



Research and  
Development Center

# 新首旅，新轮回，新发展

—— 首旅酒店（600258.SH）首次覆盖

2018年2月2日

郭荆璞 行业分析师  
陶伊雪 行业分析师  
范峻巍 研究助理

## 证券研究报告

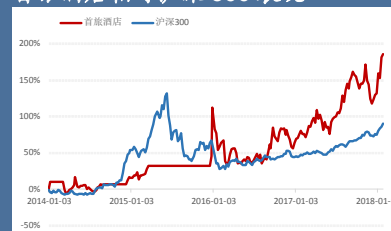
### 公司研究——首次覆盖

#### 首旅酒店 (600258.SH)



首次评级

#### 首旅酒店相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2018.2.1)

收盘价 (元)	31.63
52 周内股价波动区间 (元)	19.74-34.38
最近一月涨跌幅 (%)	17.19
总股本 (亿股)	8.16
流通 A 股比例 (%)	63.81
总市值 (亿元)	258.02

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
 邮编：100031

郭荆璞 行业分析师

执业编号：S1500510120013  
 联系电话：+86 10 83326789  
 邮箱：guojingpu@cindasc.com

陶伊雪 分析师

执业编号：S1500517070002  
 联系电话：+86 10 83326790  
 邮箱：taoyixue@cindasc.com

范峻巍 研究助理

联系电话：+86 10 83326876  
 邮箱：fanjunwei@cindasc.com

#### 相关研究

《酒店周期探索：酒店行业何时迎来繁荣期》2017 年 8 月 29 日

## 行业周期助力公司业绩高速增长

### 首旅酒店首次覆盖

2018 年 2 月 2 日

#### 本期内容摘要

◆ **有限服务型酒店商业模式与酒店周期探讨**：有限服务型酒店以“B+B”商业模式持续发展，我国酒店行业 RevPAR 呈现 7 年左右的周期性波动，且在约 5 年的上升过程中，会持续带动公司运营利润率的增长。我们判断酒店行业即将进入繁荣期，最佳投资时机已经到来。

首旅酒店作为中国酒店行业的标志性企业，将迎来长达 4~5 年的利润快速增长。首旅酒店通过并购如家集团一跃成为中国规模第二大的有限服务型酒店集团，同时也是积极向中高端酒店发展的典范，显著受益于酒店行业周期向上的拉动作用。

◆ **我们的不同**：我们基于酒店行业 7 年周期，对未来 10 年首旅的收入、成本费用、利润及现金流作出了预测，DCF 估值为 63.71 元/股。造成我们的估值与当前市场价格巨大的差异的来源是对费用率的不同预期，导致我们的 EBIT 和 EBITDA 预期与市场完全不同，市场对首旅酒店乃至整个酒店行业的费用率和利润率预测可能出现了较大的偏差。首旅酒店将实现超预期增长。

◆ **盈利预测与投资评级**：受益于酒店行业进入上行周期，RevPAR 的上涨将持续带动公司运营利润率的增长。公司完成大规模收购，对内部资源的整合将降低公司成本费用率，公司盈利能力将显著提升并逐步释放，我们预计 17、18、19 年公司 EPS 分别为 0.79、1.18、1.71 元，我们应用 DCF 方法计算出目标价为 63.71 元，对应 18 年估值为 54 倍。首次覆盖给予公司“买入”评级。

◆ **股价催化剂**：行业上行周期带动 RevPAR 上升，RevPAR 的变化幅度显著大于 CPI 的变化。

◆ **风险因素**：宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、通货膨胀风险、行业竞争风险、加盟店风险、汇率风险，行业增长不及预期、以及不可抗力因素。

### 首旅酒店重要财务指标预测

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,333	6,523	8,692	9,486	10,469
同比(%)	-52.2%	389.4%	33.3%	9.1%	10.4%
归属母公司净利润(百万元)	100	211	647	964	1,399
同比(%)	-11.0%	110.7%	206.8%	48.9%	45.2%
毛利率(%)	86.4%	94.5%	94.6%	95.0%	95.3%
ROE(%)	8.6%	5.3%	9.3%	12.5%	16.0%
每股收益(摊薄, 元)	0.12	0.26	0.79	1.18	1.71
P/E	258	122	40	27	18
P/B	18.1	3.2	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	22	16	16	12	10

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2018年2月1日收盘价

## 目 录

有限服务型酒店行业盈利模式.....	1
“B+B”商业模式.....	1
酒店 7 年周期.....	3
依靠租赁和加盟实现轻资产扩张.....	6
我们的不同.....	7
首旅酒店（600258）业务构成.....	8
酒店业务逐渐成为业务核心.....	8
酒店业务整体情况.....	10
首旅旗下两大酒店系列对比.....	14
三大事业部并进，构建顾客价值生态圈.....	20
景区业务.....	24
盈利预测及估值.....	26
收入预测——基于对房间数和 RevPAR 的预期增长.....	26
成本费用预测.....	30
盈利预测与估值.....	31
估值敏感性分析.....	33
股权资本成本与永续增长率.....	33
RevPAR 增长与成本费用增长的影响.....	34
各系列扩张价值估计.....	35
风险因素.....	37
宏观经济与行业增速.....	37
通货膨胀风险.....	37
行业竞争与加盟店风险.....	37
行业增长不及预期.....	37
不可抗力因素.....	38
附录.....	39
A. 中国酒店业简介.....	39
B. 首旅酒店情况简介.....	40

## 图 目 录

图 1: 香港中价酒店 RevPAR, 港元.....	1
图 2: 香港旅馆 RevPAR, 港元.....	1
图 3: 万豪酒店 RevPAR 的变化, %.....	2
图 4: 贝尔蒙酒店 RevPAR 的变化, %.....	2
图 5: 锦江酒店 RevPAR 的变化, %.....	3
图 6: 国际酒店 RevPAR 变化率, %.....	4
图 7: 国内酒店 RevPAR 变化率, %.....	4
图 8: 岭南控股运营利润率.....	4
图 9: 金陵饭店运营利润率.....	4
图 10: 全国样本星级酒店出租率 YOY 与平均房价 YOY, %.....	5
图 11: 锦江、首旅、华住 ROE 变动, %.....	5
图 12: 首旅酒店不同费用率对估值的影响 (元/股).....	7
图 13: 首旅酒店业务构成分布, 亿元.....	8
图 14: 首旅酒店业务概览.....	9
图 15: 首旅酒店酒店业务营收及 YOY, 亿元.....	10
图 16: 首旅旗下品牌分布 (以房间数计算).....	10
图 17: 首旅旗下各类型酒店分布 (以酒店数计算).....	10
图 18: 首旅旗下经济型酒店品牌分布 (以酒店数计算).....	11
图 19: 首旅旗下中高端酒店品牌分布 (以酒店数计算).....	11
图 20: 首旅旗下经济型酒店品牌分布 (以酒店数计算).....	12
图 21: 首旅旗下中高端酒店品牌分布 (以酒店数计算).....	12
图 22: 首旅酒店部分品牌酒店价格分布.....	12
图 23: 锦江股份各品牌酒店价格分布.....	13
图 24: 华住集团各品牌酒店价格分布.....	13
图 27: 首旅系、如家系规模对比 (按客房数计算).....	14
图 28: 首旅系、如家系酒店 RevPAR 对比.....	14
图 29: 首旅系、如家系经济型酒店入住率对比.....	15
图 30: 首旅系、如家系经济型酒店平均房价对比.....	15
图 31: 首旅系、如家系中高端酒店入住率对比.....	15
图 32: 首旅系、如家系中高端酒店平均房价对比.....	15
图 33: 首旅系、如家系、华住经济型酒店入住率对比.....	16
图 34: 首旅系、如家系、华住中高端酒店平均房价对比.....	16
图 35: 如家系经济型酒店各品牌占比 (按房间数计算).....	17
图 36: 如家系中高端酒店各品牌占比 (按房间数计算).....	17
图 37: 如家系酒店地区分布 (2015.12).....	17
图 38: 如家系中高端酒店各品牌酒店价格分布.....	17
图 39: 如家系入住率、平均房价、RevPAR.....	18
图 38: 首旅系经济型酒店各品牌占比 (按房间数计算).....	19
图 39: 首旅系中高端酒店各品牌占比 (按房间数计算).....	19
图 40: 首旅系经济型酒店入住率、平均房价、RevPAR.....	19
图 41: 首旅系中高端酒店入住率、平均房价、RevPAR.....	19

## 表目录

表 1: 首旅部分酒店加盟条件一览.....	6
表 2: 首旅酒店利润率及 Wind 一致预期.....	7
表 3: 首旅酒店规模.....	11
表 4: 如家系品牌概况.....	18
表 5: 首旅系品牌概况.....	20
表 6: 首旅酒店收入预测汇总.....	29
表 7: 2015~2019 年首旅酒店业务收入成本及预测, 万元.....	30
表 8: 首旅酒店主要业务发展指标预测, 万元.....	31
表 9: 首旅酒店重要财务指标预测, 百万元.....	31
表 10: 相关公司估值比较 (前两项为 Wind 一致预测).....	32
表 11: 首旅酒店估值假设.....	32
表 12: 首旅酒店股权资本成本.....	33
表 13: 首旅酒店 DCF 估值对股权资本成本和永续增长率的敏感性.....	33
表 14: 首旅酒店各系列价值估计.....	35

图 42: 首旅如家三大事业部结构图.....	20
图 43: 首旅酒店顾客价值生态圈.....	21
图 44: 酒店线上平台结构图.....	22
图 45: 2017 年中国连锁酒店 Top30(按客房总量排名, 万间).....	23
图 45: 2017 年中国中高端酒店 Top20(按客房总量排名, 万间).....	23
图 46: 南山公司净利润, 万元与 YOY.....	24
图 47: 酒店业务与景区业务的主营占比.....	24
图 48: 南山景区营收, 万元与 YOY.....	25
图 49: 景区收入来源占比.....	25
图 50: 2014~2021 年首旅自营酒店房间数及预测(万间).....	26
图 51: 2014~2021 年首旅加盟酒店房间数及预测(万间).....	26
图 52: 2014~2026 年首旅酒店 RevPAR 及预测(元/间夜).....	26
图 53: 2014~2021 年首旅自营酒店收入及预测(亿元).....	27
图 54: 2014~2021 年首旅加盟酒店收入及预测(亿元).....	27
图 55: 2014~2021 年首旅酒店房间数及预测(万间).....	27
图 57: 2014~2026 年首旅自营酒店收入及预测(亿元).....	28
图 58: 2014~2026 年首旅加盟酒店收入及预测(亿元).....	28
图 59: 2014~2026 年首旅酒店收入及预测(亿元).....	28
图 60: 首旅加盟酒店收入占比上升与轻资产化.....	28
图 61: 2014~2026 年首旅酒店收入及预测(亿元).....	29
图 62: 2015~2021 年首旅酒店自营和租赁酒店成本预测(亿元).....	30
图 63: 2015~2021 年首旅酒店有限服务型酒店成本费用预测(亿元).....	30
图 64: 首旅酒店在不同 CPI 假设下的估值.....	34
图 65: 首旅酒店在不同费用率假设下的估值.....	34
图 66: 首旅酒店在不同的如家中高端自营增速下的估值.....	35
图 67: 首旅酒店在不同的如家经济型加盟增速下的估值.....	35
图 68: 首旅酒店在不同的如家中高端加盟增速下的估值.....	36
图 A1: 各星级酒店数 (万家) 与房间数 (万间).....	39
图 A2: 2017 年中国十大酒店集团市场占有率.....	39
图 A3: 中国三大酒店集团营收情况.....	39
图 B1: 首旅酒店股权结构.....	40
图 B2: 首旅酒店发展阶段.....	41
图 B3: 首旅酒店近十年总资产变化.....	42
图 B4: 首旅酒店近十年营收变化.....	42
图 B5: 首旅酒店近十年归母净利润变化.....	42

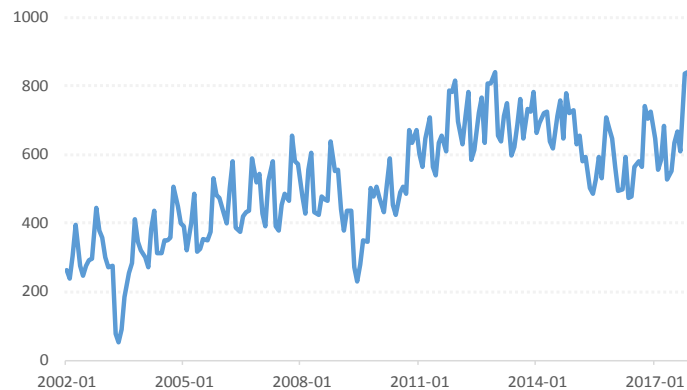
## 有限服务型酒店行业盈利模式

### “B+B”商业模式

有限服务型酒店的商业模式可以概括为“B+B”，即只提供住宿和早餐（Bed and Breakfast），以此区别于提供全日餐饮、会议、商务、健身、洗衣等全方位服务的全服务型酒店。有限服务型酒店商业模式强调性价比，更加重视企业的运营效率；全服务型酒店的运营能力则更多的体现在提升房间价格和客房收入的能力上，同时全服务型酒店接近一半的收入来自于非客房收入，餐饮和会议收入对全服务型酒店也更为重要，这部分业务需要较高的人力成本和员工素质作为支撑。

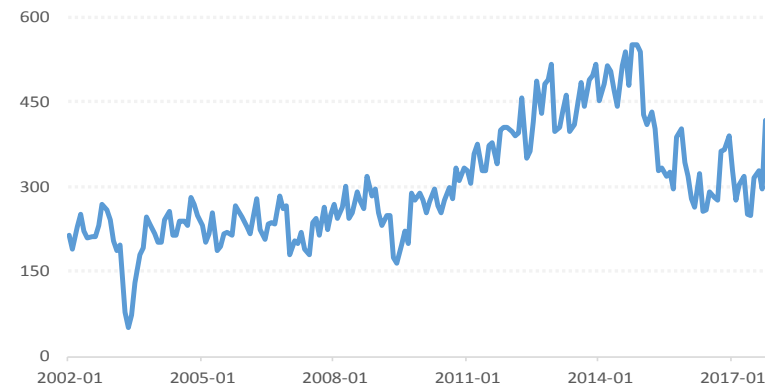
我们以香港为例，香港的中价酒店相当于国内的三星级酒店，提供全服务，价格略高于提供有限服务的旅馆。在过去的 15 年间，香港的中价酒店价格波动表现出较强的周期性，而且每一轮周期的低点都高于前一轮，而旅馆的 RevPAR 则呈现另一种规律，即每一轮波动的低点都比较接近，价格上升不明显。

图 1: 香港中价酒店 RevPAR, 港元



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

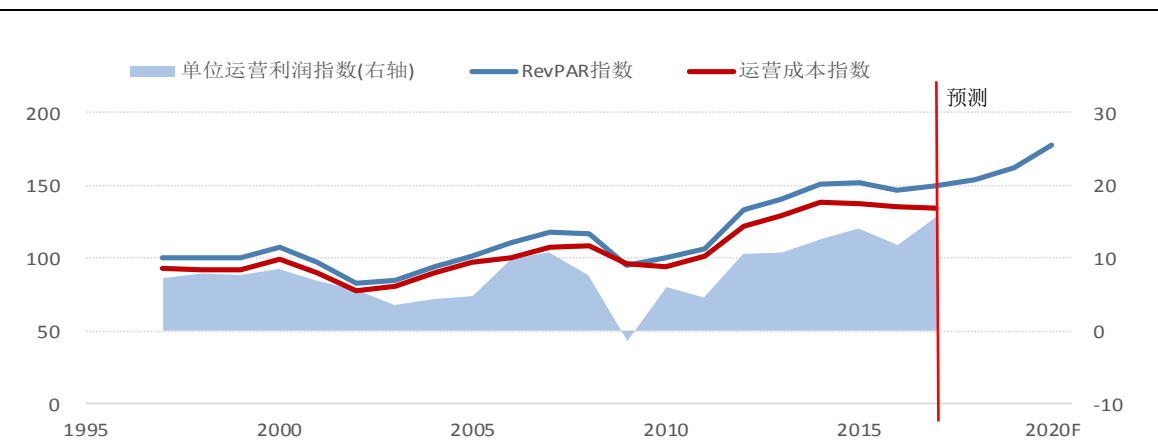
图 2: 香港旅馆 RevPAR, 港元



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

万豪酒店集团作为全球性全服务型酒店的代表，其房价和 RevPAR 表现出明显的周期低点抬升的规律。

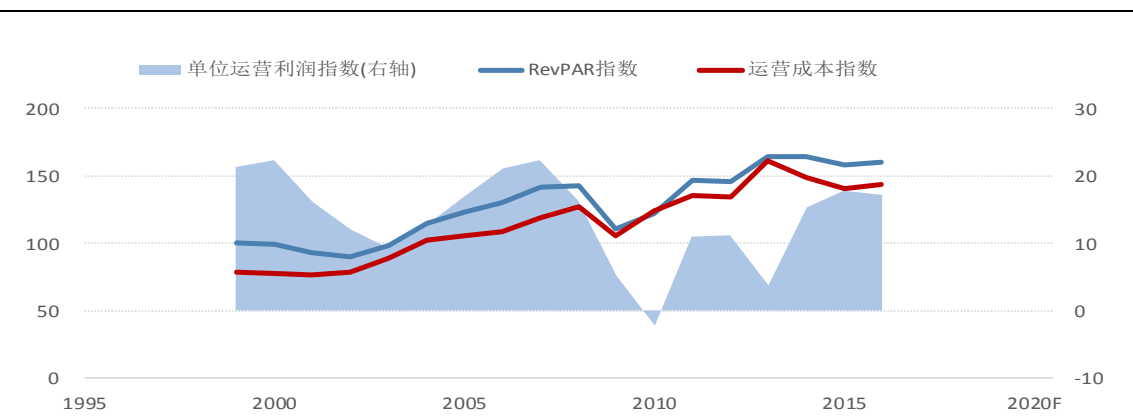
图 3: 万豪酒店 RevPAR 的变化, %



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 信达证券研发中心

贝尔蒙酒店也表现出类似的规律。

图 4: 贝尔蒙酒店 RevPAR 的变化, %

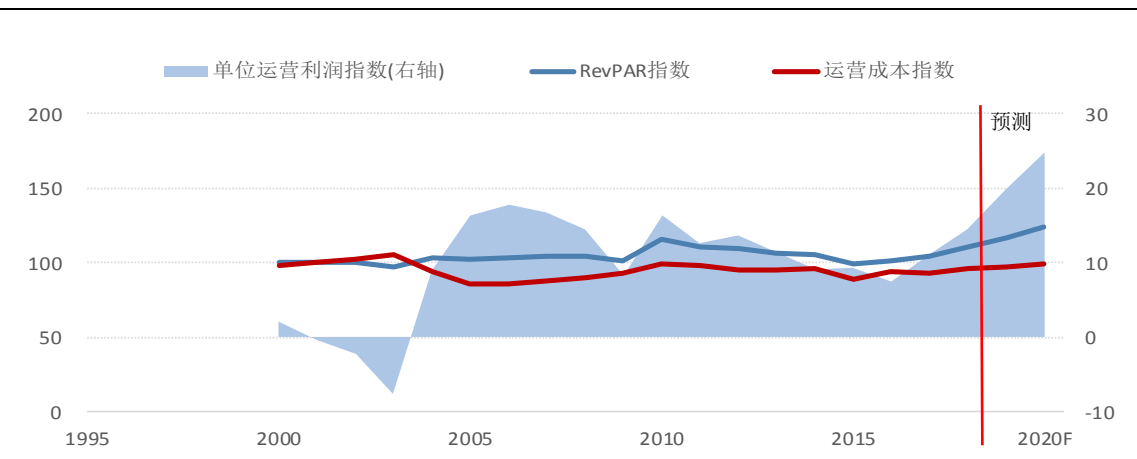


资料来源: Bloomberg, 公司公告, 信达证券研发中心

我们还可以观察到，经过两轮到三轮的周期，万豪和贝尔蒙的平均 RevPAR 都是上升的，万豪的单位运营利润也是上升的，但贝尔蒙却低于 10 年前，这也体现出了运营能力的差异。

我们在国内有效服务型酒店的代表，锦江酒店的数据中可以看到，在经历酒店行业周期之后，经济型酒店的 RevPAR 并没有显著的增长，而仅仅呈现周期性波动。

图 5: 锦江酒店 RevPAR 的变化, %



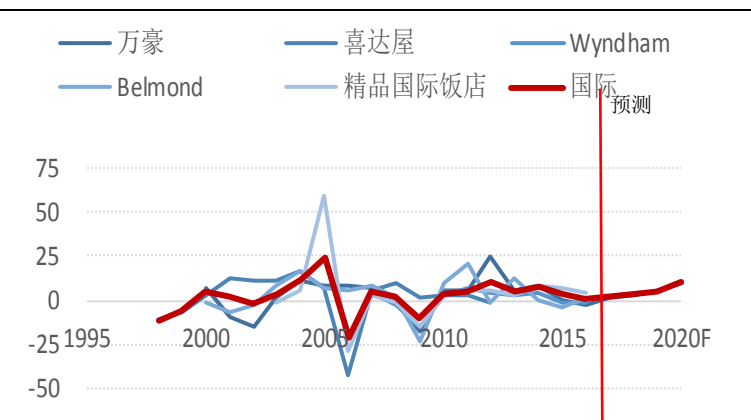
资料来源: Bloomberg, 公司公告, 信达证券研发中心

## 酒店 7 年周期

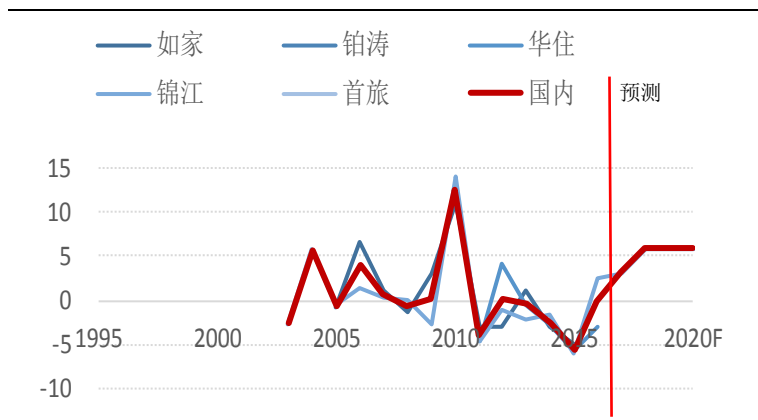
我们在 2017 年 8 月发布的旅游行业专题报告《酒店周期探索：酒店行业何时迎来繁荣期》中对全球及我国酒店行业周期进行了分析和说明，阐明了全球酒店行业的 7 年周期，大致为 5 年扩张、2 年收缩，这也是驱动酒店行业变化的核心规律。

酒店行业周期可分为：低迷期，复苏期，繁荣期，衰退期四个阶段，酒店行业的周期集中体现在 RevPAR 的变化上（RevPAR 即单间客房收入，是入住率和平均房价的乘积）。每一个阶段酒店入住率和平均房价（ADR）都有不同体现。最佳投资时机是从在复苏期末/繁荣期开始进入，繁荣期末尾/衰退期退出。

我们统计了国内外各 5 家酒店集团的 RevPAR 变化情况，对比可以看到，国际酒店集团的 RevPAR 变化更平稳，其表现出的 7 年循环的周期性也更明显。

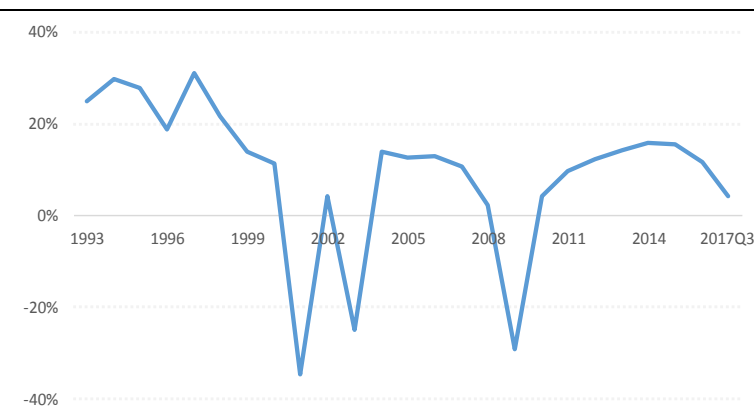
**图 6: 国际酒店 RevPAR 变化率, %**


资料来源: Bloomberg, 公司公告, 信达证券研发中心

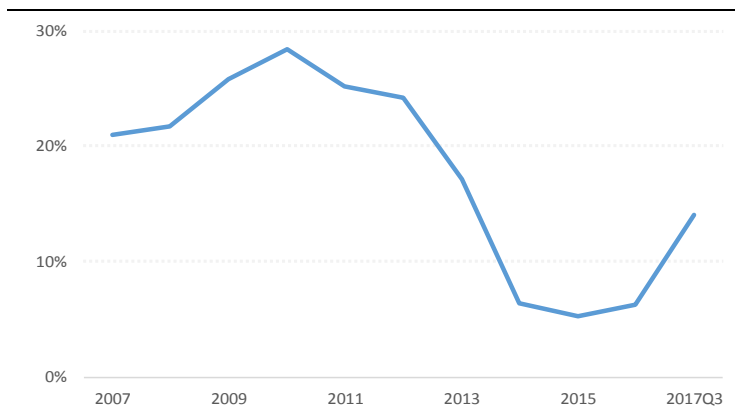
**图 7: 国内酒店 RevPAR 变化率, %**


资料来源: Bloomberg, 公司公告, 信达证券研发中心

从供需角度来看, 造成酒店行业进入繁荣期的原因在于酒店供给端和需求端的不匹配, 即供给跟不上需求的变化, 导致入住率升高带动 ADR 升高, 酒店利润水平提高。一家酒店的筹备、选址、建造、装修、开业的整个过程对时间都是有要求的, 在酒店行业供给增速未赶上需求增速时, 酒店行业将继续繁荣。

**图 8: 岭南控股运营利润率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

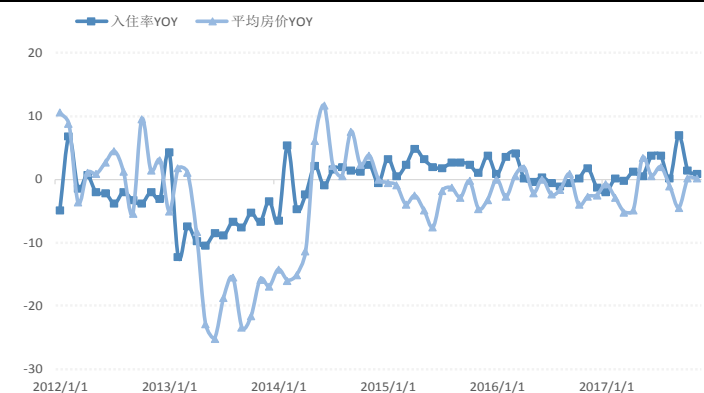
**图 9: 金陵饭店运营利润率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

岭南控股与金陵饭店自上市以来的运营利润率变化也基本呈现 7 年左右的周期性波动, 这也间接验证我们对酒店行业呈 7 年周期性波动的判断。

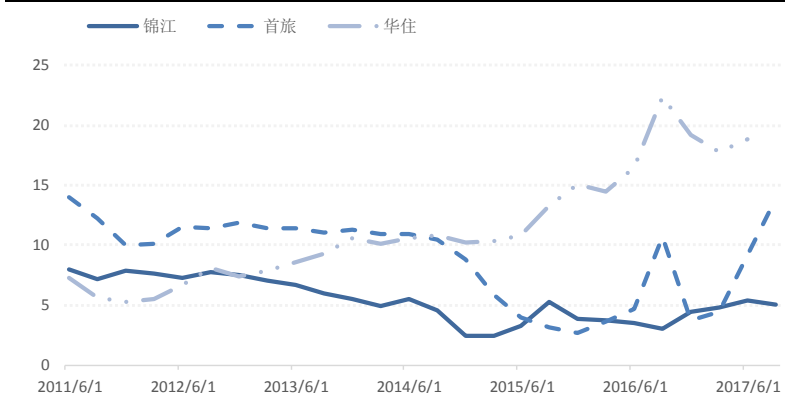
目前我国酒店业整体入住率持续上升，ADR 保持平稳波动，从 2017 年 5 月到 11 月，我国星级样本酒店 RevPAR 基本保持正增长，我国酒店行业开始从复苏期到繁荣期过渡。通过对我国三大酒店集团锦江、首旅、华住的 ROE 变化的研究也可以印证我们的观点，从最新披露的数据来看，三家酒店集团的 ROE 均为上涨趋势。我们判断最佳投资时机已经到来。首旅酒店作为中国酒店行业的标志性企业，将迎来长达 4~5 年的利润快速增长。

图 10: 全国样本星级酒店出租率 YOY 与平均房价 YOY, %



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 锦江、首旅、华住 ROE 变动, %



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

## 依靠租赁和加盟实现轻资产扩张

有限服务型酒店商业模式始于美国，也延续着美国酒店行业的发展策略，即以租赁物业实现直营扩张，以发展加盟实现酒店管理规模的扩张，酒店资产轻。这显著区别于欧洲和亚洲全服务型酒店行业的翘楚，如香格里拉、半岛、雅高等酒店集团重资产、重视自有物业和直营店的传统。

未来中国的全服务型酒店行业将延续“物业碎片化、管理区域化、技术平台化”的趋势，有限服务型酒店则将继续发展租赁物业开办直营店，同时大力发展加盟的轻资产策略。

表 1: 首旅部分酒店加盟条件一览

酒店加盟规定	单位	经济型 (如家/莫泰/云上四季)	如家商旅	如家精选/如家商旅 (金标)	和颐 (和颐至尚)
加盟期限	年	10	10	10	10
MSTP		多种套餐	多种套餐	多种套餐	多种套餐
成本					
基本投资额 (不含房租)	万元/间	6	7.5	9	12
特许加盟费 (一次性)	元/间	3000 (不低于15万元)		北上广深: 4000; 其他: 3000 (不低于20万元)	
品牌使用、服务支持费	%	4	4	4	4
会员发展服务费	元/积分	0.01	0.01	0.01	0.01
CRS (含移动客户端)	%	9 (20元封顶)	9 (20元封顶)	9	9
MGS管理系统初装费	万元	0.5	0.5	0.5	1
MGS管理系统使用费	万元/年	1	1	1	2
筹备期服务费	万元	1	1	1	3
工程项目经理 (兼职)	万元	2	2	2	2
工程项目经理 (全职)	万元	5	5	5	5
工程设计费	万元	0	12	20	30
保证金					
特许保证金	万元	10	10	10	20
采购、工程质量保证金 (验收合格后可抵扣)	万元	5	5	5	5

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

## 我们的不同

我们基于酒店行业 7 年周期，对未来 10 年首旅的收入、成本费用、利润及现金流作出了预测，并使用 DCF 方法作出估值，在股权资本成本 5.70%，永续增长率 1% 的假设下，DCF 估值为 63.71 元/股。

造成我们的估值与当前市场价格巨大的差异的来源是对费用率的不同预期，特别是管理费用率，我们通过拆分管理费用率的构成并加以预测，得到的 2019 年管理费用率预期为 10.6%，比 2016 年实际值低了 12.4 个百分点。对费用率的不同预期导致我们的 EBIT 和 EBITDA 预期与市场完全不同，市场对首旅酒店的费用率预测可能出现了较大的偏差。

表 2: 首旅酒店利润率及 Wind 一致预期

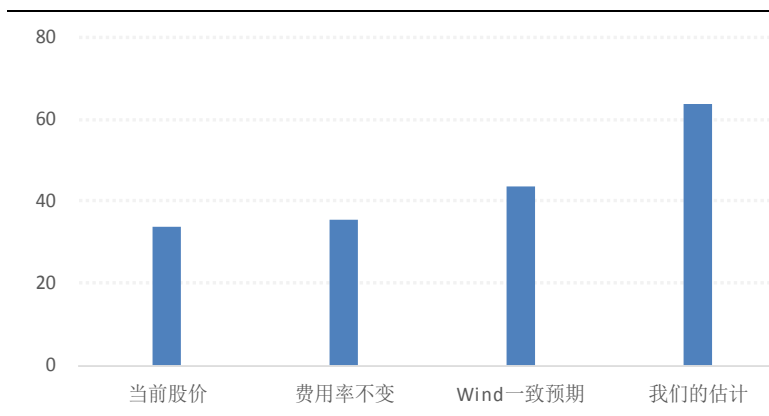
EBIT/收入	2016年实际值	11.9%		
	2017E	2018F	2019F	
信达证券	14.2%	19.4%	24.2%	
Wind一致预期	13.4%	15.5%	17.7%	

EBITDA/收入	2016年实际值	23.9%		
	2017E	2018F	2019F	
信达证券	21.1%	25.7%	29.9%	
Wind一致预期	21.8%	23.0%	23.8%	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12: 首旅酒店不同费用率对估值的影响 (元/股)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

如果在 DCF 模型中代入费用率的 2016 年实际值，则估值下降为 35.45 元/股，与当前股价更为接近，这说明市场对 RevPAR 上升过程中管理费用率下降和运营利润率上升没有预判，也远未认识到其对估值的巨大影响。

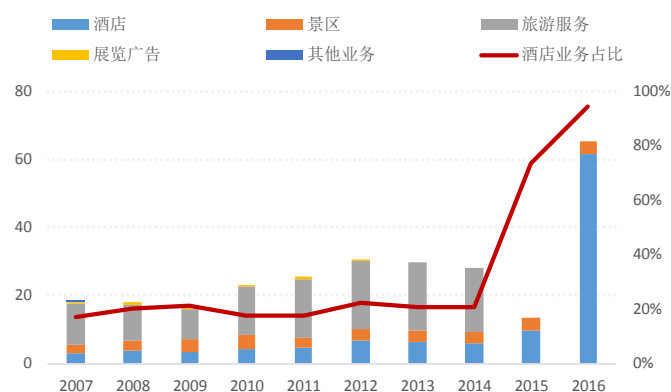
## 首旅酒店（600258）业务构成

### 酒店业务逐渐成为业务核心

首旅酒店原名北京首都旅游股份有限公司，主营业务包括酒店运营和管理业务、景区运营业务、展览广告业务以及旅行社业务。2012年，公司与控股股东首旅集团进行资产置换，置出“北展展览分公司”，不再经营展览广告业务；置入首旅建国（75%）、欣燕都（100%）、首旅酒店（100%），业务中心开始向酒店业务偏移。2014年，公司出售“神舟国旅”51%的股权给华龙旅游，不再经营旅行社业务；通过公司全资子公司欣燕都收购雅客怡家65%股权，业务进一步向酒店集中。2015年，公司向南苑集团收购南苑股份70%股权，并通过两次增资后最终持有南苑股份95.5%的股权，借南苑集团在江浙地区高端酒店市场的优势，完善公司在高端酒店市场的布局，截止到2015年，公司酒店业务营收在公司总营收中占比达到73.3%。

2016年公司通过现金和发行股份的方式收购了如家酒店集团100%的股权，酒店规模急速扩张，首旅酒店也一跃成为我国第二大酒店集团，公司酒店业务营收在总营收的占比高达94.3%。自此，首旅酒店也形成了以有限服务型酒店投资和运营管理业务为核心，辅之以景区管理业务的全新业务格局。

图 13：首旅酒店业务构成分布，亿元

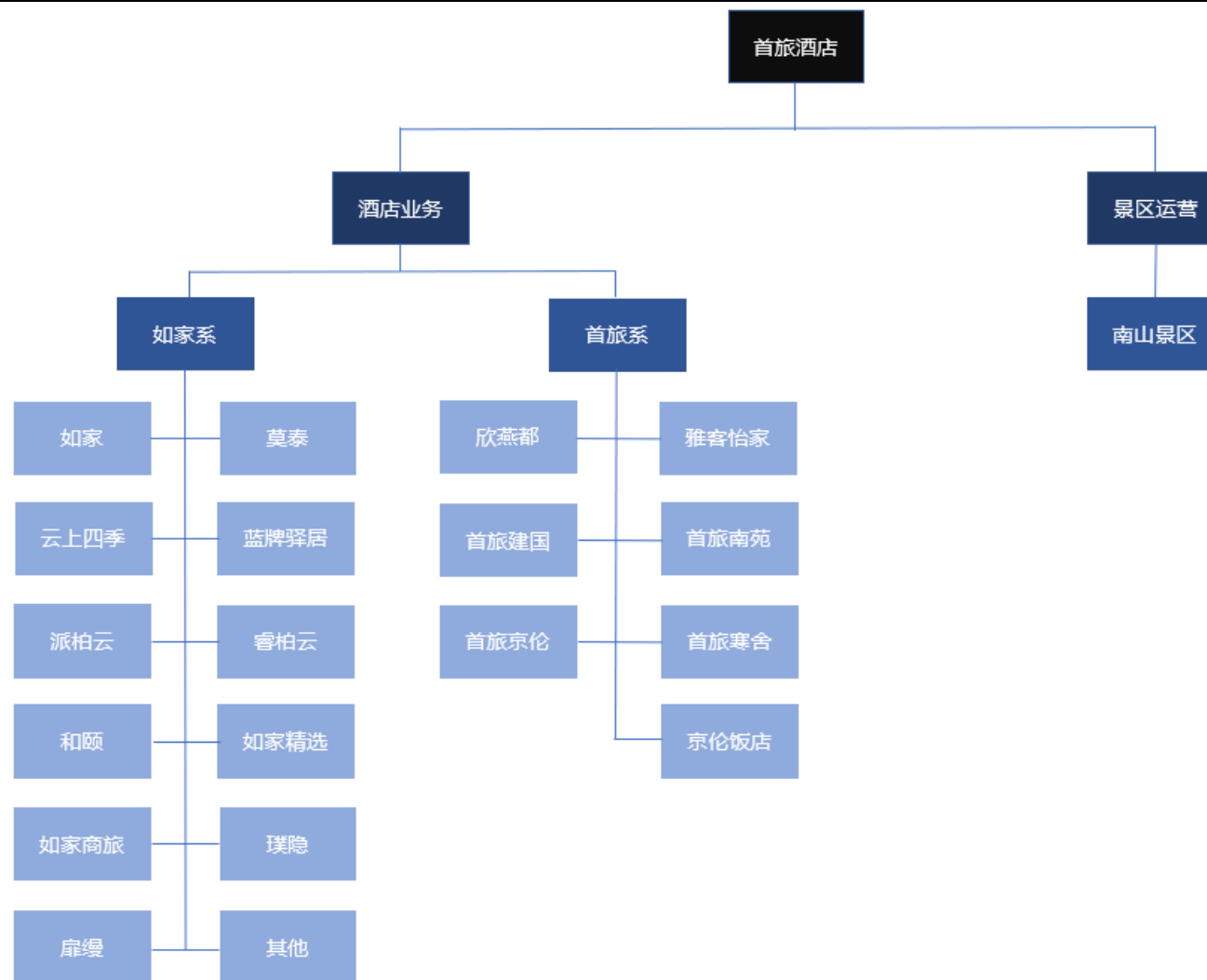


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司在酒店业务经营模式上主要分为“酒店运营”和“酒店管理”两种模式。公司旗下酒店品牌丰富：如家、莫泰、云上四季、欣燕都、雅客怡家、驿居（蓝标）、派柏云、和颐、如家精选、如家商旅、璞隐、扉缦、素柏云、睿柏云、驿居（金标）、建国、南苑、京伦、首旅寒舍、逗号覆盖了从经济型到中高端酒店品牌，涵盖了酒店和公寓，标准及非标住宿等，以满足消费者在个人商务和旅游休闲中对良好住宿环境的需求。未来公司仍将以住宿业为核心，发力中高端市场。

公司控股74.8%的南山景区是公司唯一经营的5A级景区，主要通过景区的门票、餐饮、商品、住宿、园区内交通等获得利润。

图 14: 首旅酒店业务概览

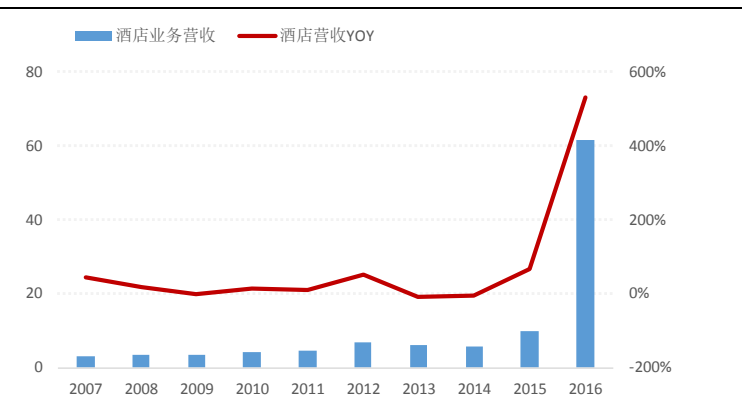


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 酒店业务整体情况

通过 2016 年并购如家集团后，首旅酒店的酒店业务营收实现了跨越式增长。

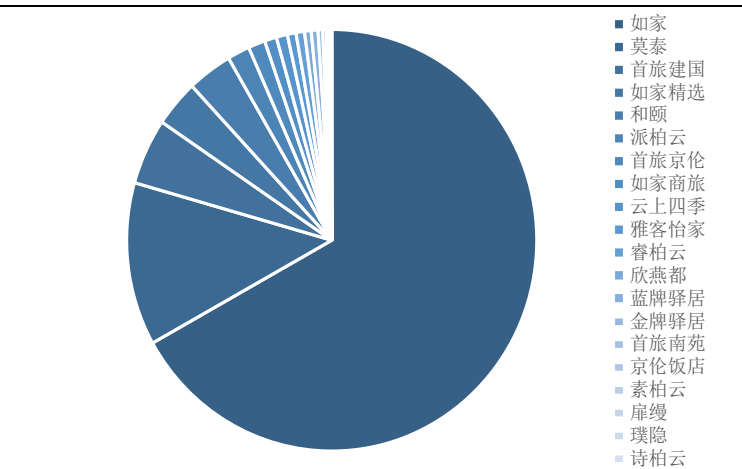
图 15: 首旅酒店酒店业务营收及 YOY, 亿元



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

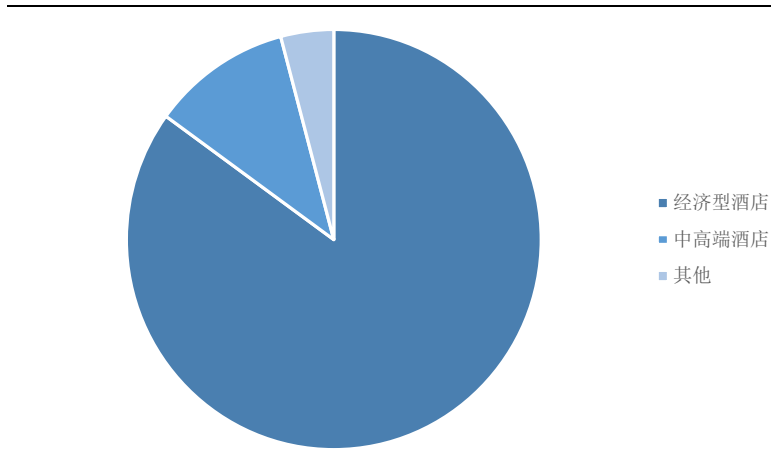
截止到 2017 年 9 月，经济型酒店在首旅酒店当前存量中占据主导地位，而经济型酒店中体量最大的为如家快捷，在首旅旗下所有酒店中占比高达 67%。

图 16: 首旅旗下品牌分布 (以房间数计算)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

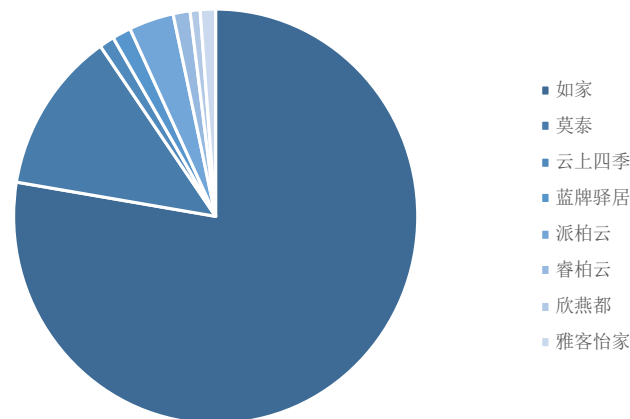
图 17: 首旅旗下各类型酒店分布 (以酒店数计算)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

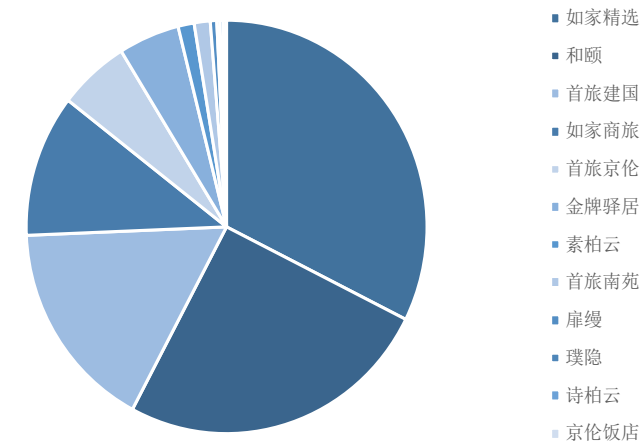
首旅酒店旗下的中高端酒店分布相比于经济型酒店分布的更加分散，各品牌发展也更加均衡。

图 18: 首旅旗下经济型酒店品牌分布 (以酒店数计算)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 首旅旗下中高端酒店品牌分布 (以酒店数计算)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

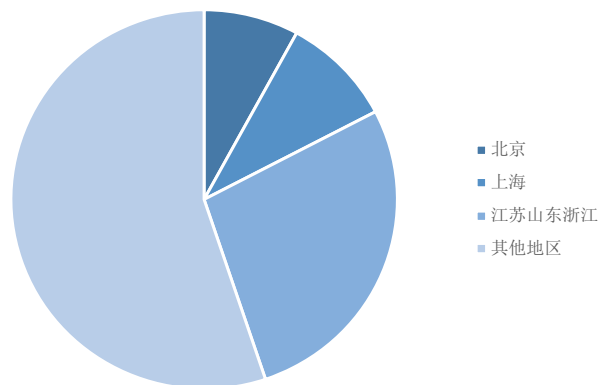
原如家系酒店房间数占经济型的 98%，中高端占比则与原首旅系相差不大。

表 3: 首旅酒店规模

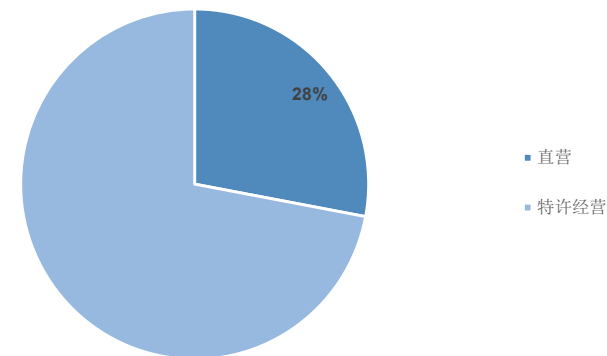
	经济型		中高端		其他		合计	
	酒店数	房间数	酒店数	房间数	酒店数	房间数	酒店数	房间数
如家	2,950	305,329	294	31,907	146	9,836	3,390	347,072
首旅	61	4,443	92	25,205			153	29,648
合计	3,011	309,772	386	57,112	146	9,836	3,543	376,720

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

地区分布方面, 公司境内开业的酒店主要在我国东部沿海地区, 截止到 2017 年 6 月, 公司在北京、上海、江苏、山东、浙江的已开业酒店总数达到 1557 家, 占总数的 45%, 接近公司酒店的半数市场份额。另外, 在公司全部的已开业酒店中, 直营酒店数量达到 971 家, 占比高达 28%。

**图 20: 首旅旗下经济型酒店品牌分布 (以酒店数计算)**


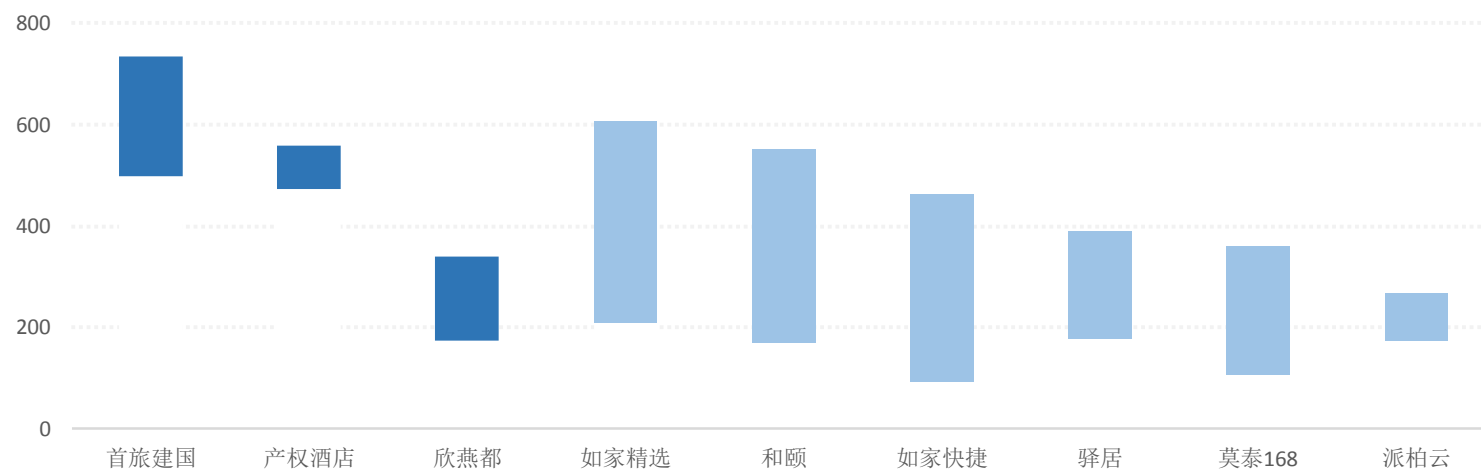
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 21: 首旅旗下中高端酒店品牌分布 (以酒店数计算)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 首旅酒店与锦江、华住的对比

据盈碟咨询统计, 首旅酒店目前是我国第二大的酒店集团, 市场占有率达到 12.6%, 低于排名第一的锦江集团 (20.3%) 8 个百分点, 略高于排名第三的华住酒店集团 (11.2%)。

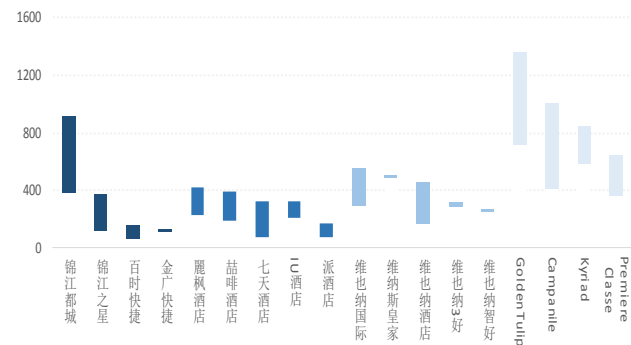
**图 22: 首旅酒店部分品牌酒店价格分布**


资料来源: 携程, Booking.com, 信达证券研发中心

首旅酒店在 2016 年收购如家后，旗下酒店品牌朝着更为多元化的方向发展，各档次酒店价格呈现出明显的阶梯分布，形成了定位准确覆盖全面的酒店组合，囊括了自经济型酒店至中高端酒店市场。从具体定价来看，经济型酒店包括如家快捷、莫泰 168、欣燕都和派柏云，定价范围为 100~500 元；中端商旅型酒店以驿居、和颐以及如家精选为主，价格区间为 200~600 元；中高端商旅度假型酒店以首旅建国和京伦饭店为代表，定价从 500~700 元不等。首旅酒店上市公司没有覆盖 800~1200 元/天的高端商务和奢华需求的酒店，集团的诺金品牌覆盖该需求。首旅旗下各类别酒店定价精准，提供的服务各有侧重，可以有效满足不同层次的用户需求。

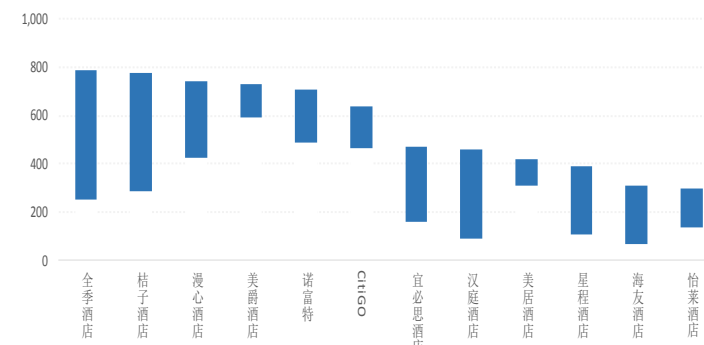
锦江股份在近年来连续收购卢浮酒店集团、铂涛酒店集团、维也纳酒店集团后，初步形成了覆盖经济型和中高端酒店市场的全球化布局。从锦江境内酒店定价来看，锦江酒店旗下锦江系、铂涛系、维也纳系酒店定位明晰准确，三大系列相互补充，形成覆盖国内低中端市场的酒店体系。其中，铂涛系针对 200-400 元的经济型酒店市场；维也纳系针对中端商务型市场，满足对出行品质有着需求的群体；锦江系跨度较大，从经济型酒店到中高端酒店均有涉及。从锦江境外定价来看，扎根国外的卢浮系酒店布局覆盖经济型市场和中端市场，各品牌价格呈现规律的阶梯分布，形成精准定位不同市场的品牌组合。Premiere Classe 主打经济型酒店，Kyriad 与 Campanile 则立足中端市场，Golden Tulip 致力于提供高端的入住选择。

图 23: 锦江股份各品牌酒店价格分布



资料来源: 携程, Booking.com, 信达证券研发中心

图 24: 华住集团各品牌酒店价格分布



资料来源: 携程, Booking.com, 信达证券研发中心

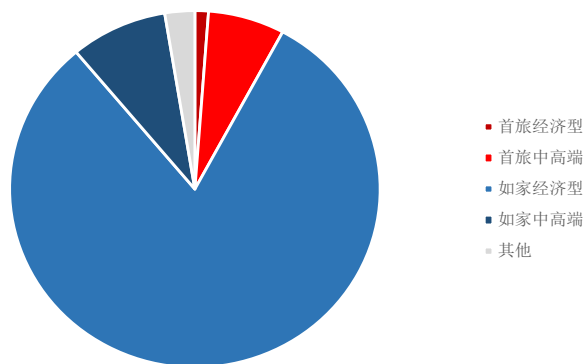
华住酒店布局覆盖从经济型酒店到中高端酒店，目前市场重心在中端酒店，各品牌酒店价格区间根据酒店市场定位形成阶梯分布。经济平价型酒店价格区间为 100-400 元；中端酒店价格从 500-800 元不等。华住酒店的中端酒店品种繁多，价格选择丰富，满足中端消费者的个性化需求。华住集团与雅高集团深度合作，借助雅高集团旗下索菲特等品牌对高端商务和奢华需求实现覆盖。

## 首旅旗下两大酒店系列对比

2016年，公司通过现金和发行股份的方式收购了如家酒店集团100%的股权，酒店规模迅速扩张。我们将首旅旗下原有酒店作为“首旅系”（欣燕都、雅客怡家、首旅建国、首旅南苑、首旅京伦、京伦饭店、首旅寒舍），将并购如家集团后带来新的品牌作为“如家系”（如家、莫泰、云上四季、蓝牌驿居、派柏云、睿柏云、和颐、如家精选、如家商旅、璞隐、扉缦、素柏云、金牌驿居）。从酒店规模来看，如家系基本为首旅系规模的10倍，如家系是以经济型酒店为主，而首旅系是以中高端酒店为主，整个首旅系基本与如家系的中高端酒店体量相当。

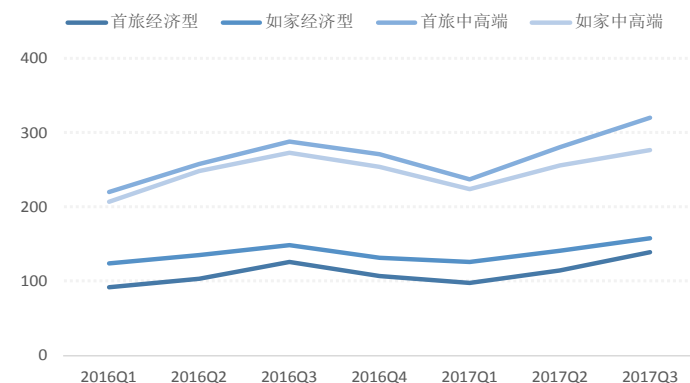
从两大系列酒店经营情况来看，如家经济型酒店的RevPAR明显高于首旅经济型，基本在100元-150元的区间；但如家中高端酒店略低于首旅中高端，基本在200元-300元的区间。

图 27：首旅系、如家系规模对比（按客房数计算）



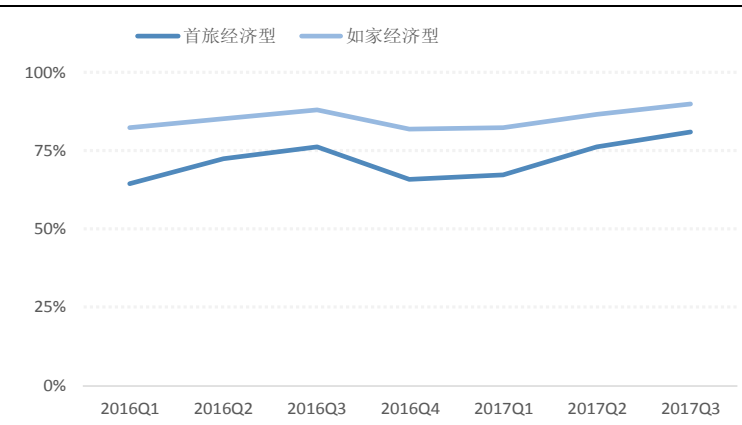
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 28：首旅系、如家系酒店 RevPAR 对比

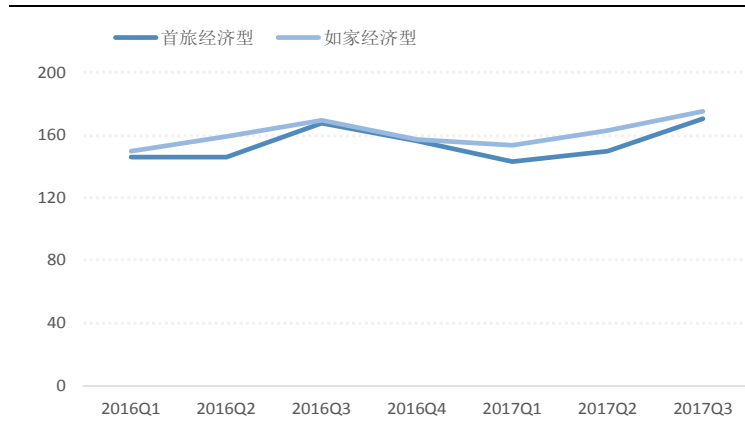


资料来源：信达证券研发中心

如家经济型酒店 RevPAR 高于首旅经济型酒店的原因在于如家经济型酒店拥有更高的入住率。如家经济型酒店的入住率基本都在 85% 左右的较高水平，领先同期首旅经济型酒店入住率 10 个以上的百分点，但两系列经济型酒店入住率的差距自 2017 年以来有逐渐缩小的趋势。两系列经济型酒店平均房价水平比较接近。

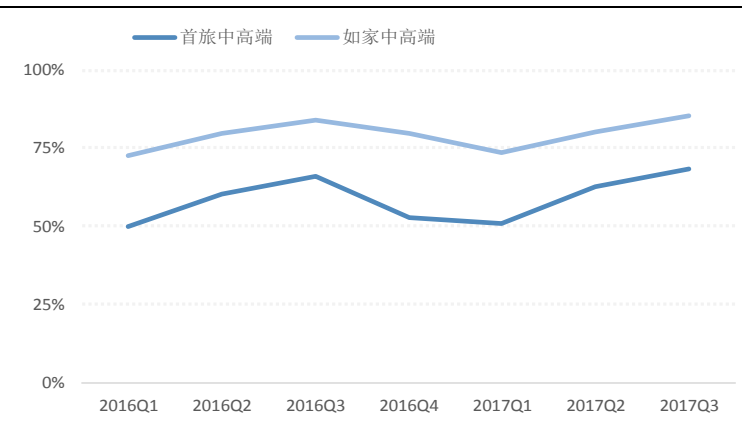
**图 29: 首旅系、如家系经济型酒店入住率对比**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

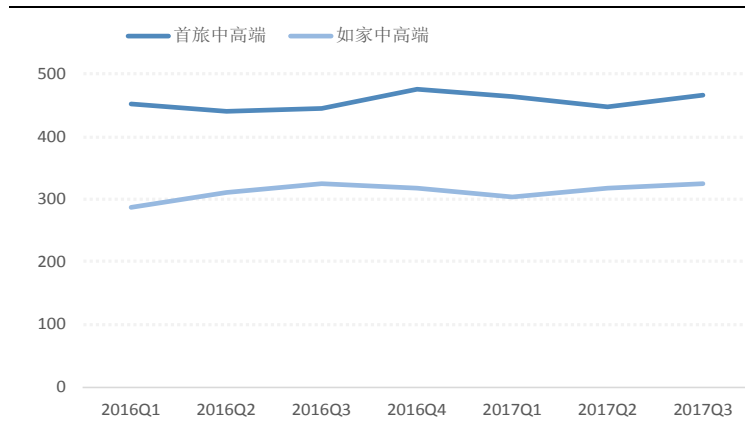
**图 30: 首旅系、如家系经济型酒店平均房价对比**


资料来源: 信达证券研发中心

首旅中高端酒店 RevPAR 略高于如家中高端酒店的原因在于首旅中高端酒店拥有更高的平均房价。从入住率来看, 首旅中高端酒店的入住率基本低于同期如家中高端酒店 15-20 个百分点, 但首旅中高端酒店的平均房价基本在 450 元左右, 而如家中高端酒店平均房价仅在 300 元左右的水平, 最终导致首旅中高端酒店的 RevPAR 略高于如家中高端酒店。

**图 31: 首旅系、如家系中高端酒店入住率对比**


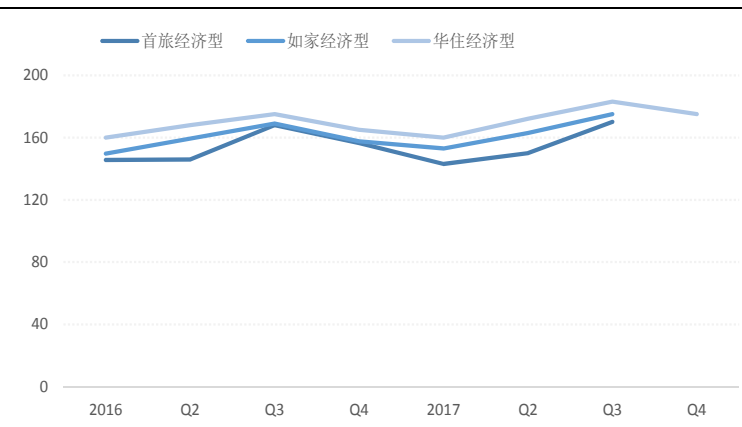
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 32: 首旅系、如家系中高端酒店平均房价对比**


资料来源: 信达证券研发中心

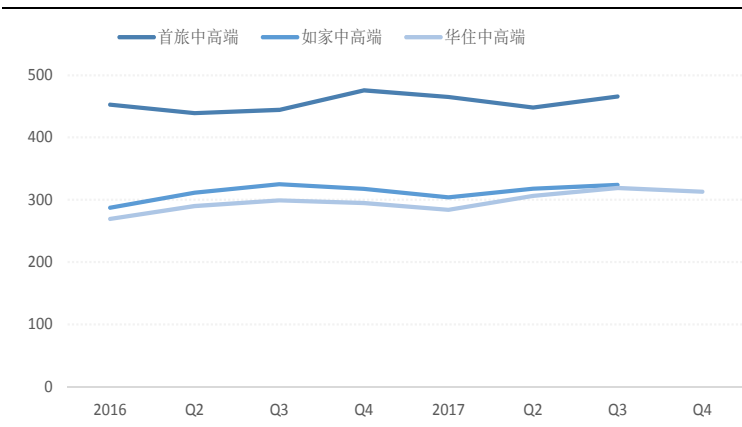
从平均房价也可看出首旅系、如家系与华住集团旗下的经济型酒店差别不大，而在中高端酒店方面，如家系的中高端酒店与华住集团旗下的中高端酒店有着类似的定位，首旅系则比这二者有着更高的定位。

图 33: 首旅系、如家系、华住经济型酒店入住率对比



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 34: 首旅系、如家系、华住中高端酒店平均房价对比



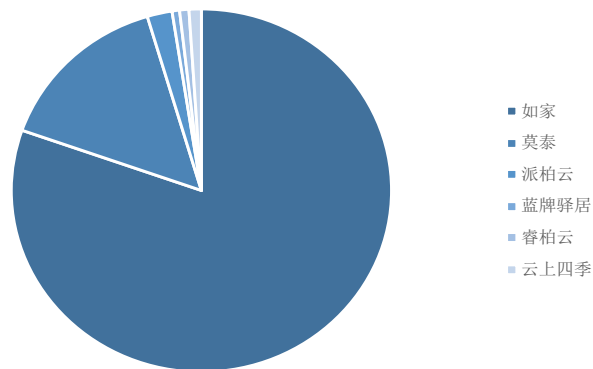
资料来源: 信达证券研发中心

首旅酒店未来的中高端发展保持较高比例的直营店，这有利于品牌建设和管控，也更能够增加公司在酒店上行周期中的业绩弹性。

## 如家系

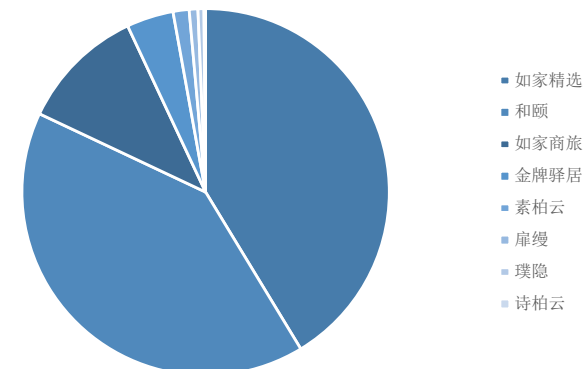
在如家经济型各酒店品牌中，已开业客房数最多的品牌为如家，远高于其他经济型品牌；在如家中高端各酒店品牌中，如家精选与和颐规模比较接近，占比都在 40%左右。

图 35: 如家系经济型酒店各品牌占比 (按房间数计算)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

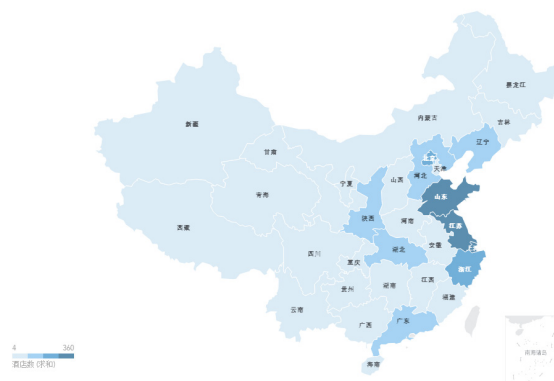
图 36: 如家系中高端酒店各品牌占比 (按房间数计算)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

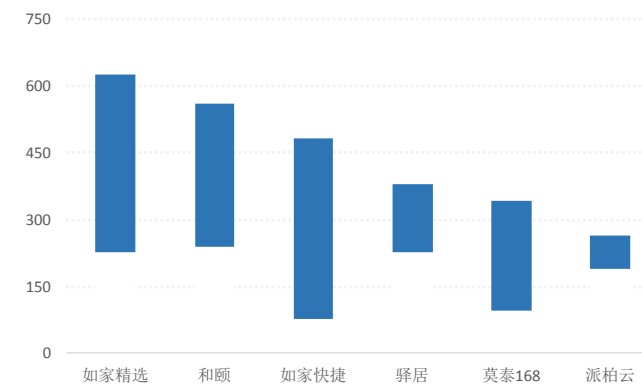
如家系酒店主要分布在我国东部沿海地区，以江苏、山东、上海地区居多。如家系旗下各品牌酒店定价区间为 100-650 元，涵盖经济型平价市场至中端市场，为消费者提供丰富多样的选择。

图 37: 如家系酒店地区分布 (2015.12)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

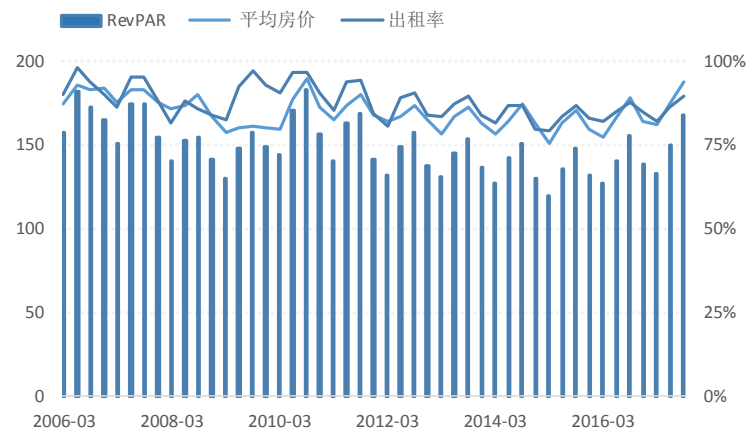
图 38: 如家系中高端酒店各品牌酒店价格分布



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

如家系酒店整体的入住率、平均房价、RevPAR 的表现都比较稳定，存在季节性波动。但从 17 年 2 季度开始，如家系酒店的三个指标都保持同比正增长的态势。

图 39: 如家系入住率、平均房价、RevPAR



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 4: 如家系品牌概况

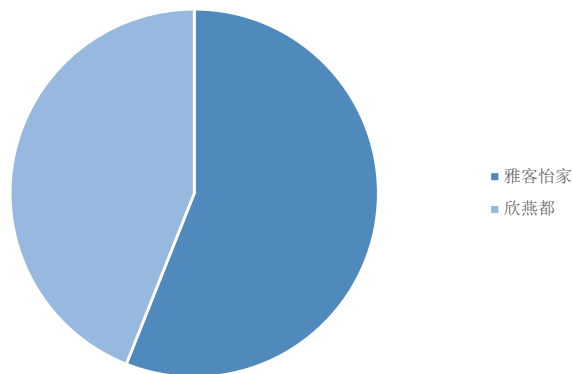
品牌	定位	酒店数	客房数	简介
如家	经济型	2338	245440	温馨舒适的商旅型经济连锁酒店品牌
莫泰	经济型	382	45870	时尚简约的商旅型经济连锁酒店品牌
蓝牌驿居	经济型	45	1951	提倡个性化的商旅连锁酒店品牌
云上四季	经济型	36	3173	独特地域风情体验, 以品质商务铸造为己任, 致力打造传承经典中国元素和体现滇域文化特色的连锁型酒店
睿柏云	经济型	41	2446	因睿智选品质, 品质升级的个性商旅连锁酒店品牌
派柏云	经济型	108	6449	有态度有思想, 自由多彩的商旅型连锁酒店品牌
和颐	中高端	98	12987	中高端全感官人文商旅连锁酒店品牌, 独具文化底蕴的艺术气息融合在酒店的设计中, 将人文关怀融入产品和服务中
如家精选	中高端	125	13184	中端全感官创意商旅连锁酒店品牌, 为商务洽谈空间和公共休息区域提供更为专业化、人性化和社交化的服务元素
如家商旅	中高端	43	3512	定位于有品质的商旅酒店, 打造高效实用、自然纯洁的欧洲现代主义设计风格和生活理念
金牌驿居	中高端	19	1315	金牌驿居是一成不变的旅途中的诱惑, 致力于提供真我用户体验的酒店品牌
素柏云	中高端	5	454	寻初心显真我, 拥有情怀和故事的商旅连锁酒店品牌
靡缦	中高端	2	244	以社交理念为主导的连锁酒店品牌, 简约、科技、潮牌为吸睛亮点, 通过色彩搭配, 知道年轻氛围, 彰显时尚
璞隐	中高端	1	166	充满绿色人文景观的酒店品牌、现代化会议设施、充分满足客人的个性化需求, 为繁忙的商务人士提供细致周到的服务。
诗柏云	中高端	1	45	写意舒适的度假连锁酒店品牌, 放松心扉, 追随真实的内心, 体验生活的诗意

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 首旅系

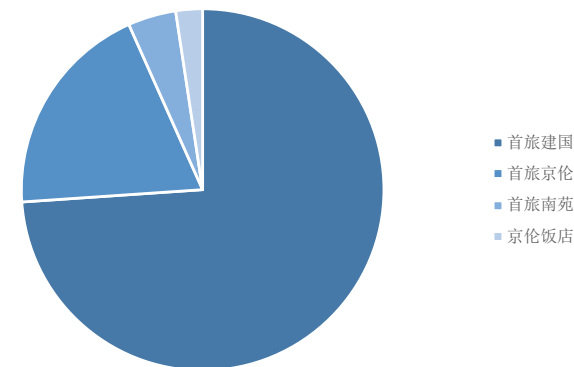
首旅系经济型酒店由雅客怡家和欣燕都两个酒店品牌组成，其中雅客怡家已开业房间数略高于欣燕都；在首旅系中高端各酒店品牌中，已开业房间数最多的酒店品牌为首旅建国，远高于其他三个品牌。

图 38: 首旅系经济型酒店各品牌占比 (按房间数计算)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

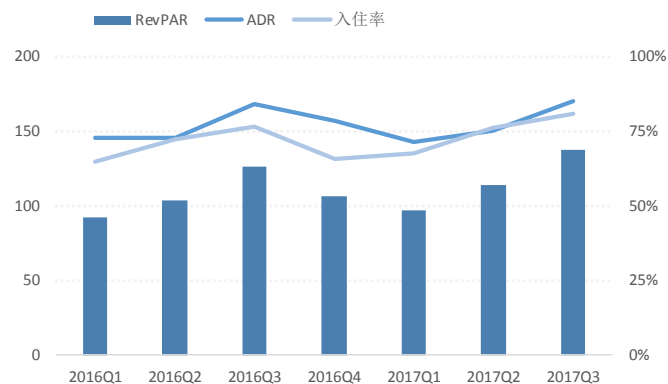
图 39: 首旅系中高端酒店各品牌占比 (按房间数计算)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

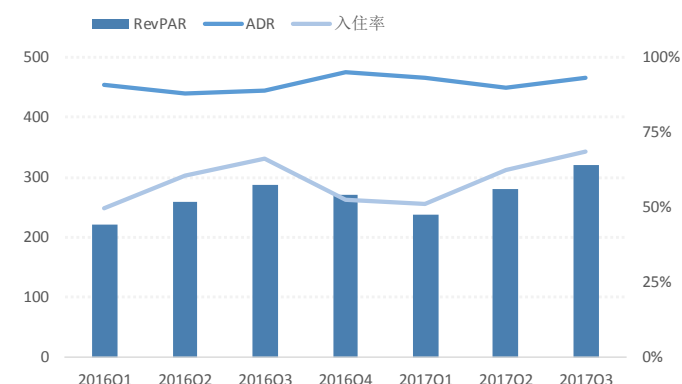
首旅经济型酒店和中高端酒店入住率、平均房价、RevPAR 表现都比较稳定，且从 17 年 1 季度开始，三个指标都呈现明显的同比正增长态势。

图 40: 首旅系经济型酒店入住率、平均房价、RevPAR



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 41: 首旅系中高端酒店入住率、平均房价、RevPAR



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

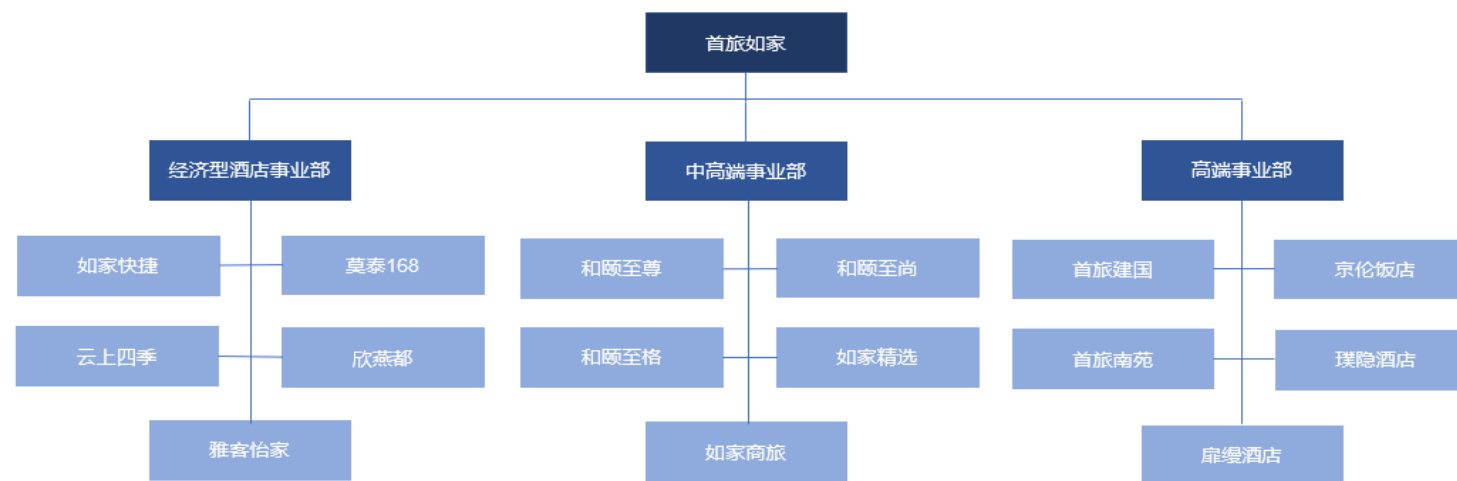
**表 5: 首旅系品牌概况**

品牌	定位	酒店数	客房间数	简介
雅客怡家	经济型	37	2489	以简洁、精致、时尚、绿色的产品理念，为商务出行以及休闲、会议宾客提供高性价比的服务体验
欣燕都	经济型	24	1954	定位于国内大众住宿市场，关注宾客核心需求，旨在为宾客提供标准化、简洁美、智能型、高品质的服务
首旅建国	中高端	64	18629	好快并济，保持领先，强调提升品质，优化系统，致力于打造本土领先的酒店品牌
首旅京伦	中高端	22	4895	特色主要体现在“中国东方特色概念元素”和“现代时尚技术运用”的有效融合
首旅南苑	中高端	5	1080	致力于打造中国优秀民族酒店品牌，践行中国服务，引领品质生活
京伦饭店	中高端	1	601	以“提供住房、会议产品”为核心，致力于满足目标客户群的核心需求，为宾客提供便捷、舒适和物超所值的居住感受

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 三大事业部并进，构建顾客价值生态圈

2016 年公司提出核心发展中高端酒店品牌的战略思想，先后成立中高端和高端事业部。2017 年“首旅如家”品牌正式发布，公司对于原隶属于首旅、如家旗下的产品进行了系统的梳理，成立了三大主力事业部。高端事业部：首旅旗下原有品牌建国、京伦、15 年并购的南苑再加上新的休闲型产品“璞隐”、“靡缦”统一成高端事业部，定位在四星及四星以上；中高端事业部：打造以和颐至尊、和颐至尚、和颐至格，如家精选和如家商旅五大品牌为组合的中高端的产品线；经济型酒店事业部：由传统的如家、莫泰、云上四季以及原首旅旗下的欣燕都、雅客怡家等品牌组成。公司大力升级软硬件产品，多元的产品线各具魅力，细分的品牌将精准地覆盖不同层次的顾客，让客人的旅途充满超预期的住宿体验。

**图 42: 首旅如家三大事业部结构图**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 贯通会员体系，构建顾客价值生态圈

2017 年上半年首旅完成了集团新官网、移动端 APP、微信、会员体系的全面整合，实现了会员贯通，并且初步完成了贯通后会员等级、权益、积分规则、商城、市场推广等方面的调整与优化，进一步推进了官方会员旗舰店的酒店上线与运营工作。同时首旅充分挖掘自身会员价值。如家优选商城和积分商城已与首汽、康辉、全聚德、东来顺全面展开合作，东来顺、全聚德食品已上线商城，首汽租车和首汽约车已与首旅如家 APP 对接完成。公司举办的各种大型营销活动，将首旅丰富的“吃住行游购娱”资源惠及到公司的每一位顾客。另外，公司还计划与阿里等合作伙伴进行数据对接，搭建酒店集团数据平台，利用数据资源进行用户画像与大数据分析，为集团战略规划、客户关系管理及成员酒店经营提供有力的数据支持。

图 43：首旅酒店顾客价值生态圈



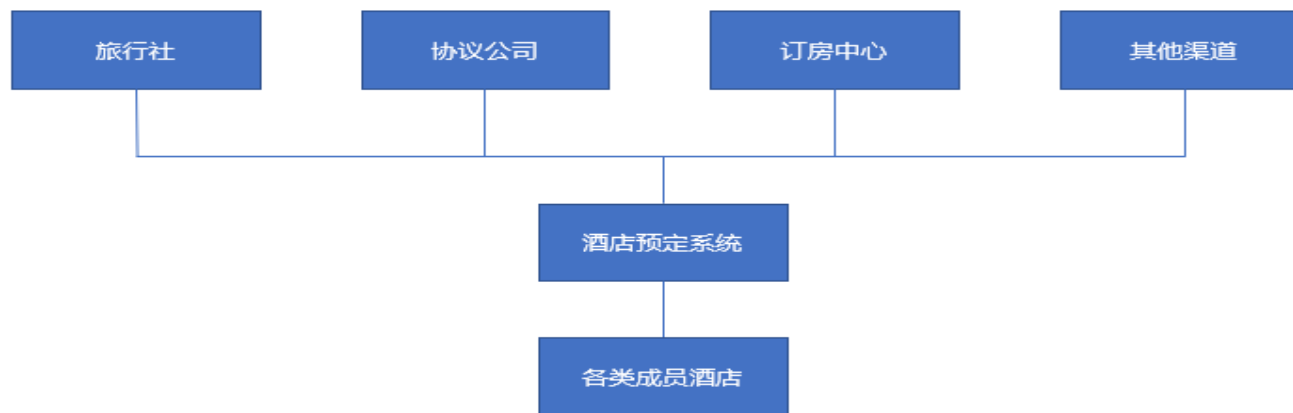
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 完善线上平台，提高运营效率

首旅酒店围绕 CRS 中央预定系统开展了一系列集约化的线上平台运营工作，现已有多家公司原成员酒店的 PMS 物业管理系统实现了与公司 CRS 的系统直连，达到无缝对接，拓展更多渠道，为后续各项线上业务的有效开展奠定基础。

公司自行研制的酒店新一代 PMS 系统利用丰富的连锁酒店运营管理经验，优势突出：一是利用公有云，确保系统稳定性和优良扩展性能，运行成本更低，部署更快；二是功能更丰富，结合会员管理系统可以实现全方位立体营销；三是进一步提升系统安全性保障，通过全站加密、双向授权和终端管控等措施，加强了系统风险管控能力；四是提供融合一体的移动前台功能，提高前台入住效率。公司新 PMS 系统在大量创新基础上，不但保证了系统使用的快捷与稳定，而且已经成为提高酒店运营管理效率的利器。

图 44: 酒店线上平台结构图

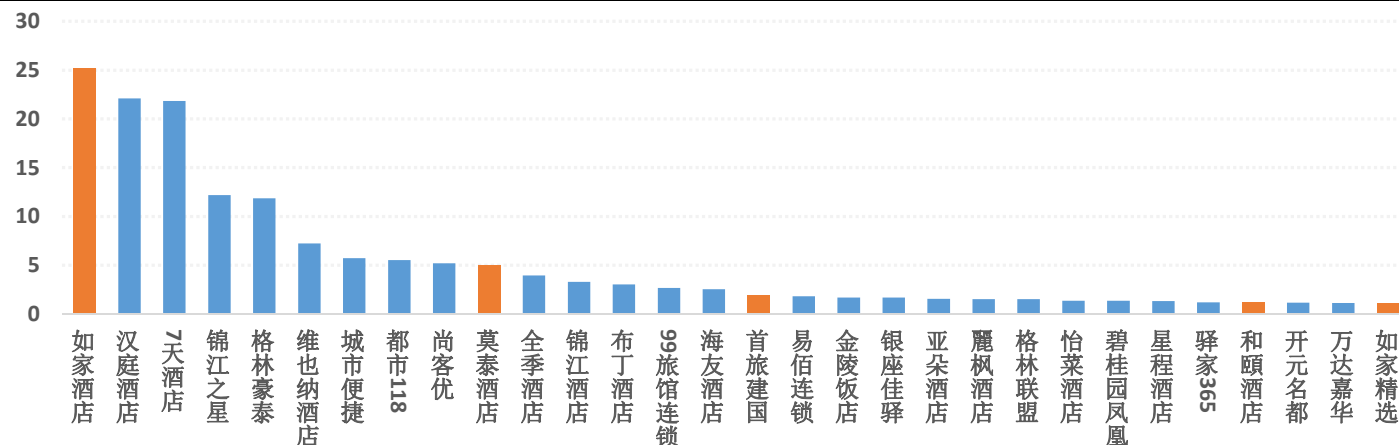


资料来源: 信达证券研发中心

### 积极探索未来产品，引领酒店发展方向

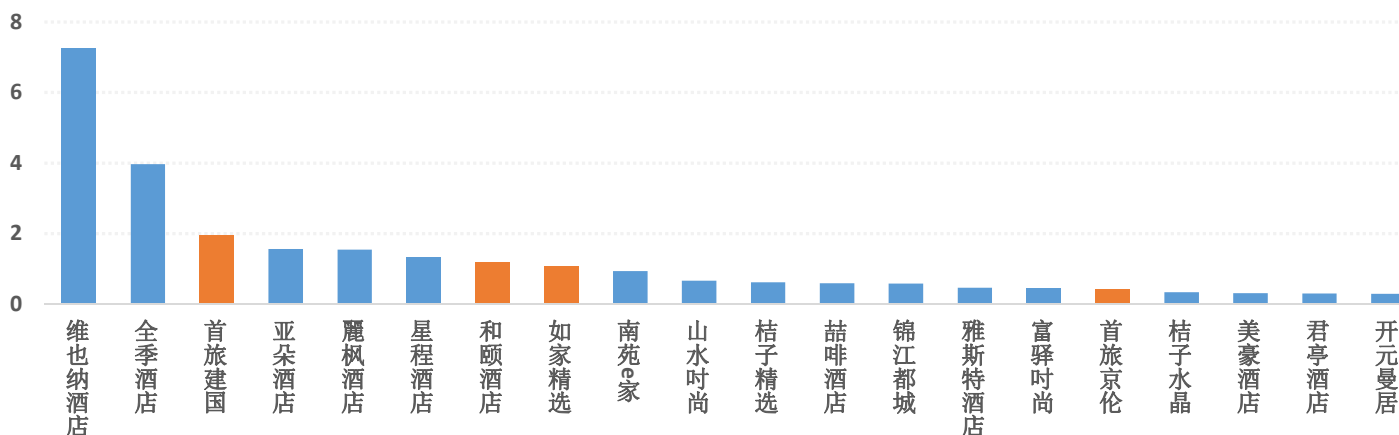
公司积极探索酒店行业未来产品和新的业态，如家小镇则是公司在探索过程中具有重要意义的尝试。如家小镇是公司在酒店行业率先探索乡野度假业态，因地制宜延伸周边配套产品而打造的休闲度假目的地。小镇涵盖了餐饮、游乐、农贸、便利店、泊车、电动车租赁等综合服务设施，同时提供“如家魔盒”的定制客房。2017年首旅酒店打造太湖如家音乐小镇以住宿为基点，结合社交、养生、户外运动、购物、零售、教育、音乐等，打造乡村、近郊、休闲旅游的迷你综合体。未来公司将在新疆、西藏、云南、四川等地扩展“如家小镇”的数量，发展“如家小镇”品牌的加盟

在国内消费升级背景下，首旅酒店已经覆盖“高端”、“中高端”、“商旅型”、“经济型”、“休闲度假”、“长租公寓”、“联盟酒店”全系列的酒店业务，公司将继续巩固旗下的经济型酒店品牌在市场中的领军地位，并提高中高端酒店在酒店业务中的占比。在盈蝶咨询发布的2017年中国连锁酒店Top30中，首旅酒店旗下的如家酒店高居榜首，同时旗下的莫泰、首旅建国、和颐、如家精选也榜上有名。

**图 45: 2017 年中国连锁酒店 Top30(按客房总量排名, 万间)**


资料来源: 盈碟咨询, 信达证券研发中心

在中高端酒店的发展上首旅同样倾注了巨大的努力, 目前公司已经拥有首旅建国、首旅京伦、和颐酒店、如家精选等中高端品牌, 房间数接近中高端酒店 20 强的 20%。

**图 45: 2017 年中国中高端酒店 Top20(按客房总量排名, 万间)**


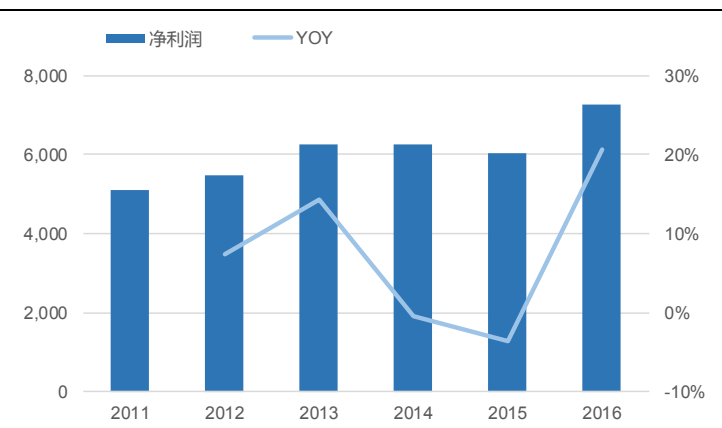
资料来源: 盈碟咨询, 信达证券研发中心

## 景区业务

公司于 2002 收购了海南南山文化旅游开发公司 74% 的股权，使其成为公司的一家以景区经营为主营业务的控股子公司。南山文化旅游区是建国以来经国务院批准兴建的唯一具有“像寺合一”特质的佛教主题景区，也是国家首批 5A 级景区。景区依托山海相依的自然资源开发而成，规划面积 34.7 平方公里，其中海域面积 13.3 平方公里。南山景区在取得理想经济效益的同时，坚持履行社会职责，长期实施生态保护、人文传播等公益活动，创造了良好的社会效益。

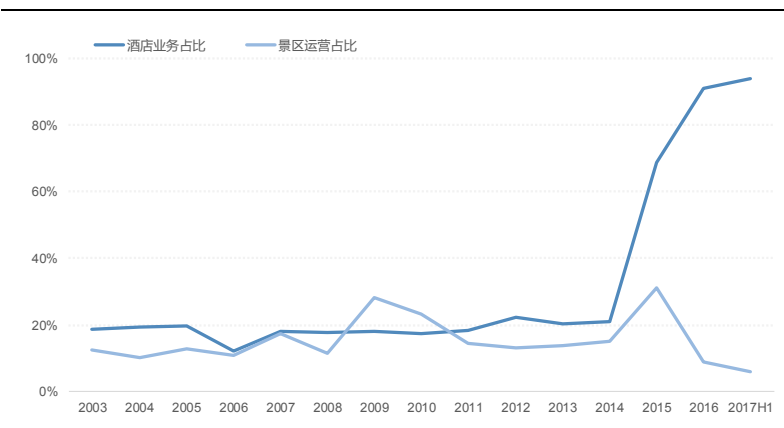
南山公司实现的净利润从 2011 年开始基本保持稳中有升，在 2016 年达到 7254 万元，同比增长 21%。自收购以来，景区收入在公司总营收中的占比也基本与酒店业务相当，直到公司在 15 年、16 年分别收购了南苑酒店和如家集团，导致景区业务在主营中的占比不断降低，在 2017 年上半年降至 6%。且在公司大力发展酒店业务的战略下，景区营收占比将继续降低。

图 46: 南山公司净利润, 万元与 YOY



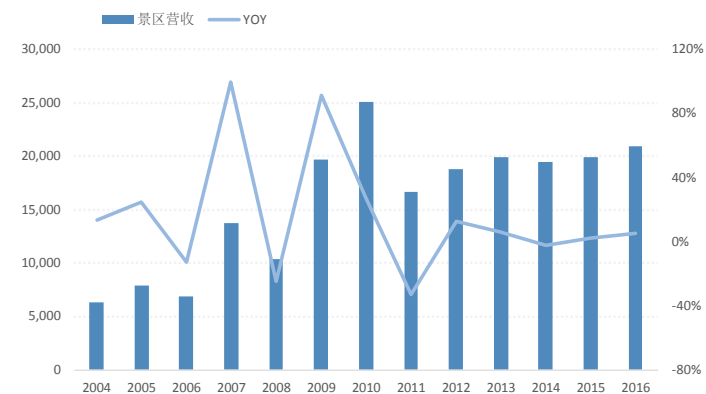
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 47: 酒店业务与景区业务的主营占比

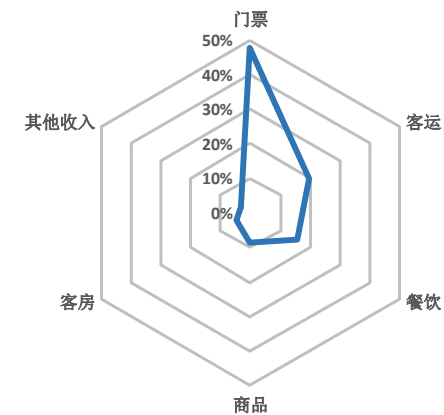


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

与净利润的变化情况相似，南山景区收入近六年来也基本保持稳定增长的趋势。景区运营主要通过景区门票、餐饮、商品、住宿、园区内交通等获得收入，从往年数据来看，南山景区收入主要来源于门票、园区内交通和餐饮三个方面，住宿和商品收入占比较低。

**图 48: 南山景区营收, 万元与 YOY**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 49: 景区收入来源占比**


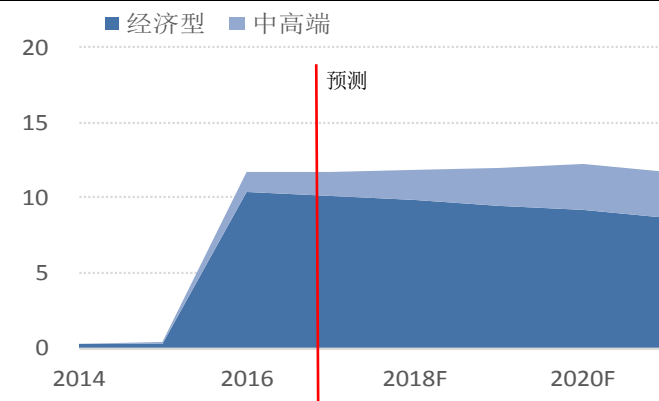
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 盈利预测及估值

### 收入预测——基于对房间数和 RevPAR 的预期增长

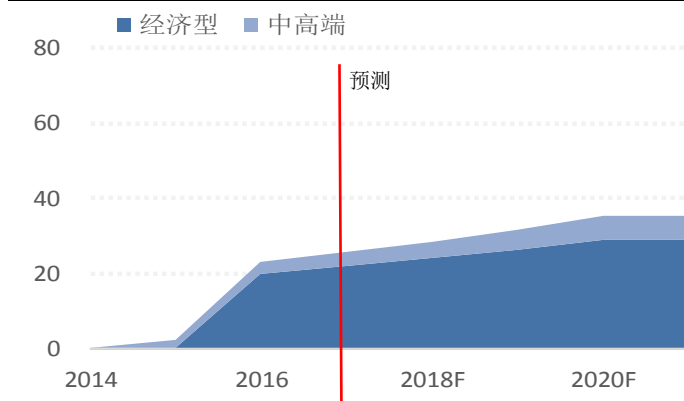
基于公告数据、调研和我们对行业的判断，我们预测到 2021 年首旅旗下的酒店房间总数将从现在的 38 万间上升至 47 万间。

图 50: 2014~2021 年首旅自营酒店房间数及预测(万间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

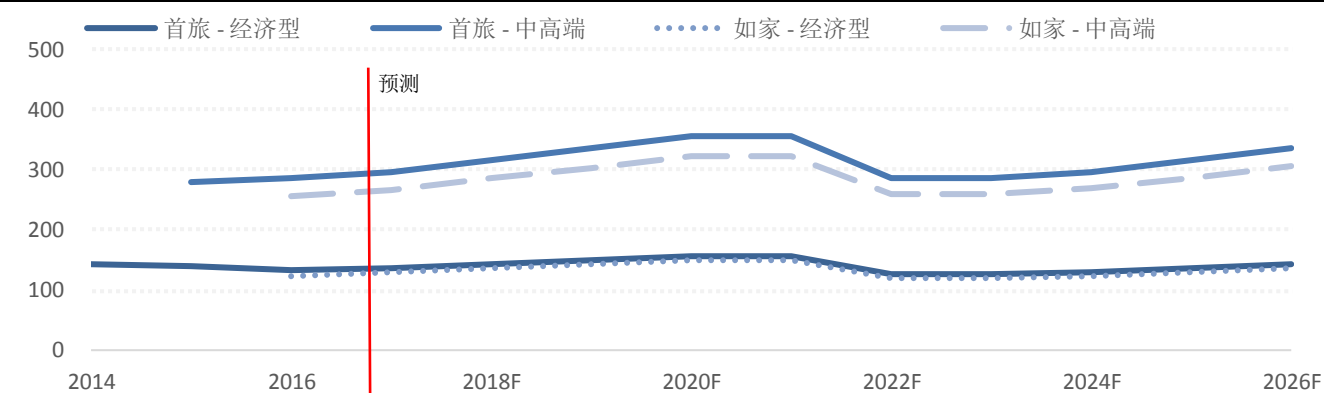
图 51: 2014~2021 年首旅加盟酒店房间数及预测(万间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

根据我们对行业的判断，我们预测了未来公司两个系列经济型和中高端 RevPAR 的变化。

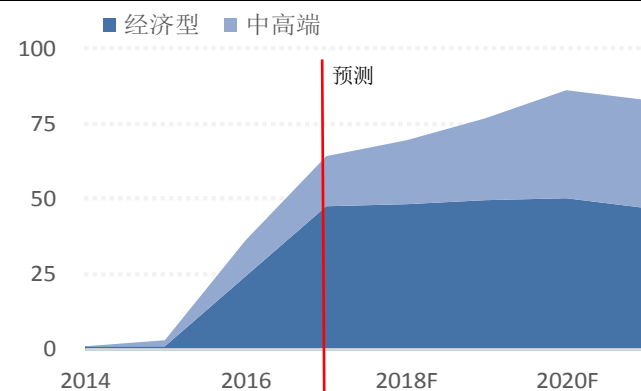
图 52: 2014~2026 年首旅酒店 RevPAR 及预测(元/间夜)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

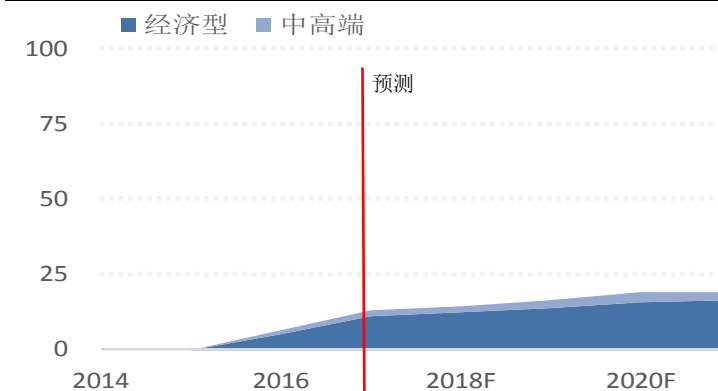
基于房间数和 RevPAR 的预测，我们对首旅的收入预测如下：

图 53: 2014~2021 年首旅自营酒店收入及预测(亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

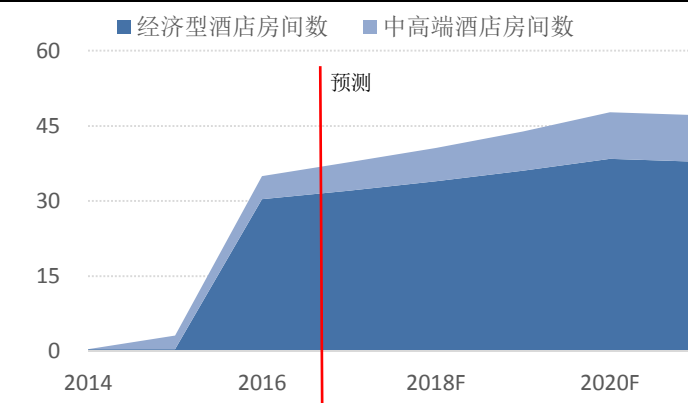
图 54: 2014~2021 年首旅加盟酒店收入及预测(亿元)



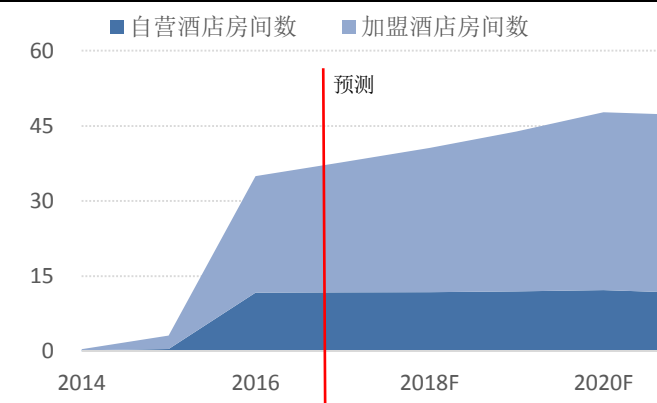
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

可以看到未来公司自营业收入的增量主要来源于中高端酒店，中高端酒店将成为未来公司主要的发展方向；另外公司也在践行轻资产化战略，未来首旅的房间数增量主要来源于加盟酒店。

图 55: 2014~2021 年首旅酒店房间数及预测(万间)



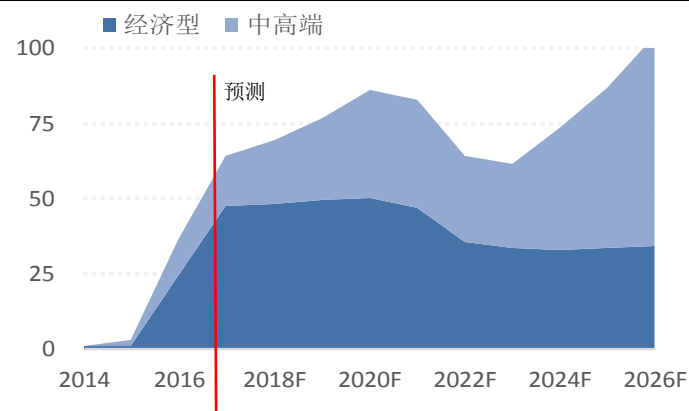
资料来源：公司公告，信达证券研发中心



到 2021 年，中高端酒店收入占比将从目前的约 24%提升到 38%，加盟酒店收入占比将从目前的约 17%提升至 19%。

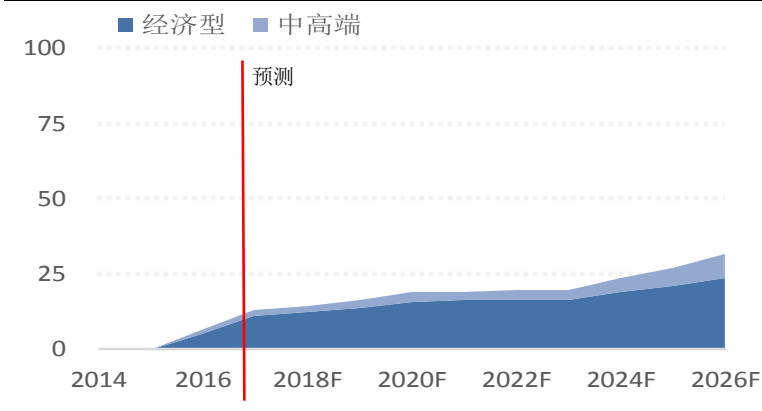
如果我们关注更长期的收入变化，可以看到受到 7 年周期的影响，2021~2023 年自营收入将出现下滑，自营酒店更加明显的受到周期收缩过程的影响。

图 57: 2014~2026 年首旅自营酒店收入及预测(亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

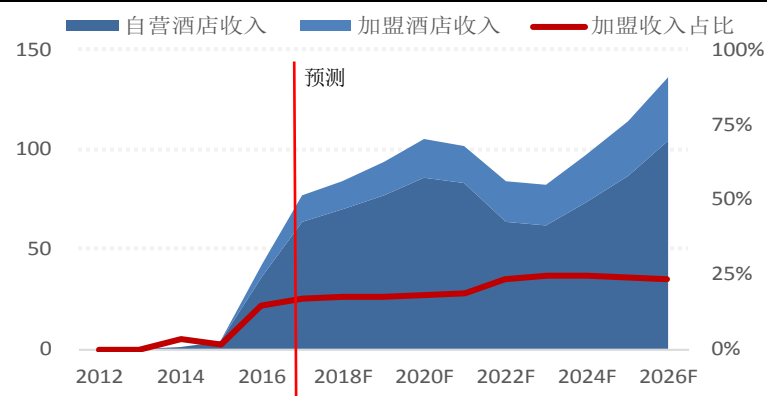
图 58: 2014~2026 年首旅加盟酒店收入及预测(亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

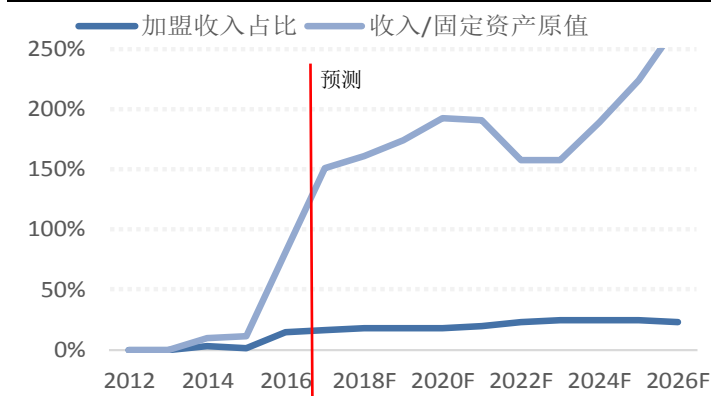
在度过酒店行业的收缩期之后，首旅的加盟收入占比 1/4 左右，开始向以输出品牌和管理为主的轻资产酒店集团发展。

图 59: 2014~2026 年首旅酒店收入及预测(亿元)



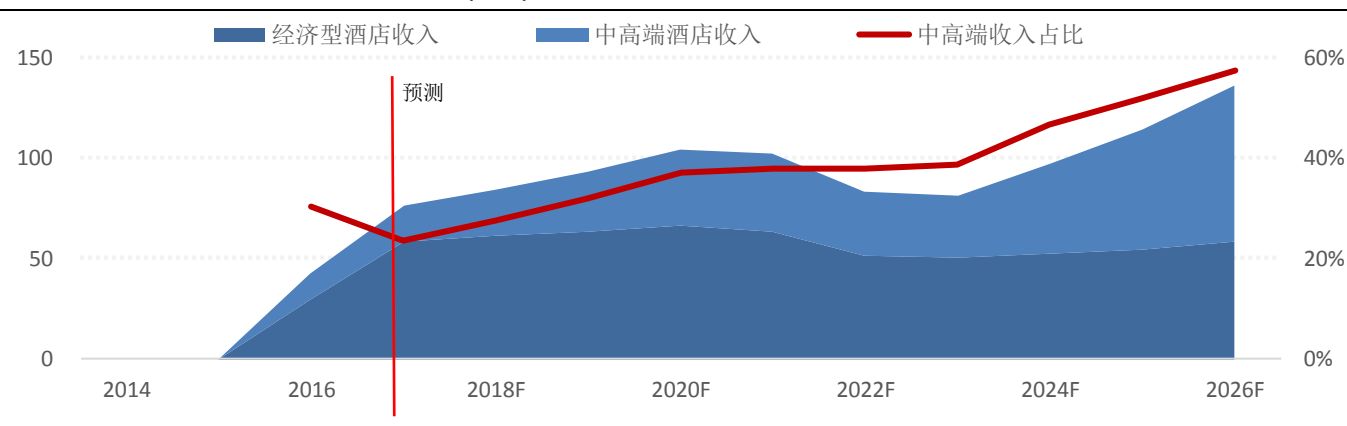
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 60: 首旅加盟酒店收入占比上升与轻资产化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

同时，中高端酒店收入在酒店收入中的占比也将不断提高，度过收缩期之后的中高端占比将提升至 50% 以上。

**图 61: 2014~2026 年首旅酒店收入及预测(亿元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

除酒店收入外, 景区运营业务收入的复合增长率为 3%。

**表 6: 首旅酒店收入预测汇总**

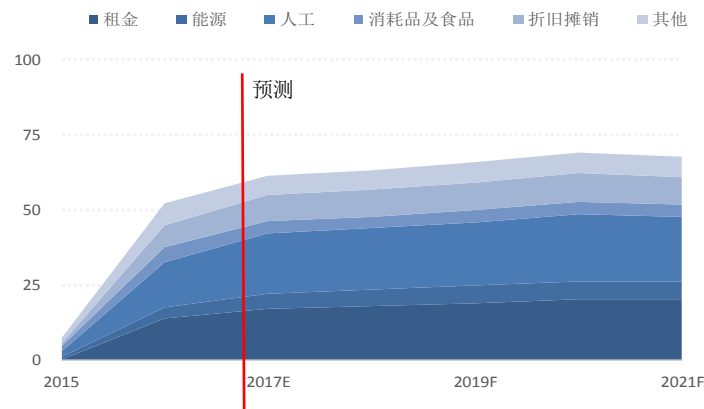
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
酒店业务收入, 百万元	977	6,151	8,310	9,094	10,065
增速		529%	35%	9%	11%
酒店数合计, 间	162	3,166	3,432	3,707	4,026
经济型酒店数, 间	57	2,893	3,067	3,265	3,485
中高端酒店数, 间	105	273	365	442	541
自营业务收入, 百万元	907	5,304	7,031	7,643	8,414
自营房间数, 间	4,715	117,106	117,861	118,299	119,711
加盟业务收入, 百万元	70	847	1,279	1,452	1,651
加盟房间数, 间	26,881	232,721	259,642	287,453	318,911
经济型酒店收入, 百万元	139	5,816	5,908	6,132	6,375
中高端酒店收入, 百万元	849	1,885	2,402	2,962	3,690
景区业务收入, 百万元	355	372	382	391	403
增速		5%	3%	2%	3%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 成本费用预测

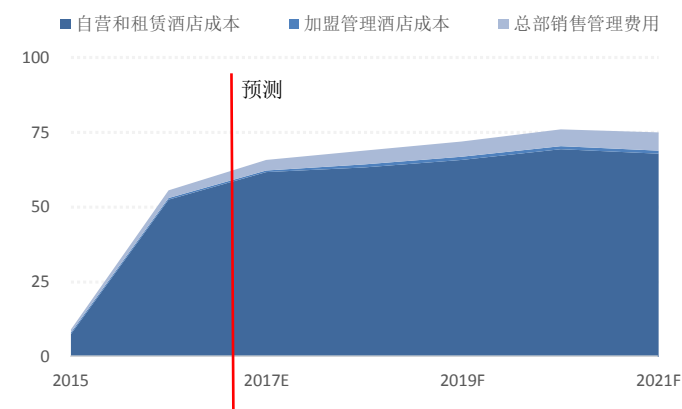
我们将成本费用拆分为租金、能源、人工等多个项目分别进行预测，在 2019 年有限服务型业务收入增长到 101 亿元（相对于 2016 年增长 64%）的假设下，成本费用上升至 72 亿元（相对于 2016 年上升 29%）。

图 62: 2015~2021 年首旅酒店自营和租赁酒店成本预测(亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 63: 2015~2021 年首旅酒店有限服务型酒店成本费用预测(亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

成本费用增长速度小于收入增速，这将导致酒店业务的运营利润率从 2016 年的约 11.8% 上升到 2019 年的 24.1%。

表 7: 2015~2019 年首旅酒店业务收入成本及预测, 万元

万元	2015	2016	2017E	2018F	2019F
有限服务型酒店业务收入	97,749	615,111	831,017	909,449	1,006,549
自营和租赁酒店成本	76,100	524,032	614,611	633,537	658,384
加盟管理酒店成本	2,657	6,032	8,472	9,590	10,879
总部销售管理费用	12,095	26,393	35,784	44,263	49,726
全部营业成本和费用合计	90,851	556,457	658,866	687,391	718,990
营业利润	6,898	58,654	172,150	222,058	287,560
酒店业务运营利润率	1.7%	7.9%	20.1%	23.8%	27.9%
首旅酒店运营利润率	11.6%	11.8%	15.2%	19.4%	24.1%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 此处的酒店业务收入成本均为分部加总, 未考虑内部抵扣, 因此可能与报表披露的总和稍有出入

## 盈利预测与估值

基于公告数据、调研和我们对行业的判断，我们预测了未来3年首旅酒店的主要业务发展指标和财务数据如下：

**表 8：首旅酒店主要业务发展指标预测，万元**

万元	2015	2016	2017E	2018F	2019F
酒店业务收入	97,749	615,111	831,017	909,449	1,006,549
增速		529%	35%	9%	11%
自营酒店业务收入	90,701	530,448	703,092	764,295	841,446
增速		485%	33%	9%	10%
加盟酒店业务收入	7,048	84,664	127,925	145,154	165,103
增速		1101%	51%	13%	14%
经济型酒店业务收入	13,943	581,580	590,791	613,227	637,500
增速		4,071%	2%	4%	4%
中高端酒店业务收入	84,900	188,547	240,226	296,222	369,049
增速		122%	27%	23%	25%
景区业务收入	35,531	37,166	38,204	39,111	40,322
增速		5%	3%	2%	3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 9：首旅酒店重要财务指标预测，百万元**

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,333	6,523	8,692	9,486	10,469
同比(%)	-52.2%	389.4%	33.3%	9.1%	10.4%
归属母公司净利润	100	211	647	964	1,399
同比(%)	-11.0%	110.7%	206.8%	48.9%	45.2%
毛利率(%)	86.4%	94.5%	94.6%	95.0%	95.3%
ROE(%)	8.6%	5.3%	9.3%	12.5%	16.0%
每股收益(元)	0.12	0.26	0.79	1.18	1.71
P/E	258	122	40	27	18
P/B	18.1	3.2	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	22	16	16	12	10

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：股价为2018年2月1日收盘价

我们预计到 2019 年公司将实现营业收入 105 亿元，息税折旧摊销前利润(EBITDA)31.3 亿元，归母净利润 13.99 亿元。2019 年我们预测的每股收益是 1.71 元/股，对应当前股价的 PE 倍数为 18 倍。

查阅 Wind 有可比公司估值倍数。

**表 10: 相关公司估值比较 (前两项为 Wind 一致预测)**

品牌	代码	股价	EPS			PE			PB	PS
			16A	17E	18F	16A	17E	18F	最新	16A
金陵饭店	601007	10.5	0.1	0.2	0.3	75.5	43.5	40.4	2.2	3.8
华天酒店	000428	3.8	-0.3	0.1	0.2	-13.2	28.7	16.3	1.4	3.8
<b>首旅酒店</b>	<b>600258</b>	<b>31.6</b>	<b>0.26</b>	<b>0.79</b>	<b>1.18</b>	<b>122.3</b>	<b>39.9</b>	<b>26.8</b>	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>
锦江股份	600754	36.4	0.73	0.99	1.31	50.2	36.6	27.7	2.7	3.3

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 首旅酒店和锦江股份为信达证券预测, 其余为 Wind 一致预期, 股价为 2018 年 2 月 1 日收盘价

我们还预测了到 2026 年的业务变化和股权自由现金流, 并基于此对锦江股份的股权价值做了 DCF 估值。基于保守的考虑, 虽然市场收益率为 6.5%, 计算出的股权资本成本为 5.6%, 我们则选取市场收益率 9%作为预测的基准情况, 得到的股权资本成本为 5.7%。

**表 11: 首旅酒店估值假设**

公司股价 (最近)	33.81
<b>估值假设</b>	
行业平均资产 Bet $\epsilon$	0.90
股票 Bet a	0.40
无风险利率	3.50%
市场收益率	9.00%
风险收益率	2.20%
<b>股权资本成本</b>	<b>5.70%</b>
永续增长率 (TV)	1.00%
<b>每股价值 元</b>	<b>63.71</b>

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2018 年 1 月 23 日收盘价

我们计算出首旅酒店每股价值为 63.71 元/股。对应 2018 年预测 EPS 和每股净资产的 PE、PB 分别为 54 倍和 6.4 倍。

## 估值敏感性分析

### 股权资本成本与永续增长率

由于市场收益率 6.5%，计算出的股权资本成本只有 5.6%，我们选取市场收益率 9% 作为预测的基准情况，得到的股权资本成本为 5.7%。对市场收益率(8%~10%)、无风险利率(3%~4%)做敏感性分析，得到的股权资本成本为 5%~6.4%。

表 12: 首旅酒店股权资本成本

公司股价 (最近)	33.81			
<b>估值假设</b>				
行业平均资产Bet	0.90			
股票Beta	0.40			
无风险利率	3.50%			
市场收益率	9.00%			
风险收益率	2.20%			
股权资本成本	5.70%			
永续增长率(TV)	1.00%			
<b>股权资本成本</b>	<b>0.00%</b>	<b>无风险利率</b>		
		3.00%	3.50%	4.00%
<b>市场收益率</b>	8.00%	5.00%	5.30%	5.60%
	9.00%	5.40%	<b>5.70%</b>	6.00%
	10.00%	5.80%	6.10%	6.40%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 公司股价为 2018 年 1 月 23 日收盘价

我们对股权资本成本(5%~6.4%)、永续增长率(0~2%)对估值的影响做敏感性分析，并将股权资本成本(5.70%~6.40%)、永续增长率(0.5%~1.0%)作为估值区间。

表 13: 首旅酒店 DCF 估值对股权资本成本和永续增长率的敏感性

<b>每股价值</b>	<b>63.71</b>	<b>股权资本成本</b>				
		5.00%	5.35%	5.70%	6.05%	6.40%
<b>永续增长率 (TV)</b>	0.00%	64.10	59.15	54.82	51.02	47.64
	0.50%	69.72	63.88	<b>58.84</b>	<b>54.46</b>	<b>50.62</b>
	1.00%	76.74	69.69	<b>63.71</b>	<b>58.59</b>	<b>54.14</b>
	1.50%	85.77	77.02	69.75	63.62	58.38
	2.00%	97.81	86.53	77.41	69.89	63.58

资料来源: 信达证券研发中心

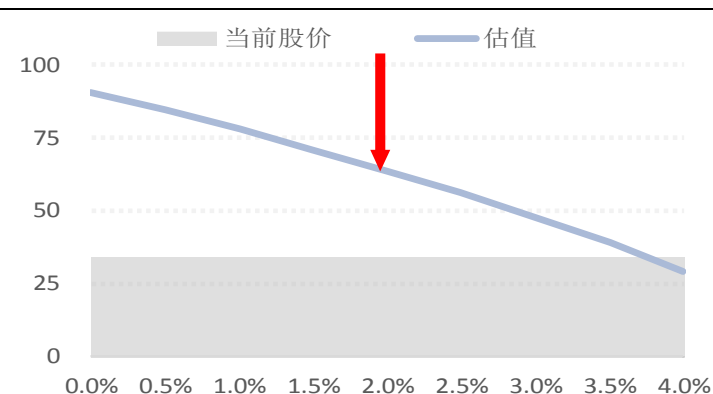
由此得到的估值区间为 **50.62~63.71 元/股**。对应 2018 年预期 EPS(1.18 元/股)，PE 估值为 43~54 倍，对应 2018 年每股净资产和营业收入，PB 估值为 5.1~6.4 倍，PS 估值为 4.4~5.5 倍。

## RevPAR 增长与成本费用增长的影响

酒店行业 RevPAR 的周期性波动是影响酒店盈利的核心因素，通过我们的研究可以发现，考虑整个波动周期，RevPAR 对公司估值影响并不是颠覆性的，如果 RevPAR 没有波动，首旅酒店的估值将下降到 51.14 元/股，下降约 20%。

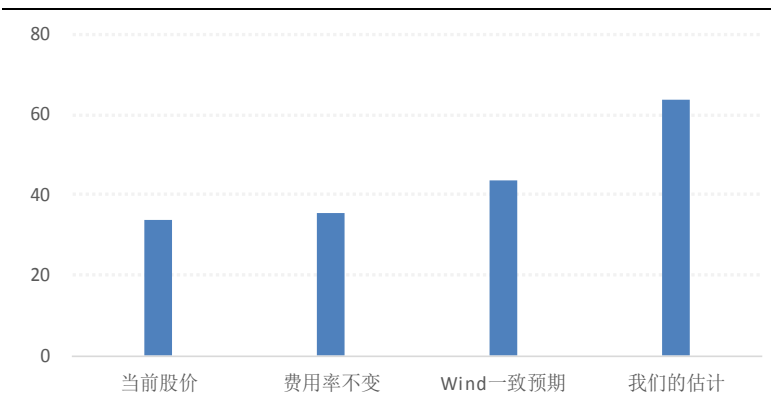
相比于收入端，成本费用的预期不同对估值的影响更大。首先是不同的 CPI 假设会影响成本和费用增速，从而影响公司的现金流和 DCF 估值，我们的模型采用的假设是未来 10 年的 CPI 波动中枢在 2% 附近，如果 CPI 中枢变化 1%，则估值可能反向变化 22%，即 CPI 波动中枢下降到 1% 附近，估值上升 22% 到 77.87 元/股。

图 64: 首旅酒店在不同 CPI 假设下的估值



资料来源: 信达证券研发中心

图 65: 首旅酒店在不同费用率假设下的估值



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

对费用率的假设不同也造成了比较大的估值差异，特别是管理费用率，我们通过拆分管理费用率的构成并加以预测，得到的 2019 年管理费用率预期为 10.6%，比 2016 年实际值低了 12.4%，我们预测的 2019 年 EBIT/收入的比率和 EBITDA/收入的比率，分别比 Wind 一致预期高了 6.4% 和 6.1%。如果在 DCF 模型中代入费用率的 2016 年实际值，则估值下降为 35.45 元/股，与当前股价更为接近，这说明市场对 RevPAR 上升过程中管理费用率的下降和运营利润率上升没有预判，也远未认识到其对估值的巨大影响。

## 各系列扩张价值估计

通过对各系列的拆分预测，我们给出了首旅旗下各业务和两个系列品牌的价值估计。

表 14: 首旅酒店各系列价值估计

首旅酒店	股价	31.63
	估值	63.71
	预期涨幅	101.4%
估值构成		
	现有业务	1.17
	RevPAR变化	12.57
	首旅 - 经济型(-)	0.24
自营	首旅 - 中高端	0.00
规模变化	如家 - 经济型(-)	6.04
	如家 - 中高端	23.18
	首旅 - 经济型	0.08
加盟	首旅 - 中高端	1.43
扩张	如家 - 经济型	12.14
	如家 - 中高端	6.87

资料来源：信达证券研发中心 注：公司股价为 2018 年 2 月 1 日收盘价 我们预测首旅和如家经济型自营规模将出现持续下降

可以看到，最有价值的是如家中高端自营业务的扩张和如家经济型、中高端加盟业务的扩张，我们对这三部分业务做了更为细致的敏感性分析。

图 66: 首旅酒店在不同的如家中高端自营增速下的估值

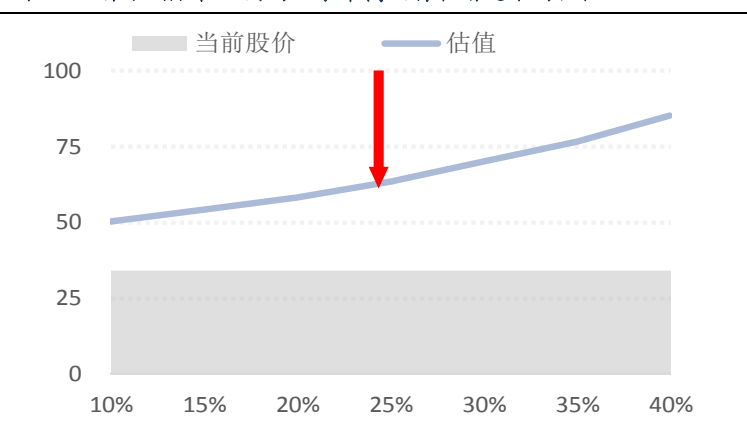
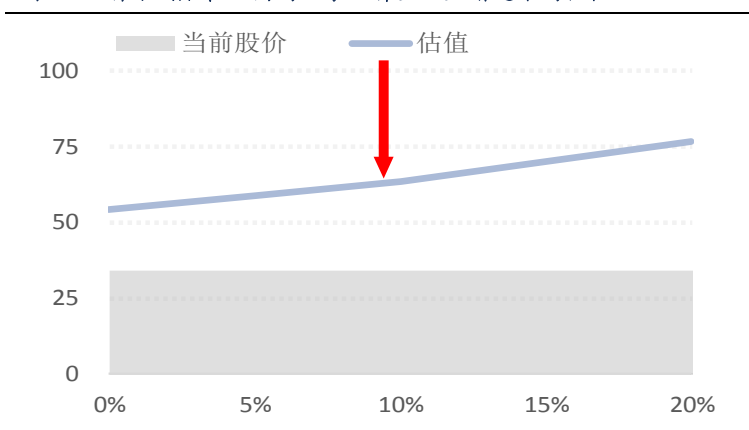


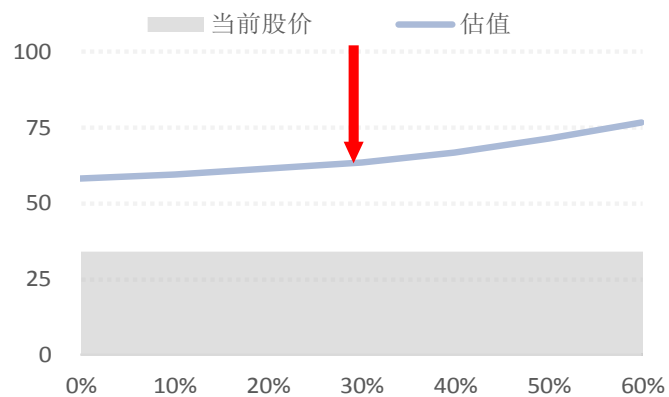
图 67: 首旅酒店在不同的如家经济型加盟增速下的估值



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 68：首旅酒店在不同的如家中高端加盟增速下的估值



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

可以看到，如家中高端自营增速每上升 5 个百分点，估值上升约 10%；如家经济型加盟增速每上升 5 个百分点，估值约上升 9%；如家中高端加盟增速每上升 10 个百分点，估值约上升 6%。

## 风险因素

从前述敏感性分析可以大致勾勒出投资于锦江股份面临的主要风险，包括：宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、通货膨胀风险、行业竞争风险、加盟店风险、行业增长不及预期，此外酒店行业公司还应考虑不可抗力因素带来的风险。

### 宏观经济与行业增速

宏观经济对酒店行业的影响直接体现在单间酒店和酒店集团平均 RevPAR 的变化上，酒店业的房价、入住率和单间可用客房收入(RevPAR)也是宏观经济最有效的观察指标之一。我们在报告中集中论述了在宏观经济平稳向好，RevPAR 增长的时间段，酒店公司的费用率明显下降，利润率上升超市场预期，形成了我们与市场的主要不同。

我们在行业分析中论述的酒店业周期是 5 年扩张、2 年收缩，为了保守起见，我们在做盈利预测和估值时代入的假设是 4 年扩张、3 年收缩，由此得出了 63.71 元/股的 DCF 估值；如果代入 5 年扩张、2 年收缩的假设，则估值应为 75.19 元/股；如果代入 5 年扩张、3 年收缩的假设，则估值为 64.70 元/股，显著高于当前的股票价格。

同时我们也通过对 DCF 估值结果的敏感性分析，揭示了 RevPAR 变化不达预期的影响，即 RevPAR 没有波动，首旅酒店的估值将下降约 20%，仍然显著高于当前的股票价格，该影响并不是颠覆性的。

酒店行业同样会受到政策的影响，例如 2012 年底“八项规定”出台之后，酒店业普遍遭遇了较大的困难，打乱了酒店业固有的周期。

### 通货膨胀风险

不同的 CPI 假设会影响对未来成本和费用的预测，从而影响公司的现金流和 DCF 估值，我们的模型采用的假设是未来 10 年的 CPI 波动中枢在 2% 附近，如果 CPI 中枢上升 1%，则估值可能下降 25%，即 CPI 波动中枢上升到 3% 附近，估值下降 25% 到 47.66 元/股。如果对 CPI 未来 10 年的波动中枢的预测上升到 3.78%，估值将下降到目前股价水平。

### 行业竞争与加盟店风险

从敏感性分析可以看到，如家首旅两大系列合计加盟扩张的价值差不多是自营扩张的 1.2 倍，加盟商是否选择加盟首旅旗下两大系列，是首旅与锦江、华住等对手主要的竞争方向。行业内的竞争将主要体现在能否为顾客提供满意且多层次的服务，以及由此带来的加盟商的高回报率。

加盟店本身的管理也是一项风险，加盟商有可能不遵守加盟规定，造成品牌美誉度的损失，进而影响公司业绩的兑现。

### 行业增长不及预期

目前我国酒店行业正处在从复苏期向繁荣期进行调整的阶段，存在行业增长不及预期的风险。

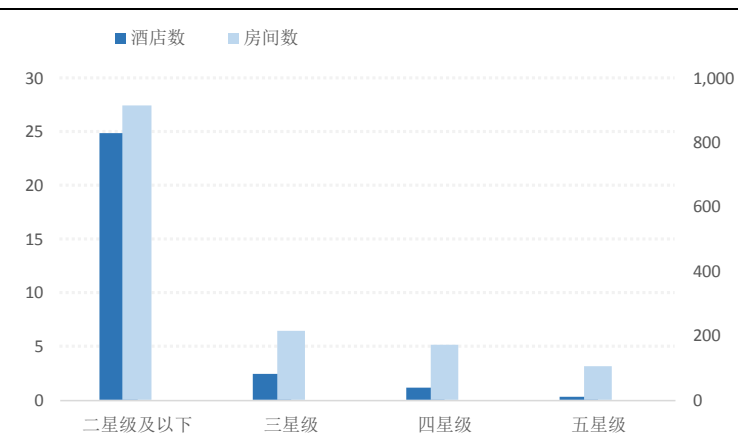
### 不可抗力因素

自然灾害，大规模疾病爆发等。

## 附录

### A. 中国酒店业简介

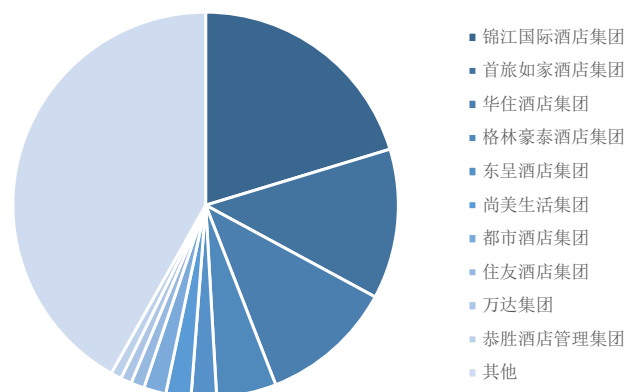
图 A1: 各星级酒店数(万家)与房间数(万间)



资料来源: 盈蝶咨询, 信达证券研发中心

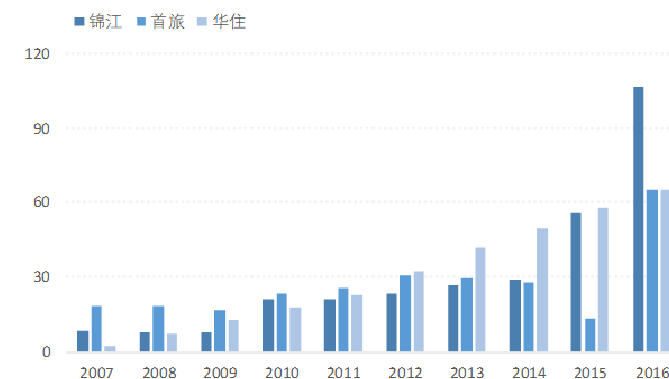
从我国当前酒店结构来看, 我国酒店行业基本呈金字塔分布。二星及以下的酒店在规模上远高于其他星级酒店, 五星级酒店规模最小。

图 A2: 2017 年中国十大酒店集团市场占有率



资料来源: 盈蝶咨询, 信达证券研发中心

图 A3: 中国三大酒店集团营收情况



资料来源: 盈蝶咨询, 信达证券研发中心

锦江集团、首旅如家集团、华住酒店集团是我国酒店业市占率前三的酒店集团，三家集团市占率总共高达 44.1%，基本占据我国酒店行业的半壁江山。

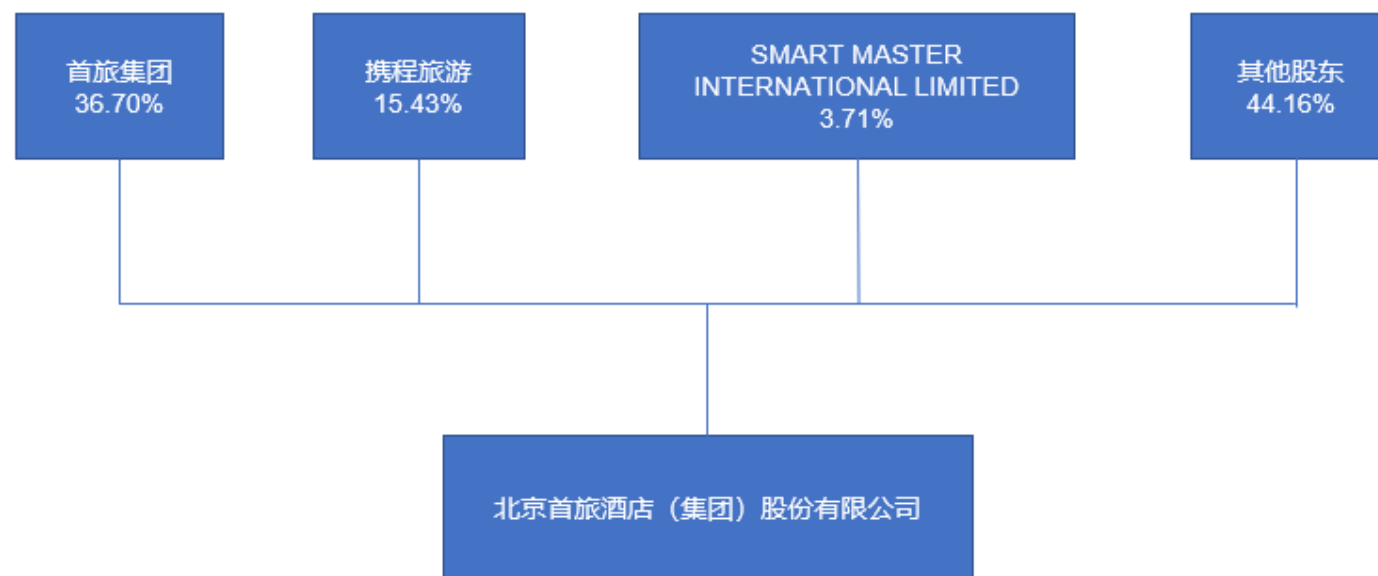
从近十年数据来看，华住酒店集团的营收始终保持稳定增长，锦江集团自 2015 年开始大举并购其他酒店集团后，营收实现爆发式增长，2016 年营收高达 106 亿元；而首旅集团在 16 年并购如家集团后，营收增长也十分迅速，2016 年营收达到 65 亿元，基本与华住酒店集团持平。

## B. 首旅酒店情况简介

### 股权架构

首旅酒店全称为北京首旅酒店（集团）股份有限公司，是中国第二大的酒店业上市公司，目前主营酒店运营管理业务和景区运营业务。

图 B1：首旅酒店股权结构

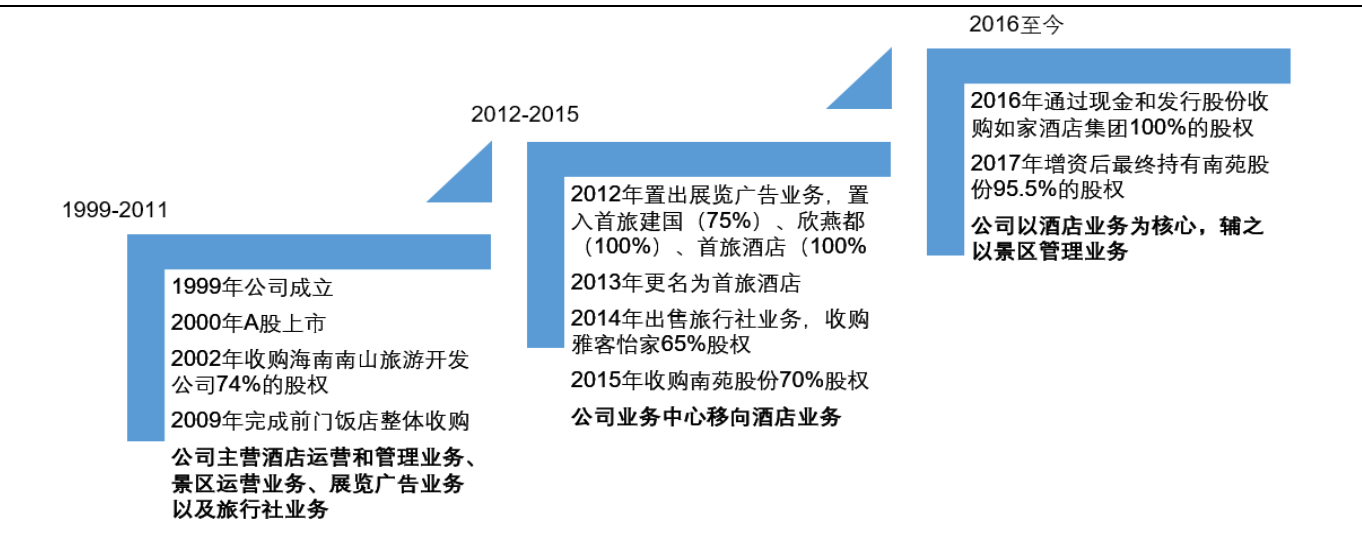


资料来源：公司 2017 三季度报，信达证券研发中心

## 发展历程

公司成立于 1999 年，2000 年上市。公司控股股东为北京首都旅游集团有限责任公司，实际控制人是北京市人民政府国有资产监督管理委员会。

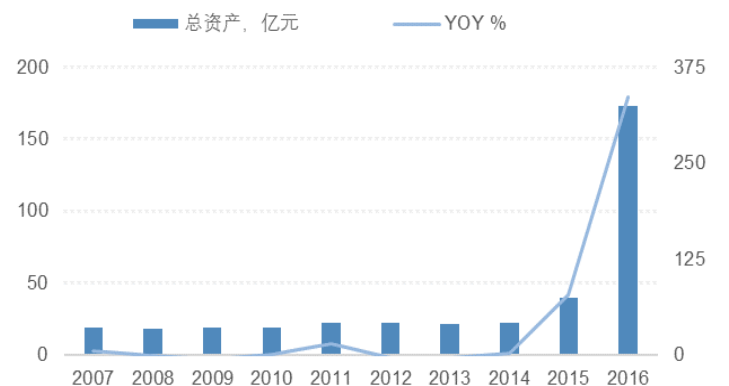
图 B2: 首旅酒店发展阶段



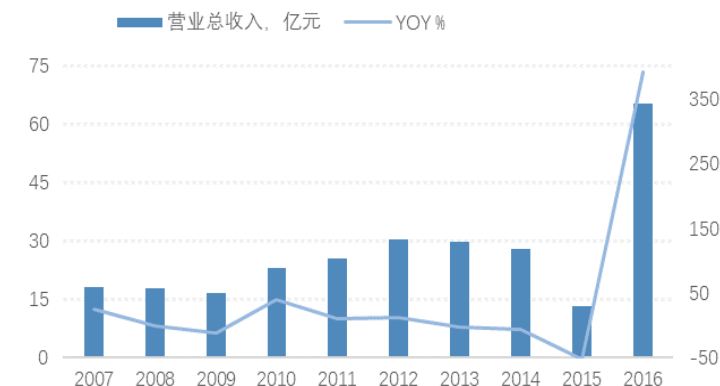
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

首旅酒店的发展大致可分为三大阶段：

- （1）1999-2011，该阶段公司业务以旅游业为主，包括酒店运营和管理业务、景区运营业务、展览广告业务及旅行社业务等。
- （2）2012-2015，公司在 2012 年与控股股东首旅集团进行资产置换，置出“北展展览分公司”，不再经营展览广告业务；置入首旅建国（75%）、欣燕都（100%）、首旅酒店（100%），业务中心开始向酒店业务偏移。2014 年，公司出售“神舟国旅”51%的股权给华龙旅游，不再经营旅行社业务；并通过公司全资子公司欣燕都收购雅客怡家快捷酒店管理有限公司 65%股权。2015 年，公司向南苑集团收购南苑股份 70%股权，并通过 2015 年、2017 年两次增资后最终持有南苑股份 95.5%的股权，完善公司在高端酒店市场的布局。截至 2015 年，公司酒店业务营收在公司总营收中占比达到 73.3%，业务中心移向酒店业务。
- （3）2015 年至今，公司在 2016 年通过现金和发行股份的方式收购了如家酒店集团 100%的股权，酒店规模急速扩张，首旅酒店也一跃成为我国第二大酒店集团。2016 年公司酒店业务营收在总营收的占比高达 94.3%。自此，首旅酒店形成了以酒店业务为核心，辅之以景区管理业务的全新业务格局。

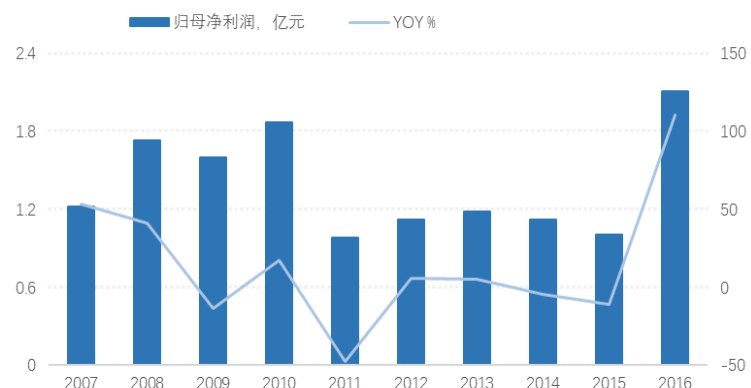
**图 B3: 首旅酒店近十年总资产变化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 B4: 首旅酒店近十年营收变化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司总资产从 2007 年开始处于缓慢增长的状态,但由于并购其他酒店集团,2015 年后公司总资产增速明显加快,尤其是 2016 年公司总资产实现跨越式增长。2015 年收购南苑股份后,公司总资产达到 40 亿元,同比增长 78%; 2016 年收购如家酒店集团并对南苑股份增资后,公司总资产达到 173 亿元,同比增长 337%。公司营业收入在 2012 年之前基本保持平稳波动,2016 年收购如家后营收迅速增长,达到 65 亿元,同比增长 389%。

**图 B5: 首旅酒店近十年归母净利润变化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2007-2010 年,公司归母净利润增长态势明显; 2011 年受南山文化旅游区门票收入分成协议的影响,净利润大幅下滑,同比下降 47.5%; 2012-2015 年,公司净利润逐年小幅下降。2016 年收购如家增厚利润,净利润为 2.1 亿元,同比增长 110.7%。

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	378	1,870	916	2,520	4,509
货币资金	167	1,104	185	1,766	3,727
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	35	177	177	193	213
预付账款	138	277	253	258	265
存货	23	54	44	45	47
其他	14	257	257	257	257
<b>非流动资产</b>	3,583	15,424	15,023	14,681	14,355
长期投资	449	234	234	234	234
固定资产	1,888	2,657	2,423	2,448	2,433
无形资产	763	4,085	3,861	3,642	3,448
其他	483	8,447	8,505	8,357	8,240
<b>资产总计</b>	3,961	17,293	15,939	17,201	18,864
<b>流动负债</b>	1,713	7,835	3,898	3,978	4,021
短期借款	1,319	4,920	920	920	920
应付账款	83	110	122	125	128
其他	312	2,805	2,855	2,933	2,973
<b>非流动负债</b>	841	2,455	4,455	4,755	5,055
长期借款	618	290	2,290	2,590	2,890
其他	223	2,165	2,165	2,165	2,165
<b>负债合计</b>	2,555	10,290	8,353	8,734	9,077
少数股东权益	220	283	321	361	404
归属母公司股东权益	1,186	6,720	7,265	8,106	9,383
<b>负债和股东权益</b>	3,961	17,293	15,939	17,201	18,864

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,333	6,523	8,692	9,486	10,469
同比(%)	-52.2%	389.4%	33.3%	9.1%	10.4%
归属母公司净利润	100	211	647	964	1,399
同比(%)	-11.0%	110.7%	206.8%	48.9%	45.2%
毛利率(%)	86.4%	94.5%	94.6%	95.0%	95.3%
ROE(%)	8.6%	5.3%	9.3%	12.5%	16.0%
每股收益(摊薄, 元)	0.12	0.26	0.79	1.18	1.71
P/E	258	122.3	39.9	26.8	18
P/B	18.1	3.2	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	22	16	16	12	10

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,333	6,523	8,692	9,486	10,469
营业成本	181	359	466	476	490
营业税金及附加	71	106	55	60	66
营业费用	475	3,793	5,906	6,057	6,330
管理费用	451	1,498	1,034	1,053	1,056
财务费用	118	405	291	265	261
资产减值损失	-1	65	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	96	171	-8	-12	-14
<b>营业利润</b>	133	467	934	1,564	2,254
营业外收入	19	93	38	50	60
营业外支出	6	32	32	23	29
<b>利润总额</b>	147	528	940	1,591	2,286
所得税	34	195	256	587	843
<b>净利润</b>	113	333	685	1,004	1,442
少数股东损益	13	122	38	40	43
<b>归属母公司净利润</b>	100	211	647	964	1,399
EBITDA	422	1,681	1,791	2,392	3,108
EPS	0.43	0.31	0.79	1.18	1.71

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	364	1,482	1,650	1,878	2,295
净利润	113	333	685	1,004	1,442
折旧摊销	165	780	597	594	599
财务费用	109	372	254	207	223
投资损失	-96	-171	8	12	14
营运资金变动	79	176	99	60	16
其它	-7	-9	8	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-56	-6,602	-214	-266	-289
资本支出	-33	-375	-206	-254	-275
长期投资	-102	-6,231	-8	-12	-14
其他	79	4	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-389	6,120	-2,334	-7	-24
吸收投资	0	3,804	0	0	0
借款	-20	2,733	-2,000	300	300
支付利息或股息	168	357	334	307	324
<b>现金净增加额</b>	-81	937	-919	1,582	1,960

## 研究团队简介

**郭荆璞：能源化工行业首席分析师。**毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，对新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

**陶伊雪**，麦考瑞大学国际贸易与商法硕士，2014年12月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业、能源化工行业研究。

**范峻巍**，艾克赛特大学金融与投资硕士，2017年4月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。