

强于大市

食品饮料行业周报

需求端偏弱，社零数据表现疲软

上周食品饮料板块涨跌幅-5.5%，在申万一级行业中排名末位。内需依然偏弱，7-8月餐饮、烟酒类社零增速环比上半年放缓。白酒中秋旺季反馈平淡，酒企之间分化加大，供给端有望主动调整节奏，保障渠道良性发展。当前时点，建议关注业绩确定性强、经营改善的细分行业龙头标的。

市场回顾

- 上周食品饮料板块涨跌幅-5.5%。子板块中，其他酒类、调味发酵品涨跌幅排名靠前，分别为+0.5%、-1.0%，预加工食品、白酒涨跌幅排名靠后，分别为-4.9%、-6.8%。截至9月13日，白酒板块估值（PE-TTM）为16.6X，食品饮料板块估值（PE-TTM）为17.2X。

行业数据

- 根据今日酒价、百荣酒价及同花顺数据，9.6-9.13整箱飞天批价2568-2618元，散瓶飞天批价2375-2407元。普五批价930-935元，国窖1573批价为870元。
- 根据国家统计局数据，8月社会消费品零售总额38726亿元，同比增长2.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额34783亿元，增长3.3%。
- 截至9月13日，全国生猪出栏价为9.73元/斤，环周-3.1%，同比+16.9%；全国猪粮比价为8.46，环周+0.04pct，同比+2.73pct。
- 截至9月13日，鸭脖价格为9.1元/千克，环周持平；鸭锁骨价格为9.7元/千克，环周+1.6%；鸭掌价格为26.1元/千克，环周-5.3%。

主要观点

- **内需依然偏弱，7-8月餐饮、烟酒类社零增速环比上半年放缓。**1-8月社零总额同比+3.4%，其中8月社零总额同比+2.1%。分行业来看，8月餐饮消费同比+3.3%（前值+3.0%），其中限额以上餐饮消费同比+0.4%（前值-0.7%），7-8月餐饮消费同比+2.9%（1H24同比+7.9%），限额以上餐饮消费同比持平（1H24同比+5.6%）。限额以上餐饮消费表现弱于整体餐饮数据，主要与商务消费场景恢复较慢，规上餐饮企业受影响较大有关，与之相反，大众消费当前表现则更具韧性。参考北京统计局数据，2024年上半年，北京限额以上餐饮企业（年营业额200万元及以上）营收同比降2.9%、利润总额同比降88.8%。8月，烟酒、饮料、粮油食品消费同比分别+3.1%（前值-0.1%）、+2.7%（前值+6.1%）、+10.1%（前值+9.9%）；7-8月，烟酒、饮料、粮油食品消费同比分别+1.5%、+4.4%、+10.0%，增速环比上半年分别-8.5pct、-1.2pct、+0.4pct。粮油食品作为必选消费表现相对稳健，烟酒、饮料等可选消费受需求端影响，增速回落明显。考虑到9-10月为烟酒类消费旺季，中秋国庆受益于礼赠及宴席场景提振，需求端有望环比改善。
- **白酒中秋旺季反馈平淡，酒企之间分化加大，供给端有望主动调整节奏，保障渠道良性发展。**（1）渠道端来看，白酒中秋旺季表现平淡，受动销放缓影响，渠道备货积极性同比去年下降，主动去库。不同品牌、不同价格带之间出现分化，大众消费好于商务消费，品牌名酒表现好于其他非品牌白酒。考虑到十一期间宴席消费有望提振销量，若将双节合并计算，下滑幅度或将收窄。（2）产品批价表现来看，中秋节前一周整箱飞天及散分批价分别为2575元、2390元，整箱飞天批价周环比下降50-60元左右，飞天批价表现平稳，周环比+14元。精品、生肖、1935批价周环比均有下降。我们判断，主要系厂家主动调整产品发货结构，减少散批发货量，加大整箱、精品及生肖等产品投放量有关。（3）供给端来看，名酒企业基本按照年初规划节奏进行回款，但不同企业之间略有分化。高端酒企及地方龙头酒企回款进度略快，基本完成全年任务的70-80%，全国化次高端名酒受渠道库存及自身调整影响，回款进度慢于前者。我们认为行业当前仍处于调整期，从上半年酒企报表业绩来看，渠道端压力向报表端传递趋势显现，部分酒企主动调整节奏，保障渠道良性。考虑到渠道当前实际动销情况，降速提质有望在供给端达成一致。

- **推荐组合：**洽洽食品、山西汾酒。

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

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	7
酒类	7
奶类	8
肉类	8
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

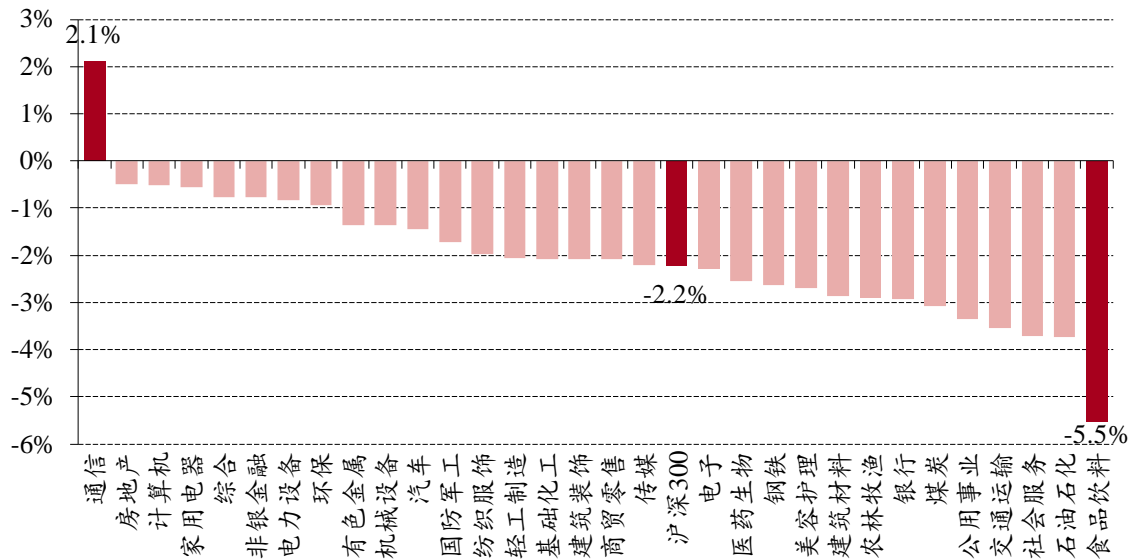
图表目录

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. 各行业陆股通持股占流通市值比例.....	6
图表 12. 茅台整箱及散瓶批价.....	7
图表 13. 普五及国窖 1573 (高度) 批价.....	7
图表 14. 进口葡萄酒数量与单价.....	7
图表 15. 进口大麦数量与单价.....	7
图表 16. IFCN 原奶价格与饲料价格.....	8
图表 17. 国内主产区生鲜乳价格.....	8
图表 18. 进口大包粉数量与单价.....	8
图表 19. 全国生猪出栏价.....	9
图表 20. 猪粮比.....	9
图表 21. 国内生猪与能繁母猪存栏量.....	9
图表 22. 进口猪肉数量与单价.....	9
图表 23. 鸭副价格跟踪.....	9
图表 24. 股东大会信息.....	11

行情回顾

上周食品饮料板块涨跌幅-5.5%，在申万一级行业中排名末位。上周食品饮料板块涨跌幅为-5.5%，跑输沪深300（-2.2%），涨跌幅在各行业中排名第31。食品饮料子板块中，其他酒类、调味发酵品涨跌幅排名靠前，分别为+0.5%、-1.0%，预加工食品、白酒涨跌幅排名靠后，分别为-4.9%、-6.8%。

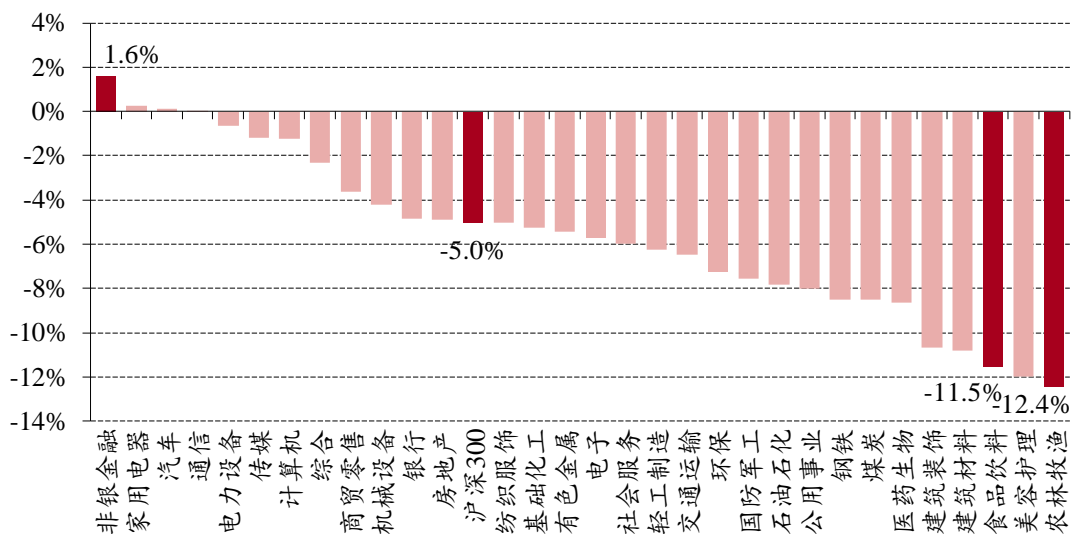
图表 1. 上周各板块涨跌幅



资料来源：iFinD，中银证券

过去一个月，食品饮料板块涨跌幅为-11.5%，涨跌幅在31个行业中排名第29。食品饮料子板块中，零食、调味发酵品涨跌幅排名靠前，分别为-3.0%、-3.8%，烘焙食品、啤酒涨跌幅排名靠后，分别为-13.5%、-13.7%。白酒涨跌幅为-12.7%，排名第8。

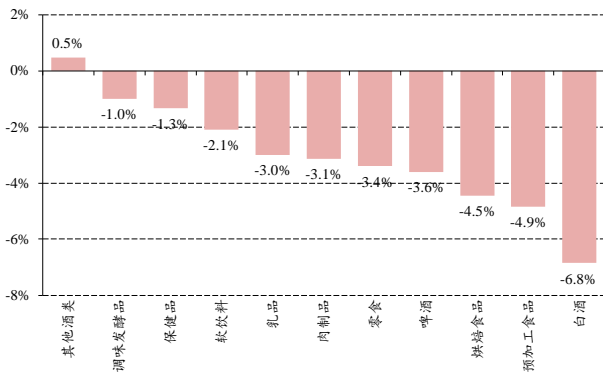
图表 2. 过去一个月各板块涨跌幅



资料来源：iFinD，中银证券

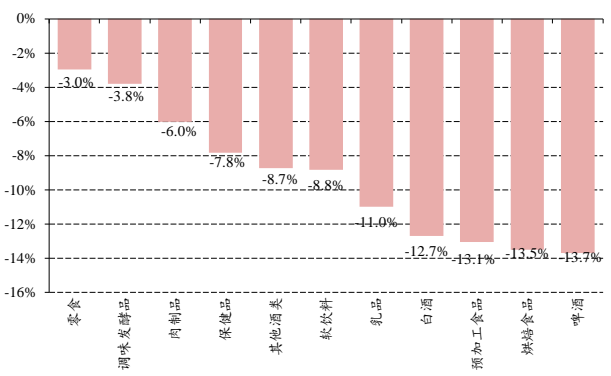
注：涨跌幅计算区间为2024年8月13日 - 2024年9月13日

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

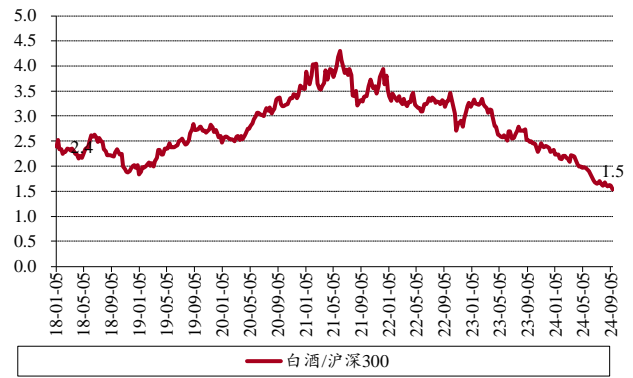
截至 9 月 13 日, 白酒板块估值 (PE-TTM) 为 16.6X, 食品饮料板块估值 (PE-TTM) 为 17.2X。

图表 5. 白酒行业市盈率 (PE-TTM)



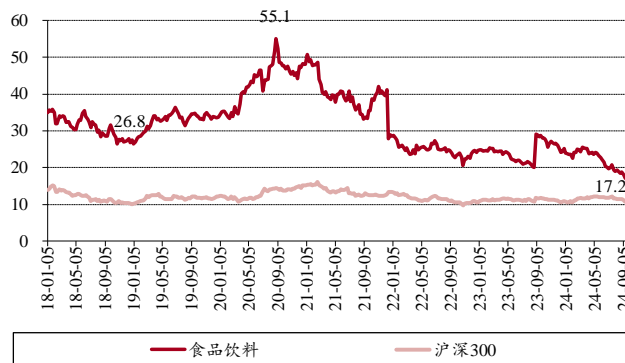
资料来源: iFinD, 中银证券

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	17.2	16.6	19.4	24.0	17.5	14.8	22.2	13.1
现值	10.8	17.2	16.6	19.4	24.0	18.8	19.1	22.3	13.4

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 9 月 13 日

图表 10. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

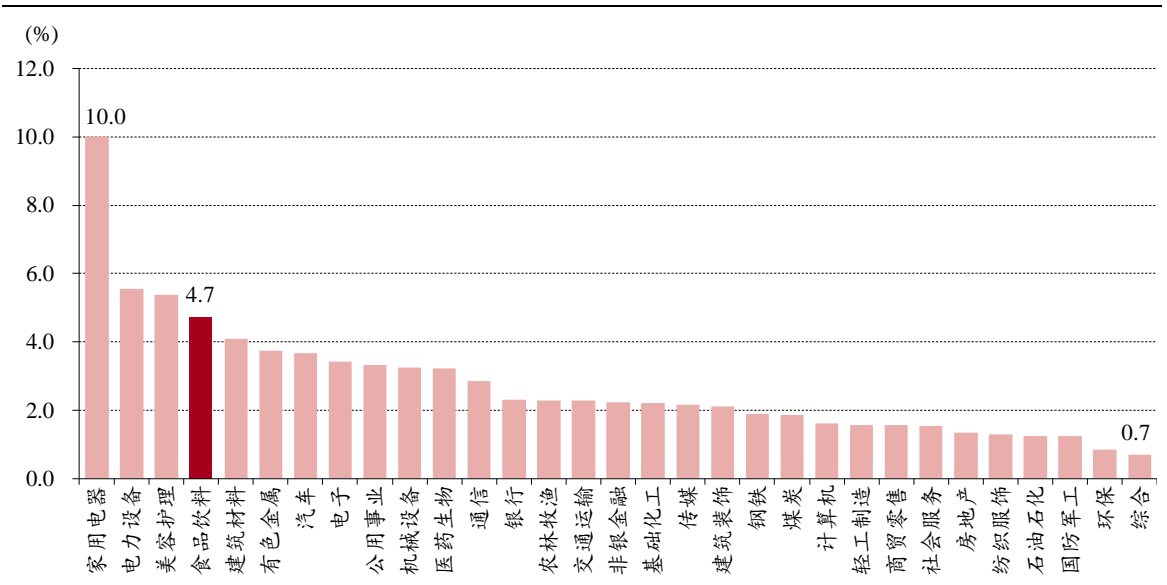
公司名称	周涨幅(%) 前 10 名	公司名称	周涨幅(%) 后 10 名	公司名称	月涨幅(%) 前 10 名	公司名称	月涨幅(%) 后 10 名
莫高股份	16.5	岩石股份	(22.5)	莫高股份	34.4	岩石股份	(38.7)
庄园牧场	3.9	欢乐家	(15.6)	ST 加加	10.2	千禾味业	(28.2)
仙乐健康	3.6	古井贡酒	(12.2)	新乳业	8.6	舍得酒业	(25.8)
海南椰岛	2.8	千禾味业	(9.9)	盐津铺子	6.0	华统股份	(25.2)
威龙股份	2.0	泸州老窖	(8.8)	紫燕食品	4.8	古井贡酒	(24.2)
劲仔食品	2.0	山西汾酒	(8.4)	安琪酵母	4.7	西麦食品	(23.6)
惠发食品	2.0	五芳斋	(8.2)	西部牧业	2.8	泸州老窖	(21.9)
安琪酵母	1.7	ST 加加	(8.0)	五芳斋	1.7	天佑德酒	(21.7)
中信尼雅	1.1	今世缘	(7.8)	仙乐健康	1.6	绝味食品	(21.6)
海天味业	1.0	金字火腿	(7.6)	海天味业	1.0	山西汾酒	(21.5)

资料来源: iFinD, 中银证券

注: 月涨跌幅计算区间为 2024 年 8 月 13 日 - 2024 年 9 月 13 日, 股价计算方式为前复权。

截至 9 月 13 日, 食品饮料板块陆股通持股占流通市值比例为 4.74%, 环周 (9 月 6 日) -0.01pct。

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

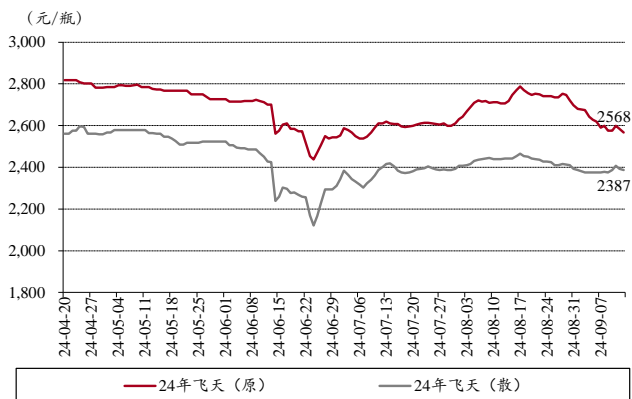
注: 时间截至 2024 年 9 月 13 日

行业数据跟踪

酒类

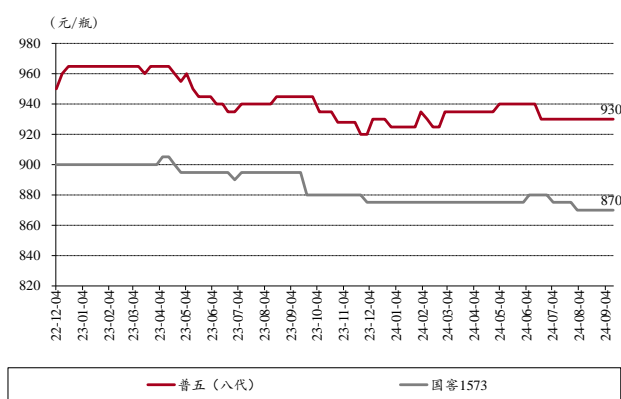
根据今日酒价、百荣酒价及同花顺数据，9.6-9.13 整箱飞天批价 2568-2618 元，散瓶飞天批价 2375-2407 元。普五批价 930-935 元，国窖 1573 批价为 870 元。

图表 12. 茅台整箱及散瓶批价



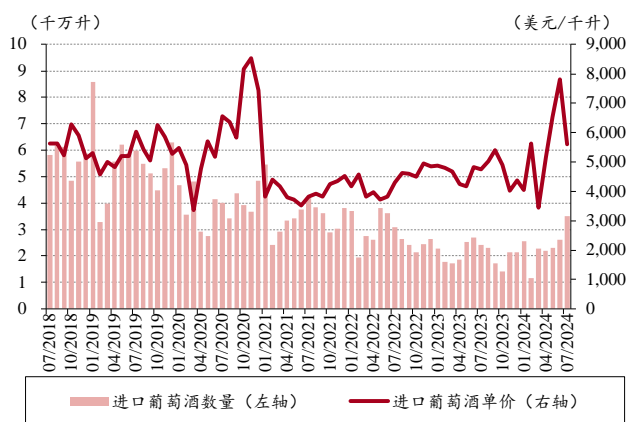
资料来源：今日酒价，百荣酒价，iFinD，中银证券
注：上述数据选取今日酒价、百荣酒价、iFinD 批价数据的平均值

图表 13. 普五及国窖 1573 (高度) 批价



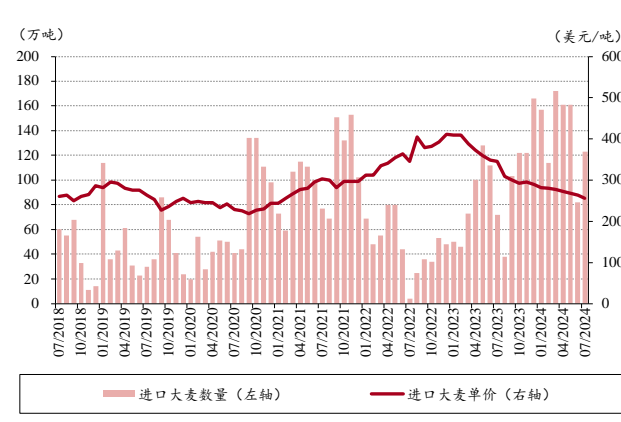
资料来源：今日酒价，百荣酒价，iFinD，中银证券

图表 14. 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 15. 进口大麦数量与单价

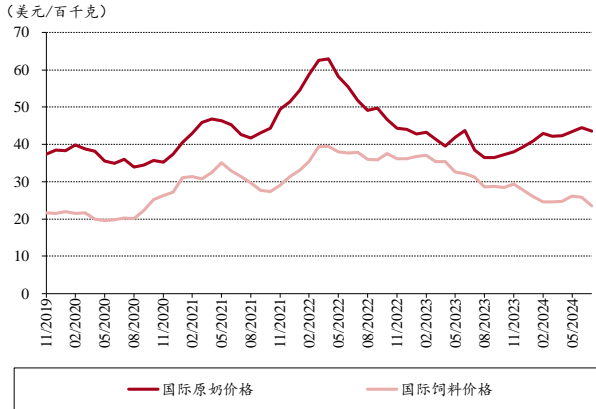


资料来源：海关总署，iFinD，中银证券

奶类

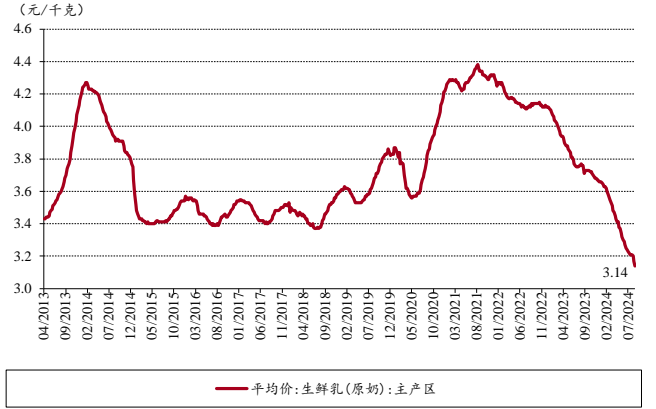
截至9月6日，国内生鲜乳价格为3.14元/公斤，环周-0.9%，同比-16.5%。

图表 16. IFCN 原奶价格与饲料价格



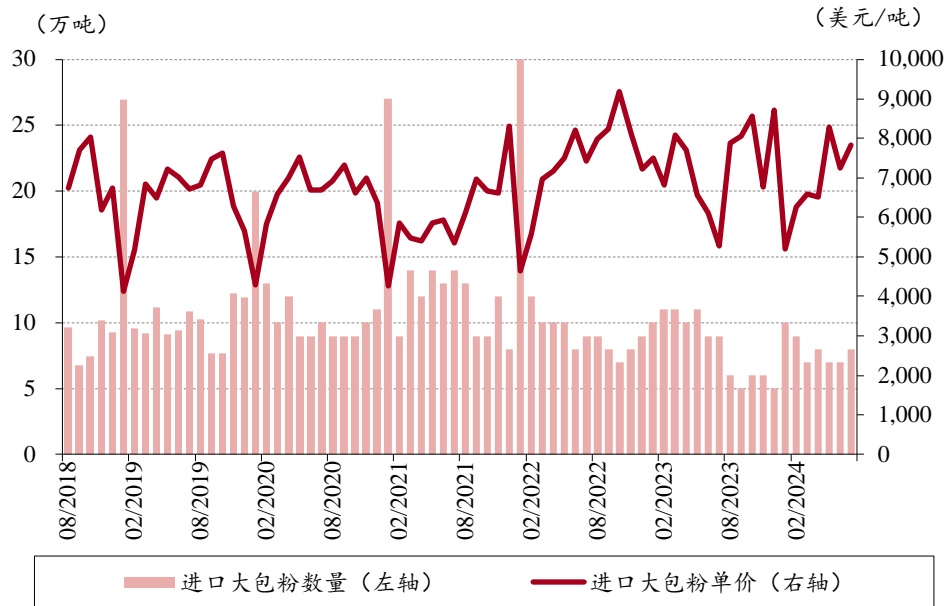
资料来源：IFCN，iFinD，中银证券

图表 17. 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 18. 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9月13日，全国生猪出栏价为9.73元/斤，环周-3.1%，同比+16.9%。

截至9月13日，全国猪粮比价为8.46，环周+0.04pct，同比+2.73pct。

截至9月13日，鸭脖价格为9.1元/千克，环周持平；鸭锁骨价格为9.7元/千克，环周+1.6%；鸭掌价格为26.1元/千克，环周-5.3%。

图表 19. 全国生猪出栏价



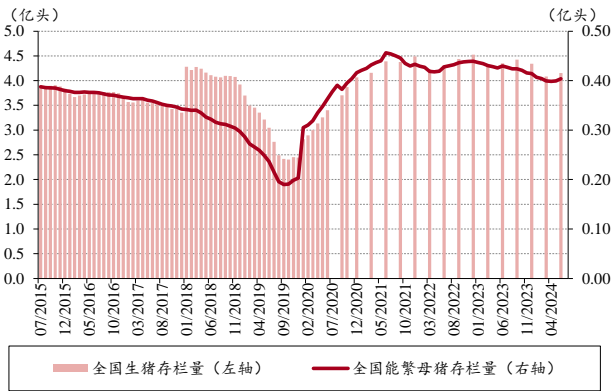
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 20. 猪粮比



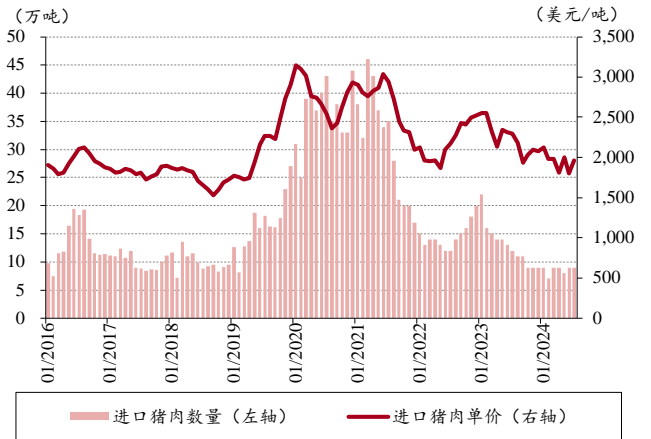
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 21. 国内生猪与能繁母猪存栏量



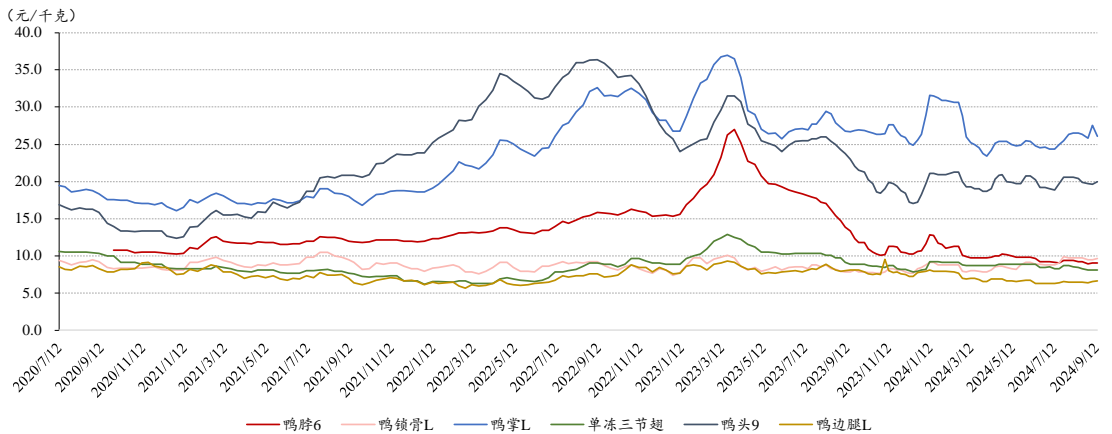
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 22. 进口猪肉数量与单价



资料来源: 海关总署, iFinD, 中银证券

图表 23. 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

2024年8月份社会消费品零售额增长2.1%。8月份，社会消费品零售总额38726亿元，同比增长2.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额34783亿元，增长3.3%。1—8月份，社会消费品零售总额312452亿元，同比增长3.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额281772亿元，增长3.9%。按经营单位所在地分，8月份，城镇消费品零售额33575亿元，同比增长1.8%；乡村消费品零售额5151亿元，增长3.9%。1—8月份，城镇消费品零售额270825亿元，增长3.2%；乡村消费品零售额41627亿元，增长4.4%。按消费类型分，8月份，商品零售额34375亿元，同比增长1.9%；餐饮收入4351亿元，增长3.3%。1—8月份，商品零售额277454亿元，增长3.0%；餐饮收入34998亿元，增长6.6%。（国家统计局，9月14日）

国务院办公厅：提升奶业竞争力，引导乳品企业发展奶酪、乳清等产品加工。2024年9月15日，《国务院办公厅关于践行大食物观构建多元化食物供给体系的意见》发布，文中提到“稳定牛羊肉基础生产能力，提升奶业竞争力；加快苜蓿等饲草业发展，保障肉牛、肉羊和奶牛等饲草料需求；引导乳品企业发展奶酪、乳清等产品加工；开展食物营养健康消费科普宣传，引导居民减油增豆、增禽增奶，增加蔬果、水产品及全谷物消费。”文中还提到，充分开发农业多种功能，延伸食物产业链、提升价值链、打造供应链，做好“粮头食尾”、“畜头肉尾”、“农头工尾”增值大文章，提升产供储加销全产业链韧性和弹性。（乳液在线，9月16日）

8月，四川省白酒产量为7.2万千升，同比下滑15.3%，1-8月四川省白酒产量为85.3万千升，同比下滑15.4%。根据四川统计局数据，1-8月，四川省规模以上工业增加值同比增长6.0%；全省实现社会消费品零售总额17536.6亿元，同比增长4.4%。8月，白酒产量为7.2万千升，同比下滑15.3%，1-8月白酒产量为85.3万千升，同比下滑15.4%；8月啤酒产量为30.5万千升，同比增长13%，1-8月累计产量为211.8万千升，同比增长10.4%。（云酒头条，9月17日）

珠江啤酒拟扩建30万吨酿造产能。据采招网消息，9月15日，中山珠江啤酒有限公司产能扩建升级项目公开招标，项目招标预算为195万元。本次招标项目监理为扩建项目，将增加30万吨酿造产能、啤酒年销量16万吨，其中，纯生类6万吨、罐装类10万吨，项目总建筑面积8.5万平方米，本期建设3万平方米。（微酒，9月17日）

山西汾酒股东减持计划期间届满暨减持股份结果公告。本次减持计划实施前，华创鑫睿（香港）有限公司（以下简称“华创鑫睿”）持有公司股份136,116,296股，占公司总股本的比例为11.16%，为公司持股5%以上股东。其中：华润创业有限公司（以下简称“华润创业”）持有华创鑫睿80.62%股份，华润创业联和基金一期（有限合伙）（以下简称“联和基金”）持有华创鑫睿19.38%股份。2024年5月21日，公司披露了《关于股东通过大宗交易方式转让股份计划的公告》，华创鑫睿计划以大宗交易方式减持公司股份合计不超过8,000,000股，即不超过公司总股本的0.6558%。截至2024年9月11日，本次减持计划期间届满，华创鑫睿于2024年6月12日至2024年9月11日期间通过大宗交易方式累计减持公司股份1,702,000股，占目前公司总股本的0.14%。本次减持计划实施后，华创鑫睿持有公司股份134,414,296股，占目前公司总股本的11.02%。（公司公告，9月13日）

股东大会

图表 24. 股东大会信息

证券简称	股东大会类型	召开日期		召开地点
燕塘乳业	2024 年第三次临时	2024-09-18	星期三	广州市天河区燕富路 18 号公司办公楼四楼会议室
维维股份	2024 年第二次临时	2024-09-18	星期三	江苏省徐州市维维大道 300 号
宝立食品	2024 年第二次临时	2024-09-18	星期三	上海市松江区沈砖公路 6088 号 2 号楼 4F 多功能厅
绝味食品	2024 年第二次临时	2024-09-18	星期三	湖南省长沙市芙蓉区晚报大道 267 号晚报大厦 18 楼会议室
巴比食品	2024 年第三次临时	2024-09-18	星期三	上海市松江区车墩镇茸江路 785 号行政楼 4 楼会议室
东鹏饮料	2024 年第三次临时	2024-09-18	星期三	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
春雪食品	2024 年第一次临时	2024-09-18	星期三	山东省莱阳市富山路 382 号 A1 公司五楼第二会议室
佳隆股份	2024 年第四次临时	2024-09-19	星期四	广东佳隆食品股份有限公司 3 楼会议室(广东省普宁市大坝镇陂乌村英歌山工业园区佳隆食品股份有限公司办公楼)
金字火腿	2024 年第一次临时	2024-09-19	星期四	浙江省金华市工业园区金帆街 1000 号金字火腿股份有限公司一楼会议室
桂发祥	2024 年第三次临时	2024-09-19	星期四	天津市河西区洞庭路 32 号,天津桂发祥十八街麻花食品股份有限公司二楼会议室
莲花控股	2024 年第四次临时	2024-09-19	星期四	河南省项城市颍河路 18 号公司会议室
海天味业	2024 年第一次临时	2024-09-19	星期四	广东省佛山市禅城区文沙路 21 号之一 4 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

《口子窖 2024 中报点评：高基数下营收增速环比放缓，关注新品后续表现》（9 月 3 日）

口子窖公告 2024 年半年报业绩。1H24 公司实现营收 31.7 亿元，同比增 8.7%，归母净利 9.5 亿元，同比增 11.9%，其中 2 季度营收及归母净利分别为 14.0 亿元、3.6 亿元，同比分别增 5.9%、15.1%。截至 2 季度末，公司合同负债 3.2 亿元，环比 1 季度减少 0.6 亿元，上年同期环比增加 2.8 亿元。高基数下公司营收增速环比放缓，新品兼 8 上市贡献增量，整体业绩表现稳健，维持“买入”评级。

《洽洽食品 2024 中报点评：营收承压，成本红利持续兑现》（9 月 4 日）

洽洽食品披露 2024 年中报，上半年实现营收 29.0 亿元，同比+7.9%，实现归母净利润 3.4 亿元，同比+25.9%；其中 2Q24 实现营收 10.8 亿元，同比-20.2%，实现归母净利润 1.0 亿元，同比+7.6%；公司 2Q24 营收承压，坚果营收占比持续提升。成本红利持续兑现，销售费用投放力度加大，盈利水平回升。我们预计公司 2024 年营收有望实现稳健增长。我们认为公司长期渠道、品类扩张基础坚实，维持买入评级。

《承德露露 2024 年中报点评：淡季营收增速亮眼，后续成本红利有望逐季释放》（9 月 1 日）

承德露露披露 2024 年中报，上半年实现营收 16.3 亿元，同比+9.4%，实现归母净利润 2.9 亿元，同比-6.8%；其中 2Q24 实现营收 4.1 亿元，同比+15.4%，实现归母净利润 0.5 亿元，同比-37.8%；公司淡季营收增速亮眼，吨价增速快于销量。1H24 销售费用投放力度加大，成本压力下毛利率回落。我们认为，公司激励机制逐步完善，后续成本红利有望逐季释放。建议积极关注公司当前股息投资价值，维持买入评级。

《颐海国际 2024 年中报点评：第三方业务恢复增长，中期分红提振信心》（9 月 1 日）

颐海国际公告 2024 年中期业绩。1H24 公司实现营收 29.3 亿元，同比增 11.9%，归母净利 3.1 亿元，同比降 13.8%。公司第三方业务经历 2023 年调整后恢复增长。1H24 受关联方调价影响，毛利率同比小幅下滑。净利率受销售费用拖累，同比下降 3.0pct 至 11.4%。公司实施中期分红，1H24 公司计划分红 2.93 亿元，分红率达到 95%，延续此前高分红风格，股东回报显著提升，维持增持评级。

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。

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