推荐 评级

民生证券 MINSHENG SECURITIES

紧握免税政策大年主线 ——社服/交运 2020年中期投资策略

分 析 师： 顾熹闽 执业证号：S0100519080001

2020年7月15日

风险提示：政策、项目推进进展不及预期；宏观经济持续下滑



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

■ **免税：政策催化大年，“新零售”赋能驱动长期效率提升。**

中国免税政策风起云涌，但我们依旧看好龙头价值：

（1）伴随中国免税业成长的边界已经打开，新的离岛免税政策+即将落地的国人市内免税政策之下，我们预计国内免税市场销售规模应在1500亿之上，较2019年增长3倍以上。而伴随行业规模的扩大，已经卡位并形成规模优势的龙头中免最为受益；

（2）伴随牌照的增加，我们也必须直面竞争格局变化带来的影响。但中韩两国不同客源属性，决定了中国免税业不会照搬韩国免税业发展路径，未来中国免税业必将迎来一个良性、适度的竞争环境，各家免税持牌公司将携手助力国家消费回流之大方针。从这一角度看，无论是龙头公司中国中免，还是已经获得免税经营资质的王府井、老牌免税运营商格力地产（珠海免税集团）、潜在资质获得者百联股份等公司均将受益。

■ **机场：非航免税平滑产能周期**

核心枢纽机场商业模式已经完成从航空性业务向非航业务的转变，在垄断庞大流量背景下，免税业务较好的成长性和远期空间有望平抑产能投放对机场盈利带来的周期性波动。推荐*上海机场、白云机场、深圳机场。*

表：重点公司盈利预测表

行业	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2020.7.14	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
免税	601888	中国中免	190.00	2.38	1.96	3.59	79.8	96.9	52.9	推荐
	600185	格力地产	14.91	0.27	0.18	0.41	55.2	82.8	36.4	推荐
	600859	王府井	70.51	1.24	0.86	1.39	11.3	82.0	50.7	未评级
	600827	百联股份	23.51	0.54	0.28	0.45	16.7	85.4	52.4	未评级
机场	600009	上海机场	72.39	2.61	1.25	2.92	27.7	57.9	24.8	推荐
	600004	白云机场	16.00	0.44	0.04	0.63	36.4	400.0	25.4	推荐
	000089	深圳机场	9.82	0.29	0.10	0.49	33.9	98.2	20.0	谨慎推荐

资料来源:所列公司公司公告，民生证券研究院
注：未评级公司来自Wind一致预测

目录

1 免税：政策催化大年，“新零售”赋能驱动长期效率提升

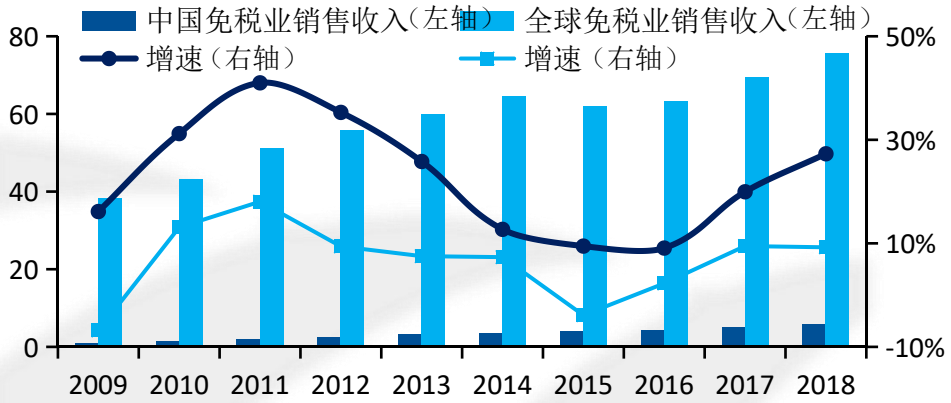
2 中国免税业成长的边界在哪里?

3 牌照增发背景下，中国免税行业竞争格局的思考

■ 中国免税业仍处于成长阶段

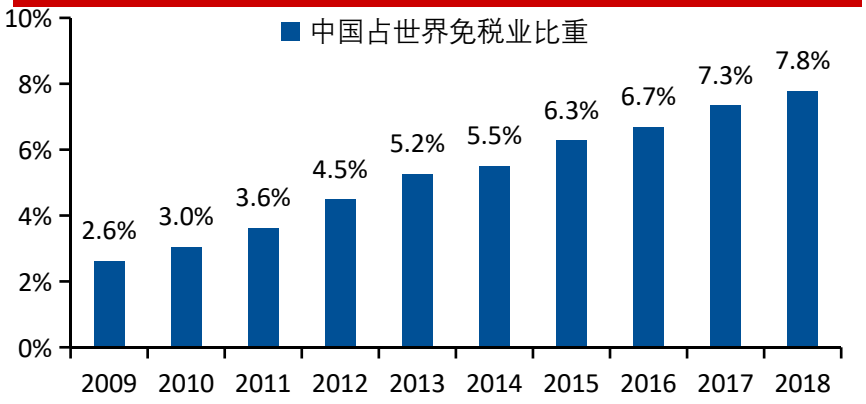
中国免税品整体销售规模占全球比重仅为7.8%；我国居民在境内的免税购物渗透率在10-23%，远低于邻国韩国。

图：中国免税业增速高于全球（十亿美元）



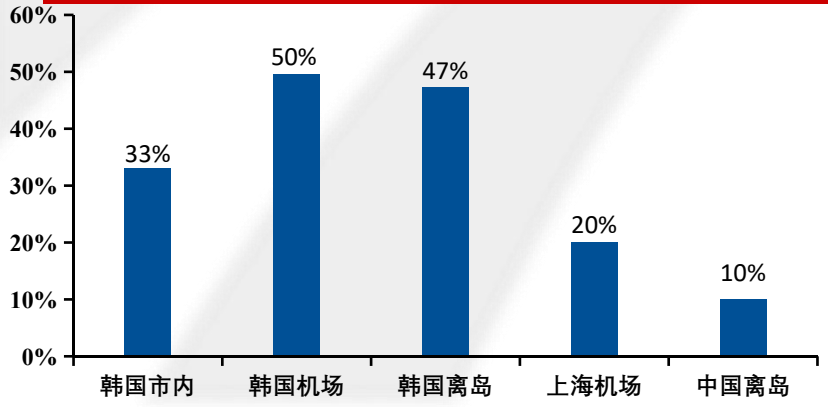
资料来源:Wind，民生证券研究院

图：中国免税业占全球比重仍然较低



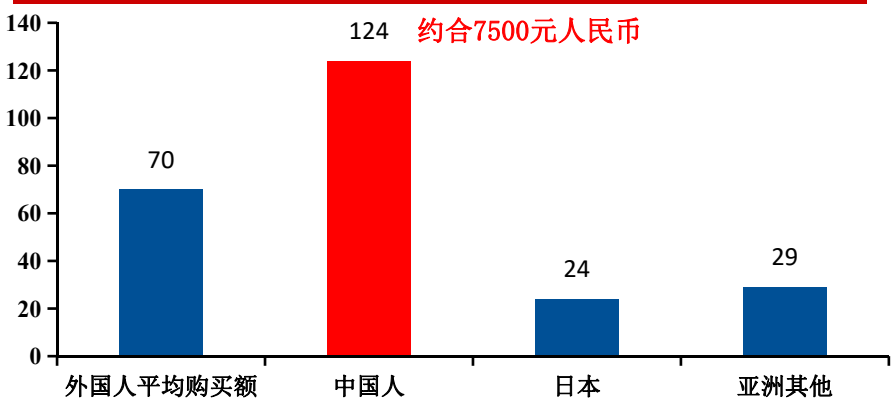
资料来源：Wind，民生证券研究院

图：中、韩居民境内不同渠道免税购物渗透率对比



资料来源：KDFA，民生证券研究院

图：中国旅客在仁川机场人均免税购物金额（万韩元）



资料来源：KDFA，民生证券研究院

■ 政策驱动新一轮增长：离岛免税放宽后，市内、口岸店免税政策仍有放宽空间

随着新一轮离岛免税政策细则落地，2020上半年免税业政策催化逻辑已经兑现，我们预计下半年免税业仍有相关重磅政策落地，其中国人市内免税政策将是重中之重，预计该政策在购物额度，购物方式等方面均有超预期空间。

表：中国免税业政策梳理

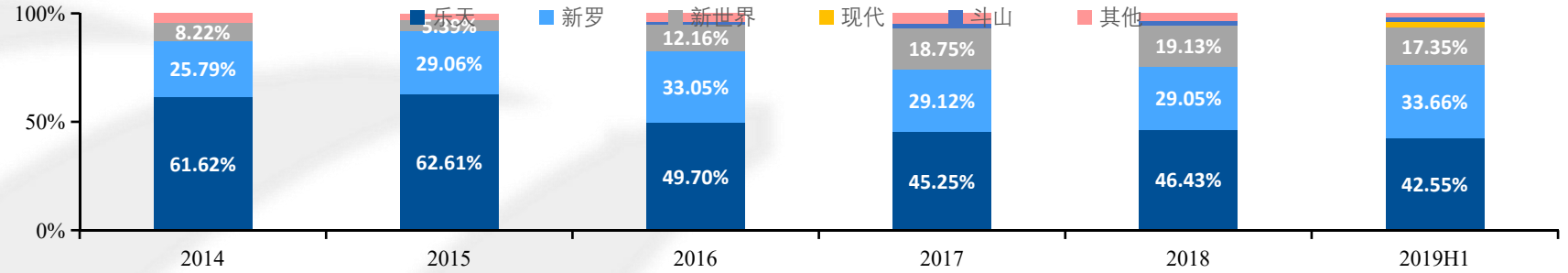
时间	政策主要内容
2000年3月	《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》坚持统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定“四统一”方针，由中免公司提出申请设立免税店，不得与外商合资。免税商品由中免集团总公司牵头统一对外谈判、询价、签约。
2005年12月	《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》免税业务由“经国务院或者其授权部门批准，具备开展免税品业务经营资格的企业”开展。
2011年3月	《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》
2012年10月	《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》
2015年2月	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》
2016年1月	《财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》
2016年2月	《关于口岸进境免税店政策的公告》国家对口岸进境免税店实行特许经营，及有限制地放开经营免税店的地域和类别限制。
2017年1月	《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》
2018年3月	《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》，招标投标活动应保证具有免税品经营资质的企业公平竞争，合理规范口岸进境免税店租金比例和提成水平。
2018年12月	《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》
2019年7月	《口岸出境免税店管理暂行办法》继续放开经营免税店的地域和类别限制，营造公平竞争氛围，综合考虑企业经营能力，甄选具有可持续发展能力的经营主体。
2020年3月	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》
2020年7月	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》

资料来源：海关总署，民生证券研究院

■ 长期关注中免在新零售业务方面的拓展，“线上+线下”模式有望对费用成本带来改善

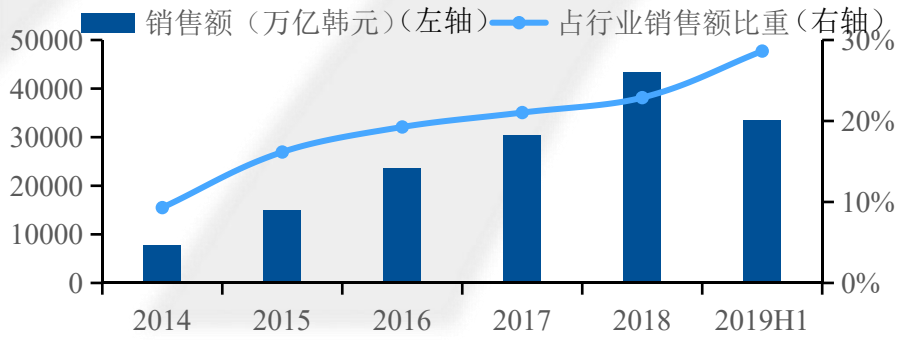
2014-2018年韩国线上免税销售增长迅猛，CAGR~54%，目前免税销售额占行业的28%，三大龙头乐天、新罗、新世界线上免税销售占比均超过20%。从国内情况看，上海机场、海棠湾免税城的销售额中仅7%~8%来自线上，而其扣点/租金费用（主要为提货点租金）远低于机场渠道，未来伴随该渠道占比提升，将进一步降低免税运营商对机场渠道的依赖。

图：韩国免税业线上免税销售竞争格局



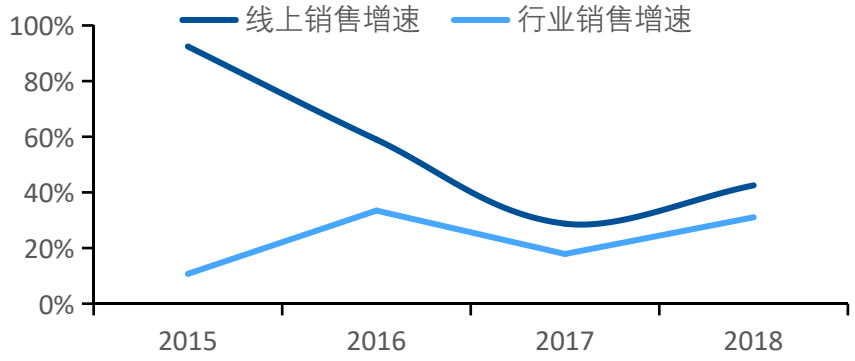
资料来源：KDFA，民生证券研究院

图：韩国免税业线上免税销售占比变化



资料来源：KDFA，民生证券研究院

图：韩国线上免税销售增速迅猛



资料来源：KDFA，民生证券研究院

■ 中国中免：会员购业务已有尝试经验，疫情之下新零售业务开启重启契机

2017年公司曾于离岛市场试水跨境电商业务，2020年疫情倒逼下，回头购以“会员购+离岛补购”模式重新出现，而实际上对新零售业务的布局，公司筹谋已久。2017年中免曾于海南推出跨境电商平台（CDF回头购），通过直采+直营+直邮+实体店的贴税销售模式进行。但彼时受制于政策、物流仓储成本等原因，对跨境电商模式的试水浅尝辄止。受疫情影响，自2020年3月起，公司在机场和离岛免税两大渠道开放类跨境电商购物模式。其中，在机场渠道主要通过会员购模式，为客户提供直邮到家的免税品购买服务；离岛层面，则以线上补购商城方式出现。但二者均为公司贴税销售。

中免自2019年以来在内部已成立新零售事业部，并提出“结合新零售积极拓展线上营销模式，打造线上增长点”的发展战略：进一步明确新零售业务模式和发展方向，完成所有大型门店的上线工作，借助外部平台进行线上客户引流；探索新型电商模式，大力推动会员电商业务发展。**我们认为，此次疫情恰好为加速公司推进新零售业务提供了契机，特别是政策与品牌商的支持。**

疫情期间，中免集团各渠道销售政策变化

	日上上海	日上北京	海口免税	三亚免税
购买资格	优选券（浦发/携程/玩转旅购）	会员抽奖获得资格，需曾有国际入境航班信息	180天内有离岛及免税购物证明	180天内有离岛及免税购物证明
是否有件数限制	每单限购15件，单件限购4件；每单限购20件，单件限购5件	单件商品限购8个	不限	不限
是否有金额限制	无上限，起购1500元	每单上限5000元，占用跨境电商购物总额	共用个人离岛免税额度	共用个人离岛免税额度
税费	平台全额缴纳	平台全额缴纳	平台全额缴纳	平台全额缴纳

资料来源：中国中免官网，民生证券研究院

目录

1 免税：政策催化大年，“新零售”赋能驱动长期效率提升

2 中国免税业成长的边界在哪里?

3 牌照增发背景下，中国免税行业竞争格局的思考

■ 国人市内免税政策的空间测算：京沪市内店预计可达百亿规模

剔除机场中转国际旅客后，我们预计京沪市内店规模合计约100亿，其中北京40亿、上海60亿。以目前市内进境免税店财务表现推算，未来出境市内免税店净利润率将接近20%。

京沪市内免税店完整年度盈利预测	首都国际机场	上海浦东机场	上海虹桥机场
2019年国际旅客吞吐量（万人）	**2757**	**3851**	**166**
2019年国际中转旅客量（万人）	542	576	29
2019年可覆盖客群规模（万人）	**837**	**1349**	**54**
渗透率（%）	10	10	10
购物人次（万）	**83.7**	**135**	**5.4**
客单价（元）	4500	4500	4500
	北京市内店	上海市内店	
收入（亿元）	38	63	
毛利率	50%	50%	
营业税金及附加（含特许经营费）	1.50%	1.50%	
销售费用率（含租金）	16%	16%	
管理费用率	8%	8%	
财务费用率	0.50%	0.50%	
营业利润率	24%	24%	
净利润率	**18%**	**18%**	

资料来源：首都机场、上海机场公司公告，民生证券研究院测算

国人市内免税政策的空间测算：京沪市内店预计可达百亿规模

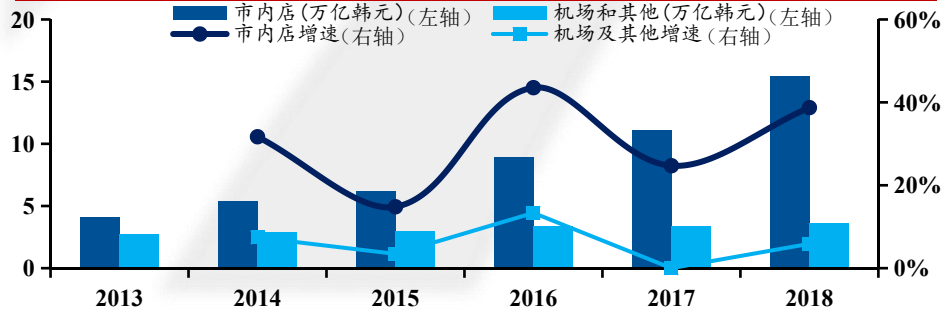
目前，中国中免五家市内免税均已获批重开，在北上等5个城市完成半年左右的试运营，目前主要针对入境的外籍旅客，销售额较为有限。此外，已获批免税品经营资质的王府井在全国重点城市拥有完备的百货物业布局，未来亦可作为其发展市内免税店的根据地。

资料来源：中国中免公司公告，民生证券研究院

表 中国中免五家免税店情况

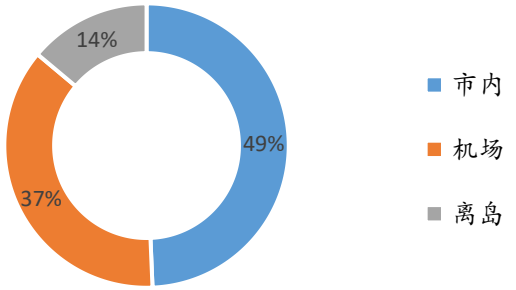
	面积（平米）	地理位置	开业时间	持股比例
北京	513	北京市朝阳公园6号路蓝色港湾购物中心17号楼	19年5月	中免集团持股51%
上海	1155	上海市即墨路和银城路交叉口尚悦湾	19年7月	中免集团持股51%
厦门	331	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层	19年5月	中免集团全资
青岛	355	青岛市市北区CBD核心区卓越大融城购物中心一层	19年5月	中免集团全资
大连	500	大连市沙河口区新星星海中心	19年5月	中免集团全资

图：2013-2018年韩国各免税渠道销售增长情况



资料来源：KDFA，民生证券研究院

图：韩国国民境内免税购物渠道（按消费金额）



资料来源：KDFA，民生证券研究院

■ 离岛免税市场规模测算：新政之下，千亿市场

化妆品购物件数增加+行邮税起征点取消，将推动客单价增长至7.8K-17K。以2019年购物人次推算，假设购物人次翻倍增长（即转化率翻倍），则离岛市场规模最乐观有望突破1000亿

客单价：仅看化妆品件数增长			
	海棠湾	海口	全岛
2019年客单价	4823	2432	3513
化妆品件均客单价（12件）	322	162	234
化妆品客单价（增加至30件）	9645	4864	**7026**

客单价：化妆品件数增加+行邮税取消			
情景一		情景二	
原精品销售额（亿）	26.98	原精品销售额（亿）	26.98
原精品购物人次（万）	38.4	原精品购物人次（万）	38.4
替换为8000*（1+行邮税起征点提升幅度）	415	新增1件8000元商品消费	30.72
现精品销售额	415	现精品销售额	57.7
原化妆品销售额	108	原化妆品销售额	108
件数增加后化妆品销售额	243	件数增加后化妆品销售额	243
最终销售额	658	最终销售额	301
客单价	**17123**	**客单价**	**7826**
增长幅度	**387%**	**增长幅度**	**123%**

资料来源：民生证券研究院测算

■ 机场仍是免税销售的重要渠道：代表公司上海机场远期销售规模300亿

假设2025年国际+地区旅客吞吐量增长至5000万（CAGR~7），每旅客购物支出维持2000-4000元区间，购物转化率由当前的20%+逐步提升至40%+，远期销售规模可至300亿。

注：表格内测算单位为亿元（除红底）

转化率/每购物旅客支出（元）	2000	2100	2500	3000	4000
39%	194	204	*242*	291	388
40%	199	209	*249*	298	398
45%	*224*	*235*	*280*	*336*	*448*
50%	249	261	*311*	373	497
60%	298	313	*373*	448	597

资料来源：民生证券研究院测算

■ 白云机场远期免税销售空间分析

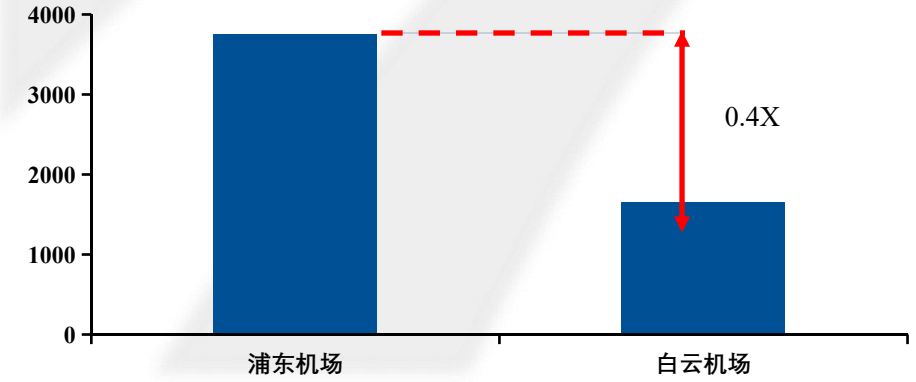
以有税推免税，目前白云机场客单价尚有翻倍空间。我们对比了不同城市常住人口在有税市场上对中高端化妆品的消费能力，结果表明广州、深圳两座城市的常住居民，在中高端化妆品上的人均消费支出，分别是上海的55%和51%，而目前白云机场旅客的免税购物客单价仅为浦东机场的25%。同时，目前上海机场与白云机场在国际+地区旅客吞吐量、免税经营面积上的比例也高于客单价比例。

资料来源：Wind，国家统计局、民生证券研究院

表 上海、广州、深圳有税市场情况

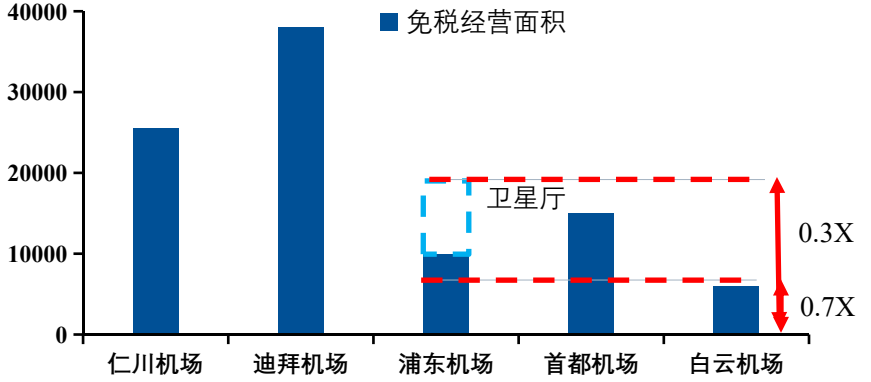
	中高端化妆品销售额占全国比重	有税市场销售规模（亿）	规模对比	常驻人口人均支出（元）	人均对比
上海	8%	64	100%	266	100%
广州	3%	21	33%	146	55%
深圳	2%	17	26%	135	51%

图：白云机场与浦东机场国际+地区旅客吞吐量（万人次）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图：主要枢纽机场免税经营面积（平方米）



资料来源：Wind，民生证券研究院

■ 白云机场远期免税销售空间分析

整体而言，我们认为白云机场与浦东机场在免税经营上的差距，主要受国际+地区旅客吞吐量、免税经营面积、免税经营效率等多方因素影响。而从当前免税销售额看，白云机场免税仍处在成长初期阶段，且作为中免集团在枢纽机场中唯一全资控股的免税店，意义特殊，叠加机场方同样对培育白云免税品牌极为重视，我们判断未来白云机场免税销售额有望提升至60亿+。

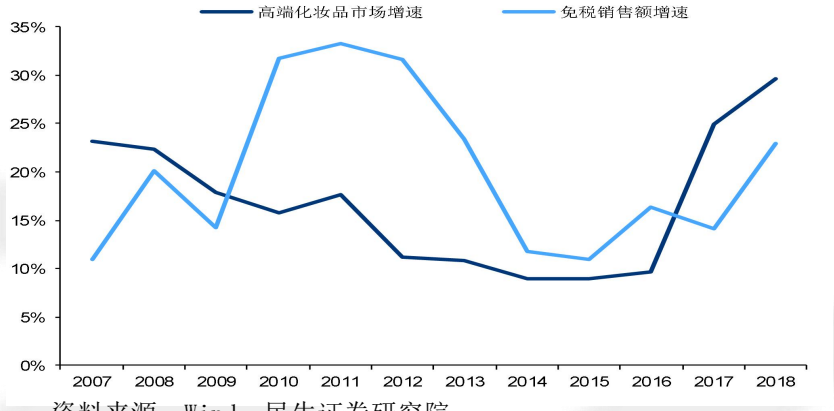
白云机场	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国际旅客吞吐量（万人次）	1820	2002	2202	2378	2545	2697	2832
客单价（元）	99	125	144	165	190	209	219
销售额（亿元）	18	25	32	39	48	56	62
浦东机场	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国际+地区旅客吞吐量（万人次）	3881	4226	4591	4905	5195	5477	5734
客单价（元）	398	438	481	506	531	557	585
销售额（亿元）	154	185	221	248	276	305	336
客单价：白云/浦东							
比值	25%	29%	30%	33%	36%	37%	37%

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

中国免税业成长的边界在哪里？

- 本轮机场免税销售高景气周期主要受益于高端化妆品市场回暖，转化率的提升则与运营商的经营优化，以及移动化浪潮下，信息透明度整体提升相关。

图：高端化妆品市场增速与免税市场增速



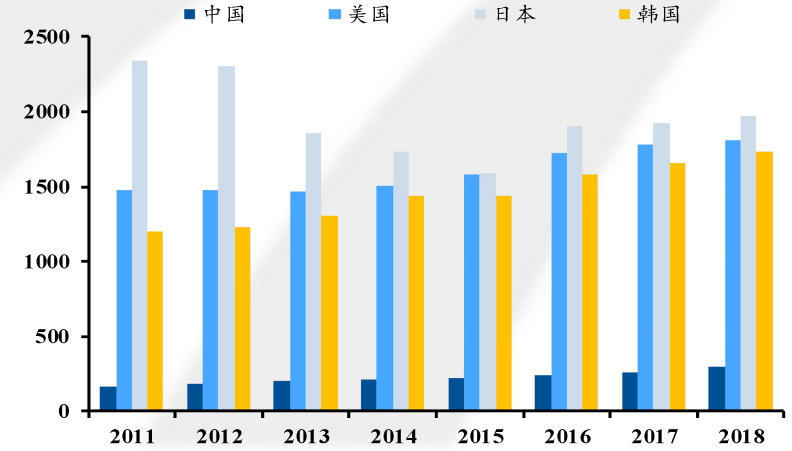
资料来源：Wind，民生证券研究院

图：日上免税百度搜索指数（2015年6月1日至今）



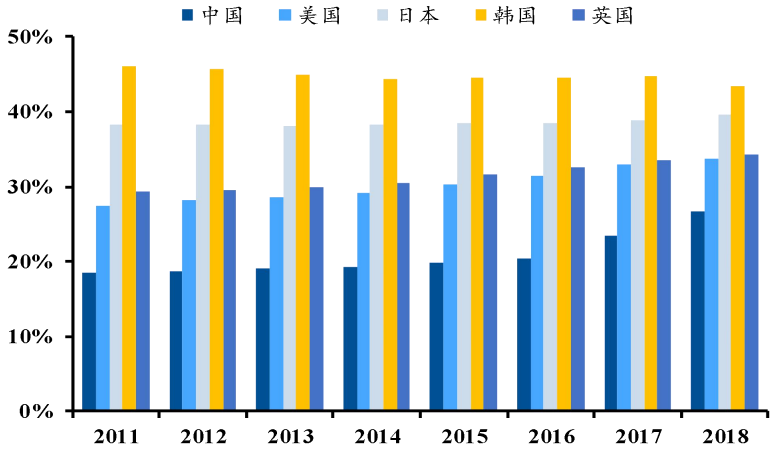
资料来源：百度指数，民生证券研究院

图：中国人均化妆品消费增长潜力巨大（美元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图：各国高端化妆品销售额占行业整体比重



资料来源：Wind，民生证券研究院

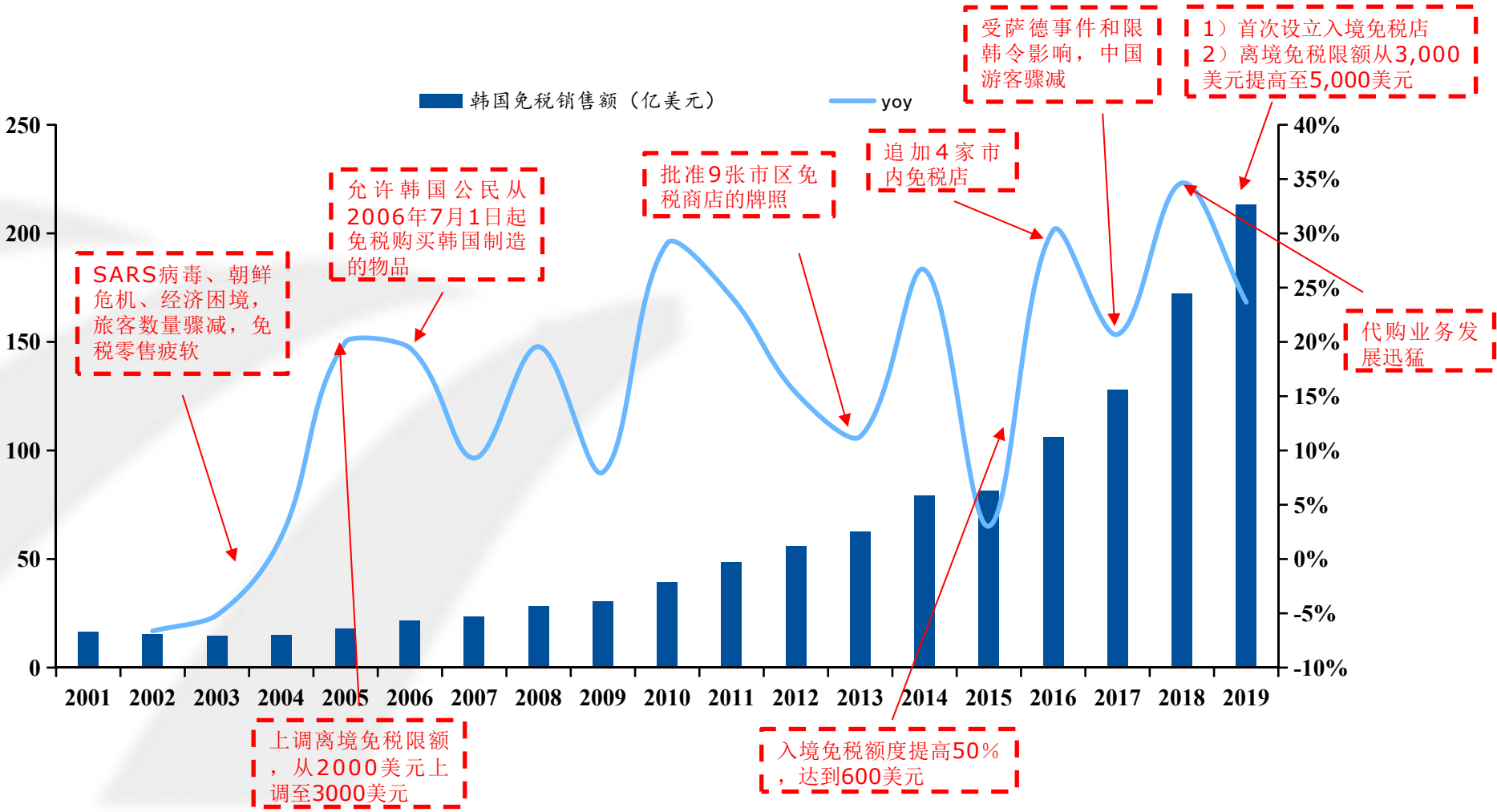
目录

1 免税：政策催化大年，“新零售”赋能驱动长期效率提升

2 中国免税业成长的边界在哪里？

3 牌照增发背景下，中国免税行业竞争格局是否恶化？

韩国免税业20年发展之趋势



资料来源：KDFA，民生证券研究院

■ 韩国免税业政策自2013年开始逐步走向放开

资料来源：KDFA，民生证券研究院

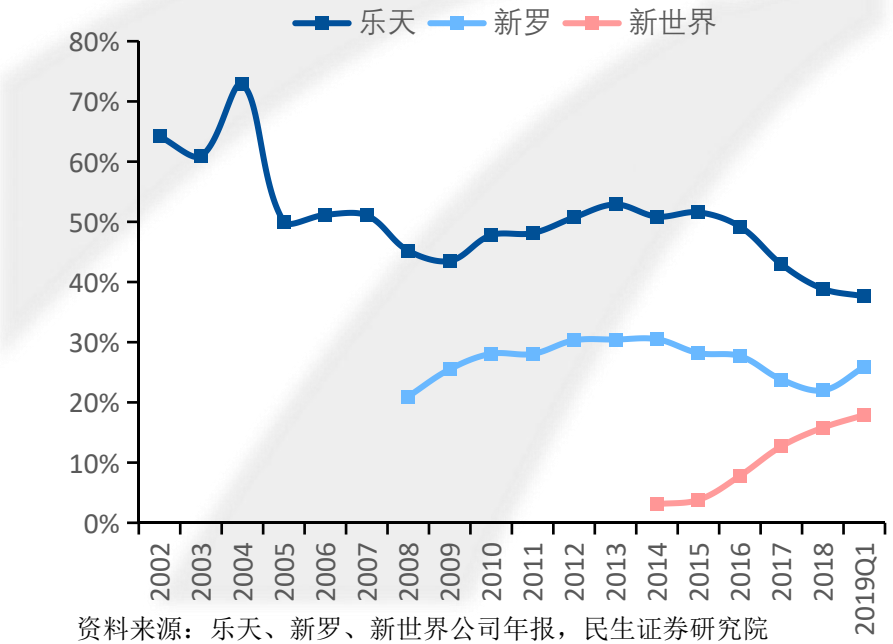
时间	政策内容
2013年1月	2012年10月：发布了在13个省创建的新市区免税执照的申请详细信息，以帮助满足外国游客日益增长的需求。（省份为仁川，大邱，光州，大田，蔚山仁川，京畿道，江原道，忠清北道，忠清南道，全罗北道，全罗南道，庆尚北道和庆尚南道） 2013年1月：**已预先批准9张开设新市区免税商店的牌照**，可能很快会有另外四家公司（光州，江原道，忠清南道，全罗北道）获得批准。 *新运营商仅限于中小型企业，因此不包括该国的旅游零售巨头，例如乐天和新罗。**（此前只有首尔6，釜山2和济州2家有市内免税牌照）**
2013年9月	市内免税店：对没有申请或主动退还专利权的仁川、光州、全南、全北、庆北、江原等6个地区追加设立市内免税店的机会（仍是只有中小企业可以申请）； 外交免税店：外交官免税店的专利申请对象也仅限于中小中坚企业，地点为首尔。
2013年10月	为改善以大企业为中心的现行免税产业的问题，发布了《通过免税产业来改善中小企业（以下简称“中小”）成长支援对策》 1） 原有免税店的专利(最长5年)到期时适用新的专利程序； 2）目前只有7家中小企业运营免税店，到18年扩大到15家以上，并加强对新进入的中小免税店的营业和稳定运营的支援； 3）为了限制现有免税店盲目扩大面积和扩大国产中小企业产品的免税店销售，扩大面积的40%以上销售中小企业产品，新进入中小型免税企业适用放宽标准*。 *将目前免税店总面积的12%用于销售中小企业产品扩大到18年为止的25%
2015年1月	**追加4家市内免税店：**首尔3家，济州岛1家；其中，首尔2家允许大企业竞争，济州岛和首尔另外1家仅针对中小型企业。 2015年7月公布竞选成功名单：首尔2家为Shilla和Hanwha Galleria Time World，首尔中小型企业为SM Duty Free Shop，济州岛为济州旅游组织，牌照期限为5年，中小型企业可以在5年内一次续签一次，因此最长可以运营10年。
2015年8月	即将有4家市内免税店牌照与2015年年底到期，分别为： 1）WalkerHill免税店：11月16日 2）新世界百货釜山：12月15日 3）乐天总店：12月22日 4）乐天世界：12月31日 2015年11月公布首尔（3）、釜山（1）、忠南（1）市区免税牌照竞选结果： WalkerHill Duty Free已将其首尔牌照转让给新世界免税，新世界保留釜山牌照；乐天世界牌照由斗山集团（Doosan Group）购得；忠南新牌照由Df Korea Co.Ltd.获得；牌照期限为5年。
2016年3月	韩国政府宣布了与免税行业有关的几项重大政策修订，旨在提高该行业的竞争力并限制更大的参与者的市场主导地位。 1）许可期限从五年增加到十年，将翻一番 2）许可从现在开始将自动续签（适用于符合规定的运营商） 3）主要参与者的许可费用将提高，但适用的门槛将提高 4）许可费用将在站点上按场地依据。例如，对于新罗免税店，将在其中忠和济州两地分别收取费用，而乐天的收费将以类似的方式计算。
2016年5月	韩国海关总署决定在**首尔增设4家市区免税商店，其中一间将对中小企业进行竞争，釜山和江原市区各设置1家免税店**，以振兴旅游业并促进投资和就业。 2016年12月公布结果：首尔3家为现代百货免税店、新世界、乐天免税；首尔中小企业为顶级城市免税店；釜山和江原分别为釜山免税有限公司、alpensia

■ **牌照增加是韩国免税市场竞争格局恶化的主要原因吗？**

（1）市场份额的变化自2016年开始产生，“大鲶鱼”新世界百货进入首尔市内免税市场，搅动行业竞争格局；

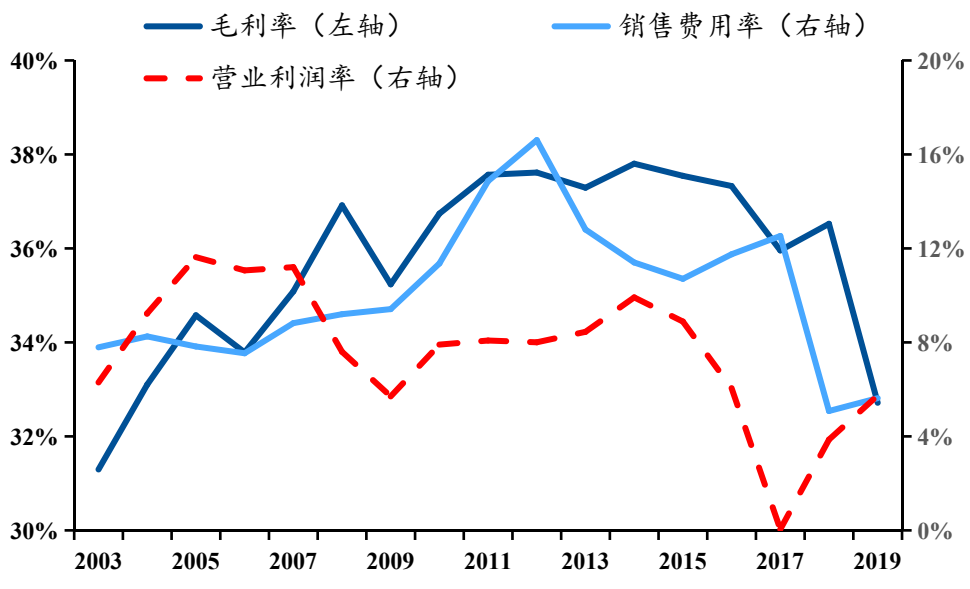
（2）但不可忽视的是，2017年起韩国免税行业的外部环境出现剧变，中国代购占比增加，运营商的净利润率开始降至低个位数（代购返点主要计入营业成本）。

图：韩国三大免税运营商市场份额变化



资料来源：乐天、新罗、新世界公司年报，民生证券研究院

图：乐天免税板块主要财务指标

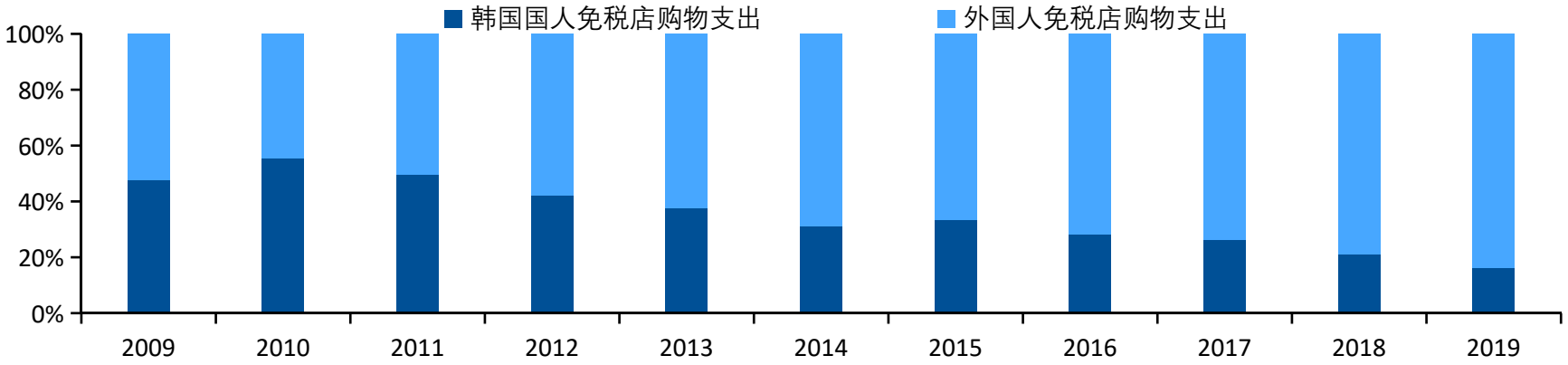


资料来源：乐天公司年报，民生证券研究院

牌照增发背景下，中国免税行业竞争格局是否恶化？

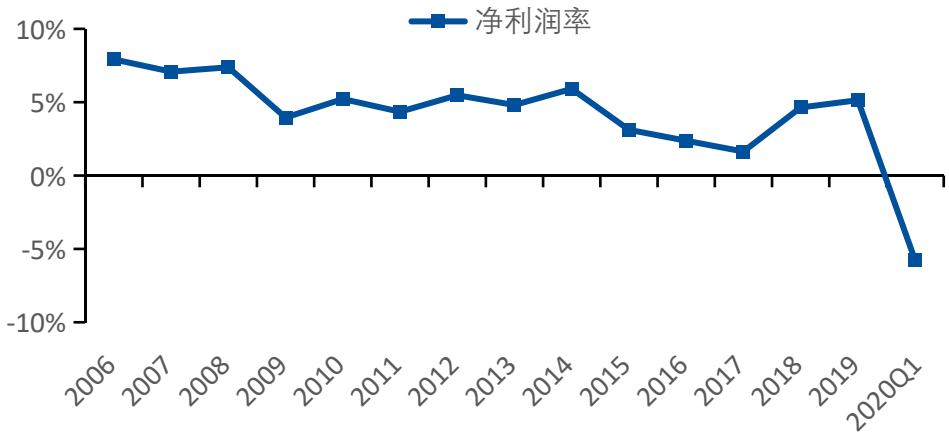
■ 牌照增加是韩国免税市场竞争格局恶化的主要原因吗？

图：韩国本地及国外免税店购物支出变化



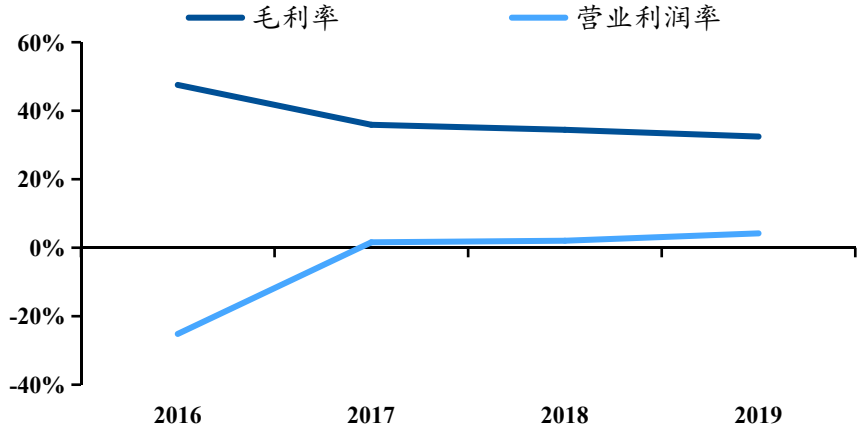
资料来源：KDFA，民生证券研究院

图：新罗免税业务净利润率变化



资料来源：新罗公司年报，民生证券研究院

图：新世界免税业务财务指标



资料来源：新世界公司年报，民生证券研究院

■ 一个牌照准入制的消费行业对比：澳门博彩业

澳门博彩业的发展历史，也许可以为我们提供一个新的分析视角：

（1）牌照准入制，完全垄断➡垄断竞争；（2）VIP业中介人类似代购角色，为赌场提供客源

图：澳门博彩业发展历程



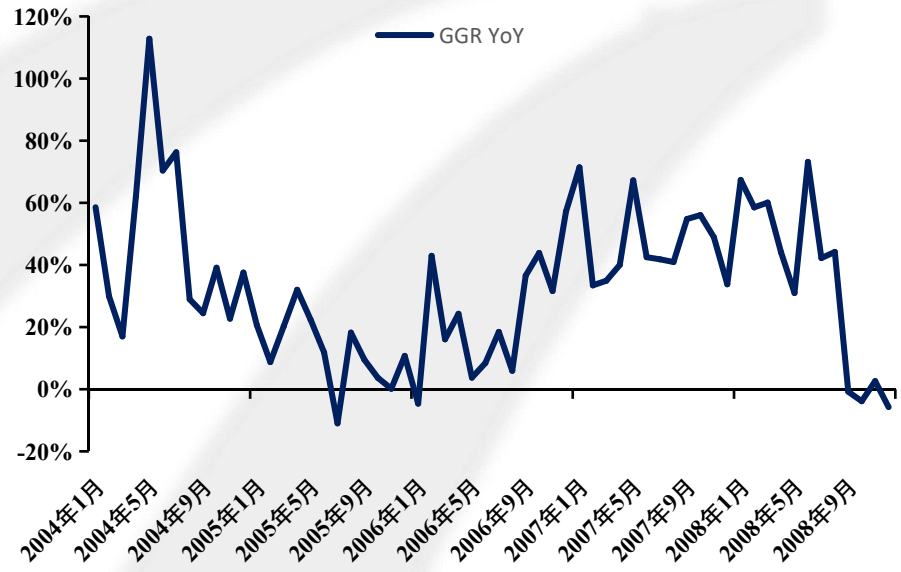
资料来源：DSEC，澳门博彩监察协调局，民生证券研究院

■ 一个牌照准入制的消费行业对比：澳门博彩业

（1）各家博彩运营商只在VIP业务上出现过恶性价格战（2004-2008年），因为VIP业务本质是一个To B业务，客源来自中介人。一旦行业增速放缓，运营主体增加，竞争将迫使博彩运营商通过提高佣金率的方式吸引中介人为自己带来更多VIP客源。

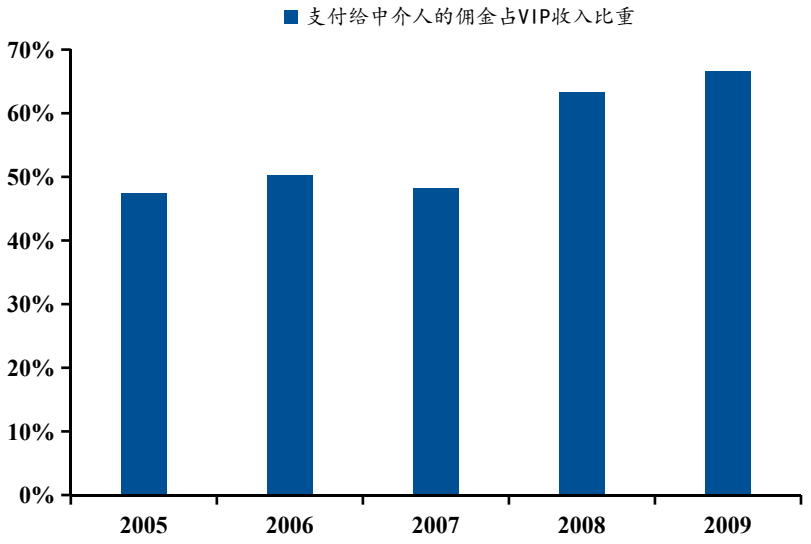
（2）针对C端客户的中场业务，从未出现价格战，博彩运营商主要通过丰富非博彩元素，以吸引旅客。

图：澳门博彩业毛收入月度增速



资料来源：DSEC，民生证券研究院

图：澳博控股VIP业务佣金率



资料来源：澳博控股公司年报，民生证券研究院

■ 结论：

（1）“水大鱼大”，行业高速增长阶段，价格战的必要性不高，因运营商门店的KPI考核任务完成难度低；

（2）中韩之间客源结构的不同，是决定是否出现价格战的关键：

韩国免税市场代购为主，TO B属性明显，中国代购挟中国市场需求，换取更高佣金，是韩国免税业出现价格战的核心因素，进而拖累免税运营商之净利润率。

中国免税业以国内终端零售顾客为主，议价能力不强，难以形成一致的价格同盟。同时，在以本国居民为主的客源市场，品牌商考虑其有税市场利益，无法漠视免税运营商之间的价格战。

（3）综上所述，我们认为国内免税业在适度开放的背景下，难有恶性价格战出现，正常的促销活动带来的销售规模扩大，反过来可为免税运营商争取到更好的采购价格，给予终端顾客更多利益，符合国家推动免税行业发展的目标与初心。

- **分析师简介**

顾熹闽，民生证券研究院社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺：

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。