

收入和利润增长承压，免税成为中坚力量

休闲服务行业

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

收入 and 利润增长承压，免税成中坚力量。2018年休闲服务全行业31家上市公司合计实现营业总收入1368亿元，同比增长21.97%，增速较2017年略有提高1.3个百分点；2019Q1实现营业总收入332.3亿元，同比增长19.41%。从增长情况来看，行业整体增速维持在高位且较为平稳，但从细分个股情况来看，中国国旅贡献了2018年全行业34.4%的营业收入，同时对一季度行业收入的影响进一步提升到了41.2%，免税成为行业整体增长的中坚力量。

数据跟踪：1) 2018年国内旅游市场持续高速增长，去年国内旅游人数55.39亿人次，比上年同期增长10.8%；入出境旅游总人数2.91亿人次，同比增长7.8%；全年实现旅游总收入5.97万亿元，同比增长10.5%。2) 峨眉山景区、丽江景区、长白山景区客流量有所回暖，游客接待量分别为329.5万人次、369.4万人次和250.9万人次；黄山景区、桂林景区游客接待量不及预期，2018年游客接待量分别为338万人次和476万人次；乌镇、古北水镇客流双双下滑，2018年游客接待量分别为915万人次和256.5万人次。

细分子板块：1) **旅游综合：**中国国旅贡献过半，免税销售势不可挡。今年一季度旅游综合板块实现营业收入226.7亿元，同比增长27.27%，实现归母净利润24.8亿元，同比增长75.22%，剔除中国国旅的后归母净利润同比增长16%，增速略有放缓。2) **酒店板块：**锦江和首旅依旧是增长主力，华天酒店巨额亏损影响较大。2018年酒店板块实现营业收入323.4亿元，同比增长6.3%，受华天酒店亏损4.8亿元的影响，归母净利润同比下滑8.42%，但一季度已经恢复高增长趋势。3) **景区板块：**收入增长出现拐点，门票下调影响尚未显现。今年一季度景区板块实现营业收入18.3亿元，同比增长9.08%，较2018年有明显提升，归母净利润4.2亿元，同比增长3.52%。4) **餐饮板块：**广州酒店成为唯一收入和利润双增的个股。2018年餐饮板块实现营业收入48.92亿元，同比增长5.43%，实现归母净利润4.74亿元；今年一季度收入维持相对平稳的增长，归母净利润受到西安饮食和*ST云网亏损的影响，大幅下滑。

风险提示：突发性事件带来旅游限制的风险、宏观经济下行风险、个股项目推进不及预期的风险、细分板块政策性风险。

一年内行业相对大盘走势


钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

江甜丽 研究助理

电话：051082832787

邮箱：jiangtli@glsc.com.cn

相关报告

1、《五一假日市场点评》

《休闲服务》

2、《2018年年报披露接近尾声，白马股高增长趋势延续》

3、《五一小长假在即，国内预计超1.6亿人次出游》

正文目录

1.	收入和利润增长承压.....	4
1.1	免税成为增长的中坚力量.....	4
1.2	期间费用管控效果显著.....	5
1.3	估值跟踪.....	6
2	行业数据跟踪.....	6
2.1	国内旅游市场现状.....	6
2.2	上市景区游客接待量.....	7
2.3	星级酒店数据更新.....	9
3	子板块差异化凸显.....	10
3.1	旅游综合板块：免税销售势不可挡.....	10
3.2	酒店板块：升级改造持续.....	11
3.3	景区板块和餐饮板块.....	12
4	重点覆盖公司业绩和估值情况.....	13
5	风险提示.....	13

图表目录

图表 1:	2014 年—2019 年 Q1 行业营业总收入.....	4
图表 2:	剔除中国国旅后行业营收及增速.....	4
图表 3:	2014 年—2019Q1 全行业归母净利润及增速.....	5
图表 4:	剔除中国国旅后行业归母净利润及增速.....	5
图表 5:	毛利率和净利率稳步提升.....	5
图表 6:	管理费用率和财务费用率连续下降.....	5
图表 7:	GL 休闲服务行业估值情况.....	6
图表 8:	2018 年国内旅游人数达到 55.39 亿人次.....	6
图表 9:	2018 年实现旅游总收入 5.97 万亿元.....	6
图表 10:	2018 年入境游总人数 1.41 亿人次.....	7
图表 11:	2018 年出境旅游人数达到 1.5 亿人次.....	7
图表 12:	2012-2018 年国家级景区数量及变化.....	7
图表 13:	2018 年峨眉山游客接待量同比增长 3.25%.....	7
图表 14:	2018 年丽江景区游客接待量同比增长 3.43%.....	8
图表 15:	2018 年长白山游客接待量同比增长 12.4%.....	8
图表 16:	2018 年黄山景区游客接待量同比增长 0.34%.....	8
图表 17:	2018 年桂林山游客接待量同比增长 7.56%.....	8
图表 18:	2018 年乌镇景区游客接待量同比下滑 9.71%.....	9
图表 19:	2018 年古北水镇游客接待量同比下滑 6.85%.....	9
图表 20:	2016Q1-2018Q3 星级饭店 RevPAR (元/间夜).....	9
图表 21:	2016Q1-2018Q3 星级饭店客房出租率.....	9
图表 22:	旅游综合板块营业收入及增速.....	10
图表 23:	剔除中国国旅后营业收入增速对比.....	10
图表 24:	旅游综合板块归母净利润及增速.....	10
图表 25:	剔除中国国旅后归母净利润增速对比.....	10
图表 26:	2018 年离岛免税购物人次同比增长 23.39%.....	11
图表 27:	2019Q1 离岛免税销售额同比增长 29.24%.....	11
图表 28:	离岛免税销售政策的历次变化.....	11
图表 29:	2014-2019Q1 酒店板块营业收入及增速.....	12

图表 30: 酒店板块剔除华天酒店后归母净利润增速.....	12
图表 31: 2014-2019Q1 景区板块营业收入及增速.....	12
图表 32: 2014-2019Q1 景区板块归母净利润及增速.....	12
图表 33: 2014-2019Q1 餐饮板块营业收入及增速.....	13
图表 34: 2014-2019Q1 餐饮板块归母净利润.....	13
图表 35: 重点覆盖公司 2019Q1 业绩和估值情况.....	13

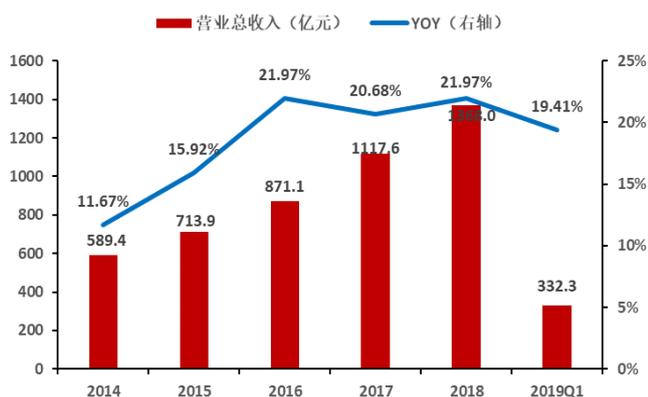
1. 收入和利润增长承压

1.1 免税成为增长的中坚力量

2018 年休闲服务全行业 31 家上市公司合计实现营业总收入 1368 亿元，同比增长 21.97%，增速较 2017 年略有提高 1.3 个百分点；2019Q1 实现营业总收入 332.3 亿元，同比增长 19.41%。从增长情况来看，行业整体增速维持在高位且较为平稳，但从细分个股情况来看，中国国旅贡献了 2018 年全行业 34.4% 的营业收入，同时对一季度行业收入的影响进一步提升到了 41.2%，免税成为行业整体增长的中坚力量。

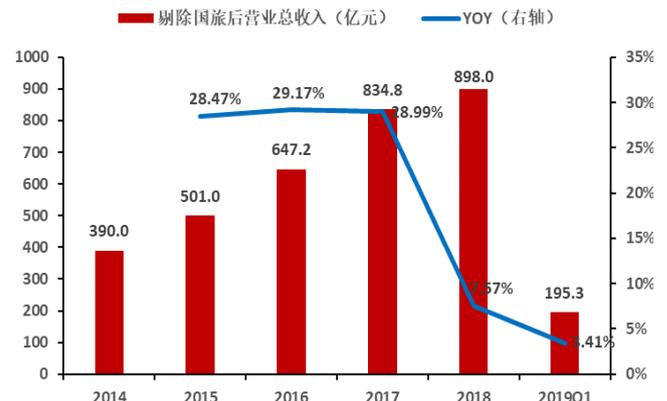
如果剔除中国国旅的影响，我们可以看到 2018 年营收增速仅为 7.57%，今年一季度持续走低，同比增长仅为 3.41%。2015 年-2017 年行业内经历了连续的并购整合，行业营收增速一直维持在高位，并表影响逐步消失后，细分行业和个股的差异化越来越明显，部分个股的内生增长乏力，加上 2018 年并表带来外延增长红利消失，剔除中国国旅后行业营业收入增长承压。

图表 1：2014 年—2019 年 Q1 行业营业总收入



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：剔除中国国旅后行业营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

2018 年全行业实现归属于母公司的净利润 97.27 亿元，同比增长 18.61%，增速较 2017 年下滑了 27.61 个百分点；造成这一大幅波动的原因主要是由于华天酒店、众信旅游、腾邦国际和国旅联合个股的净利润波动较大，其中 2018 年华天酒店受控股子公司灰汤高尔夫项目被政府取缔及投资收益减少的影响，大幅亏损 4.8 亿元；众信旅游受目的地事件叠加资产减值损失双重影响，归母净利润较去年同期减少 2.1 亿元。

2019 年一季度实现归母净利润 33.59 亿元，同比大幅增长 54.68%，其中中国国旅实现归母净利润 23.06 亿元，同比大幅增长 98.8%，主要是因为公司今年年初处置国旅总社获得投资收益约 9 亿元，占行业总归母净利的 27%。如果剔除中国国旅的影响，2018 年行业归母净利润同比增长 9.96%，今年一季度同比增长仅为 4.15%。

图表 3: 2014 年-2019Q1 全行业归母净利润及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 剔除中国国旅后行业归母净利润及增速



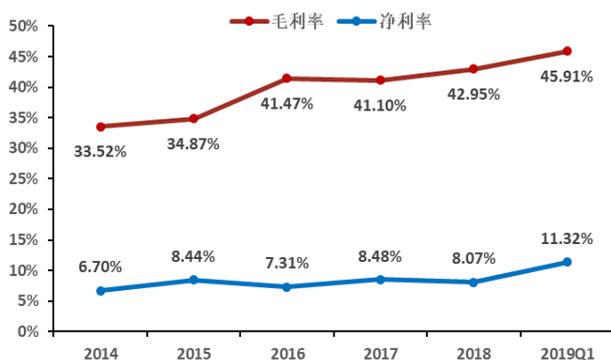
来源: Wind, 国联证券研究所

1.2 期间费用管控效果显著

2018 年全行业的毛利率达到 42.95%，净利率达到 8.07%；2019Q1 这一提升的趋势进一步将毛利率和净利率推升至历史高位，2019Q1 毛利率为 45.91%，净利率为 11.31%，毛利率和净利率处在一个缓慢平滑上升的过程。

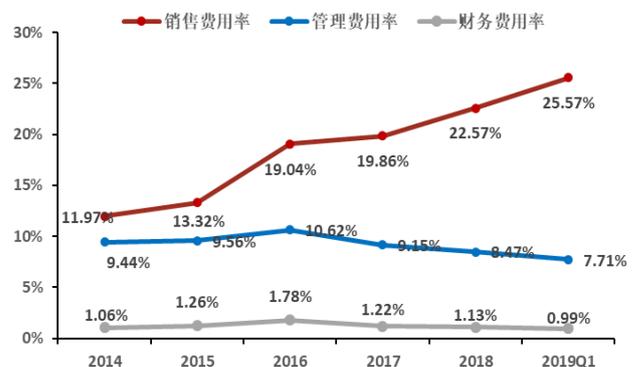
拆分期间费用来看：1) 销售费用率逐步提升。2016 年至今，全行业的销售费用率大幅提升，其中以酒店板块的锦江股份、首旅酒店以及免税的中国国旅表现最为明显，例如 2015 年锦江股份的销售费用为 15.4 亿元，2016 年增长了一倍，而 2017 年较 2016 年又增长了一倍，2018 年销售费用已经达到 75 亿元；中国国旅 2015 年销售费用仅为 18.3 亿元，2018 年已经达到 116 亿元。收购整合虽然带来了收入的大幅增长，但是期间费用也随之暴增。长期来看品牌整合以后虽然整体的期间费用率仍在提升，但是未来在营销策略和人员上的战略整合有望缩减一部分费用。2) 管理费用率逐步下降。2019 年 Q1，全行业的管理费用率仅为 7.71%，收购后管理层面的整合效果凸显。3) 财务费用率回归历史水平。在行业外延扩张的 2015 年-2017 年，财务费用出现了小幅的提升，主要是由于并购增加了企业的中短期借款，从而带来了较高的财务费用所致，预期未来维持在相对平稳的水平。

图表 5: 毛利率和净利率稳步提升



来源: WIND, 国联证券研究所

图表 6: 管理费用率和财务费用率连续下降



来源: WIND, 国联证券研究所

1.3 估值跟踪

GL 休闲服务行业（32 只）目前动态平均估值水平为 31.5 倍市盈率，A 股相对溢价有所下降。

图表 7: GL 休闲服务行业估值情况



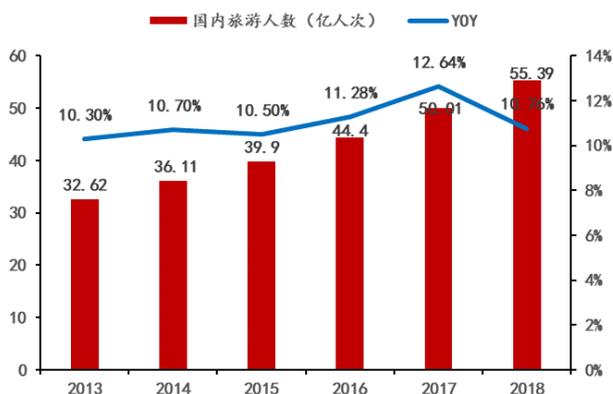
来源: Wind, 国联证券研究所

2 行业数据跟踪

2.1 国内旅游市场现状

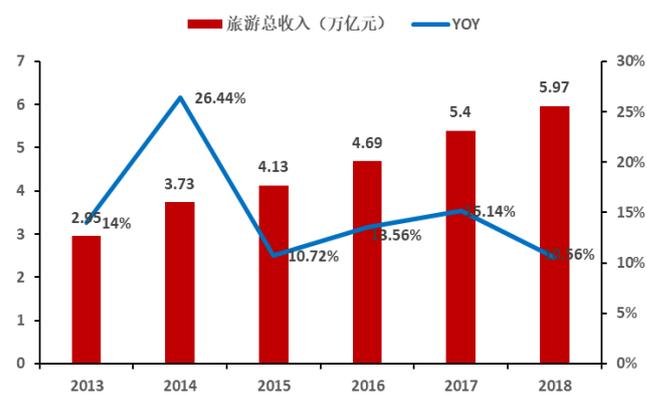
根据文化和旅游部发布的数据，2018 年国内旅游市场持续高增，去年国内旅游人数 55.39 亿人次，比上年同期增长 10.8%；入出境旅游总人数 2.91 亿人次，同比增长 7.8%；全年实现旅游总收入 5.97 万亿元，同比增长 10.5%，受宏观经济形势的影响，增速较 2017 年有所放缓。据测算，2018 年全国旅游业对 GDP 的综合贡献为 9.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.04%。旅游直接就业 2826 万人，旅游直接和间接就业 7991 万人，占全国就业总人口的 10.29%。

图表 8: 2018 年国内旅游人数达到 55.39 亿人次



来源: 文化和旅游部, 国联证券研究所

图表 9: 2018 年实现旅游总收入 5.97 万亿元

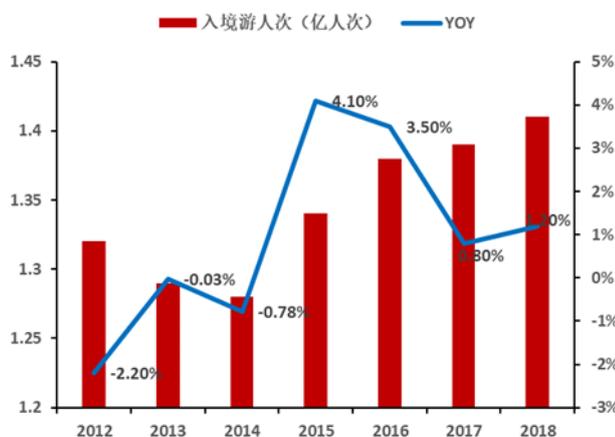


来源: 文化和旅游部, 国联证券研究所

出境游市场触底反弹，迎来高增长。2018年中国公民出境旅游人数14972万人次，比上年同期增长14.7%，较2017年提高了8.14个百分点，其中港澳游占比约过半，其次是周边的泰日韩国家。根据携程网的预测今年春节出境游人次约700万，较去年同期增长了50万左右。

入境游市场增长低迷，期待后续市场开发。2018年入境旅游人数14120万人次，比上年同期增长1.2%。其中以港澳台同胞为主，香港同胞7937万人次，同比略有下降0.5%；澳门同胞2515万人次，同比增长2.0%；台湾同胞仅614万人次，同比增长4.5%。入境外国游客3054万人次，同比增长4.7%，主要以亚洲人为主，占比达到76.3%。

图表 10: 2018 年入境游总人数 1.41 亿人次



来源：文化和旅游部，国联证券研究所

图表 11: 2018 年出境旅游人数达到 1.5 亿人次



来源：文化和旅游部，国联证券研究所

2.2 上市景区游客接待量

2018年全国共推出A级旅游景区10300个，其中4A级景区3034家，5A级景区259家。由于一些景区在获得了评级后，不思进取，服务质量和生态环境出现了下降，导致景区内乱象频出，文化和旅游部在去年10月集中公布了11家受到取消等级处理的4A级旅游景区，目前全国已有百家A级旅游景区受到取消等级、降低等级、严重警告、警告等处理。

图表 12: 2012-2018 年国家级景区数量及变化



来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表 13: 2018 年峨眉山游客接待量同比增长 3.25%



来源：Wind，国联证券研究所

峨眉山景区、丽江景区、长白山景区客流量有所回暖。2018 年峨眉山景区游客接待量 329.5 万人次，同比增长 3.25%，我们认为一部分原因是由于西成高铁的开通，增加了周边游的覆盖人群；丽江景区在经历了市场整治以后，客流量在 2018 年大幅好转，全年接待游客量达到 369.4 万人次，同比增长 3.43%，而 2017 年客流量下滑了 10.94%；长白山景区 2018 年接待游客量 250.9 万人次，同比增长 12.41%。这两年冰雪旅游的市场逐步打开，长白山具有优越的冰雪资源禀赋，冬季冰雪资源丰富，雪期长、雪量大、雪质好，另有火山温泉，未来有望将温泉部落项目与冰雪部落项目有效串连，促进沿线旅游产业发展。

图表 14: 2018 年丽江景区游客接待量同比增长 3.43%



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 2018 年长白山游客接待量同比增长 12.4%



来源: 长白山保护开发管理委员会, 国联证券研究所

黄山景区、桂林景区游客接待量不及预期。2018 年黄山景区全年游客接待量 338 万人次，较去年同期几乎持平，今年一季度接待客流量 59.17 万人次，同比增长 6.34%。略有好转，未来看好黄杭高铁开通对景区客流量的拉动效应。桂林景区（两江四湖景区、银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉、资江丹霞、丹霞温泉景区）2018 年共接待游客 476.03 万人次，同比增长 7.56%，增速较 2017 年大幅下滑。

图表 16: 2018 年黄山景区游客接待量同比增长 0.34%



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 2018 年桂林山游客接待量同比增长 7.56%



来源: Wind, 国联证券研究所

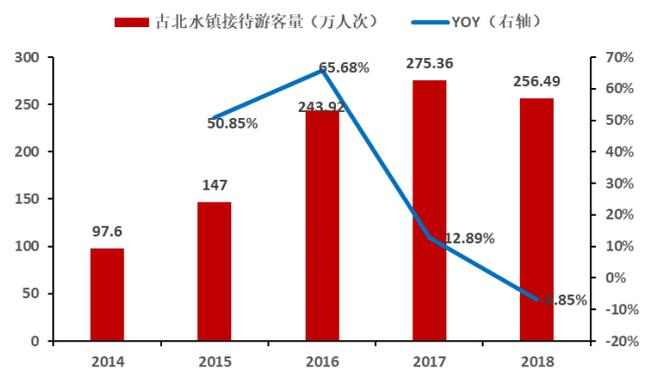
乌镇、古北水镇客流双双下滑，客单价提升支撑增长。2018年，乌镇景区全年累计接待游客915.03万人次，同比下降9.71%；但客单价达到208.2元/人次，而2017年乌镇景区人均消费仅为162.4元。客单价的提升助力实现营收19.05亿元，同比增加15.74%；实现归属于母公司股东的净利润7.34亿元，同比增加5.98%。2018年古北水镇景区全年接待游客256.49万人次，同比下降6.85%；实现营业收入9.98亿元，同比增加1.98%；受参股房地产公司投资收益增加影响，实现归母净利润3.08亿元，同比增加169.84%。报告期内客单价达到389.2元/人次，较2017年的355.8元增长9.4%，未来酒店接待能力提升下有望进一步提升。

图表 18: 2018年乌镇景区游客接待量同比下滑9.71%



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 2018年古北水镇游客接待量同比下滑6.85%

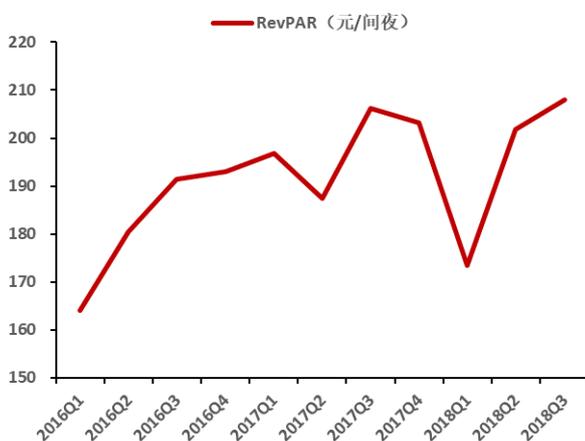


来源: Wind, 国联证券研究所

2.3 星级酒店数据更新

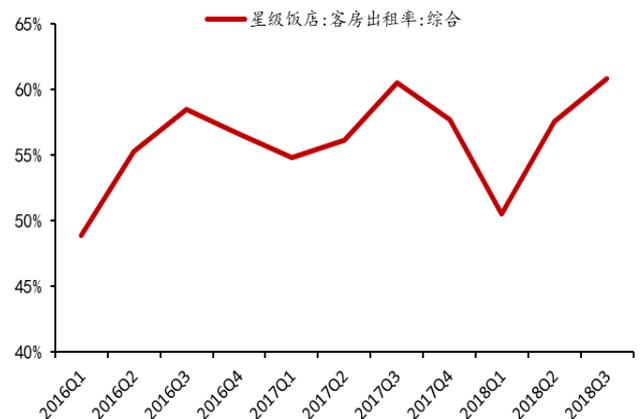
2018年第三季度，全国星级饭店统计管理系统中共有星级饭店10667家，根据填报的9230家的数据来看，全国星级饭店第三季度平均房价为341.76元/间夜，同比增长0.44%；平均出租率为60.86%，同比增长0.46%；每间可供出租客房收入为208.00元/间夜，同比增长0.91%；每间客房平摊营业收入为36358.80元/间，同比增长2.74%。

图表 20: 2016Q1-2018Q3 星级饭店 RevPAR (元/间夜)



来源: 文化和旅游部, 国联证券研究所

图表 21: 2016Q1-2018Q3 星级饭店客房出租率



来源: 文化和旅游部, 国联证券研究所

3 子板块差异化凸显

3.1 旅游综合板块：免税销售势不可挡

2018 年旅游综合板块实现营业收入 908.4 亿元，同比增长 32.67%；2019 年一季度实现营业收入 226.7 亿元，同比增长 27.27%。旅游综合板块主要是受免税增长的拉动，如果剔除中国国旅的影响，2018 营业收入同比增长 10.18%，2019 年一季度收入增速仅为 1.17%，板块成分个股中青旅、众信旅游和凯撒旅游收入增长放缓，略低于市场预期。2018 年中国国旅实现营业收入 470.07 亿元，占板旅游综合块总营收的比重为 51%；2019Q1 实现营业收入为 136.92 亿元，占板旅游综合块总营收的比重为 60%，免税成为板块增长的主要动力。

图表 22：旅游综合板块营业收入及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 23：剔除中国国旅后营业收入增速对比



来源：Wind，国联证券研究所

2018 年旅游综合板块实现归母净利润 50 亿元，同比增长 21.45%；2019 年一季度实现归母净利润 24.8 亿元，同比增长 75.22%，剔除中国国旅的后归母净利润同比增长 16%，增速略有放缓。板块 12 家成分股中，有 5 家上市公司今年一季报出现了亏损，其中三特索道亏损幅度较大，2019 年一季度亏损达到 3900 万。

图表 24：旅游综合板块归母净利润及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 25：剔除中国国旅后归母净利润增速对比



来源：Wind，国联证券研究所

离岛免税销售高增，政策红利逐渐显现。2018 年离岛免税销售额突破 100 亿元，同比增长 25.94%；受到购物限额放宽至 3 万的影响，今年一季度销售额高增，实现

销售收入 42.4 亿元，同比增长 29.24%。2018 年 12 月 1 日，旅客每个自然年能享受的免税购物限额提高到 30000 元，且不限购买次数，同时增加了免税产品的品类，从 2018 年的数据上来看，免税购物限额提高的影响甚微，但是从今年一季度的情况来看，销售额的增长已经提速，政策红利逐渐显现。

图表 26: 2018 年离岛免税购物人次同比增长 23.39%



来源：中国产业信息网，国联证券研究所整理

图表 27: 2019Q1 离岛免税销售额同比增长 29.24%



来源：中国产业信息网，国联证券研究所整理

图表 28: 离岛免税销售政策的历次变化



来源：国联证券研究所整理

3.2 酒店板块：升级改造持续

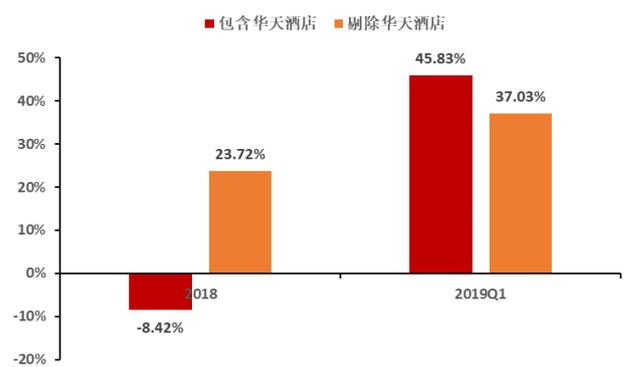
2018 年酒店板块实现营业收入 323.4 亿元，同比增长 6.3%；2019 年一季度实现营业收入 76.3 亿元，同比增长 4.51%。酒店板块龙头公司锦江股份和首旅酒店去年年报和今年一季报的营收增长速度略低于市场的预期，主要受到宏观经济波动的影响以及直营酒店升级改造的影响。2018 年酒店板块实现归母净利润 17.4 亿元，同比下滑 8.42%，主要是由于华天酒店 2018 年大幅亏损 4.8 亿元所致。2019 年一季度板块实现归母净利润 4.2 亿元，同比大幅增长 45.83%，其中锦江股份和岭南控股表现超预期，分别实现归母净利润 2.95 亿元和 1.12 亿元。

图表 29: 2014-2019Q1 酒店板块营业收入及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 30: 酒店板块剔除华天酒店后归母净利润增速



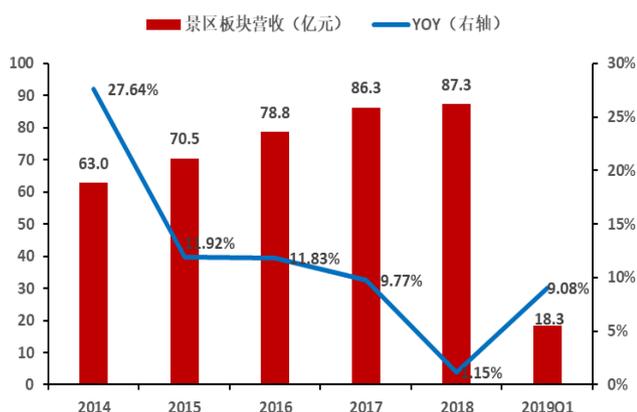
来源: Wind, 国联证券研究所

3.3 景区板块和餐饮板块

2018 年景区板块实现营业收入 87.3 亿元, 同比增长 1.15%, 增速已经连续四年下滑, 今年一季度表现略有好转, 2019Q1 板块实现营业收入 18.3 亿元, 同比增长 9.08%。2018 年实现归母净利润 25.1 亿元, 同比增长 19.79%, 主要来自黄山旅游的贡献, 2018 年黄山旅游实现归母净利润 5.8 亿元, 其中 2.68 亿元为处置金融资产带来的投资收益, 如果剔除这部分的影响, 景区板块 2018 年归母净利润增速仅为 7.3%。

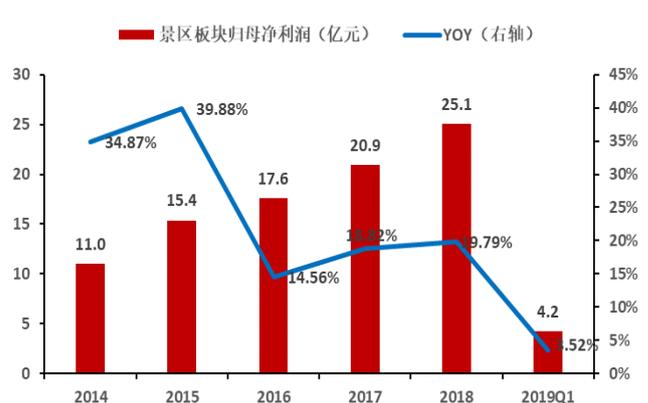
从年报的数据来看, 重点景区门票价格下调的政策对 2018 年收入的影响较小, 上市景区门票的调整均在四季度前后, 预期对 2019 年的影响较大, 但是在经历了连续两年客流量增速减缓的趋势后, 2019 年景区客流量有望迎来反弹。

图表 31: 2014-2019Q1 景区板块营业收入及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

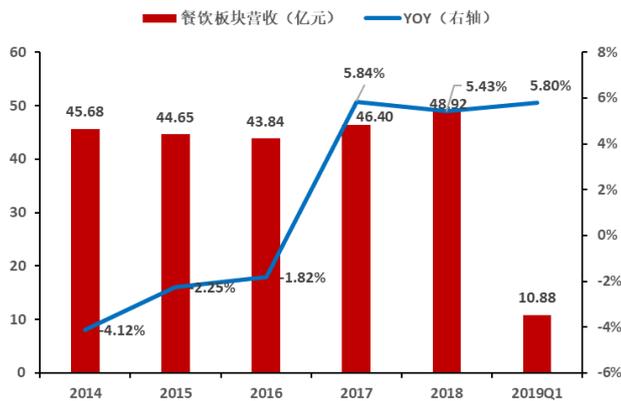
图表 32: 2014-2019Q1 景区板块归母净利润及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

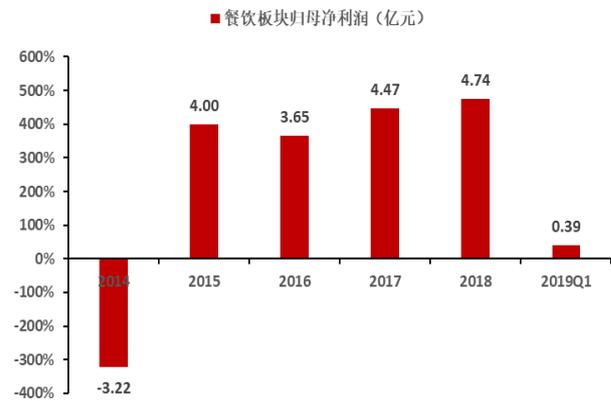
2018 年餐饮板块实现营业收入 48.92 亿元, 同比增长 5.43%; 今年一季度维持相对平稳的增长, 板块合计实现营业收入 10.88 亿元, 同比增长 5.8%。2018 年板块合计实现归母净利润 4.74 亿元, 今年一季度出现大幅下滑, 主要是由于西安饮食和 *ST 云网分别亏损了 1100 万和 600 万, 同时全聚德归母净利润较去年同期大幅减少 2600 万, 仅有 1100 万。广州酒家收入和利润双增。

图表 33: 2014-2019Q1 餐饮板块营业收入及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 34: 2014-2019Q1 餐饮板块归母净利润



来源: Wind, 国联证券研究所

4 重点覆盖公司业绩和估值情况

图表 35: 重点覆盖公司 2019Q1 业绩和估值情况

证券代码	证券简称	营业总收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	2019EPS	2020EPS	2019PE	2020PE
601888.SH	中国国旅	136.9	54.72%	23.06	98.80%	2.16	2.63	34	28
300144.SZ	宋城演艺	8.2	15.85%	3.70	14.90%	1.16	0.94	19	23
600754.SH	锦江股份	33.4	2.66%	2.95	28.18%	1.33	1.61	20	17
600258.SH	首旅酒店	19.4	0.99%	0.74	-1.90%	0.99	1.17	18	16
603043.SH	广州酒家	5.3	19.79%	0.46	17.94%	1.13	1.36	24	22
002707.SZ	众信旅游	24.6	-0.93%	0.65	-1.37%	0.27	0.31	27	23
600138.SH	中青旅	25.4	1.41%	0.64	-35.13%	0.91	1.05	15	13

来源: Wind, 国联证券研究所

5 风险提示

- 1) 突发性事件带来旅游限制的风险
- 2) 宏观经济下行风险
- 3) 个股项目推进不及预期的风险
- 4) 细分板块政策性风险

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门、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