

# 半年领跑市场，再看旅游股投资价值

## 核心观点：

今年社服行业在申万行业表现位居第一，截止8月末，板块整体下降3%，休闲服务指数下降1.31%，领跑所有行业。我们梳理了今年中报情况，表现好于市场多数行业。

社服行业在今年上半年取得较好的业绩成果。根据半年报统计结果，休闲服务（申万）板块整体的营收增速达26.95%，位列申万行业第一位；归母净利润增速达30.63%，在全行业中排名第四，同时，在消费领域排名第三位，领先于大多数行业。

板块呈现“强者恒强”态势。百亿市值以上的企业在营收增速和归母净利润增速上，均高于百亿市值以下的企业水平。尤其是在收入增速水平上，大市值企业高出小市值企业13.7pct，未来两者的规模体量差距将进一步增加。

细分方向上，景区、免税、餐饮三大板块的收入增速及归母净利润增长均呈现加速状态。其余板块增速尽管较去年同期或2017年全年增速有所放缓，但是在整体的增长仍保持在较高水平。其中，免税、酒店、出境游、景区、餐饮的营收增速分别为67.77%、6.79%、20.47%、12.41%、6.61%，归母净利润增速分别为47.6%、23.90%、14.69%、22.81%、14.83%。

规模、收入成长之外，社服板块整体的盈利水平也呈提升趋势。毛利率/净利率分别为42.85%/9.30%，较去年同期分别提升0.73pct/0.48pct。其中，免税板块实现了毛利率的提升，其余子板块则主要实现了净利率的提升。

上半年整体估值水平下调，机构不断加仓。截止8月末，在半年报公布完毕后，社服板块整体的PE水平由年初的34.82降至30.22倍。同时，机构在社服板块上的持仓数量较年初提升4.43%，市值提升24.81%。

根据行业趋势，我们认为在今年后四个月内，龙头依旧具备更大的提升空间，且在应对宏观层面带来的影响能力方面，龙头公司具备更强的抗风险能力。

优质行业龙头标的：1) 免税龙头中国国旅；2) 行业面+基本面均向好的酒店行业龙头首旅酒店、锦江股份；3) 增长稳健的景区宋城演艺、中青旅、丽江旅游、长白山；4) 行业景气向上的出境游标的众信旅游、腾邦国际；5) 快速扩张的餐饮龙头广州酒家。

## 休闲服务

维持

买入

贺燕青

heyanqing@csc.com.cn

010-85159268

执业证书编号：S1440518070003

发布日期：2018年09月03日

### 市场表现



### 相关研究报告

## 中报业绩综述

(一) 强者恒强：头部企业增速亮眼 .....	3
1、营收增速第一，利润增速领先多数行业 .....	3
2、内部板块分化，向头部集中 .....	4
3、增速区间：两极分化，中部较小 .....	4
(二) 板块业绩：免税及酒店表现较好 .....	5
1、免税：涨幅第一，行业向好 .....	5
2、酒店：提价逻辑成上涨主旋律 .....	6
3、出境游：行业复苏，业绩回暖 .....	8
4、景区：受降价+降雨天气双重影响 .....	8
5、餐饮：广州酒家表现亮眼 .....	10
(三) 盈利能力：全面提升，控费显著 .....	10
(四) 估值下降，持仓增加 .....	11
(五) 龙头公司盈利预测 .....	12

## 图目录

图 1：申万行业 2018 年中报营收增长对比（%） .....	3
图 2：申万行业 2018 年中报归母净利润增长对比（%） .....	3
图 3：合计营收保持增长（%） .....	4
图 4：合计归母净利润保持增长（%） .....	4
图 5：较大市值企业收入增速较高（%） .....	4
图 6：较大市值企业归母净利润增速较高（%） .....	4
图 7：个股营收增速区间 .....	5
图 8：个股归母净利润增速区间 .....	5
图 9：离岛免税销售额达 52.5 亿元 .....	5
图 10：离岛免税购物人数达 147.3 万人次 .....	5
图 11：H1 末三大集团酒店数量 .....	6
图 12：中高端酒店占比不断提升 .....	6
图 13：华住 RevPAR 增速保持 13%以上 .....	7
图 14：华住 ADR 增长不断提速 .....	7
图 15：如家 RevPAR 保持提升 .....	7
图 16：如家 ADR 增长不断提速 .....	7
图 17：锦江 RevPAR 保持提升 .....	7
图 18：锦江 ADR 增长不断提速 .....	7
图 19：国际航班订座量增速保持高位（%） .....	8
图 20：多数景区客流水平变化情况（万人次） .....	9
图 21：板块盈利能力提升（%） .....	10
图 22：板块费率降低（%） .....	11

图 23: 板块 PE 水平降低 .....	11
图 24: 机构持仓股数增加 .....	12
图 25: 机构持仓市值增加 .....	12

## 表目录

表 1: 免税板块内个股情况 (%) .....	5
表 2: 酒店板块内个股情况 (%) .....	6
表 3: 出境游板块内个股情况 (%) .....	8
表 4: 景区板块内个股情况 (%) .....	9
表 5: 餐饮板块内个股情况 (%) .....	10
表 6: 龙头公司估值梳理 (亿元) .....	12

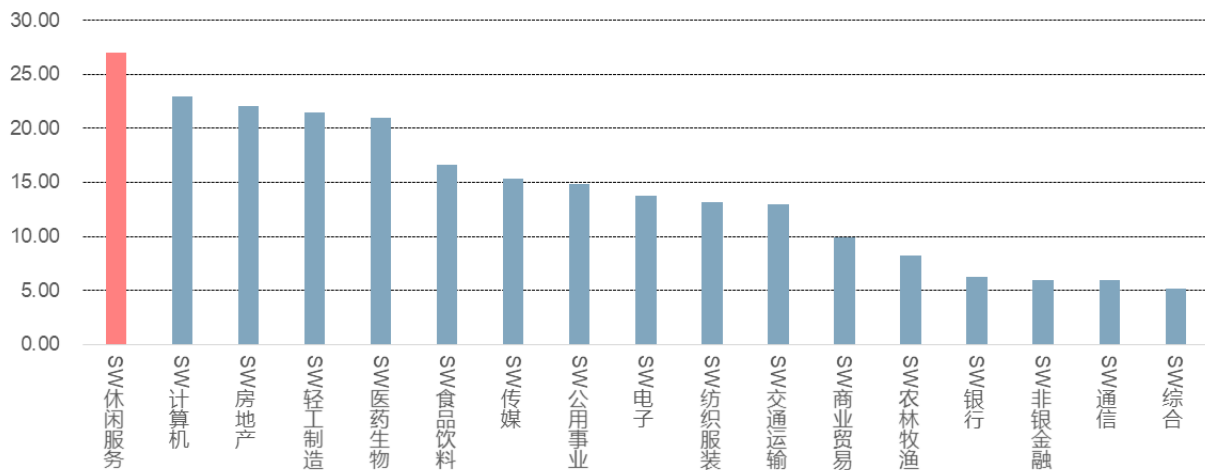
## 中报业绩综述

### （一）强者恒强：头部企业增速亮眼

#### 1、营收增速第一，利润增速领先多数行业

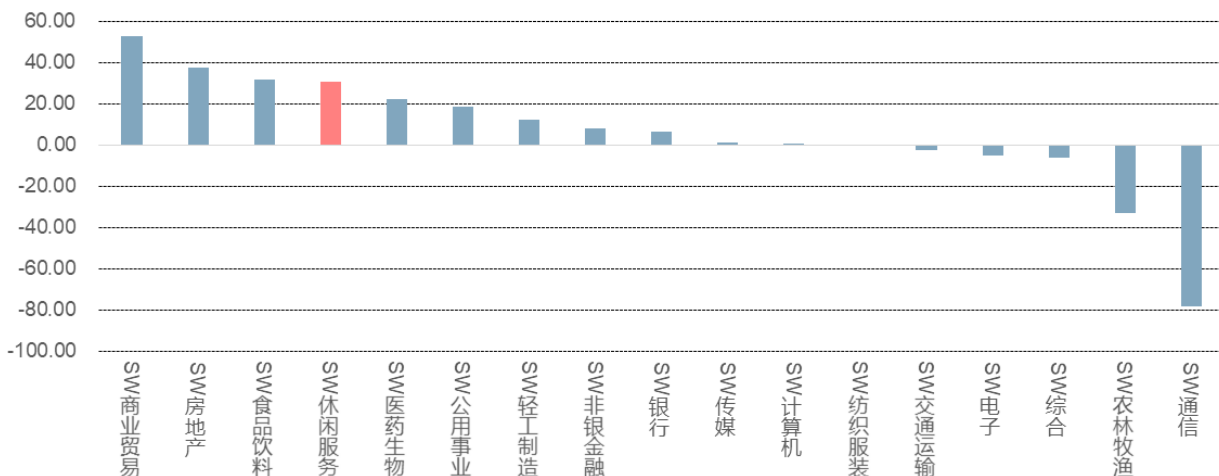
社服行业在今年 H1 内取得较好的业绩表现。根据半年报统计结果，休闲服务（申万）板块整体的营收增速达 26.95%，位列申万行业第一位；归母净利润增速达 30.63%，全行业中排名第四，在消费领域排名第三位，领先于大多数行业。

图 1：申万行业 2018 年中报营收增长对比（%）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 2：申万行业 2018 年中报归母净利润增长对比（%）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

## 2、内部板块分化，向头部集中

2018 年中报业绩整体有亮点，板块分化。从板块整体来看，景区、免税、餐饮三大板块的收入增速及归母净利润增长均呈现加速状态。其余板块增速尽管较去年同期或 2017 年全年增速有所放缓，但是在整体的增长仍保持在较高水平。

图 3：合计营收保持增长（%）

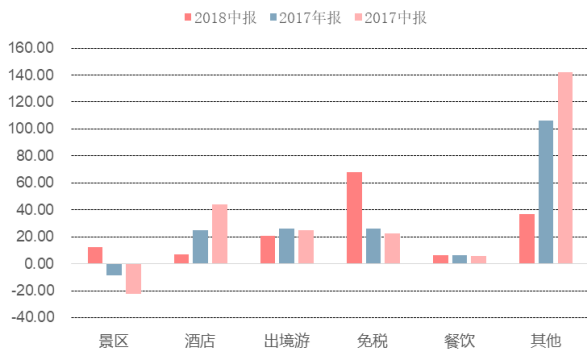
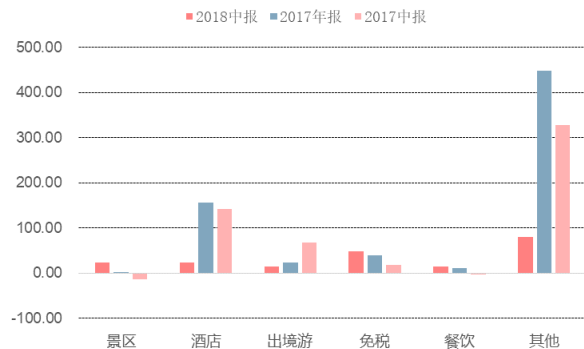


图 4：合计归母净利润保持增长（%）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

板块普遍呈现“强者恒强”态势。按照市值划分，百亿市值以上的企业无论是营收增速或归母净利润增速均高于百亿市值以下的企业水平。尤其是在收入增速水平上，大市值企业高出小市值企业 13.7pct，未来两者的规模体量差距将进一步增加。在归母净利润增速上，大市值企业也高出小市值企业 3.84pct。

图 5：较大市值企业收入增速较高（%）

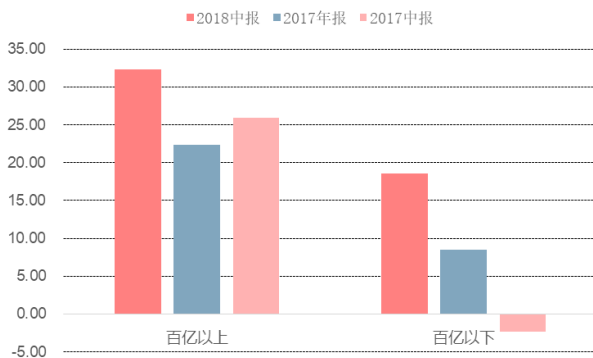
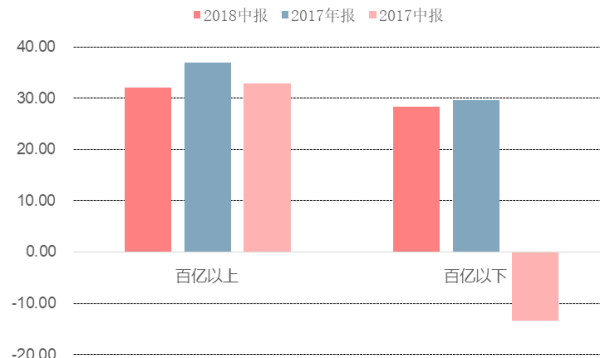


图 6：较大市值企业归母净利润增速较高（%）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

## 3、增速区间：两极分化，中部较小

尽管整体增速较好，但个股表现差异化极大。从增速区间来看，无论是营收增速还是归母净利润增速均表现出两极分化趋势，尤其在归母净利润上，增速 40% 以上的个股数量和负增长的个股数量持平。

图 7：个股营收增速区间

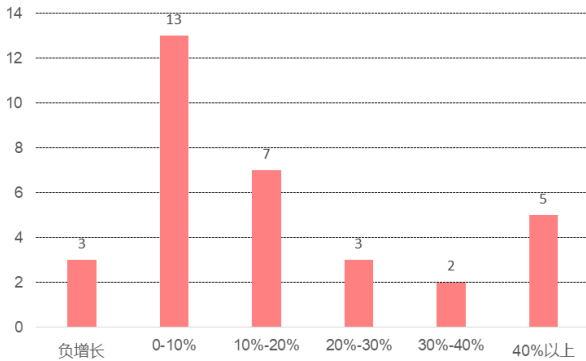
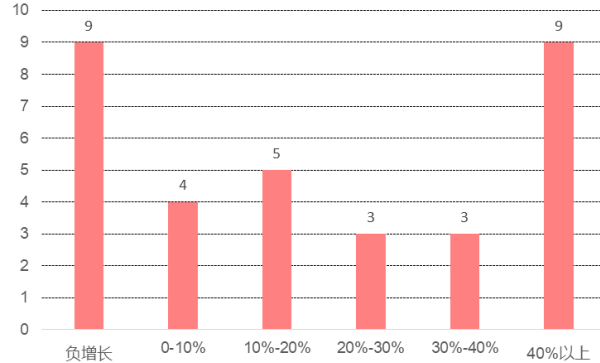


图 8：个股归母净利润增速区间



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

## （二）板块业绩：免税及酒店表现较好

### 1、免税：涨幅第一，行业向好

免税今年上半年股价涨幅领先，近年业绩受到收购影响波动较大。除去收购因素外，免税行业自身也正处于景气向上阶段。从高频数据来看，上半年内，海南离岛免税店销售免税品 52.5 亿元/703.4 万件，免税购物人数达 147.3 万人次，同比分别增长 24.1%/32.2%/22.6%，尽管较 2017 年的增速有所放缓（受韩国旅游客流恢复影响），但仍处于较高水平。

表 1：免税板块内个股情况（%）

	区间涨跌幅		营收增速			归母净利润增速			经营现金流增速		
	2018H1	2018H1	2018H1	2017H1	2016H1	2018H1	2017H1	2016H1	2018H1	2017H1	2016H1
中国国旅	49.59	67.77	22.46	265.55	47.60	17.47	-66.73	41.63	68.28	287.20	

资料来源：wind，公司公告，中信建投证券研究发展部

图 9：离岛免税销售额达 52.5 亿元

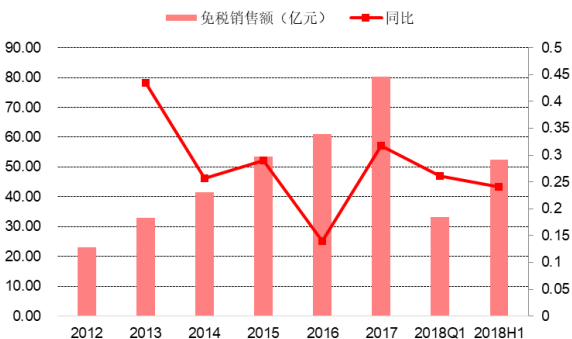
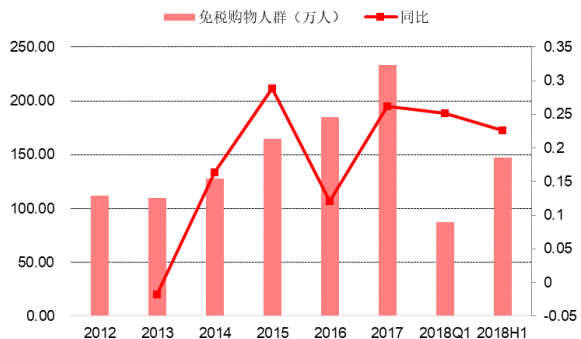


图 10：离岛免税购物人数达 147.3 万人次



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

## 2、酒店：提价逻辑成上涨主旋律

酒店行业标的仅 6 个，但在上半年股份涨幅前十里占据 4 席，整体板块的营收/归母净利润增速分别为 6.79%/23.90%。从最近三次中报经营数据来看，多数个股的成长性具备一定延续性，但业绩增速波动较大，主要由两方面影响：1) 行业本身向好，内生增速推动个股业绩增长；2) 借助资本力量，通过收购大幅影响业绩水平。因此，部分标的业绩增速放缓并不表明公司的成长能力下降，我们认为，行业的景气+扩张态势会继续为上市公司带来长期的业绩支撑。

表 2：酒店板块内个股情况 (%)

	区间涨跌幅		营收增速		归母净利润增速			经营现金流增速		
	2018H1	2018H1	2017H1	2016H1	2018H1	2017H1	2016H1	2018H1	2017H1	2016H1
首旅酒店	21.11	0.35	71.33	75.48	41.23	1,626.29	2.62	-6.37	72.94	104.94
锦江股份	16.19	10.34	43.97	43.24	22.05	37.87	105.07	10.36	83.23	74.95
大东海 A	12.11	7.14	25.15	2.46	-25.42	898.85	8.89	-3.73	122.27	66.74
金陵饭店	5.44	16.06	9.00	14.81	-3.26	184.11	3.39	28.29	592.21	-62.81
华天酒店	-32.54	4.92	-9.03	-3.62	-46.81	-11.64	-292.83	34.29	556.57	-89.08
西安旅游	-49.40	7.51	-13.50	17.45	7.71	-296.33	142.73	49.10	-92.20	-301.41

资料来源: wind, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

酒店行业今年上半年继续向好。截止 2018 年 6 月末，华住/首旅如家/锦江的开业酒店规模分别达到 3,903/3,788/7,035 家，上半年净增加酒店分别为 157/219/341 家，同时，以中高端酒店为主的扩张进一步提升了三大集团的中高端酒店占比，分别达到 26.80%/15.13% (其中，如家: 13.16%) /28.22%。

图 11：H1 末三大集团酒店数量

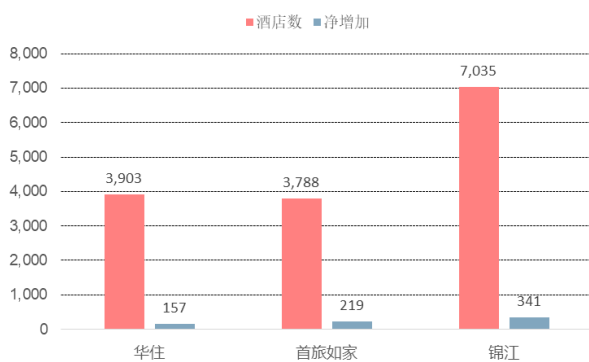
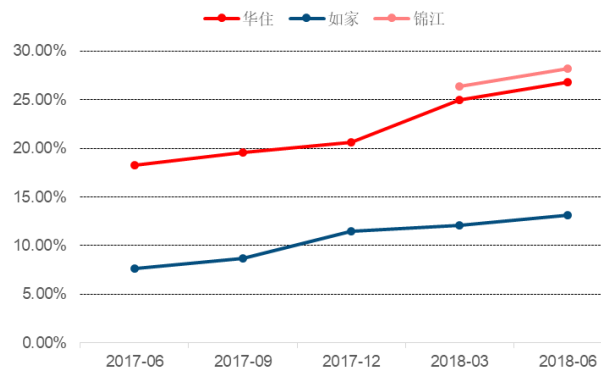


图 12：中高端酒店占比不断提升



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

房价推动 RevPAR 继续向上。1) 华住：在 Q2 时，RevPAR/ADR/Occ 增速分别为 13.4%/13.6%/-0.5pct，已经是华住连续五个季度 RevPAR 增速超 10%；2) 如家：在 Q2 时，RevPAR/ADR/Occ 增速分别为 5.40%/8.9%/-2.6pct，如家的 RevPAR 的提升完全由提价+中高端酒店扩张带动；3) 锦江：H1 内，RevPAR/ADR/Occ 增速分别为 6.97%/10.08%/-2.25pct，同时，锦江的扩张速度为三大集团中最高，预计未来仍有较大业绩释放空间。

图 13：华住 RevPAR 增速保持 13%以上

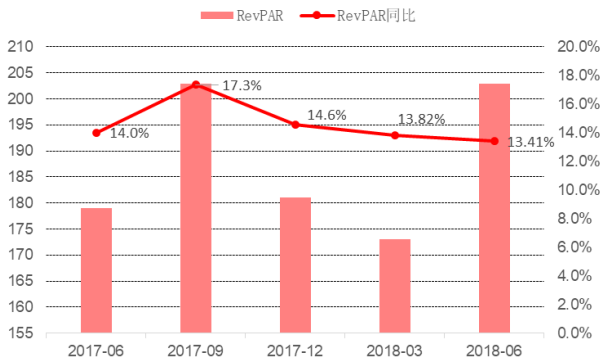
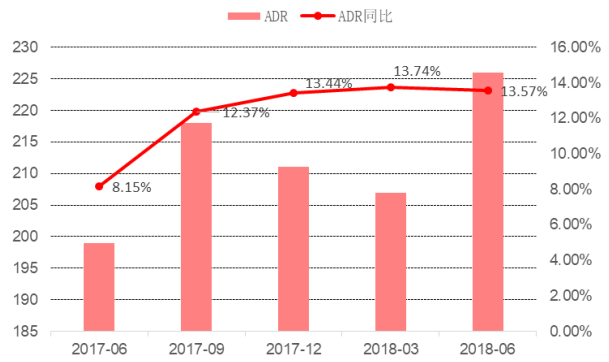


图 14：华住 ADR 增长不断提速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 15：如家 RevPAR 保持提升

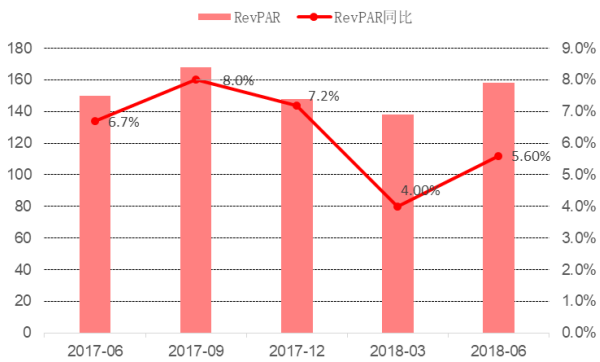
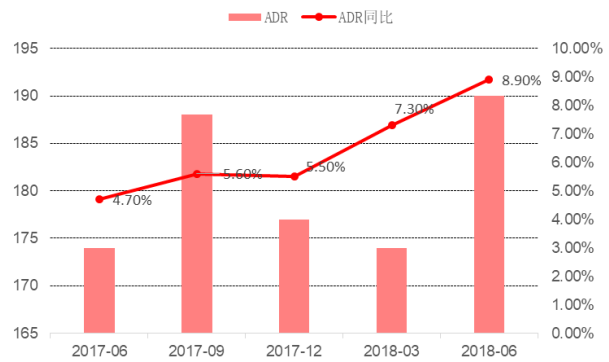


图 16：如家 ADR 增长不断提速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 17：锦江 RevPAR 保持提升

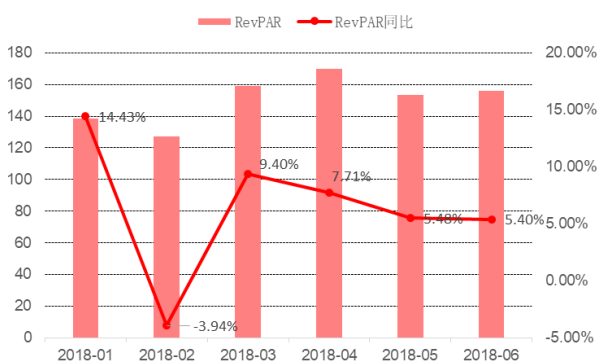
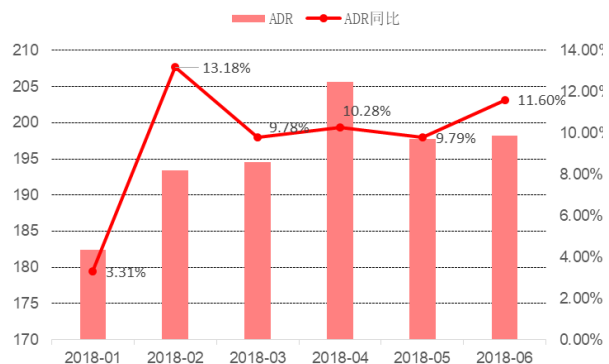


图 18：锦江 ADR 增长不断提速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



### 3、出境游：行业复苏，业绩回暖

出境板块上半年股价表现较弱，但多数标的业绩增长水平较高，板块营收/归母净利润增速分别为20.47%/14.69%。

表 3：出境游板块内个股情况 (%)

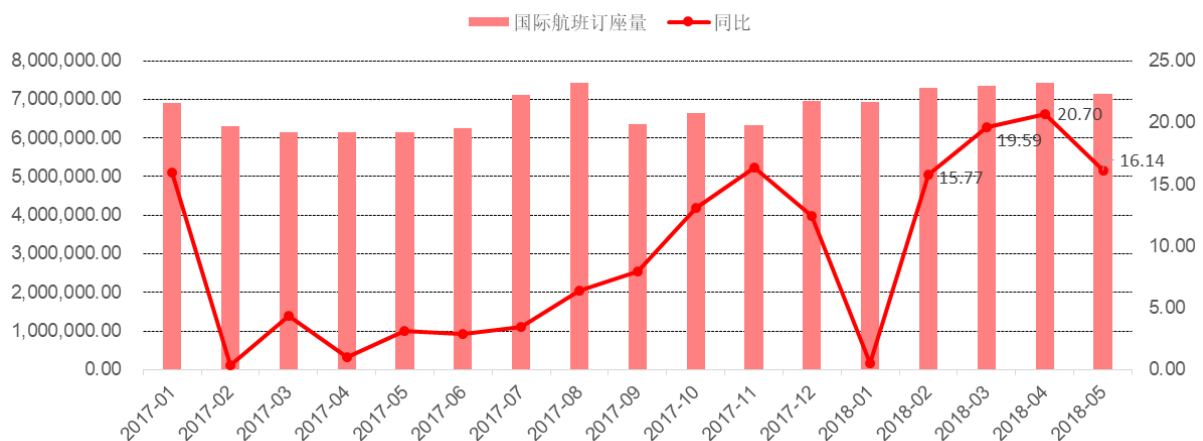
	区间涨跌幅	营收增速			归母净利润增速			经营现金流增速		
	2018H1	2018H1	2017H1	2016H1	2018H1	2017H1	2016H1	2018H1	2017H1	2016H1
腾邦国际	6.03	81.94	166.83	33.43	39.73	108.30	18.76	-1,913.42	80.82	13.68
凯撒旅游	-8.38	10.66	30.84	47.14	-42.99	136.11	60.25	76.40	44.73	-204.51
众信旅游	-11.55	14.58	13.33	41.99	45.18	26.58	28.41	-9,955.09	100.82	-181.63
岭南控股	-19.89	11.47	9.32	-5.75	24.39	12.55	-9.70	-57.75	1,274.83	-62.35

资料来源：wind，公司公告，中信建投证券研究发展部

上半年出境游行业回暖较为明显。2018年上半年出境游人次达到7,131万，同比增长15%，较去年同期的5%的增速提升10pct。同时，国家移民管理局网站早前发布的消息显示，全国公安机关出入境管理部门共签发因私普通护照1,641.6万本，同比增长21%；港澳通行证1311万本，同比增长16.6%；全国各类出入境证件签发量达7856.4万件次（证件+签注），增长18.2%。

航空订座数据向好。我国今年前5月国际航班的订座量达到4,579万个，同比增速达11.79%。具体来看，国内航空公司订座量为3,614万个，境外航空公司则为965万个，增速分别为14.22%、3.56%，其中，国内航空的国际订座量较去年同期增长9.33pct，表明今年出国人数表现出恢复性增长，行业复苏明显。

图 19：国际航班订座量增速保持高位 (%)



资料来源：中航信，中信建投证券研究发展部

### 4、景区：受降价+降雨天气双重影响

景区今年受到天气因素影响，多数景区在此情况下，采取积极控费措施提升盈利能力。上半年，板块整体的营收/归母净利润增速分别为12.41%/22.81%，后续降门票影响有限。6月29日，发改委印发《关于完善国有景区门票价格形成机制 降低重点国有景区门票价格的指导意见》，要求“在今年‘十一’黄金周旅游高峰前，

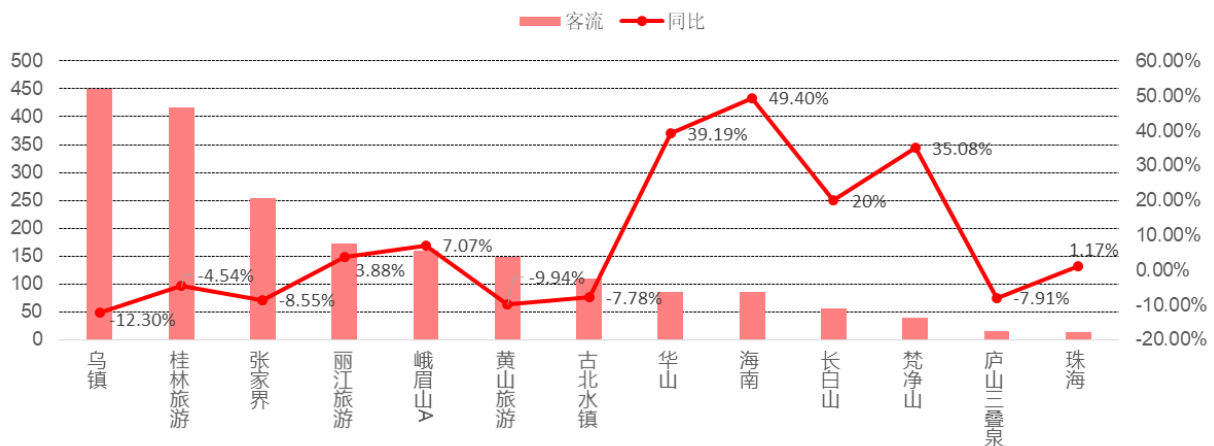
切实降低一批重点国有景区偏高的门票价格。同时，不得提高景区内交通运输等其他游览服务价格，变相增加游客负担。”由于上市景区多数为国家重点景区，不少景区已经宣布门票下调，但由于门票大多不在上市公司体内，因此影响并不大。另一方面，由于本次门票下调幅度多在 10-20 元的水平，对少数门票包含在内的上市景区而言影响也有限。

表 4：景区板块内个股情况（%）

	区间涨跌幅		营收增速		归母净利润增速			经营现金流增速		
	2018H1	2018H1	2017H1	2016H1	2018H1	2017H1	2016H1	2018H1	2017H1	2016H1
宋城演艺	26.67	8.51	17.41	106.96	27.04	21.17	56.09	21.64	21.60	45.44
大连圣亚	25.57	7.86	15.17	-1.43	35.23	147.05	-70.81	-117.71	56.39	-52.32
三特索道	0.21	24.18	6.61	17.28	387.56	-19.08	3.83	123.93	654.65	176.54
云南旅游	-1.88	47.48	-17.41	20.74	-80.49	-38.63	181.94	220.20	-38.43	10.01
中青旅	-4.50	16.93	-4.31	4.26	16.73	9.02	92.17	-10.19	-5.38	797.99
长白山	-8.59	43.44	17.96	1.74	-10.70	-766.33	-24.07	-15.85	-498.29	180.47
天目湖	-14.19	2.30			11.06			-7.88		
九华旅游	-17.19	0.82	12.22	4.44	1.19	17.28	25.46	-29.19	25.13	32.20
峨眉山 A	-17.49	0.17	8.55	3.04	11.56	5.71	8.27	8.91	154.32	-50.92
黄山旅游	-18.36	-6.01	-0.85	11.57	17.03	6.75	40.91	-34.14	54.96	48.57
丽江旅游	-18.59	7.42	-11.36	2.67	18.97	-13.91	6.59	15.06	-10.60	7.82
张家界	-22.46	-16.87	-5.49	-0.03	-47.90	10.27	-29.15	-60.34	125.38	-62.39
桂林旅游	-27.73	-1.69	28.49	-6.99	0.60	529.79	232.62	-13.94	-45.04	2,319.15
曲江文旅	-40.96	25.53	4.91	-1.75	40.82	19.16	56.50	-30.47	21.08	6.22
*ST 藏旅	-49.52	24.54	22.84	11.13	37.68	35.06	4.71	-149.95	142.78	-297.85

资料来源：wind，公司公告，中信建投证券研究发展部

图 20：多数景区客流水平变化情况（万人次）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

天气影响客流水平，但整体景区的收入、归母净利润保持正增长。今年上半年，客流规模最大的几大景区

（乌镇、古北水镇、桂林、张家界，黄山等）由于连续降雨影响，客流水平有所下滑。但在客单价提升以及公司的控费手段下，收入或盈利能力有不同程度的提升。

## 5、餐饮：广州酒家表现亮眼

上半年，餐饮板块整体的营收/归母净利润增速分别为 6.61%/14.83%，主要是依靠广州酒店拉动板块平均水平上涨。广州酒家的业绩季节性波动较大，主要食品月饼具季节属性，因此公司的业绩在三季度时弹性最大。从往年看，月饼业务贡献广州酒家食品制造板块超 50%的营收，因此，Q3 业绩有进一步支撑，确定性较高。

表 5：餐饮板块内个股情况（%）

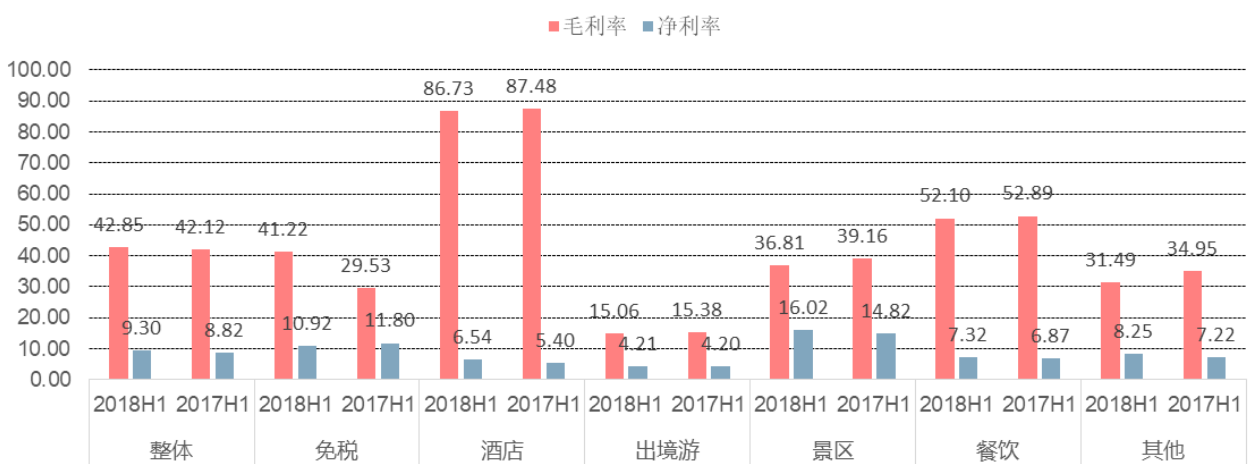
	区间涨跌幅		营收增速			归母净利润增速			经营现金流增速		
	2018H1	2018H1	2017H1	2016H1	2018H1	2017H1	2016H1	2018H1	2017H1	2016H1	
广州酒家	17.97	15.14	18.20		42.09	43.76		75.51	-4.55		
西安饮食	-29.38	1.08	0.37	5.07	-88.18	-105.22	676.76	72.18	-34.59	205.54	
全聚德	-17.03	1.43	-1.14	-2.10	1.29	8.68	3.20	-37.17	18.45	-35.33	

资料来源：wind，公司公告，中信建投证券研究发展部

### （三）盈利能力：全面提升，控费显著

社服板块整体的盈利水平呈提升趋势，板块整体的毛利率和净利率水平分别达到 42.85%/9.30%，较去年同期分别提升 0.73pct、0.48pct。其中，免税板块实现了毛利率的提升，提升幅度达到 11.69%，其余子板块均实现了净利率的提升，提升幅度在 0-2pct 之间。

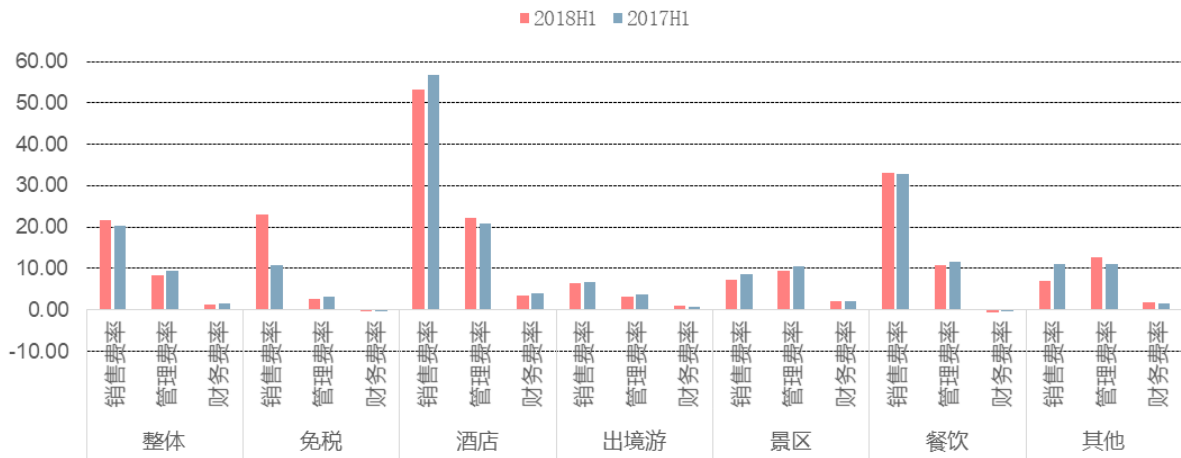
图 21：板块盈利能力提升（%）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

**整体管理费率下降，运营效率提升。**从整体来看，管理费率由 9.36% 降至 8.3%，而整体销售费率的提升主要是由于免税板块带动，其余子板块（除餐饮）的销售费率也呈现下降趋势。具体来看，免税板块销售/管理费率分别变化 +12.17pct/-0.43pct；酒店板块销售/管理费率分别变化 -3.35pct/1.36pct；出境游板块销售/管理费率分别变化 -0.21pct/-0.56pct；景区板块销售/管理费率分别变化 -1.19pct/-1.1pct；餐饮板块销售/管理费率分别变化 0.35pct/1.0pct。

图 22：板块费率降低（%）

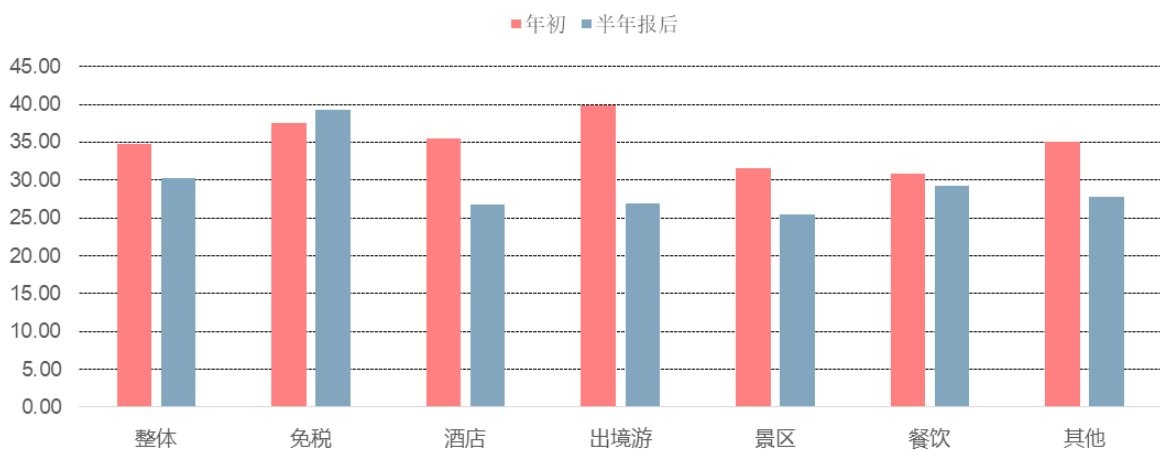


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

#### （四）估值下降，持仓增加

在盈利上行推动及股价下挫后，社服板块的估值不断下调。半年报（8月31日）后，社服板块整体的PE水平由年初的34.82降至30.22倍，除免税板块外，其余板块PE水平均呈现下调状态。具体来看，免税板块PE由37.56提升至39.28倍；酒店板块PE由35.46降至26.72倍；出境游板块由39.87降至26.97倍；景区板块由31.57降至25.43倍；餐饮板块由30.85降至29.22倍。

图 23：板块 PE 水平降低



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

机构在今年的持仓水平有一定提升。根据中报披露情况，机构在社服板块上的持仓股数达81.25亿股，较年初提升4.43%，持仓市值达到1,981.05亿元，较年初水平提升24.81%。

图 24：机构持仓股数增加

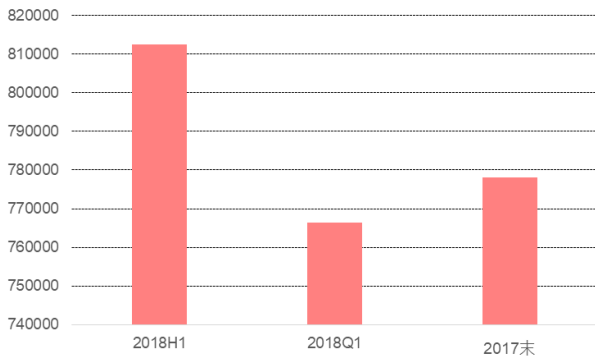
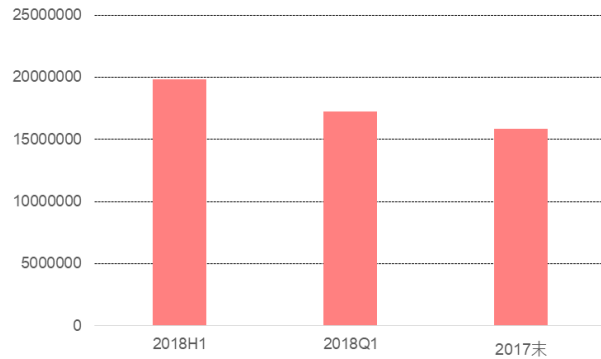


图 25：机构持仓市值增加



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

## （五）龙头公司盈利预测

表 6：龙头公司估值梳理（亿元）

证券代码	证券简称	H1 营收	营收同比	H1 归母净利润	归母净利润同比	EPS		
						2018E	2019E	2020E
603099.SH	长白山	1.09	43.44	-0.42	-10.70	0.42	0.52	0.63
002033.SZ	丽江旅游	3.43	7.42	1.19	18.97	0.46	0.51	0.58
300144.SZ	宋城演艺	15.11	8.51	6.65	27.04	0.88	1.19	1.43
600138.SH	中青旅	55.67	16.93	4.05	16.73	0.92	1.11	1.26
600258.SH	首旅酒店	40.02	0.35	3.40	41.23	1.08	1.37	1.53
600754.SH	锦江股份	69.39	10.34	5.03	22.05	1.14	1.42	1.74
002707.SZ	众信旅游	58.14	15.03	1.38	45.18	0.4	0.53	0.53
603043.SH	广州酒家	7.91	15.14	0.58	42.09	1.13	1.31	1.54

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**贺燕青：**中信建投研究发展部社会服务行业首席分析师，武汉大学会计学本科、经济法研究生，7年证券从业经验。

## 研究服务

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

### 深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859