



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2016年投资策略研讨会

证券研究报告 2015年11月17日

聚焦文娱产品 布局目的地服务

——社会服务行业2016年投资策略研讨会

行业评级：增持

姓名：许娟娟（分析师）
邮箱：xujuanjuan@gtjas.com
电话：021-38676545
证书编号：S0880511010028

姓名：王毅成（研究助理）
邮箱：wangyicheng@gtjas.com
电话：021-38676720
证书编号：S0880115060031

1、回顾：行业保持高成长性 产业图谱升级趋势延续

- 我们提出的“产业图谱升级”持续得到验证，休闲要素商、新型服务商(OTA)和传统服务商(出境旅行社)均保持高景气。人文景区内容升级高成长，自然景区受益交通改善；政策红利及旺盛市场需求刺激免税业高增长；OTA、出境旅行社均保持较快增长。

2、立足大旅游生态圈，全产业链融合成新趋势

- 消费升级，政策利好频现，行业将维持高速增长；
- 休闲游趋势不变：交通改善带来更多周边游、自驾游客流，目的地内容、服务升级完善内涵；
- 移动互联提升要素商效率，优化旅游代理生态圈；
- 全产业链融合成新趋势：两层三元素结构，两类供应商产品呈融合趋势。

3、增持：延续旅游大生态圈选股策略，寻找文娱综合体，发掘全要素模式龙头

- 选股逻辑：寻找文娱综合体，发掘全要素模式龙头公司，兼顾主题投资机会；
- 要素商：持续看好娱游购三大休闲类要素商，寻找适应休闲需求，同时使用移动互联提升效率的标的：[宋城演艺、中国国旅]等；
- 服务商：看好出境游子行业，中游旅行社加速布局上游资源，OTA行业内并购整合加速；精挑相关龙头和细分市场领导者：[凯撒、春秋、携程、途牛、遨游网]等；
- 布局主题投资：迪士尼开业提升国内游景气度，国企改革加速落地将促使相关公司改善运营机制并做大做强。

4、推荐：宋城演艺、凯撒旅游、腾邦国际、众信旅游；云南旅游、三特索道、张家界；锦江股份、中青旅

01

回顾：行业保持高成长性 产业图谱升级趋势延续

02

立足大旅游生态圈，全产业链融合成新趋势

03

寻找文娱综合体，发掘全要素模式龙头

04

推荐标的

1.回顾:行业保持高成长性 产业图谱升级趋势延续

1.1 旅游高景气度维持 相关行业指数显著优于大盘

- 2015年上半年国内旅游人次20.24亿人次/+9.9%，国内旅游消费1.65万亿元/+14.5%；预计全年国内旅游人次将达到39.9亿人次/+10.5%，国内旅游收入将达到3.48万亿/+14.8%。
- 2015年旅游行业板块保持高景气度，年初至今餐饮旅游指数上涨60.6%，大幅领先沪深300涨幅。

图1：全国旅游人次近两年保持双位数增长

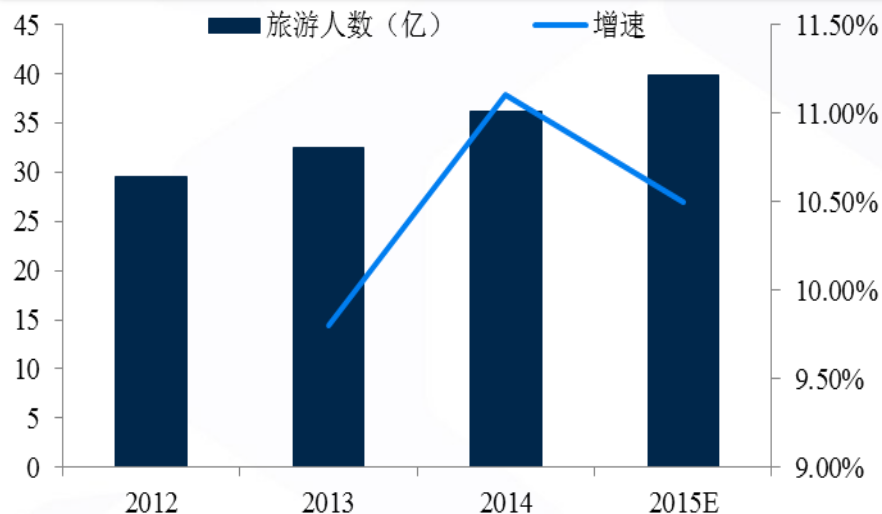


图2：餐饮旅游行业估值相对A股维持溢价



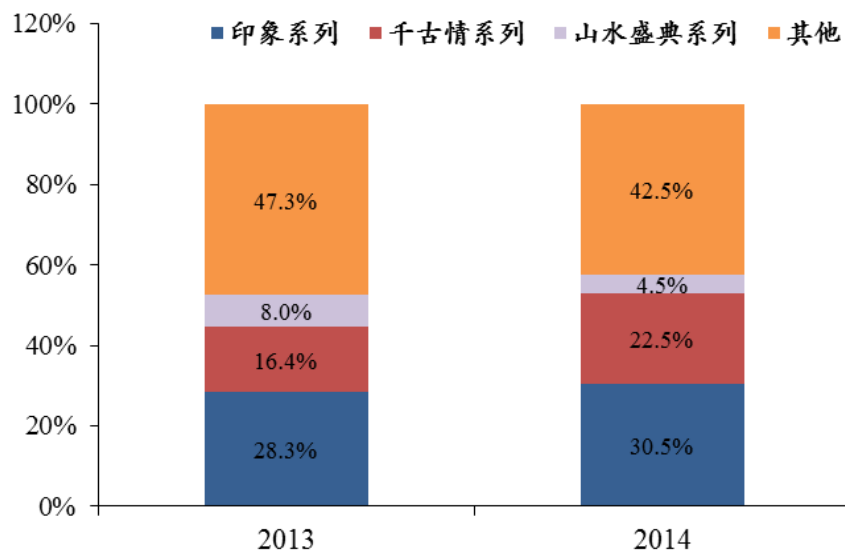
数据来源：WIND、国家旅游局、国泰君安证券研究

1.回顾:行业保持高成长性 产业图谱升级趋势延续

1.2 休闲游市场持续火爆 三大类要素商表现优异

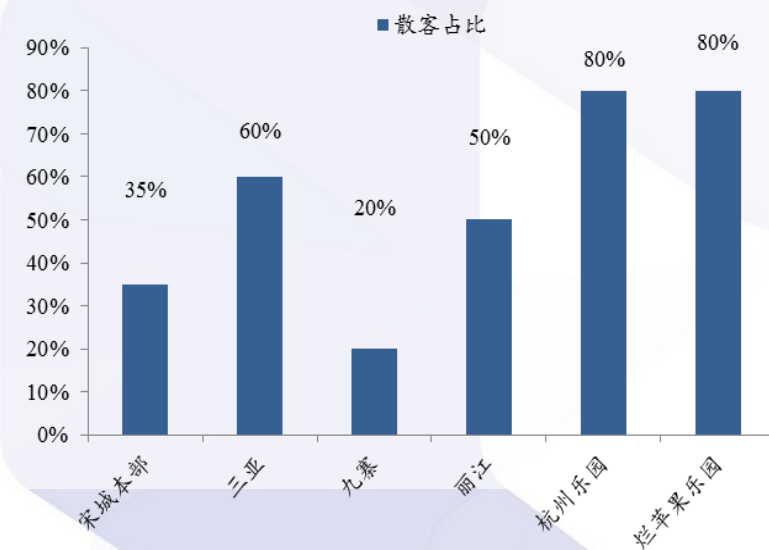
- 文娱产品（娱）：品牌效应显著，散客化带来新机遇
- 以“印象”系列、宋城千古情为代表的优秀品牌文娱节目，市场份额不断扩大，2014年其市场份额占比分别达到了30.5%和22.5%。
- 宋城旗下各景区散客占比不断提升：丽江、三亚景区散客占比均已超过50%。

图3：2014年文化演艺三大系列收入占比过半



数据来源：奇创旅游规划、宋城演艺公告、国泰君安证券研究

图4：宋城旗下主要景区散客占比提升



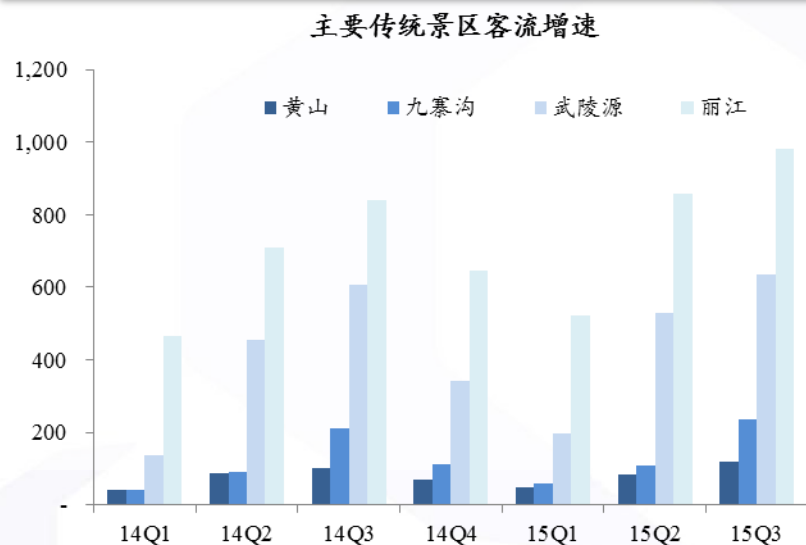
1.回顾:行业保持高成长性 产业图谱升级趋势延续

1.2 休闲游市场持续火爆 三大类要素商表现优异

景区（游）：交通改善及景区内容改造升级带来客流增长，但人均消费差异大

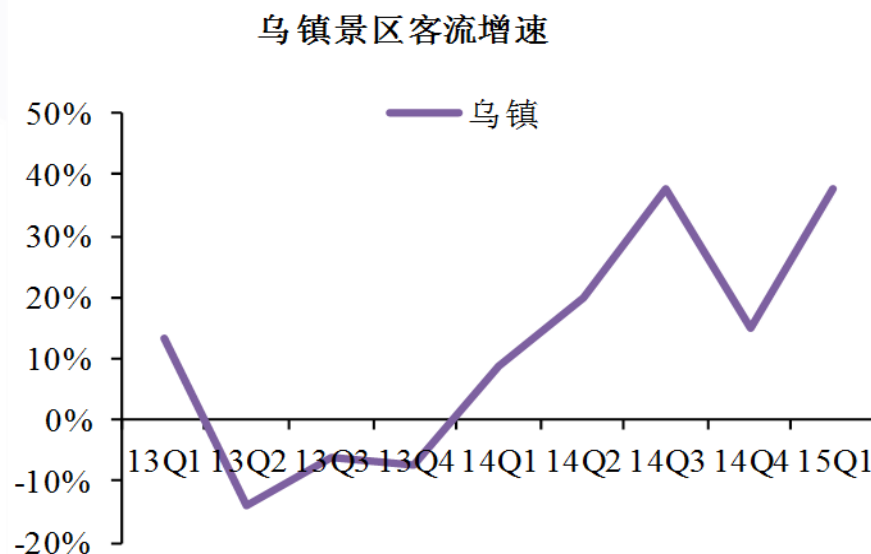
- 传统自然景区受益交通改善：峨眉山2015H1客流148万人次/+27%，黄山7-8月客流89万人次/+15.6%。
- 不同类型景区客单价差异巨大：古北水镇2015前三季度客单价达到约315元，显著高于传统自然景区。

图5：2015年主要自然景区维持高增速



数据来源：黄山张家界峨眉山阿坝州旅游局，国家统计局，国泰君安证券研究

图6：乌镇景区客流增速有明显回升



1.回顾:行业保持高成长性 产业图谱升级趋势延续

1.2 休闲游市场持续火爆 三大类要素商表现优异

免税购物（购）：扶持政策频出台，市场需求旺盛

- 2015年前三季度海南离岛免税销售额累计40.78亿元/+40.19%，其中三亚店31.93亿元/+40.91%，9月受14年海棠湾新开业高基数影响有所下滑。
- 2015年3月20日，离岛免税政策再调整，增加17各新品类并放宽目前的10个热销品类的件数限制。

图7：海南离岛免税销售额保持高增长



数据来源：商务部、国泰君安证券研究

图8：三亚免税店客销售额保持快增



1.回顾:行业保持高成长性 产业图谱升级趋势延续

1.2 休闲游市场持续火爆 三大类要素商表现优异

餐饮（吃）：整体保持稳定，高端餐饮略有增长

- 2015年前三季度社零餐饮收入+11.8%，增速保持平稳。
- 2015年前三季度限额以上餐饮收入+8.8%，较2013/2014有明显上升。

图9：2015全国餐饮收入保持平稳

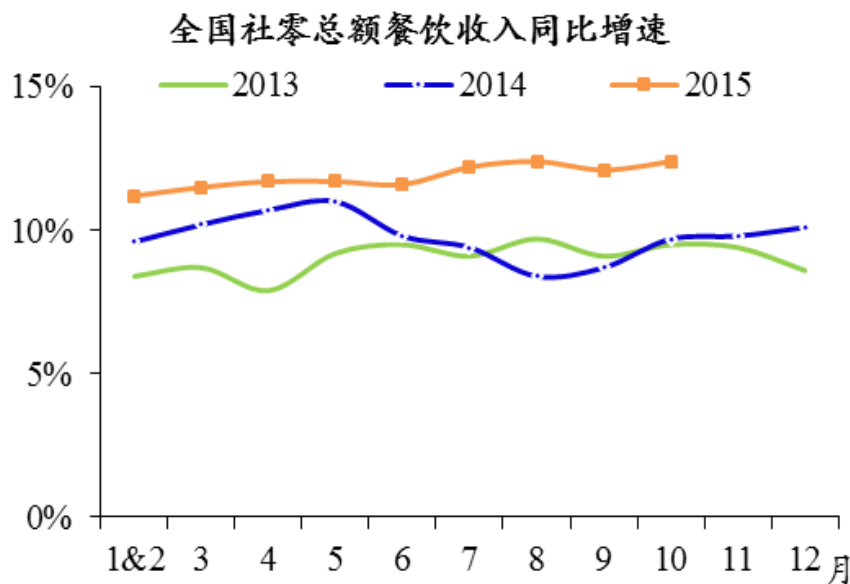
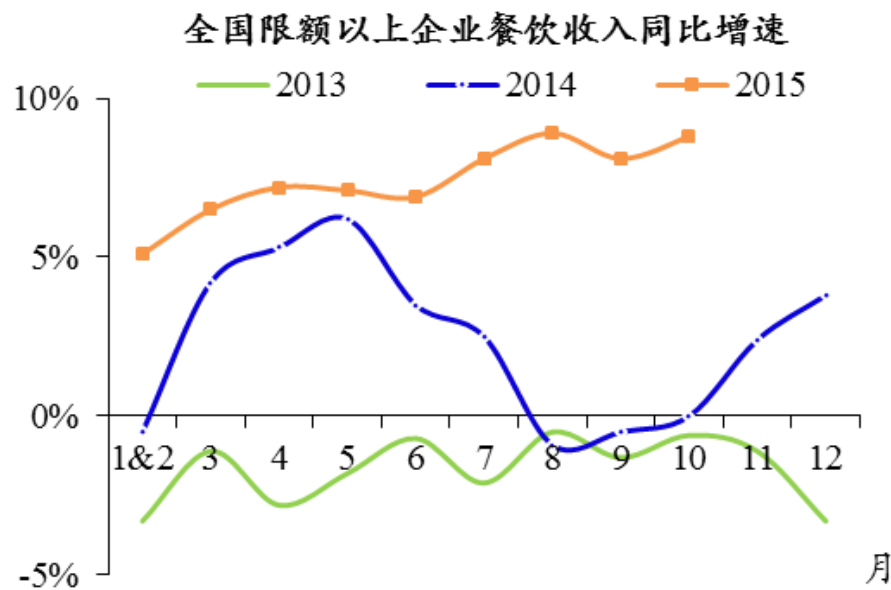


图10：2015全国限额以上餐饮收入有所上升



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

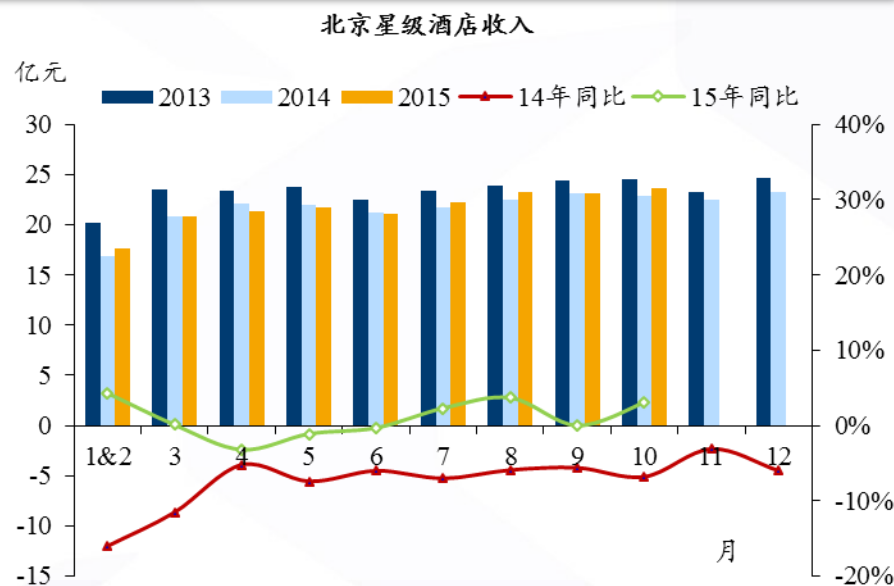
1.回顾:行业保持高成长性 产业图谱升级趋势延续

1.2 休闲游市场持续火爆 三大类要素商表现优异

酒店（住）：行业恢复缓慢，星级有所反弹，经济型略有下滑

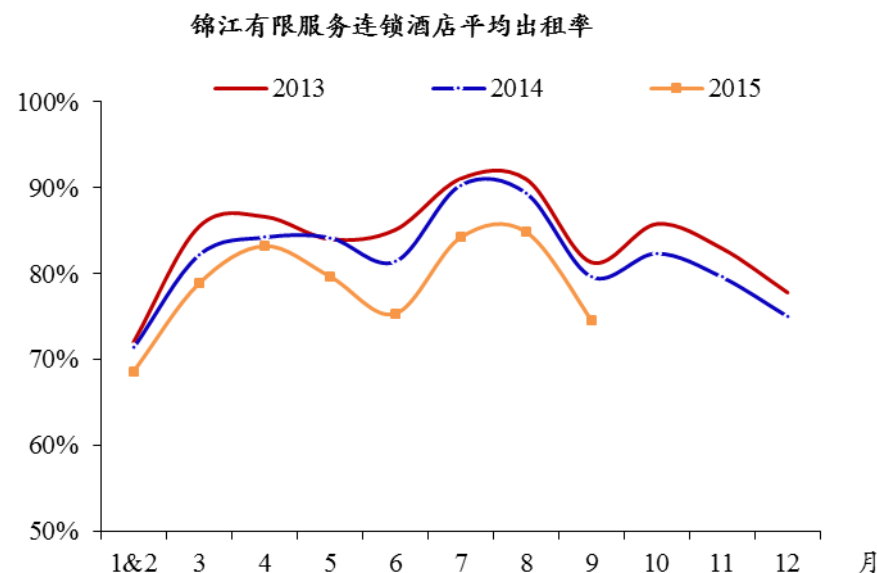
- 星级酒店：2015年前三季度年北京星级出租率、收入整体有所提升。
- 经济型酒店：出租率持续下滑，平均房价有所提升，RevPAR略有下滑。

图11：2015年北京星级酒店营收有所增加



数据来源：北京市统计局、公司公告、国泰君安证券研究

图12：经济型酒店出租率进一步下滑



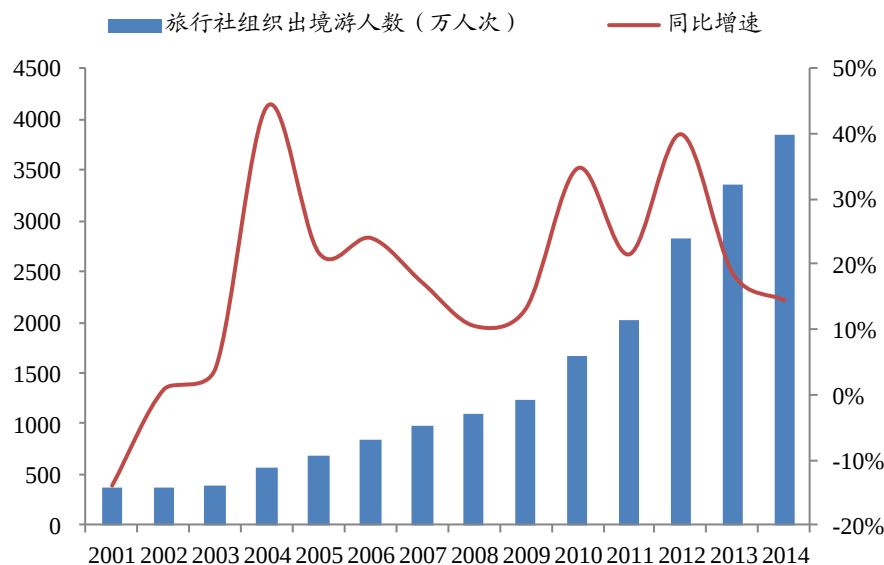
1.回顾:行业保持高成长性 产业图谱升级趋势延续

1.3 旅游分销商：出境游旅行社受益行业高增长，OTA渗透率不断提高，行业集中度上升

旅行社组织出境客流保持高增长：

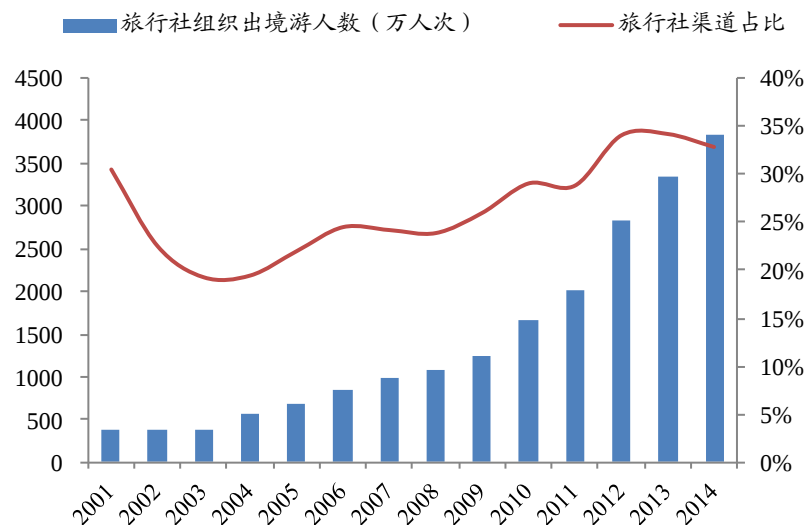
2010-2014年，旅行社组织出境旅游人数年均增长30%，占出境游总人数比重提升至33%。

图13：旅行社组织出境旅游人数保持快速增长



数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究

图14：旅行社组织出境旅游人数比重稳中有升



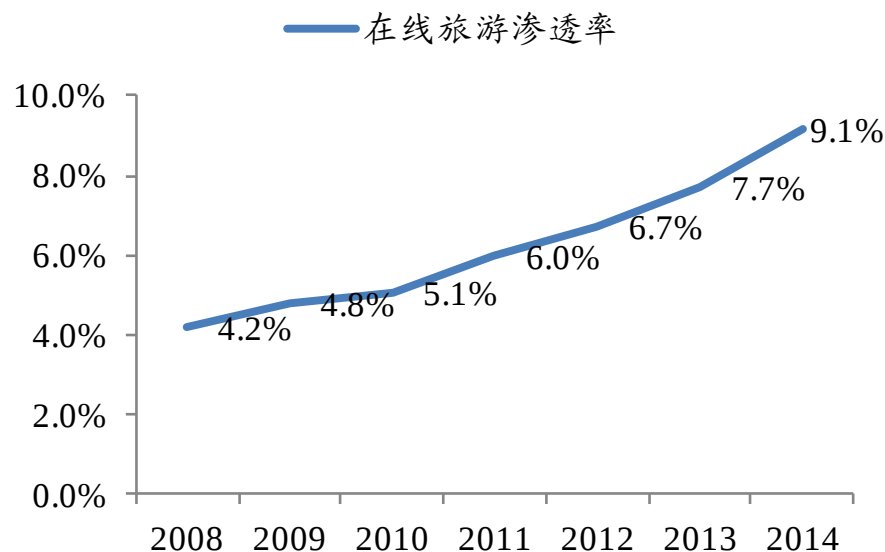
1.回顾:行业保持高成长性 产业图谱升级趋势延续

1.3 旅游分销商：出境游旅行社受益行业高增长，OTA渗透率不断提高，行业集中度上升

散客化、自由行持续催热OTA：

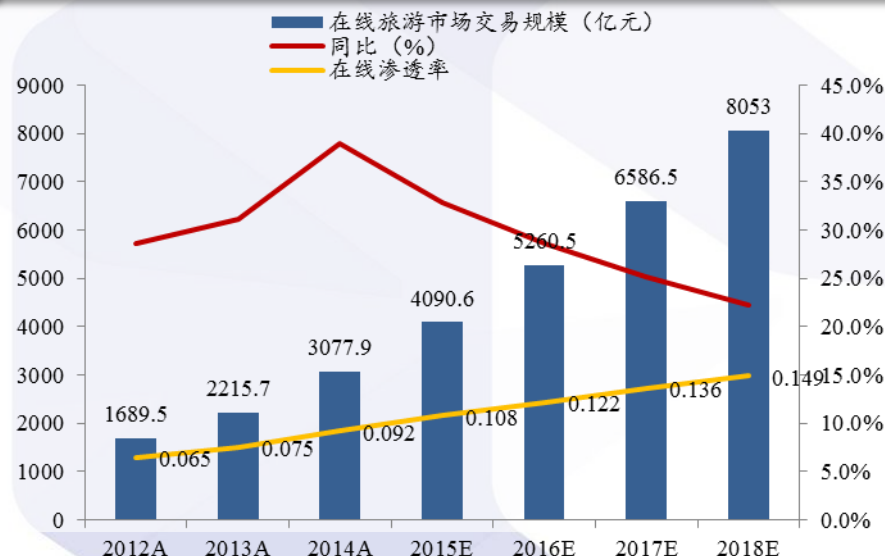
- 2014年在线旅游渗透率已经达到9.1%，交易规模达3078亿元。
- 携程、去哪儿合并，OTA行业市场集中度进一步提升。

图15：中国在线旅游渗透率逐步提升



数据来源：艾瑞咨询、国家旅游局、国泰君安证券研究

图16：中国在线旅游交易规模保持较快增速

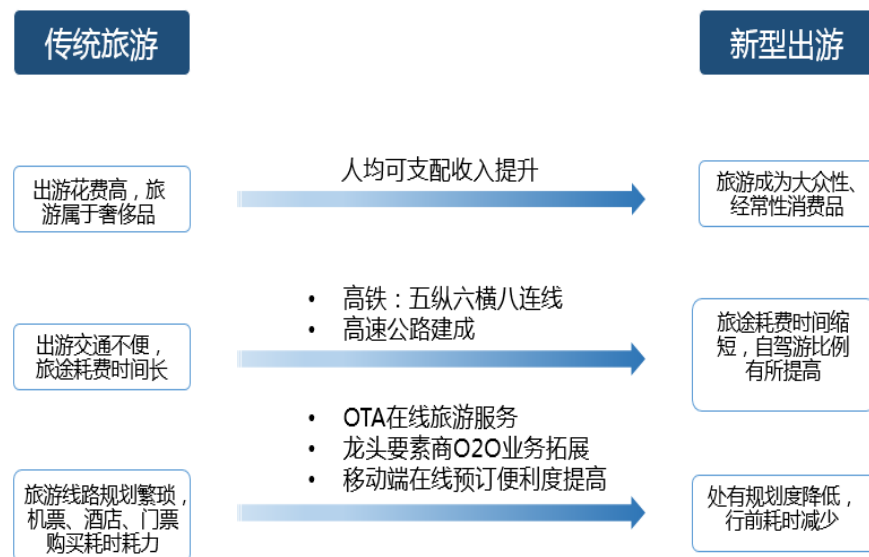


2.立足大旅游生态圈 全产业链融合成新趋势

2.1 消费升级，政策利好频现，未来行业高成长性将持续

- 随着收入提升，旅游消费从低频非必需转变为高频必需，以周末和小长假为代表的时段周边游成为高频消费，出境游普及度迅速提升。
- 利好政策不断出台，旅游投资、消费等均有望享受政策红利。

图17：旅游消费从低频非必需转变为高频必需



数据来源：新华网、国家旅游局、国泰君安证券研究

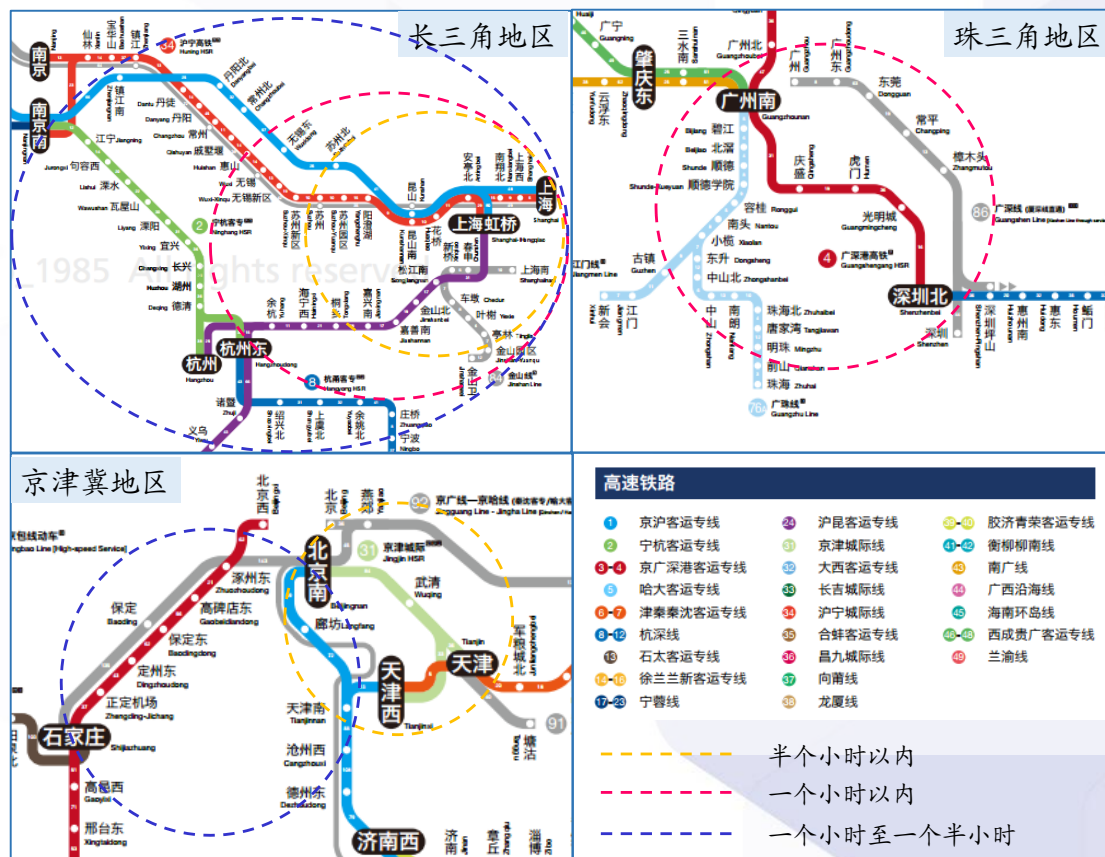
图18：政策利好频现助推行业高增速

时间	政策文件	重点内容
2015年8月	《国务院关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	实施旅游基础设施提升计划，改善旅游消费环境；实施旅游投资促进计划，开辟旅游消费市场；实施旅游消费促进计划，培育新的消费热点；
2015年7月	国务院常务会议，确定促进旅游投资和消费的政策措施	改善旅游消费环境；发展个性化、特色化乡村旅游；挖掘旅游消费新热点；
2014年8月	《关于促进旅游业改革发展的若干意见》	推动区域旅游一体化；大力拓展入境旅游市场；积极发展休闲度假旅游；大力发展乡村旅游；创新文化旅游产品；
2014年7月	《确定促进旅游业改革发展的政策措施》	推动旅游市场向社会资本全面开放，减少行政审批；要优化旅游发展软硬环境；要提升旅游产品品质和内涵；

2.立足大旅游生态圈 全产业链融合成新趋势

2.2 交通改善带来周边游/自驾游游客，目的地内容、服务升级完善休闲游内涵

- 周边游：交通改善三大都市圈高铁网络成型；高速公路网完善提供自驾游基础。
- 休闲度假需求开始主导，预计未来5年10-15%增长，散客自由行趋势明显。



数据来源：铁道论坛，国泰君安证券研究

2.立足大旅游生态圈 全产业链融合成新趋势

2.2 交通改善带来周边游/自驾游游客，目的地内容、服务升级完善休闲游内涵

- 各旅游目的地均开始建设综合游客服务中心，提升目的地游客服务体验。
- 内容更加休闲化，文娱产品不断推出，打造休闲游文化娱乐新态势。

图19：宋城景区线下平台内容向着年轻化、娱乐化迈进，品牌年轻化趋势确立

景区名称	节目名称	开始时间	内容简介
杭州宋城景区	《泼水打鬼子》	2015.7	杭州宋城景区举办“全民打鬼子”、“泼水打鬼子”
浪浪浪水公园	六间房美女主播水上音乐会	2015.7	六间房线上美女主播齐聚浪浪浪水公园举办水上音乐会，六间房线上全程直播，在线人数创新高。
杭州宋城景区、三亚、丽江、九寨沟	肚兜文化节	2015.6	杭州、三亚、丽江、九寨四大宋城旅游区同时举办夏季主题活动。包括：肚兜快闪；穿肚兜，跳锅庄；东方比基尼花车大巡游
杭州乐园景区	《大笑西游》	2014	主打“青春狂欢季”，大型爆笑穿越剧
烂苹果乐园景区	《穿越快闪秀》	2014	大型主题活动，新增小朋友参与游戏、舞蹈等，增加游客的体验感和参与感。
三亚千古情景区	“福马总动员”、“奇幻泡泡节”、“冰雪总动员”	2014	主打近年来流行的“快闪”概念，充分展示年轻人个性

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

2.立足大旅游生态圈 全产业链融合成新趋势

2.3 移动互联提升要素商效率，优化旅游代理生态圈

➤ 要素商：适应散客化趋势，搭建线上直销渠道，提高运营效率

(1) 线上渠道：合作为主，自建为辅；住行渗透率较高，娱游购渗透率仍有提升空间。

(2) 移动渠道：要素供应商的较好切入点，便利性提升降低入口流量依赖度。

图20：中免官网已正式上线



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图21：峨眉山/张家界均已开发APP



2.立足大旅游生态圈 全产业链融合成新趋势

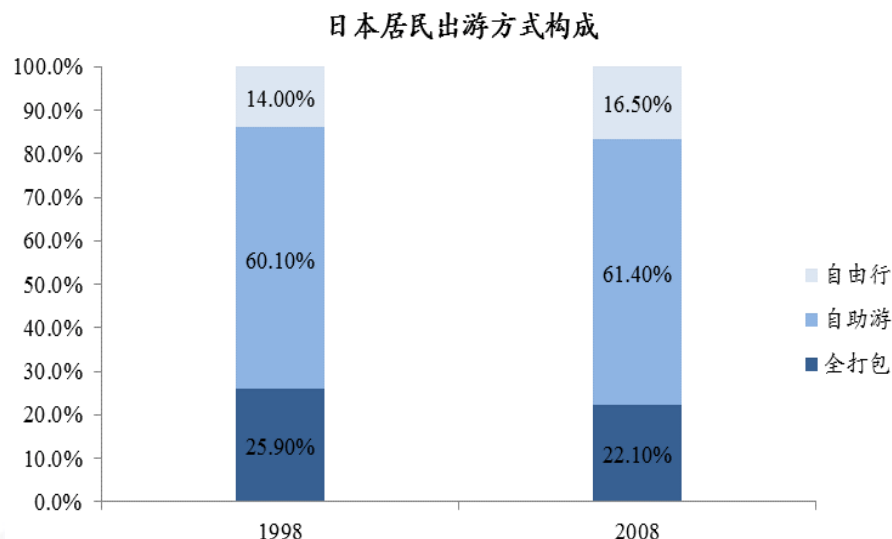
2.3 移动互联提升要素商效率，优化旅游代理生态圈

➤ 服务商：移动互联加大自由行趋势，旅行社在出境游市场将大有可为。

(1) 随着对目的地的了解加大，自由行是长期趋势，移动互联将加速这一趋势。

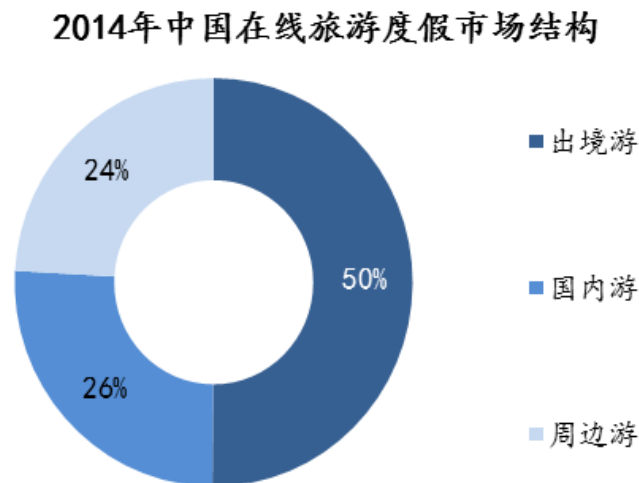
(2) 中短期内，出境游仍以跟团游为主。而移动互联对出境游的效率提升尤为明显：2014年在线旅游度假市场中50%来自于出境游。

图22：日本自助游是主流，出游结构稳定



数据来源：JTBF、艾瑞咨询、国泰君安证券研究

图23：出境游占据在线旅游度假市场50%份额



2.立足大旅游生态圈 全产业链融合成新趋势

2.4 全产业链融合成新趋势：两层三元素结构，两类供应商产品呈融合趋势

➤ 产业链结构：两层三元素，对上游资源把控体现核心竞争力

- 两层：要素层、服务商层
- 三元素：上游要素、旅行社、下游电商

➤ 旅游产品结构：长期自由行趋势下，旅行社与电商产品呈融合趋势

- 旅行社：产品非标、人力密集型，提供跟团游产品
- 电商：产品标准化、技术密集型、提供自由行产品

图24：产业结构：两层三元素

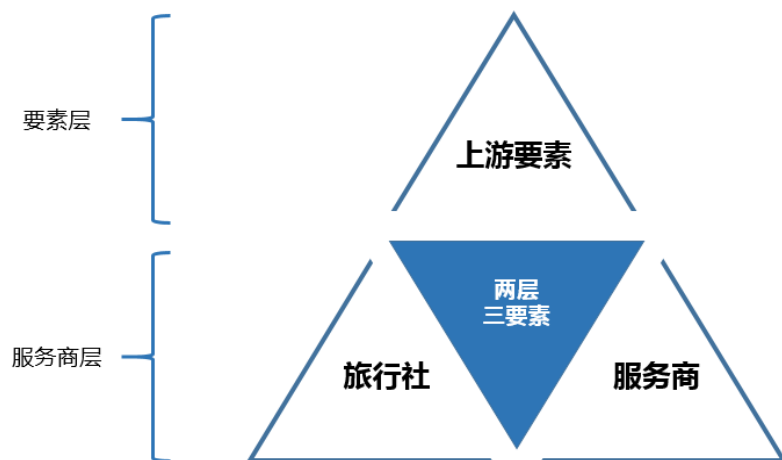
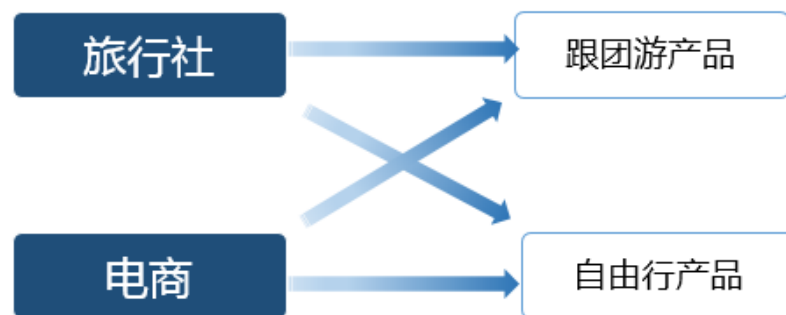


图25：旅行社电商产品相互融合



数据来源：国泰君安证券研究

3. 增持：寻找文娱综合体，发掘全要素模式龙头

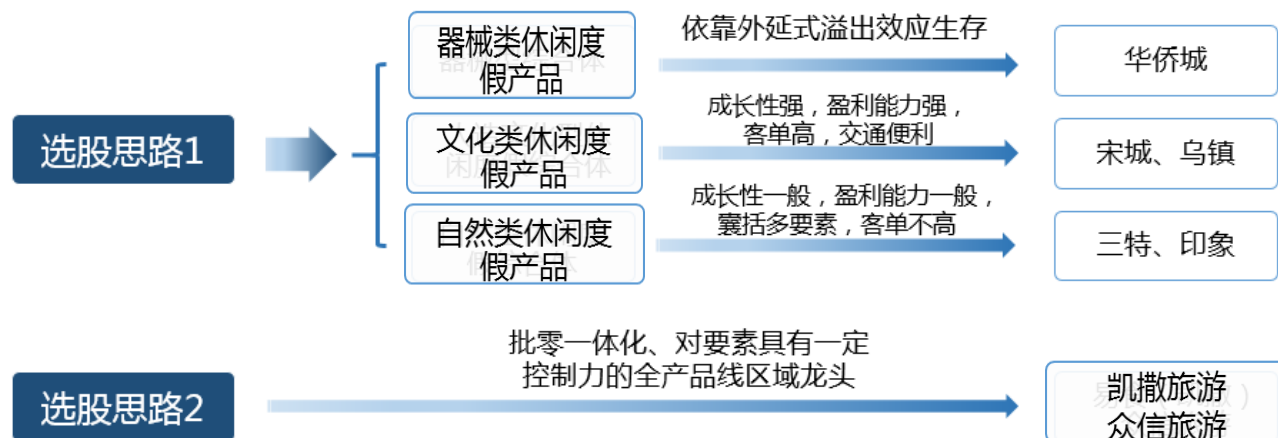
➤ 选股思路1：寻找以文化娱乐为核心的多要素综合体模式

- 器械类休闲度假产品，成长性弱，盈利能力弱，跨界模式依靠外延式溢出效应生存，如华侨城；
- 文化类休闲度假产品，成长性强，盈利能力强，客单高，交通便利，如宋城、乌镇；
- 自然类休闲度假产品，成长性一般，盈利能力一般，囊括多要素，客单不高。三特、印象模式。

➤ 选股思路2：寻找批零一体化、对要素具有一定控制力的全要素模式龙头

- 服务伴随旅游的全过程，是旅游体验的关键。寻找具备先发优势、批零一体化、对部分目的地资源具备掌控力（依靠大采购量对资源溢价或与其股权联姻）、全要素模式龙头。

图26：选股思路：寻找文娱综合体 发掘全要素模式旅行社龙头



数据来源：国泰君安证券研究

3. 增持：寻找文娱综合体，发掘全要素模式龙头

3.1 要素商：看好娱游购三大产业，首选高成长性、高盈利能力的文娱产品

- 文化娱乐子行业：通过公园硬件整改、多维营销升级，对散客吸引力逐步增强，形成文化休闲度假生态圈。与线上演艺融合，打造综艺娱乐龙头。标的：宋城演艺。
- 休闲目的地子行业：适应休闲游趋势，利用移动互联提升效率。标的：中青旅乌镇古北水镇项目，曲江文旅。
- 免税子行业：利用移动互联，建立网络直销平台。标的：中国国旅
 - 国内传统免税店受经营规模、购物规程限制，移动互联应用率低，制约免税购物渗透率提升，如三亚免税店的渗透率目前低于15%，低于韩国25%水平
 - 乐天、新罗免税店均已开设网上免税店，并设专门中文网站；2014年乐天免税店销售额约57亿元。

3. 增持：寻找文娱综合体，发掘全要素模式龙头

3.2 分销商—旅行社：行业整合在即，将诞生千亿市值旅行社

- **旅行社出发地军阀割据，产品同质化**：我国目前有2.6万余家旅行社，各地方旅行社军阀割据：华北：众信，凯撒；华东：春秋，华南：广之旅、南湖。
- **行业集中度将提升，旅行社形成三大梯队**：未来4-5年竞争格局初步稳定，7-8家寡头垄断。旅行社将形成三大梯队：大而全（收购/建立目的地地接、全球性旅行社），小而美（擅长某些目的地），细分市场龙头（如游学置业美容探险等细分产业）
- **目标**：寻找依靠良好目的的服务获得强大品牌影响力、全产业链打通（上攻资源、下做零售），布局自由行产品，具备先发优势的区域龙头。

图27：产业链垂直分工和纵向一体化趋势

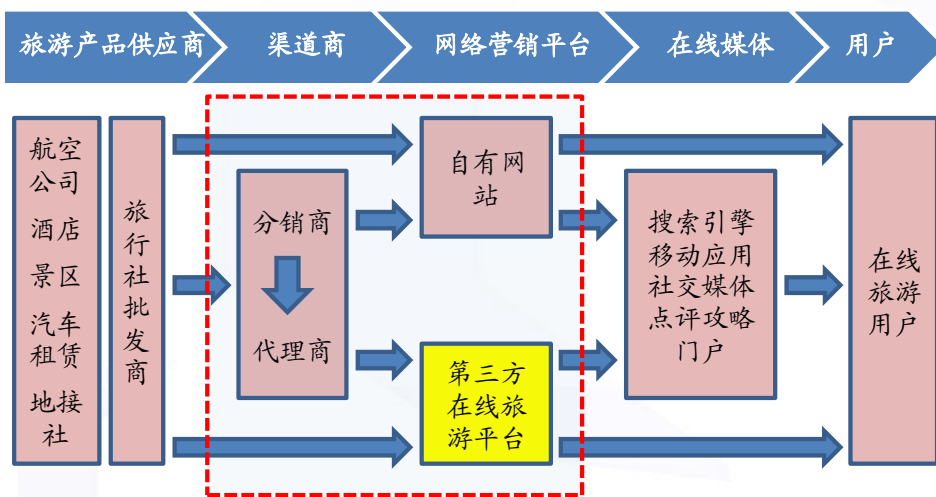
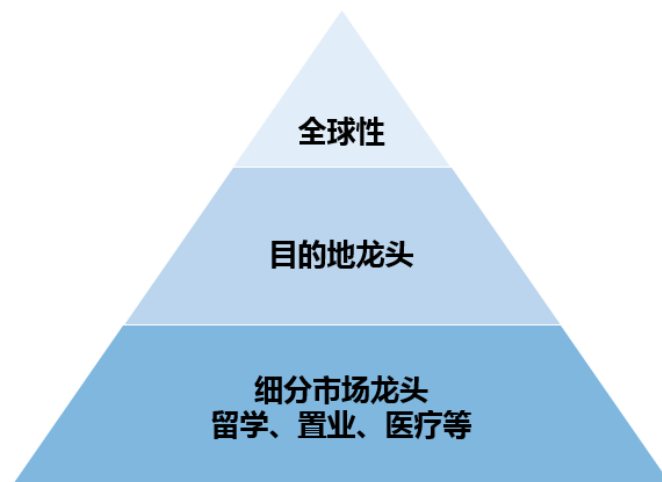


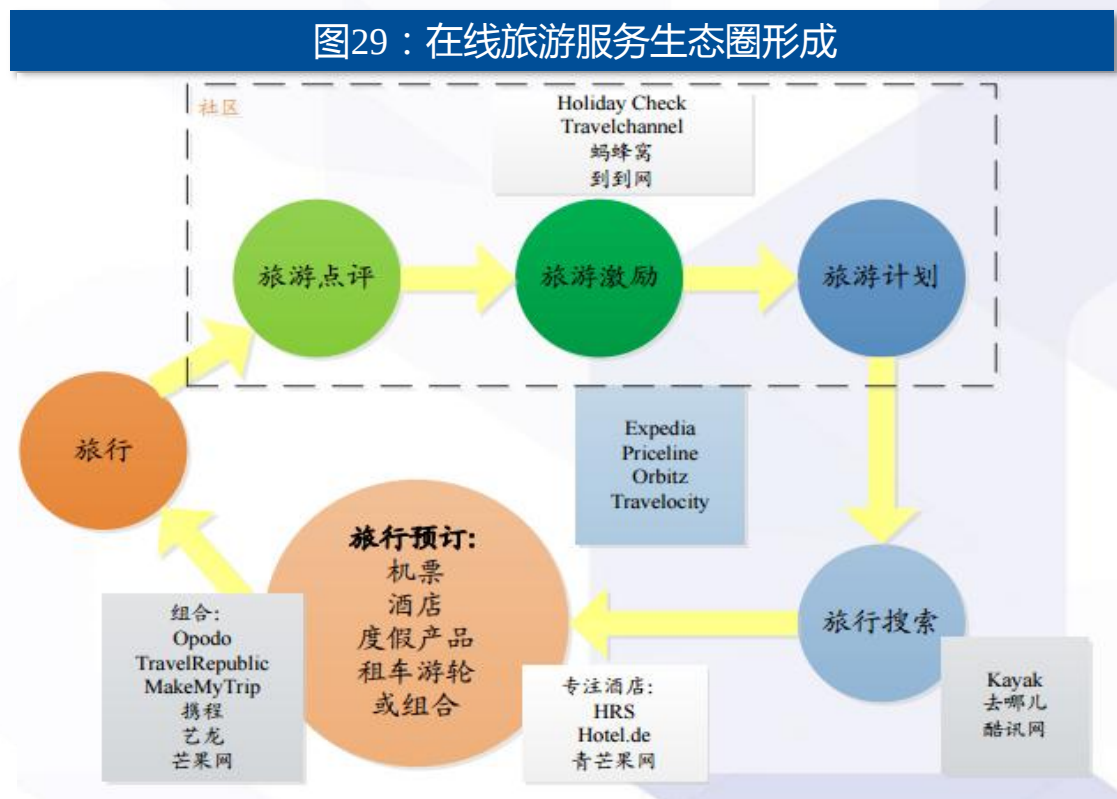
图28：旅行社将形成三大梯队



3. 增持：寻找文娱综合体，发掘全要素模式龙头

3.2 分销商—OTA：格局演进，推荐酒店和出境度假预订龙头

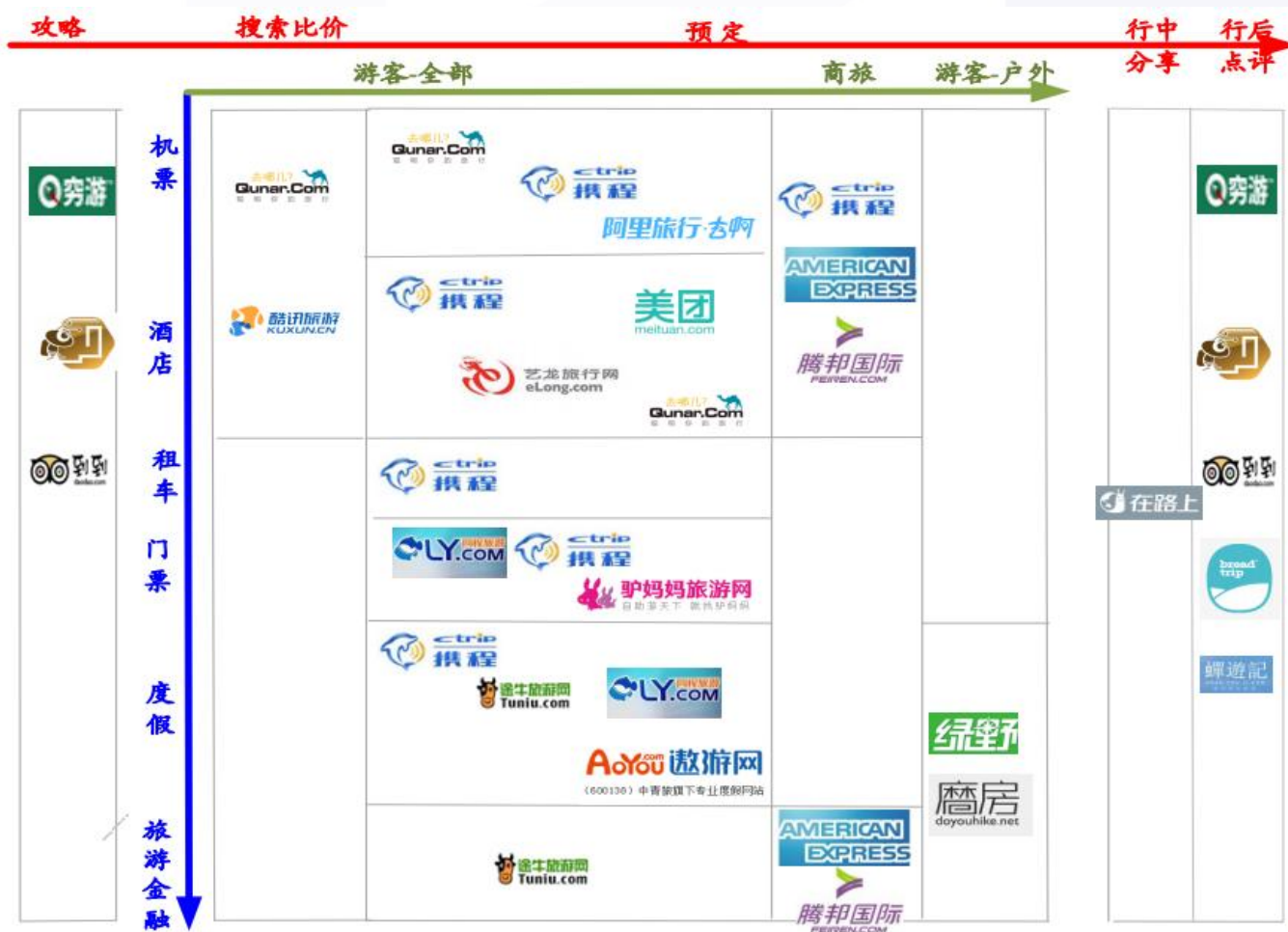
- OTA的PC端格局已定，正布局移动端。三标准甄选运营商“产品标准化、要素市场化、要素供应商系统化”。推荐途牛网、中青旅、腾邦国际。携程、去哪儿、艺龙受益。



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

3. 增持：寻找文娱综合体，发掘全要素模式龙头

3.2 分销商—OTA：格局演进，推荐酒店和出境度假预订龙头

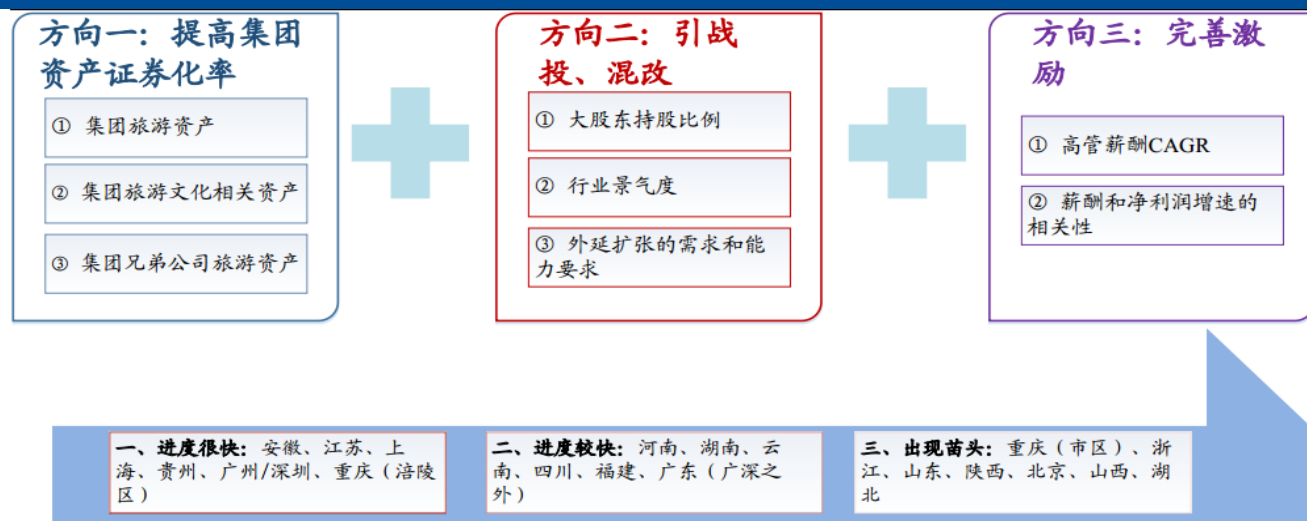


3. 增持：寻找文娱综合体，发掘全要素模式龙头

3.3 布局主题投资：国企改革与迪士尼

- 国企改革顶层方案已经出台，自上而下改革将加速落地。我们建立了旅游行业国企改革受益标的筛选框架，结合省市国企改革进度，量化国企改革标的筛选。
- **受益标的**：曲江文旅、云南旅游、岭南控股、桂林旅游、峨眉山、黄山旅游、金陵饭店、中国国旅
- 迪士尼预计将于2016年4月开园，全年将吸引超过千万客流，带动国内游整体景气度提升，华东地区相关标的将受益：锦江股份、宋城演艺、中青旅。

图31：旅游行业国企改革受益标的筛选框架



数据来源：国泰君安证券研究

4.重点推荐标的：宋城演艺、凯撒旅游、腾邦国际、众信旅游；云南旅游、三特索道、张家界；锦江股份、中青旅

产业链选股：

宋城演艺：布局文化娱乐生态圈 打造大旅游、大文娱巨擘

- 公司线下景区持续表现优异，三大异地项目推动业绩实现高增长；
- 公司加速推进现场演艺项目的异地复制，同时拓展在线娱乐板块，利用产业基金收购优质IP，并以粉丝经济作为线上线下全面融合的切入口；
- 公司通过布局上游周边休闲游景区资源，向旅游全产业链延伸，全面打造宋城大旅游、大文娱生态圈。预计2015/16年EPS0.44/0.62元，增持。

凯撒旅游：集团化运作优势明显 营销+产品筑金品牌

- 海航集团具有丰富资源，公司加开海航包机航线并推出丰富产品，协同效应显现；
- 公司深度发力邮轮产业，组建邮轮销售公司拟以不少于50亿元打造全国最大的线上线下一体化邮轮销售平台，有望成为重要利润增长点；
- 公司为海航旅业旗下重点上市平台，具有资产注入预期；
- 预计2015-2017年EPS为0.32/0.51/0.77元，增持。

腾邦国际：“旅游×金融×互联网”战略打造旅游综合服务商

- “旅游×金融×互联网”战略下，公司逐步渗透大旅游产品，加速区域资源整合；
- 公司将持续内生长+外延并购发展路径，金融牌照齐全，发力商旅大数据业务；
- 公司并购喜游国旅同时配套再融资，迈开进军出境旅游目的地市场第一步；
- 预计2015-17年EPS为0.31/0.44/0.68元，增持。

4.重点推荐标的：宋城演艺、凯撒旅游、腾邦国际、众信旅游；云南旅游、三特索道、张家界；锦江股份、中青旅

众信旅游：横向整合效果显著 塑造出境综合服务商

- 公司内生增长稳定，收购竹园成效初显；
- 公司定位出境综合服务商，战略步步落实：投多个出境服务项目建出境服务平台；参与发起人寿保险公司，设立小额贷款公司，收购“周游天下”强化控制上游要素，发起设立产业基金储备优质项目资源等；
- 预计2015/16年EPS0.18/0.24元，增持。

国企改革选股

云南旅游：江南园林并表驱动业绩大增 资源整合预期强烈

- 公司将持续深入开发世博园区，丰富景区内容；地产项目定位于打造健康生态型宜居建筑，未来有望持续贡献业绩；
- 集团旗下优质资产仍存在注入预期，同时作为云南省最重要的旅游类上市公司，公司将致力于整合省内丰富的旅游资源，实现业务多元化经营，形成平台效应，打开成长空间；
- 预计2015/16年EPS0.18/0.24元，增持。

三特索道：“景区+地产”模式初探 迈向综合旅游开发商

- 收购枫彩生态，契合周边游趋势、减缓财务压力，品牌化、规模化扩张路径清晰；
- “交通改善+二期投入跟进”助部分景区减亏，加速培育进程；
- “三特营地”布局加速，打造“旅游+地产”模式度假综合体，迈向全国性综合旅游开发商；
- 预计2015/16年EPS为 0.22/0.27元，增持。

4.重点推荐标的：宋城演艺、凯撒旅游、腾邦国际、众信旅游；云南旅游、三特索道、张家界；锦江股份、中青旅

张家界：资产注入有望加速 目的地服务体系持续完善

- 张家界旅游资源丰富，地方政府做大做强旅游产业动力足；公司作为全市唯一上市平台，旗下旅游资源相对较少，政府有意将体外优质资产注入上市公司平台；
- 集团层面已控股张家界西线主要景区，有望成为公司旅游资源整合的突破口；
- 现有景区盈利提升空间大：交通改善、天子山索道停运致客流高增长；资产质量提升，目的地服务建设完善打开提价空间，助力营收维持稳定。
- 预计15-17年EPS为0.42/0.45/0.54元，增持。

迪士尼

锦江股份：外延并购塑龙头，盈利能力再提升

- 锦江+铂涛国内市占率将达24%，成为行业龙头，与铂涛地域互补，实现客房与出租率的最优平衡；
- 会员资源打通，直销渠道拓展及管理系统整合将有效降低费用率；
- 铂涛集团旗下中端及特色酒店品牌并入有助加速公司中端酒店市场布局，助力盈利能力提升；
- 预计2015/16年EPS 0.78/0.96元，增持。

中青旅：两大景区实现高增长 “遨游网+” 建设持续推进

- 乌镇业绩持续靓丽，盈利能力凸显，且受益于迪斯尼；古北水镇享受周边游红利，知名度不断提升，即将步入增长快车道；管理输出或将成为亮点，打开未来成长空间；
- 会展业务高速增长，加速布局体育赛事服务产业，受益冬奥会，迎来发展契机；
- 遨游网定位差异化，打造精品化出境游O2O。
- 预计2015/16年EPS0.52/0.72元，增持。

重点公司盈利预测及估值

	公司名称	股本 亿	收盘价	市值 亿元	14A	EPS 15E	16E	14A	PE 15E	16E	PB 14A	ROE 14A	评级
免税购物	中国国旅	9.8	54.5	534	1.51	1.99	2.47	36	27	22	4.4	15%	增持
人文目的地	中青旅	7.2	20.8	150	0.50	0.52	0.72	42	40	29	2.7	10%	增持
	宋城演艺	14.3	28.9	413	0.25	0.44	0.62	116	66	47	4.9	11%	增持
自然目的地	峨眉山A	5.3	12.8	68	0.36	0.41	0.52	36	31	25	3.0	11%	增持
	张家界	3.2	13.3	43	0.19	0.42	0.45	70	32	30	5.2	13%	增持
	黄山旅游	5.0	22.1	111	0.44	0.59	0.75	50	37	29	3.3	10%	增持
	云南旅游	7.3	12.2	89	0.09	0.18	0.24	136	68	51	3.0	6%	增持
	丽江旅游	4.2	14.6	61	0.43	0.54	0.63	34	27	23	2.3	10%	增持
	桂林旅游	3.6	11.4	41	0.11	0.15	0.18	104	76	63	2.4	3%	增持
	长白山	2.7	23.3	63	0.30	0.37	0.45	78	63	52	4.7	14%	增持
	三特索道	1.4	32.2	45	-0.27	0.22	0.27	-119	146	119	3.0	-6%	增持
服务商	众信旅游	4.2	52.6	221	0.26	0.45	0.66	202	117	80	12.7	23%	增持
	凯撒旅游	8.0	27.5	220	0.15	0.32	0.51	183	86	54	3.4	7%	增持
	腾邦国际	5.4	16.8	91	0.24	0.31	0.44	70	54	38	5.3	11%	增持
	国旅联合	4.3	18.2	78	-0.38	0.04	0.17	-48	455	107	7.6	-44%	增持
有限服务酒店	锦江股份	8.0	51.4	411	0.47	0.78	0.96	109	66	54	2.7	10%	增持
星级酒店	首旅酒店	2.3	18.6	43	0.49	0.63	0.86	38	30	22	3.4	10%	增持
	岭南控股	2.7	19.3	52	0.13	0.19	0.26	148	102	74	6.3	6%	增持
	金陵饭店	3.0	16.1	48	0.13	0.24	0.29	124	67	56	2.3	3%	增持
餐饮	西安饮食	5.0	8.1	41	0.02	0.04	0.07	405	203	116	4.6	2%	
	全聚德	3.1	21.0	65	0.41	0.46	0.50	51	46	42	4.5	11%	增持

数据来源：Wind资讯，国泰君安证券研究 注：收盘价截至11月16日

请参阅附注风险提示

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为作出投资决策的惟一参考因素，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，需在允许的范围内使用，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。

诚信 亲和 专业 创新



国泰君安证券

GUOTAI JUNAN SECURITIES