



旅游业

2018.09.18

评级: **增持**

上次评级: 增持

从历史经验看进口博览会期间上海酒店表现

——酒店行业专题研究

	刘越男 (分析师)	于清泰 (研究助理)
	021-38677706	021-38022689
	liuyuenan@gtjas.com	yuqingtai@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880117080177

细分行业评级

酒店	增持
旅游景点和旅行社	增持
其他旅游	增持
餐饮	中性

本报告导读:

通过分析上海世博会及北京奥运会期间酒店经营数据, 预判 2018 年上海国际进口博览会期间上海酒店经营表现, 寻找酒店边际改善带来的反弹机会。

摘要:

- **世博会期间上海酒店行业: 市场化酒店供给下行业量价齐升明显。**
 - ① **上海酒店高度市场化:** 世博会期间床位缺口 20 万张, 供需关系推动星级饭店整体量价齐升: 世博会期间出租率平均提升 27pct, 平均房价提升 29%, RevPAR 提升 95%;
 - ② **不同等级酒店维度看:** 中低档酒店供需关系最紧张, 支撑低星级酒店量价齐升幅度更大: 1) **出租率:** 三星级以下酒店平均提升 29.6pctVS 四星级以上+25pct; 2) **平均房价:** 三星级以下+34%VS 四星级以上+28%, RevAPR: 三星级以下+134%VS 四星级以上+89%; 3) **增速看:** 相比 2009 年同期, 上海星级酒店出租率增速平均提高了 36pct, 平均房价增速提高了 44pct, RevPAR 同比增速提高了 142pct。
- **奥运会期间北京酒店行业: 客流管制+大幅提价致出租率有所下滑。**
 - ① **接待客流:** 北京奥运会期间为保证运动员比赛需求实施客流管制, 由此导致星级饭店接待游客数量同比下滑: 2008 年奥运会期间 (7-9 月) 北京星级饭店整体接待游客数量-26.23%, 其中五星级-23.77%, 四星级-14.97%, 三星级-27.80%;
 - ② **同比增速维度:** 为剔除基数影响我们选取增速相对正常的 2010 年 7-9 月作为增速参考基数, 北京星级饭店整体接待客流增速相比正常年份降低 43pct, 其中五星级-34pct, 四星级-23.8pct, 三星级-49.6pct;
 - ③ **平均房价:** 高星级饭店涨价幅度较大, 高星级价格敏感性低出租率影响小: 奥运会期间北京星级饭店平均房价大幅上涨, 2008 年 8 月整体房价同比+258%, 其中高星级上涨幅度更大: 五星级+244%, 四星级+229%, 三星级+148%;
 - ④ **出租率:** 房价大幅提升对出租率也造成一定影响整体出租率-19pct, 其中高星级需求刚性强, 价格敏感度低, 出租率影响较小-4.6pct, 四星级-18.6pct, 三星级-26.2pct。
- **预计 10-11 月上海酒店出租率或将明显提升, 价格也将有限提升。**
 - ① 会议住宿需求旺盛, 价格受干预, 预计酒店出租率将大幅提升, 但将弱于 2010 年世博会;
 - ② **需求维度:** 以酒店间夜供需量作为度量需求的代理变量, 全国数据 11 月需求占全年比例为 8.7%, 上海地区为 9%;
 - ③ **供给维度:** 2018 年 1-7 月酒店间夜供给数量约 5,200 万间, 同增 3.86%, 明显加速。
- **投资建议:** 三大酒店集团上海门店数量占比高, 将受益淡季出租率提升。酒店行业成长逻辑认可度边际提升, 事件驱动的经营数据边际向好或将带动酒店板块迎来反弹机会。**继续推荐: 首旅酒店/锦江股份。**
- **风险提示:** 会议期间对价格管制超预期; 为保证会议限制客流风险。

相关报告

旅游业: 《拆解社服板块现金流模式, 避风险寻标的》	2018.09.11
旅游业: 《从中报数据背离看社服消费是否降级》	2018.09.04
旅游业: 《外资看社服: 长期配置与波段操作》	2018.09.04
旅游业: 《经济危机下的边际消费倾向与股价表现》	2018.08.16
旅游业: 《外部变量影响选股框架时, 优质品种再反思》	2018.08.13

目录

1. 历届国际会议：世博会量价齐升，奥运会提价控量	3
1.1. 上海世博会：市场化机制下量价齐升明显	3
1.2. 北京奥运会：客流管制+大幅提价下出租率下滑	7
2. 11月上海酒店出租率或将明显提升	9
3. 投资建议：经营数据边际向好，酒店或迎反弹机会	13
4. 风险提示	14

图目录

图 1: 上海世博会期间出租率明显高于行业平均	3
图 2: 上海世博会期间平均房价走势异于正常年份	3
图 3: 2010 年世博会期间上海出租率同比大幅提升 26.77pct	4
图 4: 2010 世博会期间上海平均房价提升 28.86%	4
图 5: 2010 上海世博会期间星级饭店 RevPAR 同比平均提升近 95%	4
图 6: 世博会期间低星级酒店出租率提升幅度大	5
图 7: 世博会期间四星级酒店涨价幅度 33.10% 较高	5
图 8: 世博会低星级 RevPAR 增速高于高星级	5
图 9: 相比 2009 年世博期间出租率增速提升 36pct	5
图 10: 相比 2009 年世博期间平均房价增速提升 44pct	5
图 11: 相比 2009 年世博期间 RevPAR 增速提升 142pct	5
图 12: 上海不同等级酒店中一星级酒店出租率波动最大	6
图 13: 上海不同等级酒店中一星级酒店房价波动大	6
图 14: 上海不同等级酒店中低星级酒店 RevPAR 增速高	6
图 15: 奥运会期间北京星级饭店接待人数并未高增长	7
图 16: 奥运会期间星级饭店接待人数同比负增长	7
图 17: 奥运会前后北京星级饭店客流同比-26pct	7
图 18: 相比 2010 年，奥运会期间北京客流增速降低 43pct	7
图 19: 奥运会期间北京酒店大幅涨价，高星级涨幅高于低星级	8
图 20: 奥运会期间北京酒店出租率下滑，高星级价格敏感性小	8
图 21: 会议将于 11 月 5-10 日在上海国家会展中心举办	9
图 22: 国家会展中心交通便利，毗邻虹桥交通枢纽，距市中心 40 分钟车程	10
图 23: 11 月全国间夜量需求占全年约 8.7%	11
图 24: 11 月全国间夜量供给占全年约 8.4%	11
图 25: 11 月上海间夜量需求占全年约 9%	11
图 26: 11 月上海间夜量供给占全年 8.3%	11
图 27: 2018 年 1-7 月间夜供给数量为 5100 万间	12
图 28: 2018 年 1-7 月酒店间夜供给总数明显加速	12
图 29: 酒店集团在上海门店分布较多	13
图 30: 华住上海门店占比最高为 12%	13
图 31: 经济型华住上海门店占比为 10%	13
图 32: 中档酒店华住上海占比约 22%	13

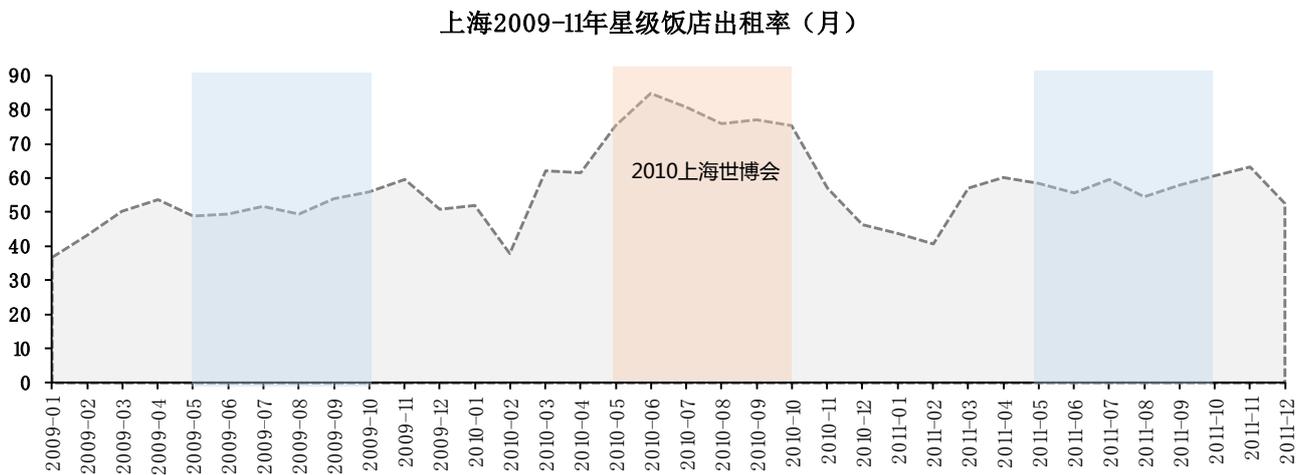
1. 历届国际会议：世博会量价齐升，奥运会提价控量

1.1. 上海世博会：市场化机制下量价齐升明显

上海酒店高度市场化，世博会期间床位缺口 20 万张。上海酒店供需高度市场化，世博会持续时间为 5-10 月，需要接待中外入会贵宾和游客 7000 万人次，平均每天接待 38 万人次，高峰期每天接待 70 万人次，酒店床位数需求量约为 60 万张。截至 2007 年底上海拥有酒店床位 31.8 万张，世博会举办时，上海星级酒店和经济型酒店的床位达 40 万张，但仍有 20 万张床位数的缺口。

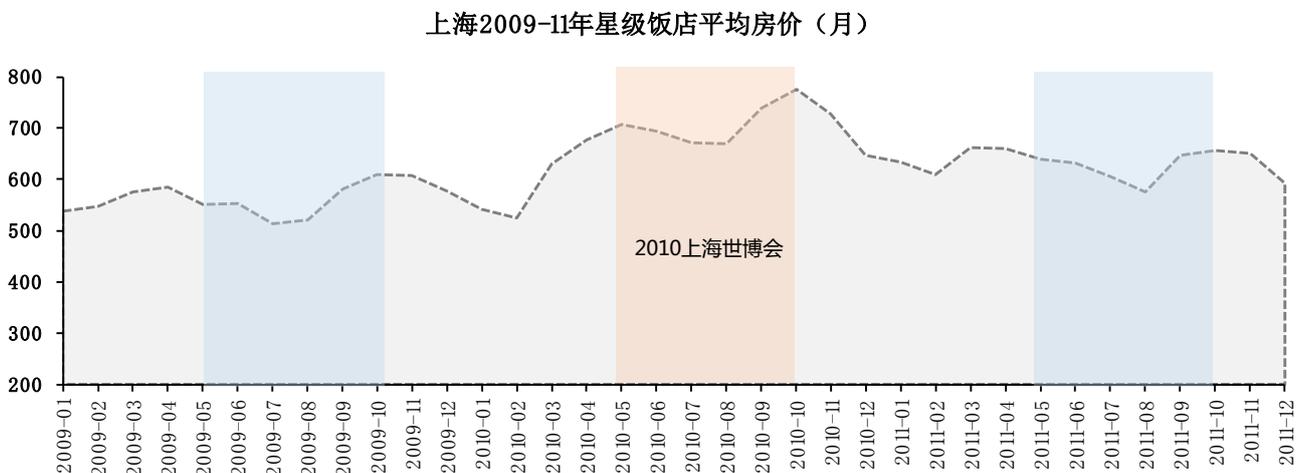
供需关系推动上海星级饭店整体量价齐升：世博会期间出租率平均提升 27pct，平均房价提升 29%，RevPAR 提升 95%。

图 1：上海世博会期间出租率明显高于行业平均



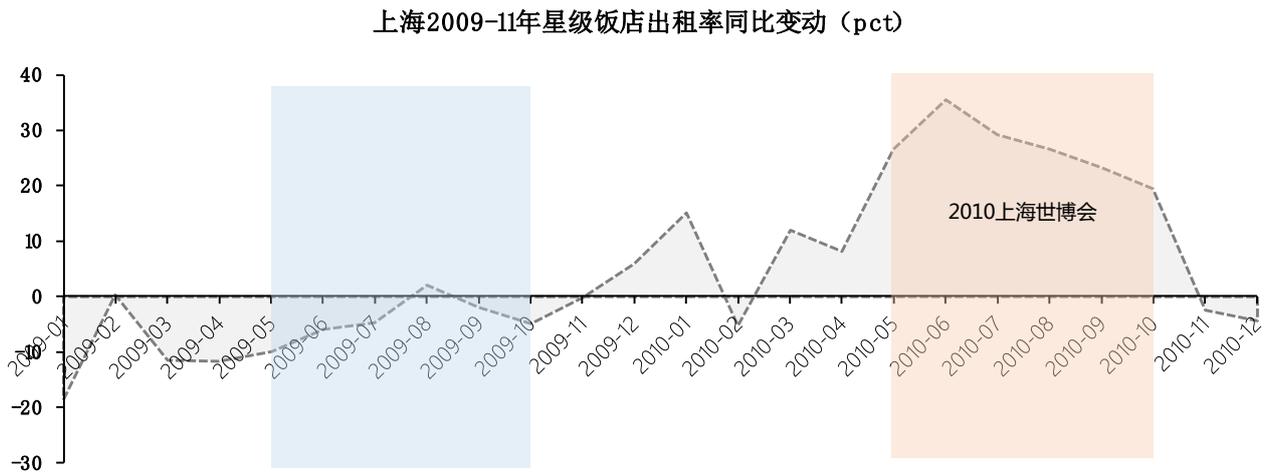
资料来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 2：上海世博会期间平均房价走势异于正常年份



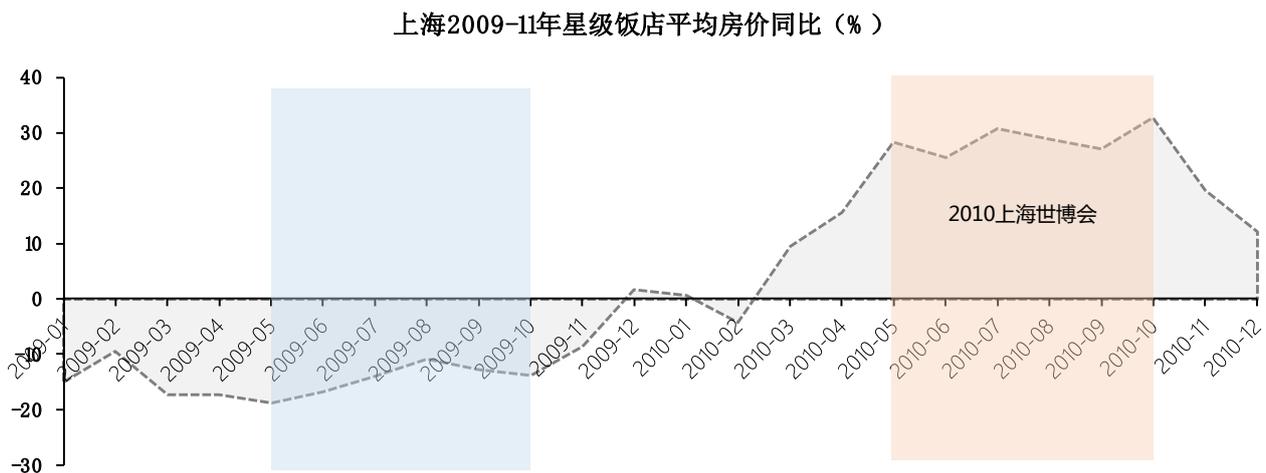
资料来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 3: 2010 年世博会期间上海出租率同比大幅提升 26.77pct



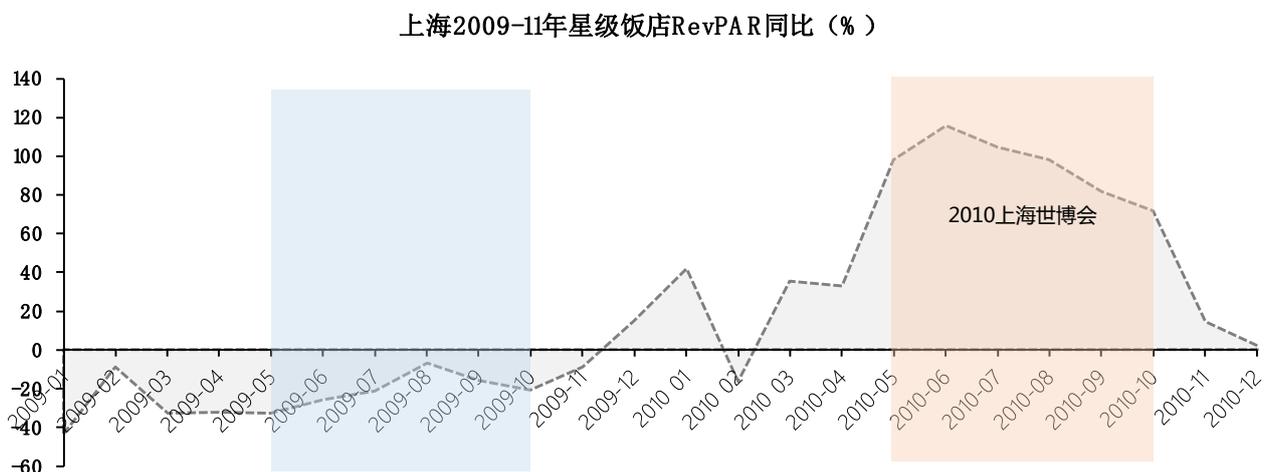
资料来源: 中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 4: 2010 世博会期间上海平均房价提升 28.86%



资料来源: 中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 5: 2010 上海世博会期间星级饭店 RevPAR 同比平均提升近 95%



资料来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

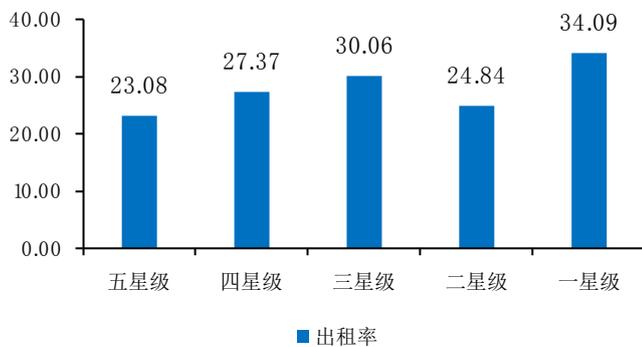
客流结构决定低星级出租率及房价提升幅度大于高星级。上海世博会持续时间长，且主要客源为国内游客自助游，主要消费水平集中在三星级以下及有限服务型酒店（彼时有限服务型酒店刚步入第一个高速增长期，尚未完全普及）。

中低档酒店供需关系最紧张，支撑低星级酒店量价齐升幅度更大、三星级以下酒店出租率平均提升 29.6pctVS 四星级以上+25pct；平均房价：三星级以下+34%VS 四星级以上+28%，RevAPR：三星级以下+134%VS 四星级以上+89%。相比 2009 年同期，上海星级酒店出租率增速平均提高了 36pct，平均房价增速提高了 44pct，RevPAR 同比增速提高了 142pct。

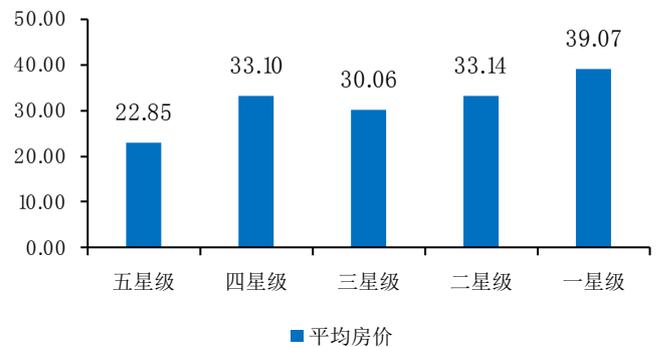
图 6：世博会期间低星级酒店出租率提升幅度大

图 7：世博会期间四星级酒店涨价幅度 33.10%较高

上海不同等级酒店出租率同比变动 (pct)



上海不同等级酒店平均房价同比 (%)



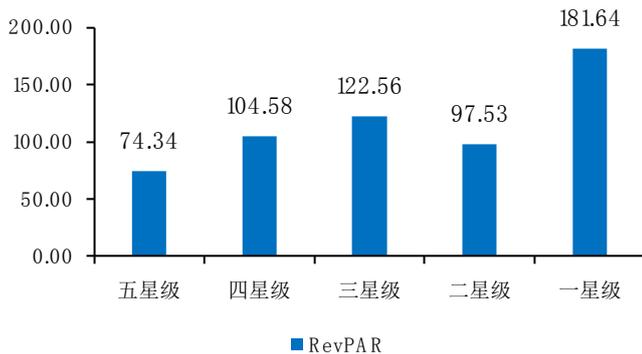
数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

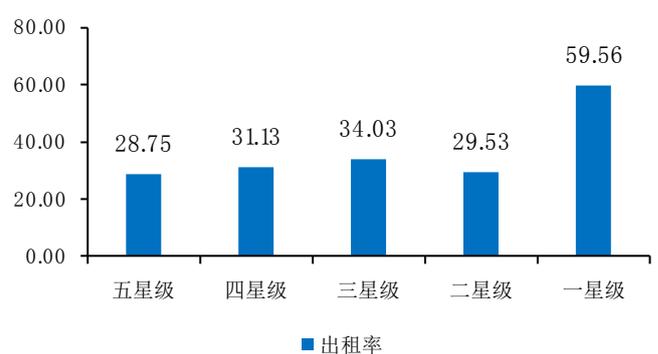
图 8：世博会低星级 RevPAR 增速高于高星级

图 9：相比 2009 年世博期间出租率增速提升 36pct

上海不同等级酒店RevPAR同比 (%)



2010相比09年出租率增速提升 (pct)



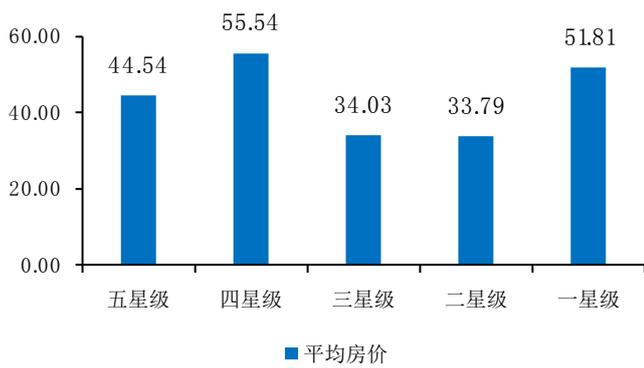
数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

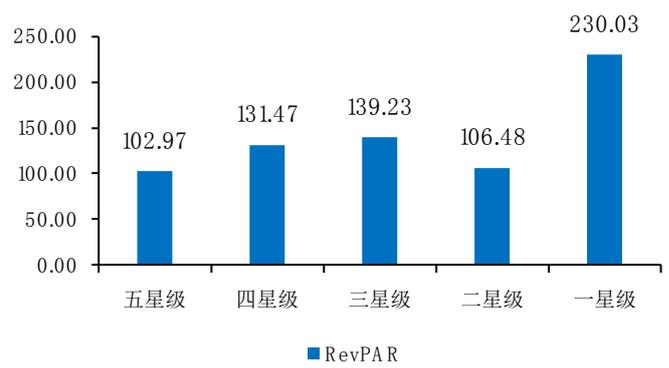
图 10：相比 2009 年世博期间平均房价增速提升 44pct

图 11：相比 2009 年世博期间 RevPAR 增速提升 142pct

2010相比09年平均房价增速提升 (pct)



2010相比09年RevPAR增速提升 (pct)

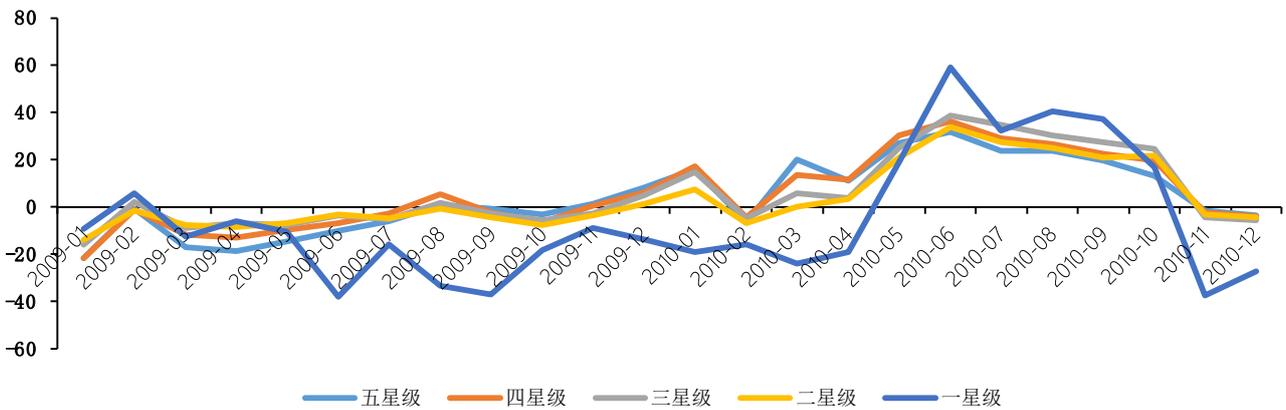


数据来源: 中国饭店业协会、国泰君安证券研究

数据来源: 中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 12: 上海不同等级酒店中一星级酒店出租率波动最大

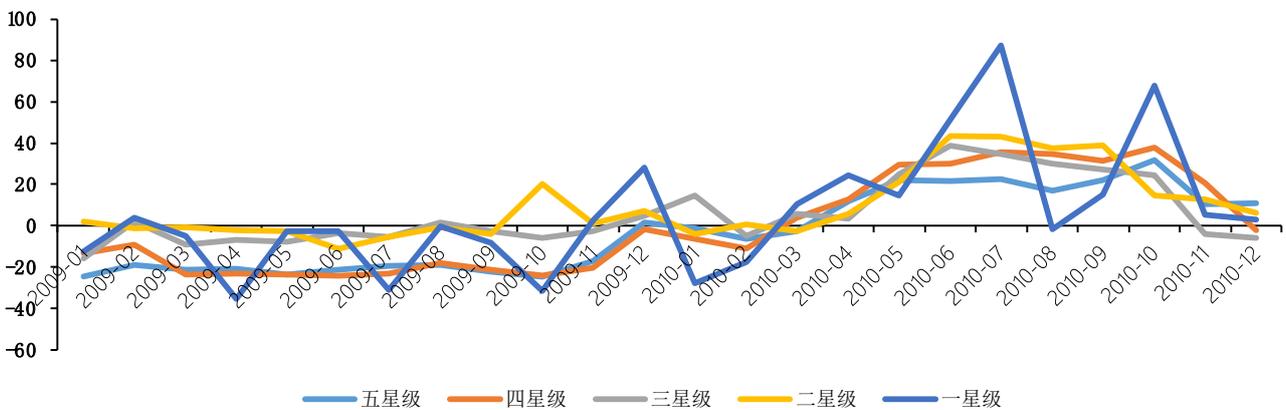
上海2009-10不同等级酒店出租率 (pct)



数据来源: 中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 13: 上海不同等级酒店中一星级酒店房价波动大

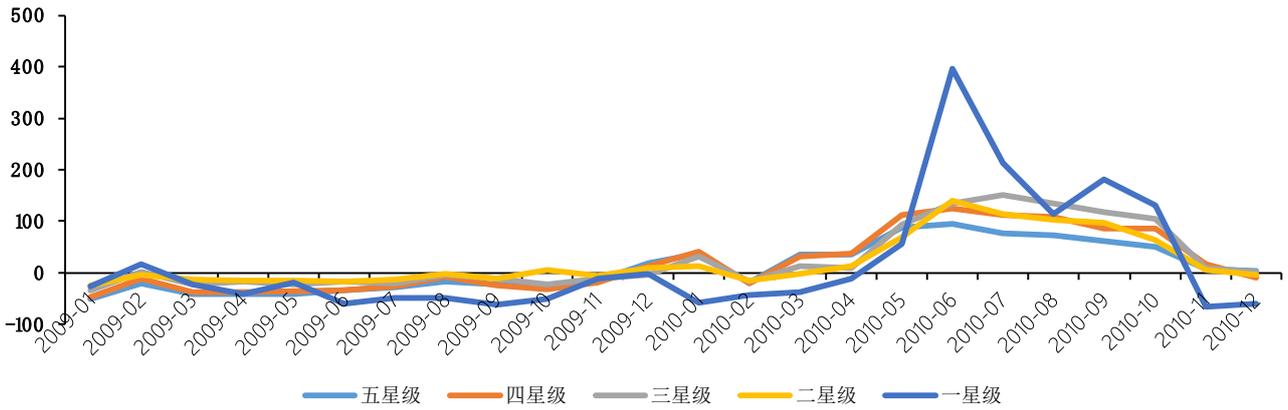
上海2009-10不同等级酒店平均房价 (%)



数据来源: 中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 14: 上海不同等级酒店中低星级酒店 RevPAR 增速高

上海2009-10不同等级酒店RevPAR (%)



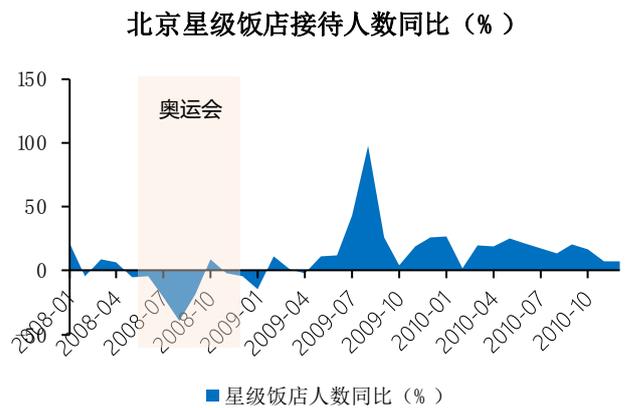
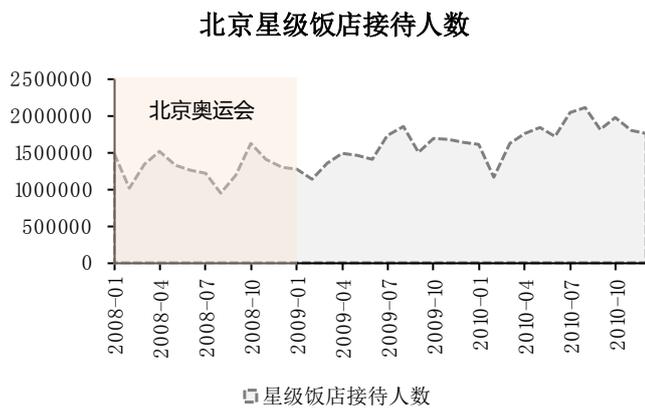
数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

1.2.北京奥运会：客流管制+大幅提价下出租率下滑

北京奥运会期间为保证运动员比赛需求客流管制是星级饭店接待游客数量同比下滑的重要原因。2008年奥运会期间（7-9月）北京星级饭店整体接待游客数量-26.23%，其中五星级-23.77%，四星级-14.97%，三星级-27.80%。考虑到2009年受基数影响接待客流高增长，我们选取增速相对正常的2010年7-9月作为增速参考基数，北京星级饭店整体接待客流增速相比正常年份降低43pct，其中五星级-34pct，四星级-23.8pct，三星级-49.6pct。

图 15: 奥运会期间北京星级饭店接待人数并未高增长

图 16: 奥运会期间星级饭店接待人数同比负增长



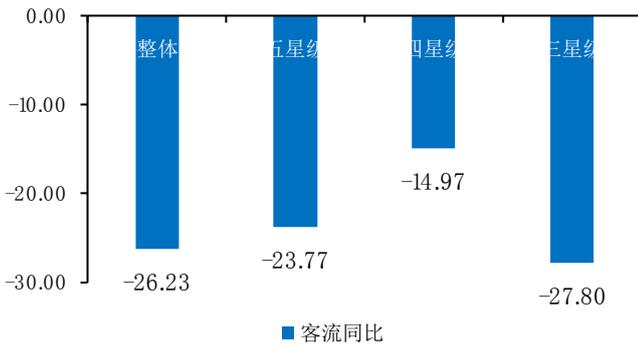
数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

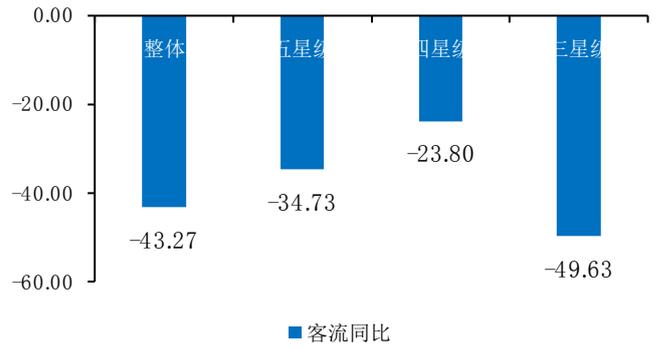
图 17: 奥运会前后北京星级饭店客流同比-26pct

图 18: 相比 2010 年,奥运会期间北京客流增速降低 43pct

北京08年星级饭店接待客流同比 (%)



相比2010年，北京客流增速变动 (pct)



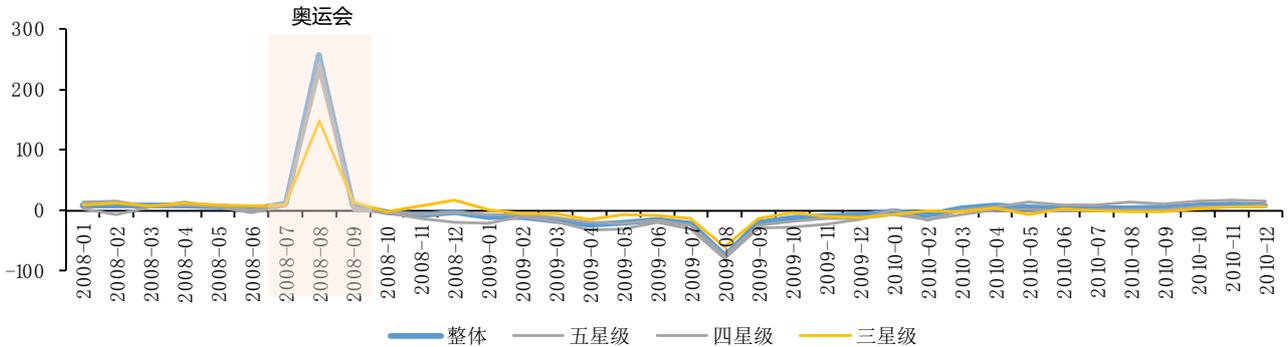
数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

星级饭店涨价幅度较大，高星级价格敏感性低出租率影响小。奥运会期间北京星级饭店平均房价大幅上涨，2008年8月整体房价同比+258%，其中高星级上涨幅度更大：五星级+244%，四星级+229%，三星级+148%。房价大幅提升对出租率也造成一定影响整体出租率-19pct，其中高星级需求刚性较强，价格敏感度低，出租率影响较小-4.6pct，四星级-18.6pct，三星级-26.2pct。

图 19: 奥运会期间北京酒店大幅涨价，高星级涨幅高于低星级

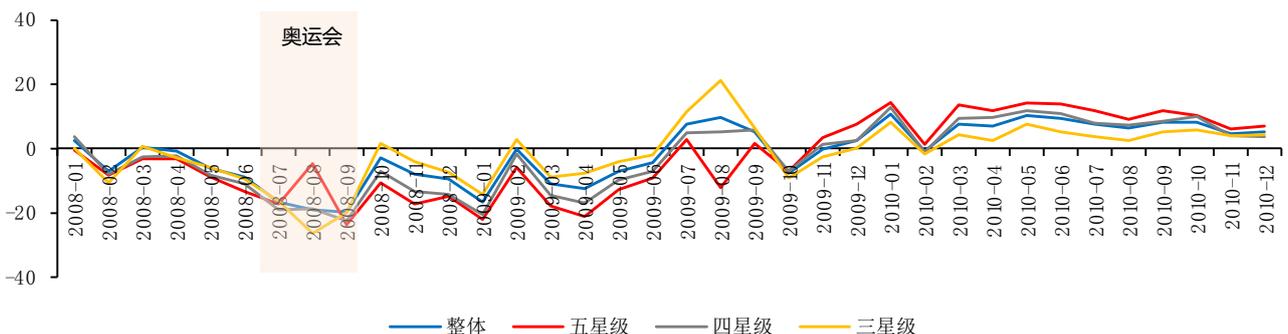
北京星级酒店平均房价同比 (%)



数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

图 20: 奥运会期间北京酒店出租率下滑，高星级价格敏感性小

北京星级酒店出租率同比变动 (pct)



数据来源：中国饭店业协会、国泰君安证券研究

2. 10-11月上海酒店出租率或将明显提升

上海国际进口博览会具有重要意义，规模大、服务配套保障完善。中国将从 2018 年起举办中国国际进口博览会。举办中国国际进口博览会是中国政府坚定支持贸易自由化和经济全球化、主动向世界开放市场的重大举措，有利于促进世界各国加强经贸交流合作，促进全球贸易和世界经济增长，推动开放型世界经济发展。

表 1: 上海国际进口博览会规模大、服务配套保障完善

展会要点	相关亮点
中国市场巨大，消费和进口快速增长	中国拥有全球最多的人口，是全球第二大经济体、第二大进口国和消费国。目前，中国已经进入消费规模持续扩大的新发展阶段，消费和进口具有巨大增长空间。未来五年，中国将进口超过 10 万亿美元的商品和服务，为世界各国企业进入中国大市场提供历史性机遇。
上海优势突出，辐射全国效果明显	上海地处长江三角洲经济区，区位优势突出，经济实力雄厚，服务行业发达，具有全球资源配置能力。上海港集装箱吞吐量连续七年位居世界第一，空港旅客吞吐量超过 1 亿人次，航班网络遍布全球 282 个城市。
展会规模盛大，配套活动丰富精准	首届中国国际进口博览会将有约 100 多个国家和地区的企业参展。进口博览会将举行供需对接会、行业研讨会、产品发布会等配套活动。
多种措施并举，保障服务全面高效	进口博览会主办方将提供通关、检验检疫等方面的便利措施，长期提供线上线下一站式交易服务，加大知识产权保护力度，保障客商权益。
采购需求强劲，专业采购商数量众多	进口博览会主办方将以中国各省、自治区、直辖市为单位，组织各地企业到会采购，同时邀请第三国客商到会采购。预计国内外专业采购商将达到 15 万家。

资料来源：中国国际进口博览会官网、国泰君安证券研究

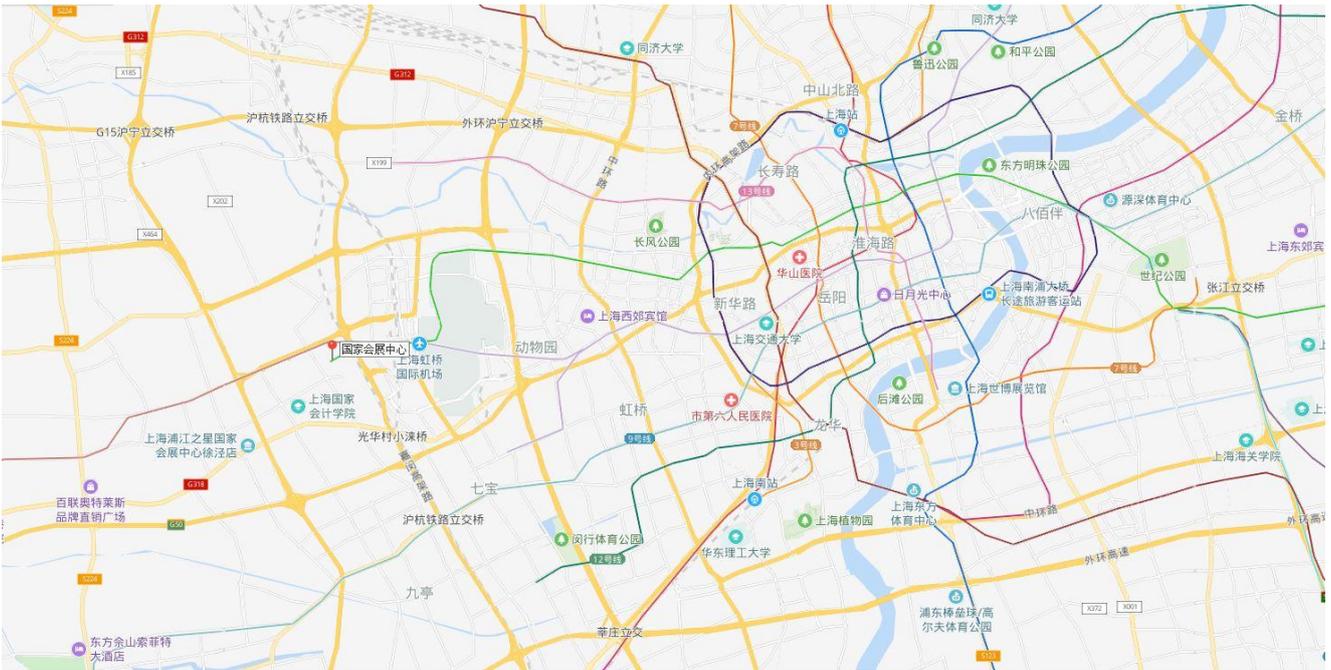
酒店住宿保障完善，已构建起 7+1 住宿保障圈。本次国际进口博览会将于 11 月 5-10 日在上海国家会展中心召开。按照距国家会展中心的公里数，上海已经构建起 7+1 个住宿保障圈层。全市规模以上酒店（80 间以上客房及连锁品牌酒店）达到 1,711 家，共有 256,607 间客房，约 41.1 万张床位。同时，协调周边省市储备住宿资源，将吴江、太仓、昆山等区域纳入住宿保障，目前初步形成了包括 49 家酒店、约 8860 间客房作为补充房源。

图 21: 会议将于 11 月 5-10 日在上海国家会展中心举办



资料来源：中国国际进口博览会官网

图 22: 国家会展中心交通便利，毗邻虹桥交通枢纽，距市中心 40 分钟车程

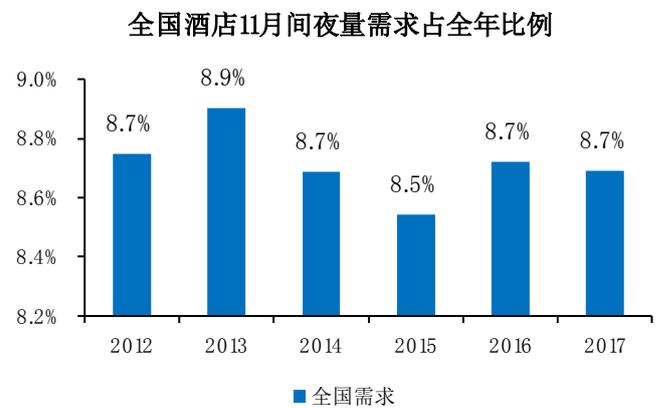
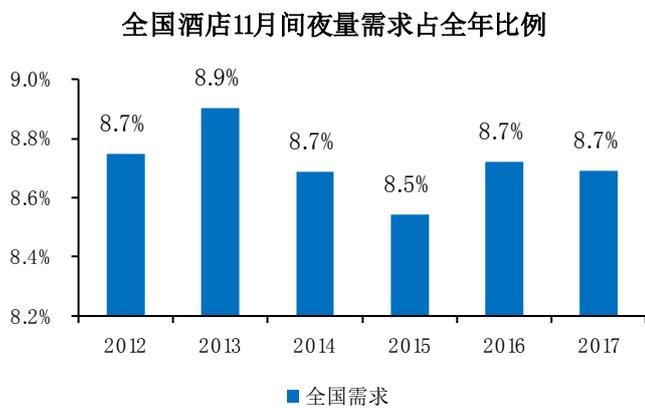


资料来源：百度地图

需求维度：上海国际进口博览会时值旅游淡季，需求量占全年约9%。我们以酒店间夜供需量作为度量需求的代理变量，全国数据表明11月需求占全年比例为8.7%，其中上海地区11月需求占比更高，平均达9%。

图 23: 11月全国间夜量需求占全年约8.7%

图 24: 11月全国间夜量供给占全年约8.4%

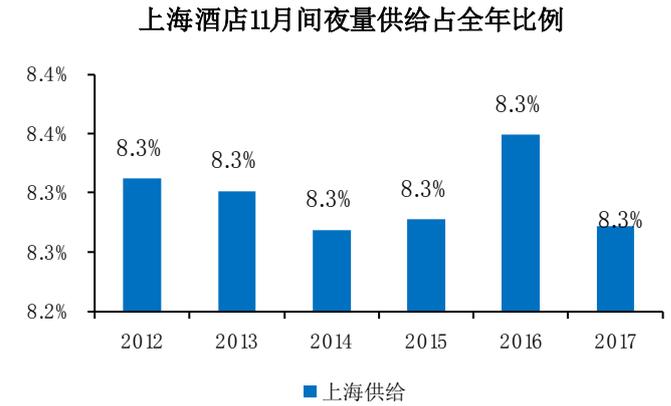
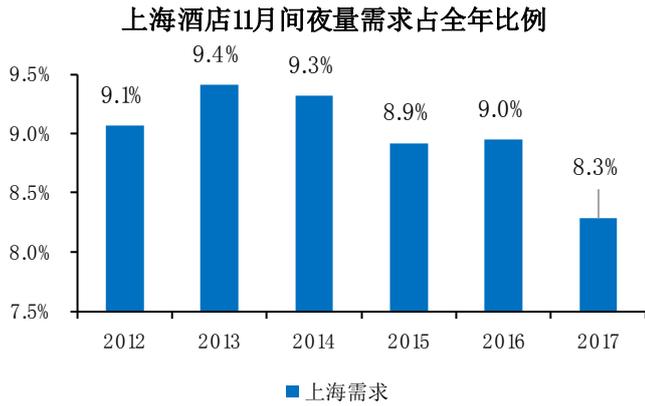


数据来源：STR Global、国泰君安证券研究

数据来源：STR Global、国泰君安证券研究

图 25: 11月上海间夜量需求占全年约9%

图 26: 11月上海间夜量供给占全年8.3%



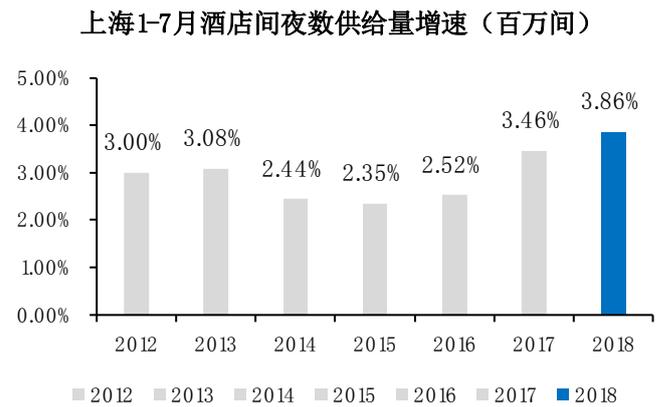
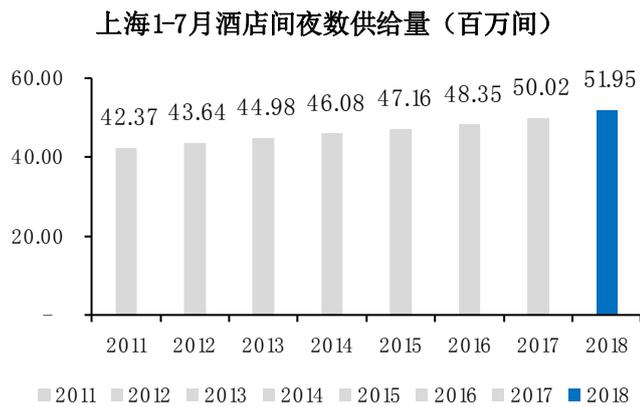
数据来源：STR Global、国泰君安证券研究

数据来源：STR Global、国泰君安证券研究

供给维度：上海会议准备充分，2018年1-7月酒店间夜供给数量明显增加。为筹备国际进口博览会，2018年上海酒店供给速度有所增加，18年上半年间夜供给数量约5,200万间，同比增速为3.86%，明显加速。

图 27: 2018年1-7月间夜供给数量为5100万间

图 28: 2018年1-7月酒店间夜供给总数明显加速



数据来源：STR Global、国泰君安证券研究

数据来源：STR Global、国泰君安证券研究

会议窗口期较短+临时价格干预下，预计出租率将大幅提升，但影响弱于世博会。

上海市政府发布通告，为保持进口博览会期间价格稳定，营造良好的价格秩序和环境，将对全市酒店旅馆实行临时价格干预措施。

全市所有酒店旅馆销售的临时价格干预措施实施期间各类客房的实际交易价格（包含线上、线下所有交易渠道），不得高于2017年10月1日至11月30日期间该酒店旅馆同等房型、同等服务条件客房的最高交易价格。

2017年12月1日以后新开业的酒店旅馆，应当参照同等级、同等档次酒店旅馆客房价格水平，确定临时价格干预措施实施期间各类客房最高销售价格，并向所在区旅游主管部门申报。酒店旅馆销售的临时价格干预措施实施期间各类客房的实际交易价格（包含线上、线下所有交易渠道），不得高于相关部门核准的价格。

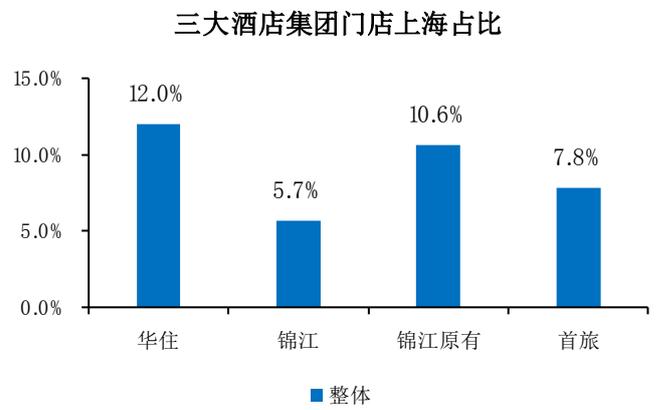
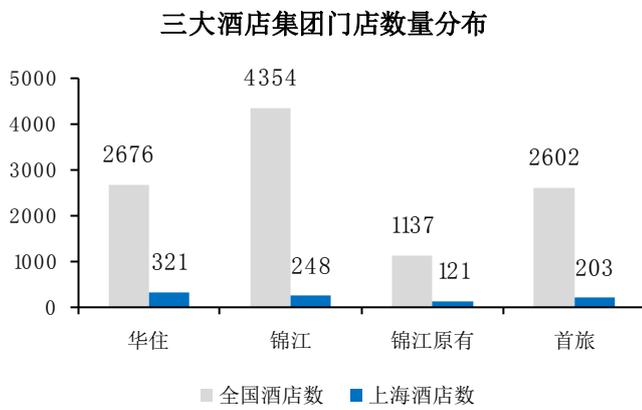
会议住宿需求旺盛，价格干预下预计酒店出租率将大幅提升，但考虑到上海市会议准备较为充分，酒店供给数量有所增加。同时本次进口博览会会议时间相比世博会较短，因此预计上海出租率提升幅度将弱于 2010 年世博会。

中高档酒店更受益，三大酒店集团上海门店占比均较高将受益。考虑到会议期间对中高档酒店需求具有刚性，因此预计高星级酒店及有限服务型酒店中的中高档酒店出租率提升将更加明显。

我们进一步分析了三大酒店集团上海门店占比，华住以 12% 占比位列第一，锦江受铂涛和维也纳合并影响上海占比不高，剔除后上海门店占比 10.6%，首旅上海占比相对较小，但依然有 7.8%。

图 29: 酒店集团在上海门店分布较多

图 30: 华住上海门店占比最高为 12%

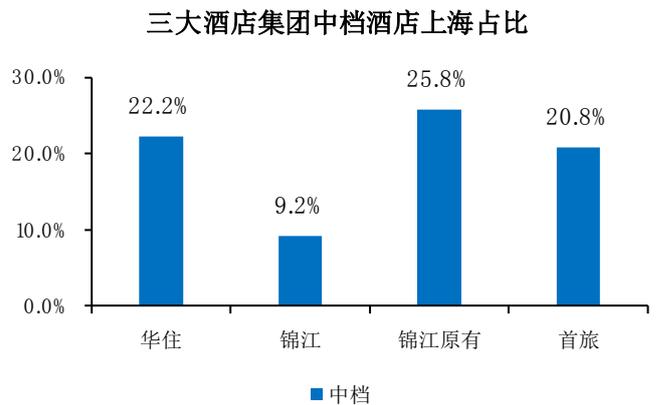
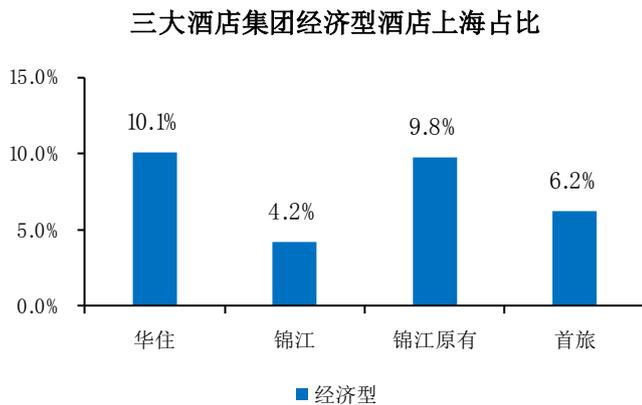


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 31: 经济型华住上海门店占比为 10%

图 32: 中档酒店华住上海占比约 22%



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3. 投资建议：经营数据边际向好，酒店或迎反弹机会

受益本次上海国际进口博览会，预计酒店淡季 11 月经营数据出租率将大幅提升。三大酒店集团上海门店数量占比高，尽管存在临时价格管制，

但依然可通过减少折扣，提升餐饮收入等方式实现平均房价的提升。酒店行业成长逻辑认可度边际提升，事件驱动的经营数据边际向好或将带动酒店板块迎来反弹机会。**继续推荐：首旅酒店/锦江股份。**

4. 风险提示

- 宏观经济波动风险；
- 国际进口博览会期间对酒店价格管控制度超预期风险；
- 为保证会议需求对客流进行管制导致全市酒店需求波动风险。

表 2：国泰君安餐饮旅游行业重点公司盈利预测（2018.9.18）

		股本 亿	收盘 价	市值 亿元	EPS				PE				评级
					16A	17A	18E	19E	16A	17A	18E	19E	
免税	中国国旅	19.52	62.25	1215.42	0.93	1.26	1.86	2.39	56	48	33	26	增持
人文目的地	中青旅	7.24	14.89	107.78	0.67	0.79	1.02	1.18	33	19	15	13	增持
	宋城演艺	14.53	19.35	281.08	0.62	0.73	0.86	0.99	30	29	22	19	增持
	大连圣亚	1.29	25.19	32.44	0.36	0.46	0.54	0.62	91	53	46	41	增持
	曲江文旅	1.80	12.30	22.08	0.30	0.37	0.40	0.42	59	35	31	29	增持
	三湘印象	13.82	3.96	54.30	0.51	0.27	0.31	0.44	9	15	13	9	增持
自然目的地	峨眉山 A	5.27	6.47	34.09	0.36	0.38	0.47	0.54	28	17	14	12	增持
	丽江旅游	5.49	6.99	38.41	0.41	0.40	0.45	0.51	22	17	15	14	增持
	桂林旅游	3.60	6.18	22.25	0.02	0.15	0.16	0.20	382	39	39	31	增持
	新智认知	3.49	17.42	60.76	0.49	1.15	1.20	1.35	40	15	14	13	增持
	三特索道	1.39	19.97	27.69	-0.39	0.29	0.63	0.89	-37	68	31	22	增持
服务商	众信旅游	8.50	8.25	70.05	0.25	0.27	0.39	0.52	47	30	21	16	增持
	凯撒旅游	8.03	8.84	70.99	0.27	0.37	0.48	0.60	49	23	18	15	增持
	腾邦国际	6.17	11.60	71.51	0.29	0.46	0.57	0.66	44	25	20	18	增持
星级酒店	首旅酒店	9.79	17.81	174.34	0.26	0.64	0.98	1.16	115	27	18	15	增持
	金陵饭店	3.00	8.32	24.96	0.14	0.34	0.45	0.59	71	24	18	14	增持
	锦江股份	9.58	21.86	209.40	0.73	0.92	1.05	1.11	46	24	20	19	增持
	岭南控股	6.70	7.40	49.60	0.05	0.26	0.29	0.31	212	30	25	24	增持
餐饮	全聚德	3.08	13.03	40.19	0.45	0.50	0.53	0.57	34	26	25	23	增持
	广州酒家	4.04	24.00	96.96	0.90	3.4	4.17	5.17	27	29	23	19	增持

数据来源：Wind、国泰君安证券研究。

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。	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	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 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 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		