

守 民  
正 生  
出 在  
新 勤

# 迎接政策催化与“困境反转” —— 社服 / 交运2020年投资策略

分 析 师：顾熹闽 执业证号：S0100119020001

2019年12月10日

风险提示：政策、项目推进进展不及预期；宏观经济持续下滑



- **免税：政策催化大年，“新零售”赋能驱动长期效率提升。**预计2020年中国免税业将迎来政策的进一步放宽，包括国人市内免税、口岸入境免税购物限额提升等政策或有望落地，为国旅业绩带来潜在政策弹性。中期而言，中国免税业的内部竞争在局部或有变化，然而龙头公司依托先发优势和规模，仍将在未来数年行业高速增长期中尽享政策红利；长期看，较低的居民境内免税购物渗透率奠定行业广阔增长空间，龙头公司自身效率改善也将为盈利能力的边际向好提供可能。推荐**中国国旅**。
- **机场：非航免税平滑产能周期。**核心枢纽机场商业模式已经完成从航空性业务向非航业务的转变，在垄断庞大流量背景下，免税业务较好的成长性和远期空间有望平抑产能投放对机场盈利带来的周期性波动。推荐**上海机场、白云机场、深圳机场**。
- **航空：供需持续优化，“困境反转”驱动均值回归。**预计国内737Max停飞仍将在2020年延续，叠加近期票价走势企稳，明年1-2季度需求端有望迎来复苏。展望2020年全年，减税降费政策和油汇维持良好状况将进一步助力航司业绩改善，我们预计行业整体有望迎来困境反转。推荐PB估值处于历史底部区域的**中国国航、南方航空、东方航空**。
- **景区：关注边际变化。**景区门票降价政策对民营人文景区影响较小，同时人文景区兼具更强的复制性和扩张性，使其存量景区在步入成熟期后可通过异地扩张方式实现二次增长。此外，传统自然景区中峨眉山A正处于边际变化初期，估值也处于历史底部区域，建议关注。推荐**宋城演艺、天目湖、峨眉山A**。

**1 免税：政策催化大年，“新零售”赋能驱动长期效率提升**

2 机场：非航免税平滑产能周期，长期成长空间可观

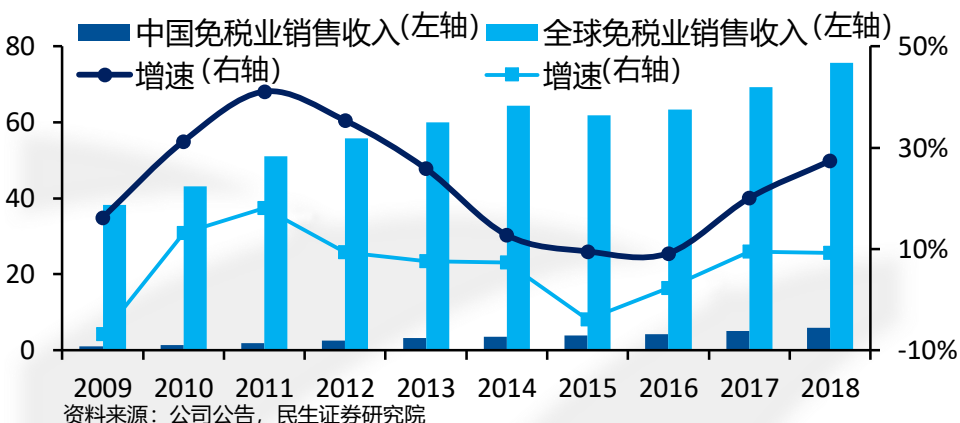
3 航空：供需优化，“困境反转”驱动均值回归

4 景区：关注边际变化

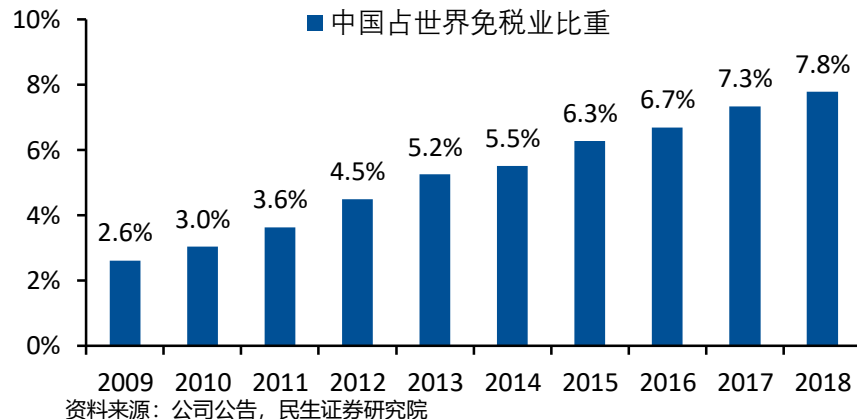
## 中国免税业仍处于成长阶段

中国免税品整体销售规模占全球比重仅为7.8%；我国居民在境内的免税购物渗透率在10-23%，远低于邻国韩国。

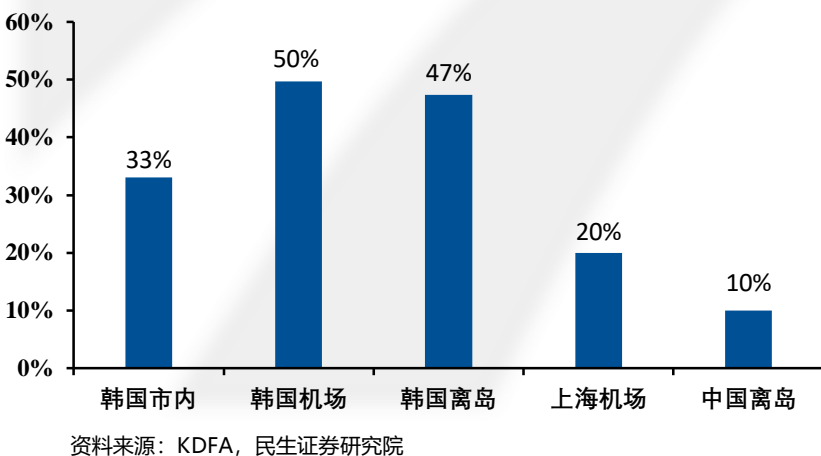
图：中国免税业增速高于全球（十亿美元）



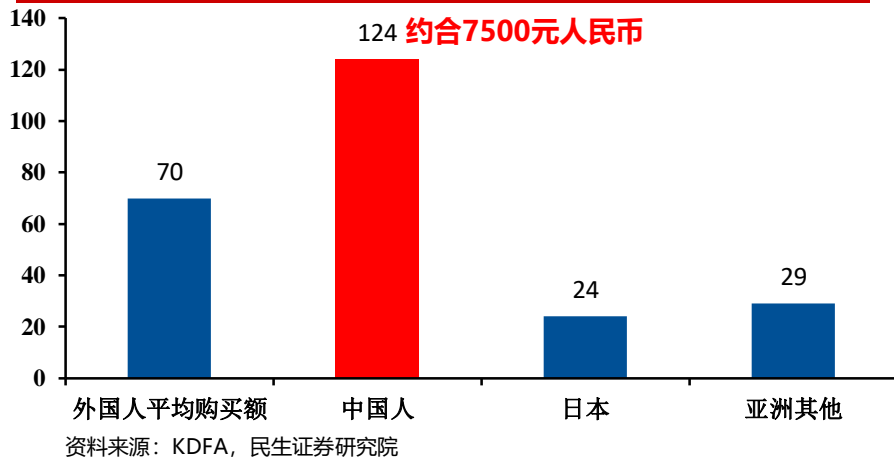
图：中国免税业占全球比重仍然较低



图：中、韩居民境内不同渠道免税购物渗透率对比



图：中国旅客在仁川机场人均免税购物金额（万韩元）



## ■ 政策驱动新一轮增长：免税购物限额放宽/国人市内免税政策仍有可能在1H20推出

- (1) 近期财政部调研moodie davitt;
- (2) 历史上，政策的发布集中在年头或年尾;
- (3) 《出境口岸免税管理办法》从调研至政策出台历时一年半。

**表：中国免税业政策梳理**

时间	政策主要内容
2000年3月	《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》坚持统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定“四统一”方针，由中免公司提出申请设立免税店，不得与外商合资。免税商品由中免集团总公司牵头统一对外谈判、询价、签约。
2005年12月	《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》免税业务由“经国务院或者其授权部门批准，具备开展免税品业务经营资格的企业”开展。
2011年3月	《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》
2012年10月	《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》
2015年2月	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》
2016年1月	《财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》
2016年2月	《关于口岸进境免税店政策的公告》国家对口岸进境免税店实行特许经营，及有限制地放开经营免税店的地域和类别限制。
2017年1月	《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》
2018年3月	《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》，招标投标活动应保证具有免税品经营资质的企业公平竞争，合理规范口岸进境免税店租金比例和提成水平。
2018年12月	《关于将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》
2019年7月	《口岸出境免税店管理暂行办法》继续放开经营免税店的地域和类别限制，营造公平竞争氛围，综合考虑企业经营能力，甄选具有可持续发展能力的经营主体。

资料来源：商务部，民生证券研究院

## ■ 潜在政策1：国人市内免税政策或贡献1.3-2.5亿业绩增量

目前，中免集团五家市内免税均已获批重开，并完成半年左右的试运营，目前主要针对入境的外籍旅客，因此销售额较为有限。

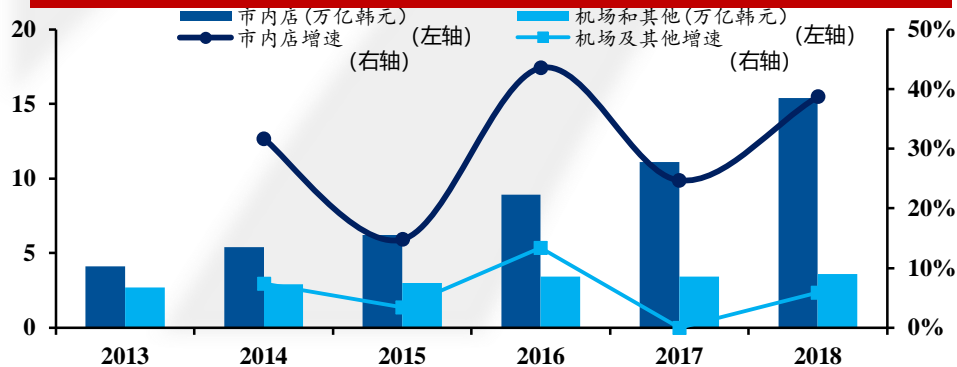
韩国免税业以市内免税渠道为主，虽然以中国旅客为主要购买群体，但同时也是本国居民最大的购物渠道。

**表：中免市内免税店基本情况**

	面积 (平米)	地理位置	开业时间	持股比例
北京	513	北京市朝阳区公园6号路蓝色港湾购物中心17号楼	5月底开业	中免集团持股51%
上海	1155	上海市即墨路和银城路交叉口尚悦湾	N.A	中免集团持股51%
厦门	331	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层	五一开业	中免集团全资
青岛	355	青岛市市北区CBD核心区卓越大融城购物中心一层	五一开业	中免集团全资
大连	500	大连市沙河口区新星星海中心	5月底开业	中免集团全资

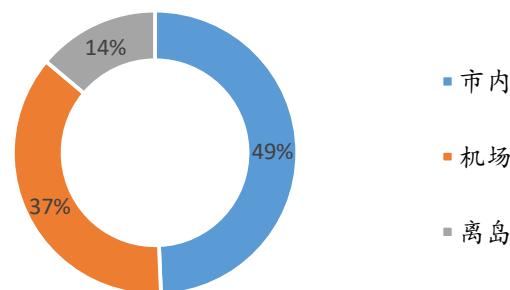
资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

**图：2013-2018年韩国各免税渠道销售增长情况**



资料来源：KDFA，民生证券研究院

**图：韩国国民境内免税购物渠道 (按消费金额)**



资料来源：KDFA，民生证券研究院



## ■ 潜在政策1：国人市内免税政策或贡献1.3-2.5亿业绩增量

预计在国人免税政策完整放开年度下，京沪市内店销售额约50亿元，以10%归母净利率测算，贡献业绩约5亿元。进一步考虑到政策落地时间点仍有不确定性，以1Q20/2Q20/2H20落地计算，预计贡献增量业绩1.3-2.5亿元。

表：市内免税政策业绩贡献测算

京沪市内免税店完整年度盈利预测	某进境市内店	首都国际机场	上海浦东机场	上海虹桥机场
2018年国际旅客吞吐量 (万人)	3260	2736	3094	166
2018年国际中转旅客量 (万人)	492	542	463	29
2018年可覆盖客群规模 (万人)	1138	826	1084	54
渗透率 (%)	0.5	6	6	6
购物人次 (万)	5.3	49.5	65	3.2
客单价 (元)	3000	4500	4500	4500
	上海进境市内店	中免北京市内店 (51%)	中免上海市内店 (51%)	
收入 (亿元)	1.6	22.3	30.7	
经营面积 (平方米)	3300	3300	3300	
坪效 (万元/平方米/年)	4.7	55.8	85.5	
毛利率	35%	50%	50%	
营业税金及附加 (含特许经营费)	1.50%	1.50%	1.50%	
销售费用率 (含租金)	16%	16%	16%	
管理费用率	4%	8%	8%	
财务费用率	0.5%	0.5%	0.5%	
营业利润率	13%	24%	24%	
净利率	10%	18%	18%	

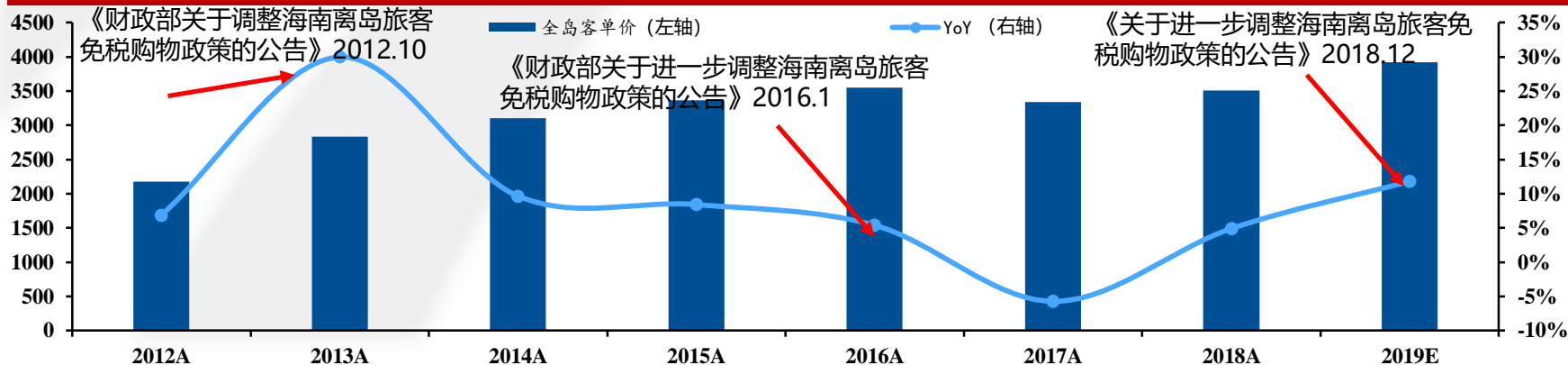
资料来源：Wind，民生证券研究院

## 政策2：机场免税购物限额或有望由8000元提升至13000元

枢纽机场销售结构仍以香化为主，限额放宽有利于提高精品占比，进而提升客单价。浦东机场：人均3000-4000，销售结构中香化~70%，烟酒~20%+，精品7%-8%；白云机场：人均800，销售结构中香化~55%，烟酒~40%，精品~5%。目前高客单价的精品销售较少，部分受出入境免税购物8000元限额影响。相比离岛免税单次购物限额8000，全年3W元总额的政策，机场免税的单次购买上限由8000提升至13000，但无全年购物限制，因此即使旅客某次出境消费购买了精品，也不会对其在香化上的购物额产生挤压。

以离岛免税经验看，限额提升对客单价有显著带动：2012年10月购物总额由5000提升60%至8000，以2013年的完整情况看，2013年离岛客单价较2012年客单价提升30%；2016年1月购物总额上调100%至1.6万，并取消非岛内居民购物限制，当年客单价增5.4%；2018年12月，海南离岛免税政策再一次调整，取消岛内居民购物次数，购物总额上调至3万元，并拓宽经营品类至部分医疗器械，2019年客单价预计增12%。

图：海棠湾免税城客单价变化趋势（元）



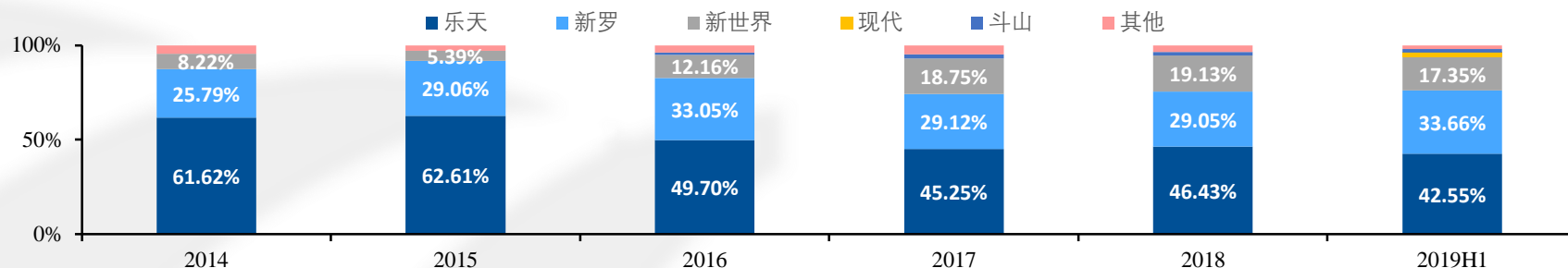
资料来源：公司公告，民生证券研究院



## ■ 长期关注国旅在新零售业务方面的拓展，“线上+线下”模式有望对费用成本带来改善

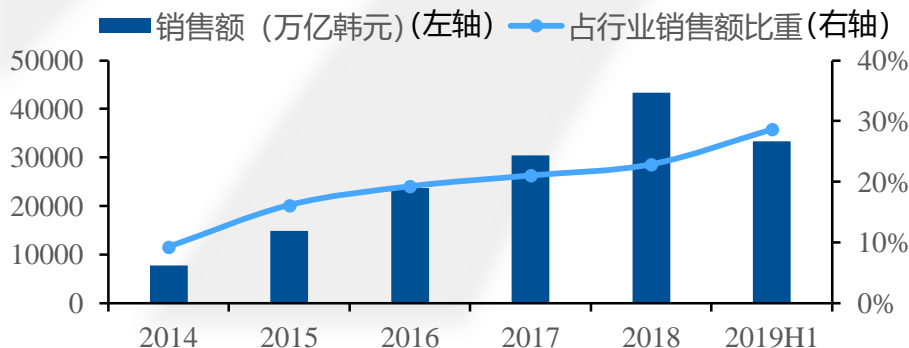
2014-2018年韩国线上免税销售增长迅猛，CAGR~54%，目前免税销售额占行业的28%，三大龙头乐天、新罗、新世界线上免税销售占比均超过20%。从国内情况看，上海机场、海棠湾免税城的销售额中仅7%~8%来自线上，而其扣点/租金费用（主要为提货点租金）远低于机场渠道，未来伴随该渠道占比提升，将进一步降低免税运营商对机场渠道的依赖。

### 图：韩国免税业线上免税销售竞争格局



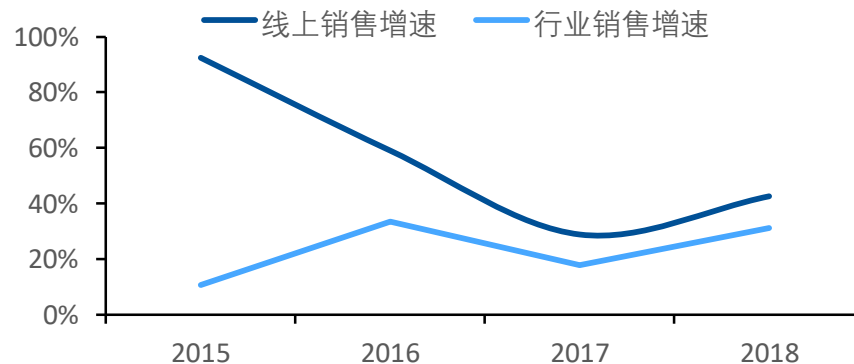
资料来源：KDFA，民生证券研究院

### 图：韩国免税业线上免税销售占比变化



资料来源：KDFA，民生证券研究院

### 图：韩国线上免税销售增速迅猛



资料来源：KDFA，民生证券研究院

# 免税：政策催化大年，“新零售”赋能驱动长期效率提升

■ 预计4Q19国旅业绩增速受益低基数回升至30%，20年受益政策弹性业绩变动区间20%-33%，对应PE区间31-33X，估值与业绩增速逐步匹配。

表：中国国旅利润表预测

中国国旅利润表预测	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	备注	2019E	2020E
营业总收入	1,369,160	1,065,268	1,124,006	1,145,782	假设Q4免税收入增15%，20年收入增速10%	4,704,216	5,409,848
	yoy	55%	-13%	-14%			15%
营业成本	692,120	499,548	546,293	572,891		2,310,852	2,650,826
毛利润	677,040	565,720	577,713	572,891		2,393,364	2,759,023
毛利率	49.45%	53.11%	51.40%	50.00%		50.88%	51.00%
营业税金及附加	23,240	15,452	17,326	17,661		73,679	84,731
营业税金及附加/营业收入(%)	2%	1%	2%	2%		2%	2%
销售费用(万元)	381,160	356,150	374,699	381,959		1,493,968	1,718,064
销售费用率	28%	33%	33%	33%		32%	32%
管理费用(万元)	28,407	28,160	34,167	45,831		136,566	157,050
管理费用率	2%	3%	3%	4%		3%	3%
财务费用(万元)	-2,970	4,141	5,618	5,727		12,515	14,393
资产减值损失(万元)	3,656	-6,285	-1,882	28,488	Q4维持去年同期计提的存货减值金额	23,977	26,375
信用减值损失(万元)		-1,127					
其他经营收益(万元)	91,976	3,031	2,459	2,745		100,211	9,059
营业利润(万元)	335,474	159,689	146,387	95,970		737,520	767,469
	yoy	101%	15%	2%			19%
利润总额(万元)	335,513	165,751	145,661	95,970		742,895	767,469
	yoy	101%	19%	2%			
所得税(万元)	76,261	39,021	38,695	25,495		179,471	185,408
有效税率	23%	24%	27%	27%		24%	24%
净利润(万元)	259,252	126,730	106,966	70,475			582,061
	yoy	104%	23%	-2%			
"-"少数股东损益(万元)	28,676	29,383	15,329	10,492			86,654
少数股东损益占比	11%	23%	14%	15%	取前三季度平均		15%
归属于母公司所有者的净利润(万元)	230,576	97,348	91,637	59,983		479,544	495,406
	yoy	99%	28%	17%			3%
扣非后归属净利润(万元)	158,939	91,032	91,532	59,983		401,486	495,406
	yoy	37%	21%	17%		28%	23%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1 免税：政策催化大年，“新零售”赋能驱动长期效率提升

2 机场：非航免税平滑产能周期，长期成长空间可观

3 航空：供需优化，“困境反转”驱动均值回归

4 景区：关注边际变化

## 机场板块复盘：免税扣点/销售提升驱动机场板块三年大行情

2016年以来，受益于新一轮机场免税合同招标，以及新的免税招标竞争格局，枢纽机场的流量变现能力实现量变到质变的跃迁，估值体系也由传统的交通运输/公用事业股，开始向消费股转型。

图：上海机场、白云机场股价复盘

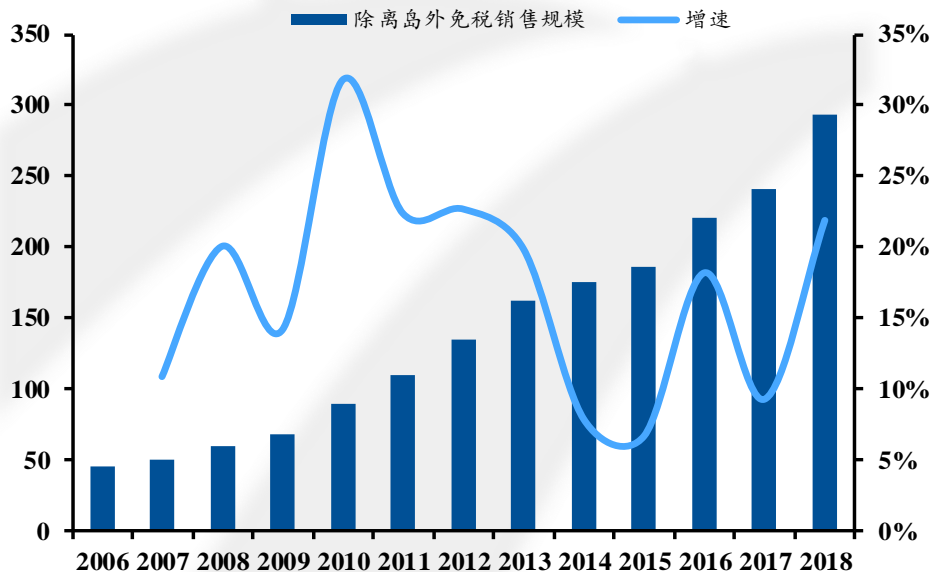


资料来源：Wind, 民生证券研究院

## ■ 机场免税渠道仍是国内最重要的免税销售场景之一

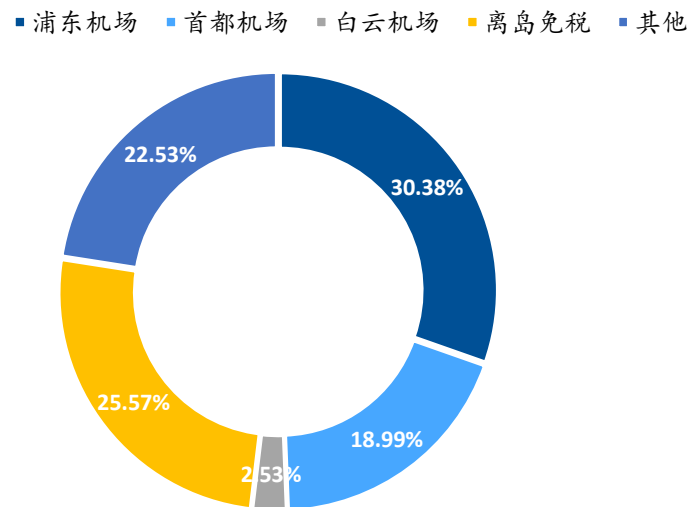
2018年，中国免税业总销售规模约395亿元，同比增长27.3%。扣除离岛免税销售的101亿元，中国大陆境内免税渠道销售额约295亿元，同比增20%+。其中，浦东机场、首都机场销售额占据半壁江山，分别为总销售额的30%/19%。

图：2006-2018年中国机场免税行业销售情况（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

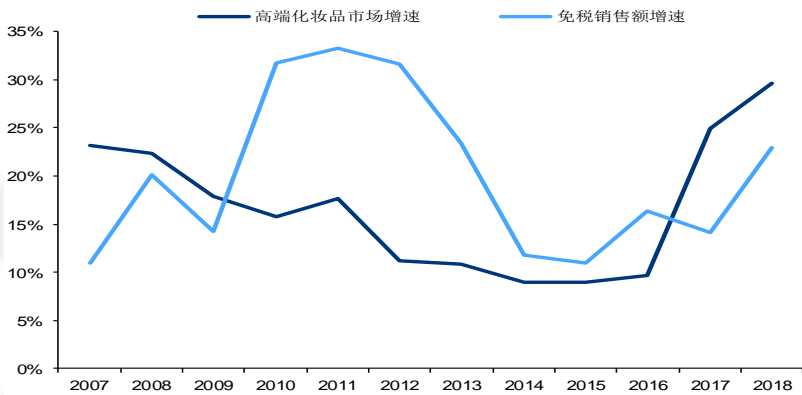
图：国内主要免税销售场景份额占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

■ 本轮机场免税销售高景气周期主要受益于高端化妆品市场回暖，转化率的提升则与运营商的经营优化，以及移动化浪潮下，信息透明度整体提升相关。

图：高端化妆品市场增速与免税市场增速



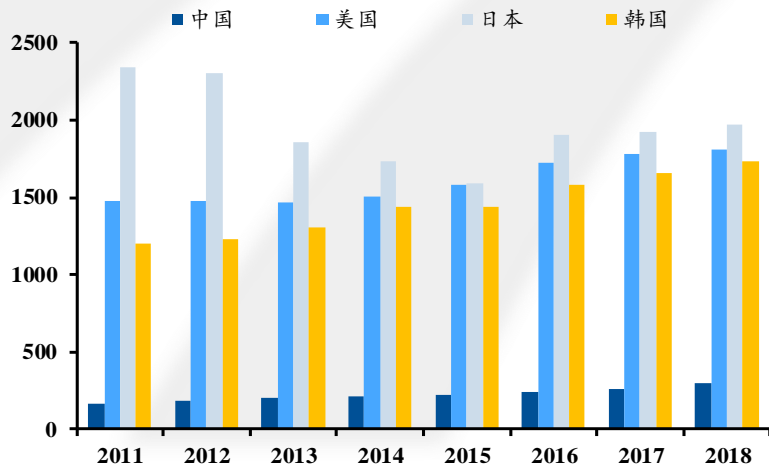
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图：日上免税百度搜索指数 (2015年6月1日至今)



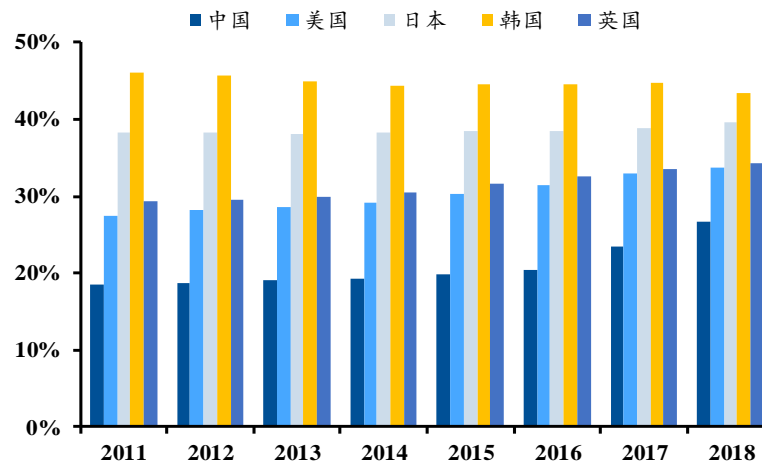
资料来源：百度搜索，民生证券研究院

图：中国人均化妆品消费增长潜力巨大 (美元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

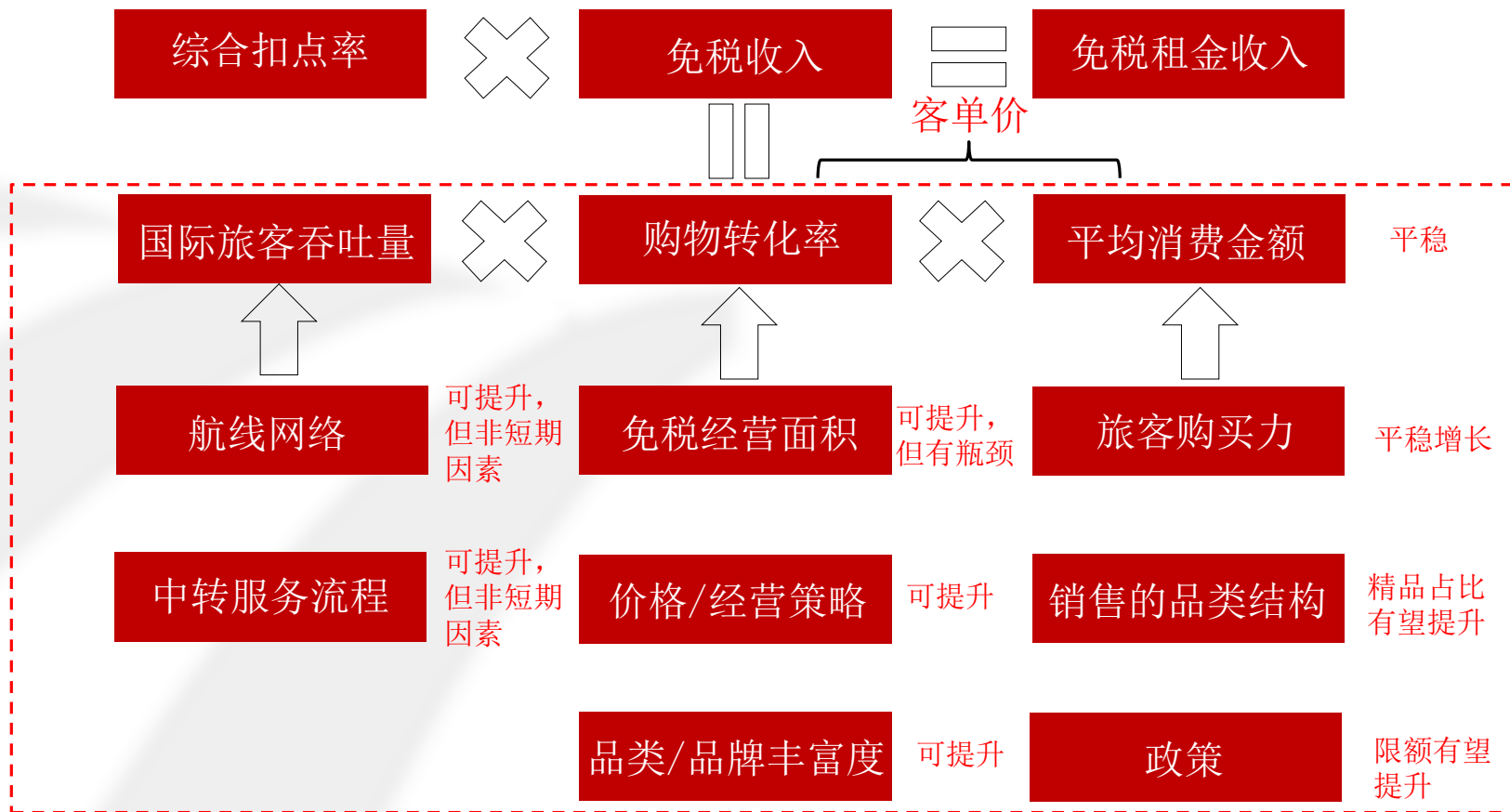
图：各国高端化妆品销售额占行业整体比重



资料来源：公司公告，民生证券研究院



## ■ 拆解机场免税核心经营指标，目前我国枢纽机场免税销售仍有较大提升空间



## ■ 预计1Q20上海机场免税销售增速将现边际改善

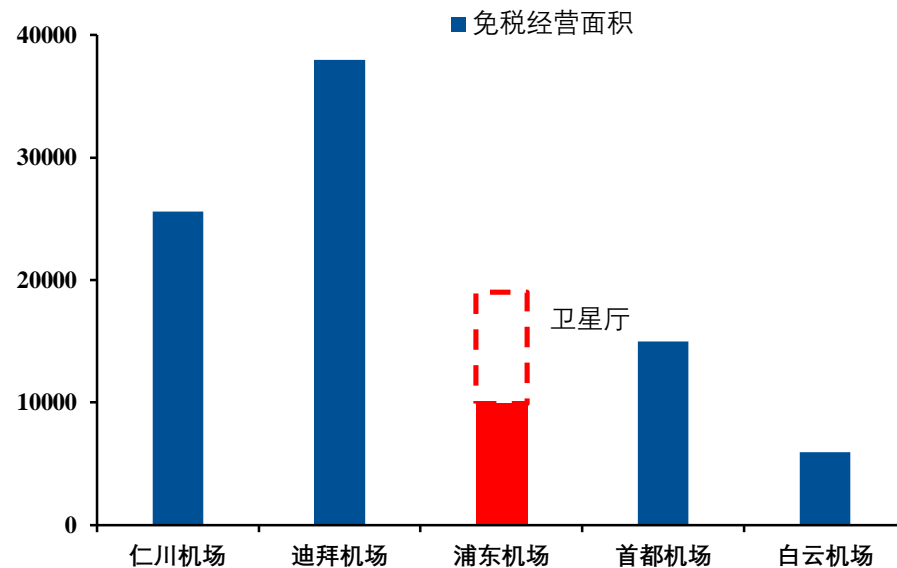
4Q19上海机场免税销售受较多短期因素干扰，导致市场对明年整体销售预期悲观，但我们认为明年仍有较多利好因素将刺激销售，从而修复市场悲观预期：

- (1) 2020年1-2月日上上海或安排促销活动，免税品进货价格受规模效应驱动有望优化；
- (2) 受益于较好的准点率及新增卫星厅，上海机场2020年夏秋航季时刻容量有望调增；
- (3) 卫星厅目前仍处爬坡阶段，对整体销售额贡献有限，伴随4Q19逐步爬坡，2020年Q1起，卫星厅对销售有望产生正向贡献。

## ■ 上海机场远期免税销售额敏感性分析

远期而言，上海机场免税销售空间仍大。假设2025年国际+地区旅客吞吐量增长至5000万（CAGR~7）每旅客购物支出维持2000-4000元的变动区间，购物转化率由当前的20%+逐步提升至40%+，则远期300亿+免税销售空间不变，对应归母净利90-100亿，参考海外机场估值20-30x PE的估值体系，按20X PE，上机对应市值1800-2000亿

图：枢纽机场免税经营面积（平方米）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表：2025年浦东机场免税销售额规模测算（亿元）

转化率/每购物旅客支出	2000	2100	2500	3000	4000
39%	194	204	242	291	388
40%	199	209	249	298	398
45%	224	235	280	336	448
50%	249	261	311	373	497
60%	298	313	373	448	597

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## ■ 白云机场远期免税销售空间分析

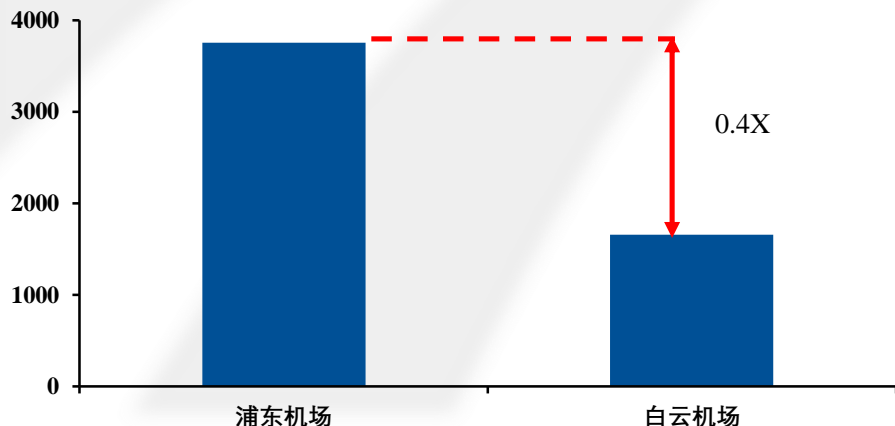
以有税推免税，目前白云机场客单价尚有翻倍空间。我们对比了不同城市常住人口在有税市场上对中高端化妆品的消费能力，结果表明广州、深圳两座城市的常住居民，在中高端化妆品上的人均消费支出，分别是上海的55%和51%，而目前白云机场旅客的免税购物客单价仅为浦东机场的25%。同时，目前上海机场与白云机场在国际+地区旅客吞吐量、免税经营面积上的比例也高于客单价比例。

表：上广深消费对比

	中高端化妆品销售额占全国比重	有税市场销售规模 (亿)	规模对比	常住人口人均支出 (元)	人均对比
上海	8%	64	100%	266	100%
广州	3%	21	33%	146	55%
深圳	2%	17	26%	135	51%

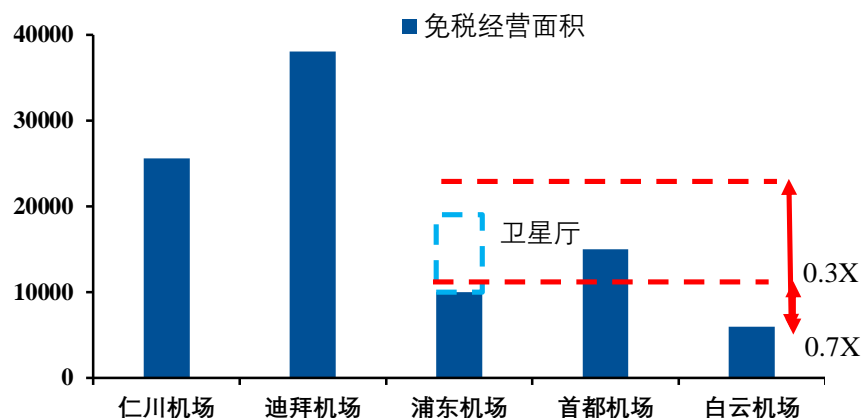
资料来源：Wind，民生证券研究院

图：白云机场与浦东机场国际+地区旅客吞吐量 (万人次)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图：主要枢纽机场免税经营面积 (平方米)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## ■ 白云机场远期免税销售空间分析

整体而言，我们认为白云机场与浦东机场在免税经营上的差距，主要受国际+地区旅客吞吐量、免税经营面积、免税经营效率等多方因素影响。而从当前免税销售额看，白云机场免税仍处在成长初期阶段，且作为中免集团在枢纽机场中唯一全资控股的免税店，意义特殊，叠加机场方同样对培育白云免税品牌极为重视，我们判断未来白云机场免税销售仍有可观提升空间。

表：白云机场免税空间预测

白云机场	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国际旅客吞吐量 (万人次)	1820	2002	2202	2378	2545	2697	2832
客单价 (元)	99	125	144	165	190	209	219
销售额 (亿元)	18	25	32	39	48	56	62
浦东机场	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国际+地区旅客吞吐量 (万人次)	3881	4226	4591	4905	5195	5477	5734
客单价 (元)	398	438	481	506	531	557	585
销售额 (亿元)	154	185	221	248	276	305	336
客单价：白云/浦东							
比值	25%	29%	30%	33%	36%	37%	37%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1 免税：政策催化大年，“新零售”赋能驱动长期效率提升

2 机场：非航免税平滑产能周期，长期成长空间可观

3 航空：供需优化，“困境反转”驱动均值回归

4 景区：关注边际变化

## ■ 供需优化将是主导2020年航空板块的核心逻辑

回顾历史，航空股涨跌并非完全受油汇影响，在油汇其中一端波动不明显，供需优化的年份，如2016-17年，航空股受益于供需优化，依然有绝对收益。



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 图：三大航股价（左轴）与油价



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 图：三大航股价（左轴）与人民币汇率



资料来源：Wind，民生证券研究院

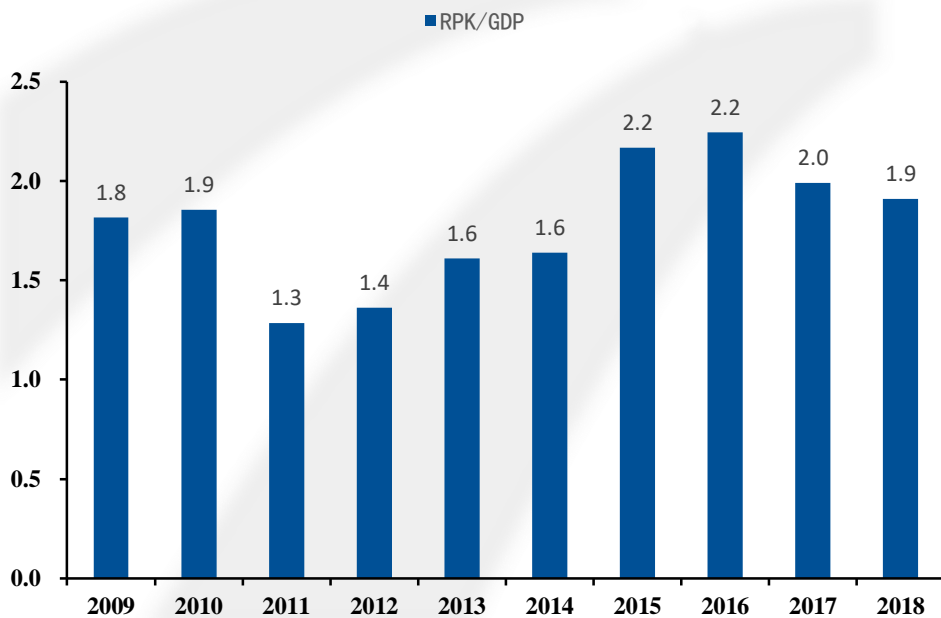


## ■ 供需结构将是主导2020年航空板块的核心逻辑

**需求端展望：**民航客运需求与宏观经济高度相关，近十年来RPK增速与GDP增速之间存在较为稳定的比例（平均1.8:1），考虑2020年中国GDP增速或降至6%以下，预计RPK增速将保持在9-10%。

**供给端展望：制约因素仍多。**（1）737Max国内复飞仍无明确时间表，国/东/南航2020年飞机引进计划中B737系列共125架，占总引进架数比重51%，占全行业运力比重约3%；（2）民航局于2020年实施新的CCAR-121-R5，机长飞行时长将受限（1000小时降至900小时）。

图：民航需求与GDP增速关系



资料来源：Wind，民生证券研究院

表：2020年三大航空机队引进计划

	中国国航		东方航空		南方航空	
	引进	退出	引进	退出	引进	退出
空客系列						
A319		2				
A320/321	35	1	30	1	26	8
A330						7
A350	5		4		6	
A380						
合计	40	3	34	1	32	15
波音系列						
B737	50		24	12	51	2
B747						
B757						
B777						3
B787			3		5	
合计	50	0	27	12	59	2
商飞系列						
ARJ21	3					
合计	3	0	0	0	0	
EMB190						11
总计	93	3	61	13	91	28

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1 免税：政策催化大年，“新零售”赋能驱动长期效率提升

2 机场：非航免税平滑产能周期，长期成长空间可观

3 航空：供需优化，“困境反转”驱动均值回归

4 景区：关注边际变化

### ■ 优质景区公司开始出现增量变化

**宋城演艺：**公司新一轮异地项目逐个进入开业期，后续仍有6个轻、重资产项目将于2020-2021年开业。参考公司过往异地项目培育阶段特征，一般首年项目即可实现盈亏平衡，三年内有望成熟。

**天目湖：**（1）稀缺优质民营景区标的，受门票降价政策影响小，管理层运营能力优越；（2）募投项目达产，未来存在较强异地扩张预期。

**峨眉山A：**（1）管理层变更后，内部经营持续改善；（2）演艺、政务信息化服务等业务开始贡献业绩；（3）实控人变更后，资源整合预期仍存。

表：重点公司盈利预测

行业	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2019/12/6	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
免税	601888	中国国旅	87.20	1.61	2.38	2.78	38.0	36.6	31.4	推荐
景区	300144	宋城演艺	28.16	0.89	0.93	1.03	25.2	30.3	27.3	推荐
	603136	天目湖	25.12	1.29	1.00	1.32	18.4	25.1	19.0	推荐
	000888	峨眉山A	6.32	0.40	0.46	0.50	14.3	13.7	12.6	推荐
航空	600115	东方航空	5.11	0.19	0.36	0.52	36.5	14.2	9.8	推荐
	601111	中国国航	8.58	0.53	0.52	0.75	15.6	16.5	11.4	推荐
	600029	南方航空	6.67	0.28	0.44	0.49	27.3	15.2	13.6	推荐
机场	600009	上海机场	77.75	2.20	2.82	2.74	27.3	27.6	28.4	推荐
	600004	白云机场	17.81	0.55	0.44	0.60	18.4	40.5	29.7	推荐
	000089	深圳机场	9.72	0.33	0.29	0.39	23.9	33.5	24.9	谨慎推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 风险提示:

- 1) 政策、项目推进进展不及预期;
- 2) 宏观经济持续下滑。

## • 分析师简介

顾熹闽，民生证券研究院社会服务业及交通运输业首席分析师，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

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。