

## 餐饮旅游/交通运输

行业研究/周报

# 以韩国线上免税发展为鉴，看我国免税线上化销售潜力 —餐饮旅游周报 20191223

餐饮旅游周报

2019年12月23日

### 报告摘要:

本周(20191216-20191222)，主要大盘指数上证综指/深证成指/沪深300分别+1.3%/+2.4%/+1.2%，申万休闲服务指数/申万交运指数分别+0.1%/+2.1%。

#### ● 行业观点：以韩国线上免税发展为鉴，看我国免税线上化销售潜力

自2000年乐天第一家线上免税店开业以来，韩国线上免税销售在销售额和增速两个维度都开始在行业中占据越来越重要的位置：截止1H19，韩国线上免税销售额已达到3.34万亿韩元，占比28.6%，2014-2018年韩国线上免税销售的复合增速为54%，远高于行业整体。行业画像：年轻群体为主，香化仍是最大品类，寡头垄断。从韩国相关机构研究和媒体报道看，韩国线上免税购物群体以二三十岁的年轻消费者为主，中国旅客贡献了TOP3线上销售的一半，价格更实惠是他们选择线上作为购物渠道的主要原因，香化产品则占据了80%的销售额，远高于线下渠道的50%。此外，韩国的线上免税竞争也呈现寡头垄断特征，乐天、新罗、新世界依托规模优势，和花样繁多的促销推广手段，占据90%的市场份额。

若未来线上免税预订与国人市内免税政策充分融合，将成驱动我国免税行业增长的新动力：中、韩两国均拥有较高的移动互联网渗透率和成熟的网购习惯，决定了我国具备实现线上化免税销售的客群基础。但受到运营商的企业基因和监管因素抑制，当前我国主要免税购物渠道的线上免税销售占比均不超过10%。而随着2020年国人市内免税政策的放开，我们认为未来线上免税预订将与国人市内免税呈现融合趋势，两者的互补将提升免税运营商运营效率、改善消费者购物体验，吸引境外消费回流产生积极作用。

#### ● 本周观点：以韩国线上免税发展为鉴，看我国免税线上化销售潜力

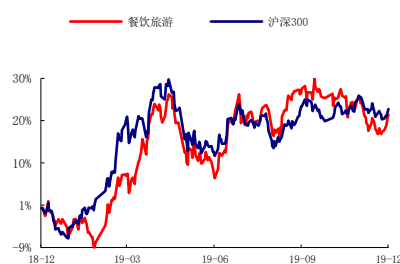
**免税：国旅19年业绩有望超预期，2020年业绩存政策弹性。**业绩层面，我们此前预计只要Q4营收增15%，公司全年扣非业绩有望符合市场预期(40亿)，而受Q4离岛免税促销力度加大影响，国旅收入端增速预计远超15%增速，而利润端虽受促销影响，但预计毛利率不会出现显著下滑，因而公司2019年业绩有较大概率超出市场预期。此外，我们判断2020年存量业务预计实现扣非净利47-49亿，叠加海免股权注入及潜在国人市内免税政策放宽将带来增量业绩弹性，预计2020年扣非业绩将在49-52亿，当前估值和增速逐步匹配。中长期而言，国旅核心竞争优势已由牌照垄断向规模优势、先发优势转变，未来结合线上线下购物渠道的拓宽，自身经营效率也有望出现改善，同时作为国家引导消费回流，以及高端化妆品销售的重要渠道，免税行业仍是优质消费赛道，龙头公司配置价值显著。

**机场：(1) 上海机场：Q4短期因素压制免税销售，预计1Q20免税销售有望边际企稳。**我们认为，Q4浦东机场免税销售增速承压主要受多个短期因素影响，包括地缘政治因素导致的地区旅客下滑，部分香化产品涨价、韩国免税促销(10.31-12.31)、卫星厅投产初期仍处爬坡阶段等，而自2020年Q1开始：一是我们了解到日上上海将加强促销活动，同时韩国免税的促销活动力度有望放缓；其次，卫星厅完整运行一个季度后，航班量、旅客量将逐步攀升，旅客购物流程也有望理顺；第三，2020年夏秋航季后，浦东机场受益于高准点率和卫星厅投产，时刻容量或将调升，出境旅客规模增长有望加快的增量销售将弥补卫星厅投运带来的成本增长；远期而言，上海机场2025年有望实现280-300亿的免税销售规模，届时净利规模将达90-100亿，参考海外机场20X-30X的市盈率估值体系，在其产能扩张稳定后，按中值25X市盈率，较目前估值仍有上行空间；

推荐

维持评级

### 行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：顾嘉闽

执业证号：S0100519080001

电话：

邮箱：guximin@mszq.com

### 相关研究

- 1.行业周(月)报:中美贸易谈判取得进展，关注低估值航空板块
- 2.社服交运2020年投资策略：迎接政策催化与“困境反转”

**(2) 白云机场:** 综合广州常驻居民对中高端化妆品的消费能力与上海的对比, 以及机场运营方与中免在经营上的合力, 我们依然看好白云机场免税销售的成长空间。以最近数月销售数据看, 我们预计 1Q20, 白云免税销售同比增速仍将接近 50%, 预计 2020 年免税销售规模有望达到 25 亿+;

**(3) 深圳机场:** Q3 业绩同样低于预期, 受广告业务放缓及人工成本增长困扰, 但未来受益于先行示范区建设背景下带来的行政性因素改善, 以及深圳市财政投入不断增加, 我们认为深圳机场国际旅客增速仍将维持较快增长, 考虑明年底深圳机场免税招标即将重启, 市场对其非航业务价值的认知有望重构。

**航空: 11 月需求回暖, 贸易谈判改善, 汇率企稳, 低估值航空股有望反弹。** 11 月民航业完成旅客运输量 5305.8 万人次, 同比增长 6.0%, 较 10 月 5.3% 的增速加快。其中, 国内/国际航线同比分别增长 4.7%/17.3%, 10 月分别为 +4.3%/15.1%。从 11 月高频数据看, 票价同期也出现回暖趋势, 反映需求端短期有所好转。考虑近期中美贸易谈判缓和出现进展, 人民币汇率企稳回升, 以及 2020 年民航供需结构逐步改善, 重申前期观点“航空股估值进入历史底部区间, 配置意义显著”, 推荐中国国航、东方航空、南方航空。

#### ● 投资建议:

**(1) 中美贸易谈判取得较好进展, 低估值的航空、酒店板块有望迎来估值修复, 推荐中国国航、南方航空、东方航空, 建议关注首旅酒店、锦江酒店;** **(2) 继续看好增长的确性和空间均可观的免税行业上下游, 推荐中国国旅 (19 年业绩有望超预期, 20 年政策弹性大)、上海机场 (1Q20 免税销售增速有望回升);** **(3) 具备外延空间的景区股, 推荐宋城演艺 (1H20 外延项目逐步落地)、天目湖 (外延确定性强)、峨眉山 A (交通改善、演艺及大数据业务将于 2020 年贡献增量业绩)。**

#### ● 风险提示

经济下行拖累国内免税销售不及预期; 国人市内免税政策落地进展低于预期; 油汇负向波动。

表 1: 重点公司盈利预测表

行业	代码	重点公司	现价 2019/12/20	EPS			PE			评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
免税	601888	中国国旅	87.69	1.61	2.38	2.78	38.0	36.8	31.5	推荐
	300144	宋城演艺	29.73	0.89	0.93	1.03	25.2	32.0	28.9	推荐
景区	603136	天目湖	25.35	1.29	1.00	1.32	18.4	25.4	19.2	推荐
	000888	峨眉山 A	6.45	0.40	0.46	0.50	14.3	14.0	12.9	推荐
航空	600115	东方航空	5.45	0.19	0.36	0.52	36.5	15.1	10.5	推荐
	601111	中国国航	9.10	0.53	0.52	0.75	15.6	17.5	12.1	推荐
	600029	南方航空	6.95	0.28	0.44	0.49	27.3	15.8	14.2	推荐
机场	600009	上海机场	79.11	2.20	2.82	2.74	27.3	28.1	28.9	推荐
	600004	白云机场	18.13	0.55	0.44	0.60	18.4	41.2	30.2	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

## 目录

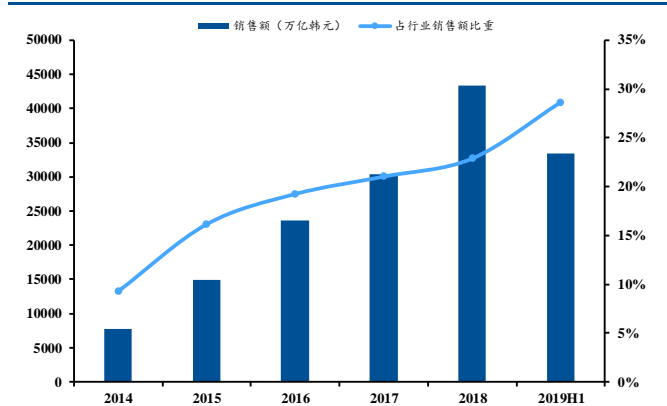
<b>一、本周观点：以韩国线上免税发展为鉴，看我国免税线上化销售潜力</b>	<b>4</b>
(一) 韩国线上免税发展已臻成熟	4
(二) 线上免税预订与国人市内免税政策充分融合，将成驱动我国免税行业增长的新动力	5
<b>二、行业数据跟踪</b>	<b>8</b>
(一) 航空：11月需求回升，国际线增长加速	8
1、南方航空	8
2、东方航空	8
3、中国国航	9
(二) 机场：地区旅客依旧对京沪机场产生拖累	10
(三) 快递：11月旺季量价齐升	10
(四) 博彩：11月整体毛收入增速下滑，但人均博彩消费连续一个季度出现回升	11
<b>二、行情回顾</b>	<b>12</b>
(一) 社会服务业	12
(二) 交通运输业	13
<b>三、盈利预测与财务指标</b>	<b>14</b>
<b>四、风险提示</b>	<b>14</b>
<b>插图目录</b>	<b>15</b>
<b>表格目录</b>	<b>16</b>

## 一、本周观点：以韩国线上免税发展为鉴，看我国免税线上化销售潜力

### （一）韩国线上免税发展已臻成熟

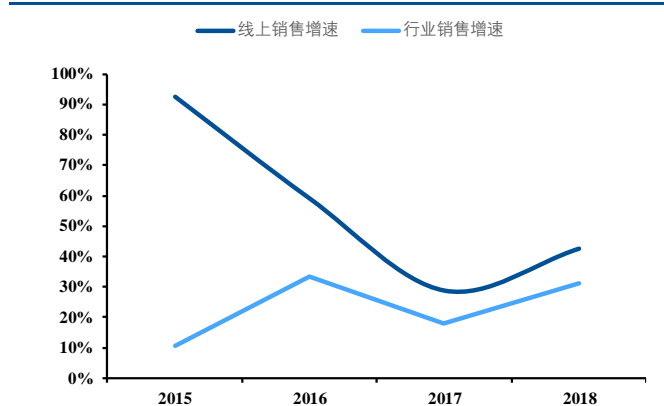
作为全球最大的免税市场，韩国线上免税销售的发展已较为成熟。自2000年乐天第一家线上免税店开业，目前线上业态在整个韩国免税产业链体系中占据重要地位：截止1H19，韩国线上免税销售额已达到3.34万亿韩元，占比28.6%。而与行业整体的增速对比，2014-2018年韩国线上免税销售的复合增速为54%，远高于行业整体销售增速。

图1：2013-2019H1 韩国线上免税销售额



资料来源：KDFA，民生证券研究院

图2：线上免税销售增速与行业销售增速对比

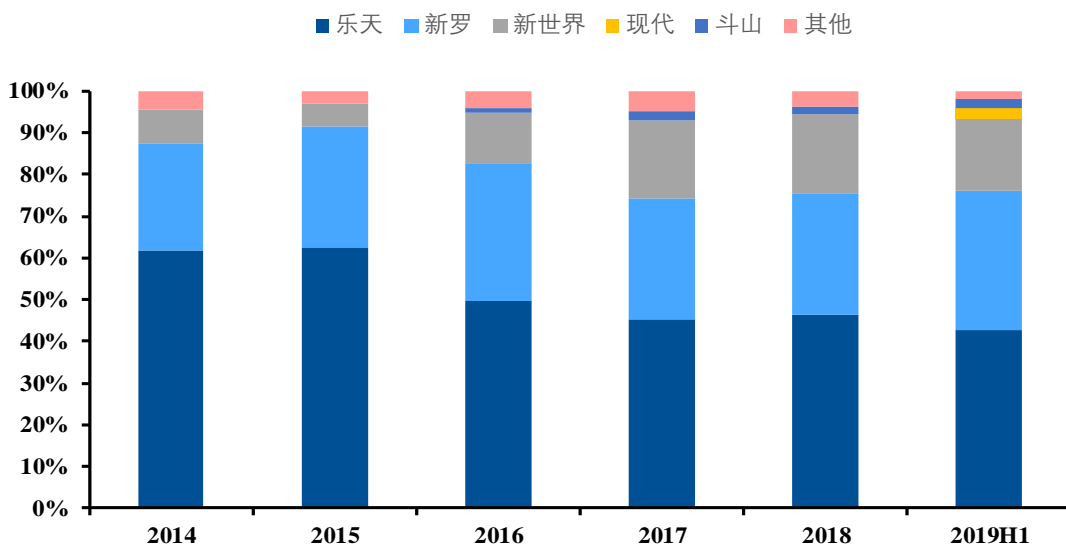


资料来源：KDFA，民生证券研究院

**客群画像：年轻群体为主，代购占比提升，香化仍是最大品类。**根据仁川国际机场产业技术研究所出版的“仁川机场免税店购物行动特性研究”，目前韩国线上免税购物群体主要以二三十岁的年轻消费者为主。而在消费者作出购物决策的主要理由中，**回答“比起国内机场免税店实惠更多” (55.6%)**的人占了一半以上。这或许表明，相较于便利性，消费者在选择线上免税购物时最重视的仍是价格因素，而非便利性。此外，目前中国代购也把目光转向了网上免税店，据韩媒报道，TOP3的线上销售额中一半以上来自中国消费者。至于商品的销售结构，化妆品仍占绝对多数：**与线下免税店化妆品销售比重约50%相比，线上的销售比重在80%以上。**

**竞争格局：寡头垄断特征明显。**与线下免税店的经营资质相同，韩国的线上免税店均由免税运营商开设，因关税厅要求线上免税店亦需具备免税牌照。**但韩国的机场运营方向同样对线上免税市场虎视眈眈，如仁川机场就效仿新加坡樟宜机场和香港国际机场，开发并向免税运营商提供网上免税店平台，使原来的免税店经营者进驻，以规避关税厅对免税运营资质的相关规定。**但整体而言，韩国线上免税市场的竞争格局与线下一致，基本由三大寡头垄断，因中小免税店由于名牌入驻数量不足，及库存管理的问题，很难在网上运营免税店，**这也反映出规模效应在线上免税运营的竞争因素中，仍产生主导作用。**

图 3：韩国线上免税销售额构成



资料来源：KDFA，民生证券研究院

随着线上销售的重要性日益凸显，韩国免税运营商的发展战略也开始向线上倾斜：

(1) 线上免税店商品价格更具优势。目前，消费者在韩国网上免税店可以通过多种多样的积分和折扣活动，部分产品较线下门店便宜 10~15%；

(2) 通过整合产业资源，为线上免税销售平台导流。如新罗线上免税店尝试通过提供不同的服务要素以吸引顾客，包括顾客可通过制作评论，最高可获得 3% 的现金性优惠，同时通过推出移动直播服务“新罗 TV”，吸引年轻客群。

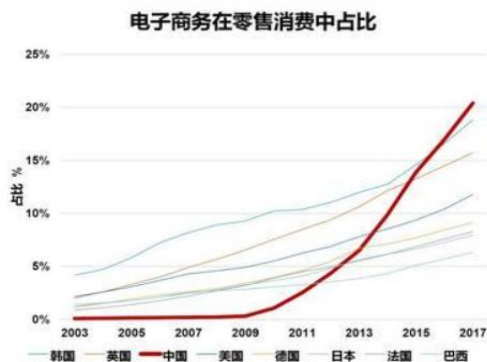
(3) 乐天线上免税店去年 9 月开通了中文繁体字平台服务，并为机场旅客提供各类查询服务。这是为了吸引使用中国大陆、台湾、香港、新加坡等大中华地区顾客。通过这种方式，今年上半年相关国家的销售额增加了 291%。

## (二) 线上免税预订与国人市内免税政策充分融合，将成驱动我国免税行业增长的新动力

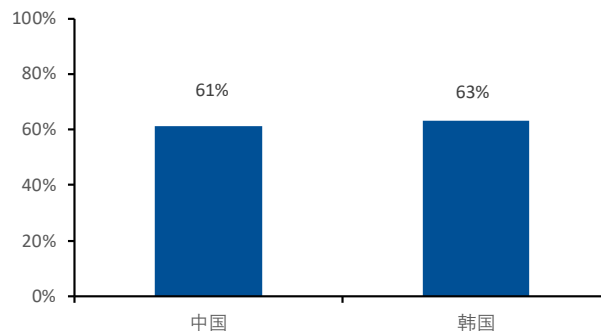
**中、韩两国居民具有相似的移动互联网基因。**早在 2017 年以前，韩国活跃移动互联网用户占该国总人口的 63%，而在 2018 年，中国移动互联网人口的渗透率也达到了 61%。同时，在互联网女皇 Mary Meeker 发布的 2018 年度《互联网趋势报告》中，中韩两国的电商消费支出在零售消费中的占比也基本相当。这表明，中韩两国居民具备相似的移动互联网基因，从客群基础的角度看，我国免税销售的线上化具备现实基础。

图 4：中、韩两国电商零售额占比均较高

图 5：中、韩两国移动互联网渗透率对比



资料来源：《2018年互联网趋势报告》，民生证券研究院



资料来源：CNNIC，民生证券研究院

**中国线上免税业态发展刚刚起步，当前线上销售占比低于 10%。**自 2018 年以来，国内免税行业的线上化发展趋势正逐步显现。各免税运营商也陆续开通了移动端的线上免税预订渠道，包括自有的 app 渠道，以及微信端口下的小程序。受政策限制，目前线上免税预订购物形式仍未脱离“线上下单、线下门店提货”的基本形态，同时线上平台中可供预订的品类也主要局限于化妆品，精品、烟酒等品类展示不足。而从渠道调研情况看，受制于当前各免税运营商的企业基因，以及监管层面未对线上免税预订作出明确规定，目前我国主要免税销售渠道的线上销售占比仍较低，均未超过 10%。

**目前，中免集团已正式成立新零售事业部，以加快线上免税预订业务与线下门店形态的融合，同时也在积极推进免税业务大会员系统建设，以全面提升商业运营效率和客户体验。**公司已初步打造完成了线上预订业务，广州、西安机场店自营预订平台已上线，杭州机场店也完成了在自营预订平台和飞猪平台的上线，微信公众号“中免集团”则已整合了日上北京的免税预订业务，香港机场的 Duty Zero 店则是亚洲首家开通线上预购的机场烟酒免税店。

**重点看好线上免税预订与国人市内免税政策放开后的融合趋势。**随着 2020 年中国免税业步入政策大年，市场预期已久的国人市内免税政策有望迎来落地。但目前仍有观点质疑国人市内免税购物政策放开后，是否能够达到预期效果，因当前市内免税店品类仍以香化为主，与机场免税店区分不够清晰，在价格相同情况下，消费者提前在市内免税店选购商品，出发日前往机场提货的必要性并不充分。**正如前文韩国的案例所示，对于不同的免税购物渠道，消费者最终作出购物决策的核心要素仍是价格，若未来市内免税店无法提供与机场差异的商品、价格或服务，则实际的政策效果确实存在打折的可能。因而，我们认为明年国人市内免税政策能否取得预期的效果，至少取决于两方面：**

(1) 中免集团能否充分融合线上预订、会员积分政策、市内门店等多种手段，以提升市内免税购物渠道的吸引力；

(2) 政策制定部门是否能够制定更加清晰透明线上预订规则，以消除运营商对政策的顾虑；相关监管部门、机场，在提货流程上是否能给予足够的配合。

**但整体而言，我们认为若以上因素解决，线上预订与国人市内免税购物的融合，将成驱动我国免税业进一步增长的重要动力：**从运营层面，线上免税预订业务确实为消费者摆脱空间和

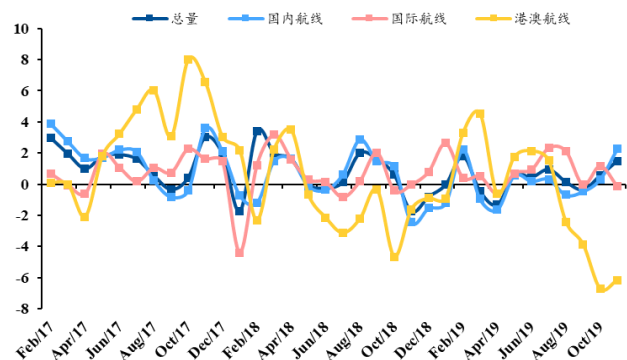
时间的限制提供了新的可能，对提升客单价、降低租金/扣点成本均是有益，这一点反过来又为运营商在终端销售时提供更多的让利提供空间；从政府层面，通过进一步拓宽免税销售渠道，线上免税预订业务对提高居民在境内免税店购物的渗透率，吸引消费回流亦是利大于弊。因而，我们判断在当前免税行业政策逐步放宽的大势之下，线上免税预订形式有望成为未来免税运营商提升经营效率的重要手段，同时其与国人市内免税购物的结合将是驱动行业下一轮增长的重要驱动因素，中免集团作为行业龙头，仍是这一趋势的最大受益者。

## 二、行业数据跟踪

### (一) 航空：11月需求回升，国际线增长加速

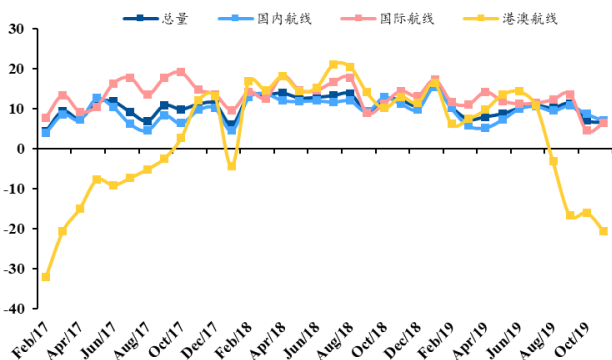
#### 1、南方航空

图 6：南方航空客座率变动趋势 (%)



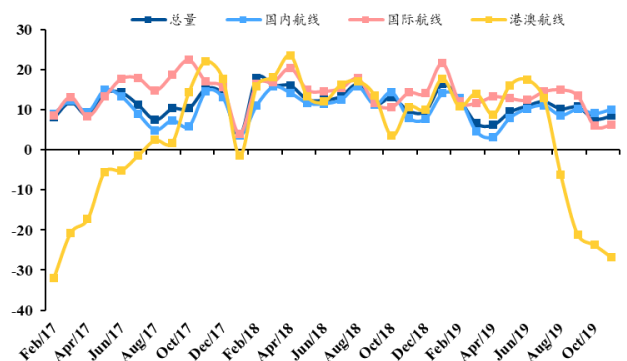
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：南方航空 ASK 变动趋势 (%)



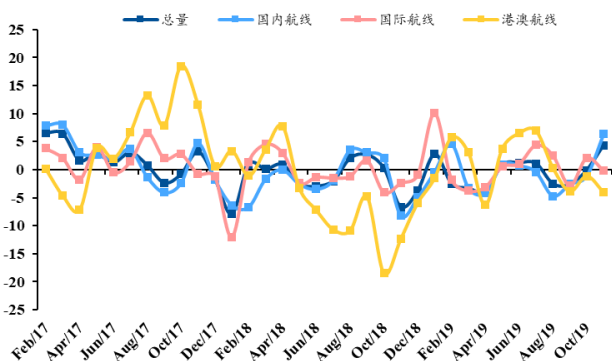
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：南方航空 RPK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 9：南方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

#### 2、东方航空

图 10：东方航空客座率变动趋势 (%)

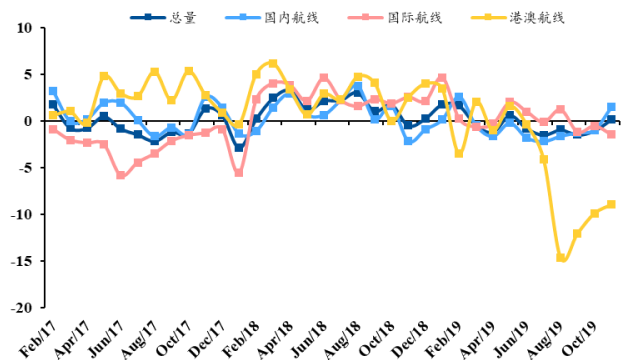
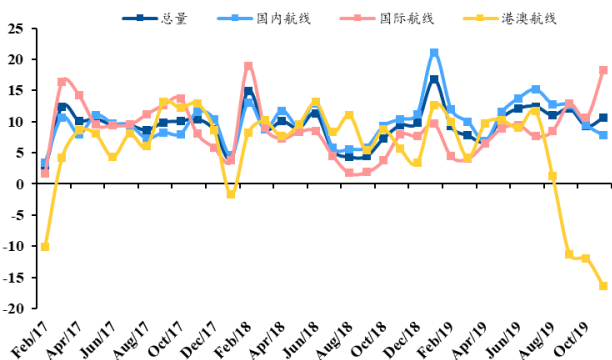


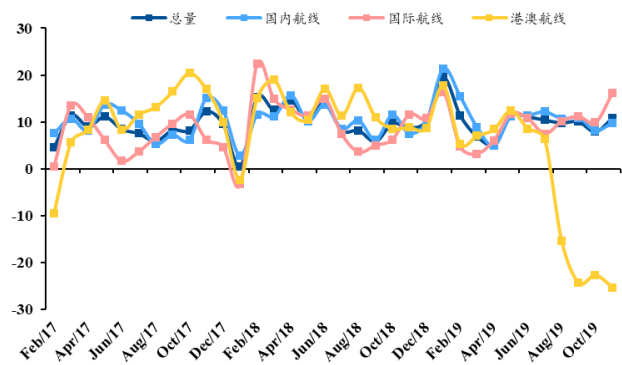
图 11：东方航空 ASK 变动趋势 (%)





资料来源：公司公告，民生证券研究院

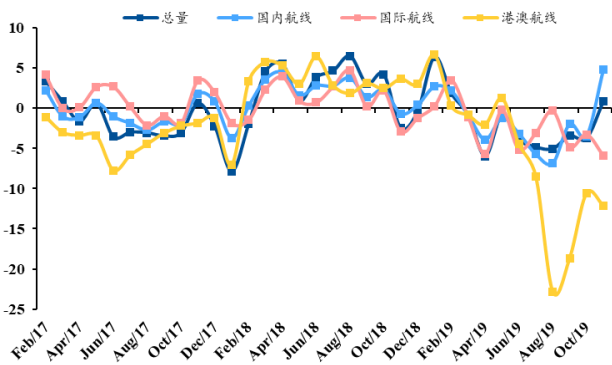
图 12: 东方航空 RPK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

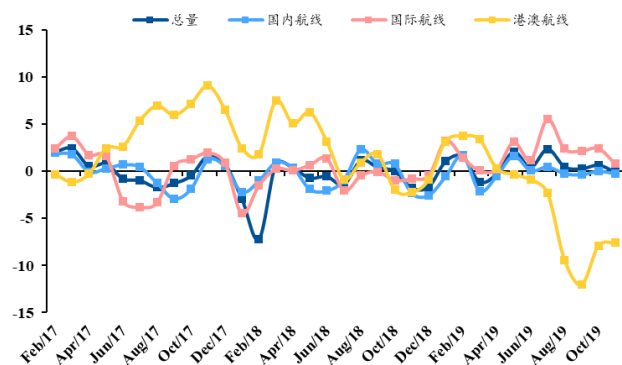
图 13: 东方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

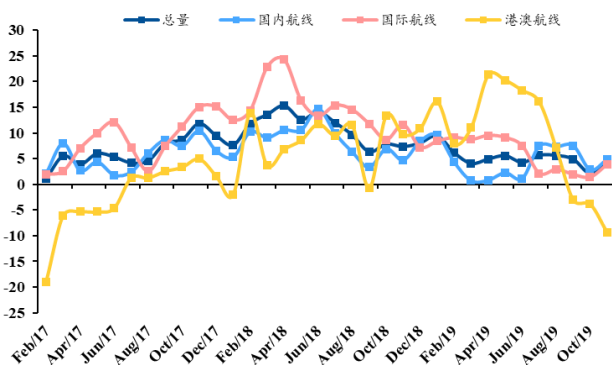
### 3、中国国航

图 14: 中国国航客座率变动趋势 (%)



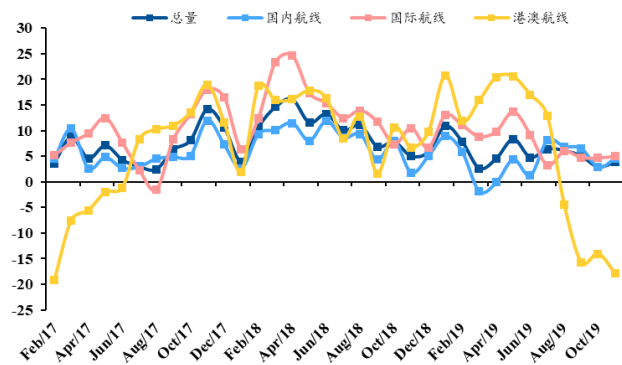
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15: 中国国航 ASK 变动趋势 (%)



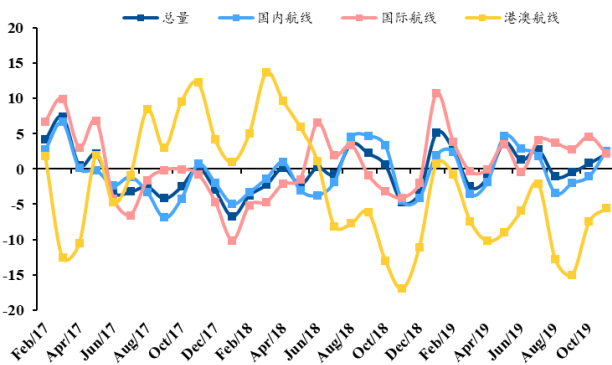
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 16: 中国国航 RPK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

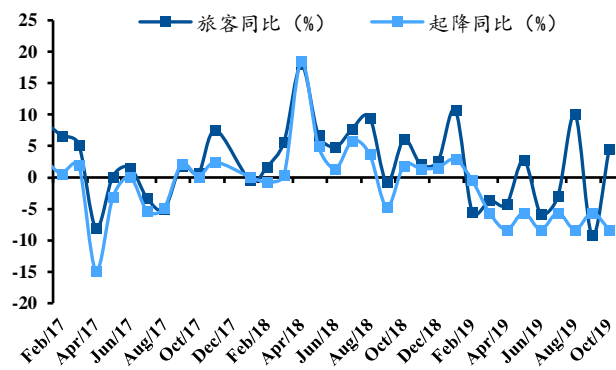
图 17: 中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

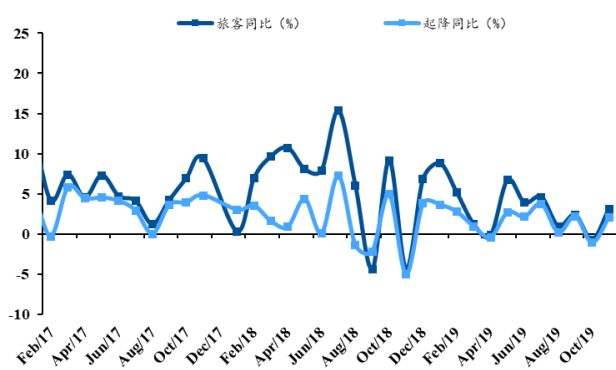
## (二) 机场：地区旅客依旧对京沪机场产生拖累

图 13: 首都机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)



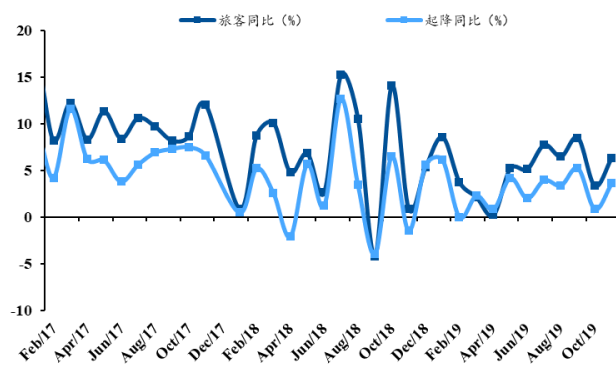
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 14: 浦东机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)



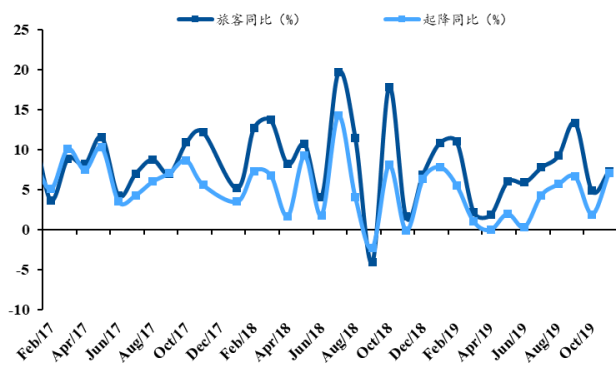
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15: 白云机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

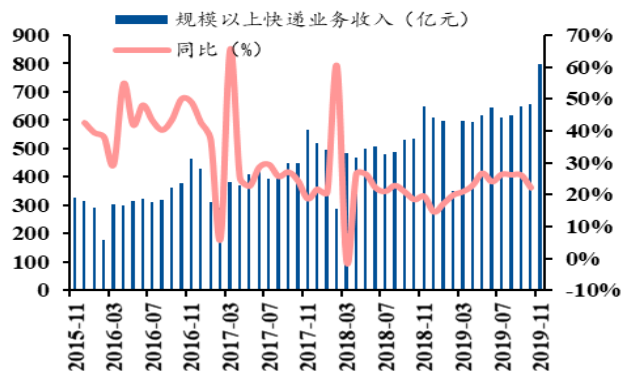
图 16: 深圳机场旅客与飞机起降变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

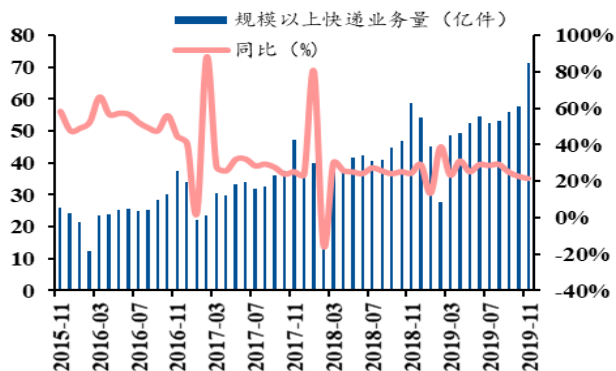
## (三) 快递：11 月旺季量价齐升

图 17: 11 月快递业务收入完成 797 亿元，同比+23%



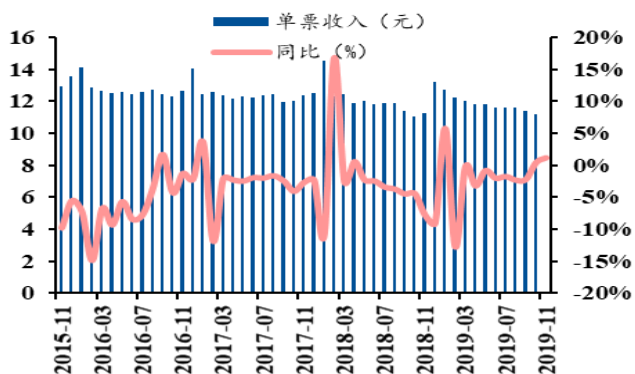
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 18: 11 月快递业务量完成 71.2 亿件，同比+22%



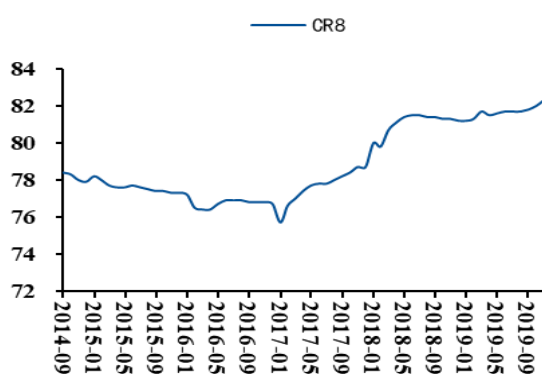
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 19: 11 月单票收入 11.2 元, 同比+1.1%



资料来源: 国家邮政局, 民生证券研究院

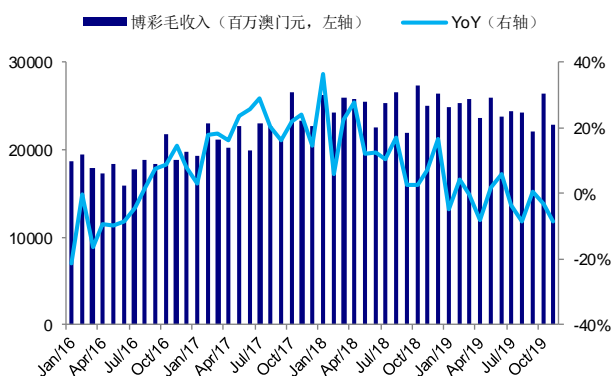
图 20: 11 月快递品牌集中度 CR8 为 82.3, 同比+1.0pct



资料来源: 国家邮政局, 民生证券研究院

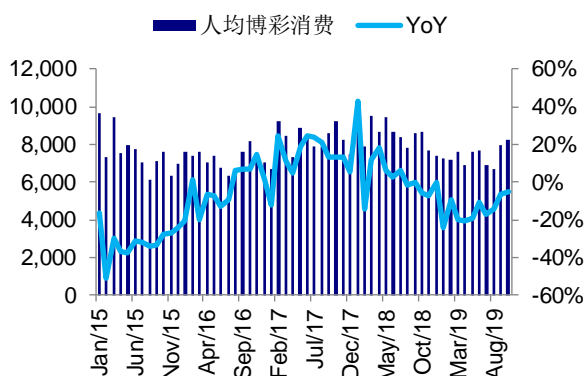
#### (四) 博彩: 11 月整体毛收入增速下滑, 但人均博彩消费连续一个季度出现回升

图 21: 澳门博彩业毛收入及增速 (截止 2019 年 11 月)



资料来源: DICJ, 民生证券研究院

图 22: 澳门旅客人均博彩消费 (截止 2019 年 10 月)



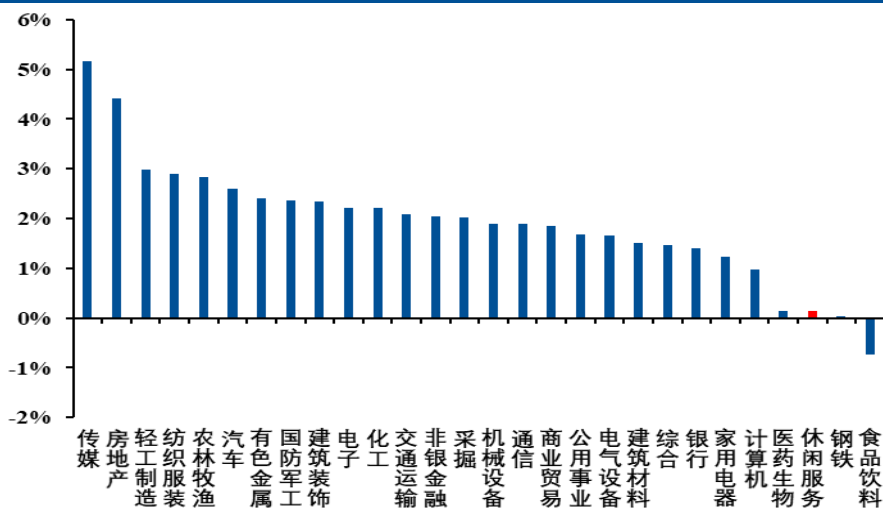
资料来源: DICJ, 民生证券研究院

## 二、行情回顾

### (一) 社会服务业

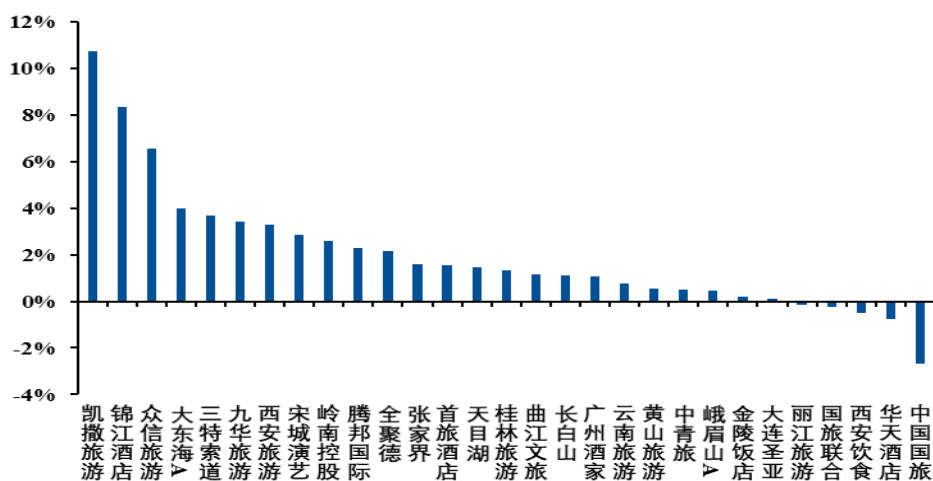
本周申万休闲服务指数上涨 0.1%，跑输沪深 300 指数 1.1 个百分点。

图 23：本周申万休闲服务指数涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：休闲服务行业本周个股涨跌幅

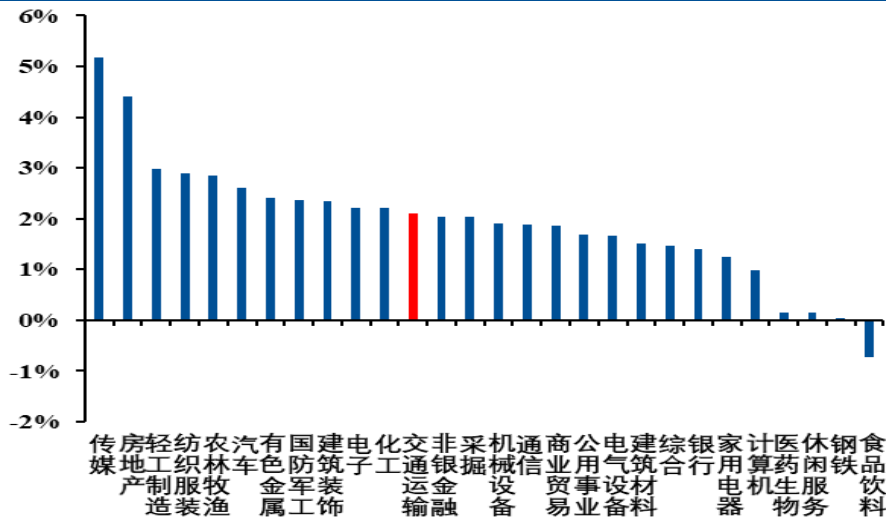


资料来源：Wind，民生证券研究院

## (二) 交通运输业

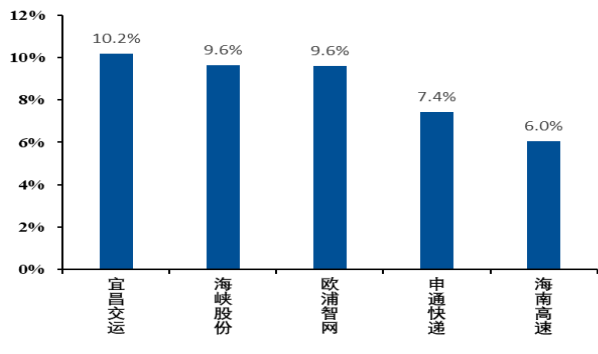
本周申万交通运输行业指数上涨 2.1%，跑赢沪深 300 指数 0.9 个百分点。

图 25：本周申万交通运输行业指数涨跌幅



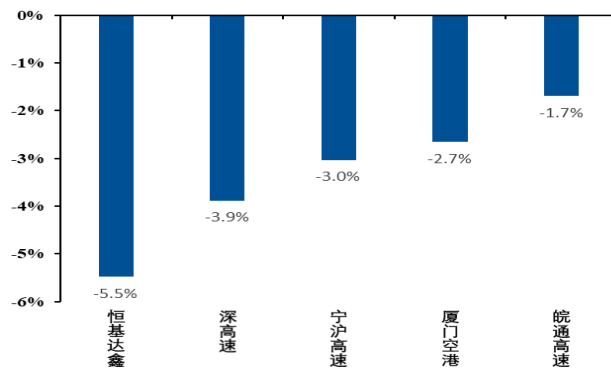
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：本周个股涨幅前五



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27：本周个股跌幅前五



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 三、盈利预测与财务指标

**表 2：重点公司盈利预测表**

行业	代码	重点公司	现价 2019/12/20	EPS			PE			评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
免税	601888	中国国旅	87.69	1.61	2.38	2.78	38.0	36.8	31.5	推荐
	300144	宋城演艺	29.73	0.89	0.93	1.03	25.2	32.0	28.9	推荐
景区	603136	天目湖	25.35	1.29	1.00	1.32	18.4	25.4	19.2	推荐
	000888	峨眉山 A	6.45	0.40	0.46	0.50	14.3	14.0	12.9	推荐
航空	600115	东方航空	5.45	0.19	0.36	0.52	36.5	15.1	10.5	推荐
	601111	中国国航	9.10	0.53	0.52	0.75	15.6	17.5	12.1	推荐
	600029	南方航空	6.95	0.28	0.44	0.49	27.3	15.8	14.2	推荐
机场	600009	上海机场	79.11	2.20	2.82	2.74	27.3	28.1	28.9	推荐
	600004	白云机场	18.13	0.55	0.44	0.60	18.4	41.2	30.2	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

### 四、风险提示

经济下行拖累国内免税销售不及预期；国人市内免税政策落地进展低于预期；油汇负向波动。

## 插图目录

图 1: 2013-2019H1 韩国线上免税销售额.....	4
图 2: 线上免税销售增速与行业销售增速对比.....	4
图 3: 韩国线上免税销售额构成.....	5
图 4: 中、韩两国电商零售额占比均较高.....	5
图 5: 中、韩两国移动互联网渗透率对比.....	5
图 6: 南方航空客座率变动趋势 (%).....	8
图 7: 南方航空 ASK 变动趋势 (%).....	8
图 8: 南方航空 RPK 变动趋势 (%).....	8
图 9: 南方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%).....	8
图 10: 东方航空客座率变动趋势 (%).....	8
图 11: 东方航空 ASK 变动趋势 (%).....	8
图 12: 东方航空 RPK 变动趋势 (%).....	9
图 13: 东方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%).....	9
图 14: 中国国航客座率变动趋势 (%).....	9
图 15: 中国国航 ASK 变动趋势 (%).....	9
图 16: 中国国航 RPK 变动趋势 (%).....	9
图 17: 中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%).....	9
图 13: 首都机场旅客与飞机起降变动趋势 (%).....	10
图 14: 浦东机场旅客与飞机起降变动趋势 (%).....	10
图 15: 白云机场旅客与飞机起降变动趋势 (%).....	10
图 16: 深圳机场旅客与飞机起降变动趋势 (%).....	10
图 17: 11 月快递业务收入完成 797 亿元, 同比+23%.....	10
图 18: 11 月快递业务量完成 71.2 亿件, 同比+22%.....	10

图 19: 11 月单票收入 11.2 元, 同比+1.1%.....	11
图 20: 11 月快递品牌集中度 CR8 为 82.3, 同比+1.0pct.....	11
图 21: 澳门博彩业毛收入及增速 (截止 2019 年 11 月) .....	11
图 22: 澳门旅客人均博彩消费 (截止 2019 年 10 月) .....	11
图 23: 本周申万休闲服务指数涨跌幅.....	12
图 24: 休闲服务行业本周个股涨跌幅.....	12
图 25: 本周申万交通运输行业指数涨跌幅 .....	13
图 26: 本周个股涨幅前五.....	13
图 27: 本周个股跌幅前五.....	13

## 表格目录

表 1: 重点公司盈利预测表.....	2
表 2: 重点公司盈利预测表.....	14



## 分析师简介

**顾熹闽**，民生证券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

## 免责声明

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其他方式发送、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。