



Research and
Development Center

成本费用率如期下降 注重中高端品牌发展

—— 首旅酒店（600258.SH）跟踪报告

2018年05月02日

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——跟踪报告

首旅酒店 (600258.SH)



上次评级: 买入, 2018.02.02

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 (2018.04.27)

收盘价(元)	27.88
52周内股价波动区间(元)	19.74-35.39
最近一月涨跌幅(%)	-6.66%
总股本(亿股)	8.16
流通A股比例(%)	63.81
总市值(亿元)	227.43

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

陶伊雪 行业分析师

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

《首旅酒店(600258)新首旅,新轮回,新发展》2018年2月2日

成本费用率如期下降 注重中高端品牌发展

2018年05月02日

本期内容提要:

◆ **成本费用率如期下降:** 我们在公司深度报告《首旅酒店(600258)新首旅,新轮回,新发展》中反复提到的在酒店繁荣期中,酒店收入增速超过成本费用增速,成本费用率下降,利润大幅提升。2017年公司实际销售+管理费用率为79.2%,比16年降低1.9个百分点,符合我们预期(信达预期下降2.3个百分点,与实际值仅差0.4%)。

逐季来看,公司销售管理费用率从17年Q2开始下降,我们预期公司2017年每个季度销售管理费用率下降0.7~1.2个百分点,公司实际每个季度平均下降0.5个百分点,Q2~Q4每季度销售管理费用率平均下降1.2个百分点。我们预计,在行业持续向好的背景下,公司成本费用率仍将下降,从2017年的79.2%下降到2020年的69.7%。

◆ **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,我们预测公司18/19/20年将实现营业收入99/123/131亿元,实现归母净利润9/17/21亿元,对应EPS1.15/2.03/2.52元/股,对应当前股价27.88元/股的PE分别为24x/14x/11x。维持公司“买入”评级。

◆ **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,以及不可抗力因素。

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,523	8,417	9,914	12,325	13,115
同比(%)	389.4%	29.0%	17.8%	24.3%	6.4%
归属母公司净利润(百万元)	211	631	936	1,656	2,057
同比(%)	110.7%	199.1%	48.4%	76.8%	24.2%
毛利率(%)	94.5%	94.6%	95.5%	96.1%	96.3%
ROE(%)	5.3%	9.0%	12.0%	18.4%	19.1%
每股收益(摊薄,元)	0.26	0.77	1.15	2.03	2.52
P/E	108	36	24	14	11
P/B	2.8	3.1	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	15	13	13	9	7

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2018年04月27日收盘价

目 录

成本费用率如期下降	1
首旅酒店 2017 年年报关键数据梳理	1
2017 年公司成本费用率下降	2
升级因素对酒店收入成本费用的影响	3
首旅酒店 2018 年业绩指引	5
盈利预测及估值	6
收入预测——基于对房间数和 RevPAR 的预期增长	6
成本费用预测	10
盈利预测与投资评级	11
风险因素	11

表 目 录

表 1: 首旅酒店年报数据对比汇总	1
表 2: 首旅酒店业绩指引对比	5
表 3: 首旅酒店收入预测汇总	9
表 4: 2016-2020 年首旅酒店酒店业务收入成本及预测, 万元	10

图 目 录

图 1: 首旅酒店 17 年逐季销售管理费用率	2
图 2: 首旅酒店 RevPAR 增长率预测分析	3
图 3: 单间直营客房成本增长率预测分析	3
图 4: 单间直营客房 2018-2020 年 RevPAR 及成本构成	3
图 5: 2018-2020 单间直营客房成本增长率预测	3
图 6: 首旅酒店 2017-2027 年 RevPAR (单位收入, 左轴, 元/间), 成本构成 (左轴, 元/间) 及利润率 (右轴)	4
图 7: 2015~2021 年首旅直营酒店房间数及预测(万间)	6
图 8: 2015~2021 年首旅加盟酒店房间数及预测(万间)	6
图 9: 2013~2027 年首旅酒店 RevPAR 及预测(元/间夜)	6
图 10: 2015~2022 年首旅直营酒店收入及预测(亿元)	7
图 11: 2015~2022 年首旅加盟酒店收入及预测(亿元)	7
图 12: 2015~2022 年首旅酒店房间数及预测(万间)	7
图 13: 2015~2022 年首旅酒店收入及预测(亿元)	7
图 14: 2015~2027 年首旅酒店加盟收入占比	8
图 15: 2015~2027 年首旅酒店中高端酒店收入占比	8
图 16: 2015~2027 年首旅直营酒店收入及预测(亿元)	8
图 17: 2015~2027 年首旅加盟酒店收入及预测(亿元)	8
图 18: 2015~2027 年首旅酒店收入及预测(亿元)	9
图 19: 首旅加盟酒店收入占比上升与轻资产化	9
图 20: 2014~2021 年首旅酒店直营和租赁酒店成本预测(万元)	10
图 21: 2013~2021 年首旅酒店有限服务型酒店成本费用预测(万元)	10

成本费用率如期下降 注重中高端品牌发展

首旅酒店 2017 年年报关键数据梳理

首旅酒店 2017 年年报披露，公司 17 年营业收入 84.2 亿元，同比增长 29.0%。酒店业务收入为 79.7 亿元，同比增长 29.6%。其中加盟收入占比 15.3%，高于 16 年 1.6 个百分点，考虑并表因素加盟占比变化不大。从房间数来看，加盟房间数上升至 27.0 万间，增速为 6.8%，与我们的预期相差 1.4%；直营房间数逐步下降，由 12.1 万间下降至 11.5 万间，与我们的预期仅差 0.2%。

我们在公司深度报告《首旅酒店（600258）新首旅，新轮回，新发展》中反复提到的在酒店繁荣期中，酒店收入增速超过成本费用增速，成本费用率下降，利润大幅提升。2017 年公司实际销售+管理费用率为 79.2%，比 16 年降低 1.9 个百分点，符合我们预期（信达预期下降 2.3 个百分点，与实际值仅差 0.4%）；同时公司的运营利润从 16 年的 7.7 亿元上升至 17 年的 12.4 亿元，同比增长高达 61.7%。

表 1：首旅酒店年报数据对比汇总

首旅酒店年报数据对比		2016实际值	2017实际值	YoY	2017信达预测值	预期YoY	实际-预期
公司营业收入	百万元	6,523	8,417	29.0%	8,692	33.3%	-3.2%
酒店业务收入	百万元	6,151	7,973	29.6%	8,310	35.1%	-4.1%
加盟收入占比	%	13.8%	15.3%	1.6%	15.4%	1.6%	-0.1%
加盟房间数	间	252,812	270,087	6.8%	266,472	5.4%	1.4%
直营房间数	间	120,748	114,656	-5.0%	114,974	-4.8%	-0.3%
直营业务折合RevPAR	元	163	162	-1.0%	161	-1.5%	0.5%
单间自营客房成本	元	152	150	-1.3%	143	-5.9%	4.8%
模拟毛利率	%	7.2%	8.9%	1.8%	12.6%	5.4%	-3.7%
自营毛利	百万元	379	618	62.9%	885	133.2%	-30.1%
加盟毛利	百万元	786	1,207	53.5%	1,195	51.9%	1.0%
销售+管理费用率	%	81.1%	79.2%	-1.9%	78.8%	-2.3%	0.4%
运营利润率	%	11.8%	14.7%	3.0%	15.2%	3.4%	-0.4%
运营利润	百万元	767	1,240	61.7%	1,319	72.0%	-6.0%
EBITDA	百万元	1,556	2,188	40.6%	1,830	17.6%	19.6%
Net Cash/Debt	百万元	-4,106	-2,483	39.5%	-3,025	26.3%	17.9%
EV/EBITDA			12.1		14.8		

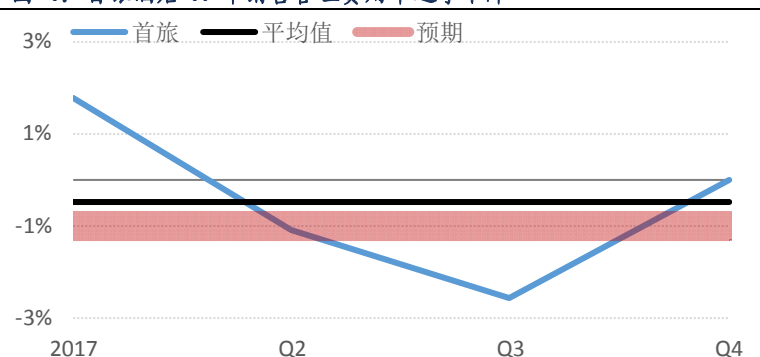
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2017 年公司成本费用率下降

我们在公司深度报告《首旅酒店（600258）新首旅，新轮回，新发展》中反复提到的在酒店繁荣期中，酒店收入增速超过成本费用增速，成本费用率下降，利润大幅提升。2017 年公司实际销售+管理费用率为 79.2%，比 16 年降低 1.9 个百分点，符合我们预期（信达预期下降 2.3 个百分点，与实际值仅差 0.4%）。

逐季来看，公司销售管理费用率从 17 年 Q2 开始下降，我们预期公司 2017 年每个季度销售管理费用率下降 0.7~1.2 个百分点，公司实际每个季度平均下降 0.5 个百分点，Q2~Q4 每季度销售管理费用率平均下降 1.2 个百分点。我们预计，在行业持续向好的背景下，公司成本费用率仍将下降，从 2017 年的 79.2% 下降到 2020 年的 69.7%。

图 1：首旅酒店 17 年销售管理费用率逐季下降



资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

大力发展直营中高端

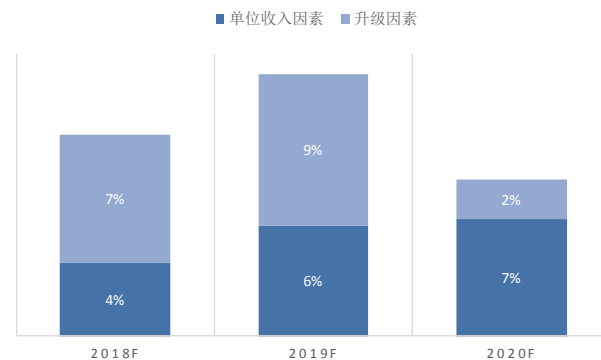
我们判断公司将在中高端直营店上倾注较大的精力。公司未来直营酒店的增量将全部为中高端门店。目前中高端酒店在公司全部酒店中占比为 15% 左右，未来三年的目标为提升至 30~40%。2017 年直营店中高端占比提升了 3.4 个百分点，而加盟店中高端占比提升了 1.6 个百分点，直营店的中高端占比提升更多。

相较于华住和锦江的有限服务型酒店业务，首旅酒店对中高端直营店的发展更为重视，希望通过打造适应中国消费者的产品，以中高端直营店作为示范，在有限服务型酒店的竞争中更加扎实的发展。

升级因素对酒店收入成本费用的影响

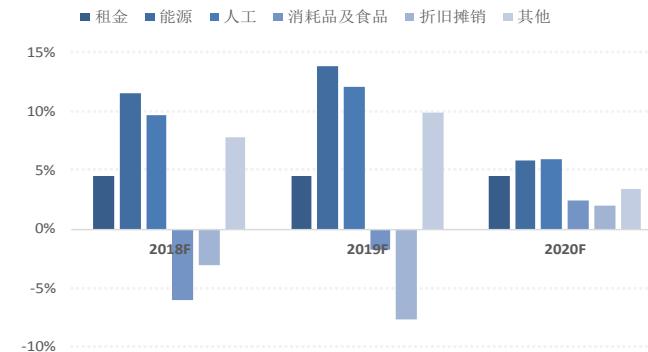
综合我们对首旅酒店旗下各类型酒店的增长预测，我们预计 2018~2020 年升级因素将保持在 2%~9% 之间，叠加单位收入增长，首旅酒店的 RevPAR 增长率在 9%~15% 之间。

图 2：首旅酒店 RevPAR 增长率预测分析



资料来源：信达证券研发中心预测

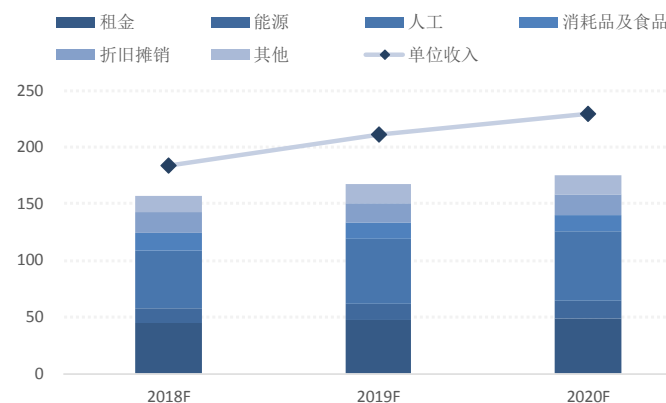
图 3：单间直营客房成本增长率预测分析



资料来源：信达证券研发中心预测

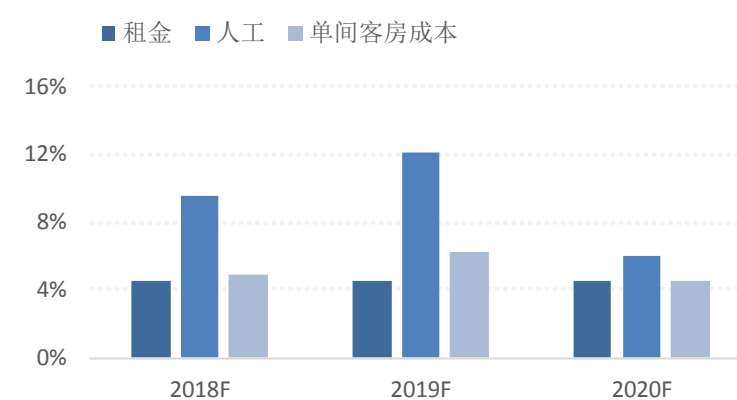
引入对升级因素的分析之后，我们预测 2018~2020 年，单间客房直营成本增长率 4.6%~6.3%；成本构成当中增长率较高的是能源、人工、租金 3 项，在 4.5%~13.8% 之间；消耗品食品、折旧摊销和其他项增长率在 -7.7%~9.9% 之间。单间客房成本中占比最大的租金成本 2018~2020 年增长率为 4.5%；人工成本 2018~2020 年增长率在 5.9%~12.1%。

图 4：单间直营客房 2018-2020 年 RevPAR 及成本构成



资料来源：信达证券研发中心预测

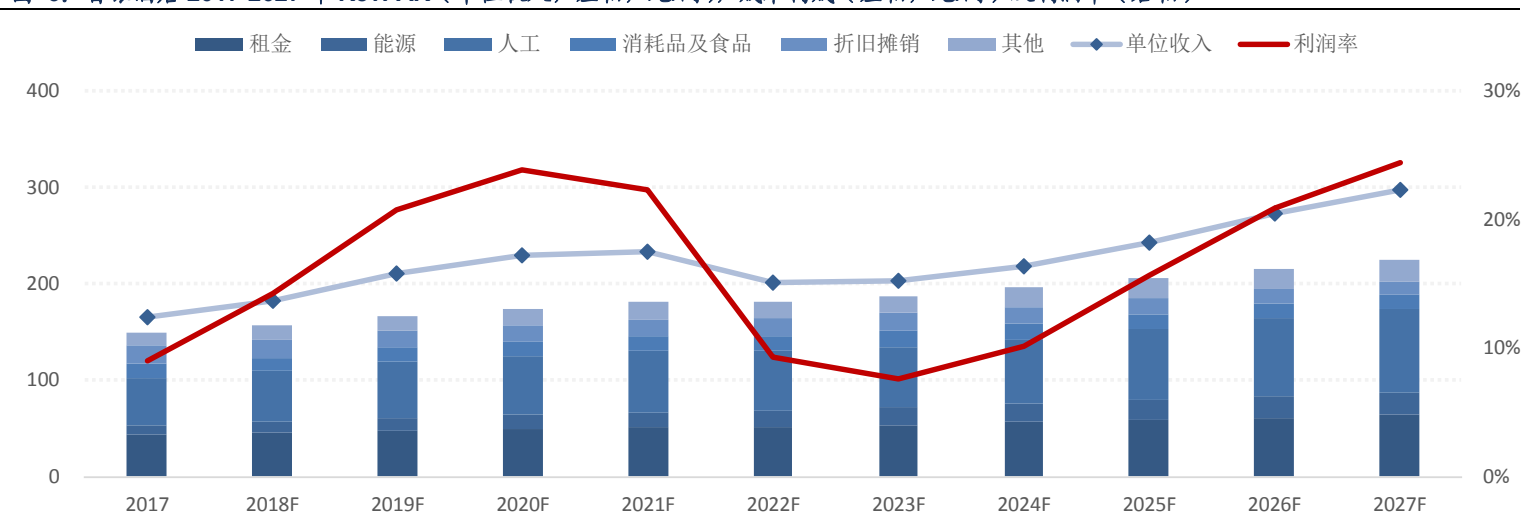
图 5：2018-2020 单间直营客房成本增长率预测



资料来源：信达证券研发中心测算

我们预测，随着单位收入的持续增长，2020年首旅酒店有限服务型酒店直营业务利润率将从2017年的8.9%提升到23.9%。

图 6: 首旅酒店 2017-2027 年 RevPAR (单位收入, 左轴, 元/间), 成本构成 (左轴, 元/间) 及利润率 (右轴)



资料来源: 信达证券研发中心测算

首旅酒店 2018 年业绩指引

根据公司年报披露，公司预计 2018 年营业收入为 87~88 亿元，增速 3.5~4.5%，低于我们 95 亿元营业收入、13% 收入增速的预期。我们认为 87~88 亿元的营收指引较为保守，若行业继续保持 17 年发展态势，18 年公司营业收入很有可能超过公司指引业绩。

公司年报披露，预计 18 年新增开业酒店 450 家，大幅高于我们 270~300 家的预测。作为对比，公司 16 年年报预计 17 年新开酒店 400~450 家，2017 年实际新开酒店 512 家。

表 2: 首旅酒店业绩指引对比

首旅股份业绩指引对比		公司披露		信达预测
2017年公司营业收入	亿元	2016年报预测 81-84	84	《首旅酒店：新首旅，新轮回，新发展》 87
2017年收入增长率	%		29%	《首旅酒店：新首旅，新轮回，新发展》 33%
2017年新开酒店	间	2016年报预测 400-450	512	-
2018年预计营业收入	亿元	2017年报预测 87-88	87 ~ 88	95
2018年收入增长率	%		3.5 ~ 4.5%	13%
计划新增开业酒店	间	2017年报预测 450	450	270 ~ 300

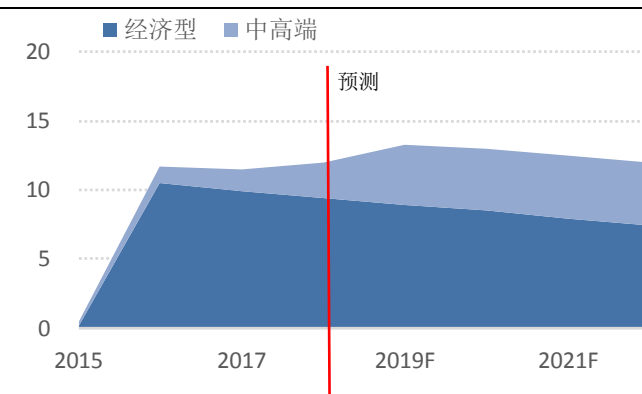
资料来源：首旅酒店 16 年年报、17 年年报，信达证券研发中心预测

盈利预测及估值

收入预测——基于对房间数和 RevPAR 的预期增长

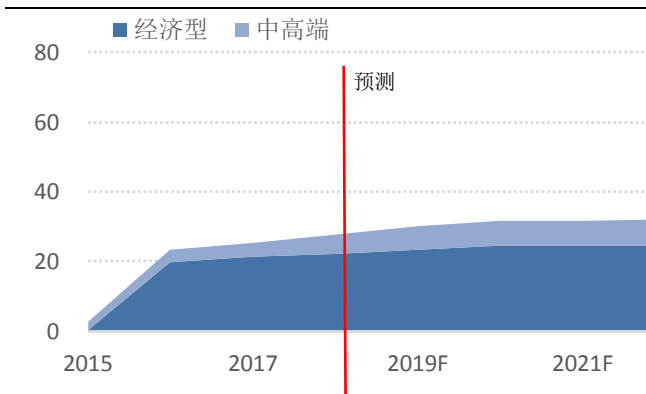
在行业上行周期中公司酒店业务规模持续扩张，通过对首旅旗下各系列、各品牌直营酒店房间数和加盟酒店房间数的预测，我们预测到 2021 年首旅旗下的酒店房间总数将从现在的 37 万间上升至 44 万间。

图 7：2015~2021 年首旅直营酒店房间数及预测(万间)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

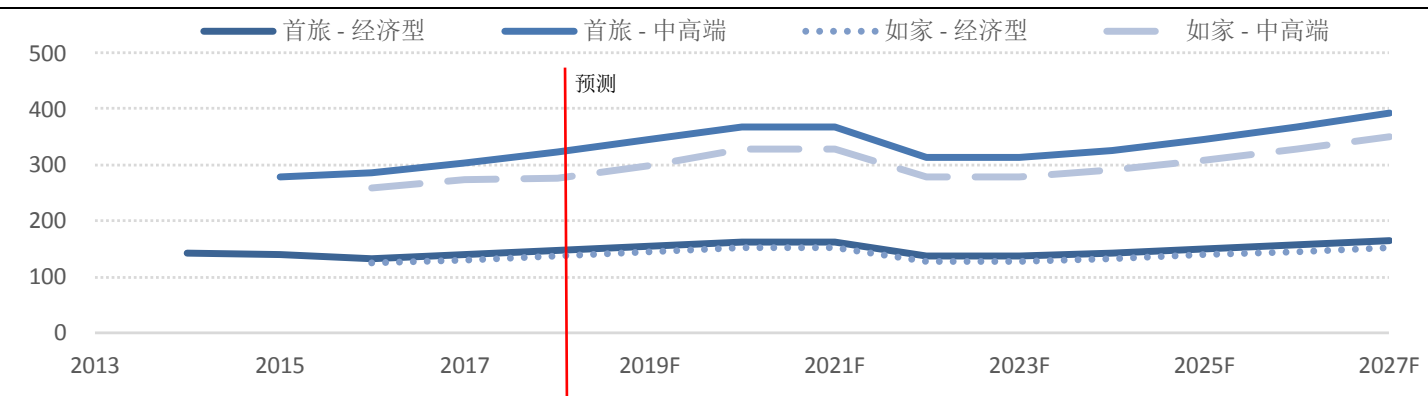
图 8：2015~2021 年首旅加盟酒店房间数及预测(万间)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

根据我们对行业的判断，我们预测了未来公司各类型 RevPAR 的变化。

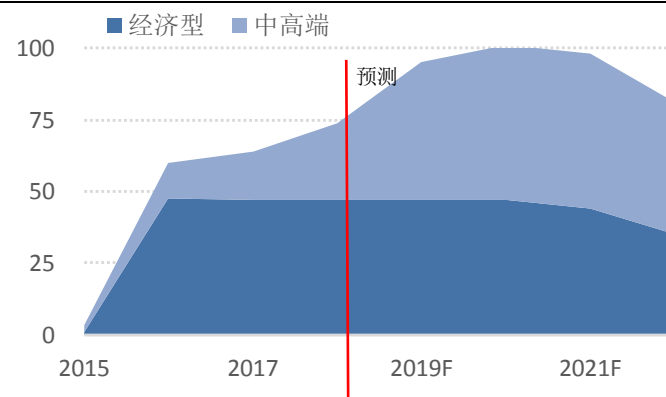
图 9：2013~2027 年首旅酒店 RevPAR 及预测(元/间夜)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

基于房间数和 RevPAR 的预测，我们对首旅各类型酒店的收入预测如下：

图 10：2015~2022 年首旅直营酒店收入及预测(亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

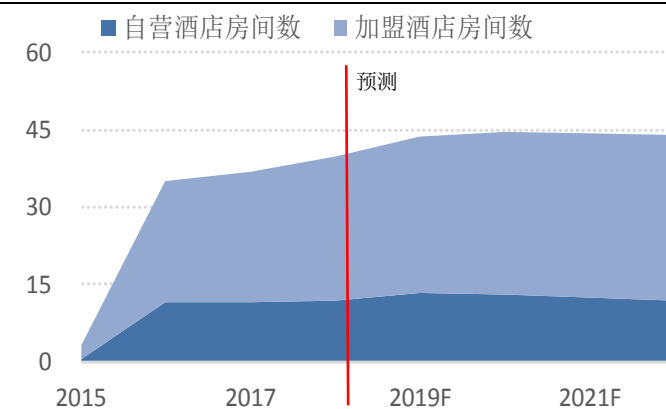
图 11：2015~2022 年首旅加盟酒店收入及预测(亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

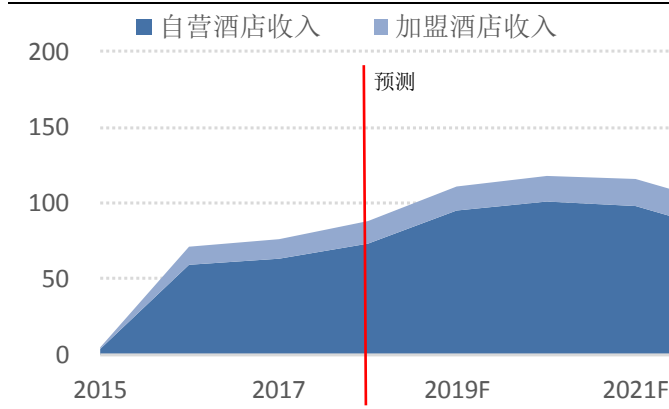
可以看到未来公司房间数增长方向为直营与加盟并举，直营酒店收入增长仍是收入增长的主要动力。

图 12：2015~2022 年首旅酒店房间数及预测(万间)



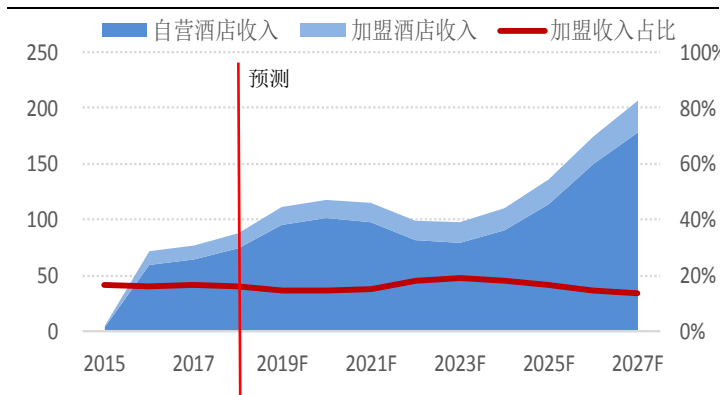
资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

图 13：2015~2022 年首旅酒店收入及预测(亿元)

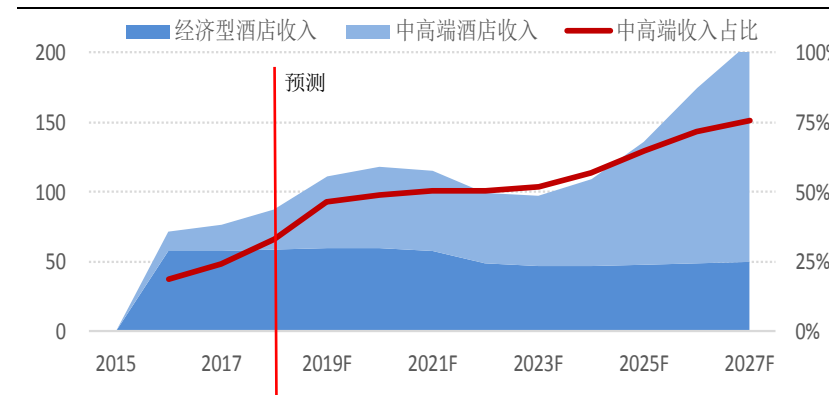


资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

到 2022 年，加盟酒店收入占比将在 14~18%之间波动，中高端收入占比将从目前的约 24%上升到 54%。

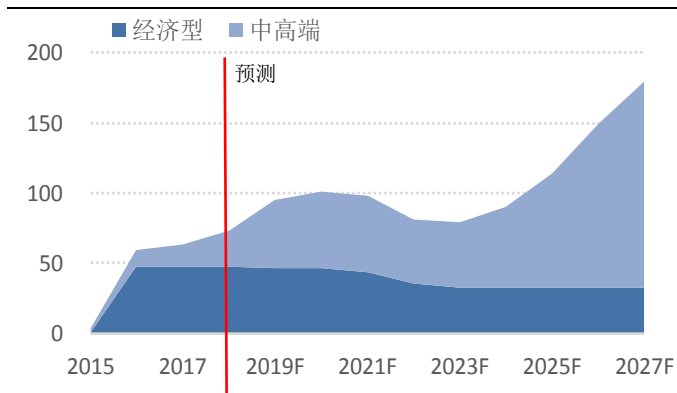
图 14: 2015~2027 年首旅酒店加盟收入占比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

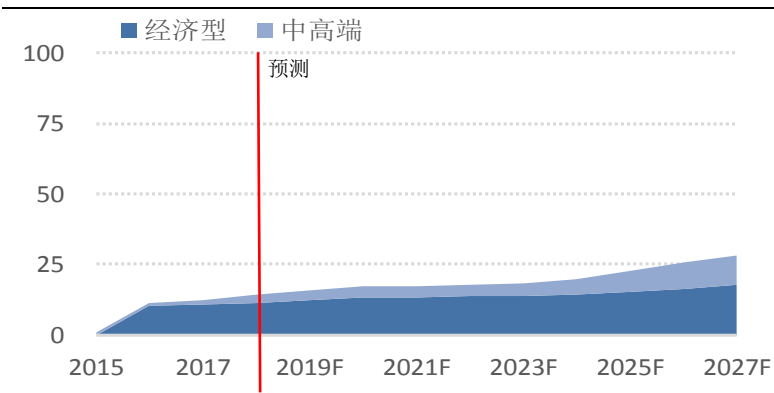
图 15: 2015~2027 年首旅酒店中高端酒店收入占比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

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 年直营收入将出现下滑, 直营酒店更加明显的受到周期收缩过程的影响。

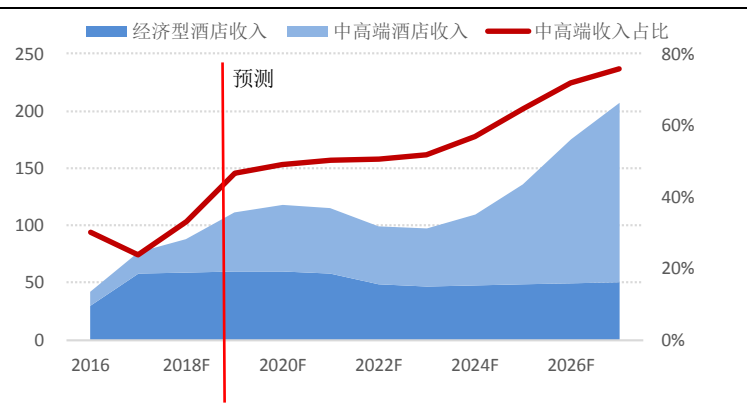
图 16: 2015~2027 年首旅直营酒店收入及预测(亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

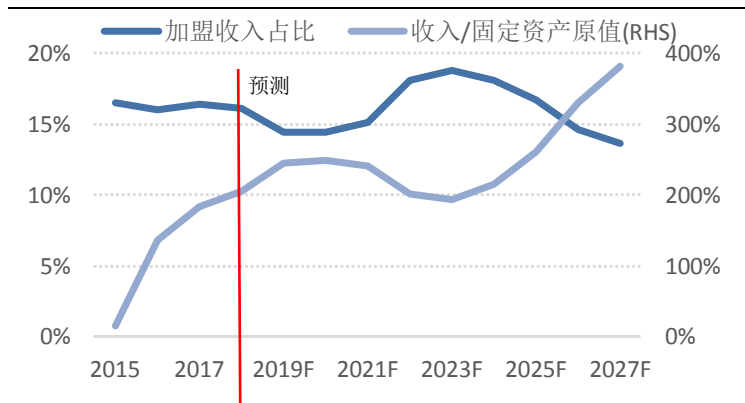
图 17: 2015~2027 年首旅加盟酒店收入及预测(亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

相较于华住、锦江的有限服务型业务, 首旅酒店更平衡地发展直营和加盟, 把业务重心集中于中高端酒店。在度过酒店行业的收缩期之后, 首旅将成为中高端收入占比 1/2~2/3 的酒店集团。

图 18: 2015~2027 年首旅酒店收入及预测(亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

图 19: 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, 信达证券研发中心预测

酒店收入之外的收入和投资收益预测为: 景区业务增长率 18/19/20 分别为 7%/8%/10%。

表 3: 首旅酒店收入预测汇总

	2016	2017	2018E	2019F	2020F
酒店业务收入,百万元	6,151	7,973	9,441	11,813	12,553
增速	1187%	30%	18%	25%	6%
酒店数合计, 间	3166	3712	3633	3978	4092
经济型, 间	2894	2749	3049	3123	3206
中高端, 间	273	963	584	854	886
直营业务收入, 百万元	5,304	6,677	8,020	10,214	10,843
增速	1011%	26%	20%	27%	6%
直营房间数, 间	117,106	114,656	119,997	132,862	129,572
加盟业务收入, 百万元	847	1295	1421	1600	1710
增速	-	53%	10%	13%	7%
房间数, 间	232721	270087	277654	302898	316937
景区业务收入, 百万元	372	444	473	512	562
增速	5%	19%	7%	8%	10%

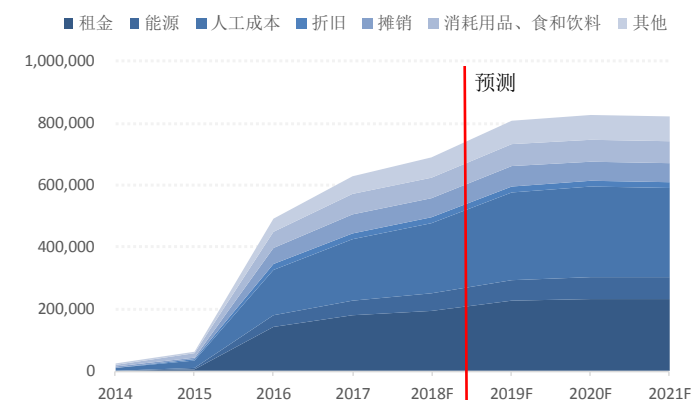
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

注: 此处 2017 年酒店业务收入均为分部加总, 未考虑内部抵扣, 因此可能与报表披露值稍有出入。

成本费用预测

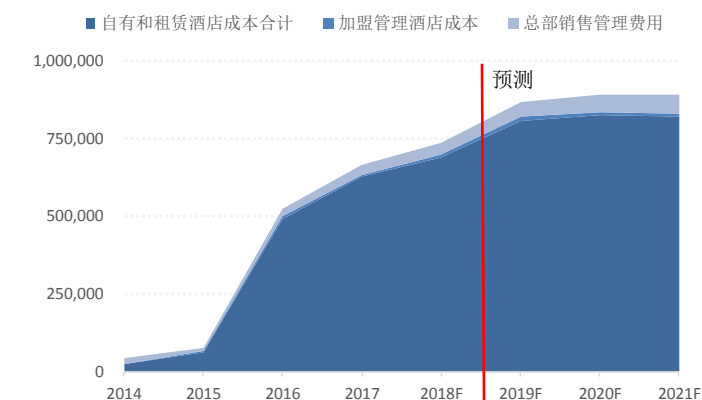
我们将成本费用拆分为租金、能源、人工等多个项目分别进行预测，在 2020 年酒店业务收入增长到 126 亿元（相对于 2017 年增长 57%）的假设下，成本费用上升至 89 亿元（相对于 2017 年上升 34%）。

图 20: 2014~2021 年首旅酒店直营和租赁酒店成本预测(万元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21: 2013~2021 年首旅酒店有限服务型酒店成本费用预测(万元)



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，这将导致公司的运营利润率从 2017 年的约 14.7% 上升到 2020 年的 25.9%。

表 4: 2016~2020 年首旅酒店酒店业务收入成本及预测，万元

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
有限服务型酒店业务收入	615,111	817,362	944,113	1,181,333	1,255,282
直营和租赁酒店成本	492,504	630,310	687,775	809,277	825,313
加盟管理酒店成本	6,032	4,567	9,263	10,333	11,055
总部销售管理费用	26,393	31,536	39,657	48,493	57,252
全部营业成本和费用合计	524,929	666,413	736,695	868,103	893,620
营业利润	90,182	150,949	207,417	313,229	361,663
酒店业务运营利润率	13%	18%	21%	26%	28%
首旅酒店运营利润率	12%	15%	17%	22%	26%

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值稍有出入

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，我们预测公司 18/19/20 年将实现营业收入 99/123/131 亿元，实现归母净利润 9/17/21 亿元，对应 EPS1.15/2.03/2.52 元/股，对应当前股价 27.88 元/股的 PE 分别为 24x/14x/11x。维持公司“买入”评级。

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，以及不可抗力因素。

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,870	1,967	3,241	5,335	7,695
货币资金	1,104	1,450	2,692	4,709	7,049
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	177	200	236	293	312
预付账款	277	179	176	191	192
存货	54	46	45	49	49
其他	257	92	92	92	92
非流动资产	15,424	14,880	14,833	14,763	14,533
长期投资	234	214	214	214	214
固定资产	2,657	2,498	2,365	2,372	2,321
无形资产	4,085	3,989	3,789	3,621	3,454
其他	8,447	8,179	8,465	8,556	8,544
资产总计	17,293	16,847	18,075	20,098	22,228
流动负债	7,835	3,818	3,835	3,917	3,992
短期借款	4,920	840	840	840	840
应付账款	110	134	132	143	144
其他	2,805	2,844	2,863	2,934	3,008
非流动负债	2,455	5,402	5,702	6,002	6,002
长期借款	290	3,093	3,393	3,693	3,693
其他	2,165	2,309	2,309	2,309	2,309
负债合计	10,290	9,220	9,537	9,919	9,994
少数股东权益	283	288	327	378	442
归属母公司股东权益	6,720	7,339	8,210	9,800	11,792
负债和股东权益	17,293	16,847	18,075	20,098	22,228

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,523	8,417	9,914	12,325	13,115
同比(%)	389.4%	29.0%	17.8%	24.3%	6.4%
归属母公司净利润	211	631	936	1,656	2,057
同比(%)	110.7%	199.1%	48.4%	76.8%	24.2%
毛利率(%)	94.5%	94.6%	95.5%	96.1%	96.3%
ROE(%)	5.3%	9.0%	12.0%	18.4%	19.1%
每股收益(摊薄, 元)	0.26	0.77	1.15	2.03	2.52
P/E	108	36	24	14	11
P/B	2.8	3.1	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	15	13	13	9	7

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,523	8,417	9,914	12,325	13,115
营业成本	359	451	445	483	486
营业税金及附加	106	58	69	85	91
营业费用	3,793	5,719	6,627	7,864	8,096
管理费用	1,498	948	1,117	1,121	1,043
财务费用	405	223	182	187	173
资产减值损失	65	60	-6	-7	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	171	-3	-12	-13	-11
营业利润	467	1,036	1,468	2,579	3,223
营业外收入	93	9	40	47	32
营业外支出	32	43	27	34	35
利润总额	528	1,001	1,482	2,593	3,221
所得税	195	342	506	886	1,101
净利润	333	659	975	1,707	2,120
少数股东损益	122	28	39	51	64
归属母公司净利润	211	631	936	1,656	2,057
EBITDA	1,681	2,161	2,144	3,288	3,948
EPS	0.31	0.77	1.15	2.03	2.52

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,482	2,065	1,635	2,421	2,914
净利润	333	659	975	1,707	2,120
折旧摊销	780	943	488	509	534
财务费用	372	216	174	187	193
投资损失	-171	3	12	13	11
营运资金变动	176	232	-9	13	62
其它	-9	10	-5	-7	-6
投资活动现金流	-6,602	-537	-453	-452	-316
资本支出	-375	-476	-441	-438	-305
长期投资	-6,231	-61	-12	-13	-11
其他	4	-1	0	0	0
筹资活动现金流	6,120	-1,173	68	56	-250
吸收投资	3,804	0	0	0	0
借款	2,733	-913	300	300	0
支付利息或股息	357	253	232	244	250
现金净增加额	937	346	1,242	2,017	2,340

研究团队简介

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	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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了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。