

# 量化分析：再谈市内免税与机场免税

—餐饮旅游周报 20190520

餐饮旅游周报

2019年05月20日

## 报告摘要：

本周（20190513-20190517），主要大盘指数上证综指/深证成指/沪深300变动幅度分别为-1.9%/-2.3%/-2.2%，其中申万休闲服务指数/申万交运指数变动幅度分别为-1.6%/-1.3%。

## 本周观点：市内店分流对机场免税和国旅业绩的影响探讨

从存量视角看，考虑现有京沪机场烟酒销售占比和中转旅客在国际旅客中的占比，我们预计最乐观和最悲观的组合下，京沪机场最大可被分流的销售比重分别在40%-60%和50%-70%之间。

若从增量的角度看，由于目前京沪机场旅客免税购物转换率仍低于韩国仁川机场，未来随着：（1）境内机场愈发重视非航业务的发展，增加免税经营面积；（2）中免集团在品牌引入，营销、购物体验等方面不断探索。双方在经营改善过程中产生的合力，将共同推动机场旅客免税购物转化率的提升，从而为机场免税销售带来新的增量，抵消部分被市内店分流走的销售。

中韩市内免税销售模式不完全相同，无法简单进行比较。韩国市内免税销售的发达与免税政策（市内店牌照多，市内出境店支持即购即提、邮寄）和运营商的经营策略（高返点）高度相关。我国市内出境免税购物模式仍为市内购物+机场提货，且一市一店，因此，我们无法简单以韩国的案例作为参照对象进行分析。此外，目前我国的市内免税政策仍未完全落地，运营商同时拥有市内出境店和机场出境店，在经营细节上的差异也会对最终的分流情况产生影响。

整体而言，我们认为市内店对机场店的分流对国旅来说利大于弊，因市内店的净利率显著高于机场店。假设中免持股上海市内店比例为51%，在不考虑机场对提货点进行扣点的情况下，以2018年浦东机场免税销售额为例，机场店每流失100元销售额，将增加中免整体权益利润4.6元（9.2%-4.6%）。**但若分流比例超过35%**，则机场店租金将转换为保底租金模式，净利润率会随销售收入流失而降低，此时中免的整体权益利润将出现下滑。

## 投资策略

短期市场波动较大，重点推荐基本面优质标的：（1）**中国国旅**：免税行业高景气度维持，公司各免税销售渠道增长强劲，外延方面海免注入及京沪市内店政策年内或有望落地；（2）**上海机场**：非航业务受益于免税行业高景气，卫星厅开业后旅客购物转化率有望进一步提升，业绩增长确定性强；（3）**宋城演艺**：Q1线下景区增速稳健，账上仍有4.5亿轻资产收入待确认，外延方面2H19公司张家界项目有望在旺季前开业增厚业绩。

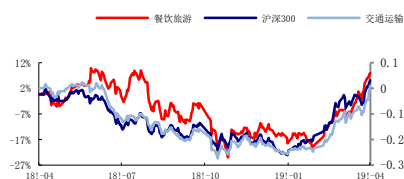
## 风险提示

离岛免税销售不及预期；市内店政策进展低于预期。

推荐

维持评级

## 行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001

电话：021-60876718

邮箱：zhongqi@mszq.com

## 研究助理：顾熹闽

执业证号：S0100119020001

电话：021-60876718

邮箱：guximin@mszq.com

## 相关研究

1. 行业周（月）报：假期延长刺激需求释放，离岛免税景气维持
2. 行业动态报告：整体业绩放缓，板块分化显现

## 目录

一、本周观点：市内店分流机场免税销售的探讨.....	3
二、行业数据跟踪 .....	5
(一) 航空：经济环境、假期错位对四月需求形成扰动 .....	5
(二) 航运：干散货运价探底回升，集运运价阶段性复苏 .....	7
(三) 快递：3月量升价平，集中度趋势延续 .....	8
二、社会服务行业本周公告及重要新闻.....	9
(一) 本周重要公告整理 .....	9
(二) 本周重要新闻整理 .....	9
三、交运行业本周公告及重要新闻.....	10
(一) 本周重要公告整理 .....	10
(二) 本周重要新闻整理 .....	11
四、行情回顾 .....	12
(一) 社会服务业 .....	12
(二) 交通运输业 .....	13
五、盈利预测与财务指标 .....	14
六、风险提示 .....	14

## 一、本周观点：市内店分流的量化分析

### 1. 究竟有多少旅客会被分流？

由于市内店不能销售烟酒产品，而京沪机场烟酒销售占比均接近 20%，因此易知这一部分的销售额无法被市内分流。其次，市内免税店针对的主要是从当地出发，前往机场出境的旅客，而机场免税店的客源中还涵盖了中转旅客，包括国内-国际中转、国际-国际中转。我们测算当前京沪机场中转旅客占国际旅客的比重分别为 40%、30%，这部分旅客的免税购物行为只能在机场产生，因此也不会被市内店。**结合以上分析，假设两种极端情景：**

**情景 1（最悲观）：**京沪机场所有烟酒销售额均由中转旅客贡献，这意味着京沪机场中转旅客在香化上的消费仅为 20%/10%，对应最大分流比例为  $(1-(40\%/30\%-20\%))\cdot 20\%$  = **60%/70%**

**情景 2（最乐观）：**机场所有烟酒销售额均由本地出发旅客贡献，则所有中转旅客仅购买香化产品，对应最大分流比例为  $(1-40\%/30\%-20\%) = 40\%/50\%$

表 1：京沪机场中转旅客占比

	首都国际机场	上海浦东机场	上海虹桥机场
国际旅客吞吐量（万人次）	2736	3094	166
<b>中转旅客量（万人）</b>	<b>542</b>	<b>463</b>	<b>29</b>
中转占比（%）	39.6	29.9	34.9

资料来源：中国民航局，MIDT，民生证券研究院整理

注：虹桥机场以 2016 年国际旅客吞吐量为预测基础

结合以上两种情景，我们预计北京市内店对首都机场免税销售的分流比例最大值在 40%-60%之间；上海市内店对浦东、虹桥机场的免税销售分流比例最大在 50%-70%之间。

### 2. 增量视角：目前京沪机场旅客免税购物转换率低于仁川机场，未来有望得到改善

以 2000 元客均消费计算，京沪机场的免税店旅客转化率分别为 30%/40%，低于仁川机场 2018 年 55%的转化率。我们认为，这一现象主要与机场免税经营面积有限导致的排队多，品类丰富度不够导致的产品不能契合旅客需求等因素相关。换言之，市内店主要挖掘的是过去认为在机场进行免税购物较为不便的旅客，即潜在的免税消费需求。

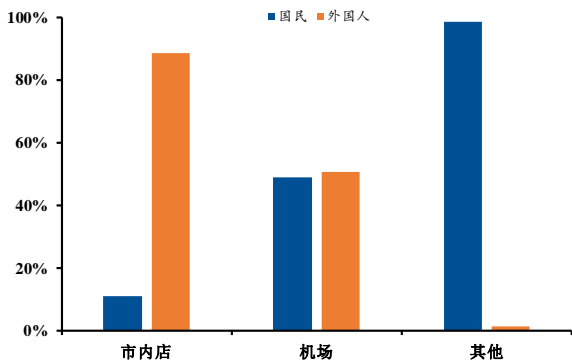
而随着境内机场愈发重视非航业务的发展，增加免税经营面积，以及中免集团也在品牌引入，营销、购物体验等方面不断探索。双方在经营改善过程中产生的合力，将共同推动机场旅客免税购物转化率的提升，从而为机场免税销售带来新的增量，抵消部分被市内店分流走的销售。

### 3. 中韩对比：市内免税销售模式不完全相同，无法简单进行比较

对韩国居民和外籍旅客而言，市内免税都是在韩国进行免税购物的主要渠道。韩国境内当前共有 26 家市内免税店中，其中首尔市内即拥有 13 家市内免税店，这使得首尔地区的免税销售销售额占韩国整体的比例高达 70%。此外，韩国的市内店支持即购即提和邮寄，甚至为了争取中国旅客还有高额返点，这不仅优化了旅客购物体验，更是为大量的中国代

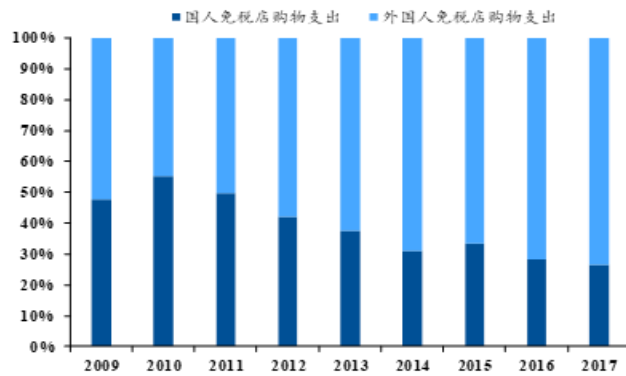
购提供了方便。因此，韩国市内免税销售的发达与免税政策和运营商的经营策略高度相关。

图 1：按渠道分韩国免税业销售结构



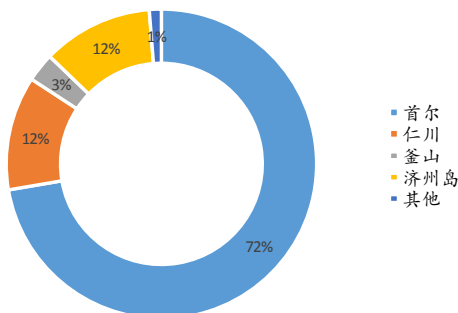
资料来源：KDFA，民生证券研究院

图 2：按国籍分韩国免税业销售结构



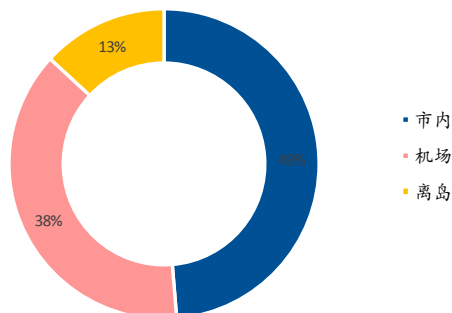
资料来源：KDFA，民生证券研究院

图 3：首尔地区免税销售占比（2019 年 4 月）



资料来源：KDFA，民生证券研究院

图 4：市内免税仍是韩国居民主要的免税购物渠道



资料来源：KDFA，民生证券研究院

我国市内免税购物模式仍为市内购物+机场提货，且一市一店政策仍在执行，因此，我们无法简单以韩国的案例作为参照对象进行分析。同时，目前我国的市内免税政策仍未完全落地，在政策细节上尚存不明朗之处，如品类设置（是否对国产品占比有要求）。此外，由于市内出境店与机场出境店均为中免及其控股子公司日上免税店经营，在最终经营面积、价格、促销活动上的细节差异也会对最终的分流情况产生影响。

#### 4. 结论：分流比例低于 35%时，市内免税渠道新增利好中国国旅

整体而言，市内店对机场店的分流对中国国旅来说利大于弊，因市内店的净利率显著高于机场店。假设中免持股上海市内店比例为 51%，在不考虑机场对提货点进行扣点的情况下，以 2018 年浦东机场免税销售额为例，机场店每流失 100 元销售额，将增加中免整体权益利润 4.6 元（9.2%-4.6%）。但若分流比例超过 35%，则机场店租金将转换为保底租金模式，净利润率会随销售收入流失增加而降低，此时中免的整体权益利润将出现下滑。

表 2: 分流比例低于 35%时, 上海市内店和机场店利润情况

	上海浦东机场	被分流 10%后	上海市内店	合计 (分流后+市内)
2019 年免税销售额	134.9	121.41	13.49	134.9
毛利率	60%	60%	55%	
毛利润	80.94	72.85	7.42	80.27
特许经营费	1.35	1.21	0.13	1.35
期间费用	13.49	12.14	2.16	14.30
扣点租金	53.96	48.56	2.70	51.26
权益利润 (51%)	6.19	5.57	1.24	6.81
权益利润率	4.6%	4.6%	9.2%	5.05%

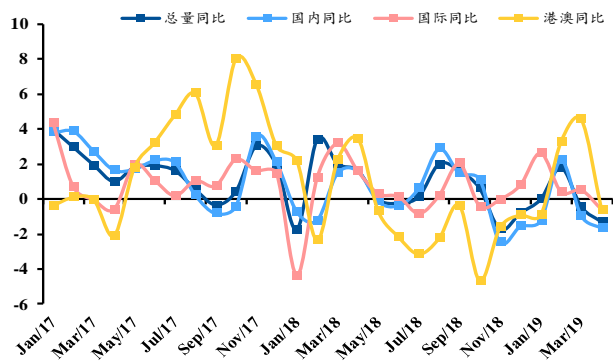
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

## 二、行业数据跟踪

### (一) 航空: 经济环境、假期错位对四月需求形成扰动

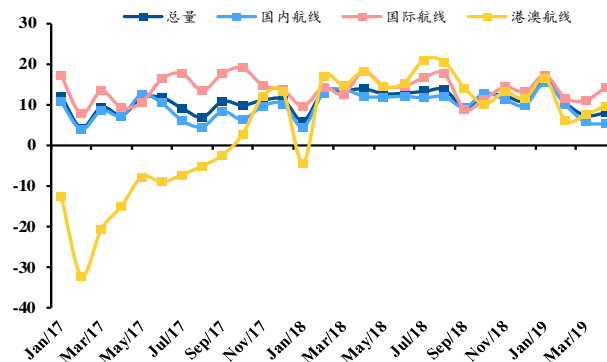
#### 1、南方航空

图 5: 南方航空客座率变动趋势 (%)



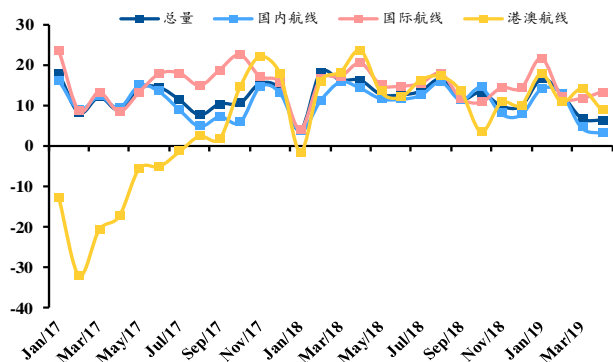
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 6: 南方航空 ASK 变动趋势 (%)



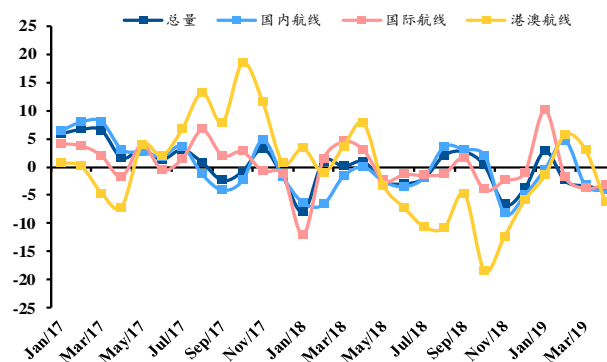
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 7: 南方航空 RPK 变动趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

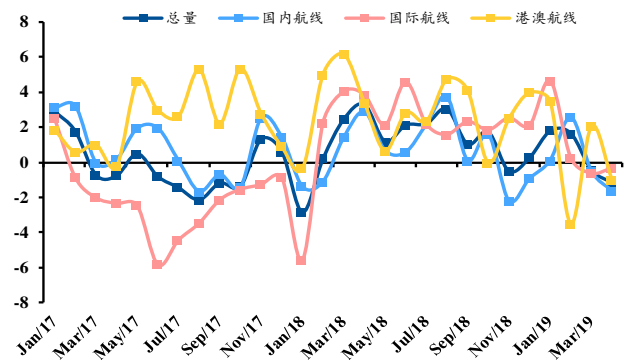
图 8: 南方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

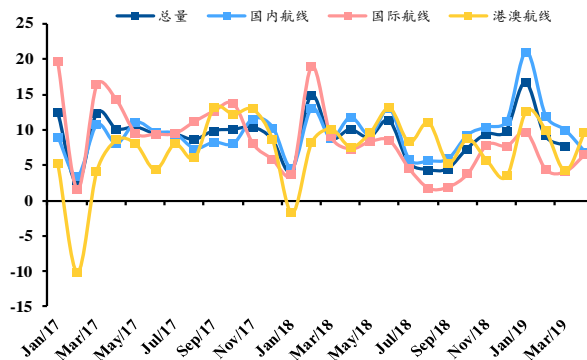
## 2、东方航空

图 9：东方航空客座率变动趋势 (%)



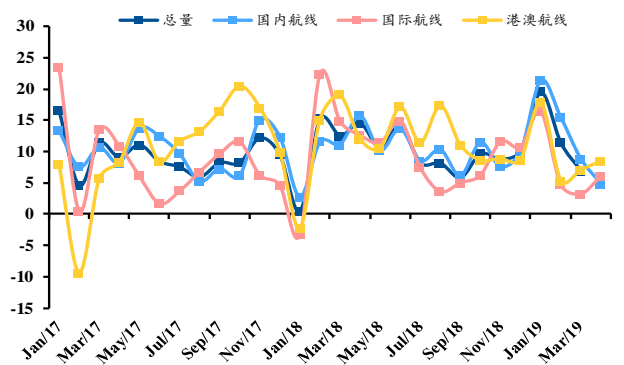
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：东方航空 ASK 变动趋势 (%)



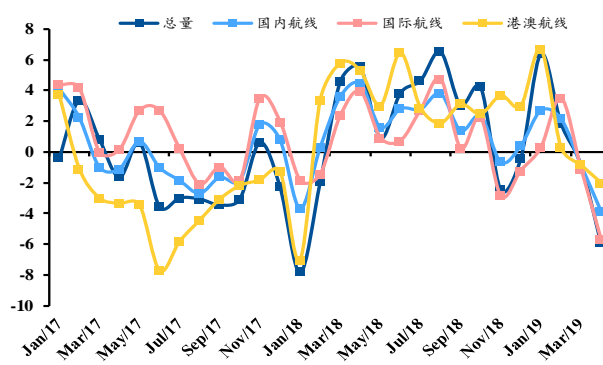
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：东方航空 RPK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

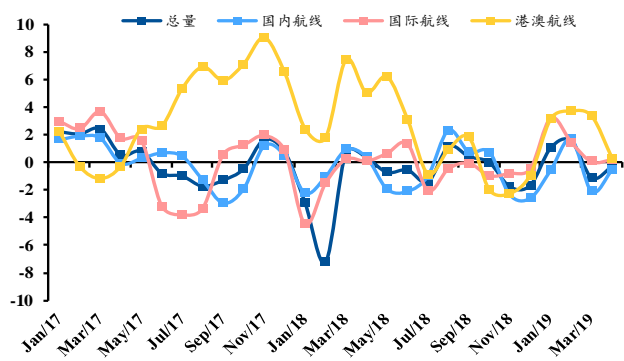
图 12：东方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

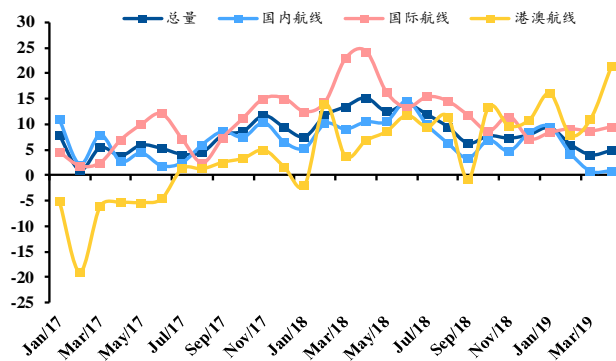
## 3、中国国航

图 13：中国国航客座率变动趋势 (%)



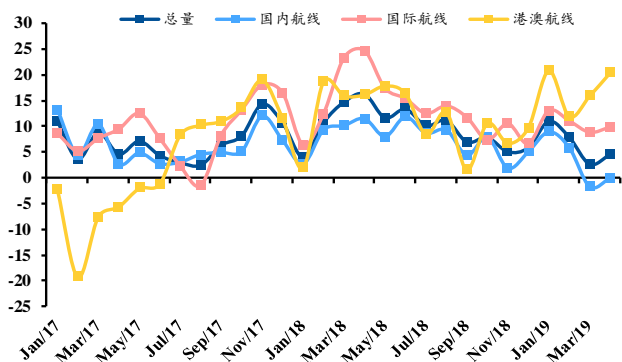
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 14：中国国航 ASK 变动趋势 (%)



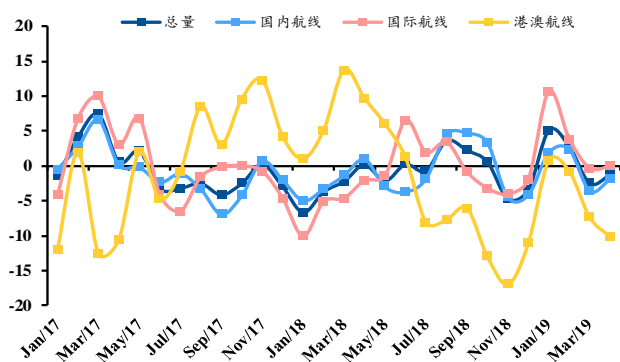
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15: 中国国航 RPK 变动趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

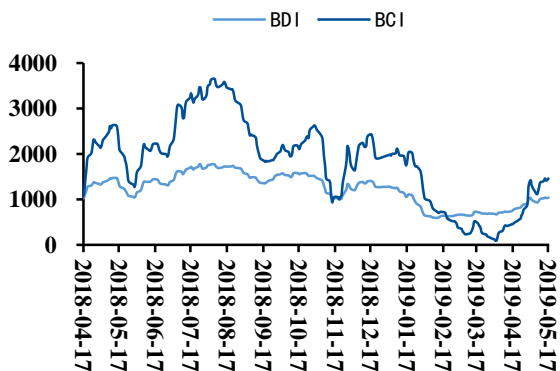
图 16: 中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

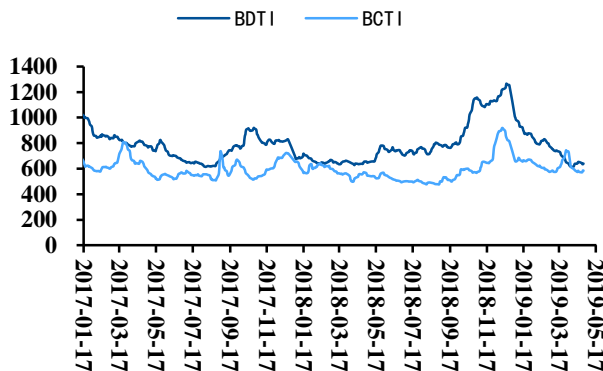
## (二) 航运: 干散货运价探底回升, 集运运价阶段性复苏

图 17: BDI/BCI 指数



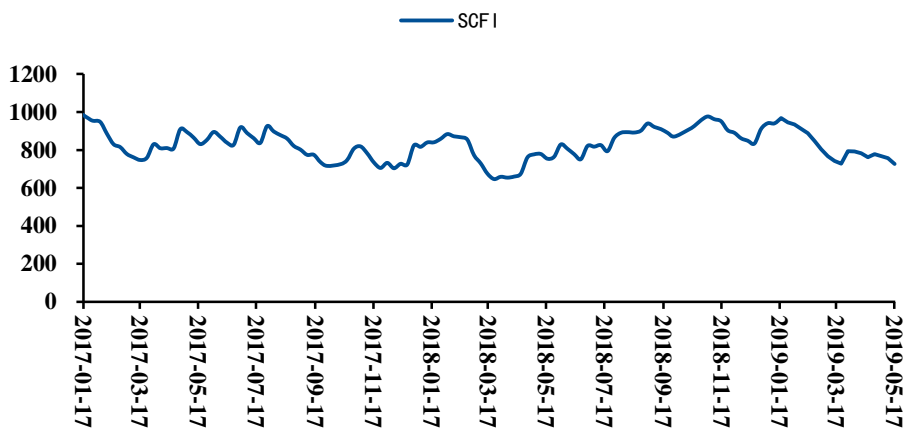
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 18: BDTI/BCTI 指数



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19: SCFI 指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

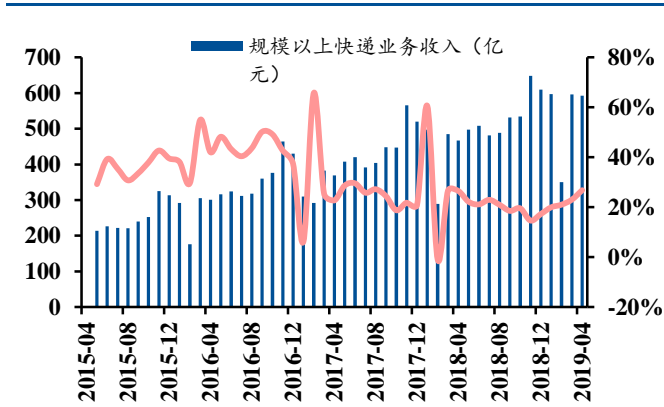
表 3: SCFI 集运运价

	2019/5/17	2019/5/10	与上期涨跌
SCFI	726.23	757	-4.1
欧洲	723	768	-5.9
地中海	696	726	-4.1
美西	1340	1442	-7.1
美东	2597	2711	-4.2

资料来源：上海航运交易所，民生证券研究院

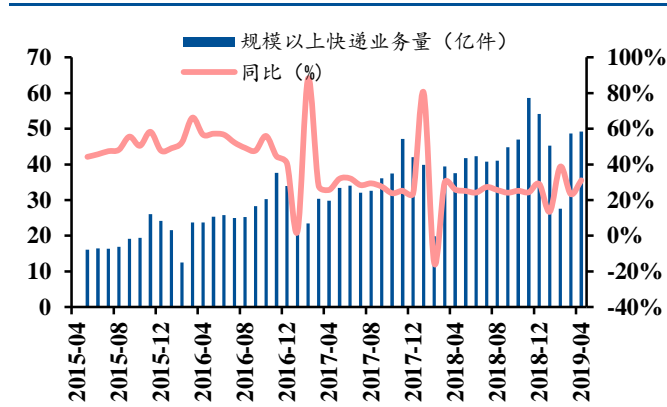
### (三) 快递：4 月量升价平，集中度趋势延续

图 20: 4 月快递业务收入完成 592.5 亿元，同比+26.8%



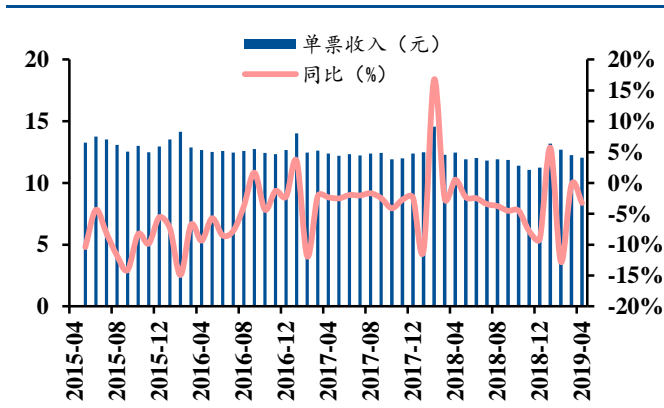
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 21: 4 月快递业务量完成 49.2 亿件，同比+31.1%



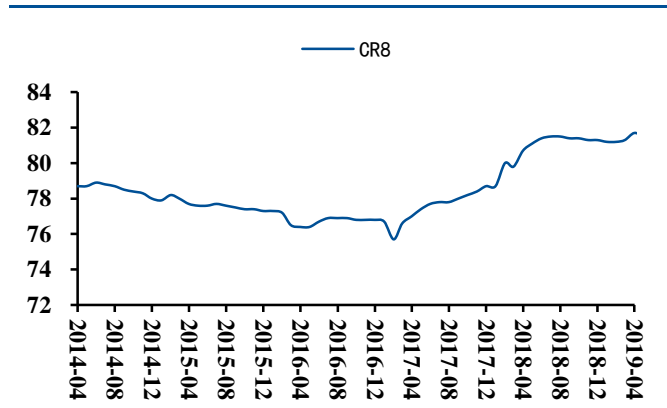
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 22: 4 月单件收入 12.04 元，同比-0.03%



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 23: 4 月快递品牌集中度 CR8 为 81.5，环比-0.24%



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院



## 二、社会服务行业本周公告及重要新闻

### (一) 本周重要公告整理

【腾邦国际】腾邦国际商业服务集团股份有限公司于近日收到公司控股股东腾邦集团有限公司及公司实际控制人钟百胜先生与史进先生签订的《表决权委托框架协议》。《框架协议》约定，腾邦集团、钟百胜先生拟将其合计持有公司 17.8 亿股（占公司总股本的 28.87%）股份的表决权委托给史进先生行使。

【众信旅游】公司于 2019 年 5 月 14 日召开 2018 年度股东大会审议通过了《关于减少公司注册资本、修改〈公司章程〉并授权董事会办理工商变更登记的议案》，公司注册资本将由 8.9 亿元减至 8.8 亿元。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### (二) 本周重要新闻整理

1、**全球免税市场 2018 年零售额达到 760 亿美元。**在即将由研究机构 Data Circle 发布的 2018 年旅游零售行业状况报告前瞻中，公布了 2018 年的旅游零售额实现了高于趋势水平的增长(同比增长 9.3%)，达到 760 亿美元。亚太地区率先实现了区域增长，销售额同比增长 15%。

<https://www.traveldaily.cn/article/129122>

2、**泰国曼谷航空将与乐天免税携手共同投标泰国四个机场的免税特许经营权。**据《曼谷邮报》报道，泰国曼谷航空(Bangkok Airways)已与韩国旅游零售巨头乐天免税联手，投标曼谷素万那普米机场的免税特许权，以及清迈、Hat Yai 和普吉岛机场的另一份免税合同。

<http://www.dotour.cn/article/146033.html>

3、**国内在线旅游交易规模现五年新低。**伴随互联网行业今年出现的资本“寒冬”，在线旅游市场似乎也迎来了一个瓶颈期。5 月 12 日，根据互联网数据资讯中心易观智库发布的《中国在线旅游市场年度综合分析 2019》显示，中国在线旅游交易规模增速放缓，步入五年来最低。2018 年中国在线旅游交易规模增长仅 9.3%，此前五年，均为两位数增长。

<https://www.traveldaily.cn/article/129121>

### 三、交运行业本周公告及重要新闻

#### (一) 本周重要公告整理

【韵达股份】4月生产经营数据：实现快递服务业务收入 25.5 亿元，同比增加 178.88%；完成业务量 7.9 亿元，同比增加 43.48%；单票收入 3.2 元，同比增加 93.98%。

【顺丰控股】4月生产经营数据：实现快递服务业务收入 77.2 亿元，同比增加 11.35%；完成业务量 3.3 亿元，同比增加 6.56%；单票收入 23.8 元，同比增加 4.49%。

【申通快递】4月生产经营数据：实现快递服务业务收入 17 亿元，同比增加 50.18%；完成业务量 5.2 亿元，同比增加 43.71%；单票收入 3.3 元，同比增加 4.76%。

【北部港湾】4月吞吐量数据：实现货物吞吐量 1663 万吨，同比增加 13.14%；实现 1-4 月累计货物吞吐量 6274 万吨，同比增加 14.1%；

【白云机场】4月生产经营数据：进出港合计实现起降架次 38963 次，同比增加 100.8%；旅客吞吐量 581 万，同比增加 100.2%；货邮吞吐量 15 万吨，同比增加 103.9%。

【上海机场】4月生产经营数据：进出港合计实现起降架次 42206 次，同比减少 0.42%；旅客吞吐量 635 万，同比减少 0.17%；货邮吞吐量 29 万吨，同比减少 9.68%。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## (二) 本周重要新闻整理

**1、北京大兴国际机场今天上午试飞，将创下多项纪录。**据央视新闻报道，根据民航局统一部署，5月13日上午9点，北京大兴国际机场将开展试飞工作。参与此次试飞的航空公司为南航、东航、国航和厦航。大兴国际机场在全国首次采用的“三纵一横”交叉跑道运行模式。此外，值得期待的还有大兴国际机场很多首次采用的助航设备，比如，全国第一个四级标准的高级地面引导系统，第一个开航即具备仪表着陆（也称盲降）三类B运行的标准。同时，大兴国际机场还首次使用激光气象雷达和相控阵气象雷达

<https://www.traveldaily.cn/article/129119>

**2、吉祥航空与芬航代码共享 另类“打通”三大航空联盟。**总部位于上海的吉祥航空股份有限公司于5月16日宣布，其将自今年6月28日起与芬兰航空公司在上海—赫尔辛基航线上实施代码共享，同时将在各自境内部分以远航线实施代码共享。吉祥航空计划在6月28日开通上海—赫尔辛基航线，这也是其首条洲际航线，此前该航线由芬兰航空长期独家运营，并且一直以来都是芬航在华收益率最高的航线。

<http://news.carnoc.com/list/493/493915.html>

**3、自5月中旬起，国航与加航扩大代码共享合作。**民航资源网2019年5月17日消息：据Routesonline报道，中国国航计划扩大与加拿大航空的代码共享合作关系，将经蒙特利尔和温哥华出发的更多航线纳入进来。大约从2019年5月18日或更早开始，计划新增的代码共享航线包括：由加拿大航空运营的挂国航代码的航线、蒙特利尔-哈利法克斯、蒙特利尔-魁北克市、蒙特利尔-圣约翰斯、温哥华-乔治王子城。

<http://news.carnoc.com/list/493/493845.html>

**4、中国三大航考虑就737MAX停飞联合向波音索赔。**民航资源网2019年5月16日消息：据彭博社报道，知情人士表示，中国三大航空公司正在考虑联合起来，共同就737MAX停飞问题导致的运营中断向波音进行索赔。航空数据供应商飞常准的数据显示，中国目前停飞的737MAX飞机数量为96架，三大航在其中占到了53架。

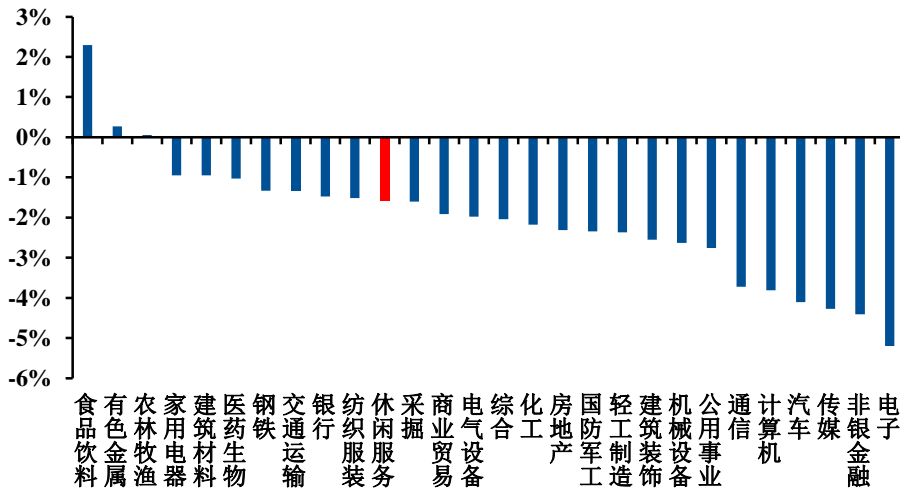
<http://news.carnoc.com/list/493/493627.html>

## 四、行情回顾

### (一) 社会服务业

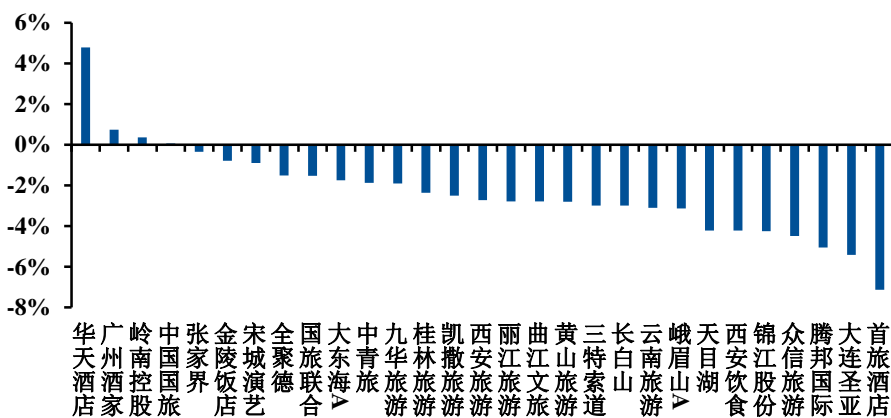
本周申万休闲服务指数下跌 1.6%，跑赢沪深 300 指数 0.6 个百分点。

图 24：本周申万休闲服务指数涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 25：休闲服务行业本周个股涨跌幅

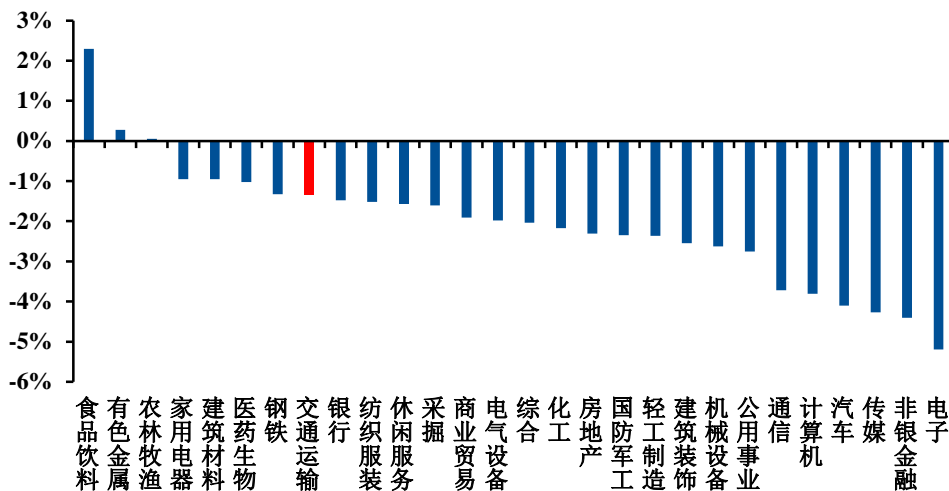


资料来源：Wind，民生证券研究院

## (二) 交通运输业

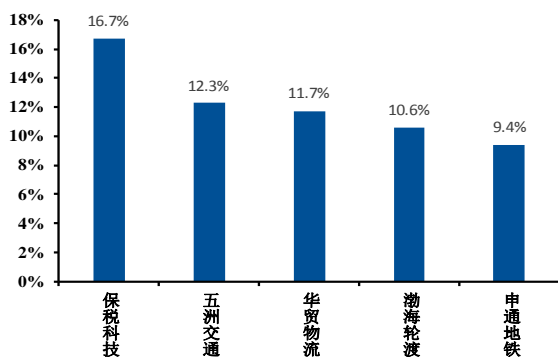
本周申万交通运输行业指数下跌 1.3%，跑赢沪深 300 指数 0.9 个百分点。

图 26：本周申万交通运输行业指数涨跌幅



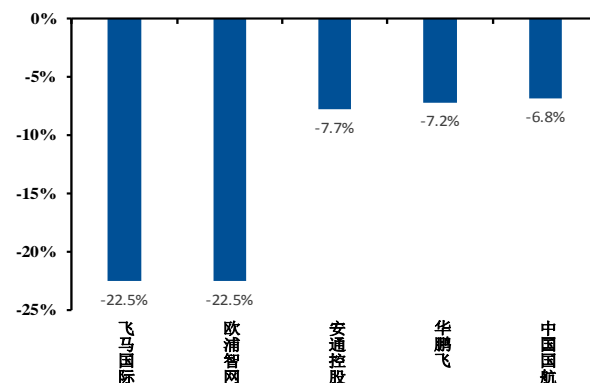
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27：本周个股涨幅前五



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 28：本周个股跌幅前五



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 五、盈利预测与财务指标

表 4：重点公司盈利预测表

代码	重点公司	现价 2019/5/17	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601888	中国国旅	77.19	1.61	2.36	2.65	38.0	31.8	26.6	推荐
300144	宋城演艺	21.20	0.89	0.88	1.04	25.2	24.1	20.4	推荐
600009	上海机场	71.26	2.20	2.64	3.00	27.3	27.0	23.8	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 六、风险提示

离岛免税销售不及预期；市内店政策进展低于预期。

## 插图目录

图 1: 按渠道分韩国免税业销售结构.....	4
图 2: 按国籍分韩国免税业销售结构.....	4
图 3: 首尔地区免税销售占比 (2019 年 4 月) .....	4
图 4: 市内免税仍是韩国居民主要的免税购物渠道.....	4
图 5: 南方航空客座率变动趋势 (%) .....	5
图 6: 南方航空 ASK 变动趋势 (%) .....	5
图 7: 南方航空 RPK 变动趋势 (%) .....	5
图 8: 南方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%) .....	5
图 9: 东方航空客座率变动趋势 (%) .....	6
图 10: 东方航空 ASK 变动趋势 (%) .....	6
图 11: 东方航空 RPK 变动趋势 (%) .....	6
图 12: 东方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%) .....	6
图 13: 中国国航客座率变动趋势 (%) .....	6
图 14: 中国国航 ASK 变动趋势 (%) .....	6
图 15: 中国国航 RPK 变动趋势 (%) .....	7
图 16: 中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%) .....	7
<b>图 17: BDI/BCI 指数</b> .....	7
图 18: BDTI/BCTI 指数 .....	7
<b>图 19: SCFI 指数</b> .....	7
图 20: 3 月快递业务收入完成 596 亿元, 同比+23%.....	8
图 21: 3 月快递业务量完成 48.6 亿件, 同比+23%.....	8
图 22: 3 月单件收入 13.0 元, 同比基本持平.....	8
图 23: 3 月快递品牌集中度 CR8 为 81.7, 较 2 月提升 0.4pct.....	8
<b>图 24: 本周申万休闲服务指数涨跌幅</b> .....	12
<b>图 25: 休闲服务行业本周个股涨跌幅</b> .....	12
<b>图 26: 本周申万交通运输行业指数涨跌幅</b> .....	13
图 27: 本周个股涨幅前五 .....	13
图 28: 本周个股跌幅前五 .....	13

## 表格目录

表 1: 京沪机场中转旅客占比.....	3
表 2: 分流比例低于 35%时, 上海市内店和机场店利润情况.....	5
<b>表 3: SCFI 集运运价</b> .....	8
<b>表 4: 重点公司盈利预测表</b> .....	14

## 分析师与研究助理简介

**钟奇**，民生研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师

**顾熹闽**，民生证券社会服务业及交通运输业研究助理，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001



## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。