

8月离岛免税销售31亿增218%，下半年预计增速将超两倍

——中国中免跟踪报告

公司跟踪

● 8月离岛免税销售31亿增218%，7-8月销售56亿增222%

据海口海关统计，7月1日-8月31日，海南全岛离岛免税销售收入达到55.8亿元，同比增长222%。其中，7月份，离岛免税销售规模为24.9亿元，同比增长228%；8月份，离岛免税销售规模为30.9亿元，同比增长217.6%。7-8月离岛免税销售均实现2倍以上爆发式增长，主要原因是离岛免税新政推动国人免税消费热情高涨；海南暑期旅游市场迎来快速恢复，游客量大增。

● 8月客单价已达6900元，比去年底增长近1倍

根据海口海关数据，7月离岛免税购物人次为38.4万人次，人均客单价达到6478元。7-8月离岛免税购物人次为83.2万人。据此我们可以测算，8月份离岛免税购买人群的客单价已经达到近6900元，环比7月增长8%，相比起2019年底的3542元增长了95%。客单价成倍增长的主要原因是单价8000元以上的奢侈品同比增长4倍以上，极大提升了客单价；化妆品购买件数放宽后购买数量同比增长1.8倍，销售额增长3倍。

● 中免9月计划增加营业面积，下半年离岛免税销售或增超2倍

近期，奢侈品销售出现缺货、排队长等现象。中免计划将通过进行全球调货、增加提货点面积以及9月底增加海口三亚店营业面积的方式提升购物体验。中免三亚机场店也正式落定，预计11月底开业。从下半年离岛免税销售的外部环境来看，三季度正值旅游旺季，四季度有十一黄金周以及双十一、双十二等促销狂欢日，这都有利于下半年离岛免税销售规模继续高速增长。经测算，下半年离岛免税销售规模可以同比增长2倍以上，有望达到210亿元。2020年离岛免税规模或达到300亿元，同比增长117.6%。

● 看好公司业务高增长中长期逻辑，维持“强烈推荐”评级

我们预计公司2020-2022年实现营收549.36亿元、957.79亿元、1260.97亿元，同比增长14.5%、74.3%、31.7%；归母净利润分别为42.67亿元、95.73亿元、132.28亿元，同比增长-7.82%、124.35%、38.18%。对应PE分别为95、42、31倍。新政效应显著，离岛免税消费增长强劲，在政策红利继续释放的情况下，我们认为公司业绩有望继续保持高速增长，公司在未来仍有较大市值增长潜力，因此维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：疫情反弹风险、免税销售低于预期风险、公司经营风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	54,936	95,779	126,097
增长率(%)	66.2	2.0	14.5	74.3	31.7
净利润(百万元)	3,095	4,629	4,267	9,573	13,228
增长率(%)	22.3	49.6	-7.8	124.4	38.2
毛利率(%)	41.5	49.4	45.9	54.5	57.0
净利率(%)	6.6	9.7	7.8	10.0	10.5
ROE(%)	21.2	24.3	17.9	30.7	30.6
EPS(摊薄/元)	1.59	2.37	2.19	4.90	6.77
P/E(倍)	130.7	87.40	94.82	42.26	30.6
P/B(倍)	24.9	20.3	17.8	13.1	9.4

强烈推荐(维持评级)

姚轩杰(分析师)

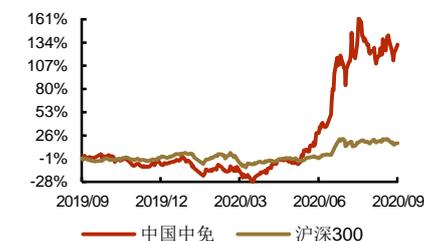
010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

市场数据	时间 2020.09.14
收盘价(元):	214.3
一年最低/最高(元):	66.5/249.0
总股本(亿股):	19.52
总市值(亿元):	4,184.16
流通股本(亿股):	19.52
流通市值(亿元):	4,184.16
近3月换手率:	65.2%

股价一年走势



相关报告

《离岛免税和日上直邮高速增长，全年机场租金有望下调》2020-09-01

《7月销售额大增240%，中免全年离岛免税收入或接近300亿》2020-08-09

《短期业绩利空消退，免税新政促下半年业绩增长大幅提速》2020-07-19

《政策超预期或促离岛免税规模达600亿，中免业绩有望加速增长》2020-07-01

《更名中国中免，战略方向全面聚焦免税业务》2020-06-18

目 录

1、 8月离岛免税销售 31 亿增 218%，7-8 月销售 56 亿增 222%	3
2、 8 月客单价已达 6900 元，比去年底增长近 1 倍.....	3
3、 8 月高价商品销售 6.2 亿增 343%，中免 9 月增加营业面积.....	4
3.1、 8 月单价 8000 元商品销售约 6.2 亿元，同比增 343%，环比略降	4
3.2、 中免将增加提货点和海口三亚店营业面积，满足游客购买需求.....	5
4、 手机 3C、酒类占新品销售达 95%，化妆品销售增 3 倍.....	5
5、 下半年离岛免税销售预计同比增长 2 倍以上.....	6
6、 中免三亚机场免税店有望 11 月底开业.....	6
7、 盈利预测与投资建议.....	7
8、 风险提示	7
附： 财务预测摘要.....	8

图表目录

图 1： 7-8 月离岛免税销售及增速.....	3
图 2： 7-8 月单价超 8000 元商品的销售额、增速及占比.....	4
图 3： 7-8 月各产品占免税新增品类销售比重.....	6
图 4： 7-8 月各品类的销售额及其占比.....	6
图 5： 三亚店股权结构图.....	7
表 1： 7-8 月离岛免税购物人次、客单价及增长率.....	4
表 2： 中免为满足游客免税购物需求采取的相关措施.....	5
表 3： 下半年及全年离岛免税规模测算.....	6

1、8月离岛免税销售31亿增218%，7-8月销售56亿增222%

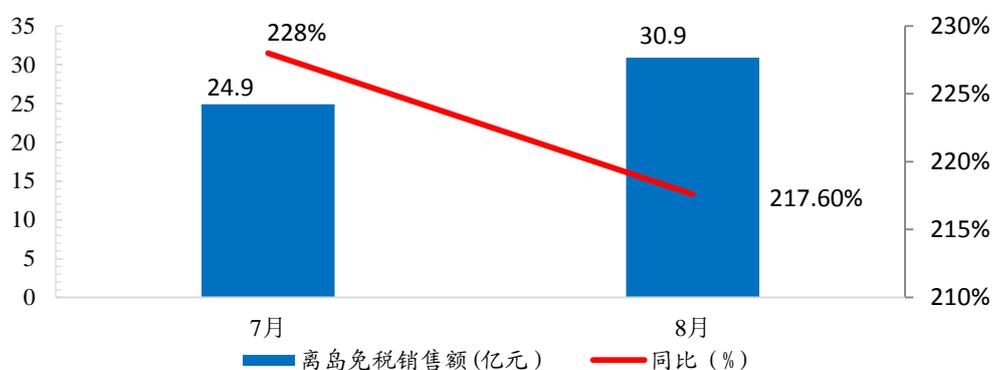
据海口海关统计，7月1日-8月31日，海南全岛离岛免税销售收入达到55.8亿元，同比增长222%。这是离岛免税新政自7月1日实施满2个月以来交出的靓丽成绩单。

这表明，在新政大幅放宽购买限制，国人免税消费热情激增，免税消费需求快速释放，带动离岛免税销售规模爆发式增长。

分月度来看，7月份，离岛免税销售规模为24.9亿元，同比增长228%；8月份，离岛免税销售规模为30.9亿元，同比增长217.6%。

根据海南商务厅数据显示，7月1日至8月18日，海南离岛免税店销售额突破50亿元。由此可以计算出，8月前18天（8月1-18日），离岛免税销售额为25.1亿元，占单月销售额的81%；8月后13天（8月19-31日），离岛免税销售额为5.8亿元，占单月销售额的19%。

图1：7-8月离岛免税销售及增速



资料来源：海口海关，新时代证券研究所

可以看到，7月和8月离岛免税销售额都呈现200%以上的迅猛增长，这主要得益于两个方面的原因：

(1) 离岛免税新政自7月1日起正式实施，免税额度由3万提至10万元、单件8000元的商品取消行邮税、增加手机等电子产品销售、提高化妆品单次购买件数从12件提至30件、取消化妆品和手机及酒类之外全部免税商品的单次购买件数限制等，大幅放宽离岛免税政策，大大提升了国人免税消费动力，免税销售规模快速放大；

(2) 随着暑期旅游旺季到来，海南过夜旅客人数、机场航班量快速恢复，旅游消费市场大幅改善。根据海南省文旅厅统计，7-8月海口、三亚的旅游人次、旅游收入已经达到往年同期水平，全国暑期热门旅游目的地，三亚排名第一。

2、8月客单价已达6900元，比去年底增长近1倍

根据海口海关数据，7月离岛免税购物人次为38.4万人次，人均客单价达到6478元。

海南商务厅数据显示，7月1日至8月18日，海南离岛免税店销售额突破50亿元，购物人数达74万人次，人均客单价为6758元。

海口海关最新统计，7-8月离岛免税购物人次为83.2万人。据此我们可以测算，

8月份离岛免税购买人群的客单价已经达到近6900元，环比7月增长8%，相比起2019年底的3542元增长了95%。

客单价的快速提升主要原因有两个：1) 新政实施后，单价超8000元的箱包、手表、首饰等高档奢侈品，手机、平板电脑等3C产品的销售占比大幅提升；2) 原来销售占比60%以上的香化产品因单次购买件数从12件提至30件，带动香化产品购买量快速增长，从而带动整体客单价大幅跃升。

表1: 7-8月离岛免税购物人次、客单价及增长率

日期	2019年底	2020年7月	2020年8月
购物人次(万人次)	384	38.4	44.8
客单价(元)	3542	6478	6897
对比2019年客单价增长率		83%	95%

资料来源：海口海关，新时代证券研究所测算

3、8月高价商品销售6.2亿增343%，中免9月增加营业面积

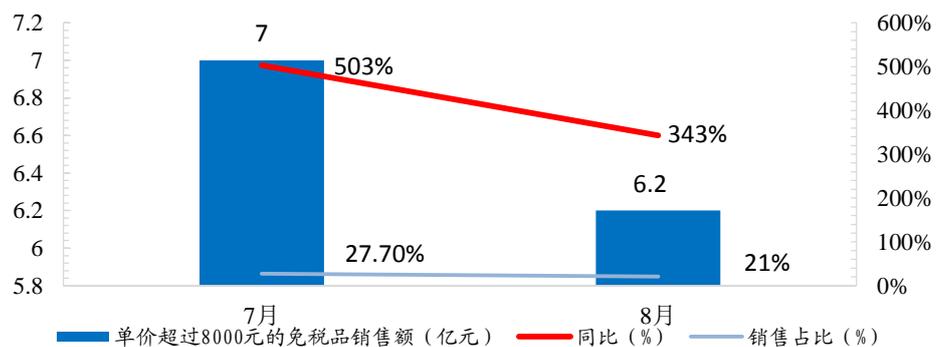
3.1、8月单价8000元商品销售约6.2亿元，同比增343%，环比略降

根据海南省财政厅数据，7月份，海南离岛免税销售品类中，单价超过8000元的免税品销售额约为7亿元，同比增长503%；其在全部免税品销售额的占比由去年同期的15.6%提高到今年的27.7%。

海南商务厅数据显示，7月1日至8月18日，单价超过8000元的免税品销售额近12亿元，同比增长420%；其占总销售额的比重提高到24%。

据此我们可以测算，8月份单价超过8000元的免税品销售额约为6.2亿元，同比增长343%。

图2: 7-8月单价超8000元商品的销售额、增速及占比



资料来源：海南省财政厅，新时代证券研究所

可以看到，8月高价商品的销售额环比7月有一定的下降，其主要原因是什么？根据我们的了解，自7月离岛免税新政实施以来，消费者对高端精品的需求量迅猛增长，经过7月的消化后，各家免税店内出现了一定的供应短缺问题。部分消费者反映品牌数量还不够多、个别商品价格有点高、个别品牌门店排队时间较长等现象。

海南省商务厅对此进行了详细解释，出现上述问题的主要原因有4个：

(1) 受疫情影响，国际知名品牌产能大幅降低，商品供不应求，一些品牌年度进入免税店计划消减或取消；

(2) 目前海南省 4 家免税店因面积有限, 可用店面场地、客流承载能力基本饱和, 难以增加新的品牌入驻;

(3) 由于供货渠道不同, 部分商品价格与香港、韩国等渠道相比, 价格优势不明显, 但是部分商品, 如某些品牌的香化产品则价格比国外便宜甚至全球最低;

(4) 机场、码头原有提货点面积小, 工作人员不足, 导致高峰期排队时间长。

3.2、中免将增加提货点和海口三亚店营业面积, 满足游客购买需求

针对以上问题, 海南省委、省政府高度重视, 已多次与经营企业中免集团负责人沟通, 督促其采取超常规措施, 尽快提升服务质量。

全球调货、增加提货点面积、9 月底增加海口三亚店营业面积。目前, 中免集团开展了以下工作: 第一, 集团通过全球渠道调货, 部分商品缺货问题得到较好改善; 第二, 9 月底前增加海口日月广场免税店和三亚海棠湾免税城营业面积, 吸纳更多国际品牌入驻; 第三, 新增离岛提货点营业面积。其中, 三亚凤凰机场提货点面积扩大了 1 倍多, 美兰机场提货点面积扩大了近 3 倍, 新海港提货点面积扩大了近 20 倍。

表2: 中免为满足游客免税购物需求采取的相关措施

问题清单	措施内容
货源供应	通过全球渠道调货, 部分商品缺货问题得到较好改善
营业场所	9 月底前增加海口日月广场免税店和三亚海棠湾免税城营业面积, 吸纳更多国际品牌入驻
提货点	增加离岛提货点面积: 三亚凤凰机场提货点面积扩大 1 倍多, 美兰机场提货点面积扩大了近 3 倍, 新海港提货点面积扩大近 20 倍

资料来源: 中免集团, 海南省商务厅, 新时代证券研究所

4、手机 3C、酒类占新品销售达 95%, 化妆品销售增 3 倍

手机、平板电脑、酒类占新品销售达 95%。自离岛免税新政实施后, 免税品从 38 类增加到 45 类, 其中, 手机、酒类新增品种备受市场关注。海南省商务厅数据显示, 7 月 1 日至 8 月 18 日, 新增品类免税品备受青睐。最受欢迎的是手机、酒类和平板电脑等便携式电子产品, 销售额占新增种类销售总额的 95%。

此前, 海南财政厅发布的 7 月离岛免税数据也显示, 7 月份海南 4 家离岛免税店新增品类共实现免税销售额 8197 万元, 占总销售额的 3.2%。其中, 最受欢迎的 3 个新增品类是手机、酒类和平板电脑等便携式电子产品, 销售额占新增品类总销售额的比重分别为 66%、22% 和 7%, 合计占新增种类销售额的 95%。

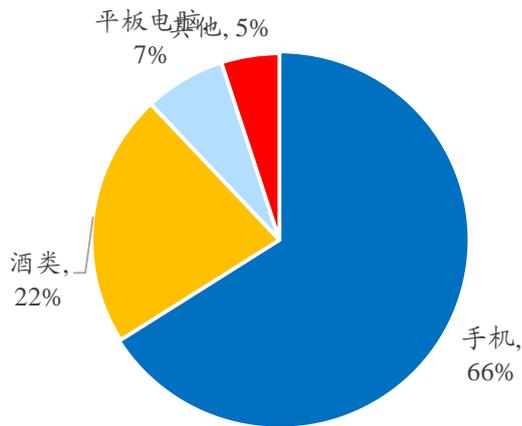
由此我们可以预估, 8 月份, 手机、酒类和平板电脑三类产品的销售占比也是 95%。

化妆品销售居首, 占比五成, 增长 3 倍。海南离岛免税销售商品中, 化妆品历来是消费者最青睐的产品, 尤其是免税新政实施后化妆品单次购买件数从 12 件放宽至 30 件, 消除了消费者挑选、购买彩妆时受限于件数限制的顾虑, 化妆品销售额大幅增长。据海口海关统计, 7-8 月, 离岛免税品购买金额前 3 的为: 化妆品 27.7 亿元 (占 49.6%)、手表 6.7 亿元 (占 12%) 和首饰 6.6 亿元 (占 11.9%), 合计占购物总额 73.5%。化妆品购买量、值均居首位。

此前, 海南省商务厅数据显示, 7 月 1 日至 8 月 18 日, 化妆品购买件数同比

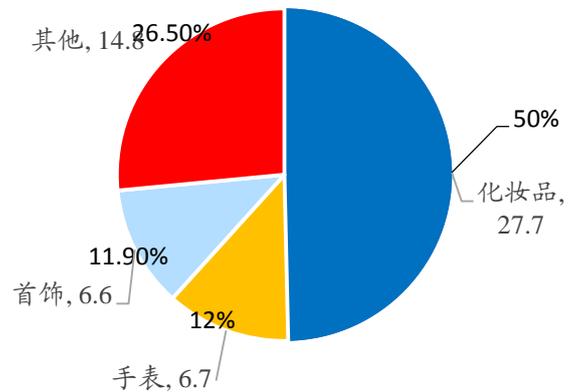
增长 1.8 倍，销售额同比增长 3 倍。

图3： 7-8 月各产品占免税新增品类销售比重



资料来源：海南省财政厅，新时代证券研究所

图4： 7-8 月各品类的销售额及其占比



资料来源：海口海关，新时代证券研究所

5、下半年离岛免税销售预计同比增长 2 倍以上

从下半年离岛免税销售的外部环境来看，三季度正值暑期旅游高峰期，四季度有十一黄金周和年底双十一等大型销售活动，这都有利于下半年离岛免税销售继续成倍增长。

因此，按照 6-7 月 200% 以上的销售同比增速以及离岛免税政策红利效应，我们预计，下半年离岛免税销售规模可以同比增长 2 倍以上，有望达到 210 亿元。2019 年下半年离岛免税销售额为 70 亿元。

加总计算，那全年离岛免税规模或为 296 亿元，同比增长 117.6%。

表 3： 下半年及全年离岛免税规模测算

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2E	2020E
免税销售额 (亿元)	66	70	86	210	296
同比增速	28.5%	40.98%	30.70%	200%	117.60%

资料来源：商务部，海南省统计局，新时代证券研究所测算

上述测算逻辑是以上半年免税销售规模为基础，按目前增速预测，估算下半年销售规模，从而加总计算全年销售规模。这与此前海南省政府对全年离岛免税销售的目标做到了基本吻合。

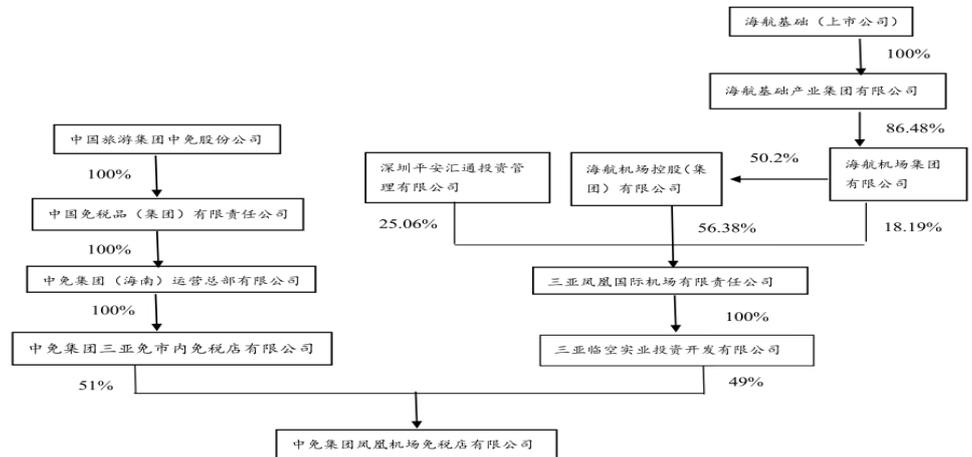
5 月 6 日，海南省出台《关于进一步采取超常规举措确保完成全年经济目标的实施意见》，提出“积极推动离岛免税新政”以及“加快落地离岛免税购物新政策，推动中免集团全年免税品销售额突破 300 亿元”。明确的列出具体销售目标，这表明海南省政府对离岛免税非比寻常的重视程度，也反映出其对离岛免税规模快速增长的信心。

6、中免三亚机场免税店有望 11 月底开业

8 月 19 日，海南省政府宣布，海旅投免税品有限公司及全球消费精品海南发展贸易有限公司获得离岛免税牌照；并表示计划年内在三亚增开 3 家离岛免税店，包括凤凰机场店和 2 家市内店，其中 1 家市内店将引进省外免税牌照方经营。

9月7日，中国中免公告，同意公司全资孙公司中免集团三亚市内免税店有限公司与三亚临空实业投资开发有限公司以现金方式共同投资人民币1亿元设立中免凤凰机场免税店有限公司，其中三亚市内店出资人民币5,100万元，持股比例为51%；海航基础关联方三亚临空实业出资人民币4,900万元，持股比例为49%，并同意按照有关规定和要求申请离岛免税经营权。这意味着三亚机场离岛免税店正式落地，预计在11月底可以开业，将为中免四季度离岛免税收入贡献增量。

图5： 三亚店股权结构图



资料来源：公司公告，天眼查，新时代证券研究所

7、 盈利预测与投资建议

对于公司长期增长逻辑，我们抱有充足信心。公司作为国内最大的免税公司，市占率高达91%，覆盖全免税牌照业务，对于离岛免税、机场口岸免税和市内免税业务有全方面的布局，在牌照优势、先发优势、区位优势、规模优势和供应链管理优势等方面具有难以撼动的竞争壁垒。在境外免税消费回落和海南离岛免税、市内免税店政策不断宽松的背景下，免税政策红利效应带动市场规模快速放大，行业5年内仍具有10倍以上规模增长空间，公司是最大的受益者，因此其业绩长期高增长的逻辑稳固。

根据中报情况，公司的离岛免税、日上直邮业绩增长超预期，下半年有望继续实现高增长；机场租金下调减轻公司费用支出等有利情形，我们预计公司2020-2022年实现营收549.36亿元、957.79亿元、1260.97亿元，同比增长14.5%、74.3%、31.7%；归母净利润分别为42.67亿元、95.73亿元、132.28亿元，同比增长-7.82%、124.35%、38.18%。对应2020-2022年PE分别为95、42、31倍。对于中免来说，其免税业务处于黄金赛道、朝阳行业；增长加速、业绩长牛，长期看公司龙头优势明显，业绩高增长持续性良好，具有较高估值溢价空间，未来仍有较大市值增长潜力，维持“强烈推荐”评级。

8、 风险提示

疫情反弹风险、免税销售低于预期风险、公司经营风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	19578	22246	26743	30997	44044	营业收入	47007	47966	54936	95779	126097
现金	11289	11906	15251	12576	35478	营业成本	27518	24273	29715	43597	54170
应收票据及应收账款合计	979	800	800	830	855	营业税金及附加	659	772	733	1329	1807
其他应收款	607	919	829	1347	1220	营业费用	11601	14904	17250	33403	46479
预付账款	693	381	849	1138	948	管理费用	1601	1549	1648	4617	5775
存货	5943	8060	8833	14925	5363	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	67	180	180	180	180	财务费用	-7	11	327	338	815
非流动资产	7269	8442	8898	11241	12802	资产减值损失	298	-378	-93	-201	-441
长期投资	284	255	258	287	329	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1932	1632	1943	3852	5016	其他收益	37	69	23	54	46
无形资产	1202	2504	2735	2975	3272	投资净收益	51	965	75	112	164
其他非流动资产	3851	4051	3963	4128	4185	营业利润	5426	7109	5453	12863	17701
资产总计	26847	30687	35641	42238	56846	营业外收入	25	66	12	75	78
流动负债	7793	7961	9758	7048	8042	营业外支出	116	14	273	233	113
短期借款	289	224	234	251	268	利润总额	5336	7160	5192	12705	17666
应付票据及应付账款合计	2859	3537	3549	3549	3549	所得税	1401	1746	629	2036	2838
其他流动负债	4645	4200	5975	3249	4226	净利润	3935	5415	4563	10669	14828
非流动负债	470	415	415	415	415	少数股东损益	840	786	296	1096	1600
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	3095	4629	4267	9573	13228
其他非流动负债	470	415	415	415	415	EBITDA	5386	7225	5242	12880	17928
负债合计	8263	8377	10173	7464	8458	EPS(元)	1.59	2.37	2.19	4.90	6.77
少数股东权益	2349	2421	2717	3813	5413						
股本	1952	1952	1952	1952	1952						
资本公积	3844	3852	3852	3852	3852						
留存收益	10414	13961	16708	23510	33107						
归属母公司股东权益	16235	19890	22751	30962	42975						
负债和股东权益	26847	30687	35641	42238	56846						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2722	2926	5796	1759	26999
净利润	3935	5415	4563	10669	14828
折旧摊销	371	408	421	556	745
财务费用	-7	11	327	338	815
投资损失	-51	-965	-75	-112	-164
营运资金变动	-1775	-2150	634	-9655	10831
其他经营现金流	249	208	-75	-36	-56
投资活动现金流	-1906	-1099	-728	-2752	-2085
资本支出	1582	1498	379	2279	1463
长期投资	9	7	-3	-26	-42
其他投资现金流	-316	406	-352	-499	-664
筹资活动现金流	-1149	-1646	-1723	-1683	-2012
短期借款	187	-65	10	16	18
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	8	0	0	0
其他筹资现金流	-1337	-1589	-1733	-1700	-2029
现金净增加额	-247	267	3345	-2676	22902

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	66.2	2.0	14.5	74.3	31.7
营业利润(%)	40.8	31.0	-23.3	135.9	37.6
归属于母公司净利润(%)	22.3	49.6	-7.8	124.4	38.2
获利能力					
毛利率(%)	41.5	49.4	45.9	54.5	57.0
净利率(%)	6.6	9.7	7.8	10.0	10.5
ROE(%)	21.2	24.3	17.9	30.7	30.6
ROIC(%)	101.0	80.9	61.8	55.4	220.3
偿债能力					
资产负债率(%)	30.8	27.3	28.5	17.7	14.9
净负债比率(%)	-58.2	-50.9	-57.7	-34.5	-72.1
流动比率	2.5	2.8	2.7	4.4	5.5
速动比率	1.7	1.7	1.7	2.1	4.7
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.7	1.7	2.5	2.5
应收账款周转率	48.8	53.9	68.7	117.5	149.7
应付账款周转率	10.7	7.6	8.5	8.5	8.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	2.19	4.90	6.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	1.53	2.97	0.90	13.83
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	11.65	15.86	22.01
估值比率					
P/E	130.7	87.4	94.8	42.3	30.6
P/B	24.9	20.3	17.8	13.1	9.4
EV/EBITDA	73.5	54.8	74.9	30.8	20.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

姚轩杰，社服行业首席分析师，中国人民大学硕士，5年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>