

社会服务

餐饮旅游 2018 年中报总结

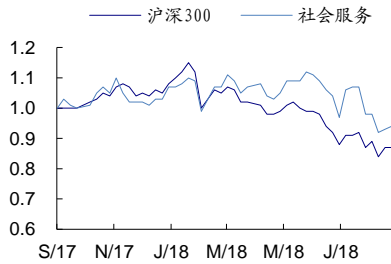
超配

(维持评级)

2018 年 09 月 04 日

一年该行业与沪深 300 走势比较

行业专题



相关研究报告:

《餐饮旅游行业 8 月投资策略:把握回调良机,聚焦优质龙头》——2018-08-15  
 《18 年中报前瞻暨 7 月投资策略:坚守优质龙头,中报有望持续支撑》——2018-07-16  
 《2018 年中期投资策略:迎接基本面投资最好时代,坚守优质龙头》——2018-07-09  
 《餐饮旅游板块 6 月投资策略:优选绩优标的,布局旺季来临》——2018-06-15  
 《5 月投资策略:短期关注 A 股入摩和俄罗斯世界杯两大主题》——2018-05-16

证券分析师:曾光

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

证券分析师:钟潇

电话: 0755-82132098  
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

板块业绩持续高增长,龙头助力业绩提升

● 18H1 旅游板块收入增长 25%, 业绩增长 31%

从行业来看,18 年上半年出境游、国内游、入境游人次分别同增 15%/11%/-0.4%,整体趋势良好。从板块来看,上市公司整体营收增长 24.55%,业绩增长 31.06% (扣非后增 33.71%),业绩增长质量良好。分子版块,从营收增速来看,旅游综合 (33.78%)>酒店 (6.77%)>餐饮 (6.61%)>景区 (3.66%);从业绩增速来看,旅游综合 (33.32%)>景区 (32.17%)>酒店 (23.52%)>餐饮 (14.83%)。综合板块表现最为靓丽,旅游演艺可圈可点,加盟扩张支撑酒店业绩较高增长。

● 18H1 重点公司收入增长 30%, 业绩增长 34%

上半年,重点公司收入增 30.07%,业绩增 34.12% (扣非后增 35.51%)。其中,三特因处置亏损资产及盈利项目超预期,业绩增 388%;国旅、众信、首旅、腾邦分别增 47.6%、45.2%、41.2%、39.7%,表现出色;宋城、锦江、丽江分别增 27.0%、22.1%、19.0%,表现仍良好。

● Q2 板块收入增速 28%, 业绩增长 27%, 增势仍良好

2018Q2 旅游板块收入增长 28%,较 Q1 继续加速 (Q1 收入+21%),业绩增长 27%,虽较 Q1 略有放缓 (Q1 业绩+38%),但受多因素影响,整体仍突出。其中,中国国旅主要受日上海并表&香港机场亏损影响,但三亚店 Q2 增 71%仍快于 Q1;首旅酒店出售首汽股权+政府补贴等非经常性损益推动 Q1 业绩增长 117%;宋城演艺九寨项目未恢复,Q2 增速 (+23%)略逊于 Q1 (+31%)等。

● 投资建议:维持板块“超配”,精选优质白马

维持板块“超配”评级。总体来看,在出境游复苏、国内游稳增的背景下,旅游板块和重点公司 18 年上半年业绩增长同比仍持续向好,维持着较高的景气度。结合目前市场风格,首先仍建议关注竞争格局占优/商业模式可复制,且业绩增长较确定的优质白马品种,建议调整中逐步增配中国国旅 (免税龙头,国内外机场+市内免税店有望齐发力)、宋城演艺 (演艺龙头,新一轮项目扩张期+国内市场容量有望突破)、锦江股份/首旅酒店 (酒店龙头,加盟扩张支撑业绩,目前处于估值的低位);若后续市场风格相对灵活,可兼顾基本面改善较确定,业绩弹性较大的:腾邦国际 (出境游龙头,布局新兴目的地&始发地)、众信旅游、三特索道 (业绩改善,布局二三四线城市周边休闲游)等。从中线发展趋势、短期业绩确定性、经营现金流和估值情况,个股重点推荐中国国旅、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店、腾邦国际、众信旅游、三特索道等。

重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码   | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (百万元) | EPS   |       | PE    |       |
|--------|------|------|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |      |         |           | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E |
| 601888 | 中国国旅 | 买入   | 62.30   | 121,639   | 1.85  | 2.57  | 33.7  | 24.2  |
| 300144 | 宋城演艺 | 买入   | 22.79   | 33,105    | 1.07  | 0.86  | 21.3  | 26.5  |
| 600754 | 锦江股份 | 买入   | 24.25   | 23,230    | 1.14  | 1.24  | 21.3  | 19.6  |
| 600258 | 首旅酒店 | 买入   | 18.44   | 18,051    | 0.89  | 0.94  | 20.7  | 19.6  |
| 300178 | 腾邦国际 | 买入   | 11.53   | 7,108     | 0.62  | 0.85  | 18.6  | 13.6  |
| 002707 | 众信旅游 | 买入   | 8.69    | 73.79     | 0.39  | 0.33  | 32.3  | 62.6  |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

## 2018 年上半年全国重点旅游数据一览

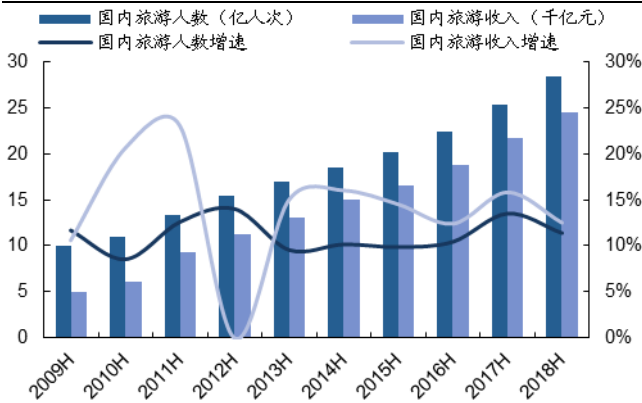
根据发改委发布的最新数据，2018 年上半年，我国国内旅游达到了 28.36 亿人次，同比增长 11.4%，国内旅游收入 2.45 万亿，同比增长 12.5%，整体保持良好趋势；入境旅游 6923 万人次，与去年同期基本持平；出境游人次达 7131 万，同比增长 15%。同时，根据移民局数据，2018 年上半年全国各类出境证件签发量达 7856.4 万件次，同增 18.2%。出入境人员总数达 3.1 亿人次，同比增长 7.7%。

图 1：18 年 H1 出境游人次保持高速增长，增速 15%



资料来源：中国政府网、中旅院等，国信证券经济研究所整理  
注释：2014 年及以前为“出境人数”，2014 年之后为“出境游人数”

图 2：2018H1 年国内游收入同增 12.5%



资料来源：中国政府网、中旅院、发改委等，国信证券经济研究所整理

图 3：2018H1 年入境游人次与去年同期基本持平

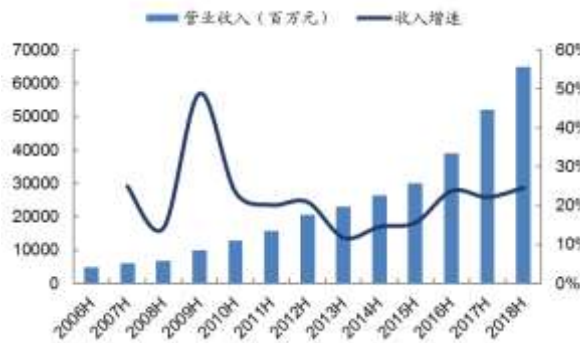


资料来源：Wind，发改委，国信证券经济研究所整理

## 上半年旅游板块收入增 25%，业绩增 31%

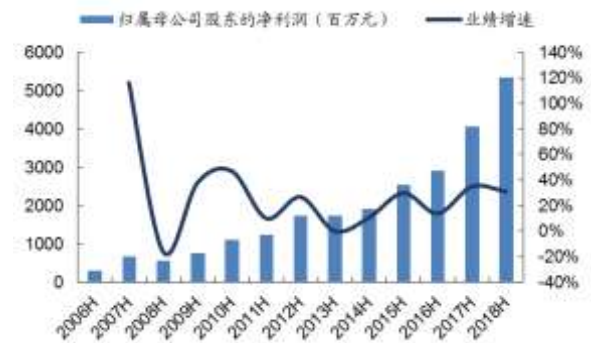
2018H1，旅游板块整体收入和业绩增长仍保持良好趋势。总体来看，在考虑追溯调整的影响后，旅游板块 2018 年上半年收入增长 24.55%，整体保持较快增长，较去年同期增速（22.15%）有所加快；旅游板块整体业绩增长 31.06%，虽然相对略逊于去年同期增速（35.02%），但考虑去年同期两大酒店龙头均有并表因素的推动，今年板块业绩仍能增长 30%+表现靓丽。此外，旅游板块扣非后业绩增长 33.71%，快于板块整体业绩增速，显示整体业绩增长的质量也相对良好。

图 4：2018 年上半年旅游板块营业收入增长 25%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响。

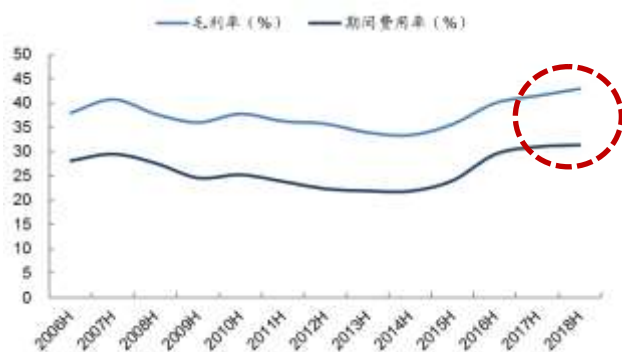
图 5：2018 年上半年旅游板块净利润增长 31%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

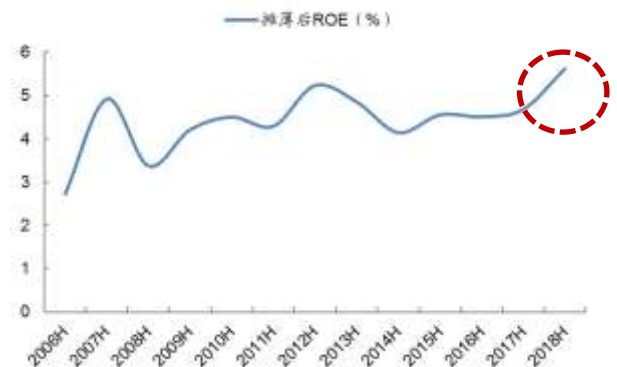
通过分析旅游板块上半年盈利能力，我们看到 2018 年上半年旅游板块上市公司的毛利率和期间费用率较去年略有回升，摊薄后 ROE 也进一步有所回升。如图 4、5 所示，2018 年上半年，旅游板块毛利率为 42.92%（整体法），较去年同期上升了 1.44pct；期间费用率为 31.37%（整体法），比去年同期微升 0.35pct。此外，旅游板块摊薄后 ROE 为 5.62%（整体法），较 2017 年上升 0.94pct。考虑到旅游行业扶持政策持续向好，旅游投资金额的持续增加，新投入项目中长期将有望逐步贡献盈利，并随着产业整合后协同效应的逐步体现，我们认为在旅游行业黄金十年大背景不改的情况下，板块 ROE 仍有进一步提升空间。

图 6：2006-2018 年上半年板块毛利率和期间费用率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响。

图 7：2006-2018 年上半年旅游板块 ROE 走势



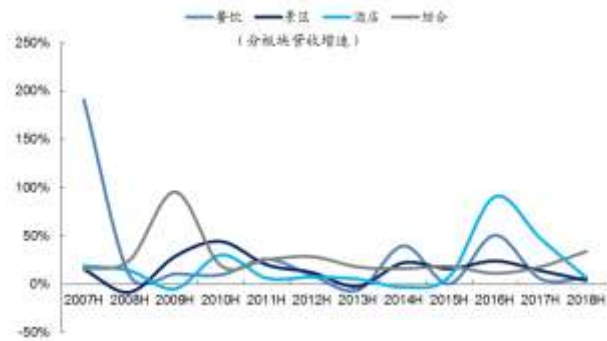
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响。

### 各子板块：综合板块增速最为靓丽，演艺/酒店板块稳步增长

为了分析子行业的变化趋势，我们将纳入旅游板块的 32 个上市公司（与以往相比，新加入广州酒家、天目湖）分为 4 个子板块。分别是景区类（黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、三特索道、大连圣亚、宋城演艺、长白山、九华旅游、天目湖等），酒店类（锦江股份、华天酒店、金陵饭店、首旅酒店、大东海 A），综合类

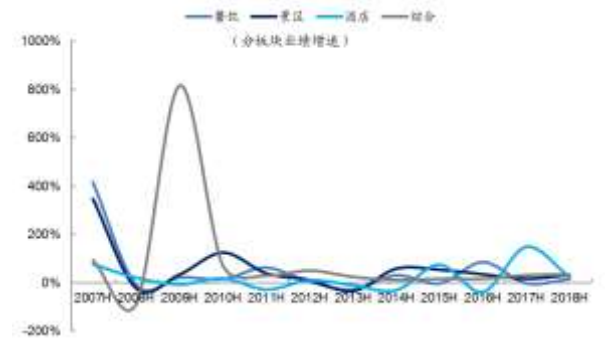
(中国国旅、中青旅、岭南控股、西安旅游、凯撒旅游、云南旅游、众信旅游、腾邦国际、国旅联合、号百控股、曲江文旅、\*ST 藏旅、新智认知(原北部湾旅))、餐饮类(全聚德、西安饮食、广州酒家)。

图 8：2018 年上半年旅游综合类营收增速最高，为 34%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响。

图 9：2018 年上半年综合类业绩增速最高，为 33%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响。

具体来看旅游各子板块，在追溯调整了板块内相关公司的历史同期可比数据后，从各板块收入增长来看，2018 年上半年，旅游综合(33.78%)>酒店(6.77%)>餐饮(6.61%)>景区(3.66%)。从各板块业绩增长来看，旅游综合(33.32%)>景区(32.17%)>酒店(23.52%)>餐饮(14.83%)。

其中，综合板块收入和业绩增长表现最为靓丽，一是得益于最大的权重股中国国旅收入及业绩的良好增长(收入+68%/业绩+36%，主要来自三亚免税店持续高增长及毛利率改善+日上上海并表+香港机场亏损综合影响)，二是得益于出境游龙头腾邦国际(收入+82%/业绩+40%，出境游业绩翻番推动)及众信旅游(收入+15%/业绩+45%，零售渠道发力+非常损益推动)的较快增长。

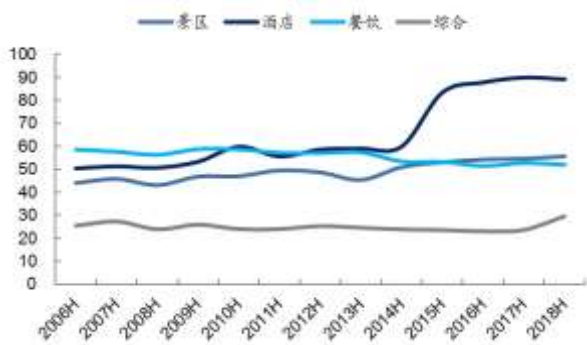
同时，景区板块受益于旅游演艺龙头宋城演艺业绩高增长(业绩+27%，主要来自三亚千古情发力+六间房良好增长)及三特索道的扭亏为盈(业绩+388%，处置亏损资产坪坝营+盈利景区梵净山、华山等的超预期表现)，表现也相对可圈可点。

酒店板块在经济基本面+去年高基数+加盟扩张下沉的影响下收入增速有所放缓(收入+7%，17H1 +47%)，但加盟扩张下龙头业绩仍有较强支撑，上半年酒店板块业绩保持较高增速(业绩+24%)，其中首旅酒店收入 +0.35%、业绩+41.23%、扣非业绩+32.09%，锦江股份收入+10.34%、业绩+22.05%、扣非业绩+58.22%，扣非业绩均表现突出。

餐饮板块业绩表现有恢复(业绩+15%，17H1 -3%)，主要受益于广州酒家业绩的良好表现(业绩+42%)。

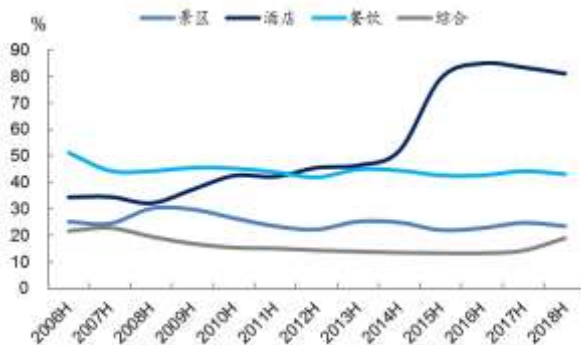
从毛利率的变化来看，2018 年上半年综合/景区子板块毛利率分别提升 5.76/1.01pct，酒店/餐饮子板块分别微降 0.73/0.79pct。2018 年上半年，各子板块整体毛利率排序为：酒店(88.99%)>景区(55.48%)>餐饮(52.10%)>综合(29.54%)。综合子板块毛利率相对最低，主要有低毛利的旅行社业务占比较高的结构性因素，但在行业整合结构改善背景下，该板块毛利率水平一直处于稳步提升过程中。

图 10: 2006-2018 年上半年各子板块毛利率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

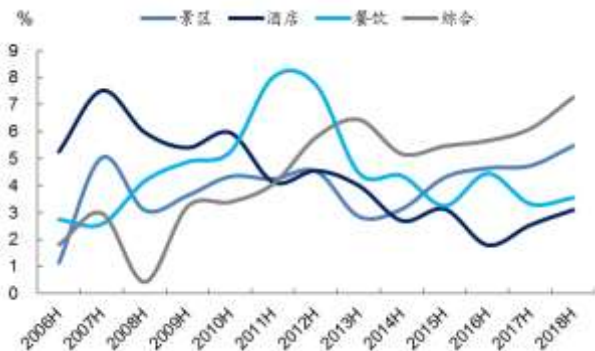
图 11: 2006-2018 年上半年各子板块期间费用率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

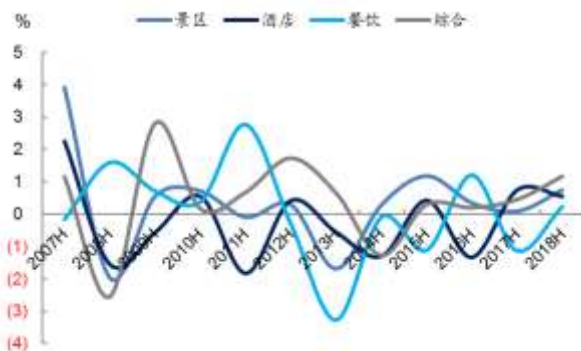
从期间费用率变化来看, 2018 年上半年酒店/景区/餐饮子板块期间费用率分别下降 2.37/1.25/1.19pct, 综合子板块上升 4.65pct。具体来看, 各子板块的期间费用率排序为酒店 (81.02%) > 餐饮 (43.06%) > 景区 (23.56%) > 综合 (18.95%)。同时, 从净资产收益率 ROE 的变化来看, 2018 年上半年, 子板块 ROE 均有所上升。具体各子板块 2018 年上半年 ROE 排序为: 综合 (7.29%) > 景区 (5.48%) > 餐饮 (3.54%) > 酒店 (3.09%)。

图 12: 2006-2018 年上半年各子板块 ROE 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响。

图 13: 2007-2018 年上半年各子板块 ROE 同比增长



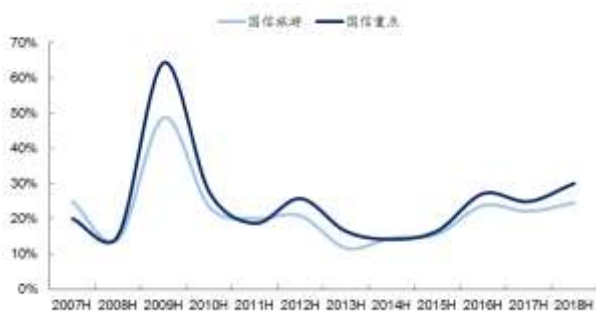
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响。

### 2018 年上半年重点公司营收增长 30%，业绩增长 34%

2018 年上半年, 我们重点跟踪的 14 家旅游上市公司 (中国国旅、中青旅、首旅酒店、黄山旅游、锦江股份、桂林旅游、峨眉山 A、丽江旅游、三特索道、腾邦国际、宋城演艺、众信旅游、凯撒旅游) 营业总收入同比增长 30.07%, 归属于母公司股东的净利润总额同比增长 34.12%, 扣除非经常性损益后净利润同比增长 35.51%, 均高于板块整体。此外, 重点公司净利润占旅游板块整体净利润的比例达 90.16%, 是板块整体业绩的坚实支撑。

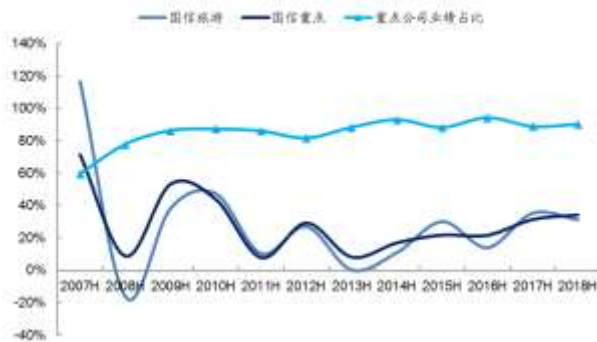
其中, 板块最大权重个股中国国旅业绩增长 47.60% (主要来自三亚免税店持续高增长及毛利率改善+日上上海并表+香港机场亏损综合影响), 是重点公司业绩靓丽表现的核心支撑; 出境游龙头众信旅游 (零售渠道发力+非常损益推动)、腾邦国际 (出境游业绩翻番推动) 业绩分别增长 45.18%、39.73%, 表现亮眼; 首旅酒店业绩增长 41.23% (Q1 出售首汽股权+政府补贴等非经常性损益推动, Q2 如家业绩仍有支撑); 宋城演艺 (三亚发力, 六间房良好增长) 业绩增长 27.04%, 三特索道 (处置亏损资产坪坝营+盈利景区梵净山、华山的超预期表现) 业绩扭亏为盈增长 387.56%, 均表现良好。

图 14: 2018 年上半年重点公司营收同比增长 30.07%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响。

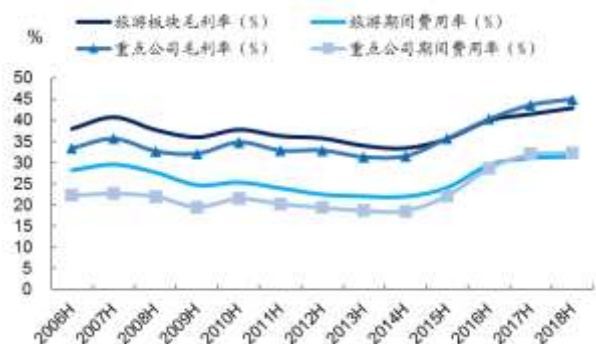
图 15: 2018 年上半年重点公司净利润整体增长 34.12%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响。

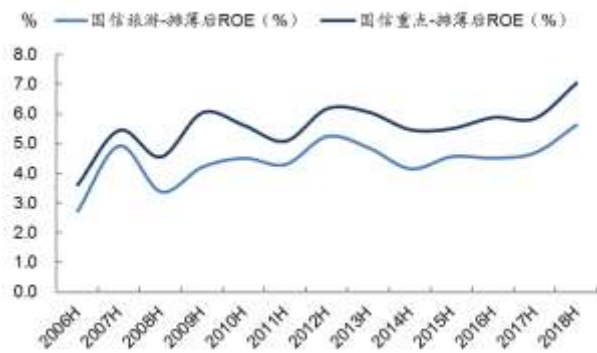
从图 14 可以看出, 18 年上半年重点公司整体毛利率、期间费用率基本都处于相稳中有升的状态。2018 年上半年重点公司整体毛利率为 44.98%, 高于板块整体水平, 较去年同期增长 1.37pct; 期间费用率为 32.35%, 略高于旅游板块整体水平, 较去年同期上升 0.35pct; 从摊薄后 ROE 来看, 2018 年上半年重点公司摊薄后 ROE 为 7.05%, 高于板块整体水平, 与去年同期相比上升 1.2pct。

图 16: 2006H-2018H 重点公司毛利率和期间费用率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响。

图 17: 2006-2018 年上半年重点公司整体 ROE 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响。

## 18Q2 旅游板块收入增 28%, 业绩增 27%, 增势良好

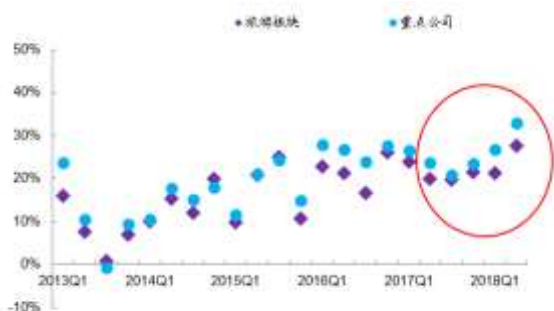
2018 年二季度旅游板块和重点公司营收表现优异, 业绩受多因素影响, 增速略有放缓, 但整体仍然突出。

从营收增速来看 (如图 18), 2018Q2 旅游板块营业收入增速 27.66%, 环比增幅 6.46pct。重点公司 Q2 营收增长 32.90%, 环比上升 6.24pct, 同比增长 9.32pct。总体来看, 板块复苏之后的上升动能仍然强劲, 板块整体和重点公司的收入增速仍稳步上升。

从业绩增速来看 (如图 19), 2018Q2 旅游板块和重点公司单季业绩均增势良好。旅游板块业绩增长 26.69%, 虽然相较 2018Q1 略有放缓 (Q1 业绩+38%), 但受多因素影响, 27%的单季业绩增长横向对比仍然表现突出。具体来看, 中国国旅受益于三亚店靓丽表现 Q1 业绩增长 61%, Q2 回落至 30%, 主要与日上海并表+香港机场亏损综合影响, 但三亚店 Q2 业绩增长 71%, 快于 Q1, 仍然维持高位; 首旅酒店出售首汽股权+政府补贴等非经常性损益推动 Q1 业绩增长达 117%, Q2 回落至 29%, 如家业绩增长仍有支撑; 宋城演艺 Q2 业绩增速 (23%) 逊于 Q1 (31%), 主要与九寨因地震尚未恢复等有关 (九寨项目因淡

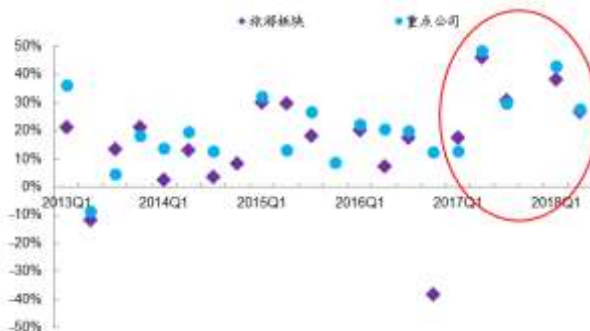
季因素，Q1 影响很小)。与此公示，重点公司业绩增长 27.84%，业绩增速略高于旅游板块整体。

图 18: 2018Q2 旅游板块和重点公司营收大幅上涨



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响, Q2 样本不包含天目湖。

图 19: 2018Q2 旅游板块和重点公司业绩增速略有所回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响, Q2 样本不包含天目湖。

## 维持板块“超配”，精选业绩支撑的行业白马

维持板块“超配”评级。今年上半年我国旅游业继续维持稳步增长态势，出境游、国内游、入境游人次分别同增 15%/11%/-0.4%，为板块公司成长继续奠定坚实基础。从上市公司情况来看，旅游板块收入增 25%，业绩增 31%，表现突出，其中旅游板块扣非后增长 34%，快于板块整体业绩增速，显示板块整体业绩增长的质量也相对良好。与此同时，上半年旅游板块重点公司收入增长 30%，业绩增 34%，扣非后增 36%，表现同样靓丽。旅游板块及重点公司上半年整体良好的业绩表现，为旅游板块今年上半年各行业涨幅排名第一也提供良好支撑。

总体来看，在出境游复苏、国内游稳增的背景下，旅游板块和重点公司 18 年上半年业绩增长同比仍持续向好，维持着良好的景气度。结合目前市场风格，首先仍建议关注竞争格局占优/商业模式可复制，且业绩增长较确定的优质白马品种，建议调整中逐步增配中国国旅（免税龙头，国内外机场+市内免税店有望齐发力）、宋城演艺（演艺龙头，新一轮项目扩张期+国内市场容量有望突破）、锦江股份/首旅酒店（酒店龙头，加盟扩张支撑业绩，目前处于估值的低位）；若后续市场风格相对灵活，可兼顾基本面改善较确定，业绩弹性较大的：腾邦国际（出境游龙头，布局新兴目的地&始发地）、众信旅游、三特索道（业绩改善，布局二三四线城市周边休闲游）等。从中线发展趋势、短期业绩确定性、经营现金流和估值情况，个股重点推荐中国国旅、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店、腾邦国际、众信旅游、三特索道等。

## 风险提示

宏观经济、恶劣天气、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险

国企改革进度可能低于预期

收购整合可能低于预期及商誉减值风险

**附表：重点公司盈利预测及估值**

| 公司<br>代码 | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 收盘价<br>18-09-03 | EPS  |       |       | PE     |       |       | PB   |
|----------|----------|----------|-----------------|------|-------|-------|--------|-------|-------|------|
|          |          |          |                 | 2017 | 2018E | 2019E | 2017   | 2018E | 2019E | 2017 |
| 601888   | 中国国旅     | 买入       | 62.30           | 1.29 | 1.85  | 2.57  | 48.29  | 33.68 | 24.24 | 6.0  |
| 300144   | 宋城演艺     | 买入       | 22.79           | 0.73 | 1.07  | 0.86  | 31.22  | 21.30 | 26.50 | 3.7  |
| 600754   | 锦江股份     | 买入       | 24.25           | 0.92 | 1.14  | 1.24  | 26.36  | 21.27 | 19.56 | 2.4  |
| 600258   | 首旅酒店     | 买入       | 18.44           | 0.64 | 0.89  | 0.94  | 28.81  | 20.72 | 19.62 | 3.0  |
| 300178   | 腾邦国际     | 买入       | 11.53           | 0.46 | 0.62  | 0.85  | 25.07  | 18.60 | 13.56 | 3.1  |
| 002707   | 众信旅游     | 买入       | 20.67           | 0.04 | 0.64  | 0.33  | 516.75 | 32.30 | 62.64 | 4.1  |
| 002159   | 三特索道     | 买入       | 8.69            | 0.26 | 0.39  | 0.48  | 33.42  | 22.28 | 18.10 | 3.2  |
| 600138   | 中青旅      | 买入       | 15.45           | 0.78 | 0.89  | 1.01  | 19.81  | 17.36 | 15.30 | 2.7  |
| 000888   | 峨眉山 A    | 买入       | 6.91            | 0.37 | 0.45  | 0.51  | 18.68  | 15.36 | 13.55 | 2.6  |
| 000796   | 凯撒旅游     | 买入       | 8.30            | 0.27 | 0.50  | 0.62  | 30.74  | 16.60 | 13.39 | 5.6  |
| 000978   | 桂林旅游     | 买入       | 6.04            | 0.15 | 0.28  | 0.35  | 40.27  | 21.57 | 17.26 | 2.0  |
| 600054   | 黄山旅游     | 买入       | 11.16           | 0.55 | 0.55  | 0.56  | 20.29  | 20.29 | 19.93 | 2.6  |
| 002033   | 丽江旅游     | 增持       | 7.14            | 0.37 | 0.43  | 0.49  | 19.30  | 16.60 | 14.57 | 2.2  |

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032