

中国中免(601888.SH)/休闲服务

证券研究报告/公司点评

2024年04月09日

评级: 买入(维持)

市场价格: 81.87元

分析师: 张骥

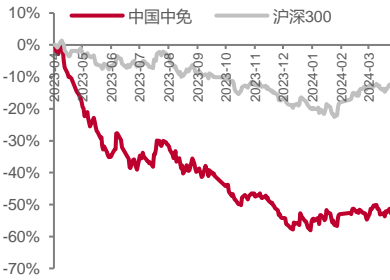
执业证书编号: S0740523060001

Email: zhangji01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,069
流通股本(百万股)	1,952
市价(元)	81.87
市值(百万元)	169,377
流通市值(百万元)	159,849

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1《自贸港建设春风送暖，疫情下逆向布局中免》  
2022.04.14
- 2《Q2业绩超预期，关注疫后逻辑》  
中国中免22年半年报点评  
2022.08.30
- 3《Q2业绩符合预期，新海港扬帆起航》中国中免Q3季报点评  
2022.10.29
- 4《疫后免税新篇章开启，业绩向上弹性可期》中国中免22年年报点评  
2023.03.30
- 5《季度业绩低于预期，待利润率好转》  
中国中免23年一季报点评  
2023.05.02

公司盈利预测及估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54,433	67,540	70,660	83,332	91,252
增长率yoy%	-20%	24%	5%	18%	10%
归母净利润(百万元)	5,030	6,714	7,333	8,822	9,603
增长率yoy%	-48%	33%	9%	20%	9%
每股收益(元)	2.43	3.25	3.54	4.26	4.64
每股现金流量	-1.65	7.31	3.23	6.31	5.85
净资产收益率	9%	11%	11%	12%	11%
P/E	33.67	25.23	23.10	19.20	17.64
P/B	3.49	3.15	2.82	2.48	2.18

备注: 每股指标按照最新股本数全面摊薄, 股价选取2024年4月8日收盘价

投资要点

- **核心观点:** 公司23年业绩符合预期, 当前市场分歧在于估值, 借鉴景区股估值, 中免在需求承压情况下, 估值或不低。
- **业绩符合预期, 维持“买入”评级。** 公司发布23年年报, 23年实现营收675.40亿元, 同比增24.08%, 实现归母净利润67.14亿元, 同比增33.46%。公司23年度利润分配预案为每10股派人民币16.5元(含税)。由于疫情之后免税消费需求承压, 根据23年全年的观察, 调整此前预测, 预计24/25/26年公司归母净利润分别为73.33/88.22/96.03亿元(此前预测24/25年归母净利润为125.26/143.20亿元), 对应PE 23.1/19.2/17.6x, 维持“买入”评级。
- **中免当前股价分歧在于估值, 借鉴景区股逻辑, 需求承压下估值或不低。** 对于中免的估值, 本报告提供的思路是可以借鉴景区股在疫情期间的估值逻辑。疫情期间, 市场没有按当期业绩对应的估值给景区资产定价, 而是按19年的业绩结合合理的估值定价, 因此疫情期间当期的业绩对股价影响有限。同样, 当前中免受制于需求, 市场或许也可以按需求恢复的业绩锚给中免定价, 因此在这个逻辑下, 当期业绩对股价的影响不大。
- **参考景区股的估值逻辑, 中免当前股价面临几个问题。** 第一, 需求恢复后是否业绩回归, 本报告对此仍有信心。第二, 何时需求恢复, 对此无法给出明确答案。第三, 估值潜在的业绩锚在哪, 本报告认为业绩锚应高于19年和23年。
- **风险提示:** 需求偏好发生变化的风险; 业绩兑现不及预期的风险; 研报使用信息滞后或更新不及时风险

## 内容目录

<b>1.2023 年业绩符合预期，当前股价已充分反映市场担忧 .....</b>	<b>- 4 -</b>
1.1 23 业绩符合预期，海南地区收入降速，机场渠道逐步恢复 .....	- 4 -
1.2 23Q4 毛利率稳定，销售费用环比下降 .....	- 4 -
<b>2.从景区股疫情期间估值，看中免目前的估值 .....</b>	<b>- 4 -</b>
2.1 免税与旅游有很多交集，投资逻辑具备共通点 .....	- 4 -
2.2 旅游板块在疫情期间估值很高，市场并未按当期业绩定价 .....	- 4 -
2.3 借鉴景区股，需求承压下，中免按当期业绩估值或不会很低 .....	- 6 -
<b>风险提示 .....</b>	<b>- 10 -</b>

## 图表目录

图表 1: 疫情期间, 若按当期业绩有代表性的景区估值都脱离正常范围 (坐标轴单位: 估值倍数) .....	- 5 -
图表 2: 主要景区疫情期间估值基本是参考 19 年业绩计算 .....	- 5 -
图表 3: 中免 17-19 年估值维持 25-45 倍 (坐标轴单位: 估值倍数) .....	- 6 -
图表 4: 中免 17-19 年免税业务收入增速较快 .....	- 7 -
图表 5: 中免 17-19 年三亚海棠湾店保持 30% 左右收入增速 .....	- 7 -
图表 6: 19 年至今中免销售毛利率与销售净利率出现下滑 .....	- 8 -
图表 7: 2023 年的多数月份海南省接待游客量已经超过 2019 年(万人次) .....	- 8 -
图表 8: 23 年后海南离岛免税客单价和转化率出现下滑 .....	- 9 -

## 1.2023 年业绩符合预期，当前股价已充分反映市场担忧

### 1.1 23 业绩符合预期，海南地区收入降速，机场渠道逐步恢复

- **23 年业绩符合预期，维持买入评级。**公司发布 23 年年报，23 年实现营收 675.40 亿元，同比增 24.08%，实现归母净利润 67.14 亿元，同比增 33.46%。公司 23 年度利润分配预案为每 10 股派人民币 16.5 元(含税)。由于疫情之后免税消费需求承压，根据 23 年全年的观察，调整此前预测，预计 24/25/26 年公司归母净利润分别为 73.33/88.22/96.03 亿元(此前预测 24/25 年归母净利润为 125.26/143.20 亿元)，对应 PE 23.1/19.2/17.6x，维持“买入”评级。
- **海南地区收入降速，机场渠道逐步恢复。**分区域看，海南地区 396.50 亿，同比增 14.25%，上海地区 178.21 亿，同比增 25.99%。从分公司的收入角度看，三亚市内店 23 年收入 283.64 亿，同比降 6.2%，海免 23 年收入 49.18 亿，同比降 12.8%，22 年 10 月开业的海口免税城公司 23 收入 68.38 亿。机场渠道方面，日上上海 23 年收入 178.21 亿元，同比增 26.0%。

### 1.2 23Q4 毛利率稳定，销售费用环比下降

- **23Q4 毛利率保持稳定。**23Q4 毛利率 32.0%，同比 22Q4 增加 11.1pct，环比 23Q3 下降 2.4pct，毛利率稳定。
- **销售费用率环比下降，得益于新机场租金协议。**23Q4 销售费用率 14.9%，环比 Q3 下降 2.9pct，主要为上海机场租金执行新协议，机场渠道线下门店尚未完全恢复，预计当前仍按保底租金执行，新协议保底租金较低，费用端有明显改善。
- **管理费用率同比下降，费用管控良好。**23Q4 管理费用率 4.0%，同比 22Q4 下降 1.8pct；23Q4 管理费用绝对值 6.69 亿，同比 22Q4 下降 2.10 亿，费用管控良好。

## 2.从景区股疫情期间估值，看中免目前的估值

### 2.1 免税与旅游有很多交集，投资逻辑具备共通点

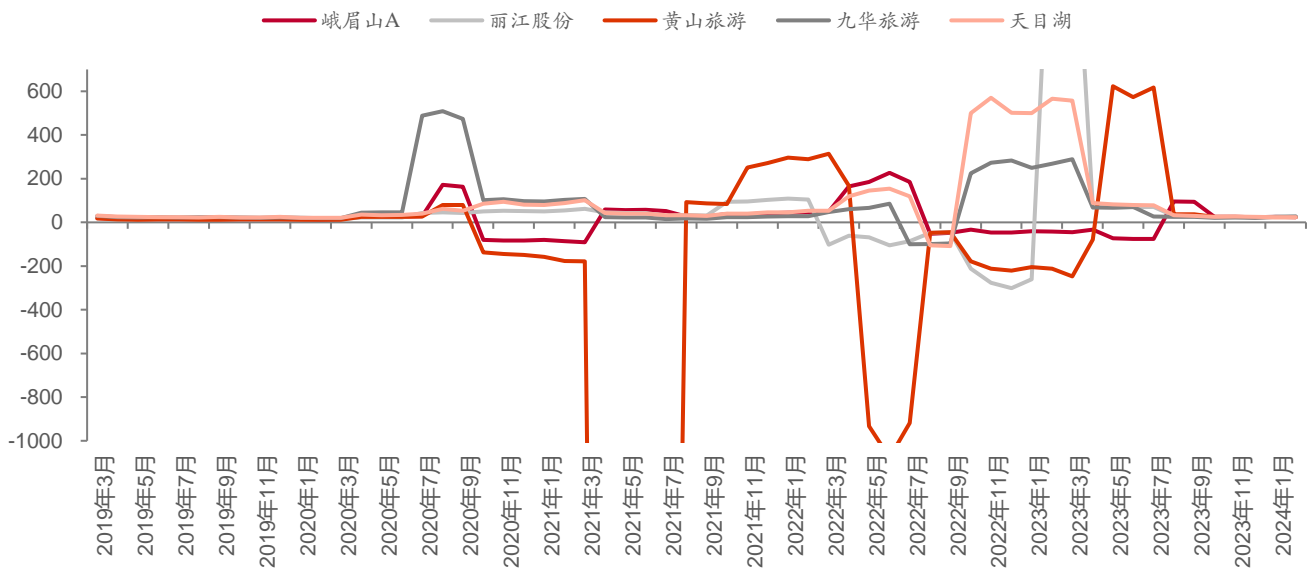
免税与旅游的交集主要体现在三个方面：第一，免税的销售渠道基本都与旅游有直接联系，免税门店建于交通口岸或建于旅游目的地。第二，免税的核心客群是游客。第三，免税销售公式与旅游业的收入公式一致，即收入=消费人次\*客单价。

### 2.2 旅游板块在疫情期间估值很高，市场并未按当期业绩定价

疫情期间，市场没有按当期业绩对应的估值给景区资产定价，当期业绩对股价影响有限。疫情期间，因为居民出行受限，景区客流量带来较大

冲击，当期业绩较差。我们选取几个具有代表性的景区（峨眉山 A、丽江股份、黄山旅游、九华旅游、天目湖）2019 年 3 月至 2024 年 2 月的月度估值图。2019 年 3 月景区股的估值普遍在 20x，疫情后 2024 年 2 月景区股的估值又恢复至 20x，但是在疫情期间，估值都出现过大幅波动，出现过几百倍的情况，脱离正常范围。因此在当时的情况下，市场没使用当期业绩对应的估值来对公司价值评估，即当期业绩对股价的影响有限。

**图表 1：疫情期间，若按当期业绩有代表性的景区估值都脱离正常范围（坐标轴单位：估值倍数）**



来源：wind，中泰证券研究所

**疫情期间景区股如何定价。**一种显而易见的思路是，按照 2019 年业绩给疫情期间的景区定价。统计 2020 年 2 月 1 日至 2022 年 11 月 30 日的日均市值作为景区资产疫情期间公司价值，以 2019 年作为业绩锚，得到 PE。我们发现，疫情期间主要景区的估值与 2019 年估值几乎相同。从基本面角度，2019 年主要景区收入与 18 年同比增幅几乎都在 10% 之内。因此我们得到以下结论：第一，在 19 年，市场并未给景区股按较高的景气度赛道估值，因为基本面并未看到高速增长。第二，景区股的估值普遍在 15x-20x 之间。第三，主要景区疫情期间估值基本是参考 19 年业绩计算。

**图表 2：主要景区疫情期间估值基本是参考 19 年业绩计算**

	按 19 年业绩折算疫情 期间 PE	2019PE	2019 年收入同比增速	2019 年归母净利润同比增速
峨眉山 A	15.2	14.7	3.30%	8.10%
丽江股份	18.2	16.5	6.53%	6.18%
黄山旅游	20.6	20.9	-0.88%	-41.60%
长白山	31.0	34.1	0.66%	11.28%

天目湖	28.2	21.2	2.81%	19.86%
九华旅游	20.5	21.0	10.70%	27.08%
桂林旅游	38.4	37.0	5.77%	-31.57%

来源：wind，中泰证券研究所

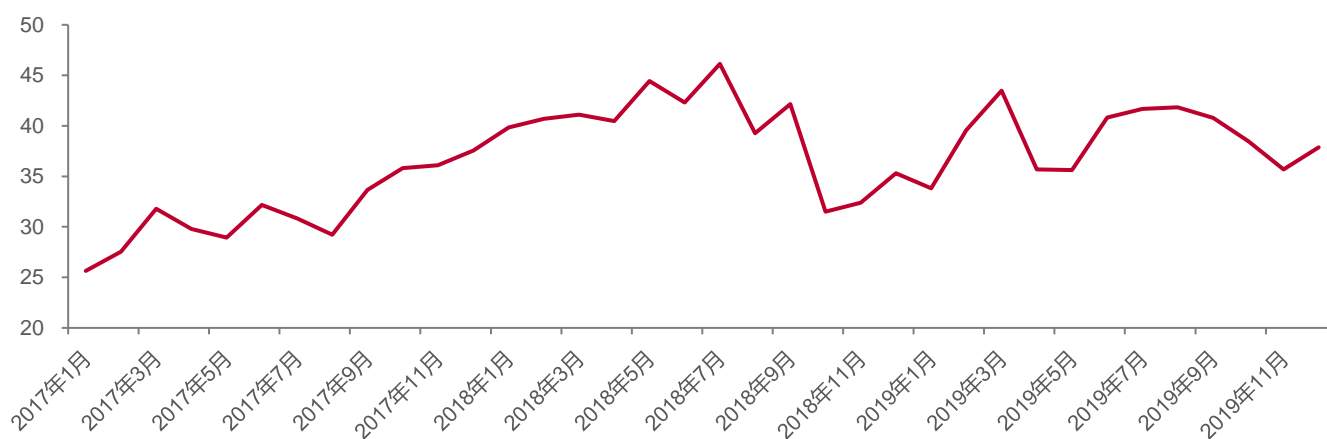
不按当期业绩估值，原因是景区资产的自然人文风光不变，并不因疫情影响长期需求。疫情导致消费客流不足直接影响景区收入，但这种需求侧冲击不影响景区资产本身。人们旅游休闲消费的核心标的是景区的自然与人文风光，这些资源并不因疫情遭受损失，因此市场相信疫情后景区资产的客流可以恢复，景区业绩会随疫情结束而回归。

### 2.3 借鉴景区股，需求承压下，中免按当期业绩估值或不会很低

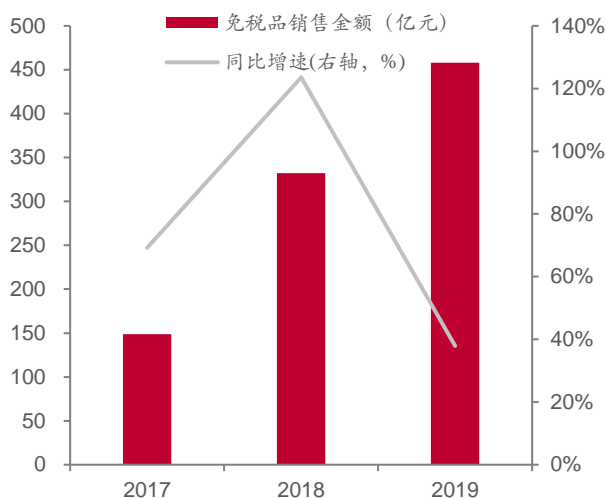
#### ■ 中免在疫情前的估值是当期业绩的 25-45 倍之间，市场按成长股估值

疫情前维持较高估值，源自免税业务维持较高增速。如果看 17 年-19 年这三年的估值，中免的估值保持在 25x-45x 之间。主要原因：1.行业整合，中免的持续收并购。17-19 年期间，中免先后收购日上中国、日上上海两家中国核心机场渠道免税商。2.得益于收并购与内生增长，免税业务收入高增。从中免免税销售的总口径看，免税业务收入增速 17/18/19 年同比增速为 69%/124%/38%。内生增长看，海南同店的内生增速，中免最核心的三亚海棠湾店 17/18/19 年同比增速为 28%/32%/31%。得益于业务较高的增速，在那个时期市场给予中免成长股的估值，所以能维持当期业绩 25x-45x 倍估值。

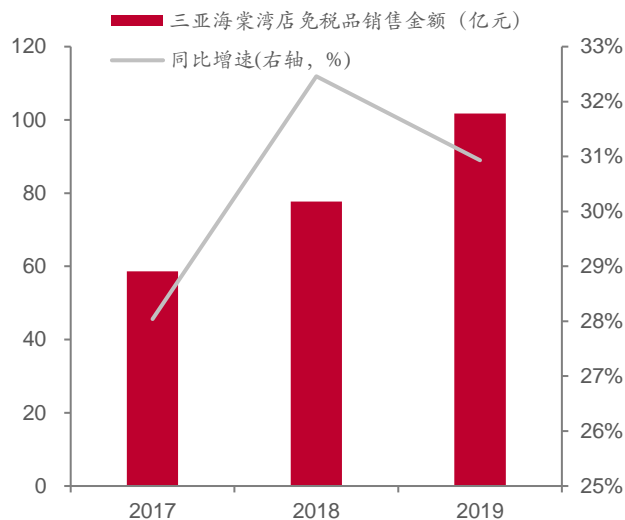
图表 3：中免 17-19 年估值维持 25-45 倍（坐标轴单位：估值倍数）



来源：wind，中泰证券研究所

**图表 4：中免 17-19 年免税业务收入增速较快**


来源：公司年报，中泰证券研究所

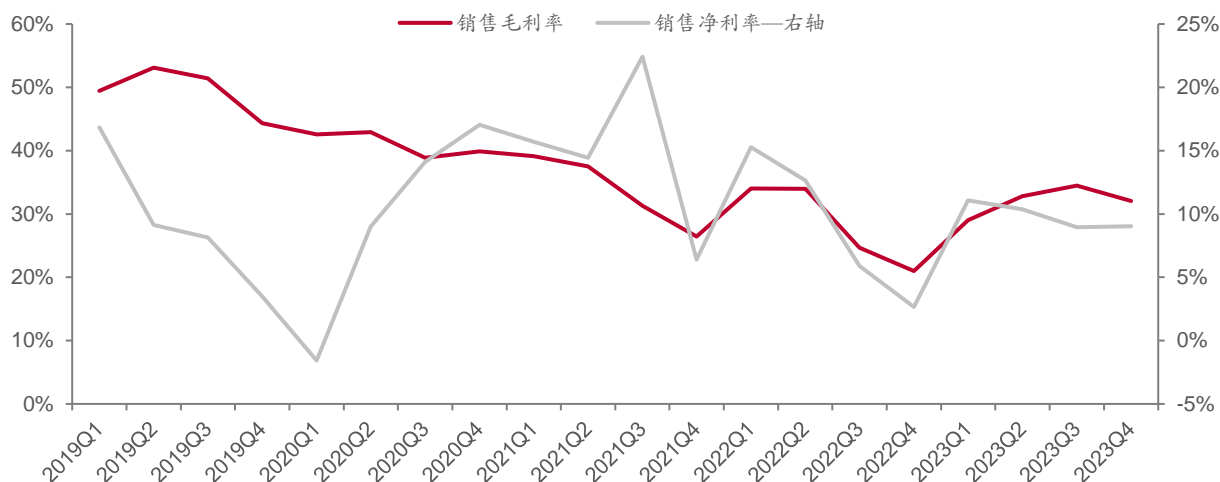
**图表 5：中免 17-19 年三亚海棠湾店保持 30% 左右收入增速**


来源：公司年报，中泰证券研究所

### ■ 中免 23 年杀估值的核心：一杀远期空间与成长节奏，二杀业绩兑现度

**一杀远期空间与成长节奏。**成长节奏和远期空间某种程度是一回事，远期空间大很多时候等同于增速较快。因为远期空间本身也是不确定和随时可变的，当成长节奏下降后，市场也开始怀疑远期空间。23 年中免跌幅较大，核心是杀估值，背后是免税增速低于预期导致对远期空间产生怀疑。疫情期间（20-22 年），中免线下业务受到冲击，因此增速难以比较。但疫情恢复的第一年，中免海南地区销售额 396.50 亿元，同比增 14.25%，核心门店三亚海棠湾店销售 283.64 亿元，同比降 6.2%，与疫情之前的高增速形成鲜明反差，业务增速明显低于预期。

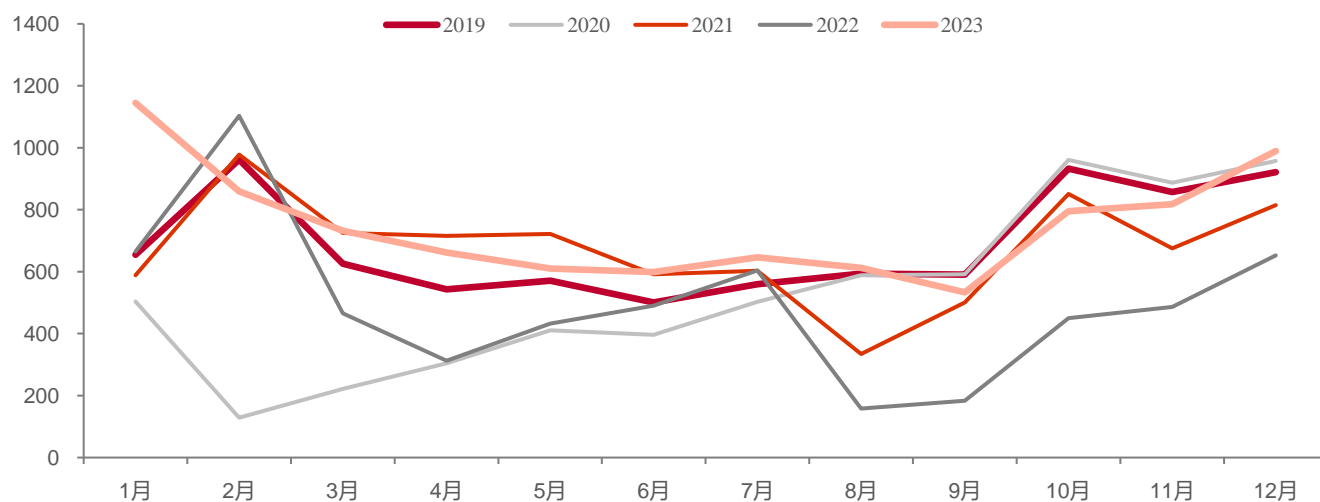
**二杀业绩兑现度。**主要体现在毛利率与净利率下滑，背后原因主要是免税、有税等不同渠道之间会有竞争，国内、国外同品类不同品牌亦有竞争。竞争之后，免税渠道的吸引力下滑，导致销售毛利率、销售净利率下降。

**图表 6：19 年至今中免销售毛利率与销售净利率出现下滑**


来源：wind，中泰证券研究所

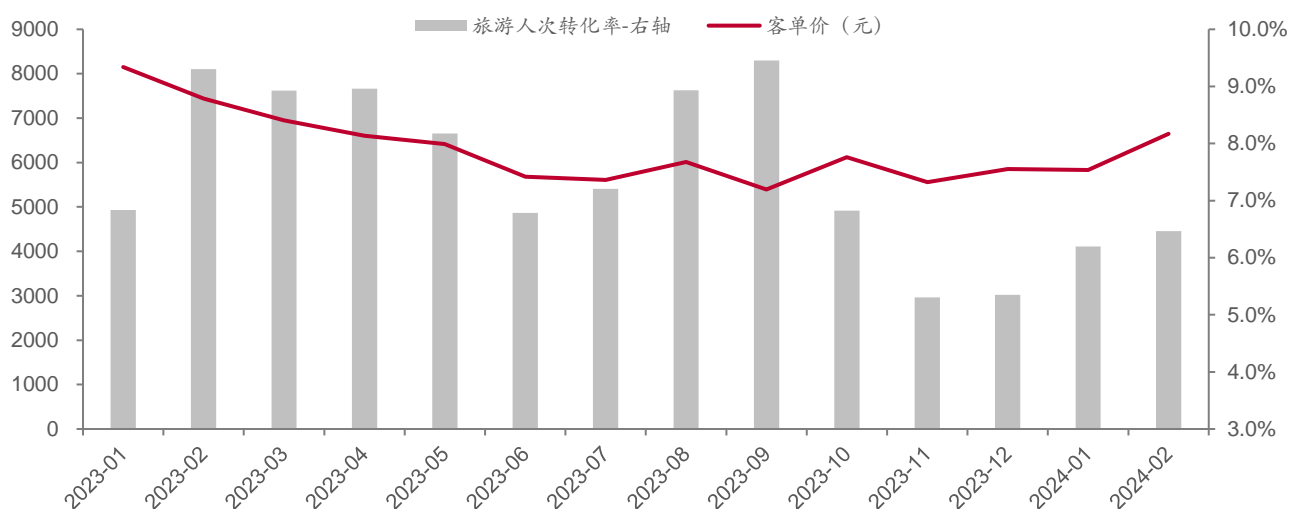
- **当前估值的看法：与景区疫情期类似，核心是需求承压，当期业绩参考价值不宜过分放大**

目前能确定的，需求承压。需求承压最主要体现在海南地区的离岛免税销售上，具体看是表现为转化率的下降和客单价的下降。从海南旅游人次看，2023 年的多数月份海南省接待游客量已经超过 2019 年，23 年全年接待游客 9000 万人次，较 19 年增长 8.3%。从月度数据看，海南旅游旺季集中在每年的 Q1 和 Q4。从海口海关公布的离岛免税数据看，23 年 1 月之后离岛免税的客单价持续下滑，至 23Q4、24Q1 旺季到来后整体回升但同比未转正。24 年 1 月客单价 5831 元，较 23 年 1 月下滑 28.5%；24 年 2 月客单价 6650 元，较 23 年 2 月下滑 10.6%。如果从购物人次转化率（免税品购买人次/海南旅游人次）的角度看，转化率在 23 年 11 月、12 月下滑至 23 年以来最低点 5.3%。

**图表 7：2023 年的多数月份海南省接待游客量已经超过 2019 年(万人次)**


来源：wind，中泰证券研究所



**图表 8：23 年后海南离岛免税客单价和转化率出现下滑**


来源：wind，中泰证券研究所

### ■ 需求复苏后中免业绩是否能如期回归，我们对此抱有信心

首先，离岛免税已深入绑定海南旅游，离岛免税的基础在海南旅游，而海南旅游整体无忧。海南旅游整体盘子以后恢复良好，23 年海南全年接待游客已超 19 年。海南 24 年春节 8 天假期，全省接待游客 951.45 万人次，实现旅游总收入 151.27 亿元。与去年同期相比，分别增长 48.8%、62.7%，与 2019 年同期对比，分别增长 52.6%、76.7%，海南旅游整体保持高景气度。

其次，一旦消费需求复苏，从海南购物竞争格局看中免还是能吃掉核心需求。观察游客海南旅游动线，旅游购物无非两条路径，第一，在海南的市内购物中心购物。第二，在机场等出入岛口岸购物。如果是第一条路径，考虑到海南旅游的游客花在市内购物中心的时间有限，因此在短时间内，遵循一站式购物逻辑，选择海南岛内大而全的购物中心。而中免拥有海南岛内的头部的免税市内店，海口国际免税城和三亚国际免税城是全球第一、第二大的免税商业综合体。围绕海口国际免税城、三亚国际免税城周边的改造升级和门店扩张一直持续，有望巩固岛内核心市内购物中心的地位。如果是第二条路径，中免已经在海南的主要进出岛口岸，即在三亚机场和海口机场布局免税店。

### ■ 参考景区股逻辑，需求周期底部时当期业绩对股价影响不大，难在判断复苏的时间节奏。

参考景区疫情期间估值逻辑，我们认为，中免面临的核心压力是消费需求不足，而在这一阶段，当期业绩对股价的影响度不大。因此以 23 年至今的业绩或者线性外推的业绩预期都不足以作为估值判断的充分依据。

此逻辑链中，难在判断需求复苏的节奏，即何时能够出现需求复苏，本报告亦无法给出明确观点。

■ **景区股疫情期间业绩锚是 19 年，当前中免的业绩锚难判定，但高于 19 年和 23 年**

景区股业绩锚是 19 年的核心原因是，在疫情期间市场可能认为景区股的供给侧没有发生重大变化，因此在需求侧承压的情况下，以 19 年供给侧为基础兑现的业绩即为疫情期间的业绩锚。中免目前遇到的情况也是需求侧的问题，但供给侧较 19 年已经出现重大变化。如 20 年 7 月起离岛免税政策调整（每人每年累计免税限额提至 10 万元）、22 年世界最大单体免税店海口国际免税城开业、23 年中免在海南引进 LV、DIOR 顶奢品牌等事件，都是提升中免业绩的积极因素。因此判断在需求承压下，当前中免的业绩锚应高于 19 年和 23 年。从实际情况看，19 年中免归母净利润 46.3 亿元，23 年归母净利润 67.1 亿元，中免目前较 19 年供给侧已巨大改善，23 年需求侧承压，因此股价对应的业绩锚应高于 19 年和 23 年。

## 风险提示

■ **需求偏好发生变化的风险**

中免渠道的产品主要以国外中高端进口品牌为主，长期看须谨防的第一大风险为偏好变化的风险。若国内消费者出现偏好的漂移，更倾向消费国内品牌或不再热衷国外中高端品牌，可能影响中免渠道的产品需求，进而影响中免的收入与业绩。

■ **业绩兑现不及预期的风险**

业绩兑现不急预期指，需求恢复后中免收入按预期增长，但净利率出现下滑。净利率下滑的原因可能有毛利率下降、机场租金协议变化带来的费用端变动、汇率波动带来的成本端压力等。

■ **研报使用信息滞后或更新不及时风险**

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	31,838	37,820	47,392	58,306	营业收入	67540	70660	83332	91252
应收票据	0	0	0	0	营业成本	46049	48402	56249	61230
应收账款	139	99	118	130	税金及附加	1,644	1,413	1,667	1,825
预付账款	482	726	844	918	销售费用	9,421	8,479	10,417	11,863
存货	21,057	25,689	24,490	24,861	管理费用	2,208	2,473	2,750	2,920
合同资产	0	0	0	0	研发费用	58	57	58	46
其他流动资产	4,940	708	835	914	财务费用	-869	-235	270	350
流动资产合计	58,456	65,042	73,678	85,130	信用减值损失	3	0	0	0
其他长期投资	1,575	1,367	1,589	1,238	资产减值损失	-638	-456	-328	-311
长期股权投资	2,200	2,200	2,350	2,380	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	6,292	6,380	6,523	6,718	投资收益	87	65	55	55
在建工程	1,067	1,167	1,167	1,067	其他收益	150	110	125	100
无形资产	2,128	1,858	1,599	1,303	<b>营业利润</b>	<b>8,677</b>	<b>9,790</b>	<b>11,773</b>	<b>12,862</b>
其他非流动资产	7,153	7,369	7,549	7,717	营业外收入	12	13	13	13
非流动资产合计	20,414	20,341	20,776	20,424	营业外支出	43	35	35	6
<b>资产合计</b>	<b>78,869</b>	<b>85,384</b>	<b>94,453</b>	<b>105,553</b>	<b>利润总额</b>	<b>8,646</b>	<b>9,768</b>	<b>11,751</b>	<b>12,869</b>
短期借款	369	400	450	335	所得税	1,380	1,710	2,056	2,316
应付票据	37	15	23	31	<b>净利润</b>	<b>7,266</b>	<b>8,058</b>	<b>9,695</b>	<b>10,553</b>
应付账款	6,366	5,808	6,919	7,715	少数股东损益	553	725	873	950
预收款项	7	10	13	15	<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,713</b>	<b>7,333</b>	<b>8,822</b>	<b>9,603</b>
合同负债	1,216	1,272	1,500	1,643	NOPLAT	6,536	7,865	9,918	10,840
其他应付款	3,342	3,342	3,342	3,342	EPS (按最新股本摊薄)	3.25	3.54	4.26	4.64
一年内到期的非流动负债	739	739	739	739					
其他流动负债	3,252	3,321	3,400	3,449					
流动负债合计	15,329	14,908	16,385	17,268					
长期借款	2,522	2,572	2,662	2,742					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,837	1,837	58	56					
非流动负债合计	4,359	4,409	2,720	2,798					
<b>负债合计</b>	<b>19,688</b>	<b>19,317</b>	<b>19,106</b>	<b>20,066</b>					
归属母公司所有者权益	53,834	59,994	68,402	77,592					
少数股东权益	5,348	6,073	6,945	7,895					
<b>所有者权益合计</b>	<b>59,182</b>	<b>66,067</b>	<b>75,348</b>	<b>85,487</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>78,869</b>	<b>85,384</b>	<b>94,453</b>	<b>105,553</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>15,126</b>	<b>6,693</b>	<b>13,046</b>	<b>12,097</b>
现金收益	7,166	8,574	10,736	11,691
存货影响	6,870	-4,632	1,200	-372
经营性应收影响	567	252	192	224
经营性应付影响	-391	-576	1,120	806
其他影响	915	3,076	-201	-253
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,716</b>	<b>-613</b>	<b>-1,151</b>	<b>-381</b>
资本支出	-511	-668	-654	-589
股权投资	-230	0	-150	-30
其他长期资产变化	-3,975	55	-347	238
<b>融资活动现金流</b>	<b>-4,628</b>	<b>-98</b>	<b>-2,323</b>	<b>-801</b>
借款增加	-1,486	81	140	-35
股利及利息支付	-2,525	-831	-871	-991
股东融资	12	0	0	0
其他影响	-629	652	-1,592	225

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	24.08%	4.62%	17.93%	9.50%
EBIT 增长率	-0.77%	22.58%	26.11%	9.97%
归母公司净利润增长率	33.46%	9.23%	20.31%	8.85%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.82%	31.50%	32.50%	32.90%
净利率	10.76%	11.40%	11.63%	11.56%
ROE	11.34%	11.10%	11.71%	11.23%
ROIC	14.24%	15.41%	17.39%	16.58%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.96%	22.62%	20.23%	19.01%
债务权益比	9.24%	8.40%	5.19%	4.53%
流动比率	381.35%	436.30%	449.66%	492.99%
速动比率	243.98%	263.98%	300.20%	349.02%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	85.64%	82.76%	88.23%	86.45%
应收账款周转天数	1	1	0	0
应付账款周转天数	55	45	41	43
存货周转天数	0	0	0	0
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.25	3.54	4.26	4.64
每股经营现金流	7.31	3.24	6.31	5.85
每股净资产	26.02	29.00	33.06	37.50
<b>估值比率</b>				
P/E	25	23	19	18
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	651	541	435	397

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。