

策略对话行业—食品饮料

关于估值和赛道的探讨

- **策略：市场分母端逻辑弱化，食品饮料系统拔估值的过程可能会告一段落。**7 月至今，市场分母端的逻辑开始弱化，高估值行业出现显著分化，中报业绩良好甚至超预期的食品饮料继续走高，而短期内无法释放业绩的行业则出现了明显的回调。向后看，国内利率水平有上行风险，而目前食品饮料行业指数的估值已经来到历史新高，因此从策略角度看，食品饮料整个板块的拔估值过程可能会暂时告一段落。
- **策略：公募与外资对消费的抱团短期内不会瓦解，但是后续可能会弱化。**一是银行理财产品的净值化和打破刚兑会催化居民资产搬家的过程；二是即使在食品饮料的估值已经超过 50X 的情况下，相较而言海外资金成本还是更便宜。但是我们也不建议把公募与外资持仓的集中度当成一种“信仰”来对待，客观的说，随着国内外利率水平的抬升，这种趋势弱化的可能性是比较大的。对于外资金而言，资金成本的上升会导致流入节奏放缓，尤其是在食品饮料估值不低的情况下。而国内利率的上行也同样会弱化内资继续抱团消费的必要性，因为类信用债的稳定收益属性会随着利率的上升而弱化。当然，目前我们还没有看到海外投资者急着拉升利率水平的现象，但这种预期差是值得重视的。
- **行业：白酒继续分化，乳制品持续改善，葡萄酒值得关注。**1 季度餐饮消费与白酒行业收入明显背离，2 季度仍有一定差异，显示白酒行业实际渠道库存可能在上升，疫情后平稳增长是常态，集中度继续向名酒集中。食品方面，调味品和休闲食品 PE 远高于历史均值，考虑到疫情结束时间尚不确定，预计食品股未来一段时间还将保持较高的市场热度。乳制品方面，由于产品保质期的原因，现阶段乳制品库存压力反而小于白酒和调味品，2 季度、3 季度业绩可持续改善，我们判断未来 2、3 年乳业龙头竞争格局改善趋势不变，2021 年有望展现出较高的业绩弹性。近期关注葡萄酒龙头的机会。虽然上半年处于深度调整期，但 8 月份商务部启动的反倾销调查有利于重塑国内葡萄酒行业竞争环境，若国内葡萄酒行业能把握好这次机会，有望重新逆袭。
- **问答环节精选：为什么海天的估值能一直攀升？**海天业绩持续快速增长、波动较小、主业突出、ROE 高，完美符合外资审美标准，流通盘相对较小，因此二级市场给了海天味业较高的估值溢价。自 2010 年以来，海天味业营业收入每年增长率均在 10%以上，净利也保持较好的增长态势，利润增速超过营收增速。2014 年以来，海天味业单季度营收与归母净利同比增速均为正，其他食品和调味品龙头都没有做到这一点。
- **问答环节精选：自下而上的看，如何筛选行业内的优秀公司，尤其是那些长跑冠军们？**子行业层面。（1）行业处于快速增长期，处于风口之中。（2）成长的天花板高，渠道和区域都有较大的扩张空间。（3）市场集中度低，优秀企业市占率提升空间大。公司层面。（1）潜力，先天资源禀赋好，有根据地市场。（2）动力，激励机制完善，管理层锐意进取。（3）能力，战略方向正确，符合行业趋势，营销、产品、渠道、区域思路清晰，执行落地能力强于同行，吹过的牛都能实现。
- **风险提示：**宏观经济下行超预期，海外风险事件超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 市场策略

证券分析师：王君
(010)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S0360517060003

证券分析师：汤玮亮
(86755)82560506
weiliang.tang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：王永健
(010)66229065
yongjian.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060006

目录

1 引言：策略对话行业的目的 4

2 策略：拔估值的过程告一段落 精选赛道与个股是关键 5

3 行业：白酒继续分化 乳制品持续改善 葡萄酒值得关注 8

4 问答环节： 9

风险提示 11

图表目录

图表 1. 食品饮料中报业绩延续 10%的稳定增长 6
图表 2. 与年初相比，全市场偏股型基金的份额扩张了近 1 万亿 6
图表 3. 相对于海外资金成本来说，食品饮料的预期收益率还是更高一些 6
图表 4. 物价上行有利于酒企提价和提升盈利水平 7
图表 5. 历史上美国失业率与通胀呈趋势性负相关关系 7

1 引言：策略对话行业的目的

兼听则明，努力做好实用主义研究。开展“策略对话行业系列”的原因有两个，一是单纯自上而下的研究方法遇到了一定的阻碍，即使再顺畅的策略逻辑，如果缺少了对行业变化的感知，就会很容易陷入“自娱自乐”的尴尬境地。二是投资者提出的问题往往是十分具体的、迫切的，比如接下来将要讨论的食品饮料后续还能不能买，买什么的问题，这也需要策略与行业分析师的共同研究来解决。我们希望循着“实用主义”的方向不断努力，真正做好对投资有价值的研究，欢迎广大投资者共同交流，一起进步！

为什么以食品饮料作为系列开端。2000 年以来食品饮料行业指数累计涨幅 3186%，是全市场唯一一个历史涨幅超过 10 倍的行业；今年以来食品饮料以超过 60%的涨幅继续领跑全行业。中银策略团队从今年一季度开始持续推荐“食品饮料”和“硬科技”（消费电子、新能源汽车和 IDC）的双主线，期间两个板块在市场上的表现都比较出色。无需避讳的是，当前食品饮料的整体估值偏高，从策略和行业的视角来看，后续食品饮料还有上涨的空间吗？茅台和海天的高估值现状有何异同？除了白酒、调味品等耳熟能详的优质行业，食品饮料内部还有哪些赛道值得重点关注呢？本次策略与行业的对话将着重解决上述问题

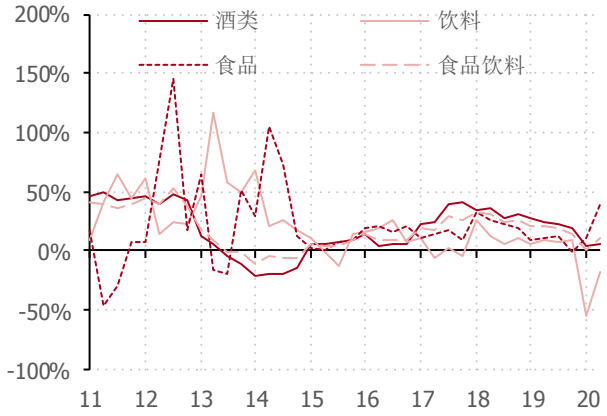
2 策略：拔估值的过程告一段落 精选赛道与个股是关键

市场的驱动逻辑正从分母端向分子端过渡。如果简单概括今年市场的核心驱动力，7 月以前基本聚焦于分母端，可以分为两个阶段：第一阶段，2-3 月国内疫情爆发期间，应急型货币政策推出，利率快速回落，但同时市场风险偏好回落，要求的风险补偿较高，指数层面没有太多的机会，只有一些受疫情影响较小的行业率先步入估值扩张之路。第二阶段，4-7 月，国内疫情缓解，市场要求的风险补偿有所下降，利率虽然随着经济复苏有所上行，但对宏观流动性的预期依然维持宽松，分母端逻辑顺畅，市场估值整体抬升。7 月至今，分母端的逻辑开始弱化：一是央行的货币政策出现微调，经济向潜在产出水平的修复让市场对政策的预期从宽松走向收缩，无风险利率下行的阻力越来越大；二是美国大选的背景下，中美摩擦反复，风险溢价下行所面临的阻碍开始增加。分母端逻辑的弱化导致市场估值系统性抬升的概率在降低，资金能够把握的只有分子端业绩的确定性，因此当整个市场的驱动力从分母向分子过渡时，我们看到了高估值行业的显著分化，中报业绩良好甚至超预期的食品饮料继续走高，而短期内无法释放业绩的行业则出现了明显的回调。

向后看，国内外利率水平还有继续抬升的压力。我们观察到杰克逊霍尔会议之后，市场对于后续美债利率的走势持有两种看法，第一种观点认为美联储如期提高了对未来通胀的容忍度，意味着长期低利率可期；第二种观点认为美联储意图改变美债投资者在短端与央行进行对赌式交易的行为模式，因此对于 9、10 月的宽松预期只字未提，长端则给出了更高的通胀容忍度，意在向市场传递不要拥挤交易通胀预期、过快拉升利率水平的思路，因此美债利率上行的路径（是快还是慢）是不确定的，但上行的趋势是比较确定的。相对而言，我们更倾向于第二种观点，原因还有两点：第一，美债多头市场已经将长期低利率和 YCC 工具的预期 price in 了，而联储在经济最困难的二季度都没有对 YCC 进行实装，后续随着经济修复，使用 YCC 的概率就更低，因此现在的美债市场可能过度乐观了。第二，通胀预期的上调实际上也会推高市场对名义利率的上限预期，这会随着美国消费和就业的复苏逐步被交易出来。国内为了保证汇率的相对稳定，必需要维持一定的利差，这给国内无风险利率的上行带来了新的压力。因此，我们判断继续沿着分母端做多的行情会遇到越来越大的阻力，后续把握业绩确定性是投资的关键。

食品饮料中报业绩稳定增长，但高估值的问题不能忽视。从中报业绩来看，食品饮料行业可比口径的增速为 10%，环比一季度改善了 10 个百分点，其中酒类增长稳定，饮料增速降幅明显收窄，而食品增速高达 47%。食品饮料行业业绩的稳定增长是资金持续青睐的核心原因，我们大可以把整个行业看作一种每年稳定付息 10%-20%的信用债，这实际上也是国内很多机构近年来投资食品饮料的主要逻辑，同时也更能解释为什么在宏观经济下行期食品饮料这种稳定增长行业更容易受到市场追捧。然而随之而来的就是业绩与估值匹配度的问题，如果不能在合适的价格买入，投资食品饮料的“利息收入”就会被“资本利得损失”所侵蚀。目前食品饮料行业指数的估值已经来到历史新高，子行业中白酒估值新高，饮料和食品分别位于历史 90%和 97%分位上。而国内无风险利率上行会给估值带来一定的下行压力，因此从策略角度看，食品饮料整个板块的拔估值过程可能会暂时告一段落。

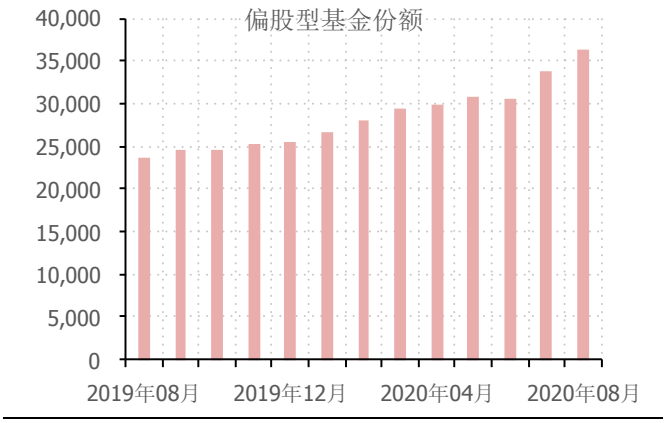
图表1. 食品饮料中报业绩延续 10%的稳定增长



资料来源：万得，中银证券

公募与外资对消费的抱团短期内不会瓦解，但是后续可能会弱化。消费抱团的深度报告中，我们还阐述了两个内外资在抱团期间不断增持消费的资金逻辑，一是内资的“申购-增配”正反馈机制，二是海外资金成本与食品饮料预期收益率的关系。“申购-增配”的正反馈机制指的是基金发行的火热会导致管理人持续增持自己收益颇丰的重仓股，这在 2005-2008 年的金融抱团、2014-2016 年的成长抱团过程中都有发生；而如果我们把海外无风险利率（用美债十年期国债代替）和食品饮料的估值倒数分别作为外资的成本与预期收益率，可以很好的理解外资持续增配食品饮料的原因，这在 2015 年之后对整个食品饮料估值的系统性抬升起到了关键作用。向后看，这两个趋势还会持续，一是因为银行理财产品的净值化和打破刚兑会催化居民资产搬家的过程，今年公募基金发行非常火爆，而公募对于消费的持仓集中度依然排在所有板块的第一位，叠加食品饮料年内收益率排名第一的因素，“申购-增配”的正反馈机制会再次生效。二是即使在食品饮料的估值已经超过 50X 的情况下，相较而言海外资金成本还是更便宜，近期外资流入节奏的波动更多是由中美摩擦的不确定性所导致的。但是我们也不建议把公募与外资持仓的集中度当成一种“信仰”来对待，客观的说，随着国内外利率水平的抬升，这种趋势弱化的可能性是比较大的。对于外资金而言，资金成本的上升会导致流入节奏放缓，尤其是在食品饮料估值不低的情况下。而国内利率的上行也同样会弱化内资继续抱团消费的必要性，因为类信用债的稳定收益属性会随着利率的上升而弱化。当然，目前我们还没有看到海外投资者急着拉升利率水平的现象，但这种预期差是值得重视的。

图表2. 与年初相比，全市场偏股型基金的份额扩张了近 1 万亿



资料来源：万得，中银证券

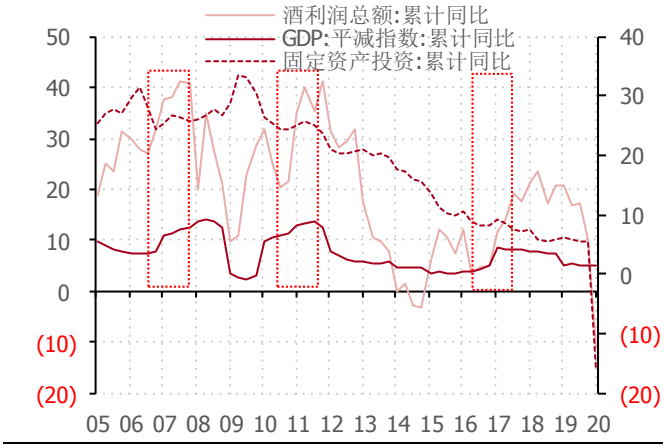
图表3. 相对于海外资金成本来说，食品饮料的预期收益率还是更高一些



资料来源：万得，中银证券

策略角度，可以循着做多通胀的角度筛选赛道与个股。消费抱团的深度报告中我们得出一个结论，即类滞胀的环境是非常适合消费抱团的，一是稳定盈利属性在下行周期中对资金的吸引力（类债的投资属性）；二是物价整体上涨为食品饮料的提价营造了良好环境，而向后看，全球通胀上行的趋势其实是比较确定的。目前主要经济体虽然都有明显的复苏迹象，但通胀迟迟未起，主因疫情对就业造成了较大的影响，收入预期的低迷导致消费复苏速度远远不及投资，这在中国和美国的经济复苏过程中都表现的比较明显，因而通胀的复苏就显得更为滞后。后续随着疫苗的逐步上市，这种现象会发生质的改变，当海外和国内的服务和消费场景不再受到疫情的影响，就业、消费和通胀就会得到显著修复。因此自上而下的看，我们认为化解食品饮料高估值问题的关键就是把握后续做多通胀的机会，要求我们去精选能够在通胀上行过程中明显受益的子行业或者个股，它们至少需要满足两个条件：一是能够随着通胀的上行顺利提价；二是成本端受到原材料涨价的压力比较小。

图表4. 物价上行有利于酒企提价和提升盈利水平



资料来源：万得，中银证券

图表5. 历史上美国失业率与通胀呈趋势性负相关关系



资料来源：万得，中银证券

3 行业：白酒继续分化 乳制品持续改善 葡萄酒值得关注

白酒 2 季度、3 季度渠道逐渐回暖，但还需消化库存，业绩分化较大。（1）随着疫情逐渐得到控制，2 季度、3 季度渠道逐渐回暖。根据社零数据估算，餐饮消费 2 季度下滑 21%左右，烟酒类零售额增长 10.4%，7 月份餐饮收入增速-11.0%，烟酒类零售额增速 5.0%。如果拆分来看，酒类需求增速可能低于烟酒类，我们判断白酒餐饮消费与餐饮社零数据同步波动，礼赠需求恢复情况较好。根据餐饮数据，我们判断 2 季度终端需求恢复至正常水平的 60-80%，7-8 月恢复至 90%，中秋有望恢复正常。（2）根据中国酒业协会数据，2020 年 4-6 月收入和净利增速分别增 4.1%、-4.7%，1 季度餐饮消费与白酒行业收入明显背离，2 季度仍有一定差异，显示白酒行业实际渠道库存可能在上升。但由于上市公司的渠道腾挪空间大，且随着信息系统的完善，管控能力加强，酒厂有能力将显性库存维持在较低水平。

疫情后平稳增长是常态，集中度继续向名酒集中，白酒相对估值有一定优势。（1）疫情影响结束后，平稳增长将是常态。虽然 13-15 年和 18 年下半年白酒两轮调整之后，行业复苏期都出现了较快反弹，但本轮行业调整不同于前两轮，酒厂和经销商均相信疫情后需求能恢复正常，因此酒厂普遍未调整全年目标，不会再复现深蹲起跳，需合理预期白酒业绩。（2）行业长期成长逻辑不变，市场份额继续向名酒集中，行业利润率仍有提升空间，我们判断疫情后，行业可恢复 5%以上的增长，名酒集中度提升，上市公司整体可以实现 10-15%的增长。（3）从未来增速和历史估值的角度来看，白酒 2020 年 40-50 倍 PE、2021 年 35-40 倍 PE 虽然偏高，不过对比食品其它子行业，白酒估值有一定优势，看一年会有相对收益。

食品确定性好，疫情影响较小，乳制品有望环比明显改善。（1）由于具备必选消费的特点，因此 2020 年初至今食品股估值提升幅度较大，调味品和休闲食品 PE 远高于历史均值。考虑到疫情结束时间尚不确定，预计食品股未来一段时间还将保持较高的市场热度。（2）由于产品保质期的原因，现阶段乳制品库存压力反而小于白酒和调味品，2 季度、3 季度业绩可持续改善，我们判断未来 2、3 年乳业龙头竞争格局改善趋势不变，2021 年有望展现出较高的业绩弹性。（2）调味品，行业 2 季度有序恢复，销售重点在家庭端的企业受疫情影响小，中炬家庭装和千禾零添加反而受益疫情；餐饮端占比大的海天终端需求有一定压力，不过公司渠道掌控能力强，有较大的腾挪空间。整体而言行业集中度提升，小企业加速退出，龙头市占率有望继续增长。（3）速冻食品，从安井食品、三全食品、海欣食品的半年度业绩可以看出，二季度延续了一季度的增长势头，维持了较高的景气度。（4）休闲食品，上半年出现了一些分化，我们相对看好洽洽食品，成长路径清晰，业绩增长的确定性高。

近期关注葡萄酒龙头的机会。虽然上半年处于深度调整期，但 8 月份商务部启动的反倾销调查有利于重塑国内葡萄酒行业竞争环境，若国内葡萄酒行业能把握好这次机会，有望重新逆袭。

4 问答环节：

Q：从行业的视角看，您觉得现在支撑食品饮料估值的因素有哪些？

1、疫情对食品饮料需求冲击相对较小，上市公司渠道有较大的腾挪空间，报表业绩的稳定性较好。

2、疫情加速市场份额向各个子行业优势企业集中，而食品饮料上市公司多是各细分行业的佼佼者。

3、食品饮料是境外主流投资者偏好的行业。北上资金中，食品饮料占市值持仓比例 2Q20 达到 18.5%。

Q：您觉得目前来看，茅台和海天的高估值有哪些异同点，为什么海天能在过去几年一直保持较高的估值水平并且不断攀升？

两者高估值的相同点在于：（1）业绩成长的持续性得到验证，随着业绩的兑现，估值随之水涨船高。（2）分别是各自细分行业的绝对龙头，有较高的品牌壁垒，只要自己不犯错误，竞争对手很难赶超。海天 2020 年 PE 已超过 90 倍，业绩持续快速增长、波动较小、主业突出、ROE 高，这几个指标完美地符合了外资的审美标准，流通盘相对较小，因此二级市场给了海天味业较高的估值溢价。自 2010 年以来，海天味业营业收入每年增长率均在 10%以上，净利也保持较好的增长态势，利润增速超过营收增速。此外，2014 年以来，海天味业单季度营收与归母净利同比增速均为正，相较而言，其他食品龙头如伊利股份、双汇发展，同行业其他调味品企业如中炬高新、千禾味业、恒顺醋业均出现过业绩下滑的情况，只有海天做到了每年、每季度都稳定增长。

Q：我们观察到白酒的中报业绩有些分化，而一些关注度相对不高的领域，比如速冻里面的公司迎来了困境反转，下半年对于白酒、调味品和其它一些细分领域的业绩增长及持续性怎么看？

速冻今年关注度突然提高的原因：（1）火锅料行业经历洗牌整合期，小企业在费用投放、产品组合、成本端均有劣势，不断退出市场，龙头安井在竞争中优势领先，达到 10%左右的市场份额。（2）龙头公司产品层级和渠道构建逐渐完善。海欣，14 年并购鱼极后，通过几年的培育，中高端占比逐渐提升（1H20 提升 9pct）；C 端和海底捞合作，研发关东煮等产品，渠道渐成熟。安井，贴身支持渠道粘性高，通过经销商与 B 端餐饮企业深度绑定，今年大力开发 C 端渠道，产品与渠道相互配合发展。同时，安井股权激励和海欣的合伙人制度增加公司内部员工积极性。（3）前期的市场培育使得公司在疫情后业绩爆发。

下半年白酒分化可能继续加大，库存包袱较小的公司可恢复正常增长，前期压货较多的公司可能面临下调目标的压力。疫情影响结束后，白酒平稳增长将是常态，我们判断疫情后，行业收入可恢复 5%以上的增长，上市公司可以实现 10-15%的增长。

调味品下半年总体收入有望实现 10-20%的稳健增长，业绩增长的确定性较好，部分细分品类增速更快。

Q：除了白酒和调味品以外，您觉得行业内的哪些细分领域是中长期都比较看好的赛道？

除了白酒和调味品，我们还重点关注两个子行业：乳制品、速冻食品。

乳制品。（1）从卫健委的对疫情期间的膳食营养建议来看，建议一天喝 300g 的牛奶或奶制品，对应人均年消费量超过 100kg，但当前中国大陆人均消费量不到 20kg，参考全球平均水平和卫健委的建议，中国乳制品还有很大的成长空间，疫情将提升消费者对健康的重视程度，利好长期消费习惯改变。（2）乳品龙头竞争格局持续改善是大概率事件，伊利和蒙牛的中报也印证了这个趋势，两者利润率还有较大的提升空间。

速冻食品。（1）集中度提升。从发达国家速冻食品行业发展进程来看，行业竞争最终将呈现资源向大企业集中的趋势。以安井食品为代表的龙头企业在品质、食品安全、差异化创新和品牌塑造等均有精细化规划，同时能发现行业内的并购机会，获得更大定价权。（2）速冻食品由于具有安全卫生、食用方便、营养美味和成本低等特点，人均消费提升空间大。我们判断中国目前人均 11-13 千克，按日本人均消费量计算，中国速冻食品空间有望翻倍。（3）高端化为速冻发展趋势。疫情催化消费者对速冻便利营养的诉求，行业向中高端发展趋势明显。（4）餐饮连锁化和消费场景化助推速冻食品扩张。餐饮行业从业者从中小企业转变到连锁餐饮过程中，对效率和规模的追求逐渐提高，需要产品“标准化、可复制”。同时，“消费场景化”扩展了速冻产品食用领域，2B 端来看火锅料制品顺势打入关东煮、麻辣香锅、麻辣烫等新型餐饮业态，2C 端速冻面条制品也进入了焖面店、粥铺等，推动行业增长和渠道扩张。

Q：自下而上的看，如何筛选行业内的优秀公司，尤其是那些长跑冠军们？

我们会从子行业和公司两个层面来筛选优秀公司。

1.子行业层面。（1）行业处于快速增长期，处于风口之中。（2）行业成长的天花板高，渠道和区域都有较大的扩张空间。（3）市场集中度低，优秀企业市占率提升空间大。

2.公司层面。（1）潜力，先天资源禀赋好，有根据地市场。（2）动力，激励机制完善，管理层锐意进取。（3）能力，战略方向正确，符合行业趋势，营销、产品、渠道、区域思路清晰，执行落地能力强于同行，吹过的牛都能实现。

综合筛选下来，我们长期看好山西汾酒、金徽酒、中炬高新、伊利股份、贵州茅台、洽洽食品。

风险提示

宏观经济下行速度超预期，海外风险事件超预期

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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 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 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