去年离岛免税销售 327 亿增 127%，今年预计达 700 亿继续翻倍

——中国中免跟踪报告

公司跟踪

● 2020 年 12 月离岛免税销售 42.6 亿，同比增 149.6%

据海口海关数据，2020 年 12 月离岛免税购物金额首次突破 40 亿元，达 42.6 亿元，同比增加 149.6%。环比 11 月的 37.1 亿元增长了 14.6%，是去年 7 月 1 日免税新政以来月底销售冠军。12 月销售再创新高再次验证免税消费持久、稳定且高增长，免税需求的培育开发和海外消费的回流是长期红利。

● 新政红利+消费回流，2020 年全年离岛免税总销售额 327 亿元增 127%

2020 年 1 至 12 月，海南省离岛免税销售额达 274.8 亿元，同比增长 103.7%。考虑有税商品销售，据海南省财政厅，2020 年全岛离岛免税店共实现总销售额 327.2 亿元，同比增长 127%。7 月 1 日施行的免税新政将国人免税消费热情推向高潮，2020H2 离岛免税销售达 200 亿，同比大幅增长 192%，环比 2020H1 增长 167%，新政效力立竿见影。

● H2 客单价比 H1 的高三成，2020 年全年客单价达 6128 增 73%

2020 年 12 月离岛免税客单价达 6604 元，同比增长 54%。环比 11 月略有提高，预计销售折扣低于 11 月所致。2020H1，离岛免税客单价为 5027 元；新政实施后的 2020H2，客单价提高至 6678 元，环比增长 32.8%。2020 年全年，离岛免税购物人次达 448.4 万人次，同比增长 19.2%；客单价突破 6000 元，达 6128.3 元，同比增长 73%。

● 政策红利+市场扩容，2021 年离岛免税销售或达 700 亿，继续翻倍增长

2021 年全岛将坐拥 10 家免税店，合计营业面积超过 21 万平方米。市场扩容有望进一步提高免税销售规模。我们预计，2021 年购物人次增长 60%，达到 775 万；客单价增长 25%，达到 7660 元。据此测算 2021 年纯免税品销售可达 594 亿。另外，2020 年有税品销售 52 亿，2021 年有望继续翻倍，达 100 亿。因此，2021 年离岛免税总销售额将达到 694 亿元，同比增长 112%。

● 2020 年销售超预期，2021 有望再翻倍，维持“强烈推荐”评级

公司 2020 年 12 月和全年销售业绩超预期，料 2021 年快速增长势头不减。我们预计公司 2020-2022 年实现营收 600.3 亿元、1020.08 亿元、1260.1 亿元，同比增长 25.1%、69.9%、23.5%；归母净利润分别为 52.15 亿元、102.03 亿元、132.01 亿元，同比增长 12.7%、95.7%、29.4%。对应 PE 分别为 92、47、36 倍。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：疫情反弹风险、免税销售低于预期风险、公司经营风险

财务摘要和估值指标

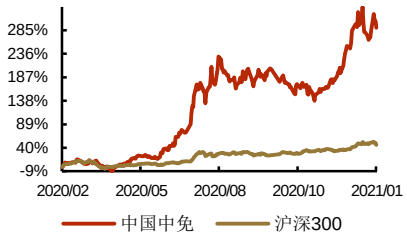
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	60,030	102,008	126,010
增长率(%)	66.2	2.0	25.1	69.9	23.5
净利润(百万元)	3,095	4,629	5,215	10,203	13,201
增长率(%)	22.3	49.6	12.7	95.7	29.4
毛利率(%)	41.5	49.4	48.0	57.5	57.6
净利率(%)	6.6	9.7	8.7	10.0	10.5
ROE(%)	21.2	24.3	21.1	33.8	29.1
EPS(摊薄/元)	1.59	2.37	2.67	5.23	6.76
P/E(倍)	181.1	121.05	107.46	54.92	42.4
P/B(倍)	34.5	28.2	23.6	17.2	12.6

强烈推荐（维持评级）

姚轩杰（分析师）
010-69004656
yaoxuanjie@xsdzq.cn
证书编号：S0280518010001

市场数据	时间 2021.01.28
收盘价(元):	287.0
一年最低/最高(元):	66.5/321.86
总股本(亿股):	19.52
总市值(亿元):	5,603.6
流通股本(亿股):	19.52
流通市值(亿元):	5,603.6
近 3 月换手率:	43.9%

股价一年走势



相关报告

《11 月离岛免税销售 37 亿增 181%，全年销售将达 315 亿超预期》2020-12-23

《10 月离岛免税销售 34 亿增 184%，1-10 月销售额已达 200 亿》2020-11-18

《Q3 离岛免税销售额增 2 倍，带动公司归母净利超 22 亿增 142%》2020-10-14

《8 月离岛免税销售 31 亿增 218%，下半年预计增速将超两倍》2020-09-15

《三亚机场离岛免税店落定，11 月底有望开业》2020-09-14

目 录

1、 去年 12 月离岛免税销售 42.6 亿成销冠，同比增 1.5 倍.....3
2、 新政红利+消费回流，全年离岛免税总销售额 327 亿元，逆势大增 127%.....3
3、 2020 年离岛免税客单价达 6128 元，同比增长 73%.....4
4、 2021 元旦销售 5.4 亿增长 195%，客单价升至 7105 元.....5
5、 三亚、海口各增一家免税新店，海口国际免税城完成封顶.....6
6、 2021 年离岛免税销售有望达 700 亿，继续翻倍增长.....7
7、 盈利预测与投资建议.....7
附：财务预测摘要.....9

图表目录

图 1: 2020 年 7 月至 12 月离岛免税销售额.....3
图 2: 2020 全年离岛免税店（含有税）销售额.....3
图 3: 2020H1 和 2020H2 离岛免税销售额.....4
图 4: 离岛免税销售客单价及同比.....5
图 5: 2021 元旦离岛免税销售及同比.....5
图 6: 2021 元旦离岛免税日均销售额及客单价.....5

表 1: 中免海南离岛免税店布局.....6
表 2: 2021-2022 年离岛免税（含有税）销售规模预测.....7

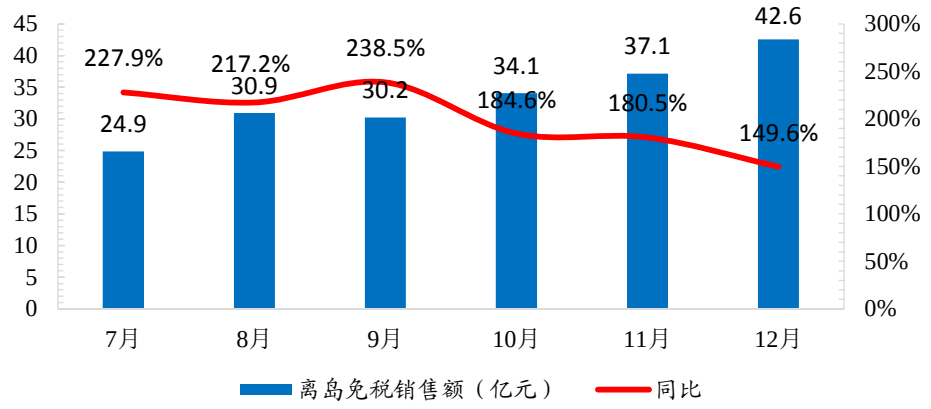
1、 去年 12 月离岛免税销售 42.6 亿成销冠，同比增 1.5 倍

年末旺季再劲增，12 月离岛免税销售额首破 40 亿元，成为年度月销冠。据海口海关数据，2020 年 12 月海南离岛免税购物金额再创新高，达 42.6 亿元，同比增加 149.6%。7 月 1 日免税新政后，离岛免税销售额逐月累增，首次突破 40 亿元，环比 11 月的 37.1 亿元增长了 14.6%，是自 7 月 1 日免税新政以来月底销售冠军。

年底旅游高峰叠加商家促销助推免税购物高涨。避寒游驱动下，12 月是海南旅游高峰期。据海南省旅游局数据，2020 年 12 月，海南全省旅游接待人数为 957 万人次，同比增加 3.9%，接待人数和增速均为全年最高；全省旅游收入为 137 亿元，同比增加 19.7%，旅游收入和增速均仅逊于国庆黄金周加持的 10 月为全年第二高。“双十二”、圣诞期间，中免旗下免税店优惠不断刺激消费热潮，推出部分香化明星商品低至 6-7 折的促销活动，带动销售额持续高涨。

12 月销售再创新高再次验证免税消费持久、稳定且高增长。12 月，海南离岛免税购物人次继续推高，达到 64.5 万人次，同比增长了 62%；离岛免税购物件数同样年内新高达 578 万件，同比增长 172%%。火爆的销售数据和旅客购物热情表明国人免税消费潜能巨大，免税需求的培育开发和海外消费的吸收是长期红利，不会因短期政策效应释放后衰减，再次验证免税消费持久、稳定且高增长。

图1： 2020 年 7 月至 12 月离岛免税销售额

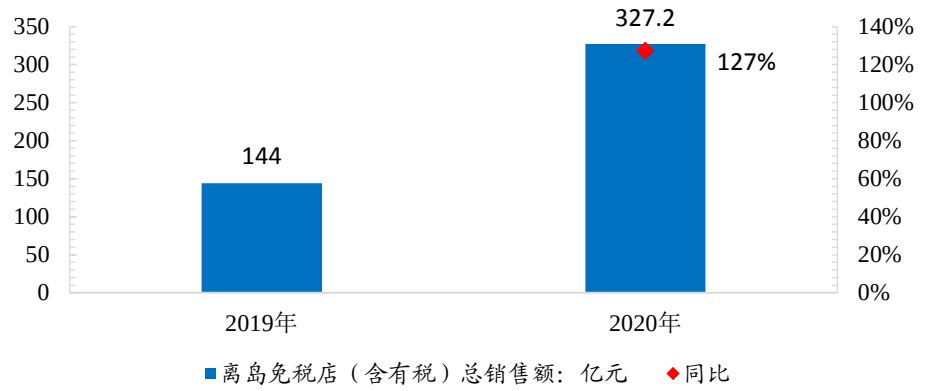


资料来源：海口海关，新时代证券研究所

2、 新政红利+消费回流，全年离岛免税总销售额 327 亿元，逆势大增 127%

全岛免税店全年销售 327 亿同比增 127%。据海口海关数据，2020 年 1 至 12 月，海南省离岛免税销售额达 274.8 亿元，同比增长 103.7%，圆满实现翻倍预期。考虑有税商品销售，据海南省财政厅，2020 年全岛离岛免税店共实现总销售额 327.2 亿元，同比增长 127%。新政以来，离岛免税销售强势增长，日均销售额（含有税）接近 1.3 亿元。

图2： 2020 全年离岛免税店（含有税）销售额



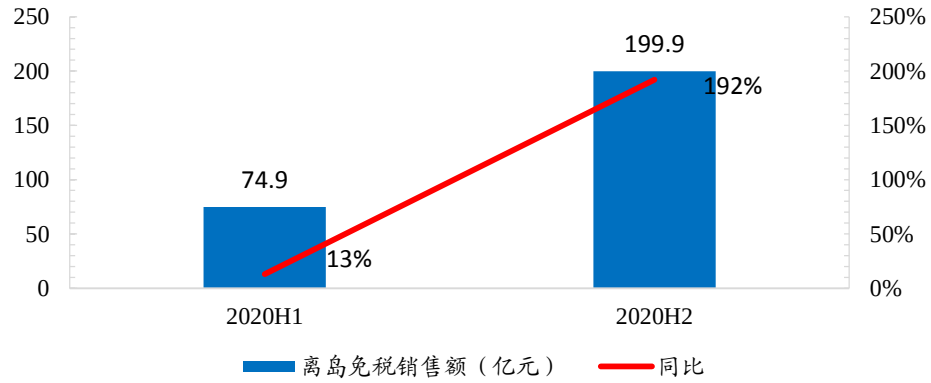
资料来源：海南省财政厅，新时代证券研究所

免税新政带动离岛免税爆发式增长，2020H2 销售额暴增 192%达 200 亿。7 月 1 日施行的免税新政将国人免税消费热情推向高潮，新政大幅放宽了免税购物限制，包括每人每年免税购物额度由 3 万提升至 10 万、免税品类从 38 种增至 45 种、取消 8000 元免税单价限额、购买数量放宽等。

新政效力明显，首月即推动离岛免税销售额同比大增 228%，达到 24.9 亿元，接近于 Q1 三个月销售总和。十一国庆期间，旅游市场的火爆加上促销活动助力，离岛免税 8 天销售 10.4 亿元，同比增长 148.7%；10 月全月销售借势冲高，达到 34.1 亿元，同比增长 184.2%。新政施行后，除 9 月以外逐月累增屡破新高，12 月离岛免税更是首次突破 40 亿，达到 42.6 亿元，同比增长 149.6%。

2020H2 离岛免税销售达 200 亿，同比大幅增长 192%，环比新政前的 2020H1 增长 167%，新政效力立竿见影。

图3： 2020H1 和 2020H2 离岛免税销售额



资料来源：海口海关，新时代证券研究所

3、 2020 年离岛免税客单价达 6128 元，同比增长 73%

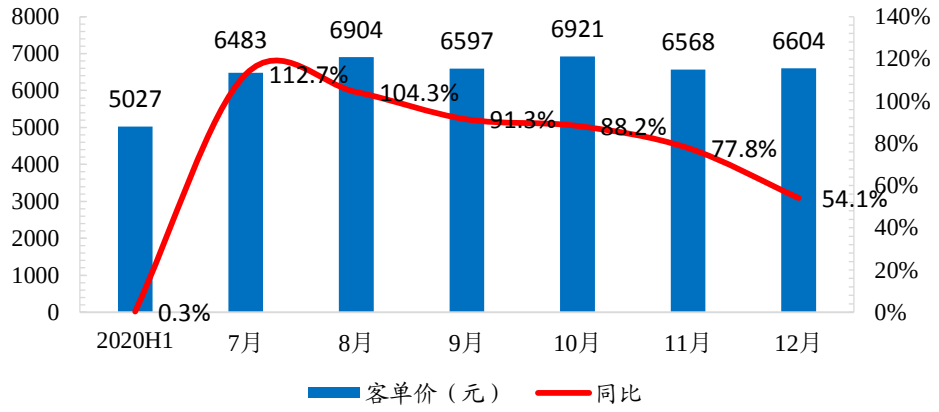
2020 年 12 月离岛免税客单价达 6604 元，同比增长 54%。去年 12 月离岛免税购物人次 64.5 万人次，同比增长 62%；客单价达到 6604 元，同比增长 54%，环比 11 月略有提高，预计销售折扣低于 11 月所致。

H2 客单价比 H1 提高三成，2020 年全年客单价达 6128 增 73%。7 月 1 日施行的免税新政提高免税购物额度、取消单价限额、放宽购买数量等，直接刺激单次购买件数和客单价显著提高。2020 年前 6 个月（1-6 月），离岛免税单次购买件数和

客单价分别为 6.9 件、5027 元；新政实施后的 6 个月（7-12 月），离岛免税单次购物件数和客单价分别提高至 8 件和 6678 元，环比 2020H1 分别增长 15.4%、32.8%。

2020 年全年，离岛免税购物人次达 448.4 万人次，同比增长 19.2%；客单价突破 6000 元，达 6128.3 元，同比增长 73%。

图4： 离岛免税销售客单价及同比

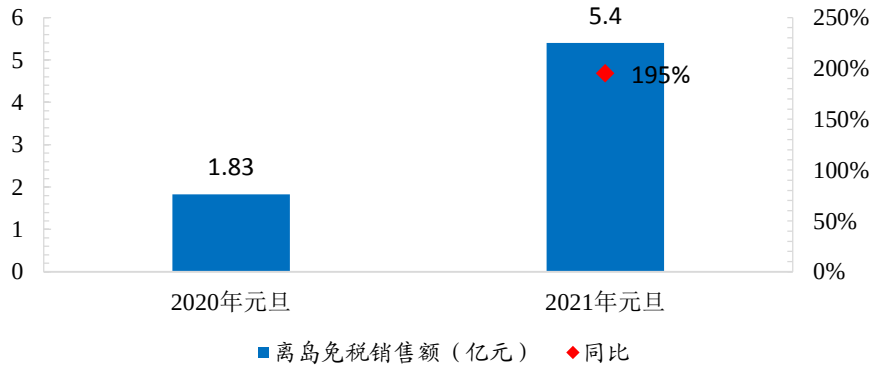


资料来源：海口海关，新时代证券研究所

4、 2021 元旦销售 5.4 亿增长 195%，客单价升至 7105 元

新政后首个元旦开局火爆，3 天销售 5.4 亿。据海口海关公布数据，2021 年元旦（1 月 1 日至 1 月 3 日）期间，海南省实现离岛免税销售额、购买人次、销售件数分别为 5.4 亿元、7.6 万人次、66.9 万件，同比分别增长 195%、81%、200%，均为元旦假期销售新高。

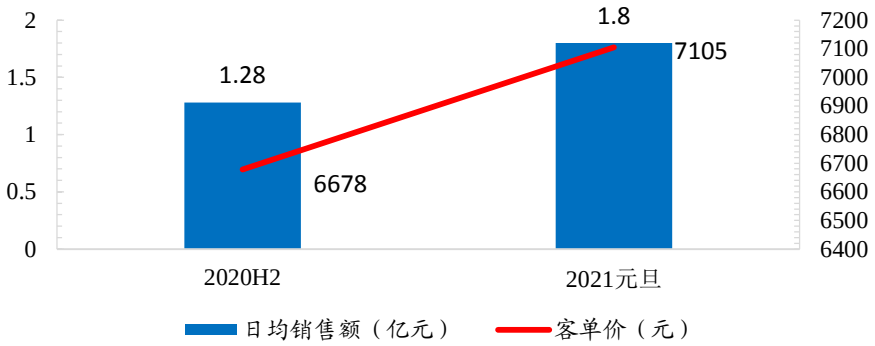
图5： 2021 元旦离岛免税销售及同比



资料来源：海口海关，新时代证券研究所

日均销售 1.8 亿，客单价 7105 元，彰显免税购物热度继续上升。元旦期间，含有税商品销售，离岛免税店日均销售额达到 1.8 亿元，远超免税新政后 6 个月（2020 年 7-12 月）1.28 亿元的日均销售额；元旦 3 天免税品客单价首次突破 7000 元，达到 7105 元，比有黄金周加持的 2020 年 10 月 6921 元的客单价高出了 2.7%。销售数据的持续增长表明元旦假期离岛旅客免税购物热情空前，系新政后存量消费释放和境外消费转移的延续。

图6： 2021 元旦离岛免税日均销售额及客单价



资料来源：海口海关，新时代证券研究所

5、 三亚、海口各增一家免税新店，海口国际免税城完成封顶

全岛新增 6 家免税店，2 家为中免所有。根据 2020 年 12 月 28 日四部委批复，同意在海南省内新建 6 家免税店，3 家位于三亚市，3 家位于海口市。中免在三亚、海口各占其一，分别为三亚凤凰机场店和海口美兰机场二期店。三亚凤凰机场店已经如期开业，而海口美兰机场二期店将随着机场运营后正式开业，届时海南将形成一岛十店格局，中免独占 6 家。

海口免税城计划 2022 年开业，面积为三亚免税城 2 倍。据中国新闻网报道，去年 12 月 31 日，中免旗下海口国际免税城项目免税商业中心钢结构顺利封顶。海口国际免税城项目包括 6 个地块，位于地块五的免税商业中心系项目核心部分，建筑面积达 28.9 万平方米。海口免税城将于 2022 年投入使用，营业面积为三亚免税城的 2 倍，成为全球新的最大的单体免税城。这将为中免未来业绩增长带来新引擎。

中免旗下免税店未来将继续扩容。根据去年 11 月 16 日印发的《海口市落实海南省促消费七条措施的工作方案》，海口市计划在日月广场新增免税店面积 5 万平方米，同时引进增加奢侈品牌。2021 年 1 月 22 日，海发控同日月广场签约，旗下免税店正式入驻日月广场，海发控位于日月广场的免税店分布在水瓶座 1-3 层及摩羯座 1-2 层，总面积 38920 平方米。依此推测，未来中免日月广场店或仍有 1 万平方米左右的扩容空间。另据 21 世纪经济报道，三亚凤凰机场免税店于去年 12 月 30 日正式开业，首期营业面积 800 平方米，后期将持续扩容至 6000 平米。

表1： 中免海南离岛免税店布局

城市	数量	离岛免税店	位置	营业面积（平米）	开业时间
海口	4	日月广场免税店	海口日月广场	2.2 万	2019
		海口国际免税城	新海港附近	预计 14 万左右	预计 2022
		美兰机场免税店	美兰机场 T1 航站楼	1.4 万	2019 前
		美兰机场二期免税店	美兰机场 T2 航站楼	9300	待机场运营
三亚	2	海棠湾免税购物中心	海棠湾	7.2 万	2019 前
		三亚凤凰机场免税店	凤凰机场	800，预计将扩容至 6000	2020/12/30
琼海	1	博鳌免税店	博鳌亚洲论坛景区	4200	2019

资料来源：南海网，新时代证券研究所

6、 2021 年离岛免税销售有望达 700 亿，继续翻倍增长

政策红利叠加市场扩容，2021 年离岛免税销售有望继续翻倍。2021 年全岛将坐拥 10 家免税店，合计营业面积超过 21 万平方米。市场扩容有望进一步提高免税供给能力、优化供给效率，并促进适度有序竞争，倒逼运营提升与服务改善，加深行业渗透。海南省 2021 年将用好离岛免税购物“邮寄送达”、本岛居民“离岛寄存、返岛提取”和免税购买进境商品等政策，力争免税销售突破 600 亿元；“十四五”时期，完善全岛免税销售网络，实现国外商品和国内购买力充分对接，吸引免税购物回流 3000 亿元。

根据免税销售规模=购物人次 × 客单价来测算：

1）购物人次：2021 年疫情影响基本消除，免税购物人次预计保持 2020H2 的增速，全年增长 60%，购物人次达到 775 万。

2）客单价：2020 年客单价已达 6128 元，同比增长 73%。考虑免税品结构进一步优化，箱包、手表、首饰、电子产品等高价商品占比进一步提升，化妆品购买的件数和金额也将继续增长，2021 年客单价有望增长 25%，达到 7660 元。

据此测算 2021 年海南纯免税品销售可达 594 亿。另外，有税品销售在 2020 年达 52 亿，同比增长 4 倍，2021 年在市场扩容背景下有望继续翻倍，达到 100 亿。因此，2021 年离岛免税总销售额（含有税）将达到 694 亿元，同比增长 112%，继续翻倍增长。

目前，市场上有 10 家免税店，中免占 6 家且都是最好的地段。我们预计中免的市占率将从 100%可能降至 90-95%，免税销售规模预计在 630-650 亿区间，仍是市场绝对霸主，龙头地位含义撼动。

表2： 2021-2022 年离岛免税（含有税）销售规模预测

测算指标	2019	2020E	2021E	2022E
购物人次(万人)	379	448.4	775	1007.5
yoy	33%	19%	60%	30%
客单价（元）	3542	6128.3	7660	9192
yoy	2%	73%	25%	20%
免税品销售额（亿元）	134	275	594	926
yoy	35%	103.7%	116%	56%
有税品销售（亿元）	10	52	100	130
离岛免税总销售额（亿元）	144	327	694	1056
yoy		127%	112%	52%

资料来源：海口海关，海南省商务厅，新时代证券研究所

7、 盈利预测与投资建议

中国中免三季报显示，前三季度营收为 351.38 亿元，同比下降 2.81%；净利润为 31.64 亿元，同比下降 24.93%。第三季度公司实现营收 158.29 亿元，同比增长 38.97%；实现归属于上市公司股东的净利润 22.34 亿元，同比增长 141.90%。第三季度业绩增长超出预期，表明离岛免税爆发式增长推动公司业绩加速的强劲动力正在显现。

目前，公司 2020 年 12 月及全年的离岛免税销售业绩斐然，超出预期，且持续走高，预计 2021 年销售劲增趋势不改，同比增速仍可以接近翻倍。

我们预计公司 2020-2022 年实现营收 600.3 亿元、1020.08 亿元、1260.1 亿元，同比增长 25.1%、69.9%、23.5%; 归母净利润分别为 52.15 亿元、102.03 亿元、132.01 亿元，同比增长 12.7%、95.7%、29.4%。对应 PE 分别为 92、47、36 倍。维持“强烈推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**19578**	**22246**	**27756**	**37311**	**51642**
现金	11289	11906	15988	19014	43236
应收票据及应收账款合计	979	800	800	830	855
其他应收款	607	919	991	1327	1239
预付账款	693	381	964	1153	931
存货	5943	8060	8833	14807	5201
其他流动资产	67	180	180	180	180
非流动资产	**7269**	**8442**	**9208**	**11593**	**12776**
长期投资	284	255	258	287	329
固定资产	1932	1632	2213	4162	5016
无形资产	1202	2504	2735	2975	3272
其他非流动资产	3851	4051	4003	4170	4160
资产总计	**26847**	**30687**	**36964**	**48904**	**64418**
流动负债	**7793**	**7961**	**10060**	**10506**	**12159**
短期借款	289	224	234	251	268
应付票据及应付账款合计	2859	3537	3549	3549	3549
其他流动负债	4645	4200	6278	6707	8342
非流动负债	**470**	**415**	**415**	**415**	**415**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	470	415	415	415	415
负债合计	**8263**	**8377**	**10476**	**10922**	**12574**
少数股东权益	2349	2421	2789	5443	7317
股本	1952	1952	1952	1952	1952
资本公积	3844	3852	3852	3852	3852
留存收益	10414	13961	2186	25519	35276
归属母公司股东权益	16235	19890	15136	32539	44527
负债和股东权益	**26847**	**30687**	**17322**	**48904**	**64418**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2722**	**2926**	**6908**	**7468**	**27956**
净利润	3935	5415	5583	12856	15075
折旧摊销	371	408	432	582	761
财务费用	-7	11	381	277	814
投资损失	-51	-965	-75	-112	-164
营运资金变动	-1775	-2150	661	-6100	11526
其他经营现金流	249	208	-75	-36	-56
投资活动现金流	**-1906**	**-1099**	**-1049**	**-2820**	**-1724**
资本支出	1582	1498	689	2321	1086
长期投资	9	7	-3	-26	-42
其他投资现金流	-316	406	-363	-524	-680
筹资活动现金流	**-1149**	**-1646**	**-1776**	**-1622**	**-2011**
短期借款	187	-65	10	16	18
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	8	0	0	0
其他筹资现金流	-1337	-1589	-1787	-1639	-2028
现金净增加额	**-247**	**267**	**4082**	**3026**	**24221**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**47007**	**47966**	**60030**	**102008**	**126010**
营业成本	27518	24273	31187	43380	53420
营业税金及附加	659	772	801	1416	1806
营业费用	11601	14904	18849	37616	46447
管理费用	1601	1549	1801	3366	5292
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-7	11	381	277	814
资产减值损失	298	-378	-102	-214	-441
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	37	69	53	34	44
投资净收益	51	965	75	112	164
营业利润	**5426**	**7109**	**7240**	**16315**	**18879**
营业外收入	25	66	12	89	78
营业外支出	116	14	273	333	113
利润总额	**5336**	**7160**	**6979**	**16070**	**18844**
所得税	1401	1746	1396	3214	3769
净利润	**3935**	**5415**	**5583**	**12856**	**15075**
少数股东损益	840	786	369	2654	1874
归属母公司净利润	**3095**	**4629**	**5215**	**10203**	**13201**
EBITDA	5386	7225	7030	16164	19122
EPS（元）	1.59	2.37	2.67	5.23	6.76

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	66.2	2.0	25.1	69.9	23.5
营业利润(%)	40.8	31.0	1.9	125.3	15.7
归属于母公司净利润(%)	22.3	49.6	12.7	95.7	29.4
获利能力					
毛利率(%)	41.5	49.4	48.0	57.5	57.6
净利率(%)	6.6	9.7	8.7	10.0	10.5
ROE(%)	21.2	24.3	21.1	33.8	29.1
ROIC(%)	101.0	80.9	81.6	98.6	-3926.5
偿债能力					
资产负债率(%)	30.8	27.3	28.3	22.3	19.5
净负债比率(%)	-58.2	-50.9	-58.3	-48.6	-82.3
流动比率	2.5	2.8	2.8	3.6	4.2
速动比率	1.7	1.7	1.8	2.0	3.7
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.7	1.8	2.4	2.2
应收账款周转率	48.8	53.9	75.0	125.2	149.6
应付账款周转率	10.7	7.6	8.5	8.5	8.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	2.67	5.23	6.76
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	1.53	3.54	3.82	14.32
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	12.14	16.67	22.81
估值比率					
P/E	181.1	121.1	107.5	54.9	42.4
P/B	34.5	28.2	23.6	17.2	12.6
EV/EBITDA	102.5	76.3	77.9	33.9	27.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚轩杰，社服行业首席分析师，中国人民大学硕士，5 年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/