

整体增长趋势放缓，外延并购转内生增长

休闲服务行业 2018 年半年报总结

投资建议： 优异

上次建议： 优异

投资要点：

➤ **整体增长趋势放缓，外延并购转内生增长。**2018年上半年行业总体实现营业收入642.43亿元，同比增长24.64%，增速较去年同期略有提升2.97pct，较2017年全年增长略有放缓；实现净利润60.45亿元，同比增长34.69%，较去年同期下降4.14pct。2015年、2016年行业发生了多起规模较大的并购，2017年行业整体营业收入和净利润的增速均达到近年来的历史高点。今年从半年报的情况来看，外延并购带来的并表影响逐渐减弱，上半年以内生增长驱动为主。

➤ **行业数据跟踪：**根据国家发改委的数据，今年上半年，我国国内旅游达到了28.26亿人次，同比增长11.4%，增速较去年同期下降2.1pct；入境旅游6923万人次，与去年同期基本持平；国内旅游收入2.45万亿，同比增长12.5%。出境游人次达到了7131万，同比增长15%，较去年同期提高了近10pct，在去年同期较低的基数上迎来快速的增长。

➤ **细分板块分析：**1) **旅游综合板块：**2018年上半年旅游综合板块实现营业收入441.23亿元，同比增长35.67%；实现净利润39.76亿元，同比增长43.4%。个股中国国旅贡献板块总体营收的47.79%，如果剔除掉中国国旅，行业增速仅有15.45%，较2017年出了大幅回落；2) **酒店板块：**酒店板块上半年合计实现营业收入150.7亿元，同比仅增长7.71%，实现净利润9.14亿元，同比增长28.02%。在经历了首旅收购如家、锦江收购铂涛和维也纳带来的高增长之后，酒店板块营业收入增速明显减缓；3) **景区板块：**景区板块1-6月合计实现营业收入38.81亿元，同比增长2.11%，增速出现了大幅回落。4) **餐饮板块：**餐饮板块上半年实现营业收入11.7亿元，同比增长0.49%，实现净利润7089万元，个股西安饮食和*ST云网报告期内仍在亏损，且亏损的幅度加大。

➤ **核心个股推荐：**1) **宋城演艺 (300144.SZ)：**未来六间房业务剥离后，公司专注于现场演艺的发展，轻重资产双模式驱动增长，目前储备项目丰富。2) **中国国旅 (601888.SH)：**目前中标的项目已经陆续开业，免税业务版图不断扩大，毛利率有望持续提升，同时免税政策未来的放开也有望进一步促进海棠湾销售的高增长。3) **锦江股份 (600754.SH)：**现阶段维也纳和铂涛盈利能力逐步加强，中端酒店对业绩的贡献逐步显现，未来经济型酒店的升级将带来RevPAR增长延续。

➤ **风险提示：**突发性事件带来的对旅游限制的风险、宏观经济下行的风险、个股项目推进缓慢、不达预期的风险。

一年内行业相对大盘走势



徐艺 分析师

执业证书编号：S0590515090003

电话：0510-85607875

邮箱：xuyi@glsc.com.cn

江甜丽 研究助理

电话：051082832787

邮箱：jiangtl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《中报披露结束，细分板块业绩差异较大》
《休闲服务》
- 2、《中报披露接近尾声，严控成本、费用为主基调》
- 3、《华住收购花间堂 71.2%股权，加码中高端酒店布局》

正文目录

1	整体增长趋势放缓，外延并购转内生增长	4
2	行业数据跟踪.....	5
2.1	国内旅游市场整体概况.....	5
2.2	上市景区上半年接待游客情况.....	6
3	细分板块分析.....	7
3.1	旅游综合板块.....	7
3.2	酒店板块.....	8
3.3	景区板块.....	9
3.4	餐饮板块.....	10
4	核心个股推荐.....	10
4.1	宋城演艺（300144.SZ）.....	10
4.2	中国国旅（601888.SH）.....	12
4.3	锦江股份（600754.SH）.....	13
5	风险提示	13

图表目录

图表 1: 营业收入增速略有放缓.....	4
图表 2: 净利润增速依旧在维持在历史高位.....	4
图表 3: 毛利率和净利率平稳提升.....	4
图表 4: 管理费用率持续下滑.....	4
图表 5: GL 休闲服务行业估值情况	5
图表 6: 2013-2018H1 国内旅游人数	5
图表 7: 2013-2018H1 旅游总收入	5
图表 8: 入境游人次增长回落.....	6
图表 9: 上半年出境游人次增长超预期.....	6
图表 10: 黄山景区上半年接待游客人次下滑.....	6
图表 11: 丽江景区上半年接待游客人次略有回升	6
图表 12: 峨眉山景区上半年接待游客人次回暖.....	7
图表 13: 桂林景区上半年接待游客人次大幅下滑	7
图表 14: 乌镇景区接待游客人次.....	7
图表 15: 古北水镇景区接待游客人次.....	7
图表 16: 旅游综合板块营业收入增速创新高.....	8
图表 17: 旅游综合板块净利润增长维持在高位.....	8
图表 18: 上半年旅游综合板块毛利率达到 30.97%.....	8
图表 19: 上半年旅游综合板块销售费用率大幅提升.....	8
图表 20: 酒店板块上半年营业收入增速放缓.....	9
图表 21: 酒店板块上半年净利润同比增长 28.02%.....	9
图表 22: 上半年毛利率和净利率略有回落	9
图表 23: 上半年期间费用率小幅收窄.....	9
图表 24: 景区板块营业收入增速放缓.....	9
图表 25: 景区板块净利润增长.....	9
图表 26: 报告期内净利率持续提升	10
图表 27: 上半年期间费用率维稳.....	10
图表 28: 餐饮板块上半年营收增长较去年同期持平.....	10
图表 29: 餐饮板块上半年实现净利润 7000 万.....	10

图表 30: 宋城演艺营业收入增长趋缓.....	11
图表 31: 宋城演艺净利润增长维持在高位	11
图表 32: 公司目前已开业和正在施工的重资产项目情况	11
图表 33: 公司营业收入同比增长达到 67.77%.....	12
图表 34: 归母净利润同比增长达到 47.6%.....	12
图表 35: 三亚海棠湾销售额持续高增长.....	12
图表 36: 上半年销售毛利率大幅提升.....	12
图表 37: 锦江股份上半年营收同比增长 10.34%.....	13
图表 38: 锦江股份上半年净利润同比增长 22.05%.....	13

1 整体增长趋势放缓，外延并购转内生增长

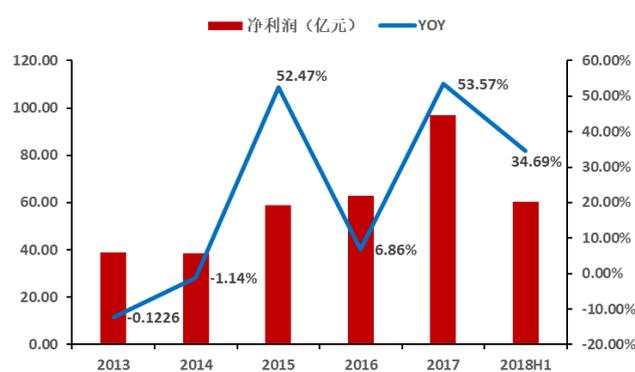
2018年上半年行业总体实现营业收入642.43亿元，同比增长24.64%，增速较去年同期略有提升2.97pct，较2017年全年增长略有放缓；实现净利润60.45亿元，同比增长34.69%，较去年同期下降4.14pct。2015年、2016年行业发生了多起规模较大的并购，例如首旅收购如家、锦江收购铂涛和维也纳、中国国旅并购港中旅等，2017年行业整体营业收入和净利润的增速均达到近年来的历史高点。外延并购带来的并表影响逐渐减弱，上半年内生增长驱动。

图表1：营业收入增速略有放缓



来源：WIND 国联证券研究所

图表2：净利润增速依旧在维持在历史高位



来源：WIND 国联证券研究所

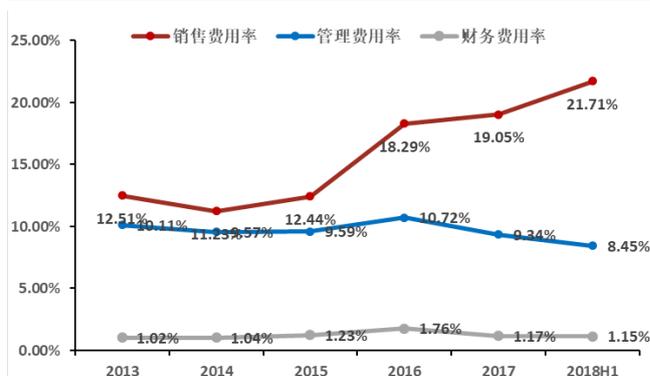
近两年行业对于营业成本的控制能力逐渐加强，报告期内毛利率和净利率平稳提升，上半年行业整体毛利率达到42.86%，较2017年提高了2.78pct，实现净利率9.41%，较2017年增长了1.18pct。报告期内，行业期间费用率较去年同期略有增长0.36pct，销售费用率略有提升，较去年同期增长了1.57pct，管理费用率略有下降0.89pct，财务费用率较去年同期下降0.21pct。销售费用率的增长主要是由于酒店板块销售费用高企，加上旅游综合板块中国国旅并表日上上海带来的销售费用大幅提升。总体来说，在行业并购暂缓的趋势下，企业通过降本、控费，使得在收入增长放缓下仍然取得较高的净利润增速。

图表3：毛利率和净利率平稳提升



来源：WIND 国联证券研究所

图表4：管理费用率持续下滑



来源：WIND 国联证券研究所

GL 休闲服务行业（32 只）目前动态平均估值水平为 31.28 倍市盈率，A 股相对溢价略有回升。

图表 5: GL 休闲服务行业估值情况



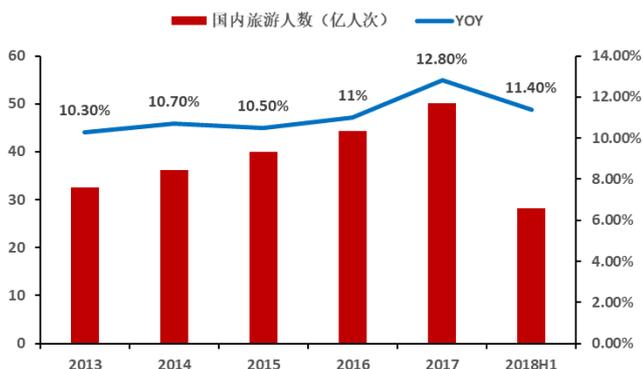
来源: WIND 国联证券研究所

2 行业数据跟踪

2.1 国内旅游市场整体概况

根据国家发改委的数据，今年上半年，我国国内旅游达到了 28.26 亿人次，同比增长 11.4%，增速较去年同期下降 2.1pct；入境旅游 6923 万人次，与去年同期基本持平；国内旅游收入 2.45 万亿，同比增长 12.5%。上半年国内旅游市场发展较为平稳，乡村游亮点纷呈，备受欢迎。上半年在节假日相对较短的情况下，出境游市场强势复苏，受“一带一路”相关政策的推动，我国公民出境旅游目的地国家不断增加，2018 年上半年出境游人次达到了 7131 万，同比增长 15%，较去年同期提高了近 10pct，在去年同期较低的基数上迎来快速的增长。

图表 6: 2013-2018H1 国内旅游人数



来源: 文化和旅游部 发改委 国联证券研究所

图表 7: 2013-2018H1 旅游总收入



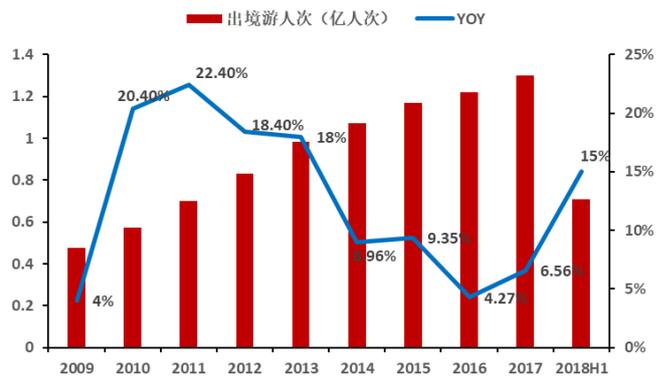
来源: 文化和旅游部 发改委 国联证券研究所

图表 8: 入境游人次增长回落



来源: 文化和旅游部 发改委 国联证券研究所

图表 9: 上半年出境游人次增长超预期



来源: 文化和旅游部 发改委 国联证券研究所

2.2 上市景区上半年接待游客情况

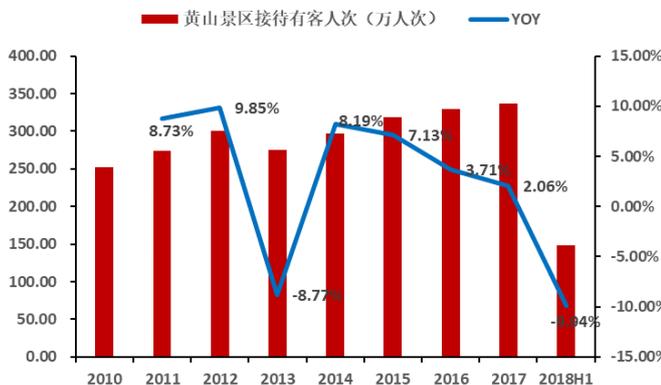
黄山景区: 今年 1-6 月份, 黄山景区共接待进山游客 148.14 万人, 同比下降 9.94%, 下滑幅度明显。目前“一山一水一村一窟”的战略规划不断推进, 黄杭高铁年底开通也有望进一步输送客流, 在 2018 年低基数下未来增长可期。

丽江景区: 丽江景区的接待游客人次仅统计了玉龙雪山索道、云杉坪索道和牦牛坪索道三条索道接待的游客人次, 今年 1-6 月三条索道共计接待游客 172.38 万人次, 同比增长 3.88%, 受到整个丽江大环境的影响, 2017 年客流量骤降, 今年上半年市场略有回温, 未来公司将继续稳步推进项目建设和大香格里拉旅游生态圈的战略布局。

峨眉山景区: 上半年公司创新营销思维和营销举措, 强化网络营销, 同时通过提高景区吸引力、游客关注点, 吸引了更多游客, 扩大了市场份额, 实现了旅游人次增长今年 1-6 月, 峨眉山景区实现游山人数 160.01 万人次, 同比增长 7.07%,

桂林景区: 统计的数据是两江四湖、银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉、资江丹霞景区、丹霞温泉景区共接待游客的人次, 今年 1-6 月份合计接待 215.95 万人次, 同比增长 3.75%, 较 2017 年的增速大幅回落。

图表 10: 黄山景区上半年接待游客人次下滑



来源: WIND 公司公告 国联证券研究所

图表 11: 丽江景区上半年接待游客人次略有回升



来源: WIND 公司公告 国联证券研究所

图表 12: 峨眉山景区上半年接待游客人次回暖



来源: WIND 公司公告 国联证券研究所

图表 13: 桂林景区上半年接待游客人次大幅下滑



来源: WIND 公司公告 国联证券研究所

乌镇景区: 乌镇景区受华东整体旅游市场热度下降和周边新项目竞争加剧等综合因素影响, 上半年接待游客 449.57 万人次, 同比下降 12.30%, 其中东栅景区接待游客 202.48 万人次, 同比下降 17.39%; 西栅景区接待游客 247.09 万人次, 同比下降 7.63%。但是乌镇人均消费大幅提升了 21.59%, 达到 185.29 元/人次。

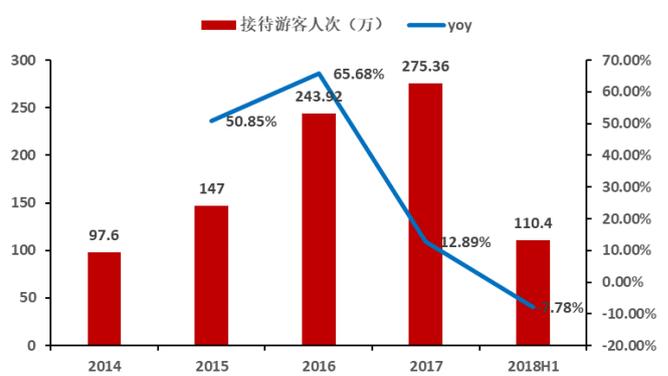
古北水镇: 古北水镇上半年受天气及交通因素影响, 接待游客人数 110.40 万人次, 较去年同期减少 7.78%。景区继续秉持“长城+”战略, 以司马台长城为依托, 引进高端有影响力的项目, 有效提升长城知名度和营收转化率。

图表 14: 乌镇景区接待游客人次



来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 15: 古北水镇景区接待游客人次



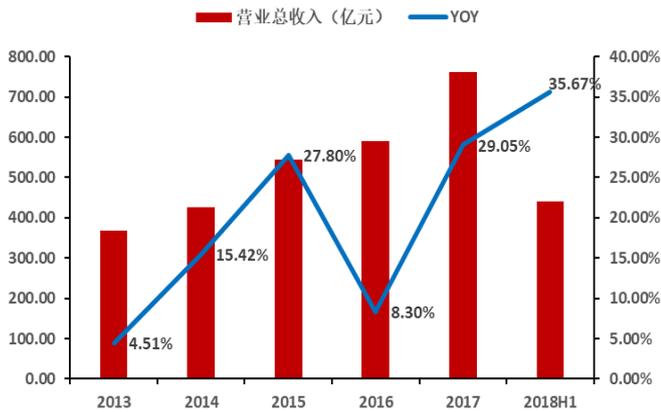
来源: 公司公告 国联证券研究所

3 细分板块分析

3.1 旅游综合板块

2018 年上半年旅游综合板块实现营业收入 441.23 亿元, 同比增长 35.67%; 实现净利润 39.76 亿元, 同比增长 43.4%。板块个股中国国旅报告期内实现营业收入 210.85 亿元, 同比增长 67.77%, 收入占板块总体营收的 47.79%, 如果剔除掉中国国旅, 行业增速仅有 15.45%, 较 2017 年出了大幅的下滑; 净利润贡献占比更大, 中国国旅上半年实现营业收入 23.03 亿元, 占行业整体净利润的 57.93%。其次中青旅和众信旅游上半年在营收规模上超过 50 亿元, 其余成分个股收入规模相对较小。

图表 16: 旅游综合板块营业收入增速创新高



来源: WIND 国联证券研究所

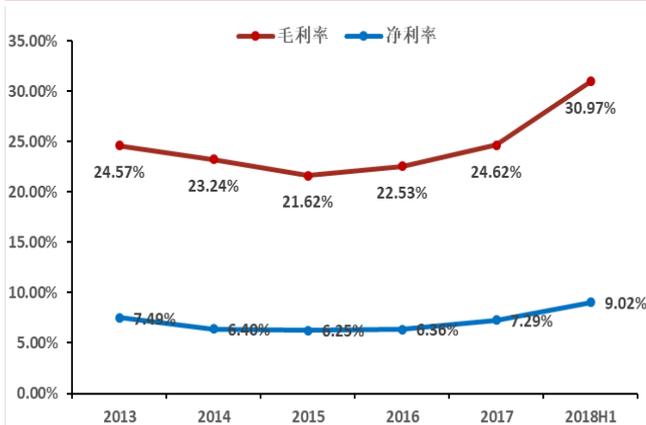
图表 17: 旅游综合板块净利润增长维持在高位



来源: WIND 国联证券研究所

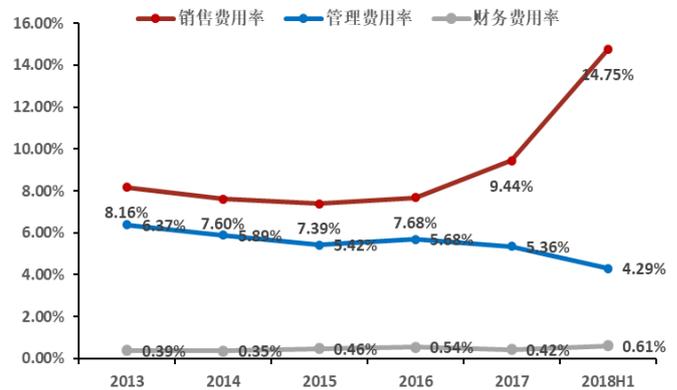
上半年旅游综合板块整体毛利率仍在提升, 达到了 30.97%, 较去年同期提高了 6.02pct, 净利率达到 9.02%, 由于销售费用率的大幅提升, 导致净利率较去年同期仅提高了 0.5pct。销售费用率的大幅提升主要是也由于中国国旅并表日上上海带来的增长, 报告期内管理费用率略有下滑。

图表 18: 上半年旅游综合板块毛利率达到 30.97%



来源: WIND 国联证券研究所

图表 19: 上半年旅游综合板块销售费用率大幅提升

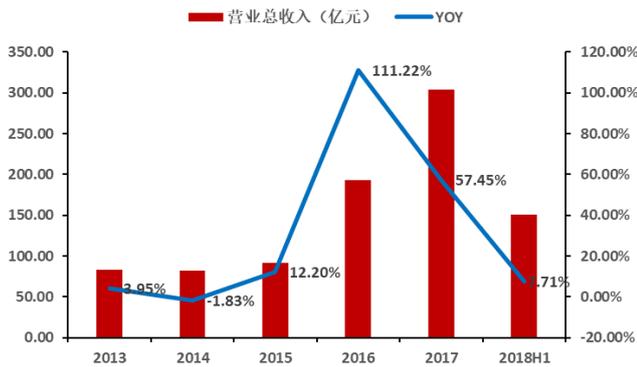


来源: WIND 国联证券研究所

3.2 酒店板块

酒店板块上半年合计实现营业收入 150.7 亿元, 同比仅增长 7.71%, 实现净利润 9.14 亿元, 同比增长 28.02%。在经历了首旅收购如家、锦江收购铂涛和维也纳带来的高增长之后, 酒店板块营业收入增速明显减缓。从板块成分个股的数据来看, 行业龙头锦江股份和首旅酒店上半年分别实现营业收入 69.39 亿元和 40.02 亿元, 较去年同期分别增长了 0.35%和 10.34%, 其余成分个股, 岭南控股、金陵饭店、华天酒店、大东海 A 营收规模增速均不大。上半年酒店板块整体实现营业收入 9.14 亿元, 其中锦江股份贡献了 62.67%, 首旅酒店贡献了 40.22%, 由于华天酒店上半年亏损 1.98 亿元, 拉低板块行业整体净利润。

图表 20: 酒店板块上半年营业收入增速放缓



来源: WIND 国联证券研究所

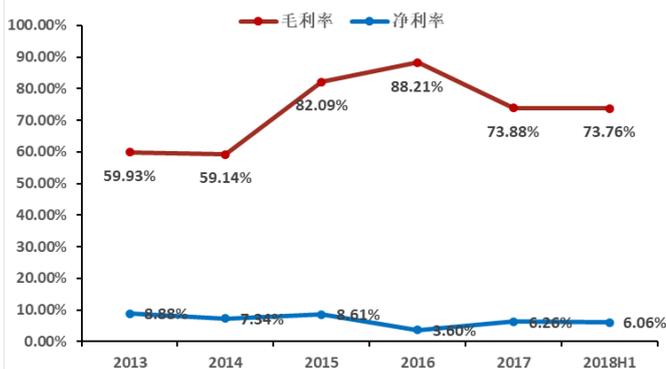
图表 21: 酒店板块上半年净利润同比增长 28.02%



来源: WIND 国联证券研究所

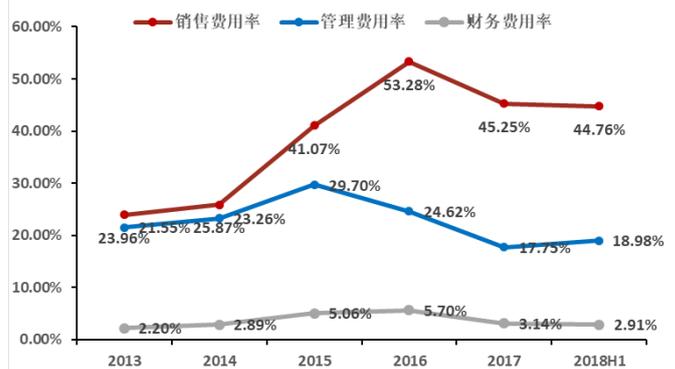
上半年板块毛利率和净利率相对平稳, 分别为 73.76%和 6.06%, 较 2017 年全年略有小幅下滑。报告期内酒店板块期间费用率较去年同期下滑 2.7pct, 小幅收窄。

图表 22: 上半年毛利率和净利率略有回落



来源: WIND 国联证券研究所

图表 23: 上半年期间费用率小幅收窄

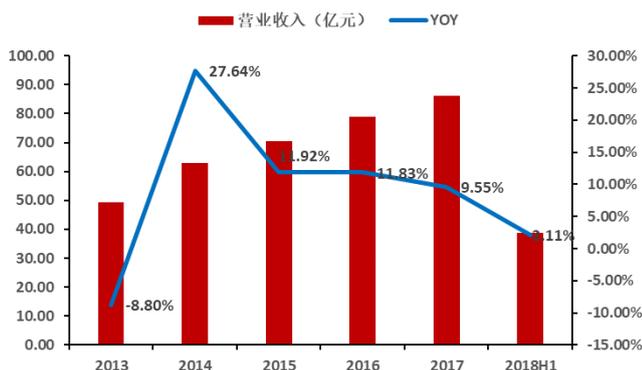


来源: WIND 国联证券研究所

3.3 景区板块

景区板块 1-6 月合计实现营业收入 38.81 亿元, 同比增长 2.11%, 增速出现了大幅回落。如果剔除掉人造主题公园宋城演艺, 自然风景区上市公司合计实现营业收入仅 23.7 亿元, 较去年同期下滑 1.6pct。

图表 24: 景区板块营业收入增速放缓



图表 25: 景区板块净利润增长

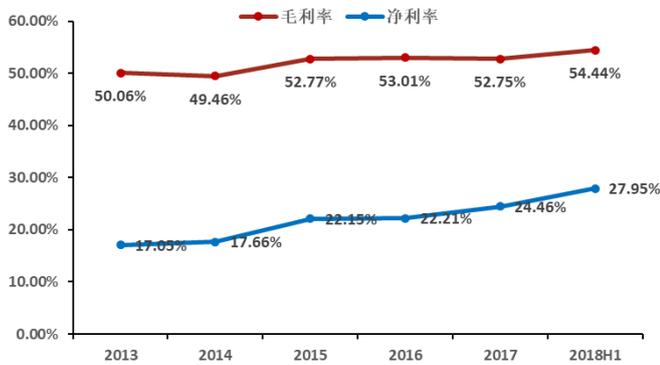


来源: WIND 国联证券研究所

上半年板块实现毛利率和净利率分别为 54.44%和 27.95%，较去年同期分别提高了 1.5pct 和 3.5pct，期间费用率小幅收窄 1.03pct。

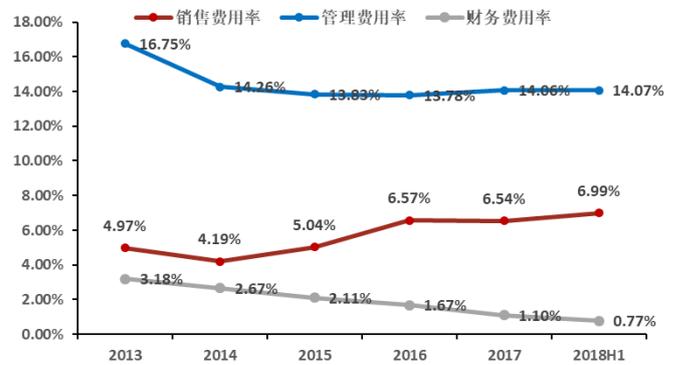
来源: WIND 国联证券研究所

图表 26: 报告期内净利率持续提升



来源: WIND 国联证券研究所

图表 27: 上半年期间费用率维稳

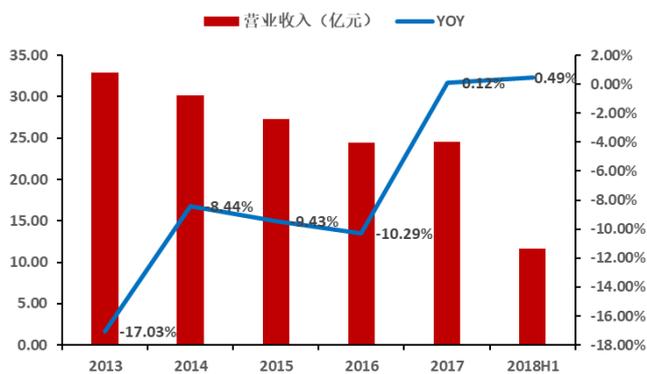


来源: WIND 国联证券研究所

3.4 餐饮板块

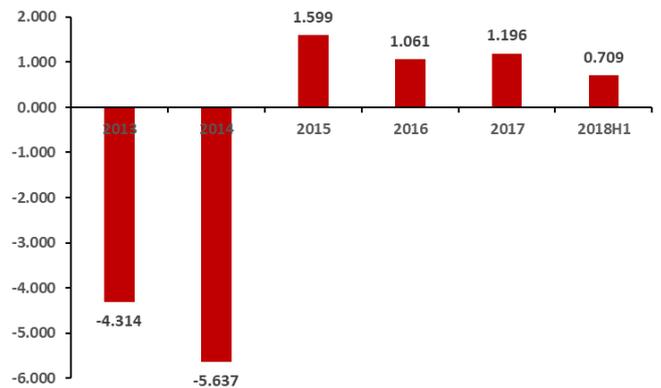
餐饮板块上半年实现营业收入 11.7 万元，同比增长 0.49%，其中全聚德报告期内实现营业收入 8.76 亿元，同比增长 1.4%，收入占板块营收的 74.89%。上半年板块实现净利润 7089 万元，个股西安饮食和*ST 云网报告期内仍在亏损，且亏损的幅度加大。

图表 28: 餐饮板块上半年营收增长较去年同期持平



来源: WIND 国联证券研究所

图表 29: 餐饮板块上半年实现净利润 7000 万



来源: WIND 国联证券研究所

4 核心个股推荐

4.1 宋城演艺 (300144.SZ)

2018 年上半年公司实现营业收入为 15.11 亿元，较上年同期增 8.51%；归属于母公司所有者的净利润为 6.65 亿元，较上年同期增 27.04%。上半年公司通过加强管理，严控成本和费用，报告期内毛利率和净利率分别为 67.9%和 43.65%，较去年同期分别提高了 4.26pct 和 5.79pct，从而使得净利率增长维持在高位。

重资产业务：三亚宋城景区业绩增长靓丽，实现营业收入 2.34 亿元（占现场演艺收入的 16.56%），同比增长 24.31%，较去年同期提高 13.27pct。杭州宋城本部上半年对舞台视觉、软硬件等方面做了全新升级，同时在宋城二号剧院推出全息幻影秀《白蛇传》等全新剧目，丰富园区内容，但是去年上半年杭州宋城表现较好，今年上半年高基数下增长放缓，实现营业收入 3.84 亿元，同比增长 5.09%。今年 7 月桂林漓江千古情景区开业，《桂林千古情》盛大开演，市场反响较好。目前重资产储备项目还有四个，各项目均处于报批、筹备和动工建设阶段，西安中华千古情预计明年上半年亮相，张家界千古情项目预期 2019 年中推出，世博大舞台和澳洲项目也在稳步推进，共同支撑公司未来增长。**轻资产业务：**公司创新轻资产输出模式，通过品牌输出获利，宁乡落地已经一年，接待游客超 400 万人次，营业收入破 1.6 亿元。宜春明月山、河南新郑、佛山听音湖正在推进，目前还有不少正在选址、谈判的项目，未来轻重资产双模式共同支撑公司长远发展。**六间房：**报告期内六间房实现营业收入 6.20 亿元，同比仅增长 5.37%，但是毛利率较去年同期提升了 4.28pct，带来净利润同比大幅增长 41.04%，达到 1.89 亿元。已经宣布与花椒进行战略重组，分两步进行，未来双方将通过全方位的资源整合、优势互补、协同发展，联手打造规模经济。

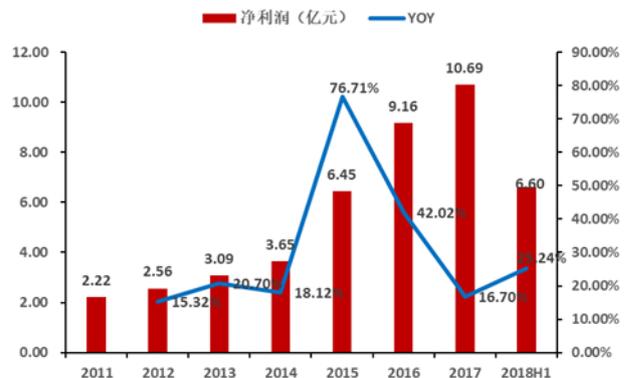
维持“推荐”评级，暂不考虑六间房剥离的情况，我们预计 2018 年至 2020 年的 EPS 分别为 0.92、1.12 和 1.35，对应当前股价 PE 分别为 25.4 倍、20.9 倍和 17.3 倍。

图表 30：宋城演艺营业收入增长趋缓



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 31：宋城演艺净利润增长维持在高位



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 32：公司目前已开业和正在施工的重资产项目情况

项目名称	开业时间	投资金额 (亿元)	占地面积 (亩)	剧场座位数
杭州宋城	1996 年 5 月			2000-3000
三亚宋城	2013 年 9 月	4.9		3000 左右
丽江宋城	2014 年 3 月	3.34	140	4700 左右
九寨宋城	2014 年 5 月	2.98	33	4000 左右
西安项目	2019 年春节	7	100	3000-4000
桂林漓江项目	2018 年 7 月	5	160	3200 左右
张家界项目	2019 年 7 月	6	146	—
上海世博大舞台	未定	7	—	—

来源：公司公告 国联证券研究所

4.2 中国国旅（601888.SH）

上半年公司实现营业总收入 210.85 亿元，同比增长 67.77%，实现归属于上市公司股东的净利润 19.19 亿元，同比增长 47.60%。报告期内公司营业收入的增长主要来自于免税业务的贡献，上半年免税商品销售业务实现营业收入 149.47 亿元，同比增长 126.31%，占公司总营收的比例达到 73.99%，较去年同期提高 17.74pct。免税商品销售收入占比的提升也带来了公司主营业务毛利率比去年同期提高 12.17 个百分点，达到 41.22%。三亚海棠湾免税购物中心实现免税业务收入 40.32 亿元，同比增长 28.65%，维持较好的增长态势。此外首都机场 T2 和 T3 航站楼免税店合计实现免税业务收入 39.73 亿元，带来免税业务收入增量 26.11 亿元；日上中国实现营业收入 33.10 亿元，归属于上市公司股东的净利润 5532 万元；报告期内通过收购日上免税行（上海）有限公司并表增加免税业务收入 38.34 亿元，归属于上市公司股东的净利润 2.15 亿元。7 月日上上海中选上海虹桥国际机场和上海浦东国际机场 7 年免税经营权，中标落地后未来将带来长期增量贡献。

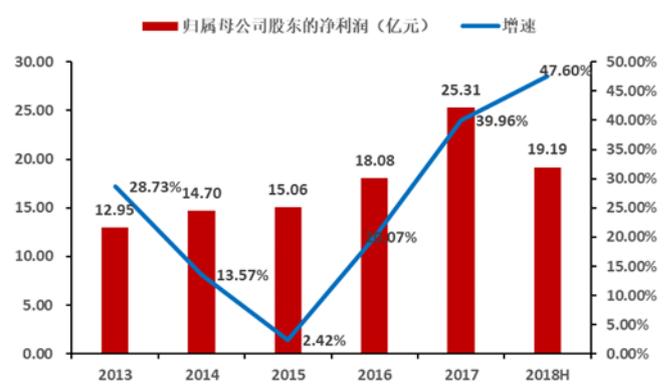
维持“推荐”评级：目前中标的项目已经陆续开业，免税业务版图不断扩大，毛利率有望持续提升，我们预计公司 2018 年至 2020 年的 EPS 分别为 1.84、2.27 和 2.73，对应当前股价 PE 分别为 35.2 倍、28.6 倍和 23.4 倍。

图表 33：公司营业收入同比增长达到 67.77%



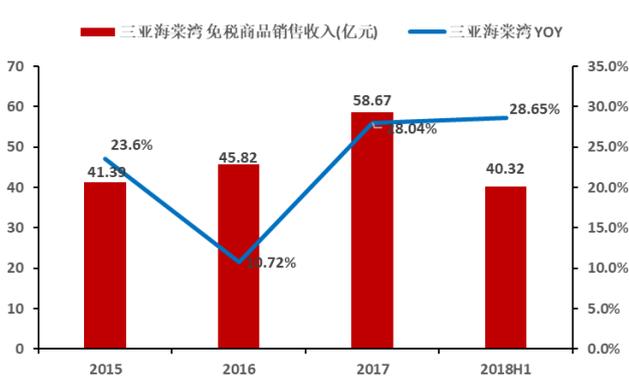
来源：WIND 国联证券研究所

图表 34：归母净利润同比增长达到 47.6%



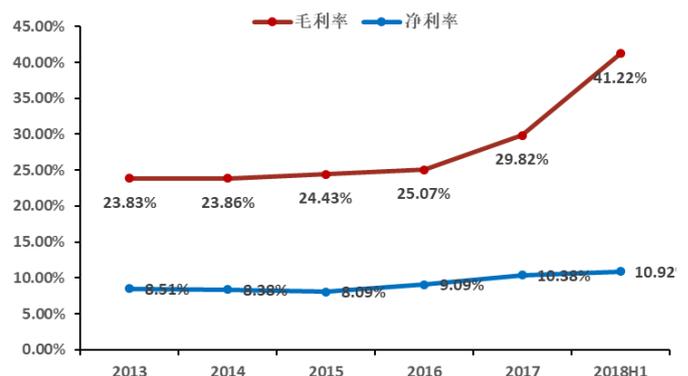
来源：WIND 国联证券研究所

图表 35：三亚海棠湾销售额持续高增长



来源：WIND 国联证券研究所

图表 36：上半年销售毛利率大幅提升



来源：WIND 国联证券研究所

4.3 锦江股份（600754.SH）

上半年公司实现营业收入 69.39 亿元，比上年同期增长 10.34%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.03 亿元，比上年同期增长 22.05%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 3.16 亿元，比上年同期增长 58.22%。其中境内酒店业务实现合并营业收入 48.47 亿元，比上年同期增 10.91%，合并营业收入中的首次加盟费收入 2.66 亿元，比上年同期增长 18.80%；持续加盟费收入 5.62 亿元，比上年同期增长 24.26%；境外酒店实现营业收入 2.57 亿欧元，比上年同期增长 6.40%。铂涛和维也纳的盈利能力明显增强，1-6 月铂涛集团实现营业收入 20.09 亿元，同比增长 9.3%，实现归属于母公司的净利润 1.33 亿元，同比增长 32.78%；维也纳上半年实现营业收入 12.69 亿元，同比增长 23.61%，实现归属于母公司的净利润 1.2 亿元，同比增长 26.47%。

维持“推荐”评级。考虑到中端酒店的提升以及盈利的增强，我们预计公司 2018 年至 2020 年的 EPS 分别为 1.14、1.30 和 1.55，对应当前股价 PE 分别为 21.6 倍、18.9 倍和 15.9 倍。

图表 37：锦江股份上半年营收同比增长 10.34%



来源：WIND 国联证券研究所

图表 38：锦江股份上半年净利润同比增长 22.05%



来源：WIND 国联证券研究所

5 风险提示

- 1) 突发性事件带来的对旅游限制的风险；
- 2) 宏观经济下行的风险；
- 3) 个股项目推进缓慢、不达预期的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810