

中信出版半年报点评：新书老书共振，书店减亏卓有成效，实现高质量增长

事件

公司发布 2019 半年报：2019 年 1-6 月，公司实现营业收入 8.96 亿元，YOY+18.29%；实现归母净利润 1.3 亿元，YOY+13.03%；实现扣非归母净利润 1.24 亿元，YOY+16.42%；实现基本每股收益 0.91 元，YOY+12.35%。

核心观点

1、二季度业绩超预期：在一季度增长受到扰动情况下，公司二季度业绩实现强势反弹，2019Q2 公司实现营业收入 5.06 亿元，同比增长 36.1%，环比增长 29.95%；实现归母净利润 7340.37 万元，同比增长 42.5%，环比增长 28.7%。

2、新书与老书共同推动图书出版业务增长：2019 年上半年图书出版与发行业务营业收入达 6.78 亿元，同比增长 14.94%，占营业收入比例为 76.12%。由于公司 2019Q1 营收增速仅为 1.1%，我们判断公司图书出版与发行业务二季度提速明显，实现核心主业实现高增长。1) **重印率提升：**上半年公司重印书（去年及去年之前出版的图书）同比增长 38.37%，由此匡算重印图书在 2019H1 对公司图书出版业务的贡献应超过 50%。纵观上半年，公司既有《原则》《人类简史》的作品由畅销变为常销，又有《美国陷阱》等契合时事热点的新书推出。2) **把控自营渠道：**2019H1 公司自营渠道图书销售收入同比增长 35.59%，超公司整体增速 17.3 个百分点。自营渠道使得公司可直接获取读者消费行为数据，提升公司渠道议价能力，也为提升公司的周转率做出贡献。

3、书店减亏卓有成效：2018 年下半年以来公司对书店业务实施了一系列的减亏措施，目前收到良好成效。上半年整体书店业务归母净利润同比减亏 628 万元。其中，子公司中店信集上半年共计亏损 1865.3 万元，较去年下半年的 4028 万元收窄明显。

4、投资建议：我们看好公司的体制机制优势（结合国企政策优势与企业机制灵活性），认为公司在泛社科、少儿两大赛道不断发力，并将持续提升市占率，推动业绩增长。预计公司 19-20 年归母净利润分别为 2.56、3.10 亿元，EPS 分别为 1.34、1.63 元，对应估值为 27.5x 和 22.7x，公司应享受龙头溢价，推荐买入。

风险提示：图书业务增长不达预期，书店业务亏损加大。

请参阅最后一页的重要声明

中信出版 (300788)

首次评级

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

执业证书编号：S1440519060002

发布日期：2019 年 08 月 28 日

当前股价：37.0 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.14/-4.64	149.16/148.82	149.16/142.42
12 月最高/最低价 (元)		44.9/17.82
总股本 (万股)		19,015.15
流通 A 股 (万股)		4,753.79
总市值 (亿元)		70.36
流通市值 (亿元)		17.59
近 3 月日均成交量 (万)		874.76
主要股东		
中国中信有限公司		62.7%

股价表现



相关研究报告

事件：

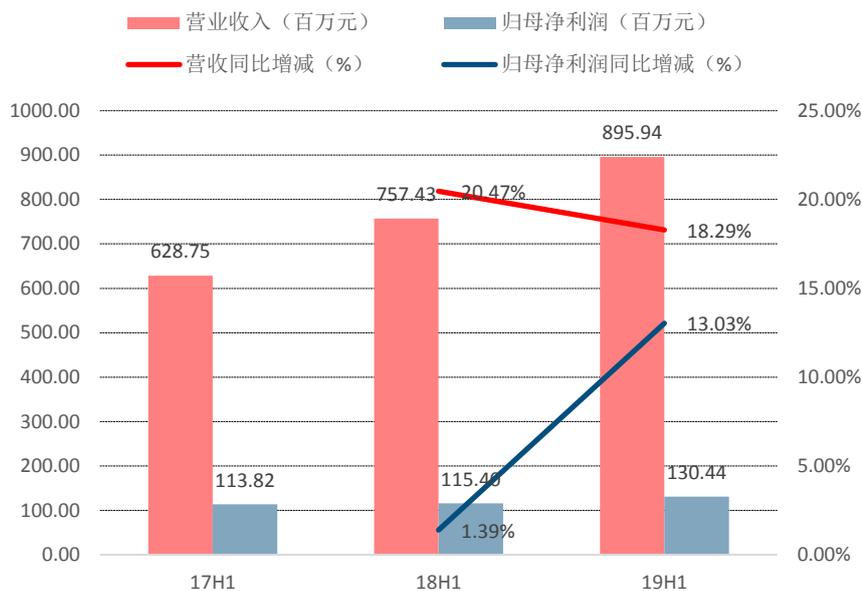
中信出版公布 2019 半年报：2019 年 1-6 月，公司实现营业收入 8.96 亿元，同比增长 18.29%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 13.03%；实现扣非归母净利润为 1.24 亿元，同比增长 16.42%；实现基本每股收益 0.91 元，同比增长 12.35%。

一、财务概览：

2019 上半年公司业绩提速明显：2019H1 公司实现营业收入 8.96 亿元，同比上涨 18.29%。由于一季度原因，营收增速相比 2018 年上半年下降 2.18 个百分点。归母净利润方面，2019 上半年公司实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 13.03%，增速提升 11.64 个百分点。

经营性现金流明显增加，主要为上半年公司销售回款增加带来销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加：2019 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 8362 万元，而去年同期为 4059 万元，同比增加 106.01%。

图表1： 2017H1-2019H1 中信出版营业收入和归母净利润增长情况

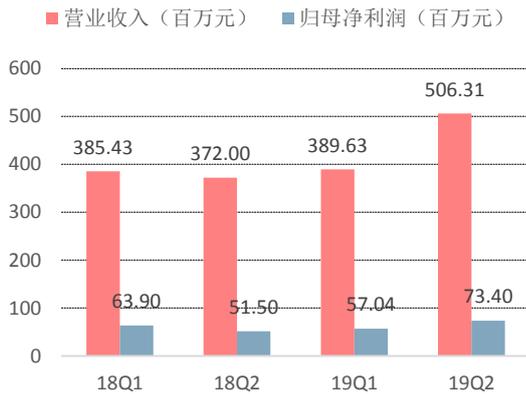


资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

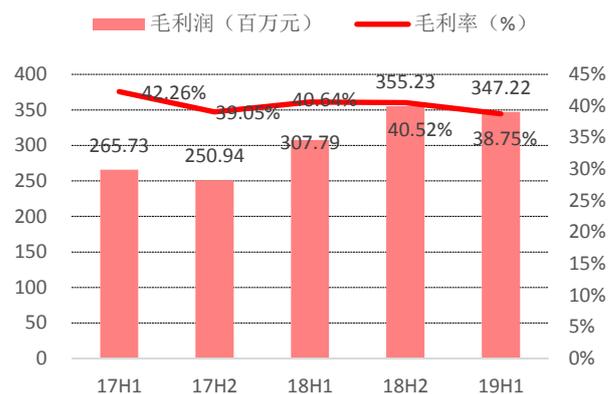
二季度业绩超预期：拆分到单季度，公司 2019Q1 实现营业收入 3.90 亿元，同比上升 1.09%，实现归母净利润 5703.63 万元，同比下降 10.74%。根据公司招股书披露，2019 一季度公司有较多社会效益高的图书有限出版导致部分图书延迟出版。

在一季度增长受到扰动的情况下，公司二季度业绩实现强势反弹，2019Q2 公司实现营业收入 5.06 亿元，同比增长 36.1%，环比增长 29.95%；实现归母净利润 7340.37 万元，同比增长 42.5%，环比增长 28.7%。

从毛利率角度 2019 上半年公司共计实现毛利润 3.47 亿元，同比增长 12.8%。公司整体毛利率为 38.75%，较去年同期略有下滑。我们判断这主要是由于行业性的图书打折促销。

图表2： 2018-2019Q1 和 Q2 营业收入和归母净利润


资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

图表3： 2017H1-2019H1 毛利率和归母净利率增长情况


资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

2019 年上半年公司三项费用率情况：

- **销售费用：**2019 年上半年公司销售费用率为 18.66%，同比增加 1.36 个百分点；销售费用为 1.67 亿元，比去年同期增加 30.72%。销售费用的增加主要为公司零售门店带来的租赁支出增加所致。
- **管理费用：**2019 年上半年管理费用为 6030 万元，比去年下降 1.65%；管理费用率为 7.09%，比去年同期减少 1.02 个百分点。
- **财务费用：**2019 年上半年公司合计财务费用为-125.15 万元，同比增长 45.03%，财务费用率为-0.14%，主要为上半年内汇率变动造成汇兑收益减少所致。

存货情况：

2019H1 公司存货共计 7.39 亿元，较 2018 年期末同比下降 3.44%。存货占重资产的比例为 40.41%，相对偏高。从存货的结构来看，公司存货共计分为原材料、在产品、库存产品和发出商品四个项目。其中需要说明的是，公司存货中的“在产品”主要为公司预付的作家版税，2019 上半年在产品共计 1.29 亿元。同时，公司库存商品为 3.07 亿元。由于公司拥有图书出版和图书零售两项业务，因此库存商品中不仅包含公司自身的图书库存，而且包含部分代销其他出版社的图书以及部分文创产品的库存。我们认为这两项导致了公司库存略微偏高。

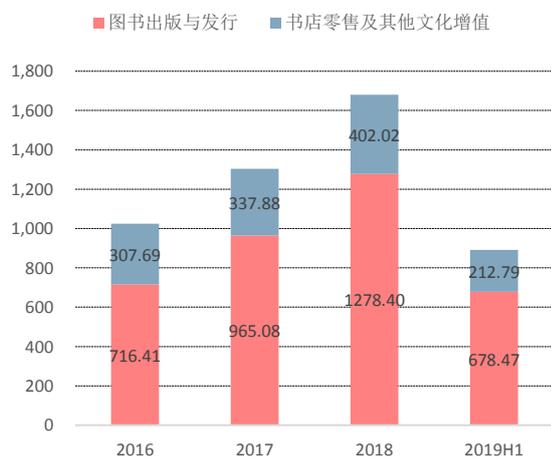
图表4：2019H1 公司存货情况

项目	期末余额			期初余额		
	存货跌价准备或合			存货跌价准备或合		
	账面余额（万元）	同履约成本减值准 备（万元）	账面价值（万元）	账面余额（万元）	同履约成本减值准 备（万元）	账面价值（万元）
原材料	3,402.23	59.87	3,342.36	4,365.07	69.51	4,295.56
在产品	12,943.07	970.44	11,972.63	12,589.79	589.03	12,000.76
库存商品	30,734.88	3,612.47	27,122.41	22,619.82	2,744.24	19,875.58
发出商品	32,525.84	1,006.12	31,519.71	32,971.54	1,865.69	31,105.85
合计	79,606.02	5,648.91	73,957.11	72,546.22	5,268.47	67,277.76

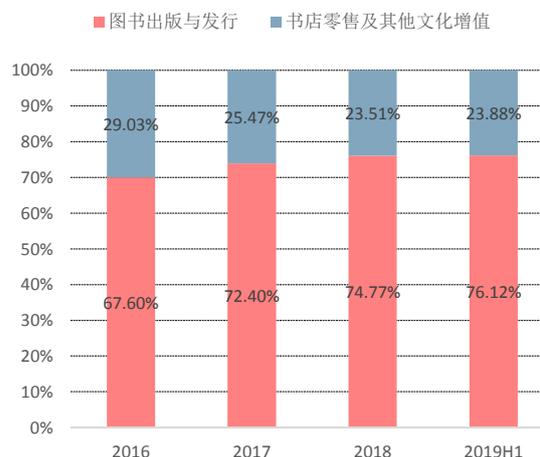
资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

二、业务分析：图书业务表现优异，书店业务减亏明显

从各业务板块营业收入和占比来看，图书出版与发行是公司主要的营业收入来源。2019年上半年图书出版与发行业务营业收入达到6.78亿元，同比增长14.94%，占营业收入比例为76.12%；书店零售及其他文化业务板块2019年上半年营业收入2.13亿元，同比增长45.27%，占营业收入比例为23.88%。

图表5：2016-2019H 各业务板块营业收入（百万元）


资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

图表6：2016-2019H 各业务板块营业收入占比


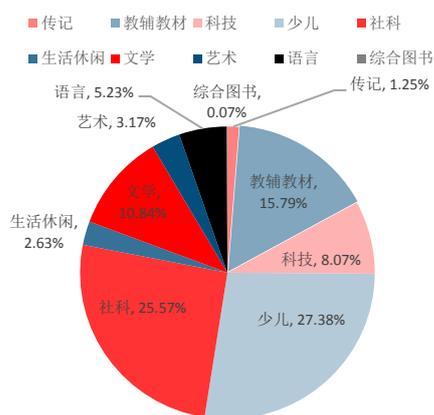
资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

2.1 出版业务：核心图书出版业务保持高速增长，重点品类持续突破

- 图书出版业务二季度提速：由于公司一季度收入为 3.89 亿元，增速仅为 1.1%，可以匡算 2019Q1 公司图书出版与发行业务收入几乎与前一年持平。由此我们推断公司图书出版与发行业务二季度增速应该在 20%-30% 左右的区间。二季度核心主业实现高增长。毛利率角度，公司上半年图书出版与发行业务毛利率为 37.5%，毛利率下滑 1.58%。我们认为，与图书全行业面临的挑战类似，电商持续的打折促销活动，导致公司图书出版与发行业务的毛利率下滑。
- 自营渠道高增长：2019 上半年公司自营渠道实现图书销售收入 3.1 亿元，同比增长 35.59%，占图书销售总收入的 36.77%。同期公司营收增速为 18.29%，自营渠道的图书销售收入超过公司整体增速的 17.3 个百分点，说明了公司在经营线上线下的显著优势。线上线下的自营渠道，不仅使得公司可以直接获取读者的消费行为数据。在渠道不断通过打折挤压上游毛利区间的行业大背景下，自营提升公司的渠道议价能力，也为提升公司的周转率做出了贡献。
- 市占率持续提升：公司图书出版与发行主要分为经管、社科、少儿、文学四大品类。公司以经管图书起家，并逐步向社科、少儿等品类扩张。从全品类来看，开卷监测数据，公司在图书零售市场中占有率 2.51%，较 2018 全年提升 0.04 个百分点。在出版机构中位列第 2。

根据开卷数据，从整体图书零售市场的码洋比重来看，少儿和社科类图书成为图书市场最重要的两条赛道。其中，少儿类图书为码洋比重第一的板块，占比达 27.38%，社科类图书位列第二，占比达 25.57%。少儿和社科两个品类已经占整体市场超 50% 的比重。从码洋比重变动来看，少儿、社科类图书两个大品类仍然处于增长通道。2019H1 少儿类、社科类的码洋比重呈现明显的正向增长，分别同比增加 1.22%、0.89 个百分点。

图表7：2019H1 零售市场码洋比重



图表8：2019H1 零售市场码洋变动



资料来源：开卷信息，中信建投证券研究发展部

资料来源：开卷信息，中信建投证券研究发展部

公司选中了大众图书市场最好的两条赛道：中信出版以经管畅销图书起家，后逐步向社科、少儿等赛道进行拓展。由于经管从属于大的社品类下，因此公司目前的社科+经管以及少儿的品类布局，已经占据大众图书市场最大的两块市场。上半年来看，公司的经管、少儿等品类保持优势并持续突破。

- **经管类、学术文化图书：**公司最具优势的经管类图书，上半年实现 10.34% 的增长，继续保持细分品类第一市占率的位置，市占率为 14.43%。学术文化图书上，公司不断地进行内容创新，在历史、哲学、社科、科学等主要领域推出作品，上半年市场排名跃居第一。
- **少儿图书：**在大众图书市场最重要的少儿品类上，公司上半年实现营收 1.49 亿元，同比增长 60.96%。公司近几年快速切入少儿图书赛道，经过时间沉淀，目前公司已经积累多个成套系的少儿图书，在高品质的低幼益智、科普、文化通识、精品绘本等领域已形成较强的竞争优势。这些少儿图书逐步从畅销转向长销，为公司少儿图书增长提供基本盘。同时，公司仍然积极出版优质的原创和引进类少儿图书，形成了少儿板块的老书和新书共振的良好态势。

2016-2018 年，中信出版销售少儿类图书分别为 247、617 和 695 万册，实现收入分别 0.7、1.59 和 2.3 亿元，同比分别增长 124.88% 和 44.82%。在高基数的情况下，公司少儿图书业务在上半年仍然实现高增长，目前少儿图书占图书出版与发行业务的比例已经达到 21.97%。

- **整体重印比例提升明显，新书老书共振：**根据半年报披露，上半年公司重印书（去年及去年之前出版的图书）同比增长 38.37%，由此判断，重印图书在 2019 上半年对公司图书出版业务的贡献应超过 50%。公司在不断推出新品的情况下，也持续对老书进行精细化运营，逐步增加老书对收入的贡献度。

2019 年二季度公司出版的《美国陷阱》随着社会热点成为畅销图书。需要关注的是公司前两年出版的经管类、社科类图书《原则》、《人类简史》仍然在上半年持续畅销。根据开卷信息 2019H1 的数据，在上半年非虚构类图书畅销 TOP10 中，《人类简史》仍然名列第 9 名。根据我们对开卷信息每月畅销榜的统计，在激烈竞争的非虚构图书榜单中，上半年中信出版的《原则》、《薛兆丰经济学讲义》、《人类简史》每月均成功进入 TOP30 榜单。除此之外，《变量》、《美国陷阱》、《未来简史》、《今日简史》分别上榜 3 次、2 次、1 次和 1 次。从这几本书的出版时间来看，《人类简史》和《未来简史》均出版于 2017 年 1 月，《原则》出版于 2018 年 1 月。这 7 种图书中，仅有《变量》和《美国陷阱》两本图书是在 2019 年出版。由此说明，公司在努力将优质的畅销书向长销书进行转化，精品的内容也的确获得了读者的认可。

图表9： 2019H1 中信出版部分上榜图书表现

	经管类				历史类		
	原则	薛兆丰经济学讲义	美国陷阱	变量:看见中国 社会小趋势	人类简史:从动 物到上帝(新版)	未来简史:从智 人到智神	今日简史:人类 命运大议题
累计上榜次数 (次/次)	6/6	6/6	2/6	3/6	6/6	1/6	1/6
出版时间	2018-01	2018-07	2019-05	2019-01	2017-01	2017-01	2018-08

资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

图表10： 2019H1 综合零售市场非虚构类畅销书 TOP10

名称	出版社	作者
皮囊	天津人民出版社	蔡崇达
浮生六记	天津人民出版社	沈复
好的孤独	凤凰文艺出版社	陈果
正面管教（修订版）	北京联合出版	简·尼尔森
好的爱情	人民日报出版社	陈果
天才在左 疯子在右（新版）	北京联合出版	高铭
蔡康永的情商课：为你自己活一次	湖南文艺出版社	蔡康永
半小时漫画中国史（全新修订版）	凤凰文艺出版社	二混子
人类简史：从动物到上帝（新版）	中信出版集团	尤瓦尔·赫拉利
半小时漫画中国史（3）	海南出版社	陈磊

资料来源：开卷信息，中信建投证券研究发展部

我们对6-7月当当网的“经济”类、“管理”类图书畅销榜前50名中，中信出版的相关图书上榜情况进行统计。2019年6月和7月当当网榜单可以看到，中信出版的图书几乎占据经济、管理类榜单TOP50的三分之一，经管类图书整体表现优异。

图表11： 2019年6、7月当当网经济类、管理类畅销书 TOP50 中信出版相关作品

2019年6月		2019年6月		2019年7月		2019年7月	
经济类排名	书名	管理类排名	书名	经济类排名	书名	管理类排名	书名
1	薛兆丰经济学讲义	2	原则	1	《美国陷阱》	6	《可复制的领导力：樊登的9堂商业课》
3	思考，快与慢	6	可复制的领导力	2	《薛兆丰经济学讲义》	8	《原则》
4	反脆弱：从不确定性中受益	7	见识	3	《思考，快与慢》	17	《见识》
5	经济学通识（第二版）	14	态度	4	《反脆弱：从不确定性中受益》	19	《OKR工作法：谷歌、领英等公司的高绩效秘籍》
7	智能时代：大数据与智能革命重新定义未来	19	OKR工作法	12	《智能时代：大数据与智能革命重新定义未来》	21	《态度》
13	引爆点	20	黑天鹅：如何应对不可预知的未来	19	《引爆点》	28	《赋能：打造应对不确定性的敏捷团队》
14	习惯的力量：为什么我们会这样生活	21	我曾走在崩溃的边缘	21	《习惯的力量：为什么我们会这样生活，那样工作》	29	《以奋斗者为本：华为公司人力资源管理纲要》
17	小岛经济学：鱼、美元和经济的故事	30	债务危机	22	《小岛经济学：鱼、美元和经济的故事》	31	《变量：看见中国社会小趋势》
18	百岁人生：长寿时代的生活和工作	33	赋能：打造应对不确定性的敏捷团队	24	《百岁人生：长寿时代的生活和工作》	32	《从0到1：开启商业与未来的秘密》
23	规模：复杂世界的简单法则	34	以奋斗者为本：华为公司人力资源管理纲要	25	《逃不开的经济周期》	34	《我曾走在崩溃的边缘：俞敏洪亲自完整地讲述创业发展历程》
24	灰犀牛：如何应对大概率危机	35	从0到1：开启商业与未来的秘密	30	《伟大的博弈：华尔街金融帝国的崛起》	35	《黑天鹅：如何应对不可预知的未来》
25	非对称风险	38	变量：看见中国社会小趋势	33	《规模：复杂世界的简单法则》	41	《流量池》
33	怪诞行为学：可预测的非理性	42	流量池（luckin coffee 小蓝杯 CMO）	34	《灰犀牛：如何应对大概率危机》	50	《商业的本质》

请参阅最后一页的重要声明

营销

40	逃不开的经济周期（珍藏版）	35	《怪诞行为学：可预测的非理性》
44	区块链革命：比特币底层技术要如何改变货币、商业和世界	38	《21 世纪资本论》
		42	《魔鬼经济学》
		43	《货币战争 1-5》
		45	《非对称风险》
		48	《一课经济学：人人都能读懂的经济学》
		49	《助推：如何做出有关健康、财富与幸福的最佳决策》

资料来源：当当网，中信建投证券研究发展部

2.2 书店零售业务：亏损明显收窄

- 书店业务减亏明显：**上半年书店零售业务实现营收 2.13 亿元，同比增长 45.27%。我们判断书店业务的高增长，一方面是由于广州白云机场店（子公司中店信集，2018 年下半年设立）并表带来的。另一方面也与公司积极提升机场、写字楼书店的经营效率有关。根据半年报披露，公司机场店覆盖客流 3.5 亿人次，上半年店面客单量同比增长达到 31%。写字楼店通过推出服务商务人群的日常需求（涵盖图书零售、咖啡、文化创意等）、打通线上和线下内容等特色经营模式，坪效和客单量均有较大提升。上半年整体书店业务归母净利润同比减亏 628 万元（公司书店业务主要由子公司中信书店和中店信集构成，前者公司拥有 100% 股权中店信集公司拥有 53% 股权）。
- 中店信集减亏明显：**根据公司半年报披露，中店信集归属于少数股东的损益为-876.7 万元，少数股东持股比例为 47%，由此推算上半年中店信集共计亏损 1865.3 万元。中店信集公司于 2018 年 3 月设立，2018 年年中，中店信集旗下的白云机场店正式开业。2018 年 6-12 月的 7 个月期间，中店信集共计亏损 4028 万元。2019 年上半年中店信集的亏损明显收窄。**书店业务的明显减亏，说明了公司在线下书店经营中，以内容为触角，实现了出版社做书店的比较优势，同时也侧面印证了管理层优秀的管理能力及纠偏能力。**

图表12： 2018H1-2019H1 书店零售及其他文化增值业务情况（百万元）

	2016	2017	2018	2019H1
营业收入（百万元）	307.69	337.88	402.02	212.79
营业收入增速		9.81%	18.98%	45.27%
毛利率	38.44%	36.86%	36.56%	33.56%

资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

图表13： 2016-2019H1 书店零售情况（百万元）

子公司	主要业务范围	出资金额（万元）/持股比例	营业收入（百万元）				净利润（百万元）			
			2016	2017	2018	2019H1	2016	2017	2018	2019H1
中信书店	机场、写字楼、城市书店、网络书店运营，员工共计 727 人	16.00/100%	367.43	306.20	400.35		2.38	-20.95	-29.53	
中信信集	书店综合体运营	31.80/53%	-	-	12.60		-	-	-40.28	-18.65

资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

三、投资建议

我们看好公司的体制机制优势（结合国企政策优势与企业机制灵活度），认为公司在泛社科、少儿两大赛道不断发力，并将持续提升市占率，推动业绩增长。预计公司 19-20 年归母净利润分别为 2.56、3.10 亿元，EPS 分别为 1.34、1.63 元，对应估值为 27.5x 和 22.7x，公司应享受龙头溢价，推荐买入。

风险提示：图书业务增长不达预期，书店业务亏损加大；新推出图书产品销量不及预期；图书市场持续价格战，挤压上游空间；移动互联网等其他娱乐形式对用户阅读时间的挤占。

分析师介绍

杨艾莉：中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859