

珠海免税集团：向全国性百亿营收免税企业进军

——免税行业专题系列之（六）

2020年05月13日

推荐（维持）

相关报告

分析师：

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

研究助理：

团队成员：

投资要点

- **事件：**2020年5月11日，格力地产股份有限公司发布公告，拟通过发行股份及支付现金方式购买由珠海市国资委和城建集团合计持有的珠海市免税企业集团有限公司100%的股权，同时，非公开发行股份募集配套资金。公司股票自2020年5月11日开市起停牌，预计停牌时间不超过10个交易日。
- **珠海市免税企业集团是唯一一家全资拥有免税、有税、保税（跨境）三大业务运营管理实践经验的国有独资企业。**1) **免税业务**，珠海免税旗下拥有七家口岸免税店，一家机场免税店；2) **百货零售及商业物业经营**，珠海国贸购物广场是珠海市旅游局指定的购物商场；3) **国内外贸易及仓储物流业务**，以香港恒超为发展平台，依托珠海大鹏仓储物流有限公司，实现公司对外投资项目的拓展。4) **酒店经营业务**，珠海金叶酒店地处珠海最为繁华的中心地段，为集团实现丰富的业态推波助澜。5) **跨境电商业务**，2016年珠海汇优城进口（跨境）商品直销中心开业，引入民营资本，打通线下商品展示体验、线上平台零售的商业生态链。
- **免税业务是珠海免税集团的主营业务，仅次于国旅，处于第二梯队，占据东南地区口岸免税行业龙头的地位。**1) **免税店布局来看**，公司拥有天津滨海机场进境和珠海市各口岸免税店，包括拱北口岸、横琴口岸出境、九州港口岸、万山口岸、珠澳跨境工业区口岸、港珠澳大桥珠港口岸出境、珠澳口岸入境免税店。随着天津机场、港珠澳大桥珠港口岸免税店的开业，珠免实现了地域上的突破，向全国性免税业务布局和国际市场进军。2) **销售规模来看**，受益于近年来出境人数的持续增长，截止2018年公司口岸免税业务销售体量已达全国第二位，其中拱北口岸销售额达24.41亿港元。公司力争到2021年达到资产总额60亿元、营业收入45亿元、净利润8亿元，并在此基础上成为珠海市又一家营业收入突破百亿元的企业。3) **销售渠道来看**，2019年珠海免税旗下集免税预订、跨境电商和完税O2O于一体的多业态综合电商平台“免税品+”正式上线；2020年2月，格力地产和珠海免税联合推出“珠海免税Mall”小程序，4月拱北口岸入境店在“珠海免税Mall”上线免税商品预订服务。4) **香化逐步自主采购经营**。公司销售免税商品达四万多种，目前免税主要供货商有中免、DFS等。为落实供应链结构升级和香化自主采购的经营方针，子公司香港恒超直接与欧莱雅、爱茉莉、LG、雅诗兰黛、高丝等集团的合作，向珠港免税店引入雅诗兰黛、雪花秀等20个国际品牌。
- **珠免集团未来发展可期：**1) **地理位置优越**。珠海拥有全国最大的陆路口岸拱北口岸和举世瞩目的港珠澳大桥珠海公路口岸，具有发展口岸经济特有的优势资源。2) **效仿海南打造免税特区**。珠海“横琴旅游岛”将参照海南，打造国际旅游岛，远期还将推广到整个珠海；另外，规划到2030年，全市年接待游客量达1.1亿人次，旅游总收入达到1500亿元。

风险提示：系统性风险、政策风险等。



目录

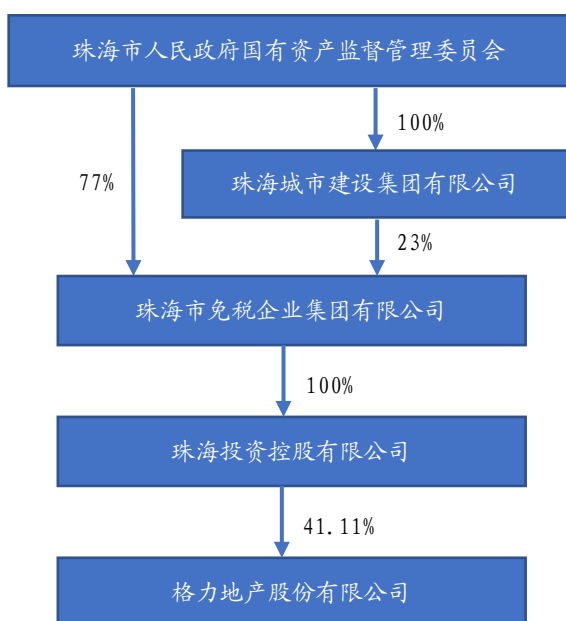
1、事件	- 3 -
2、珠免：唯一一家全资拥有免税、有税、保税（跨境）三大业务运营管理实践经验的国有独资企业	- 3 -
2.1、公司基本情况	- 3 -
2.2、公司发展轨迹	- 4 -
2.3、旗下子公司	- 5 -
3、全国性免税业务布局，力争百亿营收目标	- 6 -
3.1、珠免拥有口岸免税牌照	- 6 -
3.2、向全国性免税业务布局和国际市场进军，香化推动自主采购经营	- 7 -
3.3、销售体量逐年增长，计划到 2021 年实现 45 亿销售额	- 8 -
3.3、开启线上免税业务，强化全渠道销售	- 9 -
4、对标海南打造国际旅游岛，珠海免税业务未来可期	- 11 -
4.1、优越的地理位置，逐步推进全国性乃至全球性免税业务布局	- 11 -
4.2、珠海欲效仿海南打造免税特区	- 12 -
5、风险提示	- 13 -
 图 1、变更前珠免股权结构	- 3 -
图 2、变更后珠免股权结构	- 3 -
图 3、拱北口岸免税店单店销售额（亿港元）	- 8 -
图 4、珠海免税 Mall 业务结构	- 9 -
图 5、珠海免税 Mall 首页展示	- 10 -
图 6、线上商城流量转化示意图	- 10 -
图 7、线上购买免税商品流程	- 10 -
图 8、珠海、海南过夜游客量（万人次）	- 12 -
图 9、珠海、海南旅游收入（亿元）	- 13 -
 表 1、公司发展大事记	- 5 -
表 2、珠免集团子公司一览	- 6 -
表 3、免税牌照梳理	- 7 -
表 4、珠免集团主要的口岸免税店	- 7 -
表 5、关于 2017-2018 年珠免集团新开业免税店的新闻	- 8 -
表 6、关于珠免集团业绩的新闻梳理	- 8 -
表 7、珠免线上免税业务购买政策	- 11 -
表 8、珠海免税 Mall 免税自提专区 SKU	- 11 -

报告正文

1、事件

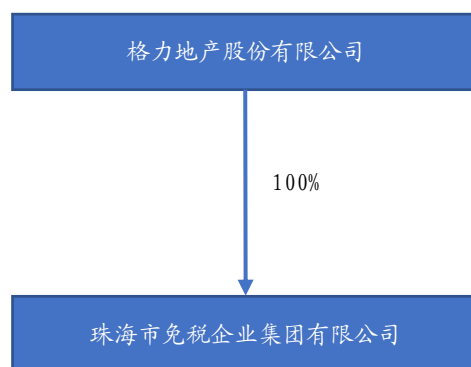
5月11日晚间，格力地产发布公告称，公司正在筹划以发行股份及支付现金方式购买珠海市免税企业集团有限公司全体股东持有的免税集团100%的股权，同时，非公开发行股份募集配套资金。公司股票自2020年5月11日开市起停牌，预计停牌时间不超过10个交易日。格力地产表示，此次交易构成关联交易。本次交易预计构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组，本次交易不会导致公司实际控制人变更。

图 1、变更前珠免股权结构



资料来源：天眼查、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、变更后珠免股权结构



资料来源：天眼查、兴业证券经济与金融研究院整理

2、珠免：唯一一家全资拥有免税、有税、保税（跨境）三大业务运营管理实践经验的国有独资企业

2.1、公司基本情况

多业务于一身的集团式企业。珠海市免税企业集团有限公司成立于八十年代初，一九九五年正式成立集团公司。经过三十多年的艰苦创业，珠海免税现已发展成为以口岸免税品供应服务为龙头，集百货零售、商业物业经营、国内外贸易、仓储物流、市场经营管理及输澳鲜活农产品供应为一体的集团式企业。

（1）免税业务，珠海免税旗下的口岸免税业务是国家有关部门特许经营项目，拥有全国陆路口岸单店面积最大的免税店——拱北口岸免税店；珠海与澳门的24小时通关口岸免税店——横琴口岸免税店；珠海与香港相连的水路口岸免税店

——九洲港口岸免税店；与粤港澳大湾区经济互促共赢的新载体——港珠澳大桥珠海口岸出境免税店等。此外，天津滨海国际机场进境免税店的顺利开业也为珠海免税迈出了走向全国的第一步。

(2) 百货零售及商业物业经营，珠海免税旗下珠海国贸购物广场有限公司主要经营境内百货零售及商业物业经营业务，该购物广场是珠海市旅游局指定的购物商场，是珠海市集购物、饮食、娱乐、休闲为一体的高品位时尚消费中心，引领珠海的消费潮流，其中百货商场营业面积 12 万多平方米，农贸及专业批发市场经营面积 10 万多平方米。

(3) 国内外贸易及仓储物流业务，珠海免税旗下国内外贸易、仓储物流业务以香港恒超发展有限公司为发展平台，依托珠海珠澳跨境工业区大鹏仓储物流有限公司，实现公司对外投资项目的拓展。

(4) 酒店经营业务，珠海免税旗下酒店经营管理业务以珠海经济特区金叶酒店有限公司为代表，金叶酒店坐落于珠海最为繁华的中心地段——拱北迎宾大道南端，为集团实现丰富的业态推波助澜。

(5) 跨境电商业务，2016 年，珠海汇优城进口（跨境）商品直销中心开业。作为珠海免税集团发展混合所有制经济的首个项目，直销中心引入民营资本力量，打通线下商品展示体验、线上平台零售的商业生态链。

2018 年，《广东省人民政府关于印发中国（珠海）、中国（东莞）跨境电子商务综合试验区实施方案的通知》正式发布，珠海成为跨境电子商务综合试验区，珠海跨境电商的发展就此进入“快车道”。珠海免税充分发挥跨境电商综合试验区的政策优势，以及多年来积累的优势资源及实体运营经验，努力打造线上电商平台业务。

2.2、公司发展轨迹

珠免集团成立以来，不断创新突破，现已发展成为以口岸免税品供应服务为龙头，集百货零售、仓储物流等业务为一体的集团式企业。

成立后的十几年，公司在日渐繁华的拱北口岸和吉大商圈撑起了珠海商业零售的半壁江山，拥有珠海多家口岸免税店、两家国内大型市内免税商场，成为上世纪 90 年代初珠江口西岸最具知名度和影响力的国有商业品牌。

1995 年，国家取消市内免税政策后，公司将珠海免税商场转型为以进口高品质商品自营为主的综合性百货商场。

2000 年，将集团属下珠海免税商场和国贸购物广场，转型升级为符合市场需求业态丰富的现代化商业综合体。

近十年来，依托珠海汇真以跨境电商和进口商品直销为切入点，打造线上线下融合、“免税、有税、保税”全渠道商业零售批发的新模式。

2017 年，中标天津机场免税店经营权。

2018 年，珠海成为跨境电子商务综合试验区，珠海免税努力打造线上电商平台业务；获得港珠澳大桥珠海口岸出境免税店经营权。

2019 年，由集团属下珠海汇真公司牵头打造的集“免税、保税、有税”三种业态为一体的综合电商平台“免税品+”APP 正式上线试运营。

2020 年，与格力地产共同推出“珠海免税 Mall”线上平台。

表 1、公司发展大事记

时间	大事件
1980	广东省商业厅发文拟定由旅游商品供应公司在拱北口岸开办免税品商店
1981	广东省人民政府同意珠海市开办关前商店
1983	珠海口岸商品供应公司成立，同年更名为“关前免税商品供应公司”
1984	珠海市政府同意公司在湾仔开设关前免税商店
1986	国务院批准珠海市免税商品供应公司维持现状
1988	珠海免税商品供应公司更名为“珠海免税公司”
1992	九洲港关前免税商场经营权益有偿转让给“珠海免税公司”并更名为“九洲港免税品店”
1995	“珠海免税公司”更名为“珠海市免税企业集团有限公司”。
2002	拱北海关发文同意珠海免税公司在万山口岸建立免税店
2005	中国海关总署明确规定了免税店的申请、设立和监管的标准及流程。2006 年之前开设的免税店在实际经营过程中保留现状
2009	海关总署同意珠海免税集团在珠澳跨境工业区口岸设立口岸免税店
2010	海关总署同意珠海免税集团从配送中心总仓库隔离出 1200 平方米作为拱北口岸免税店经营场所
2014	海关总署同意珠海免税集团在珠澳跨境工业区出境监管区域内设立口岸出境免税商店
2017	中标天津滨海机场进境免税店、珠海闸口进出境免税店的经营权，与海航进行战略合作
2018	获得港珠澳大桥珠口岸出境免税店经营权
2019	珠海市国资委将海投公司 100% 股份无偿划转至免税集团；免税品+APP 上线
2020	珠海免税 Mall 线上平台上线

资料来源：珠海国资公众号、兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、旗下子公司

珠海免税企业集团有限公司旗下共有 13 家子公司。珠海市关外免税店公司（分公司）与珠海市闸口免税商业有限责任公司主要经营各类免税商品；珠海国贸购物广场有限公司主要经营境内百货零售及商业物业经营业务；珠海珠澳跨境工业区大鹏仓储物流有限公司主要经营仓储以及物流运输业务。

表 2、珠免集团子公司一览

被投资公司名称	持股比例	主要经营业务
珠海经济特区国营外币免税商场有限责任公司	100%珠免持股	批发零售业
珠海海天国际贸易展览集团有限公司	100%珠免持股	主要业务有商业管理、房地产开发、进出口业务、小汽车出租等
珠海市闸口免税商业有限责任公司	100%珠免持股	批发和零售业
珠海国贸购物广场有限公司	100%珠免持股	批发、零售：针织品、纺织品、百货、工艺美术品、电子产品化妆品等；
珠海经济特区大鹏贸易有限公司	100%珠免持股	批发、零售酒类（不含零售）、饮料等
珠海市中免免税品有限责任公司	51%珠免+14.7%深圳市立威投资有限公司+14.7%中国免税品有限责任公司+14.7%深圳市嘉豪投资有限公司+4.9%深圳市新数码科技有限公司	经营海关总署核准的免税进口商品和国产品、免税卷烟、雪茄烟在海关监管区内零售
天津珠免商业有限公司	51%珠免+49%海南海岛商业管理有限公司	批发和零售业；仓储服务等
珠海汇真商务有限责任公司	50%珠免+25%珠海珠澳跨境工业区大鹏仓储物流有限公司+25%珠海经济特区国营外币免税商场有限责任公司	租赁和商务服务业
珠海经济特区金叶酒店有限公司	50%珠免+50%广东粤烟投资管理有限公司	住宿服务；商业批发、零售
珠海市新恒基发展有限公司	50%珠免+50%珠海经济特区国营外币免税商场有限责任公司	商业批发、零售
珠海珠澳跨境工业区大鹏仓储物流有限公司	间接 100%控股	交通运输、仓储和邮政业
珠海高级人力资源开发有限公司	9.52%	人才推介业务
珠海经理人才顾问有限公司	9.52%	企业经营管理顾问、咨询服务

资料来源：天眼查、兴业证券经济与金融研究院整理

3、全国性免税业务布局，力争百亿营收目标

免税业务是珠海免税集团的主营业务，设有多家口岸、一家机场免税店，经营免税商品达四万多种。珠海免税在国字号免税企业中仅次于中国免税，处于第二梯队，牢牢占据东南地区口岸免税行业的龙头地位。公司设有多家口岸免税商店和一家机场免税店，经营免税商品达四万多张，深耕口岸免税业务多年，为出入境旅客提供优质的商品和优良的服务。

3.1、珠免拥有口岸免税牌照

珠海免税集团是我国目前仅有 5 家获准在口岸和市内经营免税品业务的国有企业之一，拥有口岸免税店牌照。

表 3、免税牌照梳理

企业	牌照
珠免	口岸免税店
中免	口岸免税店
	离岛免税店
	市内免税店
	运输工具免税店
	特供人群免税店
海免	市内免税店
	口岸免税店
中出服	市内免税店
	口岸免税店
深免	口岸免税店
日上	口岸免税店
中侨	市内免税店

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、向全国性免税业务布局和国际市场进军，香化推动自主采购经营

珠免集团拥有天津滨海机场进境免税店和珠海市各主要口岸的口岸免税店，随着天津滨海机场免税店、港珠澳大桥珠港口岸免税店的开业，珠免实现了地域上的历史性突破，也将植根京津冀城市圈、粤港澳大湾区的建设，成为口岸发展的名片，向全国性免税业务布局和更广阔的国际市场进军。

供应链结构升级优化，香化推动自主采购。公司目前主要由中免、DFS 供货，为实现供应链结构升级和香化自主采购的经营方针，珠免子公司香港恒超直接与欧莱雅、爱茉莉太平洋、LG 集团合作，并新增与雅诗兰黛、高丝等集团的合作，向港珠澳大桥珠港口岸免税店引入雅诗兰黛、雪花秀等 20 个国际品牌。

表 4、珠免集团主要的口岸免税店

类型	名称	所在地区
机场免税店	天津滨海机场进境免税店	天津市
口岸免税店	拱北口岸进出境免税店	广东省珠海市
口岸免税店	横琴口岸出境免税店	广东省珠海市
口岸免税店	九州港口岸免税店	广东省珠海市
口岸免税店	万山口岸免税店	广东省珠海市
口岸免税店	珠澳跨境工业区口岸免税店	广东省珠海市
口岸免税店	港珠澳大桥珠港口岸出境免税店	广东省珠海市
口岸免税店	港珠澳大桥珠澳口岸入境免税店	广东省珠海市

资料来源：珠海市政府官网、珠海国资公众号、兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、关于 2017-2018 年珠免集团新开业免税店的新闻

时间	事件
2017 年	珠免成功中标 天津滨海机场免税店 ，为下一步布局全国性免税业务打响了第一炮
2018 年	珠免成功获得 拱北口岸进境免税店 经营权，打破与中免竞争的两强格局，基本统一了珠海免税市场
2018 年	珠免子公司香港恒超直接与欧莱雅、爱茉莉太平洋、LG 集团合作，并新增与雅诗兰黛、高丝等集团的合作，向 港珠澳大桥珠港口岸免税店 引入雅诗兰黛、雪花秀等 20 个国际品牌。

资料来源：珠海国资公众号、兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、销售体量逐年增长，计划到 2021 年实现 45 亿销售额

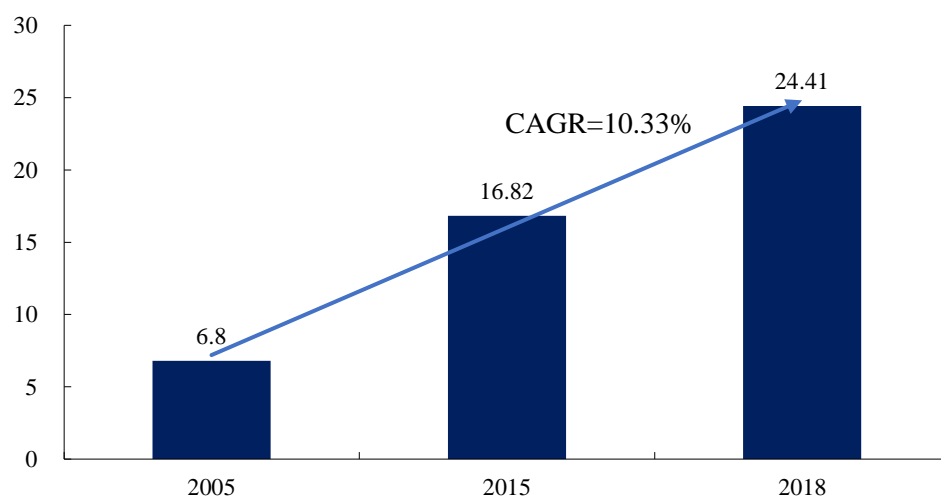
珠免集团乘着口岸免税政策的东风，受益于近年来出境人数的持续增长，提出二次创业的口号，**2018 年公司口岸免税业务销售体量已达全国第二位**，力争到 2021 年率先完成珠海市管企业改革发展目标，**达到资产总额 60 亿元、营业收入 45 亿元、净利润 8 亿元**，并在此基础上成为珠海市又一家营业收入突破百亿元的企业。

表 6、关于珠免集团业绩的新闻梳理

时间	事件
2016 年	实现营业利润近 5 亿元
2017-2018 年	实现近 50% 的量级增长，营收较 2017 年增长 37.8%，净利润同比增长 33.8%
2019 年 H1	销售额刷新开业以来的记录，1 月首次突破月销售额 3 亿港元，最高日销售额达 1388 万港元
2021 年	达到资产总额 60 亿元、营业收入 45 亿元、净利润 8 亿元的目标

资料来源：珠海特区报、珠海市政府官网、兴业证券经济与金融研究院整理

珠免旗下的**拱北口岸免税店**是全国陆路口岸单店面积最大的免税店，**2018 年实现年销售总额 24.41 亿港元**，**2015 年以来复合增速达 10.33%**。拱北口岸免税店牢牢占据华南地区口岸免税市场的龙头地位，口岸地理位置优越，2019 年拱北口岸客流量超过 1.3 亿人次，连续多年居全国首位。

图 3、拱北口岸免税店单店销售额（亿港元）

资料来源：珠海特区报、兴业证券经济与金融研究院整理

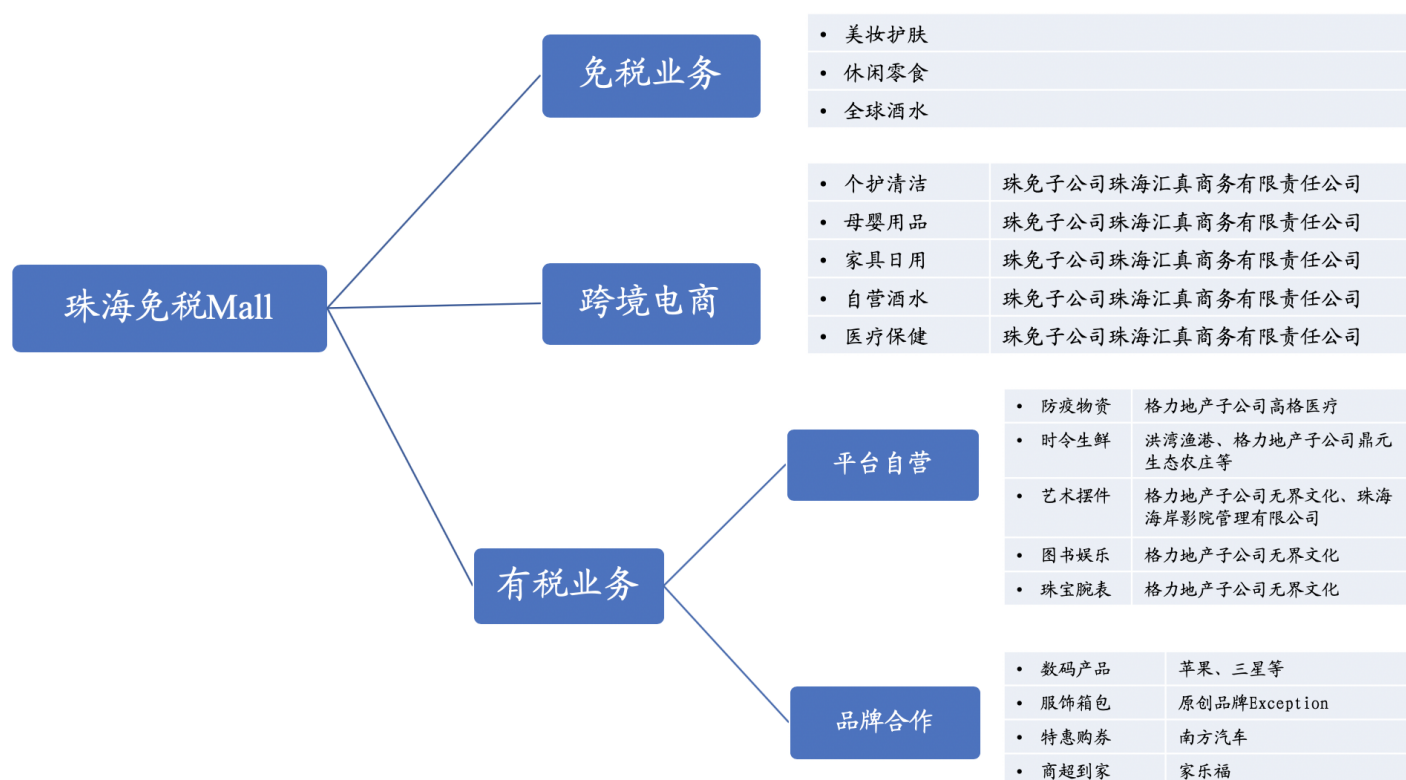
3.3、开启线上免税业务，强化全渠道销售

2019 年珠海免税旗下集免税预订、跨境电商和完税 O2O 于一体的多业态综合电商平台“免税品+”正式上线；2020 年 2 月，格力地产和珠海免税联合推出“珠海免税 Mall”小程序，4 月拱北口岸入境店在“珠海免税 Mall”上线免税商品预订服务。

● 线上商城免税、保税、有税业务并行，壮大免税消费基础

线上商城集免税、保税、有税为一体，覆盖市民生活的衣食住行和娱乐。其中免税、保税和部分有税业务为自营，由格力地产控股子公司和珠免集团子公司珠海汇真商务有限责任公司供货；部分有税业务，如数码产品销售、商超到家等，采取平台招商模式，由商城与苹果、南方汽车、家乐福等知名品牌合作经营。

图 4、珠海免税 Mall 业务结构



资料来源：珠海免税 Mall 小程序、兴业证券经济与金融研究院整理

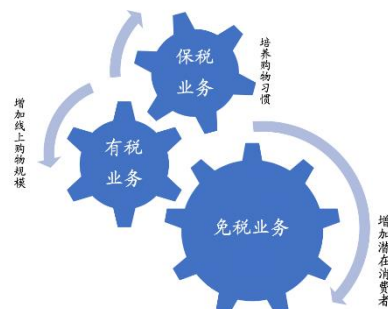
线上商城的有税业务和保税业务为免税业务引流，或能增加其潜在购买规模。原因包括：（1）防疫物资、海产品、农产品和生活用品都是日常生活必备，同时商城的物流配送方便快捷，购物者通常可享受到市内免邮、省内次日到达的便利，扩大线上购物规模；（2）保税业务提供了优质的进口商品，有助于培养消费者消费海外品牌的习惯。

图 5、珠海免税 Mall 首页展示



资料来源：珠海免税 Mall 小程序、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、线上商城流量转化示意图

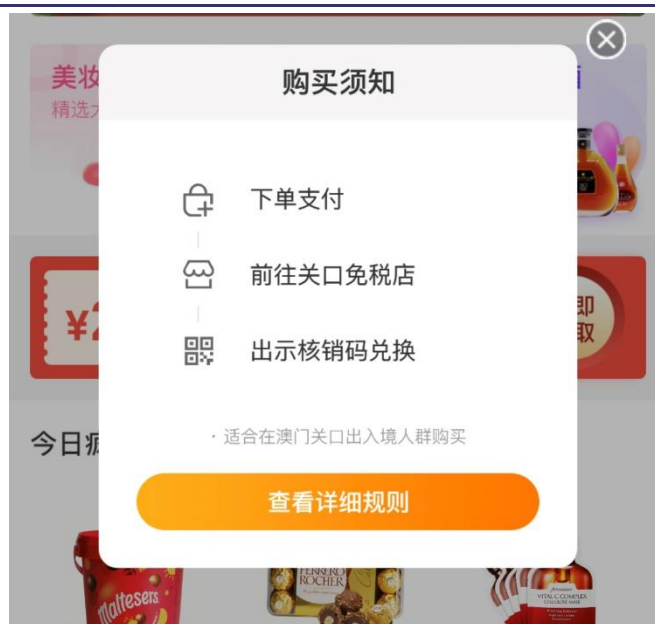


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

● 线上商城免税业务处于发展初期

珠免线上免税业务目前仅提供免税商品线上预订-免税店提货，无法通过快递送货上门。

图 7、线上购买免税商品流程



资料来源：珠海免税 Mall 小程序、兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、珠免线上免税业务购买政策

项目	内容
有效期限	详见不同商品的规定（有效期通常截止到下单当月月末）
提货地点	珠海免税拱北入境店（澳门返回珠海）
购买对象	1) 从境外入境、尚未办理海关进境手续的旅客 2) 已办结海关出境手续、即将前往境外的旅客 3) 购买烟酒限年满 16 周岁以上旅客
出示证件	进出境有效证件，如：护照、港澳通行证、港澳居民回乡证等
购买限制	1) 对于 15 天内首次入境人员：连同境外免税额度单人总计≤8000 元 若持有港澳通行证：每人限购买 1 瓶（<750ml）免税酒精饮料 若持有护照或其他证件：每人限购买 2 瓶（总量<1500ml）免税酒精饮料 2) 对于 15 天内多次入境人员：连同境外免税额度单人总计≤8000 元 第二次起不能购买免税酒精饮料
购买流程	Step1. 小程序内购买兑换码 Step2. 在指定门店兑换商品

资料来源：珠海免税 Mall 小程序、兴业证券经济与金融研究院整理

关外免税店公司（珠免集团分公司）经营多类免税商品达 40000 多种，但由于免税商品预订服务上线时间较短，目前可供预订的免税商品种类和 SKU 较少，仅有美妆护肤、休闲零食和酒水三大类别，共有 147 款商品。随着线上商城的进一步优化，消费者的免税购物体验或将进一步提升。

表 8、珠海免税 Mall 免税自提专区 SKU

品类	珠免线上店免税专区
美妆护肤	63
零食	27
酒水	57
总计	147

资料来源：珠海免税 Mall 小程序、兴业证券经济与金融研究院整理

尽管珠免线上商城的免税业务尚处于起步阶段，品类丰富度和物流配送有待完善升级，但开启线上免税商品预订服务同时也是珠免集团强化免税商品全渠道销售、整合集团内各零售渠道的重要一步。

4、对标海南打造国际旅游岛，珠海免税业务未来可期

4.1、优越的地理位置，逐步推进全国性乃至全球性免税业务布局

珠海是全国唯一与港澳陆桥相连的城市，拥有全国最大的陆路口岸——拱北口岸和举世瞩目的港珠澳大桥珠海公路口岸，具有发展口岸经济特有的优势资源。2018 年以来，珠海免税集团主动对接港澳市场、企业和项目，加速布局粤港澳大湾区免税商业，抢占未来发展制高点。

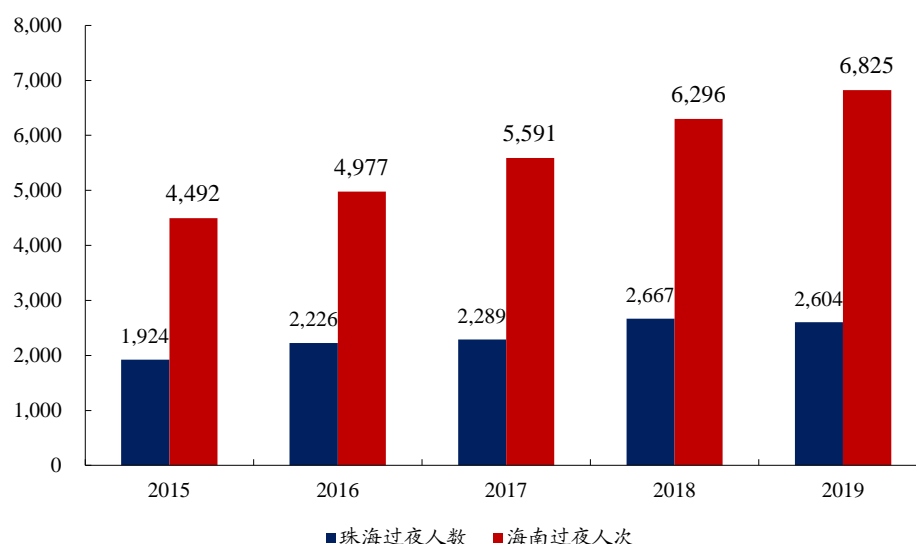
天津机场为布局全国性免税业务打响了第一炮，港珠澳大桥珠港口岸免税店的开业，帮助珠免集团进一步实现了地域上的突破，未来公司有望继续向全国性免税业务布局和国际市场进军。

4.2、珠海欲效仿海南打造免税特区

《珠海市旅游发展总体规划(2013-2030)》论证会勾勒了宏大愿景。“横琴旅游岛”无疑是规划的巨大亮点之一，将参照海南，打造国际旅游岛，申报免税，远期还将推广到整个珠海。

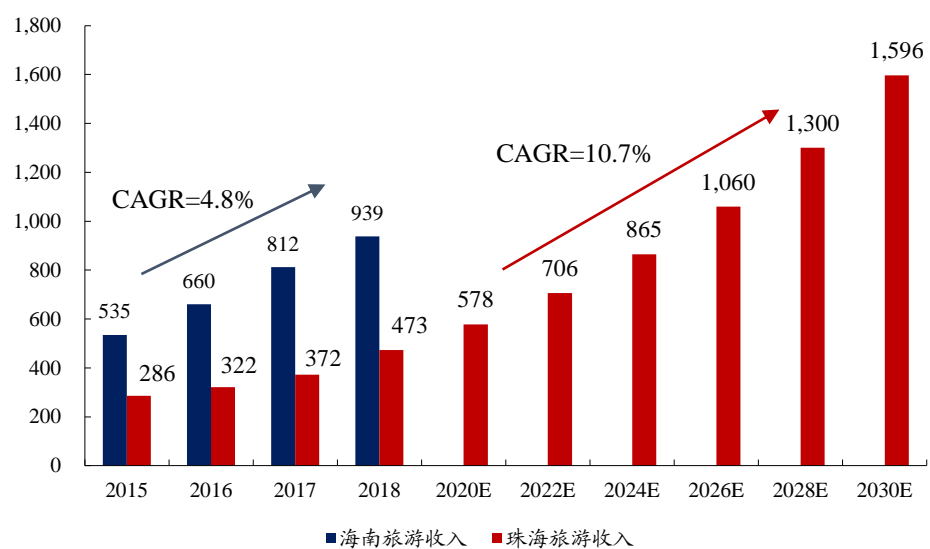
到 2030 年，规划实现全市年接待游客量达 1.1 亿人次，其中入境游客 2000 万人次以上，国内游客 9000 万人次以上；接待过夜游客 8000 万人次，其中入境过夜游客 1700 万人次，国内过夜游客 6300 万人次；旅游总收入达到 1500 亿元，国内旅游收入 1100 亿元，旅游外汇收入约 70 亿美元。

图 8、珠海、海南过夜游客量（万人次）



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、珠海、海南旅游收入（亿元）



资料来源：珠海市统计局、Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

- (1) 系统性风险
- (2) 政策风险

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn