

酒店

酒店行业深度一：扩张和 RevPAR 提升的业绩弹性

评级：增持（维持）

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

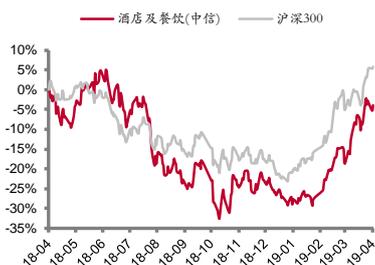
Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

研究助理：吴张爽

Email: wuzs@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	10
行业总市值(百万元)	888
行业流通市值(百万元)	311

行业-市场走势对比

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
锦江股份	29.6	0.92	1.13	1.30	1.49	32	26	23	20	1.8	买入
首旅酒店	22.5	0.77	1.06	1.24	1.40	29	21	18	16	1.4	买入

备注：股价使用4月9日收盘价，锦江股份18年EPS为实际值，首旅酒店18年EPS为预测值。

投资要点

- 酒店转变为需求主导。**酒店数据和固定资产投资数据共同佐证我国酒店行业已经过了高速扩张的时期，供给步入稳态，行业的波动将更多由需求主导。我们认为第三产业用电量对刻画酒店需求有较好的拟合效果。华住的同店出租率同比增减的顶和底相对第三产业用电量同比增速存在3个季度左右的滞后。如果此规律持续有效，那么用电量增速从18Q1开始的上行将驱动酒店出租率从18Q4开始回暖。
- 结构优化令 RevPAR 波动向上。**RevPAR 的提升是酒店盈利能力提升的关键指标，那么将出租率、平均房价和 RevPAR 的关系抽象来看，RevPAR 提升伴随着出租率增幅的收窄和平均房价增幅的扩大，从华住同店数据来看，酒店集团即将进入此阶段。在叠加结构优化的情况下，RevPAR 依旧会周期性波动，但很可能是波动向上的格局，即 RevPAR 增速一直为正。
- 扩张带来的业绩弹性：新增一家直营中端酒店边际可贡献 250+万净利润；新增一家加盟经济型/中端酒店边际贡献净利润 15+/30+万净利润。**由于三家酒店集团直营数量相对稳定，主要增量来自加盟酒店，因此我们主要测算加盟数量提升带来的业绩增量。根据开店计划及历史情况，假设锦江/首旅/华住 19 年分别净增 900/300/800 家加盟酒店，平局分布在全年开业，边际净利率 40%，根据 18 年单加盟酒店的收入来测算（首旅按照 17 年数据叠加 20% 增速模拟），锦江/首旅/华住 19 年的利润增量约为 1.82/0.38/1.22 亿元。
- RevPAR 变动带来的业绩弹性：直营酒店对 RevPAR 变动的弹性更加明显，约为 1:3~1:4 在 RevPAR 上行时直营比例高、直营净利率低的酒店集团将享有更大的业绩弹性，加盟酒店对 RevPAR 变动的弹性较小，约为 1:1，在 RevPAR 下行时加盟比例高的酒店集团业绩承压较小。**直营业务方面，若 RevPAR 提升 1%，从 17 年的数据看，锦江和华住的业绩弹性接近 4%，首旅的业绩弹性约 6.7%，主要与首旅直营占比较高有关。加盟业务方面，若 RevPAR 提升 1%，三家酒店集团的业绩弹性都在 1% 左右。
- 个股推荐：**建议重点关注锦江股份、首旅酒店、华住。
- 风险提示：**宏观经济增速下行，酒店行业整体需求欠佳；地区突发性事件对当地旅游业务的负面影响。

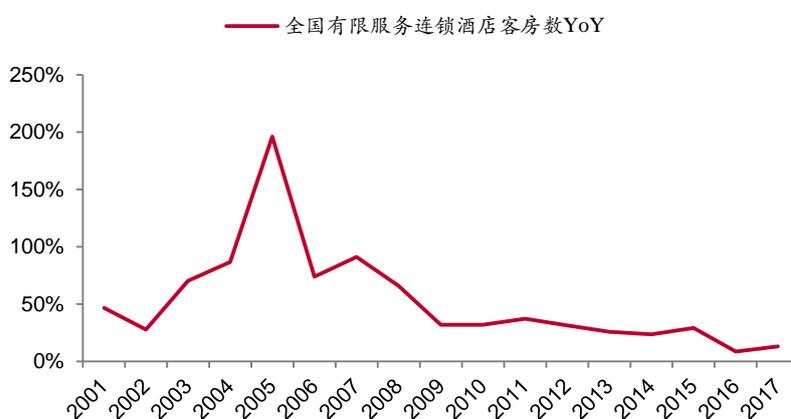
内容目录

供给趋稳，酒店转变为由需求主导.....	- 3 -
结构优化令 RevPAR 波动向上	- 6 -
扩张带来的业绩弹性	- 7 -
直营酒店扩张的业绩弹性	- 10 -
加盟酒店扩张的业绩弹性	- 11 -
三家酒店集团实际利润弹性测算.....	- 11 -
RevPAR 变动带来的业绩弹性	- 12 -
直营酒店 RevPAR: 净利润弹性约 1:3~4.....	- 12 -
加盟酒店 RevPAR: 净利润弹性约 1:1	- 13 -
三家酒店集团实际利润弹性测算.....	- 13 -
相关个股.....	- 14 -
锦江股份	- 14 -
首旅酒店	- 14 -
华住 (HTHT)	- 15 -
风险提示.....	- 15 -

供给趋稳，酒店转变为由需求主导

- 酒店行业具有一定的周期性，供给相对比较容易刻画，最直接的是酒店数及客房数：（1）旅游局和统计局一般统计范围为星级酒店和限额以上酒店，并不能够完全体现酒店行业的全部供给；（2）饭店协会与盈蝶咨询的统计范围一般为有限服务连锁酒店，而酒店行业可以按照有限服务、全服务及单体、连锁两个维度进行划分，因此计算出来的增速除了我国酒店行业供给扩大外，还考虑了结构性的变动。综上，目前可获得的酒店及客房数据仅能部分反映供给趋势。根据盈蝶咨询的统计，全国有限服务连锁酒店客房数增速自05年开始放缓，13年开始增速降至30%以下，16、17年降至15%以下。

图表 1：全国有限连锁酒店客房数同比增速



来源：饭店协会，中泰证券研究所

- 使用固定资产投资完成额作为刻画酒店行业供给的替代变量。考虑上述酒店数据本身的局限性，使用住宿和餐饮业固定资产投资完成额来侧面考量酒店供给。固定资产投资完成额增速自06年开始呈放缓趋势，14Q2首次转负，14年至今年度累计的完成额基本处于稳态，与有限服务连锁酒店的趋势基本吻合。酒店数据和固定资产投资数据共同佐证我国酒店行业已经过了高速扩张的时期，供给步入稳态，行业的波动将更多由需求主导。

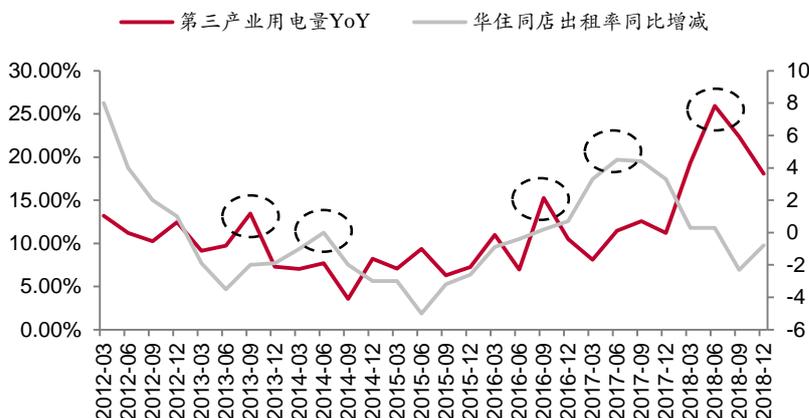
图表 2: 我国住宿和餐饮业固定资产投资完成额同比增速



来源：国家统计局，中泰证券研究所

- **使用第三产业用电量刻画酒店需求。**由于商旅在酒店需求中占主导地位，因此酒店需求与宏观经济走向呈正相关关系。根据艾瑞咨询统计，第三产业的出差频率高于第二产业，且第三产业对 GDP 的贡献度逐年提升，在综合考量多项经济指标后，我们认为第三产业用电量对刻画酒店需求有较好的拟合效果。华住的同店出租率同比增减的顶和底相对第三产业用电量同比增速存在 3 个季度左右的滞后。如果此规律持续有效，那么用电量增速从 18Q1 开始的上行将驱动酒店出租率从 18Q4 开始回暖。

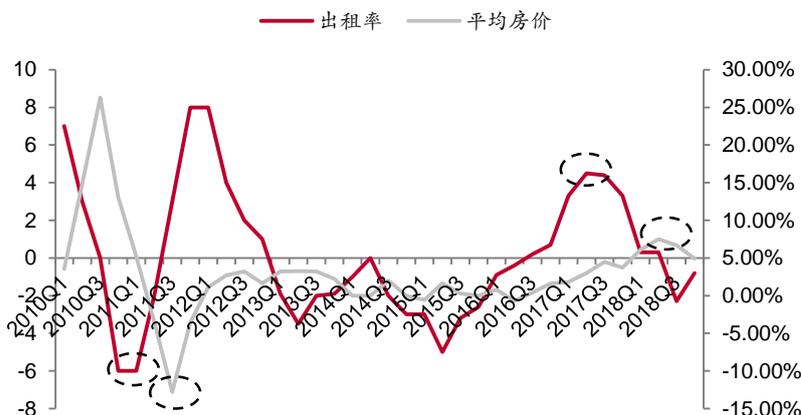
图表 3: 第三产业用电量同比增速与酒店出租率的相关关系



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

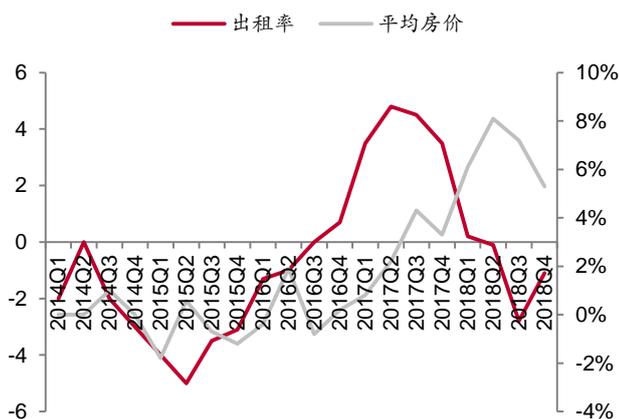
- 出租率对供需关系最先做出反应，而每个酒店会根据出租率的情况调整房价，因此平均房价的变动会滞后于出租率的变动，特别是在 13 年之前，出租率和平均房价联动变化十分显著，滞后期在 2 个季度左右；而 13 年之后中高端酒店的崛起逐渐平滑了平均房价的波动，并将滞后期拉长至 4 个季度左右。华住经济型酒店出租率和平均房价的联动关系比较显著，中高端酒店并不显著。

图表 4: 华住运营 18 个月以上同店出租率变动和平均房价增速的相关度干洗



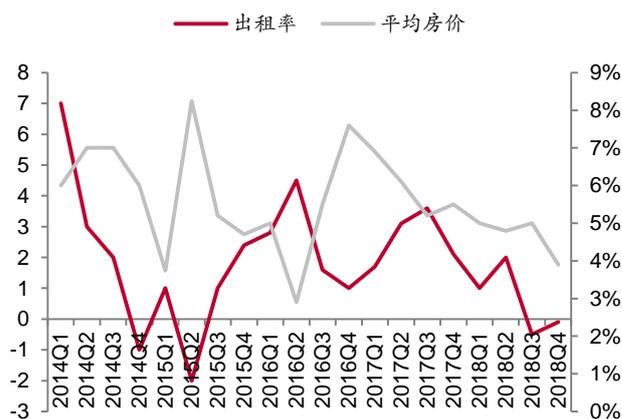
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 华住运营 18 个月以上经济型同店出租率变动和平均房价增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

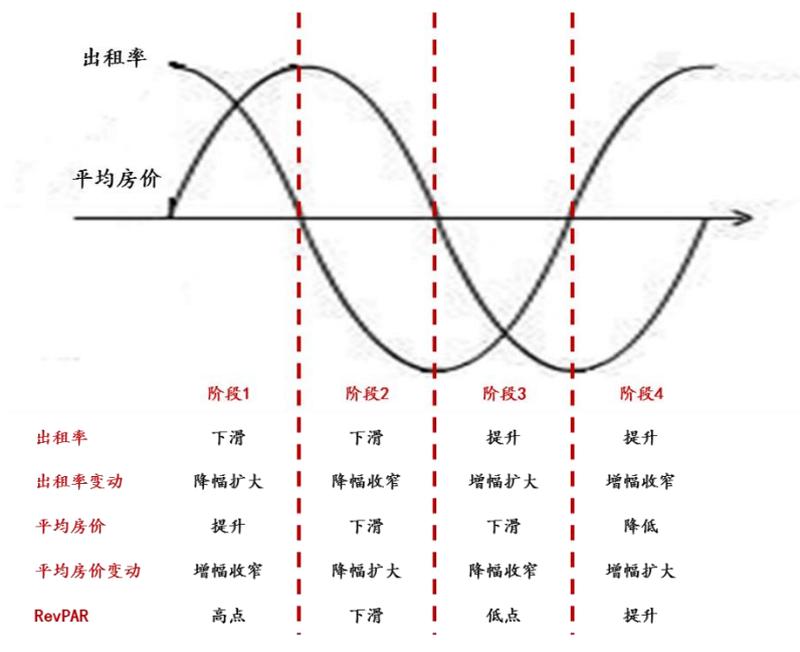
图表 6: 华住运营 18 个月以上中端同店出租率变动和平均房价增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- RevPAR 的提升是酒店盈利能力提升的关键指标, 那么将出租率、平均房价和 RevPAR 的关系抽象来看, RevPAR 提升的阶段 4 伴随着出租率增幅的收窄和平均房价增幅的扩大, 从华住同店数据来看, 酒店集团即将进入此阶段。

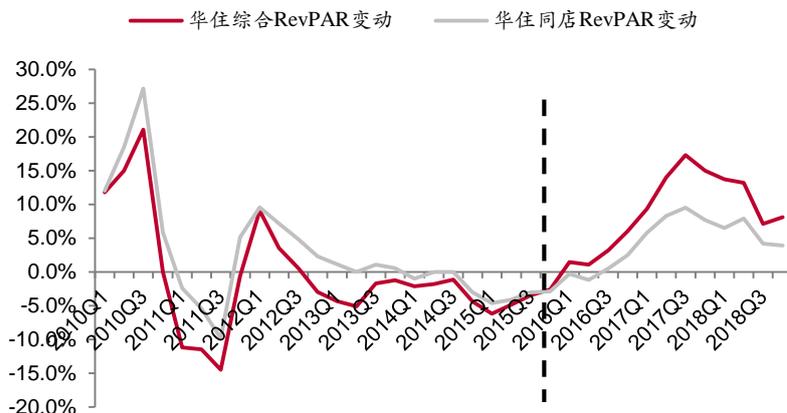
图表 7：出租率和平均房价周期性联动关系



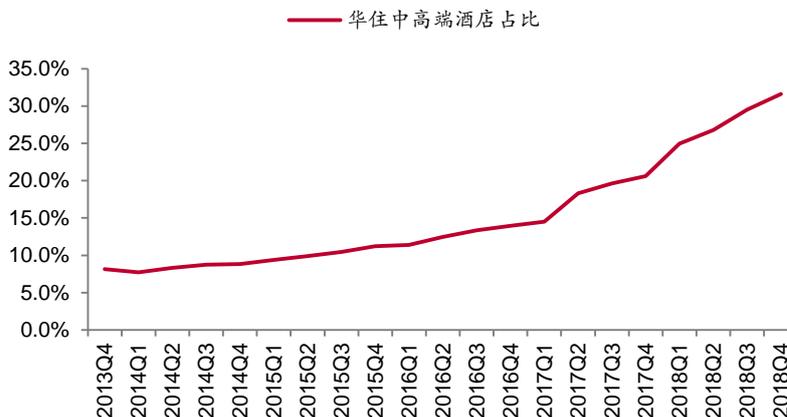
来源：中泰证券研究所

结构优化令 RevPAR 波动向上

- 运营 18 个月以上同店 RevPAR 与综合 RevPAR 计算同比增速时相比主要包含两个维度的差异：（1）同店 RevPAR 剔除结构调整带来的影响；（2）同店 RevPAR 剔除新增酒店（18 个月以内）处于培育期的影响。从华住近 8 年的数据来看，15Q4 之前，同店 RevPAR 增速是优于综合 RevPAR 的，实际上是由于中高端酒店占比仍较低（不足 10%），对于 RevPAR 的拉动作用弱于新增酒店对 RevPAR 的下拉；15Q4 之后，随着中高端酒店加速扩张，结构优化带来的 RevPAR 提升已强于扩张对 RevPAR 的影响，综合 RevPAR 增速高出同店 RevPAR 个位数百分比。
- 若不存在结构优化，出租率和平均房价的周期性变动会带来 RevPAR 随之变动，即会产生 RevPAR 增速为负（即 RevPAR 下滑）的情况。在叠加结构优化的情况下，RevPAR 依旧会周期性波动，但很可能是波动向上的格局，即 RevPAR 增速一直为正。
- 海外酒店集团中高端占比在 70% 左右，而我国酒店集团中高端占比仅在 30% 左右，提升空间巨大，因此结构优化带动 RevPAR 波动向上的逻辑具有合理性和持续性。

图表 8: 华住综合 RevPAR 和运营 18 个月以上同店 RevPAR 增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9: 华住中高端酒店数量占比


来源：公司公告，中泰证券研究所

扩张带来的业绩弹性

- 对于酒店集团来说，价主要看 RevPAR 的变动，量则主要看扩张的进展。截至 17 年末，连锁酒店集团 CR10 约为 67%，虽然连锁酒店的集中度不低，但我国酒店行业整体的连锁化率仍较低，目前经济型和中端酒店的连锁化率在 20% 左右，意味着尚有大量的单体酒店有待整合，对标美国酒店连锁化率约 70% 提升空间巨大，因此连锁化率提高支撑酒店集团的扩张逻辑。

图表 10: 我国经济型和中端酒店连锁化率为 20% 左右

	酒店类住宿业客房数 (万间)	连锁酒店客房数 (万间)	连锁化率
经济型	1038.70	200.97	19.3%
中端	214.33	40.33	18.8%

来源：盈蝶咨询，中泰证券研究所

- **加盟酒店相比单体酒店具有更好的盈利能力，是连锁化率提升的根本动力。**分别以 100 间客房的单体经济型酒店和加盟经济型酒店为例，由于单体酒店的出租率和平均房价较低，且对 OTA 较为依赖，因此盈利能力较差，我们估算净利率在-2.4%左右；加盟酒店虽然前期投入（装修+初始加盟费）相对较高，但出租率和平均房价较高，并且利用中央渠道减少对于 OTA 的依赖，我们估算净利率可达 16.8%。

图表 11: 单体和连锁经济型酒店财务模型测算

单体经济型酒店		连锁经济型酒店	
假设			
房间数	100	房间数	100
装修费用 (万元/间)	3	装修费用 (万元/间)	6
建筑面积 (平米)	2500	建筑面积 (平米)	2500
租金 (元/平米·天)	1.5	租金 (元/平米·天)	1.5
人员数量	33	人员数量	33
人员平均工资 (元/月)	3000	人员平均工资 (元/月)	3000
出租率	65%	出租率	80%
平均房价	150	平均房价	200
非房费收入/房费收入	5%	非房费收入/房费收入	5%
折旧摊销年限	10	折旧摊销年限	10
能源费用率	6%	能源费用率	6%
耗材费用率	9%	耗材费用率	9%
OTA 佣金率	15%	首次加盟费 (元/间)	3000
OTA 占比	80%	持续加盟费率	5%
		PMS 初装费 (万元)	1
		PMS 使用费 (元/月)	1000
		中央渠道费率	5%
		中央渠道占比	55%
		OTA 佣金率	15%
		OTA 占比	25%
测算			
收入		收入	
房费收入	356	房费收入	584
非房费收入	18	非房费收入	29
收入总计	374	收入总计	613
租金	137	租金	137
人工成本	119	人工成本	119
折旧摊销	30	折旧摊销	63
能源	21	首次加盟费摊销	3
耗材	34	PMS 初装费摊销	0
销售费用	43	装修折旧	60
税前利润	(9)	持续加盟费	29
所得税	0	PMS 使用费	1
净利润	(9)	能源	34
净利率	-2.38%	耗材	55
		销售费用	38
		税前利润	137
		所得税	34
		净利润	103
		净利率	16.77%

来源: 中泰证券研究所

直营酒店扩张的业绩弹性

- **新增一家直营中端酒店边际可贡献 250+万净利润。** 分别以 100 间客房的直营经济型酒店和直营中端酒店为例，中端酒店平均房价很好的覆盖较高的前期投入和租金等，无论在利润规模和盈利能力方面都存在优势，根据我们的测算，直营经济型和中端酒店边际净利润分别可达 111/209 万元，净利率可达 18.2%/20.3%。

图表 12: 新增直营经济型和中端酒店财务模型测算

	直营经济型酒店		直营中端酒店
		假设	
房间数	100	房间数	100
装修费用 (万元/间)	6	装修费用 (万元/间)	10
建筑面积 (平米)	3000	建筑面积 (平米)	5000
租金 (元/平米·天)	1.6	租金 (元/平米·天)	1.6
人员数量	33	人员数量	40
人员平均工资 (元/月)	3000	人员平均工资 (元/月)	3500
出租率	80%	出租率	80%
平均房价	200	平均房价	320
非房费收入/房费收入	5%	非房费收入/房费收入	10%
折旧摊销年限	10	折旧摊销年限	10
能源费用率	5.5%	能源费用率	6.0%
耗材费用率	9%	耗材费用率	9%
OTA 佣金率	15%	OTA 佣金率	15%
OTA 占比	25%	OTA 占比	25%
		测算	
收入		收入	
房费收入	584	房费收入	934
非房费收入	29	非房费收入	93
收入总计	613	收入总计	1028
租金	175	租金	292
人工成本	119	人工成本	168
折旧摊销	60	折旧摊销	100
能源	34	能源	62
耗材	55	耗材	93
销售费用	22	销售费用	35
税前利润	148	税前利润	279
所得税	37	所得税	70
净利润	111	净利润	209
净利率	18.15%	净利率	20.33%

来源：中泰证券研究所

加盟酒店扩张的业绩弹性

- **新增一家加盟经济型/中端酒店边际贡献净利润 15+/30+万净利润。**加盟收入主要为初始加盟费、持续加盟费及其他费用（PMS 使用费、中央渠道费），初始加盟费是一次性收入，后续主要是依靠收取持续加盟费和其他费用，因此我们在测算过程中省略初始加盟费。假设经济型/中端酒店的持续加盟费分别为 5%/6%，净利率为 40%，测算可得加盟经济型和加盟中端酒店边际分别贡献净利润为 18.6/33.9 万元的净利润。

图表 13: 新增加盟经济型和中端酒店财务模型测算

加盟经济型酒店		加盟中端酒店	
假设			
房间数	100	房间数	100
出租率	80%	出租率	80%
平均房价	200	平均房价	320
持续加盟费率	5%	持续加盟费率	6%
PMS 使用费 (元/月)	1000	PMS 使用费 (元/月)	2500
中央渠道费率	5%	中央渠道费率	5%
中央渠道占比	55%	中央渠道占比	55%
净利率	40%	净利率	40%
测算			
收入		收入	
持续加盟费	29.2	持续加盟费	56.1
PMS 使用费	1.2	PMS 使用费	3.0
中央渠道费	16.1	中央渠道费	25.7
收入总计	46.5	收入总计	84.8
净利润	18.6	净利润	33.9

来源：中泰证券研究所

三家酒店集团实际利润弹性测算

- 由于三家酒店集团直营数量相对稳定，主要增量来自加盟酒店，因此我们主要测算加盟数量提升带来的业绩增量。根据开店计划及历史情况，假设锦江/首旅/华住 19 年分别净增 900/300/800 家加盟酒店，平局分布在全年开业，边际净利率 40%，根据 18 年单加盟酒店的收入来测算（首旅按照 17 年数据叠加 20%增速模拟），锦江/首旅/华住 19 年的利润增量约为 1.82/0.38/1.22 亿元。

图表 14: 锦江、首旅、华住新增加盟酒店对 19 年业绩贡献测算

	加盟收入 (亿元)		加权加盟酒店数		单加盟酒店收入 (亿元)		假设单加盟酒店收入 (万元)	边际净利率	假设 19 年加盟酒店增量	19 年利润增量 (亿元)
	2017	2018	2017	2018	2017	2018				
锦江	32	51	4229	5024	76	101	101	40%	900	1.82
首旅	13		2427		53		64	40%	300	0.38
华住	19	25	2860	3303	65	77	77	40%	800	1.22

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 加权加盟酒店数为当年末和上年末加盟酒店的平均数。

RevPAR 变动带来的业绩弹性

直营酒店 RevPAR: 净利润弹性约 1:3~4

- RevPAR 提升 1%，直营酒店净利润同增 3~4%。** 由于酒店费用的成本和费用相对固化，RevPAR 提升不仅带动收入增长，同时还带动利润率提升，因此净利润的涨幅将高于 RevPAR 的涨幅。同样以 100 间客房的酒店为例，RevPAR 提升 1% 为直营经济型和中端分别带来 3.01%/2.56% 的业绩弹性。规律为直营酒店的净利率越低，RevPAR 提升带来的业绩弹性越大。

图表 15: RevPAR 变动为直营经济型和中端酒店带来的业绩弹性

	直营经济型酒店		直营中端酒店	
	基准	RevPAR 提升 1%	基准	RevPAR 提升 1%
收入			收入	
房费收入	584	590	房费收入	934
非房费收入	29	29	非房费收入	93
收入总计	613	619	收入总计	1028
租金	175	175	租金	292
人工成本	119	119	人工成本	168
折旧摊销	60	60	折旧摊销	100
能源	34	34	能源	62
耗材	55	55	耗材	93
销售费用	22	22	销售费用	35
税前利润	148	154	税前利润	279
所得税	37	39	所得税	70
净利润	111	116	净利润	209
净利率	18.15%	18.66%	净利率	20.33%
净利润涨幅	-	3.79%	净利润涨幅	-

来源: 中泰证券研究所

加盟酒店 RevPAR: 净利润弹性约 1:1

- **RevPAR 提升 1%，加盟酒店净利润同增约 1%。** 加盟酒店收入以持续加盟费和中央渠道费为主，持续加盟费一般为加盟酒店客房收入的 5~6%；中央渠道费部分为成交房价的一定比例，部分为固定费率（即 x 元/间夜），因此持续加盟费和部分中央渠道费会伴随加盟酒店 RevPAR 的变动而变动。同样以 100 间客房的酒店为例，RevPAR 提升 1% 为加盟经济型和中端分别带来 0.97%/0.96% 的业绩弹性。

图表 16: RevPAR 变动为加盟经济型和中端酒店带来的业绩弹性

加盟经济型酒店			加盟中端酒店		
	基准	RevPAR 提升 1%		基准	RevPAR 提升 1%
收入			收入		
持续加盟费	29.2	29.5	持续加盟费	56.1	56.6
PMS 使用费	1.2	1.2	PMS 使用费	3.0	3.0
中央渠道费	16.1	16.2	中央渠道费	25.7	26.0
收入总计	46.5	46.9	收入总计	84.8	85.6
净利润	18.6	18.8	净利润	33.9	34.2
净利润增幅	-	0.97%	净利润增幅	-	0.96%

来源：中泰证券研究所

- **直营酒店对 RevPAR 变动的弹性更加明显，约为 1:3~1:4 在 RevPAR 上行时直营比例高、直营净利率低的酒店集团将享有更大的业绩弹性，加盟酒店对 RevPAR 变动的弹性较小，约为 1:1，在 RevPAR 下行时加盟比例高的酒店集团业绩承压较小。**

三家酒店集团实际利润弹性测算

- 由于三家酒店集团在业务构成（锦江：境内酒店+境外酒店+食品餐饮；首旅：酒店+景区；华住：酒店）、直营加盟比重、利润率均存在差异，因此并非上述通例的简单加总，因此我们分别测算 RevPAR 提升 1% 为三家酒店集团带来的业绩弹性。
- 直营业务方面，若 RevPAR 提升 1%，从 17 年的数据看，锦江和华住的业绩弹性接近 4%，首旅的业绩弹性约 6.7%，主要与首旅直营占比较高有关；从 18 年的数据看，随着直营占比的下降，锦江的业绩弹性降至 3%，华住非经营因素造成净利率下滑，因而业绩弹性反而增至 7%。

图表 17: 锦江、首旅、华住直营酒店 RevPAR 提升带来的业绩弹性

	直营客房收入 (亿元)		公司净利润 (亿元)		实际所得税率	RevPAR+1%带来收入增量		RevPAR+1%带来利润增量		RevPAR+1%带来利润弹性	
	2017	2018	2017	2018		2017	2018	2017	2018	2017	2018
锦江 (境内)	55.4	54.3	9.9	12.3	30%	0.55	0.54	0.39	0.38	3.92%	3.10%
首旅	62.9		6.6		30%	0.63		0.44		6.68%	
华住	64.2	74.6	12.3	7.3	30%	0.64	0.75	0.45	0.52	3.66%	7.18%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 加盟业务方面, 若 RevPAR 提升 1%, 三家酒店集团的业绩弹性都在 1% 左右, 18 年华住比较特殊, 利润率下滑造成业绩弹性增至 2.4%。

图表 18: 锦江、首旅、华住加盟酒店 RevPAR 提升带来的业绩弹性

	加盟客房收入 (亿元)		加盟收入 (亿元)		综合加盟费率		公司净利润 (亿元)		实际所得税率	RevPAR+1%带来加盟收入增量		RevPAR+1%带来利润增量		RevPAR+1%带来利润弹性	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018		2017	2018	2017	2018	2017	2018
锦江 (境内)	220	281	15.1	18.4	6.9%	6.5%	9.9	12.3	30%	0.15	0.18	0.11	0.13	1.1%	1.0%
首旅	153		13.0		8.4%		6.6		30%	0.13		0.09	0.00	1.4%	
华住	169	212	18.5	25.3	10.9%	11.9%	12.3	7.27	30%	0.19	0.25	0.13	0.18	1.1%	2.4%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 为了增强数据对比性, 锦江境内的加盟收入仅考虑首次加盟费和持续加盟费。

相关个股

锦江股份

- 公司 2015~16 年先后完成对卢浮、铂涛、维也纳酒店集团的并购, 成为国内规模最大的酒店集团, 截至 19 年 2 月末, 开业酒店数达 7559 家 (境内 6294 家、境外 1265 家)、客房数达 74.73 万间, 19 年加速扩张, 预计开业 900 家。以客房数计中端占比 43%, 预计结构改善带来的 RevPAR 提升趋势仍将持续。集团“一中心三平台”建设有望实现内部整合提效, 降低费用率, 推动净利率提升。预计 2019-21 年 EPS 分别为 1.30/1.49/1.66 元/股, 当前股价对应 19/20/21 年估值为 23/20/18 倍, 维持“买入”评级。

首旅酒店

- 16 年私有化收购经济型连锁酒店龙头如家集团 100% 股权, 截至 18Q3, 开业酒店数达 3858 家 (如家系 3073 家、首旅系 155 家)、房间数 38.73 万间, 是我国排名第三的酒店集团。目前直营占比约 24%, 在酒店 RevPAR 提升的阶段有望释放更高的业绩弹性。中高端占比约 17%,

相比同行仍有较大的提升空间，无论是携手凯悦，还是股权激励都体现了公司加强中高端布局的动能。预计 2018~20 年归母净利润为 8.7/10.1/11.4 亿元，同增 37.3%/17.1%/12.2%，EPS 为 1.06/1.24/1.40 元/股，当前股价对应 19/20 年估值为 18/16 倍，维持“买入”评级。

华住（HTHT）

- 经过内生、与雅高战略合作、收购桔子水晶等多种方式，不断拓展品牌系列，目前旗下拥有华住、雅高、桔子水晶三大系列十几个酒店品牌。截至 18Q4，开业酒店数达 4230 家、客房数 42.27 万间。19 年开店指引 800~900 家中 75% 为中高端酒店，结构性改善有望持续带动整体 RevPAR 提升。同时公司民营体制灵活，管理效率较高，成本端优势明显。

风险提示

- 宏观经济增速下行，酒店行业整体需求欠佳；地区突发性事件对当地旅游业务的负面影响。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。