

中国中免 (601888.SH)

海南免税迎开门红，央企考核强化下加速打造高效率全渠道零售巨头

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

◆ 社会服务 · 旅游及景区

◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980511040003
执证编码：S0980513100003
执证编码：S0980521120002

事项：

据央视网2月16日晚报道，春节假期前6天（2月10-2月15日），海南离岛免税销售金额突破19亿元，免税购物人数23.47万人次。据海南日报，今年春节前5天，海口海关共监管离岛免税销售额15.85亿元。

国信社服观点：

1、海南免税春节迎开门红：前5天销售额超去年7天总和，日均较去年春节增40%+，一改此前颓势。预计一是春运以来海南客流增长且旺季客群消费力良好，二是公司免税经营面积显著扩容（海棠湾免税面积+65%，三亚机场等扩容和新海港爬坡改善等）、供给优化和经营管理提升等助力。具体看，前6天海南免税日均购物客流同比增7成，系主要驱动；客单价同比下滑19%，价格降幅环比此前收窄。

2、2024年央企经营和市值考核压力强化，有望进一步激发公司未来管理势能。2023年公司股价调整较多，考虑今年央企市值考核要求，我们预计公司未来有望进一步提升经营管理和利润规模，以期提升市值表现。

3、市场目前主要担忧：后续整体消费需求、香化品牌周期及海南封关等政策不确定。我们认为：1) 消费后续需求趋势仍待跟踪，但目前春节良好助力一季度表现，且二季度后基数压力有望逐步缓解，未来若消费基本盘整体稳定，公司供给优化和经营管理能力提升下也可有更多期待；2) 香化周期问题：公司已通过品类优化降低其影响，去年兼有去库存、去代购等多重负面因素叠加影响，今年不排除有望逐步更趋合理正常化发展，而C栋开业后公司香化整体竞争力也有所增加；3) 海南封关政策需要待后续明确，但考虑海南与国内其他区域有税市场的平衡协调发展，我们初步可能系渐进模式推进，离岛免税阶段影响可控。

4、盈利预测与投资建议：结合春运以来尤其春节以来海南免税经营趋势，我们略上调2023-2025年归母净利润为67.17/80.89/99.19亿元（2023年不变，此前2024-2025年归母净利润为78.16/98.58亿元），对应EPS为3.25/3.91/4.79元（此前为3.25/3.78/4.76元），对应PE估值26/22/18x。综合来看，面对新形势下的各种挑战和央企考核持续强化，公司在全面提升运营管理和购物环境，积极打造全品类全渠道高效率的旅游零售运营商龙头；且未来国人离境市内免税政策仍不排除有一定期待，维持“买入”评级。

5、风险提示：宏观系统性风险、政策风险、竞争加剧、新项目投入不及预期等风险。

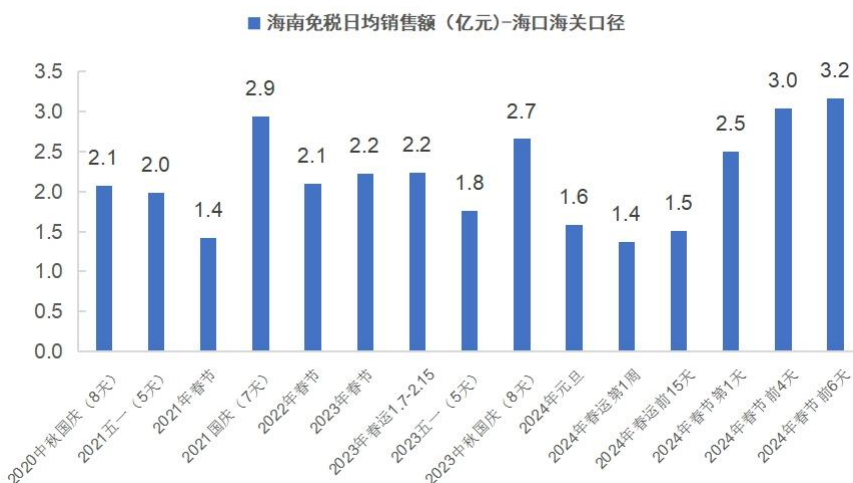
评论：

◆ 海南免税春节迎开门红，前5天销售额已超去年春节7天假期总和，前6天日均销售增长超40%

海南免税春节迎开门红，今年春节前5天累计销售额已超去年春节7天水平，前6天日均较去年7天日均增40%+！今年春节前5天，海口海关共监管离岛免税销售金额15.85亿元，已超去年春节黄金周7天总和15.6亿元（去年春节基数并不低），表现靓丽！前6天累计销售额超过19亿元，日均销售额3.2亿元，较去年7天日均增长40%+（有假期差异影响，但表现也可圈可点）。整体来看，海南免税春节数据一改去

年 Q2 以来弱势，有望提振市场对后续经营的信心。

图1: 海南免税节假日日均销售额变化 (单位: 亿元, 按海口海关口径)



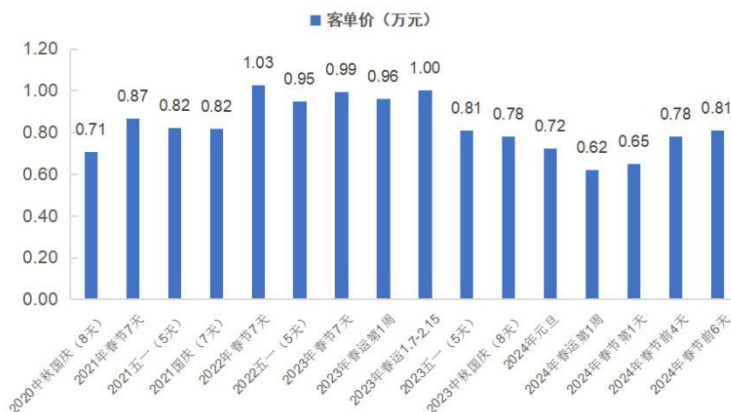
资料来源: 海口海关, 国信证券经济研究所整理

图2: 海南免税春节销售额及购物人次变化趋势



资料来源: 海口海关, 国信证券经济研究所整理

图3: 海南免税节假日客单价变化 (单位: 万元)



资料来源: 海口海关, 国信证券经济研究所整理

春节海南免税靓丽表现: 主要系日均购物客流增长超7成推动, 客单价仍有压力, 但同比降幅环比收窄。具体来看, 今年春节前6天海南免税购物人次累计19.63万人次, 已经较去年春节7天累计客流增长50%。日均客流较去年7天超70%。虽然有假期差异影响(今年春节8天假期, 不含除夕, 去年同期7天, 含除夕), 但整体仍然表现突出。**从客单价来看, 前6天客单价约8100元左右, 同比去年春节黄金周下降仍接近2成, 但目前略好于2023年五一和中秋国庆客单价, 较元旦和1月以来情况及去年下半年情况也明显改善。**

◆ 海南免税春节向好原因分析: 海南客流良好+供给优化升级助力购物客流大增, 客单价降幅相对收窄

经历了2023年海南免税逐季度承压和元旦的平稳增长后, 今年春节海南免税较此前开始改善。受消费渐进复苏和香化产品自身周期影响, 2023年海南免税销售持续承压。如下图, 2023Q2后, 海南免税下滑明显, 客单价持续下降, 下半年降至5500-6000元水平, 较一季度10000元左右的水平同比下滑明显。2024年元旦假期海南免税销售额4.75亿元/+13%, 免税购物人数6.57万人次/+53%, 人均消费7228元/-26%, 低基数下表现相对平稳, 人均消费较国庆假期仍下降8%。但今年春节前5天日均销售额3亿+, 客流和客

单价环比改善明显，除了春节旺季等差异外，我们认为核心来自海南进岛客流的稳步增长和供给显著扩容优化带来转换率等提升贡献（海棠湾新开C栋显著扩容、新海港经营更加成熟，三亚机场扩容等）。

图4: 海南离岛免税季度销售额及购物人次、客单价变化



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

1、**预计海南进岛机场客流今年春节期间同比增长超2成。**按中国新闻网报道，海南机场集团2024年2月7日预计，2024年春节黄金周期间(2月10日至17日)海口美兰国际机场、三亚凤凰国际机场、琼海博鳌机场岛内三大机场执行航班8620架次，运送旅客将超过159万人次，日均分别同比增长12%、27%，均创历史新高，预计有望助力进岛客流增长（春节以来至2月15日，美兰机场日均客流超11万人次，6天累计69万人次，保持良好趋势）。

2、**海南免税尤其中国中免核心项目显著扩容或优化，助力旺季高峰期接待瓶颈明显提升，利好购物客流等增长。**1) 今年春节VS去年春节，伴随C栋香化中心去年底开业(建筑面积7.2万平米)，中国中免海南最核心的盈利项目海棠湾项目免税面积增加65%，有效打开其海棠湾项目整体高峰期接待能力，品牌品类全面丰富优化：A+B栋聚焦精品，购物体验提升；C栋全香化中心，是全球唯一一家以美妆和香化作为主体的独栋商业综合体，总计引进132个香化美妆品牌，且进一步聚合了LANCÔME、ESTÉE LAUDER、DIOR等卓越品牌的全球旅游零售首家双层旗舰店，新增多品牌SPA体验中心；2) 新海港2023年春节仍处开业3-4月的爬坡磨合期，精品品牌尚不充分，2024年春节品牌sku方面也进一步优化；3) 三亚机场免税面积从1800平米提升至6800平米，品类和购物体验显著提升；4) 美兰机场免税此前转换渗透尚不充分，今年预计进一步优化，且美兰机场客流预计保持良好增长。

图5: 海南离岛免税季度销售额及购物人次、客单价变化

项目	2023年春节	2024年春节
三亚海棠湾	一期免税：A+B栋，精品+香化，建筑/经营面积12/7.2万平米 二期河心岛：有税，建筑面积6.5万平米，运动服饰+餐饮品牌	A+B+C栋，C栋最新香化中心，新增建筑面积7.8万平米，较此前增加65% 有税，建筑面积6.5万平米，新增LV+DIOR等顶奢品牌店
三亚机场	1期+3期，经营面积1800平米	1+2+3期，经营面积6800平米
海口新海港	免税部分建筑/经营面积28.9/19.2万m²。但部分高奢精品未开业，且此时仍处磨合爬坡期	品牌品类SKU进一步丰富，卡地亚、Prada等品牌开业，周边渗透相对更高，预计有望持续爬坡提升。
海口美兰机场	开业经营面积1期+2期约1.8万平米	开业经营面积1期+2期约1.8万平米，但机场客流预计同比增长较快
海口日月广场	开业面积2.2万平米	开业面积2.2万平米

资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

3、客单价虽然仍然有一定压力，但对比春节第1天、前4天数据可以看出，春节期间客单价持续走高。一是来自上述供给的优化，经营面积扩容，品牌SKU丰富。去年春节较早，2022年底备货因客观因素部分相对不充分，也有一定影响，而今年上述情况预计明显改善，从而对客单价也有一定的帮助。C栋开业后各方面全面升级等也对香化销售有带动。二是海南春节旺季客群消费力较强，在公司积极努力改善供给下，经营效果也会更加凸显。

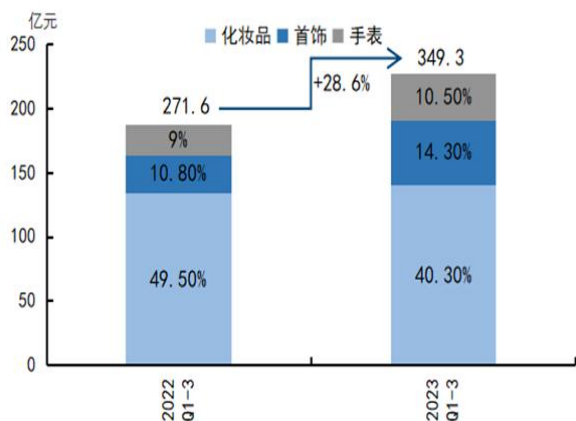
◆ 央企经营和市值考核强化下，公司成长进行时，积极打造全品类全渠道高效率的旅游零售运营巨头

央企市值管理和经营考核 2024 年有望全面强化。结合中新网等媒体报道，今年 1 月 29 日，国务院国资委召开的中央企业、地方国资委考核分配工作会议上表示，2024 年将全面推开上市公司市值管理考核：坚持过程和结果并重、激励和约束对等，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，客观评价企业市值管理工作举措和成效，在坚持“一利五率”基础上，根据企业功能定位、行业特点、承担重大任务等情况，增加反映价值创造能力的针对性考核指标，“一企一策”签订个性化经营业绩责任书，着力提升考核精准性有效性。同时，还提到建立考核“双加分”机制，分档设置效益指标考核目标，对跑赢国民经济增速的企业给予考核加分，同步设立提质增效特别奖，对作出突出贡献的企业再给予额外加分，引导中央企业积极确定挑战性目标，确保一季度“开门红”、全年稳增长，为国民经济回升向好增信心、蓄底气。

在 2023 年以来消费渐进复苏的压力和央企经营考核持续强化背景下，公司进一步主观求变，全力打造全品类全渠道高效率的旅游零售运营巨头，强化供给优化，积极提升管理运营和经营效率。

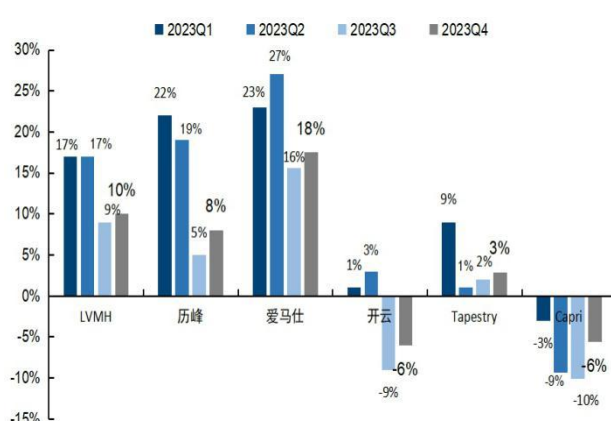
1、烟酒-香化-精品迭代演进，打造全品类全渠道的综合旅游零售商。公司最早边境口岸业务时，产品基本以烟酒为主。2011-2019 年伴随海南免税项目做大做强以及与日上机场免税的整合，香化成为公司营收贡献最高的品类，占比超过 50%，精品则也逐步丰富。其中，在规模集采和整合日上后，公司香化毛利率曾相对较高，但其作为标品线上销售转换容易，2021-2022 年在各种线上线下渠道激烈价格竞争情况下，线下渠道的优势和利润率相对受制。2023 年后，香化产品销售普遍承压（前两年价格战透支囤货及严控代购等影响），公司积极转型，优化品类结构，大力发展对线下销售场景和供应链依赖较高的精品，进一步提升自身的综合零售运营能力。参看海口海关数据，2023 年前三季度，海南免税各产品中，香化产品占比已经从此前的 50% 降至 40% 左右；如果以中免海棠湾项目为例，其精品等占比预计已经达到 60%+，且去年四季度海棠湾引入了顶奢（有税），新海港项目精品也预计超过 50%，进一步转型。

图6：海南 2023 年前三季度免税各品类构成变化



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

图7：顶奢高奢和轻奢 2023 年各季度收入同比增速



资料来源：公司官网、华丽志等，国信证券经济研究所整理。注：历峰、Coach 母公司等财年时间不一致，上述最新 2023Q4 均采取截止 2023 年 12 月底三个月数据。

2、聚焦精品：奢侈品尤其顶奢品牌相对有一定韧性，今年 2023Q3 阶段放缓但 2023Q4 也相对企稳。从精品的情况来看，参考顶奢、高奢、轻奢等 2023 年逐季度收入同比增速情况，如图所示，其中顶奢龙头 LVMH、

历峰、爱马仕等整体 2023 年均实现增长，即使其中 2023 年下半年增速有所放缓，但仍然维持正增长，其中 Q3 增速回落较明显且，但 2023Q4 收入增速环比 2023Q3 有所提升，相对企稳。轻奢层面，其波动分化相对更大，Coach 母公司 Tapestry, Inc 2023 年经营下半年逐步企稳改善，而 Capri (MK、范思哲等母公司) 则持续承压，但 2023Q4 也降幅收窄。总体来看，从奢侈品集团的数据来看，2023Q4 收入也环比 2023Q3 趋势更企稳，呈现一定的消费韧性。聚焦中免，公司海南精品品牌 SKU 仍处于持续丰富提升过程，且 C 栋去年底开业后，原有 A+B 栋核心区域有更多精品展示空间，也有助于其后续精品提升。鉴于此，考虑相应品类本身有一定韧性，公司对精品仍处于覆盖与运营提升中，渗透率等有望进一步提升，从而未来仍有望支持其成长。

3、通过大数据强化库存和物流动态管理，提高管理运营效率。结合中新网报道，2022 年底，中免在海口打造海南国际物流中心保税仓，创新业务实施保税、免税衔接业务，免税企业可提前大量备货，灵活选择将进口货物存放在海口综保区内的免税品监管仓库或保税仓库内，减少企业配套仓储及调拨成本。在销售环节，企业可按需灵活调拨，实现保税货物和免税货物高效衔接互转，而非开展一般贸易、跨境电商或免税品等多方式、多渠道的进口销售，极大便利企业灵活调整经营策略，拓宽销售渠道。对因滞销或经营调整等原因未能销售的免税品，免税企业可根据需要自由选择退运出境，或将免税品直接退运回到海口综保区后转为跨境电商或有税商品方式销售，打通了免税企业滞销商品退运出境或转其他方式销售的“堵点”。相比此前上述免税、保税（对应线下免税店或线上补购）调拨需要重新退货运出境再保税报关，上述物流模式效率大幅提升，且存储和库存采购等效率也大幅提升，避免库存过多或调整不灵活等风险。

4、大数据定价管理，积极向管理要效益。公司在库存管理优化基础上，面对利润考核和外部环境的压力，积极向管理要效益，还进一步构建销售定价大数据系统，沉淀过往各品类品牌不同时期 SKU 促销情况及成效，以不断精细化调整运营，更精准定价管控毛利率和库存周转，进而有效提升公司零售运营管理水平。

综合来看，过去两年，面对国内外各种经营形势的变化，公司不仅扩容免税经营面积，全面丰富提升供应链水平，同时也积极夯实内功，向管理要效益，库存管理，定价管理、营销运营管理全面升级优化，大数据系统支持，从而不断助力公司成长为兼具规模壁垒和高效运营的全渠道零售巨头。在外部消费渐进复苏时，上述内生改善体验验证往往相对有限，但一旦环境企稳向好，即便香化周期变化，但公司通过全品类多品牌全渠道的精细化运营，未来成长仍然有诸多亮点！

◆ **投资建议：春节海南免税开门红预计有望提振信心，央企考核强化倒逼公司主观求进，维持“买入”**

图8：免税龙头股价已经不及 2019 年底水平



资料来源：万德，国信证券经济研究所整理

市场目前主要担忧：后续整体消费需求、香化品牌周期及海南封关等政策不确定。我们认为：1) 消费后续需求趋势仍待跟踪，但目前春节良好助力一季度表现，且二季度后基数压力有望逐步缓解，未来若消费基本盘整体稳定，公司供给优化和经营管理能力提升下也可有更多期待；2) 香化周期问题：公司已通过品类优化降低其影响，去年兼有去库存、去代购等多重负面因素叠加影响，今年不排除有望逐步更趋正常化发展，而 C 栋开业后公司香化整体竞争力也有所增加；3) 海南封关政策需要待后续明确，但考虑

海南与国内其他区域有税市场的平衡协调发展，我们初步可能系渐进模式推进，离岛免税阶段影响可控。

立足当下，海南免税喜迎开门红，一改此前颓势，有望提振市场信心。央企经营和市值考核压力强化，有望进一步激发公司管理势能。2023年以来，由于消费渐进复苏、香化承压、机场租金压力及政策节奏影响，公司经营承压，股价也明显回调，目前中国中免股价已经不及2019年底水平。但2024年春节前5天，海南免税销售额已超去年7天水平，录得开门红，有望提振市场信心。同时，在今年央企市值考核不断强化下，我们预计不排除公司主观上也更希望持续努力改善经营成效（体现到经营各个层面的全面提升），以期做大利润规模和提振市值表现。

盈利预测与投资建议：结合春运以来尤其春节以来海南免税经营趋势，我们略上调2023-2025年归母净利润为67.17/80.89/99.19亿元（2023年不变，此前2024-2025年归母净利润为78.16/98.58亿元），对应EPS为3.25/3.91/4.79元（此前为3.25/3.78/4.76元），对应PE估值26/22/18x。综合来看，面对新形势下的各种挑战和央企考核持续强化，公司在积极提升运营管理和购物环境，积极打造全品类全渠道高效率的旅游零售运营商龙头；且未来国人离境市内免税政策仍不排除有一定期待，维持“买入”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 2024/2/8	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
601888.SH	中国中免	84	1,747	2.43	3.25	3.91	4.79	35	26	22	18	买入
600515.SH	海南机场	4	433	0.16	0.10	0.14	0.17	23	37	27	23	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

◆ 风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险，自然灾害疫情等系统性风险，机场保底租金压力，汇率大幅贬值风险，新项目开业进度或开业经营可能低于预期。

Pp-p 相关研究报告：

《中国中免（601888.SH）2023年业绩快报点评-费用优化助力业绩增长，跟踪消费复苏及政策节奏》——2024-01-09

《中国中免（601888.SH）-京沪机场租金协议优化，助力机场免税恢复成长》——2023-12-28

《中国中免（601888.SH）-三季度毛利率持续改善，关注海南旺季经营与新项目表现》——2023-10-09

《中国中免（601888.SH）-二季度毛利率环比改善，全渠道布局助力中线成长》——2023-08-25

《中国中免（601888.SH）-中报业绩展现积极信号，期待下半年低基数表现及免税新政机遇》——2023-07-10

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	16856	26892	38774	43504	46840	营业收入	67676	54433	67576	77339	91407
应收款项	944	1012	1296	1335	1478	营业成本	44882	38982	45681	51818	60795
存货净额	19725	27926	22428	22439	25784	营业税金及附加	1839	1215	1825	1933	2148
其他流动资产	1017	1375	1014	773	914	销售费用	3861	4032	7671	9281	11243
流动资产合计	38542	57205	63512	68051	75015	管理费用	2250	2209	2578	2828	3197
固定资产	4733	7286	8763	9561	9977	财务费用	(43)	220	311	(146)	(241)
无形资产及其他	2401	2458	2361	2263	2166	投资收益	162	162	130	150	180
投资性房地产	8806	6988	6988	6988	6988	资产减值及公允价值变动	499	591	0	0	0
长期股权投资	992	1970	3970	4970	5220	其他收入	(742)	(908)	0	0	0
资产总计	55474	75908	85594	91834	99366	营业利润	14804	7619	9639	11774	14445
短期借款及交易性金融负债	1957	2608	2500	1500	1000	营业外净收支	(3)	(3)	50	50	30
应付款项	5880	7679	6152	6659	6785	利润总额	14801	7617	9689	11824	14475
其他流动负债	9299	7194	11386	11673	12201	所得税费用	2437	1429	1793	2235	2736
流动负债合计	17136	17480	20038	19832	19986	少数股东损益	2711	1158	1180	1500	1820
长期借款及应付债券	0	2509	2509	2509	2509	归属于母公司净利润	9654	5030	6717	8089	9919
其他长期负债	3546	1791	2791	3291	3391						
长期负债合计	3546	4300	5300	5800	5900	现金流量表 (百万元)					
负债合计	20682	21780	25337	25632	25886	净利润	9654	5030	6717	8089	9919
少数股东权益	5173	5554	6309	7239	8368	资产减值准备	(410)	92	296	89	57
股东权益	29619	48573	53947	58962	65112	折旧摊销	236	267	826	1011	1125
负债和股东权益总计	55474	75908	85594	91834	99366	公允价值变动损失	(499)	(591)	0	0	0
						财务费用	(43)	220	311	(146)	(241)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(6349)	(8780)	9537	1574	(2817)
每股收益	4.94	2.58	3.25	3.91	4.79	其它	2157	220	459	841	1071
每股红利	1.76	1.88	0.65	1.49	1.82	经营活动现金流	4789	(3762)	17835	11605	9356
每股净资产	15.17	24.88	26.08	28.50	31.47	资本开支	0	(3449)	(2501)	(1801)	(1501)
ROIC	40%	14%	18%	26%	29%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	33%	10%	12%	14%	15%	投资活动现金流	(200)	(4428)	(4501)	(2801)	(1751)
毛利率	34%	28%	32%	33%	33%	权益性融资	(196)	16121	0	0	0
EBIT Margin	22%	15%	15%	15%	15%	负债净变化	0	2509	0	0	0
EBITDA Margin	22%	15%	16%	16%	17%	支付股利、利息	(3431)	(3676)	(1343)	(3074)	(3769)
收入增长	29%	-20%	24%	14%	18%	其它融资现金流	4620	4439	(108)	(1000)	(500)
净利润增长率	57%	-48%	34%	20%	23%	融资活动现金流	(2438)	18225	(1451)	(4074)	(4269)
资产负债率	47%	36%	37%	36%	34%	现金净变动	2150	10036	11883	4730	3336
息率	2.1%	2.2%	0.8%	1.9%	2.3%	货币资金的期初余额	14706	16856	26892	38774	43504
P/E	17.1	32.8	26.0	21.6	17.6	货币资金的期末余额	16856	26892	38774	43504	46840
P/B	5.6	3.4	3.2	3.0	2.7	企业自由现金流	6286	(5468)	15865	10093	8181
EV/EBITDA	12.3	22.6	18.8	16.0	13.2	权益自由现金流	10906	1480	15504	9212	7876

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032