

中国国旅 (601888)

增持 (维持)

中免增添跨境电商平台，业务范畴显著拓宽

2017年09月14日

市场数据

报告日期	2017-09-14
收盘价(元)	34.00
总股本(百万股)	1952.48
流通股本(百万股)	1952.48
总市值(百万元)	66384.17
流通市值(百万元)	66384.17
净资产(百万元)	12877.64
总资产(百万元)	19308.27
每股净资产	6.60

主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	22390	26502	28868	30688
同比增长	5.2%	18.4%	8.9%	6.3%
净利润(百万元)	1808	2208	2264	2550
同比增长	20.1%	22.1%	2.5%	12.6%
毛利率	25.1%	29.6%	28.6%	29.1%
净利率	8.1%	8.3%	7.8%	8.3%
净资产收益率(%)	14.4%	16.0%	15.0%	15.3%
每股收益(元)	0.93	1.13	1.16	1.31
每股经营现金流(元)	0.99	1.09	1.20	1.36

相关报告

《中国国旅 2017 中报点评——免税业务收入稳健增长，利润率稳中有升》2017-08-30

《中国国旅中报喜人，三亚免税增长强劲》2017-08-05

《中国国旅：首都机场即将落地，国旅进入投资第二阶段》2017-07-03

分析师：

王家远

wangjiayuan@xyzq.com.cn

S0190517070001

李跃博

liybo@xyzq.com.cn

S0190512070003

投资要点

- 近日中国国旅cdf中免三亚免税店上线跨境免税电商平台回头购。
- “回头购”属于跨境电商海淘性质，央企自营克服海淘多假货，上线美妆和香水，品类与免税店相似。价格较免税店同款持平或更低，多款比网易考拉更低。
- 销售的商品为完税价格。消费者不限地域，额度为每次2k，每人每年2w，只征收跨境电商综合税，税率低，香化产品的税率约11.9%-26.3%。完税价格后价格与免税店价格持平，意味着单笔消费，中免收入约为免税店销售的74%-88%，对于中免来说收入贡献弹性大。
- 回头购目前刚上线，仅销售香化，由线上购物端包括APP、微信、网上购物，海口保税区/海外发货，2周内到货。
- **盈利预测与投资建议：**海淘行业最大的问题在于假货多，回头购作为央企直营有是无可比拟的品牌优势，售价较免税店零售价、其他知名海淘商价格，均具有一定竞争力。单笔销售，中免计入的扣税后收入可观，空间广阔。未来尚待解决的是回头购的宣传和推广，让更多人了解和使用。我们预计其上线将一定程度增厚中免销售业绩，暂不提高盈利预测，维持2017-2019预计EPS1.13/1.16/1.31元，维持“增持”评级，建议买入
- **风险提示：**跨境电商平台推广不及预期

报告正文

事件

2017年9月13日，三亚国际免税城旗下CDF“回头购”网上商城正式运行。“回头购”网上商城实行“直采+直营+直邮+实体店”的销售模式。

点评

● 中免旗下增添跨境电商平台，业务范畴显著拓宽

中免直采自营：“回头购”网上商城隶属于中免三亚国际免税城旗下，产品由中免直接从海外采购，并由中免三亚国际免税城公司自主经营。

跨境电商性质：“回头购”网上商城（微信公众号“cdf回头购-三亚国际免税城”）属于跨境电商范畴，享受跨境电商购买政策，商品购买没有地域限制，可直邮到家。

“回头购”网上商城与此前中免三亚免税城推出的线上网站有本质区别。中免三亚免税城线上网站（网站cdfgsanya.com、App“cdf离岛免税”）本质上属于离岛免税购物，顾客在三亚国际免税城线上商城购买，需至海南机场、火车站线下提货。

图 1、“回头购”微信公众号



资料来源：互联网资料，兴业证券研究所

图 2、中免三亚免税城线上网站



资料来源：互联网资料，兴业证券研究所

表 1、跨境电商、离岛免税政策对比

	跨境电商政策	离岛免税政策
销售对象	不做限制	前往海南岛以外地区的本国外省、外国人员
购买地点	中国境内均可购买	仅限于海南岛境内
购买次数	不限次数	不限次数
交易限额	单次交易限额为 2000 人民币 个人年度交易限额为 2 万人民币	年度限额为 1.6 万人民币 小件物品：数量最高 12 件，金额可累加至 1.6 万人民币 大件物品：数量最高 2 次，1 次限制买 1 件，单件免税额度仍为 8 千人民币
购买件数	不限件数	

来源：中国商务部，兴业证券研究所

产品品类、引入品牌与线下免税商城类似：“回头购”售卖的产品与三亚免税城线下实体商城产品品类大致相同，包括：美妆、香水、腕表、箱包、配饰、鞋帽、生活用品。但目前平台暂时仅上线了香化类产品。品牌线亦大致相同，目前共上线了 49 大国际知名品牌，几乎囊括所有热门国际香化品牌，包括：雅诗兰黛、YSL、SK2、资生堂、兰蔻、倩碧。

图 3、网上商城产品品类与实体免税店大致相同



资料来源：互联网资料，兴业证券研究所

图 4、平台已上线大量热门国际香化品牌



资料来源：互联网资料，兴业证券研究所

购买渠道包括微信公众号、APP 客户端：提供微信公众号、APP 客户端等平台。目前，微信公众号商城已上线，其它平台亟待上线。

购买流程：顾客可直接在网站上订购。订单有两种发货地：（1）从海口综保区发货，时间为 1-10 天不等。（2）从海外直邮回国，时间为 7-15 天。

- “回头购”价格具竞争力：售价与免税店零售价相似，部分产品低于其他电商

我们挑选了几款热门香化产品，对其在不同渠道价格进行对比，发现：（1）cdf “回头购”网上商城零售价格与中免三亚海棠湾免税店零售标价差不多（中免海棠湾免税店近期在进行全场 8.5 折的优惠活动，实际购买价格为标价的 85%）；（2）cdf “回头购”与其他电商相比，价格具有竞争力，部分产品较国内知名电商“网易考拉海淘”更低。

表 2、“回头购”网上商城价格具有竞争力

	产品	规格	国内专柜价	中免三亚免税店零售标价	“回头购”网上商城含税零售价	网易考拉海淘含税零售价
“回头购”售价 = 海棠湾免税店零售价	雅漾舒护活泉喷雾	300ml	186	120	120	99.59
	雅诗兰黛 ANR 精华露	100ml	1299	930	930	969
	倩碧润肤乳	200ml	355	285	285	329
	SK2 护肤精华露	250ml	1294	995	995	839
	YSL 唇釉 203	125ml	320	230	230	285
	资生堂红妍肌活精华露	100ml	1385	1065	1065	1348
“回头购”售价 < 海棠湾免税店零售价	植村秀塑颜光感粉底液	27ml	480	330	302	463.72
	舒盈平衡粉底露 SPF15 PA+ 1 号	30ml	480	375	335	-
“回头购”售价 > 海棠湾免税店零售价	伊丽莎白雅顿 绿茶蜜滴舒体霜	400ml	285	160	200	121.97

资料来源：各平台网站

注：绿色区域为各产品零售价最便宜的价格，采样日期（2017.9.14）

图 5、三亚海棠湾店价格



雅漾舒缓活泉水喷雾
商品编号: C029071

免底价: **¥120.00** 市场价: ¥166.00

促销: 全场满化满2000或2000满4000或500 (特价商品除外)

选择: 300ml 300ml*3 300ml+50ml 150ml

购买数量: 1 商品限购数量: 12

提货: 三亚 从三亚凤凰机场提货, 下单 6 小时后可提货
海口 从海口美兰机场提货, 下单 24 小时后可提货
火车离岛, 下单 24 小时后可提货

立即购买 **加入购物车**

图 6、“回头购”价格

商品详情



雅漾舒缓活泉水喷雾 300ml

每一滴雅漾活泉水都在地壳中酝酿了很多年! 雅漾活泉水的低矿物质含量以及特殊离子比例给皮肤带来无比温和呵护, 增强肌肤耐受性, 降低敏感度, 使皮肤变得柔滑、细腻、纯净, 适合敏感肌肤及健康肌肤的日常舒缓及补水护肤。

法国品牌 中免自营 正品保证

¥120.00 ¥166.00

立即购买

图 7、“网易考拉海淘”价格

杭州保税5号仓 **联系考拉客服**

Avene 雅漾 舒缓活泉水喷雾 300毫升 大喷 人手一只 ×1

应付总额	¥99.59
商品总价	¥89.00
运费	¥0.00
税费	¥10.59

资料来源：互联网资料，兴业证券研究所

资料来源：兴业证券研究所

资料来源：兴业证券研究所

图 8、三亚海棠湾店价格



特润修护肌透精华露
商品编号: C020955

免底价: **¥930.00** 市场价: ¥1299.00

促销: 全场满化满2000或2000满4000或500 (特价商品除外)

数量: 1 商品限购数量: 12

容量: 100ML

提货: 三亚 从三亚凤凰机场提货, 下单 6 小时后可提货
海口 从海口美兰机场提货, 下单 24 小时后可提货
火车离岛, 下单 24 小时后可提货

立即购买 **加入购物车**

加入收藏 分享

图 9、“回头购”价格

雅诗兰黛



雅诗兰黛特润修护肌透精华露100ML

从根本上启动年轻旺盛的睡眠修护力, 更整日阻隔环境损伤。深透、净化、修护、滋养, 年轻一瓶尽享! 抵御多种肌肤老化迹象, 抵御岁月侵袭, 解决干燥缺水, 淡褪细纹皱纹, 重绽肌肤光彩。

美国品牌 中免自营 正品保证

¥930.00 ¥1299.00

立即购买

图 10、“网易考拉海淘”价格

香港2号仓 **联系考拉客服**

ESTÉE LAUDER 雅诗兰黛 ANR特润修护肌透精华露(第六代)100毫升 ×1

应付总额	¥969.00
商品总价	¥969.00
运费	¥0.00
税费	¥0.00

资料来源：互联网资料，兴业证券研究所

资料来源：兴业证券研究所

资料来源：兴业证券研究所

图 11、三亚海棠湾店价格



倩碧卓越润肤乳
商品编号: C020927

免底价: **¥285.00** 市场价: ¥365.00

促销: 全场满化满2000或2000满4000或500 (特价商品除外)

数量: 1 商品限购数量: 12

提货: 三亚 从三亚凤凰机场提货, 下单 6 小时后可提货
海口 从海口美兰机场提货, 下单 24 小时后可提货
火车离岛, 下单 24 小时后可提货

立即购买

加入收藏 分享

图 12、“回头购”价格

倩碧



倩碧润肤乳清爽型

配方与肌肤自然滋润成分如出一辙, 复制天然的水油平衡状态, 有效防止肌肤水分流失及过敏现象, 让肌肤即刻变成擅长导入养分的湿润海绵。

¥285.00 ¥365.00

立即购买

图 13、“网易考拉海淘”价格

香港1号仓 **联系考拉客服**

CLINIQUE 倩碧 润肤乳-啫喱配方 新老包 装,随机发货 200毫升 ×1

应付总额	¥329.00
商品总价	¥329.00
运费	¥0.00
税费	¥0.00

资料来源：互联网资料，兴业证券研究所

资料来源：兴业证券研究所

资料来源：兴业证券研究所

图 14、三亚海棠湾店价格

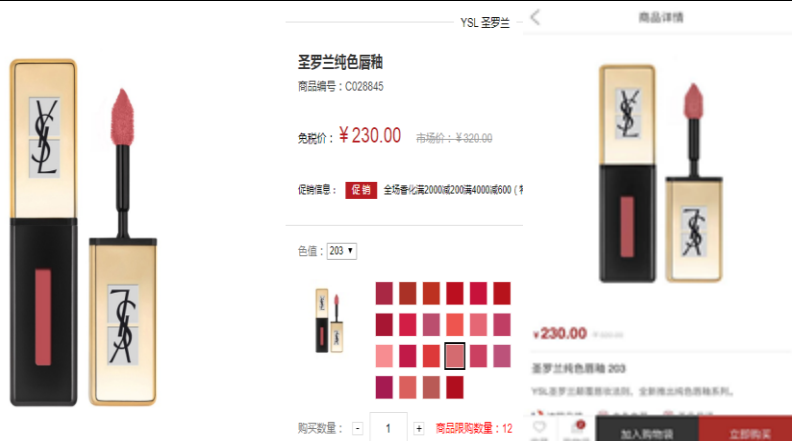


图 15、“回头购”价格

图 16、“网易考拉海淘”价格



资料来源：互联网资料，兴业证券研究所

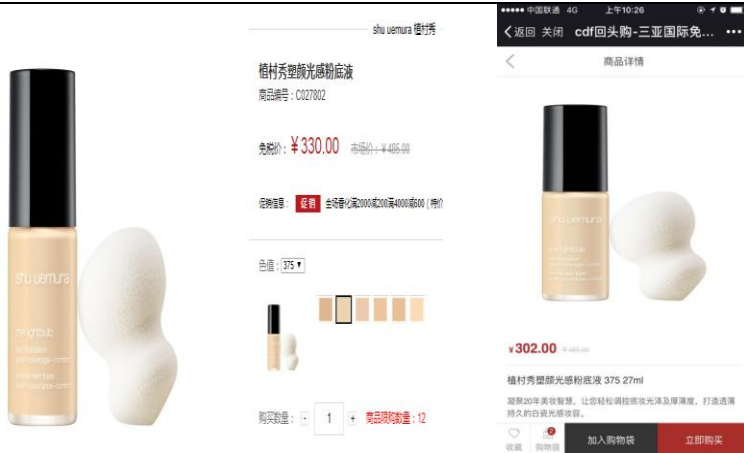
资料来源：兴业证券研究所

资料来源：兴业证券研究所

图 17、三亚海棠湾店价格

图 18、“回头购”价格

图 19、“网易考拉海淘”价格



资料来源：互联网资料，兴业证券研究所

资料来源：兴业证券研究所

资料来源：兴业证券研究所

图 20、三亚海棠湾店价格

图 21、“回头购”价格



资料来源：互联网资料，兴业证券研究所

资料来源：互联网资料，兴业证券研究所

图 22、三亚海棠湾店价格



资料来源：互联网资料，兴业证券研究所

图 23、“回头购”价格



资料来源：兴业证券研究所

图 24、“网易考拉海淘”价格



资料来源：兴业证券研究所

● 单笔消费，中免收入约为免税店销售的 74%-88%，收入贡献弹性大

对比香化产品在跨境电商与免税店两种渠道下适用的税率，我们发现：对于普通香化产品来说，跨境电商会比免税店多缴纳 11.9% 的税款，对于高档香化产品来说，跨境电商会比免税店多缴纳 26.36% 的税款。因此，就香化产品来说，跨境电商的成本价应该比免税店成本价高出 11.9%-26.36%。

完税价格后“回头购”与免税店价格持平，意味着单笔消费，中免收入约为免税店销售的 74%-88%，对于中免来说收入贡献弹性大。

✓ **跨境电商：免关税，进口环节增值税、消费税按法定应纳税额的 70% 征收**
自 2016 年 4 月 8 日起，中国财政部发布《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》，我国实施跨境电商新政：零售进口商品的单次交易限值为人民币 2000 元，个人年度交易限值为人民币 20000 元；在限值以内进口的跨境电子商务零售进口商品，关税税率暂设为 0%；进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的 70% 征收。

以香化产品为例，普通香化产品的跨境电商综合税率为 11.9%，高档香化产品的跨境电商综合税率为 26.37%。

表 3、香化类跨境电商进口环节税率

	关税 (%)	进口环节 增值税 (%)	消费税 (%)	新跨境电商综合税 (%)
普通化妆品 (完税价格 < 10 元/ 毫升(克))	0	17	0	11.9
高档化妆品 (完税价格 ≥ 10 元/ 毫升(克))	0	17	15	26.36

资料来源：商务部

计税方法：

应征关税=申报价值（即指货物交易总费用，包括运费等）*关税税率（目前跨境税统一预设应征关税为 0）；

法定计征的消费税=（申报价值/（1-消费税税率））*消费税税率；

法定计征的增值税=（申报价值+正常计征的消费税税额）*增值税税率；

综合税：（消费税+增值税）*70%

举例：

例如：货物申报价值为 100 元（包含运费）的高档化妆品，适用的消费税税率为 15%，增值税为 17%，计税公式如下：

关税=0 元

消费税=100/(1-0.15)*0.15=17.65 元

增值税=(100+17.65)*0.17=20 元

综合税=(17.65+20)*0.7=26.36 元

✓ 免税店：免关税、免进口环节增值税、免消费税

国内免税店售卖的免税商品免去的进口关税、消费税、增值税。所有免税品在进口环节的综合税率均为 0。

表 4、香化类免税品进口环节税率

	关税（%）	进口环节 增值税 （%）	消费税 （%）	免税品进口环节综合税率 （%）
普通化妆品 （完税价格<10 元/ 毫升（克））	0	0	0	0
高档化妆品 （完税价格≥10 元/ 毫升（克））	0	0	0	0

资料来源：商务部

● 协同效应彰显，销售额提升空间巨大**✓ 央企自营克服海淘多假货，价格亦具有竞争力，市场空间广阔**

海淘行业最大的问题在于假货多，回头购作为央企直营有是无与伦比的品牌优势，售价较免税店零售价、其他知名海淘商价格，均具有一定竞争力。单笔销售，中免计入的扣税后收入可观，空间广阔。未来尚待解决的是回头购的宣传和推广，让更多人了解和使用。

✓ “跨境电商”平台弥补了“离岛免税”地理限制的遗憾

顾客想要购买中免三亚海棠湾免税店商品，只能（一）在海南境内的线下实体商城直接购买；（二）在三亚国际免税城线上商城购买，至海南机场、火车站线下提货。而顾客通过“回头购”商城，可在中国境内任意地区购买产品，并配送到家，

即，顾客在海南岛以外地区，也可购买。

✓ **充分利用中免集团供应链优势**

“跨境电商”、“离岛免税”的货源均由中免集团直接由境外采购，此次“回头购”平台初上线，便引进了大量热门国际一线香化品牌，彰显了中免集团强大采购实力。采购量越大，采购条款越为优惠，“跨境电商”、“离岛免税”双轮驱动下，总采购量将迅速增长，降低采购价格、优化毛利率水平。

● **盈利预测与投资建议**

海淘行业最大的问题在于假货多，回头购作为央企直营有是无与伦比的品牌优势，售价较免税店零售价、其他知名海淘商价格，均具有一定竞争力。单笔销售，中免计入的扣税后收入可观，空间广阔。未来尚待解决的是回头购的宣传和推广，让更多人了解和使用。我们预计其上线将一定程度增厚中免销售业绩，暂不提高盈利预测，维持 2017-2019 预计 EPS1.13/1.16/1.31 元，维持“增持”评级，建议买入。

● **风险提示**

跨境电商平台推广不及预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	13490	15267	17319	19542
货币资金	8973	102 6	11 48	13785
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	912	1125	1201	1289
其他应收款	267	382	380	423
存货	2175	283	2596	2701
非流动资产	3798	3688	3549	3419
可供出售金融资产	1	1	1	1
长期股权投资	246	239	242	240
投资性房地产	305	314	309	31
固定资产	1503	1451	1358	1245
在建工程	146	73	37	18
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1114	1114	1114	1114
资产总计	17288	18955	2086	22961
流动负债	3860	4031	4252	407
短期借款	134	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1315	1471	1619	1712
其他	2411	2560	26 3	2695
非流动负债	67	3	7	49
长期借款	0	0	0	0
其他	67	3	77	49
负债合计	3927	4033	4329	4456
股本	976	1952	1952	1952
资本公积	4818	3842	38 2	3842
未分配利润	6322	7 36	8582	9994
少数股东权益	761	1090	1420	1812
股东权益合计	13360	14921	16539	18505
负债及权益合计	17288	18955	20868	22961

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1808	2208	2264	2550
折旧和摊销	248	125	129	132
资产减值准备	86	-12	36	1
无形资产摊销	117	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-15	-54	-56	-61
投资损失	-200	-170	-180	-190
少数股东损益	227	329	330	392
营运资金的变动	-213	-212	-255	-132

利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	22390	26502	2 868	30688
营业成本	16776	18668	20604	21760
营业税金及附加	250	345	375	399
销售费用	1807	3074	3320	437
管理费用	1062	1285	1371	1442
财务费用	-41	-54	-56	-61
资产减值损失	86	45	51	61
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	200	17	180	190
营业利润	2649	3308	3383	3840
营业外收入	27	27	27	27
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	2671	3331	3405	3862
所得税	636	7	811	920
净利润	2035	2537	2594	29 2
少数股东损益	227	329	330	392
归属母公司净利润	1808	2208	2264	2550
EPS (元)	0.93	1.13	1.16	1.31

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	20 8E	2019E
成长性				
营业收入增长率	5.2%	18.4%	8.9%	6.3%
营业利润增长率	15.4%	24.9%	2.3%	13.5%
净利润增长率	20.1%	22. %	2.5%	12.6%
盈利能力				
毛利率	25.1%	29.6%	28.6%	29.1%
净利率	8.1%	8.3%	7.8%	8.3%
ROE	14 4%	16.0%	15.0%	15.3%

偿债能力

资产负债率	22.7%	21.3%	20.7%	19.4%
流动比率	3.49	3.79	4.07	4.43
速动比率	2.91	.20	3.44	3.80

营运能力

资产周转率	135.6%	146.2%	145.0%	140.0%
应收帐款周转率	2310.6%	2481.6%	2370.1%	2351.6%

每股资料(元)

每股收益	0.93	1.1	1.16	1.31
------	------	-----	------	------

公司点评报告(带市场行情)

经营活动产生现金流量	1937	2136	2352	2662	每股经营现金	0.99	1.09	1.20	1.36
投资活动产生现金流量	4634	184	181	190	每股净资产	6.45	7.08	7.74	8.55
融资活动产生现金流量	-649	-1057	-920	-915					
现金净变动	5998	1262	1612	1937	估值比率(倍)				
现金的期初余额	2861	8973	1 236	11848	PE	31.3	25.6	25.0	22.2
现金的期末余额	8859	10236	11848	13785	PB	4.5	4.1	3.7	3.4

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15%;
增 持: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
			李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	胡岩	021-38565982	huyan.jg@xyzq.com.cn
			曹静婷	021-68982274	caojt@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	卢俊	021-68982297	lujun@xyzq.com.cn
			张馨月	13167227339	zhangxinyue@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	苏蔚	010-66290190	suwei@xyzq.com.cn
			朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang.jg@xyzq.com.cn
陈殊宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605（100033） 传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戔	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23826027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn	王留阳	13530830620	wangliuyang@xyzq.com.cn
张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035） 传真：0755-23826017					

国际机构销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	0755-23826028	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	18817533269	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	021-68982273	caimzh@xyzq.com.cn
王奇	14715018365	kim.wang@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
晁启浚 Evan	(852) 67350150	evan.chao@xyzq.com.hk	段濛濛	13823242912	duanmm@xyzq.com.hk
钟骏 Stephen	(852) 53987752	stephen.chung@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
张蔚瑜 Nikola	(852) 68712096	nikola.cheung@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
周围	13537620185	zhouwei@xyzq.com.hk			
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852) 3509-5900					
私募及企业业务负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私企销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn	唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn
管庆	18612596212	guanqing@xyzq.com.cn	黄谦	18511451579	huangq@xyzq.com.cn
金宁	18810340769	jinning@xyzq.com.cn	陈欣	15999631857	chenxintg@xyzq.com.cn
彭蜀海	0755-23826013	pengshuhai@xyzq.com.cn	陶醉	0755-23826015	taozui@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	袁敏	021-20370677	yuanmin@xyzq.com.cn
晏宗飞	021-20370630	yanzongfei@xyzq.com.cn	徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
证券与金融业务负责人			张枫	021-38565711	zhangfeng@xyzq.com.cn
证金销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
周子吟	021-38565485	zhouziyin@xyzq.com.cn	吴良彬	021-38565799	wulb@xyzq.com.cn
双星	021-38565665	shuangxing@xyzq.com.cn	黄梅君	021-38565911	huangmj@xyzq.com.cn
张力	021-68982272	zhangli1@xyzq.com.cn	王方舟	021-68982302	wangfangzhou@xyzq.com.cn
罗敬云	021-20370633	luojy@xyzq.com.cn	李晓政	021-38565996	lixzh@xyzq.com.cn
束海平	021-68982266	shuhp@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、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发表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。

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的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。