

2011 年 6 月 16 日

A

增持

刘都*

(8621) 6860 4866 分机 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

*苏绒为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料行业月报

关注攻守兼备的防御性品种(续)

当前对防御性板块的重视度应当增强,而防御性板块中攻守兼备的品种应当得到重点关注。1-5 月白酒产量持续高增长,依然是酒类板块最活跃品种,我们判断 2011 年白酒销售量将继续快速增长,在消费结构动态调整,中、高档白酒最为受益,一线白酒以产品结构调整和价格调整弥补数量短板,收入增速仍快,淡季不淡以及业绩超预期成为股价重要催化剂。重点推介增长确定性高、估值处于合理中下限兼具进取性的防御性品种。

支撑评级要点

- 1-5 月份,白酒产量同比增长 30.42%,较 1-4 月份增速继续提升,产量增速处高位,同时位居食品饮料行业最前列;葡萄酒产量同比增长 16.58%,较 1-4 月份有所下降。
- 1-5 月份,啤酒产量同比增长 11.33%,5 月份产量增速同比环比均有提升,得益于上年行业较为普遍的产能扩张和并购整合。伴随着集中度的提升,加之产能扩张由优势企业主导,行业产量增长可定性为良性。
- 1-5 月份,乳制品产量同比增速为 12.08%,2 月份以来单月产量增速呈逐月提升态势。4 月份开始,受乳制品生产许可重新审核影响,龙头企业的产能利用率得到有效提升,我们判断龙头企业的产量增长数据会明显高于行业总体水平。

首选买入

- 继续坚定看好五粮液、贵州茅台、泸州老窖。
- 奶业整合、以及原奶成本企稳背景下,奶业龙头企业的盈利能力有望回归,建议中长期关注伊利股份。
- 1 季度张裕高档酒销售增速超过 35%,预计 1-6 月份保持 30%以上,产品结构继续调整升级,相对于未来合计万吨的酒庄酒产能,公司仍处在一个较长的酒庄酒收获期的初期阶段。

目录

2011 年 5 月产量综述	3
2011 年 5 月主要价格综述.....	9
投资推荐.....	14
研究报告中所提及的有关上市公司	17

2011 年 5 月产量综述

白酒：酒类当中最景气，产量规模和增速保持同期高位，淡季不淡

2011 年 1-5 月份，白酒累计产量 395.76 万千升，同比增长 30.42%，较 1-4 月份增速上升 2.57 个百分点。上年同期增速为 30.60%，同比略降 0.18 个百分点。

5 月份单月产量 80.62 万千升，同比增长 29.20%，环比增加 10.32%。产量规模和增速于淡季均保持历史同期高位，显示全行业对今年的白酒销售仍然乐观，扩大生产热情高。

白酒行业总产量的快速增长，更加凸显一线白酒的相对稀缺性。

葡萄酒：5 月份单月产量增速下滑明显

1-5 月份，葡萄酒产量 40.05 万千升，同比增长 16.58%，较 1-4 月份增速下降 4.36 个百分点。上年同期增速为 18.47%，同比下滑 1.89 个百分点。

5 月份产量 8.09 万千升，同比增长缓慢，仅为 1.37%。5 月份产量增速环比下降较快，4 月份产量 7.02 万千升，同比增长 5.91%。5 月单月产量增速下滑较快，一方面是生产淡季因素，另一方面是进口葡萄酒增速过快导致一定的“挤出效应”。

1-4 月份累计进口葡萄酒 11.8 万千升，同比增长 44.0%，较 1-3 月累计进口量同比增速有所下滑，但已占统计局口径同期产量的 29.46%。2010 年下半年以来，进口瓶装葡萄酒总量超过桶装酒，预计这一趋势仍在维持，这同中高价位进口葡萄酒销量增速较快的事实相匹配。

啤酒：旺季来临，产量同比增速显著回升

1-5 月份，啤酒产量 1,792.41 万千升，同比增长 11.33%，较 1-4 月份增速上升 1.56 个百分点。上年同期增速为 4.79%，同比上升 6.54 个百分点。

5 月份单月产量增速上升较快。4 月份当月产量 390.84 万千升，同比增长 9.90%，5 月份单月产量 475.12 万千升，同比增长 12.81%，环比增长 21.56%。

啤酒大麦原料价格上涨较快，行业普遍感受成本压力。2011 年 4 月份，进口大麦均价 353.9 美元/吨，较上年同期增长 56.7%。年初以来，行业普遍提价，青岛啤酒主品牌销量占比高，增速快，成本消化能力相对较强些。但啤酒整体属于价格敏感度不低的行业，因此积极提价、提价幅度较高、提价步调不一都会影响单个企业市场销售，因此企业对直接提价仍然谨慎，不能对企业直接提价抱有太高预期。

乳制品：2 月份以来单月产量增速逐月提升

1-5 月份，乳制品产量 872.79 万吨，同比增长 12.08%，较 1-4 月份增速略降 0.16 个百分点；同比上升 2.55 个百分点，上年同期增速为 9.53%。

1-5 月份，液体乳产量 732.07 万吨，同比增长 11.59%，较 1-4 月份增速略降 1.17 个百分点；同比上升 1.76 个百分点，上年同期增速为 9.83%。

1-5 月份乳制品月产量同比增速分别为 8.06%、10.62%、10.87%、12.07%和 12.52%，呈逐月提升态势；液体乳月度同比增速波动较大，分别为 12.29%、7.18%、13.26%、9.73%和 13.21%，5 月份单月增速较快。

速冻食品：单月及累计产量增速均环比上升

1-5 月份，速冻米面食品产量 123.86 万吨，同比增长 17.09%，较 1-4 月份增速上升 1.74 个百分点；同比下滑 7.72 个百分点，上年同期增速为 24.81%。

5 月份产量 23.93 万吨，同比增长 25.39%，较 4 月份同比 16.87% 的增速也有显著提升。

饮料类：整体快速增长，碳酸饮料增速最快

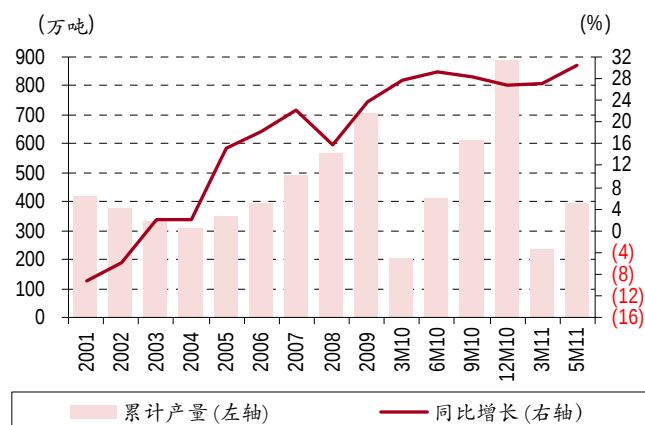
1-5 月份，软饮料产量 4,300.57 万吨，同比增长 27.03%，增速较 1-4 月份的 25.81% 继续提升 1.22 个百分点；同比上升 7.48 个百分点，上年同期增速为 19.55%。5 月份产量 1004.7 万吨，同比增长 29.82%。

软饮料中，碳酸饮料 1-5 月产量 559.57 万吨，同比增长 25.00% (1-4 月份为 21.14%)，5 月当月产量 131.72 万吨，同比增长 43.57% (1-4 月份为 25.00%)，主要原因有：1) 可乐包装“大变小”转换预期，渠道要货积极；2) 可乐为无需添加“起云剂”饮料，部分受益“塑化剂”风波；3) 上年基数属非正常低位。

1-5 月果汁饮料累计产量 738.07 万吨，同比增长 21.17%，5 月当月产量 149.77 万吨，同比增长 9.56%；1-5 月份瓶装水产量 1,629.06 万吨，同比增长 22.82%，4 月当月产量 395.89 万吨，同比增长 20.87%。

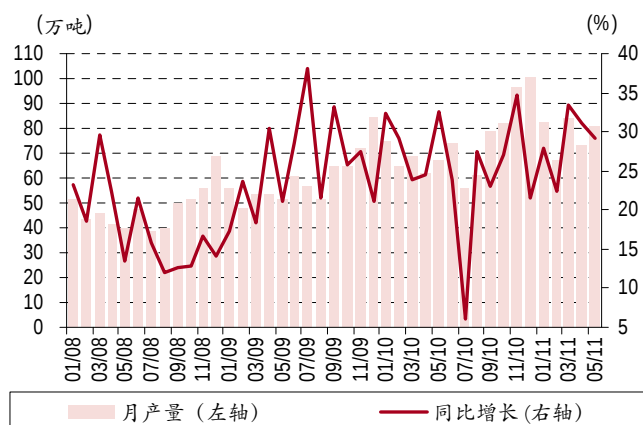
各子行业产量增速均保持较高水平，同草根调研数据基本一致，尤其是碳酸饮料以及瓶装水市场。

图表 1. 白酒累计产量及同比增速



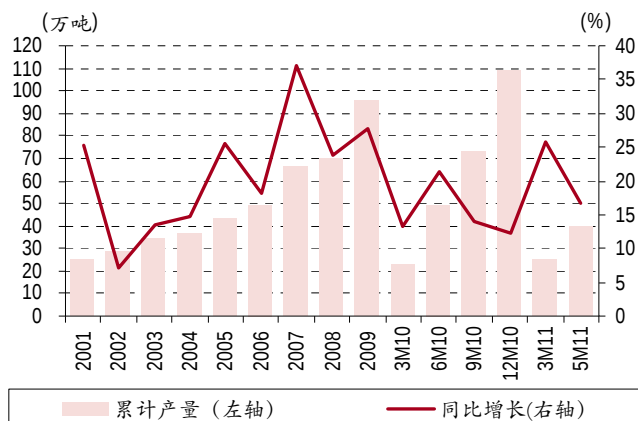
资料来源：统计局

图表 2. 白酒月度产量及同比增速



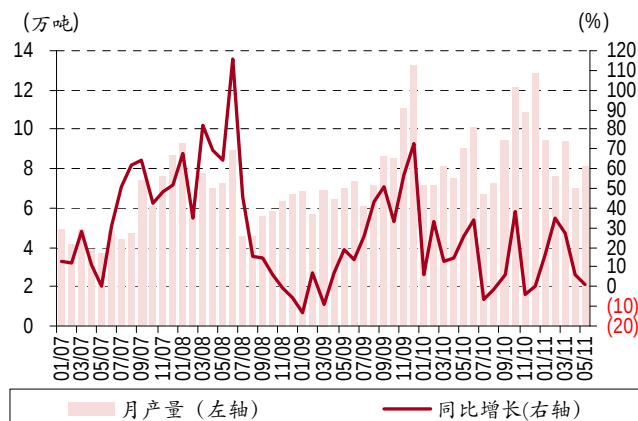
资料来源：统计局

图表 3.葡萄酒累计产量和同比增速



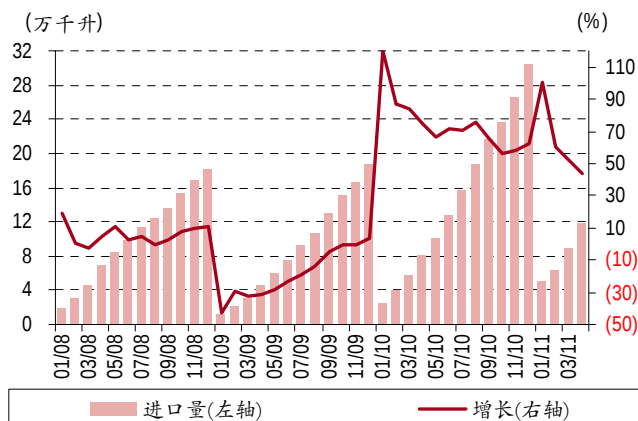
资料来源: 统计局

图表 4.葡萄酒月度产量及同比增速



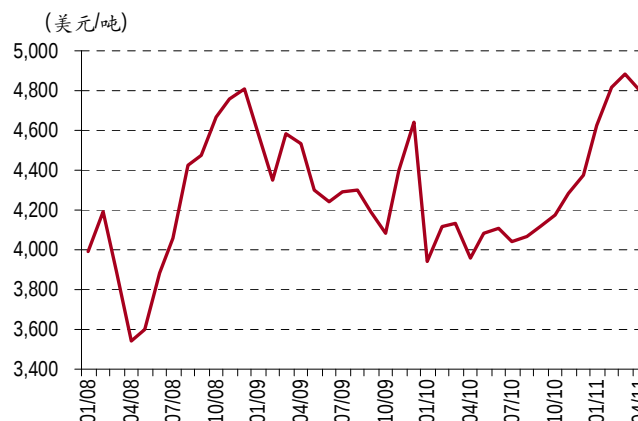
资料来源: 统计局

图表 5.葡萄酒累计进口量和同比增速



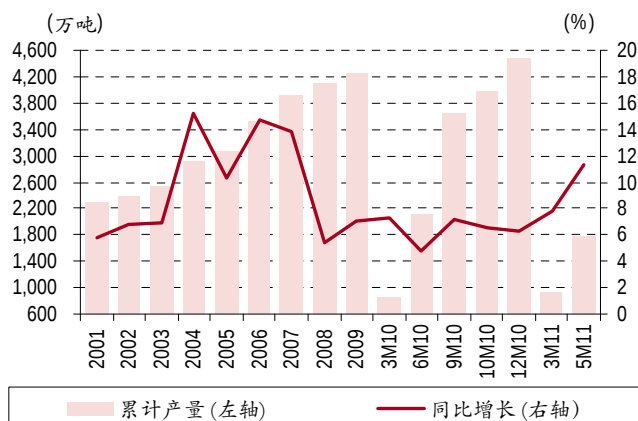
资料来源: 统计局

图表 6.进口葡萄酒吨价走势



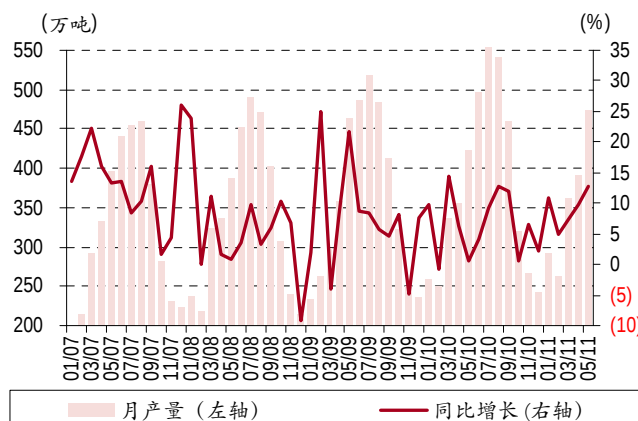
资料来源: 统计局

图表 7.啤酒累计产量和同比增速

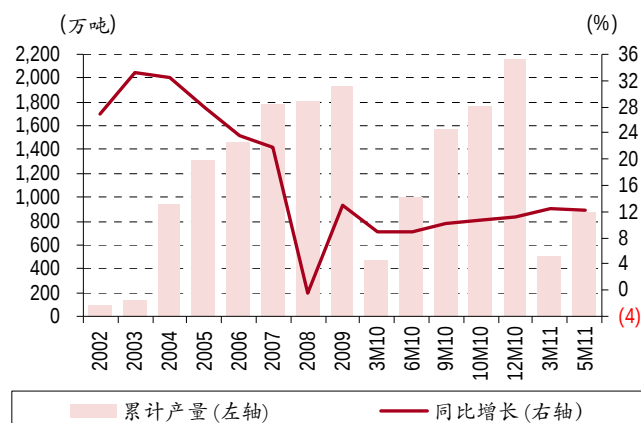
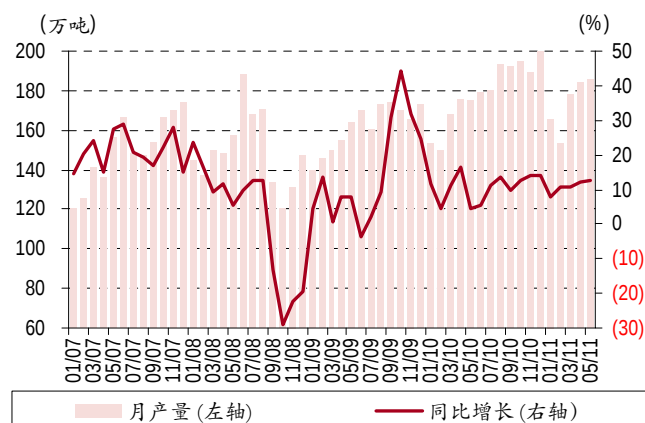
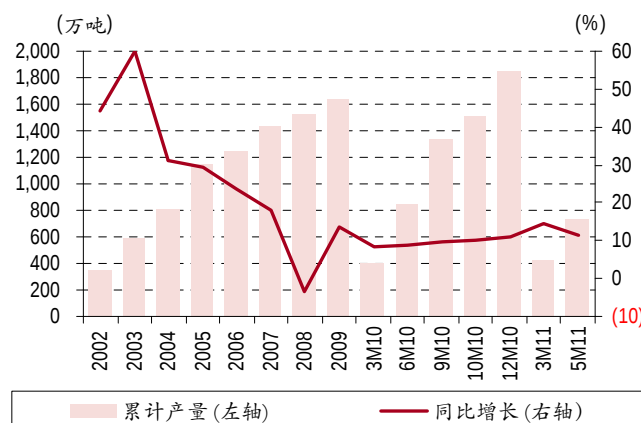
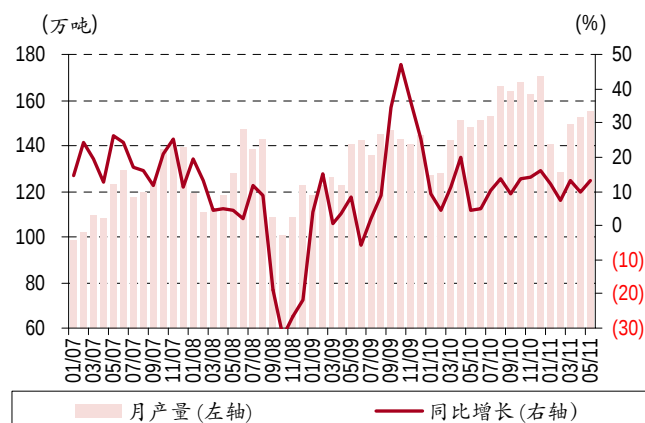
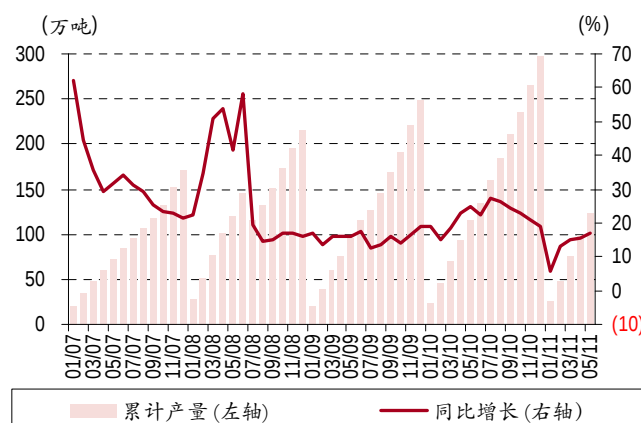
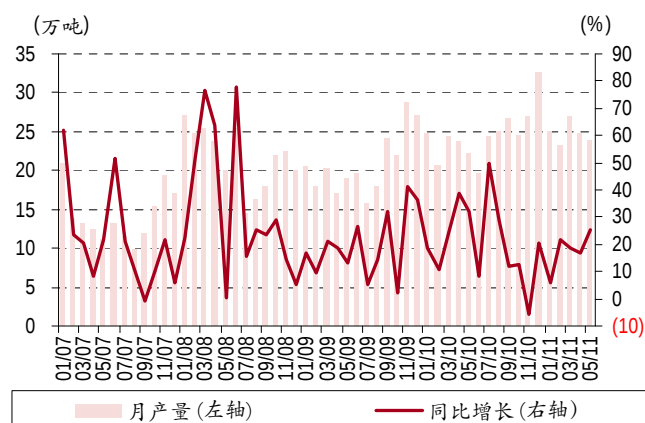


资料来源: 统计局

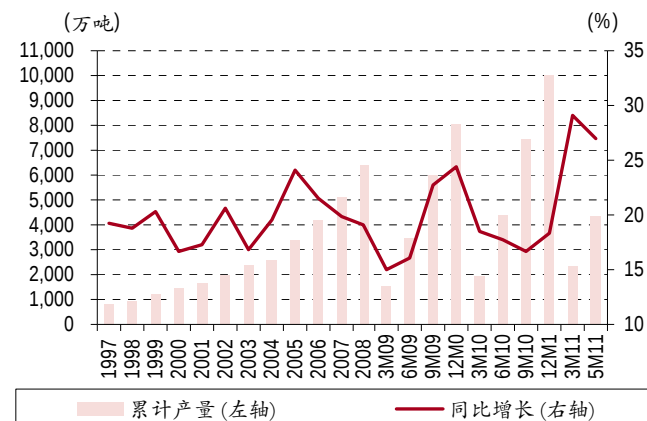
图表 8.啤酒月度产量及同比增速



资料来源: 统计局

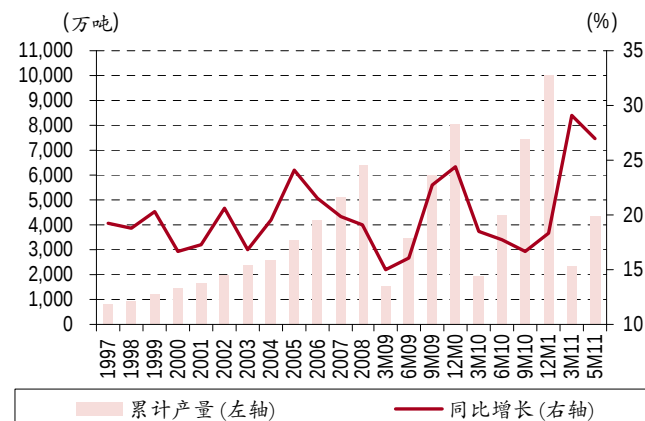
图表 9.乳制品累计产量和同比增速

图表 10.乳制品月度产量及同比增速

图表 11.液体乳累计产量和同比增速

图表 12.液体乳月度产量及同比增速

图表 13.速冻食品累计产量和同比增速

图表 14.速冻食品月度产量及同比增速


图表 15. 软饮料累计产量和同比增速



资料来源：统计局

图表 16. 软饮料月度产量及同比增速



资料来源：统计局

2011 年 5 月主要价格综述

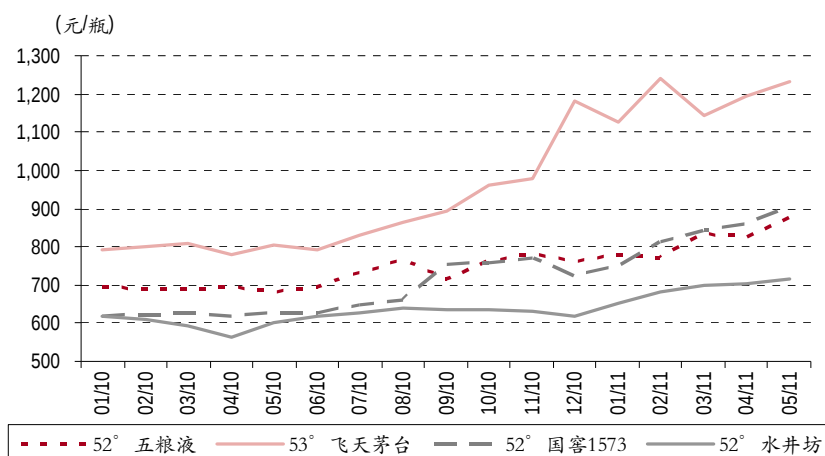
白酒：5 月一线白酒价格继续攀升

4、5 月份一线白酒终端售价整体稳中有升。53°飞天茅台终端售价在 1,200 元一线小幅震荡，4 月份价格较 3 月份提高 50 元/瓶左右，价格坚挺，5 月份茅台终端售价继续提升 40 元/瓶左右，一线白酒表现出较为明显的淡季不淡特征。

五粮液、泸州老窖和水井坊主打产品的终端价格在 3、4、5 月份也均有上升，5 月份 52°五粮液终端售价较 4 月份继续提升约 49 元/瓶，已经高度接近终端指导价——**这意味着五粮液终端售价基本理顺，顺价销售可大幅节约公司相关费用开支，也构成下半年提价的重要支撑。**从我们调研情况看，1 季度五粮液整体销量增速超过 20%，除五粮醇外，其他各主要品牌销量增速都在 20% 以上，4、5 月份淡季不淡，半年报有望惊喜(详见 6 月 10 日报告《五粮液：前拉后推，淡季不淡，或超预期》)。

考虑控量因素在内，高端白酒整体需求仍然旺盛。

图表 17. 一线白酒终端售价走势(月)



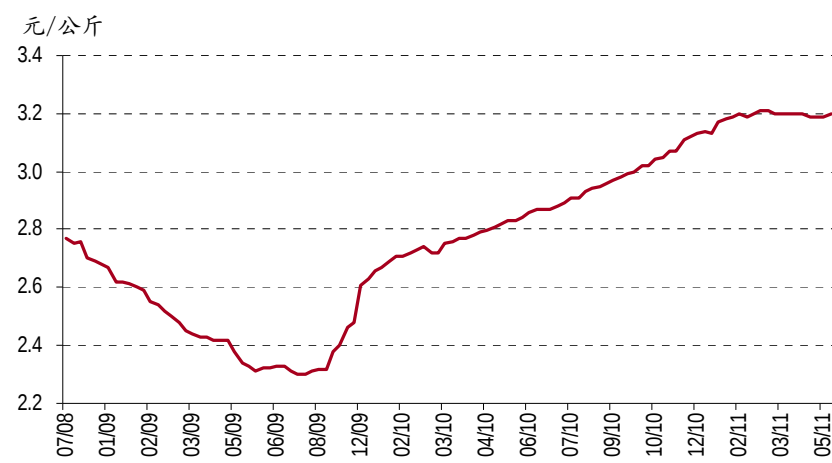
资料来源：糖酒快讯市场监测数据，多地平均值，中银国际整理

乳制品：原奶价格高位滞涨

原奶价格高位企稳。截至 5 月底，主产区原奶收购均价 3.20 元/公斤。

从全国原奶主产区数据看，2010 年原奶平均收购价格较上年同期平均的增幅在 16%-18% 之间。2010 年原奶主产区平均奶价为 2.88 元，其中 2010 年初均价为 2.70 元/公斤左右，至 2010 年 12 月份，主产区原奶价格 3.13 元/公斤左右，较年初增加 0.43 元/公斤，增幅明显，2011 年 2 月份以来，主产区原奶价格在 3.20 元一线企稳。预计 2011 年原奶价格涨幅总体将大幅低于上年，有助于企业毛利恢复。

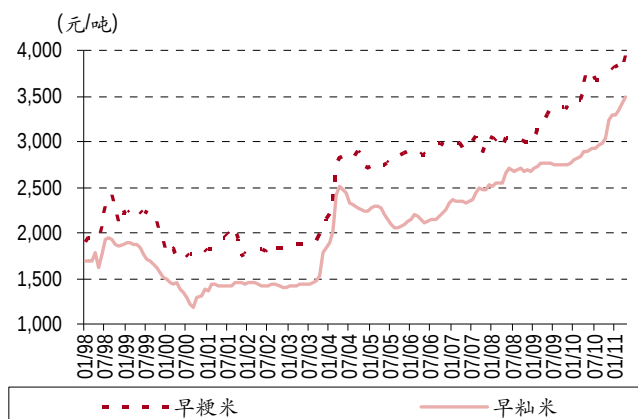
图表 18. 主产区生鲜乳收购均价走势



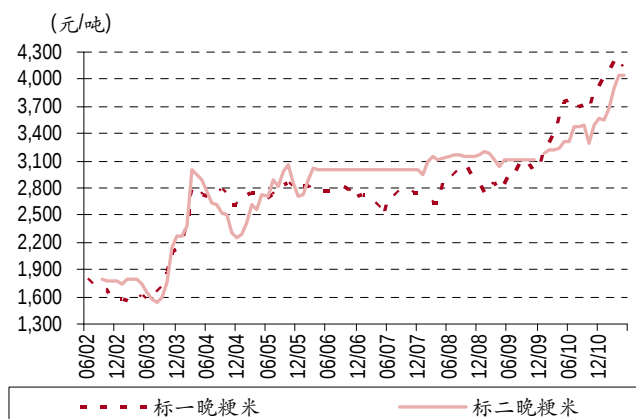
资料来源：统计局，万得

米面食品及其他农产品

大米价格：进入 2011 年以来，大米价格上涨明显。2010 年 12 月份标一早粳米平均批发价 3,787 元/吨，标一早籼米 3,298 元/吨；2011 年 5 月份标一早粳米全国批发价 3,930 元/吨，标一早籼米 3,508 元/吨，分别同比增长 4.0% 和 21.6%，环比增长 -0.3% 和 0.3%，环比变动较小。

图表 19. 全国粮油批发价格-米


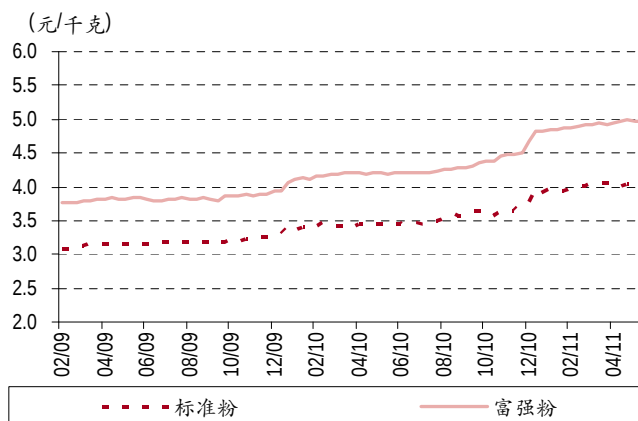
资料来源：统计局

图表 20. 全国粮油批发价格-米


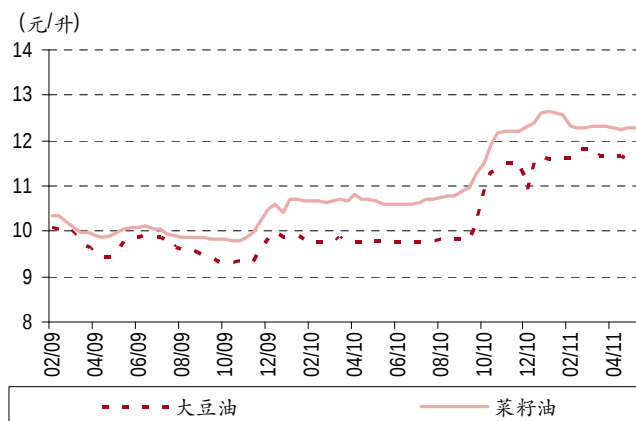
资料来源：统计局

面粉价格: 5 月价格同 4 月份基本持平, 较年初仍有上涨。末 3.77 元价格有 7.7% 的上涨, 较 1 月初增长 3.3%, 处 2009 年初以来最高位。

食用油: 食用油价格由于“限价令”作用, 2010 年底以来变化幅度较小, 基本稳定, 但仍处于价格高位。

图表 21.50 城市面粉平均价格


资料来源：统计局

图表 22.50 城市食用油平均价格


资料来源：统计局

农产品批发价格定基指数前低后高，同比高增

5 月份全国农产品批发价格定基指数 181.05，同比增速为 11.8%，较上月有所提高 (上月同比增速为 7.9%)，环比下降 0.1%，4 月的环比增速为-2.8%，环比继续下降，但降幅收窄。2 月份随着春节过去，指数呈现前高后低走势，3 月份指数呈两头高中间低特征，4 月总体前高后低走势，5 月份走势为“U”字形，并且月末比月初高，5 月 27 日为 185.4，5 月 3 日为 180.1，肉类价格上涨是一个重要原因。

商品期货价格同比依然增长，但环比增速减缓，郑棉期货价格同比环比下降明显

5 月份大连大豆期货价格 4,947 元/吨，同比增长 20.7%，环比上涨 0.5% (4 月份为 7.7%)，环比增幅较大的品种；郑州强筋麦期货价格 2,559 元/吨，同比增长 11.3%，环比下降 1.5% (4 月环比增长 1.4%)；大连玉米期货价格 2,253 元/吨，同比增长 16.6%，环比增长 1.2% (4 月环比增长 2.8%)；

郑棉期货价格 25,568 元/吨，同比增长 51.4%，环比下降 9.4% (4 月环比下降 8.0%)，是环比下滑幅度最大的品种。棉花库存较高，且今年播种面积大幅增长对郑棉价格构成压力。

郑州白糖期货价格高位疲软

5 月份郑州白糖期货平均成交价格 6,909 元，同比增长 40.1% (4 月同比增长 37.6%)，环比下降 3.7% (4 月环比上涨 0.8%)；榨季结束后，糖厂短期库存高位。由于糖价高位，下游用户对替代糖需求上升，白糖价格短期观望氛围较重，另外大宗商品价格整体表现不佳。

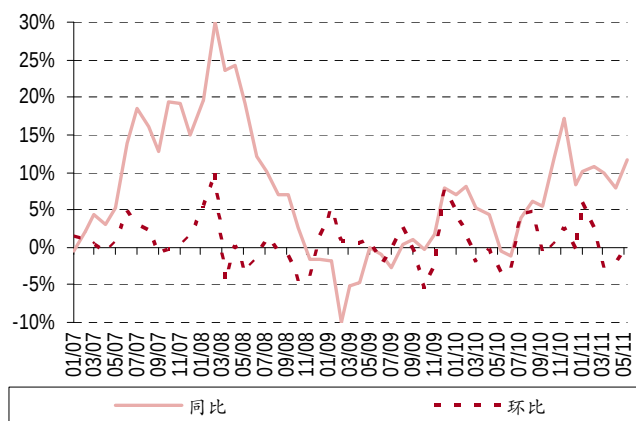
5 月全国食糖零售价格增长依然较快，同比增长 33.1%，环比增长 1.8% (4 月环比增长 1.6%)。

图表 23. 全国农产品批发价格指数



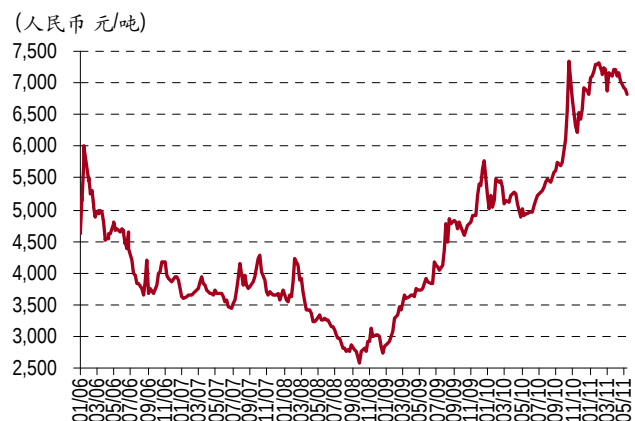
资料来源：中国农业部（以2000年为100计算）

图表 24. 全国农产品批发价格指数同比和环比



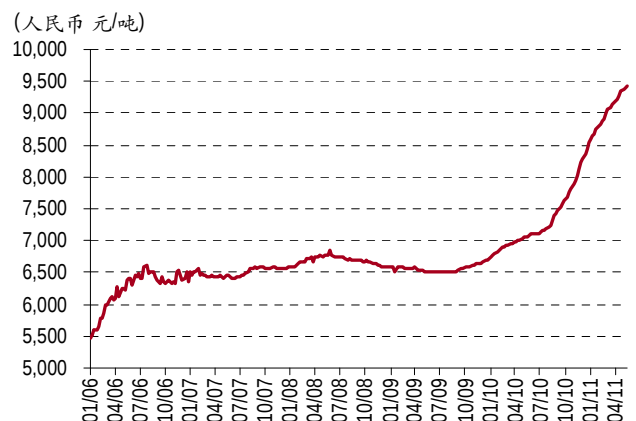
资料来源：中国农业部（以2000年为100计算）

图表 25. 郑州白糖期货价格走势



资料来源：万得资讯

图表 26. 全国食糖零售价格走势



资料来源：商务部

图表 27. 全国期货及现货价格

	单位	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2010 年 3 季度	2010 年 4 季度	2011 年 1 季度	2011 年 4 月	2011 年 5 月
大连大豆	元/吨	2,537	3,640	4,753	3,710	4,221	4,116	4,444	4,653	4,925	4,947
郑州强麦	元/吨	1,646	1,744	1,883	2,064	2,357	2,383	2,484	2,513	2,599	2,559
大连玉米	元/吨	1,331	1,555	1,622	1,646	1,951	1,964	2,054	1,964	2,226	2,253
郑州棉花	元/吨	13,957	13,686	13,331	13,341	19,473	17,844	27,436	30,718	28,225	25,568
郑州白糖	元/吨	4,547	3,742	3,217	4,125	5,561	5,455	6,500	7,134	7,174	6,909
食糖零售价格	元/吨	6,246	6,499	6,687	6,563	7,299	7,303	7,985	8,862	9,238	9,403

资料来源：万得资讯、商务部

图表 28. 全国农产品期现货价格同比变动 (%)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2010 年 3 季度	2010 年 4 季度	2011 年 1 季度	2011 年 4 月	2011 年 5 月	2011 年 5 月/ 2011 年 4 月
大连大豆	43.5	30.6	(21.9)	13.8	13.9	16.0	11.4	14.0	20.7	0.5
郑州强麦	6.0	8.0	9.6	14.2	14.5	14.6	10.5	13.1	11.3	(1.5)
大连玉米	16.8	4.3	1.5	18.5	16.1	16.6	12.8	16.9	16.6	1.2
郑州棉花	(1.9)	(2.6)	0.1	46.0	32.0	81.7	94.8	70.0	51.4	(9.4)
郑州白糖	(17.7)	(14.0)	28.2	34.8	20.8	29.9	36.4	37.6	40.1	(3.7)
食糖零售价格	4.1	3.1	(1.9)	11.2	11.9	20.4	29.2	32.0	33.1	1.8

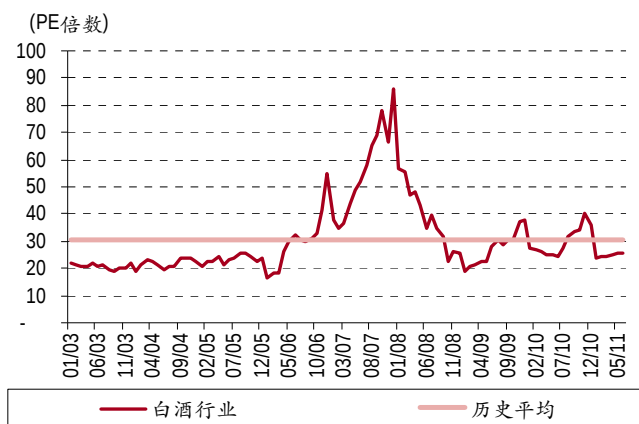
资料来源：万得资讯、商务部

投资推荐

从历史数据看，白酒行业估值处于较低位置。白酒行业基于当年业绩计算的市盈率于 2007 年达到历史高点。从历史平均数据 (选取 10 家白酒企业) 看，市盈率为 30.64 倍，2008 年 10 月份以来大部分时间低于历史平均值运行，目前估值具有较高的安全边际。基于 2011 年盈利估算，目前白酒行业市盈率在 25.64 倍，一线重点品种市盈率更低。

白酒行业相对上证 A 股而言，以 2011 业绩为基础，目前估值倍数在 2.08 倍，高于历史平均，但已较大幅度低于上年 11 月份的 2.61 倍，主要是市场走势同白酒板块走势相逆，距离被动拉大，显示市场对防御板块的重视，白酒板块跑赢大盘。

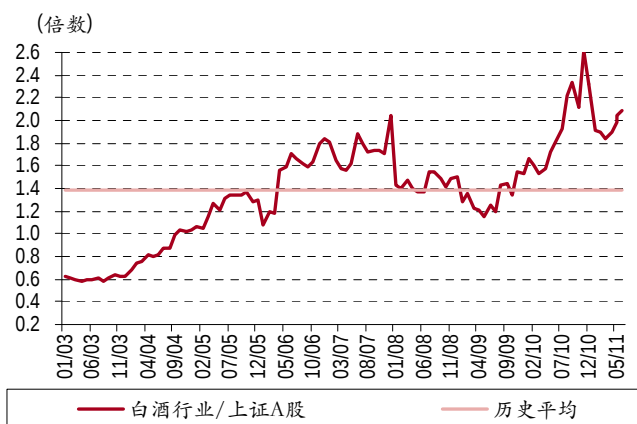
图表 29. 白酒行业基于当年业绩市盈率走势



资料来源：中银国际板块及指数分析

注：白酒行业覆盖股票为泸州老窖、古井贡酒、五粮液、洋河股份、金种子、茅台、水井坊、汾酒、老白干、伊力特

图表 30. 白酒行业市盈率相对上证 A 股市盈率倍数



资料来源：中银国际板块及指数分析

注：上证 A 股未剔除亏损；2011 年数据基于预测合计利润
公式：上证 A 股总市值/上证 A 股 2011 预测净利润合计

在农产品价格上涨幅度较大，防通胀压力仍然较大的情况下，食品饮料行业仍有结构性的投资机会，关注成本转嫁能力强，增长确定性高的子行业，适当加大配置防御性强兼具进取性品种。

自 4 月中旬发布白酒投资报告提示一线白酒买点以来 (4 月 18 日的《白酒行业：优选中、高档白酒》)，白酒板块显著跑赢指数，从全年预计情况看，白酒板块投资价值仍突出。重申白酒板块的攻守兼备特征，继续看好泸州老窖、贵州茅台、五粮液等估值安全边际高品种。

葡萄酒方面，我们依然看好张裕。公司作为国产葡萄酒龙头企业，已经构建出核心竞争力，这包括行之有效的营销体系、中高档产品占优的产品结构、持续不断的品牌建设投入、原料基地与酒庄的全面布局。公司争取 2011 年西部三酒庄建设完成，明年 120 年司庆前实现酒庄产品上市，酒庄酒集体收获时间迫近。自 88 元推介以来，张裕累计涨幅已经超过 10%，证明具备核心竞争力对企业投资价值的强支撑。

我们国内葡萄酒市场总体规模的不断扩大和较快增长的中长期趋势不会改变。短期内，由于国外葡萄酒大量进入中国市场，进口葡萄酒数量和品种可能持续大幅增长，对国产酒冲击相对明显，同国产葡萄酒的竞争也将长期存在，但进口葡萄酒市场会有一个净化沉淀过程，真正具备竞争力的品牌仍然有限。张裕除了依靠独特的营销体系优势很大程度化解进口酒的冲击，同时还能在营销模式多元化层面进行探索，张裕酒庄布局完成和产能提升后综合竞争力将得到进一步加强。

进口葡萄酒高增的背后隐忧包括：1) 高、中、低档进口葡萄酒一拥而上，导致进口葡萄酒不再“阳春白雪”，整体定位出现偏差；2) 从事进口葡萄酒代理运作的主体太过多元化，短期逐利行为占据较大比重，不利于进口葡萄酒的消费者教育以及品牌形象树立；3) 评级紊乱、价格体系不规范造成消费者选择障碍；4) 中高档进口葡萄酒以团购为主，餐饮渠道仍是弱项。

建议关注奶业整顿、政策扶持畜牧业和奶业以及原奶价格企稳背景下奶业龙头的投资机会。我们初步判断奶业龙头企业的市场费用投入到了阶段性顶点（也即费用率有望回落），投入产出效率提升，由粗放型增长逐步转入规模效益型增长，在原奶价格企稳的背景下，利润率水平有望提升。

伊利股份近期由于受到“举报门”影响，股价出现异动。概而言之，我们认为，“举报门”事件和奶业三聚氰胺、双汇瘦肉精以及饮料“塑化剂”事件不可相提并论，就普通消费者而言，因为企业高管受到举报或高层变动而放弃选择购买其产品的可能性并不显著。“举报门”虽不直接影响生产和销售，但会使得公司定增以及业绩释放的不确定性增强，因此其最终定性和处理结果对判断股价前景非常重要。我们认为，公司在治理上固然存在一些问题，但乳业（尤其是液奶）龙头企业发展至今天，战略发展路径已有基本共识，因此，**即便**出现管理层变动，经历短暂阵痛后，公司依然会回归正轨，甚至更加健康的发展。我们维持一贯观点，建议中长期重点关注，如果短期股价继续下跌，将迎来确定性买入机会。

图表 31. 重点关注公司估值情况

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)		每股收益增长 (%)		复合增速 (%)	净资产收 益率(%)	评级
				2010	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2010-2012	2011E	
泸州老窖	000568.SZ	44.44	620	1.58	1.97	2.43	22.5	18.3	24.7	23.4	24.1	40.2	买入
五粮液	000858.SZ	34.60	1,313	1.16	1.49	1.90	23.2	18.2	29.0	27.0	28.0	24.1	买入
贵州茅台	600519.SS	203.21	1,918	5.35	8.11	10.73	25.1	18.9	51.6	32.3	41.6	30.2	买入
洋河股份	002304.SZ	105.90	953	2.45	3.88	5.39	27.3	19.7	58.4	38.9	48.3	34.0	买入
金种子酒	600199.SS	15.98	89	0.32	0.55	0.83	28.9	19.2	72.7	50.4	61.2	18.3	买入
承德露露	000848.SZ	16.87	62	0.59	0.70	1.03	24.0	16.4	19.0	46.7	32.1	24.5	买入
中粮屯河	600737.SS	10.11	102	(0.05)	0.39	0.62	26.0	16.2	(809.9)	60.2	NA	12.6	买入
张裕 A	000869.SZ	94.68	499	2.72	3.26	4.00	29.1	23.6	19.7	23.0	21.3	35.3	买入
伊利股份	600887.SS	16.20	259	0.46	0.63	0.85	25.7	19.1	38.5	34.9	36.7	5.5	买入
光明乳业	600597.SS	8.27	87	0.19	0.24	0.32	34.7	26.1	25.3	33.2	29.2	3.8	持有

资料来源：中银国际研究预测

本表以 2011 年 6 月 15 日收盘价格为标准，均按最新股本摊薄

研究报告中所提及的有关上市公司

张裕 (000869.SZ/人民币 94.68, 买入)

泸州老窖 (000568.SZ/人民币 44.44, 买入)

贵州茅台 (600519.SS/人民币 203.21, 买入)

五粮液 (000858.SZ/人民币 34.60, 买入)

伊利股份 (600887.SS/人民币 16.20, 买入)

以2011年6月15日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

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。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有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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中银国际集团成员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。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

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) 2867 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) 2867 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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371