



社会服务业/社会服务

中国国旅(601888)

深度复盘海南免税政策影响，继续推荐中国国旅

——中国国旅更新报告

	刘越男(分析师)	赵政(分析师)
	021-38677706	021-38677588
	liuyuenan@gtjas.com	zhaozheng020321@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880520020002

## 本报告导读:

近期海南免税政策预期强烈，深度复盘历史海南免税政策公布前后对国旅业绩和股价的影响可知，公布前股价会提前反应，公布后平均收入和利润增速超30%。

## 投资要点:

- **投资建议:** 近期海南政策预期较强，国内市内免税店政策预期渐强，海外消费回落免税数据不断超预期，继续推荐中国国旅，由于疫情影响，下调盈利预测2020-2022年EPS2.06(-0.84)、3.23(-0.38)、3.79(-0.71)元，参考社服公司估值水平，给予2021年40x估值，上调目标价至129.2元，维持增持评级。
- **海南离岛免税政策不断放开。**从2011年开始，财政部公布了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》。此后免税政策不断放开，额度分别在2012.11/2016.2/2018.11提升了3次，从5000元提升至30000元。同时在2015.3/2016.2/2017.1/2018.11不断放开了免税政策的适用范围、免税商品的范围和免税购物次数等规定。
- **政策预期带来超额收益。**复盘历史上政策公布前后影响。前90天至政策公布日，最高相对涨跌幅为15.91%，最低相对涨跌幅为-10.87%，平均相对涨跌幅为+2.57%，前30天至政策公布日，最高相对涨跌幅为14.85%，最低相对涨跌幅为-7.54%，平均相对涨跌幅为+3.53%，政策公布前，由于市场有免税政策的预期，股价会有提前反应。
- **政策出台带来收入和业绩双升。**政策出台当季度公司最高收入和利润增速是71%和99%，最低收入和利润增速5%和-37%，平均收入和利润增速是32%和36%。政策出台当季度+下季度公司最高收入和利润增速是68%和73%，最低收入和利润增速是2%和9%，平均收入和利润增速是29%和43%。
- **风险提示:** 疫情因素影响出游人数、宏观经济波动影响旅游需求；海南免税政策放开低于预期；免税牌照放开影响竞争格局发生变化等。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	47,007	47,966	43,727	62,237	73,090
(+/-)%	66%	2%	-9%	42%	17%
经营利润(EBIT)	5,628	6,468	6,001	9,429	11,056
(+/-)%	62%	15%	-7%	57%	17%
净利润(归母)	3,095	4,629	4,019	6,300	7,404
(+/-)%	22%	50%	-13%	57%	18%
每股净收益(元)	1.59	2.37	2.06	3.23	3.79
每股股利(元)	0.55	0.72	0.41	0.55	0.57

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	12.0%	13.5%	13.7%	15.1%	15.1%
净资产收益率(%)	19.1%	23.3%	17.4%	22.2%	21.4%
投入资本回报率(%)	22.0%	21.7%	17.2%	21.8%	20.8%
EV/EBITDA	17.76	23.56	29.05	18.04	14.78
市盈率	63.87	42.70	49.17	31.37	26.70
股息率(%)	0.5%	0.7%	0.4%	0.5%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 129.20

上次预测: 115.00

当前价格: 102.18

2020.06.02

## 交易数据

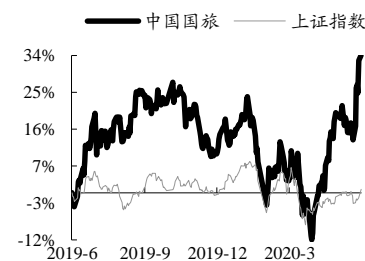
52周内股价区间(元)	67.20-102.18
总市值(百万元)	199,504
总股本/流通A股(百万股)	1,952/1,952
流通B股/H股(百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	13414020.61
日均成交值(百万元)	1101459576.6

## 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	19,852
每股净资产	10.17
市净率	10.0
净负债率	-54.75%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	1.18	-0.24
Q2	0.50	0.7
Q3	0.47	0.8
Q4	0.22	0.8
全年	2.37	2.06

## 52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	30%	33%
相对指数	10%	29%	32%

## 相关报告

- 如期并表海免，利好逐步兑现 2020.05.11
- 消费回流空间广阔，逆境更显龙头实力 2020.04.24
- 参股财务公司，提升资金运营效率 2020.03.12
- 三亚延续高速增长，北上港机场店略拖累 2019.10.30
- 收入利润高增长，人事变动利好免税业务 2019.09.01

模型更新时间: 2020.06.02

**股票研究**

社会服务  
社会服务业

**中国国旅(601888)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 129.20**

上次预测: 115.00

**当前价格: 102.18**

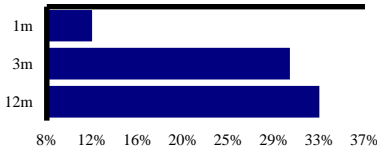
公司网址

www.citsgroup.net

**公司简介**

公司所属行业为旅游业,目前主要从事旅行社业务和免税业务,其中旅行社业务主要包括入境游、出境游、国内游、会奖旅游、签证服务、商旅服务、航空服务、电子商务等业务;免税业务主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。此外,公司还从事旅游综合项目开发业务,主要包括旅游综合项目投资开发、旅游景区景点投资开发和旅游股权投资等业务。

绝对价格回报 (%)



52周内价格范围

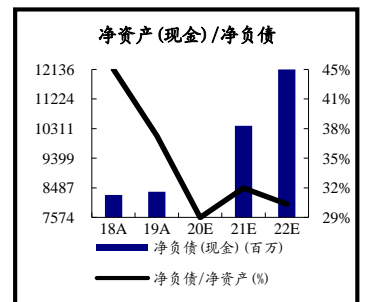
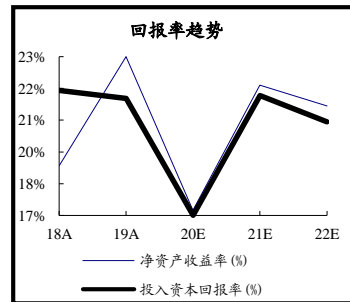
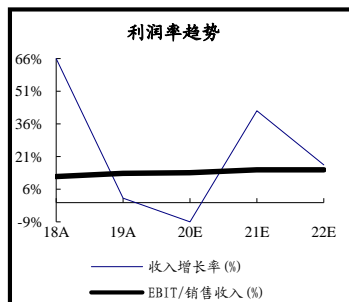
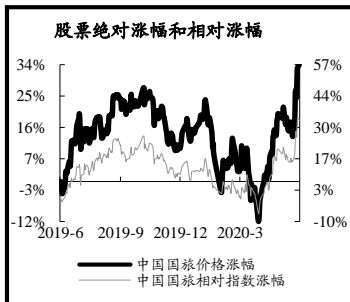
67.20-102.18

市值(百万)

199,504

**财务预测(单位:百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	47,007	47,966	43,727	62,237	73,090
营业成本	27,518	24,273	23,165	32,488	38,206
税金及附加	659	772	700	996	1,169
销售费用	11,601	14,904	12,462	17,426	20,465
管理费用	1,601	1,549	1,399	1,898	2,193
<b>EBIT</b>	<b>5,628</b>	<b>6,468</b>	<b>6,001</b>	<b>9,429</b>	<b>11,056</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	51	965	87	124	146
财务费用	-7	11	-80	-119	-162
<b>营业利润</b>	<b>5,426</b>	<b>7,109</b>	<b>6,217</b>	<b>9,745</b>	<b>11,451</b>
所得税	1,401	1,746	1,516	2,376	2,792
少数股东损益	840	786	682	1,068	1,256
<b>净利润</b>	<b>3,095</b>	<b>4,629</b>	<b>4,019</b>	<b>6,300</b>	<b>7,404</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	11,289	11,906	17,148	22,891	30,059
其他流动资产	67	180	280	380	480
长期投资	284	255	225	195	165
固定资产合计	1,932	1,632	1,553	1,424	1,266
无形及其他资产	2,464	3,019	3,179	3,239	3,249
<b>资产合计</b>	<b>26,847</b>	<b>30,687</b>	<b>33,793</b>	<b>42,922</b>	<b>52,188</b>
流动负债	7,766	7,961	7,170	10,001	11,718
非流动负债	497	415	415	415	415
股东权益	18,584	22,310	26,208	32,505	40,054
<b>投入资本(IC)</b>	<b>18,873</b>	<b>22,534</b>	<b>26,431</b>	<b>32,729</b>	<b>40,278</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	4,150	4,891	4,538	7,130	8,361
折旧与摊销	371	408	220	270	300
流动资金增量	824	1,677	-1,804	246	153
资本支出	-1,579	-1,498	-434	-334	-284
<b>自由现金流</b>	<b>3,767</b>	<b>5,478</b>	<b>2,520</b>	<b>7,312</b>	<b>8,529</b>
经营现金流	2,722	2,926	6,547	7,178	8,570
投资现金流	-1,906	-1,099	-491	-354	-282
融资现金流	-1,149	-1,646	-814	-1,081	-1,120
<b>现金流净增加额</b>	<b>-332</b>	<b>181</b>	<b>5,242</b>	<b>5,743</b>	<b>7,168</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	66.2%	2.0%	-8.8%	42.3%	17.4%
EBIT 增长率	61.6%	14.9%	-7.2%	57.1%	17.3%
净利润增长率	22.3%	49.6%	-13.2%	56.8%	17.5%
利润率					
毛利率	41.5%	49.4%	47.0%	47.8%	47.7%
EBIT 率	12.0%	13.5%	13.7%	15.1%	15.1%
净利润率	6.6%	9.7%	9.2%	10.1%	10.1%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	19.1%	23.3%	17.4%	22.2%	21.4%
总资产收益率(ROA)	14.7%	17.6%	13.9%	17.2%	16.6%
投入资本回报率(ROIC)	22.0%	21.7%	17.2%	21.8%	20.8%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	78.8	121.2	86.4	86.4	86.4
应收账款周转天数	7.6	6.1	6.5	6.5	6.5
总资产周转天数	208.5	233.5	282.1	251.7	260.6
净利润现金含量	0.9	0.6	1.6	1.1	1.2
资本支出/收入	3.4%	3.1%	1.0%	0.5%	0.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.8%	27.3%	22.4%	24.3%	23.3%
净负债率	44.5%	37.5%	28.9%	32.0%	30.3%
<b>估值比率</b>					
PE	63.87	42.70	49.17	31.37	26.70
PB	7.24	8.73	8.55	6.98	5.71
EV/EBITDA	17.76	23.56	29.05	18.04	14.78
P/S	4.20	4.12	4.52	3.18	2.70
股息率	0.5%	0.7%	0.4%	0.5%	0.6%



## 目录

1. 免税政策不断放开，公司逐渐壮大.....	4
2. 政策预期提升股价上涨.....	5
3. 三亚免税业务在 2017 年开始爆发.....	7
4. 投资建议.....	9
5. 风险提示.....	9

## 图目录

图 1: 中国国旅股价大幅跑赢沪深 300.....	5
图 2: 2019Q2 前中国国旅单季度收入保持正增长.....	8
图 3: 中国国旅单季度利润波动较大.....	8
图 4: 2017 年开始连续 3 年三亚免税店收入增速 30%左右.....	8
图 5: 2017 年三亚免税店利润增速最快.....	8
图 6: 中国国旅 PE-TTM 不断提升.....	9

## 表目录

表 1: 海南免税政策不断放开.....	4
表 2: 政策公布前平均相对涨跌幅为正.....	6
表 3: 政策公布后收入和利润情况.....	7
表 4: 2017 年中国国旅相对涨跌幅最高.....	8
表 5: 社服公司盈利预测对比 (2020.6.1).....	9

## 1. 免税政策不断放开，公司逐渐壮大

中国国旅于 2009 年 6 月 4 日成立了中免集团三亚市内免税店有限公司经营免税业务。回顾海南免税政策，最早是从 2011 年开始，财政部公布了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，随后公布了具体的实施政策。海南国人离岛免税政策正式实施，首日接待客流 1.5 万人次，销售额达到 850 万元。关注到海南免税的巨大发展潜力，公司于 2012 年 6 月 9 日开工建设三亚海棠湾购物中心，2014 年 9 月 1 日正式营业。此后免税政策不断放开，额度提升了 3 次，从 5000 元提升至 30000 元。同时不断放开了免税政策的适用范围、免税商品的范围和免税购物次数等规定。三亚免税店迎来了新的发展。

**表 1: 海南免税政策不断放开**

时间	主要政策及内容
2011 年 3 月 24 日	财政部发布《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》。
2011 年 4 月 20 日	海南离岛旅客免税购物政策正式实施。具体商品品种限定为首饰、工艺品、手表、香水、化妆品、笔、眼镜（含太阳镜）共 18 种，国家规定禁止进口、以及 20 种不予减免的商品除外。离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每次免税购物金额暂定为人民币 5000 元以内（含 5000 元）。
2012 年 11 月 1 日	离岛免税政策经历首次调整。每人每次免税购物限额由原来的 5000 元调整至 8000 元，增加了 3 类免税商品，并逐步放开一些商品的单次购物数量，实行了“即购即提、先征后退”的购物模式。
2015 年 3 月 20 日	财政部 2015 年第 8 号关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告，对海南离岛免税政策进行了第二次调整，离岛免税品类由 21 大类增至 38 大类，增加了如婴儿配方奶粉、浓缩咖啡、保健食品等 17 种消费品，并放宽了广受国内消费者欢迎的香水、化妆品、手表等 10 种热销商品的单次购物数量限制。
2016 年 2 月 1 日	2016 年 1 月 28 日财政部印发了《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，从 2016 年 2 月 1 日起，对海南离岛免税政策做第三次完善和创新，对非岛内居民旅客取消购物次数限制，每人每年累计免税购物限额不超过 1.6 万元。新政策更加灵活，方便游客享受免税购物政策。预计这项政策实施后，免税购物人次以及免税销售额均有望进一步提高，来岛旅客的消费潜力也将更加充分地释放。  此外，为更加方便游客旅游和消费，这次政策调整同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口，离岛旅客可通过网上销售窗口免税购物，凭身份证件和登机牌在机场隔离区提货点提货并携带离岛。
2017 年 1 月 15 日	2017 年 1 月 12 日，财政部印发《财政部关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》海南将于 1 月 15 日正式实施火车离岛免税购物政策，政策适用对象由乘飞机离岛旅客扩大到乘火车离岛旅客。  由于目前仅开放了海口火车站提货点，旅客须于出行前一天 21 时前下单预订，方可在第二天提货；如果旅客凭从三亚火车站出发离岛的火车票预订免税品，工作人员将于火车停靠海口火车站时，在站台上就近为旅客办理提货手续。
2018 年 2 月 10 日	2018 年 2 月 10 日博鳌机场首次在三亚国际免税城设立提货点，离岛免税实现了对海口美兰、三亚凤凰、琼海博鳌三个机场离岛旅客的全覆盖。作为海南第三大机场，博鳌机场运营着国内多条航线，2017 年首年运营就实现了旅客吞吐量超 30 万人次。此次增

设海南免税提货点，不仅有利于完善其服务体系，也进一步激发了游客的离岛免税购物热情，从而带动海南旅游行业的发展，推动自由贸易港的建设。

2018年11月28日

11月28日，财政部、海关总署、税务总局共同发布《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》于2018年12月1日起执行，进一步调整海南离岛旅客免税购物政策。离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到3万元，不限次；在离岛免税商品清单中增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备（非生命支持）等部分家用医疗器械商品。

2018年12月27日

财政部、海关总署、税务总局联合对外发布的《关于将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》于2018年12月28日起执行，明确将乘轮船离岛旅客也纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围。乘坐轮船是海南旅客出岛的主要方式之一。此外，乘轮船离岛旅客多为自驾游旅客，旅游灵活性强，购物意愿较高。此举旨在实施更加开放便利的离岛旅客免税购物政策，促进海南国际旅游消费中心建设。自此，海南离岛免税购物政策全方位覆盖了海、陆、空三种离岛交通方式，可以让所有离岛旅客享受免税购物政策。

2019年1月19日

海口市免税店和琼海博鳌免税店正式开业运营，海南免税店数量由2家增至4家。新开免税店不仅方便了市民和游客，也有利于改善海南旅游“南热北冷”的局面、加快海南国际旅游消费中心建设。两店经营涵盖香水、化妆品、箱包、手表、首饰、食品等38类免税商品，均由中国旅游集团有限公司旗下的海南省免税品有限公司统一运营。

数据来源：海南日报、国泰君安证券研究

## 2. 政策预期提升股价上涨

借助政策的不断放开，公司逐渐壮大。从股价看，自2011年3月24日放开离岛游客免税政策之后至今，股价从13元上涨至96元，累计涨幅超过630%，大幅跑赢沪深300指数。

图 1：中国国旅股价大幅跑赢沪深 300



数据来源：wind、海南日报、国泰君安证券研究

我们对政策利好公布之前和之后的涨跌幅进行总结，前90天至政策公

布日，最高相对涨跌幅为 15.91%，最低相对涨跌幅为-10.87%，平均相对涨跌幅为+2.57%，前 30 天至政策公布日，最高相对涨跌幅为 14.85%，最低相对涨跌幅为-7.54%，平均相对涨跌幅为+3.53%。政策公布后 30 天，平均相对涨跌幅为-2.24%，政策公布后 90 天，平均相对涨跌幅为-2.27%。所以，政策公布前，由于市场有免税政策的预期，股价会有提前反应。

**表 2: 政策公布前平均相对涨跌幅为正**

时间		绝对涨跌幅	相对涨跌幅
2011-03-24	前 90 天至政策公布	-8.94%	-10.87%
	前 30 天至政策公布	-2.49%	-4.38%
	政策公布后 30 天	8.05%	8.10%
	政策公布后 90 天	-16.50%	-9.61%
2011-04-20	前 90 天至政策公布	13.45%	1.53%
	前 30 天至政策公布	-0.35%	-3.11%
	政策公布后 30 天	-7.62%	-2.34%
	政策公布后 90 天	-7.73%	-1.53%
2012-11-01	前 90 天至政策公布	6.13%	8.70%
	前 30 天至政策公布	7.67%	7.46%
	政策公布后 30 天	-14.17%	-5.95%
	政策公布后 90 天	-7.94%	-27.32%
2015-03-20	前 90 天至政策公布	17.05%	2.37%
	前 30 天至政策公布	2.97%	-7.54%
	政策公布后 30 天	0.00%	-16.17%
	政策公布后 90 天	24.84%	5.72%
2016-02-01	前 90 天至政策公布	-11.42%	5.12%
	前 30 天至政策公布	-18.02%	-1.64%
	政策公布后 30 天	-7.84%	-8.86%
	政策公布后 90 天	-2.03%	-12.80%
2017-01-15	前 90 天至政策公布	-0.96%	-1.37%
	前 30 天至政策公布	6.04%	6.67%
	政策公布后 30 天	0.97%	-2.11%
	政策公布后 90 天	13.95%	8.92%
2018-02-10	前 90 天至政策公布	10.52%	15.91%
	前 30 天至政策公布	4.46%	12.01%
	政策公布后 30 天	16.35%	10.24%
	政策公布后 90 天	27.33%	27.25%
2018-11-28	前 90 天至政策公布	-13.40%	-6.89%
	前 30 天至政策公布	16.17%	12.85%
	政策公布后 30 天	7.69%	12.99%
	政策公布后 90 天	14.13%	-1.30%
2018-12-27	前 90 天至政策公布	-11.64%	0.49%
	前 30 天至政策公布	10.18%	14.85%
	政策公布后 30 天	-6.61%	-13.07%
	政策公布后 90 天	11.17%	-14.00%

2019-01-29	前 90 天至政策公布	12.33%	10.71%
	前 30 天至政策公布	1.22%	-1.84%
	政策公布后 30 天	2.72%	-5.25%
	政策公布后 90 天	31.35%	2.00%

数据来源: wind、国泰君安证券研究

### 3. 三亚免税业务在 2017 年开始爆发

从政策角度分析对中国国旅的收入和利润影响,经计算,政策出台当季度公司最高收入和利润增速是 71%和 99%,最低收入和利润增速 5%和-37%,平均收入和利润增速是 32%和 36%。政策出台当季度+下季度公司最高收入和利润增速是 68%和 73%,最低收入和利润增速是 2%和 9%,平均收入和利润增速是 29%和 43%。

表 3: 政策公布后收入和利润情况

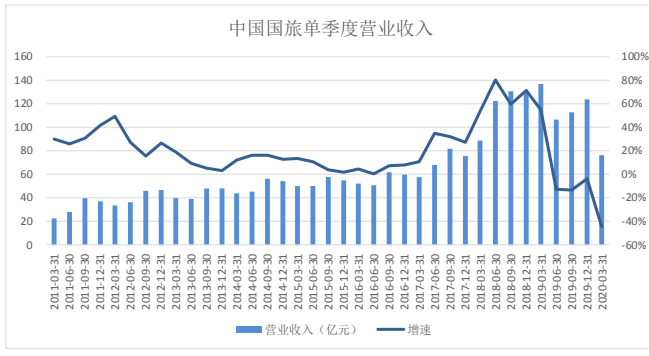
政策公布当季度	收入增速		利润增速	
	政策公布当季度	政策公布当季度+下季度	政策公布当季度	政策公布当季度+下季度
	30%	28%	7%	45%
	26%	28%	80%	73%
	27%	23%	77%	56%
	13%	12%	21%	19%
	5%	2%	8%	9%
	11%	22%	3%	17%
	53%	68%	62%	48%
	71%	62%	-37%	51%
	55%	15%	99%	71%

数据来源: wind、国泰君安证券研究

从中国国旅的单季度收入和利润来看,中国国旅的收入增速在 2011Q1 至 2013Q1 保持平均 29%的增长,在 2013Q2 至 2017Q1 平均增速降至 8%,2017Q2 至 2019Q1 再次迎来高速增长,平均增速达 52%。2019Q2 至今增速回落。利润增速波动比较大,但是从 2017Q2 至 2019Q1 收入增速最快的阶段,利润平均增速达到了 47%,与收入增速持平。

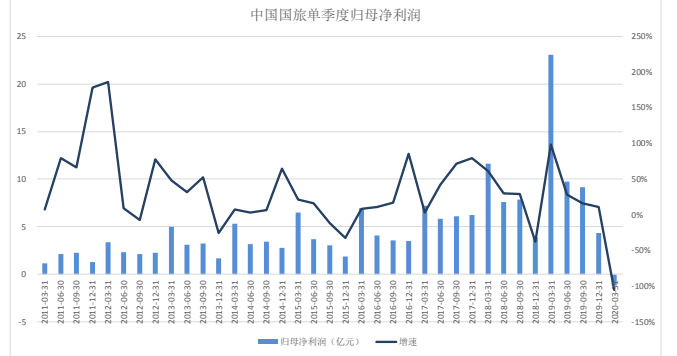
从三亚免税店的年度收入和利润来看,2012 至 2019 年平均收入增速为 26.6%,2014 年和 2016 年收入增速低于 20%,其余年份收入增速高于 25%。2017 年开始收入增速维持了 3 年 30%左右。利润增速波动较大,2012 至 2017 年平均利润增速是 24.5%,2017 年利润增速最快,达到了 71.9%。

图 2: 2019Q2 前中国国旅单季度收入保持正增长



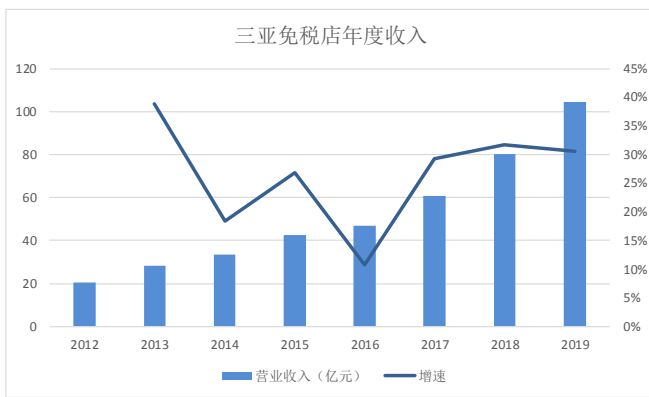
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 3: 中国国旅单季度利润波动较大



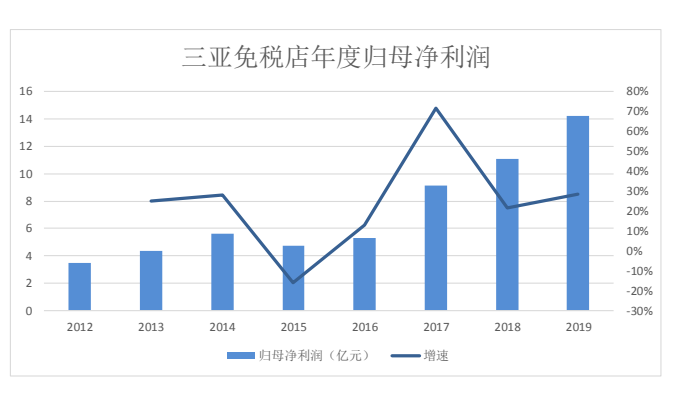
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 4: 2017 年开始连续 3 年三亚免税店收入增速 30% 左右



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 5: 2017 年三亚免税店利润增速最快



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

收入利润的增长带动了股价的上涨，从数据可以看出，2017 年和 2018 年的相对涨跌幅是最高的，分布达到了 80%和 67%，此阶段中国国旅的收入和利润增速是最快的。收入提升的同时，估值也得到了提升，PE-TTM 从 27.6x 最高提升到了 46.6x。

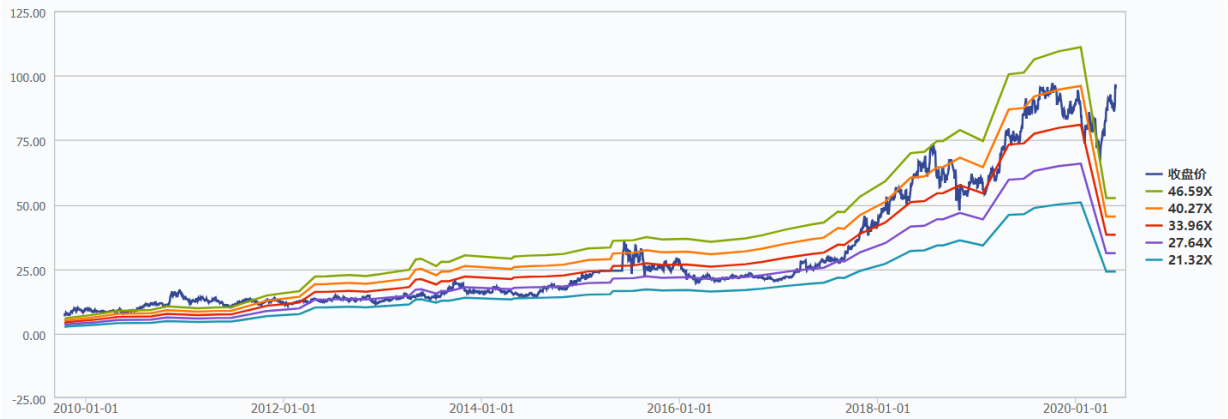
表 4: 2017 年中国国旅相对涨跌幅最高

年份	绝对涨跌幅	沪深 300 涨跌幅	相对涨跌幅
2011 年	-17%	-28%	11%
2012 年	6%	10%	-4%
2013 年	30%	-8%	38%
2014 年	35%	57%	-21%
2015 年	21%	-5%	26%
2016 年	-21%	-4%	-18%
2017 年	102%	22%	80%
2018 年	40%	-27%	67%
2019 年	52%	40%	12%

数据来源: Wind、国泰君安证券研究



图 6: 中国国旅 PE-TTM 不断提升



数据来源: wind、国泰君安证券研究

#### 4. 投资建议

近期海南政策预期较强,国内市内免税店政策预期渐强,海外消费回落免税数据不断超预期,继续推荐中国国旅,由于疫情影响,下调盈利预测 2020-2022 年 EPS2.06 (-0.84)、3.23 (-0.38)、3.79 (-0.71) 元,参考社服公司估值水平,给予 2021 年 40x 估值,上调目标价至 129.2 元,维持增持评级。

表 5: 社服公司盈利预测对比 (2020.6.1)

股票简称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元)	20E			21E			评级
				20E	21E	22E	20E	21E	22E	
众信旅游	002707.SZ	60	6.82	0.28	0.17	0.19	24.78	39.40	35.75	增持
凯撒旅游	000796.SZ	98	12.22	0.22	0.16	0.19	55.13	74.21	66.03	增持
宋城演艺	300144.SZ	493	17.26	0.54	0.66	0.76	34.59	28.68	24.80	增持
平均							38.16	47.43	42.19	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

#### 5. 风险提示

疫情因素影响出游人数、宏观经济波动影响旅游需求;  
海南免税政策放开低于预期;  
免税牌照放开影响免税行业竞争格局发生变化。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		