

他山之石：日本观光立国政策的启示

——旅游零售行业专题

华西商社团队 证券分析师：许光辉 SAC NO:S1120523020002
徐 晴 SAC NO:S1120523080002

2024年8月8日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

核心观点

◆ 日本观光立国战略回顾：

- ◆ **战略提出背景：**日本经济陷入低迷后，亟需新兴支柱产业。1992-2002年，日本GDP增长低迷，同时面临人口老龄化、巨额贸易逆差、国内消费力低迷等问题。2003年日本首提观光立国战略，2006年通过《推进观光立国基本法》，目的在于大力发展入境游市场，通过吸引更多境外、境内游客到日本消费，扩大内需。
- ◆ 2013-2019年，日本政府进行了近30次签证放宽，涉及日本、印度、东南亚国家、乌克兰、俄罗斯等数十个国家和地区，包括引入多次往返签证、简化签证申请材料、护照预登记制免签、放宽经济条件、放宽多次往返签证发放条件等。

◆ 日本观光立国战略的成效：

- 1) 日本入境游人次从2009年的679万人次增长至2019年的3188万人次，CAGR达16.7%，并于2015年超过出境游人次。
- 2) 旅游业对日本GDP的贡献率由2009年的5.5%提升至2019年的7.3%，2018年超过30%的旅游收入由入境游贡献。
- 3) 日本百货免税商品销售额由2014年的539亿日元增长至2018年的3396亿日元，复合增速58%。
- 4) 入境游极强的刺激了当地住宿需求，2014-2019年日本酒店CPI持续增长，涨幅显著高于整体CPI。

□ 我国旅游消费产业或迎新发展机遇：

- **全球旅游业需求旺盛，2023年旅行支出占比超过2019年：**根据Tourism Economics数据，2023年全球消费者旅游消费支出占比超过2019年。
- **中央近期多次点评旅游消费，旅游业日益成为新兴的战略性支柱产业：**我国提出“旅游业日益成为新兴的战略性支柱产业”。2024年8月5日，国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，提到激发文化娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善型消费活力。
- **我国入境游发展处于早期阶段，2019年我国入境游收入对GDP的贡献率仅0.5%，对经济总量的贡献度低于国际平均水平。**
- **我们预期后续政策端有望进一步支持我国旅游业发展，包括假期调整、消费券发放等，充分挖掘旅游产业潜力：**我们认为后续我国在假期安排、居民旅游消费意愿提升等方面均存一定优化空间，具体包括：（1）假期制度优化。（2）加大旅游消费刺激力度。（3）免税零售方面，我们预期未来市内免税店或有望推出，进一步完善游客购物体验。

投资建议：我们预期行业未来或有望迎来更多政策优化利好，带动我国旅游业新一轮发展机遇，因此我们建议加大对旅游行业的配置，并建议关注以下方向：（1）稀缺优质景区、演艺，未来基础设施改善打开客流瓶颈受益标的包括九华旅游、峨眉山A、长白山、宋城演艺等；（2）休闲度假酒店，行业发展方兴未艾，正成为家庭旅游选择新趋势。受益标的包括君亭酒店、锦江酒店、首旅酒店等；（3）免税零售，消费税改革+出入境持续放开，免税零售优势有望持续凸显。受益标的包括中国中免、王府井等；（4）旅行社，出入境政策优化，驱动行业加速复苏，受益标的包括众信旅游等。

◆ 风险提示：居民消费力低于预期；旅游政策不及预期；天气、疫情、自然灾害等风险

目录

- 
- 1 日本观光立国计划回顾
 - 02 我国旅游消费产业或迎新发展机遇
 - 03 投资建议
 - 04 风险提示

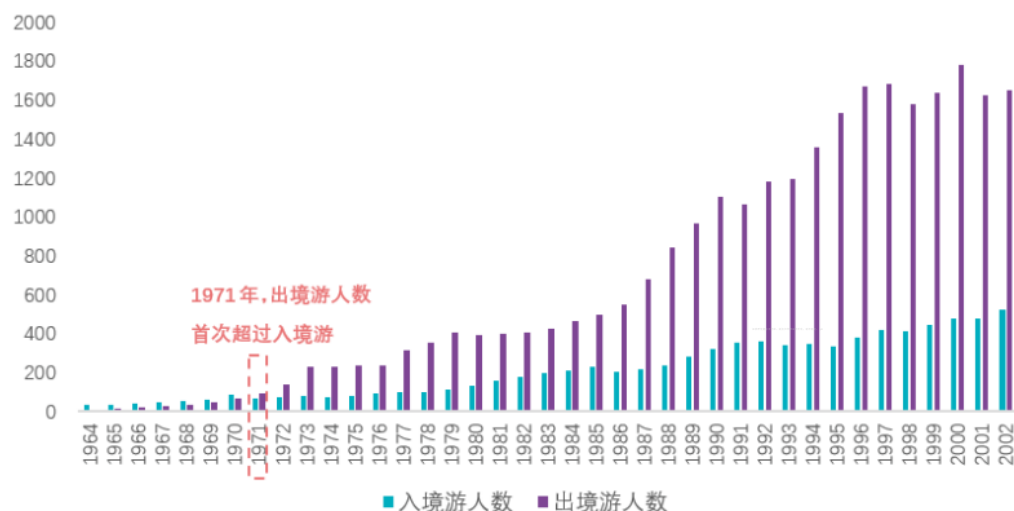


01 日本观光立国计划回顾

日本经济高速增长阶段，出境游发展显著高于入境游

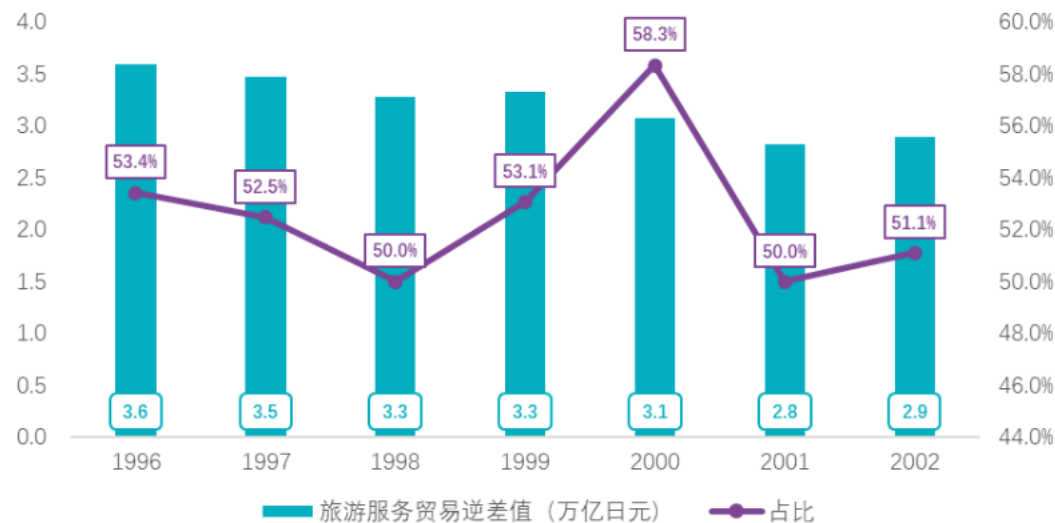
- ✓ **为缓解巨额贸易顺差，1987年日本出台《海外旅行倍增计划》**：70-80年代，日本出口贸易持续高增长，由此形成巨大贸易顺差，为了缓解欧美各国对日本巨额贸易顺差的不满，1987年日本出台《海外旅行倍增计划》（目标是在1987-1992年5年内将日本出境游客人次从500多万增加至1000万人次），希望通过鼓励出境旅游消费缓解贸易顺差。
- ✓ **日本出境游快速增长使得日本成为全球最大的旅游服务贸易逆差国**：随着日本出境游的快速发展，日本逐渐成为全球最大的旅游服务贸易逆差国，1996年日本旅游贸易逆差值达到峰值3.6万亿日元，其后绝对值略有回落，但始终占服务贸易逆差总值的比重50%以上。

1964-2002年日本出入境游客人次（单位：万人次）



资料来源：《中国民航长期发展研究》，日本

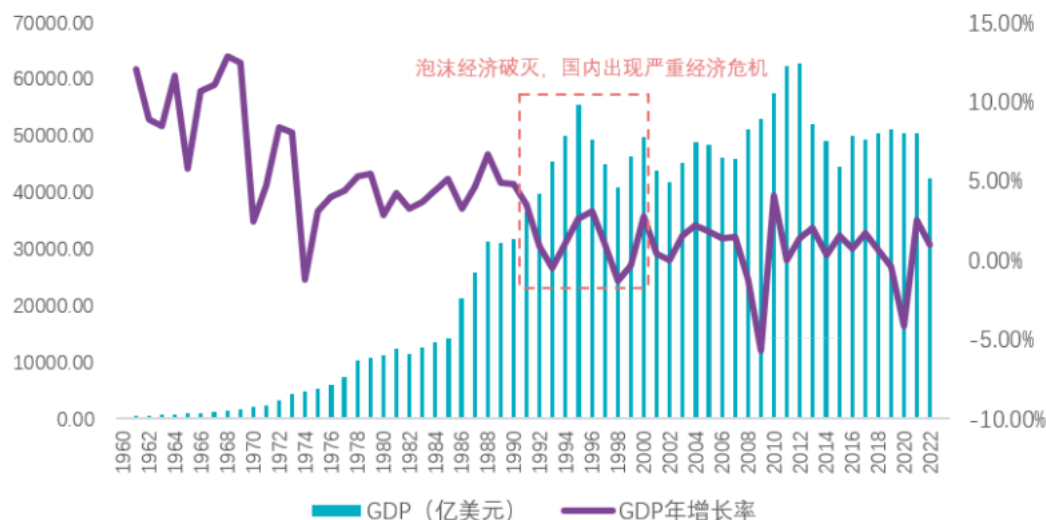
1996-2002年日本旅游服务贸易逆差值及占比



日本经济陷入低迷后，亟需新兴支柱产业

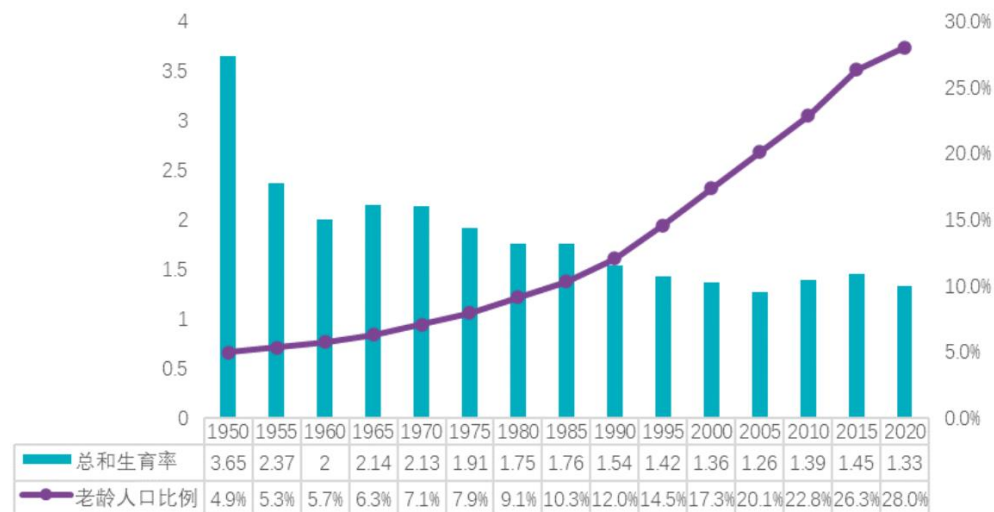
- ✓ **广场协议后，日本经济泡沫破灭，长期陷入经济低迷：**90年代日本股市、楼市价格在持续泡沫化后迎来破灭，居民家庭资产负债表持续恶化，紧接着迎来人口老龄化、少子化等一系列社会问题，国内消费长期低迷。在此背景下，日本亟需新兴的支柱性产业和经济增长点。

1960-2022年日本GDP及年增长率



资料来源：《中国民航长期发展研究》，日本经济

1950-2020年日本总和生育率及老龄人口比例



日本确立“观光立国”战略，成为拉动内需的重要手段

- ✓ **2003年日本首提观光立国战略，2006年通过《推进观光立国基本法》**：为了扭转国内低迷消费需求，日本06年推出观光立国基本法，目的在于**大力发展入境游市场，通过吸引更多境外、境内游客到日本消费，扩大内需**。
- ✓ **制度围绕入境游政策优化、设立专门机构、人才培养以及资金保障四个方面展开**：（1）政策优化：包括构建旅游业法律体系、放宽签证发放条件、放宽旅行社发展限制、完善消费品免税制度。（2）设立专门机构：包括增设日本观光厅（2008），促进机构间合作，设立地方层面观光立国分支机构等。（3）人才培养：发展高效旅游教育、改革口译导游体制。（4）资金保障：包括政府增加旅游预算、增加补贴，启动私人基金（2018年成立第一个私人基金“All-Japan观光立国基金”）等。

日本观光立国政策梳理

日期	政策
2002年	国际化观光战略政策确定
2003年	召开“观光立国恳谈会”观光立国计划开始
2006年	观光立国基本法确立
2007年	内阁会议决定推进观光立国基本计划
2008年	设立访日观光厅
2009年	中国个人旅游签证开始发放
2013年	内阁会议决定实施“日本再生紧急经济政策”，内阁会议决定“复兴战略”
2014年	内阁会议决定《实施观光立国的行动计划2014》
2015年	内阁会议决定《实施观光立国的行动计划2015》
2016年	《支持明天日本的观光愿景构想》政策决定
2023年	第四版《观光立国推进基本计划》（2023～2025年度）

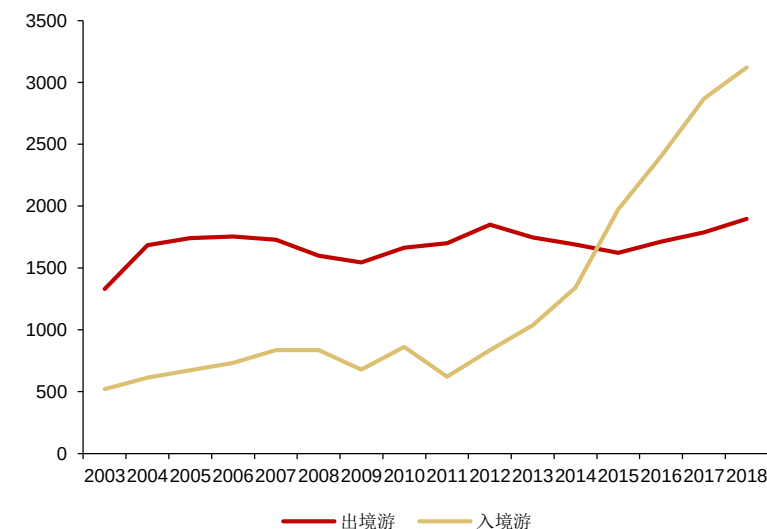
观光立国战略成效：入境游爆发式增长

- ✓ **签证持续宽松，大力吸引境外游客**：2013-2019年，日本政府进行了近30次签证放宽，涉及日本、印度、东南亚国家、乌克兰、俄罗斯等数十个国家和地区，包括引入多次往返签证、简化签证申请材料、护照预登记制免签、放宽经济条件、放宽多次往返签证发放条件等。
- ✓ **09年之后，日本入境旅游人次快速增长**：随着签证放宽+客源地宣传，日本入境游在09年之后迎来爆发式增长。从2009年的679万人次增长至2019年的3188万人次，CAGR达16.7%。

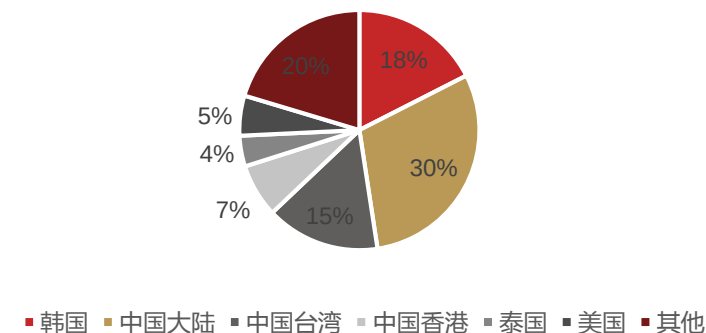
日本对华签证持续放宽

时间	签证政策变化
2009-2010年	向满足一定条件的中国个人游客发放旅游签证
2011-2013年	首次放开旅游多次往返签证（有效期3年，期间可多次赴日）
2014-2016年	深化多次往返签证，“催爆”赴日旅游
2017至今	陆续放宽个人旅游签证发放条件

2015年日本入境游人次超过出境游人次（万人次）



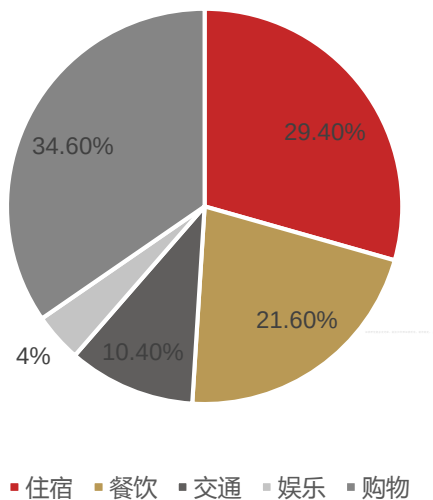
日本入境游客结构占比（2019）



观光立国战略成效：日本旅游收入占GDP比重稳步提升，入境游收入占比超过30%

- ✓ **外国游客对日本经济贡献排名产业第二位**：根据联合国旅游组织发布的《全球旅游晴雨表》，2023年，国际游客给日本带来了386亿美元的收入，排名全球第十。此外，根据第一财经的报道，在日本19Q4国内生产总值GDP的统计中，海外游客对日本经济的贡献已经超越半导体，成为对经济第二大贡献行业，仅次于日本汽车产业。

外国人赴日消费结构（2019年）



2023年国际旅游收入排名前十的国家

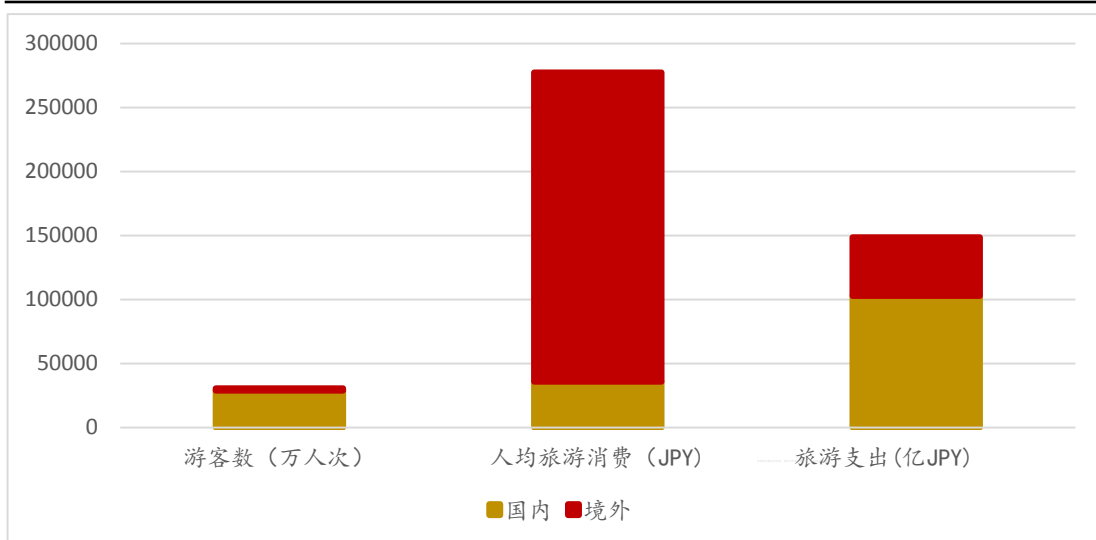


资料来源：《全球旅游晴雨表》，第一财经，

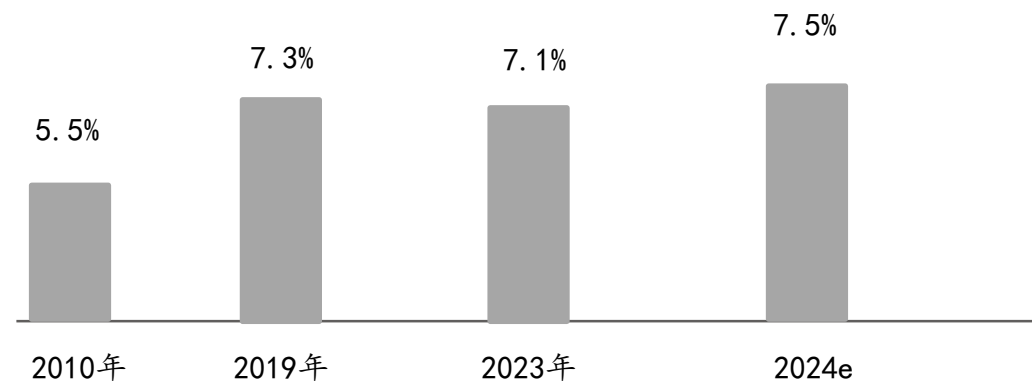
观光立国战略成效：日本旅游收入占GDP比重稳步提升，入境游收入占比超过30%

- ✓ **2018年日本入境游贡献超过30%旅游总收入，观光立国战略效果显著。**2018年，境外游客人均旅游消费支出为24万日元，为境内游客的7倍，来自境外游客的旅游收入占日本总旅游收入的30%。
- ✓ **2024年日本旅游业对GDP的贡献有望提升至7.5%：**根据世界旅游理事会（WTTC）预计，2024年日本旅游业对经济的贡献将达到44.6万亿日元，占日本GDP的7.5%。而2010年这一比重仅为5.5%左右，过去十几年日本旅游业对经济的贡献占比持续提升。

2018年日本境外游客与国内游客旅游数据对比



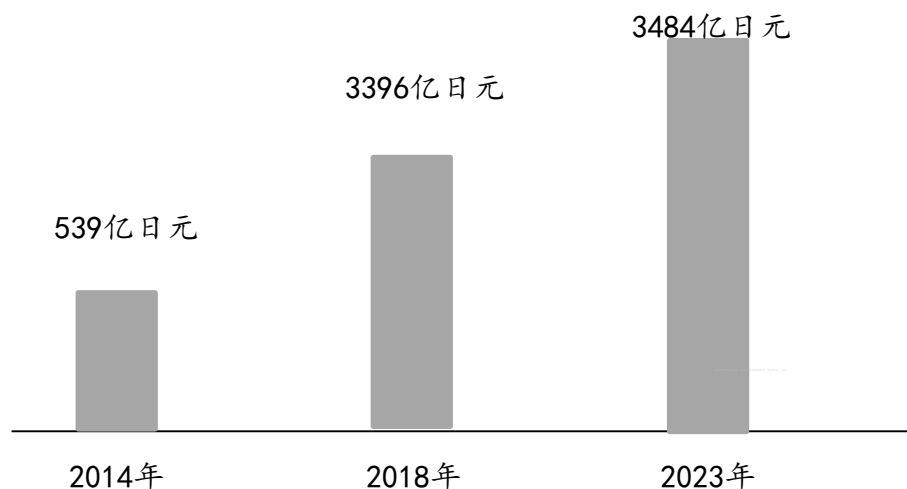
2024年日本旅游业占GDP的比重有望达7.5%水平



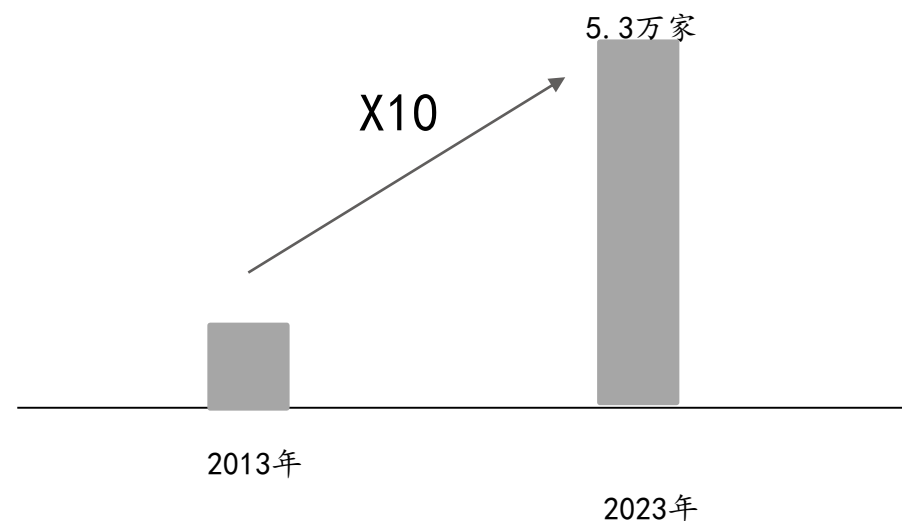
观光立国战略成效：日本免税销售额4年CAGR58%

- ✓ **在购物方面，日本持续优化免税购物，带动当地百货零售发展：**目前，日本针对境外游客，可享受5000-50万日元商品的免税额度，即免去10%的消费税。日本针对境外游客免税购物制度进行了四次修订和完善，（1）2014年10月起，将食物、饮料、药品、化妆品等消耗品纳入免税制度。（2）2015年4月起，免税手续可以委托第三方办理，并设立统一受理柜台。（3）2016年5月起，降低一般物品的购买下限。（4）2018年7月起，允许一般物品和消耗品合并参与免税。
- ✓ **日本免税零售店10年10倍增长：**根据《东方新报》报道，2023年底，日本全国的免税店达5.3万家，10年时间增长了10倍。根据人民网和环球网报道的数据，日本百货免税商品销售额由2014年的539亿日元增长至2018年的3396亿日元，复合增速58%。

日本百货店免税商品销售额



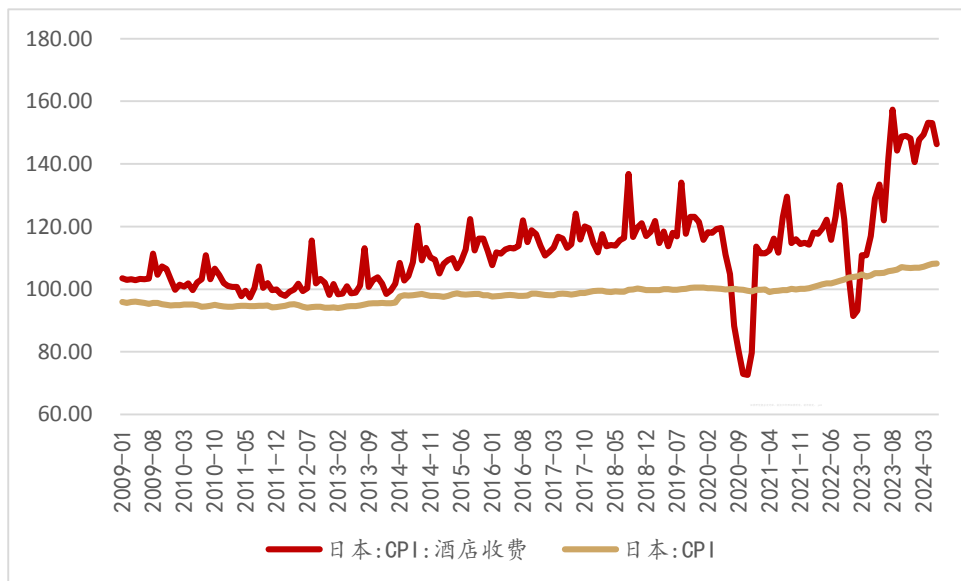
日本免税店数10年增长了10倍



观光立国战略成效：日本酒店CPI大幅超过整体水平

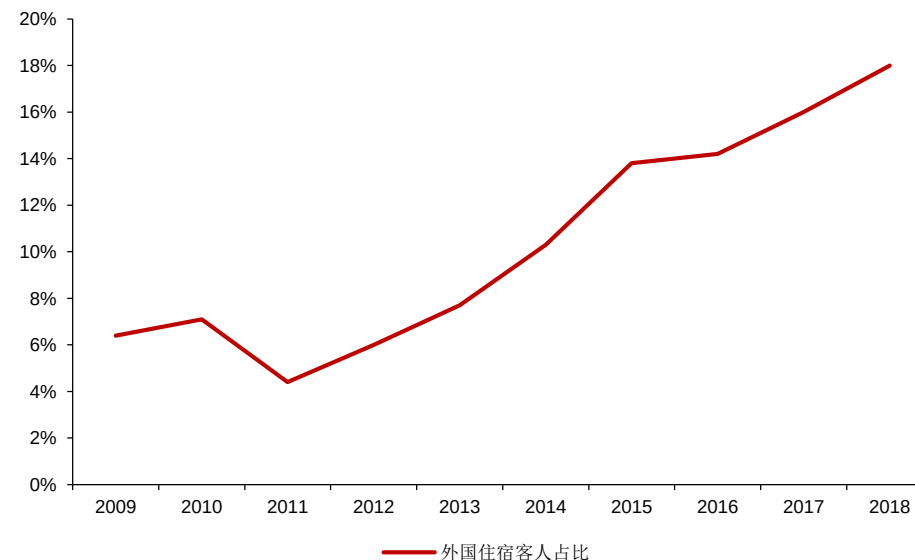
- ✓ **入境游的快速发展对日本酒店业带来了积极影响。**随着入境游客快速增长，当地住宿需求增长，2014-2019年日本酒店CPI持续增长，涨幅显著高于整体CPI。
- ✓ **住宿业外国客人占比显著提升。**根据日本交通省数据，住宿业外国客人占比由2009年的6.4%快速提升至2018年的18%。

日本酒店业CPI涨幅显著高于整体



资料来源：wind，日本交通省，华西证券研究所

日本2009-2018住宿业外国客人占比显著提升





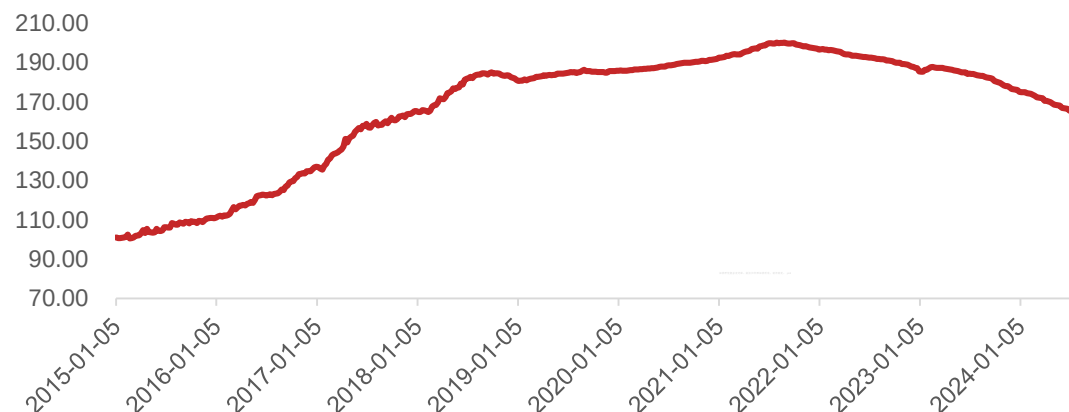
02 我国旅游消费产业或迎新发展机遇

中国国内消费市场增长放缓

- ✓ **居民资产负债表收缩背景下，国内消费市场增速有所放缓**：根据社科院《经济弱势复苏政策亟待破局》报告，当前国内经济的主要矛盾是微观主体预期转弱和资产负债表受损导致需求扩张乏力。社零数据方面，2024年4-6月份，我国社零增速分别为2.3%、3.7%和2%，较过去（剔除疫情影响）放缓明显，内需呈现相对不足现象。

2021年以来我国二手房价格呈现持续下滑趋势

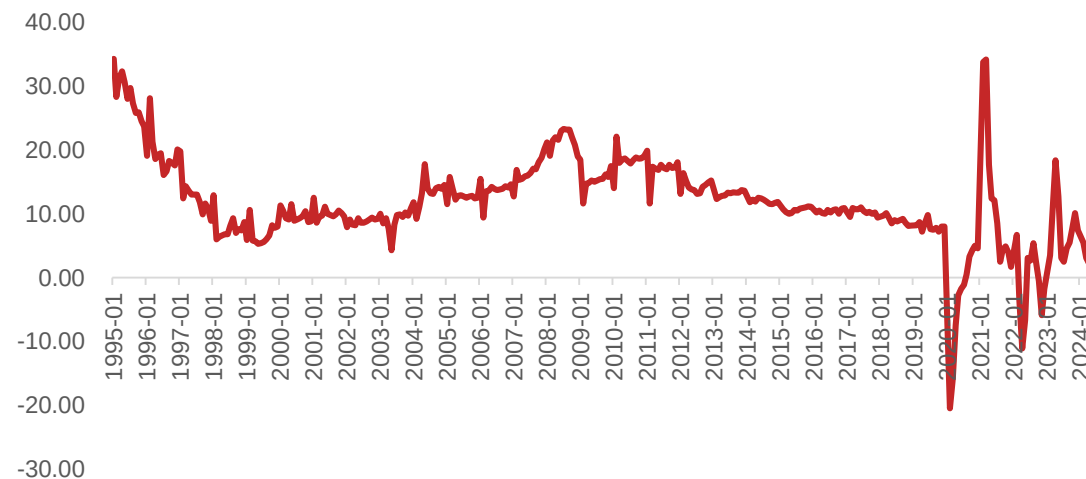
二手房出售挂牌价指数



资料来源：社科院，wind，华西证券研究所

2024年以来社零增速呈现放缓趋势

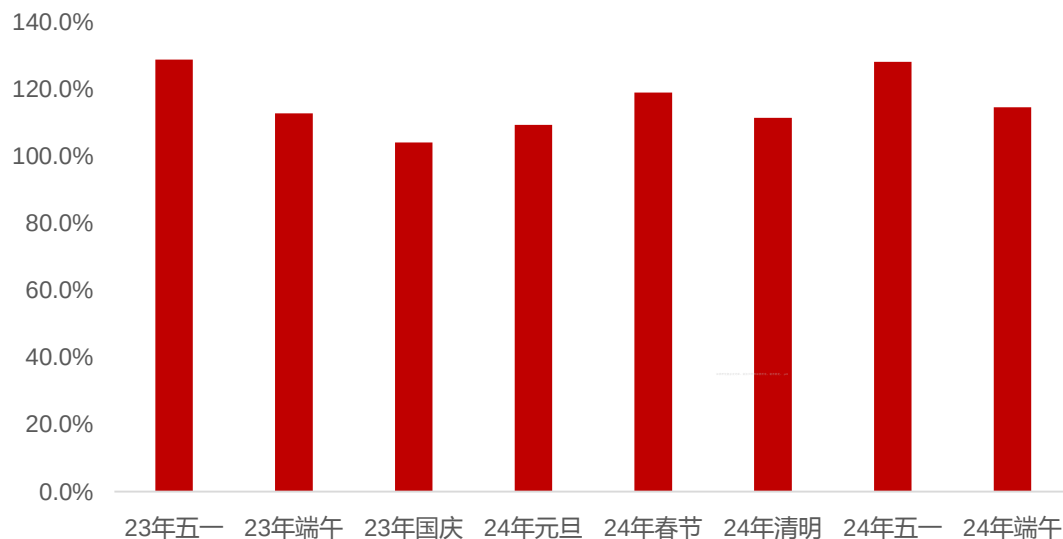
中国社零同比（%）



疫后国内及全球旅游业发展亮眼

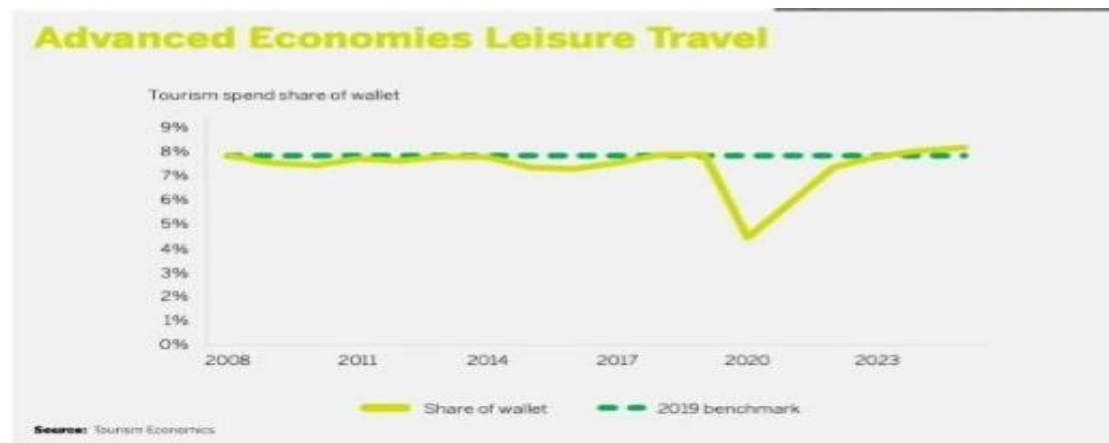
- ✓ **疫后旅游逐渐具备刚需属性，需求呈现韧性。**2023年至今，我国节假日国内旅游人次保持较高水平，持续超过2019年同期。
- ✓ **旅游热点频出，游客为情绪和场景买单：**基于焦虑情绪、新奇体验、性价比等需求，年轻人当中诞生了众多新玩法：如“特种兵打卡式旅游”、“盖章式旅游”、演唱会旅游、“博物馆热”、“进淄赶烤”热潮、贵州榕江“村超、村BA”、“City Walk”、“国风国潮沉浸穿越”等。
- ✓ **全球旅游业同样具有韧性，旅行支出占比超过2019年：**根据Tourism Economics数据，2023年全球消费者旅游消费支出占比超过2019年。

我国节假日国内旅游人次相比2019年恢复率

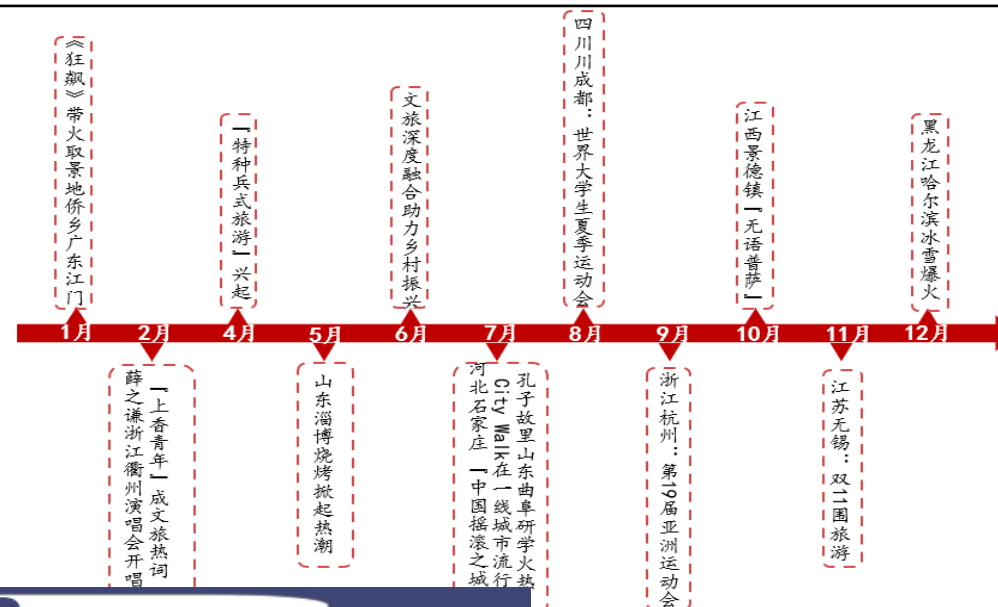


资料来源：Tourism Economics, 文旅部，公开数据

2023年全球旅游消费个人收入的占比超过2019年



2023年重要热门文旅事件



我国旅游资源丰富，发展潜力大

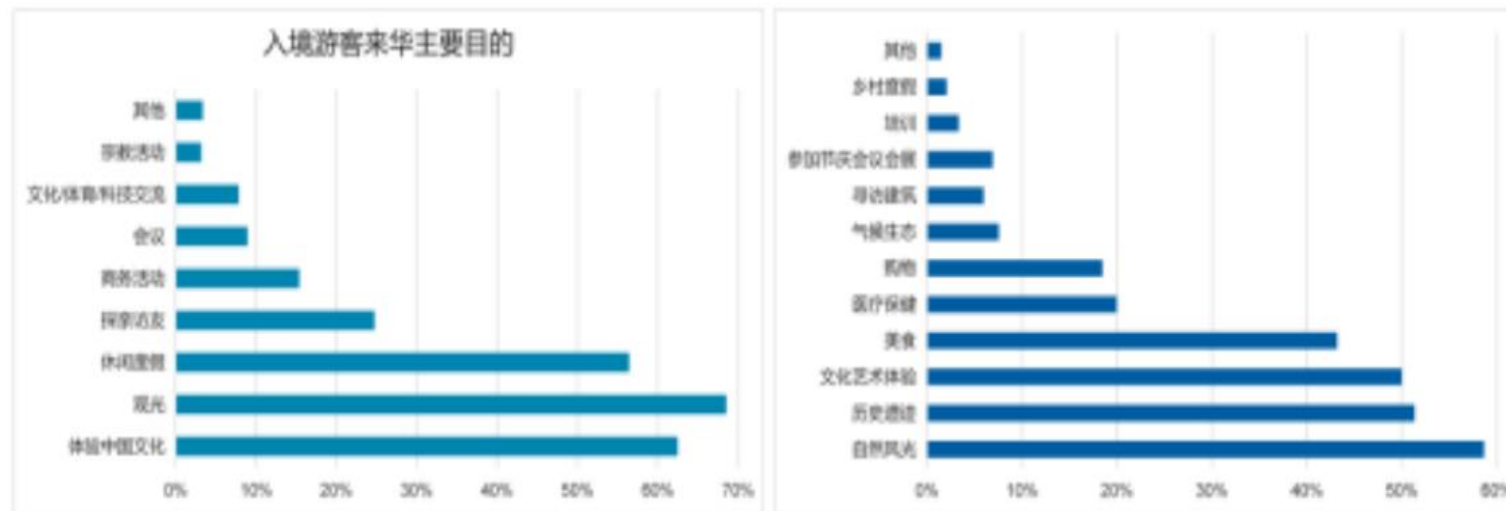
- ✓ 截至2021年7月25日，中国已有56项世界文化和自然遗产列入《世界遗产名录》，其中世界文化遗产38项（包括5项文化景观遗产）、世界文化与自然双重遗产4项、世界自然遗产14项，在世界遗产名录国家中排名第一位。
- ✓ 根据《中国旅游研究院入境游客满意度专项调查（2023）》，入境游客来华近70%以观光为主要目的，其中自然风光、历史遗迹、文化体验、美食为旅行体验重点。

2018年我国入境游热门景点TOP20

2018年入境游热门景点TOP20

排名	景点	省（直辖市）	排名	景点	省（直辖市）
1	故宫博物院	北京	11	天坛公园	北京
2	上海外滩	上海	12	奥林匹克公园	北京
3	天安门广场	北京	13	东方明珠塔	上海
4	颐和园	北京	14	泰山	山东
5	秦始皇兵马俑博物馆	陕西	15	西安城墙	陕西
6	慕田峪长城	北京	16	布达拉宫	西藏
7	西湖	浙江	17	鼓浪屿	福建
8	张家界	湖南	18	成都大熊猫繁育研究基地	四川
9	八达岭长城	北京	19	丽江古城	云南
10	上海迪士尼乐园	上海	20	黄山	安徽

入境游客来华主要目的



伴随着入境流程优化，疫后我国入境人次快速增长

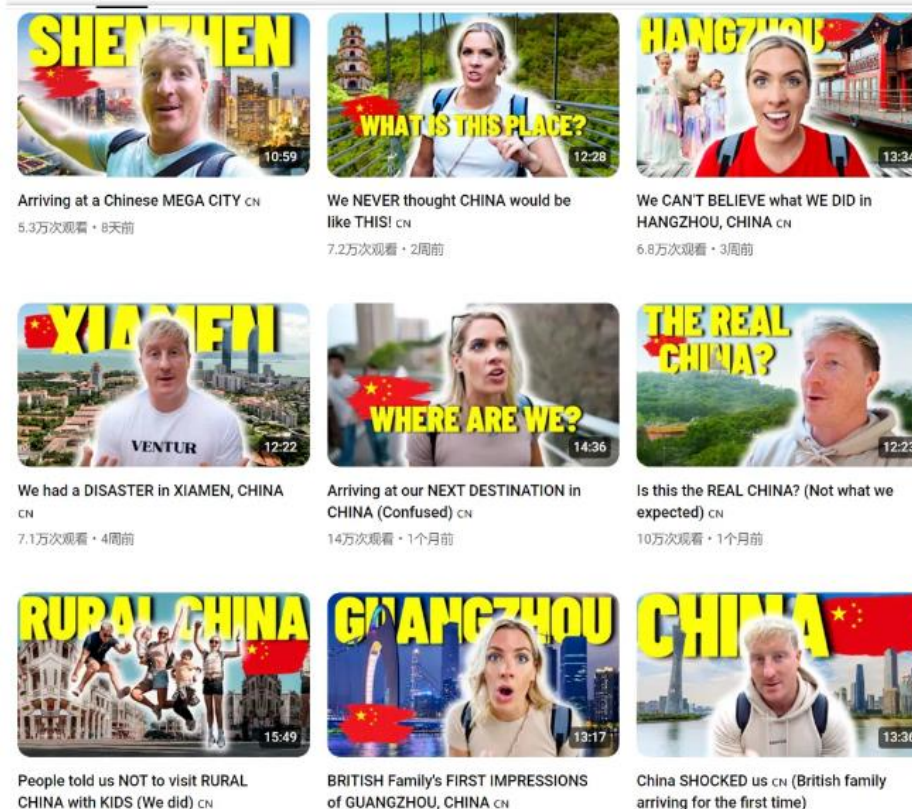
- ✓ **24年入境游政策持续优化，政策端呵护旅游业复苏，带动内需消费增量：**24年我国入境游政策持续放宽，带动“China Travel”火遍全球。国家移民管理局数据显示，2024年上半年全国各口岸入境外国人1463.5万人次，同比增长152.7%。其中通过免签入境854.2万人次，占比52%，同比增长190.1%。
- ✓ **中国72/144小时过境免签政策适用国家已达54国，覆盖美国、加拿大、英国、西班牙、日本等国。**国内城市中，包括北京、上海、广州、深圳等在内的20个城市实施144小时过境免签政策。

23年以来政府持续放宽入境免签政策

时间	政策
2023年11月	外交部宣布将对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员试行单方面免签政策
2024年3月	中方决定扩大免签国家范围，对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡6个国家持普通护照人员试行免签政策。
2024年7月	河南郑州航空口岸实施144小时过境免签政策，停留范围为河南省行政区域；将云南省144小时过境免签政策停留范围由昆明市扩大至昆明、丽江、玉溪、普洱、楚雄、大理、西双版纳、红河、文山等9个市（州）行政区域。新增郑州新郑国际机场、丽江三义国际机场和磨憨铁路口岸等3个口岸为144小时过境免签政策适用口岸。
2024年7月	国家移民管理局决定实施中国港澳地区外国旅游团入境海南144小时免签政策

资料来源：中国政府网，新航道西安学校公众

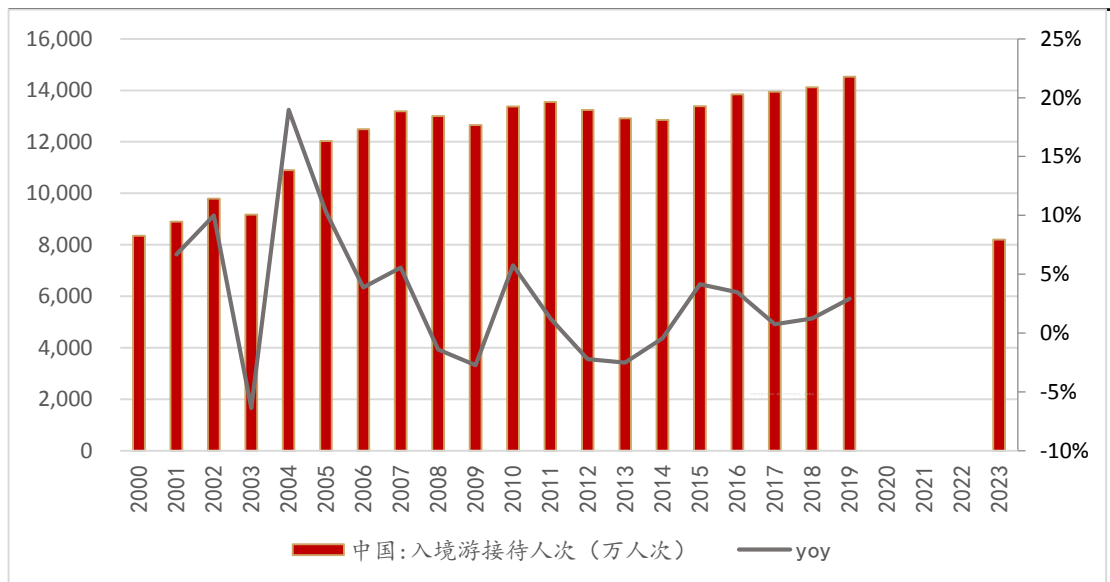
China Travel火遍全球



我国入境游发展处于早期阶段，对经济的贡献度低于国际平均水平

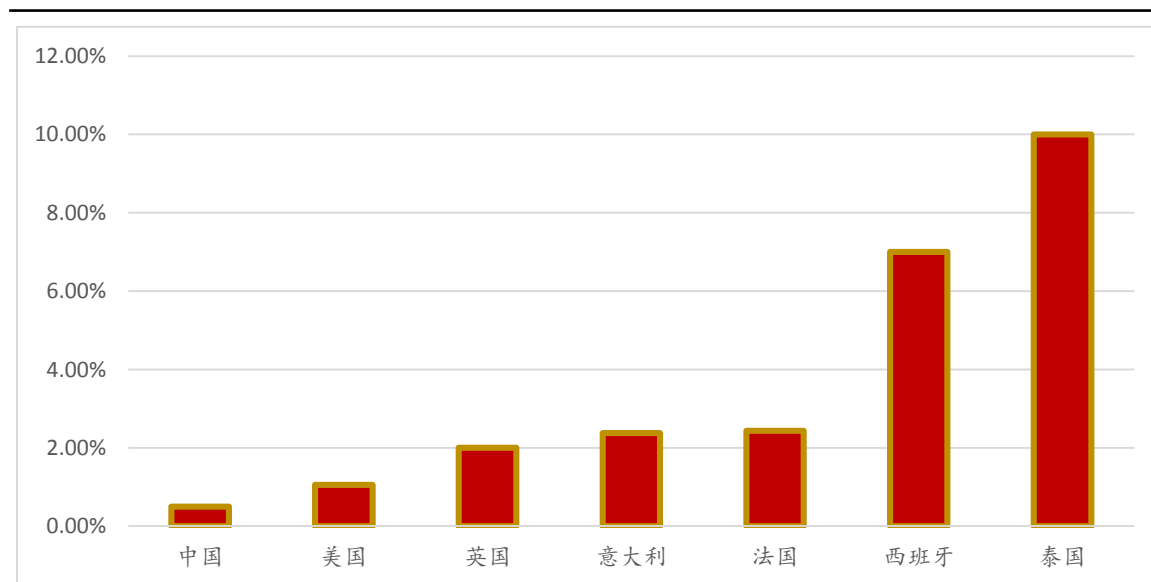
- ✓ **我国入境游发展处于早期阶段，疫情前增速缓慢**：2010-2019年，我国入境游接待人次复合增速仅1%，增速显著低于国内旅游人次。我们认为入境游客增速较缓主要受制于签证流程、涉外接待人才供给、语言障碍、交通设施建设不足等因素。
- ✓ 疫情前我国入境游收入对GDP的贡献率仅0.5%，低于国际平均水平。根据中国网旅游报道，较多国家入境旅游收入的GDP占比都在1%以上，美国是1.05%，英国将近2%，意大利2.38%，法国是2.43%，西班牙超过7%，泰国超过10%。

我国入境游接待人次疫情前增长较为缓慢



资料来源: wind, 中国旅游网, 华西证券研究所

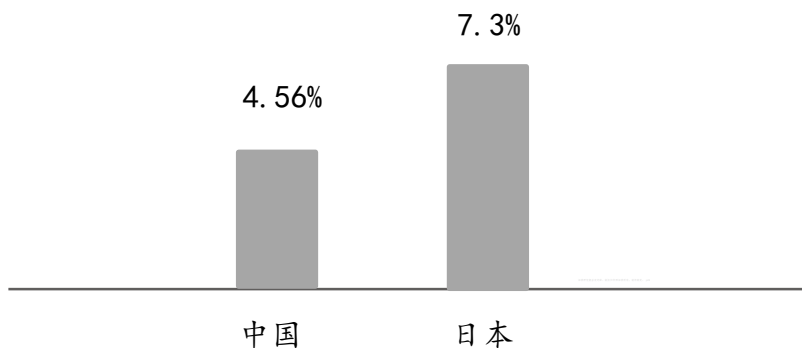
2019年我国入境游对GDP的贡献度不足1%



旅游正成为我国战略新兴产业，未来对GDP贡献存较大提升空间

- ✓ **目前我国旅游业占GDP比重仅为4.56%，未来提升空间较大：**根据国家统计局数据，2019年我国旅游及相关产业增加值为44989亿元，占GDP的比重为4.56%。我们认为当前我国旅游产业占GDP的比重仍然显著低于日本等发达国家，未来提升潜力值得进一步挖掘。
- ✓ **中央近期多次点评旅游消费，旅游业日益成为新兴的战略性支柱产业：**2024年5月17日，习近平总书记在全国旅游发展大会上强调“着力完善现代旅游业体系，加快建设旅游强国”，本次大会提出“旅游业日益成为新兴的战略性支柱产业”。2024年7月30日，中央政治局会议召开，会议提出“把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费”。2024年8月5日，国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，提到激发文化娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善型消费活力。

我国旅游业占GDP比重较日本仍有较大差距（2019年）



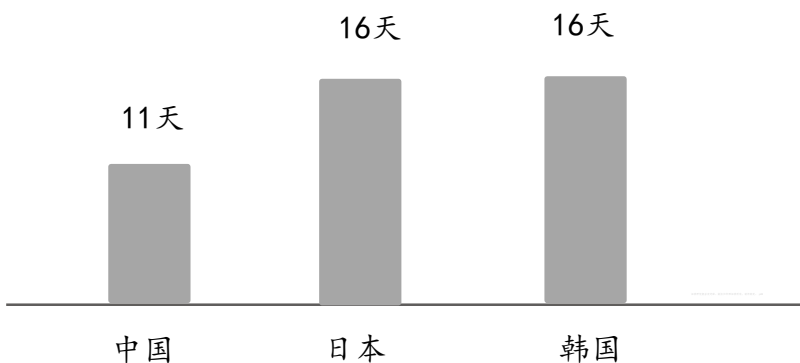
中央多次发文鼓励发展旅游服务业

时间	内容
2024年5月	习近平总书记在全国旅游发展大会上强调“着力完善现代旅游业体系，加快建设旅游强国”，本次大会提出“旅游业日益成为新兴的战略性支柱产业”。
2024年7月	中央政治局会议召开，会议提出“把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费”。
2024年8月	国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，提到激发文化娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善型消费活力。

我们旅游消费产业未来在诸多方面均存在优化空间

- ✓ **我们预期后续政策端有望进一步支持我国旅游业发展，包括假期调整、消费券发放等，充分挖掘旅游产业潜力：**我们认为后续我国在假期安排、居民旅游消费意愿提升等方面均存一定优化空间，具体包括：（1）假期制度优化。目前我国法定年节假日为11天，其中五一、十一假期较长，一般为5-8天（调休周末），而日本、韩国法定年节假日均为16天，相比较而言我国当前假期天数相对较短。我们认为未来我国法定假日天数及安排均存在进一步优化空间（包括延长天数，拼凑更长假期等）。（2）加大旅游消费刺激力度。旅游市场离不开居民消费力支撑，当前消费环境下传统商品消费整体趋于饱和，而文旅消费等服务性消费潜力仍然较大，疫情期间中央或地方出台过多轮商品消费券发放政策，但涉及旅游、交通、住宿等方面相对较少，我们认为未来不排除中央或地方加大出台针对文旅行业的消费刺激政策，包括进一步加大消费券发放、免门票等活动力度等，提升居民文旅消费热情。
- ✓ **免税零售方面，我们预期未来市内免税店或有望推出，进一步完善游客购物体验。**参考日本，其市内免税店规模庞大，极大便利了境外境内游客购物需求，当前我国新型市内免税店（出境前购物）相对缺乏，此前政策多次提及加快建设一批中国特色市内免税店，加快我国国际消费中心城市的培育，我们预期未来新型市内免税店推出或有望加快，以顺应当前旅游消费市场新需求。

我国法定年假日时长较日韩存在一定差距



中央多次发文支持完善市内免税店政策

时间	文件	内容	部门
2020年2月28日	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。适时研究调整免税限额和免税品种类。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品。	发改委等23个部门
2022年1月24日	《“十四五”现代流通体系建设规划》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。	发改委
2022年4月25日	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。	国务院



03 投资建议

投资建议

- ◆ 旅游消费正成为我国居民消费的刚性需求，当前我国旅游业产值占GDP比重较发达国家仍有较大差距，是未来可以挖潜消费的重要增量来源之一。近期，中央多次发文鼓励我国建设旅游强国、把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，我们预期行业未来或有望迎来更多政策优化利好，带动我国旅游业新一轮发展机遇，因此我们建议加大对旅游行业的配置，并建议关注以下方向：（1）稀缺优质景区、演艺，未来基础设施改善打开客流瓶颈。受益标的包括**九华旅游、峨眉山A、长白山、宋城演艺**等；（2）休闲度假酒店，行业发展方兴未艾，正成为家庭旅游选择新趋势。受益标的包括**君亭酒店、锦江酒店、首旅酒店**等；（3）免税零售，消费税改革+出入境持续放开，免税零售优势有望持续凸显。受益标的包括**中国中免、王府井**等；（4）旅行社，出入境政策优化，驱动行业加速复苏，受益标的包括**众信旅游**等。



04 风险提示

- ◆ 居民消费力低于预期；
- ◆ 旅游政策不及预期；
- ◆ 天气、疫情、自然灾害等风险。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxqz/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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