

强于大市

休闲服务行业 2020 年报与 2021 年一季报综述

业绩复苏持续中，免税维持高景气

休闲服务行业 2020 年实现营业收入 993.04 亿元，同比下降 31.16%，净利润亏损 2.22 亿，同比下降 106.44%，全行业深受 2020 年疫情的不利影响。只有旅游综合和其他休闲服务实现盈利，其余板块均亏损。2021 年一季度全行业实现营业收入 291.79 亿，比上年同期上升 29.27%，实现归属上市公司股东的净利润 18.98 亿，同比增长 206.49%。一季度业绩恢复明显，行业处于业绩修复关键期，下半年投资策略应把握恢复节奏与业绩表现。

- **餐饮：疫情间线下堂食受到遏制，21Q1 线上线下全面复苏。**2020 年餐饮业受到疫情的影响较严重，实现营收 27.62 亿元，净利润亏损 0.79 亿元，仅有两家公司微盈利。随着国家对疫情防控的不断推进，整个餐饮行业形势明显有所好转，21Q1 实现营收 8.53 亿元，同比增长 68%；净利润同比减亏 37.2%。国民消费数据 3 月份餐饮收入两年平均增长达 0.9%，表明餐饮消费开始步入加速恢复通道。
- **景点：宋城演艺转型升级，丰富产品端内容。**2020 年实现营业收入 36.89 亿元，同比下降 56.55%；净利润亏损 22.51 亿元，同比接近 2 倍亏损。一季度疫情反复加“就地过年”政策使景点业绩增长受限，大量景区仍旧处于净亏损状态。人工景点在第一季度成功扭亏为盈，实现营收 5.65 亿元，净利润 1.11 亿元。其中宋城演艺转型升级，丰富产品端内容，贡献 1.32 亿净利润。
- **酒店：龙头企业受疫情影响，三大经营指标逐步修复。**2020 年酒店板块共实现营收 171.5 亿元，净亏损 8.3 亿元。21Q1 国内酒店业务复苏进程良好，酒店行业营收同比上涨 22.25%，锦江酒店境内酒店 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 95.98%。首旅酒店三大经营指标也全面增长，不过整体经营指标离疫前水平还是具有一定差距，后续恢复主要看收入恢复。
- **旅游综合：出境旅游业务仍未开启，免税龙头业绩增长基本符合预期。**2020 年旅游综合营收 696.06 亿元，净利润 24.35 亿元。境外疫情始终处于反复，导致众信全年净亏损扩大。21Q1 旅游综合营收 214.48 亿元，净利润 24.17 亿元，同比增长 4.2 倍，Q1 中国中免净利润已达 28.49 亿，比同期增长 131 倍。中青旅多元化布局，开源节流，整体业绩逐步好转。
- **其他休闲服务：2020 年实现盈利，21Q1 盈利持续上升。**2020 年除米奥会展外其余公司都实现盈利，21Q1 行业全公司实现净利增速上涨势态。
- **投资建议：**虽然此次疫情对休闲服务相关行业的业绩冲击不小，但目前随着国内疫情管理得当，国内旅游业持续向好，文旅行业呈现修复式反弹趋势，因此我们给予对行业“强于大市”的投资评级，在国内国际消费双循环背景下，免税龙头企业中国中免中长期具备优质成长性。国内旅游复苏较好，旅游业及周边行业复苏进程有望继续加速。因此推荐免税龙头企业中国中免，推荐处于旅游恢复逻辑中拓展景区业务的中青旅，布局轻重资产酒店发展的岭南控股，扩大合作开拓国内旅游的众信旅游，并建议关注国内酒店龙头企业，具有地缘优势和新项目落地收到良好市场反馈的景区企业。
- **风险提示：**全球疫情反复、出境旅游复苏不及预期、政策执行有不确态。

相关研究报告

《社会服务行业周报：离岛免税日销过亿常态化，“五一”旅游出行热情爆棚》 20210425

《社会服务行业周报：离岛免税政策渐完善，旅游出行彰显高景气》 20210419

《社会服务行业周报：税收优惠助力免税高景气，“五一”欲延续高出游热情》 20210412

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

目录

休闲服务行业 20 年及 21 年一季度综述.....	5
餐饮：疫情线下堂食受到遏制，21Q1 调整业务结构拔高业绩	7
景点：宋城演艺转型升级，丰富产品端内容	9
酒店：龙头企业受疫情影响酒店经营指标依旧承压	12
旅游综合：出境旅游业务复苏受阻，中国中免异军突起.....	15
其他休闲服务：2020 年实现盈利，21Q1 盈利持续上升.....	18
2021 年下半年展望：免税持续高景气，旅游、景点、酒店预计恢复至疫前水平	20
投资建议：	22
风险提示：	23

图表目录

图表 1. 休闲服务近年来各板块营业收入.....	5
图表 2. 休闲服务各板块近年来净利润.....	5
图表 3. 休闲服务行业营收净利增速.....	5
图表 4. 休闲服务近年来各板块毛利率变化.....	6
图表 5. 休闲服务近年来各板块净利率变化.....	6
图表 6. 餐饮近 5 年营收及增速变化.....	7
图表 7. 餐饮近 5 年净利润及增速变化.....	7
图表 8. 餐饮近 5 年毛利及净利变化.....	7
图表 9. 餐饮近 5 年费用率变化.....	7
图表 10. 餐饮近年来一季度营收及增速变化.....	8
图表 11. 餐饮近年来一季度净利润及增速变化.....	8
图表 12. 餐饮公司业绩数据净利润（亿元）.....	8
图表 13. 景点近 5 年营收及增速变化.....	9
图表 14. 景点近 5 年净利润及增速变化.....	9
图表 15. 景点近 5 年毛利及净利变化.....	9
图表 16. 景点近 5 年费用率变化.....	9
图表 17. 人工景点 vs 自然景点营收比较.....	10
图表 18. 人工景点 vs 自然景点净利润比较.....	10
图表 19. 景点近年来一季度营收及增速变化.....	10
图表 20. 景点近年来一季度净利润及增速变化.....	10
图表 21. 景点公司业绩数据.....	11
图表 22. 酒店近 5 年营收及增速变化.....	12
图表 23. 酒店近 5 年净利润及增速变化.....	12
图表 24. 酒店近 5 年毛利及净利变化.....	12
图表 25. 酒店近 5 年费用率变化.....	12
图表 26. 锦江、首旅 2020 年经营指标数据.....	13
图表 27. 锦江、首旅 2021Q1 经营指标数据.....	13
图表 28. 酒店近年来一季度营收及增速变化.....	13
图表 29. 酒店近年来一季度净利润及增速变化.....	13
图表 30. 酒店公司业绩数据.....	14
图表 31. 旅游综合近 5 年营收及增速变化.....	15
图表 32. 旅游综合近 5 年净利润及增速变化.....	15
图表 33. 旅游综合近 5 年毛利及净利变化.....	15

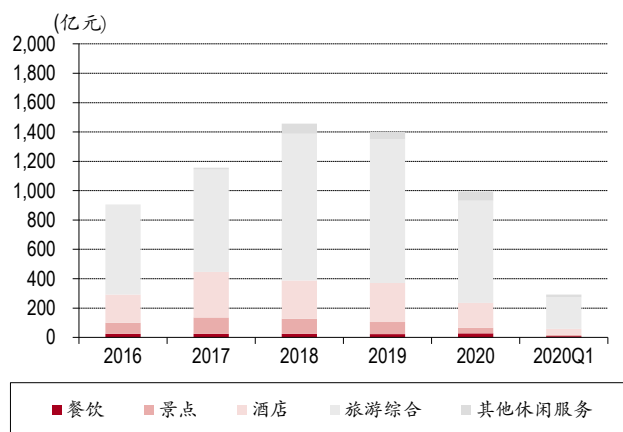
图表 34. 旅游综合近 5 年费用率变化.....	15
图表 35. 海南离岛免税近年来销售额及增速变化.....	16
图表 36. 海南离岛免税 2015 年-2020 年购物人数.....	16
图表 37. 旅游综合公司业绩数据.....	16
图表 38. 旅游综合近年来一季度营收及增速变化.....	17
图表 39. 旅游综合近年来一季度净利润及增速变化.....	17
图表 40. 其他休闲服务近年来营收及增速变化.....	18
图表 41. 其他休闲服务近年来净利润及增速变化.....	18
图表 42. 其他休闲服务近年来毛利率及净利率变化.....	18
图表 43. 其他休闲服务近年来费用率变化.....	18
图表 44. 其他休闲服务公司业绩数据.....	19
图表 45. 其他休闲服务近年一季度营收及增速变化.....	19
图表 46. 其他休闲服务近年一季度净利润及增速变化.....	19
图表 47. 其他休闲服务近年来 Q1 毛利率及净利率变化.....	19
图表 48. 其他休闲服务近年来 Q1 费用率变化.....	19
附录图表 49. 报告中提及上市公司估值表.....	24

休闲服务行业 20 年及 21 年一季度综述

2020 休闲服务行业全板块受到疫情冲击明显，一季度逐步好转

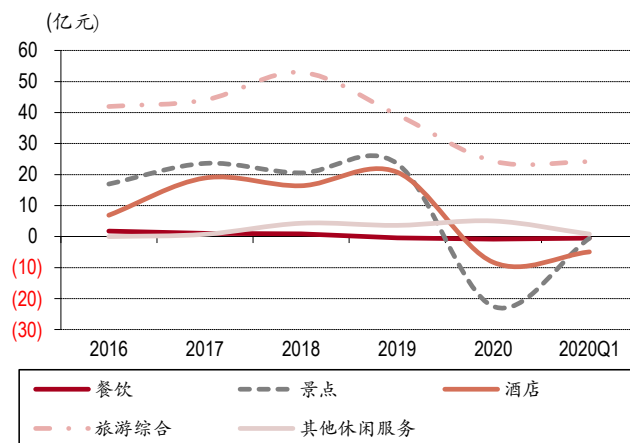
申万休闲服务行业 2020 年实现营业收入 993.04 亿元，同比下降 31.16%，实现归属上市公司股东的净利润亏损 2.22 亿，同比下降 106.44%，全行业深受 2020 年疫情的不利影响。从行业方面来看，其他休闲服务营收相对稳定，其营收仅同比下降 0.29%，旅游综合的营收占比最多，2020 年全年营业收入达到 696.06 亿，其中中国中免的贡献最大，营收达到 525.97 亿，其次营收占比顺序是酒店和其他休闲服务板块。从利润方面来看，2020 年只有旅游综合和其他休闲服务实现盈利，其他行业均亏损；整体看，42 个板块内股票中仅有 18 个业绩实现盈利，过半数企业业绩亏损。分板块看，旅游综合是净利润占比最高，净利润为 42 亿元，同比下降 38.09%。2020 年线下餐饮和景点由于疫情关系在上半年纷纷被迫闭园和关店，因此餐饮和景区板块受到疫情的影响较大，景点营收增速下挫幅度最大，下挫幅度达到 59.95%，餐饮净利增速下降幅度最大，下降幅度接近 6 倍。酒店行业毛利率下降最多，下调 63.78pct 至 21.37%；景点行业净利率下降最多，下调 91.58pct 至 -63.1%。

图表 1. 休闲服务近年来各板块营业收入



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 休闲服务各板块近年来净利润



资料来源：万得，中银证券

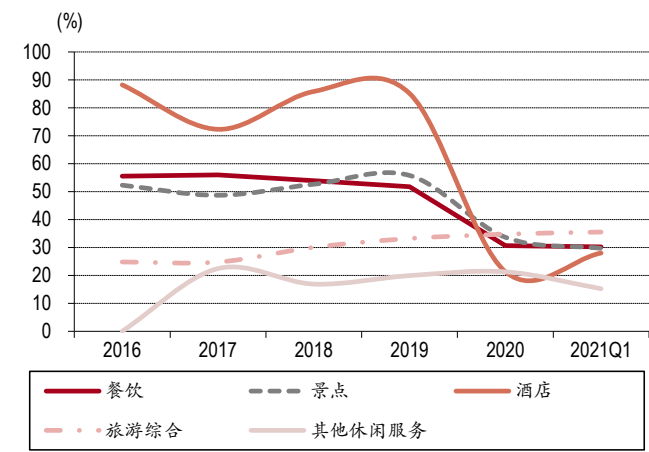
图表 3. 休闲服务行业营收净利增速

板块名称	营收增速 (%)			净利增速 (%)		
	2019	2020	21Q1	2019	2020	21Q1
餐饮	(8.28)	(32.11)	68.00	(142.26)	(590.46)	37.20
景点	(6.28)	(56.55)	131.22	(7.04)	(193.88)	87.40
酒店	1.74	(35.58)	22.25	26.73	(140.04)	5.72
旅游综合	0.41	(29.37)	78.05	(21.48)	(38.09)	422.67
其他休闲服务	63.24	(0.29)	52.17	29.38	(15.12)	124.85

资料来源：万得，中银证券

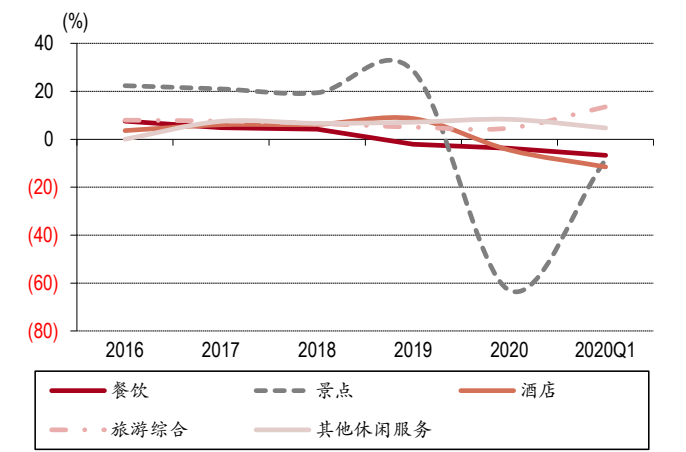
2021 年第一季度，随着国内疫情防控得当，除个别地区有疫情小范围散发，大部分地区已步入正常生活节奏，国内各大景区正常开放、堂食餐饮顺利恢复、国内各大航线基本全部正常运营。因此各板块业绩逐步向好。申万休闲服务行业一季度实现营业收入 291.79 亿，比上年同期上升 29.27%，实现归属上市公司股东的净利润 18.98 亿，比上年同期上升 206.49%。毛利率为 32.83%，同比增加 4.33%，净利率为 8.19%，同比增加 1,370.97%。整体来看，21Q1 申万休闲服务行业中虽仅有 12 只个股实现盈利，但业绩亏损大多出现收窄态势。此外，考虑到 20Q1 休闲服务行业受“就地过年”影响，叠加文旅行业一季度本就为传统淡季，业绩恢复速度可能受到一定影响。

图表 4. 休闲服务近年来各板块毛利率变化



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 休闲服务近年来各板块净利率变化



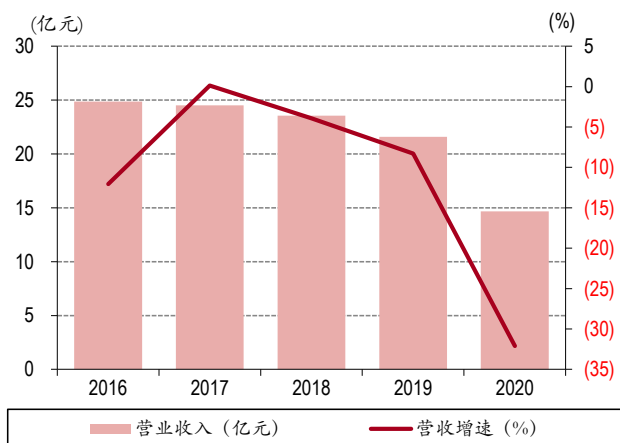
资料来源：万得，中银证券

餐饮：疫情线下堂食受到遏制，21Q1 调整业务结构拔高业绩

2020 年全聚德受疫情影响严重，中科云网积极拓展副业

属于申万休闲服务二级行业的餐饮公司有 4 家，分别是西安饮食、全聚德、同庆楼和 ST 云网。在 2020 年报告期内，实现营业收入 27.62 亿元，实现归属于上市公司股东净利润亏损 0.79 亿元。净利率和毛利率均有所下降分别为 -3.71% 和 30.71%；管理费用率大幅上升是由于同庆楼、西安饮食停工损失增加，ST 云网摊销股份支付所致。同庆楼于 2020 年 7 月 23 日纳入申万二级行业，在剔除同庆楼营收之后，餐饮行业总营收为 14.66 亿，同比下降 32.11%。2020 年餐饮业受到疫情的影响较严重，仅有两家公司微盈利，其中全聚德亏损幅度最大，其净利润亏损 2.62 亿，同比下降 686.77%。ST 云网既中科云网，虽然全年净利润仍是亏损，但比 2019 年同期增长 68.24%，因为公司在 2020 年 6 月开始逐步拓展互联网推广及运营业务，此后主营业务包括传统的餐饮团膳服务和互联网推广运营，仅不到半年时间，其互联网推广运营业务就实现营收 17,521.18 万元，占比高达 64.41%。

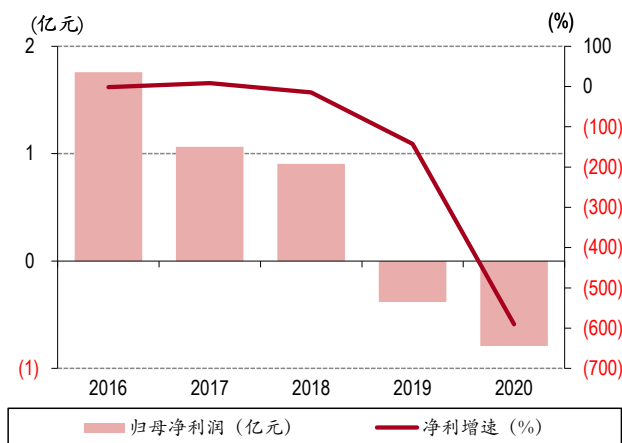
图表 6. 餐饮近 5 年营收及增速变化



资料来源：万得，中银证券

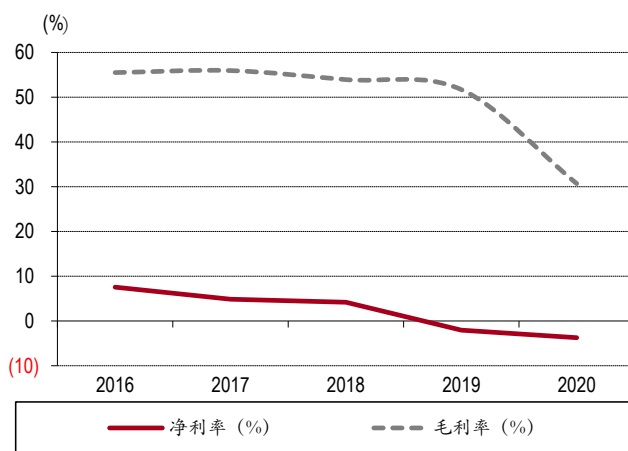
注：剔除同庆楼营业收入

图表 7. 餐饮近 5 年净利润及增速变化



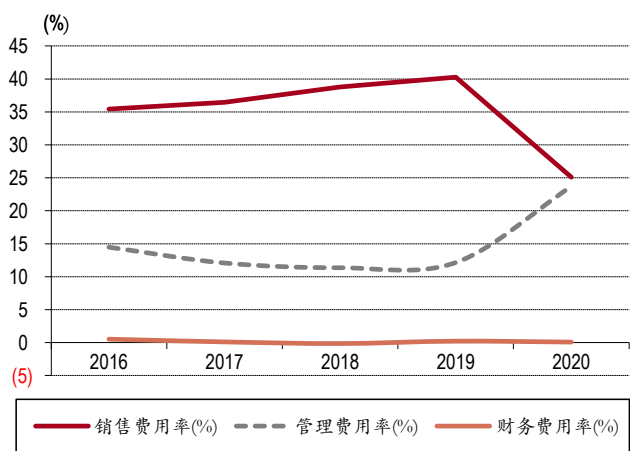
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 餐饮近 5 年毛利及净利变化



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 餐饮近 5 年费用率变化

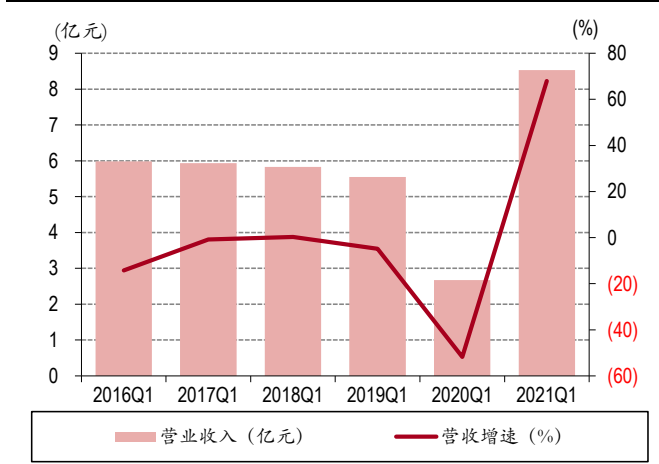


资料来源：万得，中银证券

2021Q1 餐饮行业线上线下全面复苏

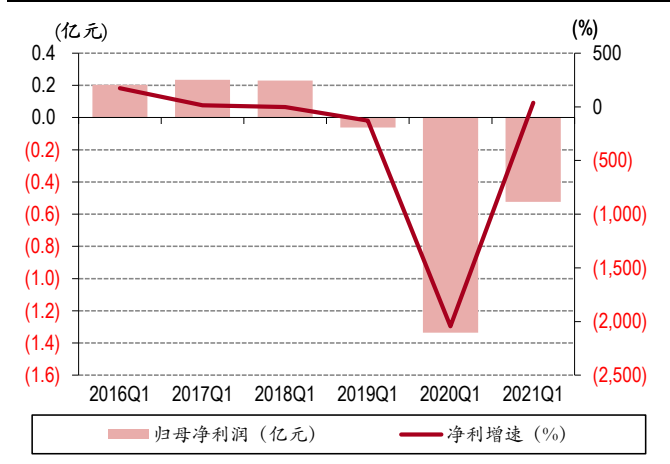
随着国家对疫情防控的不断推进，整个餐饮行形势明显有所好转，2021Q1 整个餐饮行业已实现营收 8.53 亿元，同比增长 68%；净利润虽然仍为亏损 0.52 亿元，但同比减亏 37.2%。在 2021 年一季度期间全聚德积极推动公司非食堂业务，开拓线上线下营销模式；同时推出特色新品，推进环球影城伙伴餐厅重点项目实现大幅减亏，最终其一季度营收增速为 14.09%，净利增速为 46.8%。同庆楼与中科云网已在一季度扭亏为盈，且中科云网的净利增速高达 453.56%。根据国家统计局发布的数据显示，一季度国民消费数据呈良好势头发展，其中受到疫情不利影响较大的餐饮线下消费回暖加速，3 月份餐饮收入两年平均增长达 0.9%，这是从 2020 年以来首次月度数据高于 2019 年，这表明一季度餐饮消费开始步入加速恢复通道。

图表 10. 餐饮近年来一季度营收及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 餐饮近年来一季度净利润及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 餐饮公司业绩数据净利润 (亿元)

公司名称	营业收入 (亿元)					净利润 (亿元)				
	2019	2020	同比增长 (%)	2021Q1	同比增长 (%)	2019	2020	同比增长 (%)	2021Q1	同比增长 (%)
西安饮食	5.00	4.11	(17.90)	1.09	71.36	(0.47)	0.09	119.11	(0.40)	11.75
全聚德	15.66	7.83	(49.99)	2.06	14.09	0.45	(2.62)	(686.77)	(0.47)	46.80
ST 云网	0.93	2.72	192.25	1.34	475.21	(0.36)	(0.11)	68.24	0.04	453.56
同庆楼	14.63	12.96	(11.41)	4.04	108.26	1.98	1.85	(6.32)	0.32	(17.79)

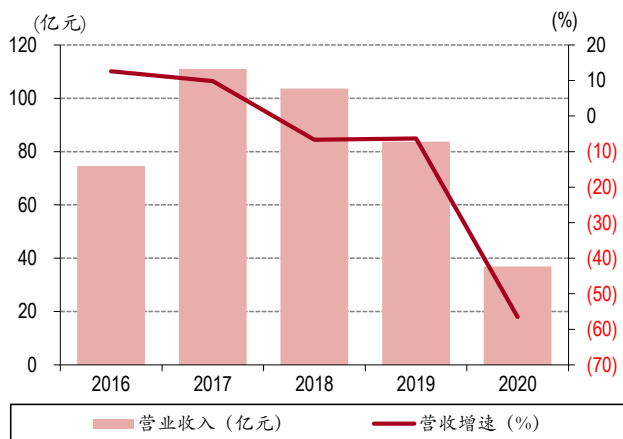
资料来源：万得，中银证券

景点：宋城演艺转型升级，丰富产品端内容

2020年人工景点亏损严重，自然景点相对承压能力强

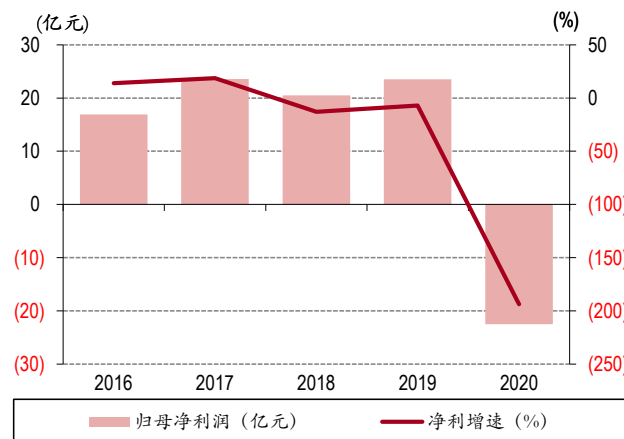
在2020年报告期内，景点行业营业收入共计36.89亿元，比同期下降56.55%；实现归属于上市公司股东净利润亏损22.51亿元，比同期下降193.88%，接近2倍亏损。其亏损原因主要为2020年上半年大量景点被迫暂停营业，导致停工损失增加，各类成本无法消减。整体毛利率及净利率下降，毛利率下降22.13pct至33.70%，净利率下降幅度巨大，比同期减少91.58pct至-63.10%。费用率方面，销售费用率和财务费用率小幅上涨，分别增长1.96pct至7.53%和0.37pct至0.76%，管理费用率大幅增加19.06pct至33.59%。其管理费用率大幅增长原因在于宋城演艺因疫情各景区闭园，将闭园期的营业成本调整到管理费用所致。景点行业分为人工景点和自然景点，例如宋城演艺、大连圣亚属于人工景点，自然景点包括天目湖、黄山旅游、峨眉山等。人工景点在2020年净利润大幅亏损18.22亿元，占景点行业亏损的80.94%。其主要原因是2020年宋城演艺上半年各园区全面停摆，直至6月12日才全面恢复营业，期间停工损失大幅增加。

图表 13. 景点近 5 年营收及增速变化



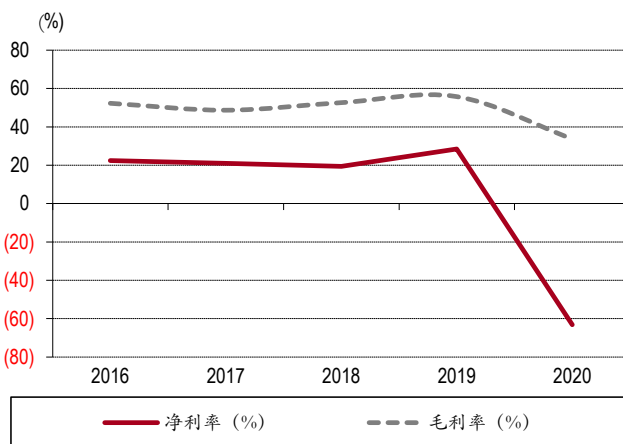
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 景点近 5 年净利润及增速变化



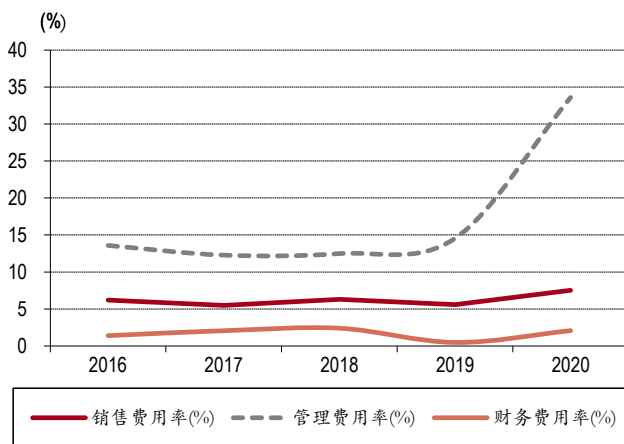
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 景点近 5 年毛利及净利变化



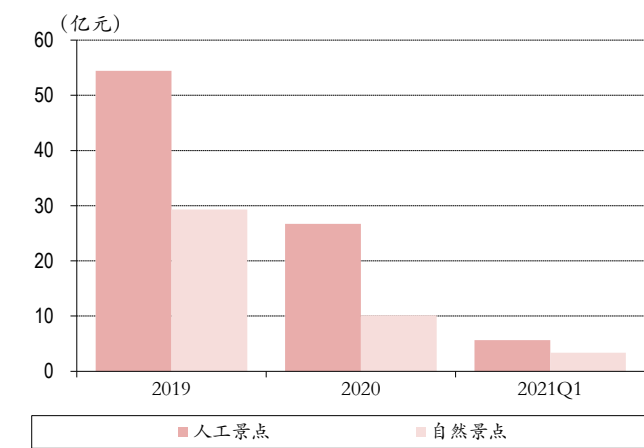
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 景点近 5 年费用率变化



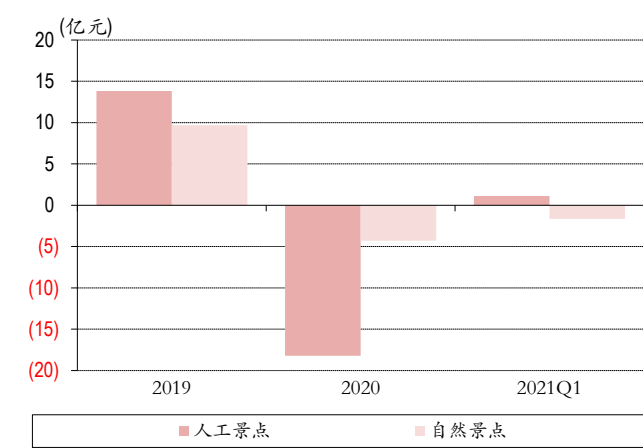
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 人工景点 vs 自然景点营收比较



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 人工景点 vs 自然景点净利润比较

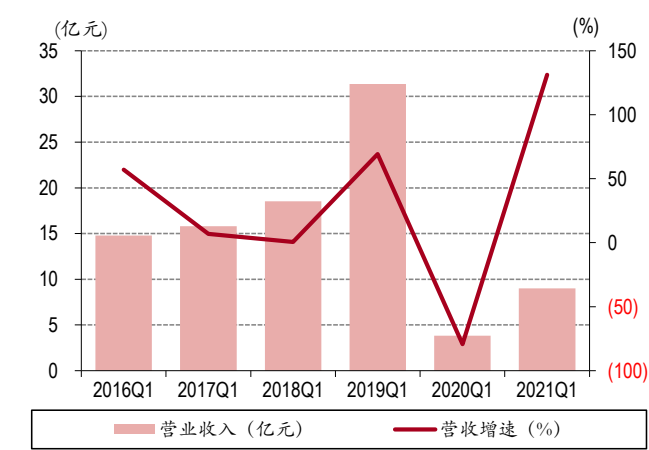


资料来源：万得，中银证券

2020Q1 人工景点转型升级，丰富产品端内容

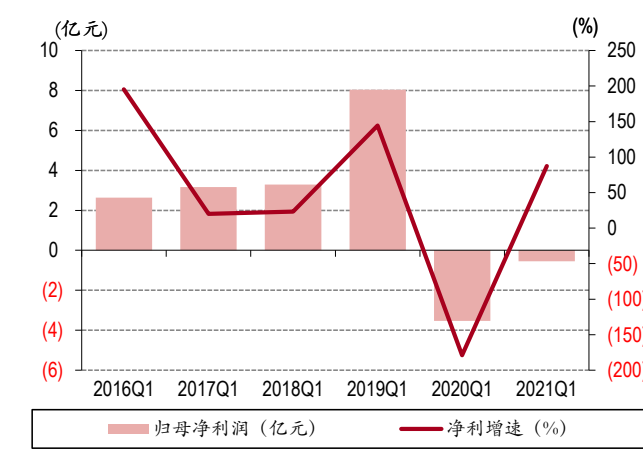
2021 年，全球新冠疫情影响持续，国内疫情管控良好，但因受到境外输入性病例及局部散发性病例时有发生影响。第一季度疫情的反复加之春节期间“就地过年”政策，使得旅游人群的流动在一定程度上受到限制，而且对行业复苏速度产生不利影响；因此景点行业在一季度业绩增长受限，大部分景区还是处于净利润亏损状态。全行业实现营业收入为 9.01 亿元，同比增速达 131.22%，净利润亏损 0.55 亿元，同比增速达 87.4%。因为一季度属于旅游传统淡季加上旅游人流受限，自然景点在第一季度恢复缓慢，其营业收入为 3.36 亿元，净利润亏损 1.66 亿元。人工景点在第一季度成功扭亏为盈，实现营收 5.65 亿元，净利润 1.11 亿元。其中宋城演艺贡献的业绩最大，在业务上宋城演艺从“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升级，丰富产品端内容，巩固护城河。一季度实现营收 3.06 亿元，比上年同期增长 128.10%；实现净利润 1.32 亿元，比上年同期增长 164.99%。一季度后随着天气转暖、传统旅游旺季的到来、疫苗的不断普及、国民出游意愿显著提升，各大景区恢复态势有望加快，文旅消费或将迎来修复性反弹。

图表 19. 景点近年来一季度营收及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 景点近年来一季度净利润及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 景点公司业绩数据

公司名称	营业收入 (亿元)					净利润 (亿元)				
	2019	2020	同比增长 (%)	2021Q1	同比增长 (%)	2019	2020	同比增长 (%)	2021Q1	同比增长 (%)
张家界	4.25	1.69	(60.21)	0.27	145.41	0.11	(0.92)	(933.99)	(0.32)	13.89
峨眉山 A	11.08	4.67	(57.82)	1.32	95.20	2.26	(0.39)	(117.03)	0.01	101.25
桂林旅游	6.06	2.55	(57.93)	0.40	46.55	0.55	(2.66)	(584.30)	(0.55)	18.48
宋城演艺	26.12	9.03	(65.44)	3.06	128.10	13.40	(17.52)	(230.80)	1.32	164.99
西域旅游	2.41	0.51	(78.76)	0.10	309.93	0.74	(0.43)	(158.81)	(0.10)	48.58
黄山旅游	16.07	7.41	(53.89)	1.47	110.76	3.40	(0.46)	(113.63)	(0.32)	58.69
大连圣亚	3.19	1.14	(64.25)	0.29	121.04	0.42	(0.70)	(265.33)	(0.21)	10.82
西藏旅游	1.88	1.26	(32.99)	0.20	268.18	0.21	0.05	(77.24)	(0.12)	34.12
长白山	4.67	1.48	(68.41)	0.10	(25.65)	0.75	(0.56)	(174.12)	(0.39)	(33.08)
天目湖	5.03	3.74	(25.62)	0.78	268.95	1.24	0.55	(55.63)	(0.05)	82.73
九华旅游	5.37	3.41	(36.52)	1.01	369.24	1.17	0.55	(53.39)	0.18	164.76
黄山 B 股	16.07	7.41	(53.89)	1.47	110.76	3.40	(0.46)	(113.63)	(0.32)	58.69

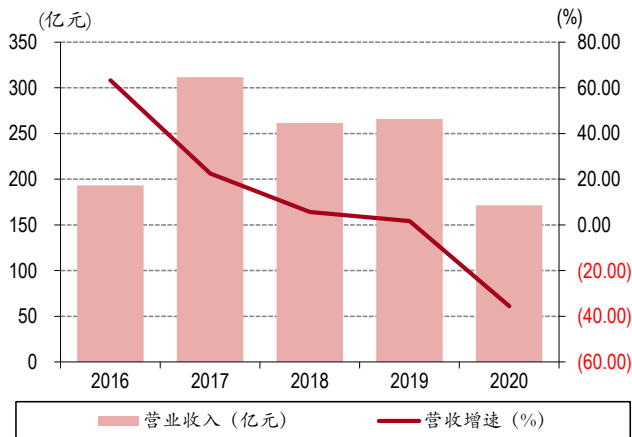
资料来源: 万得, 中银证券

酒店：龙头企业受疫情影响酒店经营指标依旧承压

2020年锦江、首旅受疫情影响，经营指标大幅下滑

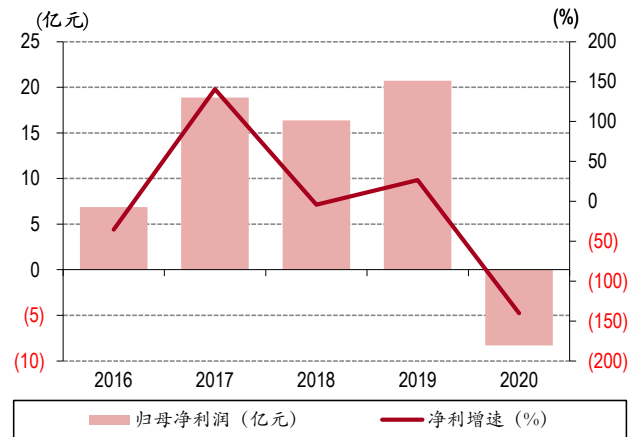
在2020年报告期内，酒店板块共实现营业收入171.5亿元，比同期下降35.58%；归属于上市公司股东净利润亏损8.3亿元，比同期下降140.04%。净利率下降13.12pct至-4.52%，毛利率则是大幅下降63.78pct至21.37%。费用率方面，管理费用率和财务费用率基本持平，销售费用率大幅下降43.54pct至6.8%，销售费用率变化的主要原因为新收入准则要求的实施。锦江酒店和首旅酒店是酒店板块里的两大业绩支柱，锦江酒店2020年营收达98.98亿元，同比下降34.45%，净利润达1.10亿元，同比下降89.91%；其三大经营指标ADR/OCC/RevPAR分别为196.47元/69.69%/119.24元，比上一年同期下降6.70pct/18.73pct/24.18pct。首旅酒店同年营收为52.82亿元，比同期下降36.45%，净利润亏损4.96亿元，同比下降156.05%。其三大经营指标ADR/OCC/RevPAR分别为172元/57.5%/99元，比上一年同期下降14pct/27.43pct/37.34pct。

图表 22. 酒店近 5 年营收及增速变化



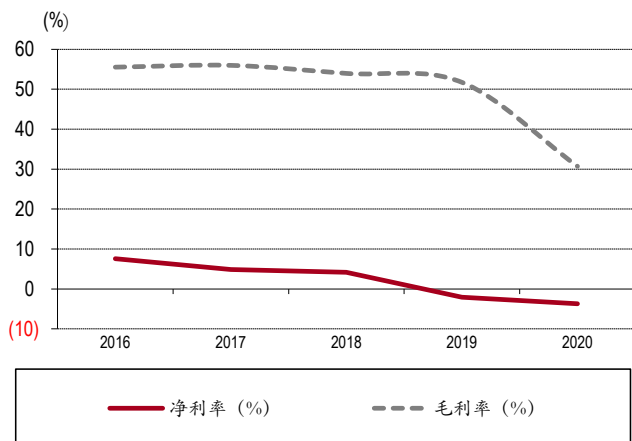
资料来源：万得，中银证券

图表 23. 酒店近 5 年净利润及增速变化



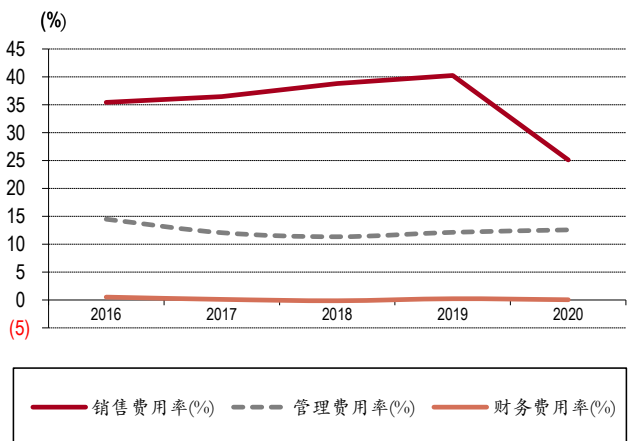
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 酒店近 5 年毛利及净利变化



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 酒店近 5 年费用率变化



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 锦江、首旅 2020 年经营指标数据

公司名称	ADR (元)			OCC (%)			RevPAR (元)		
	2019	2020	同比 (%)	2019	2020	同比 (%)	2019	2020	同比 (%)
锦江酒店	210.58	196.47	(6.70)	74.68	60.69	(18.73)	157.26	119.24	(24.18)
首旅如家	200	172	(14.00)	79.1	57.4	(27.43)	158	99	(37.34)

资料来源：公司公告，中银证券

2021Q1 首旅稳步增长，锦江受境外疫情影响有所拖累

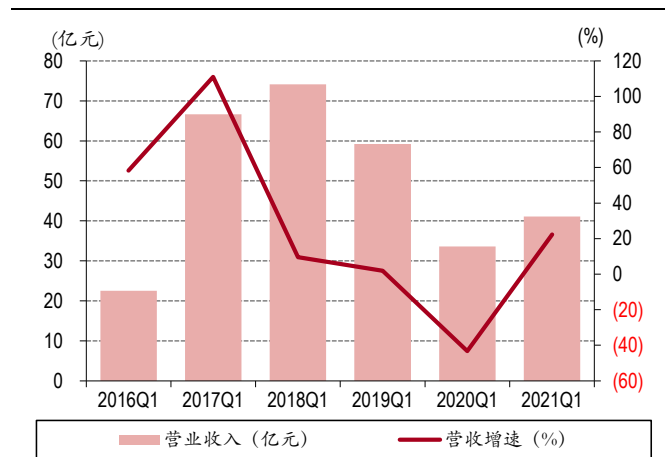
2021 年第一季度，酒店板块中的国内酒店业务复苏进程良好，2021Q1 酒店行业实现营业收入 41.05 亿元比上一年同期增长 22.25%，这也是在 2017 年后第一次一季度营收增速上涨；净利润虽仍旧亏损 4.94 亿元，但比上一年同期增长 5.72%。2021 年 1 至 2 月份，锦江酒店境内业务虽受国内局部散发疫情、就地过年等防控政策的小幅影响；但 3 月份以来，随着境内疫情有效防控，境内酒店市场持续回暖，境内酒店 3 月份平均 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 95.98%。但因境外疫情还未好转，导致境外业务拖累公司整体业绩，一季度锦江酒店营收为 23 亿元，同比增长 5.06%，净利润亏损 1.83 亿元，同比下降 207.12%。锦江境内酒店营收为 18.43 亿元，比上年同期增长 27.76%，境外酒店营收为 3.92 亿元，比上年同期下降 43.5%。首旅酒店在国内酒店市场逐渐恢复以及公司一系列降本增效措施的推动下，2021Q1 实现营收 12.71 亿元，同比增长 58.75%，净利润亏损 1.82 亿元，同比减亏 65.41%。同时三大经营指标也全面增长，ADR 为 169 元，增长 4.32%，OCC 为 55.5%，增长 65.67%，RevPAR 为 111.86 元，增长 58.37%。不过整体经营指标离疫前水平还是具有一定差距，依旧还是承受疫情带来的压力。

图表 27. 锦江、首旅 2021Q1 经营指标数据

公司名称	ADR (元)			OCC (%)			RevPAR (元)		
	2020Q1	2021Q1	同比 (%)	2020Q1	2021Q1	同比 (%)	2020Q1	2021Q1	同比 (%)
首旅如家	162	169	4.32	33.5	55.5	65.67	54	94	74.07
锦江酒店	200.48	190.96	(4.75)	35.23	58.58	66.28	70.63	111.86	58.37

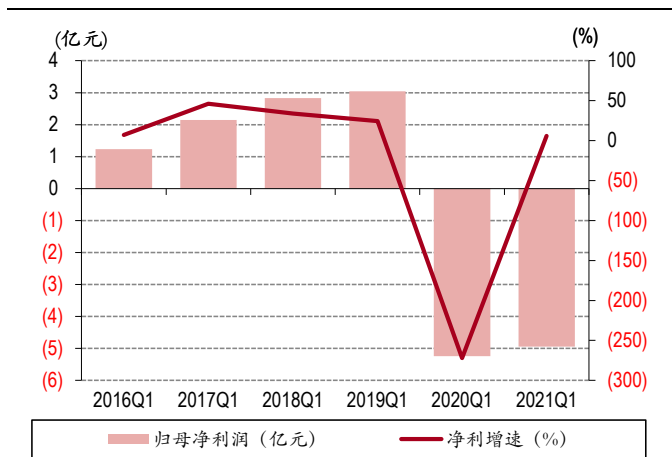
资料来源：公司公告，中银证券

图表 28. 酒店近年来一季度营收及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 酒店近年来一季度净利润及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 酒店公司业绩数据

公司名称	营业收入 (亿元)					净利润 (亿元)				
	2019	2020	同比增长 (%)	2021Q1	同比增长 (%)	2019	2020	同比增长 (%)	2021Q1	同比增长 (%)
华天酒店	11.11	5.15	(53.59)	1.27	90.23	0.50	(5.13)	(1,121.83)	(1.03)	24.00
西安旅游	8.64	2.99	(65.35)	0.76	103.59	(0.30)	0.38	224.42	(0.14)	(18.43)
大东海 A	0.26	0.16	(40.19)	0.08	134.90	0.01	(0.12)	(1,628.69)	0.01	140.36
大东海 B	0.26	0.16	(40.19)	0.08	134.90	0.01	(0.12)	(1,628.69)	0.01	140.36
首旅酒店	83.11	52.82	(36.45)	12.71	58.75	8.85	(4.96)	(156.05)	(1.82)	65.41
锦江酒店	150.99	98.98	(34.45)	23.00	5.06	10.92	1.10	(89.91)	(1.83)	(207.12)
金陵饭店	11.89	11.40	(5.82)	3.24	23.93	0.75	0.43	(41.24)	(0.14)	28.11
锦江 B 股	150.99	98.98	(34.45)	23.00	5.06	10.92	1.10	(89.91)	(1.83)	(207.12)

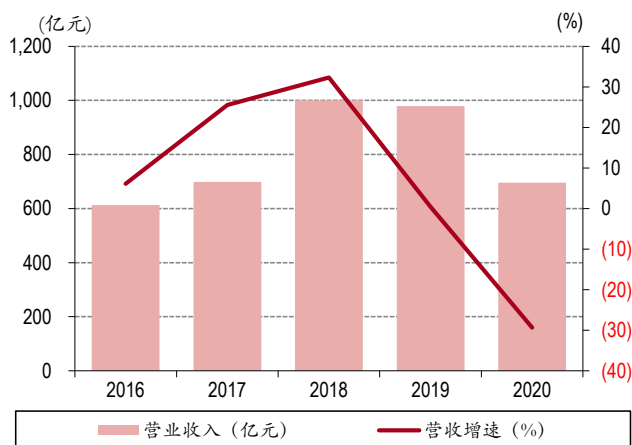
资料来源: 万得, 中银证券

旅游综合：出境旅游业务复苏受阻，中国中免异军突起

2020 年免税行业保持盈利增长，旅游出境业务恢复不畅

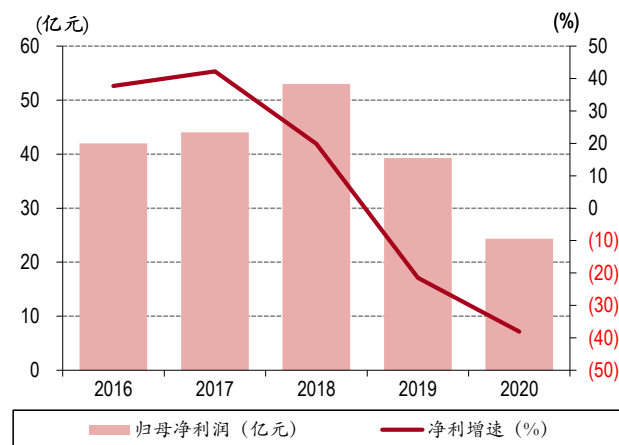
旅游综合行业在 2020 年报告期内，实现营业收入 696.06 亿元，比同期下降 29.37%；实现归属于上市公司股东净利润 24.35 亿元，比同期下降 38.09%。毛利率小幅上升 1.58pct 至 34.76%，净利率小幅下跌 0.38pct 至 4.67%。对旅游综合板块中业绩贡献最大的是专注于旅游零售的免税行业龙头企业中国中免，2020 年中国中免在国内市占率高达 90%，由于疫情的原因，出境游受到限制，大量游客选择到海南旅游且进行免税购物，2020 年海南离岛免税购物人数已达 2,362.06 万人。因此 2020 年在离岛免税新政和境外消费回流的背景下，中国中免总营收高达 525.97 亿元，比上年同期增加 8.2%，净利润为 61.4 亿元，比上年同期增加 28.49%，是旅游综合中为数不多营收、净利增长率都为正的公司。其他主营旅游业务的公司都或多或少受到疫情的拖累，2020 年下半年国内疫情逐渐消散，仅剩因境外输入性造成的零星病例，而境外疫情始终处于反复的状况。众信旅游因其业务主要是出境旅游，导致全年净亏损扩大，叠加公司计提商誉与坏账，成为旅游综合行业亏损最严重的公司，2020 年公司实现营收 15.61 亿元，同比下降 87.63%，净亏损 14.8 亿元，同比下降 2,257.47%。

图表 31. 旅游综合近 5 年营收及增速变化



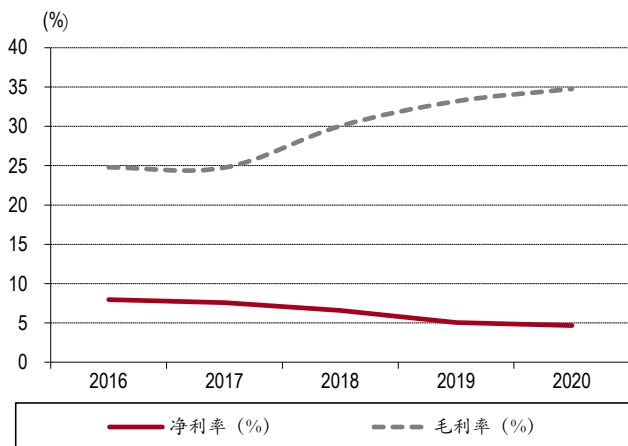
资料来源：万得，中银证券

图表 32. 旅游综合近 5 年净利润及增速变化



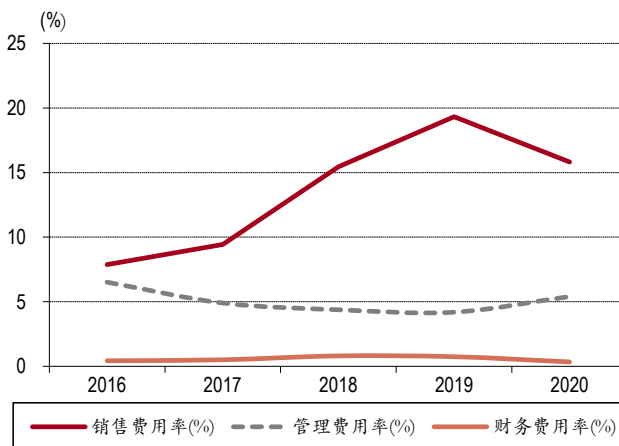
资料来源：万得，中银证券

图表 33. 旅游综合近 5 年毛利及净利变化



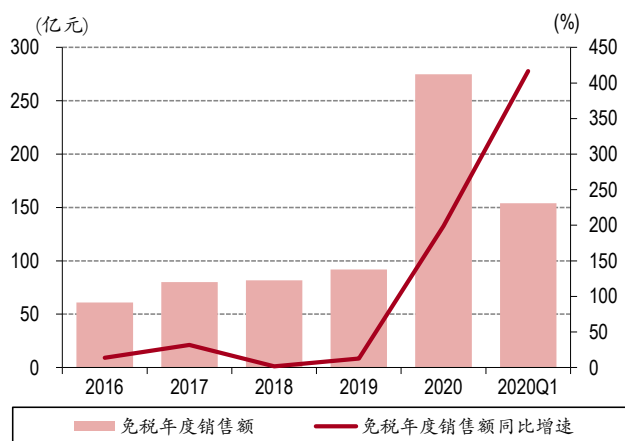
资料来源：万得，中银证券

图表 34. 旅游综合近 5 年费用率变化



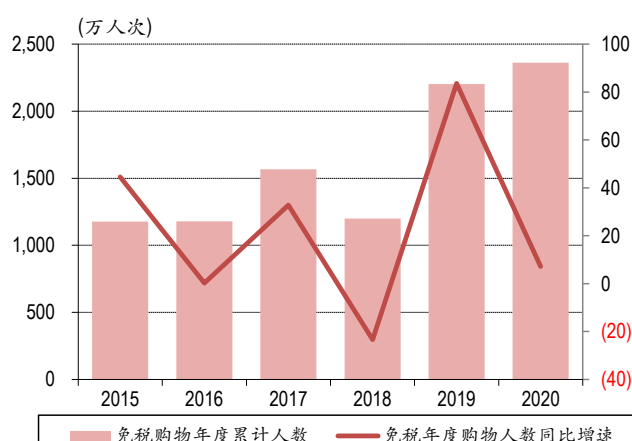
资料来源：万得，中银证券

图表 35. 海南离岛免税近年来销售额及增速变化



资料来源：万得，海南商务厅，中银证券

图表 36. 海南离岛免税 2015 年-2020 年购物人数



资料来源：万得，海南商务厅，中银证券

图表 37. 旅游综合公司业绩数据

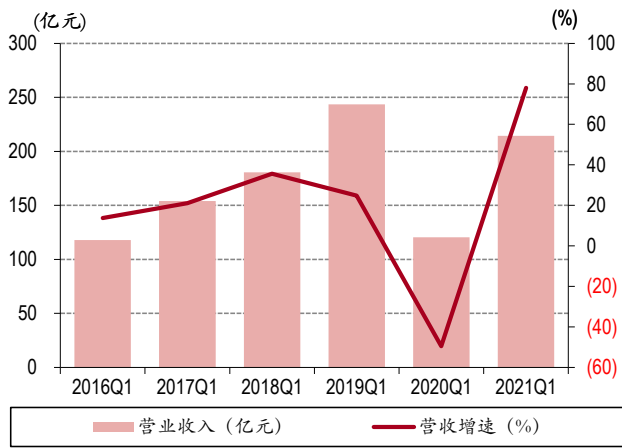
公司名称	营业收入 (亿元)				净利润 (亿元)					
	2019	2020	同比增长 (%)	2021Q1	同比增长 (%)	2019	2020	同比增长 (%)	2021Q1	同比增长 (%)
岭南控股	79.72	18.78	(76.45)	2.88	(57.04)	2.59	(2.40)	(192.76)	(0.56)	9.47
凯撒旅业	60.34	16.15	(73.25)	2.40	(67.91)	1.26	(6.98)	(655.74)	(0.94)	(46.52)
丽江股份	7.23	4.31	(40.36)	0.72	74.58	2.03	0.70	(65.36)	(0.10)	53.77
云南旅游	28.79	18.12	(37.04)	2.27	5.24	0.95	1.59	68.25	0.04	114.79
三特索道	6.77	4.05	(40.09)	0.89	198.19	0.11	0.29	150.06	(0.12)	84.27
众信旅游	126.22	15.61	(87.63)	0.85	(92.54)	0.69	(14.80)	(2,257.47)	(0.75)	(156.82)
腾邦国际	32.97	5.45	(83.47)	4.77	403.82	(15.76)	(10.49)	33.44	(0.74)	(6.54)
中青旅	140.54	71.51	(49.12)	13.98	16.40	5.68	(2.32)	(140.85)	(0.65)	67.04
*ST 联合	3.55	5.22	47.14	1.74	75.10	(1.90)	0.14	107.62	(0.10)	(278.91)
*ST 海创	0.15	0.13	(17.39)	0.01	279.99	(3.08)	(2.06)	33.27	(0.18)	(6.55)
曲江文旅	13.05	10.77	(17.50)	2.62	59.31	0.45	(0.72)	(259.60)	(0.20)	70.21
中国中免	479.66	525.97	8.20	181.34	127.48	46.29	61.40	32.57	28.49	13,129.45
锦旅 B 股	13.96	3.03	(78.29)	0.47	(60.01)	0.64	0.05	(91.43)	(0.07)	(185.35)
*ST 海创 B	0.15	0.13	(17.39)	0.01	279.99	(3.08)	(2.06)	33.27	(0.18)	(6.55)

资料来源：万得，中银证券

2021 一季度免税业绩一骑绝尘，旅游业稳步复苏

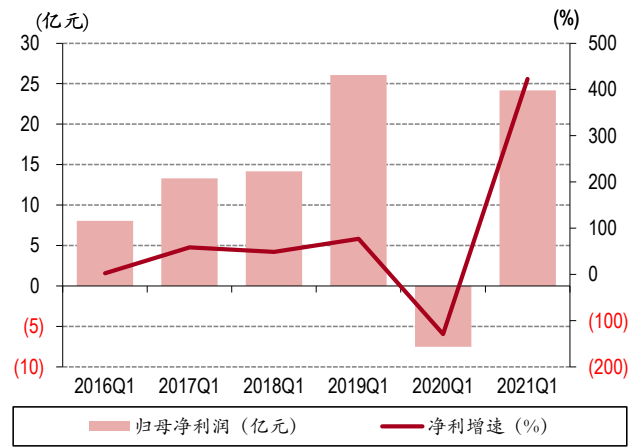
2021 第一季度旅游综合板块实现营业收入 214.48 亿元，比上年同期增长 78.05%，实现净利润 24.17 亿元，比上年同期增长 422.67%，是休闲服务板块里一季度净利增速最快的行业。2021Q1 海南离岛免税销售额已达 153.9 亿，与上一年同期相比增幅高达 416.6%，日销过亿已成常态化。2021 年年初，财务部、海关总署和税务总局联合发布《关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告》允许“邮寄送达”和“离岛寄存、返岛提取”离岛免税利好政策持续释放，免税龙头企业中国中免一季度净利润已达 28.49 亿，比同期增长 131 倍。随着离岛免税政策的逐步完善，中国中免业绩具有中长期成长性。中青旅面对疫情防控常态化趋势及游客消费转型变化积极多元化布局，持续压缩成本和费用支出，实现营业收入 13.98 亿元，同比增长 16%；实现归母净利润-0.65 亿元，同比减亏 1.33 亿元。随着 2021 年 3 月中旬景区，娱乐场所取消人数限制，中青旅整体业务呈现加速复苏态势，预计 2021 年上半年业绩可能同比具有明显增长。岭南控股和众信旅游，净利减亏幅度扩大，整体业绩逐步好转。随着天气转暖，国民出游意愿升温，加之各类小长假来临，境内旅游服务业务已复苏加速，刚刚过去的清明小长假亮眼的出游数据已得到验证。

图表 38. 旅游综合近年来一季度营收及增速变化



资料来源: 万得, 中银证券

图表 39. 旅游综合近年来一季度净利润及增速变化



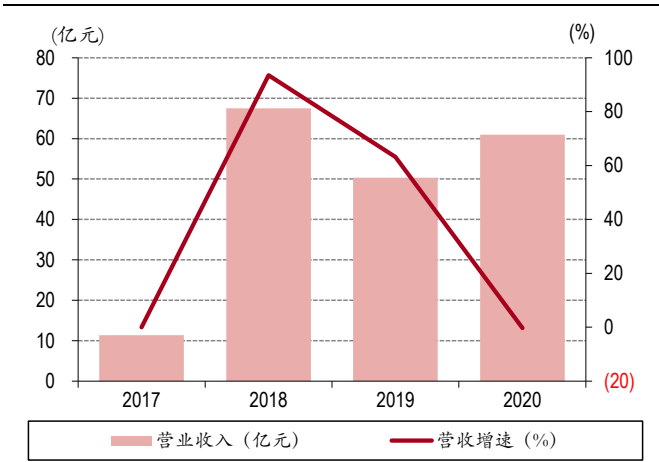
资料来源: 万得, 中银证券

其他休闲服务：2020 年实现盈利，21Q1 盈利持续上升

2020 年大部分实现盈利，仅米奥会展有所亏损

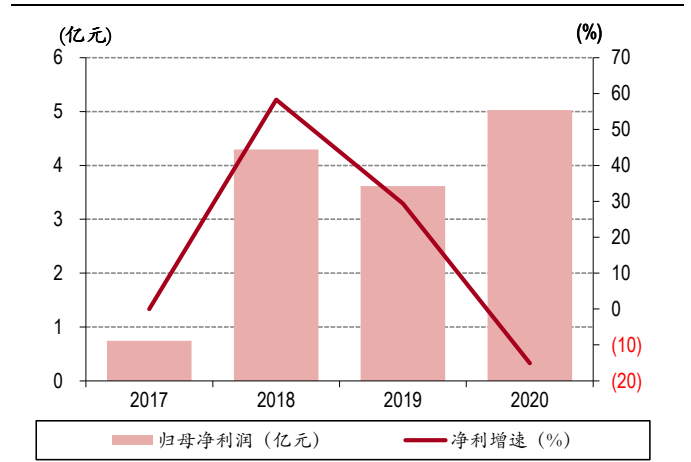
2020 年，其他休闲服务行业实现营业收入 60.97 亿元，同比下降 0.29%，实现归母净利润 5.03 亿元，同比下降 15.12%。因其他休闲服务板块 2019 年 7 月 8 日分别纳入福成股份和剔除国创高新，2020 年 3 月 18 日纳入米奥会展，同年 8 月 31 日纳入锋尚文化，由于数据口径不一，导致虽然营收和净利上涨，但同比增速有所下降。板块毛利率和净利率都有所上涨，分别为 21.29% 和 8.36%。其他休闲服务行业共有科锐国际、米奥会展、锋尚文化和福成股份 4 家公司，2020 年除米奥会展其余 3 家公司全部实现盈利。不过因受到疫情影响相对增速还是有所下降。关于费用率，除管理费用率增长外，其他费用率均下降，财务费用率负增长是因为银行存款增加导致利息收入增加。

图表 40. 其他休闲服务近年来营收及增速变化



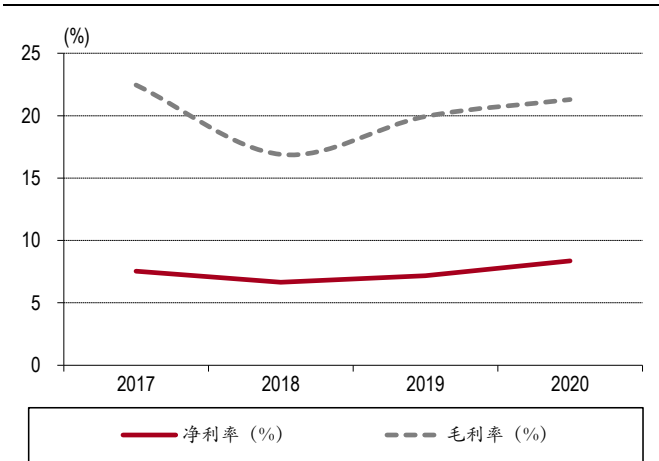
资料来源：万得，中银证券

图表 41. 其他休闲服务近年来净利润及增速变化



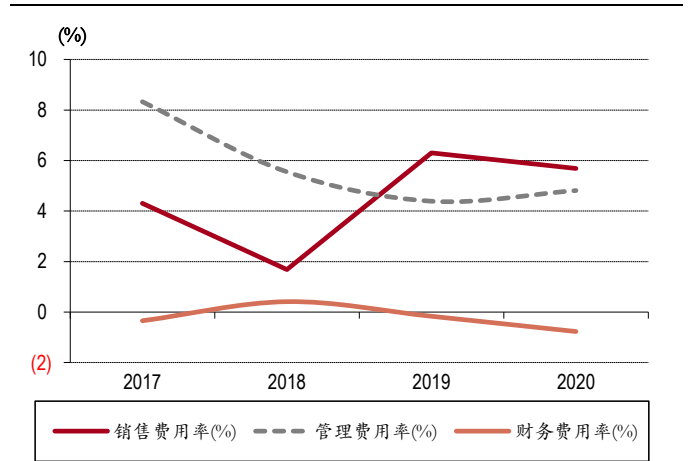
资料来源：万得，中银证券

图表 42. 其他休闲服务近年来毛利率及净利率变化



资料来源：万得，中银证券

图表 43. 其他休闲服务近年来费用率变化



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 其他休闲服务公司业绩数据

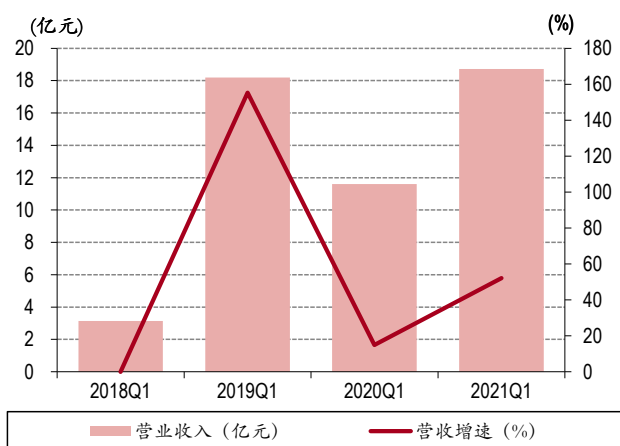
公司名称	营业收入 (亿元)					净利润 (亿元)				
	2019	2020	同比增长 (%)	2021Q1	同比增长 (%)	2019	2020	同比增长 (%)	2021Q1	同比增长 (%)
科锐国际	35.86	39.32	9.65	14.52	57.29	1.52	1.86	22.38	0.39	47.18
米奥会展	4.26	0.94	(77.84)	0.26	118.71	0.66	(0.65)	(197.75)	(0.18)	10.85
锋尚文化	9.12	9.84	7.87	1.05	(6.05)	2.54	2.61	2.63	0.29	41.04
福成股份	14.47	10.86	(24.92)	2.88	27.63	2.10	1.21	(42.37)	0.33	82.58

资料来源: 万得, 中银证券

2021 年一季度全板块盈利能力持续上升

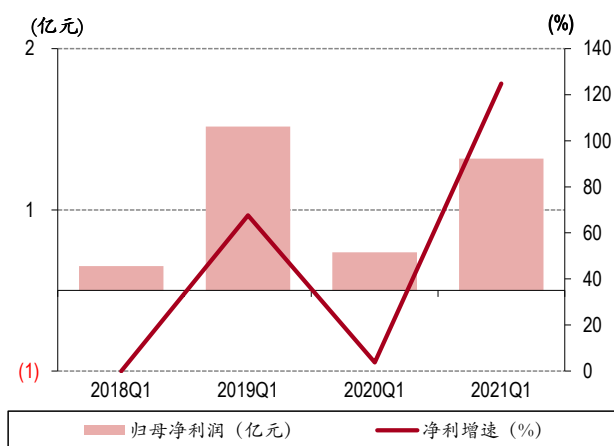
2021 年 Q1 其他休闲服务板块共实现营业收入 18.72 亿元, 同比增长率为 52.17%; 实现归母净利润 0.82 亿元, 同比增长率 124.85%。一季度毛利率为 15.24%, 比去年同期增加 5%; 净利率为 4.74%, 比去年同期增加 95%。财务费用率微涨 0.47pct 至 -0.34%, 销售费用率和管理费用率均下降分别 1.85pct 至 4.74% 和 0.99pct 至 3.96%。2021 年一季度国内主要经济指标持续恢复, 行业产品和人员需求面扩大, 科锐国际及时把握行业趋势, 做出前瞻性布局通过智能化管理人力资源平台。全方位推动业务发展。最终实现营业收入 14.52 亿元, 同比增长 57.29%, 实现净利润 0.39 亿元, 同比增长 47.18%。2021 年一季度其他休闲服务行业全公司都实现了净利增速上涨势态。

图表 45. 其他休闲服务近年一季度营收及增速变化



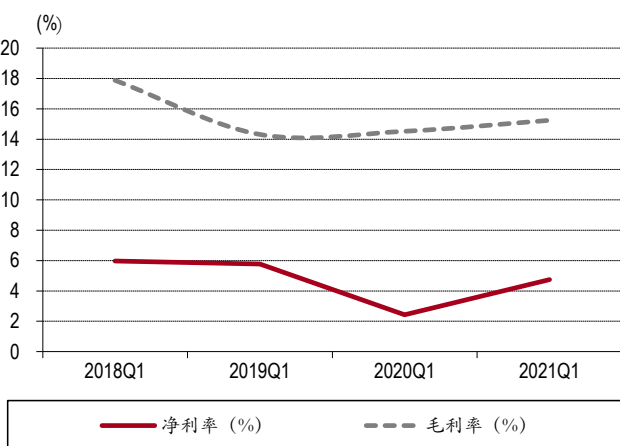
资料来源: 万得, 中银证券

图表 46. 其他休闲服务近年一季度净利润及增速变化



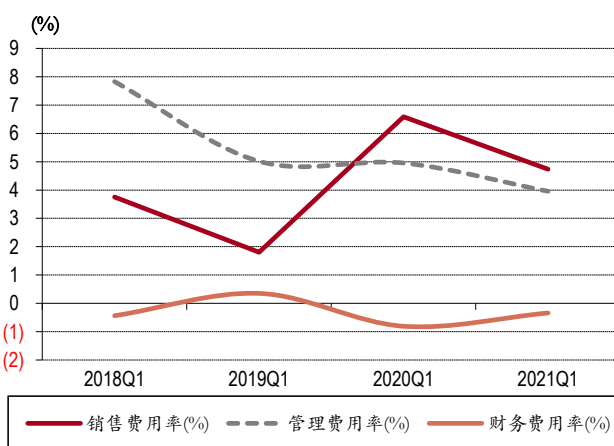
资料来源: 万得, 中银证券

图表 47. 其他休闲服务近年来 Q1 毛利率及净利率变化



资料来源: 万得, 中银证券

图表 48. 其他休闲服务近年来 Q1 费用率变化



资料来源: 万得, 中银证券

2021年后半年展望：免税持续高景气，旅游、景点、酒店预计恢复至疫前水平

免税政策红利维持赛道高景气，行业龙头地位稳固业绩可期。回望2020年，免税行业是休闲服务板块里受市场关注的行业，免税龙头企业中国中免的股价涨幅也表现了市场对于免税领域的高关注度。2020年7月1日起实施海南离岛免税新政后，2020年中国中免营业收入、利润总额、归属于上市公司股东的净利润同比实现明显的增幅。与此同时，上涨的还有中国中免的股价，从2020年7月1日至2021年一季度截止，中国中免已累计涨幅103.32%。同时因中国中免为市占率超90%的龙头企业，根据《国际免税新闻》和穆迪报道的最新统计，中国中免已从2019年的全球第四跃升至2020年的全球第一，所以它的业绩增速好坏也直接影响市场情绪。例如当中国中免一季度净利润没达到市场预期时，它的股价出现较大波动，不过这并不影响它在免税行业的稳定龙头地位。中国中免是目前国内牌照最齐全的免税公司，其牌照覆盖免税行业全业务。出境旅游未恢复，中免业绩看海南，出境旅游渐开启，中免业绩看规模效应。因此，中国中免龙头地位未受明显挑战，公司内外优势显著且基本面良好，2021年下半年仍有望成为休闲服务行业中的核心投资标的。

新生代消费者的占比提升，境内旅游复苏加速，境外旅游可能不及预期。今年3月15日文旅部下发通知低风险地区场所75%人数上限限制取消，随着国内疫情好转防控得当、天气转暖、国民出游意愿高涨、疫苗的不断普及等众多利好因素叠加，国内旅游复苏进程正在逐步加速中。马蜂窝报告显示“Z世代”（1995年-2009年间出生的年轻人）已逐渐成为消费升级的主要人群，根据马蜂窝调查显示，“Z世代”每年至少出游2-3次的人群占比已达45.34%，而且近一半的受访者会保持和疫前同级别消费水平，还有16.77%的人表示疫情后出游甚至会提高消费。根据去哪儿《2021五一假期出游报告》显示，今年五一出游人群中，90后占比超过50%，成为出游主力，其中95后出游占比达23%，00后出游比例较2019年增速达2.5倍，成为出游增速最快、活力最高的人群。中青旅面对疫情防控常态化趋势及游客消费转型变化积极多元化布局，持续压缩成本和费用支出，预计下半年景区业绩可能会加速修复直至疫前状态。虽然现在部分发达国家疫苗接种率高，但全球整体疫苗分配不均，个别人口大国疫情反弹严重，目前全球新冠确诊人数屡创新高。由于境外疫情的不断反复，导致境外旅游复苏可能不及预期，对于出境游业务不利影响仍旧存在。因此，2021年下半年仍需关注国内具有地缘优势、核心资源的国内知名景区，以及根据市场消费者迭代进行产品开发的景点。

“定制游”和“自由行”成出游主力模式，业务恢复需顺应旅游需求个性化、碎片化趋势。旅游出行逐步升温，各大OTA平台推出的“旅行盲盒”不断激发年轻消费者的旅游动机，同时在后疫情时代，线下旅游门店也纷纷开始改变其产品结构，纷纷推出更加个性化套餐，例如小团游、定制游等等。马蜂窝数据显示，在小长假订单中，“定制游”和“自由行”的预订均比“跟团游”高出至少5倍；根据携程数据也显示，今年假期自由行定制游一类产品占比从2019年25%左右提升到30%，并且有不断上升的趋势。这也是与旅游消费主体的迭代和后疫情时代游客习惯改变有密切关系，定制游和自由行相对更私密和安全，一般以“小车+小团”为主，六人以内的出游组合，或将成为后疫情时代假期旅行的主力军。因此，旅游综合服务以及以旅游团队产品为主的旅行社，在合理深挖国内旅游资源 and 做好出境旅游准备的基础上，团队产品创新以及单项服务的开发可能成为旅行社在疫后发展的试金石。

酒店行业多品牌矩阵发展，扩张加速连锁化有望形成规模效应。随着国内疫情有效防控，国内酒店市场持续回暖，首旅和锦江酒店国内酒店业务三大经营指标ADR/OCC/RevPAR均在稳步上升。锦江酒店和首旅酒店多品牌矩阵发展，全面覆盖了经济型、中端和高端酒店。锦江酒店坚定不移地执行“深耕国内、全球布局、跨国经营”发展战略，2020年新开业酒店1,842家。首旅酒店也在2020年新开业909家，同比2019年增加80家。同时首旅在2020年对现有各品牌产品进行了全方位的开发与更新迭代，打造年轻化、时尚化的酒店形象。就目前来看，国内疫情已逐步稳定常态化，预计不会出现大规模的反弹或爆发，商旅出行以及游客出游也已逐步恢复正常流动，中国旅游研究院发布的《2020年旅游经济运行分析与2021年发展预测》研究报告预计2021年国内旅游人数将达到41亿人次。因此，市场对于国内酒店住宿的需求正在不断增加，国内酒店业业绩有望逐渐恢复至疫前水平，建议2021年下半年可以持续关注酒店龙头行业拓展情况，同时也需关注重点主题公园开业、世界级体育赛事举办对酒店需求的刺激作用。

国际旅游恢复需关注境外疫情，出境旅游复苏需考虑回程隔离要求。根据央视新闻消息，2021年3月22日，阿联酋阿布扎比文化和旅游部发布最新旅行“绿色名单”，中国内地、中国香港、澳大利亚、不丹、格陵兰、文莱、冰岛、新加坡等12个国家和地区的旅客，达到阿联酋首都阿布扎比后，仅需在机场进行核算检测，结果为阴性就能免于强制隔离等防疫措施。央视财经4月24日报道，泰国表示从2021年7月1日起，普吉岛将向外国游客开放，已接种新冠疫苗的外国游客入境普吉岛可免强制隔离，今年第三季度至少会吸引10万外国游客到访，第四季度该数字还将持续提升。根据深圳之窗消息，中国香港最快于5月中旬推出新的“来港易”计划，面向合格的内地居民或在内地居住或工作的外籍人士，可获免检疫14天；此外中国香港与新加坡双边“旅游气泡”有望预期开启，专属航班将于5月26日起航，首班机位已销售一空，赴新加坡的5日团包酒店住宿回港检测费用的每人团费接近1.3万港币。虽然境外新冠疫情仍存在不确定性，但各个国家及地区在做好自身疫苗接种和疫情管控的基础上，积极推出入境旅游政策刺激旅游恢复。预计下半年随着各国疫苗接种比例提升，中国国际旅游有望开启，利好国内旅行社出境旅游恢复，但需持续关注出境回程的隔离要求造成的机会成本对出游决策的影响。

投资建议：

虽然此次疫情对休闲服务相关行业的业绩冲击不小，但目前随着国内疫情管理得当，国内旅游业持续向好，文旅行业呈现修复式反弹趋势，因此我们给予对行业“强大于市”的投资评级，在国内国际消费双循环背景下，免税龙头企业中国中免中长期具备优质成长性。国内旅游复苏较好，旅游业及周边行业复苏进程有望继续加速。因此推荐免税龙头企业中国中免，推荐处于旅游恢复逻辑中拓展景区业务的中青旅，布局轻重资产酒店发展的岭南控股，扩大合作开拓国内旅游的众信旅游，并建议关注国内酒店龙头企业，具有地缘优势和新项目落地收到良好市场反馈的景区企业。

风险提示：

新冠病毒疫情反复：全球来看，新冠肺炎每日确诊病例反弹，确诊病例数量不断上升，仍需谨慎防范新冠病毒的反复。

行业复苏不及预期：文旅部出台国内景区接待量取消限制政策，由当地疫情防控形势确定，若入出境旅游若年内无法预期有序启动，国际旅游复苏、口岸免税恢复等仍将持续承压。

政策落地及执行不及预期：文旅部入出境旅游政策尚未出台，市内免税店政策暂未落地，且政策落地后的执行也存在一定不确定性。

附录图表 49. 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)
					2020A	2021E	2020A	2021E	
601888.SH	中国中免	买入	311.99	6,091.53	3.14	5.74	89.82	54.36	12.90
600138.SH	中青旅	买入	12.02	87.01	(0.32)	0.69	(32.00)	17.54	8.65
002707.SZ	众信旅游	增持	5.79	52.47	(1.63)	0.01	(3.17)	532.78	0.74
000524.SZ	岭南控股	增持	8.14	54.55	(0.36)	0.41	(22.05)	20.08	3.42
300144.SZ	宋城演艺	未有评级	21.73	568.17	(0.67)	0.42	(26.44)	51.79	2.89
600754.SH	锦江酒店	未有评级	61.20	559.39	0.12	1.15	447.89	53.20	15.72
900934.SH	锦江 B 股	未有评级	2.13	559.39	0.12	1.15	111.16	53.20	15.72
600258.SH	首旅酒店	未有评级	25.59	252.76	(0.50)	0.88	(42.26)	28.98	7.94
300662.SZ	科锐国际	未有评级	59.48	108.76	1.02	1.32	53.10	44.89	5.99
000796.SZ	凯撒旅业	未有评级	10.10	81.10	(0.87)	(0.13)	(15.36)	(75.16)	1.06
300860.SZ	锋尚文化	未有评级	55.42	75.89	3.61	3.04	36.16	18.22	22.25
600054.SH	黄山旅游	未有评级	10.95	56.21	(0.06)	0.42	(141.24)	26.33	5.79
900942.SH	黄山 B 股	未有评级	0.75	56.21	(0.06)	0.42	(76.36)	26.33	5.79
605108.SH	同庆楼	未有评级	25.09	50.18	0.93	1.20	25.73	20.93	9.27
002033.SZ	丽江股份	未有评级	6.87	37.75	0.13	0.31	49.89	22.33	4.64
000888.SZ	峨眉山 A	未有评级	6.48	34.14	(0.07)	0.32	(82.07)	20.16	4.60
603136.SH	天目湖	未有评级	26.97	33.14	0.47	1.09	53.83	24.84	8.33
000978.SZ	桂林旅游	未有评级	6.74	24.27	(0.74)	0.14	(6.12)	48.52	3.50
002159.SZ	三特索道	未有评级	12.25	21.72	0.16	0.33	74.41	37.67	7.93

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2021 年 4 月 30 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一季报预期

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