

4 July 2022

Deep dive into Hainan duty-free entities Outperform (Maintain)

Investment Thesis

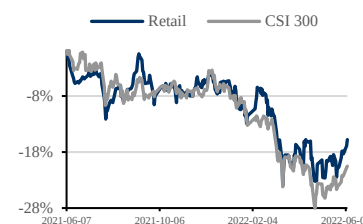
- **Currently, there are 6 licensed island duty-free entities and 10 island duty-free shops in Hainan, involving 6 listed companies.** The 6 licensed island duty-free entities include CTG Duty-Free Group, Hainan Duty-Free Company, Hainan Tourism Investment Holdings, Hainan Development Holdings, Shenzhen Duty-Free Company, and CNSC Duty-Free Company, of which CTG Duty-Free Group is the controlling shareholder of Hainan Duty-Free Company. CTG Duty-Free Group and Hainan Duty-Free Company operate a total of 6 island duty-free stores in Hainan, of which Haikou International Duty-Free City is expected to open in 2022.
- **Hainan island duty-free market has become more market-oriented since 2020.** In July 2020, Hainan Provincial Department of Finance, Commerce, and Administration for Market Regulation announced that they would introduce market-oriented competition mechanism including bidding to determine new duty-free entities. Since December 2020, Hainan Tourism Investment Holdings and Hainan Development Holdings under Hainan SASAC, Shenzhen Duty-Free Co. under Shenzhen SASAC, and CNSC Duty-Free Co. under Sinopharm Group, have successively opened island duty-free stores in Hainan. This report reviews the stakeholders and relevant parties of each duty-free shop and the listed companies involved.
- **Hainan Development Holdings and Hainan Tourism Investment Holdings, under Hainan SASAC, have successively announced asset injection plans.** In January 2021, the listed Hainan Development Holdings Nanhai, controlled by Hainan Development Holdings, announced that it would acquire 45% of the shares of the residents' duty-free operating entity "Hainan Haikong Duty Free Group Co., Ltd." by non-public agreement transfer (as of May 2022, the residents' duty-free business has not yet started officially), and Hainan Development Holdings promised to inject related business and assets within three years after the completion of the non-public offering. In May 2022, Hainan Haiqi Transportation Group, a listed company controlled by Hainan Tourism Investment Holdings, announced its intention to purchase part or all of shares of "Hainan Tourism Investment Duty Free Co., Ltd" held by Hainan Travel Investment by issuing new shares, paying cash and raising fund from specific investors, but relevant plans are still under discussion. So far, the duty-free assets held by the two licensed duty-free entities under Hainan SASAC are expected to go public, and Hainan island duty-free market is becoming more market-oriented, transparent and standardized.
- **The body of this report further reviews the capital operation history of Hainan Tourism Investment Holdings and Hainan Development Holdings, as well as the business and expected integration of their listed subsidiaries.**
- **Recommendation:** 1) **China Tourism Group Duty Free**, the leading duty-free company whose stock price was suppressed by pessimistic expectations of tourism, is expected to see a marginal improvement; 2) **Hainan Development Holdings Nanhai** and **Hainan Haiqi Transportation Group**, with expectations of duty-free assets injection; 3) **Hainan Airport Infrastructure**, which controls Sanya Phoenix International Airport and owns shares of several duty-free shops.
- **Risks:** Lower-than expected performance of duty-free stores due to sporadic pandemic resurgence; Fiercer market competition.

Research Analyst
Shirui Ouyang

(852) 3892 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

Industry performance



Related reports

《智能投影仪和扫地机器人 618 预售额高增, 极米, 科沃斯等品牌领先优势进一步扩大》

2022-06-05

《2022 年 618 化妆品预售数据速递: 华熙生物、贝泰妮、珀莱雅等国货龙头表现突出》

2022-05-29

《海南免税企业集群起底深度梳理》

2022-05-25

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **吴劲草 (Jingcao Wu)** and **石祥瑞 (Yixuan Shi)**.

海南免税企业集群起底深度梳理

增持（维持）

2022年07月04日

证券分析师
欧阳诗睿

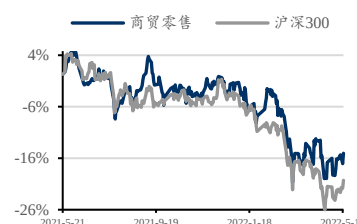
(852) 3892 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

专题要点

- 目前海南共有 6 家离岛免税持牌主体、10 家离岛免税店，涉及相关上市公司 6 个：离岛免税持牌主体分别为中免集团、海免公司、海南旅投（以下简称“海旅”）、海南发展控股（以下简称“海发控”）、深圳免税、中服免税，其中中免为海免的控股股东。中免及海免总共经营 6 家离岛免税店，其中海口国际免税城预期于 2022 年内开业。
- 2020 年以来，海南离岛免税市场进一步市场化。2020 年 7 月海南省财政厅、商务厅、市场监管局发布公告称，将采用招标等市场化竞争方式选择并确定新增加的海南离岛免税购物经营主体。自 2020 年 12 月以来，海南省国资委下属企业海南旅投及海南发展控股、深圳市国资委下属企业深免、国药集团下属企业中服先后开出离岛免税门店。正文具体梳理了各免税店的权益归属及相关利益方中涉及到上市公司的部分。
- 海南省国资委旗下海发控、海旅陆续公告资产注入计划。2021 年 1 月，海发控控股的上市公司海南发展公告，以非公开协议转让方式受让其岛民免税业务运营主体“海南海控免税品集团有限公司”45%的股份（截至 2022 年 5 月岛民免税业务仍未正式开始运营），且海发控承诺非公开发行完成后三年内注入注入相关业务及资产；2022 年 5 月，海南旅投控股的上市公司海汽集团公告，拟发行股份及支付现金购买海南旅投持有的海南旅投免税品有限公司的部分或全部股权，并向特定投资者募集配套资金，相关方案仍在商讨。至此，海南省国资委旗下两家免税持牌方所持免税资产均存在上市预期，海南离岛免税市场向着市场化、透明化、规范化进一步发展。
- 正文进一步梳理了海旅、海发控的资本运作历程和旗下上市公司业务及预期整合情况。
- 相关标的：推荐由于出行受到悲观预期压制、后续有望迎来边际改善的免税龙头中国中免，关注存在注入免税资产预期的海南发展、海汽集团，及控股三亚凤凰机场、参股多家免税店的海南机场（*ST 基础）。
- 风险提示：疫情反复导致免税店业绩不及预期，市场竞争加剧等

行业走势



相关研究

《互联网四月月报：短视频赛道稳中有增，生鲜电商疫情下逆流而行》

2022-05-21

《全国政协“推动数字经济持续健康发展”专题协商会召开，平台经济价值修复预期增强》

2022-05-17

《2022 年 4 月社零点评：疫情带来全方位冲击，关注居民消费后&疫后反弹》

2022-05-16

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢吴劲草和石旻瑾的指导。

内容目录

1. 海南免税经营主体一览：6 家持牌主体、10 家离岛免税店	5
2. 海旅、海发控资本运作历程概览	6
2.1. 海南旅投控股海汽集团和乾景园林，免税及旅游业务分别注入上市公司	6
2.2. 海发控控股海南机场，免税业务注入海南发展，实现协同发展	7
3. 海旅、海发控旗下上市公司预期业务梳理	9
3.1. 海南旅投旗下：海汽集团、乾景园林	9
3.2. 海发控旗下：海南发展，*ST 基础（海南机场）	9
4. 风险提示	11

图表目录

图 1: 海南旅投历史沿革.....	6
图 2: 海南发展控股历史沿革.....	8
图 3: 海南旅投股权架构.....	9
图 4: 海南发展控股股权架构.....	10
表 1: 截至 2022 年 5 月海南离岛免税经营主体（预期）及免税店一览表.....	5

1. 海南免税经营主体一览：6 家持牌主体、10 家离岛免税店

目前海南共有 6 家离岛免税持牌主体、10 家离岛免税店，涉及相关上市公司 6 个。

离岛免税持牌主体分别为中免集团、海免公司、海南旅投（以下简称“海旅”）、海南发展控股（以下简称“海发控”）、深圳免税、中服免税，其中中免为海免的控股股东。中免及海免总共经营 6 家离岛免税店，其中海口国际免税城预期于 2022 年内开业。

2020 年以来，海南离岛免税市场进一步市场化。2020 年 7 月海南省财政厅、商务厅、市场监管局发布公告称，将采用招标等市场化竞争方式选择并确定新增加的海南离岛免税购物经营主体。自 2020 年 12 月以来，海南省国资委下属企业海南旅投及海南发展控股、深圳市国资委下属企业深免、国药集团下属企业中服先后开出离岛免税门店。

截至 2022 年 5 月，已知的海南离岛免税经营主体及其运营的免税店具体情况梳理见下表：

表1：截至 2022 年 5 月海南离岛免税经营主体（预期）及免税店一览表

实控人	上市公司	上市公司控制经营主体	离岛免税店	上市公司实占权益	开业时间	其他利益方
国务院国资委	中国中免	三亚市内免税店	三亚国际免税城	100%	2014/9	-
		中免凤凰机场免税品有限公司	三亚凤凰机场免税店	51%	2020/12	海南机场占股 49%；海南机场（三亚凤凰机场）提供场地
		中免(海口)国际免税城有限公司	海口国际免税城	100%	预计 2022 年内开业	-
		海免（海口）免税店有限公司	海口日月广场免税店	51%	2019/1	海南旅投占股 39%；海南机场提供场地
		琼海海中免免税品有限公司	博鳌免税城	51%	2019/1	海南旅投占股 39%
		海免海口美兰机场免税店有限公司	海口美兰机场免税店	26%	T2 2021/12	海南机场占股 49%；海南旅投占股 20%；美兰空港（海口美兰机场）提供场地
海南省国资委	海汽集团（拟注入）	海旅免税城（三亚）迎宾有限公司	海旅免税城	100%	2020/12	居然之家提供场地
	海南发展（拟注入）	全球消费精品（海南）贸易有限公司	全球精品免税城	45%	2021/1	海南机场提供场地
深圳市国资委	-	深免集团(海南)运营总部有限公司	观澜湖免税城	-	2021/1	-
国务院	-	中服(三亚)免税品有限公司	三亚国际免税购物公园	-	2020/12	-

数据来源：各公司官网，爱企查，东吴证券（香港）

海南省国资委旗下海发控、海旅陆续公告资产注入计划。2021 年 1 月，海发控控股的上市公司海南发展公告，以非公开协议转让方式受让其岛民免税业务运营主体“海南海控免税品集团有限公司”45%的股份（截至 2022 年 5 月岛民免税业务仍未正式开始运营），且海发控承诺非公开发行完成后三年内注入相关业务及资产；2022 年 5 月，海南旅投控股的上市公司海汽集团公告，拟发行股份及支付现金购买海南旅投持有的海

南旅投免税品有限公司的部分或全部股权，并向特定投资者募集配套资金，相关方案仍在商讨。至此，海南省国资委旗下两家免税持牌方所持免税资产均存在上市预期，海南离岛免税市场向着市场化、透明化、规范化进一步发展。

2. 海旅、海发控资本运作历程概览

2.1. 海南旅投控股海汽集团和乾景园林，免税及旅游业务分别注入上市公司

海南旅投成立于 2019 年 9 月，由海南省国资委全资控股。海南旅投定位为海南省国际旅游消费中心建设投资发展运营商，其主要业务板块包括旅游交通、酒店运营、旅游商业、景区度假区、文体娱乐、海洋旅游、大健康旅游、旅游金融等 8 大板块。

2020 年，海南旅投获离岛免税经营资质，海旅免税城开业。2020 年 8 月，海南省政府正式批复海旅免税享有离岛免税品经营资质，在海南省范围内经营离岛免税业务。2020 年 12 月 30 日，海南旅投全资子公司海南旅投免税品有限公司的重点项目三亚海旅免税城开业，坐落于三亚市著名景区三亚千古情旁，经营近 350 个国际知名品牌，经营面积 9.5 万平方米，是目前经营面积仅次于中免三亚海棠湾免税购物中心的标杆性离岛免税项目。从业务角度来看，2020 年海旅新增旅游商业板块收入，主要为免税品销售收入。2020 年及 2021H1，公司旅游商业板块收入占总营收比例分别为 1.6%/66.5%。

此后，海旅分别对乾景园林、海汽集团进行动作：

（1）海旅收购乾景园林 30.71%股份

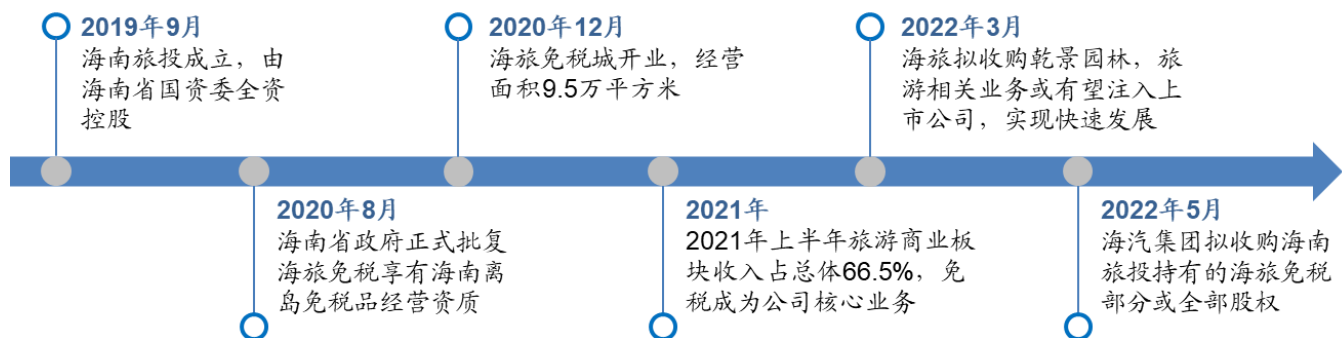
2022 年 3 月，乾景园林发布公告，海南旅投拟通过（A）协议转让方式受让乾景园林实控人持有的 1.08 亿股股票，作价 5.36 元/股，交易总金额 5.8 亿元；（B）受托实控人持有 0.71 亿股（占公司总股本 11.06%）的表决权。交易完成后，海南旅投将持有乾景园林 1.08 亿股股票，为公司第一大股东，并合计拥有公司 1.79 亿股股票表决权，占上市公司总股本 27.90%，公司的控股股东将为海旅，实控人将变更为海南省国资委。

此外，乾景园林拟向海旅发行定增，拟发行 1.29 亿股，占上市公司发行前总股本的 20%，发行价格为 3.43 元/股，海旅拟以现金约 4.41 亿元认购。定增完成后，海旅将持有乾景园林 2.37 亿股，占发行后乾景园林总股本的 30.71%。

（2）海汽集团收购海旅免税部分或全部股权

2022 年 5 月，海汽集团（海南旅投为其间接控股股东）发布公告，公司拟发行股份及支付现金购买海南旅投持有的海南旅投免税品有限公司部分或全部股权，并向特定投资者发行股份募集配套资金。交易完成后，海南旅投免税业务将注入上市公司。

图1：海南旅投历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券（香港）

国资背景支持下，依托上市公司平台及资源，海旅免税及旅游业务将或快速发展。两桩收购项目完成后，海旅将控股两个上市公司：乾景园林和海汽集团，其中对乾景园林为直接控股。海汽集团将承载海旅免税业务，乾景园林或有望被注入其他旅游相关业务。海旅业务结构清晰，未来免税及旅游相关业务板块有望凭借上市公司平台，进一步加速发展、做大做强、实现共赢。

2.2. 海发控控股海南机场，免税业务注入海南发展，实现协同发展

海南发展控股成立于 2005 年，是海南省政府为了推进重大项目，促进海南经济发展而设立的综合性投资国有控股公司。海发控主营业务包括（A）机场：控股或参股美兰机场、凤凰机场、博鳌机场等 10 余家机场经营，掌握自贸港重要空港门户资源；（B）免税：开发海控日月国际免税城项目，包括全球精品免税城运营等；（C）其他基建项目。

公司的资产整合动作按照免税及机场业务分两步走：

（1）免税业务

- **海发控收购中航三鑫（海南发展）27.12%股权：**2019 年 12 月，海南发展控股拟以非公开协议转让方式受让中航三鑫 2.18 亿股，占上市公司股权 27.12%，并取得中航三鑫实控权，转让单价 5.88 元/股，交易作价 12.8 亿元。2020 年 5 月，收购完成。2020 年 6 月中航三鑫更名为“海南发展”。
- **海南发展收购免税品集团 45%股权：**2021 年 1 月，海南发展拟以非公开协议转让方式受让海发控全资子公司全球消费精品（海南）贸易有限公司所持有的海南海控免税品集团有限公司 45%股权，转让价格为 1350 万元。免税品集团主要经营岛民免税业务，截至 2021 年 1 月尚未开展经营活动。全球精品运营海口全球精品免税城项目。
- **海发控收购海南发展 3.57%股权：**2022 年 5 月，海南发展控股拟认购海南发展非公开发行股份 4140.8 万股，占上市公司总股本 3.57%。收购完成后，海发

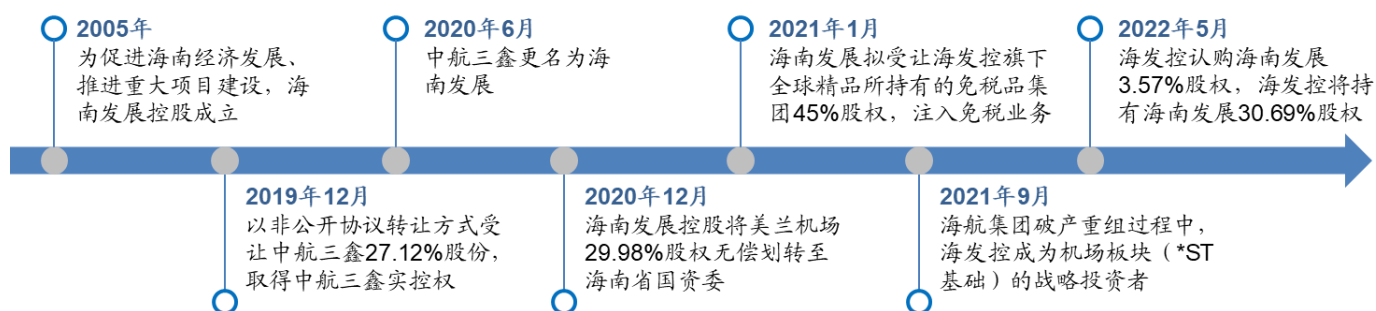
控将持有股份占上市公司总股本的 30.69%。上市公司的控股股东仍为海发控，实际控制人仍为海南省国资委。

海南发展承接海发控免税资产，加速免税业务扩张。海南发展控股承诺支持海南发展在海南省布局免税品经营相关业务，并在 3 年内推进海发控下属全球精品控股权注入海南发展。在海南离岛免税行业政策红利释放下，海发控免税业务依托于上市公司平台，将充分享受资金以及多元化业务间协同效应优势，实现持续扩张。

(2) 机场业务

- **美兰机场 29.98%股权划转：**2020 年 12 月，海南发展控股将（A）直接持有美兰机场 18.23%股权（B）通过旗下海南省机场投管公司所持美兰机场 11.75%股权，共计美兰机场 29.98%的股权无偿划转至海南省国资委。此番股权划转或为美兰机场及海航集团破产重整做准备。
- **战略投资海航集团机场板块：**2021 年 2 月，海航集团进入破产重整程序，其中航空（*ST 海航）、机场（*ST 基础），供销大集（*ST 大集）三大板块主体单独重整，海航集团等 321 家企业合并重整。2021 年 9 月，海发控成为海航集团机场板块——*ST 基础的战略投资者，海发控入股*ST 基础的成本价为 2.59 元/股。截至 2021 年底，海发控持有上市公司 24.51%股权，为*ST 基础的控股股东。2021 年 12 月，*ST 基础拟更名为“海南机场”。

图2：海南发展控股历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券（香港）

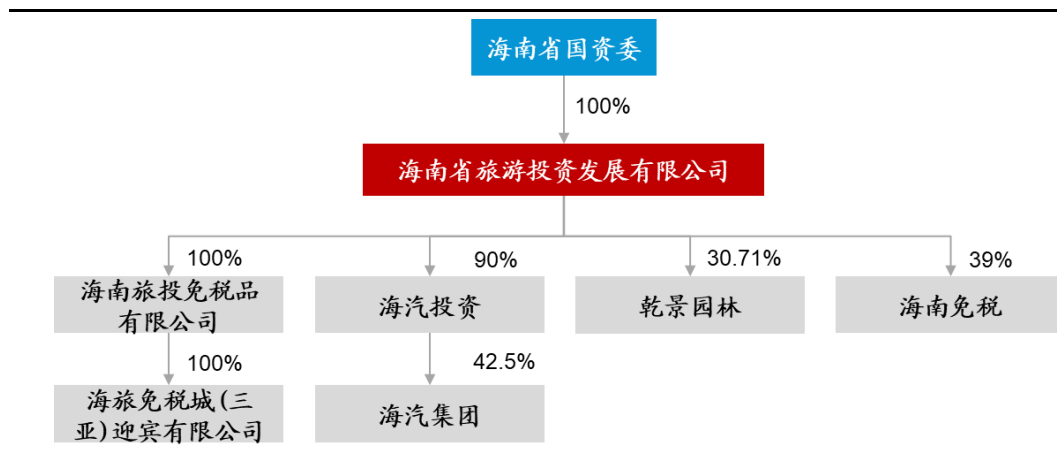
海发控机场及免税业务上协同发展，做大做强。海发控入主*ST 基础后，上市公司能够依靠国企的资金、政策、资源等优势，持续发展机场和免税两大核心业务。具体而言，机场方面，*ST 基础拥有海南省重要的机场资源，未来将推进省内基础设施建设，包括美兰机场和凤凰机场；免税方面，海发控拥有离岛免税经营牌照，未来双方将围绕美兰、凤凰机场免税店，打造最大离岛免税商业区，同时以海口日月广场为中心，打造海南高档商业和免税商业集群。

3. 海旅、海发控旗下上市公司预期业务梳理

3.1. 海南旅投旗下：海汽集团、乾景园林

海旅旗下产业板块包括旅游地产、旅行服务、旅游购物（即离岛免税）、旅游投资、综合开发，致力于成为全岛旅游产业链的整合者。由于已公告由海汽集团收购免税业务，且乾景园林年报表示将战略转型发展生态旅游业务，预期海南旅投的主要业务免税和旅游将分别注入两家上市公司。

图3：海南旅投股权架构



数据来源：公司公告，爱企查，东吴证券（香港）

（1）免税业务或将有序整合进海汽集团。海南旅投持有免税资产分别有：

- （A） **海南旅投免税品公司 100%权益**：2020 年 8 月由海南旅投投资成立，为海南旅投全资子公司，其 100%持股的海旅免税城（三亚）迎宾有限公司负责运营**海旅免税城**。
- （B） **海南省免税品有限公司 39%权益**：成立于 2011 年，具备离岛免税经营资质，旗下主要免税店为日月广场免税店、美兰机场免税店、博鳌免税店。目前中国中免、海南旅投、海南省财政厅分别持有海免 51%/39%/10%股权。

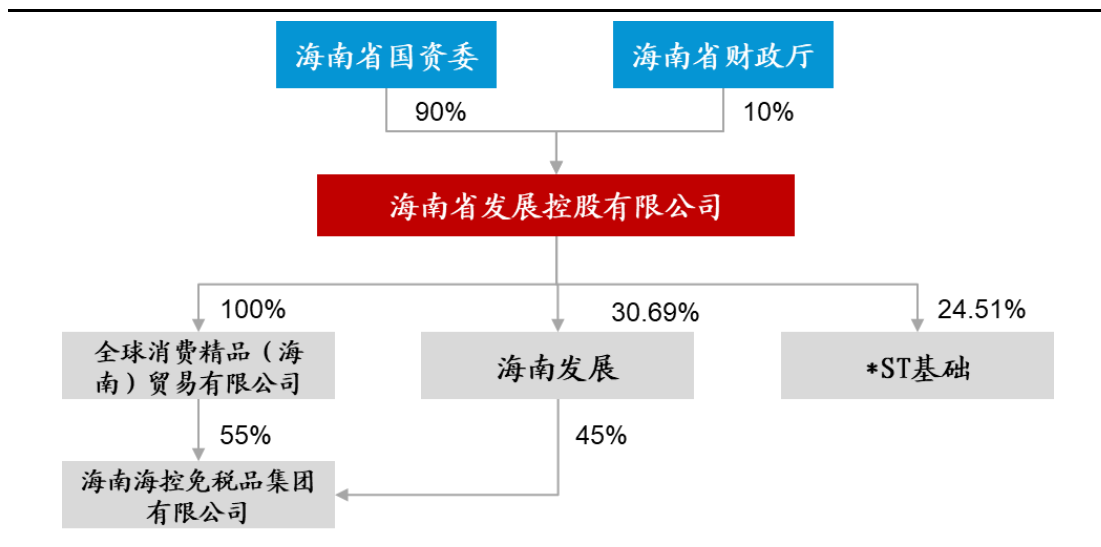
（2）**旅游相关业务有望注入乾景园林**。海南旅投持有的旅游相关业务资产有：博鳌及三亚国宾馆等酒店业务，文昌、儋州、澄迈、定安、屯昌、临高等多地旅游目的地建设及运营项目。

3.2. 海发控旗下：海南发展，*ST 基础（海南机场）

随着海发控战略投资海航集团机场板块完成，其产业布局拓展为“资本运作、三足鼎立、产融结合”的发展格局，其中“三足鼎立”即机场板块综合运营、区域综合开发运营、免税大消费。其中机场运营资产主要在海南机场（*ST 基础）中，免税板块则已

公告注入海南发展。

图4：海南发展控股股权架构



数据来源：公司公告，爱企查，东吴证券（香港）

(1) 免税业务将注入海南发展。海发控旗下免税资产主要为：

- (A) 全球消费精品(海南)贸易有限公司 100%权益：2020年7月由海发控投资成立，为全资子公司，其100%持股的全球精品(海口)免税城优先公司负责运营海控全球精品(海口)免税城。
- (B) 海南省海控免税品集团有限公司：成立于2020年12月，目前由海发控、海南发展上市公司分别持有55%/45%股份。拟从事岛民免税业务，截至2022年5月暂未开始运营。

(2) *ST基础持有机场业务及部分免税店股权，并为部分离岛免税门店物业方：

- (A) 公司控股7家机场，包括：三亚凤凰机场、琼海博鳌机场、安庆天柱山机场、唐山三女河机场、潍坊南苑机场、营口兰旗机场、满洲里西郊机场，其中琼海博鳌机场委托关联方博鳌管理进行管理。公司管理输出2家机场，包括：松原查干湖机场、三沙永兴机场。公司通过子公司参股2家机场，包括：宜昌三峡机场、东营胜利机场。
- (B) 海南机场通过参股投资、自持物业提供场地租赁形式参与免税商业业务，采用参股投资形式的免税业务包括：海口美兰机场免税店49%股权(离岛免税)、中免凤凰机场免税店49%股权(离岛免税)、海南海航中免50%股权(口岸免税)；采用自持物业提供场地租赁形式的免税业务包括：中免凤凰机场免税店、中免海口日月广场免税店、海控全球精品(海口)免税城。此外，三亚凤凰机场、琼海博鳌机场、海口日月广场还为免税运营商提供免税提货点场地租赁。

相关标的：推荐由于出行受到悲观预期压制、后续有望迎来边际改善的免税龙头中

国中免，关注存在注入免税资产预期的海南发展、海汽集团，及控股三亚凤凰机场、参股多家免税店的海南机场（*ST 基础）。

4. 风险提示

疫情反复导致免税店业绩不及预期，市场竞争加剧等。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

