

# 强于大市

## 社会服务行业 2020 年年报 业绩前瞻

行业业绩处于历史底部，社服板块望否极泰来

社会服务行业作为受新冠疫情打击最为严重的行业之一，去年行业整体业绩处于历史底部。随着国内疫情防控的“新常态”下，疫苗接种速度加快，行业景气度持续回升，复苏趋势明确。后疫情时代，建议积极配置顺周期复苏龙头，维持行业强于大市评级。

- **业绩预告恶化比例为十年最高，行业业绩处于历史底部：**休闲服务行业 37 家上市公司中，截止 2021 年 2 月 18 日已有 34 家公司披露业绩预告或业绩快报，其中净利润同比实现正增长的（按照业绩下限计算）10 家。净利润下降 100%至 50%的有 5 家，净利润下降超过 100%的有 18 家。业绩同比改善的公司（包括：略增、扭亏、预增）有 7 家，占比 21%。业绩同比恶化的公司（包括：略减、首亏、续亏、预减）有 27 家，占比 79%。业绩预告恶化比例为十年最高，板块整体业绩压力较大。
- **景点、餐饮、酒店受疫情打击严重，免税表现亮眼：**从业绩变动幅度来看，（1）景点受疫情影响最大，预计亏损 24.56 至 20.57 亿，同比下降 201%-185%。其中宋城演艺（同比-241.81%至-219.42%），黄山旅游（同比-114.14%至-109.47%），天目湖（同比-60%至-50%）。（2）餐饮预计亏损 1.17 至 0.87 亿，同比下降 174%至 155%。其中同庆楼（同比-21.17%），全聚德（同比-691.56%至-637.78%）。（3）酒店预计亏损 9.55 至 6.95 亿，同比下降 148%至 135%。其中锦江酒店（同比-90.66%至-87.46%），首旅酒店（同比-155.37%至-146.33%）。（4）其他休闲服务预期盈利 1.22 至 2.18 亿，同比下降 44%至 27%。其中科锐国际（同比+16.43%至+33.6%）。（5）旅游综合受益于离岛免税新政的实施预计盈利 25.27 至 33.15 亿，同比下降 36%至 16%。其中中国中免（同比+32.07%），中青旅（同比-142.06%），凯撒旅业（同比-378.55%至-306.92%），岭南控股（同比-204.16%至-181.02%），出境游服务占收入比例较高的众信旅游下滑明显（同比-2,286.22%至-1,994.72%）。全行业（除去中国中免）预计亏损 69.96~54.83 亿，同比下降 271%-234%。社会服务行业预计亏损 8.79 至 6.33 亿，同比下降 110%至 93%。

### 投资建议

- 国内疫情散发基本得到控制，相关部门对春节防控措施纠偏利好人员流动，就地过年推动城市中高端酒店、周边旅游景区、餐饮的恢复。长期看，全球疫苗的接种面不断扩大，疫苗接种后的效果也有一定保障，国内旅游全面恢复和出入境旅游破冰有望在全球疫情受控后迎来机遇。海南十四五规划 3,000 亿免税销售额，同时已落地“邮寄送达”和“返岛提取”，离岛免税有望持续获得发展动力。重点机场免税保底政策变化，叠加出入境旅游恢复预期，机场免税店、市内免税店将有望提振业绩。继续推荐免税龙头中国中免，并建议关注酒店龙头企业、景区龙头企业以及旅行社业务创新企业。

### 评级面临的主要风险提示：

- 新冠病毒疫情加剧，行业复苏不及预期、政策落地及执行不及预期。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务

证券分析师：孙昭杨

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

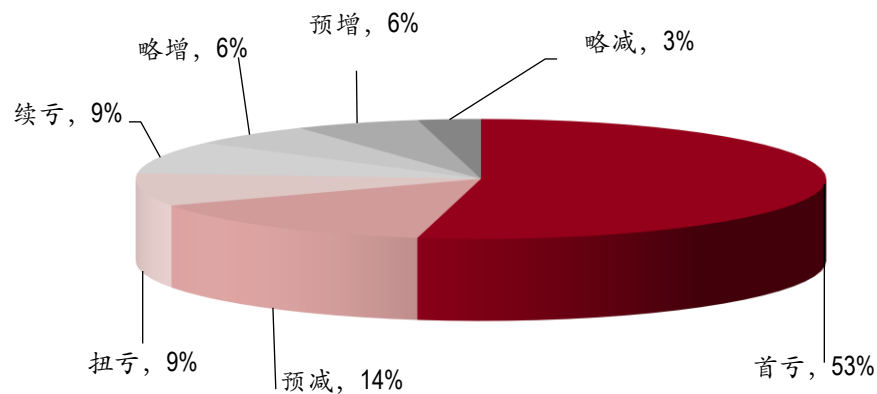
证券投资咨询业务证书编号：S1300515100001

图表 1.业绩预告类型说明

业绩预告类型	内容
略增	上年同期盈利，此次业绩有所增长，增速 50%以下
扭亏	上年同期亏损，此次预告为盈利
预增	上年同期盈利，此次业绩上升幅度较大，增速 50%以上
续盈	上年同期盈利，此次预告期继续盈利，幅度不确定
略减	上年同期盈利，此次业绩有所下降，降幅 50%以下
首亏	上年同期盈利，此次预告为亏损
续亏	上年同期亏损，此次预告期为亏损
预减	上年同期盈利，此次业绩下降幅度较大，降幅 50%上

资料来源：万得，中银证券

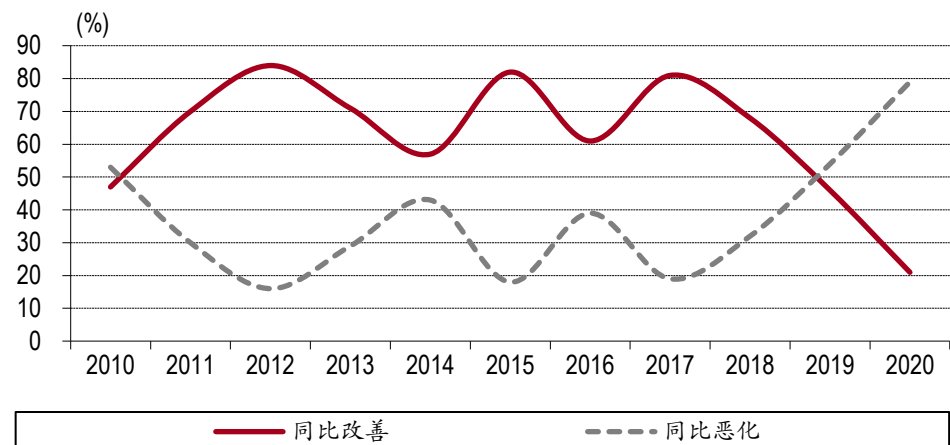
图表 2. 2020 年社服行业年报业绩预告类型分布



资料来源：万得，中银证券

休闲服务行业 37 家上市公司中，截止 2021 年 2 月 9 日已有 34 家公司披露业绩预告或业绩快报，其中净利润同比实现正增长的（按照业绩下限计算）10 家。业绩同比改善的公司（包括：略增、扭亏、预增）有 7 家，占比 21%。其中 3 家公司扭亏，但是其扣非归母净利润皆为负值。业绩同比恶化的公司（包括：略减、首亏、续亏、预减）有 27 家，占比 79%。板块整体业绩压力较大。

图表 3. 社服板块业绩预告类型分布



资料来源：万得，中银证券

在去年疫情的冲击下，社服板块上市公司业绩明显恶化，业绩预告恶化比例为十年最高。随着国内疫情防控的“新常态”下，同时疫苗接种速度加快，行业景气度持续回升，复苏趋势明确，社服板块业绩有望否极泰来。

图表 4. 休闲服务行业 2020 业绩预告基本情况

板块	2019 归母净利润 (万元)	2020 预计归母净利润 (万元)		2020 预计归母净利润增速 (%)	
		下限	上限	下限	上限
酒店	199,826.16	(95,570.00)	(69,550.00)	(148)	(135)
餐饮	15,932.90	(11,774.56)	(8,774.56)	(174)	(155)
景点	242,437.75	(245,655.56)	(205,768.45)	(201)	(185)
旅游综合	393,067.34	252,781.40	331,581.40	(36)	(16)
其他休闲服务	21,835.87	12,226.00	15,839.00	(44)	(27)
全行业(除去中国中免)	410,201.15	(699,672.63)	(548,352.52)	(271)	(234)
全行业	873,100.02	(87,992.72)	63,327.39	(110)	(93)

资料来源：万得，中银证券

从业绩变动幅度来看，景点受疫情影响最大，预计亏损 24.56 至 20.57 亿，同比下降 201%至 185%。其中宋城演艺（同比-241.81%至-219.42%），黄山旅游（同比-114.14%至-109.47%），天目湖（同比-60%至-50%）。酒店预计亏损 9.55 至 6.95 亿，同比下降 148%至 135%。其中锦江酒店（同比-90.66%至-87.46%），首旅酒店（同比-155.37%至-146.33%）。餐饮预计亏损 1.17 至 0.87 亿，同比下降 174%至 155%。其中同庆楼（同比-21.17%），全聚德（同比-691.56%至-637.78%）。旅游综合受益于离岛免税实施预计盈利 25.27 至 33.15 亿，同比下降 36%至 16%。其中中国中免（同比+32.07%），中青旅（同比-142.06%），凯撒旅业（同比-378.55%至-306.92%），岭南控股（同比-204.16%至-181.02%），出境游服务占收入比例较高的众信旅游下滑明显（同比-2,286.22%至-1,994.72%）。其他休闲服务预期盈利 1.22 至 2.18 亿，同比下降 44%至 27%。其中科锐国际（同比+16.43%至 33.6%）。全行业（除去中国中免）预计亏损 69.96-54.83 亿，同比下降 271%-234%。全行业预计亏损 8.79-6.33 亿，同比下降 110%-93%。

图表 5. 部分公司业绩预告变动原因

证券代码	证券简称	业绩预告类型	业绩预告变动原因
601888.SH	中国中免	略增	下半年海南离岛免税新政的实施，公司充分把握政策机遇，深耕离岛免税市场，公司主营业务持续向好。公司离岛免税业务同比实现较大幅度增长，特别是毛利率较高的奢侈品箱包、腕表和贵重珠宝的销售同比大幅增长。同时由于报告期内受新冠肺炎疫情的影响，上海机场国际航班锐减，使上海机场免税店客源同比大幅下降，经与上海机场协商确认，上海机场免税店 2020 年应付租金同比大幅减少。
300662.SZ	科锐国际	略增	因新冠肺炎影响，使公司招聘类及海外业务受到一定延迟影响。公司在深度挖掘大客户需求的基础上，始终强调商圈与岗位的重度垂直，前店与后厂高效配合；持续加大在垂直细分的招聘平台及人力云产品的投入，不断通过技术化、智能化管理积极赋能内外部，以保证业务持续发展
605108.SH	同庆楼	略减	目前疫情已得到有效控制，经营业绩下滑趋势已扭转，疫情对公司最不利的的影响已经结束。
000721.SZ	西安饮食	扭亏	预计本报告期归属于上市公司股东的净利润扭亏为盈的原因：主要系报告期内公司收到各类政府补助，税收优惠减免以及盘活低效资产带来的收益影响所致。公司本报告期收到政府补助约 12,000 万元，属于非经常性损益。
000610.SZ	西安旅游	扭亏	本业绩预告计数比上年同期公告数上升的主要原因系报告期公司完成了全资子公司西安渭水园温泉度假村有限公司 100%股权转让，取得投资收益所致。
300144.SZ	宋城演艺	扭亏	公司旗下各景区上半年几乎都处于闭园状态。自 6 月 12 日重新营业以来，期间疫情时有反复，全面恢复需要一定过程，但公司各景区整体客流和营收呈现稳步恢复态势。在市场环境不利的情况下，公司演艺主业预计仍实现净利润约 11,000 万元。疫情导致文旅行业加速变革，预告期内公司积极探索创新模式，强化多元化内容，提升社交属性，从“一台剧目，一个公园”的千古情模式向“多剧院，多剧目，多活动，多门票”的演艺王国模式转型

资料来源：公司公告，中银证券

续图表 5.部分公司业绩预告变动原因

证券代码	证券简称	业绩预告类型	业绩预告变动原因
600258.SH	首旅酒店	首亏	2020年国内外新冠肺炎疫情爆发及相关防控措施的实施,对酒店行业产生较大冲击,造成公司上半年度出现较大亏损。2020年下半年在疫情防控常态化下,公司努力提升运行效率、降本增效、抢抓收入,积极进行业务和产品调整,实现了下半年度盈利,预计2020年全年实现归属于上市公司股东的净利润为-41,000万元到-49,000万元。2020年新冠肺炎疫情给酒店行业的经营带来了严重影响。公司坚定加快全年开店速度,成功实现本年度新开店数再创历史新高。 报告期内,公司旅行社、景区、酒店业务均存在停运期,整合营销业务部分项目延期或取消,营业收入大幅下降但刚性费用难以压缩,公司一季度亏损严重。后续期间各板块业务虽逐步复苏,但仍受疫情反复、人员流动管控政策等因素影响,导致全年业绩亏损。非经常性损益影响2020年6月,公司控股子公司乌镇旅游股份有限公司收到桐乡市财政局给予的古镇保护与品牌宣传推广补助,金额总计2.87亿元,对2020年度业绩影响金额为1.4亿元。
600138.SH	中青旅	首亏	报告期内,公司在严格落实相关防疫措施的基础上,有序恢复各项主营业务,加快重点项目建设,加强市场营销,严控成本费用,但受到疫情持续性和反复性的影响,2020年全年黄山风景区接待进山游客151.15万人,同比下降56.82%,导致公司主营业务受到重大影响,叠加折旧摊销等固定成本和刚性支出等因素,公司业绩出现亏损。
600054.SH	黄山旅游	首亏	公司出境游业务近乎全年停滞,航空铁路配餐业务受客流减少配餐量下降,同时旗下机票、差旅、会奖及与出行相关的业务亦不同程度承压;另公司属劳动密集型企业,员工人数众多,企业人工成本支出较大。公司经营业绩不可避免的受到重大影响。
000796.SZ	凯撒旅业	首亏	自2020年1月27日起,公司的控股子公司广州广之旅暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。此外,公司的酒店业务也受到新型冠状病毒肺炎疫情影响,营业收入有所下降。2020年度,预计公司非经常性损益对净利润的影响金额约为2,000万元,主要系计入损益的政府补助收入及投资收益所致。综合上述因素,公司2020年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期出现较大幅度下降。
000524.SZ	岭南控股	首亏	受新型冠状病毒疫情影响,公司收入占比较高的出境旅游业务尚未恢复,对公司的生产经营产生较大不利影响,导致公司2020年度收入规模严重下降,出现较为严重的亏损,且尚未有明显好转迹象。截止2020年12月底,各子公司商誉余额合计72,359.71万元,预计将会产生较大金额的商誉减值损失。
002707.SZ	众信旅游	首亏	2020年度受新冠肺炎疫情影响,公司餐饮及商品销售业务收入出现较大幅度下滑,餐饮业务全年接待人次同比减少。但由于疫情的持续影响,一定程度上延缓了公司营业收入恢复程度,加之公司年内优化资产结构,关闭部分亏损门店产生关店损失,致使公司全年经营业绩同比出现亏损。
002186.SZ	全聚德	首亏	新冠肺炎疫情给公司2020年经营造成了一定的冲击,导致公司本报告期营业收入和净利润均大幅下降。伴随抗疫工作的持续进行,目前公司旗下中国大陆境内酒店经营正在持续回升,中国大陆境内酒店第四季度整体RevPAR为150.80元/间,同比下降2.75%,环比第三季度提高4.29%。2020年9月中下旬以来受欧洲国家第二波新冠肺炎疫情影响较大,中国大陆境外酒店第四季度整体RevPAR为16.62欧元/间,同比下降54.13%,环比第三季度下降32.27%。疫情给行业带来的结构调整也是机遇所在,公司将通过加强管理、控制成本、降低费用等举措降低疫情带来的影响,抓住疫情企稳行业复苏增长机遇,继续高质量发展。
600754.SH	锦江酒店	预减	报告期内,受新冠疫情、宏观经济与政策等因素影响,公司经营的外部环境发生明显变化。2020年上半年,旅游行业响应政府防控部署安排,众多企业在疫情高峰期全面停运,承担了较大压力。主营业务收入下滑,叠加折旧摊销等固定成本和刚性支出等因素,上半年度业绩出现亏损。后续随着国内疫情的好转,旅游行业消费表现出新趋势,公司积极应变,开拓渠道并深挖业务潜力,通过丰富产品序列,延伸经营时长,迭代优化产品等举措,扩展存量业务,撬动增量市场,下半年度经营管理成效明显,有效拉动了全年业绩。
603136.SH	天目湖	预减	

资料来源:公司公告,中银证券



图表 6. 2020 公司业绩预告基本情况

公司代码	公式简称	2019 归母净利润 (万元)	2020 预计归母净利润 (万元)		2020 预计归母净利润增速 (%)	
			下限	上限	下限	上限
601888.SH	中国中免	462,898.87	611,679.91	611,679.91	32.07	32.07
600754.SH	锦江酒店	109,249.91	10,200	13,700	(90.66)	(87.46)
300144.SZ	宋城演艺	133,979.10	(190,000)	(160,000)	(241.81)	(219.42)
600258.SH	首旅酒店	88,497.35	(49,000)	(41,000)	(155.37)	(146.33)
300662.SZ	科锐国际	15,224.22	17,726	20,339	16.43	33.6
600138.SH	中青旅	56,815.52	(23,898.51)	(23,898.51)	(142.06)	(142.06)
600054.SH	黄山旅游	34,018.66	(4,810)	(3,220)	(114.14)	(109.47)
000796.SZ	凯撒旅业	12,565.27	(35,000)	(26,000)	(378.55)	(306.92)
000524.SZ	岭南控股	25,920.45	(27,000)	(21,000)	(204.16)	(181.02)
002059.SZ	云南旅游	9,470.04	13,000	19,000	37.28	100.63
605108.SH	同庆楼	19,759.35	15,575.44	15,575.44	(21.17)	(21.17)
002707.SZ	众信旅游	6,861.17	(150,000)	(130,000)	(2,286.22)	(1,994.72)
002033.SZ	丽江股份	20,348.36	6,000	8,500	(70.51)	(58.23)
000888.SZ	峨眉山 A	22,617.64	(4,500)	(3,500)	(119.90)	(115.47)
002186.SZ	全聚德	4,462.79	(26,400)	(24,000)	(691.56)	(637.78)
603136.SH	天目湖	12,371.10	4,948.44	6,185.55	(60)	(50)
600593.SH	大连圣亚	4,176.17	(8,160)	(6,800)	(295.39)	(262.83)
000428.SZ	华天酒店	5,023.45	(58,500)	(45,000)	(1,264.64)	(995.88)
300859.SZ	西域旅游	7,355.04	(5,500)	(4,300)	(174.78)	(158.46)
603199.SH	九华旅游	11,702.41	5,200	5,700	(55.56)	(51.29)
002306.SZ	ST 云网	(3,574.15)	(1,600)	(1,300)	55.23	63.63
603099.SH	长白山	7,525.94	(5,494)	(5,494)	(173.00)	(173.00)
000721.SZ	西安饮食	(4,715.08)	650	950	113.79	120.15
000610.SZ	西安旅游	(3,020.22)	2,980	3,850	198.67	227.47
600749.SH	西藏旅游	2,084.24	510	510	(75)	(75)
000430.SZ	张家界	1,105.59	(10,500)	(7,500)	(1,049.72)	(778.37)
002159.SZ	三特索道	1,140.58	2,000	3,000	75.28	162.93
300795.SZ	米奥会展	6,611.66	(5,500)	(4,500)	(183)	(168)
300178.SZ	腾邦国际	(157,598.21)	(120,900)	(93,000)	23.29	40.99
600555.SH	*ST 海创	(30,847.93)	(18,000)	(12,000)	41.65	61.10
000978.SZ	桂林旅游	5,501.86	(27,350)	(27,350)	(597.10)	(597.10)
600358.SH	*ST 联合	(19,009.43)	900	1,300	104.73	106.84
600706.SH	曲江文旅	4,502.67	(6,000)	(6,000)	(233.25)	(233.25)
000613.SZ	大东海 A	75.67	(1,250)	(1,100)	(1,751.91)	(1,553.68)

资料来源: 万得, 中银证券

## 投资建议

国内疫情散发基本得到控制, 相关部门对春节防控措施纠偏利好人员流动, 就地过年推动城市中高端酒店、周边旅游景区、餐饮的恢复。长期看, 全球疫苗的接种面不断扩大, 疫苗接种后的效果也有一定保障, 国内旅游全面恢复和出入境旅游破冰有望在全球疫情受控后迎来机遇。海南十四五规划 3,000 亿免税销售额, 同时已落地“邮寄送达”和“返岛提取”, 离岛免税有望持续获得发展动力。重点机场免税保底政策变化, 叠加出入境旅游恢复预期, 机场免税店、市内免税店将有望提振业绩。继续推荐免税龙头中国中免, 并建议关注酒店龙头企业、景区龙头企业以及旅行社业务创新企业。

## 风险提示

**新冠病毒疫情加剧:** 全球来看, 新冠疫情仍然处于蔓延态势, 若新冠疫情在全球范围内不能得到有效控制, 出入境旅游、口岸免税店、市内免税店恢复将仍然承受压力。

**行业复苏不及预期:** 国内景区接待量仍被控制在 75%, 国内疫情散发影响行业复苏的持续性, 有可能对出游和出行情绪造成影响。

**政策落地及执行不及预期:** 出入境旅游政策仍然没有放开, 市内免税店政策暂时没有落地, 并且政策落地后的执行也存在一定不确定性。

附录图表 7 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2019A	2020E	2019A	2020E	
601888.SH	中国中免	买入	379.90	7,417.45	2.37	3.13	37.52	97.68	10.07
300144.SZ	宋城演艺	未有评级	19.57	511.70	0.92	(0.15)	33.51	(124.83)	3.61
600754.SH	锦江酒店	未有评级	59.71	478.84	1.14	0.40	25.17	143.76	13.47
600258.SH	首旅酒店	未有评级	25.38	250.68	0.90	(0.39)	23.00	(62.69)	8.44
300662.SZ	科锐国际	未有评级	58.43	106.84	0.84	1.00	37.59	60.55	5.45
600138.SH	中青旅	未有评级	10.79	78.10	0.78	0.01	16.05	1,695.16	8.89
000796.SZ	凯撒旅业	未有评级	9.04	72.59	0.16	(0.25)	58.22	(33.26)	2.75
002707.SZ	众信旅游	未有评级	5.94	53.83	0.08	(0.47)	79.95	(12.23)	2.34
600054.SH	黄山旅游	未有评级	10.01	51.38	0.47	0.07	19.66	138.48	5.93
002059.SZ	云南旅游	未有评级	4.88	49.41	0.09	0.03	53.35	177.15	2.22
000524.SZ	岭南控股	未有评级	7.36	49.33	0.39	(0.24)	19.37	(29.06)	3.66
002033.SZ	丽江股份	未有评级	6.62	36.38	0.37	0.11	16.88	59.87	4.62
000888.SZ	峨眉山 A	未有评级	6.04	31.83	0.43	(0.05)	15.28	(118.86)	4.56
603136.SH	天目湖	未有评级	27.54	32.10	1.07	0.36	24.96	71.48	7.40
601007.SH	金陵饭店	未有评级	7.59	22.77	0.25	0.15	36.94	48.40	5.02
002159.SZ	三特索道	未有评级	10.94	19.40	0.08	0.35	149.66	31.08	8.02
000978.SZ	桂林旅游	未有评级	4.55	16.38	0.15	(0.66)	34.82	(6.72)	4.05

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 2 月 18 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371