

# 自由贸易港建设，如何影响海南免税业？

■到2025年，自由贸易港制度初步建立；到2035年，自由贸易港的制度体系和运作模式更加成熟。邓小平早在20世纪80年代末提出“我们内地还要再造几个香港”，但由于历史原因，自由贸易港的建设在现实中没能及时落地与推进。2013年，中国(上海)自由贸易试验区获国务院批准成立，后在全国逐步批准了11个自贸试验区，从而形成横贯东西、驰骋南北的“1+3+7”的试点格局。2017年10月18日，在“十九大”上，习总书记提出“赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港”。2018年4月13日，习近平总书记在庆祝海南建省办经济特区30周年大会上发表重要讲话时强调，党中央支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系。4月14日《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》发布并明确提出：到2025年，自由贸易港制度初步建立；到2035年，自由贸易港的制度体系和运作模式更加成熟。

■世界自由贸易港各有特点，中国自贸区开放程度仍有较大差距。截至2016年，15个发达国家和地区拥有425个自由贸易区，67个发展中国家和地区的自由贸易区数据达775个。由于不同国家的开放程度、港口的自然禀赋以及经济发展水平均有差异，各国自贸港的发展都带有自身的特点，但也有一些共同的基本特征：税收优惠、外汇自由支付、发达的现代服务业、开放的企业准入制度以及鼓励民间和跨国资本投资。从目前来看，中国自贸区建设，无论在深度上还是广度上，与国际自由贸易港相比仍存在较大差距或发展瓶颈。

■自由贸易港免税业竞争回归零售业核心：门店选址、运营管理、产品渠道。自由贸易港对大部分货物免征关税，且普遍实行外国人离境退消费税政策，外国人在自由贸易港的大部分购物可以免除关税以及消费税。所以，从税收角度而言，自由贸易岛内免税店与普通零售门店无显著区别。在自由贸易港中零售业态的竞争主要围绕门店选址、运营管理、产品渠道等。免税运营龙头可依托既有优势，在自有贸易港中立足。DFS集团为于2013年起，开始以DFS T广场为重要战略；2017年，DFS集团收入中60%来自于T广场系列贡献。

■中免已抢占海南核心流量，根基深厚先发优势显著；全面建成自由贸易港后，有望大幅受益于活跃交易、客流增长。根据《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》规划，海南省自由贸易港制度于2025年初步建立，相关工作工程浩大，从初步设立到成熟运行，或需更长时间；中免可在较长时间内作为海南省独家免税运

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

首选股票	目标价	评级
601888 中国国旅	71.12	买入-A

### 行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.91	-11.47	4.09
绝对收益	7.71	4.28	-6.89

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519010001  
liuwz@essence.com.cn  
021-35082109

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518080002  
duyf1@essence.com.cn  
021-35082088

### 相关报告

布局高成长+低估值边际改善两条投资主线，继续推荐优质龙头标的 2019-03-10

MSCI 提升 A 股权重，社服板块如何配置？ 2019-03-03

放眼全球，看中国出境游行业行至何处 2019-02-26

教育政策齐发利好职教龙头中公教育，继续推荐板块低估值预期改善标的 2019-02-24

超跌板块或迎估值修复行情，职教行业遇发展春天 2019-02-17

营商持续运营，进一步抢占核心流量，巩固发展根基；全面建成自由贸易港后，有望大幅受益于活跃交易、客流增长。

■**风险提示：**宏观经济增速明显下行风险；免税政策红利低于预期；自由贸易港制度开放程度大幅高于预期；机场免税店业绩改善速度低于预期。

## 1. 中国建设自由贸易港相关政策梳理

邓小平在 20 世纪 80 年代末提出“我们内地还要再造几个香港”，自由贸易港是新一轮高规格改革开放的重要突破口；当时，国内学术界曾就自由贸易港建设进行了较为丰富及卓有见地的探讨，但由于历史原因，自由贸易港的建设在现实中没能及时落地与推进。

2013 年，中国(上海)自由贸易试验区获国务院批准成立，后在全国逐步批准了 11 个自贸试验区，从而形成横贯东西、驰骋南北的“1+3+7”的试点格局。

2017 年 10 月 18 日，在“十九大”上，习总书记提出“赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港”，这一提法被理解为自贸试验区的一大升级，引起了全国的关注。

2018 年 4 月 13 日，习近平总书记在庆祝海南建省办经济特区 30 周年大会上发表重要讲话时强调，党中央支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系。4 月 14 日《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》发布并明确提出：到 2025 年，自由贸易港制度初步建立；到 2035 年，自由贸易港的制度体系和运作模式更加成熟。中国特色自由贸易港应加快建立具有国际竞争力的政策和制度体系，集聚国际要素和高端人才，引领新一轮改革开放、促进高质量发展和推动经济全球化。

表 1：各地自贸区功能定位与重点培育产业

批次	自贸区	功能定位	重点培育产业
第一批	上海	自贸试验区深化改革的试验场	金融服务、高端服务、制药业
	天津	京津冀协同发展、离岸金融市场	金融租赁、跨境融资、现代服务业
第二批	福建	致力海上丝绸之路和两岸合作	高端制造、金融服务、旅游业
	广东	粤港澳经济一体化	物流、科技服务、金融服务业
第三批	辽宁	东北地区物流与航运中心	高端制造、金融服务、物流业
	浙江	东部重要海上门户、国际大宗商品贸易自由化先导区	海运相关的高端服务业、石油化工、制造业与物流业
	河南	现代交通与物流枢纽	高端装备及汽车制造、生物医药、跨境电商、金融服务
	湖北	长江经济带交通枢纽和创新产业	高端制造、新能源汽车制造、现代服务业
	重庆	“一带一路”内陆国际物流枢纽	金融服务、高端服务、制药业
	四川	“一带一路”向西开放物流枢纽	贸易相关服务、高端制造、医疗服务业
	陕西	“一带一路”交通商贸物流中心	农业、国际贸易、现代服务业

资料来源：《从自贸区迈向自由贸易港：国际比较与中国的选择》，安信证券研究中心

## 2. 世界自由贸易港各有特点，中国自贸区开放程度仍有较大差距

### 2.1. 世界自由贸易港概况

根据大英百科全书，自由贸易港(Free Port)是指货物可自由卸港、搬运、制造和转口，而不受海关当局干涉的地区。此处是指广义上的海关，包括海关验货(Customs)、移民管制(Immigration)、检验检疫(Quarantine)，以及关税之外的贸易管制。维基百科的解释为，自由贸易港是一以经营贸易为主的经济特区，从业者在此港口区域可自由进行货物装卸、搬运、转口和加工、长期储存等操作。

自由贸易港的概念最早产生于欧洲，1547 年意大利的雷格享(今里窝那港，英文为 Livorno)

成为世界上第一个正式以自由贸易港命名的自由贸易区，二战以后，世界范围内各种类型的自由贸易(港)区迅速发展，成为推动国际贸易及全球产业链融合的重要利器。随着世界经济与贸易的不断发展，世界各地建立自由贸易港的数量也越来越多。由于概念与范围界定还不十分统一，世界自由贸易港的数量还无法精确统计。根据王晓辉《国外自由贸易区发展经验对我国的启示》，截至 2016 年，15 个发达国家和地区拥有 425 个自由贸易区，67 个发展中国家和地区的自由贸易区数据达 775 个。

由于不同国家的开放程度、港口的自然禀赋以及经济发展水平均有差异，各国自贸港的发展都带有自身的特点，但也有一些共同的基本特征：税收优惠、外汇自由支付、发达的现代服务业、开放的企业准入制度以及鼓励民间和跨国资本投资。

表 2：国际主要贸易港发展经验

政策领域	自贸港	开放程度
公司设立和注册	香港	政府审批过程可在 4 小时内完成并出示证书扫描件、对公司注册资本金没有限制
	新加坡	3 个工作日内完成公司注册、设立公司最低注册资本为 10 万新元
	科隆	任何自然人或法人均可在科隆自贸区注册，需获得自贸区管委会许可
行业准入	香港	除了严格管制的赌博业和少数像电视广播有条件进入的行业，香港对外来及本地投资者一视同仁
	新加坡	鼓励外国企业到新加坡设立总部，除了在新闻广播和金融部分有限制外，其他领域对外资无股权比例限制
	迪拜	企业可以拥有 100% 的所有权，不限制企业雇佣外国劳动力
税收政策	香港	除烟酒甲醇及碳氢油这四类商品，一般进出口货物均无需缴纳任何关税
	新加坡	对内外资企业实行统一的企业所得税政策，公司税率为 17%，除烟酒、石油和机动车外，对所有进口商品免征关税
	科隆	港区内企业仅需缴纳税率为 2%-5% 的所得税，货物转口无需缴税
	釜山	减免税收、减免自由贸易园区租金、对港口收费进行优惠等
货物监管	迪拜	港区内没有税务局，仅有 5% 的海关税，货物转口零关税，50 年内免交所得税
	香港	进出口报关手续十分简便，只需 14 日内向海关呈报进/出口报关单
	新加坡	新加坡拥有全球最高效的海关系统贸易网络，全部申报手续 10 秒钟即可完成，10 分钟可获得审批结果
外汇管理	科隆	统一转口和进出口手续，贸易速度和通关效率高
	香港	可使用任何货币结算，不限制将股息或资金调回本国
	新加坡	全面取消外汇管制，企业利润汇出无需缴纳特定税费，外资企业自有决定贸易结算货币种类
	科隆	使用美元，银行存款无需纳税，无外汇管制，自有汇出汇入利润
	迪拜	园区内无外汇管制

资料来源：《从自贸区迈向自由贸易港：国际比较与中国的选择》，安信证券研究中心

## 2.2. 中国自贸区制度环境开放程度与国际经验相比仍有较大差距

从目前来看，中国自贸区建设，无论在深度上还是广度上，与国际自由贸易港相比仍存在较大差距或发展瓶颈。参考论文《从自贸区迈向自由贸易港：国际比较与中国的选择》，中国制度环境主要有以下五个方面的不足。

第一，税收制度。税收是企业经营者选择去留的最重要考虑，目前中国自贸区税制安排还不具有国际竞争力，区域竞争也落后于中国香港和新加坡。以上海自贸区为例，区内企业离岸业务需缴纳 25% 企业所得税，高于新加坡 17% 和香港 16.5%。税收激励是调整产业结构的重要手段，但目前自贸区税收制度仍然是鼓励制造和出口为主，在鼓励创新、鼓励服务和鼓励贸易方面的税制安排还比较滞后。

第二，政府管理。根据世界经济论坛 (WEF) 发布的《2017~2018 全球竞争力报告》，中国世界排名第 28 位，在亚太地区处于第 9 位。2017 年世界银行年度《全球营商环境报告》，中国的营商环境全球排名为第 78 位，以办理施工许可为例，目前中国办理施工许可平均有 22 道程序、历时 244.3 天，相比之下，世界领先的标准只有 5 道程序、历时 26 天。负面清单方面，122 项负面清单中涉及服务贸易开放的项目 83 项，需要进一步缩小服务贸易负面

清单，促进中国自贸区在服务业开放中起积极作用。

第三，投资管理制度。虽然中国自贸区在积极对接国际一流标准，但目前主要存在的问题是：中国自贸区外资引入政策缺乏规范性；对外资审批未能形成统一的立法；外资审批程序复杂，并不能形成稳定开放的营商环境，这不符合国际化高度开放营商环境的要求。

第四，贸易便利化方面。中国自贸区进出口货物的合规成本较高，目前使用的平均关税约为11.1%。贸易通关成本较高，通关程序简化及标准化程度有待提高。世界经济论坛每两年发布一次的《全球贸易促进报告 2016》，中国在信息和通信技术的可得性与用率，尤其是国内市场准入、对外市场准入方面落后于亚太地区的整体水平，世界排名也较为靠后。

第五，金融开放。金融领域开放创新是自贸试验区探索高度开放区域的重要任务之一，这方面上海自贸区改革力度最大，在跨境人民币使用方面、区内利率市场化和外汇管理方面有较大进展。但仍然存在许多不完善之处：金融服务业开放程度低；资本项目可兑换进展缓慢；自由贸易账户（FT 账户）功能有限，账户中的资金对企业来说“易进难出”。

**表 3：中国贸易便利化相关指标评价**

贸易便利化指标	得分	与亚太地区整体水平差距	世界排名
<b>A 类 市场准入</b>	3.4	-1	126
<b>A1 国内市场准入</b>	4.3	-1	101
<b>A2 对外市场准入</b>	2.4	-1.1	124
<b>B 类 边境管理</b>	4.9	0	52
<b>B1 边境管理效率与透明度</b>	4.9	0	52
<b>C 类 基础设施</b>	5.1	0.4	27
<b>C1 运输基础设施的可得性与质量</b>	5.6	1.2	12
<b>C2 运输服务的可得性与质量</b>	4.9	0.2	32
<b>C3 信息与通讯技术的可得性与利用率</b>	4.7	-0.4	64
<b>D 类 营商环境</b>	4.6	-0.1	42
<b>D1 营商环境</b>	4.6	-0.1	42

资料来源：世界经济论坛《全球贸易促进报告 2016》，安信证券研究中心

### 3. 自由贸易港免税业竞争回归零售业核心：门店选址、运营管理、产品渠道

自由贸易港对大部分货物免征关税，且普遍实行外国人离境退消费税政策，外国人在自由贸易港的大部分购物可以免除关税以及消费税。所以，从税收角度而言，自由贸易岛内免税店与普通零售门店无显著区别。在自由贸易港中零售业态的竞争主要围绕门店选址、运营管理、产品渠道等。

免税运营龙头可依托既有优势，在自有贸易港中立足。DFS 集团为世界排名前列的免税运营商之一，1997 年被 LVMH 收购。2013 年，公司开始以 DFS T 广场为重要战略。2013 年 9 月，DFS 在夏威夷首次推出“DFS 旗下 T 广场”，香港、澳门、新加坡和冲绳门店紧随其后。“DFS 旗下 T 广场”中的“T”代表“Travel(旅行)”，标志着集团“奢华旅行零售行业的终极进化”。为提升作为奢华旅行零售商的品牌形象，DFS 集团进行了大规模门店升级与改造。同时，DFS 还推出多项礼宾服务，从配备精通多国语言的销售助理到提供无条件全球联保，以加强全新高端定位。DFS 会员尊享计划“T 贵宾会(LOYAL T)”还提供来往于市内主要酒店和 DFS 之间的接送服务。2017 年，DFS 集团收入中 60%来自于 T 广场系列贡献。

**表 4：DFS 店铺分布情况**

DFS 机场店	T 广场	DFS 附属及游轮/度假村商店
---------	------	-----------------

**大中华地区**
**香港**

- 香港 T 广场美妆世界铜锣湾店 (希慎广场)
- 香港 T 广场尖广东道店
- 香港 T 广场尖东店

**澳门**

- 澳门 T 广场新濠天地店
- 澳门 T 广场四季名店
- 澳门 T 广场美妆世界澳门银河店
- 澳门 T 广场新濠影汇店

**大陆**

- 海南海口美兰机场 (海南省免税店)

**日本**

- 冲绳那霸机场
- 大阪关西国际机场

- 冲绳 T 广场

- 成田国际机场 (JAL 免税店)
- 东京羽田机场 (Tiat 免税店)

**亚洲 (其他)**
**印度尼西亚**

- 巴厘 T 广场

**印度尼西亚**

- 巴厘岛国际机场

**新加坡**

- 新加坡 T 广场

**新加坡**

- 樟宜国际机场

**柬埔寨**

- 吴哥 T 广场

**新加坡**

- 新加坡邮轮中心
- 丹那美拉邮轮中心

**越南**

- 胡志明市机场 (SASCO 免税店)
- 河内内排国际机场 (NASCO 免税店/NIA 免税店)
- 岘港国际机场 (DIA 免税店)
- 金兰湾 (CRAC 免税店)

**澳大利亚和新西兰**
**澳大利亚**

- 凯恩斯 DFS 环球免税店
- 悉尼 T 广场

**新西兰**

- 奥克兰 T 广场

**南太平洋**
**太平洋岛屿**

- 塞班国际机场

- 关岛 T 广场
- 塞班岛 T 广场

- 帕劳——太平洋度假村商店
- 帕劳——帛琉店

**美国**

- 旧金山国际机场
- 洛杉矶国际机场
- 纽约肯尼迪国际机场
- 丹尼尔·井上国际机场
- 卡胡鲁伊机场

- 夏威夷 T 广场

- 夏威夷希尔顿度假村 DFS 环球免税店

**中东**

- 阿布扎比国际机场

**欧洲**

- 威尼斯 T 广场德国商馆店

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 4. 中免已抢占海南核心流量，根基深厚先发优势显著

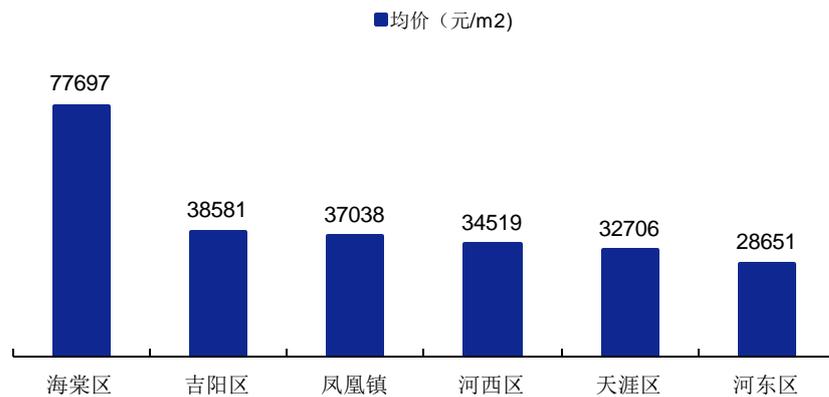
根据《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》规划，海南省自由贸易港制度于 2025 年初步建立，相关工作工程浩大，从初步设立到成熟运行，或需更长时间；中免可在较长时间内作为海南省独家免税运营商持续运营，进一步抢占核心流量，巩固发展根基；全面建成自由贸易港后，有望大幅受益于活跃交易、客流增长。

### 4.1. 海棠湾——三亚度假城黄金地段

中免三亚海棠湾免税商城于2014年9月开业，位于三亚最核心地段：临近三亚凤凰机场，高级酒店群环拥，2018年开业的海南亚特兰蒂斯酒店进一步带来优质客流。中免目前正在建设河心岛二期，开业后将进一步吸引客流、延长游客逗留时间。

根据城市房产网（截止2019年3月11日）数据，海棠湾免税店所在区域海棠区已成为三亚市房价均价最高区域，足以体现该区域作为城市核心地段的繁华和稀缺。

图 1：海棠区房价远高于三亚其他区域（2019年3月11日数据）



资料来源：城市房产网，安信证券研究中心

## 4.2. 新海港免税综合体——海口市门户枢纽

中免已中标新海港免税项目用地（海口市滨海大道西侧、新港经六街以东的六块国有建设用地）使用权，共约 32.35 万平，出让年期为 40 年，规划用途为商业用地（27.36 万平，其中批零用地约 18.11 万平）、商务用地（2.86 万平）、旅馆用地（2.13 万平）。

新海港将为海口市重要门户枢纽，新海港免税商业项目具重要战略地位。海口市按照建设国际化滨江滨海花园城市的目标，提出了“东西双港驱动”（东侧美兰机场空港、西侧新海港）的发展战略定位，以港兴业、以业兴城。新海港作为海口市重要门户枢纽，定位为“一枢纽、两地、三中心”（即陆岛综合交通枢纽；全域旅游集散地和精品旅游目的地；港航现代服务中心、购物中心、休闲娱乐中心），将着力打造为集港口配套服务、商业商务及旅游消费为一体的国际化新海生态临港新城；新海港免税商业项目具重要战略地位。

表 5：竞买土地详情

宗地座落	规划用途	土地用途	容积率	面积 (平方米)	出让年期	建筑密度 (≤%)	绿地率 (≥%)	建筑高度 (≤米)	挂牌起始价 (万元)
海口市滨海大道西侧、新港经六街以东 (地块一)	商业用地 (B1)	商服用地 (零售商业用地 25%、批发市场用地 25%、餐饮用地 25%、旅馆用地 25%)	≤ 2.5	31175.3	40 年	40	30	50	14779
海口市滨海大道西侧、新港经六街以东 (地块二)	商业用地 (B1)	商服用地 (零售商业用地 25%、批发市场用地 25%、餐饮用地 25%、旅馆用地 25%)	≤ 2.5	16561	40 年	40	30	50	7867
海口市滨海大道西侧、新港经六街以东	商务用地 (B2)	商务金融用地 (金融保险用地 33.33%、艺术传媒用地 33.33%、其他商务用地)	≤ 2.8	28632	40 年	30	35	80	14913

(地块三)										
海口市滨海大道西侧、新港经六街以东	旅馆用地 (B14)	旅馆用地	≤ 2.8	21255.6	40年	30	35	80	11069	33.33%)
(地块四)										
海口市滨海大道西侧、新港经六街以东	商业用地 (B1)	零售商业用地	≤ 2.26	88566	40年	55	25	50	41198	
(地块五)										
海口市滨海大道西侧、新港经六街以东	商业用地 (B1)	商服用地(零售商业用地 25%、批发市场用地 25%、餐饮用地 25%、旅馆用地 25%)	≤ 1.7	137323.5	40年	55	25	30	61162	
(地块六)										

资料来源：海南省人民政府政务服务中心官网，安信证券研究中心

图 2：新海港客运综合枢纽站效果图



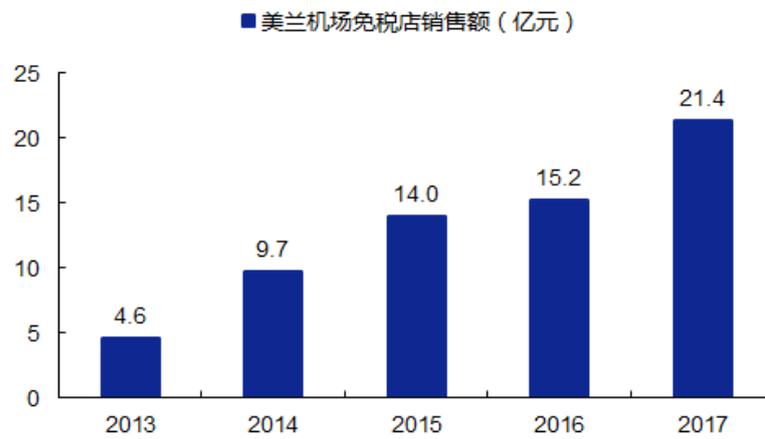
资料来源：搜狐新闻，安信证券研究中心

### 4.3. 并表海免，控股美兰机场免税店

2018年12月10日，中国国旅发布公告称，国资委批复同意海南省国资委将海免集团51%股权划入旅游集团，中国国旅并表海免集团如期推进。

海免公司主要资产为美兰机场免税店（海免公司持有美兰机场免税店51%股权）。美兰机场免税店经营面积30546平方米，其中包括位于东区、中区和西区的12546平方米，以及位于机场旅游综合体的18000平方米。2017年全年销售额达到21.4亿元，净利润约2亿元；2018年上半年，免税销售额超12亿元。

图 3：美兰机场免税店销售额



资料来源：财政部，安信证券研究中心

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034