

中信证券研究部

核心观点


姜娅
首席消费产业
分析师
S1010510120056



武明戈
社会服务分析师
S1010518080003

近期政府高层频频释放信号支持海南全省建设成自由贸易港。此外，2019年11月4日，凯撒旅游公告以自有资金设立注册地在海口的海南同盛世嘉免税集团有限公司。这些事项是否预示着海南将放宽离岛免税政策限制，并进一步实现“全岛免税”？若免税政策调整或者实现全岛免税是否会对中免在海南的垄断地位和免税收入造成冲击？市场关于这些问题的疑问近期再度增多，公司股价也因此出现较为明显的调整。对此，我们的点评如下：

■ **海南全岛免税是个长期工程，即使放开，也是利大于弊。**

1) 当前国内各领域整体趋于对外开放的大环境下，海南从地方的角度，积极推动全岛免税的实现符合大的趋势，同时中央层面也将海南的开放上升到较高层面，因此从方向来说“全岛免税”是海南积极努力的方向。但总体而言我们认为，全岛免税的推行具备诸多难点需要考虑和解决，目前可操作性低，需要长时间探讨和逐步推进。

2) 即便放开全岛免税，对标香港，海南旅游零售市场总规模上限的打开（预计有望对标700亿+ vs 2019年离岛免税收入体量约130亿），对国旅而言同样会具有带动效应，国旅基于其先发优势以及近年积累的采购、资源优势，获得一定的市场份额不成问题，国旅在海南市场的规模上限也将被打开。

■ **离岛免税牌照放宽存在可能，但若放宽料对国旅影响有限。**中短期看，离岛免税牌照放宽存在可能，但海南最优质的位置已经由中免占据，且目前国内可运营免税业务的竞争对手，在招商、采购、运营能力上远远落后，之前中免、海免在三亚、海口市场分别运营时的结果可作参照。而且在有可能放开离岛免税牌照的同时，政策在购物额度、行邮税起征点等方面也存在突破约束、实现利好的可能，因此总的来说中免在离岛免税市场的地位受到冲击的可能性有限。

■ **风险因素：**毛利率提升慢于预期；免税政策空间及机场中标低于预期；海棠湾项目经营低于预期；国企改革进度慢于预期的风险等。

■ **投资建议：**我们认为公司股价近期走势较弱，主要因为对海南离岛免税政策变化以及后续全岛免税放开对国旅会产生什么影响的疑问，带来了短期情绪性的反应。我们认为，政策博弈会存在，地方政府推动市场放开、全岛免税符合海南定位，但一是时间漫长，一是若推行成功，国旅其实会更是受益方。短期股价波动或将带来长期配置的时点，建议关注。长期而言，中免受益于吸引消费回流背景下的免税市场空间打开，目前盈利预测中还未包含潜在新增弹性，海南政策的或有变化并不会构成实质性冲击，公司仍是值得配置的稳健增长品种，维持公司19-21年EPS预测为2.41/2.37/2.74元及“买入”评级。

中国国旅	601888
评级	买入（维持）
当前价	85.30元
总股本	1,952百万股
流通股本	1,952百万股
52周最高/最低价	97.1/53.45元
近1月绝对涨幅	-10.03%
近6月绝对涨幅	11.28%
近12月绝对涨幅	54.47%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28282	47007	46235	51941	58015
增长率 YoY%	26.3	66.2	-1.6	12.3	11.7
净利润(百万元)	2531	3095	4697	4634	5344
增长率 YoY%	40.0	22.3	51.8	-1.3	15.3
EPS(元)	1.30	1.59	2.41	2.37	2.74
毛利率%	29.8	41.5	50.4	51.0	51.1
净资产收益率 ROE%	18.0	19.1	24.4	20.8	20.5
每股净资产(元)	7.19	8.32	9.85	11.40	13.34
PE	66	54	35	36	31
PB	11.9	10.3	8.7	7.5	6.4
EV/EBITDA	43	30	26	23	20

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年11月13日收盘价

目录

事项.....	1
海南全岛免税是个长期工程，即使放开利大于弊.....	1
离岛免税牌照放宽存在可能，但对国旅影响有限.....	3
政策演进回顾：现有牌照有限放松是大势所趋.....	3
离岛免税有望引入竞争，但对中免冲击有限.....	3
风险因素.....	4
投资建议.....	4

插图目录

图 1：香港 2018 年零售总额分类分析（单位：亿人民币）	2
图 2：海南离岛免税与香港零售市场的比较	3

■ 事项

“中国将继续鼓励自由贸易试验区大胆试、大胆闯，加快推进海南自由贸易港建设，就是我们的海南省，全省建成自由贸易港。打造开放新高地。”

国家主席习近平在第二届中国国际进口博览会开幕式的主旨演讲（11月5日）

“海南自由贸易港的政策和制度体系设计，必须突出以贸易自由和投资自由为重点”……“要实施更加便利、开放的人员出入境和停居留政策，实现人员自由流动”……“要加快推动政府职能转变，全面推行“极简审批”制度，强化事中事后监管，建立与国际接轨的监管标准和规范制度”

中共中央政治局常委、国务院副总理韩正（11月8日）

继2018年4月，习近平总书记在庆祝海南建省办经济特区30周年大会上发表重要讲话并提出支持海南全岛建设自由贸易试验区，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系以来，近期政府高层又频频释放信号支持海南全省建设成自由贸易港。此外，2019年11月4日，凯撒旅游公告以自有资金设立注册地在海口的海南同盛世嘉免税集团有限公司。这些事项是否预示着海南将放宽离岛免税政策限制，并进一步实现“全岛免税”？若免税政策调整或者实现全岛免税是否会对中免在海南的垄断地位和免税收入造成冲击？我们认为市场关于这些问题的疑问近期再度增多，公司股价也因此出现较为明显的调整。

结论上看，我们认为：1）海南实现全岛免税是一个长期工程，短期仍在探讨、实验的阶段，操作落地的难度大；2）即便放开全岛免税，对标香港，海南旅游零售市场总规模上限的打开，对国旅而言同样会具有带动效应，国旅基于其先发优势以及近年积累的采购、资源优势，获得一定的市场份额不成问题，国旅在海南市场的规模上限也将打开；3）中短期看，离岛免税牌照放宽存在可能，但海南最优质的位置已经由中免占据，且目前国内可运营免税业务的竞争对手，在招商、采购、运营能力上远远落后，之前中免、海免在三亚、海口市场分别运营时的结果可作参照。而且在有可能放开离岛免税牌照的同时，政策在购物额度、行邮税起征点等方面也存在突破约束、实现利好的可能，因此总的来说中免在离岛免税市场地位受到冲击的可能性有限。

■ 海南全岛免税是个长期工程，即使放开，也是利大于弊

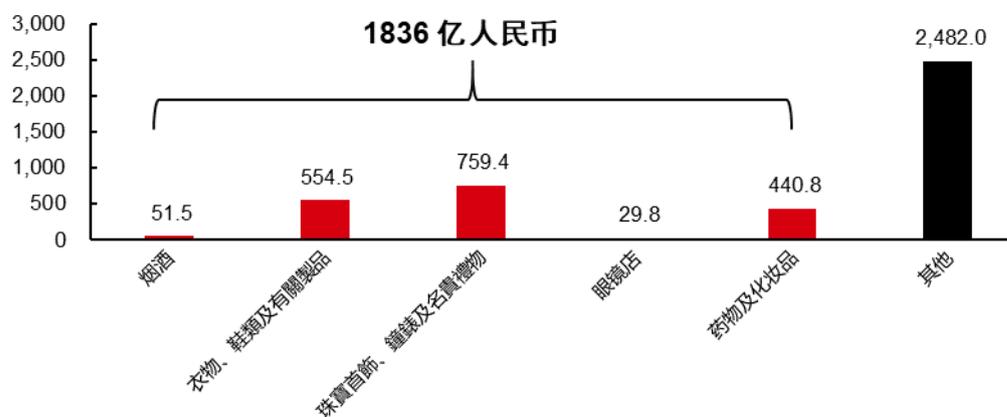
当前国内各领域整体趋于对外开放的大环境下，海南从地方的角度，积极推动全岛免税的实现符合大的趋势，同时中央层面也将海南的开放上升到较高层面，因此从方向来说“全岛免税”是海南积极努力的方向。但总体而言我们认为，全岛免税的推行具备诸多难点需要考虑和解决，目前可操作性低，需要长时间探讨和逐步推进。

政策博弈实际较难把握，我们的判断是短期不会有会产生实质性影响的变化出现，但究竟如何难以精确把握。而其实跨过对政策方向的纠结，对于国旅投资价值而更重要的逻辑在于，如果实施“全岛免税”，对于海南岛的零售格局和国旅在其中的地位如何判断？

结合香港目前零售市场的情况，我们给予一些核心假设如下：

1. 2018 年香港所有零售类别的销售总额为 4318 亿人民币，我们以免税渠道出售的主要商品类别：化妆品、服饰箱包、烟酒、首饰手表等进行统计，可见能够与免税渠道可比的销售总额为 1836 亿元人民币。

图 1：香港 2018 年零售总额分类分析（单位：亿人民币）



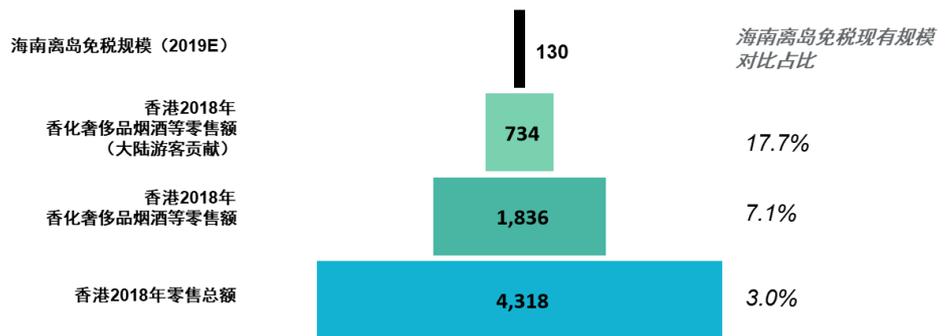
资料来源：香港统计局，中信证券研究部

2. 香港 2018 年接待游客 6515 万人次，其中大陆游客 5104 万人次，占比 78.3%。而根据 2014 年香港立法会秘书处发布的《研究简报》（非定期更新），内地游客在港购物消费额接近香港零售额的 30%-40%。据此我们假设 2018 年中国大陆游客贡献销售额的 40%，即 734 亿人民币。

3. 2018 年海南离岛免税收入规模约 101 亿人民币，我们预计 2019 年海南离岛免税规模将达到 130 亿（其中三亚免税店 110 亿，海口免税店 20 亿）。

对比可见，假设海南实现“全岛免税”后，其旅游零售的体量将可以对标香港奢侈品、烟酒等零售额当中大陆游客贡献的部分，即可达到 734 亿，当前海南离岛免税规模仅 130 亿，占比仅约 17.7%。我们认为，若海南全岛免税放开，对中免公司的负面影响在于竞争将加剧，尤其考虑到外资零售商进入的可能性；但另一方面，由于“全岛免税”的实施，政策限制放开后，海南旅游零售的上限将打开，按最谨慎的市场空间预测中免公司市场份额超过 17.7%，即可覆盖竞争可能带来的影响。我们认为中免深耕海南市场多年，且通过重资产投资抢占了优势区位，先发优势显著，即便在“全岛免税”的背景下，整体而言中免公司也将是受益者。

图 2：海南离岛免税与香港零售市场的比较



资料来源：香港统计局，中信证券研究部

■ 离岛免税牌照放宽存在可能，但若放宽料对国旅影响有限

政策演进回顾：现有牌照有限放松是大势所趋

目前中国具备免税经营资质的企业中四家：中免（并购日上、海免）、中出服、深免、珠免，而从入境口岸店具备 3 年以上经营资质的免税企业共同参与、到出境口岸店的放开招标，显示出中国免税牌照在这四家企业中的有限放开已是明显趋势。而历史上看，中免垄断了全国大部分出北京、上海以外的机场的免税店经营权，日上免税行以特批形式经营北京和上海机场免税店。具体政策走势如下：

2016 年 2 月，商务部、财政部等五部委联合发布《口岸进境免税店管理暂行办法》，国务院同意在 19 个口岸各设 1 家进境免税店，其中包括广州白云、杭州萧山等 13 个机场口岸以及深圳福田、皇岗等 6 个水路口岸。同时《办法》放开经营免税店的地域和类别限制，准予具有免税经营资质且近 3 年有连续经营口岸和市内进出境免税店业绩的企业平等竞标口岸进境免税店经营权。

首都机场和上海机场免税经营权到期后，分别于 2017 年和 2018 年进行了招标，对于投标人资格的设定与进境免税店招标类似，放开经营免税店的地域和类别限制，国内主要免税店均有资格竞标（海免除外）。

2019 年 7 月 3 日，财政部等五部委发布《关于印发口岸出境免税店管理暂行办法》，向所有具备资质的免税商放开出境口岸免税店的招标。另外，在该《办法》中提到“机场口岸业主或招标人不得与中标人签订阻止其他免税品经营企业在机场设立免税品提货点的排他协议”，我们的解读是未来不排除市内免税店政策也将同时放开给其他现有免税商。

离岛免税有望引入竞争，但料对中免冲击有限

我们认为在当前的政策背景下，离岛免税市场放开也并不意外。在离岛免税政策 2011 年落地之初，国务院就批准成立了海免公司，并规定海免和中免分别经营海口及三亚的离

岛免税店。我们认为这一政策的初衷便是使离岛免税市场处于有限竞争之下。2018年10月，海南省国资委将其持有的海免公司51%股权无偿划转给中国旅游集团，且中国旅游集团承诺立即启动将所持海免公司51%股权注入上市公司的程序。从实质上来看，中免实现了对海南离岛免税市场的垄断。

我们预计在当前的政策环境下，不排除离岛免税市场引入更多竞争的可能，而根据此前经验，可能的实现方式为放宽牌照限制，即除中免及海免外，其他拥有免税资质的免税商也能够参与。我们的观点是：

1) 虽引入竞争，但预计中免凭借强大的采购优势和运营能力，能够确保在离岛免税市场地位维持，所以影响有限。虽然未来离岛免税牌照限制有望放开，但并没有新增牌照，尤其是没有放开免税牌照给民营或外资企业，因此我们认为行业竞争仍然被控制在现有的4家免税商之间（中免及其控股企业、中出服、深免、珠免）。而中免（含海免及日上）2018年的市场份额超过90%，在国内免税市场具有压倒性优势，在采购、经营、管理等方面与其他三家免税商相比优势明显。

2) 中免深耕海南9年，先发优势明显。中免在九年的离岛免税运营过程中，积累了较强的运营经验，且三亚海棠湾国际免税城已经成为海南旅游的名片项目，知名度较高。此外，中免通过重资产投资占据了海棠湾国家海岸的优势区位；公司19年7月公告拟投资人民币128.6亿元用于海口市国际免税城项目，该项目处于西海岸城市副中心，同时承担面向岛外的服务职能。中免通过这些重资产项目不仅锁定了优势区位，同时强化了与海南省政府的合作关系。我们认为出于避免过度竞争的考虑，政府有可能将避免其他免税商未来在离中免免税店较近的区位开设免税店，这样中免的区位优势将十分显著。

3) 离岛免税政策放宽有望实现市场共赢。我们预计在离岛免税政策若放宽牌照限制的同时，也会在其他方面进行政策升级，而其中可能性最大的就是行邮税起征点限制的放宽。受行邮税起征点8000元的限制，目前离岛免税购物的全年额度虽然已经于2018年12月提升至3万元，但推测目前人均消费仍低于5000元。我们认为在海南自贸岛建设过程中，离岛免税行邮税起征点的限制也将得到升级。如中共中央政治局常委、国务院副总理韩正在11月8日的会议上指出海南要“建立与高水平自由贸易港相适应的、具有国际竞争力的特殊税收制度”。我们认为若行邮税起征点能够得到提高，则离岛免税购物的人均消费增长空间将打开，中免作为主要运营商也将持续受益。

■ 风险因素：

毛利率提升慢于预期；免税政策空间及机场中标低于预期；海棠湾项目经营低于预期；国企改革进度慢于预期的风险等。

■ 投资建议：

我们认为公司股价近期走势较弱，主要因为对海南离岛免税政策变化以及后续全岛免

税放开对国旅影响的疑问，带来了短期情绪性的反应。我们认为，政策博弈会存在，地方政府推动市场放开、全岛免税符合海南定位，但一是时间漫长，一是若推行成功，国旅其实会更是受益方。短期股价波动或将带来长期配置的时点，建议关注。长期而言，中免受益于吸引消费回流背景下的免税市场空间打开，目前盈利预测中还未包含潜在新增弹性，海南政策的或有变化并不会构成实质性冲击，公司仍是值得配置的稳健增长品种，维持公司 19-21 年 EPS 预测为 2.41/2.37/2.74 元，及“买入”评级。

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,282	47,007	46,235	51,941	58,015
营业成本	19,848	27,518	22,956	25,432	28,393
毛利率	29.8%	41.5%	50.4%	51.0%	51.1%
营业税金及附加	341	659	689	795	893
营业费用	3,529	11,601	12,976	15,169	17,005
营业费用率	12.5%	24.7%	28.1%	29.2%	29.3%
管理费用	1,082	1,601	3,564	3,854	4,047
管理费用率	3.8%	3.4%	7.7%	7.4%	7.0%
财务费用	-143	-7	-42	-59	-84
财务费用率	-0.5%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
投资收益	202	53	952	47	47
营业利润	3,853	5,426	7,714	7,612	8,726
营业利润率	13.6%	11.5%	16.7%	14.7%	15.0%
营业外收入	39	25	25	25	25
营业外支出	59	116	40	40	30
利润总额	3,834	5,336	7,699	7,597	8,721
所得税	900	1,401	2,002	1,896	2,156
所得税率	23.5%	26.3%	26.0%	25.0%	24.7%
少数股东损益	404	840	999	1,067	1,220
归属于母公司股东的净利润	2,531	3,095	4,697	4,634	5,344
净利率	8.9%	6.6%	10.2%	8.9%	9.2%
每股收益(元)(摊薄)	1.59	2.41	2.41	2.37	2.74

(百万元)

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	11,484	11,289	13,517	17,906	23,644
存货	3,218	5,943	6,646	6,381	6,302
应收账款	946	979	941	1,011	1,079
其他流动资产	1,444	1,367	1,108	1,176	1,290
流动资产	17,092	19,578	22,211	26,474	32,315
固定资产	1,426	1,932	2,598	2,506	2,629
长期股权投资	303	284	314	344	374
无形资产	1,092	1,202	1,316	1,230	1,143
其他长期资产	1,020	3,851	4,562	5,024	4,986
非流动资产	3,840	7,269	8,790	9,104	9,132
资产总计	20,932	26,847	31,001	35,578	41,447
短期借款	102	289	40	0	0
应付账款	2,264	2,859	2,525	2,798	3,123
其他流动负债	3,387	4,645	5,394	5,639	6,181
流动负债	5,754	7,793	7,960	8,436	9,305
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	167	470	470	470	470
非流动性负债	167	470	470	470	470
负债合计	5,921	8,263	8,429	8,906	9,774
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
资本公积	3,842	3,844	3,844	3,844	3,844
股东权益合计	16,211	19,264	19,264	22,276	26,017
少数股东权益	978	2,349	3,348	4,416	5,636
负债股东权益总计	20,932	26,847	31,001	35,578	41,447

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,531	3,095	4,697	4,634	5,344
少数股东损益	404	840	999	1,067	1,220
折旧和摊销	257	371	389	296	282
营运资金变动	119	-1,924	-21	634	742
其他	-294	340	-1,098	-149	-142
经营现金流	3,017	2,722	4,967	6,483	7,446
资本支出	-294	-294	-1,850	-550	-250
投资收益	191	61	952	47	47
资产变卖	1	3	0	0	0
其他	1,556	-1,676	10	12	15
投资现金流	1,454	-1,906	-888	-491	-188
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-38	187	-249	-40	0
股息支出	-1,876	1,441	-1,644	-1,622	-1,603
其他	18	-2,777	42	59	84
融资现金流	-1,896	-1,149	-1,851	-1,603	-1,519
现金净增加额	2,575	-332	2,228	4,388	5,738

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	26.3	66.2	-1.6	12.3	11.7
营业利润	45.5	40.8	42.2	-1.3	14.6
净利润	40.0	22.3	51.8	-1.3	15.3
利润率 (%)					
毛利率	29.8	41.5	50.4	51.0	51.1
EBIT Margin	12.3	12.0	13.1	12.9	13.2
EBITDA Margin	13.2	12.5	13.9	13.5	13.7
净利率	8.9	6.6	10.2	8.9	9.2
回报率 (%)					
净资产收益率	15.6	16.1	24.4	20.8	20.5
总资产收益率	12.7	12.6	17.0	14.9	14.9
其他 (%)					
资产负债率	28.3	30.8	27.2	25.0	23.6
所得税率	23.5	26.3	26.0	25.0	24.7
股利支付率	34.6	27.3	28.9	28.4	24.4

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。