政策超预期或促离岛免税规模达 600 亿，中免业绩有望加速增长

——中国中免公司点评

公司点评

● 事件：离岛免税细则宽松程度大幅超预期

2020 年 6 月 29 日，财政部等发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，自 2020 年 7 月 1 日起实施。公告明确：1）离岛旅客每年每人免税购物额度从 3 万提至 10 万元，不限次；2）购物品种从 38 种增至 45 种，增加电子消费、酒类等 7 类商品；3）取消单件商品 8000 元免税限额规定；4）大幅减少单次购买数量限制，除限定化妆品（30 件）、手机（4 件）和酒类（1500ml）单次购买数量外，其他商品不限数量；5）鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营等。

● 海南离岛免税规模或大幅增长，2022 年有望达 600 亿

随着离岛免税政策放松，国人免税消费的动力增强，离岛免税规模有望大幅增长。2019 年，海南全省免税销售额 136 亿元，同比增长 35%。全省免税购物人次 384 万人次，同比增长 33%；客单价 3542 元/人，同比增长 2%。我们预计，购物人次：2020 年增长 10%（一季度下滑明显），2021-2022 年增速为 35%、20%；客单价：2020 年增速 60%，2021-2022 年增速为 35%、20%。测算得出，到 2022 年海南离岛免税规模有望达到 600 亿元。

● 电子产品、奢侈品价格优势凸显，促客单价大幅提升

在原先政策下，多数奢侈品超出 8000 元部分需缴纳 50%的行邮税。高档精品比香化产品客单价高 20 倍以上。行邮税取消后，部分大额的腕表、珠宝、箱包和服饰价格相比原来便宜 50%，大大激发了消费者购买热情。本次免税产品种类新增电子消费类产品。以到岸价 5000 元的手机为例，如果去离岛免税店购买，不缴纳增值税和关税，价格低 23%。与去香港购买的价格相比，也低 12%（香港是零关税）。离岛免税店销售电子产品的价格优势非常明显。

● 盈利预测及投资建议

鉴于离岛免税政策大超预期，取消行邮税、件数限制和增加电子产品等品种，将极大促进海南离岛免税规模的快速增长，中免业绩有望加速增长。我们上调中国中免的盈利预测，预计 2020-2022 年公司实现营收分别为 424.45 亿元、649.75 亿元、778.64 亿元，同比增长-11.5%、53.1%、19.8%；实现归母净利润分别为 33.71 亿元、66.39 亿元、83.39 亿元，同比增长-27.2%、94%、27.5%。对应 PE 分别为 90、46、36 倍，上调至“强烈推荐”评级。

● 风险提示：政策风险、疫情及宏观经济风险、汇率风险

财务摘要和估值指标

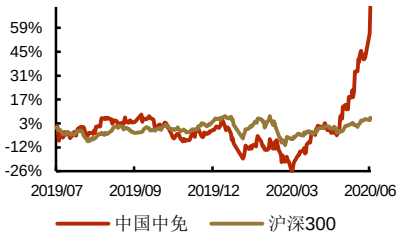
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	42,445	64,975	77,864
增长率(%)	66.2	2.0	-11.5	53.1	19.8
净利润(百万元)	3,095	4,629	3,371	6,539	8,339
增长率(%)	22.3	49.6	-27.2	94.0	27.5
毛利率(%)	41.5	49.4	46.5	50.5	50.5
净利率(%)	6.6	9.7	7.9	10.1	10.7
ROE(%)	21.2	24.3	14.9	24.8	25.1
EPS(摊薄/元)	1.59	2.37	1.73	3.35	4.27
P/E(倍)	97.2	65.0	89.2	46.0	36.1
P/B(倍)	18.5	15.1	13.8	11.1	8.8

强烈推荐（调高评级）

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

市场数据	时间 2020.06.30
收盘价(元):	154.03
一年最低/最高(元):	66.5/154.03
总股本(亿股):	19.52
总市值(亿元):	3,007.4
流通股本(亿股):	19.52
流通市值(亿元):	3,007.4
近 3 月换手率:	39.48%

股价一年走势



相关报告

《更名中国中免，战略方向全面聚焦免税业务》2020-06-18

《离岛机场市内免税三重布局，疫情不改公司长期增长逻辑》2020-06-15

1、 离岛免税细则宽松程度大幅超预期

2020 年 6 月 29 日，财政部等发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，自 2020 年 7 月 1 日起实施。公告明确：1）离岛旅客每年每人免税购物额度从 3 万提至 10 万元，不限次；2）购物品种从 38 种增至 45 种，增加电子消费、酒类等 7 类商品；3）取消单件商品 8000 元免税限额规定；4）大幅减少单次购买数量限制，除限定化妆品（30 件）、手机（4 件）和酒类（1500ml）单次购买数量外，其他商品不限数量；5）鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营等。

我们认为，此次离岛免税政策宽松程度大幅超过市场预期。此前，在《海南自贸港建设总体方案》发布后，投资者对离岛免税政策细则有过一定的预期，具体包含三个方面：一是减少购买件数限制，二是提高行邮税起征点，三是扩大购买品种。

此次政策调整，这三个方面都有涉及，且都比之前的预期大幅放松。在减少购物件数限制方面，化妆品限制从原先的单次 12 件增至单次 30 件，增长 1.5 倍；同时取消原先皮件、医疗器械产品的限制，增加手机、酒类的购买件数。除化妆品、手机和酒类外，其他所有品类购买件数全部取消。

在行邮税方面，原先预期是将 8000 元的起征点提升至 16000 元，而此次调整直接取消，不再限定单件商品 8000 元的免税限额规定，这意味着消费者购买单价 8000 元以上的奢侈品将不再缴纳高额的行邮税，对提升精品类免税品的销售增长带来非常大的利好。

在扩大品种方面，此次增加了平板电脑、手机、游戏机、电子外设（耳机等）、酒类、蜂蜜和茶等 7 种大类。特别是新增的电子和酒类均属大额消费品，且对男性群体有巨大的吸引力，有望提升离岛免税群体基数和消费规模。

表1： 政策调整前后对比

	政策调整前	政策调整后
免税购物额度	每年每人 3 万元	每年每人 10 万元
购买件数限制	化妆品：12 件； 香水 8 件； 小皮件 6 件； 手表 6 件； 医疗器械 2 件	化妆品：30 件； 手机：4 件 酒类：1500ml 其他所有品类购买件数全部取消
行邮税	起征点：8000 元	取消

资料来源：财政部，新时代证券研究所

表2： 现行免税政策梳理

实施日期	适用对象	限额及次数	商品品种	限购数量	渠道及提货
2011/4/20	年满 18 周岁，乘机离岛旅客；也包括岛内居民	限额 5000 元/人；离岛旅客 2 次/年；岛内居民 1 次/年	首饰、手表、香水、化妆品、服装、箱包等 18 种商品。	化妆品 5 件、香水 2 件、小皮件 4 件、手表 2 件	三亚市内免税店购买，机场提货
2011/12/21					海口机场免税店开业
2012/11/1	旅客年龄下调至 16 周岁	限额提高到 8000 元/人	共 21 中商品，增加美容及健身器材、餐具及厨房用品、玩具。	化妆品 8 件、香水 5 件、小皮件 4 件、手表 4 件	

实施日期	适用对象	限额及次数	商品品种	限购数量	渠道及提货
2015/3/20			增至 38 中商品，增加婴儿化妆品 12 件、香水奶粉、咖啡、保健品、家用医疗器械等 17 中商品。	8 件、小皮件 6 件、手表 6 件	
2016/2/1		限额提高至 16000 元/人；离岛旅客不限次			增加三亚海棠湾免税店、海口美兰机场免税店网上销售窗口
2017/1/15	增加铁路离岛旅客				增加海口火车站提货点
2018/4/24					增加琼州博鳌机场提货点
2018/12/1		限额提高至 30000 元/人；岛内居民不限次	家用医疗器械子类增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械等。	2 件	
2018/12/28	增加乘轮船离岛旅客				增加秀英港、新海港提货点
2019/1/19					海口市内店及博鳌市内店开业
调整前政策	年满 16 周岁的空铁海离岛旅客，也包括岛内居民	累计 30000 元/人；不限次	38 类商品	化妆品 12 件、香水 8 件、小皮件 6 件、手表 6 件、医疗器械 2 件	三亚市内、三亚机场、海口机场、海口市内及博鳌市内店
现行政策	年满 16 周岁的空铁海离岛但不离境的国内外旅客，包括岛内居民	限额提高至 100000 元/人；不限次	45 种商品	化妆品 30 件、手机 4 件、酒类 1500ml	海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店、琼海博鳌免税店、三亚海棠湾免税店

注：单件超过 8000 元的商品无行邮税

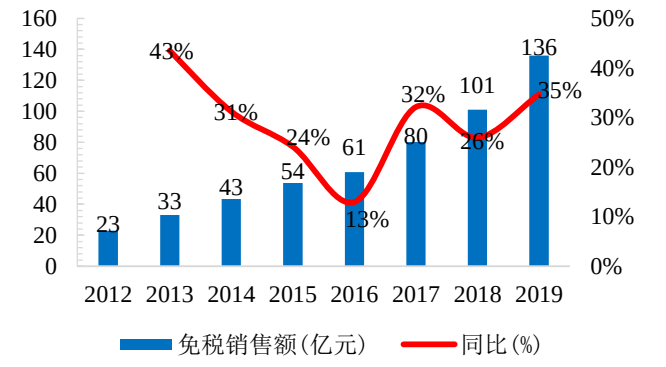
资料来源：财政部，新时代证券研究所

2、 海南离岛免税规模或大幅增长，2022 年有望达 600 亿

随着离岛免税政策放松，国人免税消费的动力增强，购物人次和客单价有可能明显上升，离岛免税规模有望大幅增长。

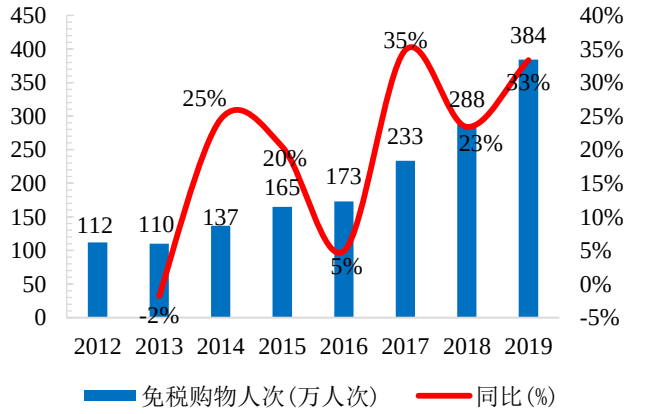
根据海南省统计局数据，2019 年，海南全省免税销售额 136 亿元，同比增长 35%。全省免税购物人次 384 万人次，同比增长 33%；客单价 3542 元/人，同比增长 2%。

图1： 2012-2019 年海南免税销售额及增长率



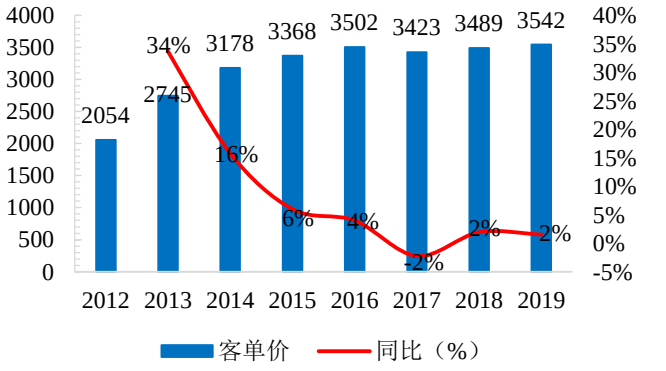
资料来源：商务部，海南省统计局，新时代证券研究所

图2： 2012-2019 年海南免税购物人次及增速



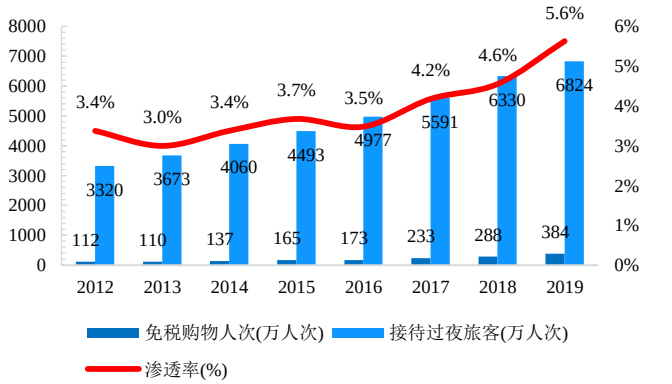
资料来源：商务部，海南省统计局，新时代证券研究所

图3： 2012-2019 年海南免税客单价及增长率



资料来源：商务部，海南省统计局，新时代证券研究所

图4： 2012-2019 年海南免税业渗透率



资料来源：商务部，海南省统计局，新时代证券研究所

离岛免税政策放松后，我们预计，到 2022 年海南离岛免税规模有望达到 600 亿元。

具体逻辑及测算过程为：

1）购物人次：离岛免税政策放松大大激发国人免税消费，加之受疫情影响出境游被限制，去海南免税购物将成为新趋势，预计 2020 年购物人次将增长 10%（一季度旅游人次下滑明显），2021-2022 年增速分别为 35%、20%。

2）客单价：今年下半年开始，由于取消行邮税和大幅放宽购物件数，2020 年客单价有望大幅增长，预计增速 60%，2021-2022 年增速为 35%、20%。

表3： 2020-2022 年海南离岛免税规模测算

测算指标	2019	2020E	2021E	2022E
购物人次(万人)	384	422.4	570.24	684.29
yoy	33%	10%	35%	20%
客单价（元）	3542	5667.2	7650.72	9180.86
yoy	2%	60%	35%	20%
免税销售额（亿元）	136	**239.38**	**436.27**	**628.24**
yoy	35%	**76.02%**	**82.25%**	**44.00%**

资料来源：海南省统计局，新时代证券研究所测算

事实上，我们对未来 3 年离岛免税规模达到 600 亿元的预测是具有现实基础的，并非随意预测。

从近期看，海南旅游市场复苏强劲，从免税销售来看，五月海南离岛免税品销售额约 20 亿，同比增 148%。

从全年看，5 月 6 日，海南省出台《关于进一步采取超常规举措确保完成全年经济目标的实施意见》，提出“积极推动离岛免税新政”以及“加快落地离岛免税购物新政策，推动中免集团全年免税品销售额突破 300 亿元”。明确的列出具体销售目标，这表明海南省政府对离岛免税非比寻常的重视程度，也反映出其对离岛免税规模快速增长的信心。

虽然 2019 年离岛免税销售额为 136 亿元，离 300 亿目标相距尚较远。但考虑疫情下出境游受制，海南在目前政策、供应商和品牌商的大力支持及中免积极营销推动的情况下，结合最新海南离岛免税政策放宽力度，我们预计 2020 年中国中免离岛免税销售额上在 200 亿元以上，甚至有望冲击 300 亿目标。

因此，未来 3 年在政策宽松和需求激发的双重利好下，海南离岛免税销售规模达到 600 亿是可期的。

3、 电子产品、奢侈品价格优势凸显，促客单价大幅提升

在原先政策下，多数奢侈品超出 8000 元部分需缴纳 50%的行邮税，中免不得不贴税销售精品，既缺乏价格优势又降低了利润率。因此，离岛免税精品类占比只有 20%左右，而香化产品占比达到 55%左右。但香化产品客单价较低，一般在 200-500 之间，与高档手表、首饰、箱包等 1 万以上的客单价相差 20 倍以上。

行邮税取消后，部分大额的腕表、珠宝、箱包和服饰具备价格优势。以高档手表为例，单价 2 万，缴纳 1 万的行邮税（税率 50%），总价 3 万。但取消行邮税后，总价只需 2 万，相比原来便宜 50%，大大激发了消费者购买热情。我们认为，行邮税取消对精品类免税商品将大幅促进客单价提升，也将带来可观的销售增量。

本次免税产品种类新增酒类、电子消费类产品（包含平板电脑类、穿戴设备、手机、电子游戏机等）共 7 类商品，其中增加电子消费类产品超出市场预期，目前离岛免税商品以香化类为主，增加电子消费类产品将扩大消费人群覆盖面，利于购物人数增加。

以到岸价 5000 元的手机为例，需缴纳 650 元增值税（税率 13%），缴纳至少 500 元关税（税率 10-30%不等），总价 6150 元。如果去离岛免税店购买，仅需 5000 元，不缴纳增值税和关税，价格低 23%。就算与去香港购买的价格相比，也低 12%（香港是零关税）。这表明，离岛免税店销售电子产品的价格优势非常明显，将大大激发国人电子产品的购买欲望。

表4： 手机、酒类产品税率

	关税	消费税	增值税
手机	普通税率 10%-30%不等，最惠国税率为 0	无	13%
酒类	普通税率 100%-180%不等，最惠国税率 0-20%不等	20%居多（从价消费税）	13%

资料来源：海关总署，新时代证券研究所

表5： 政策调整前后精品与电子产品的差价率

	政策调整前价格	政策调整后价格	差价率
手机	6150 元（国内购买，缴纳增值税和关税）	5000 元	23%
	5650 元（香港购买，0 关税）	5000	12%
高档手表	3 万（缴纳 1 万的行邮税）	2 万	50%

资料来源：三亚免税城，新时代证券研究所

4、 鼓励行业适度竞争，中免龙头地位难撼动

此次发布的政策鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。目前中免（包含日上、海免）、中出服、港中旅、深免、珠免和王府井 6 家企业拥有免税牌照，中出服、深免、珠免规模较小且没有离岛免税经营的经验，王府井尚未开展实际业务，中免占据绝对竞争优势，拥有目前全部 4 家离岛免税店，龙头地位难以撼动。

表6： 国内免税运营商牌照情况

免税运营商	牌照及主营业务
中免	机场、港口、口岸出入境免税、海南离岛免税、市内离境免税
日上	机场出入境免税：上海虹桥、上海浦东、北京首都
深免	机场、口岸出入境免税
珠免	机场、口岸出入境免税
海免	海南离岛免税
中出服/中侨	机场、市内入境免税

资料来源：wind，公司公告，新时代证券研究所

首先，中免具有先发优势。具体来看，其他竞争对手进入离岛免税没有实质障碍，但从筹划到开业，一家免税店至少需要 1 年半时间。其中，还需要财政部会同海关总署、税务总局和商务部审核并提出意见，时间周期较长。因此，今年下半年离岛免税大幅增长规模都将归中免。而明年，就算有其他免税店开业，也需要一定的培育期，对中免影响很小。到第三年，其他免税店可能对中免才能带来一定的竞争冲击。

其次，中免具有区位优势。地理位置本身就是一种流量，一种无可替代的竞争壁垒，不论是已经开业的三亚国际免税城还是海口机场店、海口市场店，以及建设中的海口免税城、计划筹建的三亚市区免税店，中免都占据了最佳地理位置，加上后续配套设施的完善，将形成以免税店为中心的大型商业娱乐圈。由于三亚、海口两大城市好的旅游资源、商场物业和空地相对有限，因此先发进入市场的中免将占据地利位置上的优势，竞争壁垒高。

最后，中免具有规模效应和供应链优势。免税店的进货成本与销售规模正相关，早期中免销售规模不足百亿时，免税品毛利率仅有 35%，而随着免税规模的快速扩张，毛利率达到了 50+%。免税店与品牌商谈判时，各个门店渠道独立定价，且不论中出服、深免、珠免和王府井原先免税规模较小，即使进入海南，其原先的成本优势并不能直接奏效，依旧需要在海南达到一定规模才能降低成本。而中免凭借先发优势，在其他品牌商进入之前，离岛免税规模已经来到数百亿级别，毛利率端能高出 10 个点左右，在同一定价的环境下，依旧有充足的营销和利润空间。

5、 盈利预测与投资建议

鉴于离岛免税政策大超预期，取消行邮税和增加电子产品等品种，取消大部分商品的购物件数限制，将极大促进海南离岛免税规模的快速增长，中免业绩有望加速增长。

预计 2020-2022 年公司实现营收分别为 424.45 亿元、649.75 亿元、778.64 亿元，同比增长-11.5%、53.1%、19.8%；实现归母净利润分别为 33.71 亿元、66.39 亿元、83.39 亿元，同比增长-27.2%、94%、27.5%。对应 PE 分别为 90、46、36 倍，上调至“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**	**25175**	**28855**	**37855**
现金	11289	11906	14361	14055	20694
应收票据及应收账款合计	979	800	800	830	855
其他应收款	607	919	431	1635	841
预付账款	693	381	570	886	858
存货	5943	8060	8833	11269	14427
其他流动资产	67	180	180	180	180
非流动资产	**7269**	**8442**	**8129**	**9453**	**10172**
长期投资	284	255	258	287	329
固定资产	1932	1632	1272	2299	2735
无形资产	1202	2504	2735	2975	3272
其他非流动资产	3851	4051	3865	3893	3836
资产总计	**26847**	**30687**	**33304**	**38308**	**48027**
流动负债	**7793**	**7961**	**8317**	**7048**	**8042**
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	4534	3249	4226
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**	**8732**	**7464**	**8458**
少数股东权益	2349	2421	2717	3813	5413
股本	1952	1952	1952	1952	1952
资本公积	3844	3852	3852	3852	3852
留存收益	10414	13961	16168	21036	27469
归属母公司股东权益	16235	19890	21855	27032	34156
负债和股东权益	**26847**	**30687**	**33304**	**38308**	**48027**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2722**	**2926**	**3972**	**2792**	**9040**
净利润	3935	5415	3667	7635	9939
折旧摊销	371	408	401	478	591
财务费用	-7	11	182	98	116
投资损失	-51	-965	-75	-112	-164
营运资金变动	-1775	-2150	-130	-5270	-1385
其他经营现金流	249	208	-75	-36	-56
投资活动现金流	**-1906**	**-1099**	**61**	**-1655**	**-1089**
资本支出	1582	1498	-391	1260	621
长期投资	9	7	-3	-26	-42
其他投资现金流	-316	406	-333	-421	-510
筹资活动现金流	**-1149**	**-1646**	**-1578**	**-1443**	**-1313**
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	-1588	-1460	-1330
现金净增加额	**-247**	**267**	**2455**	**-306**	**6639**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**47007**	**47966**	**42445**	**64975**	**77864**
营业成本	27518	24273	22708	32163	38543
营业税金及附加	659	772	566	902	1116
营业费用	11601	14904	13328	20012	23126
管理费用	1601	1549	1273	2274	2647
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-7	11	182	98	116
资产减值损失	298	-378	-72	-136	-273
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	37	69	23	54	59
投资净收益	51	965	75	112	164
营业利润	**5426**	**7109**	**4557**	**9829**	**12812**
营业外收入	25	66	12	75	78
营业外支出	116	14	273	233	113
利润总额	**5336**	**7160**	**4296**	**9671**	**12777**
所得税	1401	1746	629	2036	2838
净利润	**3935**	**5415**	**3667**	**7635**	**9939**
少数股东损益	840	786	296	1096	1600
归属母公司净利润	**3095**	**4629**	**3371**	**6539**	**8339**
EBITDA	5386	7225	4341	9759	12884
EPS（元）	1.59	2.37	1.73	3.35	4.27

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	66.2	2.0	-11.5	53.1	19.8
营业利润(%)	40.8	31.0	-35.9	115.7	30.4
归属于母公司净利润(%)	22.3	49.6	-27.2	94.0	27.5
获利能力					
毛利率(%)	41.5	49.4	46.5	50.5	50.5
净利率(%)	6.6	9.7	7.9	10.1	10.7
ROE(%)	21.2	24.3	14.9	24.8	25.1
ROIC(%)	101.0	80.9	50.5	61.6	78.1
偿债能力					
资产负债率(%)	30.8	27.3	26.2	19.5	17.6
净负债比率(%)	-58.2	-50.9	-56.2	-43.7	-50.8
流动比率	2.5	2.8	3.0	4.1	4.7
速动比率	1.7	1.7	1.9	2.3	2.8
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.7	1.3	1.8	1.8
应收账款周转率	48.8	53.9	53.1	79.7	92.4
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	1.73	3.35	4.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	1.53	2.03	1.43	4.63
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	11.19	13.84	17.49
估值比率					
P/E	97.2	65.0	89.2	46.0	36.1
P/B	18.5	15.1	13.8	11.1	8.8
EV/EBITDA	54.3	40.4	66.7	29.8	22.2

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，2017 年加入新时代证券，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	**吕荻琪　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/