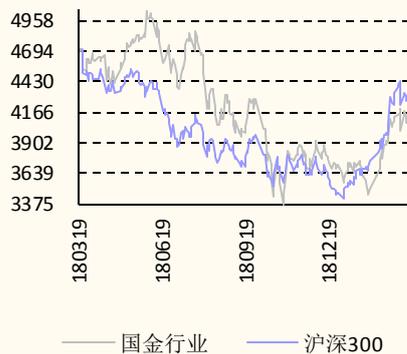


## 社会服务业行业研究 买入（维持评级）

## 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	4148.24
沪深300指数	3745.01
上证指数	3021.75
深证成指	9550.54
中小板综指	9524.67



### 相关报告

1. 《政策支持+估值恢复，在现时点上如何看待教育行业投资机会？-政...》，2019.3.12
2. 《旅游餐饮行业周报-中免拟中标大兴机场两大免税标段，越南市场1...》，2019.3.10
3. 《2019教育行业周报第10期:希望教育拟收购贵州学校，并将进...》，2019.3.10
4. 《摩擦性的就业困难与新增100万高职招生——教育体系改革方向已...》，2019.3.5
5. 《澳门博彩行业深度研究-博彩下行判断需辩证，龙头企业表现仍可观》，2019.3.4

### 华住及格林18年业绩表现超预期，中免中标大兴机场免税经营

#### 本周行情回顾

■ 本周沪深300指数上涨2.39%，CS餐饮旅游上涨3.93%至7038.453，排名第九名。其中免税板块涨幅2.4%，出境游涨幅4.4%，餐饮板块涨幅5.4%，主题景区涨幅2.9%，传统景区涨幅3.3%，酒店板块涨幅8.4%。

#### 行业点评

■ 酒店板块四季度及18年全年华住及格林表现超预期，华住酒店入住率及平均房价表现超行业平均，开业酒店数及19年收入增长指引均超市场预期。

1) 2018年华住旗下所有酒店总营业额297亿/+23%，净营收为100.634亿元/+22.3%，按照非美国通用会计准则，调整后归属于华住的净利润为17.132亿/+36.1%。2018年RevPAR为197元/+10%，Occ为87%/-1pct，ADR为226元/+11.2%。其中中高端酒店房间数占比42.4%/+4.1pct，中高端酒店收入占比50%。2018年开业筹建酒店数量为1105家，其中中高端酒店为831家，占总筹建酒店数量的75.2%。公司2019年预计开业800-900家，关闭200家门店。公司开业酒店中75%是中高端酒店，直营门店占40至50家。公司预计19Q1净收入增长13%-15%，全年净收入增长为15%-17%，对应的RevPAR同店增长假设3%。

2) 2018年全年格林新开业酒店数量达到554家。Q4营业收入为2.5亿元/+20.8%；全年营业收入为9.45亿元人民币/+21.4%。Q4净利润为5,383万元(较2017年四季度净亏损为992万元)，全年净利润为3.94亿元/+38.1%。按照非美国公认会计准则，Q4核心业务净利润为1.159亿元/+33.4%，全年核心业务净利润为4.453亿元/+31.8%。2018年整体ADR为164元/+4.5%。入住率82.1%/-0.5pct，RevPAR为135元/间夜/+3.8%。预计2019年全年总收入实现同比增长20%-25%。

■ 估值层面——整体估值回落至历史低枢，分板块来看，免税板块及景区仍存在投资机会。建议关注商誉及现金流风险，重视公司的ROE。

1) 出境游估值较为合理，酒店或被低估。出境游行业增速10%-15%的情况下，估值相对合理。酒店板块估值或被低估，首旅的估值已回归到收购如家之前的水平(2016/4开始并表)。从酒店经济型向中端转型以及加盟比例的提升长逻辑角度来看，酒店板块仍存在投资机会。

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，2019年的业绩情况是投资的最好时段。

3) 中免国内免税垄断地位加强，海南离岛免税政策调整落地。短期因恐慌情绪、外资流出影响以及经济下滑对免税市场的影响存在风险，19年离岛免税政策在额度及适用人群的放开将直接受益于公司，长期来看公司在市内免税店、国际化扩张以及国产品退税等方面均有望实现政策和业绩的高表现。

#### 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。

#### 楼枫桦

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

### 1、本周旅游行业板块市场表现 (2019.3.11-2019.3.17)

■ **板块表现:** 本周沪深 300 指数上涨 2.39%，CS 餐饮旅游上涨 3.93%至 7038.453，排名第九名。其中免税板块涨幅 2.4%，出境游涨幅 4.4%，餐饮板块涨幅 5.4%，主题景区涨幅 2.9%，传统景区涨幅 3.3%，酒店板块涨幅 8.4%。

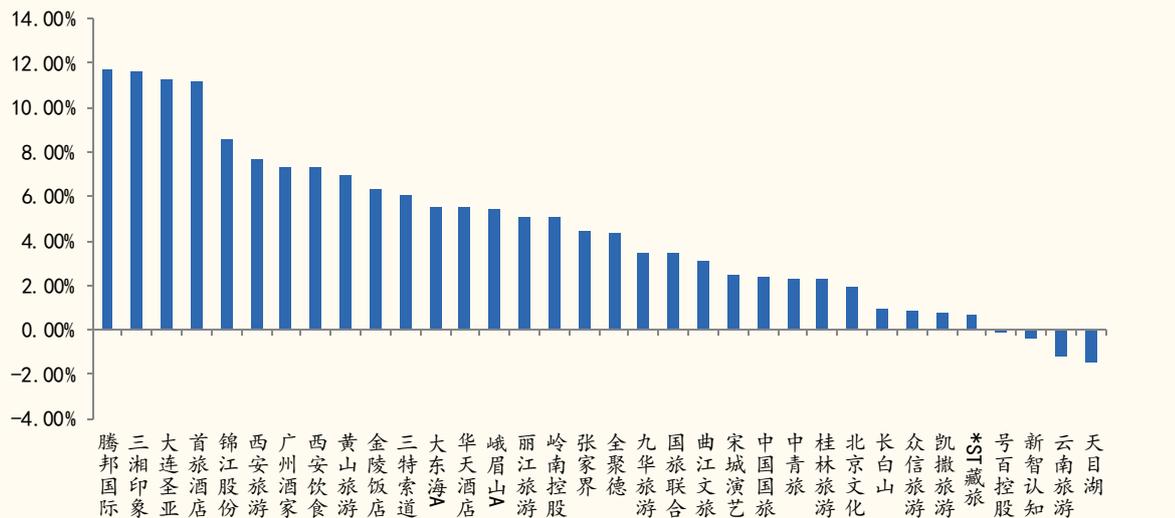
图表 1：本周各一级行业版块涨跌幅情况 (2019.3.11-2019.3.17)



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：腾邦国际 (11.76%)、三湘印象 (11.6%)、大连圣亚 (11.3%)。本周涨跌幅后三名个股为：新智认知 (-0.40%)、云南旅游 (-1.19%)、天目湖 (-1.44%)。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2019.3.11-2019.3.17)



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 年业绩快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，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的制度规则，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。
- **事件跟踪：**公司子公司中免确定成为北京大兴国际机场国际区免税业务招标项目第一标段烟酒、食品标段和第二标段香化、精品标段两个标段的中标人。
- **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：**1) 华住——18Q4 净营收为人民币 26.833 亿元（约合 3.903 亿美元）/+20.6%；归属于华住股东的净亏损为人民币 4.185 亿元（约合 6090 万美元），相比较而言上年同期归属华住集团的净利润为人民币 2.257 亿元。全年 RevPAR 为 197 元人民币/+10%；ADR 为 226 元/+11.2%；平均入住率为 87.3%。2) 格林酒店——18 年营业收入为 9.45 亿元人民币（约合 1.37 亿美元）/+21.4%，所有运营酒店整体 ADR 为 164 元/+4.5%；入住率为 82.1%/-0.5%，RevPAR 为 135 元/间夜/+3.8%。
- **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、越南的内地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面影响。从微观数据在下半年的表现来看出国游遭遇到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

气度回落后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。

- 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。
- 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。
- **数据跟踪：**1) 黄山景区 19 年 1 月接待客流 11.31 万人/+83.6%。宏村景区 19 年 1 月接待客流 6.7 万人/+8.3%。2) 长白山景区 18 年接待客流 250.9 万人/+12.4%，19 年 1 月接待客流 7.91/+12.03%。3) 乌镇景区 18 年接待客流 806.82 万人/-7.07%。
- 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。
- 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

【新智认知】公司控股股东新奥能源供应链将 4032.26 万股股份进行了延期回购，至此，其累计质押股份数为 6970.26 万股,占其所持公司股份的 57.15%，占公司总股本的 19.98%。

【广州酒家】公司对部分募投项目进行变更。

【西安饮食】公司所属分公司德发长酒店涉及租赁纠纷案件，涉及金额 1190.13 万元。

【云南旅游】1) 公司重组上会，3 月 13 日开市起停牌。2) 公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易事项获得证监会并购重组委审核通过，公司股票于 3 月 14 日复牌。

【首旅酒店】公司预计 19 年 4 月 18 日披露 18 年年度报告。

【西安旅游/西安饮食】公司实际控制人已变更为曲江新区管委会。

【中国国旅】公司子公司中免确定成为北京大兴国际机场国际区免税业务招标项目第一标段烟酒、食品标段和第二标段香化、精品标段两个标段的中标人。

【中青旅】北京商务局已下发《关于北京古北水镇旅游有限公司股权转让等事项的批复》，同意京能集团将其所持的古北水镇 5.1613%股权转让给公司，将所持的古北水镇 4.8387%股权转让给嘉伟士杰。

【格林酒店】18 年营业收入为 9.45 亿元人民币（约合 1.37 亿美元）/+21.4%，所有运营酒店整体 ADR 为 164 元/+4.5%；入住率为 82.1%/-0.5%，RevPAR 为 135 元/间夜/+3.8%。

【全聚德】公司持股 5%以上的股东 IDG 资本管理的减持计划已累计减持 194.65 万股，占公司总股本的 0.63%，减持后持有 1542.33 万股，占公司总股本的 5%。

【九华旅游】池州市国资委申请豁免要约收购义务获得中国证监会核准。

#### 4、一周行业新闻

##### ■ 去年各省份旅游总收入出炉：广东第一，五省破万亿

从旅游总收入来看，广东排名第一，前五位依次为广东（1.36 万亿）、江苏（1.32 万亿）、山东（1.046 万亿）、四川（1.01 万亿）、浙江（1.00 万亿），均破万亿元大关。其中山东、四川、浙江三省的旅游总收入首次突破万亿元。

此外，贵州、云南、湖南、江西、河南旅游总收入位列前十位，均突破 8000 亿元。排名第 11 位的河北，旅游总收入为 7636.4 亿元。其中，贵州 2018 年实现旅游总收入 9471.03 亿元，增长 33.1%，2019 年有望突破万亿元大关。

从旅游总收入的构成来看，江苏国内旅游收入最多，为 12851.3 亿元；广东国际旅游外汇收入最多，为 205.12 亿美元。（来源：品橙旅游）

##### ■ 国家博物馆：因施工 3 月 20 日 16:30 起将暂闭

2011 年 2 月 25 日，天安门广场东侧的国家博物馆改扩建工程全面竣工，具备开馆迎客条件。新馆竣工后，与老馆保留的 3.5 万平方米相加，国家博物馆的总建筑面积达到近 20 万平方米，成为世界上建筑面积最大的博物馆。因施工原因，2019 年 3 月 20 日 16:30 起，国博将闭馆一段时间，恢复开放时间将另行通知。（来源：新旅界）

##### ■ 朝鲜将对外国游客“限流”，每天让 1000 名游客入境

逐渐开放的朝鲜正吸引越来越多的中国人前往。为避免游客太多带来压力，朝鲜方面日前决定，从下周起实行限流措施，每天最多允许 1000 名外国游客入境。

一名了解朝鲜的消息人士 11 日告诉《环球时报》记者，朝鲜国家观光总局日前发布上述规定，将从 3 月 18 日正式开始执行。《环球时报》记者目前尚无法向朝鲜方面确认该消息，也无法获知“限流措施”何时截止。但包括中国国旅和神州旅行等在内的多家旅行社员工均向《环球时报》证实，他们已接到朝鲜旅游部门的相关通知。

业内人士表示，去年七八月即第一次朝美峰会后，每天大约有 1800 名外国游客抵达朝鲜。这一数字已达到朝鲜所能承受的上限。专注经营朝鲜深度游的中国机构“IN 朝鲜”创始人车英赫对《环球时报》记者表示，朝鲜境内的酒店和交通工具有限，无法承受过多的游客。羊角岛国际饭店和高丽酒店等是朝鲜少有的允许接待外宾的专用酒店。（来源：环球旅讯）

##### ■ 中国游客消费升级：日本最大美妆店走高端路线

3 月 16 日，日本最大的美妆店连锁企业 welcia 控股将在东京都内开设第一家新业态门店“NARCIS”，通过引进高档化妆品吸引访日外国游客。该公司预计，今年 4 月上旬前会开出 4 家“NARCIS”。

区别于美妆店的传统选址，首家 NARCIS 将开在大型商业设施“东京台场购物广场（DiverCity Tokyo Plaza）”内，主要销售高档化妆品以及杂货，圣罗兰美妆（YSL）、迪奥（Dior）的等约 20 个海外品牌已在计划引入名单中。

过去，美妆店 Welcia 一直以销售药品保健药品和食品为主，在市中心以外的居民区广泛开店。但随着化妆品品类在美妆店市场的销售额增长，Welcia 也计划将“化妆品”作为新的业绩增长点。日本连锁美妆店协会的统计显示，2017 年度化妆品相关产品的销售额比 2016 年度增加 5%，达到 1.4314 万亿日元。

访日游客增长，是化妆品品类以及美妆店销售增长的主要因素。其中，中国游客对于高档化妆品的追捧，更是 Welcia 进驻购物中心、走高端化路线的重要理由。（来源：新旅界）

## 5、投资策略组合

- **中国国旅**：公司内生业绩将受益于三亚海棠湾免税店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) **三亚海棠湾免税店的业绩提升**：三亚旅游市场因环境优势及市场整顿成效显著，景气度不断提升。同时海棠湾地区的高端酒店及娱乐设施将在 2017-2019 年集中爆发，海棠湾地区的娱乐设施的完善将提高免税店的人次。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从 45%提升到 55%。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) **不考虑海免影响和剥离旅行社业务产生的投资收益的情况下，18E-20E 业绩为 31.5/41.8/51 亿元，增速为 24%/33%/22%，EPS 分别为 1.6/2.1/2.6 元，PE 分别为 38/29/23 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%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) 六间房分配交割资产重组后消除商誉风险，19 年能够通过资产重组获得约 5.7 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 30%股权。4) 18-20 年将开业桂林、西安、上海、张家界，新开业项目体量能够实现公司利润翻番。5) **不考虑新开重资产项目 18E-20E 业绩为 13.55/18.48/17.56 亿元，增速 27%/36%/15%。从公司内生发展来看，不考虑六间房的业绩及投资收益并表情况下公司未来三年 18-20E 线下景区能够实现业绩为 9.2/12.38/15 亿元，增速为 19%/35%/19%，对应 PE 为 34/25/21 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
3月19日	张家界: 年报预计披露日期
3月20日	西安饮食/西安旅游: 年报预计披露日期
3月21日	众信旅游: 股东大会召开
3月23日	全聚德: 年报预计披露日期

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。
- **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, 16-17 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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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，不作为或被视作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