

旅游业

2020.01.21

深度复盘 2003 年 SARS，看疫情对社服板块影响

	刘越男(分析师)	于清泰(分析师)
	021-38677706	021-38022689
	liuyuenan@gtjas.com	yuqingtai@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880519100001

本报告导读：

复盘 2003 年 SARS 疫情对消费服务板块影响，建议短期聚焦“宅”为核心的需求替代，并把握龙头超跌带来的长期布局机会。

摘要：

- 重大疫情对旅游行业冲击范围广影响大，对业绩和股价的影响持续时间约一年。建议聚焦以“宅”为核心需求的相关标的，外卖、在线教育等行业作为社交和群聚需求替代或受益。长期看，我们应对中国公共卫生水平及传染病控制能力保持乐观和信心，短期情绪影响下，建议关注龙头超跌带来的长期布局机会，推荐标的：美团点评。
- 所有旅游危机事件中，传染病对行业的冲击最大。①旅游业是一个环境敏感的产业，传染病冲击一切社交及聚集活动，2003 年 SARS 疫情对全板块各细分均构成冲击；②国内游及景区：2003 年国内游客流增速同比增速骤减 13pct 至-0.9%，旅行社营业收入增速降低了 28pct，且人心的恐惧能够超越疫情影响本身病例数并不多的地区旅游客流；③酒店及住宿业：SARS 期间全国星级饭店出租率同比-4pct，增速相比 2002 年下降 6pct，其中五星级降幅高达 10pct，四星级为 5.65pct；对低星级饭店收入影响更大：星级饭店收入增速仅为 8%，速下滑 12pct，其中一星级增速下滑 43pct，二星级下滑 20pct；④出入境游：旅游警告频发，出游意愿断崖下滑，客流平均损失 20%。
- SARS 影响延续 1 年，明显复苏滞后疫情平息 2-3 个季度，期间供给侧被动改革。①SARS 影响的高峰期为 2003 年 3-6 月，全程影响时间约 1 年，2003 年 8 月 18 日最后一例非典病例痊愈出院；②但疫情平息后人们对出游仍心存忌惮，出游意愿在 2-3 个季度内仍显低迷，2003 年下半年客流有所反弹，但并没有出现预期中的井喷式增长；③事件窗口期后 1 年，影响基本消除，行业低基数下经营数据高增长；④疫情一定程度上出清了抗风险能力弱的企业：酒店高星级出清房间数过多规模过大物业，低星级出清抗风险能力弱，房间数过少的物业。
- 疫情对业绩和股价的影响超越了疫情窗口期，股价经历 2-3 轮杀跌窗口期。①疫情期间以及平息后半年内出游意愿仍低迷，拖累 2003Q2-Q4 营收业绩大幅下滑，景区及酒店是重灾区：2003Q2 归母净利中青旅（-113%）、峨眉山（-72%）、桂林旅游（-121%）、锦江酒店（-159%）、岭南控股（-173%）；②股价经历 3 轮杀跌：第一轮疫情加剧杀估值（2003.4-2003.8）：板块整体估值从 60x 下跌至 50x，估值调整幅度-17%；第二轮估值业绩双杀（2003.9.30-2003.10.31），疫情虽平息，但正值中报及三季报估值由 50x 下跌至 35x，跌幅 30%；估值修复期（2003.11-2004.3），数据空窗，预期改善从 35x 升至 50x，涨幅 43%；④复苏不及预期（2004.4-2004.8），估值再次下跌。
- 风险提示：疫情扩散、政策限制出行、复苏不及预期风险。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

细分行业评级

连锁餐饮	增持
其他旅游	增持
旅游景点和旅行社	中性
酒店	中性

相关报告

旅游业《风险偏好持续提升，价值成长型标的受益》

2020.01.07

旅游业《外部预期改善，全板块迎利好，酒店或迎双击》

2019.10.13

旅游业《50 年美股服务消费龙头估值溢价复盘》

2019.08.13

旅游业《节日错位数据明显改善，全面复苏尚需宏观企稳》

2019.07.15

旅游业《酒店估值三重境界：周期、价值、成长共振》

2019.06.13

目录

1. 在所有旅游危机事件中，传染病对行业影响最大	4
1.1. 波及范围广，对经营数据和业绩冲击大	4
1.2. 国内游：增速骤降 13pct，人心的恐慌比疫情影响更大	7
1.3. 酒店及住宿业：对抗风险能力弱的酒店打击大	9
1.4. 出入境：旅游警告频发，出游意愿断崖下滑	10
2. 心理影响平息滞后于事件平息	12
2.1. 大多数旅游危机事件影响时间 1-2 年	12
2.2. SARS 疫情平息后，当年十一客流有所反弹但未井喷	14
2.3. 供给侧被动改革，第二年低基数下基本面复苏	16
3. 对业绩和股价的影响超越疫情窗口期	19
3.1. 业绩：酒店景区受冲击最大，复苏滞后 2-3 个季度	19
3.2. 股价与估值：疫情发酵和业绩落地两个下跌窗口期	20
4. 投资建议：短期“宅”需求受益，长期超跌机会	22
5. 风险提示	23

图目录

图 1：相比其他突发危机，SARS 对国内游客流影响最大	6
图 2：相比其他危机，SARS 对入境及出境客流的冲击更加明显	6
图 3：2003 年非典期间国内游客流增速骤降 13pct	7
图 4：2003 年非典期间全国旅行社营业收入增速比 2002 年下降了 28pct	7
图 5：2003 年非典期间黄山景区客流增速同降 24pct，峨眉山同降 41pct	8
图 6：2003 年全国星级酒店出租率降幅 4pct	10
图 7：非典期间，高星级酒店出租率跌幅高于低星级	10
图 8：2003 年星级饭店收入增速降低了 12.3pct	10
图 9：收入端，低星级酒店的收入增速降幅更大	10
图 10：国内政治事件导致客流损失率 42.4%	11
图 11：自然及人为灾害导致客流损失率为 20.2%	11
图 12：国际关系事件带来的客流损失为平均 14%	11
图 13：金融危机对客流影响最小，流失率为 9.3%	11
图 14：同比情况下 SARS 危机导致的赴美客流量绝对值减少最多	11
图 15：SARS 危机导致中国赴日客流量损失绝对值最大	12
图 16：SARS 对客流量负面影响最大，政策鼓励正向影响大	12
图 17：危机事件生命周期分五个阶段	13
图 18：2003 年 SARS 在 3-6 月影响最大，后期影响逐步消除	14
图 19：2003 年时星级酒店数量依然处在增长期	17
图 20：但受非典影响，星级酒店增速大幅下滑	17
图 21：高星级客房数量增速放缓，但低星级增长	17
图 22：高星级与低星级单家酒店房间数明显分化	17
图 23：SARS 过后 1 年航空及铁路数据迅速反弹	18

图 24: 酒店业出租率 2004 年迎来明显反弹	18
图 25: 股价的影响超过了疫情窗口期, 持续时间更长	20
图 26: 在疫情几乎完全平息后, 资本市场仍相对谨慎, 十一反弹不及预期与业绩担忧持续压制股价	21
图 27: SARS 期间经历了两轮杀跌, 先杀估值, 后估值业绩双杀	22
图 28: 酒店和景区股价是受 SARS 影响最大的两个行业	22

表目录

表 1: 流行性传染病是影响旅游行业发展最大的危机事件	4
表 2: 从需求类别看流行性传染病对不同细分行业影响均产生较大冲击	5
表 3: 本底趋势线用来度量危机事件对客流量的影响程度	6
表 4: 2003 年非典对不同城市潜在客流损失影响的测算	8
表 5: 多数危机事件对旅游业的影响不超过 2 年	13
表 6: 复盘 2003 年非典大事记	14
表 7: 2003 年下半年十一黄金周并未出现预期的井喷式复苏	16
表 8: 2003 年下半年黄金周核心自然景区及主要旅游城市游客增速	16
表 9: 规模越小的旅游企业受影响程度越大, 客观上成为出清对象	16
表 10: 对多数旅游相关企业而言, 疫情对业绩的影响延续到了 2003 年下半年	19
表 11: 归母净利表现看尽管 2004 年 Q2 低基数明显反弹, 但缺乏持续性	19
表 12: 国泰君安社会服务行业重点标的盈利预测 (2020.01.17)	23

1. 在所有旅游危机事件中，传染病对行业影响最大

1.1. 波及范围广，对经营数据和业绩冲击大

旅游业是一个环境敏感的产业，这种敏感性表现在易受境内外突发事件的冲击和影响，从而导致旅游业的发展出现严重的衰退和滑坡，形成所谓的旅游危机。

参考学术研究，根据危机事件的性质，危机事件可分为以下五类：

- 国际关系事件
- 国内政治事件
- 恐怖主义袭击
- 金融危机
- 自然及人为灾难

本文将以直接和相对客流量为度量方法，从影响路径、波及范围、影响周期三个维度回顾流行性传染病窗口期旅游产业表现以及旅游相关公司在二级市场上股价变动。

表 1：流行性传染病是影响旅游行业发展最大的危机事件

事件分类	细分类别	代表事件
国际关系事件	国家及地区间关系紧张	中日钓鱼岛事件、中美撞机事件、台海危机、萨德事件
	经济、贸易制裁	对朝经济制裁、对伊朗经济制裁、美对中国反倾销
	局部及全面战争	海湾战争、伊拉克战争、阿富汗战争
国内政治事件	政权变动	伊朗伊斯兰革命、苏联解体、阿拉伯之春、泰国政变
	重大政策变革	中国改革开放
	革命及国内武装冲突	叙利亚内战、乌克兰内战
	游行示威等其他政治骚乱	韩国反朴槿惠游行示威、伦敦罢工
恐怖主义事件	全球性恐怖活动	911 及系列恐怖袭击、欧洲系列恐怖袭击
	区域性恐怖活动	爱尔兰独立恐怖袭击、车臣恐怖袭击、疆独恐怖袭击、
金融危机	地区性金融危机	希腊及欧元区债务危机
	全球性金融危机	1997 及 2008 年金融危机
自然及人为灾难	地震、海啸、洪水、飓风等自然灾害	汶川地震、日本 2011 年海啸、美国新奥尔良州飓风
	流行性传染病	阪神地震（1995）SARS（2003）、禽流感（2005）、韩国 MERS
	核电站泄漏等人为灾害	切尔诺贝利核电站、福岛核电站泄漏

资料来源：国泰君安证券研究

与其他危机事件相比，流行性传染病对旅游行业的影响范围最广、冲击最严重。社会服务中几乎所有行业均涉及人群聚集与社交，不同于其他危机事件仅对某具体细分影响（如国际关系仅影响出入境客流，且存在替代效应），流行性传染病窗口期，几乎对消费服务行业所有细分领域均构成冲击。

2003 年第二季度国内生产总值第三产业增速仅为 0.8%，增速比 2002 年同期回落 6.1pct，其中客运、餐饮、社会服务、旅游业受损尤其严重，2003Q2 客运量-23.9%，航空下降近 50%，2003H1 社会服务业营收增速-14.8%，社零增速仅为 6.7%，大幅低于一季度的 9.2%，餐饮-3.5%。2003 年，SARS 对全国的影响在 1 400 亿元左右，对北京的旅游业的总体影响在 400- 600 亿元左右。

表 2：从需求类别看流行性传染病对不同细分行业影响均产生较大冲击

细分行业/活动类别		国内出游	商旅出行	海外出游	社交、娱乐、教育
游乐	国内景区	出游意愿锐减，客流受严重冲击	-	-	-
游乐	出境游旅行社	-	-	出境意愿降低，入境客流量减少	-
出行	OTA	旅游为目的的出行预定量锐减	商旅出行具有一定刚性，但仍受冲击	出境意愿降低，海外预订量下滑	-
住宿	酒店及旅馆	酒店目前 40%为出游客人，受拖累	商旅占比全国 60%，一线 70%，有刚性但仍受影响	目的地住宿预定量受影响	-
餐饮	餐饮（现场消费）	受冲击	受冲击	-	外出就餐意愿下滑，受影响
餐饮	餐饮（外卖服务）	-	-	-	外卖替代外出就餐需求，或受益
购物	免税购物	离岛免税可能受目的地客流影响	-	出境客流冲击下口岸免税受影响	-
教育	教育培训（现场）	-	-	-	有刚性，但意愿下降
教育	教育培训（在线）	-	-	-	线上培训替代性需求或受益
休闲娱乐	博彩	出游意愿降低受冲击	-	出游意愿降低受冲击	-

资料来源：国泰君安证券研究

学术研究中主要采用本底趋势线理论（Tourism Background Line Theory，简称 TBLT）来度量危机事件窗口期对客流量的影响程度。旅游本底趋势线是假设在无任何突发事件影响和干扰下，旅游业在理想环境中发展的自然趋势和时间规律。本底趋势线的建模过程考虑了行业发展的长期趋势、波动周期、年内季节波动与事件冲击四个因素，能够较完善地模拟理想状态下某一地区的客流增长情况。

本文将以完整的本底趋势线为基础，通过客流量与本底趋势值之间的关系对不同类型危机事件的影响进行定量研究。具体而言，对于游客损失量的度量：绝对损失量=本底趋势值-游客统计值；相对损失量=（游客损失量/本底趋势值）*100%。

表 3：本底趋势线用来度量危机事件对客流量的影响程度

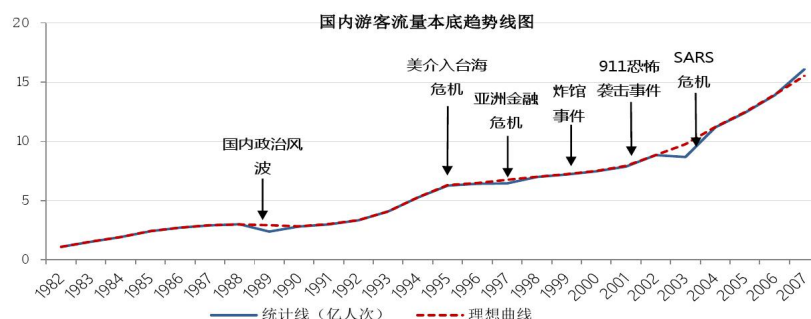
简化的本底趋势线模型		完整的本底趋势线模型	
模型名称	数学表达式	模型名称	数学表达式
直线方程	$y(t)=a+b*t$	直线-逻辑线	$y(t)=a+b*t+k/(1+\exp(-c*t))$
曲线方程	$y(t)=a+b*t+c*t^2+d*t^3$	直线-正弦线	$y(t)=a+b*t+q*\sin(c*t+d)$
指数方程	$y(t)=a*\exp(r*t)$	指数-正弦线	$y(t)=a*\exp(r*t)+q*\sin(c*t+d)$
逻辑方程	$y(t)=k/(1+b*\exp(r*t))$	逻辑-正弦线	$y(t)=k/(1+\exp(c-b*t))+q*\sin(d*t+e)$
正弦方程	$y(t)=q*\sin(a*t+b)$	曲线-正弦线	$y(t)=a+b*t+c*t^2+q*\sin(d*t+e)$

资料来源：《基于本底线的不同性质旅游危机事件影响对比研究》，国泰君安证券研究

注：¹本底趋势线方程存在简化和完整两种，建模时根据数据选择最佳形式；

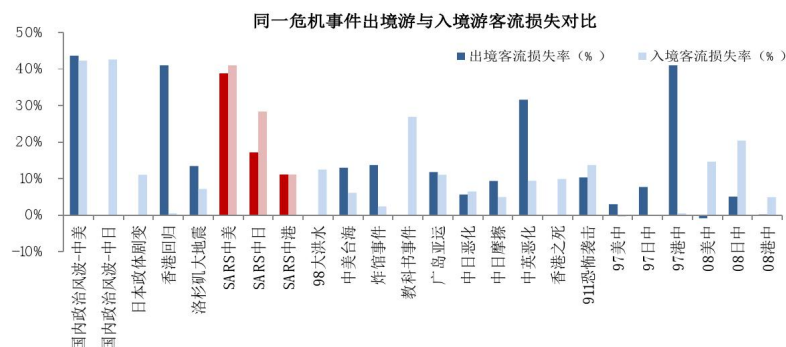
²本文中如未说明，均采用完整的本底趋势线模型；

图 1：相比其他突发危机，SARS 对国内游客流影响最大



数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究

图 2：相比其他危机，SARS 对入境及出境客流的冲击更加明显



数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究

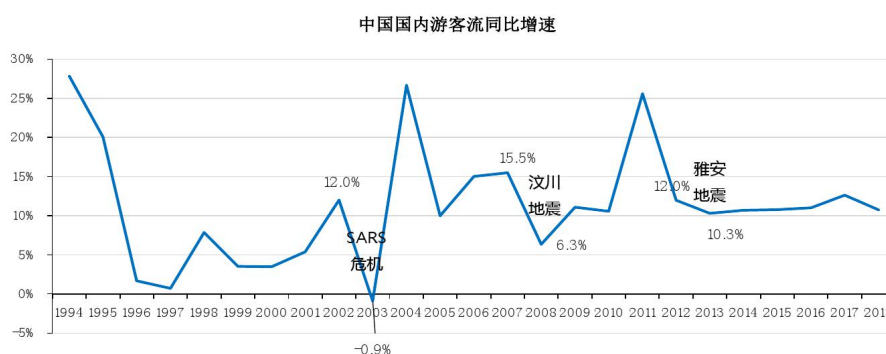
注：¹图中 97 年亚洲金融危机由于叠加香港回归限制大陆居民前往香港因素，导致大陆出境客流大幅降低；

1.2. 国内游：增速骤降 13pct，人心的恐慌比疫情影响更大

流行性传染病事件窗口期出游意愿骤降带来国内客流量断崖式下跌。2003 年国内游客流增速同比增速骤减 13pct 至 -0.9%，旅行社营业收入增速降低了 28pct。值得注意的是，国内出游客流统计口径中包含商务差旅客人，具有一定刚性，因此实际国内以出游目的的游客人数降幅超过整体国内降幅。

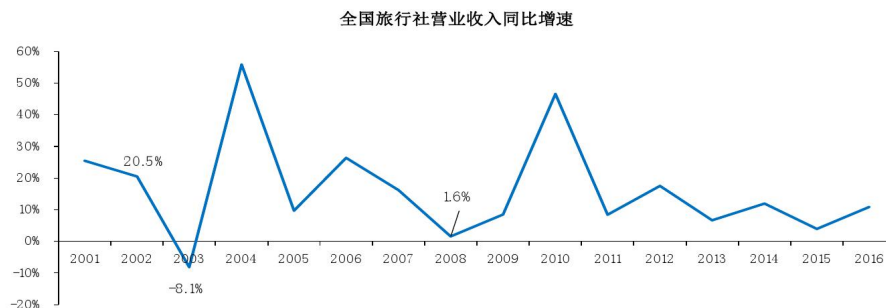
景区客流的降幅相比整体数据更大：2003 年黄山景区客流-23.4%，增速相比 2002 年降低 24pct，峨眉山客流-13.6%，增速相比 2002 年降低近 41pct。

图 3：2003 年非典期间国内游客流增速骤降 13pct



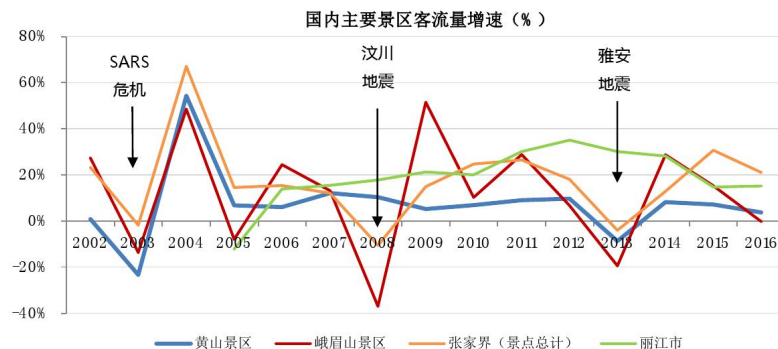
数据来源：各景区官网、各地旅游局、国泰君安证券研究

图 4：2003 年非典期间全国旅行社营业收入增速比 2002 年下降了 28pct



数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究

图 5：2003 年非典期间黄山景区客流增速同降 24pct，峨眉山同降 41pct



数据来源：各景区官网、各地旅游局、国泰君安证券研究

鲜有省市能够免受 SARS 影响，人心的恐惧能够超越疫情影响本身病例数并不多的地区旅游客流。SARS 危机对 31 个省区国内旅游影响的差异较大，并表现出特定的地域分布规律。按游客接待损失量，可将 31 个省区划分为 4 个等级：

最严重：潜在客流损失 1500 万人次以上。北京、河北、山西、江苏、山东和河南 6 个省区最大，SARS 危机游客损失量在 1500—3000 万人；

次严重：潜在客流损失 500-1500 万人次。辽宁、上海、浙江、安徽、福建、湖北、广东、重庆、四川和陕西 10 个省区较高，游客损失量在 500—1500 万人；

影响较小：客流损失量在 100-500 万人。天津、内蒙古、吉林、江西、湖南、广西、贵州和云南 8 个省区较小，游客损失量在 100—500 万人；

几乎没有影响：客流损失量小于 100 万人。黑龙江、海南、西藏、甘肃、青海、宁夏和新疆 7 个省区最小，游客损失量小于 100 万人。

表 4：2003 年非典对不同城市潜在客流损失影响的测算

地区	SARS 确诊病例 (人)	疫源地区位指数	损失量 (万人次)	损失率 (%)
北京	2521	8	2794	24.2
河北	215	7	2275	33.7
河南	15	7	2111	29.5
江苏	7	3	1839	14.3
山东	1	5	1732	16.3
山西	448	7	1585	31.2

请务必阅读正文之后的免责条款部分

8 of 25

湖北	7	5	1372	19.4
上海	8	3	1184	13.5
四川	20	3	1118	11.7
浙江	4	3	965	10.3
辽宁	7	5	847	11.8
安徽	10	3	777	18.9
广东	1512	1	695	8.4
福建	3	3	634	14.6
重庆	3	3	571	11.8
山西	12	3	545	14.2
贵州	0	3	489	21.1
江西	1	3	374	9.9
内蒙古	282	7	295	22.9
广西	22	1	285	5.9
湖南	6	1	282	4.6
天津	175	5	245	6.1
云南	0	1	230	4.3
吉林	35	1	168	6.7
新疆	0	1	98	8.8
宁夏	0	1	79	22.4
黑龙江	0	1	75	2.0
海南	0	1	49	3.9
甘肃	8	1	43	4.7
青海	0	1	17	4.2
西藏	0	1	4	4.8

数据来源：《2003 年 SARS 对国内旅游影响的后评价》、国泰君安证券研究

注：¹ 损失量 = 本底值 - 统计值，损失率 = (损失量 / 本底值) * 100%；

² SARS 疫源地区位指数以北京为中心，按基于 O-D 调查的铁路客；

³ 运量联系度划分为 8 个等级，分别用 8~1 的序数值标定。

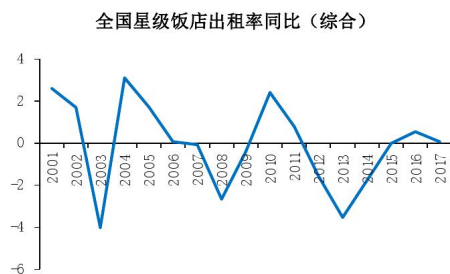
1.3. 酒店及住宿业：对抗风险能力弱的酒店打击大

2003 年酒店行业有限服务型酒店尚未开始大规模发展，门店数量少，星级酒店是中国住宿业主体，且仍处于门店数量快速增长阶段。

SARS 事件窗口期对酒店住宿业冲击非常明显：高星级出租率降幅比低星级大。2003 年全国星级饭店出租率同比-4pct，增速相比 2002 年下降了接近 6pct。不同等级看，高星级饭店出租率降幅大于低星级饭店，其中五星级降幅高达 10pct，四星级为 5.65pct。

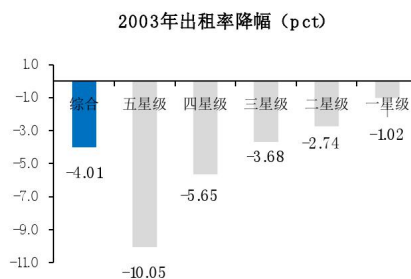
低星级，收入受到的冲击更明显，表明危机事件冲击时，规模更小的低星级饭店受到业绩冲击更大。2003 年全国星级饭店收入增速亦出现大幅放缓，星级饭店收入增速仅为 8%，相比 2002 年增速下滑 12pct，其中一星级饭店收入增速下滑高达 43pct，二星级饭店收入增速亦有 20pct 放缓。

图 6：2003 年全国星级酒店出租率降幅 4pct



数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 7：非典期间，高星级酒店出租率跌幅高于低星级



数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 8：2003 年星级酒店收入增速降低了 12.3pct



数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 9：收入端，低星级酒店的收入增速降幅更大



数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

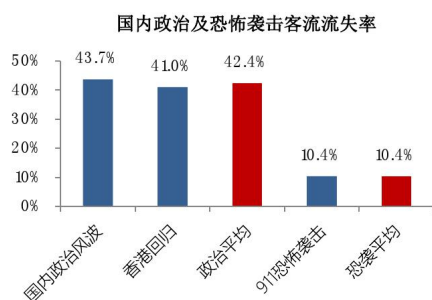
1.4. 出入境：旅游警告频发，出游意愿断崖下滑

出境意愿下降叠加严格口岸防疫检查下，流行性传染病窗口期出入境游均受重创。

自然灾害会导致平均 20.2%的出境客流量损失。我们选取了 1994 年洛杉矶大地震、2003 年 SARS 中的中美、中日、中港客流量损失进行统计，发现平均客流量损失达到 20.2%，其中 SARS 导致的赴美客流减少高达 38.9%。

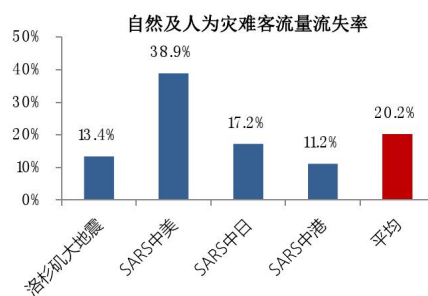
当目的地国家或地区发生自然及人为灾难发生时，一方面各国会针对性发布旅游预警通告，另一方面游客自身会避免前往事发区域，由此带来客流量的锐减；同时，当目的地国发生诸如传染病等灾难时，各国处于安全考虑会限制目的地国家公民入境，因此导致客流量减少。

图 10: 国内政治事件导致客流损失率 42.4%



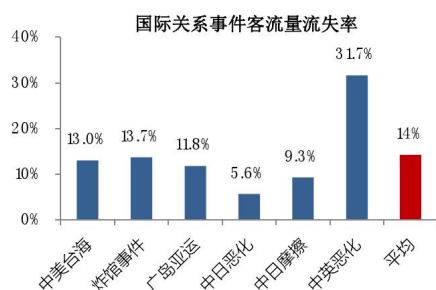
数据来源: 国家旅游局、国泰君安证券研究

图 11: 自然及人为灾害导致客流损失率为 20.2%



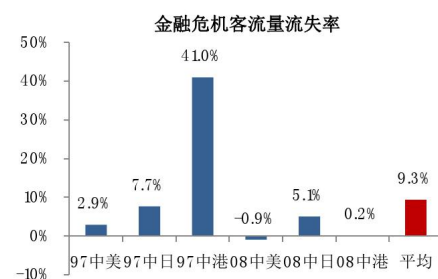
数据来源: 国际旅游局、国泰君安证券研究

图 12: 国际关系事件带来的客流损失为平均 14%



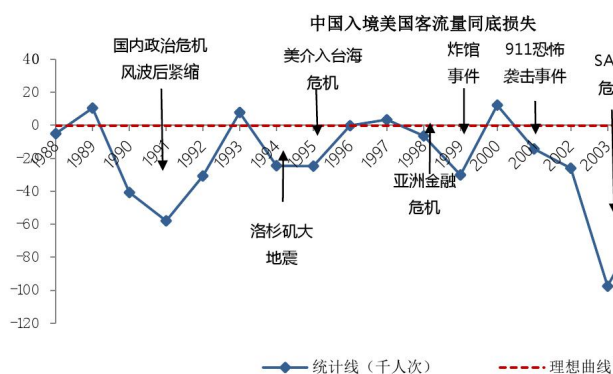
数据来源: 国家旅游局、国泰君安证券研究

图 13: 金融危机对客流影响最小, 流失率为 9.3%



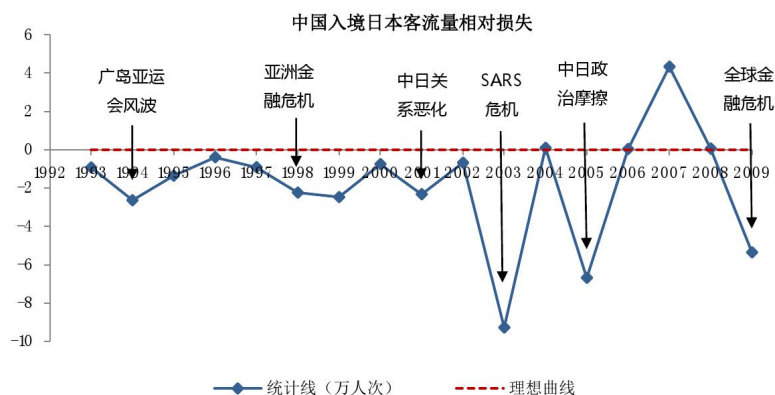
数据来源: 国家旅游局、国泰君安证券研究

图 14: 同比情况下 SARS 危机导致的赴美客流量绝对值减少最多



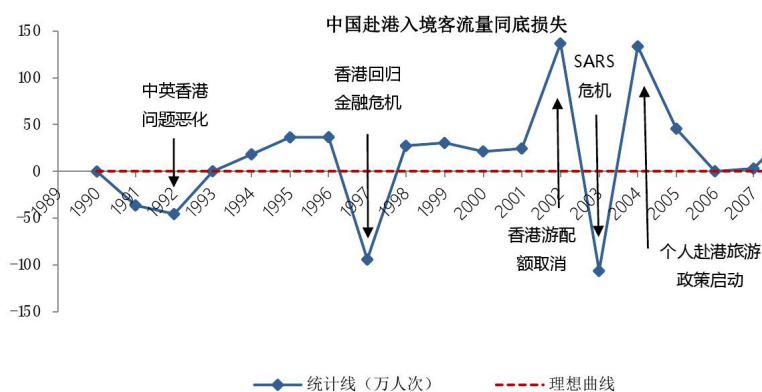
数据来源: National Travel and Tourism Office、国家旅游局、国泰君安证券研究

图 15: SARS 危机导致中国赴日客流量损失绝对值最大



数据来源: 日本观光厅、国家旅游局、国泰君安证券研究

图 16: SARS 对客流量负面影响最大, 政策鼓励正向影响大



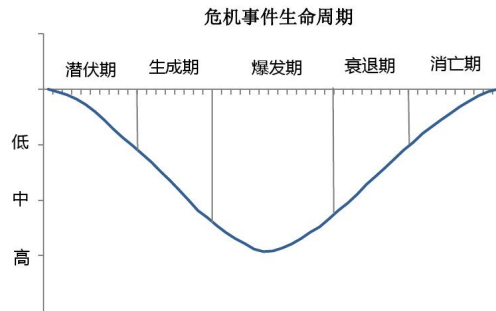
数据来源: 香港旅游发展局、国家旅游局、国泰君安证券研究

2. 心理影响平息滞后于事件平息

2.1. 大多数旅游危机事件影响时间 1-2 年

危机事件发展根据对客流量影响可分为五个时期: 潜伏期、生成期、爆发期、衰退期、消亡期。危机事件并非即生即灭, 往往伴随着一系列后果。虽然由于事件在性质、强度上存在不同由此导致对旅游产业影响上的差异, 但危机发生的生命周期依然是有规律可循的。

图 17：危机事件生命周期分五个阶段



数据来源：《基于本底线的不同性质旅游危机事件影响对比研究》、国泰君安证券研究

大部分危机事件影响周期在一年以内，国内重大政治事件影响较长。我们以客流量相比理想情况之差为标准衡量事件的影响周期，当实际客流恢复到理想水平时认为影响消除。通过总结五类事件的影响期我们发现：绝大多数危机事件的影响时间在一年以内；少数事件影响周期在两年左右，主要集中在国际关系事件和重大金融危机；国内政治事件影响时间较长达4年，这主要与国家政策限制有关。

表 5：多数危机事件对旅游业的影响不超过 2 年

事件类型	时间	事件	事发国家及地区	影响期
国际关系事件	1995 年	台海危机	台湾地区	1 年
	1999 年	美国轰炸中国大使馆	南斯拉夫	1 年
	1992 年	中日第一次教科书事件	日本	2 年
	1994 年	广岛亚运风波	日本	1 年
	2001 年	中日关系恶化	日本	1 年
国内政治事件	2005 年	中日摩擦	日本	1 年
	1989 年	国内政治风波-中美影响	中国大陆	4 年
	1989 年	国内政治风波-中日影响	中国大陆	4 年
恐怖主义袭击	1997 年	香港回归	中国香港	<1 年
	2001 年	911 恐怖主义袭击	美国	2 年
自然及人为灾害	1994 年	洛杉矶大地震	美国	1 年
	2003 年	SARS-中美影响	中国大陆	<1 年
	2003 年	SARS-中日影响	中国大陆	<1 年
	2003 年	SARS-中港影响	中国大陆	<1 年
金融危机	1997 年	亚洲金融危机-中美	亚洲地区	1 年
	1997 年	亚洲金融危机-中日	亚洲地区	1 年
	1997 年	亚洲金融危机-中港	亚洲地区	1 年
	2008 年	全球金融危机-中美	美国	2 年
	2008 年	全球金融危机-中日	美国	1 年
	2008 年	全球金融危机-中港	美国	1 年

数据来源：各国旅游局、Wind、国泰君安证券研究

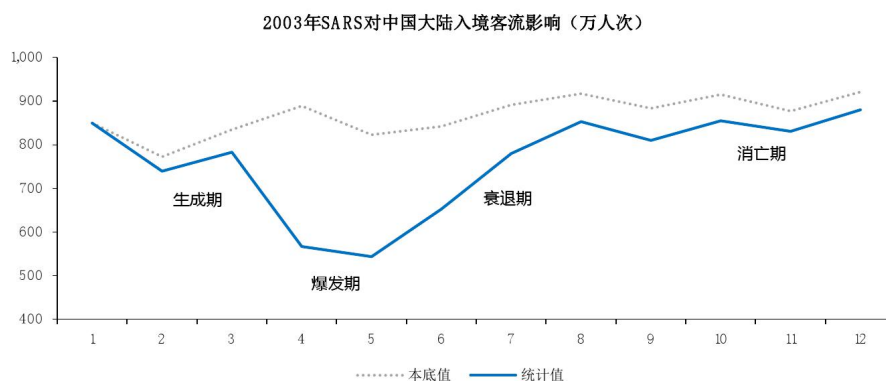
2.2. SARS 疫情平息后，当年十一客流有所反弹但未井喷

SARS 影响的高峰期为 2003 年 3-6 月，全程影响时间约 1 年。SARS 自 2002 年 11 月以来，迅速在中国东南亚和全世界的 31 个国家和地区蔓延。2003 年 4 月 2 日，世界卫生组织对我国广州、香港两地发布旅游警告，随后又陆续将我国一些 SARS 流行的地区宣布为疫区，并对北京、河北、内蒙、山西、天津等疫情严重的地区发出了全球旅游警告。同时，世界各国对我国公民的入境进行了严格限制。

从 4 月中旬至 5 月中旬，北京、华北地区的染病人数迅速上升。由于对疫情的控制缺乏足够的准备，疫情造成全社会巨大恐慌。尽管政府采取果断措施控制 SARS 流行，但学校停课、商店关门歇业、旅游景点关闭、文化活动停止、大量社会经济活动取消或推迟举行。

根据中国卫生部公布的疫情数字（卫生部，2003），4 月 20 日，累计确诊报告病例为 1807 人，到 5 月 12 日迅速突破 5000 人，达到 5013 人，随后开始趋于缓和，至 6 月初，中国 SARS 的发病人数已经很少，疫情已经得到控制。从 6 月 4 日以后，已经没有新发病人，累计确诊报告病例定格在 5329 人。8 月 18 日，最后一例 SARS 病人康复出院，SARS 危机得到消除。

图 18: 2003 年 SARS 在 3-6 月影响最大，后期影响逐步消除



数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究

表 6: 复盘 2003 年非典大事记

时间节点	重要事件
2002 年 11 月 16 日	广东佛山发现首个非典病例，5 人丧命，300 人被感染
2003 年 1 月	广东河源市人民医院收治两名肺炎病人，该院接触过上述两名病人的医务人员中有八人发生同样疾病
2003/1/21	中山市报告类似病例，当天下午国家疾病预防控制中心专家到现场指导。专家组现场完成《中山市不明原因肺炎调查报告》，正式命名为“非典型肺炎（不明原因）”

2003/2/11	广州市政府、广东省卫生厅先后召开记者见面会。通报截至2月9日，广东省共发现305例非典型肺炎病例，死亡5例，其中，医务人员发病105例，无人死亡
2003/2/26	非典型肺炎首度发生在越南首都河内
2003/3/6	北京接报第一例输入性非典病例
2003/3/10	最先发现 SARS 病例的 Carolo Urbani 博士向世界卫生组织（WHO）总部报告有关罕见的突发性急性呼吸道症候群疫情，提及已有 22 位医院的医护人员感染这个疾病，并将该病命名为 SARS。他于 3 月 29 日因该疾病去世
2003/3/11	香港医护人员爆发类似的不明呼吸道疾病
2003/3/12	WHO 向全球发出警告，表示一种新型的不知名传染性疾病正由香港与越南向各地扩散；随后美国疾病管制局（CDC）发行了另一个健康警告。世界卫生组织建议隔离治疗疑似病例，并且成立了一个医护人员的网络来协助研究 SARS 疫情。
2003/3/23	山西出现第一例非典病人，不久该省多处出现病例
2003/3/26	新华社首次报道北京疫情
2003/3/31	香港政府隔离了淘大花园的一幢公寓（E 座），该公寓已经有超过 100 人受到感染。当时怀疑该疾病的传播可能与房屋结构的设计有关，可能通过排泄物或废水或空气传播
2003/4/1	美国政府召回了所有驻香港和广东的非必要外交人员及其家眷。美国政府同时也警告美国公民，除非必要不要到广东或香港访问。瑞士政府也禁止香港厂商参加即将举行的瑞士钟表展，担心病情会扩散到瑞士
2003/4/2	WHO 提出旅游警告，建议延后所有到香港与广东省的非必要行程；国务院总理温家宝召开国务院常务会议，研究非典防治工作；原卫生部部长张文康接受央视专访，首次披露全中国疫情；中国政府承诺会与 WHO 全面合作。中国向 WHO 申报了所有案例：中国广东省 3 月份有 361 起新病例，9 人死亡，同时北京、山西、湖南也有人感染。但中国卫生部表示广东病情已基本得到控制。世界卫生组织也进入广东地区了解疫情，并建议游客不要到香港和广东旅行或办公
2003/4/9	"WHO 在中国大陆广东省的调查小组发表初步调查结果，表示发现可能传染给 100 人的「超级传播者」证据；我国对非新型冠状病毒基因成功测序"
2003/4/13	北京首批 8 位非典患者康复出院
2003/4/19	台湾地区 SARS 疫情进入发病高峰期；要求北京各医院对具有非典症状的患者必须实行首诊负责制，决不能以任何理由拒收患者原定 5 月 1 日开始的五一“黄金周”暂停施行一次，确保疫情不会进一步扩散，北京多所高校已经宣布停课
2003 年 4 月中下旬	北京非典疫情处于较高水平，连续十几天每天都有 90 至 100 个病例，最高一天达到 150 多人
2003/4/24	北京西城区决定于 4 月 24 日零时对人医医院实行整体隔离，这是全市第一家实行整体隔离措施的单位；北京市中小学开始停课 2 周；台北和平医院爆发封院事件，是台湾地区第一间因 SARS 感染而封院的医院，但和平医院封院方法犯下了“常识性的错误”
2003/5/8	"中国内地报告有疫情的省份达 25 个。海南、贵州、云南、西藏、青海、新疆 6 个省区未发现疫情；
2003/5/9	新增病例数首次跌破 50 例；医务人员的感染比例已经呈明显下降趋势：从 4 月 21 日到 5 月 1 日每天平均 15.81 人，从 5 月 2 日开始到 5 月 8 日每天平均 6.3 人
2003/5/13	广东新发病例首次为零
2003/5/29	北京新收治非典确诊病例首次为零，当日确诊与疑似病例之和也首次降至个位数
2003/6/13	WHO 宣布从 13 日起解除对中国河北省、内蒙古自治区、山西省和天津市的旅游警告
2003/6/24	WHO 宣布将北京从“非典”疫区名单中排除

资料来源：Wind、国泰君安证券研究

2003 年下半年客流有所反弹，但并没有出现预期中的井喷式增长。全社会都在期待 SRAS 过后经济全面恢复。2003 年 7 月 9 日，国家旅游局发出《关于恢复跨省区市旅游和出境旅游经营活动的通知》，正式解除对跨区旅游及出境旅游的限制，社会期待旅游出现井喷式增长。

人们对出游仍心存忌惮。2003 年十一距 SARS 影响高峰期不足 3 个月，影响尚未完全消除，旅游业虽有反弹但为出现报复性增长。2003 年十一期间客流增速、旅游总收入为 11.5%/13.07%，低于此前的平均增速。

表 7：2003 年下半年十一黄金周并未出现预期的井喷式复苏

	旅游人数 (万人次)	人数同比 (%)	旅游总收入 (亿元)	收入同比 (%)	人均消费 (元/人)	人均同比 (%)
2001	6397	-	249	-	389	-
2002	8071	26.17	306	22.89	379	-2.57
2003	8999	11.50	346	13.07	384	1.32

数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究

表 8：2003 年下半年黄金周核心自然景区及主要旅游城市游客增速

景区	2002 客流 (万人次)	2003 客流 (万人次)	同比增速 (%)
武夷山	13.02	14.37	10.4
普陀山	9.38	9.99	6.5
千山	5.77	7.10	23.0
张家界	39.3	44.00	12.0
大连花果山	7.33	13.99	90.8
九寨沟	8.14	8.16	0.2
九华山	6.89	6.57	-4.6
七大目的地合计	89.83	104.18	16.0
北京	340	376	10.5
上海	365	380	4.1
天津	356	392	10.2
三大城市合计	1061	1148	8.2
全国合计	8071	8999	11.5

数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究

2.3. 供给侧被动改革，第二年底基数下基本面复苏

疫情一定程度上加速了旅游供给侧企业质量的提升。餐饮旅游及社会服务行业在 2003 年普遍存在行业及进入壁垒低，企业规模小，行业集中度低的问题。2003 年的 SARS 使得抗风险能力小的企业意外出清，由于彼时行业仍处在高速增长期，上述出清并未体现在企业数量的减少，而体现在了供给侧企业质量的提高上。

表 9：规模越小的旅游企业受影响程度越大，客观上成为出清对象

企业按营业收入分类		2002 年平均营业	2003 年预计营业	2003 年 SARS 后预	受 SARS 影响减少
收入规模 (万元)	受访企业数量	收入	收入	计营业收入	的比例
低于 100 万元	9	17.89	25.61	15.23	40.53
100-300	4	164.00	176.25	116.25	34.04
300 万元以上	2	597.50	600.00	515.00	14.17

请务必阅读正文之后的免责条款部分

16 of 25

合计	15	134.13	1142.37	108.81	23.57
----	----	--------	---------	--------	-------

数据来源：《短期事件对旅游影响——以中国 SARS 危机为例》、国泰君安证券研究

住宿业在非典时期出现了较为明显的供给侧改革。2003 年星级酒店行业仍处增长期，因此门店及房间数未负增长，但 2003 年增速大幅下滑 11pct。

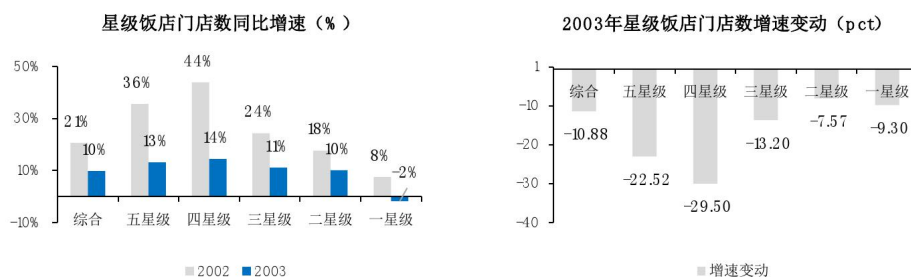
我们以单家酒店拥有的房间数度量酒店规模，不同星级酒店的供给侧改革方向有所分化：高星级出清房间数过多规模过大的物业，低星级出清抗风险能力弱，房间数过小的物业。

2003 年期间高星级酒店单店房间数明显下滑，表明高星级酒店在危机期间房间数量过多，规模过大的门店因规模不经济导致出清，即高星级酒店在危机期间淘汰规模过大的酒店。

低星级酒店的单店房间数则在 2003 年经历了非常明显增长（+15.2%），并在 2004 年延续了这一趋势（+22%），这一数据表明，由于规模较小的低星级酒店在危机时抗风险能力差，部分产能出清，新开的低星级酒店多为拥有较多房间数的物业。

图 19：2003 年时星级酒店数量依然处在增长期

图 20：但受非典影响，星级酒店增速大幅下滑

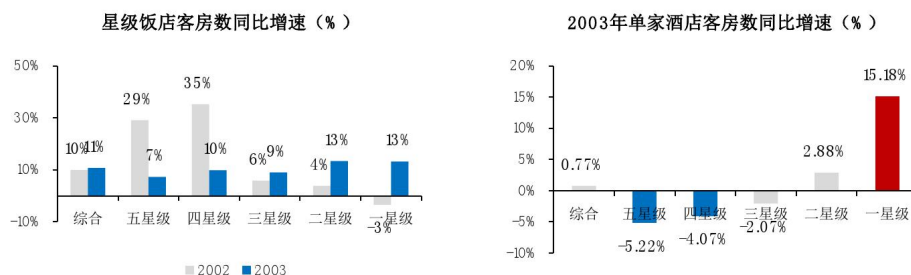


数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 21：高星级客房数量增速放缓，但低星级增长

图 22：高星级与低星级单家酒店房间数明显分化



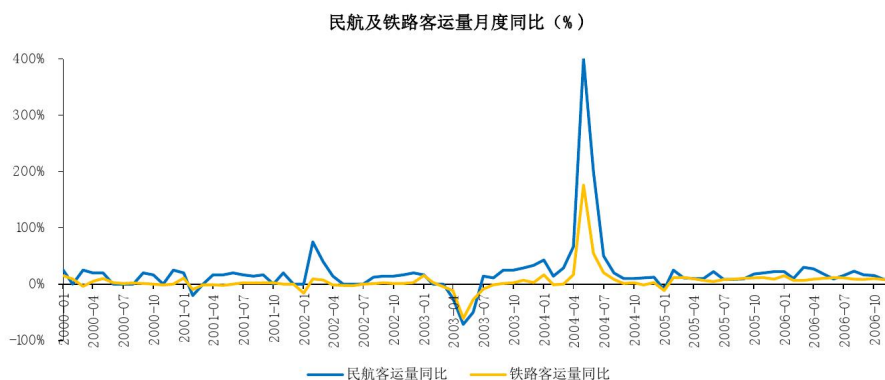
数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

事件窗口期后 1 年，影响基本消除，行业低基数下经营数据高增长。民航及铁路客运数据在 2004 年迅速反弹，其中 2004 年 5 月（2003 年 5 月疫情最严重时期）航空客运增速同比超 400%，铁路客运量同比超 175%。

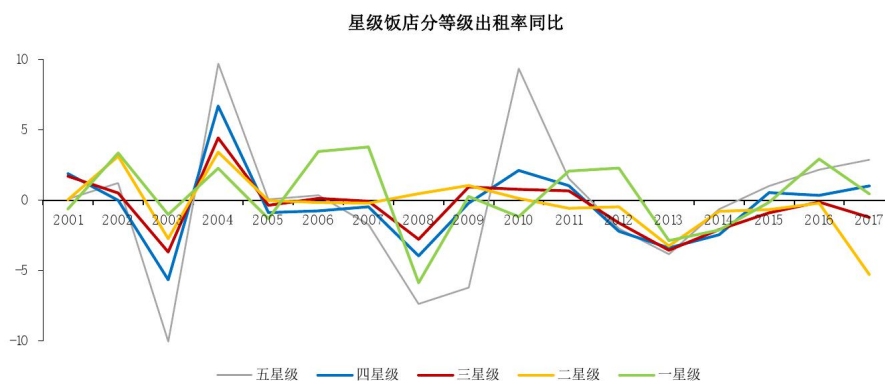
景区方面，2004 年黄山、峨眉山、张家界景区客流增速达到 54%/48%/67%，复苏力度较为明显。酒店行业出租率在低基数下也出现明显回暖，2004 年五星级/四星级出租率同比+9.7/6.7pct。

图 23: SARS 过后 1 年航空及铁路数据迅速反弹



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 24: 酒店业出租率 2004 年迎来明显反弹



数据来源: 中国饭店业协会、国泰君安证券研究

3. 对业绩和股价的影响超越疫情窗口期

3.1. 业绩：酒店景区受冲击最大，复苏滞后 2-3 个季度

疫情期间平息后半年内出游意愿仍低迷，拖累 2003 年 Q2-Q4 营收及业绩大幅下滑。由于 2003 年旅游板块上市标的较少，本文选取了与出行及旅游服务相关的 11 个标的为样本进行分析，包含购物、出行、景区、酒店、餐饮五大细分方向。

景区和酒店营收及业绩受冲击最明显。在疫情最为严重的 2003Q2，景区股和酒店股收入和业绩下滑程度远高于其他细分：

- 景区股：中青旅（收入-63%，归母净利-113%）、峨眉山（收入-63%，归母净利-72%）、桂林旅游（收入-71%，归母净利-121%）；
- 酒店股：锦江酒店（收入-16%，归母净利-159%），岭南控股（收入-36%，归母净利-173%）。

对业绩的影响持续到了 2003Q4，而此时疫情已经在 8 月下旬几乎平息。进一步观察时间序列数据，SARS 对业绩的影响在疫情平息后仍然持续了 2-3 个季度，直到 2004Q2 极低基数下迎来明显反弹。上述情况表明，尽管疫情已经过去，但出游意愿的恢复传递至上市公司收入业绩端仍有延迟。

表 10：对多数旅游相关企业而言，疫情对业绩的影响延续到了 2003 年下半年

营业收入		王府井	东方航空	中青旅	西安旅游	北京文化	张家界	峨眉山A	桂林旅游	锦江酒店	岭南控股	西安饮食
2003	Q1	15.7%	15.1%	-5.9%	17.1%	84.2%	24.8%	16.0%	30.2%	46.1%	-67.0%	10.7%
	Q2	-15.2%	-37.2%	-63.3%	-51.2%	37.5%	-3.5%	-62.9%	-70.9%	-16.1%	-36.0%	-14.0%
	Q3	-2.2%	12.1%	-20.5%	-14.5%	-57.2%	2.3%	3.2%	-34.5%	17.0%	-59.9%	5.6%
	Q4	-14.8%	35.0%	-39.0%	-11.9%	16.5%	13.6%	32.9%	-32.6%	-32.9%	21.4%	-24.7%
2004	Q1	9.0%	30.4%	-9.0%	-20.8%	-33.0%	-24.3%	42.4%	-28.4%	-14.6%	142.2%	7.0%
	Q2	46.9%	142.2%	153.2%	113.3%	397.9%	46.3%	320.9%	231.3%	51.5%	107.5%	43.9%
	Q3	15.6%	53.4%	57.2%	13.3%	-55.9%	61.2%	73.3%	71.2%	3.4%	190.7%	3.3%
	Q4	51.4%	3.5%	70.0%	182.5%	-48.4%	137.6%	13.5%	68.4%	9.3%	19.3%	66.7%
2005	Q1	29.3%	9.6%	27.4%	75.5%	-0.6%	7.6%	2.4%	45.8%	10.7%	44.6%	16.1%
	Q2	23.9%	9.4%	40.9%	189.9%	-86.1%	59.2%	-4.1%	14.2%	5.8%	15.6%	2.6%
	Q3	32.6%	42.0%	41.5%	248.5%	36.0%	9.7%	-3.6%	10.2%	4.6%	6.8%	20.7%
	Q4	7.8%	61.6%	21.5%	13.5%	-63.0%	-12.0%	15.1%	7.1%	-1.4%	9.8%	-5.4%

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

表 11：归母净利表现看尽管 2004 年 Q2 低基数明显反弹，但缺乏持续性

表 1：2003 年 12 月 31 日 12 家上市公司 2003 年 12 月 31 日 12 月 31 日 12 月 31 日 12 月 31 日 12 月 31 日 12 月 31 日 12 月 31 日 12 月 31 日 12 月 31 日 12 月 31 日 12 月 31 日												
归母净利		王府井	东方航空	中青旅	西安旅游	北京文化	张家界	峨眉山 A	桂林旅游	锦江酒店	岭南控股	西安饮食
2003	Q1	155%	-334%	-7%	47%	80%	74%	-4%	85%	549%	-2948%	15%

	Q2	-461%	亏损	-113%	-251%	-47%	-93%	-72%	-121%	-159%	-173%	-144%
	Q3	10%	136%	-99%	18%	131%	98%	39%	-59%	26%	1149%	176%
	Q4	-11%	-1505%	73%	48%	7%	3%	239%	-77%	27%	-1683%	88%
2004	Q1	4%	-263%	-45%	3237%	15%	-22%	-64%	-88%	70%	-48%	12%
	Q2	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	减亏	301%	339%	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏
	Q3	扭亏	31%	22176%	36%	减亏	-3%	22%	139%	98%	扭亏	扭亏
	Q4	283%	-194%	-67%	496%	-159%	-392%	-88%	228%	143%	-173%	-40%
2005	Q1	32%	-82%	-38%	-61%	-120%	-490%	89%	15%	39%	-24%	1%
	Q2	157%	-252%	-38%	683%	-310%	-377%	-7%	3%	41%	-4%	4%
	Q3	146%	125%	-51%	-52%	-155%	-85%	-4%	-11%	73%	83%	-3%
	Q4	1%	-41%	177%	-31%	-85%	355%	-203%	24%	-8%	17%	5%

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

3.2. 股价与估值: 疫情发酵和业绩落地两个下跌窗口期

考虑到第一例 SARS 案例发生在 2002 年 11 月 16 日, 本文以 2002 年 11 月 1 日作为分析累计超额收益的基准日, 以试图还原 SARS 从酝酿到持续发酵直至最后危机平息后 1 年的全过程。

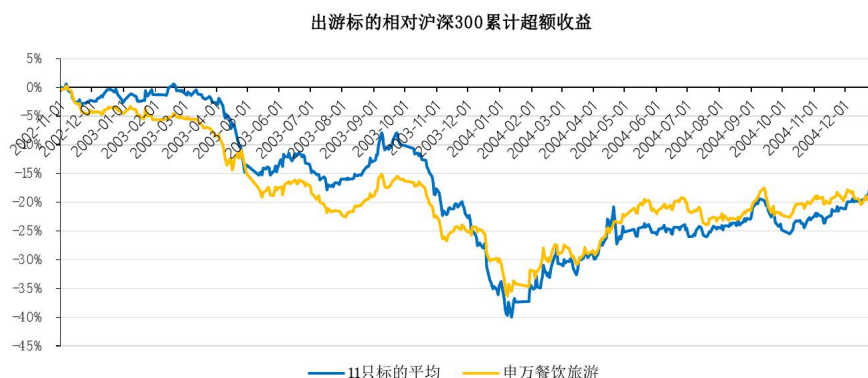
SARS 对餐饮旅游板块股价影响超过了疫情本身窗口期。在 2002.11-2004.12.31 期间, 板块整体累计回报率为-46.01%, 相对沪深 300 指数的累计超额收益率最低时候为-36%, 本文筛选的 11 只标的累计超额收益率最低达到-40%。

图 25: 股价的影响超过了疫情窗口期, 持续时间更长



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 26: 在疫情几乎完全平息后, 资本市场仍相对谨慎, 十一反弹不及预期与业绩担忧持续压制股价



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

板块一共经历了 3 个下跌阶段:

初始发酵期 (2002.11-2003.3): 估值稳定, 并未出现较为明显的估值下滑迹象, 但板块整体跑输沪深 300 指数;

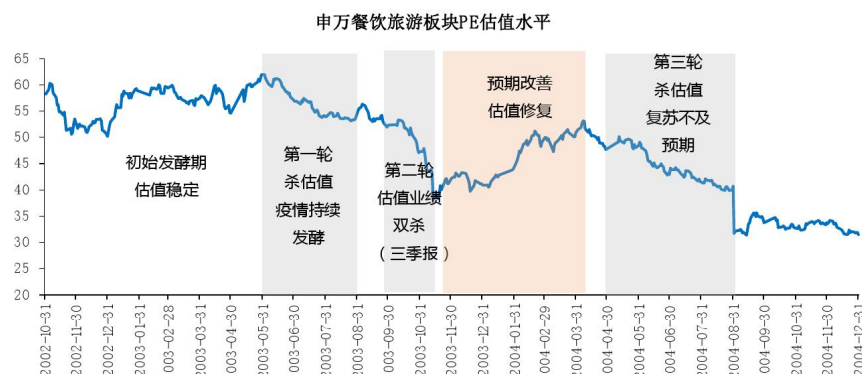
第一轮下跌: 杀估值 (2003.4-2003.8)。 板块整体估值从 60x 下跌至 50x, 估值调整幅度-17%; 此时疫情已经经历了从爆发到逐步平息阶段, 8 月 18 日最后一例非典病人已经康复出院;

第二轮下跌: 估值业绩双杀 (2003.9.30-2003.10.31)。 这一阶段处于疫情刚刚平息, 出游意愿仍普遍低迷, 且正值中报及三季报阶段, 上半年疫情对业绩的影响落地, 此时估值业绩双杀, 板块估值由 50x 下跌至 35x, 跌幅 30%。

估值修复期: 数据空窗期, 预计改善估值修复 (2003.11-2004.3)。 疫情影响结束后 2 个季度, 行业进入年末数据空窗期, 市场预期中的数据回暖与业绩修复驱动估值从 35x 再次提升至 50x, 涨幅 43%。

第三轮下跌: 复苏不及预期 (2004.4-2004.8)。 预期中的井喷并未出现, 更多是低基数下的反明显反弹。业绩复苏的持续性和后劲并不强劲, 由此导致估值进入第三轮调整。

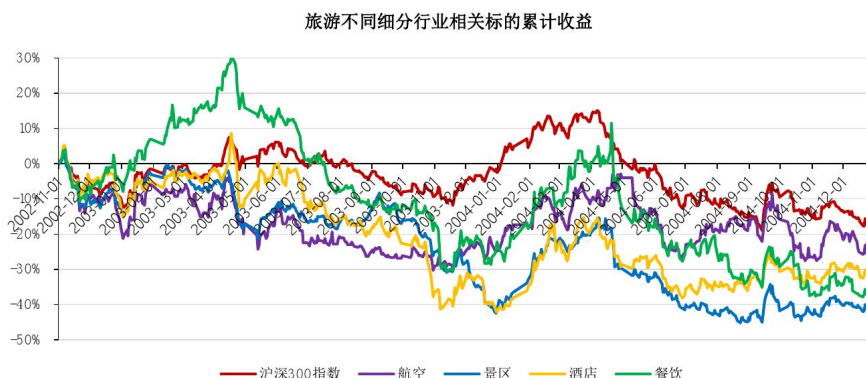
图 27: SARS 期间经历了两轮杀跌, 先杀估值, 后估值业绩双杀



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

景区酒店餐饮累计最高跌幅均超 40%。从细分行业表现看, 业绩受影响最大的酒店和景区亦体现在了股价上。2002.11-2004.12 期间景区累计相对收益最低值-45.18%, 酒店-42.10%, 位列跌幅前两位, 餐饮(-41.59%)、航空(-30.25%)亦受较大影响。

图 28: 酒店和景区股价是受 SARS 影响最大的两个行业



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

4. 投资建议: 短期“宅”需求受益, 长期超跌机会

根据新华社及国家卫生健康委员会通告, 近期我国湖北省武汉市等多个地区发生新型冠状病毒感染的肺炎疫情。

本文仅对 2003 年 SARS 疫情期间行业及股价表现进行复盘，不对本次疫情的严重程度及发展做出预判。但我们相信 2003 年以来，中国公共卫生水平和防疫水平取得了巨大的提升，丰富的防疫卫生经验有助于有效控制疫情的迅速发展。

但近期随着疫情的持续进展，情绪因素会在短期成为主导，消费服务及餐饮旅游板块波动性将明显增大。我们建议短期内可关注以“宅”为主要诉求的相关标的，能够避免人群聚集的需求替代行业：外卖、在线教育、网购等细分将受益。推荐：美团点评。

长期视角下，突发性传染病期间往往是对抗风险能力弱的中小产能出清的过程，目前社服板块龙头早已今非昔比，行业出清带来竞争格局边际改善。疾病窗口期后超跌龙头受益短期低基数业绩反弹，长期竞争格局向好。

5. 风险提示

疫情影响范围及程度持续扩大风险

考虑到本次疫情时值春运及春节期间，出行刚需叠加传统节日人群聚集，相关疫情若持续发酵，影响程度及范围扩大，将对板块整体营收和业绩构成实质性冲击。

为防止疫情扩散相关限制性政策风险

若为防止相关疫情扩散，政府出台相关限制性政策以及关闭部分休闲服务、景区等娱乐场所，将对上市公司及相关产业链构成实质性影响。

疫情平息后复苏在时间、力度以及持续性上不及预期风险

考虑到市场普遍存在过度乐观倾向，若疫情平息后居民出游意愿仍维持低位，在复苏时间、力度和持续性上不及预期，仍有可能导致股价进一步下行。

表 12：国泰君安社会服务行业重点标的的盈利预测（2020.01.17）

标的名称	股票代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE			评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
中国国旅	601888.SH	89.85	1,754.30	30.95	47.25	55.06	57	37	32	增持
首旅酒店	600258.SH	20.19	199.42	8.57	9.34	10.90	23	21	18	增持
锦江股份	600754.SH	29.63	258.16	10.82	11.03	12.59	24	23	21	增持
峨眉山 A	000888.SZ	6.86	36.15	2.09	2.21	2.32	17	16	16	增持
宋城演艺	300144.SZ	31.40	456.12	12.87	13.32	14.25	35	34	32	增持
广州酒家	603043.SH	29.50	119.18	3.84	4.65	5.58	31	26	21	增持
黄山旅游	600054.SH	9.21	62.47	5.83	3.88	4.25	11	16	15	增持
众信旅游	002707.SZ	6.50	57.14	0.24	2.20	2.42	238	26	24	增持
云南旅游	002059.SZ	8.96	71.95	1.94	1.70	1.78	37	42	40	增持
岭南控股	000524.SZ	5.20	52.65	4.87	2.91	4.07	11	18	13	增持
天目湖	603136.SH	7.53	50.47	2.05	2.38	2.72	25	21	19	增持

桂林旅游	000978.SZ	26.61	30.87	1.03	1.20	1.50	30	26	21	增持
中青旅	600138.SH	5.32	19.16	0.80	0.91	1.03	24	21	19	增持
华住酒店	HTHT.O	12.85	93.01	5.97	6.22	6.88	16	15	14	增持
美团点评-W	3690.HK	39.29	115.64	2.52	3.02	3.81	46	38	30	增持
海底捞	6862.HK	111.90	6,505.62	-1,154.77	-110.61	-25.38	-6	-59	-256	增持
颐海国际	1579.HK	35.30	1,870.90	16.46	25.79	36.80	114	73	51	增持
呷哺呷哺	0520.HK	53.10	555.90	5.18	7.51	10.49	107	74	53	增持
银河娱乐	0027.HK	10.48	113.26	4.62	5.54	6.49	25	20	17	增持
澳博控股	0880.HK	62.20	2,695.64	135.07	125.37	140.06	20	22	19	增持

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：其中港股公司，收盘价、市值单位为港元，银河娱乐和澳博控股净利润单位为港元，华住酒店单位为美元。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	股票投资评级	
	行业投资评级	
	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		