

社会服务

黄金周点评暨三季报前瞻

超配

(维持评级)

2019年10月09日

## 黄金周平稳但免税一马当先，预计板块三季报平稳增长

**证券分析师：曾光** 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003  
**证券分析师：钟潇** 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003  
**联系人：姜甜** 0755-81981367 jiangtian@guosen.com.cn

### 事项：

2019年10月7日晚，国家文化和旅游部发布《2019年国庆假期文化和旅游市场情况》，同时各地及部分重点景区也陆续公布了2019年国庆黄金周客流及收入数据。

**国信社服观点：**2019年国庆黄金周国内游客流、收入分别同增7.81%、8.47%，增速较去年进一步放缓，预计主要受宏观经济承压、黄金周高基数和接待瓶颈约束、居民错峰意识、门票降价及天气等影响。其中免税逆势表现靓丽，海南离岛免税销售收入同增57.4%；宋城演艺存量项目平稳，新项目突出；出境游方面受香港拖累下滑约11%，日本目的地相对热门；其他自然及人文景区相对承压。总体夜间经济如火如荼。与此同时，结合我们对重点公司的三季报前瞻，我们预计社服板块重点公司三季报业绩增长约20%+，细分行业表现分化，中国国旅、中公教育等权重龙头支撑，强者恒强仍然凸显。整体来看，仍然建议以时间换空间的思维继续聚焦业绩确定性强的优质龙头公司，如中国国旅、宋城演艺、中公教育等。**综合推荐：**中国国旅、宋城演艺、中公教育、广州酒家、首旅酒店、锦江股份、美吉姆、科锐国际、众信旅游、凯撒旅游、中青旅、三特索道、天目湖、黄山旅游、峨眉山A等。

### 评论：

#### ■ 2019年国庆黄金周客流同增7.81%，宏观经济承压及接待瓶颈等致增速放缓

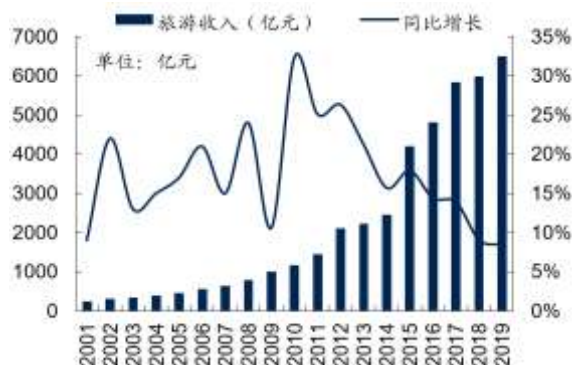
**1、2019年国庆黄金周客流及收入增速进一步放缓，分别同增7.8%/8.5%。**根据文化和旅游部综合测算，2019年国庆7天全国共接待国内游客7.82亿人次，同比增长7.81%；实现国内旅游收入6497.1亿元，同比增长8.47%。继2018年国庆客流增速(+9.43%)和收入增速(+9.04%)首次降至10%以内后，增速进一步收窄。交通运输部数据显示，国庆节前6天全国铁路累计发送旅客8705.1万人次，同比增长5.2%（2018年国庆7天同比增长10.8%），民航累计发送旅客1090万人次，同比增长4.5%，增速较去年继续放缓（17-18年增速分别为14.6%/8.7%）。

图 1：2019年国庆黄金周旅游人数同增7.81%



资料来源：国家文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

图 2：2019年国庆黄金周旅游收入同增8.47%

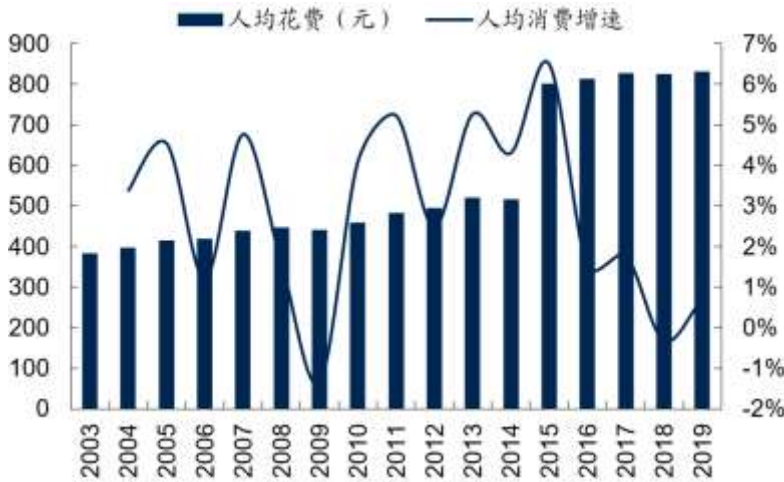


资料来源：国家文化和旅游部，国信证券经济研究所整理

2019 年国庆黄金周客流及收入增速放缓原因预计主要系以下几点：**1) 高基数及接待瓶颈影响：**国庆黄金周自 2000 年开始实行以来，到今天已经度过 20 个年头，过往多年客流和收入均保持两位数以上的增速，近几年部分景区接待瓶颈已逐步显现，各大景区也推出限流措施，再加上近两年宏观经济欠佳，对客流的增长也有所影响。**2) 出游习惯改变：**在近年消费升级趋势带动下，游客更加注重出游体验，越来越多利用年假调休等方式避开法定节假日错峰出游。**3) 天气及景区降价：**受台风天气影响，东部沿海区域国庆期间有降雨天气影响出游；各大景区门票进一步降价或免费影响整体收入。

**2、2019 年国庆黄金周人均旅游消费 831 元，同比微增 0.68%。**从假期人均消费数据来看，预计景区门票降价措施一定程度上制约了客单价的提升。2019 年 8 月 23 日，国务院发布《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，《意见》指出要继续推动国有景区门票降价，各地结合实际情况制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策。结合品橙网报道，今年十一全国有不少景区采取了降价甚至免票的举措，部分景区降价详情如下表所示。

图 3：2019 年国庆黄金周全国人均消费 831 元，同比微增 0.68%



资料来源：国家文化和旅游部，国信证券经济研究所整理  
 注释：2015 年十一黄金周旅游收入口径发生变化，再次包括了民航和铁路收入，因此部分数据需要调整后分析

表 1：全国众多景区国庆期间降价

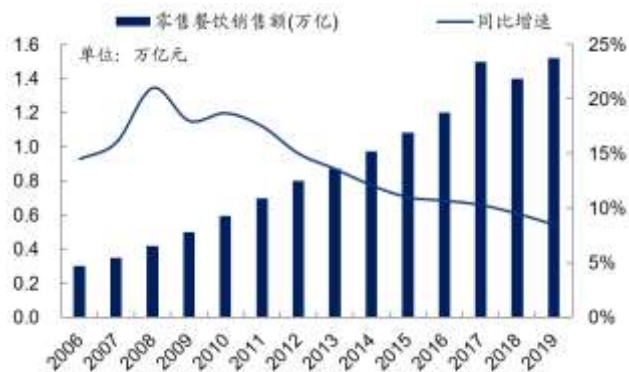
省份	景区	门票降幅
北京	300 余家公园	免费
	天坛公园、地坛公园、陶然亭公园、朝阳公园、园博园、颐和园、北京动物园等 18 家收费公园	10.1 日当天免费
江西	三清山玉帘瀑布、龙南关西围屋、石城通天寨等 24 个景区	8%-38%
	上饶市婺源汪口、李坑	8%
山东	孔庙、孔府、孔林等 7 个景点	
	泰山	52.08%
安徽	池州市九子岩景区等 9 家 4A 级景区	13.70%
浙江	新昌大佛景区	20%
河南	河南省主要 4A 和 5A 景点	17.15%

资料来源：品橙旅游网、国信证券经济研究所整理

**3、零售及餐饮销售额同增 8.5%，夜间经济大放异彩。**商务部数据显示，国庆黄金周全国零售和餐饮企业实现销售额 1.52 万亿元，同比增长 8.5%。在餐饮消费方面，中国银联数据显示国庆前 6 天餐饮类消费金额同比增长 40.3%，婚宴、亲朋聚餐、在线订餐成为国庆假期餐饮市场主角，大众化、特色化餐饮备受青睐，其中重庆、青海、湖北、四川、江苏等地重点监测餐饮企业营业收入同比分别增长 17.0%、16.3%、15.7%、14.0%和 11.3%。从消费时段来看，夜间 10 点至清晨 6 点餐饮消费金额同比增长 54.6%，高于餐饮平均增幅，**夜间经济成为海内外游客感知当地文化和生活方式的重要渠道，根据文旅部的调查数据，44.96% 的游客长假期间参与夜间旅游活动。**

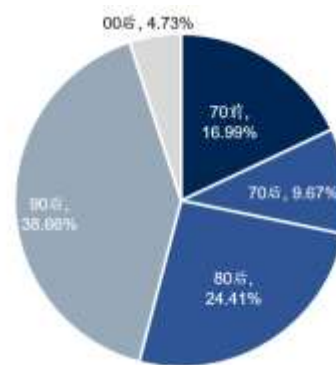
**4、出游特点：出行、住、游细分领域消费升级趋势明显。**根据同程艺龙报告，交通方面，飞机、高铁出行的渗透率逐渐提升；住宿方面主要体现在星级酒店、个性化非标住宿需求占比提升，旅游度假方面主要体现在高品质线路需求占比提升。**年龄分布方面趋于年轻化**，去哪儿网数据显示，80 后与 90 后为出游主力军（占比达 63.1%），95 后、00 后成为增长最快的群体，增长幅度超 7 成。

图 4：2006 年至今餐饮零售销售额情况



资料来源：商务部，国信证券经济研究所整理  
注：2017 年国庆节为 10.1-10.8 日八天假期。

图 5：2019 黄金周出游年龄结构



资料来源：去哪儿网，国信证券经济研究所整理

出境游：整体增长平稳，日本游备受青睐，赴港游客数遭腰斩

1、整体情况：国家移民管理局数据显示，国庆节前 6 天，全国边境机关查验出入境人员 1045 万人次，同比下降 11%，预计受香港游拖累。其中，内地居民出入境 607 万人次，同比下降 15.1%；港澳台居民出入境 303 万人次，同比下降 7%；外国人出入境 135 万人次，同比增长 1.4%。具体来看各口岸，北京首都、上海浦东、广州白云等大型空港口岸出入境客流总体平稳，较去年同期变化不大；毗邻澳门陆路口岸出入境客流增长较快，其中拱北口岸日均出入境人员达到 44 万人次，同比增长 6%；毗邻香港陆路口岸出入境客流降幅明显。

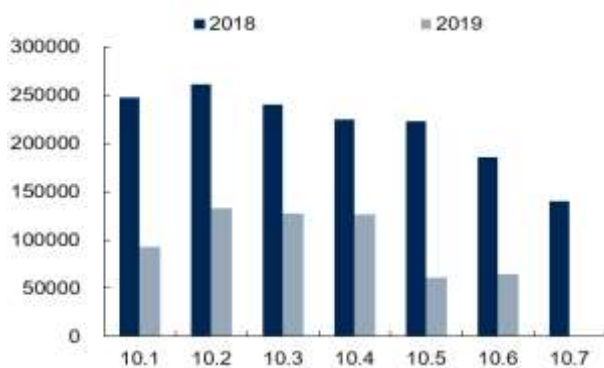
表 2：2019 国庆黄金周各大口岸出入境客流量情况

口岸	日均出入境客流量 (万人)	同比增减	
罗湖口岸	13.5	-47.80%	
毗邻香港陆路口岸	深圳湾口岸	10.6	-31.20%
	福田口岸	10.5	-37.70%
毗邻澳门陆路口岸	拱北口岸	44.0	6.00%
大型空港口岸	北京首都机场		
	上海浦东机场		
	广州白云机场		
	总体平稳		

资料来源：国家移民管理局微信平台、国信证券经济研究所整理

2、目的地方面，日本游备受青睐，而香港游人数腰斩。根据携程数据，受益于距离近、多免签（落地签）、价格亲民等优势，日本成为中国游客出境首选，泰国、新加坡等东南亚海岛分列二、三位。欧洲目的地热度上升明显，据旅行社协会&途牛发布报告，出境长线游热门目的地国家前十名包括俄罗斯、法国、瑞士、意大利、英国、西班牙、葡萄牙、德国、土耳其、迪拜，深度游成为消费新趋势。香港入境处数据显示，国庆节前 6 日内地访港游客数仅为 60.5 万人次，同比下降 56.2%。

图 6：2019 年黄金周前 6 日内地访港游客数下滑 56.2%



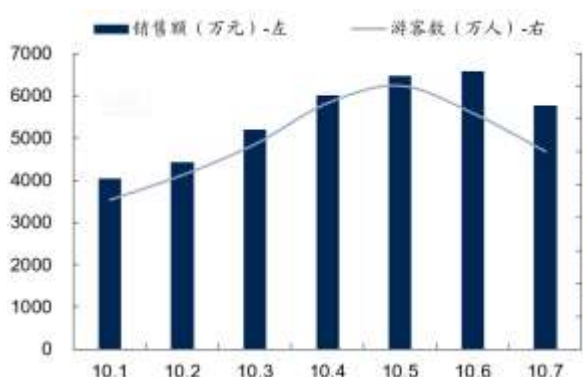
资料来源：香港入境事务处，国信证券经济研究所整理  
注：2019 年 10 月 7 日数据尚未公布

3、出游结构方面，一线城市绝对支撑，三四线城市增速迅猛，年轻化趋势明显。根据美团数据，上海、北京、深圳、广州、杭州、成都、南京、等城市出境游人数位居前列，值得注意的是四线及以下城市增速达 30%，出境游市场加速下沉。年龄结构呈现更年轻化趋势，根据岭南控股广之旅报告，近两年出游客群中 80 后、90 后占比维持在年均 10% 增长速度，2019 年占比突破 60%。

■ 离岛免税表现靓丽，演艺总体良好，其他自然及人文景区相对承压

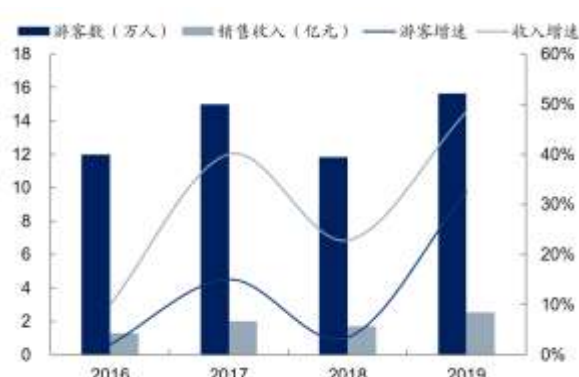
1、免税板块：国庆黄金周免税销售表现靓丽，离岛免税销售收入同增 57.4%。国庆黄金周 7 天海口（含美兰机场和日月广场店）、三亚、博鳌 4 家免税店共接待总人数 22.41 万人，同比增长 38.9%；实现销售收入 3.85 亿元，同比增长 57.4%；人均购物消费 1719 元，较去年同期增加 209 元（同增 13.8%）。其中三亚免税店预计维持高速增长，结合媒体报道预计客流同增约 30%，收入同增约 45%+；美兰机场免税店接待 3.46 万人次，同增 41.45%，销售额 5890.21 万元，在有海口市市内店影响下仍然同增 28.51%；日月广场免税店接待 0.88 万人次，销售额 2850.99 万元。

图 7：2019 国庆黄金周 7 天海南离岛免税游客及收入情况



资料来源：阳光海南网、海南海关等，国信证券经济研究所整理

图 8：三亚免税店接待游客及收入表现



资料来源：阳光海南网、海南海关等，国信证券经济研究所整理

2、演艺板块：新项目表现亮眼，存量项目则因高基数及雨水天气下相对平稳。据宋城演艺官方报道，国庆期间宋城旗下七大千古情景区共计接待游客超 200 万人次，同比增长逾 15%；合计上演 270 场，同比增长 34%；高峰期间，“千古情”单日上演 53 场。具体来看各景区情况，张家界千古情高峰期上映达 8 场，再次刷新张家界大型旅游演艺演出场次、观众人数两项纪录，桂林千古情 7 日共接待游客 11.76 万人次，两大新项目均表现突出；炭河千古情前 5 日合计接待游客 21.71 万人次；杭州本部前 6 日累计接待游客 68.39 万人次，同比下滑 7.14%（首日受台风影响客流下滑 30%，剔除后相对平稳）；受高基数以及海南整体旅游市场影响，三亚千古情累计接待游客 17.84 万人次，同比下滑 7.92%。

表 3：国庆期间各演艺项目场次安排

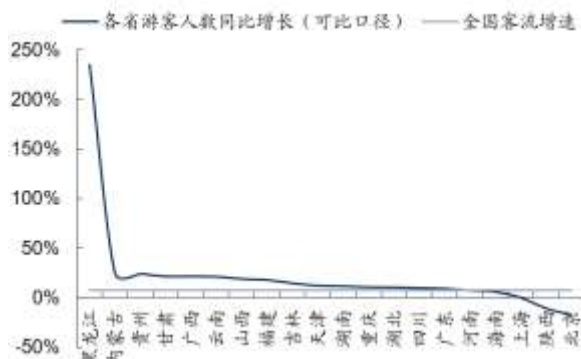
演艺项目	9月30日	10月1日	10月2日	10月3日	10月4日	10月5日	10月6日	10月7日	合计
杭州	3	9	15	17	17	11	7	3	82
三亚	3	4	4	4	4	4	4	4	31
丽江	3	3	4	5	6	5	4	3	33
桂林	4	5	7	8	7	6	4	3	44
张家界	2	4	6	8	8	5	4	3	40
宁乡（炭河）	1	5	6	6	5	5	3	2	33
宜春（明月）	2	2	4	5	5	4	2	2	26
印象丽江	3	3	3	3	3	3	3	3	24
其他	2	4	3	4	4	4	4	2	27
魅力湘西		3	3	3	3	3	3	1	19

资料来源：各演艺项目官网、国信证券经济研究所整理  
注：魅力湘西 9 月 30 日有演出安排，但没有统计

3、重点省市及景区：继 2018 年 6 月 29 日发布门票降价《指导意见》后，国务院于 2019 年 8 月 23 日发布《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，《意见》指出要继续推动国有景区门票降价，各地结合实际情况制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策。本次降价目前主要聚焦于上一轮未降价或降价力度较低的景区（具体降价景区如上表 1 所示），而我们重点关注的上市公司相关景区在新一轮降价中暂未受影响。理论上，

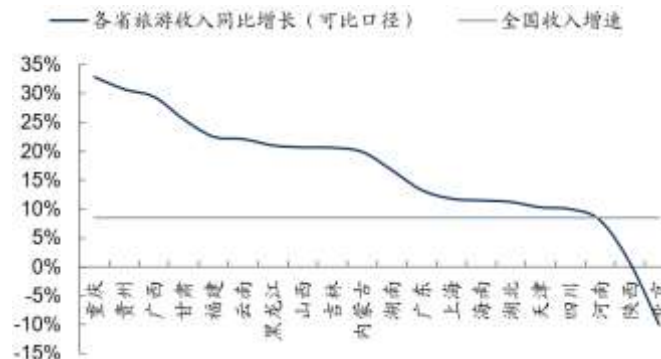
降价可以增加景区吸引力，但对于国庆等假日高峰期而言边际收效甚微，主要系景区客流基数高，很多景区接待量均已接近或者达到瓶颈。以下是国庆期间各省市及自然景区的客流表现。

图 9: 2019 年国庆黄金周重点省市人数增速



资料来源：各地旅游局，国信证券经济研究所整理

图 10: 2018 年国庆黄金周重点省市收入增速



资料来源：各地旅游局，国信证券经济研究所整理

从国内出游分区域的情况来看，如下图所示，从人数来看，黑龙江、内蒙古、贵州、甘肃等省市客流增长较快，从收入增长来看，重庆收入增长最快，贵州、广西、甘肃、福建、云南等增长也可圈可点。

受接待瓶颈及天气影响，多数自然景区游客数出现不同程度下滑。居民收入水平的提高，消费升级的背景下，居民越发注重出游质量错峰出行，加之限流及自身接待瓶颈，黄金周增长已经趋于平稳。具体来看，张家界武陵源核心景区游客微增 1.39%，峨眉山景区客流下滑 4.97%，乌镇客流下滑 7.81%，黄山景区游客人次同减 10.28%，三亚南山景区在高基数背景下同比下滑 11.39%，九华山景区客流下滑 19.46%，华山景区同比下滑 36.10%。

表 4: 2018 年国庆黄金周景区数据一览

分类	景区名称	游客人数(万人次)	人数增速	门票收入(万元)	收入增速
上市公司景区	乌镇	43.33	-7.81%		
	黄山景区	17.01	-10.28%		
	九华山景区	22.72	-19.46%	2923.88	17.24%
	峨眉山景区	13.65 (前 6 日)	-4.97%	1857.03	
	南山景区	11.51	-11.39%		
	武陵源核心景区	36.58	1.39%	3268.74	-5.03%
	华山景区	12.43	-36.10%		
	漓江景区(含排筏)	21.2	40.30%		
	银子岩景区	10.27	5.01%		
	龙脊梯田	14.87	12.60%		
	三亚千古情	17.84	-8.14%		
	炭河古城(前 5 日)	21.71			
	桂林千古情	11.76			
	北京市重点检测 167 家旅游景区	1383.30		52199.00	
非上市公司景区	乐山大佛景区			1363.26	
	黄龙景区	4.58	99.01%		
	天柱山景区	11.18	5.60%		

资料来源：各地旅游局、官方微信、阳光海南网等，国信证券经济研究所整理

### ■ 预计社会服务板块重点公司三季报业绩增长约 20%+，细分行业表现分化，权重龙头支撑

结合我们对行业的跟踪分析以及重点公司研判，我们初步预计社会服务板块重点公司 2019 年三季报情况如下表所示。总体来看，我们预计旅游板块重点公司三季报业绩增长约 20%+，与今年中报增势大致一致，在大环境承压背景下整体仍表现较好。我们预计主要与权重个股中国国旅（去年 Q3 三亚低基数，预计今年 Q3 三亚较突出，兼顾香港机场等影响）、职教龙头中公教育（Q3 为教师招录考试培训结算高峰，结合上半年教师资格业务表现预计高增长）等靓丽增长有关。此外人力资源服务龙头科锐国际依托其灵活用工业务及提质增效仍有望取得较为稳定快速的增长；宋城演艺受六间房出表影响整体平稳，广州酒家预计高基数基础上预计平稳增长。

**表 5: 社会服务板块 2019 年三季报业绩前瞻 (单位: 亿元/%)**

公司 名称	2018H1 增速	2018Q3 增速	2018 增速	2019H1 业绩 增速	2019Q3E 业绩 增速	2019.1-9 预计 业绩 增速	说明			
中国国旅	48%	29%	22%	32.79	71%	10.11	29%	42.90	59%	去年 Q3 相对低基数, 今年 Q3 预计三亚趋势良好, 兼顾香港机场等影响
宋城演艺	27%	22%	21%	7.85	18%	4.34	-10%	12.19	6%	六间房出表影响 Q3 表观收入和业绩增速
广州酒家	42%	52%	13%	0.64	10%	2.58	8%	3.22	8%	
中公教育			120%	4.93	132%	4.77	45%	9.70	79%	Q3 为教师招聘考试结算高峰, 上半年教师资格培训高增长
首旅酒店	41%	49%	36%	3.68	8%	4.03	-13%	7.70	-4%	18Q3 非经达到 1.12 亿元
锦江股份	22%	23%	23%	5.68	13%	4.07	10%	9.74	12%	
美吉姆	-13%	-64%	72%	0.34	352%	0.51	776%	0.85	535%	中报预计 1-9 月业绩区间为 7500-8500 万元
科锐国际	49%	79%	58%	0.64	34%	0.53	19%	1.17	27%	
众信旅游	45%	-18%	-90%	1.10	-20%	0.73	3%	1.83	-12%	
凯撒旅游	-43%	15%	-12%	0.62	-19%	1.96	-17%	2.58	-17%	
中青旅	17%	-8%	4%	3.82	-6%	1.42	0%	5.24	-4%	
三特索道	388%	31%	2349%	-0.37	-139%	0.66	5%	0.29	-82%	18Q2 较多非经, 扣非后业绩盈亏打平。
天目湖	11%	34%	22%	0.54	10%	0.49	8%	1.03	9%	
黄山旅游	17%	30%	41%	1.68	-23%	1.83	-9%	3.51	-17%	门票从 230 元降至 190 元, 18 年非经扰动
峨眉山 A	12%	11%	6%	0.77	10%	0.99	0%	1.76	4%	门票降价略有影响
桂林旅游	1%	23%	52%	0.10	-66%	0.45	-10%	0.55	-31%	
丽江旅游	19%	0%	-6%	0.98	-18%	0.78	-7%	1.76	-13%	大索道从 180 元降至 120 元, 云杉坪 55 元降至 40 元

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理预测

### ■ 投资建议: 维持板块中线“超配”评级, 建议聚焦优质龙头布局 2020 年

整体来看, 2019 年国庆黄金周国内游客流和收入分别同增 7.81% 和 8.47%, 增速较去年进一步放缓。免税逆势表现靓丽, 海南离岛免税销售收入同增 57.4%; 宋城演艺 7 大千古情景区接待游客同比增长逾 15%, 其中张家界、桂林等新项目表现突出, 而杭州、三亚等存量景区高基数及雨水天气影响下相对平稳。出境游方面受香港拖累下滑约 11%, 日本目的地相对热门; 出游人群一线城市绝对支撑、三四线城市增速迅猛, 年轻化趋势明显。其他自然及人文景区相对承压, 高基数及客流接待瓶颈下, 大多数景区客流表现相对一般, 同时景区门票降价进一步制约景区收入增长。

整体来看, 黄金周表现相对平平, 但免税一马当先, 夜间经济如火如荼。与此同时, 结合我们对重点公司的三季报前瞻, 我们预计社服板块重点公司三季报业绩增长约 20%+, 细分行业表现分化, 中国国旅、中公教育等权重龙头支撑, 强者恒强仍然凸显。整体来看, 我们仍然建议以时间换空间的思维继续聚焦业绩确定性强的优质龙头公司, 如中国国旅、宋城演艺、中公教育等。综合推荐: 中国国旅、宋城演艺、中公教育、广州酒家、首旅酒店、锦江股份、美吉姆、科锐国际、众信旅游、凯撒旅游、中青旅、三特索道、天目湖、黄山旅游、峨眉山 A 等。

### ■ 风险提示

1、宏观经济波动、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险; 2、景区门票降价; 3、政策利好, 收购整合、外延扩张等可能低于预期; 4、区域旅游整治风险等。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-10-8	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601888	中国国旅	买入	97.10	1.59	2.39	2.62	61.26	40.55	37.01	11.68
300144	宋城演艺	买入	26.52	0.89	0.91	0.96	29.93	29.00	27.57	4.55
002607	中公教育	增持	16.19	0.19	0.29	0.39	86.61	56.58	41.17	33.80
603043	广州酒家	买入	32.42	0.95	1.11	1.36	34.13	29.21	23.84	6.72
600258	首旅酒店	买入	16.58	0.88	0.93	1.12	18.94	17.91	14.80	2.01
600754	锦江股份	买入	23.04	1.13	1.18	1.34	20.39	19.48	17.19	1.75
002621	美吉姆	增持	12.17	0.05	0.28	0.30	227.91	43.17	41.13	5.98
300662	科锐国际	买入	27.60	0.65	0.82	1.07	42.22	33.72	25.87	6.82
002707	众信旅游	增持	5.12	0.04	0.27	0.33	124.88	19.20	15.74	2.12
000796	凯撒旅游	增持	6.96	0.24	0.29	0.36	28.79	24.26	19.32	2.52
600138	中青旅	买入	11.76	0.83	0.84	0.94	14.25	14.07	12.47	1.39
002159	三特索道	买入	13.15	0.97	0.07	0.39	13.53	201.26	33.47	1.90
603136	天目湖	增持	21.18	1.29	1.46	1.76	16.42	14.51	12.03	2.98
600054	黄山旅游	增持	8.93	0.78	0.53	0.57	11.46	16.81	15.53	1.60
000888	峨眉山 A	增持	5.87	0.40	0.41	0.44	14.78	14.17	13.34	1.31
000978	桂林旅游	增持	5.18	0.22	0.16	0.25	23.20	32.86	20.70	1.19
002033	丽江旅游	增持	5.69	0.35	0.28	0.31	16.32	20.54	18.37	1.28

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告:

- 《社会服务行业 9 月投资策略：短期可适度关注前期超跌弹性品种》 ——2019-09-16
- 《社会服务行业 2019 年中报总结：Q2 板块业绩增长放缓，免税演艺逆势恒强》 ——2019-09-05
- 《社会服务行业重点事件快评：鼓励门票降价危中藏机，文化演艺持续占领风口》 ——2019-08-27
- 《8 月投资策略：经济继续平稳运行，坚守业绩增长确定赛道》 ——2019-08-15
- 《汽车汽配行业：汽车汽配行业日报》 ——2019-07-26

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032