

**600519.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 1,743.91

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 贵州茅台 2023 年 1 季报业绩点评

**股价表现**


| (%)    | 今年至今  | 1 个月  | 3 个月  | 12 个月  |
|--------|-------|-------|-------|--------|
| 绝对     | 0.8   | (2.0) | (6.2) | 0.7    |
| 相对上证综指 | (3.9) | (1.9) | (6.2) | (12.4) |

|                    |              |
|--------------------|--------------|
| 发行股数 (百万)          | 1,256.20     |
| 流通股 (百万)           | 1,256.20     |
| 总市值 (人民币 百万)       | 2,190,695.91 |
| 3 个月日均交易额 (人民币 百万) | 4,238.72     |
| 主要股东               |              |
| 中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 | 54.06        |

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以 2023 年 4 月 26 日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《贵州茅台》20230401
- 《贵州茅台》20221017
- 《贵州茅台》20220803

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: 白酒 II

**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: 汤玮亮**

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

# 贵州茅台

## 渠道结构继续优化, 1 季度开局良好

贵州茅台公布 23 年 1 季报。1Q23 公司实现营收 387.6 亿元, 同比增 20.0%, 归母净利 207.9 亿元, 同比增 20.6%, 每股收益 16.55 元/股。1 季度顺利实现开门红, 系列酒放量, 表现亮眼。在产品 & 渠道结构不断优化背景下, 公司现已步入收获期, 未来三年营收增速可维持 15% 以上, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- 1 季度顺利实现开门红, 系列酒放量, 表现亮眼。1Q23 公司实现营收 387.6 亿元, 同比增长 20.0%, 整体实现较快增长。(1) 分产品来看, 1Q23 茅台酒营收 337.2 亿元, 同比增 16.8%, 系列酒营收 50.1 亿元, 同比增 46.3%, 我们判断系列酒高增速与 4Q22 公司控货及茅台 1935 配额有限有关, 4Q22 系列酒增速为 11.2%。根据酒说新闻, 茅台 1935 销售指标集中在 22 年前 3 季度完成, 考虑到市场需求及发货节奏, 我们判断 1 季度系列酒实现高增或与茅台 1935 放量有关。茅台酒增长稳健, 预计延续 2022 年量价齐升且价增大于量增。(2) 分渠道来看, 1Q23 传统渠道实现营收 209.3 亿元, 同比降 2.2%, 直销渠道营收 178.1 亿元, 同比增 63.6%, 收入占比 46%, 同比提升 12.3pct。2022 年 3 月 28 日“i 茅台”APP 试运营, 5 月 18 日正式上线, 所以我们判断“i 茅台”贡献 1Q23 直销渠道主要增量, 公司渠道改革步入收获期。(3) 1Q23 公司合同负债 83.3 亿元, 环比 2022 年末减少 71.4 亿元, 我们预计与公司打款节奏有关, 终端需求保持了较快增速。(4) 1Q23 公司归母净利润 207.9 亿元, 同比增 20.6%, 归母净利率同比小幅提升 0.3pct 至 53.7%。
- 在产品 & 渠道结构不断优化背景下, 公司现已步入收获期, 未来三年营收增速可维持 15% 以上。公司高管团队锐意进取, 丁雄军董事长上任后提出茅台要“居安思危”、“创新求变”, 以“五合营销法”为抓手持续推进产品与渠道市场化改革。我们认为, 经过公司多项改革举措, 公司经营层面发生了很多积极变化, 渠道及产品改革红利释放, 未来三年营收增速可维持 15% 以上。

**估值**

- 2023 年公司规划营业总收入同比增长 15%, 完成基建投资 71.09 亿元。结合 1 季度业绩表现, 我们预计公司可超额完成全年规划。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 58.7、68.5、79.3 元, 同比增 17.6%、16.6%、15.8%, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 渠道库存超预期。经济恢复不及预期。

**投资摘要**

| 年结日: 12 月 31 日  | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(人民币 百万)    | 106,190 | 124,100 | 145,313 | 167,853 | 193,418 |
| 增长率(%)          | 11.9    | 16.9    | 17.1    | 15.5    | 15.2    |
| EBITDA(人民币 百万)  | 72,222  | 84,740  | 99,174  | 115,288 | 133,167 |
| 归母净利润(人民币 百万)   | 52,460  | 62,716  | 73,774  | 86,036  | 99,595  |
| 增长率(%)          | 12.3    | 19.6    | 17.6    | 16.6    | 15.8    |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 41.76   | 49.93   | 58.73   | 68.49   | 79.28   |
| 市盈率(倍)          | 41.8    | 34.9    | 29.7    | 25.5    | 22.0    |
| 市净率(倍)          | 11.6    | 11.1    | 9.2     | 7.5     | 6.1     |
| EV/EBITDA(倍)    | 34.9    | 24.8    | 21.0    | 17.6    | 14.7    |
| 每股股息 (人民币)      | 21.7    | 25.9    | 25.9    | 25.9    | 25.9    |
| 股息率(%)          | 1.1     | 1.5     | 1.5     | 1.5     | 1.5     |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2023 年 1 季报业绩概览

| (人民币, 百万元)               | FY2021      | FY2022      | 同比 (%)     | 1Q22        | 1Q23        | 同比 (%)       |
|--------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|--------------|
| 营业收入                     | 106,190     | 124,100     | 16.9       | 32,296      | 38,756      | 20.0         |
| 营业成本                     | 8,983       | 10,093      | 12.4       | 2,465       | 2,870       | 16.4         |
| <b>毛利率(%)</b>            | <b>91.5</b> | <b>91.9</b> | <b>0.3</b> | <b>92.4</b> | <b>92.6</b> | <b>0.2</b>   |
| 毛利                       | 97,207      | 114,006     | 17.3       | 29,831      | 35,886      | 20.3         |
| 税金及附加                    | 15,304      | 18,496      | 20.9       | 4,337       | 5,460       | 25.9         |
| 销售费用                     | 2,737       | 3,298       | 20.5       | 531         | 757         | 42.5         |
| 管理费用                     | 8,450       | 9,012       | 6.6        | 2,133       | 2,012       | (5.7)        |
| 研发费用                     | 62          | 135         | 118.3      | 20          | 23          | 17.5         |
| 财务费用                     | (935)       | (1,392)     | 48.9       | (334)       | (420)       | 25.7         |
| 资产减值损失                   | 0           | 0           | -          | 0           | 0           | -            |
| 公允价值变动收益                 | (2)         | 0           | (100.0)    | 0           | 0           | -            |
| 投资收益                     | 58          | 64          | 9.6        | 16          | 4           | (74.4)       |
| 营业利润                     | 74,751      | 87,880      | 17.6       | 24,027      | 28,686      | 19.4         |
| <b>营业利润率(%)</b>          | <b>70.4</b> | <b>70.8</b> | <b>0.4</b> | <b>74.4</b> | <b>74.0</b> | <b>(0.4)</b> |
| 营业外收入                    | 69          | 71          | 2.7        | 13.0        | 14.4        | 10.2         |
| 营业外支出                    | 292         | 249         | (14.7)     | 28.8        | 0.1         | (99.6)       |
| 利润总额                     | 74,528      | 87,701      | 17.7       | 24,011      | 28,700      | 19.5         |
| 所得税                      | 18,808      | 22,326      | 18.7       | 6,059       | 7,175       | 18.4         |
| <b>所得税率(剔除非经常性影响)(%)</b> | <b>25</b>   | <b>25</b>   | <b>0.2</b> | <b>25</b>   | <b>25</b>   | <b>(0.2)</b> |
| 少数股东权益                   | 3,260       | 2,659       | (18.5)     | 707         | 730         | 3.2          |
| 归属于母公司净利润                | 52,460      | 62,716      | 19.6       | 17,245      | 20,795      | 20.6         |
| <b>净利率(%)</b>            | <b>49.4</b> | <b>50.5</b> | <b>1.1</b> | <b>53.4</b> | <b>53.7</b> | <b>0.3</b>   |
| EPS (元/股)                | 41.76       | 49.93       | 19.6       | 13.73       | 16.55       | 20.6         |

资料来源: 万得, 中银证券

注: 毛利率、营业利润率、所得税率、归母净利率同比单位为 pct

## 利润表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日    | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入          | 109,464 | 127,554 | 148,940 | 171,661 | 197,417 |
| 营业收入           | 106,190 | 124,100 | 145,313 | 167,853 | 193,418 |
| 营业成本           | 8,983   | 10,093  | 11,540  | 12,828  | 15,112  |
| 营业税金及附加        | 15,304  | 18,496  | 21,657  | 25,017  | 28,827  |
| 销售费用           | 2,737   | 3,298   | 4,054   | 4,515   | 4,835   |
| 管理费用           | 8,450   | 9,012   | 10,608  | 12,015  | 13,539  |
| 研发费用           | 62      | 135     | 102     | 117     | 135     |
| 财务费用           | (935)   | (1,392) | (1,149) | (1,917) | (2,866) |
| 其他收益           | 21      | 25      | 25      | 25      | 25      |
| 资产减值损失         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 信用减值损失         | (13)    | (15)    | (10)    | (10)    | (5)     |
| 资产处置收益         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 公允价值变动收益       | (2)     | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益           | 58      | 64      | 64      | 64      | 64      |
| 汇兑收益           | 0       | 0       | 2       | 2       | 2       |
| 营业利润           | 74,751  | 87,880  | 102,208 | 119,166 | 137,919 |
| 营业外收入          | 69      | 71      | 71      | 71      | 71      |
| 营业外支出          | 292     | 249     | 249     | 249     | 249     |
| 利润总额           | 74,528  | 87,701  | 102,030 | 118,988 | 137,741 |
| 所得税            | 18,808  | 22,326  | 25,974  | 30,291  | 35,065  |
| 净利润            | 55,721  | 65,375  | 76,056  | 88,697  | 102,676 |
| 少数股东损益         | 3,260   | 2,659   | 2,282   | 2,661   | 3,080   |
| 归母净利润          | 52,460  | 62,716  | 73,774  | 86,036  | 99,595  |
| EBITDA         | 72,222  | 84,740  | 99,174  | 115,288 | 133,167 |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | 41.76   | 49.93   | 58.73   | 68.49   | 79.28   |

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      | 2021           | 2022           | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>220,766</b> | <b>216,611</b> | <b>277,314</b> | <b>332,571</b> | <b>418,440</b> |
| 货币资金             | 51,810         | 58,274         | 106,130        | 160,649        | 232,667        |
| 应收账款             | 0              | 21             | 4              | 25             | 8              |
| 应收票据             | 0              | 105            | 18             | 125            | 40             |
| 存货               | 33,394         | 38,824         | 43,746         | 48,040         | 60,089         |
| 预付账款             | 389            | 897            | 574            | 1,062          | 865            |
| 合同资产             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 其他流动资产           | 135,172        | 118,489        | 126,842        | 122,671        | 124,770        |
| <b>非流动资产</b>     | <b>34,403</b>  | <b>37,753</b>  | <b>36,300</b>  | <b>34,847</b>  | <b>34,970</b>  |
| 长期投资             | 170            | 381            | 381            | 381            | 381            |
| 固定资产             | 17,472         | 19,743         | 19,360         | 18,532         | 18,898         |
| 无形资产             | 6,208          | 7,083          | 7,048          | 6,988          | 6,910          |
| 其他长期资产           | 10,552         | 10,547         | 9,511          | 8,946          | 8,782          |
| <b>资产合计</b>      | <b>255,168</b> | <b>254,365</b> | <b>313,614</b> | <b>367,418</b> | <b>453,410</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>57,914</b>  | <b>49,066</b>  | <b>64,827</b>  | <b>62,474</b>  | <b>78,344</b>  |
| 短期借款             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 应付账款             | 2,010          | 2,408          | 2,643          | 2,972          | 3,643          |
| 其他流动负债           | 55,904         | 46,657         | 62,184         | 59,502         | 74,701         |
| <b>非流动负债</b>     | <b>296</b>     | <b>334</b>     | <b>315</b>     | <b>325</b>     | <b>320</b>     |
| 长期借款             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 其他长期负债           | 296            | 334            | 315            | 325            | 320            |
| <b>负债合计</b>      | <b>58,211</b>  | <b>49,400</b>  | <b>65,143</b>  | <b>62,799</b>  | <b>78,665</b>  |
| 股本               | 1,256          | 1,256          | 1,256          | 1,256          | 1,256          |
| 少数股东权益           | 7,418          | 7,458          | 9,740          | 12,401         | 15,481         |
| 归属母公司股东权益        | 189,539        | 197,507        | 238,732        | 292,218        | 359,265        |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>255,168</b> | <b>254,365</b> | <b>313,614</b> | <b>367,418</b> | <b>453,410</b> |

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    | 2021            | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 55,721          | 65,375          | 76,056          | 88,697          | 102,676         |
| 折旧摊销           | 1,582           | 1,689           | 1,832           | 1,938           | 2,204           |
| 营运资金变动         | (7,258)         | 3,888           | 1,856           | (2,562)         | 1,755           |
| 其他             | 13,984          | (34,254)        | (216)           | (2,480)         | (2,681)         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>64,029</b>   | <b>36,699</b>   | <b>79,529</b>   | <b>85,593</b>   | <b>103,954</b>  |
| 资本支出           | (3,409)         | (5,307)         | (225)           | (425)           | (2,220)         |
| 投资变动           | (148)           | (210)           | (90)            | (90)            | (90)            |
| 其他             | (2,006)         | (20)            | 64              | 62              | 62              |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(5,562)</b>  | <b>(5,537)</b>  | <b>(251)</b>    | <b>(452)</b>    | <b>(2,247)</b>  |
| 银行借款           | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               |
| 股权融资           | (27,899)        | (58,859)        | (32,549)        | (32,549)        | (32,549)        |
| 其他             | 1,335           | 1,435           | 1,128           | 1,928           | 2,861           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(26,564)</b> | <b>(57,425)</b> | <b>(31,422)</b> | <b>(30,622)</b> | <b>(29,689)</b> |
| <b>净现金流</b>    | <b>31,902</b>   | <b>(26,263)</b> | <b>47,856</b>   | <b>54,519</b>   | <b>72,018</b>   |

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       | 2021  | 2022     | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|-------------------|-------|----------|----------|----------|----------|
| <b>成长能力</b>       |       |          |          |          |          |
| 营业收入增长率(%)        | 11.9  | 16.9     | 17.1     | 15.5     | 15.2     |
| 营业利润增长率(%)        | 12.2  | 17.6     | 16.3     | 16.6     | 15.7     |
| 归属于母公司净利润增长率(%)   | 12.3  | 19.6     | 17.6     | 16.6     | 15.8     |
| 息税前利润增长率(%)       | 11.4  | 17.6     | 17.2     | 16.4     | 15.5     |
| 息税折旧前利润增长率(%)     | 11.6  | 17.3     | 17.0     | 16.2     | 15.5     |
| EPS(最新股本摊薄)增长率(%) | 12.3  | 19.6     | 17.6     | 16.6     | 15.8     |
| <b>获利能力</b>       |       |          |          |          |          |
| 息税前利润率(%)         | 66.5  | 66.9     | 67.0     | 67.5     | 67.7     |
| 营业利润率(%)          | 68.3  | 68.9     | 68.6     | 69.4     | 69.9     |
| 毛利率(%)            | 91.5  | 91.9     | 92.1     | 92.4     | 92.2     |
| 归母净利润率(%)         | 47.9  | 49.2     | 49.5     | 50.1     | 50.4     |
| ROE(%)            | 27.7  | 31.8     | 30.9     | 29.4     | 27.7     |
| ROIC(%)           | 37.6  | 43.9     | 53.0     | 61.1     | 71.6     |
| <b>偿债能力</b>       |       |          |          |          |          |
| 资产负债率             | 0.2   | 0.2      | 0.2      | 0.2      | 0.2      |
| 净负债权益比            | (0.3) | (0.3)    | (0.4)    | (0.5)    | (0.6)    |
| 流动比率              | 3.8   | 4.4      | 4.3      | 5.3      | 5.3      |
| <b>营运能力</b>       |       |          |          |          |          |
| 总资产周转率            | 0.5   | 0.5      | 0.5      | 0.5      | 0.5      |
| 应收账款周转率           |       | 11,854.5 | 11,854.5 | 11,854.5 | 11,854.5 |
| 应付账款周转率           | 63.4  | 56.2     | 57.5     | 59.8     | 58.5     |
| <b>费用率</b>        |       |          |          |          |          |
| 销售费用率(%)          | 2.6   | 2.7      | 2.8      | 2.7      | 2.5      |
| 管理费用率(%)          | 8.0   | 7.3      | 7.3      | 7.2      | 7.0      |
| 研发费用率(%)          | 0.1   | 0.1      | 0.1      | 0.1      | 0.1      |
| 财务费用率(%)          | (0.9) | (1.1)    | (0.8)    | (1.1)    | (1.5)    |
| <b>每股指标(元)</b>    |       |          |          |          |          |
| 每股收益(最新摊薄)        | 41.8  | 49.9     | 58.7     | 68.5     | 79.3     |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 51.0  | 29.2     | 63.3     | 68.1     | 82.8     |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 150.9 | 157.2    | 190.0    | 232.6    | 286.0    |
| 每股股息              | 21.7  | 25.9     | 25.9     | 25.9     | 25.9     |
| <b>估值比率</b>       |       |          |          |          |          |
| P/E(最新摊薄)         | 41.8  | 34.9     | 29.7     | 25.5     | 22.0     |
| P/B(最新摊薄)         | 11.6  | 11.1     | 9.2      | 7.5      | 6.1      |
| EV/EBITDA         | 34.9  | 24.8     | 21.0     | 17.6     | 14.7     |
| 价格/现金流(倍)         | 34.2  | 59.7     | 27.5     | 25.6     | 21.1     |

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