

2021年04月22日

中国中免 (601888.SH)

动态分析

餐饮旅游 | 旅行社 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2021-04-21)

298.66 元

交易数据

总市值(百万元)	583,126.35
流通市值(百万元)	583,126.35
总股本(百万股)	1,952.48
流通股本(百万股)	1,952.48
12个月价格区间	82.55/403.78 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.17	13.9	239.22
绝对收益	-4.17	9.8	262.07

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsec.cn
 021-20377089

分析师

吴雨舟

 SAC 执业证书编号: S0910520080001
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

- 中国中免: 免税业务持续高增长, 旅行社业务剥离提升净利润率 2019-09-01
- 中国中免: 费用承压导致 Q3 业绩增速放缓, 期待免税政策进一步落地 2018-10-31
- 中国中免: 业绩符合预期, 三亚免税店靓丽增长 2018-08-30
- 中国中免: 18Q1 业绩延续高增长, 规模+毛利双击逐步验证 2018-05-02
- 中国中免: 免税航母, 已然起航 2018-04-10

离岛政策助力免税业绩释放, 关注消费回流下的行业机遇

事件

公司披露披露年报及一季报, 2020 年实现营收 525.97 亿元/+8.20%, 归母净利润 61.40 亿元/+32.57%, 基本每股收益 3.14 元, 拟每 10 股派现金红利 10 元(含税)。2021 年 Q1 实现营收 181.34 亿元/+127.48%, 归母净利润 28.49 亿元/增 131 倍。

投资要点

◆ **紧抓离岛免税政策机遇, 免税龙头业绩快速释放:** 海外疫情推动高端消费回流, 叠加海南离岛免税政策进一步放开, 免税渠道快速扩张, 2020 年下半年国内免税渠道销售额增长约 192%, 中免作为国内免税渠道市占率约 90% 的龙头, 公司业绩快速回暖。以报表金额计, 2021Q1 营收较 2019Q1 增约 32%, 2021Q1 净利同比增 131 倍, 较 2019Q1 增约 24%。受益于低基数及离岛政策推进, 公司业绩延续较快增长。

分业务看, 中免目前业务核心为免税商品销售, 2020 年疫情影响线下消费客流, 公司通过电商渠道销售完税商品等方式, 弥补出境客流降低带来的影响。全年公司免税商品销售、有税商品销售、旅游服务、其他业务营收分别占比约 62%、37%、1%, 毛利润分别占比约 68%、30%、2%, 毛利润分别下降 37%、增长超 16 倍, 增长 22%。2020 年受疫情影响, 上半年线下消费客流放缓, 下半年海南离岛免税政策进一步放松, 叠加国内消费回流, 上半年公司营收分别增长-21%、+41%, 毛利润分别增长-34%、+16%, 下半年业绩回暖。

◆ **疫情及有税商品影响毛利率, 机场租金降低保障盈利能力:** 盈利能力方面, 2020 年公司毛利率下降 8.8pct 至 40.6%, 一是免税商品毛利率下降 6.8pct 至 44.9%, 二是毛利率较低的有税商品销售占比大幅提升。毛利率降低的同时, 由于机场等免税店客源同比大幅下降, 公司与上海机场重新商议后部分应付机场租金降低, 公司全年租赁费大幅降低 52% 至 60.6 亿元, 推动销售费用率 14.3pct 至 16.8%。另有 2019 年资产处置形成非经常损益高基数, 2020 年公司净利率同比提升 2.7pct 至 14.0%。若考虑扣非净利, 全年公司扣非净利率同比提升 3.4pct 至 11.3%。

存货方面, 2020 年末公司存货增加 83% 至 147 亿元, 2021 一季度末公司存货同比增加 129% 至 185 亿元, 2020 年、2021 一季度公司存货周转天数分别约 131 天、135 天, 较 2019 年的 104 天明显放缓, 由于较高的存货, 2020 年公司存货计提资产减值损失 9.09 亿元, 占营收比例约 1.73%。

现金流方面, 受益于海南离岛免税政策放松及机场租金大幅降低, 公司全年经营活动现金流入增加约 15%, 流出增加约 5%, 最终经营活动现金流净额增长 1.8 倍至 82 亿元, 整体现金流状况良好。

◆ **消费回流助力行业快速增长, 龙头中免有望持续受益:** 海外疫情叠加政策放松, 2020 年下半年及 2021 年上半年, 免税行业有望取得快速增长, 推动免税行业高增长。展望未来, 第一, 进口关税降低、灰色地带管控、国内外价差降低有望共同推动高

端消费回流有望持续，2025年中国消费者的奢侈品境内消费占比有望超55%，推动2020年至2025年国内个人奢侈品市场延续高双位数的高增长。第二，2019年中免占据国内免税市场90%份额，规模排名全球第4，2020年疫情下高端消费回流明显，公司排名已跃升至第1位，先发优势及采购的规模效应有望持续巩固中免竞争壁垒。

◆ **投资建议：**中国中免是国内免税渠道龙头，规模效应及先发优势巩固竞争力，有望持续受益高端消费回流趋势。此外，近期公司管理层已获得启动H股上市筹备工作的授权。我们预测公司2021年至2023年每股收益分别为6.12、7.28和8.92元。净资产收益率分别为38.5%、34.7%和32.8%。目前公司PE(21E)约为49倍，以2021年至2023年年复合增速测算的PEG*(21E)约为1.2倍，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**海南离岛免税竞争有所加剧；海外疫情压制出境游客数量；市内免税政策落地或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47,966	52,597	81,593	104,306	128,473
YoY(%)	2.0	9.7	55.1	27.8	23.2
净利润(百万元)	4,629	6,140	11,944	14,217	17,417
YoY(%)	49.6	32.6	94.5	19.0	22.5
毛利率(%)	49.4	40.6	43.3	43.2	43.0
EPS(摊薄/元)	2.37	3.14	6.12	7.28	8.92
ROE(%)	23.3	27.5	38.5	34.7	32.8
P/E(倍)	126.0	95.0	48.8	41.0	33.5
P/B(倍)	29.3	26.1	18.8	14.2	11.0
净利率(%)	9.7	11.7	14.6	13.6	13.6

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、紧抓离岛免税政策机遇，免税龙头业绩快速释放.....	4
(一) 紧抓离岛免税政策机遇，免税龙头业绩快速释放.....	4
(二) 有税商品弥补免税缺口，下半年整体业绩回暖.....	4
(三) 三亚免税及海免先发优势，紧抓离岛免税政策机遇.....	5
二、疫情及有税商品影响毛利率，机场租金降低保障盈利能力.....	6
三、消费回流助力行业快速增长，龙头中免有望持续受益.....	7
四、盈利预测及投资建议.....	9
五、风险提示.....	10

图表目录

图 1：中国中免营业收入及其增长.....	4
图 2：中国中免归母净利润及其增长.....	4
图 3：中国中免季度营业收入及其增长.....	4
图 4：中国中免季度归母净利润及其增长.....	4
图 5：中国中免分业务营业收入（百万元）.....	5
图 6：中国中免分业务营收增速.....	5
图 7：中国中免分业务毛利润（百万元）.....	5
图 8：中国中免分业务毛利润增速.....	5
图 9：中国中免主要子孙公司营业收入（百万元）.....	6
图 10：中国中免主要子孙公司营收增速.....	6
图 11：中国中免主要子孙公司归母净利润（百万元）.....	6
图 12：中国中免主要子孙公司净利增速.....	6
图 13：中国中免主要子孙公司归母净利率.....	6
图 14：中国中免利润率情况.....	7
图 15：中国中免费用率情况.....	7
图 16：中国中免存货周转率情况.....	7
图 17：中国中免经营活动现金流情况.....	7
图 18：国内免税行业销售额及其增长.....	8
图 19：国内免税行业购物人数及其增长.....	8
图 20：中国消费者奢侈品消费渠道占比估计.....	8
图 21：中国消费者奢侈品消费规模估计（亿欧元）.....	8
图 22：全球前 10 大免税上销售额情况（百万欧元）.....	9
图 23：中国中免在全球免税商中的销售额排名.....	9
图 24：2019 年国内免税渠道市场份额.....	9
表 1：中国中免营业收入及其预测（百万元，%）.....	9

一、紧抓离岛免税政策机遇，免税龙头业绩快速释放

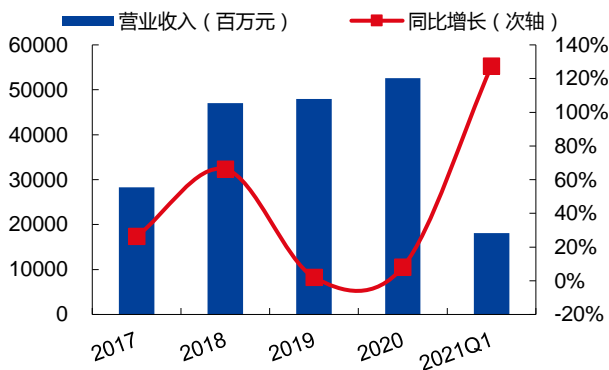
中国中免披露年报及一季报，2020 年实现营收 525.97 亿元/+8.20%，归母净利 61.40 亿元/+32.57%，基本每股收益 3.14 元，拟每 10 股派现金红利 10 元(含税)。2021 年 Q1 实现营收 181.34 亿元/+127.48%，归母净利 28.49 亿元/增 131 倍。

(一) 紧抓离岛免税政策机遇，免税龙头业绩快速释放

海外疫情推动高端消费回流，叠加海南离岛免税政策进一步放开，免税渠道快速扩张，2020 年下半年国内免税渠道销售额增长约 192%，中免作为国内免税渠道市占率约 90%的龙头，公司业绩快速回暖。其中 2020 年各季度营收分别同比变化-44%、+5%、+39%、+40%，各季度归母净利分别同比变化-105%、7%、+142%、+614%。

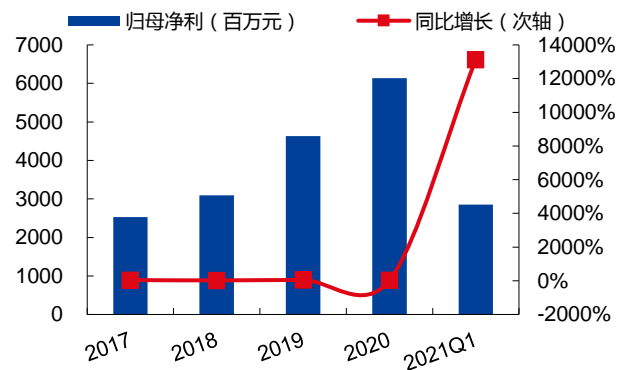
以报表金额计，2021Q1 营收较 2019Q1 增约 32%，2021Q1 净利同比增 131 倍，较 2019Q1 增约 24%。受益于低基数及离岛政策推进，公司业绩延续较快增长。

图 1：中国中免营业收入及其增长



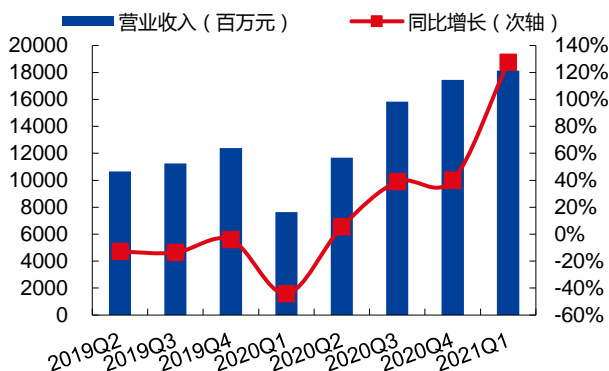
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：中国中免归母净利及其增长



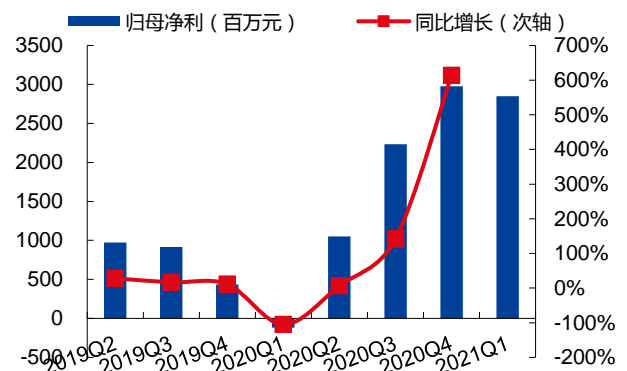
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：中国中免季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：中国中免季度归母净利及其增长

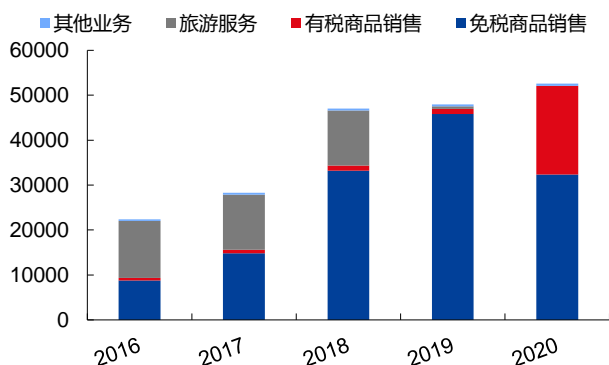


资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 有税商品弥补免税缺口，下半年整体业绩回暖

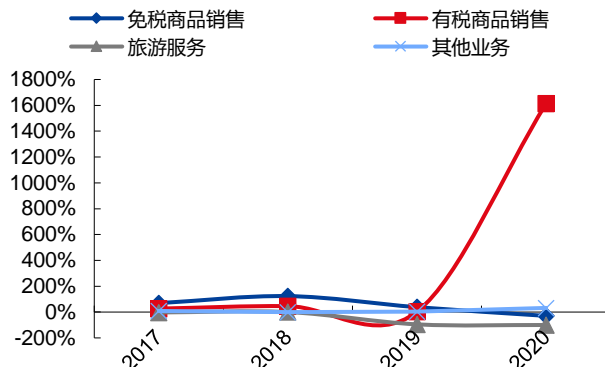
分业务看，中免目前业务核心为免税商品销售，2020年疫情影响线下消费客流，公司通过电商渠道销售完税商品等方式，弥补出境客流降低带来的影响。全年公司免税商品销售、有税商品销售、旅游服务、其他业务营收分别占比约62%、37%、1%，毛利润分别占比约68%、30%、2%，毛利润分别下降37%、增长超16倍，增长22%。2020年受疫情影响，上半年线下消费客流放缓，下半年海南离岛免税政策进一步放松，叠加国内消费回流，上下半年公司营收分别增长-21%、+41%，毛利润分别增长-34%、+16%，下半年业绩回暖。

图 5：中国中免分业务营业收入（百万元）



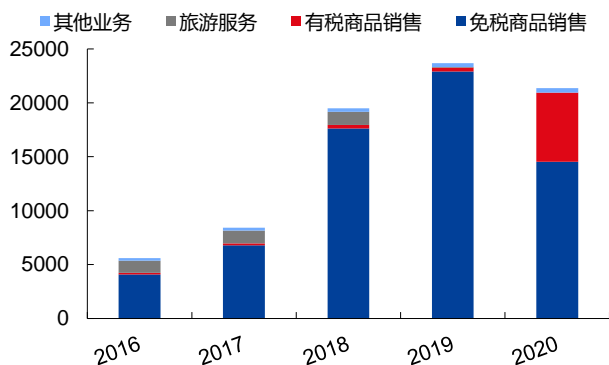
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：中国中免分业务营收增速



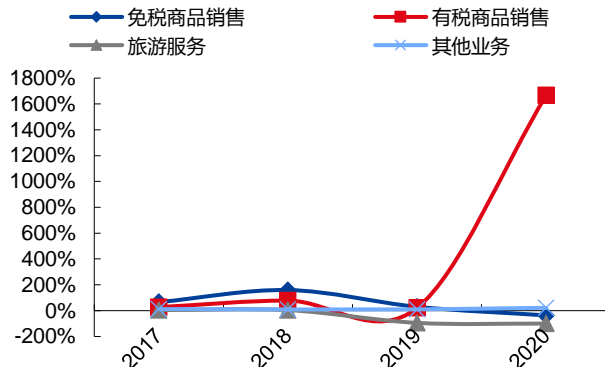
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：中国中免分业务毛利润（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：中国中免分业务毛利润增速

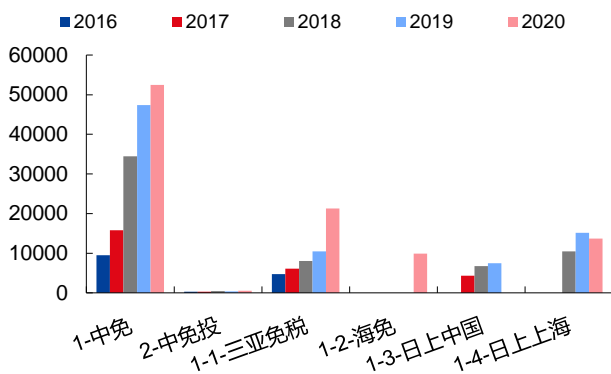


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）三亚免税及海免先发优势，紧抓离岛免税政策机遇

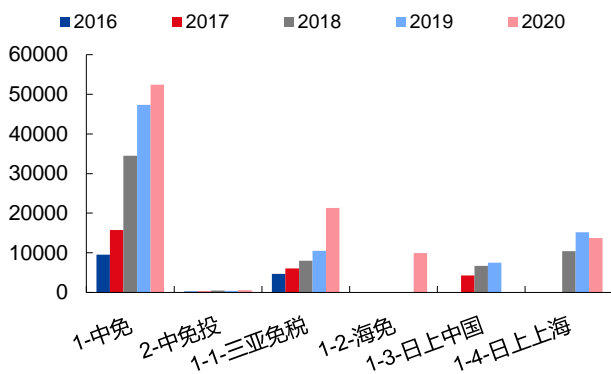
子孙公司方面，公司以三亚市内免税孙公司、收购的海南免税孙公司为抓手，在疫情下抓住离岛免税政策机遇，贡献大部分的免税营收及净利。其中三亚市内免税孙公司营业收入同比增长104%，归母净利润同比增长109%；海免公司营业收入同比增长230%，归母净利润同比增长168.77%，2020年三亚免税孙公司、海免公司合计已占据中免子公司营收、利润的约60%、58%。

图 9：中国中免主要子孙公司营业收入（百万元）



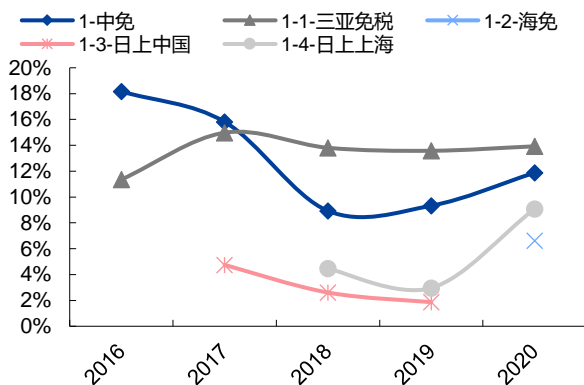
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：中国中免主要子孙公司归母净利润（百万元）



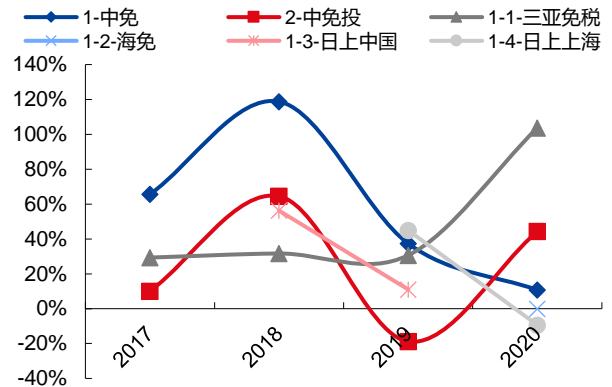
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：中国中免主要子孙公司归母净利率



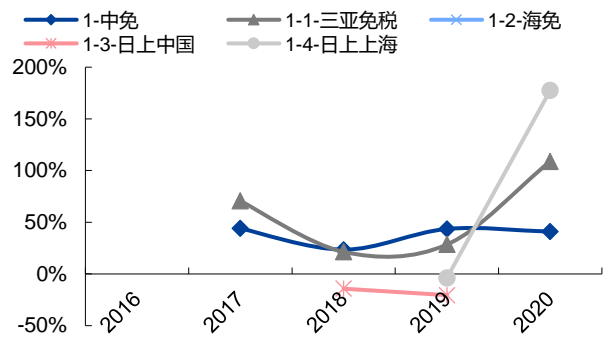
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：中国中免主要子孙公司营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：中国中免主要子孙公司净利增速



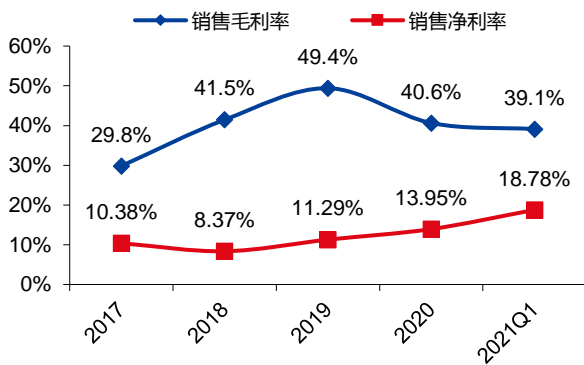
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、疫情及有税商品影响毛利率，机场租金降低保障盈利能力

盈利能力方面，2020 年公司毛利率下降 8.8pct 至 40.6%，一是免税商品毛利率下降 6.8pct 至 44.9%，二是毛利率较低的有税商品销售占比大幅提升。毛利率降低的同时，由于机场等免税店客源同比大幅下降，公司与上海机场重新商议后部分应付机场租金降低，公司全年租赁费大幅降低 52%至 60.6 亿元，推动销售费用率 14.3pct 至 16.8%。另有 2019 年资产处置形成非经常损

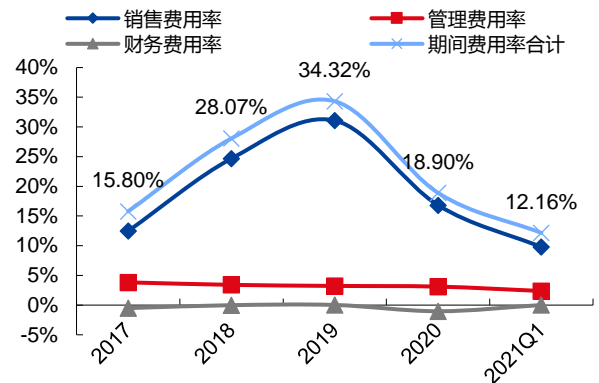
益高基数，2020年公司净利率同比提升2.7pct至14.0%。若考虑扣非净利，全年公司扣非净利率同比提升3.4pct至11.3%。

图 14：中国中免利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：中国中免费用率情况

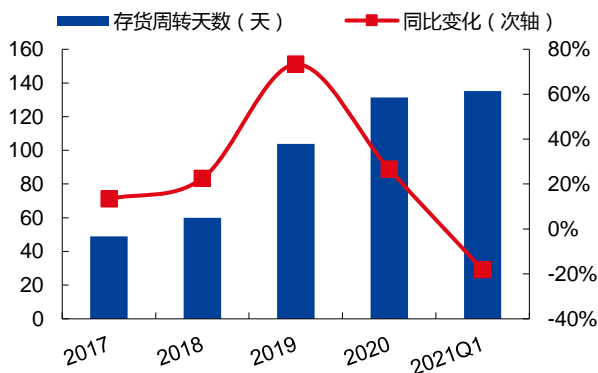


资料来源：Wind，华金证券研究所

存货方面，2020年末公司存货增加83%至147亿元，2021一季度末公司存货同比增加129%至185亿元，2020年、2021一季度公司存货周转天数分别约131天、135天，较2019年的104天明显放缓，由于较高的存货，2020年公司存货计提资产减值损失9.09亿元，占营收比例约1.73%。

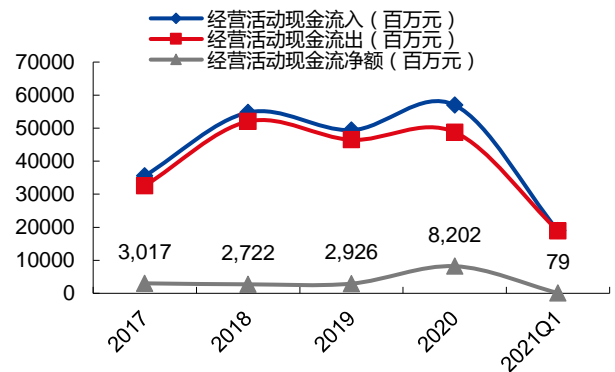
现金流方面，受益于海南离岛免税政策放松及机场租金大幅降低，公司全年经营活动现金流入增加约15%，流出增加约5%，最终经营活动现金流净额增长1.8倍至82亿元，整体现金流状况良好。

图 16：中国中免存货周转率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：中国中免经营活动现金流情况

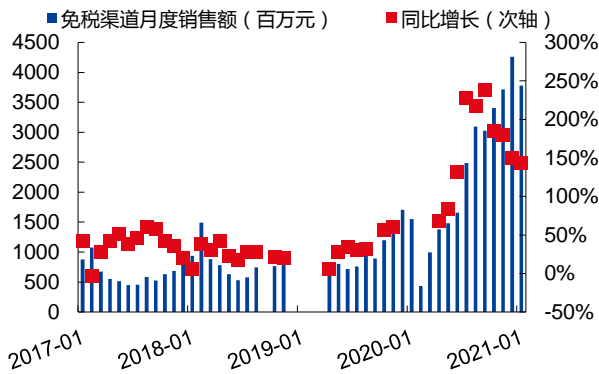


资料来源：Wind，华金证券研究所

三、消费回流助力行业快速增长，龙头中免有望持续受益

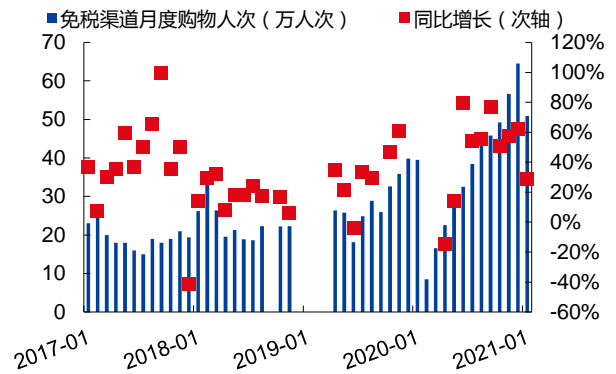
海外疫情叠加政策放松，2020年行业取得快速增长。2020年疫情限制消费者出境游意愿，免税消费大幅回流国内，叠加7月1日起海南离岛免税品类增多、额度提升，推动国内免税渠道消费快速增长，2020年7月至年末，国内免税渠道销售额增速基本超过150%，全年免税渠道销售额达275亿元/+104%。2021年Q1，海南离岛免税快速增长趋势延续，海关总署近期发布会表示，从2020年7月1日至2021年4月6日，海关共监管离岛免税购物金额347亿元/+244%。

图 18：国内免税行业销售额及其增长



资料来源：Wind，商务部，华金证券研究所

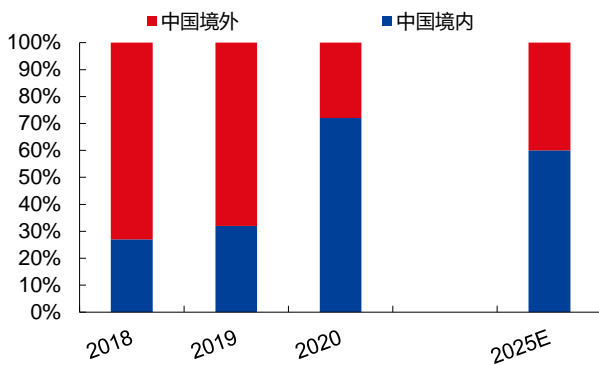
图 19：国内免税行业购物人数及其增长



资料来源：Wind，商务部，华金证券研究所

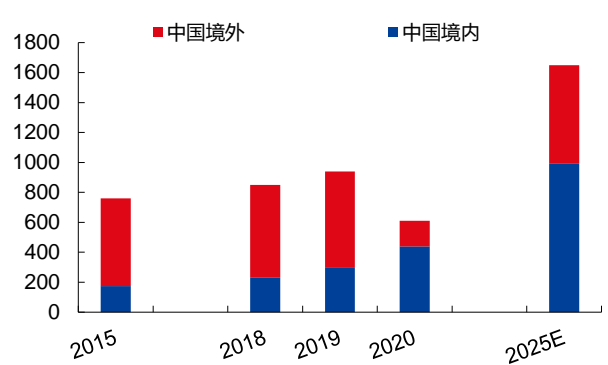
展望未来，第一，高端消费回流有望持续，国内个人奢侈品市场延续高增长。虽然政策放松促进行业快速增长的时段有限，但高端消费回流趋势有望继续推动国内免税渠道快速增长。据贝恩及天猫奢品，进口关税降低、加强对灰色地带管控、商品国内外价差减小有望共同推动中国消费者奢侈品消费的境内占比于 2025 年超 55%，占比较 2019 年的约 32% 大幅提升，有望推动国内个人奢侈品市场于 2020 年至 2025 年取得 15%~20% 的年复合增速。高端消费回流有望长期推动国内免税市场扩容，持续利好国内免税渠道公司，以及免税龙头中免。

图 20：中国消费者奢侈品消费渠道占比估计



资料来源：贝恩，天猫奢品，华金证券研究所

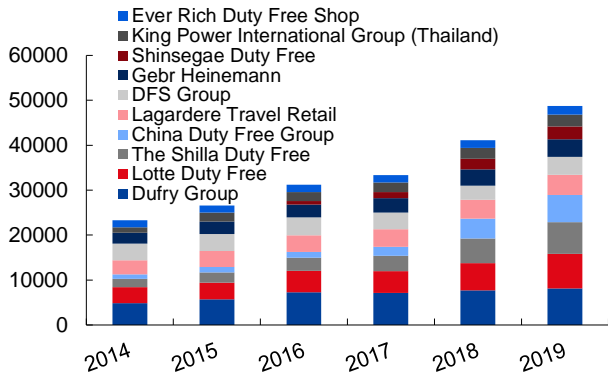
图 21：中国消费者奢侈品消费规模估计（亿欧元）



资料来源：贝恩，天猫奢品，华金证券研究所

第二，先发优势明显，中免规模优势有望保持竞争力。目前国内免税牌照稀缺，免税牌照价值凸显，以 2019 年免税渠道计，中免及 2020 年并表的海免合计占据约 90% 的免税渠道市场份额。在全球免税市场中，中国中免也位于第一梯队，2017、18 年持续收购日上中国及日上上海后，2019 年继续保持全球第 4 的排名，且 2020 年疫情下高端消费回流明显，公司排名已跃升至第 1 位。全球领先的规模，使公司与采购商的谈判中占据较竞争对手更具优势。考虑到海南免税牌照持续放开，我们认为中免在海南的先发布局优势、采购的规模效应，以及公司免税运营团队的长期积淀，有望持续巩固公司竞争力。

图 22：全球前 10 大免税上销售额情况（百万欧元）



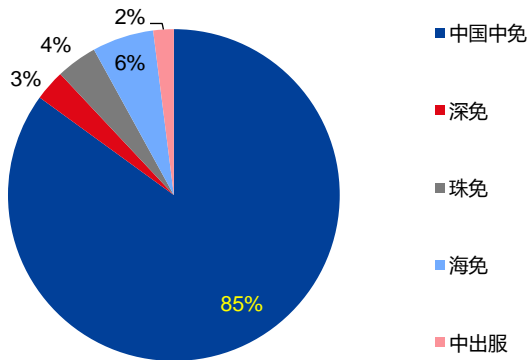
资料来源：Moodie Davitt, 华金证券研究所

图 23：中国中免在全球免税商中的销售额排名



资料来源：Moodie Davitt, 华金证券研究所

图 24：2019 年国内免税渠道市场份额



资料来源：前瞻产业研究院, 商务部, Moodie Davitt, 华金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

中国中免是国内免税渠道龙头，规模效应及先发优势巩固竞争力，有望持续受益高端消费回流趋势。此外，近期公司管理层已获得启动 H 股上市筹备工作的授权。

我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 6.12、7.28 和 8.92 元。净资产收益率分别为 38.5%、34.7%和 32.8%。目前公司 PE (21E) 约为 49 倍，以 2021 年至 2023 年年复合增速测算的 PEG* (21E) 约为 1.2 倍，PEG* (22E) 约为 1.0 倍，维持“买入-A”建议。

表 1：中国中免营业收入及其预测（百万元，%）

		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
免税商品销售	营业收入	33227.33	45817.93	32360.78	67957.64	90383.66	114335.34
	增长率	123.59%	37.89%	-29.37%	110.00%	33.00%	26.50%
	毛利率	53.09%	50.00%	44.90%	45.00%	44.50%	44.00%
有税商品销售	营业收入	1107.74	1149.26	19707.55	13080.52	13340.09	13525.58
	增长率	45.90%	3.75%	1614.80%	-33.63%	1.98%	1.39%
	毛利率	26.91%	31.59%	32.55%	32.55%	32.55%	32.00%
旅游服务	营业收入	12289.50	599.15	0.00			
	增长率	0.10%	-95.12%	-100.00%			

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	10.01%	11.44%	0.00%			
合计 营业收入	47007.32	47966.50	52596.84	81593.09	104306.42	128472.72
合计 增长率	66.21%	2.04%	9.65%	55.13%	27.84%	23.17%
合计 毛利率	41.46%	49.40%	40.64%	43.31%	43.23%	42.96%

资料来源: Wind, 公司公告, 华金证券研究所

五、风险提示

海南离岛免税竞争有所加剧；海外疫情压制出境游客数量；市内免税政策落地或不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	22246	30971	43932	59827	79448	营业收入	47966	52597	81593	104306	128473
现金	11,906	14,706	20,809	29,879	43,860	营业成本	24273	31221	46255	59219	73286
应收票据及应收账款	1,676	994	3,147	2,147	4,374	营业税金及附加	772	1083	1379	1863	2371
预付账款	381	256	688	520	974	营业费用	14904	8847	13055	18775	23125
存货	8,060	14,733	19,036	27,024	29,977	管理费用	1549	1637	1795	1982	2313
其他流动资产	223	283	253	258	263	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	8,442	10,948	11,229	11,087	10,354	财务费用	11	-545	-167	-253	-368
长期投资	255	791	791	791	791	资产减值损失	-378	-909	454	318	302
固定资产	1632	1591	2480	2993	2703	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	2504	2449	2367	2285	2203	投资净收益	965	16	17	17	18
其他非流动资产	933	2064	2126	2189	2255	营业利润	7109	9694	18839	22420	27462
资产总计	30687	41919	55161	70913	89802	营业外收入	66	4	4	5	5
流动负债	7961	15661	17887	20914	24215	营业外支出	14	26	28	29	31
短期借款	224	417	0	0	0	利润总额	7160	9672	18815	22396	27436
应付票据及应付账款	3537	4327	7324	7592	10868	所得税	1746	2335	4543	5407	6624
其他流动负债	2033	4990	4491	4042	3637	税后利润	5415	7337	14272	16988	20812
非流动负债	415	79	82	84	87	少数股东损益	786	1197	2328	2771	3394
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	4629	6140	11944	14217	17417
其他非流动负债	415	79	82	84	87	EBITDA	8103	11048	19149	22776	27736
负债合计	8377	15741	17969	20998	24302	主要财务比率					
少数股东权益	2421	3871	6199	8970	12364	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	1952	1952	1952	1952	1952	成长能力					
资本公积	3852	1982	1982	1982	1982	营业收入(%)	2.0	9.7	55.1	27.8	23.2
留存收益	13961	18697	27059	37011	49203	营业利润(%)	31.0	36.4	94.3	19.0	22.5
归属母公司股东权益	19890	22308	30993	40945	53138	归属于母公司净利润(%)	49.6	32.6	94.5	19.0	22.5
负债和股东权益	30687	41919	55161	70913	89804	获利能力					
						毛利率(%)	49.4	40.6	43.3	43.2	43.0
						净利率(%)	9.7	11.7	14.6	13.6	13.6
						ROE(%)	23.3	27.5	38.5	34.7	32.8
						ROIC(%)	99.9	89.0	180.9	135.3	127.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	27.3	37.5	32.6	29.6	27.1
						流动比率	2.8	2.0	2.5	2.9	3.3
						速动比率	1.8	1.0	1.4	1.6	2.0
						营运能力					
						总资产周转率	1.6	1.3	1.5	1.5	1.4
						应收账款周转率	29.8	39.4	39.4	39.4	39.4
						应付账款周转率	15.0	13.4	14.0	14.0	13.9
						估值比率					
						P/E	126.0	95.0	48.8	41.0	33.5
						P/B	29.3	26.1	18.8	14.2	11.0
						EV/EBITDA	19.9	48.6	29.5	24.5	19.8

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn