

2018-11-24

行业研究 | 行业周报

评级 看好 维持

社会服务行业

经济周期影响餐饮旅游行业表现，看好细分成长领域龙头公司

报告要点

■ 本周核心观点及投资建议

通过对美国餐饮旅游上市公司历史数据分析，我们证明了从经营数据角度看经济周期对餐饮旅游行业确实会带来一定影响，但龙头企业收入和业绩规模、ROE水平受影响程度相对经营数据层面更弱。对比国内餐饮旅游上市公司可以发现，尽管行业普遍和经济周期有较高相关性，但龙头公司的发展除了行业逻辑外，还有集中度提升逻辑、消费升级逻辑和多元业务逻辑，因此在具体业绩表现上有望穿越周期稳健增长。如中国国旅成长为免税行业巨头奠定坚实成长基础；宋城演艺依托异地复制及轻资产输出实现跨越式增长；华住酒店把握产品升级、连锁化率提升关键阶段巩固龙头优势；广州酒家从餐饮切入食品业务打开市场空间。本周继续推荐免税板块**中国国旅**，酒店板块龙头**首旅酒店**、**锦江股份**，景区板块演艺龙头**宋城演艺**、休闲景区稀缺标的**中青旅**，餐饮板块**广州酒家**。

■ 板块行情回顾

上周中餐餐饮旅游指数下跌 3.91%，分别跑输上证综指和沪深 300 指数 0.19 和 0.40 个百分点。上周中证体育指数下跌 7.27%，分别跑输上证综指和沪深 300 指数 3.55 和 3.77 个百分点。旅游类标的中，涨幅前三标的分别是北京文化(+10.58%)、大连圣亚(+6.35%)以及 ST 山水(+0.14%)；跌幅前三标的分别是浙江永强(-14.90%)、众信旅游(-9.82%)以及首旅酒店(-9.23%)。体育类标的中，唯一上涨幅的标的是金陵体育(+0.74%)；跌幅前三标的分别是当代明诚(-15.30%)、鸿博股份(-11.83%)以及雷曼股份(-10.51%)。

■ 行业重要新闻概览

(1) 旅游：北京将财政拨款支持 16 家奥组委签约旅游酒店；中免集团与阿里巴巴集团签署战略合作协议。(2) 体育：三亚国际马拉松赛事带动直接经济影响 2.66 亿元；触手直播宣布爱奇艺成为新投资方。(3) 教育：浙大联手网易成立智能教育研究中心，线下项目将于 2018 年完成。(4) 养老：北京将对养老机构差异化补贴，满意率低于 85%取消补贴资格。

■ 公司重要公告盘点

锦江股份：拟现金收购控股子公司 Keystone 3.5%的股权，交易价格为 3.51 亿元，公司持股升至 96.5%。**当代明诚**：拟公开发行的公司债券规模为不超过 8 亿元（含）；为控股子公司苏州双刃剑申请流动资金贷款授信 10,000 万元提供担保。**全聚德**：IDG 资本计划减持公司 17,369,766 股股份（占总股本的 5.63%）。**长方集团**：拟以现金 1,527.44 万元购买康铭盛 0.9086%的股权。

风险提示： 1. 旅游业突发事件（交通事故、恐怖袭击等），极端天气影响；
2. 项目推进不达预期。

分析师 赵刚

☎ (8621) 61118739

✉ zhaogang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020001

分析师 高超

☎ (8621) 61118739

✉ gaochao2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516080001

联系人 范晨昊

☎ (8621) 61118739

✉ fanch@cjsc.com.cn

联系人 杨会强

☎ (8621) 61118739

✉ yanghq@cjsc.com.cn

相关研究

《服务业巨头研究系列之 Sysco：食材供应链明星的崛起之路》2018-11-18

《咖啡帝国星巴克的“蜕变”与“重生”》2018-11-11

《服务业巨头研究系列之星巴克：咖啡帝国的“蜕变”与“重生”》2018-11-11

目录

海内外对比看餐饮旅游企业的周期性.....	4
美国餐饮旅游业受周期影响大.....	4
从业绩角度看, 扩张逻辑奠定发展趋势、经济波动影响短期经营.....	4
从效率角度看, 经济周期对利润率影响明显.....	5
经济周期不同阶段应对决策有所不同.....	6
经济周期下国内龙头公司成长能力突出.....	8
行业角度看, 经济周期影响可选消费需求.....	8
公司角度看, 龙头遵循扩张逻辑有望穿越周期.....	9
小结: 继续看好细分成长领域龙头公司投资机会.....	15
本周观点及投资建议.....	16
板块行情回顾.....	17
行业主要数据回顾.....	18
行业重要新闻概览.....	18
公司重要公告盘点.....	20
板块历史估值.....	20
相关公司重点数据一览.....	22

图表目录

图 1: 美国部分餐饮旅游上市公司同店经营情况受经济波动影响较大.....	5
图 2: 美国部分餐饮旅游上市公司收入规模增长与经济周期关联性一般.....	5
图 3: 美国部分餐饮旅游上市公司 ROE 变化 (单位: %).....	6
图 4: 美国部分餐饮旅游上市公司净利率变化 (单位: %).....	6
图 5: 美国部分餐饮旅游上市公司总资产周转率变化 (单位: 次).....	6
图 6: 美国部分餐饮旅游上市公司权益乘数变化.....	6
图 7: 美国部分餐饮旅游上市公司资本开支占当年总资产比重.....	7
图 8: 美国部分餐饮旅游上市公司美国地区门店数量变化.....	7
图 9: 美国部分餐饮旅游上市公司员工总数同比增速.....	8
图 10: 中国旅游行业发展与 GDP 增速关联性大.....	8
图 11: 酒店行业经营业绩随经济波动明显.....	9
图 12: 餐饮行业整体规模增速与 GDP 增速趋势一致.....	9
图 13: 中国国旅近年营业收入及扣非净利同比增速.....	10
图 14: 华住酒店近年营业收入及扣非净利同比增速.....	11
图 15: 宋城演艺近年营业收入及扣非净利同比增速.....	13
图 16: 广州酒家近年营业收入及扣非净利同比增速.....	14

图 17: 上周中信餐饮旅游指数跑输上证综指 0.19 个百分点.....	17
图 18: 上周中信餐饮旅游指数跑输沪深 300 指数 0.40 个百分点.....	17
图 19: 上周中证体育指数跑输上证综指 3.55 个百分点.....	17
图 20: 上周中证体育指数跑输沪深 300 指数 3.77 个百分点.....	17
图 21: 上周中信餐饮旅游和中证体育指数涨跌幅分列 6、26 位.....	17
图 22: 中信餐饮旅游和中证体育板块市盈率(TTM)居中上游.....	17
图 23: 2006 年至今中信餐饮旅游指数 PE 估值 (TTM, 剔除负值).....	21
表 1: 中国国旅近年 ROE 拆解.....	11
表 2: 华住酒店近年 ROE 拆解.....	12
表 3: 宋城演艺近年 ROE 拆解.....	13
表 4: 广州酒家近年 ROE 拆解.....	14
表 5: 行业一周主要数据.....	18
表 6: 行业一周重点新闻.....	18
表 7: 上市公司一周重点公告.....	20
表 8: 相关公司重点数据一览.....	22

海内外对比看餐饮旅游企业的周期性

餐饮旅游行业作为可选消费具有一定的周期属性。我们对美国与中国的历史经验，证明了经济周期对餐饮旅游行业确实会带来一定影响。但我们发现龙头企业收入和业绩规模、ROE 水平受影响程度相对经营数据层面影响更弱，主要原因是：1) 龙头公司产品结构和收入来源多元，业务之间能够相互补充；2) 收入增长不仅来源于同店的销售增长，还来源于新店的增加或高客单价产品的占比提升；3) 作为龙头企业业务布局通常不局限在一国，跨国经营为对冲经济风险提供了安全垫。此外，我们发现在应对经济短期波动时，美国餐饮旅游上市公司通常选择减少投资、缩减人员、降低成本，但通常餐饮上市公司门店增减弹性大，酒店上市公司新增店速度较为稳健，经济下行阶段估值下滑也提供了整合并购的契机。

对比国内餐饮旅游上市公司可以发现，经济周期确实会一定程度影响经营表现，但整体处于成长阶段。如中国国旅成长为免税行业巨头奠定坚实成长基础；宋城演艺依托异地复制及轻资产输出实现跨越式增长；华住酒店把握产品升级、连锁化率提升的关键阶段持续巩固龙头优势；广州酒家从餐饮赛道切入食品业务打开市场空间。总体来看，尽管行业普遍和经济周期有较高相关性，但龙头公司的发展除了行业逻辑外，还有集中度提升逻辑及消费升级逻辑，因此在具体业绩表现上有望穿越周期实现稳健增长。

美国餐饮旅游业受周期影响大

从业绩角度看，扩张逻辑奠定发展趋势、经济波动影响短期经营

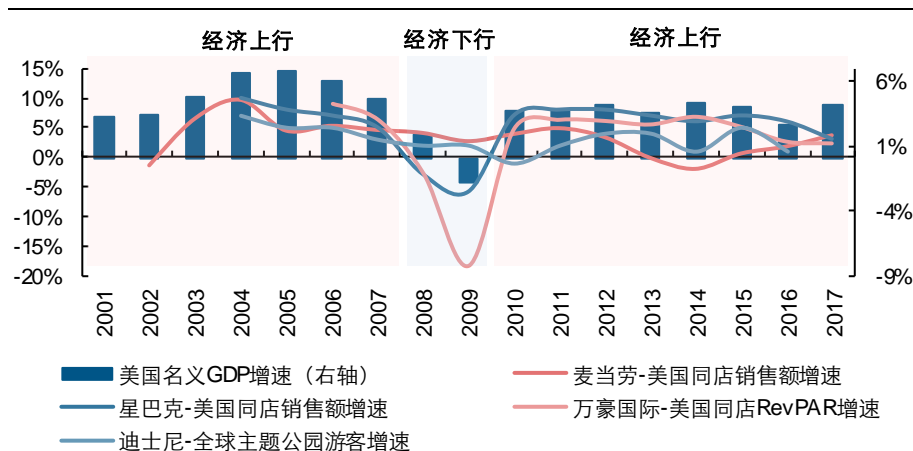
美国餐饮旅游行业上市公司经营情况受经济周期波动影响较为明显。我们选取了餐厅代表企业麦当劳、饮品代表企业星巴克、酒店代表企业万豪国际以及主题公园代表企业迪士尼作为研究对象，发现上述企业在美国的同店经营情况（迪士尼为全球主题公园接待游客情况，其中主要部分为美国）受经济周期波动影响大。在 2008-2009 年经济危机期间上述企业经营数据增速均有所放缓，其中万豪国际的同店 RevPAR、星巴克同店销售额均出现了明显的同比下滑。

分析经营数据的变化可以得出以下结论：

一是非必选消费品业绩波动更明显。就产品而言，酒店、咖啡等非必选消费品在经济下行阶段压力更大，而快餐类企业如麦当劳在经济周期波动中的弹性较为不明显。

二是龙头企业抵御风险的能力更强。就竞争力而言，有差异化优势及规模优势的企业更有能力抵御经济波动带来的负面影响。例如星巴克在 2008 年关闭美国本土正在运营的 600 家门店（占当时美国总店数量的接近 20%）通过门店结构的调整改善了盈利能力，而许多单体或小规模的连锁咖啡厅在危机中受到严重冲击关门停业。

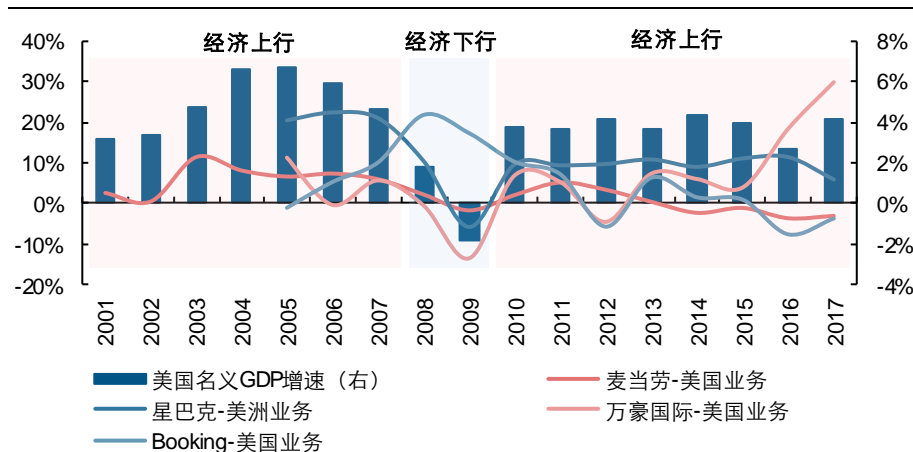
图 1：美国部分餐饮旅游上市公司同店经营情况受经济波动影响较大



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

但从公司整体收入增长情况来看，经济波动造成的影响相对平缓。例如，在 2009 年经济危机影响下，星巴克美国同店销售下滑了 6.0%，万豪国际美国同店 RevPAR 下滑了 18.5%，但星巴克美洲地区及万豪美国地区营业收入分别下滑 5.9%和 13.5%。主要原因一是大型公司的产品结构和收入来源更为多元，业务之间能够相互补充；二是收入的增长不仅来源于同店的销售增长，还来源于新店的增加或高客单价产品的占比提升；三是作为龙头企业，业务布局通常不局限在一国，跨国经营为对冲经济风险提供了安全垫。

图 2：美国部分餐饮旅游上市公司收入规模增长与经济周期关联性一般



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

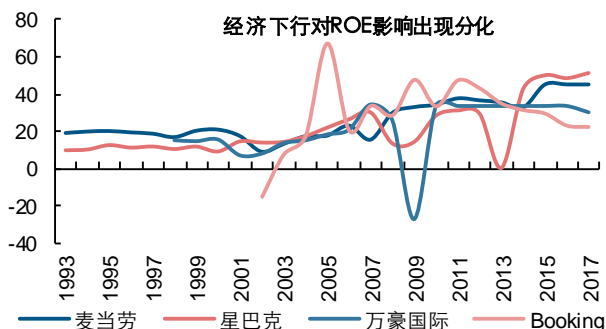
从效率角度看，经济周期对利润率影响明显

拆分美国部分餐饮旅游上市公司的 ROE 指标，可以发现经济周期波动对净利率影响较大。从 ROE 整体来看，经济波动的对相关公司的影响表现不一，万豪国际、Booking 的波动较大，而麦当劳、星巴克整体长期稳中有升。拆分三大因素可以发现：

- (1) **净利率受经济波动影响最大：**除麦当劳外其余三家公司在 2008-2009 年净利率均出现了较明显的下滑，其中万豪国际出现了亏损。主要原因是经济危机影响需求，重资产类企业成本费用较高导致利润下滑甚至为负。

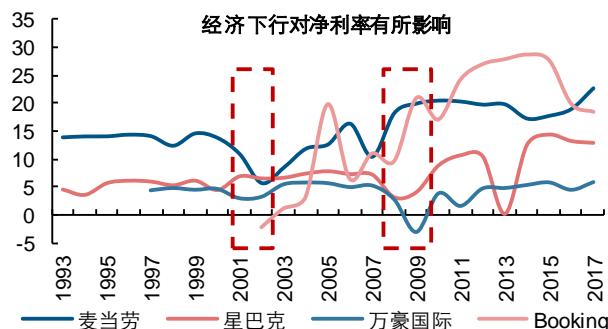
- (2) **总资产周转率受经济周期影响不大:** 一方面经济波动虽然对收入会造成一定影响, 但如前文所述龙头企业尤其是处于成长期的龙头企业可以依靠外延增长等方式平滑经济波动影响; 另一方面在经济下行阶段企业通过使用现金支撑运营、处置资产支撑业绩等方式降低资产规模, 使得资产周转率变化不明显。
- (3) **权益乘数受经济波动影响不大:** 企业财务杠杆的高低通常与自身业务规划和所处的阶段有关, 与经济周期的直接关系不大。

图 3: 美国部分餐饮旅游上市公司 ROE 变化 (单位: %)



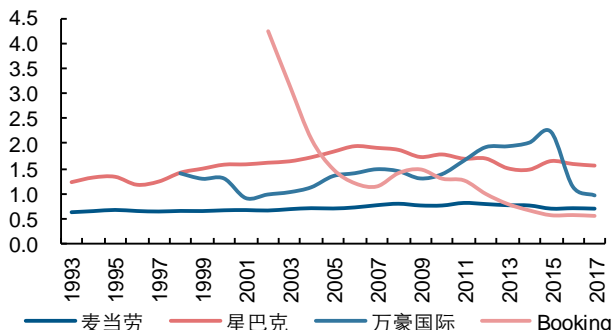
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 4: 美国部分餐饮旅游上市公司净利率变化 (单位: %)



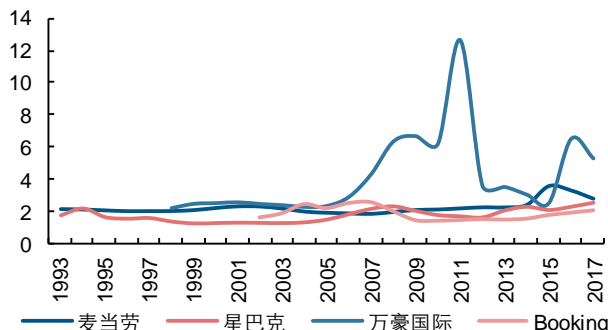
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 5: 美国部分餐饮旅游上市公司总资产周转率变化 (单位: 次)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 6: 美国部分餐饮旅游上市公司权益乘数变化



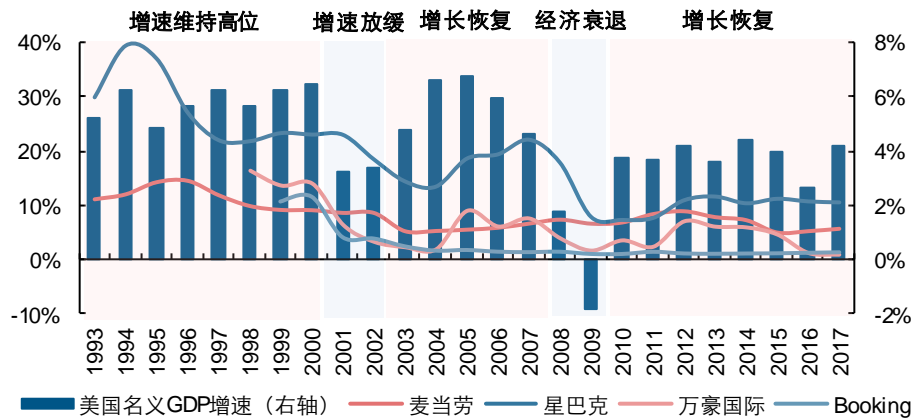
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

经济周期不同阶段应对决策有所不同

对比美国部分龙头餐饮旅游企业的资本开支及业务扩张可以发现, 在经济周期下行阶段各自选择的策略有所不同。

从资本开支角度来看, 资本开支占当年总资产比重通常与经济景气程度有关。当经济繁荣增长时, 企业的投资扩张速度也加快 (如 1993 至 2000 年); 当经济下滑时, 资本开支有收缩趋势 (如 2001 至 2003 年、2008 至 2009 年)。此外, 资本开支也与企业自身发展阶段以及业务形态有关, 在上世纪 90 年的快速扩张期, 星巴克、万豪国际资本开支占总资产比重较高, 而在 2010 年之后扩张速度明显放缓。

图 7：美国部分餐饮旅游上市公司资本开支占当年总资产比重



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

具体以餐饮及酒店行业为例，餐饮企业门店数量随经济波动调节灵活。例如星巴克在2008年关闭了美国本土600家门店，2018年关闭美国本土150家门店以应对经营数据的下滑。反观万豪国际等酒店类企业，由于筹建开店时间长（意味着对经济波动变化的敏感性弱）、合约签订时间长（直营酒店租约和加盟酒店合同）等因素影响，门店增长速度与经济周期关联不大。此外考虑到经济下行周期估值水平的下滑，酒店行业之间的并购增多也带来酒店规模的扩大。

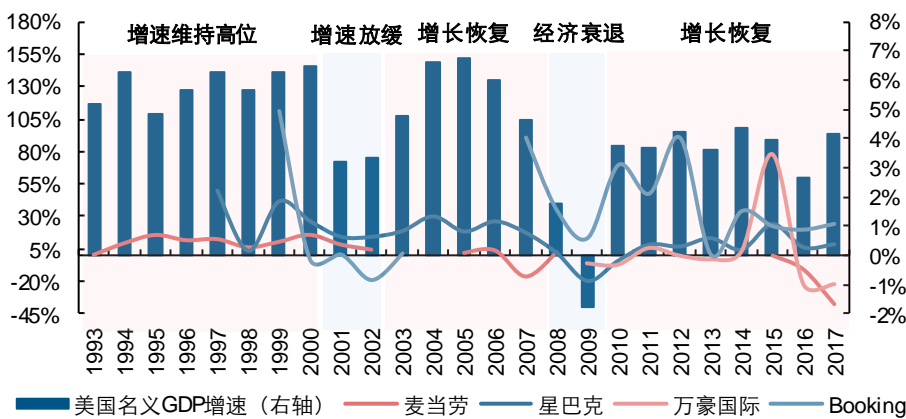
图 8：美国部分餐饮旅游上市公司美国地区门店数量变化



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

与资产投入不同的是，员工数量的变化与经济周期关系密切，裁员成为了众多企业应对危机的有效方式。统计可知2000至2002年各家上市公司员工数量均有增长放缓甚至负增长的趋势，其中星巴克从1999年的同比42%增速降至2002年的15%；在2009年，多家公司出现了明显的裁员潮，当年星巴克员工数减少了19%；2009、2010年万豪国际也出现了连续裁员。

图 9：美国部分餐饮旅游上市公司员工总数同比增速



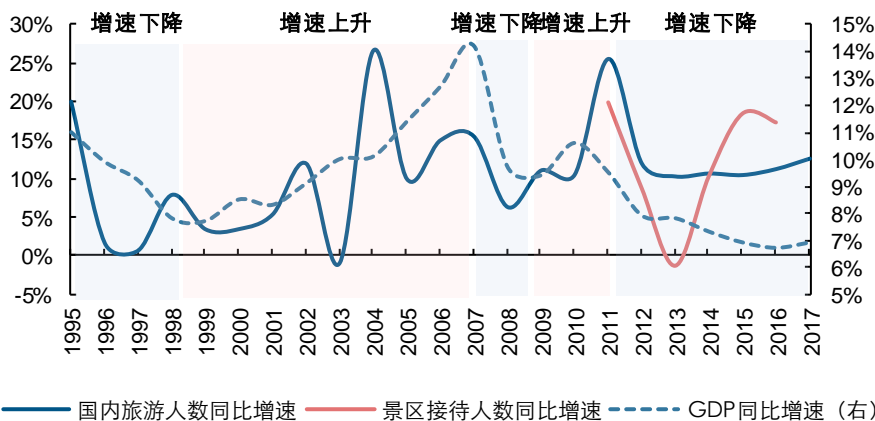
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

经济周期下国内龙头公司成长能力突出

行业角度看，经济周期影响可选消费需求

旅游行业发展与宏观经济的相关性较大。分析国内旅游人次与 GDP 的年度同比增速可以发现，整体而言旅游市场的发展与经济周期波动关联较大。2011 年 GDP 增速开始放缓之后，无论是国内旅游人数还是景区接待游客人数同比增速均出现了明显下滑。主要原因是旅游消费是典型的可选消费，在收入增长预期下调的情况下旅游次数和旅游开支会受到明显影响。

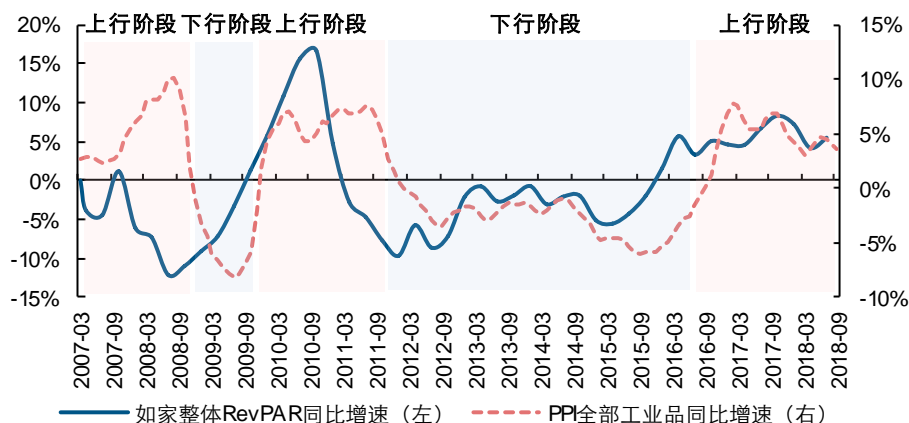
图 10：中国旅游行业发展与 GDP 增速关联性大



资料来源：Wind，长江证券研究所

酒店业发展和经济呈现较高的相关性。我们选择如家整体 RevPAR 同比增速来反映酒店行业的景气程度。以季度为最小单位对比如家整体 RevPAR 同比增速和 PPI 工业品同比增速可以看出，经济活动对酒店的经营业绩影响较为明显。一方面，经济景气时，供给投入加大，经济不景气时供给减少，供需逐渐趋于平衡；另一方面，经济景气时，商务出行需求加大、个人旅游意愿增强，进而推动酒店行业经营数据向好。

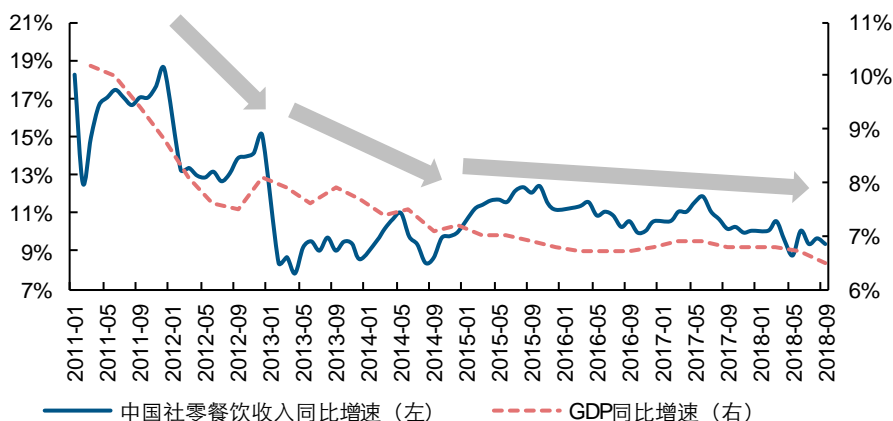
图 11：酒店行业经营业绩随经济波动明显



资料来源：Wind，长江证券研究所

餐饮行业整体相对成熟，因此与经济波动关联性较为明显。由于大部分餐饮属于可选消费，经济环境影响消费者的消费意愿，当经济下行收入下滑时，外出就餐消费减少，尤其是高端餐饮受影响最为明显。我们看到 GDP 增速自 2011 年开始放缓，而社零餐饮收入增速也呈现阶梯式下滑。

图 12：餐饮行业整体规模增速与 GDP 增速趋势一致



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司角度看，龙头遵循扩张逻辑有望穿越周期

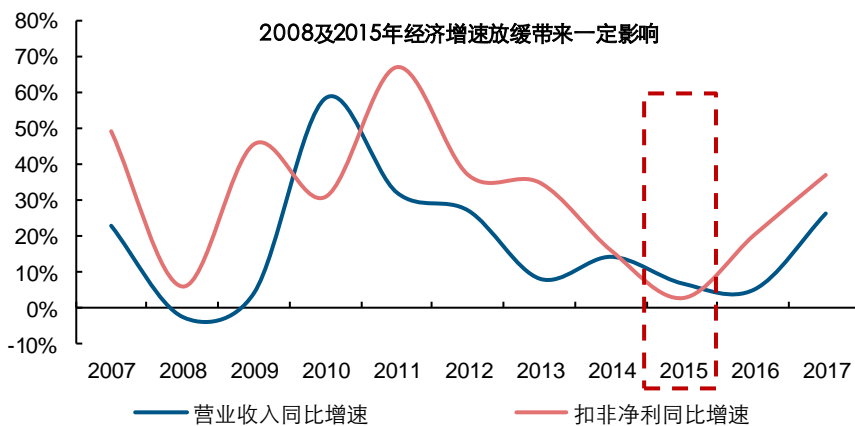
尽管行业普遍和经济周期有较高相关性，但龙头公司的发展除了行业逻辑外，还有**集中度提升逻辑及消费升级逻辑**，因此在具体业绩表现上有望穿越周期实现稳健增长。如中国国旅成长为免税行业巨头奠定坚实成长基础；宋城演艺依托异地复制及轻资产输出实现跨越式增长；华住酒店把握产品升级、连锁化率提升的关键阶段持续巩固龙头优势；广州酒家从餐饮赛道切入食品业务打开市场空间。

免税龙头：以中国国旅为例

中国国旅受益旅游及免税行业的大发展，业绩增长动力十足。公司成立于 2008 年 3 月 28 日，是我国旅游行业知名企业，旅游服务业务长期位居行业第一名，而免税业务又具有市场主导地位。在 2008 年旅游行业触底回升的背景下，公司收入及业绩增速不断提高。2011 年海南离岛免税政策开始实施，推动公司 2011 年业绩增长略超预期。此后免税业务贡献占比逐渐提高，相对传统旅行社业务，免税行业增长潜力巨大，帮助公司 2016 年以来收入及净利增速加快。

公司经营目标是致力于成为全球最大的免税零售商。国内方面，目前中免免税业务市占率约 80%，日上批发业务整合自今年 6 月 1 日已经启动，毛利率提升已经开始；与此同时，国际拓展稳步推进。整合日上批发业务，预计 1 年内完成，广州机场 T2 免税店 8 月份全面开业等，公司免税业务规模效应和经营改善并进，毛利率提升速度有望加快（18 年中报免税毛利率提升 8pct）；国际业务方面，继联合拉加代尔成功竞标香港机场烟酒标段后，又联合皇权(香港)成功获得澳门机场 5 年免税经营权，验证了联合竞标的可行性。期待未来，公司继续和国际领先免税运营商拓展在新加坡等地区的国际业务。

图 13：中国国旅近年营业收入及扣非净利同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

从 ROE 角度看，2009 年上市以后呈现先降后升的趋势。2010 年由于低利润率的传统旅行社业务快速复苏利润占比提升，导致公司净利率水平降低；同时上市后财务杠杆有所降低导致权益乘数下降，使得 ROE 出现下滑。此后几年受益免税及有税零售业务的加强，净利率水平稳中有升 ROE 稳定在 14%至 20%之间，且 16-17 年连续提升。

表 1：中国国旅近年 ROE 拆解

	ROE (%)	总资产周转率(次)	权益乘数	净利率 (%)
2007	49.22	2.36	5.72	4.47
2008	31.63	1.99	4.19	5.72
2009	13.60	1.42	1.85	7.19
2010	10.49	1.60	1.53	5.77
2011	15.60	1.79	1.61	6.58
2012	19.56	1.94	1.62	7.32
2013	17.65	1.59	1.49	8.51
2014	15.35	1.44	1.44	8.38
2015	14.15	1.40	1.43	8.09
2016	15.21	1.36	1.39	9.09
2017	19.01	1.48	1.44	10.38

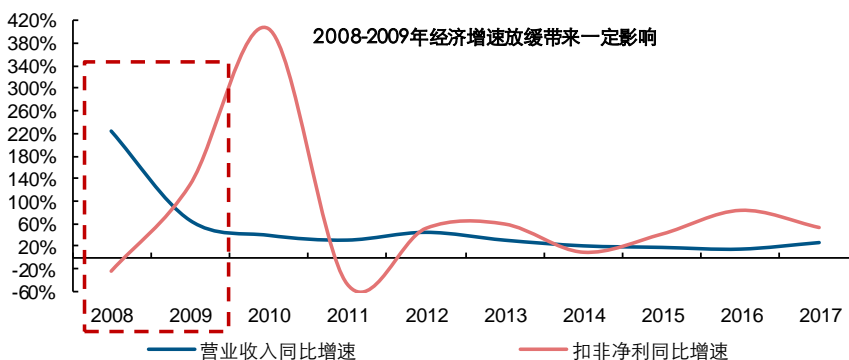
资料来源：Wind，长江证券研究所

酒店龙头：以华住酒店为例

华住酒店受益经济型连锁及中高端升级两大行业机遇实现了业绩的快速增长。华住早期的核心业务是以汉庭连锁酒店为代表的经济型连锁酒店，从 2012 年开始通过内生外延的方式在经济型、中端型酒店同时发力。2017 年以来，华住开启了收购策略，先后收购了中高端定位的桔子水晶酒店及精品酒店花间堂。在门店数与客房绝对数量方面，根据中国饭店业协会统计，2017 年华住位于锦江与首旅如家之后，位居全国第三。从业绩增速来看，华住在 2008 年之后呈现出一定周期性，但整体而言增长幅度可观。

究其原因，我们认为国内酒店行业目前兼具周期性与成长性。一是中端占比提升，目前我国中端占比不到 30%，美国高、中、经济型比重稳定在 2:3:5；国内中端酒店连锁程度远低于经济型酒店。二是连锁化程度提升，美国酒店业连锁化比例在 70%左右，目前国内经济型酒店连锁率较高，而中端酒店连锁率仅超过 20%，未来连锁中端酒店将逐渐成为主流。三是房价提升，通过比较美国三轮周期酒店龙头价格提升区间以及中美消费品价差，判断酒店提价尚有 30~50%空间。

图 14：华住酒店近年营业收入及扣非净利润同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

自 2011 年低点之后，公司 ROE 处于上升通道。拆分来看，ROE 提升的主要动力是净利率的提高以及财务杠杆的利用。随着龙头规模优势的扩大以及中端占比的提高，华住净利率水平由 2011 年的 5.25% 提高至 2017 年的 15.14%，可见公司的经营情况并未受行业周期有明显负面影响。未来公司主要有以下三个战略目标：一是加速中端酒店的扩张；二是通过质量提升来实现同店 RevPAR 的持续增长；三是加大高端酒店的拓展力度。

表 2：华住酒店近年 ROE 拆解

	ROE (%)	总资产周转率(次)	权益乘数	净利率 (%)
2008	-20.91	0.67	1.74	-17.35
2009	5.15	0.84	1.82	4.08
2010	14.35	0.75	1.54	12.76
2011	5.26	0.68	1.51	5.25
2012	7.42	0.82	1.67	5.57
2013	10.60	0.88	1.80	6.81
2014	10.19	0.87	1.88	6.09
2015	13.14	0.83	2.09	7.61
2016	18.23	0.74	2.00	12.18
2017	20.90	0.60	2.32	15.14

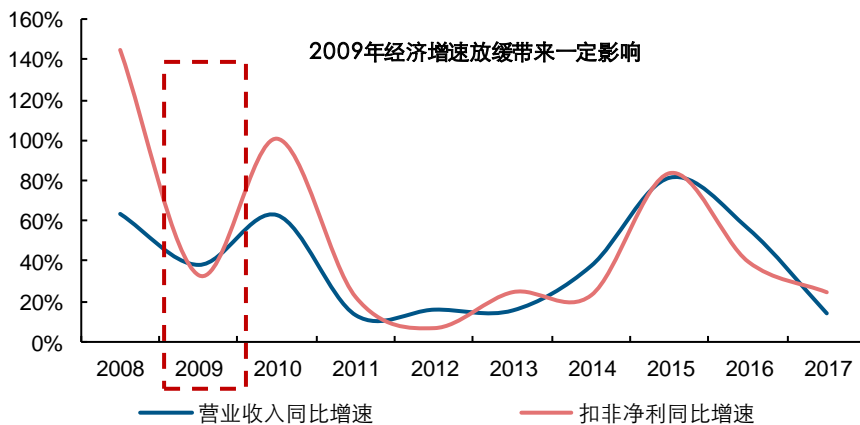
资料来源：Wind，长江证券研究所

景区龙头：以宋城演艺为例

宋城演艺是中国演艺龙头、全球主题公园集团十强企业。连续八届获得“全国文化企业三十强”称号，以“演艺”为核心竞争力，成功打造了“宋城”和“千古情”品牌，产业链覆盖旅游休闲、现场娱乐、互联网娱乐，是世界大型的线上和线下演艺企业。宋城演艺旗下拥有 30 个各类型剧院、65000 个座位数，分别超过世界两大戏剧中心伦敦西区、美国百老汇全部座位总数。受益于各成熟景区项目客流量增长、市占率提高、客源结构优化即散客占比提升，以及六间房经营业绩稳步增长，公司营收和归母净利润规模再创新高。

异地复制、轻资产输出及线上业务帮助公司实现快速增长。2011 年之前杭州本土项目维持较快增长，2014 年至 2016 年第一轮异地复制叠加六间房并表因素推动公司业绩再上一个台阶。2018 年公司第二轮异地复制开启，其中桂林阳朔 2018 年开业，张家界千古情、上海城市演艺、西安千古情项目有望于 2019 年后陆续开业；此外公司 2017 年连下三个轻资产项目打开资产输出大门，后续项目有望持续落地。由于公司演艺业务属于国内一流水平，且项目复制输出不断，有效对冲了经济波动对旅游业带来的负面影响。

图 15: 宋城演艺近年营业收入及扣非净利同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

公司 ROE 水平受经济波动影响不大。公司 ROE 自 2012 年以来持续提高, 主要原因一是演艺项目进入成熟期客流量达到较高水平, 以及后期部分线上及轻资产业务资产周转率相对较高所致。净利率则受新项目投入以及六间房并表净利率水平较低有所拖累。随着未来既有项目的逐渐成熟和扩建, 以及轻资产项目的不断输出, ROE 水平有望继续保持提升趋势。

表 3: 宋城演艺近年 ROE 拆解

	ROE (%)	总资产周转率(次)	权益乘数	净利率 (%)
2007	37.37	0.37	2.75	36.82
2008	45.02	0.51	2.74	33.90
2009	40.45	0.47	2.70	32.35
2010	11.67	0.24	1.32	36.73
2011	8.49	0.17	1.15	44.04
2012	9.18	0.19	1.12	43.74
2013	10.24	0.20	1.10	45.49
2014	10.98	0.26	1.11	39.00
2015	13.94	0.31	1.20	38.09
2016	15.03	0.36	1.21	34.66
2017	15.55	0.37	1.19	35.36

资料来源: Wind, 长江证券研究所

餐饮龙头: 以广州酒家为例

公司作为扎根广州的老字号餐饮食品企业, 近年来收入及净利润规模持续增长。2015 至 2017 年公司营业收入分别为 17.37、19.36、21.89 亿元, 实现归母净利 2.35、2.67、3.40 亿元, 归母净利增速自 2015 年以来持续提高。作为老字号餐饮企业, 公司积极探索月饼及速冻食品等新产品, 帮助公司穿越周期实现快速增长。2017 年营业收入中, 食品制造业和餐饮业占主营业务收入的比例分别为 73.6%和 25.8%, 餐饮业务毛利率 2015 年以来呈现提升趋势, 而食品制造业务则保持相对稳定, 主要原因是毛利率相对较低的速冻食品销售规模增长较快。

基于公司当前业务布局和规划，我们认为未来增长主要来源于四个方面：

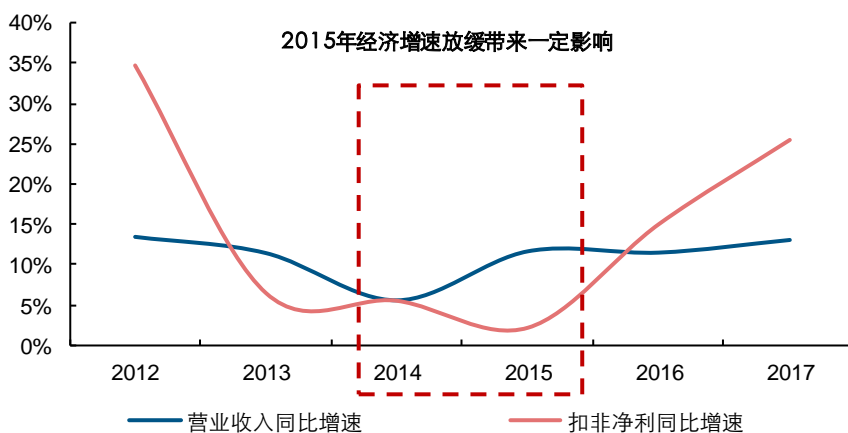
(1) 食品产能扩张稳步推进。短期看 2.55 万吨募投项目投产，以及投资并购补充部分产能；长期看湘潭和梅州两大生产基地 3.6 万吨产能释放。

(2) 立足广东扩大市场区域。广式点心在全国具备消费基础，公司未来省内扩张基于日益完善的饼屋网络，省外扩张则主要依托电商和经销商渠道。

(3) 产品多元扩大业务规模。目前月饼收入占公司营收 40%以上，未来将大力发展速冻食品，并积极培育现有体系内的其他产品，规模有望持续扩大。

(4) 餐厅开启省内外异地复制。作为粤菜老字号，公司计划每年新开一到两家餐饮店，并将逐步走出广州市、走出广东省，餐饮业务有望获得新动力。

图 16：广州酒家近年营业收入及扣非净利同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司 ROE 有所下降主要是食品业务总资产周转率相对较低。2011 年至 2016 年公司上市前 ROE 水平有所下降，但依旧维持在 30%左右的较高水平，主要是食品业务的占比不断提高导致资产周转率的降低，公司净利率保持相对稳定。2017 年上市后，总资产增加、权益乘数降低，但净利率受益设备改造毛利率提升以及期间费用率降低出现提高。食品行业作为必选消费受经济波动影响程度较小，同时广州酒家在广式点心、食品方面具备龙头优势，长期来看业绩规模及经营效率有望实现可观增长。

表 4：广州酒家近年 ROE 拆解

	ROE (%)	总资产周转率(次)	权益乘数	净利率 (%)
2011	35.73	1.73	1.62	12.72
2012	43.64	1.82	1.57	15.27
2013	39.42	1.75	1.51	14.95
2014	34.44	1.65	1.44	14.37
2015	30.20	1.63	1.37	13.34
2016	29.66	1.56	1.38	13.73
2017	25.70	1.27	1.30	15.61

资料来源：Wind，长江证券研究所

小结：继续看好细分成长领域龙头公司投资机会

对比国内餐饮旅游上市公司可以发现，经济周期确实会一定程度影响经营表现，但整体处于成长阶段。尽管行业普遍和经济周期有较高相关性，但龙头公司的发展除了行业逻辑外，还有集中度提升逻辑及消费升级逻辑，因此在具体业绩表现上有望穿越周期实现稳健增长：免税行业巨头中国国旅深耕快速成长的免税行业，目前国内市占率约 80%、国际拓展正稳步推进；休闲景区龙头宋城演艺，依托异地复制及轻资产输出实现跨越式增长；酒店龙头华住酒店、首旅酒店、锦江股份把握产品升级、连锁化率提升的关键阶段持续巩固领先优势；广式餐饮及食品龙头广州酒家从餐饮赛道切入食品业务打开市场空间，未来 3-5 年成长确定性高。

本周观点及投资建议

免税板块推荐中国国旅，日上批发业务整合 6 月 1 日启动，毛利率提升已经开始；国内免税市占率约 80%，国际拓展稳步推进。国内业务方面，6 月 1 日开始整合日上批发业务，1 年内完成，广州机场免税店 8 月份全面开业，规模效应和经营改善并进，毛利率提升速度有望加快（18 年以来已经提升 2-5%）；国际业务方面，继联合拉加代尔成功竞标香港机场烟酒标段后，中免又联合皇权(香港)成功获得澳门机场 5 年免税经营权，验证了联合竞标的可行性。期待未来，公司继续和国际领先免税运营商拓展在新加坡等地区的国际业务，向着全球第一免税运营商的目标更进一步。短期看，（1）18 年业绩稳健，（2）离岛免税政策放宽(新开博鳌店、提升购物限额等)，（3）批发业务整合、运营效率提升带动毛利率提升，（4）北京&上海市内免税店或有所突破；中长期看国际拓展和规模效应增厚业绩。

酒店板块看好中端酒店细分领域，根据美国酒店周期我们判断我国酒店行业有望自 17 年进入 3-5 年上升周期且 18 年开始有望进入提价通道，通过比较美国三轮周期酒店龙头价格提升区间以及中美消费品价差，我们判断酒店提价尚有 30~50%空间。**重点推荐首旅酒店**，看好公司受益于行业发展和自身结构调整、逐步释放业绩，看好公司在本轮国内酒店上升周期中，实现业绩与估值提升的戴维斯双击。**锦江股份**，未来公司将继续践行“全球布局、跨国经营”的发展战略，受益于规模效应、中高端品牌效应以及经营效率的提升，业绩有望持续释放。

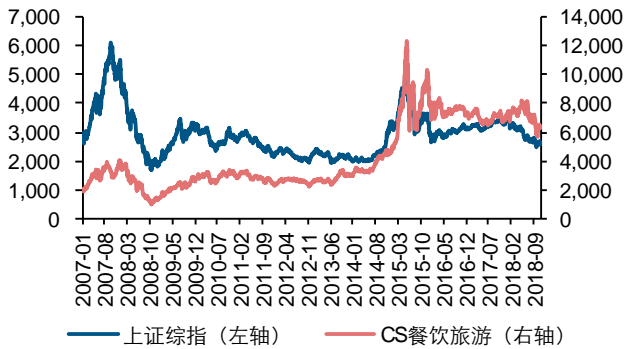
景区板块看好休闲景区，观光游转型休闲游行业趋势下，优质休闲景区供不应求，从而实现客流量和客单价的双重提升。**重点推荐宋城演艺**，异地复制第二轮阳朔项目于 2018 年开业，张家界、西安项目有望于 2019 年开业；轻资产项目持续落地；打造 4.0 产品版本西塘演艺小镇夯实宋城行业龙头地位。此外，六间房整合重组有利于优化股权结构，直接增厚宋城演艺盈利和现金流。**中青旅**，低估值休闲景区稀缺标的，18 年乌镇景区提价全年受益，古北水镇有望通过完善配套设施和服务带动客单价提升，进而驱动业绩增长；控股股东划转光大后，公司有望借助光大集团金融产业背景，以及在旅游、体育、教育、养老等产业的布局实现业务的扩展。

餐饮板块推荐广州酒家。公司主营业务包括餐饮服务 and 食品生产经营，多元发展潜力十足。产能扩张和市场拓展双管齐下，2018 年业绩增长具备坚实基础。（1）产能扩张方面，通过技术改进保持持续性增长，未来主要看点还是募投项目新增产能、合资公司粮丰园贡献产能以及湘潭、梅州两大生产基地贡献 3.2 万吨食品产能，预计 1-2 年后产能会有大的提升。（2）市场拓展方面，省内外重点拓展区域营销力度会加大，广告费随销售额保持正常增长。

板块行情回顾

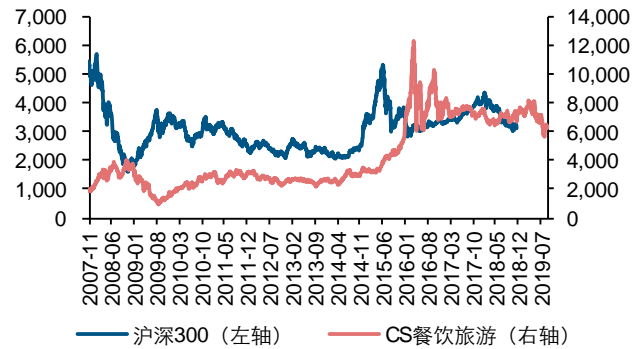
上周中信餐饮旅游指数下跌 3.91%，分别跑输上证综指和沪深 300 指数 0.19 和 0.40 个百分点。上周中证体育指数下跌 7.27%，分别跑输上证综指和沪深 300 指数 3.55 和 3.77 个百分点。

图 17：上周中信餐饮旅游指数跑输上证综指 0.19 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：上周中信餐饮旅游指数跑输沪深 300 指数 0.40 个百分点



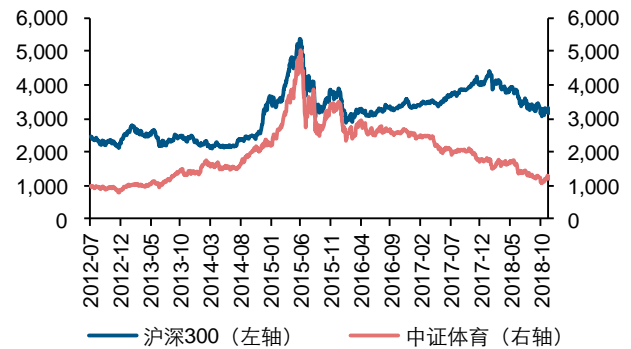
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：上周中证体育指数跑输上证综指 3.55 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

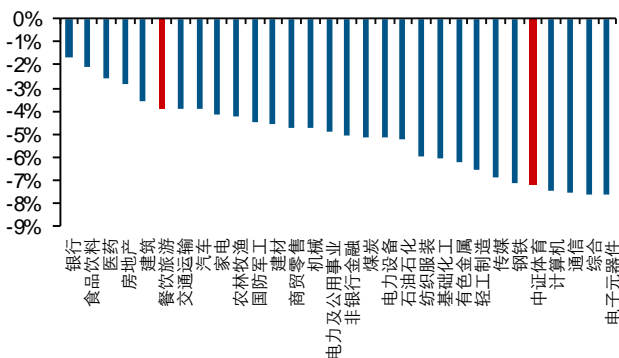
图 20：上周中证体育指数跑输沪深 300 指数 3.77 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

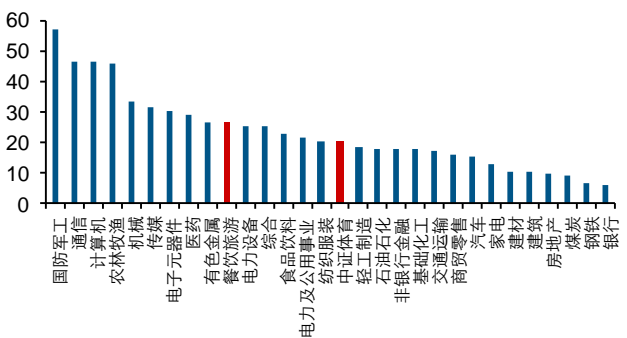
上周中信餐饮旅游指数位居涨跌幅排行榜第 6 位，中证体育指数位居第 26 位。截至上周末，餐饮旅游板块和体育板块的市盈率(TTM)分别为 26.3X 和 20.2X，在全行业中居于中上游。

图 21：上周中信餐饮旅游和中证体育指数涨跌幅分列 6、26 位



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：中信餐饮旅游和中证体育板块市盈率(TTM)居中上游



资料来源：Wind，长江证券研究所

旅游类标的中，涨幅前三标的分别是北京文化(+10.58%)、大连圣亚(+6.35%)以及 ST 山水(+0.14%)；跌幅前三标的分别是浙江永强(-14.90%)、众信旅游(-9.82%)以及首旅酒店(-9.23%)。

体育类标的中，唯一上涨幅的标的是金陵体育(+0.74%)；跌幅前三标的分别是当代明诚(-15.30%)、鸿博股份(-11.83%)以及雷曼股份(-10.51%)。

港股消费类标的中，涨幅前三标的分别是麦迪森酒业(+60.00%)、GOLDWAY EDU(+56.52%)、雅仕维(+36.42%)；跌幅前三标的分别是 GRANDE HOLDINGS(-22.62%)、中能控股(-19.47%)、中国华星(-16.67%)。

美股消费类标的中，涨幅前三标的分别是 Orchids 纸业产品公司(+107.64%)、Overstock.com 股份有限公司(+21.76%)、Empire Resorts 股份有限公司(+16.25%)；跌幅前三标的分别是 Destination XL 集团股份公司(-24.40%)、艾康尼斯品牌集团公司(-19.64%)、Eros 国际公共有限公司(-19.09%)。

行业主要数据回顾

表 5：行业一周主要数据

主体	概要	内容
彩票	前 10 个月的彩票总销量已基本与 2017 年全年持平	10 月份，全国共销售彩票 422.32 亿元，比上年同期增加 45.78 亿元，增长 12.2%。其中，福利彩票机构销售 189.23 亿元，同比增加 6.11 亿元，增长 3.3%。体育彩票机构销售 233.08 亿元，同比增加 39.67 亿元，增长 20.5%。(唯彩会)

资料来源：长江证券研究所整理

行业重要新闻概览

表 6：行业一周重点新闻

旅游行业		
酒店	北京将财政拨款支持 16 家奥组委签约旅游酒店	对于与奥组委签约的 16 家酒店提供的 6016 间保证性客房，北京市级财政将采取以奖代补方式进行升级改造资金支持；对延庆区提供的保障性客房，分星级按直接开发成本的 10% 进行奖励。(环球旅讯)
免税	中免集团与阿里巴巴集团签署战略合作协议	此次战略合作内容涉及阿里巴巴旗下飞猪、阿里云、支付宝、菜鸟物流等多个业务线，未来双方将建立长期稳定互利共赢的战略合作伙伴关系，通过资源共享和优势互补，携手打造免税新零售、旅游购物领域新模式。(环球旅讯)
旅游创投	韩国风投 Bon Angels 投资马来西亚旅游文化平台 LokaLocal	Bon Angels 旨在推动东南亚市场的进一步增长，对 LokaLocal 的投资符合这一发展趋势。Bon Angels 共投资了 LokaLocal 在内的 140 家企业，主要分布在韩国、日本、美国和越南、泰国、印尼、马来西亚等东南亚地区。(环球旅讯)
旅游创投	荷兰会员制酒店预订平台 BidRoom 融资 1500 万欧元	BidRoom 成立于 2014 年，总部位于阿姆斯特丹，会员可以在平台预订 128 个国家的 12 万间酒店。BidRoom 称其平台的运营模式与现有的 OTA 不同，酒店只需向公司支付年费。(环球旅讯)
体育行业		
体育赛事	三亚国际马拉松赛事带动直接经济影响 2.66 亿元	在 2018 年初阿里体育举行的三亚国际马拉松赛事中，总参赛人数超 2 万人，其中本地选手 10343 人、外地选手 10509 人。此次比赛电视和网络覆盖达到 500 多万人次，经济估

		算达到 5.59 亿元，带动直接经济影响 2.66 亿元，间接带动运输、旅游业资金引入。(体育大生意)
体育创投	触手直播宣布爱奇艺成为新投资方	国内游戏直播平台触手直播宣布在今年第一季度获得了来自爱奇艺的投资，具体投资金额暂未公布。(体育大生意)
电竞	美电竞 SaaS 厂商 PlayVS 获 3050 万美元 B 轮融资	美国高中生电竞联赛 SaaS 工具厂商 PlayVS 宣布获得 3050 万美元 B 轮融资。这是继 6 月份获得 1500 万美元的 A 轮融资后再次在资本市场获得认可。(体育大生意)
教育行业		
教育创投	艾艺荷马获超亿元 B 轮融资，联合公立学校布局美术教育	美术培训机构“艾艺荷马”今日宣布完成超亿元 B 轮融资。本轮融资由达晨创投领投，汉能投资集团等跟投，翔御资本担任此次交易的独家财务顾问。(芥末堆)
教育科技	牛听听与三家出版社达成独家音频合作	儿童智能硬件公司本牛科技宣布与蟋蟀童书、心喜阅童书、盖世童书三家儿童内容出版商达成合作。三家儿童出版商的独家音频版权将上架本牛科技旗下牛听听平台上。
STEAM	浙大联手网易成立智能教育研究中心，线下项目将于 2018 年完成	浙江大学教育学院、浙江大学计算机科学与技术学院、网易教育事业部三方联合宣布成立智能教育研究中心。这是国内首个针对中小学 STEAM 教育的研究中心。(芥末堆)
教育科技	苹果上线中文版“人人能创造”指南，想用多媒体技术撬开学校市场	11 月 20 日，苹果正式上线了中文版“人人能创造(Everyone Can Create)”学习指南，并同步推出包括视频、摄影、音乐、绘画在内的项目式学习手册。(芥末堆)
养老行业		
养老服务	山东青岛 19 种特效药纳入医疗救助，“养老淘宝”平台上线	11 月 15 日，青岛市上线了“养老淘宝”平台——基于互联网、物联网和电视系统的养老综合服务平台。今年青岛市社区散居孤儿养育标准提高了 100 元/月。对困难群众的医疗再救济方面，25 个病种和 19 种特效药被纳入救助范围。(中国养老网)
机构补贴	北京将对养老机构差异化补贴，满意率低于 85% 取消补贴资格	北京市民政局、市财政局、市卫生计生委、市残联印发了《北京市养老机构运营补贴管理办法》(以下简称《办法》)，《办法》提出要根据养老机构收住服务对象身体状况、服务质量星级评定、信用状况、医疗服务能力等 4 个维度，对养老机构实行差异化补贴。养老机构如有不参与服务质量星级评定、服务对象满意率低于 85% 等情况，都将取消当年运营补贴获取资格。《办法》自 2019 年 1 月 1 日起实施。(中国养老网)
养老模式	广东推出“存房养老” 1.5 万套养老住房可选	中国建设银行广州分行、建信养老金管理有限责任公司、广东建融住房与广州越秀养老产业投资控股有限公司等 6 家养老机构分别签署战略合作协议，正式在广东地区推出“存房+养老”的养老新模式。(中国养老网)
其他行业		
跨境电商	跨境电商零售进口迎来政策利好，商品范围增加，政策适用范围扩大到 37 个城市，交易限额提升	国务院常务会会议决定，从明年 1 月 1 日起，延续实施跨境电商零售进口现行监管政策，(1) 对跨境电商零售进口商品不执行首次进口许可批件注册或备案要求，而按个人自用进境物品监管；(2) 政策适用范围扩大，从 15 个城市扩大到包括北京、沈阳、南京等的 37 个城市；(3) 对跨境电商零售进口清单内商品实行限额内零关税、进口环节增值税和消费税按法定应纳税额 70% 征收基础上(这一点未变更)，扩大享受优惠政策商品范围，新增 63 个税目商品；(4) 单次交易限额由 2000 元提至 5000 元、年度交易限额由每人每年 2 万元提升至 2.6 万元。(新浪新闻)

资料来源：长江证券研究所整理

公司重要公告盘点

表 7: 上市公司一周重点公告

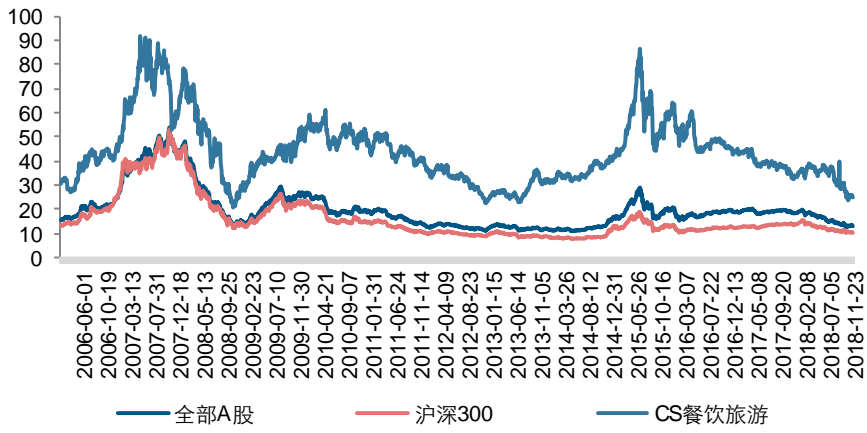
旅游上市公司公告		
11.20	三特索道	原总裁郑文舫辞职, 新聘张泉为公司总裁
11.21	凯撒旅游	拟将“户外旅游项目”的建设完成期限延长至 2019 年 12 月 31 日; 使用闲置募集资金 3 亿元暂时补充流动资金。
11.21	大东海 A	因未依约还款本金及利息共 3431.17 万元, 被海南信达诉至法院。
11.23	锦江股份	拟现金收购控股子公司 Keystone 3.5% 的股权, 交易价格为 3.51 亿元。交易完成后, 公司对 Keystone 的持股比例由 93.0035% 上升至 96.50175%。
11.23	华天酒店	北金所决定接受公司债权融资计划备案, 金额为 1 亿元。
11.23	锦江股份	拟现金收购控股子公司 Keystone 3.5% 的股权, 交易价格为 3.51 亿元, 交易完成后公司持股比例上升至 96.5%。
体育上市公司公告		
11.20	星辉娱乐	“15 星辉债”回售金额为 7.58 亿元 (含利息); “15 星辉债”将于 11 月 26 日支付 2017 年 11 月 25 日-2018 年 11 月 24 日期间的利息 6.30 元 (含税) /张。
11.21	金陵体育	取消分红方案 (以总股本 75,733,400 股为基数, 向全体股东每 10 股派现 1.20 元 (含税), 合计派现 9,088,008 元)
11.22	当代明诚	拟公开发行的公司债券规模为不超过 8 亿元 (含 8 亿元); 为控股子公司苏州双刃剑申请流动资金贷款授信 10,000 万元提供担保。
教育上市公司公告		
11.20	长方集团	拟以现金 1,527.44 万元购买康铭盛 0.9086% 的股权。
11.22	科斯伍德	临时股东大会审议通过《关于向平安银行股份有限公司苏州吴江支行申请 1 亿元人民币综合授信的议案》。
11.23	开元股份	陈方驰监事股份减持计划期限届满, 未减持公司股份。
养老上市公司公告		
11.22	荣泰健康	使用闲置自有资金不超过 9 亿元购买理财产品。
其他上市公司公告		
11.22	全聚德	IDG 资本计划减持公司 17,369,766 股股份 (占总股本的 5.63%)。

资料来源: Wind, 长江证券研究所整理

板块历史估值

截至 2018 年 11 月 23 日, 中信餐饮旅游行业 PE(历史 TTM, 整体法, 剔除负值) 为 25.0X, 相较于 2006 至今的历史平均 PE(43.9X) 折价 43.0%。中信餐饮旅游指数目前相对全部 A 股溢价率为 198%, 2006 年至今均值为 234%; 相对沪深 300 溢价率为 242%, 2006 年至今均值为 298%。

图 23：2006 年至今中信餐饮旅游指数 PE 估值（TTM，剔除负值）



资料来源：Wind，长江证券研究所

相关公司重点数据一览

表 8: 相关公司重点数据一览

股票代码	公司简称	2018/11/23 收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
601888.SH	中国国旅	54.48	1,064	1.30	1.87	2.33	3.04	42	29	23	18
600138.SH	中青旅	13.66	99	0.79	0.91	1.03	1.14	17	15	13	12
600258.SH	首旅酒店	16.33	160	0.77	0.95	1.06	1.25	21	17	15	13
600754.SH	锦江股份	22.85	205	0.92	1.21	1.38	1.66	25	19	17	14
000888.SZ	峨眉山 A	5.98	32	0.37	0.40	0.43	0.48	16	15	14	12
600054.SH	黄山旅游	9.96	71	0.55	0.55	0.58	0.63	18	18	17	16
002159.SZ	三特索道	19.75	27	0.04	1.15	0.39	0.56	494	17	51	35
300144.SZ	宋城演艺	21.57	313	0.73	0.88	1.25	1.15	30	25	17	19
000524.SZ	岭南控股	7.46	50	0.28	0.36	0.45	0.50	27	21	17	15
000430.SZ	张家界	5.40	22	0.19	0.11	0.14	0.18	28	49	39	30
000978.SZ	桂林旅游	5.59	20	0.15	0.19	0.23	0.27	37	29	24	21
603869.SH	新智认知	15.75	55	0.77	1.07	1.38	1.74	20	15	11	9
000796.SZ	凯撒旅游	7.42	60	0.27	0.41	0.51	0.60	27	18	15	12
000802.SZ	北京文化	12.33	89	0.43	0.57	0.71	0.85	29	22	17	15
600593.SH	大连圣亚	27.63	36	0.60	0.55	0.67	0.75	46	50	41	37
600749.SH	*ST 藏旅	9.70	22	-0.42	0.03	0.03	0.03	-23	323	323	323
603043.SH	广州酒家	24.15	98	0.90	1.06	1.28	1.68	27	23	19	14
002033.SZ	丽江旅游	5.99	33	0.37	0.43	0.47	0.51	16	14	13	12
002059.SZ	云南旅游	5.65	41	0.10	0.13	0.30	0.34	57	43	19	17
601007.SH	金陵饭店	8.54	26	0.35	0.35	0.40	0.45	24	24	21	19
002186.SZ	全聚德	11.90	37	0.44	0.46	0.51	0.58	27	26	23	21
002707.SZ	众信旅游	6.89	58	0.28	0.32	0.41	0.51	25	22	17	14
603099.SH	长白山	9.16	24	0.27	0.31	0.39	0.49	34	30	23	19
300178.SZ	腾邦国际	9.70	60	0.50	0.64	0.84	1.00	19	15	12	10
600706.SH	曲江文旅	10.96	20	0.35	0.57	0.63	0.71	31	19	17	15
000863.SZ	三湘印象	4.00	55	0.19	0.26	0.31	0.39	21	15	13	10
603136.SH	天目湖	30.13	24	1.30	1.26	1.47	1.77	23	24	20	17

资料来源: Wind, 长江证券研究所

注: 部分上市公司 18-20 年 EPS 为 Wind 一致预期

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会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公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。