利润增长率(%)	57.5	35.8	21.6	13.4	17.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	63.1	32.7	16.0	11.0	14.0
获利能力					
息税前利润率(%)	23.8	24.5	25.7	25.2	25.5
营业利润率(%)	26.2	26.8	27.2	26.4	26.5
毛利率(%)	44.8	44.9	46.5	46.0	46.3
归母净利润率(%)	21.0	21.2	21.2	20.4	20.4
ROE(%)	43.3	46.9	43.6	40.4	38.7
ROIC(%)	21.3	24.5	27.7	31.2	30.1
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
净负债权益比	0.1	0.1	(0.1)	(0.3)	(0.3)
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	214.5	242.4	242.4	242.4	242.4
应付账款周转率	14.8	16.4	16.9	16.7	16.8
费用率					
销售费用率(%)	16.9	16.3	16.6	16.5	16.5
管理费用率(%)	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
研发费用率(%)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
财务费用率(%)	(1.2)	(0.5)	(0.0)	(0.2)	(0.3)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.5	6.0	7.0	7.7	8.8
每股经营现金流(最新摊薄)	7.9	8.4	8.9	11.5	10.6
每股净资产(最新摊薄)	10.5	12.8	16.0	19.2	22.8
每股股息	5.0	5.0	5.8	6.4	7.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	27.1	20.4	17.6	15.9	13.9
P/B(最新摊薄)	11.7	9.6	7.7	6.4	5.4
EV/EBITDA	31.6	25.1	9.2	7.7	6.5
价格/现金流(倍)	15.6	14.6	13.7	10.7	11.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

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得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
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