

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国中免(601888.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师

执业编号: S1500522110004

联系电话: 15001800559

邮箱: tujiani@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

中国中免(601888.SH) 23H1 半年报点评: 转折期承压, 静待催化剂

2023年8月26日

中免披露 23H1 半年报, 与快报一致: 1) 23H1 营收 358.58 亿元/同比+30%, 归母 38.66 亿元/同比-2%, 归母净利率 10.78%/同比-3.5pct, 扣非 38.54 亿元/同比-2%; 2) 23Q2 营收 150.89 亿元/同比+39%, 归母 15.65 亿元/同比+14%, 归母净利率 10.37%/同比-2.3pct, 环比-0.7pct, 扣非 15.59 亿元/同比+14%; 3) 去年同期受疫情影响基数较低, 线下客流恢复推动免税销售大幅回暖, 23H1 免税销售 239.56 亿元/同比+48%、有税销售 116.78 亿元/同比+5%。

收入及利润拆分来看, 二季度消费力疲软、折扣力度收窄、打击代购等因素影响下, 需求端显著承压, 同时, 畅销品供给问题或亦对销售有所拖累, 三亚市内店+中免香港供货利润预计构成核心利润来源:

三亚市内店(海棠湾、线上预订、三亚机场、补购) 23H1 实现营收 168.76 亿元/同比+10%, 归母 16.88 亿元/同比-31%, 归母净利率 10.00%/同比-6.0pct, 预计部分利润计入中免国际供货利润所致, 其中三亚机场店贡献营收、归母分别 5.97、0.16 亿元;

海免公司主要运营美兰机场&日月店, 23H1 实现营收 28.09 亿元/同比-19%, 归母 1.48 亿元/同比-19%, 归母净利率 5.27%, 预计亦有供货利润计入中免国际: ①美兰(51%*51%股权)贡献营收、归母分别 16.09、0.33 亿元, 净利率 7.98%; ②日月(51%股权)预计贡献营收、归母分别 12.00、1.15 亿元, 净利率 18.74%;

日上上海(51%股权) 23H1 实现营收 81.97 亿元/同比+50%, 线上持续营销维持高收入体量, 线下客流修复预计收入占比近 20%; 归母 0.08 亿元/同比-97%, 归母净利率 0.10%/同比-4.4pct, 预计主要由于租金按照客流恢复比例收取, 而线下销售恢复速度不及客流恢复速度; 展望后续, 机场线下收入有望随出入境恢复而逐季增加, 投放力度持续+品牌品类拓展有望推动线上有税平台声量不断扩大, H2 周年庆及双十一等大促下平台表现可期;

新海港作为新增综合体, 此次未独立披露营收, 我们预计收入贡献或至 35-40 亿元, 且子公司层面或实现盈利;

中免国际向各免税店供货获得供货利润, 同时运营cdf会员购平台, 23H1 实现归母净利润 17.65 亿元。

折扣力度收窄+积分体系优化+汇率影响收窄推动毛利率环比改善, 23Q2 实现毛利率 32.83%/同比-1.1pct, 环比+3.8pct; 销售费率 14.75%/同比+10.8pct, 环比+4.9pct, 出入境客流恢复带来机场租金大幅提升, 23H1 租金约 18.42 亿元; 管理费 3.71%/同比-0.3pct; 财务费率-0.31%/同比-6.0pct; 23Q2 实现净利率 10.37%/同比-2.3pct, 环比-0.7pct。

财务分析: 截至 23H1, 公司存货 244.54 亿元, 同比略有增加、但较 22 年末已减少 12%, 并有望随客流及销售恢复而持续有所优化; 23H1 资产减值损失 2.23

亿元/同比+0.45 亿元，或仍主要受过往积压库存影响，销售提升、库存改善下后续已较为可控；23H1 公司经营性现金流 85.73 亿元，销售收入增长推动下同比由负转正。

下半年多个催化剂有望释放：下半年暑期、国庆及冬季海南旅游旺季的渐次来临有望支撑销售环比增长；一期 2 号地及两大顶奢落成在即，有望推动海棠湾客流吸引力及承载能力更上层楼，新海港 Gucci、Prada 或于年内陆续开业，品牌引入及重装进展持续；凤凰机场免税面积大幅扩容、美兰机场供给提质亦有望贡献显著增量；此外，市内免税政策的有望加速推出、线下机场口岸的逐步恢复、机场租金减免、宏观经济预期向好及消费力恢复均值得期待。

我们仍然看好利润端持续改善：1)随着外资香化品牌价格体系在全渠道的回升、中免对于会员权益的下调及折扣力度的收窄，我们坚定看好公司盈利能力的改善；2) 汇率是影响今年全年净利润的重要因素，根据公司测算，美元及港币汇率变动 1%影响公司净利润分别达 0.35、0.81 亿元。

投资建议：公司作为免税行业龙头，有望充分享受海外消费回流和免税政策红利，逐步兑现业绩。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 70.8、95.7、116.1 亿元，对应 8 月 25 日收盘价 PE 分别为 31、23、19X，维持“买入”评级。

风险因素：政策风险，市场竞争加剧，客流及销售不及预期等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	67,676	54,433	74,442	92,864	109,625
增长率 YoY %	28.7%	-19.6%	36.8%	24.7%	18.0%
归属母公司净利润(百万元)	9,654	5,030	7,082	9,570	11,606
增长率 YoY%	57.2%	-47.9%	40.8%	35.1%	21.3%
毛利率%	33.7%	28.4%	30.8%	31.7%	32.8%
净资产收益率ROE%	32.6%	10.4%	13.1%	15.5%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	23.04	44.21	31.41	23.24	19.16
市盈率 P/E(倍)	7.51	4.58	4.10	3.59	3.12
市净率 P/B(倍)	25.87	46.88	17.07	13.74	11.44

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价

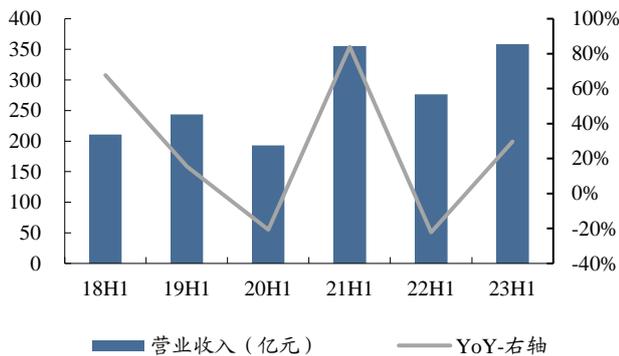
一、公司披露 2023 年半年报，

事件：中国中免于 8 月 24 日晚间披露 2023 年半年报：

1) 23H1 实现营收 358.58 亿元/同比+30%，实现归母净利润 38.66 亿元/同比-2%，实现归母净利率 10.78%/同比-3.5pct，实现扣非后归母净利润 38.54 亿元/同比-2%；

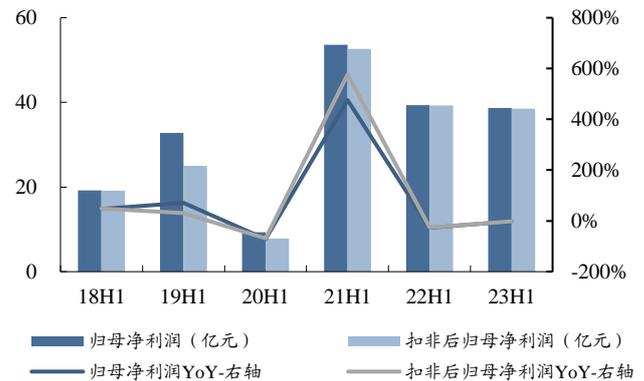
2) 23Q2 实现营收 150.89 亿元/同比+39%，环比-27%，实现归母净利润 15.65 亿元/同比+14%，环比-32%，实现归母净利率 10.37%/同比-2.3pct，环比-0.7pct，实现扣非后归母净利润 15.57 亿元/同比+14%，环比-32%。

图1：公司 18H1-23H1 营业收入(亿元)及增速情况(%)



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图2：公司 18H1-23H1 归母净利润、扣非后归母净利润(亿元)及增速情况(%)

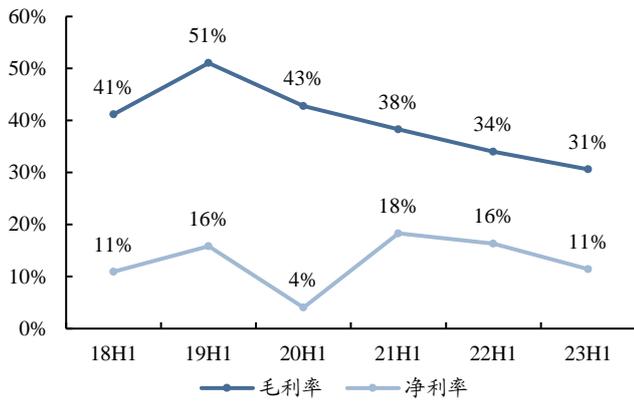


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

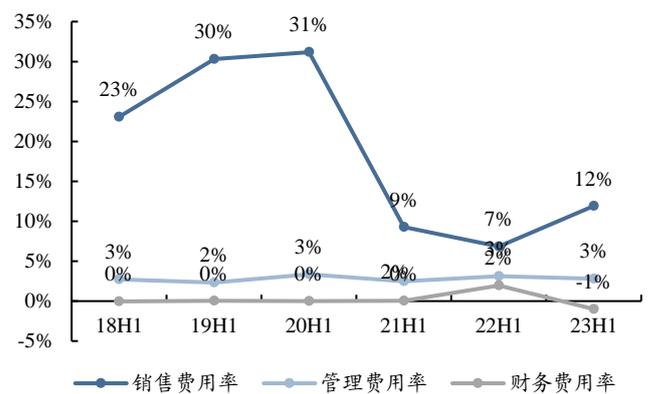
3) 毛利端来看，折扣力度收窄+汇率影响收窄推动毛利率环比改善，23Q2 实现毛利率 32.83%，同比-1.1pct，环比+3.8pct，海南免税及日上上海折扣力度持续收窄，更新会员体系亦使得促销力度有所下降，我们预计折扣力度的环比收窄贡献 2-3pct；此外，23Q1 人民币环比升值，我们预计汇率反映到成本端亦对 Q2 毛利率环比改善有所推动，但当前人民币汇率持续承压，或对后续采购成本造成一定影响。

4) 费用端来看，23Q2 税金及其他费率 2.38%，同比+0.12pct；销售费用 22.26 亿元，同比+419%，销售费率 14.75%，同比+10.8pct，环比+4.9pct；管理费用 5.61 亿元，管理费率 3.71%，同比-0.3pct；财务费率-0.31%，同比-6.0pct。

5) 利润端来看，实现归母净利率 10.78%，同比下降 3.5pct，其中 23Q2 实现归母净利率 10.37%，同比下降 2.3pct，环比下降 0.7pct。

图3：公司 18H1-23H1 毛利率、净利率情况 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图4：公司 18H1-23H1 各项期间费用率情况 (%)


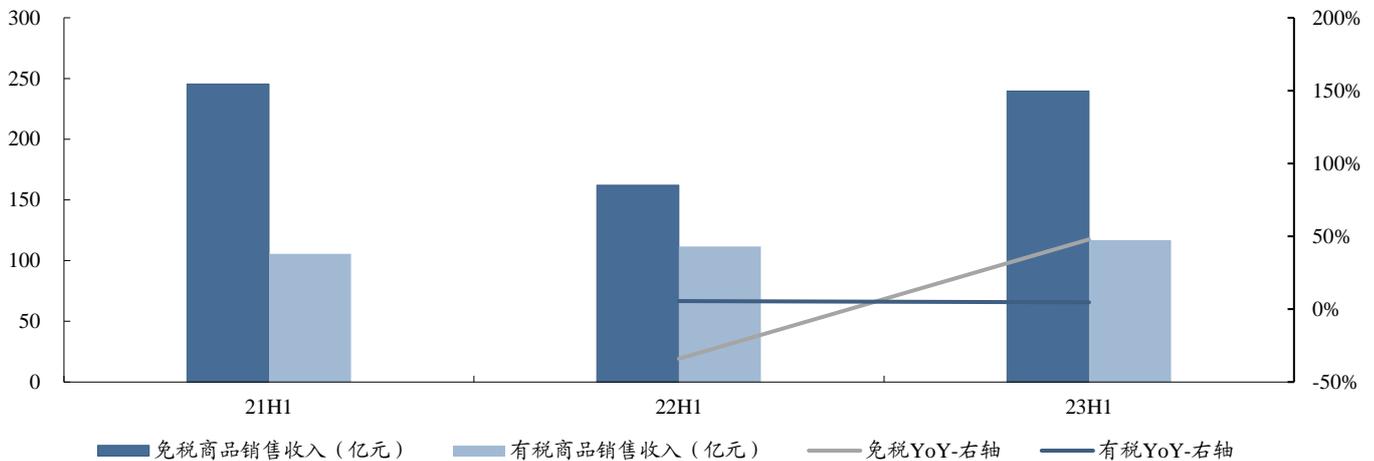
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

二、数据拆分

2.1、分业务拆分：

1) **免税业务**：去年同期受疫情影响基数较低，线下客流恢复推动免税销售大幅回暖，23H1 免税销售 239.56 亿元，同比增长 48%；

2) **有税业务**：23H1 有税销售 116.78 亿元，同比增长 5%。

图5：中免分业务数据拆分情况 (亿元)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

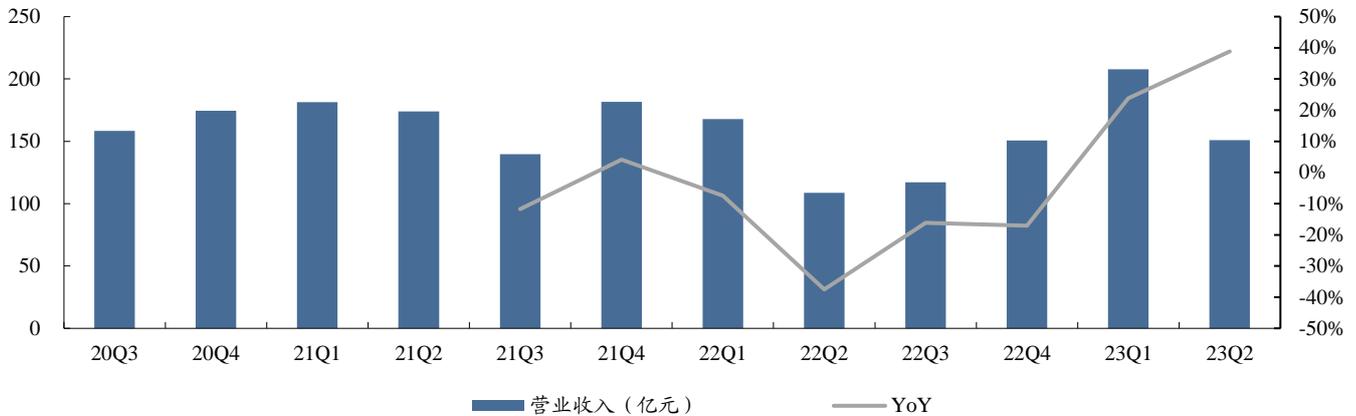
2.2、分季度拆分：

23Q2 公司实现营收 150.89 亿元，环比+39%，环比-27%，需求端受 Q2 传统淡季、消费力偏弱、折扣力度收窄、出境游分流、打击代购等因素影响下显著承压，供给端畅销品供给问题或亦对销售有所拖累，双向压力下 23Q2 收入环比明显下滑；23Q2 实现毛利率 32.67%，环比+3.67pct，预计主要受益于折扣力度收窄+汇率影响收窄；实现归母净利率 10.37%，同比-2.3pct，环比-0.7pct，毛利率环比提升而净利率略有下滑，预计主因净利率更高的海南板

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 4

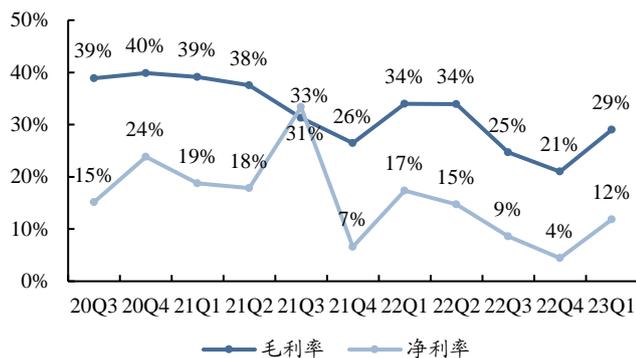
块收入占比下滑,以及线下机场免税门店加速复工叠加出入境客流持续恢复带来的机场租金环比提升所致,23Q2 营业利润率 11.89%,环比-3.30pct。

图6: 中免分季度数据拆分情况 (亿元)



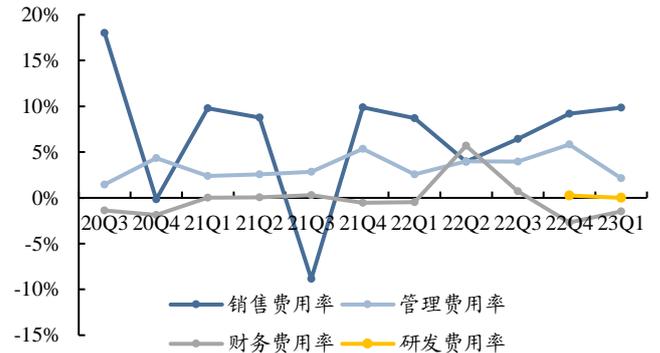
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图7: 公司分季度毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

图8: 公司分季度费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

2.3、分板块拆分:

1) 三亚市内店 (海棠湾、线上预订、三亚机场、补购): 23H1 实现营收 168.76 亿元/同比+10%, 归母 16.88 亿元/同比-31%, 归母净利率 10.00%/同比-6.0pct, 预计部分利润计入中免国际供货利润所致, 其中三亚机场店贡献营收、归母分别 5.97、0.16 亿元;

2) 海免公司: 主要运营美兰机场&日月店, 23H1 实现营收 28.09 亿元/同比-19%, 归母 1.48 亿元/同比-19%, 归母净利率 5.27%, 预计亦有供货利润计入中免国际: ①美兰 (51%*51% 股权) 贡献营收、归母分别 16.09、0.33 亿元, 净利率 7.98%; ②日月 (51%股权) 预计贡献营收、归母分别 12.00、1.15 亿元, 净利率 18.74%。

3) 日上上海 (51%股权): 23H1 实现营收 81.97 亿元/同比+50%, 线上持续营销维持高收入体量, 线下客流修复预计收入占比近 20%; 归母 0.08 亿元/同比-97%, 归母净利率 0.10%/同比-4.4pct, 预计主要由于租金按照客流恢复比例收取, 而线下销售恢复速度不及客流恢复速度; 展望后续, 机场线下收入有望随出入境恢复而逐季增加, 投放力度持续+品牌品类拓展有望推动线上有税平台声量不断扩大, H2 周年庆及双十一等大促下平台表现可期;

4) 新海港: 作为新增综合体, 此次未独立披露营收, 我们预计收入贡献或至 35-40 亿元, 且子公司层面或实现盈利。

5) 中免国际: 向各免税店供货获得供货利润, 同时运营 cdf 会员购平台, 23H1 实现归母净利润 17.65 亿元。

图9: 中免分板块数据拆分情况 (亿元)

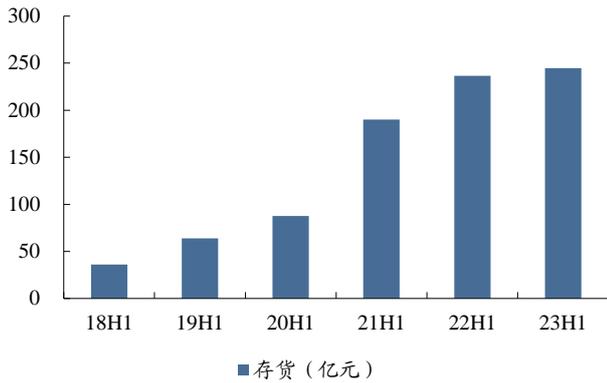
单位: 亿元	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1
营业收入	59.77	153.39	185.30	169.79	153.54	148.90	168.76
YoY	-		210%	11%	-17%	-12%	10%
净利润	5.95	23.73	25.58	16.10	24.58	0.97	16.88
净利率	9.95%	15.47%	13.80%	9.48%	16.01%	0.65%	10.00%
归母净利润	5.95	23.73	25.58	16.10	24.58	0.97	16.88
YoY	-	-	330%	-32%	-4%	-94%	-31%
归母净利率	9.95%	15.47%	13.80%	9.48%	16.01%	0.65%	10.00%
营业收入	30.31	68.80	77.05	82.57	34.59	21.79	28.09
YoY	-	-	154%	20%	-55%	-74%	-19%
净利润	3.43	12.01	11.92	6.53	3.57	3.67	2.90
净利率	11.32%	17.46%	15.47%	7.91%	10.33%	16.82%	10.34%
归母净利润	1.45	5.12	5.11	2.82	1.82	1.64	1.48
YoY	-	-	252%	-45%	-64%	-42%	-19%
归母净利率	4.78%	7.44%	6.63%	3.42%	5.27%	7.53%	5.27%
营业收入	68.67	68.62	57.60	67.31	54.54	86.91	81.97
YoY	-	-	-16%	-2%	-5%	29%	50%
净利润	1.10	23.34	10.53	3.00	4.82	7.51	0.16
净利率	1.60%	34.01%	18.28%	4.46%	8.84%	8.65%	0.20%
归母净利润	1.10	11.36	5.37	1.53	2.46	3.83	0.08
YoY	-	-	388%	-87%	-54%	150%	-97%
归母净利率	1.60%	16.55%	9.32%	2.27%	4.51%	4.41%	0.10%
营业收入							253.30
归母净利润							17.65
归母净利率							6.97%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.4、其他财务数据

1) 存货情况: 截至 23H1, 公司存货金额 244.54 亿元, 同比+3%, 但较 22 年末已减少 12%, 并有望随客流及销售恢复而持续有所优化; 存货周转率 0.95; 23H1 资产减值损失-2.23 亿元, 同比-25%, 或仍主要受过往积压库存影响, 销售提升、库存改善下后续已较为可控;

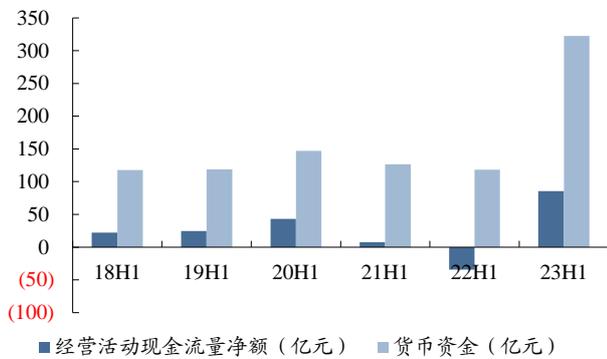
2) 现金流情况: 23H1 公司经营性现金流 85.73 亿元, 同比+349.5%, 销售收入增长推动下同比由负转正; 公司货币资金达 322.33 亿元, 港股上市后公司账面资金稳定充沛。

图10: 18H1-23H1 公司存货情况 (亿元)


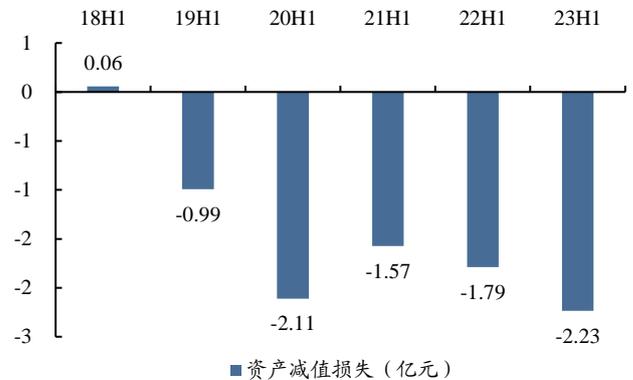
资料来源: Wind, 信达证券研究开发中心

图11: 18H1-23H1 公司存货周转率情况


资料来源: Wind, 信达证券研究开发中心

图12: 18H1-23H1 公司经营性现金流、货币资金情况(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研究开发中心

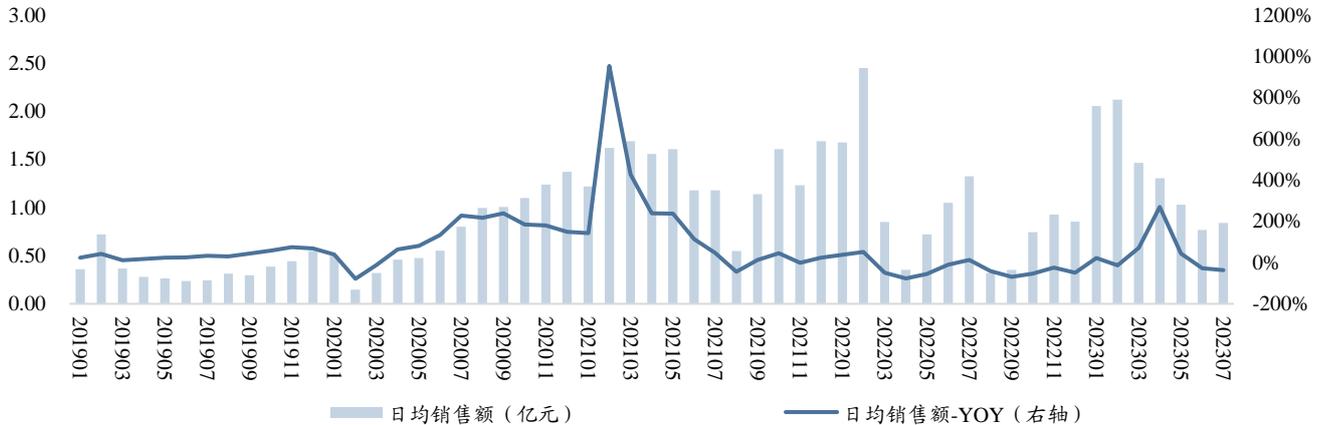
图13: 18H1-23H1 公司资产减值损失情况 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研究开发中心

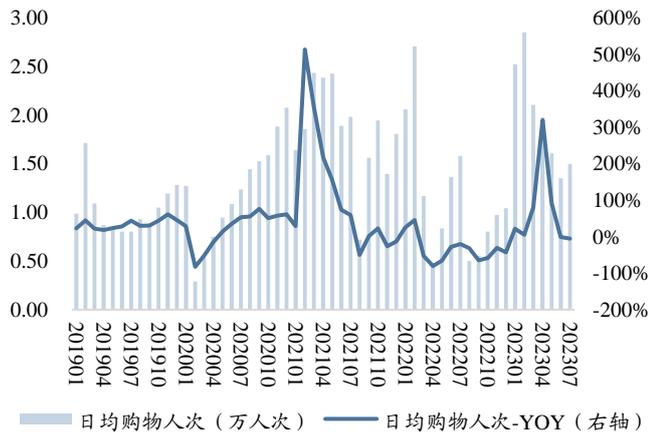
三、经营亮点及展望

展望全年, 我们坚定看好中免收入及盈利能力的持续改善:

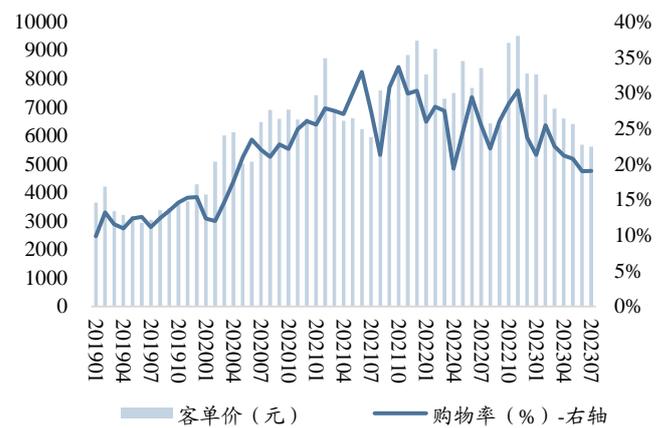
- **收入端来看**, 出入境持续复苏背景下海南仍保持强大客流吸引力, 下半年暑期、国庆及冬季海南旅游旺季的渐次来临亦有望支撑客流环比持续增长; 三亚海棠湾一期 2 号地及两大顶奢落成在即, 有望推动海棠湾客流吸引力及承载能力更上层楼, 新海港 Gucci、Prada 或于年内陆续开业、品牌引入及重装进展持续, 有望加速销售爬坡; 凤凰机场免税面积大幅扩容、美兰机场供给提质亦有望贡献业绩增量; 此外, 市内免税政策的有望加速推出、线下机场口岸的逐步恢复、宏观经济预期向好及消费力恢复均值得期待。
- **利润端来看**, 当前中免毛利率对比疫情前仍有较高提升空间, 随着外资香化品牌价格体系在全渠道的回升、中免对于会员权益的下调及折扣力度的收窄, 我们坚定看好公司盈利能力的逐季提升; 同时, 受国际客流恢复进程影响, 机场租金的下调或有望即将落地, 预计可带来 3-4 亿利润贡献。

图14：海南离岛免税日均销售额及增速情况（亿元）


资料来源：海口海关，信达证券研发中心

图15：海南离岛免税日均购物人次及增速情况（万人次）


资料来源：海口海关，信达证券研究开发中心

图16：海南离岛免税客单价情况（元）


资料来源：海口海关，信达证券研究开发中心

四、投资建议

公司作为具备强运营能力、资源禀赋、供应链能力的免税行业龙头，有望充分享受海外消费回流和免税政策红利，逐步兑现业绩。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为70.8、95.7、116.1亿元，对应8月25日收盘价PE分别为31、23、19X，维持“买入”评级。

五、风险提示

- 1) 政策推进进展不及预期风险;
- 2) 市场竞争加剧;
- 3) 客流及销售不及预期等。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	38,542	57,205	61,841	71,047	80,978
货币资金	16,856	26,892	34,960	37,522	48,551
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	106	151	171	180	186
预付账款	348	398	484	507	623
存货	19,725	27,926	24,451	30,583	29,470
其他	1,507	1,838	1,775	2,255	2,148
非流动资产	16,932	18,702	21,062	21,271	21,439
长期股权投资	992	1,970	2,170	2,370	2,570
固定资产(合计)	1,843	5,434	8,285	9,768	10,983
无形资产	2,401	2,458	3,308	3,278	3,298
其他	11,696	8,840	7,299	5,855	4,588
资产总计	55,474	75,908	82,904	92,317	102,417
流动负债	17,136	17,480	18,397	19,995	20,787
短期借款	411	1,932	2,032	2,132	2,232
应付票据	0	19	21	25	25
应付账款	5,880	7,660	8,089	8,118	7,831
其他	10,845	7,869	8,255	9,720	10,699
非流动负债	3,546	4,300	3,800	3,500	3,200
长期借款	0	2,509	2,009	1,709	1,409
其他	3,546	1,791	1,791	1,791	1,791
负债合计	20,682	21,780	22,197	23,495	23,987
少数股东权益	5,173	5,554	6,468	6,927	7,250
归属母公司股东权益	29,619	48,573	54,239	61,895	71,180
负债和股东权益	55,474	75,908	82,904	92,317	102,417

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	67,676	54,433	74,442	92,864	109,625
同比(%)	28.7%	-19.6%	36.8%	24.7%	18.0%
归属母公司净利润	9,654	5,030	7,082	9,570	11,606
同比(%)	57.2%	-47.9%	40.8%	35.1%	21.3%
毛利率(%)	33.7%	28.4%	30.8%	31.7%	32.8%
ROE%	32.6%	10.4%	13.1%	15.5%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	4.67	2.43	3.42	4.63	5.61
P/E	23.04	44.21	31.41	23.24	19.16
P/B	7.51	4.58	4.10	3.59	3.12
EV/EBITDA	25.87	46.88	17.07	13.74	11.44

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	67,676	54,433	74,442	92,864	109,625
营业成本	44,882	38,982	51,541	63,419	73,613
营业税金及附加	1,839	1,215	2,023	2,524	2,980
销售费用	3,861	4,032	8,290	11,293	14,922
管理费用	2,250	2,209	2,605	3,250	3,837
研发费用	0	39	0	0	0
财务费用	-43	220	110	-86	-123
减值损失合计	-499	-591	-596	-743	-548
投资净收益	162	162	100	100	100
其他	256	312	74	93	110
营业利润	14,804	7,619	9,451	11,914	14,058
营业外收支	-3	-3	5	5	5
利润总额	14,801	7,617	9,456	11,919	14,063
所得税	2,437	1,429	1,460	1,890	2,134
净利润	12,365	6,188	7,995	10,030	11,929
少数股东损益	2,711	1,158	914	459	323
归属母公司净利润	9,654	5,030	7,082	9,570	11,606
EBITDA	16,120	9,105	11,897	14,582	16,534
EPS(当年)(元)	4.94	2.53	3.42	4.63	5.61

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,329	-3,415	14,259	7,154	16,018
净利润	12,365	6,188	7,995	10,030	11,929
折旧摊销	1,522	1,437	1,840	2,112	2,152
财务费用	206	86	279	263	252
投资损失	-16	-162	-162	-100	-100
营运资金变动	-6,494	-11,636	3,654	-5,888	1,242
其它	893	671	591	738	543
投资活动现金流	-2,318	-3,807	-4,095	-2,215	-2,215
资本支出	-2,153	-2,991	-3,995	-2,115	-2,115
长期投资	-188	-875	-200	-200	-200
其他	24	59	100	100	100
筹资活动现金流	-3,817	15,455	-2,095	-2,377	-2,773
吸收投资	51	16,121	0	0	0
借款	0	4,010	-400	-200	-200
支付利息或股息	-3,431	-3,676	-1,695	-2,177	-2,573
现金流净增加额	1,998	9,106	8,068	2,562	11,029

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。