

休闲服务

 旅游行业 19H1 中报总结
 ——重点关注免税&休闲度假景区板块

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

分析师：吴张爽

执业证书编号：S0740519070005

Email: wuzs@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	33
行业总市值(百万元)	337951
行业流通市值(百万元)	368387

相关报告
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	23.8	1.13	1.30	1.45	1.61	21	18	16	15	1.4	买入
首旅酒店	17.7	0.88	0.96	1.12	1.26	20	18	16	14	1.3	买入
宋城演艺	27.2	0.89	0.92	1.02	1.19	20	30	27	23	2.2	增持

备注：股价使用9月2日收盘价。

投资要点

- 行业收入增速明显下滑。**近三年行业收入增速分别为29.7%/27.5%/6.0%，归母净利润增速分别为33.8%/32.6%/22.2%。盈利能力提升，近三年行业毛利率分别为42.4%/43.3%/46.5%，净利率分别为8.8%/9.4%/10.9%。
- 扣除后净利润同增6%。**19H1行业净利率的提升主要来自非经常性因素，如宋城演艺旗下六间房的出表、国旅旗下国旅总社出表、锦江股份持有同程艺龙股权带来的公允价值变动损益等。若扣除非经常性因素的影响，行业扣非后净利润同增6%，增速明显下滑。
- 从细分板块的表现来看，免税板块收入增速最快，**三亚离岛、北京机场、香港机场、广州机场快速增长，日上上海（多并表2个月）并表，收入同增52.2%，归母净利润同增36.3%；休闲度假景区板块中宋城新项目逐步走入收获期，带动板块收入同增8.9%，归母净利润同增8.6%；酒店板块受经济下行影响，同店经营承压，结构优化令整体好于同店，收入同增1.3%，归母净利润同增14.0%（其中锦江股份公允价值变动损益影响较大）；自然景区板块，门票、索道等降价致收入增速放缓、利润下滑；旅行社及商旅服务板块，东南亚出境游仍未完全恢复，收入降速，归母净利润明显下滑；餐饮板块差异化较大，仅广州酒家业绩靓丽，板块收入同增2.6%，归母净利润大幅下滑。
- 投资建议：**19H1行业整体表现平淡，细分板块存在亮点。展望下半年，免税高景气依旧，高增长可期，持续关注市内免税店政策落地进展；以宋城演艺为代表的休闲度假景区板块盈利能力强，前期项目逐渐步入收获期，同时有望受益国家鼓励文旅消费政策；酒店板块加盟占比持续提升背景下周期性减弱、成长性增强，持续结构优化叠加18H1低基数效应有望带来19H2经营向好。建议重点关注免税、休闲度假景区板块，同时积极关注酒店、出境游等细分板块龙头基本面改善情况。个股关注免税、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店等。
- 风险提示：**自然灾害、重大疾病疫情、政治事件等突发事件影响；宏观经济增速持续下滑；旅游及消费数据不及预期；上市公司新项目建设、经营或不及预期。

内容目录

餐饮旅游行业综述	- 4 -
细分板块分析	- 5 -
免税： 机场&离岛免税高速增长	- 6 -
休闲度假景区： 稳定增长，盈利能力强	- 9 -
酒店： 同店经营承压，结构优化致整体优于同店	- 11 -
旅行社及商旅服务： 部分出境游目的地仍未恢复	- 13 -
自然景区： 降价致收入增速放缓、盈利能力下滑	- 14 -
餐饮： 个体差异明显	- 16 -
投资建议	- 16 -
风险提示	- 17 -

图表目录

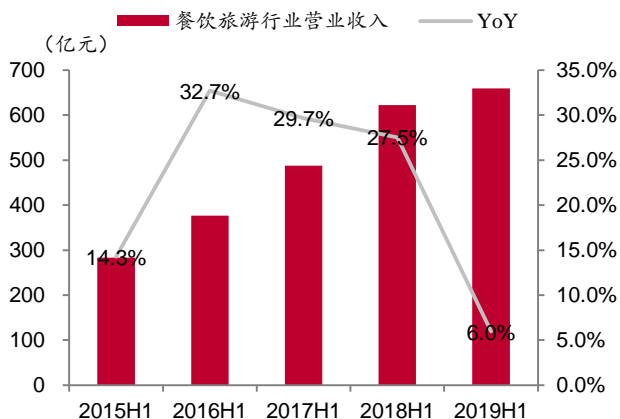
图表 1: 餐饮旅游行业收入及同比增速	- 4 -
图表 2: 餐饮旅游行业归母净利润及同比增速	- 4 -
图表 3: 餐饮旅游行业毛利率	- 4 -
图表 4: 餐饮旅游行业净利率	- 4 -
图表 5: 餐饮旅游板块个股按业务拆分	- 5 -
图表 6: 各细分板块收入增速	- 6 -
图表 7: 各细分板块归母净利润增速	- 6 -
图表 8: 免税板块收入及同比增速	- 7 -
图表 9: 免税板块归母净利润及同比增速	- 7 -
图表 10: 免税板块毛利率	- 7 -
图表 11: 免税板块净利率	- 7 -
图表 12: 三亚免税店收入及同比增速	- 8 -
图表 13: 三亚免税店归母净利润及净利率	- 8 -
图表 14: 日上上海营业收入	- 8 -
图表 15: 日上上海归母净利润及净利率	- 8 -
图表 16: 首都机场免税收入	- 9 -
图表 17: 日上中国净利润及净利率	- 9 -
图表 18: 休闲度假景区板块收入及同比增速	- 9 -
图表 19: 休闲度假景区板块归母净利润及同比增速	- 9 -
图表 20: 休闲度假景区板块毛利率	- 10 -
图表 21: 休闲度假景区板块净利率	- 10 -
图表 22: 宋城演艺旗下现场演艺收入及增速	- 10 -

图表 23: 乌镇收入、净利润、客流、客单价情况.....	- 11 -
图表 24: 古北水镇收入、净利润、客流、客单价情况.....	- 11 -
图表 25: 酒店板块收入及同比增速.....	- 12 -
图表 26: 酒店板块归母净利润及同比增速.....	- 12 -
图表 27: 酒店板块毛利率.....	- 12 -
图表 28: 酒店板块净利率.....	- 12 -
图表 30: 酒店板块龙头加盟酒店占比.....	- 13 -
图表 31: 酒店板块龙头中高端酒店占比.....	- 13 -
图表 32: 酒店板块龙头同店 RevPAR 增速.....	- 13 -
图表 33: 酒店板块龙头整体 RevPAR 增速.....	- 13 -
图表 34: 旅行社商旅服务板块收入及同比增速.....	- 14 -
图表 35: 旅行社商旅服务板块归母净利润及同比增速.....	- 14 -
图表 36: 旅行社及商旅服务板块毛利率.....	- 14 -
图表 37: 旅行社及商旅服务板块净利率.....	- 14 -
图表 38: 自然景区板块收入及同比增速.....	- 15 -
图表 39: 自然景区板块归母净利润及同比增速.....	- 15 -
图表 40: 自然景区板块毛利率.....	- 15 -
图表 41: 自然景区板块净利率.....	- 15 -
图表 42: 主要自然景区客流同比增速.....	- 15 -
图表 43: 主要自然景区客单价同比增速.....	- 15 -
图表 44: 餐饮板块收入及同比增速.....	- 16 -
图表 45: 餐饮板块归母净利润及同比增速.....	- 16 -
图表 46: 餐饮板块毛利率.....	- 16 -
图表 47: 餐饮板块净利率.....	- 16 -

餐饮旅游行业综述

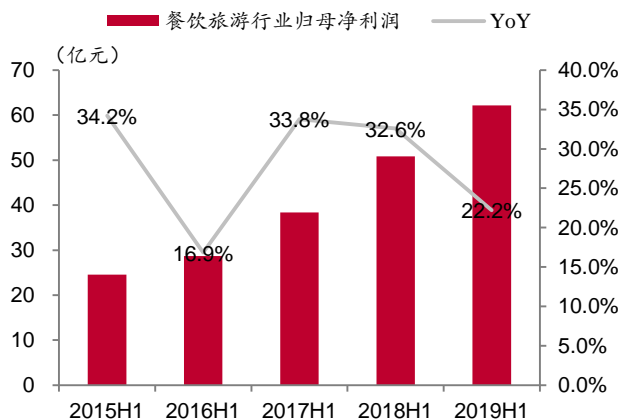
- 受景区门票调价、东南亚出境游尚未恢复及酒店需求疲软的影响，上市公司整体业绩增速明显放缓。行业 30 家上市公司中，18 家收入同比增长，12 家同比下滑；11 家归母净利润同比增长（其中 1 家扭亏），14 家同比减少，5 家持续亏损。
- 行业收入增速明显下滑。近三年行业收入增速分别为 29.7%/27.5%/6.0%，归母净利润增速分别为 33.8%/32.6%/22.2%。盈利能力提升，近三年行业毛利率分别为 42.4%/43.3%/46.5%，净利率分别为 8.8%/9.4%/10.9%。
- 扣除后净利润同增 6%。19H1 行业净利率的提升主要来自非经常性因素，如宋城演艺旗下六间房的出表、国旅旗下国旅总社出表、锦江股份持有同程艺龙股权带来的公允价值变动损益等。若扣除非经常性因素的影响，行业扣非后净利润同增 6%，增速明显下滑。

图表 1: 餐饮旅游行业收入及同比增速



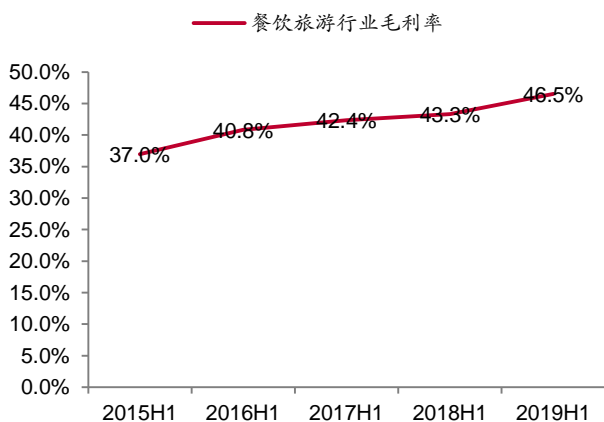
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2: 餐饮旅游行业归母净利润及同比增速



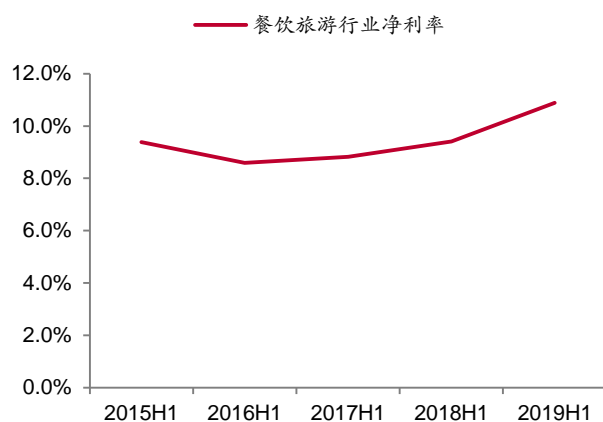
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 餐饮旅游行业毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4: 餐饮旅游行业净利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

细分板块分析

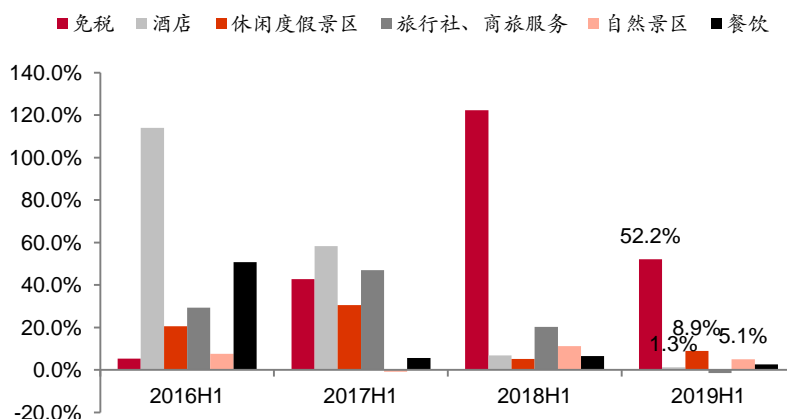
- 将 A 股餐饮旅游行业的 28 家上市公司（国旅联合较难分类，华天酒店持续亏损在板块中代表性较差，因此在细分板块分析中剔除）重分类为免税、休闲度假景区、自然景区、旅行社及商旅服务、酒店、餐饮 6 个细分板块。
- 从细分板块的表现来看，免税板块收入增速最快，三亚离岛、北京机场、香港机场、广州机场快速增长，日上上海（多并表 2 个月）并表，收入同增 52.2%，归母净利润同增 36.3%；休闲度假景区板块中宋城新项目逐步走入收获期，带动板块收入同增 8.9%，归母净利润同增 8.6%；酒店板块受经济下行影响，同店经营承压，结构优化令整体好于同店，收入同增 1.3%，归母净利润同增 14.0%（其中锦江股份公允价值变动损益影响较大）；自然景区板块，门票、索道等降价致收入增速放缓、利润下滑；旅行社及商旅服务板块，东南亚出境游仍未完全恢复，收入降速，归母净利润明显下滑；餐饮板块差异化较大，仅广州酒家业绩靓丽，板块收入同增 2.6%，归母净利润大幅下滑。

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	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

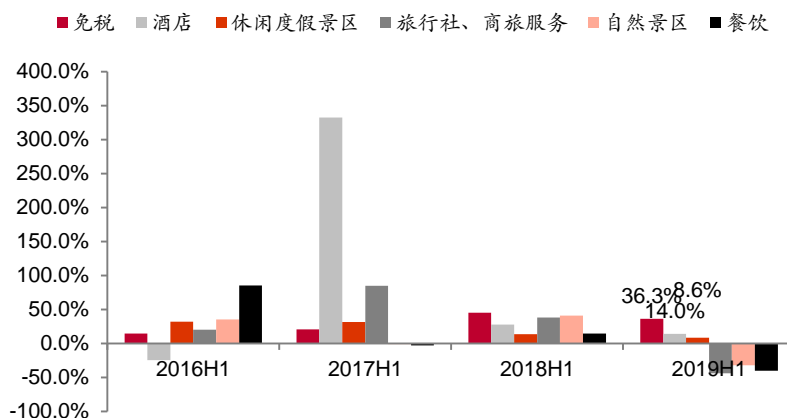
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6: 各细分板块收入增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

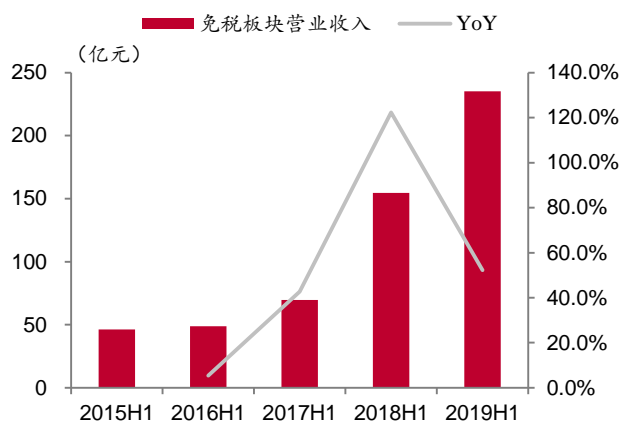
图表 7: 各细分板块归母净利润增速



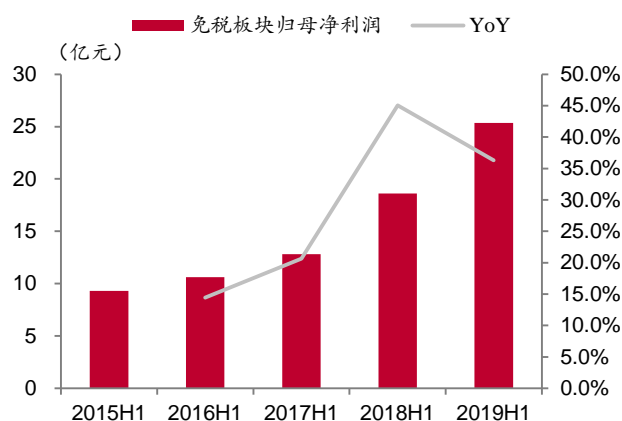
来源：公司公告，中泰证券研究所

免税：机场&离岛免税高速增长

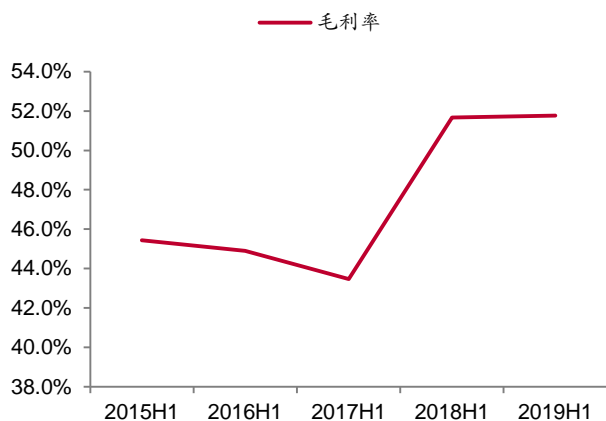
- 免税板块主要统计国旅旗下中免集团的商品销售业务，由于中免集团有税和免税难以拆分，且有税业务占比较小，因此选用中免集团来代表免税板块的业绩。三亚离岛、北京机场、香港机场、广州机场快速增长，日上上海多并表 2 个月，带动免税收入同增 52.5%；规模效应带来采购议价能力逐步提升与人民币贬值共同作用下，毛利率同增 0.1pct 至 51.8%；净利率下滑 1.2pct 主要是机场租赁费增加所致。

图表 8: 免税板块收入及同比增速


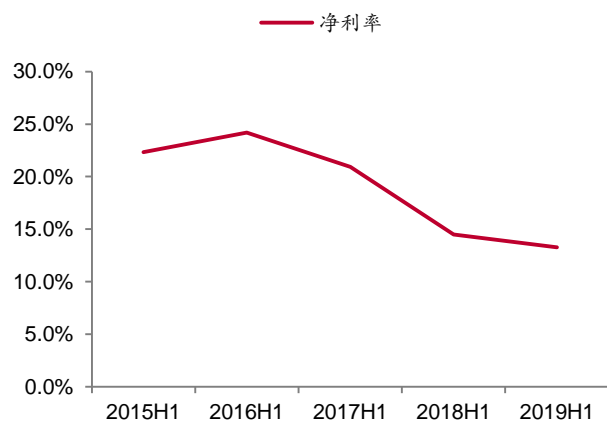
来源：公司公告，中泰证券研究所

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

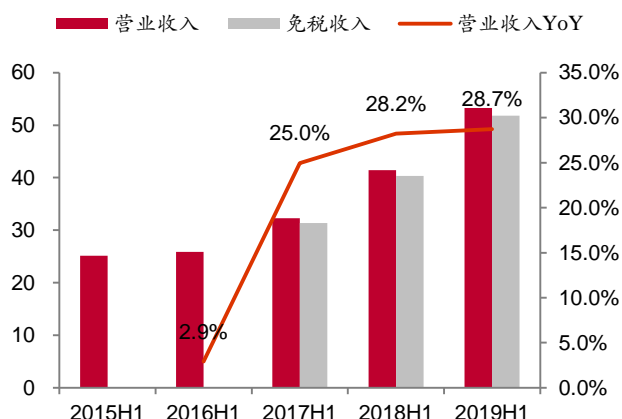
图表 10: 免税板块毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

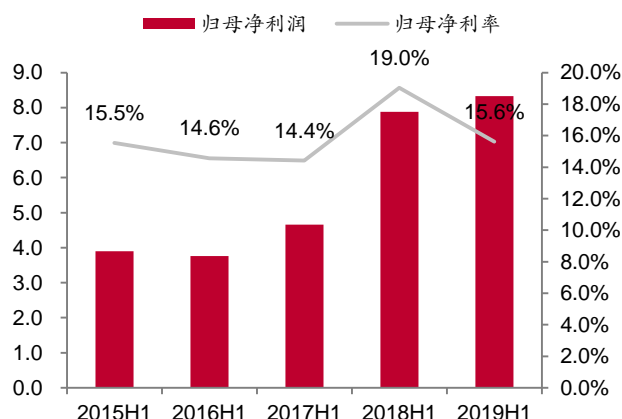
图表 11: 免税板块净利率


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 19H1 收入 53.3 亿元、同增 28.7%，其中免税收入 51.8 亿元、同增 28.5%，归母净利润 8.3 亿元、同增 5.6%。购物人次同增约 23%，客单价小幅提升。

图表 12: 三亚免税店收入及同比增速


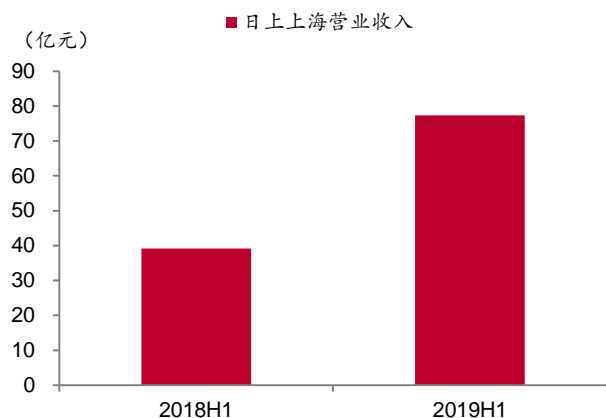
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 三亚免税店归母净利润及净利率


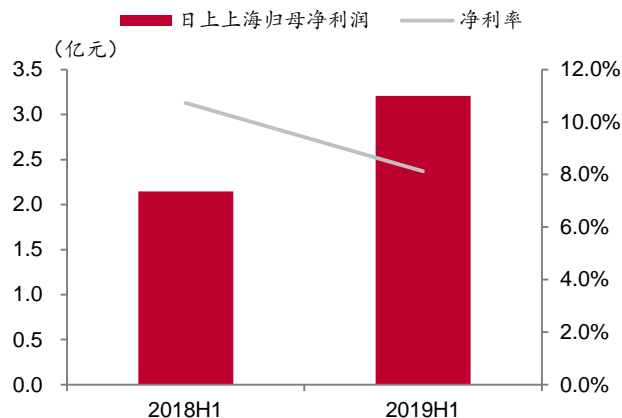
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ (2) 机场免税

- 19H1 日上上海 (上海机场免税店) 收入 77.3 亿元、同增 97.3%，实现归母净利润 3.2 亿元，净利率同减 2.6pct 至 8.1%，使用新扣点率进一步降低净利率。首都机场免税收入 43.7 亿元，同增 9.9%，其中日上中国收入 37.7 亿元 (2018 年 1 月 1 日~2 月 10 日运营 T2 和 T3，2 月 11 日起仅运营 T3)、中免收入 6.0 亿元 (2018 年 2 月 11 日开始运营 T2)，日上中国净利率同增 1.7pct 至 5%。

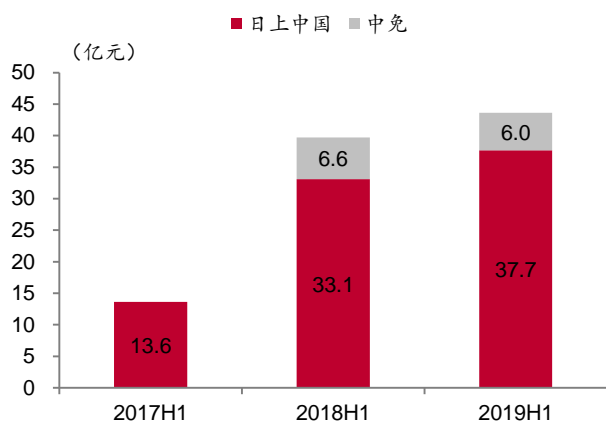
图表 14: 日上上海营业收入


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 日上上海归母净利润及净利率


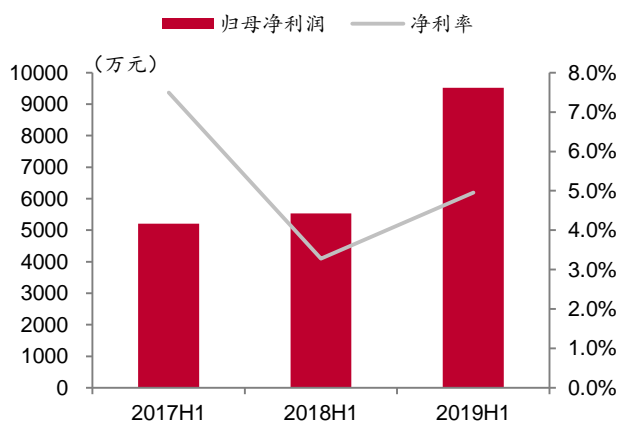
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 16: 首都机场免税收入



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 17: 日上中国净利润及净利率

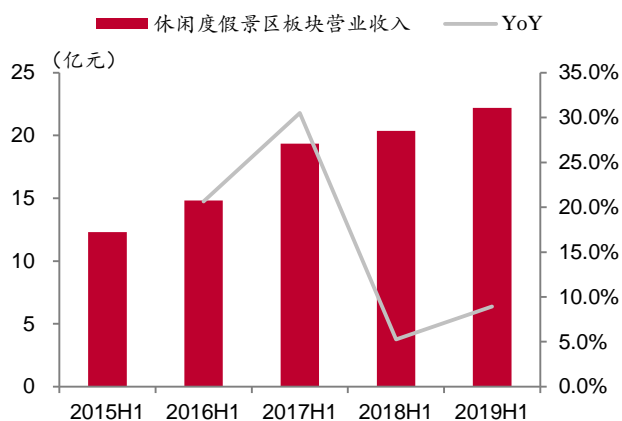


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

休闲度假景区: 稳定增长, 盈利能力强

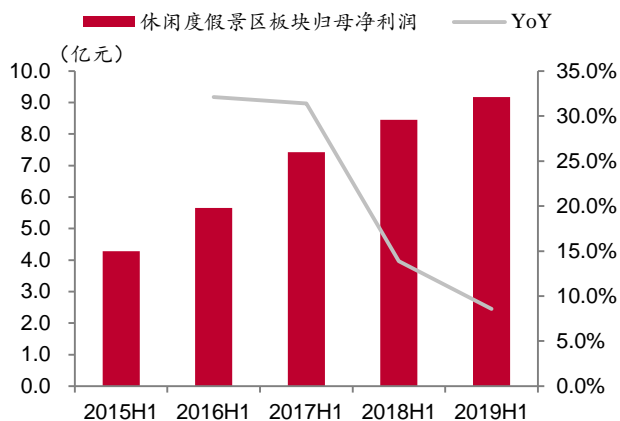
- 休闲度假景区板块主要统计宋城演艺的现场演艺、中青旅旗下乌镇景区、大连圣亚旗下海洋公园以及天目湖。18H1 开始收入增速放缓, 收入增速从两位数百分比降至个位数百分比, 归母净利润增速从 30%+ 降至 15% 以下。盈利能力维持较高水平, 19H1 毛利率 75.5% (-0.1pct), 净利率 50.0% (+0.6pct)。

图表 18: 休闲度假景区板块收入及同比增速



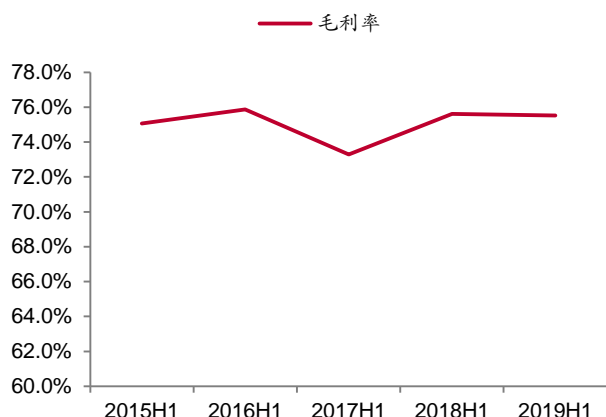
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 19: 休闲度假景区板块归母净利润及同比增速



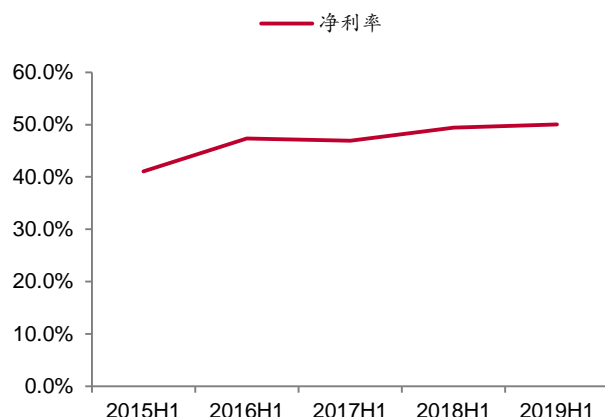
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 20: 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 21: 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

- 杭州大本营经营稳健, 收入同增 4%, 毛利率有所下滑; 三亚受海南整体旅游市场及海昌不夜城开业影响, 收入略有下滑; 丽江旅游市场回暖明显, 收入同增 31%; 桂林项目去年 7 月末开业, 开业一周年累计演出约 1000 场, 接待游客近 360 万人次, 收入 0.75 亿元; 张家界项目已于 6 月底顺利开业, 口碑良好, 单日演出场次最多达 6 场, 有望实现开业当年盈利。

图表 22: 宋城演艺旗下现场演艺收入及增速

(单位, 亿元)	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
杭州	2.13	2.61	3.20	3.84	3.99
YoY		22.9%	22.4%	20.0%	4.1%
三亚	1.43	1.70	1.88	2.34	2.33
YoY		18.6%	10.9%	24.3%	-0.3%
丽江	0.72	0.96	0.98	1.11	1.45
YoY		31.9%	1.9%	13.4%	31.0%
九寨	0.31	0.44	0.49	/	/
YoY		42.5%	10.9%		
桂林	/	/	/	/	0.75

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ (2) 中青旅

- 乌镇客流微降、客单价微增。19H1 乌镇客流 446 万人次、同减 0.8%, 在 18 年 9 月 20 日起东栅与联票降价 10 元的背景下客单价依然小幅增长 3.4%。客流微降、客单价微增带动收入同增 2.6%至 8.55 亿元。

图表 23: 乌镇收入、净利润、客流、客单价情况

	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
营业收入 (亿元)	5.39	7.04	7.84	8.33	8.55
YoY		30.6%	11.4%	6.3%	2.6%
净利润 (亿元)	2.15	3.81	4.61	4.72	4.72
净利率	40.0%	54.1%	58.8%	56.6%	55.2%
客流 (万人次)	387	478	513	450	446
YoY		23.4%	7.3%	-12.3%	-0.8%
客单价 (元)	139	147	153	185	192
YoY		5.8%	3.8%	21.2%	3.4%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **古北水镇客流下滑, 客单价微增。**19H1 古北水镇客流 101 万人次、同减 8.8%, 在 18 年 10 月降价 10 元的背景下客单价微增 0.8% 至 417 元。在客流下滑、客单价微增的共同作用下, 收入同减 8% 至 4.20 亿元。

图表 24: 古北水镇收入、净利润、客流、客单价情况

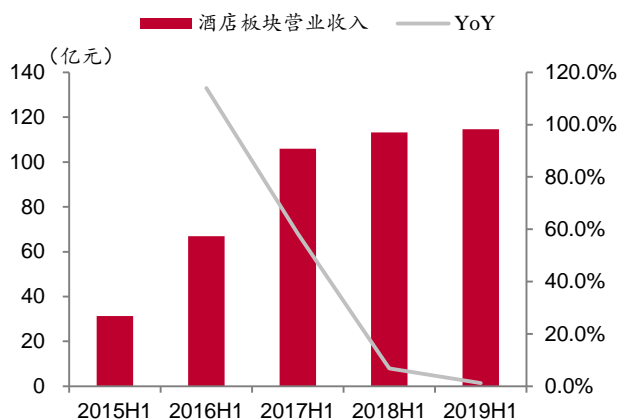
	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
营业收入 (亿元)	1.57	3.04	4.34	4.57	4.20
YoY		93.6%	42.6%	5.3%	-8.0%
净利润 (亿元)	(0.05)	1.44	0.48	1.24	0.65
客流 (万人次)	50	94	120	110	101
YoY		87.0%	28.0%	-7.8%	-8.8%
客单价	314	325	362	414	417
YoY		3.5%	11.4%	14.2%	0.8%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

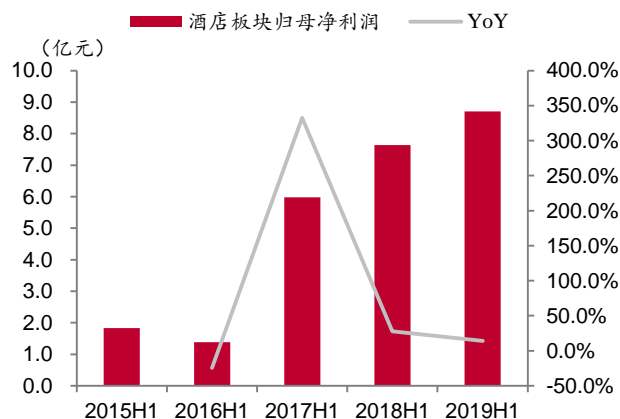
注: 古北水镇净利润受到参股房地产公司投资收益的影响。

酒店: 同店经营承压, 结构优化致整体优于同店

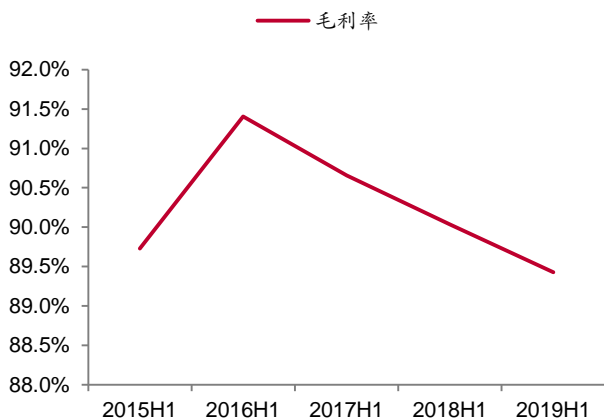
- 酒店板块 19H1 在宏观经济影响下同店出租率下滑明显, 平均房价变动不大, 造成同店 RevPAR 承压; 整体 RevPAR 在结构优化的带动下, 好于同店 2~3%。在 RevPAR 承压及加盟店快速扩张的共同作用下, 直营收入略降, 加盟收入增长(而占比较低), 19H1 酒店板块收入同增 1.3%。归母净利润同增 14%, 主要是同程艺龙公允价值变动损益计入铂涛利润所致。

图表 25: 酒店板块收入及同比增速


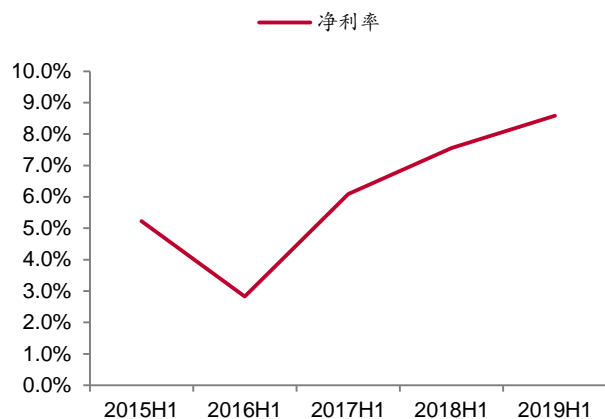
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 26: 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 27: 酒店板块毛利率


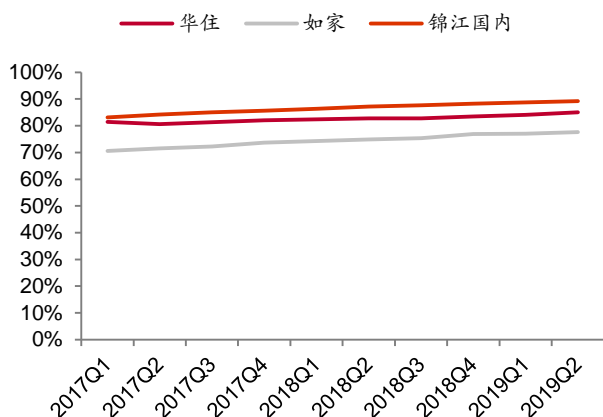
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 28: 酒店板块净利率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

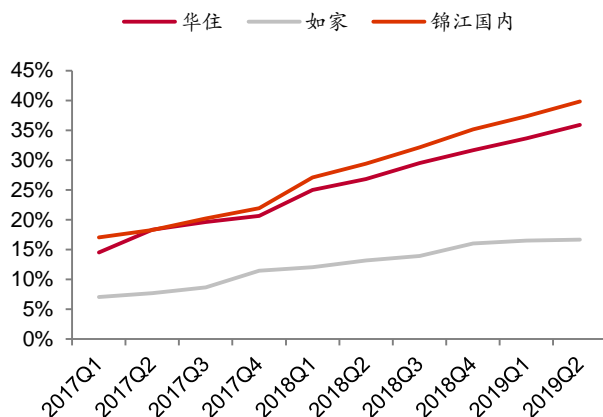
- 加速扩张, 中端和加盟占比进一步提升。**酒店板块龙头均处于加速扩张、跑马圈地的阶段, 19H1 净增的酒店数量锦江国内>华住>如家。轻资产扩张及布局中高端仍是目前的主旋律, 从加盟占比看, 锦江和华住超过 85%, 首旅近 80%; 从中高端占比来看, 锦江和华住超过 30%, 如家近 20%。

图表 29: 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

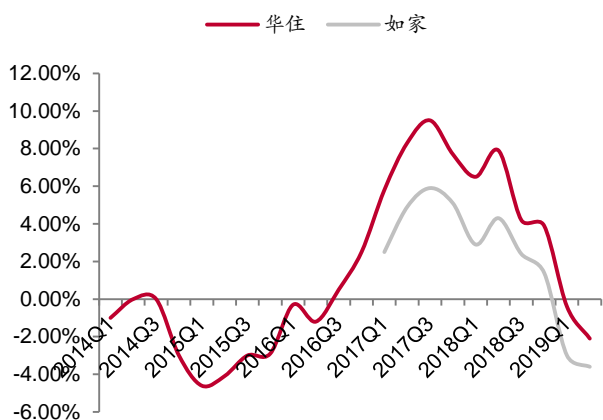
图表 30: 酒店板块龙头中高端酒店占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

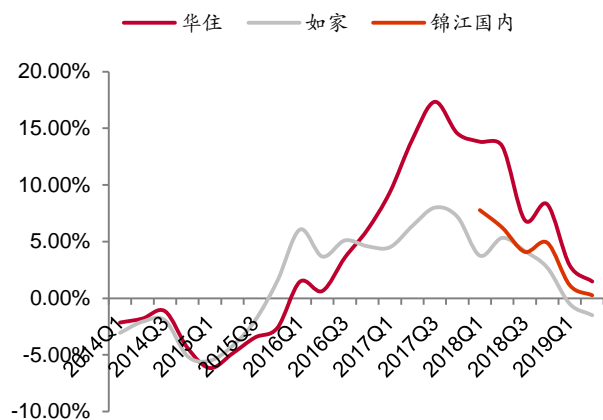
- 同店经营数据来看, 19H1 华住、锦江国内、如家 RevPAR 均下滑, 下滑幅度在低个位数百分比。从整体经营数据来看, 华住和锦江由于结构优化进程更快, RevPAR 同比略有增长; 如家整体略好于同店 2~2.5%, 但由于结构优化效应弱于华住和锦江, RevPAR 小幅下滑。

图表 31: 酒店板块龙头同店 RevPAR 增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

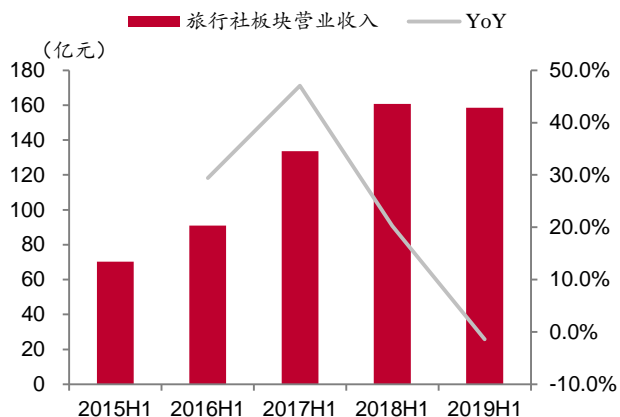
图表 32: 酒店板块龙头整体 RevPAR 增速



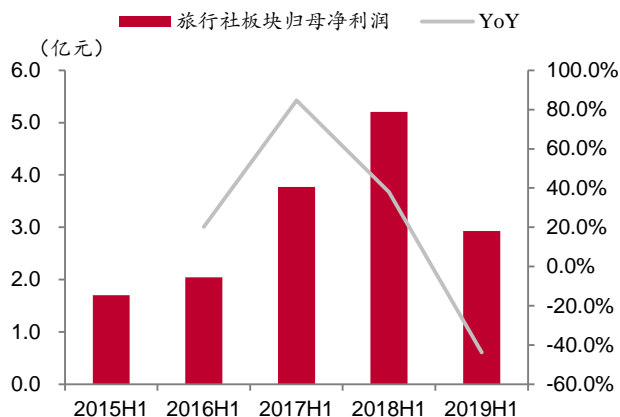
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

旅行社及商旅服务: 部分出境旅游目的地仍未恢复

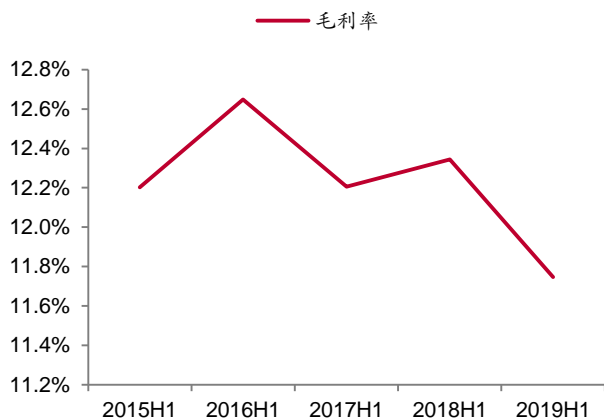
- 19H1 出境游东南亚市场尚未完全恢复, 美澳市场受贸易冲突影响, 旅行社及商旅服务板块收入略有下滑, 归母净利润同减 43.7%。盈利能力下滑, 毛利率同减 0.6pct 至 111.7%, 净利率同减 1.6pct 至 2.2%。

图表 33: 旅行社商旅服务板块收入及同比增速


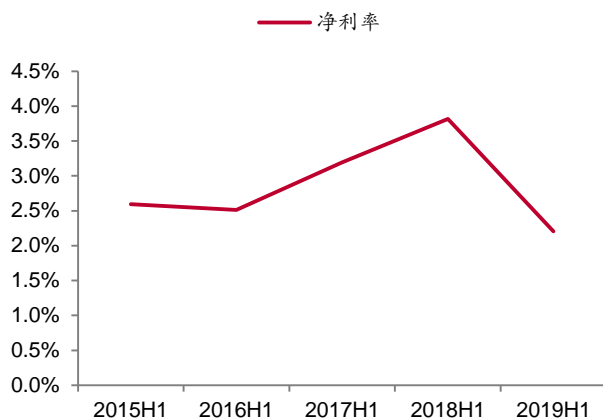
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 34: 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 35: 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

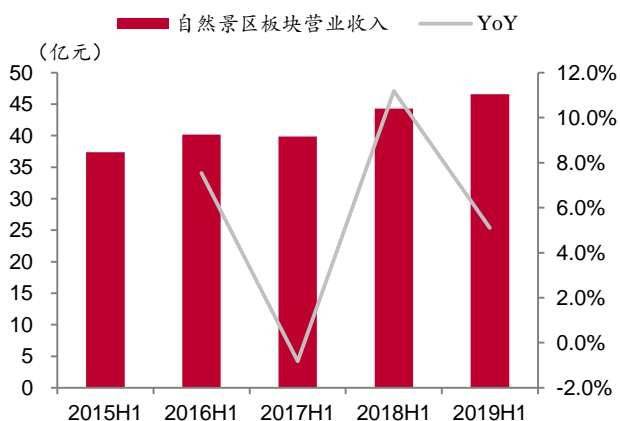
图表 36: 旅行社及商旅服务板块净利率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

自然景区: 降价致收入增速放缓、盈利能力下滑

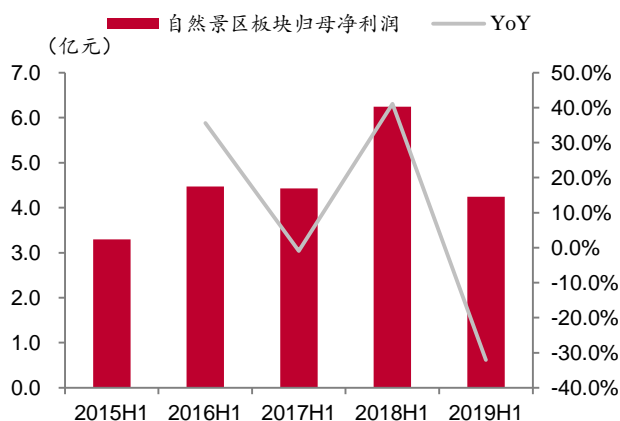
- 18年6月发改委发布《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》，大部分景区的门票、索道、客运从18年9~10月开始降价，进而影响19H1的客单价及收入同比增速。客流方面，大部分景区的客流保持低个位数百分比的增速。自然景区板块19H1收入放缓、同增5.1%，归母净利润同减32%。盈利能力下滑，毛利率同减2.5pct至35.6%，净利率同减5.4pct至9.4%。

图表 37: 自然景区板块收入及同比增速



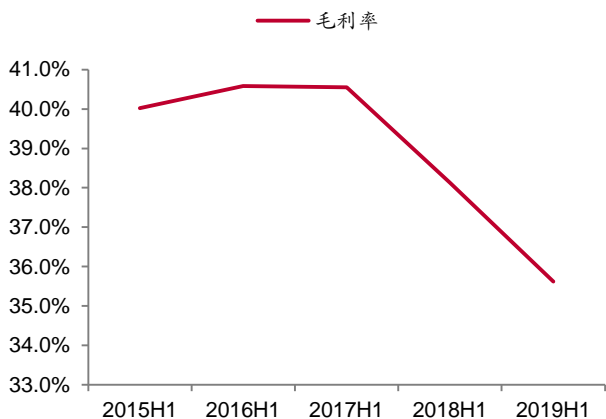
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 38: 自然景区板块归母净利润及同比增速



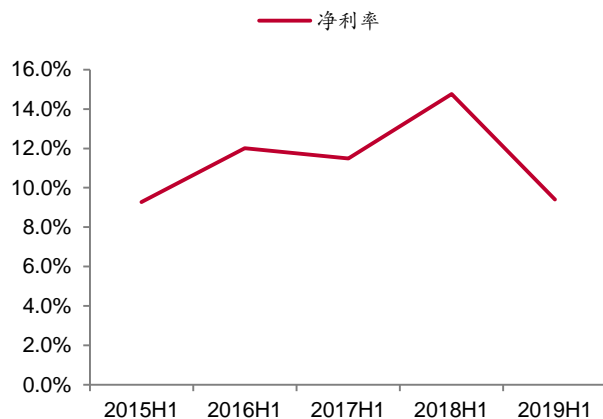
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 39: 自然景区板块毛利率



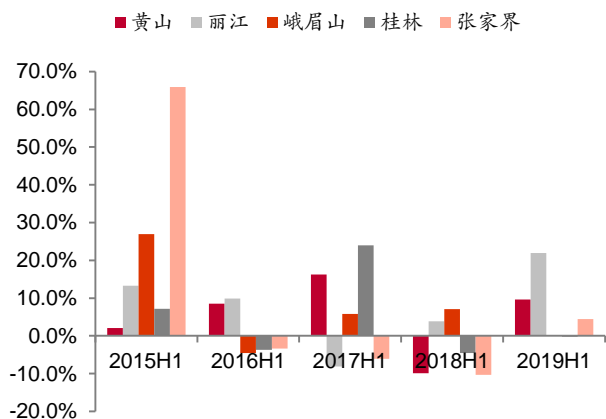
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 40: 自然景区板块净利率



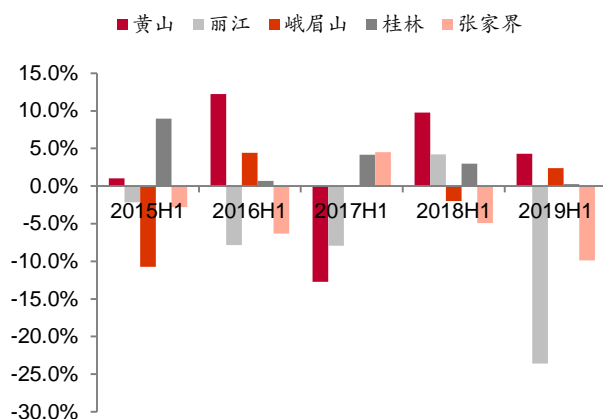
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 41: 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

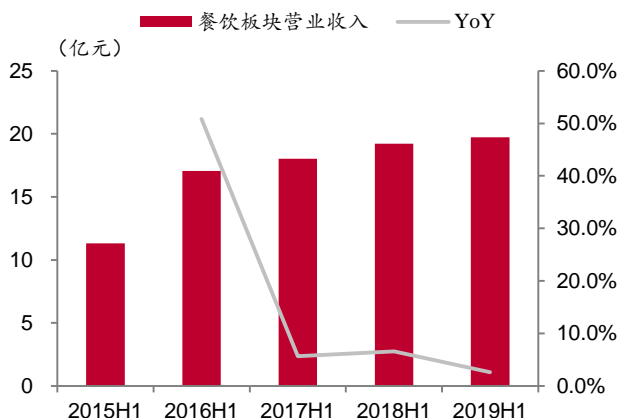
图表 42: 主要自然景区客单价同比增速



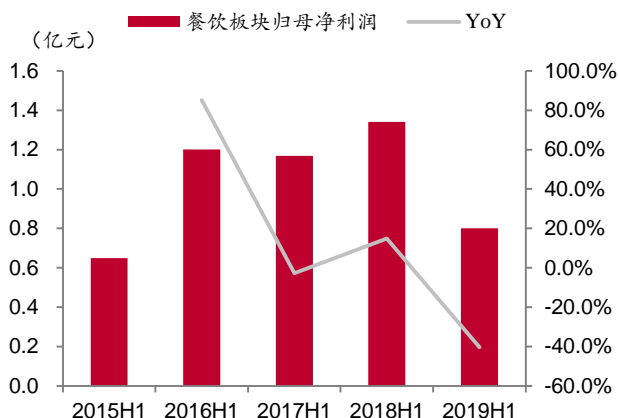
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

餐饮：个体差异明显

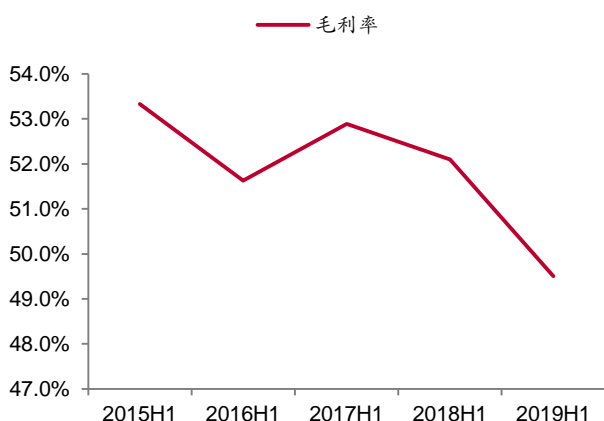
- 餐饮板块整体承压，板块的成长主要由广州酒家餐饮和食品业务带动，全聚德等业绩持续低迷。餐饮板块 19H1 收入同增 2.6%，归母净利润同减 40.3%，盈利能力下滑，毛利率同减 2.6pct，净利率同减 3.5pct。

图表 43：餐饮板块收入及同比增速


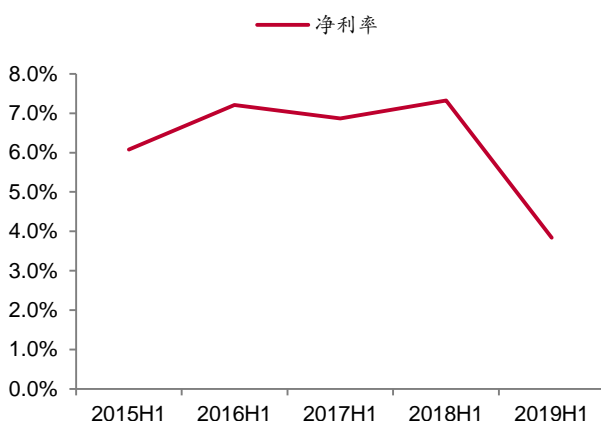
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 44：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 45：餐饮板块毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 46：餐饮板块净利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

投资建议

- 19H1 行业整体表现平淡，细分板块存在亮点。展望下半年，免税高景气依旧，高增长可期，持续关注市内免税店政策落地进展；以宋城演艺为代表的休闲度假景区板块盈利能力强，前期项目逐渐步入收获期，同时有望受益国家鼓励文旅消费政策；酒店板块加盟占比持续提升背景下周期性减弱、成长性增强，持续结构优化叠加 18H1 低基数效应有望带来 19H2 经营向好。建议重点关注免税、休闲度假景区板块，同时积极关注酒店、出境游等细分板块龙头基本面改善情况。个股关注免税、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店等。

风险提示

- 自然灾害、重大疾病疫情、政治事件等突发事件影响;
- 宏观经济增速持续下滑;
- 旅游及消费数据不及预期;
- 上市公司新项目建设、经营或不及预期。

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。