

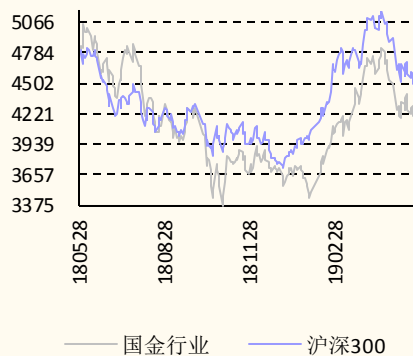
消费升级与娱乐研究中心

社会服务业行业研究 买入（维持评级）

行业周报

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	4196.48
沪深300指数	3593.91
上证指数	2852.99
深证成指	8776.77
中小板综指	8488.16



相关报告

1. 《教育财政经费大起底——每年4万亿到底用到何处去？-教育财政经...》，2019.5.20
2. 《2019教育行业周报第19期:国际人工智能教育与教育大会举行...》，2019.5.20
3. 《旅游餐饮行业周报-上海市内免税店预计年内落地，国旅作为龙头能...》，2019.5.12
4. 《2019教育行业周报第18期:全国各省高考难度量化分析——...》，2019.5.12
5. 《旅游餐饮行业周报-五一长假景区表现优异，澳门博彩4月下月下滑8...》，2019.5.5

楼枫焯 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001
bianlijuan@gjzq.com.cn

4月日泰数据表现疲软，国人韩国免税购物香化增幅较高
本周行情回顾

■ 本周沪深300指数上涨-1.50%，CS餐饮旅游上涨-1.70%至7215.203，排名第14名。其中免税板块涨幅-2.4%，出境游涨幅2.1%，餐饮板块涨幅-1.4%，主题景区涨幅-0.6%，传统景区涨幅-0.7%，酒店板块涨幅-0.8%。

行业点评

■ 4月内地赴日泰客流增速有所缓慢，增速环比及同比均有所下降：4月受假日错峰及淡季影响，日本接待内地游客增速6.2%，增速相比于3月及去年同期的两位数增长均有所下滑，内地赴泰国游客人次增速下滑8.9%，从年初至今内地赴泰国的游客人次仍出现3.7%的下滑，沉船事件对当地旅游市场仍存在一定的冲击。从航空数据来看三大航及四大航数据口径中国国际航线的接待量增速分别为10%/11%，表现较为平稳，整个出境游市场或存在结构性调整的趋势，港澳增速维持两位数增长态势。

■ 韩国免税销售额4月增长15%，相较于3月及去年同比有所放缓，中国游客一季度的免税购买贡献率达到77%，化妆品占比63%，一季度增长45%，箱包及手表等增速有所放缓，与国内海关从严执行国内免税额度存在一定的关系：4月韩国免税销售额为17.5亿美元/+14.7%，相较于3月23%的增速有所放缓，与国内其他的旅游消费的变化趋势一致。从一季度的免税数据来看国人在韩国免税购物中的分量较高，化妆品为主要的购买品类，维持较高的增长，国人消耗化妆品的动力较强，香水增长18%，属于前几大品类中增长较快的产品。

■ 上海市内免税店预期能够年内落地，国内出境前免税购物消费政策能够增加国内免税消费场景：在沪举行“商务部推进消费升级工作现场会”提出围绕打造消费领域新增长点、建设促销费重点示范载体、形成消费领域政策创新和推进大市场、大平台建设等领域，进一步出台一系列具体举措，推动市内免税店落地。市内免税店的开业以及出境前国人免税购物政策预期能够增加国内免税整体增量，加大海外消费回流的速度和进程，中免集团作为国内免税份额最大的免税经营商能够极大获益于政策落地的预期。

■ 估值层面——在19年餐饮旅游板块估值修复到一定阶段后，免税、人文景区、酒店等仍存在投资机会。

1) 出境游及酒店估值较为合理。出境游行业增速10%-15%情况下估值相对合理。酒店板块消费升级逻辑下业绩弹性强，对标华住估值水平存在空间。从经济型向中端转型以及加盟比例提升长逻辑来看酒店板块存在投资机会。

2) 景区外延拓展进展慢，门票收入受政策抑制，宋城通过异地复制和轻资产模式能够穿越周期。对照宋城演艺明年的新项目扩张节奏，六间房重组方案完成实现脱表，19年-21年轻重项目扩张带来的业绩弹性较强。

3) 中免国内免税垄断地位加强，消费回暖趋势下国旅将存在投资机会。公司剥离旅行社业务能够聚焦免税主业，提升公司整体的盈利能力，优化业务结构。离岛免税政策从额度的放开到拓宽购买人群，三亚海棠湾免税店能够有所获益。19年仍存在边际改善空间，市内免税店政策突破和国内市内店开设预期有望落地。

推荐标的

■ 中国国旅、宋城演艺

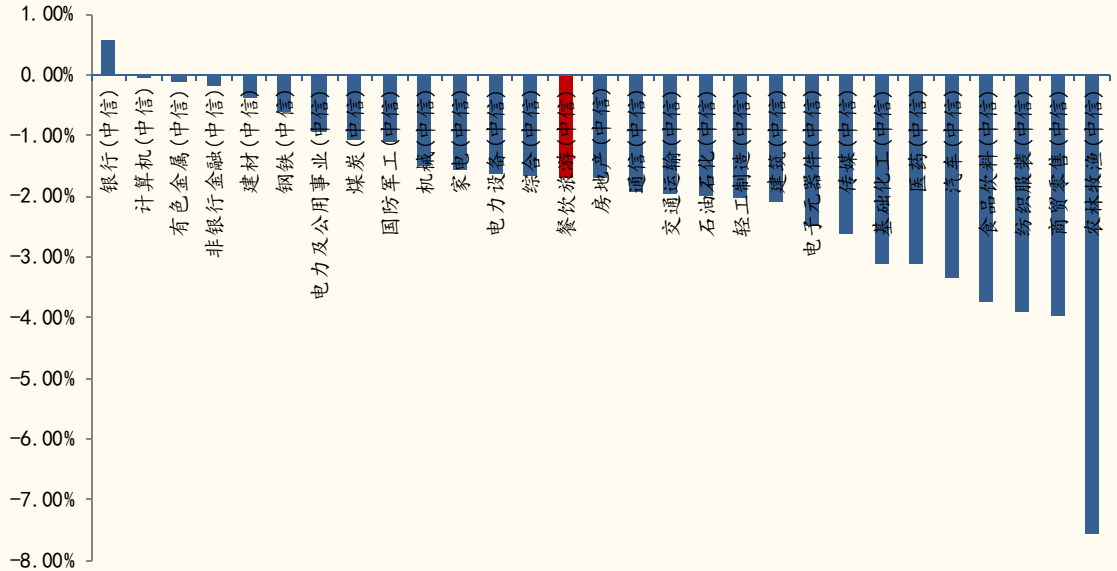
风险提示

■ 极端天气及不安全因素发生；宏观经济增速放缓；旅游行业负面政策出台；业绩不及预期的情况出现。

1、本周旅游行业板块市场表现 (2019.5.20-2019.5.26)

- **板块表现：**本周沪深 300 指数上涨-1.50%，CS 餐饮旅游上涨-1.70%至 7215.203，排名第十四名。其中免税板块涨幅-2.4%，出境游涨幅 2.1%，餐饮板块涨幅-1.4%，主题景区涨幅-0.6%，传统景区涨幅-0.7%，酒店板块涨幅-0.8%。

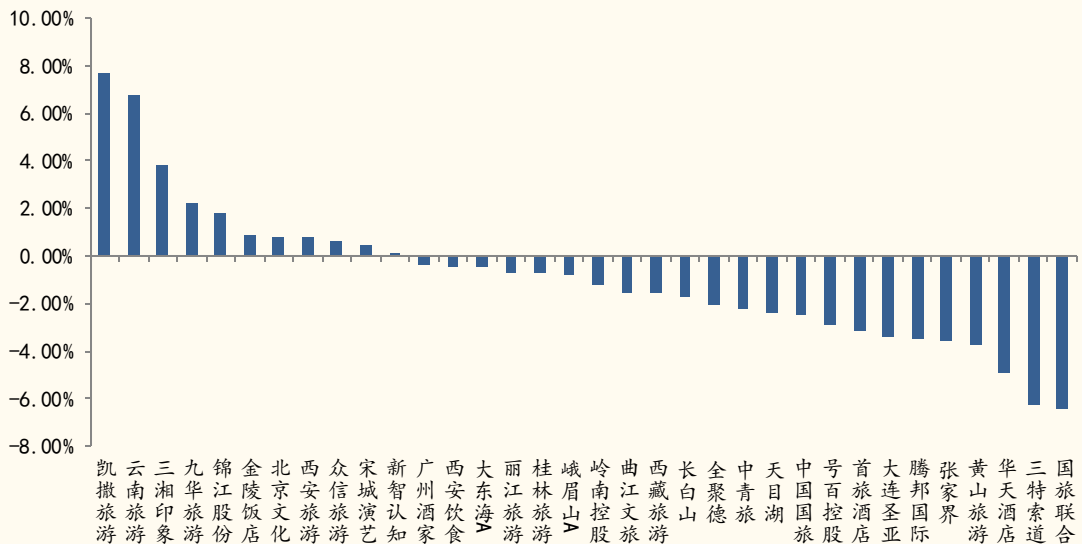
图表 1：本周各一级行业板块涨跌幅情况 (2019.5.20-2019.5.26)



来源：wind、国金证券研究所

- **个股表现：**个股中涨跌幅前三名的是：凯撒旅游 (7.69%)、云南旅游 (6.73%)、三湘印象 (3.81%)。本周涨跌幅后三名个股为：华天酒店 (-4.89%)、三特索道 (-6.28%)、国旅联合 (-6.43%)。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2019.5.20-2019.5.26)



来源：wind、国金证券研究所

2、各细分板块的观点分享及数据跟踪

2.1 免税板块：国内消费回流决心依旧，免税仍存在开放空间（买入评级）

- **行业核心观点：**免税行业当下所面临的主要是政策的受限、区域布局的不充分以及机场店的高成本问题，这一系列问题均可随着未来政策的预期开放和后续发展市内免税店等动作所解决。国内目前免税布局主要集中在机场免税店和离岛免税店，充分挖掘游客在机场的消费能力，还未打造市内游玩消费中的购物需求。同时 2018 年底离岛免税政策的放开（额度及适用人群）将在 19 年全面体现。18 年业绩及 19Q1 季报来看三亚免税店及上海北京机场的免税销售额增长较快，公司 18 年业绩表现低于预期，主要是受汇兑及存货跌价影响较大。目前中国免税领域的起步较晚，同时国家对此逐步鼓励和完善制度规则，政策和需求较为强劲，能够收获较高的行业增长。中免收购日上后几乎垄断国内免税市场，能够在采购和定价上存在议价权。
- **关注标的：**中国国旅

2.2 酒店板块：2019 年受宏观经济影响将存在景气度的调整，但内部酒店升级的进程将继续（增持评级）

- **核心观点：**酒店板块通过内部结构升级跨越经济周期，中端酒店布局及经济性酒店的升级改造能够维持酒店 RevPar 高增长：酒店板块投资逻辑分为两个阶段，第一是在 17 年受国内投资拉动下，酒店板块作为宏观经济强相关性行业能够获得经营数据的优异表现，兑现到业绩层面出现几何级的传导，入住率和平均房价均能够有较高的增长。第二是 18 年开始对于中端酒店的重点布局和经济型酒店的升级改造，通过内部酒店的升级来迎合消费者的入住需求，从需求和供给角度共同推动酒店的结构化转变。从 2018 年的数据来看不论是锦江、华住还是首旅在新开业酒店中中高端酒店占比超过 80%，存量经济型酒店的升级带动了房价提升，同时随着中端酒店占比提升实现整体 Revpar 的高增长。19 年酒店板块中端化之路将延续，通过加盟形式实现快速扩张。
- **数据跟踪：**华住酒店——公司 19Q1 净营收为 23.87 亿元/+14.2%；调整后的净利润为 2.22 亿元；RevPAR 为 178 元人民币/+2.9%。
- **关注标的：**锦江股份、首旅酒店、华住酒店

2.3 出境游板块：18 年出国游市场在消费疲软和外部不安全事件影响下预期增速为 10%-15%，19 年有望回升（增持评级）

- **行业核心观点：**2018 年上半年的出境游国家数据乐观能够从各个目的地的月度数据能够进一步佐证，但从下半年开始，由于 7 月泰国发生沉船事件、日本台风、印尼海啸叠加外部中美贸易战及人民币贬值、内部居民消费意愿下降导致目的地表现出现分化，其中泰国目的地从 7 月开始出现两位数的数据下滑，日本 8 月起增速下滑至个位数，新加坡、越南的内陆游客增速下半年放缓明显，欧洲表现较为平稳未出现较大的外部负影响。从微观数据在下半年的表现来看出国游遭遇多个外部及内部负面因素对于行业影响较大，目的地和国内消费者均需要一段时间来进行调整，密切关注多个权重目的地在 19 年的月度表现，把握市场的拐点。随着行业的市场增速回归正常和规模提升后对于利润率的追求，旅行社从批发业务往零售业务拓展实现批零一体化是必然趋势。在 C 端的客流培养同时，对于上游的延伸也是提升利润率和产品议价的主流方式。市场从过去的高景气度回落龙头企业的市占率将逐步提升，通过掌握上下游资源来提高盈利性和议价能力，服务和品牌溢价进而显现。
- **数据跟踪：**1)19 年 3 月内地赴新加坡游客 30.2 万人次/+9.2%，19Q1 内地赴新加坡游客 95 万人次/+2.4%；新西兰 4.11 万人次/-5.5%，19Q1 内地赴新西兰游客 9 万人次/-38.5%；澳大利亚游客 12.44 万人次/+1.6%，19Q1 内地赴澳大利亚游客 47 万人次/+33.1%；2)19 年 4 月内地赴日本游客 72.61 万人次/+6.2%；韩国游玩游客 41.05 万人次/+44.8%，总人数 49.33 万人次/+34.5%；马尔代夫 2.94 万人次/+28.7%；泰国 89.9 万人次/-8.9%。

- **关注标的：**凯撒旅游、众信旅游

2.4 博彩板块：博彩受到内地经济下行影响，短期影响较大（增持评级）

- **核心观点：**1) 从澳门政策及交通改善和公司基本面的角度来看，中场业务与访澳过夜游客之间的关联性较强，随着澳门交通设施的完善（1、氹仔码头 2017 年 6 月 1 日正式启动；2、港珠澳大桥 10 月 24 日通行。3、广珠城轨横琴延长线预计 2018 年完工。未来横琴站将与澳门轻轨对接，实现珠海与澳门之间的无缝换乘。4、澳门本地轻轨 2008 年开始动工，预计 2019 年完工。5、青茂口岸（粤澳新通道）预计在 2019 年完成建设。）将带动游客人次的增长，同时澳门多家高端酒店的开业能够满足游客的过夜需求，过夜游客人次的高增长能够对冲资本管制对于中场业务的影响。2) 高端中场以及 VIP 业务与内地的经济尤其是大宗商品和房地产的发展关联性较强，内地经济下行将影响澳门 VIP 业务的增长，中端酒店长期来看因外部交通改善和酒店供给增加的影响存在结构性机会。
- **数据跟踪：**银河娱乐 19Q1 集团净收益为 130 亿港元，按年下跌 8%，按季下跌 8%。集团经调整 EBITDA 为 40 亿港元，按年下跌 8%，按季下跌 8%。
- **关注标的：**银河娱乐、金沙中国、新濠国际发展

2.5 传统景区板块：高铁开通及费用管控是内生业绩提升的源动力（增持评级）

- **核心观点：**传统景区背靠优质资源，在旅游需求升级的情况下积极改革求变的标的将是未来的布局重点：旅游需求发展至今，节假日制度和景区容量受限影响到游客的体验，旅游需求逐步个性化。传统景区的接待能力瓶颈和淡旺季的差异明显导致增速放缓明显，在这样的前提下短期来看从内部经营着手来实现业绩增长的公司存在投资价值，长期来看从内部经营和外延扩张两者同时着手的公司更具有长期投资属性。
- **事件跟踪：**峨眉山 A——公司将进行 2018 年年度权益分派：以公司现有总股本 5.27 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发 1.00 元人民币现金（含税）。
- **关注标的：**黄山旅游、峨眉山 A

2.6 主题景区板块：从传统景区向休闲景区是未来的必然趋势（增持评级）

- **核心观点：**上市公司内生业绩良好，景气度和增长能力值得肯定，但需要提示一些经营层面以外的风险：从目的地产品特点上来看上市公司的主题公园可以分成两类：第一类是以中青旅的古北水镇和乌镇、宋城演艺的千古情为主的项目，围绕自然景区和人文景区，打造特色度假产品、旅游演艺等产品类型；另一类是以海洋主题公园为核心的大连圣亚和海昌海洋公园。主题公园的打造要经历从无到有的过程，能够上市的主题公园项目的景气度和 IP 属性相对较强，具备异地扩张的能力，同时国内的主题公园消费需求强劲，拥有强 IP 属性的主题公园能够有集聚效应。
- **事件跟踪：**（1）中青旅——公司为控股子公司提供担保，金额人民币 5,000 万元，已实际为其提供的担保余额：人民币 1.8 亿元（含本次担保）。（2）宋城演艺——公司解除限售股份 138.18 万股，占总股本的 0.095%；解除限售后实际可上市流通股份数量为 138.18 万股，占本公司总股本的 0.095%。
- **关注标的：**中青旅、宋城演艺、海昌海洋公园

3、一周公司重要公告

【三湘印象】公司回购并注销业绩补偿股份，完成后公司总股本将由 13.71 亿股减少至 12.25 亿股，特此通知债权人。

【中青旅】公司为控股子公司提供担保,金额人民币 5,000 万元，已实际为其提供的担保余额：人民币 1.8 亿元（含本次担保）。

【岭南控股】公司控股子公司广之旅拟以自有资金人民币 4,263.60 万元购买四川新界国旅 51%的股权。本次交易完成后，广之旅将持有四川新界国旅 51%股权，成为四川新界国旅的控股股东。

【新智认知】投资者可参与公司本次投资者集体接待日活动，活动时间为 2019 年 5 月 28 日 14:00 至 17:00。

【西安饮食】公司本次限售股份实际可上市流通数量为 45,000 股,占公司总股本的比例为 0.0090%，可上市流通日期为：2019 年 5 月 23 日。

【宋城演艺】公司解除限售股份 138.18 万股，占总股本的 0.095%；解除限售后可上市流通股份数量为 138.18 万股，占本公司总股本的 0.095%。

【西安旅游】公司 2018 年年度权益分派方案实施，以总股本 2.37 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.23 元。

【长白山】公司董事长兼总经理王昆兼任控股股东副董事长。

【华天酒店】公司股东华信恒源部分股份解除质押，截至目前，华信恒源持有股份累计被质押 2.65 亿股，占其所持公司股份的 88.27%，占公司总股本的 25.99%。

【云南旅游】公司拟以 7.31 亿股为基数，向全体股东派发现金红利 0.067 元/股。

【峨眉山 A】公司将进行 2018 年年度权益分派：以公司现有总股本 5.27 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发 1.00 元人民币现金（含税）。

【腾邦国际】公司及实际控制人钟百胜所持有的公司股份被冻结及轮候冻结，截至本公告发布日，控股股东及其一致行动人所持上市公司股份累计被冻结的数量为 1.52 亿股，占其所持公司股份数量的 78.92%，占公司总股本 24.71%；其所持有上市公司股份被轮候冻结的数量为 1.80 亿股，占其所持公司股份数量的 93.59%，占公司总股本 29.31%。

4、一周行业新闻

■ 国家级旅游度假区“成绩单”发布：2018 全年总收入达 626.86 亿

随着消费者对旅游的需求越来越多元，景区也快速向度假区升级。5 月 19 日，国家文旅部首次披露了我国国家级旅游度假区的总体情况，并发布了最新一批度假区名单。据统计，去年全年，26 家国家级旅游度假区旅游接待总收入达 626.86 亿元；456 家省级旅游度假区旅游接待总收入 4878.98 亿元。

5 月 19 日是第 9 个“中国旅游日”，当日，国家文旅部还公布了新一批 4 家国家级旅游度假区，分别是：四川成都天府青城康养休闲旅游度假区、广西桂林阳朔遇龙河旅游度假区、云南玉溪抚仙湖旅游度假区、广东河源巴伐利亚庄园，至此，我国国家级旅游度假区总数达到 30 家。（来源：环球旅讯）

■ 携程发布 Q1 业绩:净利润 46 亿元同比增长 318%

北京时间 5 月 23 日，携程旅行网（纳斯达克股票代码：CTRP；以下简称“携程”或“公司”）发布了截至 3 月 31 日的 2019 年第一季度财务业绩。

财报显示，2019 年第一季度，携程净收入为人民币 82 亿元人民币，同比增长 21%，超过华尔街此前预期的 20%，归属于携程股东的净利润为 46 亿元人民币。

同时，第一季度营业利润为 8.85 亿元人民币，同比增长 50%。非美国通用会计准则的营业利润为 14 亿元人民币，营业利润率 17%，远超华尔街此前预期的 12%-13%。（来源：品橙旅游）

■ 马蜂窝：完成 2.5 亿美元新融资，腾讯领投

2019 年 5 月 23 日，马蜂窝旅游网宣布完成 2.5 亿美元新一轮融资。此轮融资由腾讯领投，美国泛大西洋资本集团（General Atlantic）、启明资本、元钛长青基金、联创旗下 NM Strategic Focus Fund、eGarden ventures 共同跟投。新一轮融资的完成，进一步夯实了马蜂窝作为旅游行业内容巨头的地位，也标志着这家从攻略社区起家的在线旅游平台，迈入行业头部阵营。（来源：品橙旅游）

■ 首旅集团成为王府井控股股东

5 月 22 日，王府井集团股份有限公司发布公告称，已收到北京首都旅游集团有限责任公司转来的《中国证券登记结算有限责任公司过户登记确认书》，确认无偿划转的股份过户登记手续已办理完毕。

本次无偿划转后，首旅集团直接持有王府井 2.07 亿股股份，占王府井总股本的 26.73%，首旅集团成为王府井的控股股东。

今年 3 月 30 日，王府井就已披露了《关于国有股份无偿划转及权益变动的提示性公告》，首旅集团作出《关于将北京王府井东安集团有限责任公司所持王府井集团股份有限公司股权无偿划转至北京首都旅游集团有限责任公司决定》，将北京王府井东安集团有限责任公司持有的王府井 26.73% 股份无偿划转至首旅集团。

在 2018 年初时，北京市委、市政府召开北京首都旅游集团有限责任公司和北京王府井东安集团有限责任公司重组大会，宣布两家企业实施合并重组。

去年起正式拉开两大北京国企重组序幕，重组后的新首旅集团资产总额将超千亿元，成为名副其实的北京商业航母。王府井和首旅的合并，让人们看到了零售和旅游新的发展方向。（来源：环球旅讯）

5、投资策略组合

- **中国国旅**：公司内生业绩将受益于存量机场免税项目的内生业绩增长毛利率的提升，行业方面将受益于离岛免税额度的开放以及未来在市内免税店领域的布局：1) 存量免税项目（海棠湾、上海及首都等免税项目）业绩提升：国内免税需求强劲，同时国外的购物消费回流能够被国内免税市场所捕获。2) 毛利率的提升：公司竞标获得了多个机场（首都机场、香港机场、白云机场、上海机场等）的免税店经营权，规模提升实现毛利率的提升。同时参股日上能够改善公司的采购渠道，受到品类毛利率不同的影响，免税业务有望在未来三年毛利率提升至 60%。3) 市内免税店牌照的运用：中免集团拥有北京、上海、大连、青岛和厦门的五个市内免税店牌照，开设市内免税店有望延续三亚免税店的经营模式。同时能够捕捉境外游客以及内地待出国游客，符合国内促进消费的政策倾向。4) 投资逻辑——短期来看 19 年市内免税店开放预期及政策调整预期、三亚免税高增长，长期来看免税场景及国际化持续扩张，规模效应和品类调整下毛利率提升带动利润空间，政策利好（扶持免税打击代购）和消费回流的支持：离岛免税政策从额度的放开到拓宽购买人群，三亚海棠湾免税店能够有所获益。19 年仍存在边际改善空间，市内免税店政策突破和国内市内店开设预期有望落地。5) 不考虑海免和剥离旅行社业务情况下 19-21E 业绩 42.7/54/67 亿元，增速 40%/26%/25%，EPS2.2/2.8/3.4 元，PE 34/27/22 倍，维持买入评级。
- **宋城演艺**：1) 线下存量景区培育成熟，仍能维持 10%以上的客流增速，依赖团散比改善和票价提价改善景区业绩。2) 增量轻资产输出兑现公司品牌溢价能力。目前公司共有三个轻资产项目，每单一次性管理费兑现都超过 2 亿，这部分服务收入和景区经营收入 20%的管理收入能够为公司带来新的业绩增长点。3) 六间房重组方案完成，5 月起开始不再纳入合并报表范畴，商誉风险得到消除，19 年能够通过资产重组获得约 2 亿元投资收益，重组后公司持有六间房和花椒重组的新公司 39.53%股权。4) 19-21 年将开业桂林、西安、上海、张家界、佛山及西塘演艺谷等项目，新开业项目体量能够实现公司利润翻番。5) 19E-21E 业绩为 15.9/15.8/16.78 亿元，增速 23.6%/ -0.75%/6.28%。从公司内生发展来看，不考虑六间房业绩及投资收益并表情况下公司未来三年 19E-21E 线下景区业绩为 12.31/14.4/15.3 亿元，对应 PE 为 25/21/20 倍，维持买入评级。

6、未来一周大事提醒

图表 3：未来一周大事提醒

时间	具体内容
5月28日	西安旅游(000610): 股权登记日 云南旅游(002059): 股权登记日 科锐国际(300662): 股东大会召开
5月29日	西安旅游(000610): 除权除息 云南旅游(002059): 除权除息
5月30日	峨眉山 A (000888): 股权登记日
5月31日	峨眉山 A (000888): 除权除息

来源：wind、国金证券研究所

7、风险提示

- **极端天气及不安全因素发生**：从景区角度来看，交通利好是带动客流量的主要因素，而极端天气和不安全因素则是影响游客意愿的主要负面影响。2016年厄尔尼诺现象的产生导致整个旅游板块尤其是景区细分领域的业绩表现较弱。
- **宏观经济增速放缓**：旅游活动作为基本需求满足后的精神需求层面，需要在经济达到一定水平的情况下才会发生，当经济放缓会导致居民的出境需求和意愿下降。
- **影响旅游行业的负面政策出台**：旅游行业的政策指导性较强，尤其在免税及出境游板块。负面政策的出台对板块存在限制发展的可能，同时景区板块将受制于门票降价政策，导致估值及业绩有所压制。
- **业绩不及预期的情况出现**：旅游板块发展至今跟行业的长期趋势产生一二级的差异，16-18年的业绩尤其是景区板块的业绩存在一定的低预期情形。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH