

# 免税板块仍然强势，未来看好业绩支撑龙头股

## ——休闲服务板块 2019 年中报综述

行业动态

### ◆整体略跑输大盘，免税板块牌照护城河享溢价

截至9月16日，休闲服务板块(+27.88%)略跑输沪深300(+31.46%)，在A股30个板块中排名中游。主要因景区和部分权重股承压，如锦江股份、首旅酒店涨幅都在20%以下。中国国旅涨幅最大，免税业务在宏观经济低迷之时业绩依然保持高增速、牌照护城河深获享溢价。

### ◆重点公司盈利略反弹，免税板块最突出

各大公司公布半年报，整体来看基本符合预期。申万休闲服务板块总体营业收入+6.89%，净利+24.94%，我们剔除B股公司，旅游业务占比较小以及St公司（国旅联合、St云网、国创高新、海航创新、海创B股、锦旅B股、锦江B股、黄山B股、大东海B），选取其中30家重点公司为样本进行统计，重点公司整体营收+6.76%，净利+21.23%，相比去年年报（营收+22.75%，净利+15.05%）营收增速有所下滑主要因权重股中国国旅、宋城演艺剥离自身业务影响。我们将重点公司依业务划分为免税、景区及其他、酒店、出境游以及人力五大子板块，其中收入与业绩端免税和人力板块保持高速增长，其他子板块受宏观经济及各行业因素影响增速有所下滑，毛利率方面免税板块因剥离旅行社业务毛利率大幅提升。

### ◆估值处于历史底部，配置价值显现

目前休闲服务板块19年估值为35倍，重点公司19年目前估值35倍，已明显低于历史均值（分别为47倍和43倍）。其中个别公司估值已处于历史估值低点附近。

### ◆投资观点

板块近期上涨，主要受益于以下几个原因：1) 超跌反弹；2) 权重白马股进一步获得确定性收益溢价；3) 整体风险偏好提升带动大盘上涨；4) 历来三季度旅游板块都有不错的绝对收益。

推荐标的：中国国旅、科锐国际、宋城演艺。虽目前龙头公司估值较高，但Q4估值切换，20年三大龙头各有期待：中国国旅市内店政策有望打开新天地，科锐国际灵活用工业务继续高增长、宋城演艺上海西安等关键项目落地，未来继续看好这些业绩有保障的龙头。

◆风险分析：1) 国企改革低于预期；2) 自然天气/经济/恐袭等不可控因素；3) 游客量低于预期。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
601888	中国国旅	92.75	1.59	2.36	2.62	38	40	36	增持
300144	宋城演艺	26.11	0.89	0.97	1.05	24	27	25	买入
300662	科锐国际	30.99	0.65	0.82	1.09	41	37	28	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年9月16日

## 增持（维持）

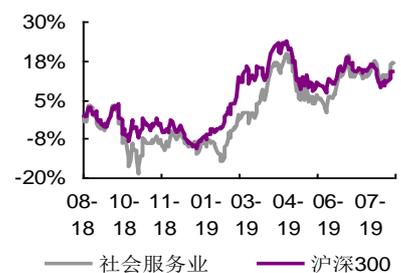
### 分析师

谢宁铃 (执业证书编号：S0930512060002)  
021-52523873  
[xienl@ebscn.com](mailto:xienl@ebscn.com)

### 联系人

李泽楠  
021-52523875  
[lizn@ebscn.com](mailto:lizn@ebscn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 目 录

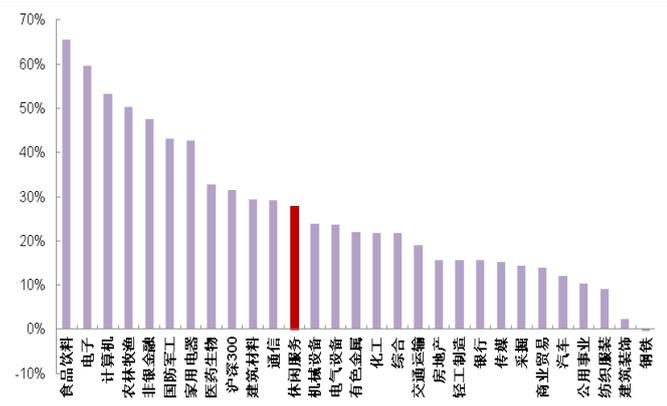
1、 行情回顾：整体略跑输大盘 .....	3
2、 重点公司盈利略反弹，免税板块最突出 .....	3
3、 行业估值处于底部，估值修复需等待 .....	9
4、 投资观点 .....	10
5、 风险提示 .....	10

## 1、行情回顾：整体略跑输大盘

截至9月16日，休闲服务板块(+27.88%)略跑输沪深300(+31.46%)，在A股30个板块中排名中游。主要因景区和部分权重股承压，如锦江股份、首旅酒店涨幅都在20%以下。

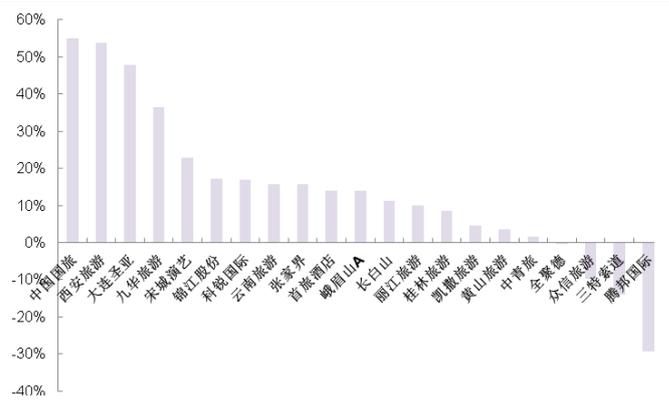
其中，板块中涨幅最大为中国国旅，年初至今上涨55.07%，因免税业务在宏观经济低迷之时业绩依然保持高增速、牌照护城河深厚获享溢价。

图1：截至9月16日各行业板块表现



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图2：截至9月16日休闲服务板块个股表现



资料来源：wind，光大证券研究所整理

## 2、重点公司盈利略反弹，免税板块最突出

各大公司公布半年报，基本符合预期。中万休闲服务板块总体营业收入+6.89%，净利+24.94%，我们剔除B股公司，旅游业务占比较小以及St公司（国旅联合、St云网、国创高新、海航创新、海创B股、锦旅B股、锦江B股、黄山B股、大东海B），选取其中30家重点公司为样本进行统计，重点公司整体营收+6.76%，净利+21.23%。相比去年年报（营收+22.75%，净利+15.05%），营收增速有所下滑，主要因权重股中国国旅、宋城演艺剥离自身业务影响，剔除后营收+17.17%；净利增速有所回暖。

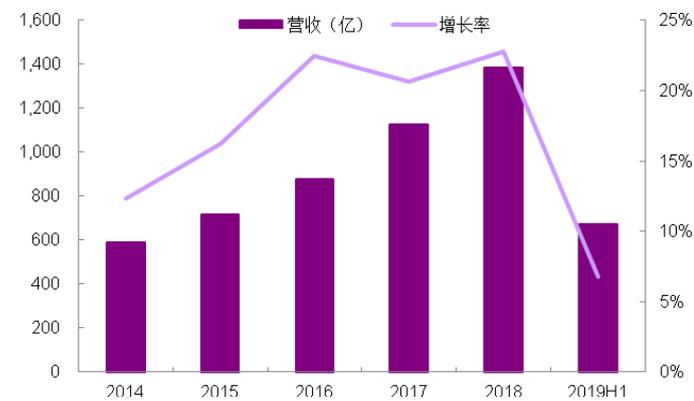
表1：半年报重点公司利润简表

证券简称	半年报 营收 (亿)	半年报 营收同 比 (%)	半年报 归母净 利 (亿)	半年报 归母净 利同比 (%)	半年报 扣非归 母净利 同比 (%)	半年报 销售毛 利率 (%)	半年报 销售毛 利率变 动 (百分 点)	Q2 营收 (亿元)	Q2 营收 同比 (%)	Q2 归母 净利 (亿)	Q2 归母 净利同 比 (%)	Q2 扣非 归母净 利同比 (%)	Q2 销售 毛利率 (%)	Q2 销售 毛利率 变动 (百 分点)
华天酒店	4.34	-9.29	-1.36	4.74	5.65	55.11	2.07	2.09	-7.49	-0.60	12.76	8.81	56.69	2.23
张家界	1.70	-10.76	0.08	-59.01	-75.51	29.67	-3.84	1.16	-13.58	0.17	-52.75	-47.10	38.85	-5.26
岭南控股	36.74	17.10	1.80	80.05	23.92	13.94	-1.90	18.56	20.62	0.69	10.80	34.26	13.87	-1.85
西安旅游	3.60	7.32	-0.06	15.59	28.99	6.01	-0.52	2.51	10.56	-0.02	-31.15	-10.06	5.38	-0.56
大东海A	0.14	-11.95	0.01	-41.04	-53.53	61.28	-1.62	0.05	-21.26	-0.01	-18.05	-41.15	49.48	-3.98
凯撒旅游	34.49	-8.46	0.62	-18.54	-76.74	16.32	-1.96	16.43	-16.55	0.32	-33.95	-41.53	17.93	-0.63
峨眉山A	5.29	0.82	0.77	10.10	5.49	40.29	0.39	2.74	5.09	0.58	11.77	7.86	48.20	2.40
桂林旅游	3.00	16.83	0.10	-66.16	-65.65	44.42	-2.33	1.84	27.24	0.12	-62.36	-60.59	48.83	-3.17
丽江旅游	3.18	-7.07	0.98	-17.53	-16.98	68.65	-3.44	1.90	-8.06	0.63	-13.80	-12.61	69.84	-3.20

云南旅游	9.93	-15.47	0.35	-27.62	-6,027.1	17.81	-7.72	6.66	-25.20	0.56	-19.25	-136.71	22.12	-3.33
三特索道	2.83	6.11	-0.37	-138.54	-55.17	53.22	3.88	1.75	11.11	0.02	-98.56	-125.91	58.93	6.16
全聚德	7.58	-13.43	0.32	-58.51	-69.55	58.04	-3.06	3.57	-17.39	0.22	-46.72	-58.54	59.84	-2.79
众信旅游	57.19	-1.09	1.10	-20.37	-6.07	10.90	0.27	32.75	-1.30	0.45	-37.60	-20.02	9.14	-0.63
宋城演艺	14.17	-6.21	7.85	18.03	-2.85	69.71	1.80	5.93	-25.85	4.15	20.96	-24.61	69.62	1.78
腾邦国际	20.16	-21.04	-0.34	-114.95	-126.11	18.45	-0.94	8.97	-35.48	-0.55	-132.77	-162.41	18.16	-1.48
科锐国际	16.75	130.82	0.64	34.42	23.88	13.73	-7.86	8.71	112.10	0.39	19.01	1.05	14.73	-9.70
黄山旅游	7.28	6.77	1.68	-23.19	1.60	54.09	0.59	4.64	6.19	1.45	2.58	8.67	60.35	1.02
中青旅	58.53	5.13	3.82	-5.61	-15.67	24.96	0.51	33.10	8.18	3.18	3.92	-4.45	25.73	0.45
首旅酒店	39.90	-0.30	3.68	8.14	6.22	94.14	-0.72	20.47	-1.50	2.94	11.00	8.31	94.35	-0.82
大连圣亚	1.31	-6.74	0.08	-8.09	50.77	53.45	2.29	0.86	-12.12	0.16	-6.01	7.47	60.67	1.71
曲江文旅	6.50	3.63	0.65	-8.91	-15.39	31.04	0.30	3.33	-3.06	0.34	-17.00	-19.94	32.77	1.88
锦江股份	71.43	2.93	5.68	12.78	13.48	89.55	-0.35	38.06	3.18	2.72	-0.23	16.58	90.60	0.49
金陵饭店	5.60	12.90	0.36	-23.21	-17.10	55.64	-8.81	2.60	13.60	0.23	-26.47	-18.64	61.14	-8.12
中国国旅	243.44	15.46	32.79	70.87	30.86	51.05	9.83	106.53	-12.94	9.73	28.21	20.85	53.11	10.62
长白山	1.29	17.91	-0.23	43.90	44.21	4.58	14.77	0.80	20.07	0.02	116.39	115.81	22.29	13.47
天目湖	2.20	0.27	0.54	9.56	14.80	65.66	1.59	1.31	1.42	0.39	23.31	17.31	70.76	1.24
九华旅游	2.90	17.74	0.81	33.77	29.71	54.08	2.48	1.56	17.56	0.42	40.02	34.44	53.29	1.26
广州酒家	9.51	20.22	0.64	10.19	-4.98	47.78	0.05	4.19	20.77	0.19	-4.92	-41.75	48.60	0.79
西安饮食	2.62	3.05	-0.17	-705.85	-1,181.0	31.08	-3.60	1.27	-5.13	-0.06	-196.26	-187.05	33.89	-4.04
西藏旅游	0.80	6.47	0.07	146.75	111.67	51.21	18.83	0.65	-0.93	0.15	109.36	70.53	55.31	6.74

资料来源: wind, 光大证券研究所整理

图 3: 重点公司历年营收情况



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

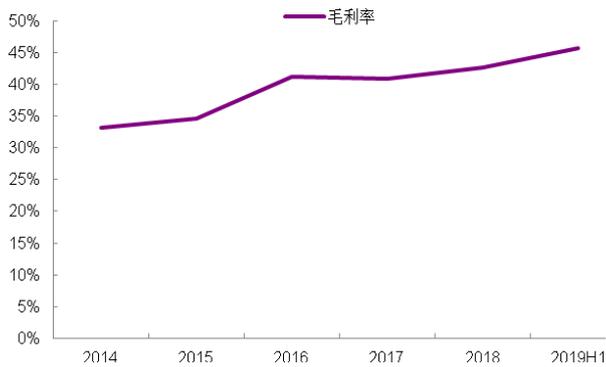
图 4: 重点公司历年净利情况



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

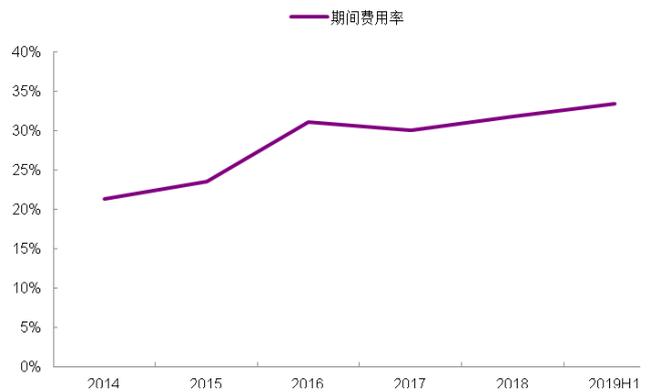
上半年毛利率整体处于稳中有升状态,重点公司整体毛利率为 45.73%,较去年底提升 2.63pct。费用率相比去年底略有增长,为 33.37%。

图 5：重点公司历年毛利率情况



资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 6：重点公司历年费用率情况



资料来源：wind,光大证券研究所整理

我们将重点公司分为 5 大板块：免税、酒店、出境游、人力、景区及其他。细分来看：

➤ **免税板块：**

中国国旅上半年营收 243.44 亿元/+15.46%，归母净利 32.79 亿/+70.87%，扣非归母净利 25 亿元/+30.86%，其中，Q2 营收 106.53 亿/-12.94%，归母净利 9.73 亿/+28.21%，扣非后归母净利 9.10 亿/+20.85%。营收增速下滑主要受剥离旅行社影响（1 月剥离）。其中，三亚、日上中国、日上上海、香港机场、广州机场营收增速分别为+28.72%、+25.54%、+92.41%（同比口径不一致）、+36.13%、+193.06%（T2 去年 5 月新开）。

图 7：免税板块历年营收情况



资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 8：免税板块历年净利情况

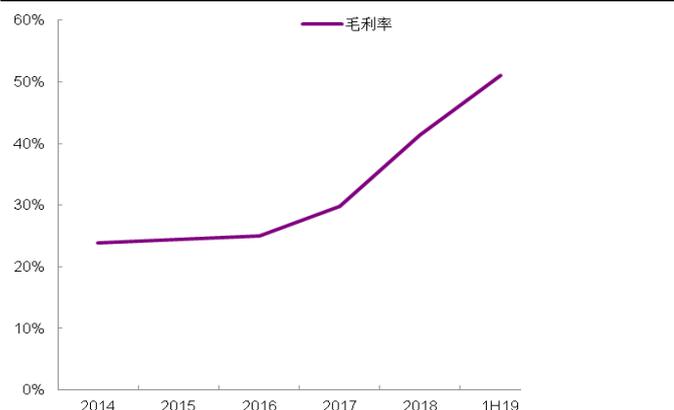


资料来源：wind,光大证券研究所整理

受剥离旅行社影响，毛利率（51.05%）有所提升，费用率因新增机场扣点导致整体费用率有所上升。

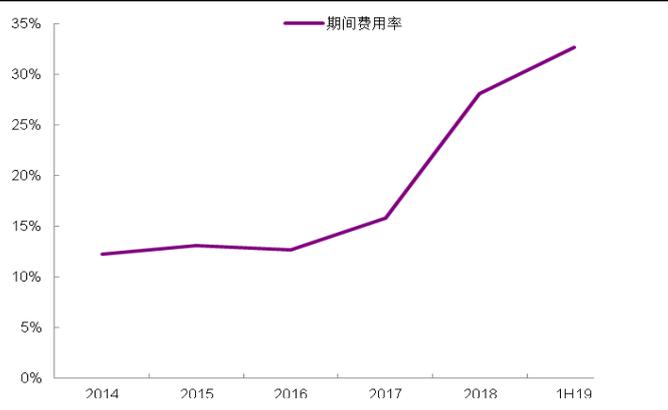
依托消费升级带动高端香化产品的需求提升，1-7 月进口化妆品金额增速维持 37%以上，预计未来香化消费高增长仍将带动以香化销售为主的免税行业保持较快的业绩增速，此外，目前内地 5 地市内店已开，国人政策放开是未来看点。

图 9：免税板块历年毛利率情况



资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 10：免税板块历年费用率情况



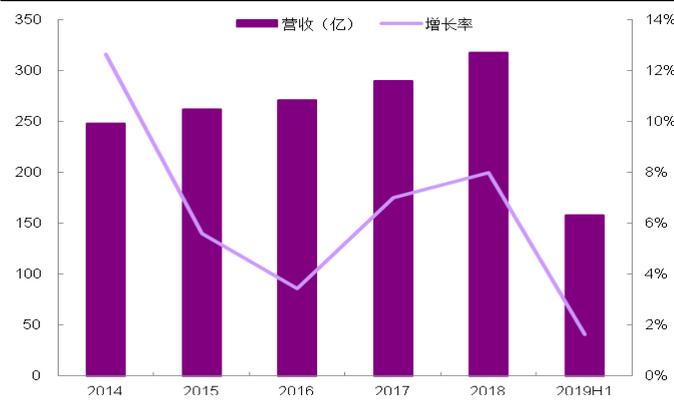
资料来源：wind,光大证券研究所整理

➤ 景区及其他板块：

传统自然景区承压，外延成长性弱，票价下调且客流增长乏力，大部分公司归母净利润为负增长。去年 10 月起景区正式降价，压制 EPS 和估值，未来只能期望交通改善和国企改革。

景区板块，主要受降价影响，毛利率较 2018 年整体下滑 1.1pct，费用率表现平稳，略下滑 0.4pct。

图 11：景区及其他板块历年营收



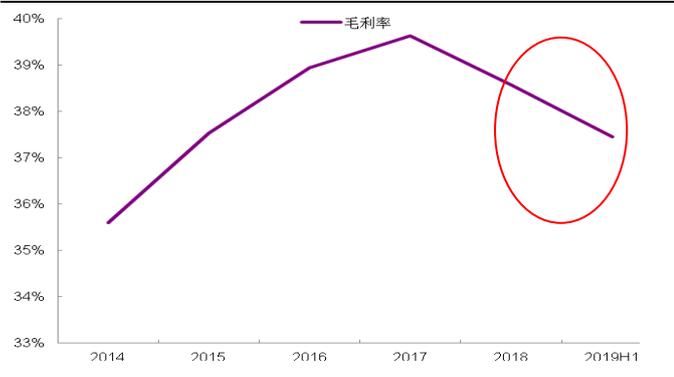
资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 12：景区及其他板块历年净利



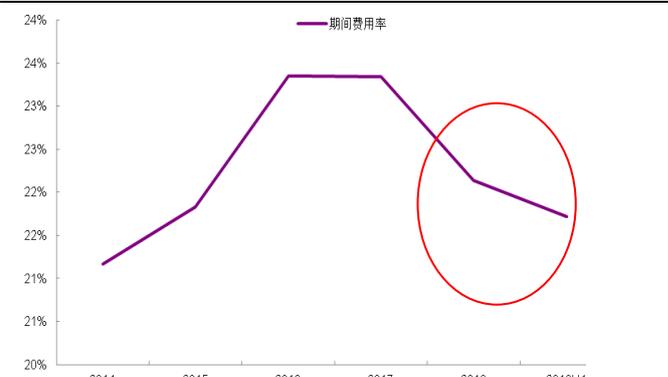
资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 13：景区及其他板块历年毛利率情况



资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 14：景区及其他板块历年费用率情况



资料来源：wind,光大证券研究所整理

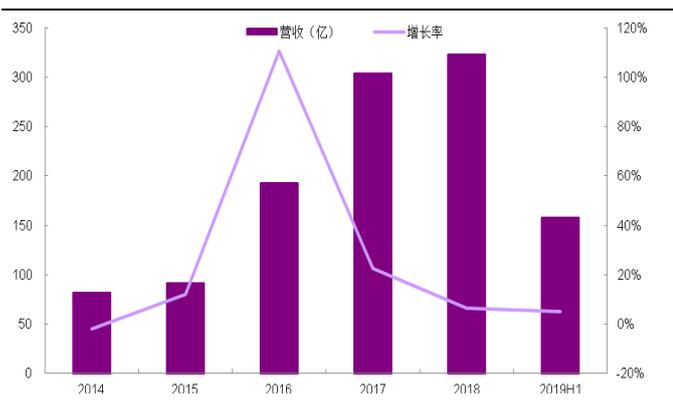
宋城原有业务稳健增长，二轮异地复制扩张开启，上半年扣非归母净利润+18%。若剔除六间房出表影响，收入同增 15.99%，归母净利润+13.28%，扣非净利润+16.44%。景区业绩在较高基数基础上保持较稳定增长，杭州本部营收 3.99 亿/+4.95%，毛利率下滑 5.4pct。三亚宋城受当地旅游整体大环境影响，营收 2.33 亿/-0.31%，实现净利 1.42 亿/-2.07%，丽江受益于当地旅游整治，在去年低基数的基础上营收 1.45 亿/+30.98%，实现净利 8850 万/+68%。桂林漓江千古情度过开业爬坡期，营收 0.75 亿，实现利润 1951 万（对比去年 8 月开业，下半年营收 0.43 亿，微亏 109 万）。

➤ 酒店板块：

受制于宏观经济低迷与新开店摊薄影响，酒店板块营收增速继续放缓（+5%），其中首旅酒店与锦江股份营收分别+0.9%/+2.93%。但受益于投资收益、公允价值变动、费用控制以及轻资产业务加盟扩张的快速发展，业绩均有稳定提升（首旅归母净利+8.14%，锦江归母净利+12.78%）。

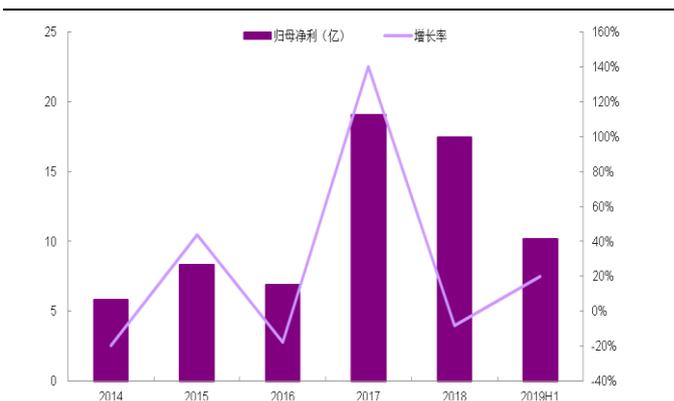
虽酒店经营数据相比去年同期有所放缓，但龙头扣非净利增速却略好于预期，未来行业结构升级+加盟扩张仍对业绩形成相对支撑。

图 15：酒店板块历年营收情况



资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 16：酒店板块历年净利情况



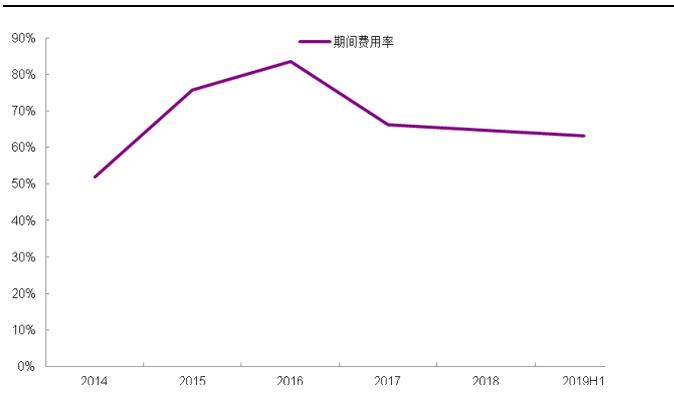
资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 17：酒店板块历年毛利率情况



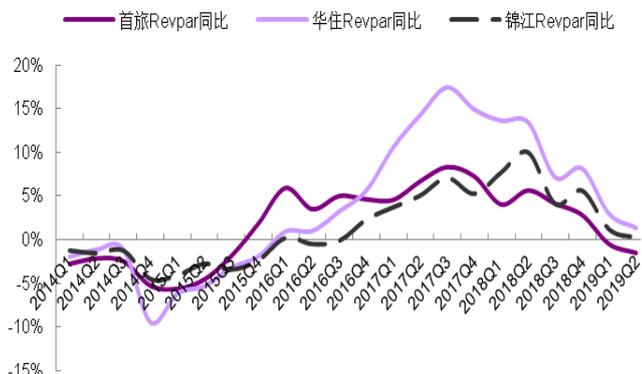
资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 18：酒店板块历年费用率情况



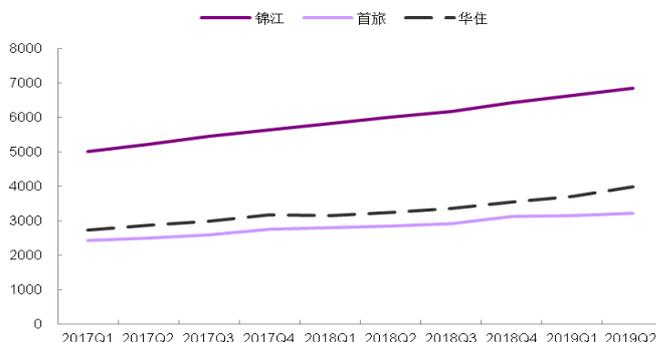
资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 19: 三大酒店集团 Revpar



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

图 20: 三大酒店集团加盟门店开店数量 (家)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

出境游板块:

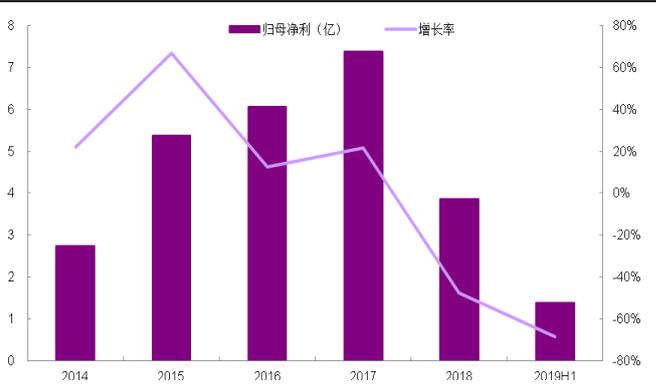
由于宏观经济增速下行与泰国沉船事件等目的地事件影响仍在持续, 行业短期增速为负, 众信旅游、凯撒旅游上半年营收-1.16%/-8.46%, 归母净利润-20.37%/-18.54%, 腾邦国际上半年主要受资金压力影响, 营收-21%, 归母净利润-115%。

图 21: 出境游板块历年营收



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

图 22: 出境游板块历年净利



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

出境游板块整体毛利率较低, 但众信零售业务规模扩大以及整合业务毛利率提升带动整体板块毛利率小幅提升。随着行业进入存量整合阶段, 预计未来行业内并购合作增多, 横向、纵向上下游打通后, 毛利率有提升空间。

图 23: 出境游板块历年毛利率情况



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

图 24: 出境游板块历年费用率情况



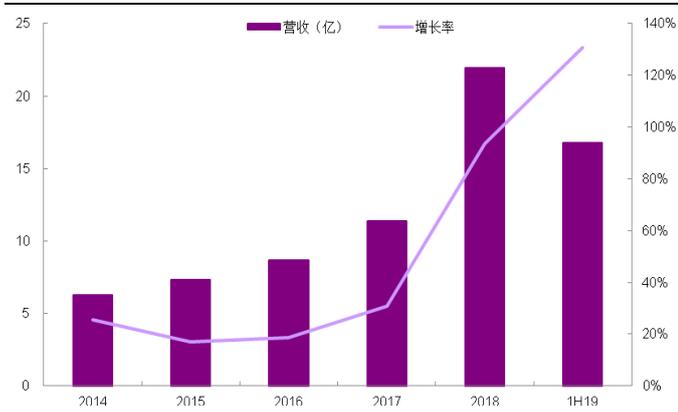
资料来源: wind, 光大证券研究所整理

➤ 人力资源板块：

科锐国际：灵活用工业务高速增长与 investigo 并表，使得上半年营收 16.75 亿/+130.82%，归母净利 6429 万/+34.42%，扣非归母净利 5409 万/+23.88%，扣除 investigo 并表影响，营收+40.6%，扣非归母净利 4397 万/+0.7%，业绩增速有所放缓。

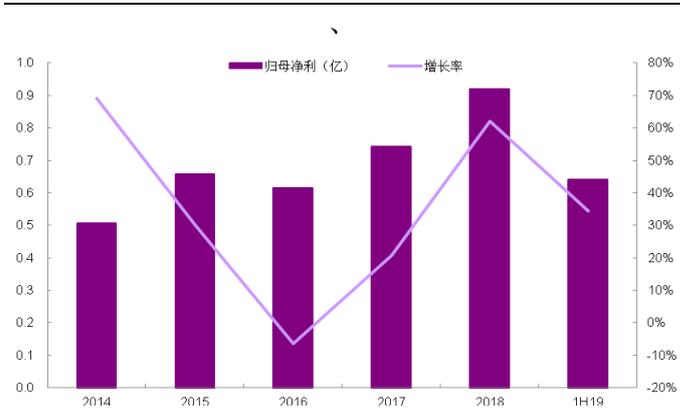
另，受业务结构与并表范围调整影响，毛利率和期间费用率呈下滑趋势。

图 25：人力资源板块历年营收情况



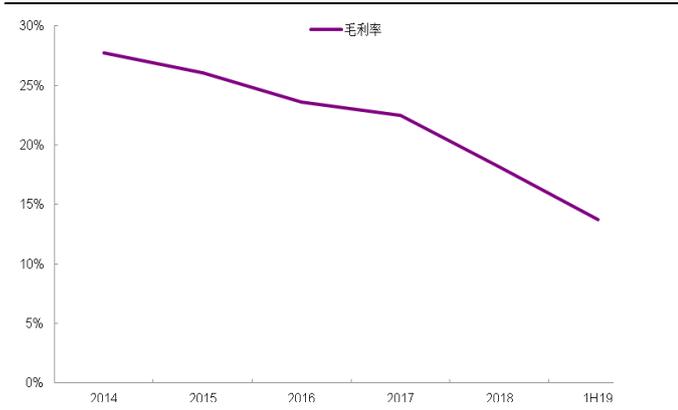
资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 26：人力资源板块历年净利情况



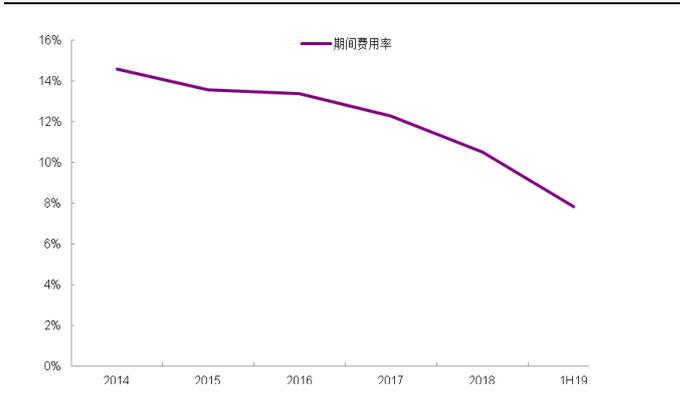
资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 27：人力资源板块历年毛利率情况



资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 28：人力资源板块历年费用率情况



资料来源：wind,光大证券研究所整理

### 3、行业估值处于底部，估值修复需等待

截至 9 月 16 日，目前休闲服务板块与重点公司目前估值约 35 倍，明显低于历史均值（分别为 47 倍和 43 倍）。

表 5：休闲服务板块与重点公司估值比较

市盈率 2015.1.5-2019. 9.16				相对市盈率 2015.1.5-2019. 9.16			
估值分类	均值	波动区间	2019.9.16	估值分类	均值	波动区间	2019.9.16
休闲服务	47.36	[20,105]	35.30	休闲服务	3.65	[1.60,6.41]	2.79
重点公司	43.17	[24,124]	34.88	重点公司	3.33	[1.17,5.63]	2.76

资料来源：Wind、光大证券研究所

其中，个别公司如众信旅游、首旅酒店、锦江股份、中青旅 2019 PE 已低于 20 倍，处于历史低点附近，虽估值修复目前仍需等待大的利好，但长期配置价值已凸显。

表 6：部分社服公司 2019 PE

证券代码	简称	PE (2019E)	EPS 摊薄 (2019E) -市场一致预期	证券代码	简称	PE (2019E) -市场一致预期	EPS 摊薄 (2019E) -市场一致预期
002159.SZ	三特索道	34	0.43	000888.SZ	峨眉山 A	15	0.42
002059.SZ	云南旅游	21	0.28	600754.SH	锦江股份	19	1.27
601007.SH	金陵饭店	-	-	600138.SH	中青旅	15	0.89
000978.SZ	桂林旅游	29	0.19	300144.SZ	宋城演艺	29	0.93
603199.SH	九华旅游	26	0.97	601888.SH	中国国旅	39	2.38
600593.SH	大连圣亚	79	0.50	002033.SZ	丽江旅游	22	0.27
000430.SZ	张家界	69	0.08	600706.SH	曲江文旅	-	-
603099.SH	长白山	32	0.30	000524.SZ	岭南控股	20	0.39
002186.SZ	全聚德	40	0.27	000863.SZ	天目湖	21	1.02
<b>002707.SZ</b>	<b>众信旅游</b>	<b>20</b>	<b>0.28</b>	603869.SH	科锐国际	35	0.85
600258.SH	首旅酒店	19	0.96	300178.SZ	腾邦国际	16	0.40
<b>000796.SZ</b>	<b>凯撒旅游</b>	<b>20</b>	<b>0.37</b>	600054.SH	黄山旅游	17	0.56

资料来源：Wind、光大证券研究所，数据日期为 2019 年 9 月 16 日

## 4、投资观点

板块近期上涨，主要受益于以下几个原因：1) 超跌反弹；2) 权重白马股进一步获得确定性收益溢价；3) 整体风险偏好提升带动大盘上涨；4) 历来三季度旅游板块都有不错的绝对收益。

未来：Q4 旅游板块进入行业淡季，短期来看基本面变化不大，预计景区可能二轮下调交通索道票价（发改委 4 月强调，各地价格主管部门要从减轻旅游者景区游览全程费用的角度出发，在降低门票价格同时，加强对群众反映强烈、垄断性较强的交通车、缆车、游船、停车等服务价格监管），但边际恐慌递减。未来若宏观政策放宽，将对市场情绪有所提振

推荐标的：中国国旅、科锐国际、宋城演艺。虽目前龙头公司估值较高，但 Q4 估值切换，20 年三大龙头各有期待，中国国旅市内店政策有望打开新天地，科锐国际灵活用工业业务继续高增长、宋城演艺上海西安等关键项目落地，未来继续看好这些业绩有保障的龙头。

## 5、风险提示

1) 国企改革进程低于预期。旅游板块国企占比近 70%，国企改革是促使企业内生发力的重要驱动力。但在这过程中，管理层是否有动力、有意愿、并有充足准备应对改革中出现的困难，是否能真正落地市场化考核指标和晋升机制存在一定的不确定性。管理层思想统一后，能否动员好骨干、普通员工，能否严格执行对成本/费用等的控制，都有可能存在不到位、不及时的难点。

2) 自然天气/经济/恐袭等不可控因素。旅游行业是“靠天吃饭”的行业，外部存在较多干扰重大的不可控因素，比如恶劣天气、恐怖袭击等都影响客流；旅游还是可选消费，经济若下滑，也会造成负面影响。

3) 游客量低于预期。即使在上述不可控因素都不变的情况下，游客量都存在波动性，这些可能是其他周边景区/酒店等的分流、营销宣传不到位、旅游消费热点的年度变化等导致。

## 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
601888	中国国旅	92.75	1.59	2.36	2.62	38	40	36	7.2	9.3	8.0	增持	维持
300144	宋城演艺	26.11	0.89	0.97	1.05	24	27	25	3.7	4.0	3.5	买入	维持
300662	科锐国际	30.99	0.65	0.82	1.09	41	37	28	6.6	6.4	5.4	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 9 月 16 日

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼