

中国国旅 601888.SH

随着免税政策的逐步放开，中国国旅未来面临巨大机遇

研究结论

- **离岛免税计划五一实行，将推动公司未来收入大幅增长。**据报道，海南省省长罗保铭透露离岛退税计划于今年5月1日起正式推行。根据我们测算，2011年三亚凤凰机场旅客吞吐量预计为1125万人次，对应顾客基数为563万人次，进店率为20%，保守估计人均消费2000元，则政策实行将增加公司2011年免税品销售收入15亿元，考虑开店初期成本较高，公司三亚免税店净利润率以15%计，将新增公司净利润2.25亿元，折合每股收益0.26元，提升业绩41.27%。
- **充分挖掘内需潜力，入境免税政策有望全面推广。**在十二五期间国家将加大促进内需，通过入境免税政策，可以有效的把国人在国外巨额的奢侈品消费转到国内，公司将直接受益，据发达国家经验，入境免税业务占到出境免税业务的1/3左右。据此测算，以2009年公司免税业务销售额22亿元为基数，30%来自机场免税店估计，入境店模式将增加公司免税销售额2亿元以上，带动免税收入增长超过10%。按36%的毛利率，对应增加公司毛利7000万元左右，考虑到入境店模式运营成本较低，因此预计绝大部分毛利将转为公司的净利润。
- **进口税率下调对公司影响有限，公司有望获得政策支持。**对于近期被热议的奢侈品进口关税下调 (<http://finance.ifeng.com/news/20110303/559168.shtml>)，我们认为虽然会对公司的免税品造成一定的影响，主要是会使价差缩小影响公司产品毛利率，但影响有限，主要是因为1)从历史上看，进口税率的下调是逐步小幅下调，拥有一个较长的过程；2)比之下调进口关税的产品，免税品优势依然巨大；3)中免公司奢侈品采购量巨大，具有明显的成本优势；4)公司获得政策进一步支持的可能性大幅增强，包括入境店和市内店政策放开预期非常强烈，总体看是利大于弊。
- **海口对免税店进行布局不会对中免造成负面影响。**针对市场对海口免税店可能影响公司免税专卖权和三亚免税店的问题，我们认为这种担心是不必要的，首先，根据相关国家政策规定，任何经营单位设立免税商店需由中免公司统一向海关总署提出书面申请，并符合相关条件。因此如果没有中免公司的同意，海口想引入其他免税集团从制度上是不可行的。另外中免目前的业务重点在三亚，短期也不可能在海口设店。
- **盈利预测和投资建议：**考虑海南国人离岛免税政策2011年5月1日开始实施，我们认为将分别增加2011年和2012年净利润43.10%和78.26%，折合增加每股收益0.26元和0.54元，对应2010-2012年三年公司每股收益0.46、0.63和0.81元。目前股价对应2012年市盈率35倍，维持“买入”评级，目标价40.5元。
- **主要风险：**海南国人离岛免税政策实施晚于计划，进口税率大幅下调等。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

联系人

糜韩杰

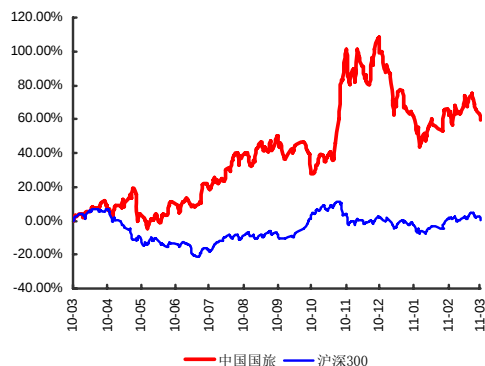
8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年3月21日)	28.70元
目标价格	40.50元
总股本/A股(亿股)	8.8
A股市值(亿元)	244.29
国家/地区	中国
行业	旅游
报告发布日期	2011年3月22日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6065	9818	12653	15212
同比(%)	4%	62%	29%	20%
归属母公司净利润	436	536	746	949
同比(%)	41%	29%	37%	27%
毛利率(%)	22.6%	18.7%	18.5%	18.6%
ROE(%)	8.4%	9.8%	12.0%	13.4%
每股收益(元)	0.36	0.46	0.63	0.81
P/E (倍)	55.80	43.09	31.34	24.63
P/B (倍)	4.71	4.22	3.75	3.31

目 录

1. 离岛免税计划五一实行，将推动公司未来收入大幅增长.....	3
2. 海口对免税店进行布局不会对中免造成负面影响.....	4
3. 把境外消费留在国内，入境免税政策有望逐步推广	4
4. 进口税率下调对公司影响有限	5
5. 盈利预测及估值	7
6. 风险因素	9

1. 离岛免税计划五一实行，将推动公司未来收入大幅增长

海南省委书记卫留成 6 日透露，海南“离岛免税”政策已初步确定，大陆居民赴海南旅游时购物限制为“一年两次，一次 5000 元”，但他希望，该幅度还可逐步提高。另据海南省省长罗保铭 5 日透露 (http://news.xinhuanet.com/travel/2011-03/06/c_121153174.htm)，离岛退税计划于今年 5 月 1 日起正式推行。“是否只针对坐飞机的旅客实行退税，免税幅度、商品种类、一年能退几次，包括针对岛内居民的购买规定等，都会有明确的政策说明。”

国人离岛退税计划于 5 月 1 日推行和我们之前在《中国国旅深度报告：免税业务空间巨大》中的预期在今年二季度推出基本一致。考虑到中国的人口基数和近些年消费和旅游的快速增长，我们认为该政策实行后将极大的拉动海南的旅游业和免税业。公司拥有目前海南唯一的大型市内免税店，将独享国人离岛免税政策带来的销售爆发式增长。

假设国内离岛免税政策在 5 月 1 日实行，2011 年三亚凤凰机场旅客吞吐量为 1125 万人次，对应顾客基数为 563 万人次，进店率为 20%，保守估计人均消费 2000 元，则海南国人离岛免税政策的实行将增加公司 2011 年免税品销售收入 15 亿元，考虑开店初期成本较高，公司三亚免税店净利润率以 15% 计，将新增公司净利润 2.25 亿元，折合每股收益 0.26 元，提升业绩 41.27%。

同时，我们按不同人均消费额和进店率对公司 2011 年每股收益的影响做了敏感性分析，从中可以发现，国人离岛免税政策对公司业绩的影响弹性是很大的，一旦超出预期，将会极大的提高公司的业绩。

表 1 2011 年不同人均消费额和进店率对公司每股收益影响的敏感性分析

		人 均 消 费 额							
		1000	1500	1800	2000	2500	3000	3500	5000
进 店 率	10%	0.06	0.10	0.12	0.13	0.16	0.19	0.22	0.32
	20%	0.13	0.19	0.23	0.26	0.32	0.38	0.45	0.64
	30%	0.19	0.29	0.35	0.38	0.48	0.58	0.67	0.96
	40%	0.26	0.38	0.46	0.51	0.64	0.77	0.90	1.28
	50%	0.32	0.48	0.58	0.64	0.80	0.96	1.12	1.60
	60%	0.38	0.58	0.69	0.77	0.96	1.15	1.34	1.92
	70%	0.45	0.67	0.81	0.90	1.12	1.34	1.57	2.24
	80%	0.51	0.77	0.92	1.02	1.28	1.54	1.79	2.56

资料来源：东方证券研究所预测

2. 海口对免税店进行布局不会对中免造成负面影响

除了国人离岛免税政策推出时间有了确切的说法外，近期经济观察报报道称，“从海口市商务局了解到，海口正对免税店进行前期的选点布局，初步考虑选点在美兰机场和大英山新商务区，并计划将大英山新商务区打造成中央商务区。据海口市商务局相关负责人介绍，尽管海南离岛免税政策还未正式出台，但海口目前的工作思路是先将硬件设施等准备工作做好做到位，力争在国家免税政策出台的同时，能在最短的时间内，用足用好免税政策，力争打造成国际购物中心。”

(http://news.xinhuanet.com/travel/2011-03/08/c_121158823_2.htm) 因此市场一度担心海口免税店开业，公司的免税业务专营权会被分摊，同时也会对公司三亚免税店造成负面影响。但是我们认为，海口免税店是不会对公司造成负面影响的，主要理由如下，

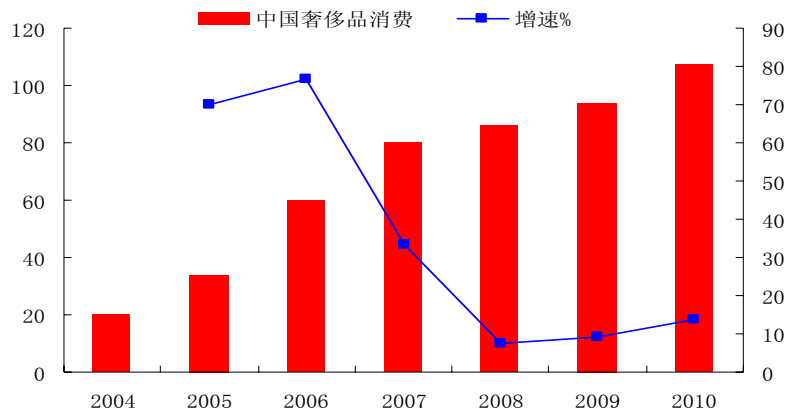
首先，根据《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》和《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》等相关国家政策的规定，我国对免税行业实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的集中统一管理政策。**经营单位设立免税商店需由中免公司统一向海关总署提出书面申请，并符合相关条件。各地方、各部门不得与外商合资、合作经营免税品商店或变相允许外商参与免税商店的经营活动。**因此如果没有中免公司的同意，海口想引入其他免税集团从制度上是不可行的，因此公司在海南的免税业务专营权不会被分摊。

其次，根据我们调研的情况，目前中免公司对于海南免税业务将会把主要精力放在三亚免税店，考虑在其他地区开设免税店，需要看三亚免税店的经营情况后再做具体安排，因此，至少短期内在海口开店的可能性很小，而且通常一般市内店从决定、选址到装修、品牌引进，需要两到三年的时间，因此我们认为短期内不会对三亚免税店造成负面影响。

3. 把境外消费留在国内，入境免税政策有望逐步推广

在十二五规划纲要中，政府明确提出，坚持实施扩大内需战略，充分挖掘我国内需的巨大潜力，加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长的新局面。在此大背景下，我们预计各种有效促进内需的措施和政策在未来会逐步推进，包括和免税相关的政策。

3月7日，在“两会”新闻中心举行记者会上，中国商务部长陈德铭表示，针对一方面中国奢侈品消费快速增长，预计2015年将超过日本成为世界上最大的奢侈品消费国，另一方面，其中主要的奢侈品消费来自中国居民在海外的购买，两者之间的矛盾，商务部正在做进一步研究，期望通过**完善国内的销售体系，加强零售市场的规范，降低国内的流通费用**，因为我国目前商品交易成本总体偏高。同时，大力培养中国自己的名牌产品，让国外的产品，特别是国外品牌在中国生产的产品，通过一些便利的手段能够直接在中国转成内销，即内销便利化，这样使老百姓能够买这些东西的时候得到更大的实惠。

图 1 中国奢侈品消费快速增长


资料来源：东方证券研究所

据新浪财经报道，2010 年中国奢侈品消费 1560 亿人民币，这其中有 55% 发生在境外。仅以英国为例，2010 年中国游客在英国花掉约 10 亿英镑(约合 112 亿人民币)。可见如果能够通过相关免税政策的实行成功的把这些消费中的一部分留在国内，将对内需市场产生巨大的推动和促进作用。

我们认为符合通过完善国内的销售体系，加强零售市场的规范，降低国内的流通费用，在免税方面主要是通过国人离岛免税政策和入境免税政策。国人离岛免税政策已计划于 5 月 1 日实行，我们预计入境免税政策的全面推广也有望提前获批。

入境免税政策通过在入境口设立免税店或者提货窗口，免去了传统模式下，本国出境旅客购买免税品必须随身携带出境并带回的不便，从而能够有效的把本国居民的购物消费留在本国。特别是在目前，国内机场免税店中有相当多的产品的价格具有相当的竞争力，有些更是全亚洲最便宜的背景下，将极大的提高本国出境旅客在国内机场免税店内的消费。(据新闻晨报报道，几乎所有在浦东日上免税行购过物的“血拼族”，在要买化妆品，根本不用出国买这点上达成一致，尤其是雅诗兰黛，日上免税行价格全亚洲最便宜。)

目前中免公司仅有厦门机场一处拥有入境店业务，深圳、广州和杭州机场正在积极申报，我们认为一旦入境免税获批全面推广，将大幅提高公司免税业务的销售收入。按照发达国家免税市场的一般规律，入境免税业务占到出境免税业务的 1/3 左右。据此测算，以 2009 年公司免税业务销售额 22 亿元为基数，30% 来自机场免税店估计，入境店模式将增加公司免税销售额 2 亿元以上，带动免税收入增长超过 10%。按公司 36% 的免税业务毛利率计算，对应增加公司毛利 7000 万元左右，考虑到入境店模式运营成本较低，因此绝大部分毛利将转为公司的净利润。

4. 进口税率下调对公司影响有限

对于近期有两会代表、委员提出削减进口关税的建议，包括商务部部长陈德铭表示，在扩大进口方面，将会根据市场的需求，根据中国消费者的需要来扩大进口，税率问题正在研究。

(<http://news.sina.com.cn/o/2011-03-08/063622071887.shtml>) 我们认为进口关税，特别是对于

奢侈品的进口关税的下调，虽然会对公司的免税品造成一定的影响，主要是会使价差缩小影响公司产品毛利率，但这个影响是有限的，主要有以下几点理由：

1) 进口税下调是渐进的。从历史上看，进口税率的下调是逐步小幅下调，拥有一个较长的过程，不是一次性的大幅下调，据统计，加入世贸组织 10 年来，中国平均的关税从 15.3% 降到了 9.8%，平均每年下降 0.55%。

2) 比之下调进口关税的产品，免税品优势依然巨大。以 1000 元的国外化妆品为例，在完税的情况下，需要征收 50% 的进口关税，30% 的消费税，17% 的增值税，不考虑合理利润率完税后价格 2507 元；而如果下调进口关税，假设大幅降至 10%，则国内售价预计在 1839 元，免税品的价格优势依然十分明显。

表 2 烟酒香化等产品的消费税、进口税和增值税

税目	消费税税率	进口税税率	增值税率
一、烟			
1. 卷烟			
(1) 甲类卷烟	45%加 0.003 元/支		
(2) 乙类卷烟	30%加 0.003 元/支	50%	
2. 雪茄烟	25%		
3. 烟丝	30%		
二、酒及酒精			
1. 白酒	20%加 0.5 元/500 克（或者 500 毫升）		
2. 黄酒	240 元/吨		
3. 啤酒		50%	17%
(1) 甲类啤酒	250 元/吨		
(2) 乙类啤酒	220 元/吨		
4. 其他酒	10%		
5. 酒精	5%		
三、化妆品	30%	50%	
四、贵重首饰及珠宝玉石			
1. 金银首饰、铂金首饰和钻石及钻石饰品	5%	10%	
2. 其他贵重首饰和珠宝玉石	10%		
五、高档手表	20%	30%	

资料来源：国税总局，东方证券研究所整理

3) 公司产品具有明显的成本优势。中免公司拥有庞大的零售和批发网络，凭借其巨大的奢侈品采购量，将能够比普通进口商获得品牌商更大的价格折扣，特别是在进口税下调、公司毛利被压缩的不利局面下，公司能够通过其较强的议价能力，和品牌商谈判分摊一定的毛利下降损失，这使得公

公司产品具有明显的成本优势。借鉴韩国著名的免税集团乐天的情况，其凭借庞大的采购量，产品的进货成本一般较其他进口商低约 15% 左右，我们认为公司的成本优势至少在 7% 左右。

4) 公司有望获得政策支持。进口税率调整虽然表面上会使价差缩小影响公司产品毛利率，但我们认为作为国内最大的免税公司，拥有国资背景，面对这种不利局面，公司有望获得政策进一步支持的可能性反而会大幅增强，包括入境店和市内店政策预计将予以提前放开，因此总体看将会是利大于弊。

其中入境免税模式上文已有所论及，关于市内免税店，我们认为政策的支持主要是澳大利亚提货模式的施行，所谓澳大利亚提货模式，主要是指店内提货，口岸验放，区别于目前的店内购买，海关提货。由于目前国内市内免税店执行的是“店内购买、海关提货”的模式，繁琐的手续给消费者带来了极大的不便，因此国内市内店的经营一直欠佳。公司原先在北京和上海的市内免税店也因为经营原因先后关闭。

而一旦该模式实行，将极大的改善国内市内免税店的经营环境，提高市内免税店的经营活力，充分发挥市内免税店的优势，比如由于市内免税店不受出境口岸营业面积的限制，通常数倍甚至数十倍于机场、口岸等免税店，可以形成大规模的以高档精品为主、品种齐全、装修豪华、设备完善、购物环境优良的免税购物商城，此外，游客的购物时间也相对比较充裕。

目前经国务院批准可以开设市内免税店的城市除了海南的海口、三亚、万宁和琼海外，还有北京、上海、大连、青岛和厦门 5 个城市，我们认为如果澳大利亚提货模式实行，考虑到这些城市巨大的入境游客人数，市内免税店面临很大的市场空间，公司作为全国唯一可以在异地开设免税店的企业，将独享这一政策施行带来的巨大利好。按世界上为数不多的在市内有免税店的国家韩国为例，汉城市内的 5 家免税店销售额高达 1.5 亿美元，以此估计公司每在一处开设一家市内免税店将有望为其带来近 2 亿元的销售额。

5. 盈利预测及估值

我们主要的盈利预测假设：

- 1) 公司旅游业务经历 2010 年的快速恢复性上涨之后，2011 年和 2012 年有望保持稳定增长。公司的免税业务基于其行业的龙头地位，同时积极拓展零售渠道，有望获得略高于行业的增速。
- 2) 公司旅游业务的毛利率在政策利好和行业整体规范的背景下，有望小幅上升。公司免税业务在调整产品品类，增加供应商合作，同时增加对无资产关系的免税店的控股的背景下，我们预计仍然存在小幅提升的空间。
- 3) 公司管理费用和销售费用 2010 年控制情况良好，虽然整体同比上升，但费用率较 2009 年小幅下降，考虑到公司经营的稳定性，我们认为 2011 年和 2012 年公司费用率有望保持目前的水平。

表 3 公司收入成本预测

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
营业收入					
入境游	1084.47	837.41	1155.63	1386.75	1664.10
出境游	1421.15	1439.05	3381.77	4903.56	5884.28
国内游	951.41	1168.47	1997.10	2396.52	2875.83
票务代理	173.56	141.05	193.24	222.22	255.56
免税业务	1971.60	2219.62	2710.79	3269.27	3949.56
有 税 商 品					
销售	160.09	64.85	88.82	125.79	180.97
其他	56.35	194.06	291.09	349.31	401.70
合计	5818.64	6064.51	9818.43	12653.44	15212.00
营业收入增长率					
入境游	-35.16%	-22.78%	38.00%	20.00%	20.00%
出境游	6.92%	1.26%	135.00%	45.00%	20.00%
国内游	-10.38%	22.81%	70.92%	20.00%	20.00%
票务代理	1.41%	-18.73%	37.00%	15.00%	15.00%
免税业务	21.54%	12.58%	22.13%	20.60%	20.81%
有 税 商 品					
销售	95.47%	-59.49%	36.96%	41.63%	43.87%
其他	99.40%	244.38%	50.00%	20.00%	15.00%
合计	-2.48%	4.23%	61.90%	28.87%	20.22%
毛利率					
入境游	16.65%	17.48%	17.00%	17.00%	17.00%
出境游	7.31%	8.95%	8.50%	9.00%	9.00%
国内游	6.07%	5.71%	5.80%	6.50%	6.50%
票务代理	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
免税业务	33.24%	37.11%	35.27%	35.64%	36.01%
有 税 商 品					
销售	27.89%	38.36%	37.36%	37.98%	38.48%
其他		20.28%	18.50%	20.00%	20.00%
合计	21.51%	22.33%	18.70%	18.48%	18.59%
营业成本					

入境游	903.91	691.01	959.17	1151.00	1381.20
出境游	1317.26	1310.20	3094.32	4462.24	5354.69
国内游	893.66	1101.81	1881.27	2240.75	2688.90
票务代理	0.00		0.00	0.00	0.00
免税业务	1316.24	1395.93	1754.76	2104.25	2527.31
有 税 商 品					
销售	115.44	39.97	55.64	78.01	111.33
其他	20.25	154.71	237.24	279.45	321.36
合计	4566.76	4693.63	7982.39	10315.71	12384.79

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理预测

在不考虑海南国人离岛免税政策的情况下，我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年三年每股收益分别为 0.46、0.63 和 0.81 元。其中，2010 年由于三亚店完工，四季度开始折旧摊销，同时香港影响大于预期等因素，导致每股收益和我们之前预期的 0.52 元有较大的下滑。

考虑海南国人离岛免税政策 2011 年 5 月 1 日开始实施，我们认为将分别增加 2011 年和 2012 年净利润 43.10% 和 78.26%，折合增加每股收益 0.26 元和 0.54 元，对应 2010-2012 年三年公司每股收益 0.46、0.63 和 0.81 元。目前股价对应 2012 年市盈率 35 倍，维持“买入”评级，目标价 40.5 元。

6. 风险因素

- 1) 海南国人离岛免税政策实施晚于计划。
- 2) 进口商品税率大幅下调。
- 3) 国内遭受重大自然灾害或流行疫情导致旅游人数大幅下降。
- 4) 人民币贬值，公司采购成本大幅上升。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4705	6307	7373	8599	营业收入	6065	9818	12653	15212
现金	3463	4364	4807	5499	营业成本	4694	7982	10316	12385
应收账款	459	870	1061	1259	营业税金及附加	50	80	102	123
其它应收款	63	132	156	184	营业费用	475	648	785	898
预付账款	124	158	212	276	管理费用	355	452	519	608
存货	592	783	1137	1381	财务费用	4	-3	-3	-10
其他	5	0	0	0	资产减值损失	10	10	9	10
非流动资产	794	833	862	888	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	165	168	168	168	投资净收益	71	64	67	65
固定资产	456	482	502	520	营业利润	548	713	993	1263
无形资产	41	47	54	62	营业外收入	3	4	4	4
其他	133	136	138	138	营业外支出	1	3	3	2
资产总计	5499	7140	8235	9487	利润总额	550	715	994	1265
流动负债	1477	2554	2949	3337	所得税	114	179	249	316
短期借款	195	369	336	300	净利润	436	536	746	949
应付账款	664	1197	1547	1858	少数股东损益	124	131	189	240
其他	619	988	1065	1179	归属于母公司净	313	405	557	708
非流动负债	3	3	-1	-3	EBITDA	608	768	1055	1323
长期借款	0	-3	-6	-8	EPS (元)	0.36	0.46	0.63	0.81
其他	3	6	5	4					
负债合计	1481	2557	2948	3334	主要财务比率				
少数股东权益	314	445	633	874	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	880	880	880	880	成长能力				
资本公积	2399	2399	2399	2399	营业收入	4.2%	61.9%	28.9%	20.2%
留存收益	454	859	1375	2000	营业利润	31.7%	30.2%	39.2%	27.2%
归属母公司股东权益	3705	4138	4654	5279	净利润	41.4%	29.5%	37.5%	27.2%
负债和股东权益	5499	7140	8235	9487	获利能力				
					毛利率	22.6%	18.7%	18.5%	18.6%
					净利率	5.2%	4.1%	4.4%	4.7%
					ROE	8.4%	9.8%	12.0%	13.4%
					ROIC	10.6%	11.8%	14.9%	16.9%
					偿债能力				
					资产负债率	26.9%	35.8%	35.8%	35.1%
					净负债比率				
					流动比率	3.18	2.47	2.50	2.58
					速动比率	2.78	2.16	2.11	2.16
					营运能力				
					总资产周转率	1.42	1.55	1.65	1.72
					应收账款周转率	12	14	13	13
					应付账款周转率	7.08	8.58	7.52	7.27
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.36	0.46	0.63	0.81
					每股经营现金流	0.18	0.81	0.65	0.95
					每股净资产	4.21	4.70	5.29	6.00
					估值比率				
					P/E	55.80	43.09	31.34	24.63
					P/B	4.71	4.22	3.75	3.31
					EV/EBITDA	23	19	14	11

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn