

陈姗姗

执业证书编号: S0730511070001

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

盈利模式优化孕育行业长期成长动能

——旅游行业 2012 年下半年策略报告

证券研究报告——策略报告

同步大市（维持）

发布日期: 2012 年 06 月 19 日

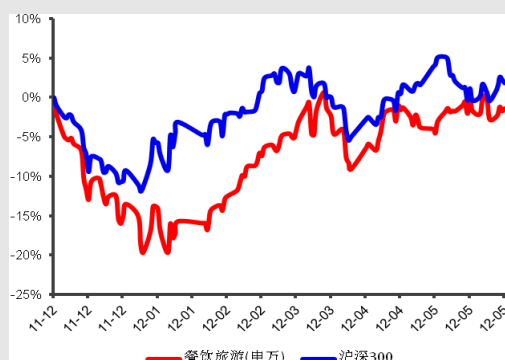
核心观点:

行业长期向好的趋势不会改变,下半年主要关注:旅游消费结构改善;景区门票提价、深度开发以及产业链延伸;盈利模式快速复制;以及相关行业政策出台带来的投资机会。

投资要点:

- **行业长期向好趋势不改。**长期来看,旅游行业能够抵挡经济周期的波动,并且有稳定增长的业绩支撑。行业收入可以保持高于 GDP 增速的增长率。在城市化进程不断推进的背景下,旅游消费的结构将逐步改善,推升行业收入水平。
- **未来,行业收入增长的驱动力和支撑点将逐渐转向旅游消费层次的提升。**购物、文化娱乐等可选项目消费弹性较大,游客在此类项目的支出波动幅度较大,提升潜力也较大。未来将逐渐占据主导地位的休闲型游客,其停留时间相对较长,消费支出提升的潜力较大,更有利于旅游综合效益的深层次挖掘。
- **下半年部分景区或将完成提价。**部分景区已进入提价的时间窗口或已向地方政府提交涨价申请,如进展顺利,今年下半年将完成提价,对 2013 年业绩构成实质性利好,但提价进程存在一定不确定性。
- **政策推进力挺行业发展。**随着政策的不断推进,旅游业发展得到全面支持,发展环境日渐改善。下半年主要关注《国民旅游休闲纲要》、旅游法的颁布以及海南离岛免税政策放宽的预期。
- **投资策略:**下半年,行业将迎来旺季,景气度上升,行业基本面良好。在向观光游过渡时期,景区仍是游客旅游的首选目的地,在客流量提升带来的增长之外,更关注行业各种形式的盈利模式优化,包括景区深度开发以及产业链延伸给景区带来的长期发展机会。其次,在消费结构改善的长期趋势中,关注高毛利率的高端旅游产品给旅行社业务带来的业绩提升。另外,具备快速复制能力的盈利模式是非垄断性景区类的上市公司长期业绩增长的保证。**重点公司:**建议关注中青旅(600138)、中国国旅(601888)、峨眉山 A(000888)、丽江旅游(002033)以及宋城股份(300144)。
- **风险提示:**宏观经济增速低于预期;自然灾害、公共疫情、安全事故;提价进程不确定等。

行业相对沪深 300 指数表现



联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

目 录

1. 今年以来行业表现居中	4
2. 旅游市场运行分析	5
2.1 国内游：持续旺盛的生命力	5
2.2 出境游：处于快速上升通道中	6
2.3 入境游：增速低位徘徊	7
3. 旅游行业下半年运行情况展望	7
3.1 行业长期向好趋势不改	7
3.2 关注旅游消费结构改善	8
3.3 中期关注景区提价、深度开发及产业链延伸	9
3.4 政策推进力挺行业发展	11
3.4.1 《国民旅游休闲纲要》	12
3.4.2 旅游法或将年底问世	12
3.4.3 免税政策放宽预期强烈	12
4. 投资策略	13
4.1 受益政策刺激的行业龙头	13
4.2 景区资源深度开发及产业链延伸	13
4.3 旅游消费结构改善	13
4.4 盈利模式快速复制	13
5. 风险提示	14

图目录

图 1: 2011 年 1 月-2012 年 4 月餐饮旅游指数 VS. 沪深 300 指数	4
图 2: 2012 年 1-4 月各行业二级市场表现	4
图 3: 行业相对沪深 300 溢价率	5
图 4: 2000 年以来餐饮旅游行业市盈率水平	5
图 5: 国内旅游人数及增速	6
图 6: 国内旅游收入及增速	6
图 7: 城镇居民人均旅游花费及增速	6
图 8: 农村居民人均旅游花费及增速	6
图 9: 出境旅游人数及增速	7
图 10: 出境游游客构成	7
图 11: 入境旅游人数及增速	7
图 12: 旅游外汇收入及增速	7
图 13: GDP 增速及旅游收入增速对比	8
图 14: 中国城市化率	8
图 15: 国内游游客旅游花费构成 (2011 年)	9
图 16: 入境游客旅游花费构成 (2010 年)	9
图 17: 旅游行业相关政策发布	12

表目录

表 1: 入境游客花费及构成 (2010 年)	9
表 2: 部分景区门票价格	10
表 3: 中外景区门票价格及占年收入比对照	11
表 4: 重点公司估值表	14

1. 今年以来行业表现居中

2011 年及 2012 年前 4 个月，餐饮旅游板块相对沪深 300 指数的超额收益率分别为 1.53%和-1.01%，其中，2011 年 2、7、8、10、11 月及 2012 年 2、3 月取得超额正收益。

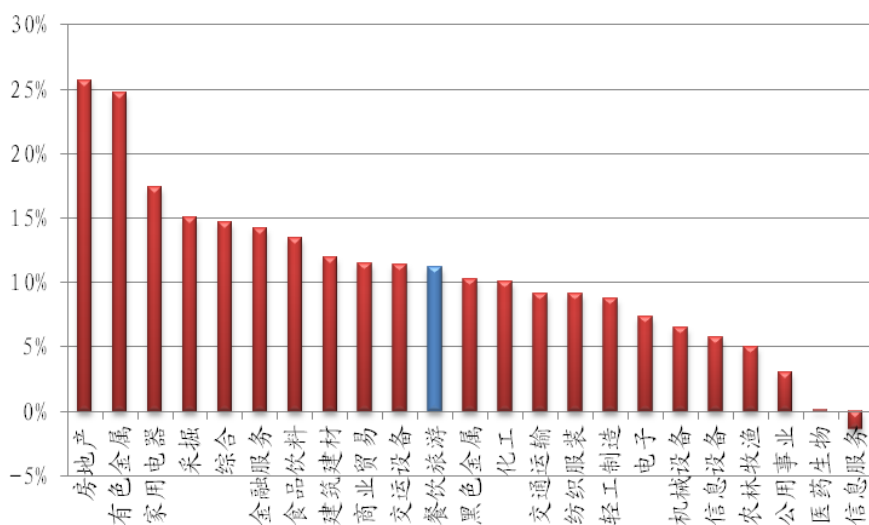
图1：2011年1月-2012年4月餐饮旅游指数vs. 沪深300指数



数据来源：Wind 资讯 中原证券

2012 年前 4 个月，餐饮旅游板块整体涨幅 11.23%，在所有行业中居于第 11 位，表现居中。

图2：2012年1-4月各行业二级市场表现



数据来源：Wind 资讯 中原证券

我们选取了 2000 年以来的餐饮旅游行业及沪深 300 指数的平均表现作为考察标的。当前，旅游行业相对沪深 300 溢价率为 3.15 倍，历史均值为 2.32 倍，高于历史均值且处于历史较高位置，短期内相对收益有限。

图3：行业相对沪深300溢价率



数据来源：Wind 资讯 中原证券

图4：2000年以来餐饮旅游行业市盈率水平



数据来源：Wind 资讯 中原证券

回顾近年来的行业估值水平，较少处于 30 倍以下。目前，旅游板块估值为 35.6 倍（TTM），已处于历史较低水平，估值进一步下移的空间相对有限。

2. 旅游市场运行分析

我国旅游业已进入大众化、产业化发展的新阶段，对扩大内需、刺激消费、增加就业、提高人民生活质量发挥着越来越重要的作用。工业化、城镇化、信息化的深入发展，消费结构升级孕育的巨大需求，城乡居民生活水平提高和对外开放的扩大，都为我国旅游业战略发展带来极大的机遇。

2.1 国内游：持续旺盛的生命力

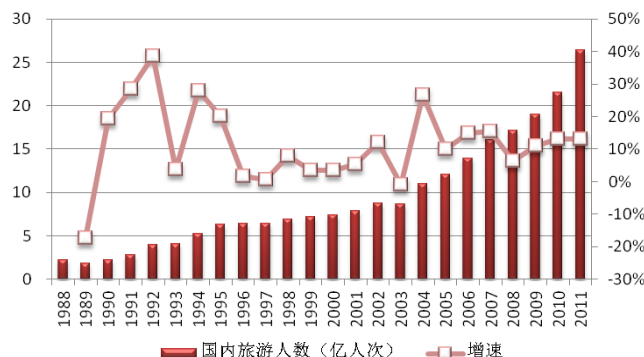
2011 年，国内旅游人数达到 26.4 亿人次，较上年增长 13.2%；国内旅游收入 1.93 万亿元，同比增长 23.6%；国内旅游消费占据居民消费总量已达到 9.4%，国内旅游市场显示出持续旺盛的生命力，需求快速增长，推动国内旅游市场维持较高增速。旅行社 2011 年组织接待国内游客增长 40%，超过旅游业总收入和国内旅游总人数的增速，说明旅行社的服务质量提升后，对游客的吸引力得到提升。

据统计，2011 年中国人均 GDP 已超过 5000 美元，旅游业正迎来新一轮发展的黄金期，旅游正日益成为城镇居民生活的基本内容和消费需求。“十二五”期间，国内旅游仍将是中国旅游业运行的基础与主体支撑力量，是我国大众消费与旅游经济的重要组成。

2012 年一季度我国国内旅游人数 8.75 亿人次，同比增长 15.1%（2011 年一季度同比增长 15.2%）；国内旅游收入 6468 亿元，同比增长 22.9%（2011 年一季度同比增长 23.3%），增速与上年同期基本持平，人均旅游花费由 692.4 元增至 739.2 元，增幅 6.8%。预计 2012 年国内旅游人数可达 29 亿

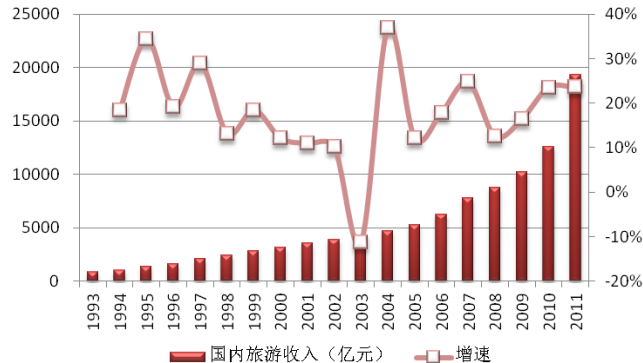
人次，同比增长 10%，国内旅游收入 2.1 万亿元，同比增长 11%。

图5：国内旅游人数及增速



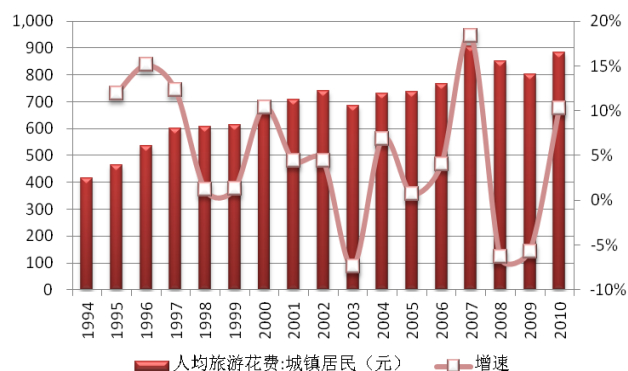
数据来源：同花顺 iFind 中原证券

图6：国内旅游收入及增速



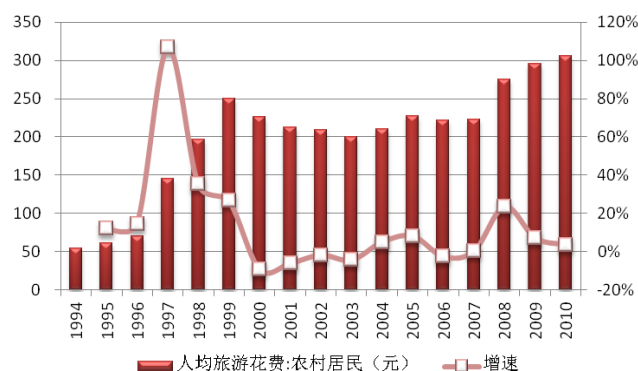
数据来源：同花顺 iFind 中原证券

图7：城镇居民人均旅游花费及增速



数据来源：Wind 资讯 中原证券

图8：农村居民人均旅游花费及增速



数据来源：Wind 资讯 中原证券

2.2 出境游：处于快速上升通道中

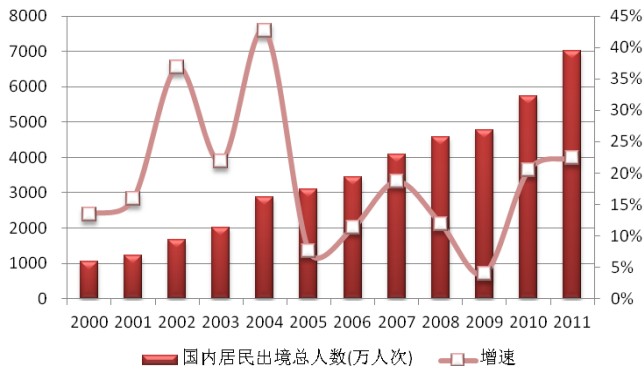
2011 年，中国出境旅游人数达到 7025 万人次，同比增长 22.42%，延续了 2010 年的高增长势头。其中，因私出境人数 6412 万人次，因公出境人数 613 万人次，因私出境人数占比达到 91.27%。预计 2012 年出境游人数将超过 7800 万人次，增速约为 12%，到 2015 年，有望达到 1 亿人次。

目前，中国出境游市场规模已达到美国的 1.2 倍、日本的 3.5 倍，宏观经济下半年或将见底回升，人民币长期升值趋势不改，而目的地国家和地区的签证门槛逐渐降低，促使中国出境旅游进入快速上升通道，出境游人数及消费规模屡创新高，世界第一大出境游市场正在形成。

从出境游的目的地国家看，中长线目的地如欧美、大洋洲、非洲等占据了 1/3 客流量，其中，赴非游客增速近 40%。当前，购物是中国出境旅游的重要推动力之一，是出境游客花费最高的项目，其中，2011 年“十一”黄金周期间，中国游客境外奢侈品消费相对于国内市场三个月的总额。预计 2012 年中国出境旅游消费额有望实现 800 亿美元的新高，同比增速达到

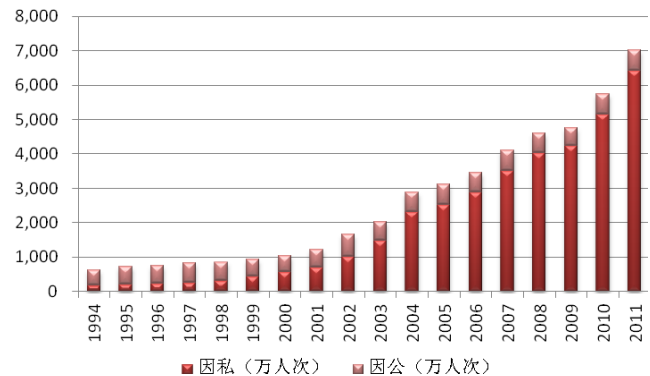
16%。

图9：出境旅游人数及增速



数据来源：Wind 资讯 中原证券

图10：出境游游客构成

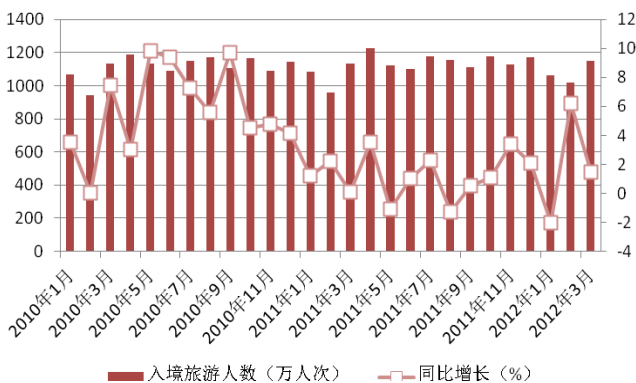


数据来源：Wind 资讯 中原证券

2.3 入境游：增速低位徘徊

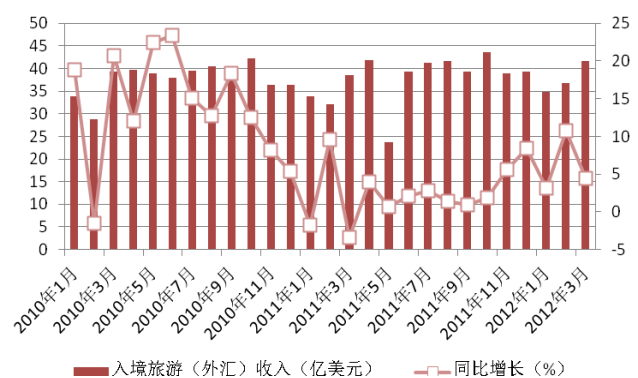
2011 年，入境游人数 1.35 亿人次，同比增长 1%；旅游外汇收入 485 亿美元，同比增长 5.86%。海外市场低迷的经济环境拖累了 2011 年入境游增长势头，入境游增速低位徘徊。

图11：入境旅游人数及增速



数据来源：Wind 资讯 中原证券

图12：旅游外汇收入及增速



数据来源：Wind 资讯 中原证券

预计 2012 年入境游人数可达 1.38 亿人次，同比增长 2%；入境旅游外汇收入 500 亿美元，同比增长 6%。

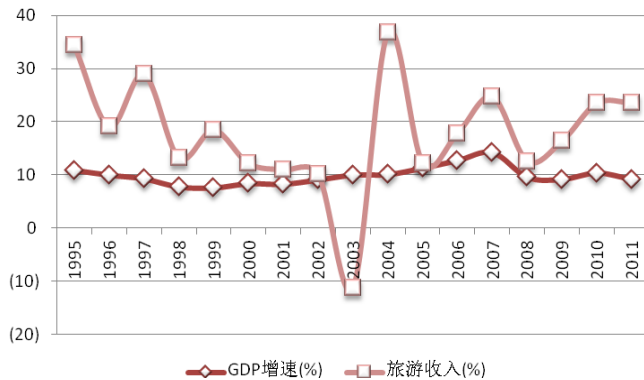
3. 旅游行业下半年运行情况展望

3.1 行业长期向好趋势不改

长期来看，旅游行业是能够抵挡经济周期波动并有稳定增长的业绩支撑的行业。旅游行业收入基本可以保持高于 GDP 增速的增长率，尤其是在 GDP 加速上涨的阶段，受益于扩大内需对行业的提升效用，旅游收入的增速加速上扬，在 GDP 增速放缓的时候，尽管旅游收入的增速也有所放缓，但

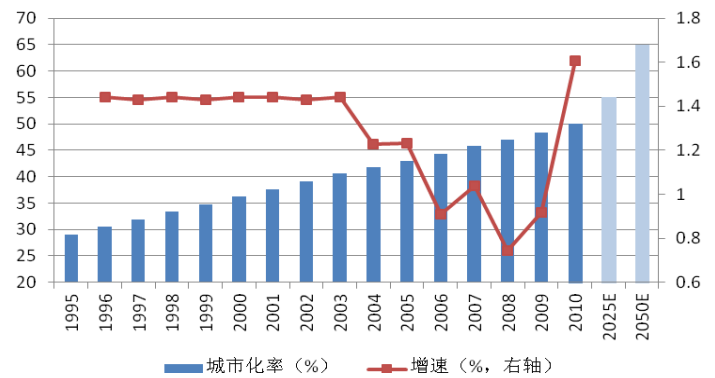
是由于消费惯性的存在，其增长率仍然超越 GDP 增速。在我国城市化进程不断推进的背景下，旅游消费的结构将逐步改善，未来 10 年间，我国城市化率的提升是不可逆的过程，而旅游收入和城市化率联动效应显著，这将逐步推升行业收入水平。

图13: GDP增速及旅游收入增速对比



数据来源: Wind 资讯 中原证券

图14: 中国城市化率



数据来源: 国家统计局 中原证券

消费升级基本可以划分为两种类型，一是从生存型消费转向享受型消费，二是从享受型转向发展型消费。从我国消费升级的路径来看，第一次是由粮食消费转向轻工纺织产品消费，第二次是家电及耐用消费品的普及率提高，而当前的消费升级则主要驱动着文化教育、娱乐、医疗保健、旅游、通讯、交通等方面的消费增长，中国部分中高收入者已开始由享受型消费开始转向发展型消费。当前国内旅游市场仍以中低端旅游消费为主，主要是观光游、休闲游、自驾游、自由行等，而高端的商务会展旅游、度假游以及出境游的占比仍有待提高。旅游行业也将逐步走上行业消费升级之路，行业发展将由单纯的景区观光向度假休闲方向转变，未来仍有巨大的增长空间。

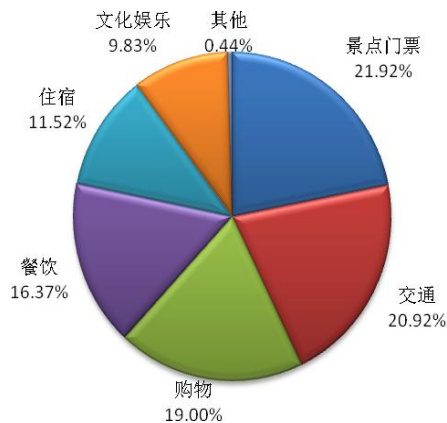
3.2 关注旅游消费结构改善

随着我国城镇家庭可支配收入的增加，旅游消费结构也逐渐改善，行业原先主要依靠客流量增长的发展方式出现变化。

未来，行业收入增长的驱动力和支撑点将逐渐转向旅游消费层次的提升。目前，国内观光型游客的花费主要集中在景区门票、交通、住宿、餐饮等刚性项目，合计占比 70.73%；而购物、文化娱乐等可选项目的支出比重相对较低，占比 28.83%，但这部分消费弹性较大，游客在此类项目的支出波动幅度较大，提升潜力也较大。

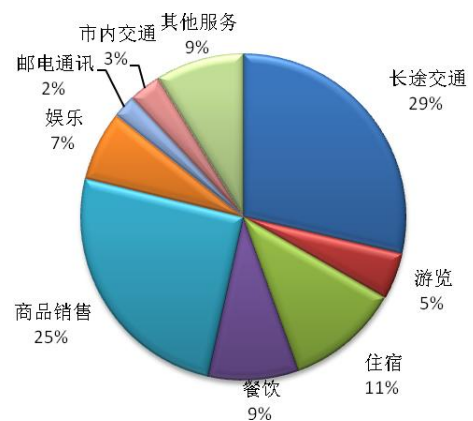
对照入境游客的旅游花费，2010 年，入境游客平均花费 1754 元，而国内游客平均花费仅为 598.2 元，同时，入境游客在购物方面花费的占比显著高于国内游游客，而在游览方面的花费显著低于国内游游客，入境游客在购物、娱乐方面的花费是游览花费的 7 倍，而国内游游客则仅为 1.3 倍，未来国内游游客在购物、娱乐等方面的花费与景点门票花费的比值仍有较大的提升空间。

图15: 国内游游客旅游花费构成 (2011年)



数据来源: 中原证券

图16: 入境游客旅游花费构成 (2010年)



数据来源: 中原证券

表1: 入境游客花费及构成 (2010年)

	数额 (亿美元)	比重 (%)
总计	458.14	100
长途交通	130.91	28.6
民航	98.08	21.4
铁路	12.47	2.7
汽车	10.81	2.4
轮船	9.56	2.1
游览	21.07	4.6
住宿	51.95	11.3
餐饮	41.15	9
商品销售	115.9	25.3
娱乐	31.72	6.9
邮电通讯	10.68	2.3
市内交通	14.6	3.2
其他服务	40.15	8.8

数据来源: 中原证券

未来将逐渐占据主导地位休闲型游客,其停留时间相对较长,消费支出提升的潜力较大,更有利于旅游综合效益的深层次挖掘。休闲型游客的特点即是可以承受较高的价格以在购物、文化娱乐等产品上获取独特的体验,这也决定了传统模式的旅游已经不能适应旅游市场新的发展形势,但也给了旅游业延伸价值链、走多元化发展道路的机会。

3.3 中期关注景区提价、深度开发及产业链延伸

旅游行业是注意力经济,对自然景区来说,最核心的竞争力是其拥有的不可复制的旅游资源,优质的、垄断性的景区资源保证了其对游客的吸

引力，但也因此在接待能力方面受到了空间上的限制，同时，淡旺季客流量的差异也使得景区客流量在时间上的分布愈加不平衡。

对景区来说，增长主要来自“价量”两方面：

“价”的层面，部分景区已进入提价的时间窗口或已向地方政府提交涨价申请，如进展顺利，今年下半年将完成提价，对 2013 年业绩构成实质性利好。

但从景区长期发展来看，景区门票提价的时间间隔和提价幅度受到限制，同时，提价有时反而会导致客流量下滑或景区形象受损等负面效果，即使是在通胀背景下为覆盖成本上涨压力而涨价，此种涨价也是不可持续的。且在更长的时间段来看，依靠门票涨价提升业绩只能是阶段性的行为，从更高层次的角度来说，为改善地方旅游形象、改善投资环境等，景区门票适当降价或免票可吸引更多的客流及资金，发展更多产业，从这一角度来说，景区低票价甚至逐步取消门票亦是大势所趋。

从表 1 可以看出，已有较多景区步入提价窗口期，根据规定，若提价，多数票价可上浮 15-25%，对业绩有较明显的利好效应。

表2：部分景区门票价格

景区	票价 (旺季/淡季)(元)	最近一次调价时间	若涨价后票价(元)	2011 年客流量 (万人次)
丽江玉龙雪山索道	150 (双程)	2003/4	200 (双程)	89.68
黄山	230/150	2009/5/1	264.5	274.4
峨眉山	150/90	2008/4/10	187.5	259.69
三亚南山佛教文化苑	150	2005/11/1	187.5	354
张家界	245 (含 65 元环保车票价)	2008/4/16	281.8	337.84
宝峰湖	74	2006/8/12	96.2	57
漓江游船	210/190	2004/4/1	241.5	66.88
泰山	125/100	2007/4/28	158.8	459
庐山	180/135	2007/1/1	225	661
九寨沟	220/80	2005/7/1	253	282
五台山	168/140	2007/8/21	210	358
武夷山	140	2007/8/1	175	252
九华山	190/140	2012/2/1	237.5	480
长白山	125	2012/6/9	156.3	142

数据来源：中原证券

但对照海外景区的票价及当地的收入水平发现，国内景区票价普遍偏高，而门票/收入比则是海外部分景区的 10 倍甚至更高，从国际比较的角度看，我们认为，尽管部分上市公司下半年有望完成提价听证，但提价却不是公司业绩的长期增长基石。

表3: 中外景区门票价格及占年收入比对照

	票价(元)	当地城镇居民 年人均可支配收入(元)	门票/年人均可 支配收入
丽江玉龙雪山索道	150	15812	0.95%
黄山	230	18669	1.23%
峨眉山	150	17644	0.85%
	票价	人均年收入	门票/年人均可 支配收入
日本富士山	免费	约 RMB30 万元	/
日本京都京阁寺	约 RMB60	约 RMB30 万元	0.02%
日本镰仓大佛	约 RMB15	约 RMB30 万元	0.05%
韩国汉拿山	免费		/
俄罗斯克里姆林宫	约 RMB45	约 RMB5.46 万元	0.08%
美国大都会博物馆	US\$30	3.72 万美元	0.08%
法国卢浮宫	8.50€		

数据来源: 中原证券

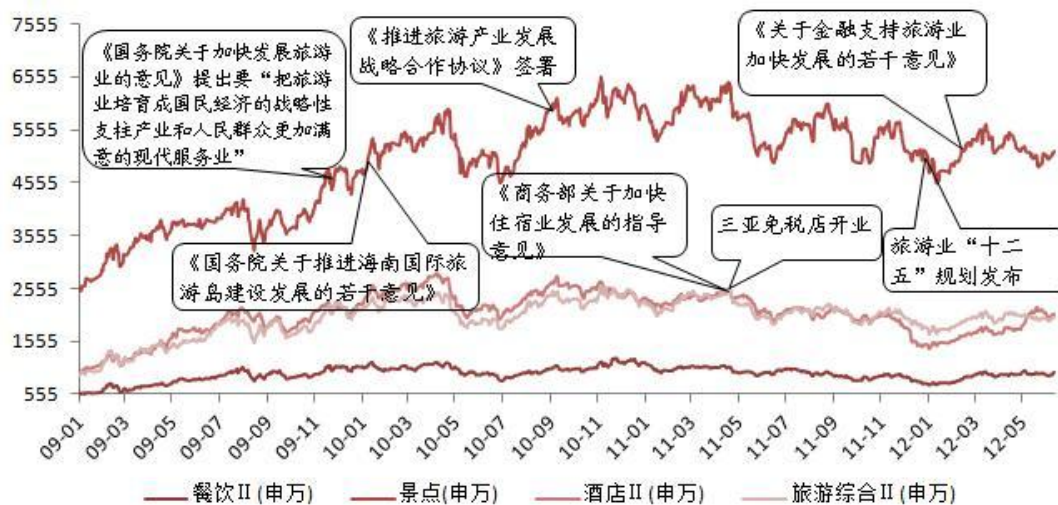
“量”的层面,主要是景区客流量的提升推动收入增长,但就单个景区来讲,在有限的空间内,接待能力存在极限,同时,景区内客流量较大也会影响游客体验,因此,尤其要关注景区深度开发以及景区类上市公司向上下游产业链的延伸。景区深度开发通过对景区内自然、文化等旅游资源的深度挖掘和整合以及对景区内未开发旅游资源的挖掘,将有助于景区内新景点的开发、提升景区接待能力、延长游客停留时间、提高重游率、稳定并拓展客源市场等。而向上下游产业链的延伸有助于景区拓宽盈利渠道,避免风险过于集中,提升软硬件条件,共享销售渠道,将景区开发与市场紧密结合,从而实现各产业链的协同发展。

3.4 政策推进力挺行业发展

从短期来看,旅游行业是拉动内需的消费增长点之一,从中长期看,则是国民消费结构升级的重要方向、促就业的重要领域。国务院 41 号文件明确了旅游产业的战略地位,其后,旅游业深度融入国家的重点区域规划中,国务院先后发布了关于重庆、长三角、海南等地的发展指导意见,指出要将旅游业作为区域重要产业来发展,区域支撑形成。随着政策的不断推进,旅游业发展得到全面支持,发展环境日渐改善。

但从政策出台前后旅游行业的二级市场表现来看,政策出台前期受利好预期推动市场有较好表现,政策发布后,市场强势表现持续时间则较短。预计下半年在相关行业政策发布前,行业受预期支撑将有较好表现。

图17: 旅游行业相关政策发布



数据来源: 中原证券

3.4.1 《国民旅游休闲纲要》

由国家旅游局牵头的《国民旅游休闲纲要》(以下简称《纲要》)已经上报国务院,等待最终批复。

《纲要》提出要完善旅游休闲产品,壮大旅游休闲产业,本着“边试点,边推广”的原则稳步推进,分三个阶段实施。内容涉及加大财政支持、推动带薪休假制度和促进个人旅游消费等方面。

《纲要》关注的是促进旅游业的长远发展,提高国民的长期生活质量,短期来看,是为了拉动消费,扩大内需;从长期来看,则是为了提高国民的生活质量。

《纲要》为旅游业发展提供了政策指导,但并不具备强制性,对旅游行业来说具有长期利好作用,却并不具备立竿见影的效果,然而确是板块行情的政策催化剂,《纲要》发布将为行情带来短期利好。

3.4.2 旅游法或将年底问世

旅游法草案已上报全国人大财经委,预计年底或将问世。旅游法的出台将明确旅游者和经营者的权利、旅游规划的体系和内容、行业行政许可等内容。在旅游业高速发展的时期,旅游法的出台将促进行业的健康有序发展,与现有的旅游相关条例和各省区市已有的法规共同形成全国性的旅游法规体系。

3.4.3 免税政策放宽预期强烈

现行海南离岛免税政策与日本冲绳、韩国济州等地的免税政策相比,稍显保守。海南离岛免税政策由于在额度、次数、品种、数量方面均有限制(限次、限值、限量、限品种),限制了高购买力人群的购买力释放,制约了进店游客的人均消费水平,也同时影响了免税店的渗透率。

进一步放宽和完善政策将有利于支持海南国际旅游岛建设以及促使国人奢侈品购买力回流。目前，海南省政府正在与相关部委积极沟通，离岛免税政策逐步放宽应是大概率事件。如未来“四限”放宽，将有利于提高免税店客单价，降低顾客行邮税税赋，同时也可推动店内商品品类调整，增加单价较高商品的销量。

4. 投资策略

下半年，行业将迎来旺季，景气度较高，行业基本面良好。在向观光游过渡时期，景区仍是游客旅游的首选目的地，在客流量提升带来的增长之外，我们更关注行业各种形式的盈利模式优化，包括景区深度开发以及产业链延伸给景区带来的长期发展机会。其次，在消费结构改善的长期趋势中，关注可选消费项目比重的提升，同时，高毛利率的高端旅游产品也将给旅行社业务带来业绩提升。另外，具备快速复制能力的盈利模式是非垄断性景区类的上市公司长期业绩增长的保证。

4.1 受益政策刺激的行业龙头

下半年，《国民旅游休闲纲要》和旅游法等重大行业政策或将陆续出台，带薪休假制度有望得到推动，利好一线城市周边游产品领先的中青旅（600138）。同时，海南离岛免税政策放宽的预期不断强化，享有免税品经营牌照的中国国旅（601888）值得关注。

4.2 景区资源深度开发及产业链延伸

部分景区已进入提价窗口期，其中，峨眉山和丽江有望再下半年完成提价，此外，部分景区已完成产业链延伸的布局，触角涉及酒店、演艺等，有望受益于当地旅游市场的持续升温，建议关注峨眉山 A（000888）和丽江旅游（002033）。

4.3 旅游消费结构改善

长期来看，出境游和休闲度假游等较高层次的旅游消费将改善旅行社业务的增长模式。高端旅游市场近期出现量价齐升趋势，对旅行社收入增加起到了直接作用，同时，高端旅游产品毛利率相对较高，对旅行社盈利能力提升也有一定促进作用。另外，受益于国内消费能力和消费意愿的提升，高毛利率同时存在牌照限制的免税品销售业务也将提升原有的旅游商品销售业务的盈利水平。依此思路，建议关注中国国旅（601888）、中青旅（600138）。

4.4 盈利模式快速复制

对于不拥有垄断性自然景区的上市公司来说，盈利模式的快速复制是公司保持较高成长性的基石。在异地进行快速扩张的能力使得公司能够充分利用现有的营销网络，弥补景区非垄断性特征在吸引散客方面的不足，迅速扩大市场份额，并帮助缩短新项目的市场培育期，竞争优势显著。同时，与当地文化特色的紧密结合可以帮助公司维持较高的游客关注度，并依靠不同景区季节性的差异实现淡旺季客流量的平滑，保持各项目独立的

成长性。具备盈利模式快速复制特征的上市公司，建议关注宋城股份（300144）和中青旅（600138）。

表4：重点公司估值表

	每股收益			每股净资产	收盘价 (6月18日)	市盈率			市净率 2011	投资评级
	2011A	2012E	2013E			2011A	2012E	2013E		
丽江旅游	0.71	0.86	0.98	4.78	21.70	30.56	25.23	22.14	4.54	增持
中国国旅	0.78	1.12	1.43	5.70	28.98	37.15	25.88	20.27	5.08	增持
宋城股份	0.60	0.63	0.83	4.95	14.40	24.00	22.86	17.35	2.91	买入
中青旅	0.64	0.80	0.89	6.26	17.77	27.77	22.21	19.97	2.84	增持
峨眉山 A	0.62	0.68	0.91	3.73	20.50	33.23	30.15	22.53	5.50	增持

数据来源：中原证券

5. 风险提示

宏观经济增速低于预期；自然灾害、公共疫情、安全事故；提价进程不确定等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。