

休闲服务

旅游行业年报总结

——免税维持高景气，休闲度假、酒店可圈可点

评级：增持（维持）

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

研究助理：吴张爽

Email: wuzs@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	31
行业总市值(百万元)	335000
行业流通市值(百万元)	154100

相关报告

<< 结构优化驱动 RevPAR 微增 >> 2019.04.30

<< 高基数致 Q1 承压，下半年有望回暖 >> 2019.04.29

<< Q1 内生增长依然强劲 >> 2019.04.23

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
锦江股份	26.9	1.13	1.34	1.55	1.74	24	20	17	16	1.2	买入
首旅酒店	20.2	1.05	0.98	1.16	1.30	19	21	17	16	1.4	买入

备注：股价使用 4 月 30 日收盘价。

投资要点

- **餐饮旅游行业 18 年收入稳定增长，以净利率衡量的盈利能力下滑。**受景区门票调价及泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发对东南亚出境游的影响，上市公司整体业绩增速放缓。行业 30 家上市公司中，21 家收入同比增长，19 家归母净利润同比增长（其中 3 家扭亏），11 家归母净利润同比减少。
- **行业收入增速超过 20%。**近三年行业收入增速分别为 23.0%/28.3%/22.4%，归母净利润增速分别为 6.7%/47.8%/13.3%。盈利能力波动明显，近三年行业毛利率分别为 41.5%/41.4%/42.9%，净利率分别为 7.4%/8.5%/8.1%。
- **扣除并表及处置资产因素，净利润同增 5.3%。**18 年，餐饮旅游行业对收入或净利润影响较大的事件包括中免公司收购日上上海 51% 股权，西藏旅游出售 5 家低预期的酒店资产，三特索道出售咸丰坪坝营带来的投资收益等。若扣除以上影响，行业 18 年收入同增 13%，扣非后净利润同增 5.3%。
- **从细分板块的表现来看，免税板块收入增速最快，**受益于日上上海、日上中国的并表，收入同增 119.8%，归母净利润同增 23.5%；休闲度假景区轻资产管理输出推进，稳定成长，收入同增 7.5%，归母净利润同增 10.2%；酒店受经济下行影响，RevPAR 增速 H1 高 H2 低，收入同增 5.6%，归母净利润同增 16.0%（剔除华天酒店）；自然景区客流微增，但受到调价的影响，收入同增 5.0%，归母净利润受益于资产剥离，大增 82.7%；旅行社及商旅服务中出境游受到普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发的负面影响，收入增长乏力，同增 5.3%，利润率大幅下滑，归母净利润同减 62.6%；餐饮表现平稳，收入同增 5.9%，归母净利润同增 0.3%。
- **投资建议：**展望 19 年，免税高景气依旧，高增长可期；酒店在全年经济预期稳定的背景下，叠加酒店集团的结构优化，RevPAR 有望持续向好，特别是 18 年 RevPAR 增速 H1 高 H2 低，19H2 值得关注；出境游短期事件影响淡化，有望逐季度好转；景区客流回升但仍因调价预期受到估值压制。建议重点关注免税、酒店、出境游等细分板块龙头，个股关注锦江股份、首旅酒店、众信旅游等。
- **风险提示：**自然灾害、重大疾病疫情等突发事件影响；旅游及消费数据不及预期；经济下滑。

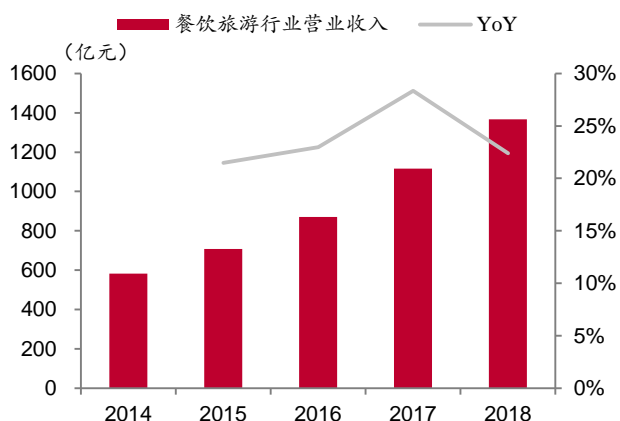
内容目录

餐饮旅游行业综述	- 3 -
细分板块分析	- 4 -
免税：内生高景气，外延并表增厚.....	- 5 -
休闲度假景区：增速略有下滑，盈利能力强.....	- 7 -
酒店：RevPAR 增速前高后低，中高端加速扩张.....	- 10 -
旅行社及商旅服务：出境游受东南亚目的地拖累.....	- 12 -
自然景区：客流小幅增长，降价影响客单价.....	- 13 -
餐饮：个体差异明显.....	- 15 -
投资建议及个股	- 15 -
投资建议.....	- 15 -
个股推荐.....	- 16 -
风险提示.....	- 16 -

餐饮旅游行业综述

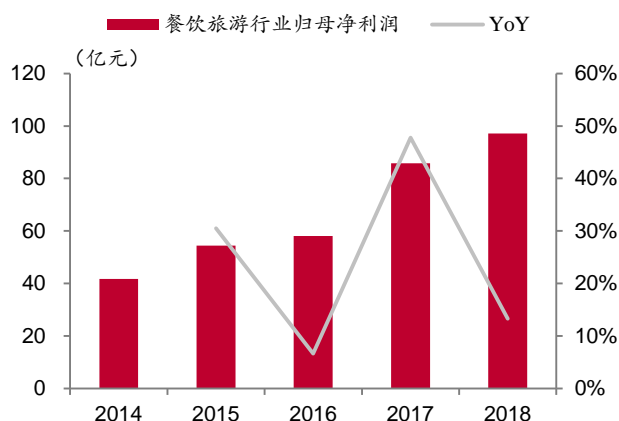
- **餐饮旅游行业 18 年收入稳定增长，以净利率衡量的盈利能力下滑。**受景区门票调价及泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发对东南亚出境游的影响，上市公司整体业绩增速放缓。行业 30 家上市公司中，21 家收入同比增长，19 家归母净利润同比增长（其中 3 家扭亏），11 家归母净利润同比减少。
- **行业收入增速超过 20%。**近三年行业收入增速分别为 23.0%/28.3%/22.4%，归母净利润增速分别为 6.7%/47.8%/13.3%。盈利能力波动明显，近三年行业毛利率分别为 41.5%/41.4%/42.9%，净利率分别为 7.4%/8.5%/8.1%。
- **扣除并表及处置资产因素，净利润同增 5.3%。**18 年，餐饮旅游行业对收入或净利润影响较大的事件包括中免公司收购日上上海 51% 股权，西藏旅游出售 5 家低预期的酒店资产，三特索道出售咸丰坪坝营带来的投资收益等。若扣除以上影响，行业 18 年收入同增 13%，扣非后净利润同增 5.3%。

图表 1: 餐饮旅游行业收入及同比增速



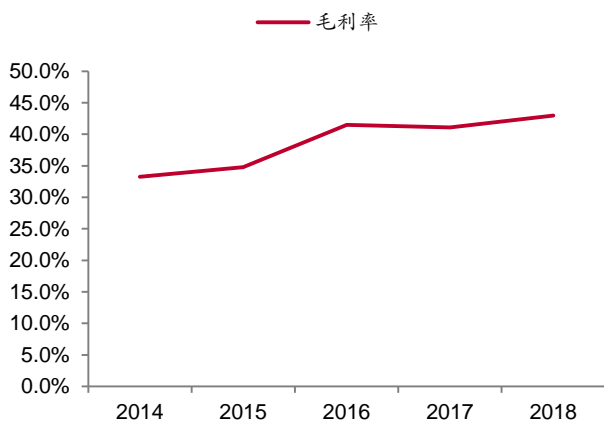
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 餐饮旅游行业归母净利润及同比增速



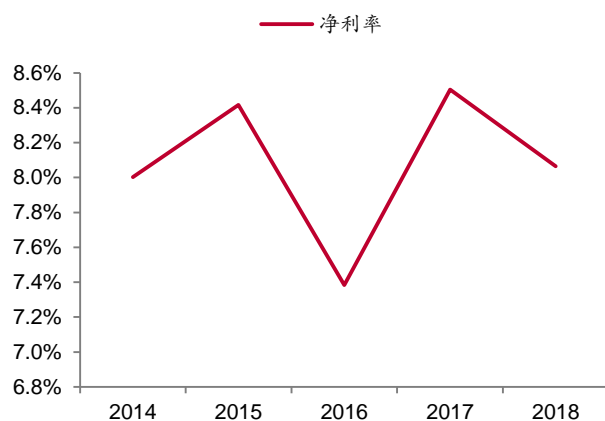
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 餐饮旅游行业毛利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 餐饮旅游行业净利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

细分板块分析

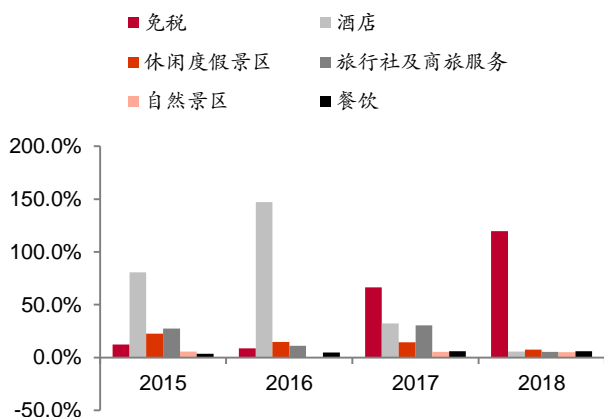
- 将 A 股餐饮旅游行业的 29 家上市公司（国旅联合较难分类，因此在细分板块分析中剔除）重分类为免税、休闲度假景区、自然景区、旅行社及商旅服务、酒店、餐饮 6 个细分板块。
- 从细分板块的表现来看，免税板块收入增速最快，受益于日上上海、日上中国的并表，收入同增 119.8%，归母净利润同增 23.5%；休闲度假景区轻资产管理输出推进，稳定成长，收入同增 7.5%，归母净利润同增 10.2%；酒店受经济下行影响，RevPAR 增速 H1 高 H2 低，收入同增 5.6%，归母净利润同增 16.0%（剔除华天酒店）；自然景区客流微增，但受到调价的影响，收入同增 5.0%，归母净利润受益于资产剥离，大增 82.7%；旅行社及商旅服务中出境游受到普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发的负面影响，收入增长乏力，同增 5.3%，利润率大幅下滑，归母净利润同减 62.6%；餐饮表现平稳，收入同增 5.9%，归母净利润同增 0.3%。

图表 5: 餐饮旅游板块个股按业务拆分

细分领域	上市公司
免税	中国国旅（免税业务）
酒店	华天酒店、岭南控股（酒店业务）、大东海 A、首旅酒店（酒店业务）、锦江股份（酒店业务）、金陵饭店（酒店业务）
休闲度假景区	宋城演艺（现场演艺业务）、中青旅（景区业务）、大连圣亚、天目湖
旅行社及商旅服务	凯撒旅游（旅游服务业务）、众信旅游、腾邦国际、中国国旅（旅游服务业务）、中青旅（旅游服务业务）、岭南控股（旅游服务业务）
自然景区	张家界、西安旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、云南旅游、三特索道、黄山旅游、曲江文旅、西藏旅游、长白山、九华旅游
餐饮	西安饮食、全聚德、广州酒家

来源：公司公告，中泰证券研究所

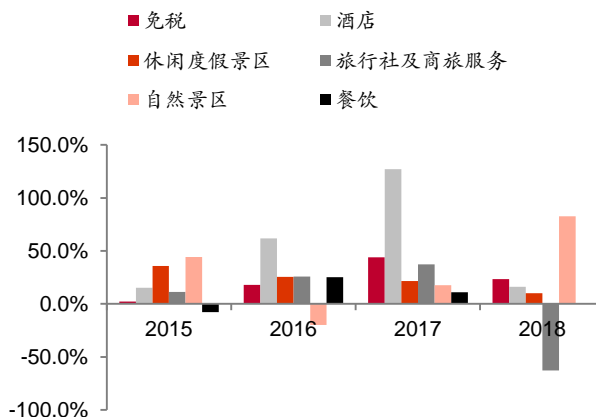
图表 6: 餐饮旅游细分板块收入增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

注：酒店板块剔除华天酒店

图表 7: 餐饮旅游细分板块归母净利润增速

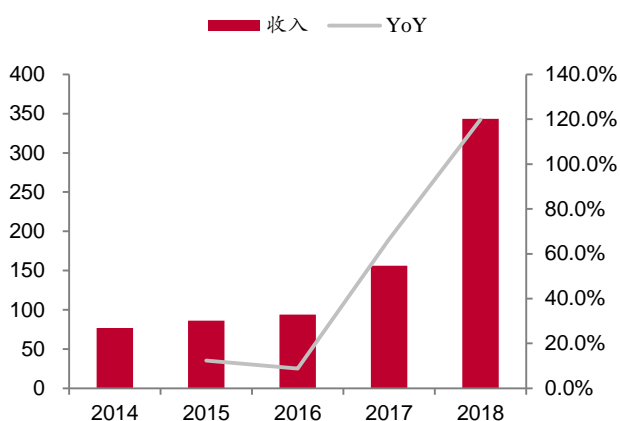


来源：公司公告，中泰证券研究所

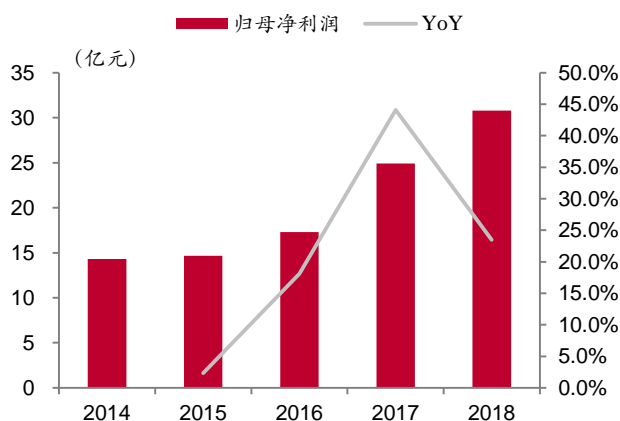
注：酒店板块剔除华天酒店

免税：内生高景气，外延并表增厚

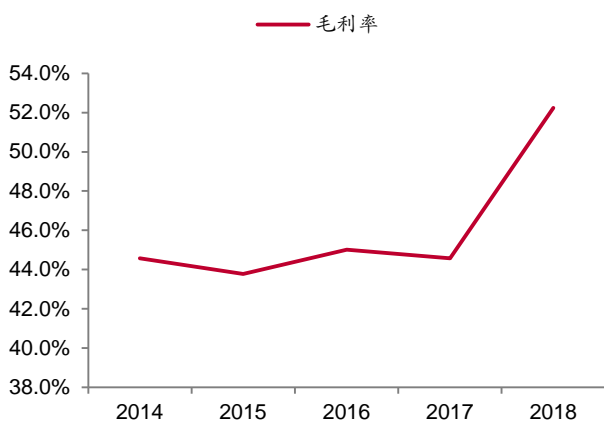
- 免税板块主要统计国旅旗下中免集团的商品销售业务，由于中免集团有税和免税难以拆分，且有税业务占比较小，因此选用中免集团来代表免税板块的业绩。免税板块 17、18 年收入大幅增长，主要是受益于日上中国和日上上海的先后并表，以及离岛免税的高速增长。同时加快推进日上海外采购体系整合，议价能力进一步增强，规模效应显著，毛利率提升 7.7pct。

图表 8：免税板块收入及同比增速


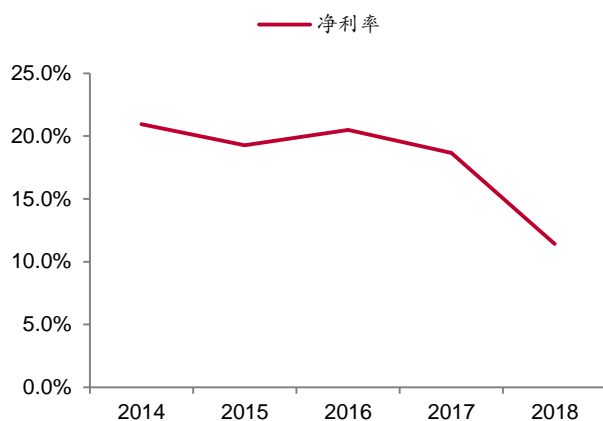
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：免税板块归母净利润及同比增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

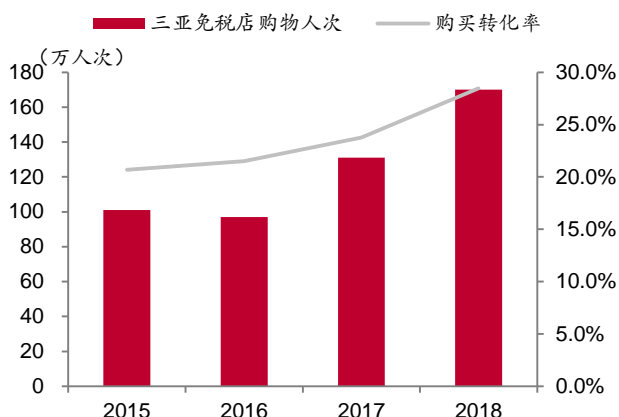
图表 10：免税板块毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

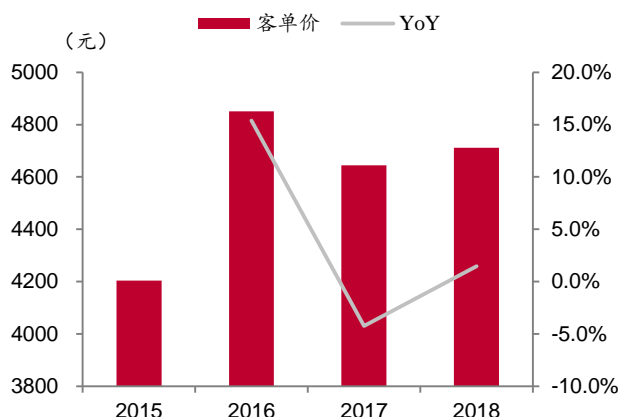
图表 11：免税板块净利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

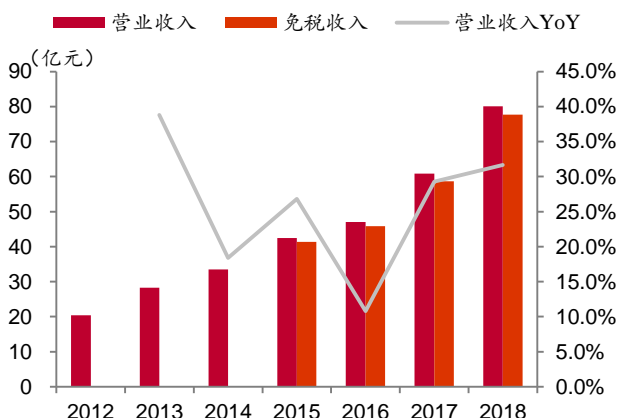
- (1) 离岛免税
- 三亚海棠湾免税店 18 年收入 80.1 亿元、同增 31.7%，其中免税收入 77.7 亿元、同增 32.5%，归母净利润 11.1 亿元、同增 21.4%，净利率 13.8%、同减 1.2pct。购物人数 170 万人次、同增 29.8%，客单价 4712 元、同增 1.5%，购买转化率提升至 28.5%。

图表 12: 三亚免税店购物人次及购买转化率


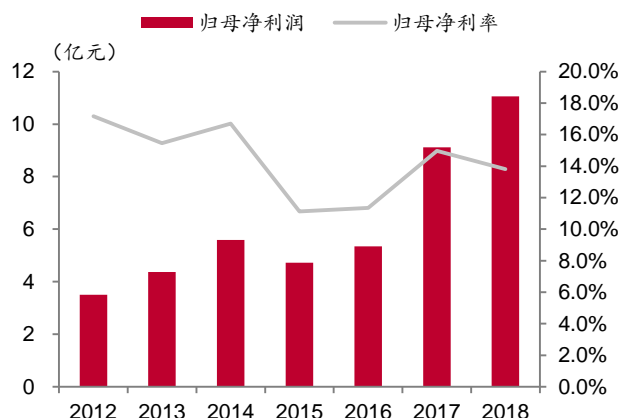
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 三亚免税店客单价及同比增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

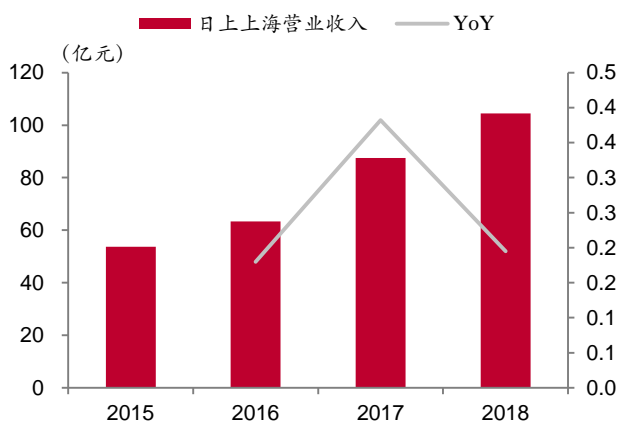
图表 14: 三亚免税店收入及同比增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

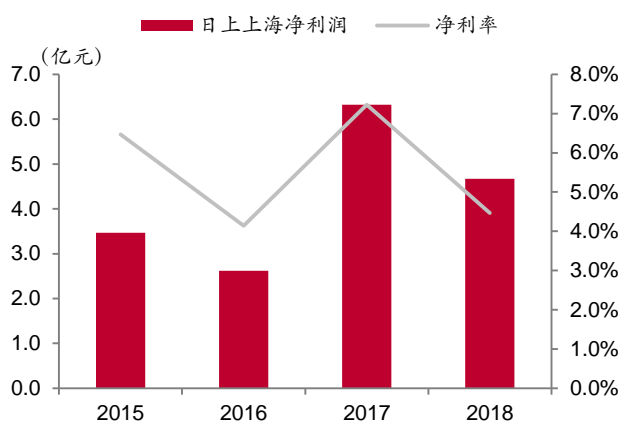
图表 15: 三亚免税店归母净利润及净利率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

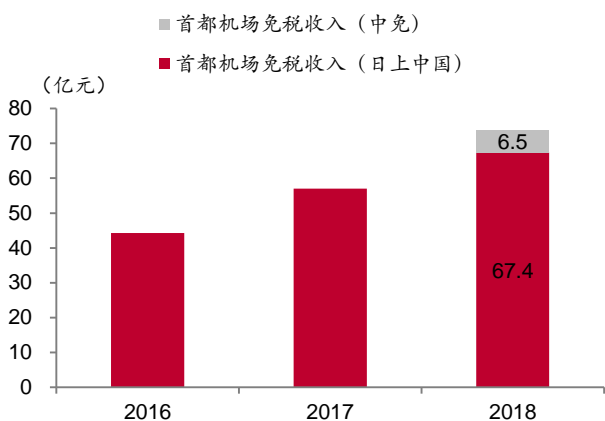
- (2) 机场免税
- 18 年日上上海 (上海机场免税店) 收入 104.5 亿元、同增 19.5%，实现净利润 4.7 亿元，净利率同减 2.8pct 至 4.5%，19 年使用新扣点率或将进一步降低净利率。首都机场免税收入 73.9 亿元，同增 29.7%，其中日上中国收入 67.4 亿元 (1.1~2.10 运营 T2 和 T3，2.11 起仅运营 T3)、中免收入 6.5 亿元 (2.11 开始运营 T2)，日上中国净利率降至 2.6%，主要是新扣点率的使用提升期间费用率。

图表 16: 日上上海营业收入及同比增速


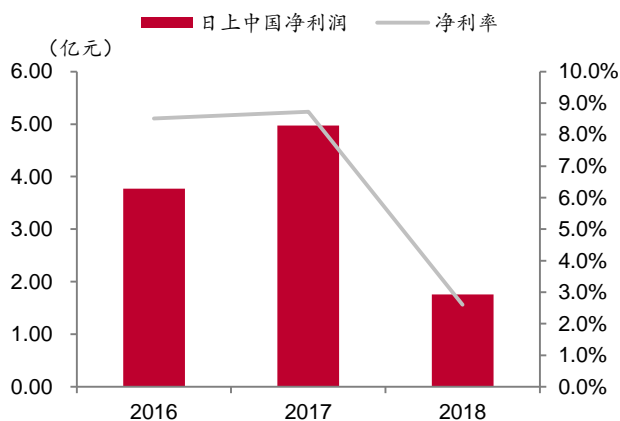
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 17: 日上上海净利润及净利率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 18: 首都机场免税收入


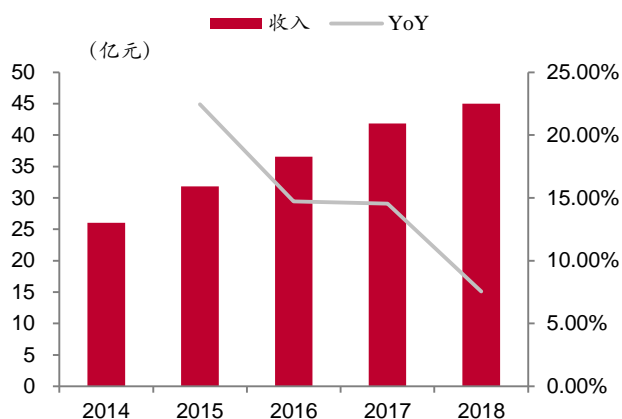
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 19: 日上中国净利润及净利率


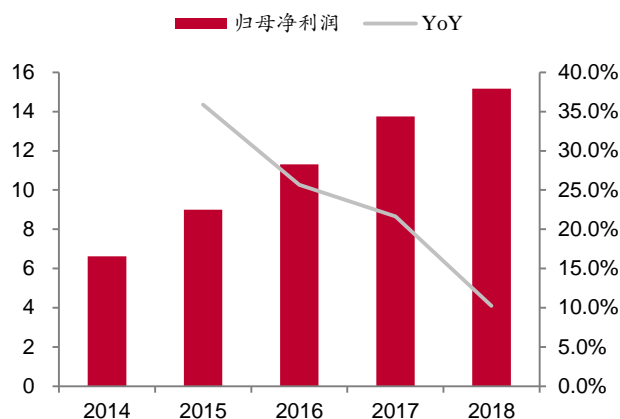
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

休闲度假景区: 增速略有下滑, 盈利能力强

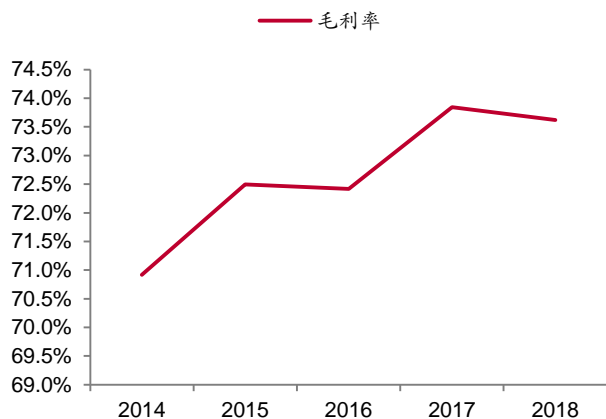
- 休闲度假景区板块主要统计宋城演艺的现场演艺、中青旅旗下乌镇景区、大连圣亚旗下海洋公园以及天目湖。18 年板块的增速略有下滑, 收入增速从两位数百分比降至 7.5%, 归母净利润增速从 20%+降至 10.2%。盈利能力维持较高水平, 毛利率 73.6% (-0.2pct), 净利率 39.4% (0.6pct)。

图表 20: 休闲度假景区板块收入及同比增速


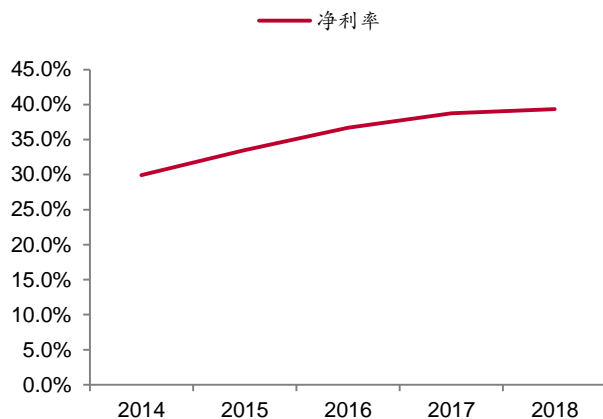
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 21: 休闲度假景区板块归母净利润及同比增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 22: 休闲度假景区板块毛利率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 23: 休闲度假景区板块净利率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **(1) 宋城演艺**
- 杭州宋城在高基数的基础上依然保持 11.1% 的收入增速; 三亚表现靓丽, 收入、净利润分别同增 25.5%、39.6%; 丽江大力拓展散客渠道, 收入、净利润分别同增 17.5%、17.9%。九寨后续重新开业时间需综合考虑九寨沟灾后恢复的情况、政府统筹安排和淡旺季特点。桂林 2018 年 7 月开业, 实现收入 0.43 亿元, 微亏 0.01 亿元。
- **轻资产项目稳步推进。** 宁乡炭河千古情 2017 年 7 月开业, 宜春明月千古情 2018 年 12 月开业, 18 年设计策划费收入 1.27 亿元, 后续预收中的设计策划费 4.24 亿元有望逐步确认为收入。
- **项目储备丰富, 梯次开业未来增速可期。** 西安、张家界项目预计 19 年开业, 上海、新郑项目预计 20 年开业, 佛山、西塘项目预计 21 年开业。

图表 24: 宋城演艺旗下现场演艺收入、净利润及增速

(单位, 亿元)	2014	2015	2016	2017	2018
杭州宋城					
收入	6.10	7.01	6.88	8.42	9.36
YoY		14.9%	-1.8%	22.4%	11.1%
三亚宋城					
收入	1.60	2.58	3.07	3.40	4.27
YoY		61.6%	19.2%	10.6%	25.5%
净利润	0.80	1.40	1.62	1.78	2.49
YoY		74.9%	15.1%	10.2%	39.6%
丽江宋城					
收入	0.74	1.71	2.23	2.27	2.67
YoY		131.6%	30.0%	2.1%	17.5%
净利润	0.09	0.72	1.20	1.20	1.42
YoY		678.3%	66.8%	0.6%	17.9%
九寨宋城					
收入	0.63	1.31	1.49	0.91	0.02
YoY		106.6%	13.9%	-39.3%	-98.0%
净利润	0.19	0.64	0.83	0.31	(0.33)
YoY		232.2%	29.1%	-62.1%	-204.9%
桂林宋城					
收入					0.43
净利润					(0.01)

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- (2) 中青旅
- 乌镇客流回调, 客单价大幅提升。18 年乌镇客流 915 万人次、同减 9.7%, 其中东栅客流 401 万人次、同减 14.5%, 西栅客流 514 万人次、同减 5.6%。在客流下滑及 18 年 9 月 20 日起东栅与联票降价 10 元的背景下, 乌镇依旧实现收入 19.05 亿元、同增 15.7% (剔除房地产销售后收入 17 亿元、同增 8.4%)。客单价提升明显, 同增 20.1% 至 186 元。

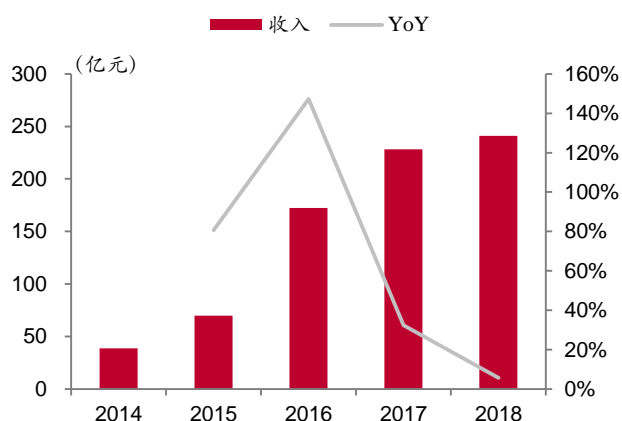
图表 25: 乌镇收入、净利润、客流、客单价情况

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入 (亿元)	3.04	4.88	5.80	6.90	7.69	9.47	11.35	13.61	16.46	19.05
YoY		60.5%	18.9%	19.0%	11.4%	23.1%	19.9%	19.9%	20.9%	15.7%
净利润 (亿元)	0.91	1.85	2.20	2.34	2.83	3.11	4.05	5.46	6.92	7.34
净利率	29.8%	37.9%	37.9%	33.9%	36.8%	32.8%	35.7%	40.1%	42.1%	38.5%
客流量	324	575	515	601	569	693	795	906	1013	915
YoY		77.5%	-10.5%	16.8%	-5.3%	21.7%	14.8%	14.0%	11.8%	-9.7%
东栅客流量 (万人次)	241	435	350	381	312	366	395	430	469	401
西栅客流量 (万人次)	83	140	165	220	257	327	400	477	545	514
客单价	94	85	113	115	135	137	143	150	155	186
YoY		-9.5%	32.8%	1.9%	17.7%	1.2%	4.4%	5.2%	3.0%	20.1%

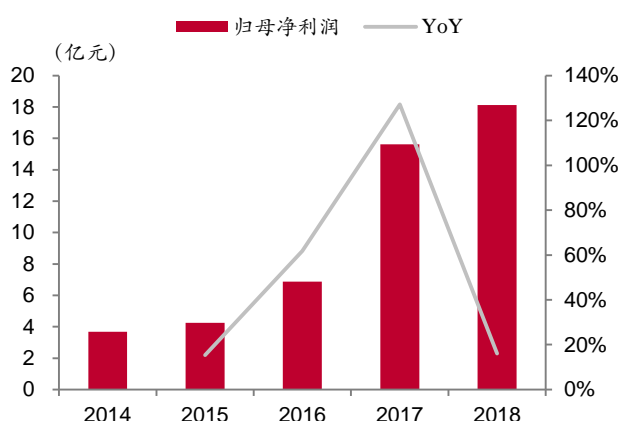
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

酒店: RevPAR 增速前高后低, 中高端加速扩张

- 酒店板块 18H1 同店 RevPAR 增速较高, 而 H2 在经济下行压力下增速放缓; 整体 RevPAR 受益于中端酒店占比的提升, 表现好于同店 RevPAR。从收入的角度, 加盟占比的提升对于收入的贡献较小, 因此 18 年酒店板块收入同增 5.6% (剔除华天酒店), 而 RevPAR 的提升特别是对直营业务利润的提升具有杠杆作用, 因此归母净利润同增 16.0% (剔除华天酒店)。受益于加盟占比的提升以及规模效应的体现, 净利率进一步提升至 8.3%。

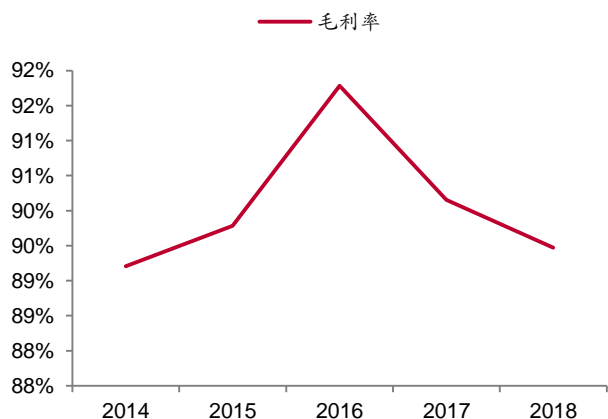
图表 26: 酒店板块收入及同比增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 27: 酒店板块归母净利润及同比增速


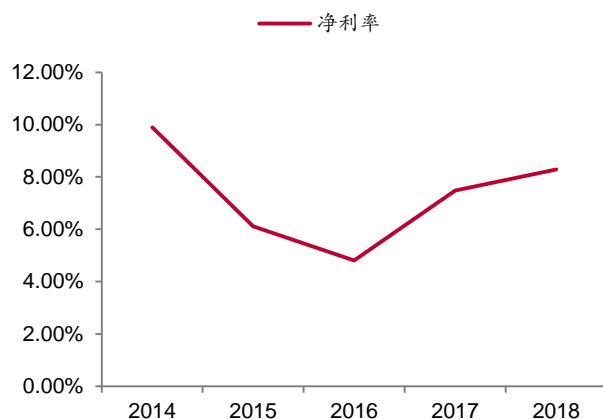
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 28: 酒店板块毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

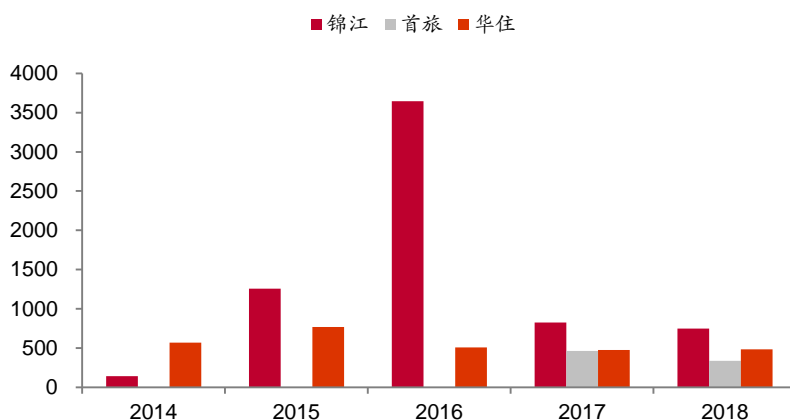
图表 29: 酒店板块净利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

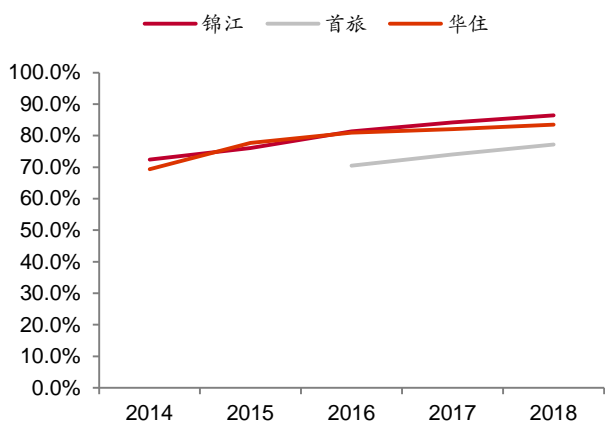
- **加速扩张, 中端和加盟占比进一步提升。**酒店板块龙头均处于加速扩张、跑马圈地的阶段, 18 年净增的酒店数量锦江>华住>首旅。轻资产扩张及布局中高端仍是目前的主旋律, 从加盟占比看, 锦江和华住超过 80%, 首旅近 80%, 从中高端占比来看, 锦江和华住超过 30%, 首旅近 20%。

图表 30: 酒店板块龙头净增酒店数量



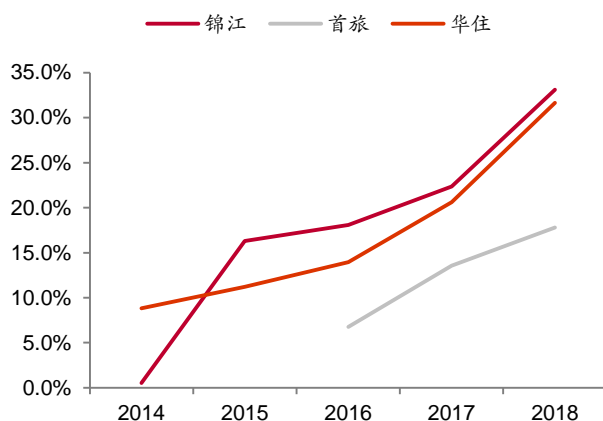
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 31: 酒店板块龙头加盟酒店占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

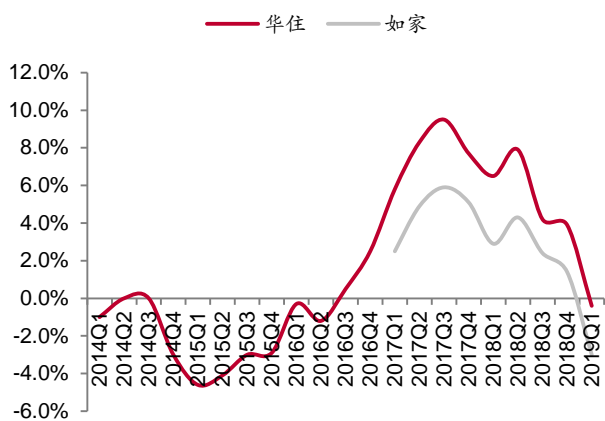
图表 32: 酒店板块龙头中高端酒店占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

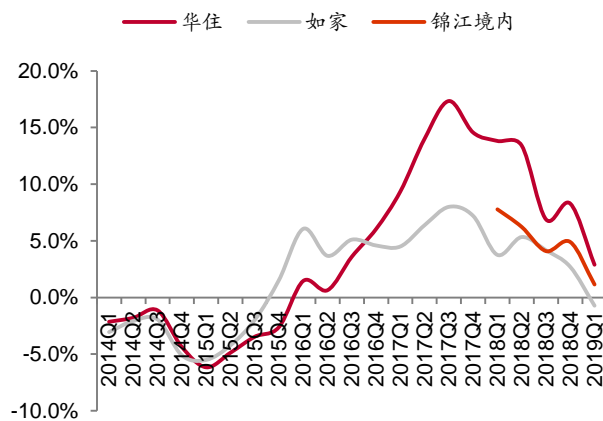
- **RevPAR 增速前高后低。**从同店经营数据来看,华住 18H1 单季 RevPAR 增速超过 6%, H2 降至 5%以下; 如家单季 RevPAR 增速 18 前三季度单季 RevPAR 增速超过 2%, Q4 降至 2%以下。从整体经营数据,华住 18H1 单季 RevPAR 增速超过 13%, H2 降至高个位数百分比增速; 如家 18 前三季度单季 RevPAR 增速在 4%左右, Q4 降至 3%以下; 锦江 18H1 单季 RevPAR 增速为高个位数百分比, H2 降至 5%以下。

图表 33: 酒店板块龙头同店 RevPAR 增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 34: 酒店板块龙头整体 RevPAR 增速

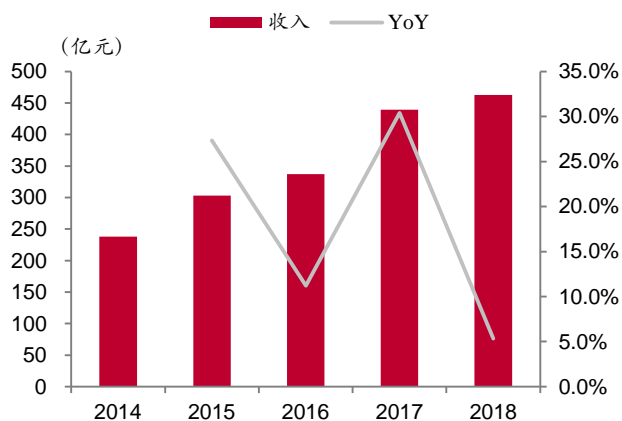


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

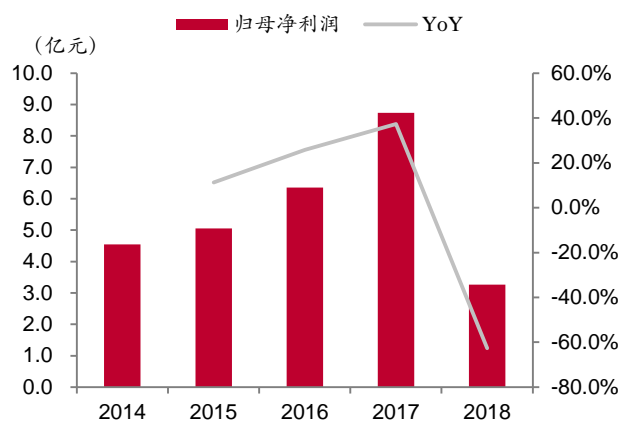
旅行社及商旅服务: 出境游受东南亚目的地拖累

- 受到泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发对东南亚出境游的负面影响,旅行社及商旅服务板块收入增速明显放缓,盈利能力降低。18 年板块收入增速从之前的两位数百分比降至 5.3%, 归母净利润同减 62.6% (还受到众信旅游计提 0.67 亿元商誉减值准备的影响)。盈利能力明显下滑,毛利率同减 0.5pct 至 10.7%, 净利率同减 1.5pct 至 0.8%。以凯撒、众信为代表的旅游运营商不断向旅游综合服务平台迈进,围绕着产品、资

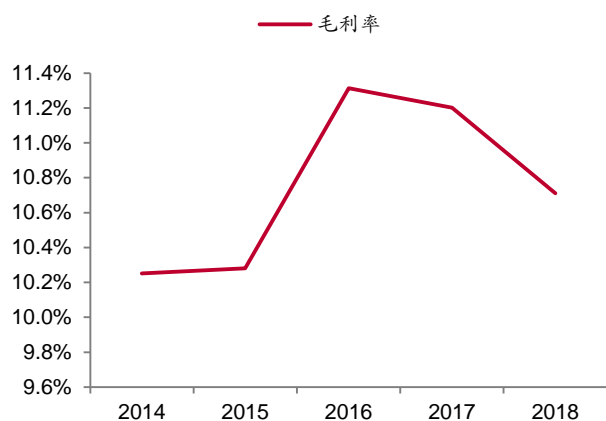
源和渠道进行布局，产品方面，力求提供一站式、一体化的旅游服务解决方案，资源方面，加强目的地资源的布局，渠道方面，线上线下融合，线下渠道下沉。

图表 35: 旅行社商旅服务板块收入及同比增速


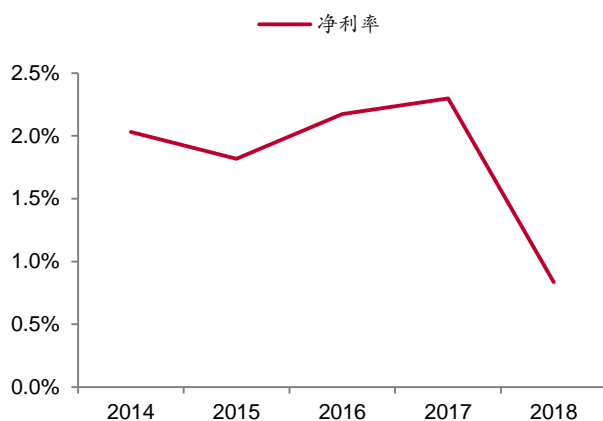
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 36: 旅行社商旅服务板块归母净利润及同比增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 37: 旅行社及商旅服务板块毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

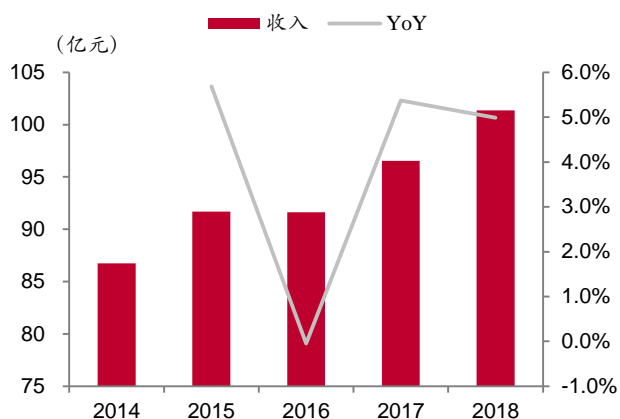
图表 38: 旅行社及商旅服务板块净利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

自然景区：客流小幅增长，降价影响客单价

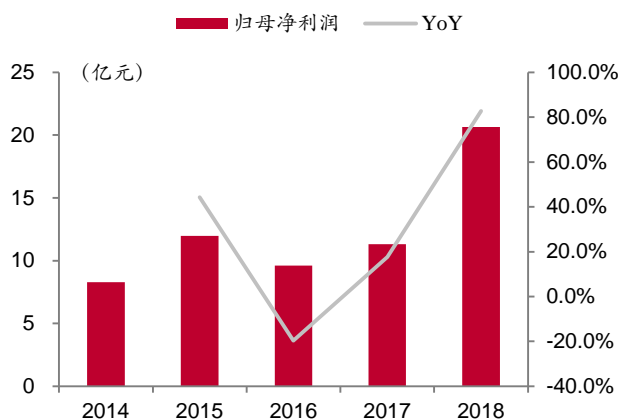
- 18年6月发改委发布《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》，大部分景区的门票、索道、客运从18年9~10月开始降价，影响Q4的客单价及收入。客流方面，大部分景区的客流保持低个位数百分比的增速。自然景区板块18年收入同增5.0%，归母净利润同增82.7%，主要是西藏旅游、三特索道等处置资产带来投资收益大幅增厚利润所致。盈利能力略有下滑，毛利率同减1.3pct。

图表 39: 自然景区板块收入及同比增速



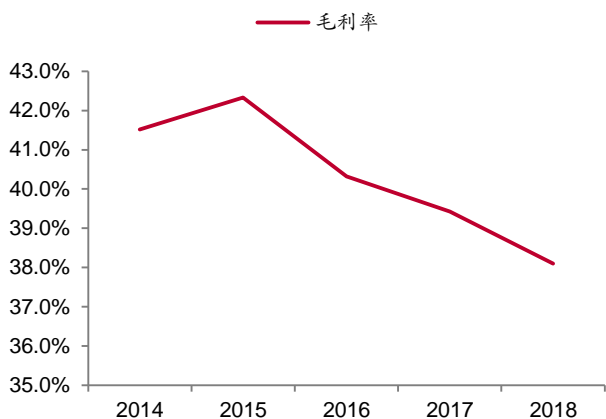
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 40: 自然景区板块归母净利润及同比增速



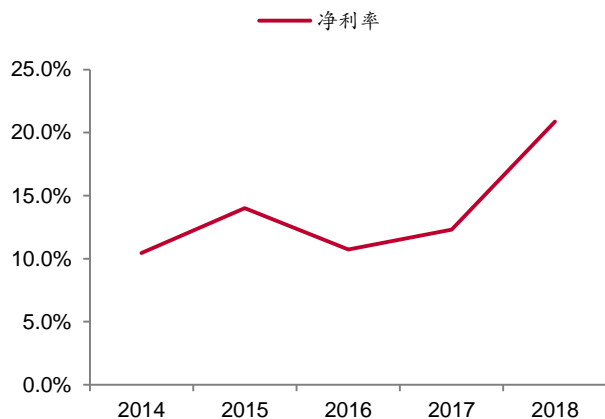
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 41: 自然景区板块毛利率



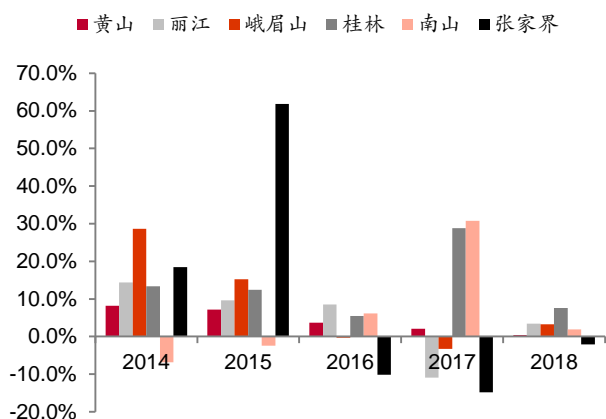
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 42: 自然景区板块净利率



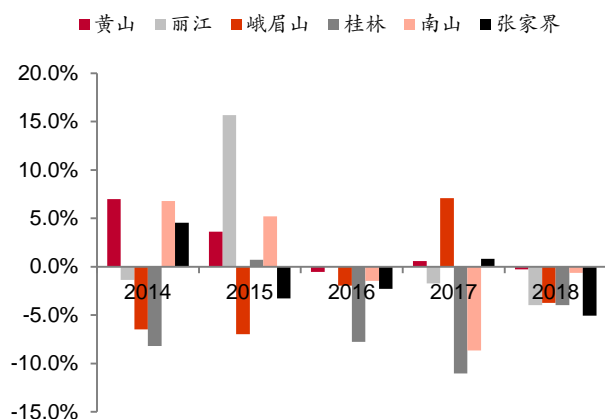
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 43: 主要自然景区客流同比增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 44: 主要自然景区客单价同比增速

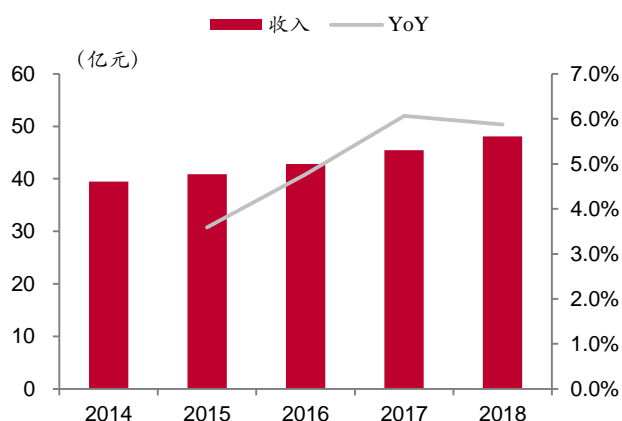


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

餐饮：个体差异明显

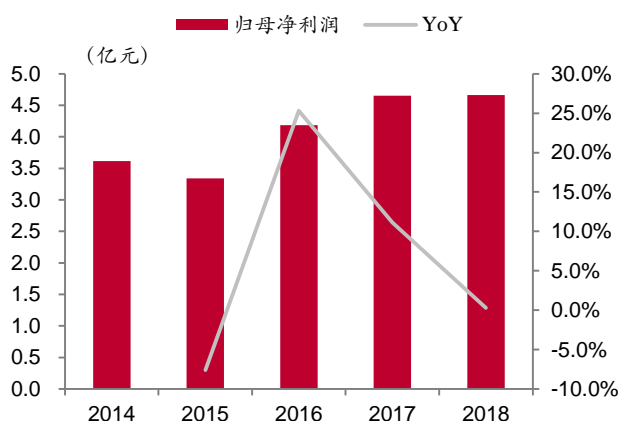
- 餐饮板块整体承压，板块的成长主要是广州酒家餐饮和食品业务带来的，其他两家业绩持续低迷。餐饮板块 18 年收入同增 5.9%，归母净利润微增 0.3%，盈利能力下滑，毛利率同减 0.3pct，净利率同减 0.7pct。

图表 45：餐饮板块收入及同比增速



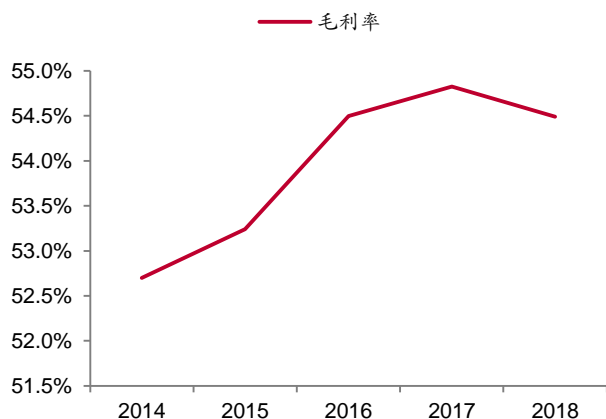
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 46：餐饮板块归母净利润及同比增速



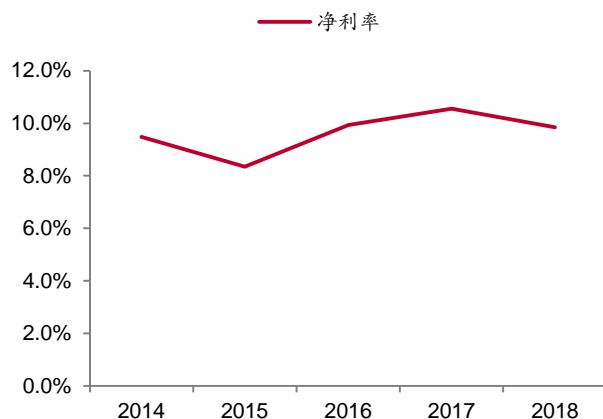
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 47：餐饮板块毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 48：餐饮板块净利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

投资建议及个股

投资建议

- 展望 19 年，免税高景气依旧，高增长可期；酒店在全年经济预期稳定的背景下，叠加酒店集团的结构优化，RevPAR 有望持续向好，特别是 18 年 RevPAR 增速 H1 高 H2 低，19H2 值得关注；出境游短期事件影响淡化，有望逐季度好转；景区客流回升但仍因调价预期受到估值压制。建议重点关注免税、酒店、出境游等细分板块龙头。

个股推荐

- **锦江股份**：公司 2015~16 年先后完成对卢浮、铂涛、维也纳酒店集团的并购，成为国内规模最大的酒店集团，截至 19Q1 末，旗下开业酒店数达 7631 家、客房 75.59 万间。以酒店数计，加盟占比 86.9%、中端占比 34.9%。19 年预计开业 900 家，并且内部整合有望降低费用率，推动净利率提升。预计 2019~21 年归母净利润 12.79/14.84/16.70 亿元、EPS1.34/1.55/1.74 元/股，当前股价对应 19/20/21 年估值为 21/17/16 倍，目前市值 251 亿，维持“买入”评级。
- **首旅酒店**：16 年私有化收购经济型连锁酒店龙头如家集团 100% 股权，截至 19Q1 末，旗下开业酒店数达 4061 家、客房数达 39.84 万间。目前直营占比约 23%，在酒店 RevPAR 提升的阶段有望释放更高的业绩弹性；中高端占比约 18%，相比同行仍有较大的提升空间，无论是携手凯悦，还是股权激励都体现了公司加强中高端布局的动能。预计 2019~21 年归母净利润 9.58/11.32/12.69 亿元，EPS 为 0.98/1.16/1.30 元/股，目前市值 200 亿，对应 19/20/21 年估值为 21/17/16 倍，维持“买入”评级。
- **众信旅游**：18 年完成收购竹园国旅剩余 30% 股权，进一步巩固出境游运营商龙头地位。随着出境游短期事件影响淡化，后续有望随着行业回暖而逐季改善。长期看，公司加速线下渠道布局，有望受益于低线城市消费升级带来的出境跟团游红利。

风险提示

- 自然灾害、重大疾病疫情等突发事件影响；旅游及消费数据不及预期；宏观经济增速下滑。

■ 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。