

## 强于大市

# 休闲服务行业 2021 年中报 综述及后续投资展望

### 免税景气依旧，旅游韧性犹存

休闲服务行业 21H1 实现营收 616.88 亿元，yoy+65.57%，归母净利润为 52.69 亿元，yoy+206.49%，Q2 实现营收 325.10 亿元，yoy+65.57%，环比 Q1+11.42%；归母净利润为 33.72 亿元，yoy+984.04%，环比 Q1+77.63%。2021 年上半年休闲服务有序恢复中，Q2 净利增速加快，业绩恢复明显，行业处于业绩震荡修复期，下半年投资策略应把握疫情不确定下的恢复节奏、业绩表现。

- **餐饮：线下堂食全面恢复，21Q2 营收增速一路上扬。**21H1 疫情影响渐消散，各省市线下堂食正常开放，实现营收 17.53 亿元，净利润亏损 0.32 亿元，虽西安饮食和全聚德处于亏损状态，但也持续减亏。21Q2 营收为 5.11 亿元，yoy+135.79%，环比增长 5.51%。归母净利润为 0.21 亿元，yoy+78.78%，环比增长 33.46%，营收增速一路上扬，复苏势头明显。
- **景点：城市演艺成宋城新增量，周边游促一站式目的地发展。**21H1 实现营收 25.89 亿元，yoy+145.06%；归母净利润 3.74 亿元，yoy+166.43%。相比自然景区恢复受众多因素影响，人工景区恢复较快，整个行业面对疫情反复已做好长期准备。景点行业 21Q2 实现营收 16.88 亿元，yoy+153.12%，环比上涨 87.31%；实现归母净利润 4.29 亿元，yoy+87.40%，环比上涨 47.70%。上海宋城客单价创宋城景区新高，为宋城演艺又一新增量。
- **酒店：龙头三大指标已达或接近疫前水平。**21H1 营收 95.99 亿元，yoy+41.84%；归母净利润亏损 0.84 亿元，yoy+87.20%。毛利率从 7.89% 涨至 29.26%，净利率从 -10.40% 涨至 0.12%，酒店龙头降本增效渐显成效。首旅酒店 21Q2 RevPAR 同比上涨 80.6%，恢复至 19 年九成多；锦江酒店境内业务 21Q2 RevPAR 同比上涨 51.9%，比 19 年仅差 0.4%，境外业务仍受疫情扰动。
- **旅游综合：免税龙头稳扎稳打，出境游仍持续承压。**21H1 实现 436.71 亿元营收，yoy+67.39%；归母净利润 47.74 亿元，yoy+6,450.55%。中国中免 21H1 实现 355.26 亿元营收，yoy+83.93%；归母净利润 53.59 亿元，yoy+475.92%，较 19 年同比+63.43%。今年境外疫情严重，出境游业务持续承压。Q2 大部分公司实现盈利或减亏，中青旅 21Q2 业绩进一步改善，实现营收 21.22 亿元，yoy+56.73%，实现归母净利润 0.99 亿元，扭亏为盈。
- **其他休闲服务：全行业 21Q2 盈利能力持续上涨。**21H1 米奥会展不断减亏，其余公司都实现盈利，21Q2 行业全公司盈利能力持续上涨。
- **投资建议：近期虽受疫情扰动，但居民出游需求并未消散，随着业务创新能力不足的传统文旅公司进一步出清促进行业整体供给及服务质量提升，文旅产业中长期韧性依旧。因此仍给予行业“强于大市”的评级。在消费回流趋势下，免税成为建设海南国际消费旅游中心的动力，龙头中国中免中长期具备优质成长性。依托国内大循环趋势，旅游业及周边行业复苏进程长期趋势不变。继续推荐免税龙头企业中国中免，推荐处于旅游恢复逻辑中的中青旅、首旅酒店、锦江酒店、众信旅游、岭南控股，关注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：疫情反复、出境旅游复苏不及预期、政策执行存不确定性。**

#### 相关研究报告

《酒店行业深度报告：疫情间企业逆势扩张，复苏中规模效应渐显》20210726

《旅行社行业深度报告：疫情倒逼业务创新，静待行业全面复苏》20210328

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 2021 年中报及二季度综述.....	5
餐饮：线下堂食全面恢复，21Q2 营收增速一路上扬 .....	7
景点：城市演艺成宋城新增量，周边游促一站式目的地发展.....	9
酒店：龙头企业 21Q2 重要经营指标已接近疫前水平 .....	12
旅游综合：中国中免稳扎稳打，出境游持续承压 .....	14
其他休闲服务：全行业 21Q2 盈利能力持续上涨 .....	17
2021 年下半年及后续展望：免税持续高景气，旅游及周边行业韧性犹存	19
投资建议： .....	21
风险提示： .....	22

## 图表目录

图表 1. 休闲服务各行业营收增速变化 .....	5
图表 2. 休闲服务各板块中报净利润 .....	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. 餐饮近年来营收及增速变化 .....	7
图表 7. 餐饮近年净利润及增速变化 .....	7
图表 8. 餐饮近年来毛利率及净利率变化 .....	7
图表 9. 餐饮近年来费用率变化 .....	7
图表 10. 餐饮 20-21 年单季度营收及增速变化 .....	8
图表 11. 餐饮 20-21 年单季度净利润及增速变化 .....	8
图表 12. 餐饮公司业绩数据 .....	8
图表 13. 景点近年来营收及增速变化 .....	9
图表 14. 景点近年来净利润及增速变化 .....	9
图表 15. 景点近年来毛利率及净利率变化 .....	9
图表 16. 景点近年来费用率变化 .....	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 20-21 年单季度营收及增速变化 .....	10
图表 20. 景点 20-21 年单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. 酒店近年来营收及增速变化 .....	12
图表 23. 酒店近年来净利润及增速变化 .....	12
图表 24. 酒店近年来毛利率及净利率变化 .....	12
图表 25. 酒店近年来费用率变化 .....	12
图表 26. 锦江、首旅 2021Q2 经营指标数据 .....	13
图表 27. 酒店 20-21 年单季度营收及增速变化 .....	13
图表 28. 酒店 20-21 年单季度净利润及增速变化 .....	13
图表 29. 酒店公司业绩数据 .....	13
图表 30. 旅游综合近年来营收及增速变化 .....	14
图表 31. 旅游综合近年来净利润及增速变化 .....	14
图表 32. 旅游综合近年来毛利率及净利率变化 .....	14
图表 33. 旅游综合近年来费用率变化 .....	14

图表 34. 旅游综合 20-21 年单季度营收及增速变化 .....	15
图表 35. 旅游综合 20-21 年单季度净利润及增速变化 .....	15
图表 36. 海南免税 20-21 年单季度销售额 .....	15
图表 37. 海南免税 20-21 年单季度购物件数及人次 .....	15
图表 38. 旅游综合公司业绩数据 .....	16
图表 39. 其他休闲服务近年来营收及增速变化 .....	17
图表 40. 其他休闲服务近年来净利润及增速变化 .....	17
图表 41. 其他休闲服务近年来毛利率及净利率变化 .....	17
图表 42. 其他休闲服务近年来费用率变化 .....	17
图表 43. 其他休闲服务 20-21 年单季度营收及增速变化 .....	18
图表 44. 其他休闲服务 20-21 年单季度净利润及增速变化 .....	18
图表 45. 其他休闲服务公司业绩数据 .....	18
附录图表 46. 报告中提及上市公司估值表 .....	23

## 休闲服务行业 2021 年中报及二季度综述

### 休闲服务行业全板块 21H1 业绩有序修复，Q2 业绩加速恢复

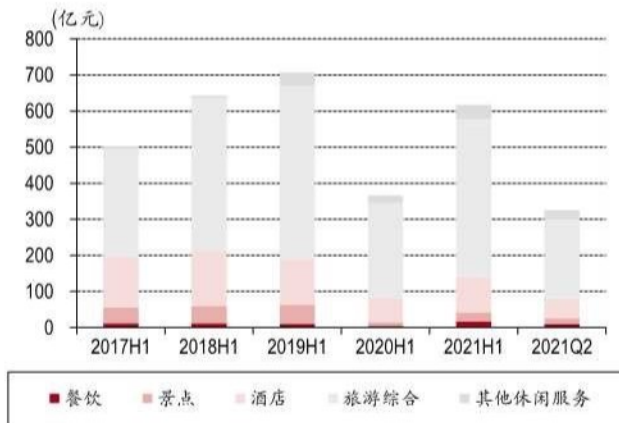
申万休闲服务行业 21HQ 实现营收 616.88 亿元，同比上涨 65.57%；归母净利润为 52.69 亿元，同比上涨 206.49%。21Q2 实现营收 325.10 亿元，yoy+65.57%，环比 21Q1 增长 11.42%；归母净利润为 33.72 亿元，yoy+984.04%，环比 21Q1 增长 77.63%。21H1 休闲服务有序恢复中，21Q2 净利增长速度加快。

从板块营收方面看，旅游综合行业仍是贡献营收最大的板块，21H1 实现营收 436.71 亿元，21Q2 实现营收 222.24 亿元；餐饮营收最少，21H1 实现营收 17.53 亿元，21Q2 营收 9 亿元，同比增速 135.79%，仅次于景点行业；景点行业的营收增速最大，21Q1、21Q2 均保持 130% 以上增速，主要系去年上半年营收受疫情和出游限制的影响较大。

从板块盈利能力来看，旅游综合行业盈利能力最好，21H1 实现归母净利润 47.74 亿元，21Q2 归母净利润为 23.57 亿元，较 21Q1 减少 0.9 亿元，主要系 21Q2 为中国中免销售淡季。旅游综合行业也是净利增速最大的板块，21H1 较上年同期增速上涨 6,540%。餐饮和酒店行业因受到 21Q1 亏损拖累，导致上半年净利仍处于亏损状态；但随着国内疫情防控常态化，生活生产及跨省流动恢复，21Q2 净利均扭亏为盈，实现全面盈利。全板块行业的毛利率和净利率均在 21H1 实现上涨，景点行业 21H1 毛利率 44.06%，已接近 49.93% 的疫前水平，21Q2 毛利率进一步涨至 51.71%；酒店行业仍与疫前水平有较大差距，主要原因系执行新会计收入准则的调整，导致营业成本的增加，相关费用下降所致。净利率方面，旅游综合和其他休闲服务行业 21H1 净利率为 13.50% 和 6.22%，已超疫前水平。21Q2 全板块行业净利率转负为正，实现全面扭亏，证明休闲服务行业业绩恢复仍具持续性。

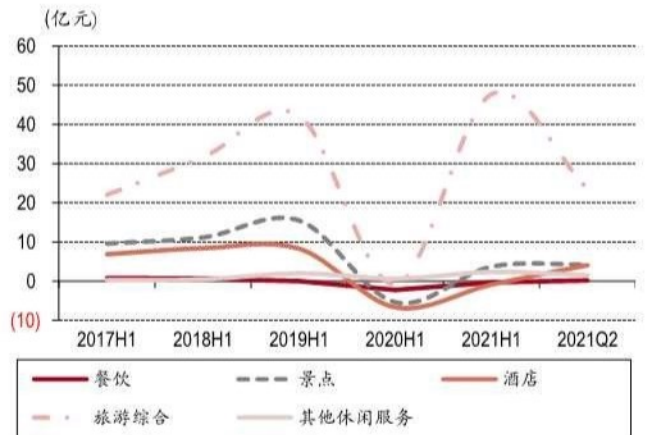
从全板块涵盖公司来看，37 家公司中共有 21 家公司在 21H1 报告期处于盈利状态，经计算在 21Q2 共有 24 家公司已处于利益状态，业绩仍有亏损的公司除腾邦国际外，其他公司在 Q2 均为减亏状态。

图表 1. 休闲服务各行业营收增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 休闲服务各板块中报净利润



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 (%)		
	2020H1	2021H1	2021Q2	2020H1	2021H1	2021Q2
餐饮	(54.31)	98.37	135.79	(4,563.38)	53.81	78.78
景点	(74.41)	145.06	153.12	(143.23)	166.43	317.47
酒店	(45.91)	41.84	61.14	(179.94)	87.28	393.85
旅游综合	(44.67)	67.39	58.25	(101.88)	6,450.55	249.70
其他休闲服务	5.20	72.48	94.40	14.60	177.25	207.72

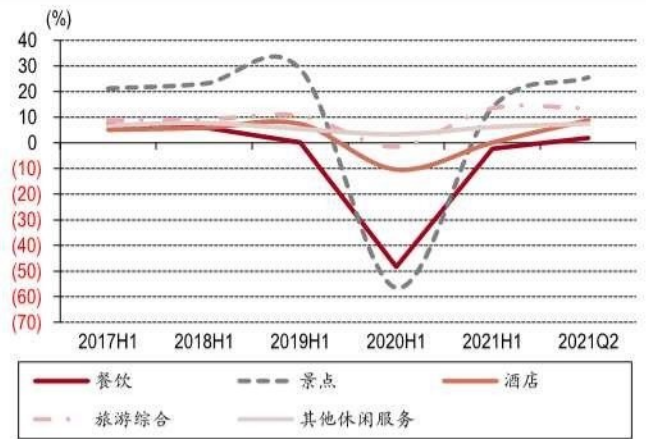
资料来源：万得，中银证券

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：线下堂食全面恢复，21Q2 营收增速一路上扬

### 21H1 线下堂食全面恢复，餐饮行业营收恢复加速

属于申万休闲服务二级行业的餐饮公司共 4 家，分别为西安饮食、全聚德、同庆楼和中科云网。餐饮行业 21H1 实现营收 17.53 亿元，归母净利润亏损 0.32 亿元。由于同庆楼是 2020 年 7 月 23 日才纳入申万二级行业，为统一同比增速口径，以下计算均为剔除同庆楼后的数据。调整后 21H1 营收为 9.60 亿元，同比增速为 98.21%，归母净利润为亏损 1.1 亿元，同比增速为 50.53%。由于受到 Q1 业绩的拖累，虽西安饮食和全聚德仍处于亏损状态，但减亏明显。毛利率和净利率双双上涨，疫情影响渐消散，各地线下堂食正常开放增加营收，净利率已接近疫前水平。财务费用率增长主要系执行新租赁准则导致确认的融资费用增加，进而影响财务费用有所增加，管理费用率和销售费用率的下降是由于各公司的营收增速较大，远超其费用增幅。

图表 6. 餐饮近年来营收及增速变化



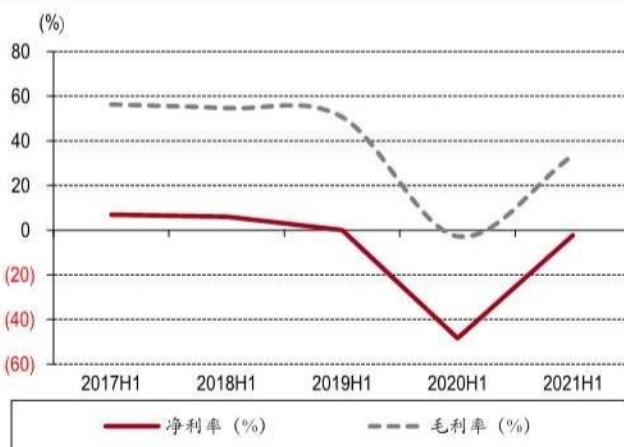
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 餐饮近年净利润及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 餐饮近年来毛利率及净利率变化



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 餐饮近年来费用率变化

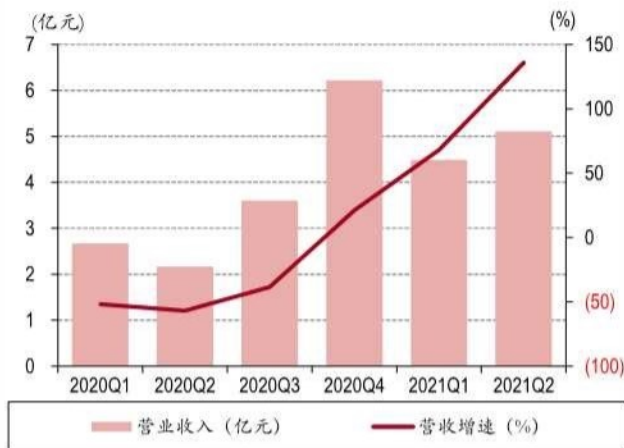


资料来源：万得，中银证券

## 21Q2 餐饮营收增速一路上扬，全聚德打造“产品+服务+场景”新格局

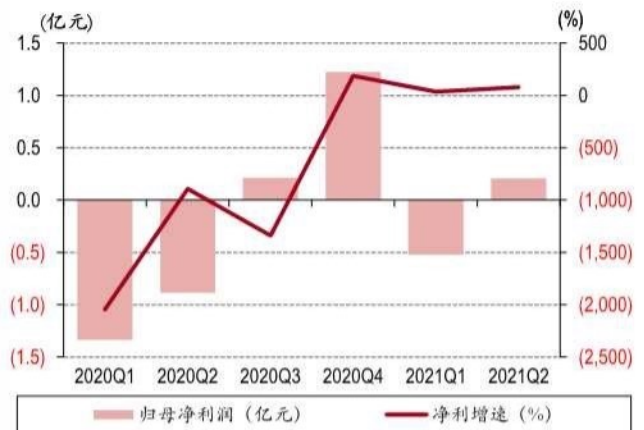
调整后餐饮行业 21Q2 营收为 5.11 亿元，同比增加 135.79%，环比增长 5.51%；归母净利润为 0.21 亿元，同比增速为 78.78%，环比增长 33.46%。营收增长最快的是中科云网，21Q2 营收为 0.92 亿元，同比上涨 377.47%，主要系引进互联网游戏推广及运营业务，其营收已远超其餐饮业务；营收环比有所下降为 31.45%，其原因可能系二季度正常复工复产，玩游戏时间出现一定下降。全聚德 21Q2 净利润为 0.05 亿元，实现扭亏为盈，同比增长 107.73%，是餐饮行业中净利润涨幅之最。全聚德目前重点打造“产品+服务+场景”的新格局，端午期间发力季节性产品销售，2021 年粽子产品发货额大幅增加，同比 20 年增长 368.75%，19 年增长 95.16%。6 月展览馆增设萌宝鸭展区和衍生品专区，全方位宣传全聚德品牌 IP 新形象萌宝鸭，提升消费者就餐体验，吸引消费者进店就餐。

图表 10. 餐饮 20-21 年单季度营收及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 餐饮 20-21 年单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

公司名称	营业收入 (亿元)					净利润 (亿元)				
	2021H1	同比增长 (%)	2021Q2	同比增长 (%)	环比增长 (%)	2021H1	同比增长 (%)	2021Q2	同比增长 (%)	环比增长 (%)
西安饮食	2.55	97.56	1.46	123.12	33.49	(0.62)	11.72	(0.21)	11.65	46.67
全聚德	4.79	53.37	2.74	106.86	33.13	(0.42)	71.40	0.05	107.73	109.84
中科云网	2.26	431.00	0.92	377.47	(31.45)	0.02	138.46	(0.02)	56.51	(156.75)
同庆楼	7.92	68.22	3.88	40.19	(3.83)	0.71	(11.08)	0.40	(4.89)	25.49

资料来源：万得，中银证券



## 景点：城市演艺成宋城新增量，周边游促一站式目的地发展

### 21H1 自然景点恢复受诸多因素影响，人工景点恢复较快

景点行业共包含 11 家公司，划分为人工景点与自然景点，21H1 实现营业收入共计 25.89 亿元，同比上涨 145.06%；实现归母净利润 3.74 亿元，同比上涨 166.43%。21H1 全球疫情仍在持续演变，输入性病例导致的散发疫情时有发生，疫情防控常态化，国家加快构建以国内消费循环为主体的发展格局，景点行业在需求反弹释放中迎来艰难修复。21H1 景点行业公司营收全面大幅增长，但春节“就地过年”和 5 月散发疫情导致众多景区间歇性闭园，因此仍有近半景区处于亏损状态。其中长白山景区由于受到疫情散发和出行限制政策的影响，本属于公司旺季的 21Q1 业绩亏损，拖累 21H1 业绩复苏进程，出现亏损 0.69 亿元。相比自然景区恢复气候条件的影响，人工景区恢复较快，其中较为突出的是宋城演艺，21H1 实现营收 7.35 亿元，同比增长 159.66%；实现净利润 3.78 亿元，同比增长 849.43%，为增幅最大的公司。21H1 景点行业整体业绩修复良好，因此毛利率及净利率均上涨，销售、管理费用率均游一定程度下降。

图表 13. 景点近年来营收及增速变化



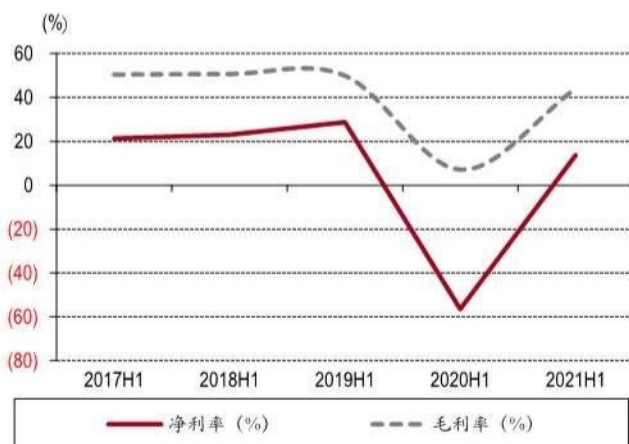
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 景点近年来净利润及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 景点近年来毛利率及净利率变化



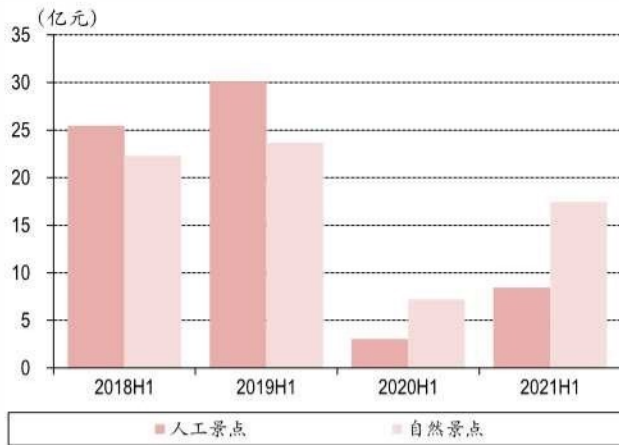
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 景点近年来费用率变化



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

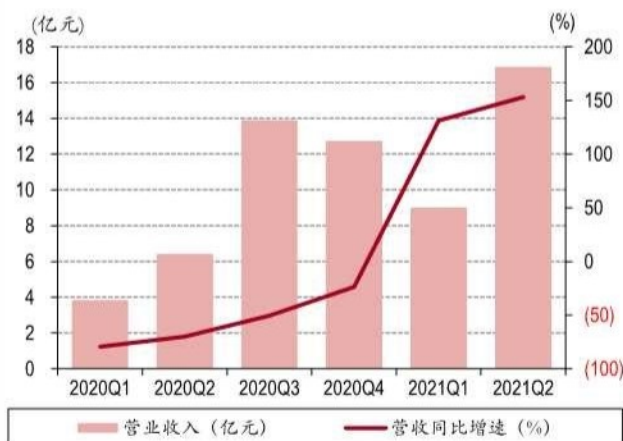


资料来源: 万得, 中银证券

## 21Q2 城市演艺开业成宋城新增量, 周边游促一站式目的地发展

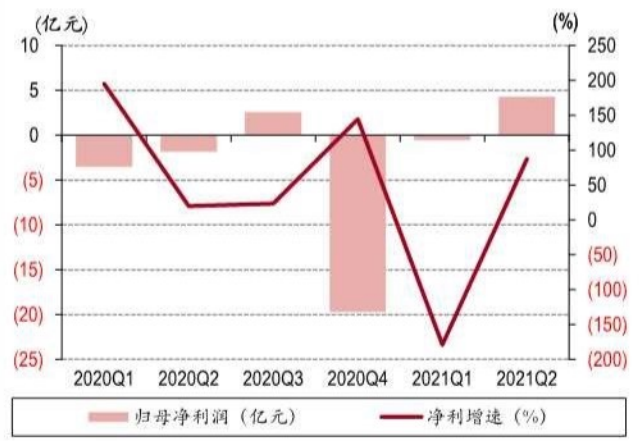
景点行业 21Q2 实现营业收入共计 16.88 亿元, 同比上涨 153.12%, 环比上涨 87.31%; 实现归母净利润 4.29 亿元, 同比上涨 87.40%, 环比上涨 47.70%。上海宋城于 4 月 29 日顺利开业, “五一”期间实现营收超 2,500 万元, 接待游客 17.9 万人次, 客单价创宋城所有新开业景区新高, 成为宋城演艺业绩又一重点增量。宋城演艺 21Q2 实现营收 4.28 亿元, 同比上涨 188.21%; 实现净利润 2.46 亿元, 同比上涨 2,532.17%。国外疫情反复、国内疫情散发, 出境游仍未开启, 跨省游受出行限制性政策以及出游中大交通可能存在感染风险; 因此省内游、周边游有望成为旅游业恢复增长的主要驱动力。省内游、周边游的需求上涨, 有利于像天目湖这样一站式目的地的发展。天目湖致力于打造“一站式旅游休闲度假模式”, 实现产品复合, 市场多元, 同时为游客出行提供完善的服务, 并持续发力内生外延发展。天目湖 21Q2 实现营收 2.27 亿元, 同比 20 年上涨 125.90%, 同比 19 年上涨 3.18%, 已超 2019 年疫前水平; 实现净利润 0.43 亿元, 同比上涨 504.92%。虽然景点行业营收 21Q2 全面增长, 盈利端持续减亏或实现盈利, 但面对疫情反复的挑战和扰动, 仍需要做好与疫情打持久战的准备。

图表 19. 景点 20-21 年单季度营收及增速变化



资料来源: 万得, 中银证券

图表 20. 景点 20-21 年单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

公司简称	营业收入 (亿元)					净利润 (亿元)				
	2021H1	同比增长 (%)	2021Q2	同比增长 (%)	环比增长 (%)	2021H1	同比增长 (%)	2021Q2	同比增长 (%)	环比增长 (%)
张家界	1.17	226.68	0.90	262.28	237.02	(0.27)	56.20	0.05	118.64	114.67
峨眉山 A	3.46	112.99	2.14	125.74	61.49	0.35	126.73	0.33	198.92	2,686.90
桂林旅游	1.38	44.15	0.97	43.18	141.73	(0.64)	42.98	(0.09)	79.95	83.70
宋城演艺	7.35	159.66	4.28	188.21	39.68	3.78	849.43	2.46	2,532.17	85.77
*ST 西域	0.73	280.47	0.63	276.21	534.26	0.18	174.27	0.28	838.20	371.78
黄山旅游	4.61	130.27	3.14	140.72	113.24	0.35	139.02	0.66	693.85	308.12
*ST 圣亚	1.11	344.44	0.82	595.19	180.21	(0.26)	51.57	(0.04)	84.74	78.99
西藏旅游	0.85	260.93	0.65	271.65	222.54	(0.01)	95.40	0.11	178.16	187.86
长白山	0.49	98.34	0.39	257.91	274.01	(0.69)	(19.04)	(0.30)	(4.43)	24.59
天目湖	2.27	125.90	1.49	87.85	91.42	0.43	504.92	0.47	198.88	1,137.95
九华旅游	2.48	222.52	1.47	165.79	46.49	0.53	267.96	0.35	908.11	101.17

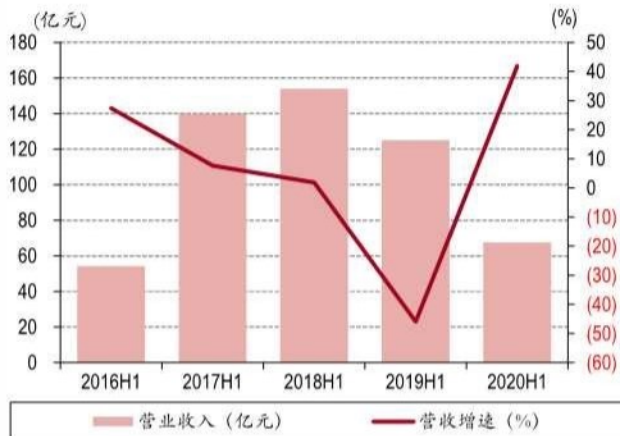
资料来源: 万得, 中银证券

## 酒店：龙头企业 21Q2 重要经营指标已接近疫前水平

### 21H1 酒店龙头营收加速恢复，降本增效渐显成效

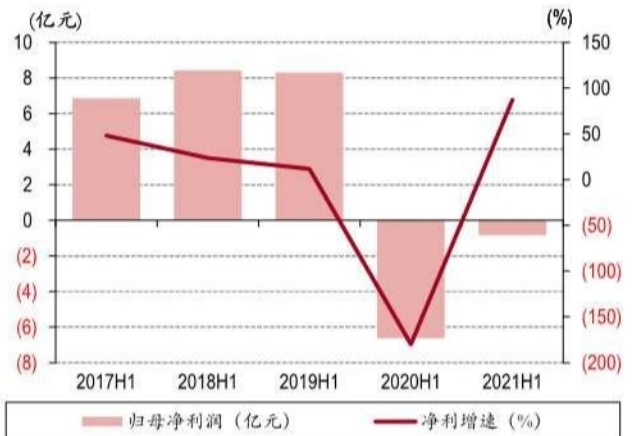
酒店行业 21H1 实现 95.99 亿元营收，同比增速 41.84%；归母净利润亏损 0.84 亿元，同比增速 87.20%。毛利率从 7.89% 上涨至 29.26%，净利率从 -10.40% 涨至 0.12%。三费方面，销售和管理费用率均有所下降，除了营收增长因素外，锦江酒店和首旅酒店降本增效措施也初见成效。锦江酒店不断优化管理架构，整合中国区业务，积极推动“一中心三平台”体系建设，初步实现前端业务与后台管理的提质增效，释放人员工作效率。首旅酒店利用信息系统优势，打造了智慧酒店物联网总控平台（PIOS）——文殊智慧平台，提供更加精准服务及运营支持，提高酒店运营效率和收益。锦江酒店和首旅酒店做为酒店行业板块里的两大业绩主力，分别贡献营收 31.44 亿元、52.63 亿元，同比变动 +65.09%/+28.67%；贡献归母净利润为 0.65 亿元 / 0.05 亿元，同比变动 +109.38% / -98.37%，锦江酒店净利同比下降主要受境外酒店业务的拖累，其境内业务仍处于稳定恢复期。

图表 22. 酒店近年来营收及增速变化



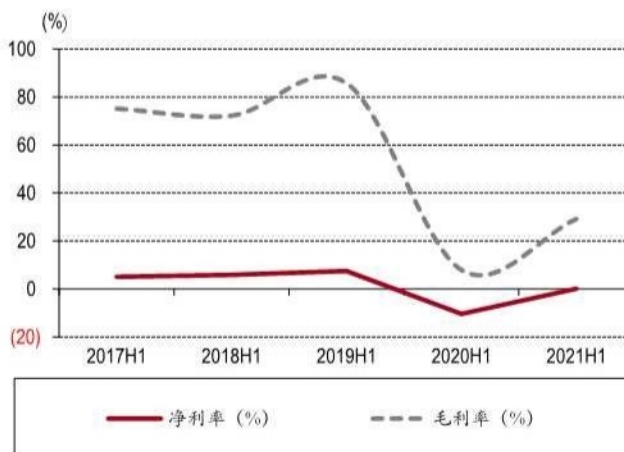
资料来源：万得，中银证券

图表 23. 酒店近年来净利润及增速变化



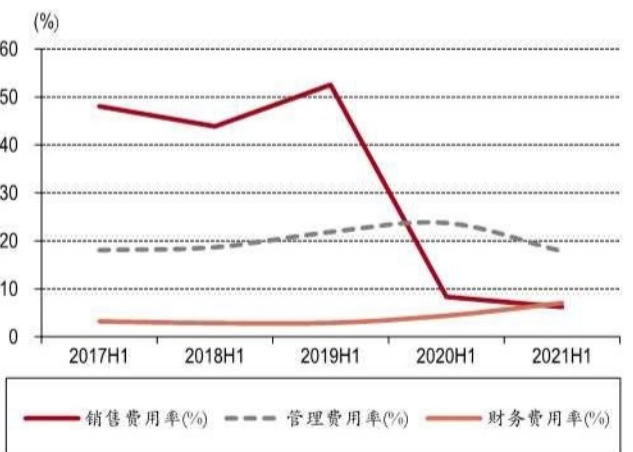
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 酒店近年来毛利率及净利率变化



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 酒店近年来费用率变化



资料来源：万得，中银证券

## 21Q2 首旅业绩持续上涨，锦江境外业务仍承压

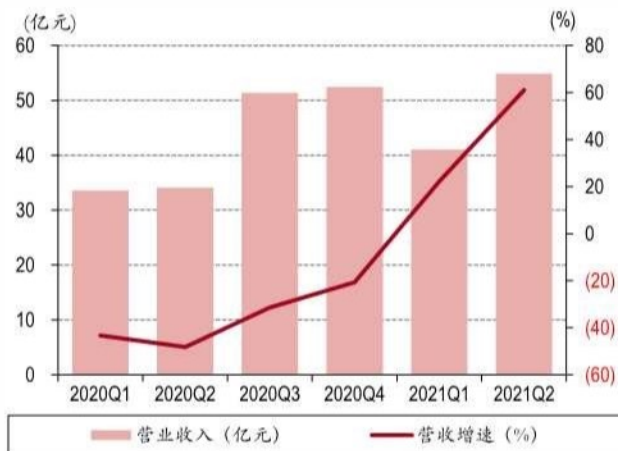
酒店行业 21Q2 实现营业收入共计 54.94 亿元，同比上涨 62.14%，环比上涨 33.83%；实现归母公司净利润 4.10 亿元，同比上涨 393.85%，环比上涨 73.39%。首旅酒店 21Q2 OCC/ADR/RevPAR 分别为 72%/206 元/148 元，yoy 分别+16.8%/+38.5%/+80.6%，同比 19 年分别变动-8.2%/+1.9%/-8.5%。18 个月以上成熟店 OCC/ADR/RevPAR 分别为 73.6%/204 元/150 元，同比分别变动+16.4%/+36.0%/+74.9%，比 19Q2 变化-7.5%/-0.6%/-9.9%。整体及成熟店三大指标均全面上升，首旅酒店业绩复苏较为亮眼。锦江酒店 21Q2 实现营收 29.63 亿元，同比增速 55.86%；归母净利润 1.87 亿元，同比增速 63.27%；21Q2 境内店 OCC/ADR/RevPAR 分别为 72.35%/220.21 元/159.32 元，同比 20 年变动+24.6%/+21.9%/+51.9%，同比 19 年变动-4.8%/+4.6%/-0.4%；境外店 OCC、ADR 和 RevPAR 同比 20 年变动+115.5%/-1.5%/+112.5%，同比 19 年变动-44.7%/-10.8%/-50.7%。锦江酒店境内店三大经营指标已达或接近疫前水平，但境外经营酒店仍因境外疫情扰动而持续承压。

图表 26. 锦江、首旅 2021Q2 经营指标数据

公司名称	OCC (%)			ADR (元)			RevPAR (元)		
	2021Q2	同比 2020 (%)	同比 2019 (%)	2021Q2	同比 2020 (%)	同比 2019 (%)	2021Q2	同比 2020 (%)	同比 2019 (%)
首旅如家	71.90	16.8	(8.2)	206	38.50	1.90	148	80.60	(8.50)
锦江酒店	72.35	24.63	(4.84)	220.21	21.91	4.62	160.04	51.94	(0.45)

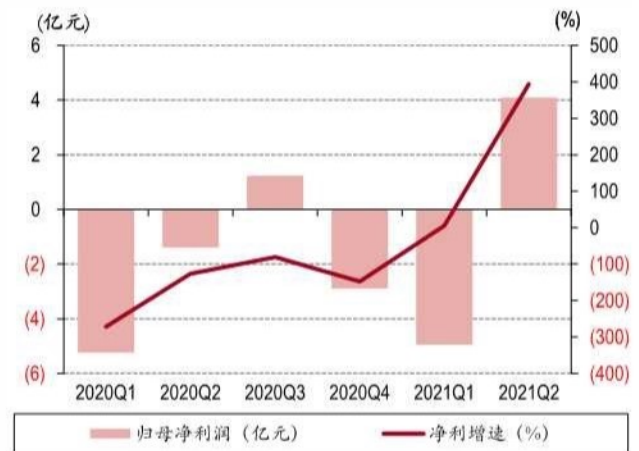
资料来源：公司公告，中银证券，锦江酒店为境内酒店指标

图表 27. 酒店 20-21 年单季度营收及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 酒店 20-21 年单季度净利润及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 酒店公司业绩数据

公司简称	营业收入 (亿元)					净利润 (亿元)				
	2021H1	同比增长 (%)	2021Q2	同比增长 (%)	环比增长 (%)	2021H1	同比增长 (%)	2021Q2	同比增长 (%)	环比增长 (%)
华天酒店	3.05	78.07	1.78	70.31	40.29	(1.54)	32.45	(0.52)	44.73	49.95
西安旅游	2.51	138.73	1.75	158.03	130.68	(0.18)	4.51	(0.04)	43.23	71.60
大东海 A	0.19	282.98	0.11	609.96	36.89	0.01	121.91	0.00	110.82	(55.42)
首旅酒店	31.44	65.09	18.73	69.69	47.33	0.65	109.38	2.47	246.19	235.84
锦江酒店	52.63	28.67	29.63	55.86	28.84	0.05	(98.37)	1.87	63.27	202.54
金陵饭店	6.17	25.50	2.94	27.28	(9.27)	0.17	5,250.18	0.30	57.67	322.94

资料来源：万得，中银证券

## 旅游综合：中国中免稳扎稳打，出境游持续承压

### 21H1 中国中免业绩超疫前水平，中青旅扭亏为盈

旅游综合板块包含范围较广有主营免税、旅行社及旅游目的地等业务的公司。21H1 实现 436.71 亿元营收，同比增速 67.39%；归母净利润 47.74 亿元，同比增速 6,450.55%，净利营收已超 19 年疫前水平，较 19 年同期增长 12.97%。权重占比较大为中国中免和中青旅，中国中免 21H1 实现 355.26 亿元营收，同比增速 83.93% 归母净利润 53.59 亿元，同比增速 475.92%，远超 19 年水平，较 19 年同期增长 63.43%。中青旅 21H1 实现营收 35.20 亿元，同比增速 37.77%；归母净利润 0.34 亿元，同比增速 121.43%，较 19 年仍有较大差距。中青旅业绩恢复受影响主要系公司业绩贡献占比较重的乌镇景区客流及收入受散发疫情影响较大，同时旅行社业务受到出境游限制、国内游竞争激烈等影响，仍现亏损状态。岭南控股和众信旅游的旅行社业务同样受到疫情反复的影响，尤其去年 1 月 27 日前两家公司仍有出境旅游业务并创造一定收益，故 21H1 营收仍有较大幅度的下降，其中众信的出境业务占比更大，今年境外疫情比境内严重，因此同比下降最大。费用端方面，由于营业收入的不断上涨，三大费用率均呈现下降趋势，销售费用率的大幅下降受到中国中免应付机场租金大幅下降的影响。

图表 30. 旅游综合近年来营收及增速变化



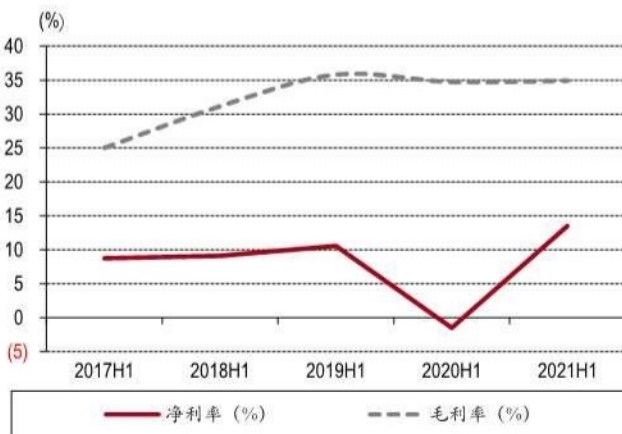
资料来源：万得，中银证券

图表 31. 旅游综合近年来净利润及增速变化



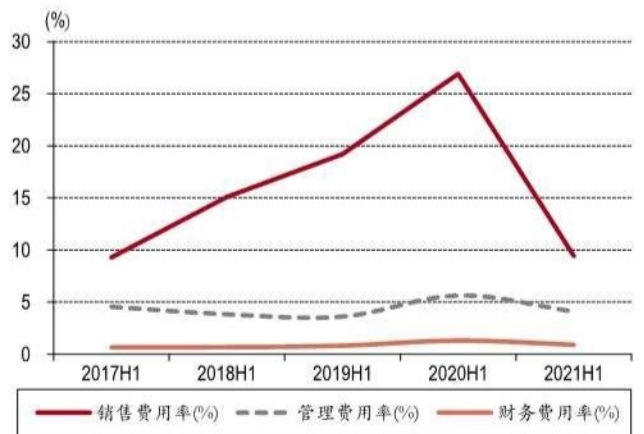
资料来源：万得，中银证券

图表 32. 旅游综合近年来毛利率及净利率变化



资料来源：万得，中银证券

图表 33. 旅游综合近年来费用率变化

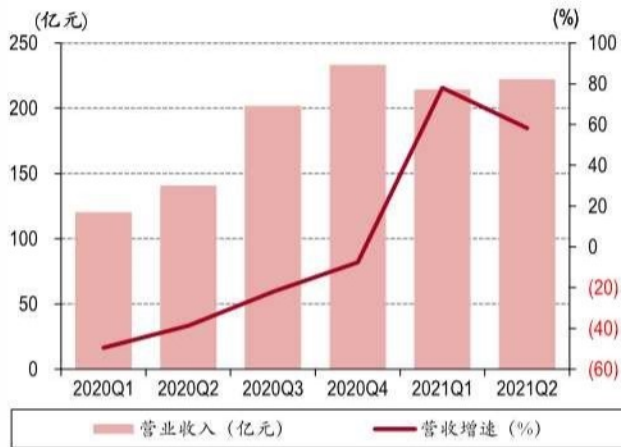


资料来源：万得，中银证券

## 21Q2 中国中免淡季不淡，绝大部分公司实现盈利或减亏

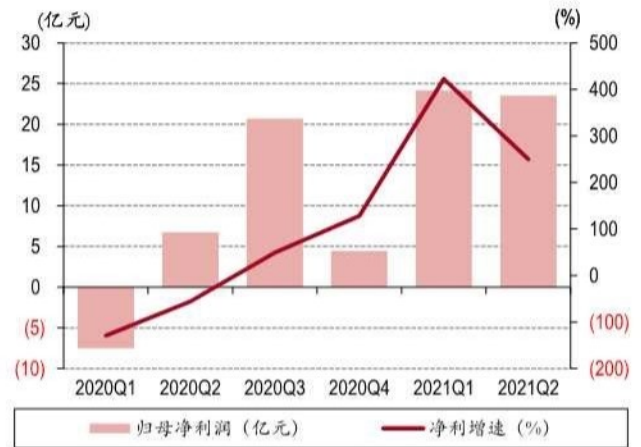
旅游综合行业 21Q2 实现营业收入共计 222.24 亿元，同比上涨 58.25%，环比上涨 3.62%；实现归母净利润 23.57 亿元，同比上涨 249.70%，环比上涨 189.70%。营收虽变动较小，但净利提升幅度较大，主要系国旅联合及丽江股份 21Q2 扭亏为盈且上涨幅度较大，两家公司 21Q2 净利润同比增速分别为 1,925.63% / 850.87%，环比增速为 311.52% / 301.36%。虽然中国中免 21Q2 业绩环比略有下滑，但整体业绩仍未较大低于预期，公司实现营收 173.92 亿元，同比上涨 53.40%，归母净利润 25.10 亿元，同比上涨 163.57%。环比略有下降的主要原因系受 5 月广深疫情影响，且二季度为海南旅游传统淡季，免税销售折扣力度或略有提升。长期来看离岛免税卡位优势和品牌优势，以及线上业务的动态整合，线上线下双驱动有望助力中国中免长远发展。中青旅 21Q2 业绩进一步改善，实现营收 21.22 亿元，同比变动+56.73%，实现归母净利润 0.99 亿元，扭亏为盈。“两镇”复苏延续，并开始结合自身资源着手培育“旅游+”新业态，结合端午、欧洲杯等节日主题打造沉浸式产品，并优化内容提升消费者度假体验，为景区后续持续复苏蓄力。岭南控股和众信旅游为应对疫情开始布局国内市场，众信深挖国内文旅资源，岭南控股旗下广之旅深挖省内文旅资源，全国布局战略在 21Q2 成果渐现，业绩同比上涨且渐减亏。

图表 34. 旅游综合 20-21 年单季度营收及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 35. 旅游综合 20-21 年单季度净利润及增速变化



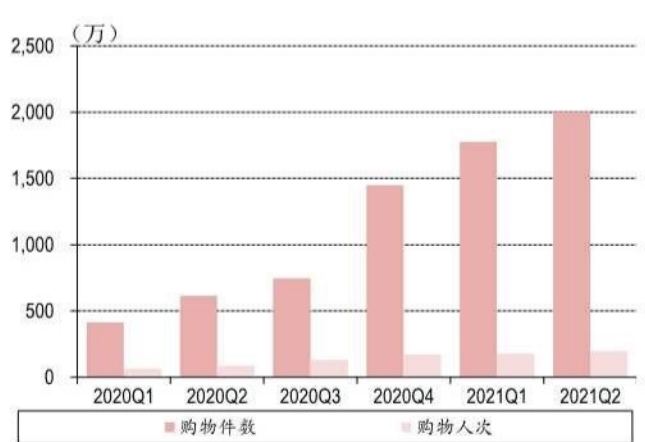
资料来源：万得，中银证券

图表 36. 海南免税 20-21 年单季度销售额



资料来源：万得，中银证券

图表 37. 海南免税 20-21 年单季度购物件数及人次



资料来源：万得，中银证券

图表 3838. 旅游综合公司业绩数据

公司简称	营业收入 (亿元)					净利润 (亿元)				
	2021H1	同比增长 (%)	2021Q2	同比增长 (%)	环比增长 (%)	2021H1	同比增长 (%)	2021Q2	同比增长 (%)	环比增长 (%)
岭南控股	7.34	(9.67)	4.45	216.00	54.40	(0.95)	30.70	(0.39)	48.27	30.98
凯撒旅业	5.75	(35.33)	3.35	137.86	39.47	(1.69)	(43.74)	(0.75)	(40.39)	20.09
丽江股份	2.02	113.81	1.30	144.32	79.96	0.10	141.69	0.20	850.87	301.36
云南旅游	6.36	51.58	4.09	100.69	79.90	0.10	863.38	0.06	(78.16)	53.39
三特索道	2.51	157.88	1.62	140.08	82.40	0.05	104.51	0.17	150.02	241.38
众信旅游	2.93	(75.96)	2.08	177.26	143.64	(1.23)	30.29	(0.48)	67.21	35.31
*ST 腾邦	9.74	648.15	4.97	1,298.88	4.25	(2.16)	(22.02)	(1.41)	(32.14)	(89.88)
中青旅	35.20	37.77	21.22	56.73	51.78	0.34	121.43	0.99	141.64	251.58
国旅联合	3.49	61.74	1.76	50.39	1.03	0.12	151.69	0.22	1,925.63	311.52
*ST 海创	0.06	75.96	0.05	62.43	544.46	(0.36)	(2,677.04)	(0.17)	(193.45)	5.23
曲江文旅	6.05	75.45	3.43	90.20	30.70	(0.17)	84.34	0.03	106.46	113.85
中国中免	355.26	83.98	173.92	53.40	(4.09)	53.59	475.92	25.10	163.57	(11.89)

资料来源: 万得, 中银证券

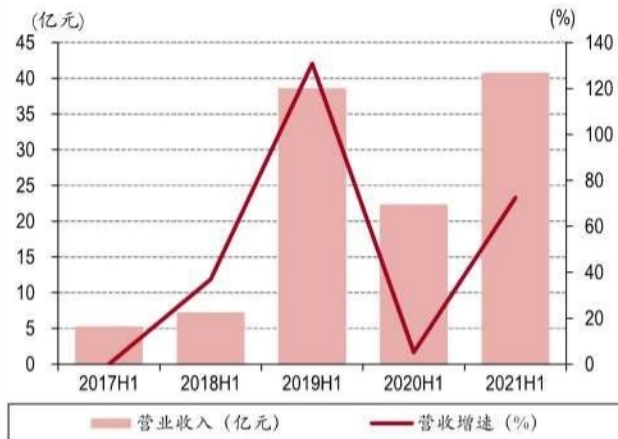


## 其他休闲服务：全行业 21Q2 盈利能力持续上涨

### 2021H1 其他休闲服务业仅米奥会展亏损，其余公司全部盈利

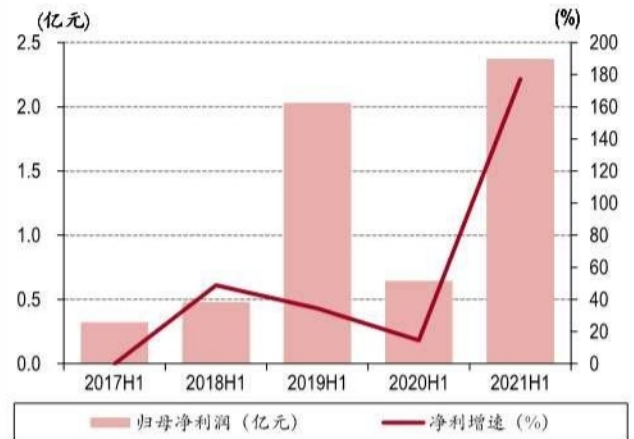
21H1 其他休闲服务行业共实现营业收入 40.76 亿元，同比上升 72.48%；实现归母净利润 2.37 亿元，同比上升 177.25%。2020 年 3 月 18 日其他休闲服务业纳入米奥会展，同年 8 月 31 日纳入锋尚文化，由于两年统计数据口径不一，导致营收和净利同比增速有所调整。板块毛利率和净利率同比均有所上涨，分别为 16.84% 和 6.22%。三费方面，2021H1 财务费用率同比增长，销售费用率和管理费用率均同比下降。财务费用率增长系报告期内利息费用减少所致。其他休闲服务行业中科锐国际、米奥会展、锋尚文化和福成股份 4 家公司，除米奥会展其余 3 家公司全部实现盈利。

图表 39. 其他休闲服务近年来营收及增速变化



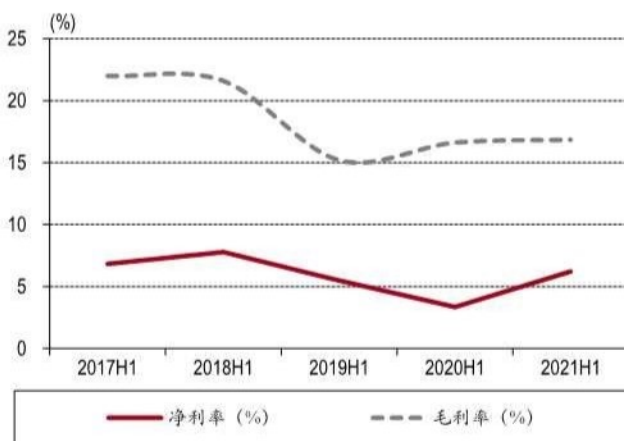
资料来源：万得，中银证券

图表 40. 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 41. 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 42. 其他休闲服务近年来费用率变化

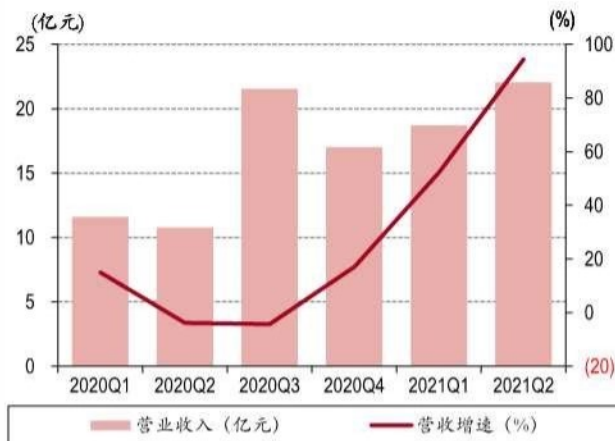


资料来源：万得，中银证券

## 2021Q2 全板块盈利能力环比上升

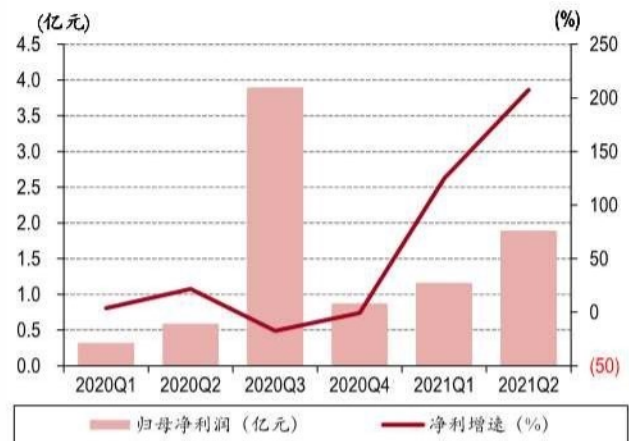
2021Q2 其他休闲服务板块共实现营业收入 22.04 亿元，同比上升 94.40%，较 21Q1 环比上升 17.78%。实现归母净利润 1.55 亿元，同比上升 207.72%，较 21Q1 环比上升 89.93%。21Q2 毛利率达到 18.20%，环比增长 19.44%；净利率达到 7.48%，环比增长 57.67%。三费方面，21Q2 财务费用率环比上升，销售费用率、管理费用率均环比下降。21Q2 其他休闲服务行业全公司都实现净利润环比上涨。随着 21Q2 国内疫情进一步稳定，国内经济指标持续恢复，第三产业就业人员流动加速，对人力资源中介服务需求加大，同时海外人力资源市场也逐渐恢复。科锐国际及时把握行业趋势，做出前瞻性布局，加速整合线上人力资源平台产品，推动业务全方面发展。最终实现营业收入 17.04 亿元，环比增长 17.36%，实现净利润 0.64 亿元，环比增长 65.21%。

图表 43. 其他休闲服务 20-21 年单季度营收及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 其他休闲服务 20-21 年单季度净利润及增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 45. 其他休闲服务公司业绩数据

公司简称	营业收入 (亿元)					净利润 (亿元)				
	2021H1	同比增长 (%)	2021Q2	同比增长 (%)	环比增长 (%)	2021H1	同比增长 (%)	2021Q2	同比增长 (%)	环比增长 (%)
科锐国际	31.57	79.19	17.04	103.30	17.36	1.03	39.59	0.64	35.36	65.21
*ST 米奥	0.65	256.00	0.39	521.43	46.97	(0.23)	57.13	(0.05)	85.78	74.22
锋尚文化	2.18	(48.98)	1.13	(64.15)	8.05	0.59	(39.47)	0.30	(60.74)	5.32
福成股份	6.36	39.22	3.48	50.54	20.75	0.99	120.43	0.66	145.85	100.41

资料来源：万得，中银证券

## 2021年下半年及后续展望：免税持续高景气，旅游及周边行业韧性犹存

**文旅产业获宏观政策支持，中长期韧性和价值犹存。**自疫情发生以来，国家及地方相关部门持续出台一系列政策，通过为文旅企业提供税收优惠政策、补助补贴、金融融资支持及暂退部分旅游服务保证金等措施，帮助文旅企业应对疫情影响。国家“十四五”规划确定未来国内消费大循环趋势，吉林省出台《关于有效应对疫情支持文旅企业发展的13条政策措施》、四川省推动四川多家银行推出“乡旅贷”“全域旅游贷”“中银文产贷”等87种文旅特色信贷产品，加大对文旅产业的金融支持力度。文旅部不断更新旅游疫情防控指南，原则上不对全行业进行“一刀切”，使得防控措施转向常态化精准防控和局部应急处置有效结合。因此文旅产业在宏观政策环境上有较强的支撑，各文旅行业相关企业有望获得政策利好快业绩复苏势头。根据中国旅游研究院发布的《2021年上半年全国旅游经济运行分析报告》中显示，60%左右的受访者认为疫苗接种量提升会增加2021年旅游和休闲消费的需求，第三季度83.6%的受访者有出游意愿。广之旅发布的《2021国内秋冬游市场趋势洞察报告》中显示82%的受访者表示第四季度有出游打算。不难看出居民对于出游的需求并没有因为疫情而消失，呈现出的特点是需求的延后，一旦疫情整体形势有所好转，需求有望逐步释放，因此文旅板块中长期韧性和价值犹存。

**离岛免税新政策红利持续释放，龙头企业稳扎稳打保持头部地位。**据海口海关统计自离岛免税新政策从20年7月1日实施一年以来，离岛免税购物金额已达468亿元，yoy+226%；件数6,072万件，yoy+211%；购物旅客共计682万人次，yoy+102%。根据《海南省建设国际旅游消费中心的实施方案》和《海南自贸港建设总方案》中提出到2025年，海南省国际旅游消费中心基本建成，旅游消费业态更多元化，高端旅游消费初具规模，旅游消费潜力不断持续释放。国际旅游消费中心的建成有望推动海南旅游人数和旅游消费的持续增长，并逐渐从国人免税为主向境内外游客免税消费共振的方向转变，海南免税的庞大市场仍有较强的上涨空间。中国中免持续巩固海南关键市场，优化调整现有品牌品类，持续加大对国际知名品牌的招商引，有望加大对消费者的吸引力度；公司积极加快对线上线下一体化平台建设，旗下日上上海、三亚免税店与关联方中免日上互联科技就在线销售业务合作进行签约，线上线下双轨协同发展，同时公司稳步推进三亚免税城和海口国际免税城重大项目建设，有望巩固全球免税龙头地位。

**关注秋冬消费复苏，环球影城开业及冬奥会召开有望刺激酒店需求。**根据《2021年上半年全国旅游经济运行分析报告》显示21H1全国旅游市场稳步回升，旅游经济运行复苏上行的基本面逐步构成。清明假期全国国内旅游人数和收入分别恢复至疫前同期的94.5%和56.7%，五一假期国内旅游出游2.3亿人次，旅游人数和收入分别恢复至疫前同期的103.2%和77.0%，节假日国内旅游人数已恢复至疫前同期水平，收入已恢复至疫前同期七、八成。不过输入性病例引发的散发疫情间断性影响仍在不断考验旅游经济的稳定性。5月广深疫情，7月南京、张家界疫情都在不断考验着全国旅游市场，好在经过一年多疫情防控获得的经验，能过使全国在面对疫情时快速反应并及时精准防控。本轮疫情已基本得到控制，为下半年节假日提供出行契机，同时由于明年2月北京冬奥会即将开幕，各地将会为这一世界级体育赛事的顺利召开做好疫情及入境有关管理，2021年三、四季度及2022年一季度相对安全稳定出行的环境有望形成。因此，中秋、“十一”节假日虽有望在出游人数和旅游收入方面有望出现较暑期旅游的提升，但恢复至“五一”和清明假期的出游态势仍需关注疫情和各地防控出游措施。出游带来的住宿刚需有望逐步恢复至南京疫情前水平，首旅酒店品牌扩展开店提速，开店和储备店双双创历史新高，环球影城的开业和冬奥会有望推动京津冀地区的旅游热度，首旅酒店有望依托首旅集团资源提升业绩。

**今年红色旅游、休闲度假游或成主旋律，“旅游+”新业态层出不穷。**今年是建党 100 周年，在这一特殊年份，文旅部推出百条红色旅游精品线路，各地结合党史教育推出红色旅游教育线路。携程发布《2021 上半年红色旅游大数据报告》中显示，21H1 携程用户预订红色景区门票的人数同比增长 208%，与 2019 年同期相比增长 35%。去哪儿网发布的《2021 红色旅游发展报告》显示，2020 年红色旅游人均消费达到 1,287 元。2021 年“五一”假期，去哪儿用户红色旅游人均消费已达 1,903 元，创近年新高。红色旅游产品供给和需求端双双提升，今年或成旅游主旋律。岭南控股旗下广之旅深耕国内市场推出的“马灯照亮中国-重走长征路贵州红色研学”入选中国旅行社行业协会百条精品红色旅游线路库，研学与红色旅游的结合显示旅行社的国内旅游产品创新趋势。散发疫情反复，使安全稳定性较高的省内游、周边游需求上涨，促使着休闲度假游发展加速；在疫情后，中青旅的古水北镇仅受到短期影响就迅速恢复；致力于打造“一站式旅游休闲度假模式”的天目湖，实现产品复合，市场多元，也受到消费者的青睐。近年来传统的旅游发展模式渐消减，“旅游+演艺”、“旅游+疗养”等新业态层出不穷，目前旅游演艺布局及业务较为突出的宋城演艺同样关注“演艺+”并有望布局研学旅游市场，可持续关注后续业务拓展情况。

**疫苗接种成出行证明，全球开启小范围出境游。**5 月 7 日英国政府在新闻发布会上宣布从 2021 年 5 月 17 日开始，英国居民可以出境前往“绿色名单”地区度假，且从“绿色名单”国家和地区再回到英国也不用再隔离。7 月 1 日起，欧盟正式启用数字疫苗护照，该护照适用人群为新冠病毒筛检结果呈阴性、曾感染但恢复健康或已接种过疫苗的国民，目前欧盟范围内已发放的证书超过 2 亿张，各成员国还可以根据疫情的实际变动来实施新的防疫限制措施。7 月 1 日泰国普吉岛对已完成接种两剂疫苗的外国游客开放，且也无需进行隔离。8 月 28 日阿联酋发表声明称，自 8 月 30 日起，阿联酋已向已接种世卫组织批准的两剂疫苗的所有游客发放旅游签证。不过我国居民还需考虑出境回程隔离造成的机会成本，隔离政策有可能对出境游决策具有一定影响。虽然境外新冠疫情仍存在不确定性，但各个国家及地区都在加大疫苗接种力度和及时更新出入游相关政策，积极推动出入境旅游的恢复，待出境游恢复后利好国内旅行社出境旅游及龙头酒店境外业务。

### 投资建议:

近期虽然受到疫情扰动，但消费者的出游需求并未消散，随着业务创新能力不足的传统文旅公司进一步出清导致行业整体供给及服务质量提升，文旅产业中长期韧性依旧存在，因此我们仍给予对行业“强大于市”的投资评级，免税成为建设海南国际消费旅游中心的推动力，免税龙头企业中国中免中长期具备优质成长性。依托国内大循环趋势，旅游业及周边行业复苏进程有望加速。**继续推荐免税龙头中国中免，推荐处于旅游恢复逻辑中的中青旅、首旅酒店、锦江酒店、众信旅游、岭南控股，关注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：**全球新冠肺炎病毒不断变异，确诊病例数量仍持续上升；国内疫情不时散发，仍需谨慎防范新冠病毒的反复。

**行业复苏不及预期：**文旅部出台跨省旅游动态防控政策，景区按照当地疫情防控风险和应急响应要求，科学动态调整防控措施。若出入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。

**政策落地及执行的不确定性：**文旅部出入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 46. 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	236.40	4,615.65	3.14	5.98	89.82	40.20	13.13
600138.SH	中青旅	买入	11.06	80.06	(0.32)	0.69	(32.00)	16.10	8.79
600258.SH	首旅酒店	买入	25.77	254.36	(0.50)	0.55	(42.26)	46.70	8.22
002707.SZ	众信旅游	增持	5.03	45.59	(1.63)	(0.12)	(3.17)	(43.00)	0.66
000524.SZ	岭南控股	增持	7.24	48.52	(0.36)	0.41	(22.05)	17.90	3.36
600754.SH	锦江酒店	增持	50.18	458.67	0.10	1.03	447.89	48.90	15.53
300144.SZ	宋城演艺	未有评级	16.07	420.18	(0.67)	0.34	(26.44)	46.88	2.93
300662.SZ	科锐国际	未有评级	52.38	103.13	1.02	1.26	53.10	41.48	9.71
000796.SZ	凯撒旅业	未有评级	7.85	63.04	(0.87)	(0.17)	(15.36)	(47.38)	0.96
600054.SH	黄山旅游	未有评级	9.75	50.05	(0.06)	0.38	(141.24)	25.84	5.88
603136.SH	天目湖	未有评级	19.81	36.90	0.47	0.64	53.83	31.20	6.19
002033.SZ	丽江股份	未有评级	6.47	35.55	0.13	0.26	49.89	24.43	4.48

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 9 月 3 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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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，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转载或转发的，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