

## 营收稳步放量，净利率保持稳健

## ——中免 21 年半年报点评

1) 公司发布 21 年半年报, 实现营收 355.26 亿元/+83.98% (略高于此前快报预告 355.01 亿元, 较 2H20 增 7%), 归母净利润 53.59 亿元/+475.92%, 扣非归母净利润 52.65 亿元/+576.44% (低于此前快报预告 53.41 亿元); 2) 单 Q2 看, 公司实现营收 173.92 亿元/+53.40%, 归母净利润 25.10 亿元/+163.57%, 扣非归母净利润 24.31 亿元/+170.58%。

## 核心观点

- 基数效应+离岛免税政策红利+有税业务发展, 公司营收稳步放量。**公司 21H1 营收 355.26 亿元/+83.98%, 营收放量主要原因系: 1) 去年同期销售受疫情影响, 基数相对较低; 2) 离岛免税政策红利逐渐释放; 3) 公司积极发力有税销售业务对冲机场免税承压。公司 21Q2 实现营收 173.92 亿元/+53.40%, 营收增速相比 Q1 放缓主要系 20Q2 线下业务逐渐恢复、日上直邮放量带来的基数效应衰退以及 21 年 6 月略受广东疫情影响。
- 利润率保持稳健, 租金降低带动费用率下行。**1) 公司 21H1 实现毛利率 38.33%/-4.44pct, 其中 Q1/Q2 毛利率为 39.11%/37.52%, 毛利率同比、环比下降主要系公司加大商品促销力度所致; 2) 公司 21H1 销售费用率 9.28%/-21.88pct, 管理费用率 2.47%/-0.88pct, 财务费用率 0.04pct/+0.04pct。销售费用率下降主要原因系应付机场租金大幅降低所致。公司 21H1 租赁费 13.71 亿元, 同比下降 36.37 亿元 (根据上海机场公告, 21H1 公司日上租金 2.21 亿元, 相较于去年同期下降约 18 亿元)。环比来看, 公司 21Q1/Q2 销售费用率分别为 9.77%/8.77%, 管理费用率分别为 2.38%/2.57%, 财务费用率分别为 0.01%/0.07%。3) 公司 21H1 其他收益+资产减值损失合计 0.51 亿, 21Q1/Q2 分别为 0.81/-0.30 亿, 分别占当期营收 0.45%/-0.17%。4) 公司 21H1 实现归母净利润利润率 15.08%/+10.27pct, Q1/Q2 归母净利润利润率为 15.71%/14.44%, 利润率按季下降有限。
- 拆解分部业绩来看:** 1) 海南地区: ①21H1 公司三亚店归母净利润 25.58 亿元/+330%, 归母净利润率 13.81%, 较 20H2 环比下降 1.66pct; ②海免归母净利润 5.11 亿元/+253%, 归母净利润率 6.63%, 较 20H2 环比下降 0.81pct; 2) 日上上海: 21H1 归母净利润 5.37 亿元/+856%, 归母净利润率 9.32%, 较 20H2 环比下降 8.02pct (去年 Q4 受益于租金返还); 3) 日上中国: 归母净利润-0.85 亿元, 去年同期为-3.02 亿元, 受益于 2 月起保底租金开始根据客流调整。
- 回顾 21H1, 公司在经营层面有诸多亮点:** 在离岛免税方面不断调整现有品牌、提升服务能力、优化客户体验; 在其他免税项目上持续推进; 加速线上平台整合, 提升业务协同性。**展望后续,** 公司作为免税行业的绝对龙头, 在规模、供应链、运营能力、点位布局、品牌等方面均遥遥领先, 伴随着新项目落地、H 股上市后资本赋能, 公司市场地位有望进一步强化。

## 财务预测与投资建议

- 由于上机租金减免, 我们相应下调销售费用率; 考虑到疫情反复及促销力度加大, 我们小幅下调公司营收及毛利率预测, 给予 21-23 年每股收益预测分别为 5.28/7.37/9.91 元(调整前 21-22 年为 4.58/6.48 元), 用 DCF 法给予公司目标价 274.30 元, 维持增持评级。

## 风险提示

大型疫情及自然灾害影响; 政策推进不及预期, 地缘政治及国际关系问题

## 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	48,612	52,597	74,595	99,078	128,932
同比增长(%)	3.4%	8.2%	41.8%	32.8%	30.1%
营业利润(百万元)	7,356	9,694	16,049	21,825	28,896
同比增长(%)	35.6%	31.8%	65.6%	36.0%	32.4%
归属母公司净利润(百万元)	4,632	6,140	10,310	14,399	19,350
同比增长(%)	49.7%	32.6%	67.9%	39.7%	34.4%
每股收益(元)	2.37	3.14	5.28	7.37	9.91
毛利率(%)	51.1%	40.6%	38.3%	38.7%	39.4%
净利率(%)	9.5%	11.7%	13.8%	14.5%	15.0%
净资产收益率(%)	25.5%	29.0%	38.3%	37.2%	34.8%
市盈率	96.1	72.5	43.2	30.9	23.0
市净率	22.2	20.0	14.1	9.7	6.8

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年09月02日)	228.05 元
目标价格	274.30 元
52周最高价/最低价	402.35/172.16 元
总股本/流通A股(万股)	195,248/195,248
A股市值(百万元)	445,262
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021年09月03日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.97	-4.72	-29.65	2.63
相对表现	-9.62	-4.17	-18.7	-1.23
沪深300	2.65	-0.55	-10.95	3.86



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520070001

联系人 张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn

联系人 朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

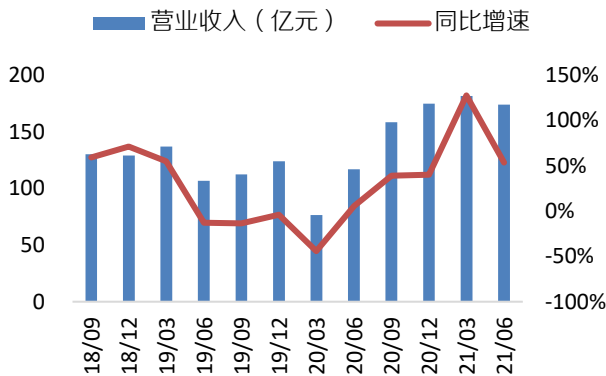
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

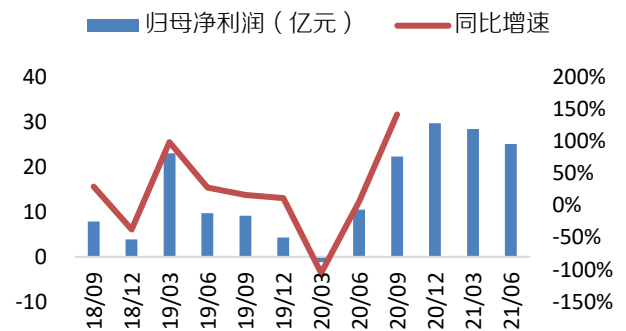
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**事件：**

- 1) 公司发布 21 年半年报，实现营收 355.26 亿元/+83.98%（略高于此前快报预告 355.01 亿元，较 2H20 增 7%），归母净利 53.59 亿元/+475.92%，扣非归母净利 52.65 亿元/+576.44%（低于此前快报预告 53.41 亿元）；
- 2) 单 Q2 看，公司实现营收 173.92 亿元/+53.40%，归母净利 25.10 亿元/+163.57%，扣非归母净利 24.31 亿元/+170.58%。

**图 1：营收及增速（单季度）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 2：归母净利润及增速（单季度）**


注：20Q4/21Q1/21Q2 归母净利润同比增速分别为 614%/13129%/164%。

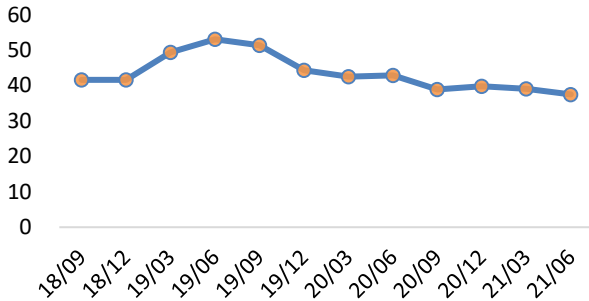
数据来源：Wind，东方证券研究所

**点评：**

**基数效应+离岛免税政策红利+有税业务发展，公司营收稳步放量。公司 21H1 营收 355.26 亿元/+83.98%，营收放量主要原因系：**1) 去年同期销售受疫情影响，基数相对较低；2) 离岛免税政策红利逐渐释放；3) 公司积极发力有税销售业务对冲出入境人数下降情况下机场免税销售承压。**公司 21Q2 实现营收 173.92 亿元/+53.40%，营收增速相比 Q1 放缓主要系 20Q2 线下业务逐渐恢复、日上直邮放量带来的基数效应衰退以及 21 年 6 月略受广东疫情影响。**

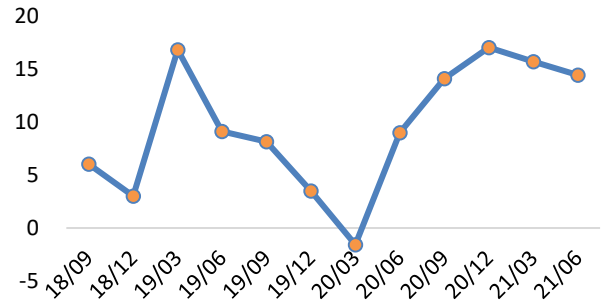
**利润率保持稳健，租金降低带动费用率下行。**1) 公司 21H1 实现毛利率 38.33%/-4.44pct，其中 Q1/Q2 毛利率为 39.11%/37.52%，毛利率同比、环比下降主要系公司加大商品促销力度所致；2) 公司 21H1 销售费用率 9.28%/-21.88pct，管理费用率 2.47%/-0.88pct，财务费用率 0.04pct/+0.04pct。销售费用率下降主要原因系应付机场租金大幅降低所致。公司 21H1 租赁费 13.71 亿元，同比下降 36.37 亿元(根据上海机场公告,21H1 公司日上租金 2.21 亿元,相较于去年同期下降约 18 亿元)。环比来看，公司 21Q1/Q2 销售费用率分别为 9.77%/8.77%，管理费用率分别为 2.38%/2.57%，财务费用率分别为 0.01%/0.07%。3) 公司 21H1 其他收益+资产减值损失合计 0.51 亿，21Q1/Q2 分别为 0.81/-0.30 亿，分别占当季营收 0.45%/-0.17%。4) 公司 21H1 实现归母净利率 15.08%/+10.27pct，Q1/Q2 归母净利率为 15.71%/14.44%，利润率按季下降有限。

图 3：毛利率（%，单季度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：归母净利率（%，单季度）



数据来源：Wind，东方证券研究所

拆解分部业绩来看：1) 海南地区：①21H1 公司三亚店归母净利 25.58 亿元/+330%，归母净利率 13.81%，较 20H2 环比下降 1.66pct；②海免归母净利 5.11 亿元/+253%，归母净利率 6.63%，较 20H2 环比下降 0.81pct；2) 日上上海：21H1 归母净利 5.37 亿元/+856%，归母净利率 9.32%，较 20H2 环比下降 8.02pct（去年 Q4 受益于租金返还）；3) 日上中国：归母净利-0.85 亿元，去年同期为-3.02 亿元，受益于 2 月起保底租金开始根据客流调整。

表 1：21H1 主要分部的收入和利润情况（百万元）

	收入	营业利润	净利润	归母利润	归少数股东利润	净利润率	归母利润率
中免公司	35371	8425		5291			15.0%
三亚市内免税店	18530	342	2558	2558		13.8%	13.8%
海免公司	7705	1601	1192	511	681	15.5%	6.6%
日上上海	5760	1405	1053	537	516	18.3%	9.3%
日上中国	1185		-174	-88	-85	-14.6%	-7.5%
其他免税渠道	2190			1773			
其他	155	90		68			
合计	35526	8514		5359			15.1%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司 21H1 在经营层面有诸多亮点：1) 离岛免税：公司优化调整现有品牌品类，引入联想、戴尔外星人等新品牌，不断创新货品供应和消费者购物体验；积极推行贵宾尊享服务，挖掘高端客户消费潜力；加快海南一体化运营步伐，逐步推进电商、市场、物流、信息等重点业务整合方案的制定；公司有序推进重大项目建设，海口市国际免税城、三亚一期 2 号地项目稳步推进，海南国际物流中心项目一期正式开工。2) 其他免税：公司成功中标绥芬河铁路口岸和太原机场的免税经营权；公司新建宁波栎社机场免税店并如期开业；报告期内，香港机场店、香港市内店、澳门机场店及柬中免继续保持盈利。3) 线上整合：公司加速线上整合，5 月成立中免日上互联并收购旅购，日上

直邮业务、海南补购业务先后入驻该平台，同时7月底公司限时开放日上免券购买，公司朝着“整合体系内所有线上平台”的预定目标稳步迈进。

**看后续：1) 伴随新项目落地，市场地位有望进一步强化。**海口市国际免税城、三亚一期2号地项目有望在22年陆续落地，得以优化海南免税市场的项目布局，拓宽成长空间。**2) 拟启动H股上市筹备工作，国际化进程更上层楼。**公司有望借助H股上市加速融入国际资本市场，获得全球化的渠道及产业链资源，增强全球竞争力。①公司于5月15日发布公告明确本次发行的H股股数不超过本次发行后公司总股本的8%(超额配售权行使前)，并授予国际承销商不超过上述发行的H股股数15%的超额配售选择权。以公司最新股本1952百万股进行测算，则对应发行股数上限在170-197百万股，占现有股本8.7%-10.1%。②根据澎湃新闻援引路透社的报道，中国中免拟在港股市场募资最多70亿美元(折合约543亿港元)。公司作为免税行业的绝对龙头，在规模、供应链、运营能力、点位布局、品牌等方面均遥遥领先，伴随着新项目落地、H股上市后资本赋能，公司市场地位有望进一步强化。

## 盈利预测与投资建议

### 投资建议

由于上机租金减免，我们相应下调销售费用率；考虑到疫情反复及促销力度加大，我们小幅下调公司营收及毛利率预测，给予21-23年每股收益预测分别为5.28/7.37/9.91元(调整前21-22年为4.58/6.48元)，用DCF法给予公司目标价274.30元，维持增持评级。

表2：DCF估值模型假设

估值假设	假设值
所得税税率	17.00%
永续增长率	3.00%
无风险利率	2.84%
考虑杠杆因素的β系数	1.1871
市场收益率	8.84%
规模风险因子	0.00%
股权投资成本	10.15%
债务比率	3%
债务利率	4.85%
WACC	9.96%

数据来源：东方证券研究所

表3：永续增长率和WACC的敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.96%	322.60	354.63	399.57	467.20	580.50
	8.46%	297.43	323.66	359.49	411.38	493.25
	8.96%	275.54	297.24	326.23	366.90	428.10

	9.46%	256.33	274.47	298.21	330.65	377.64
	9.96%	239.37	254.64	274.30	300.56	337.40
	10.46%	224.28	237.24	253.67	275.19	304.59
	10.96%	210.79	221.85	235.70	253.53	277.33
	11.46%	198.65	208.16	219.91	234.82	254.34
	11.96%	187.69	195.90	205.94	218.51	234.68

数据来源：东方证券研究所

## 风险提示

大型疫情及自然灾害影响；政策推进不及预期，地缘政治及国际关系问题

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	12,486	14,706	18,649	28,489	43,635	营业收入	48,612	52,597	74,595	99,078	128,932
应收票据及应收账款	151	129	656	474	689	营业成本	23,788	31,221	46,025	60,725	78,128
预付账款	383	256	684	723	917	营业税金及附加	891	1,083	1,536	2,041	2,655
存货	8,965	14,733	21,719	26,732	36,044	营业费用	15,536	8,847	8,470	11,229	14,916
其他	1,130	1,148	1,445	1,944	2,380	管理费用及研发费用	1,628	1,637	2,163	3,270	4,448
<b>流动资产合计</b>	<b>23,115</b>	<b>30,971</b>	<b>43,152</b>	<b>58,363</b>	<b>83,664</b>	财务费用	26	(545)	17	(130)	(515)
长期股权投资	255	791	791	791	791	资产减值损失	423	891	491	300	603
固定资产	1,684	1,591	1,551	1,530	1,526	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	404	1,233	1,518	3,443	5,349	投资净收益	965	16	50	50	50
无形资产	2,507	2,449	2,396	2,342	2,289	其他	69	214	107	130	150
其他	3,860	4,884	4,629	4,529	4,429	<b>营业利润</b>	<b>7,356</b>	<b>9,694</b>	<b>16,049</b>	<b>21,825</b>	<b>28,896</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,709</b>	<b>10,948</b>	<b>10,884</b>	<b>12,635</b>	<b>14,384</b>	营业外收入	66	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>31,824</b>	<b>41,919</b>	<b>54,036</b>	<b>70,998</b>	<b>98,048</b>	营业外支出	15	26	26	26	26
短期借款	224	417	4,367	100	100	<b>利润总额</b>	<b>7,407</b>	<b>9,672</b>	<b>16,026</b>	<b>21,802</b>	<b>28,874</b>
应付票据及应付账款	3,641	4,327	6,069	8,573	10,720	所得税	1,801	2,335	4,007	3,706	4,909
其他	4,538	10,917	6,404	7,032	7,970	<b>净利润</b>	<b>5,607</b>	<b>7,337</b>	<b>12,020</b>	<b>18,096</b>	<b>23,965</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8,403</b>	<b>15,661</b>	<b>16,840</b>	<b>15,705</b>	<b>18,790</b>	少数股东损益	975	1,197	1,710	3,697	4,616
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,632</b>	<b>6,140</b>	<b>10,310</b>	<b>14,399</b>	<b>19,350</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.37	3.14	5.28	7.37	9.91
其他	467	79	79	79	79						
<b>非流动负债合计</b>	<b>467</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,870</b>	<b>15,741</b>	<b>16,919</b>	<b>15,785</b>	<b>18,869</b>		<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	2,867	3,871	5,581	9,278	13,894	<b>成长能力</b>					
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952	营业收入	3.4%	8.2%	41.8%	32.8%	30.1%
资本公积	4,047	1,982	1,982	1,982	1,982	营业利润	35.6%	31.8%	65.6%	36.0%	32.4%
留存收益	13,963	18,697	27,602	42,000	61,350	归属于母公司净利润	49.7%	32.6%	67.9%	39.7%	34.4%
其他	125	(324)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>22,954</b>	<b>26,179</b>	<b>37,117</b>	<b>55,213</b>	<b>79,179</b>	毛利率	51.1%	40.6%	38.3%	38.7%	39.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>31,824</b>	<b>41,919</b>	<b>54,036</b>	<b>70,998</b>	<b>98,048</b>	净利率	9.5%	11.7%	13.8%	14.5%	15.0%
						ROE	25.5%	29.0%	38.3%	37.2%	34.8%
						ROIC	26.6%	27.9%	35.4%	37.2%	35.0%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	27.9%	37.5%	31.3%	22.2%	19.2%
净利润	5,607	7,337	12,020	18,096	23,965	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	202	468	208	209	211	流动比率	2.75	1.98	2.56	3.72	4.45
财务费用	26	(545)	17	(130)	(515)	速动比率	1.66	0.98	1.19	1.91	2.42
投资损失	(965)	(16)	(50)	(50)	(50)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(1,685)	768	(11,533)	(2,538)	(7,673)	应收账款周转率	84.6	335.7	171.7	158.4	200.3
其它	(62)	191	2,879	300	603	存货周转率	3.1	2.5	2.4	2.4	2.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,121</b>	<b>8,202</b>	<b>3,542</b>	<b>15,887</b>	<b>16,541</b>	总资产周转率	1.7	1.4	1.6	1.6	1.5
资本支出	(862)	(907)	(300)	(1,960)	(1,960)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(1,135)	(432)	0	0	0	每股收益	2.37	3.14	5.28	7.37	9.91
其他	1,366	(2,475)	(1,856)	50	50	每股经营现金流	1.60	4.20	1.81	8.14	8.47
<b>投资活动现金流</b>	<b>(631)</b>	<b>(3,814)</b>	<b>(2,156)</b>	<b>(1,910)</b>	<b>(1,910)</b>	每股净资产	10.29	11.43	16.15	23.53	33.44
债权融资	(11)	(34)	31	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	204	(2,065)	0	0	0	市盈率	96.1	72.5	43.2	30.9	23.0
其他	(1,921)	717	2,527	(4,137)	515	市净率	22.2	20.0	14.1	9.7	6.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,729)</b>	<b>(1,383)</b>	<b>2,557</b>	<b>(4,137)</b>	<b>515</b>	EV/EBITDA	56.8	44.8	26.5	19.7	15.1
汇率变动影响	85	(331)	-0	-0	-0	EV/EBIT	58.4	47.1	26.8	19.9	15.2
<b>现金净增加额</b>	<b>847</b>	<b>2,675</b>	<b>3,943</b>	<b>9,841</b>	<b>15,146</b>						

资料来源：东方证券研究所



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)