2016.04.04

全国星级酒店整体持续下滑 京沪表现依旧良好

——酒店月报【1&2 月】

	刘越男（分析师）	王毅成（研究助理）
	021-38674930	021-38676720
	liuyuenan@gtjas.com	wangyicheng@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880115060031

本报告导读:

每月，全面解读星级和经济型酒店的运营情况。(一)星级酒店，比较维度：入住率房价，成本率，收入增速及构成。四大分类：①全国星级酒店\五星酒店②国内\国际\自行管理③城市综合\城市商务\会议会展\休闲度假④北京\上海。(二)经济型酒店行业动态，研究标的：锦江之星\7 天\如家\汉庭。研究指标：入住率\房价\开店数量。

摘要:

- **酒店行业观点：2016 年 1&2 月星级酒店出租率继续上升，平均房价下滑拖累 RevPAR 同比下降，五星级酒店出租率上升，平均房价和 RevPAR 持续下滑。北京、上海星级整体表现依旧良好：北京星级房价大幅上升，出租率略有下滑，RevPAR 同比上升；上海星级出租率、平均房价及 RevPAR 同比上升。锦江有限服务型房价继续回升，出租率、RevPAR 继续下跌。考虑经济和政策环境对于星级酒店的负面抑制依然存在，维持酒店行业整体“中性”评级，细分有限服务酒店业“增持”评级：**①1&2 月全国星级出租率同比+0.9 个点，房价-4.0%，RevPAR -6.1%，整体有所下滑；五星级降幅扩大，出租率+0.7 个点，房价-6.5%，RevPAR-8.7%。②1&2 月锦江有限服务型出租率-0.9 个点，房价+1.3%，RevPAR-0.2%，降幅收窄，整体继续下滑。
- **2016 年 1&2 月全国星级酒店：1&2 月星级整体有所下滑，五星级指标降幅扩大。**
  （1）星级：房价持续下滑。绝对值(同比)：出租率 51.6%(+0.9 个点)，房价 389 元(-3.95%)，RevPAR202 元 (-6.06%)；餐饮收入占比 43.95% (-3.61 个点)，人工成本率 28.11% (-5.8 个点)。
  （2）五星级：出租率略有回升，房价、RevPAR 持续下降。出租率 51.7% (+0.7 个点)，房价 576 元(-6.5%)，RevPAR298 元(-8.7%)；餐饮收入占比 44.2%(-1.2 个点)，人工成本率 29.5%(-5.3 个点)。
  （3）功能类型：1&2 月城市综合、会议会展型酒店出租率同比增长，休闲度假型酒店出租率同比下降，其中会议会展型出租率同比升幅最大。出租率：休闲度假型 45.59% (-0.82 个点)，城市综合型 51.94% (+2.12 个点)，会议会展型 54.61% (+12.13 个点)。
- **1&2 月重点区域星级酒店：北京星级整体表现良好，上海较为稳定。**
  （1）北京：星级出租率同比略有下滑，平均房价、RevPAR 同比均有大幅提升。①星级出租率 46.7% (-0.5 个点)，房价 602 元 (+10.7%)，RevPAR281 元(+9.5%)，收入 36.5 亿(+3.5%)。②五星级出租率 51.5%（+1.0 个点)，房价 857 元(-1.5%)，RevPAR441 元（+0.4%)，收入 16.9 亿 (+9.2%)。
  （2）上海：RevPAR 同比持续上升。①星级出租率 54.3%（+1.4 个点)，房价 652 元(+3.0%)，RevPAR354 元(+5.7%)。②五星级出租率 56.8% (+3.4 个点)，房价 882 元(-0.9%)，RevPAR501 元(+5.4%)。
- **1&2 月有限服务酒店：锦江经济型房价增速回落， RevPAR 降幅有所扩大。**①国内：出租率 66.4%/-2.2 个点；房价 177.3 元/+1.8%；RevPAR117.7 元/-1.4%，净开业 12 家。②海外(环比)：出租率 52.7%(-1.1 个点)，房价 57.9 欧元(-3.5%)，RevPAR30.5 欧元(-4.7%)。

评级: 增持

上次评级: 增持

细分行业评级

餐饮	中性
酒店	中性
旅游景点和旅行社	增持
其他旅游	增持

相关报告

旅游业:《景区股：被忽视的高业绩弹性板块》 2016.03.28

旅游业:《召唤防御术时，社服板块的操作指南》 2016.03.13

旅游业:《布局资源 放眼流量》 2016.03.09

旅游业:《2 月出境增速略回落，3-5 月热门目的地再爆棚》 2016.03.08

旅游业:《布局资源、放眼流量》 2016.02.29

目 录

1. 全国：1&2 月星级整体继续下滑，五星级降幅有所扩大 4
1.1. 全国星级酒店 1&2 月：出租率同比继续上升，平均房价下滑拖累 RevPAR 同比下降 ，整体表现有所下滑 4
1.2. 全国样本五星酒店 1&2 月：出租率略有上升、房价降幅扩大导致 RevPAR 持续下滑 5
1.3. 不同管理方式酒店经营情况的比较分析 6
1.4. 不同功能类型酒店的经营情况比较分析 9
2. 重点区域星级：1&2 月北京整体表现良好，上海较为稳定 11
2.1. 北京：出租率同比下降、平均房价上涨带动 RevPAR 大涨 11
2.2. 上海：业绩持续向好，出租率略有下滑，平均房价及 RevPAR 均同比持续提升 12
3. 有限服务酒店：1&2 月锦江房价增速有所回落， RevPAR 降幅有所扩大，整体景气继续下滑 14

图表目录

图 1：1&2 月全国星级酒店出租率同比增速为 0.9 个点 4
图 2：1&2 月全国星级酒店平均房价持续下滑 4
图 3：1&2 月全国星级酒店 RevPAR 同比下降 4
图 4：1&2 月星级酒店客房收入比重同比上升，餐饮下滑 4
图 5：1&2 月全国星级酒店人工成本率同比持续下降 5
图 6：1&2 月全国星级酒店员工平均月薪同比下降 1.24% 5
图 7：1&2 月五星级酒店出租率同比上升 0.7 个百分点 5
图 8：1&2 月五星级酒店平均房价同比下滑幅度扩大 5
图 9：1&2 月五星级酒店 RevPAR 持续下滑 6
图 10：1&2 月五星级客房收入、餐饮收入比重略有下滑 6
图 11：1&2 月五星级酒店人工成本率同比降幅扩大 6
图 12：1&2 月五星级酒店员工平均月薪同比增长 6
图 13：1&2 月不同管理方式酒店主要经营指标 7
图 14：1&2 月自行管理酒店平均房价降幅扩大 7
图 15：1&2 月国内管理类酒店出租率同比上升 7
图 16：1&2 月国际管理酒店 RevPAR 同比大幅下滑 7
图 17：1&2 月出租率国内管理>国际管理>自行管理 7
图 18：1&2 月自行管理类酒店平均房价同比降幅较大 7
图 19：1&2 月自行管理酒店 RevPAR 同比降幅较大 8
图 20：1&2 月国际管理酒店餐饮收入比重下降幅度最大 8
图 21：1&2 月不同管理方式酒店收入构成 8
图 22：1&2 月自行管理酒店餐饮收入占比同降 1.9 个点 8
图 23：1&2 月国内管理酒店客房收入占比下降 9
图 24：1&2 月国际管理酒店客房收入占比同比上涨 9
图 25：1&2 月城市综合型酒店占比大幅提升 9
图 26：1&2 月休闲度假型酒店平均房价最高 9
图 27：1&2 月城市综合酒店 RevPAR 同比下降 2.03% 10

图 28：1&2 月城市综合酒店客房收入占比有所上升.....10
图 29：1&2 月会议会展酒店 RevPAR 同比上升 39.57%.....10
图 30：1&2 月会议会展酒店餐饮收入比重同比上升.....10
图 31：1&2 月休闲度假酒店 RevPAR 同比下降 20.07%.....10
图 32：1&2 月休闲度假酒店客房、餐饮收入占比均下滑.....10
图 33：1&2 月北京星级酒店出租率同比下降 0.5 个点.....11
图 34：1&2 月北京星级酒店平均房价同比上升 10.7%.....11
图 35：1&2 月北京星级酒店 RevPAR 同增 9.5%.....11
图 36：1&2 月北京星级酒店收入同增 3.5%.....11
图 37：1&2 月北京五星酒店出租率同比上升 1.0 个点.....12
图 38：1&2 月北京五星酒店房价同比下降 1.5%.....12
图 39：1&2 月北京五星酒店 RevPAR 同比上涨 0.4%.....12
图 40：1&2 月北京五星酒店收入同比增加 9.2%.....12
图 41：1&2 月上海星级酒店出租率同比上升 1.4 个点.....13
图 42：1&2 月上海五星酒店出租率同比上升 3.4 个点.....13
图 43：1&2 月上海星级酒店平均房价同比上升 3.0%.....13
图 44：1&2 月上海五星酒店平均房价同比下降 0.9%.....13
图 45：1&2 月上海星级酒店 RevPAR 同比上升 5.7%.....13
图 46：1&2 月上海五星酒店 RevPAR 同比上升 3.4%.....13
图 47：锦江经济型酒店 1&2 月出租率同比下降 2.2 个点.....14
图 48：锦江经济型酒店 1&2 月平均房价同比增长 1.8%.....14
图 49：锦江经济型酒店 1&2 月 RevPAR 同比下降 1.4%.....14
图 50：锦江经济型酒店 1&2 月新开门店 12 家.....14

表 1：酒店类上市公司业绩预测与估值对比（2016/4/1）.....15

1. 全国：1&2 月星级整体继续下滑，五星级降幅有所扩大

1.1. 全国星级酒店 1&2 月：出租率同比继续上升，平均房价下滑拖累 RevPAR 同比下降 ，整体表现有所下滑

2016 年 1&2 月全国星级酒店出租率继续上升，平均房价持续同比下滑拖累 RevPAR 同比下降。

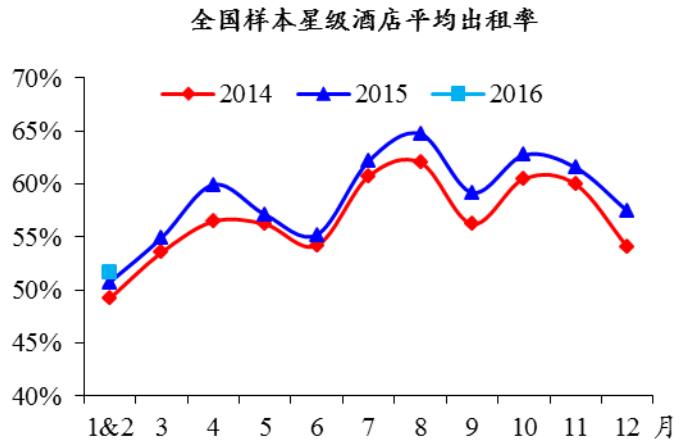
- 平均出租率 51.6%，同比+0.9 个点，环比-5.8 个点；
- 平均房价 389 元，同比-3.95%，环比+5.99%；
- RevPAR 202 元，同比-6.06%，环比-4.05%。

1&2 月餐饮收入比重同比下降、客房收入比重同比提升。

- 餐饮收入占比为 43.95%，同比-3.61 个点，环比+3.18 个点；
- 客房收入占比为 41.24%，同比+4.61 个点，环比-2.72 个点。

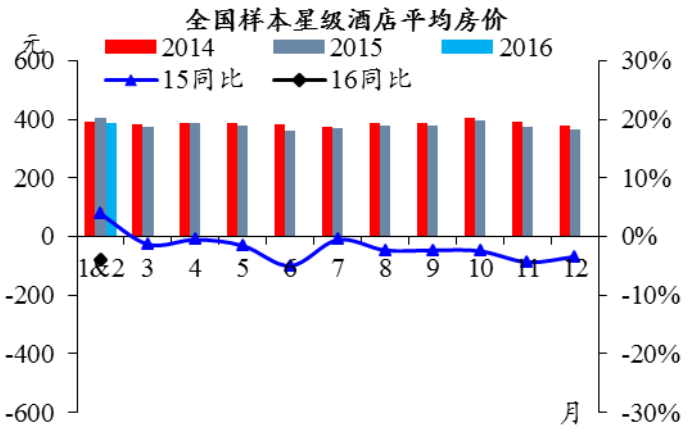
人工成本率同比持续下滑。人工成本率 28.11%，同比-5.8 个点，环比-9.49 个点；员工平均月薪 2769 元，同比-1.24%，环比+1.16%。

图 1：1&2 月全国星级酒店出租率同比增速为 0.9 个点



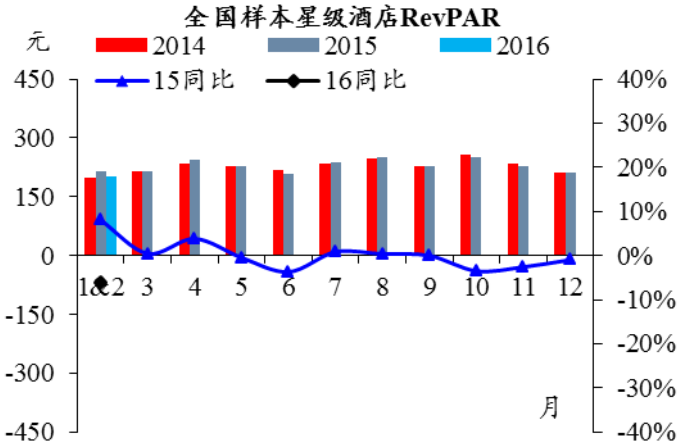
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 2：1&2 月全国星级酒店平均房价持续下滑



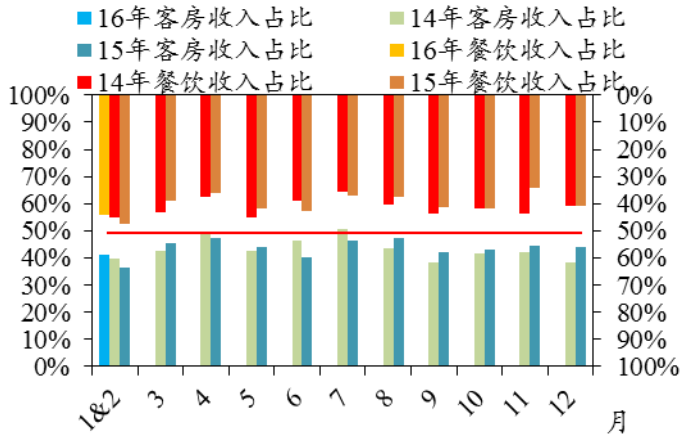
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 3：1&2 月全国星级酒店 RevPAR 同比下降



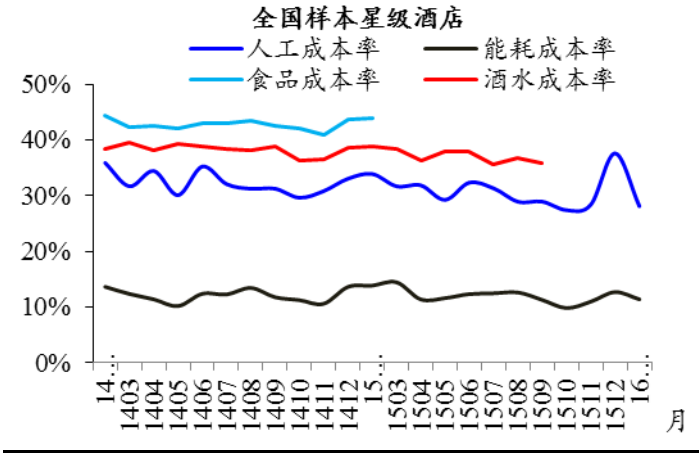
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 4：1&2 月星级酒店客房收入比重同比上升，餐饮下滑



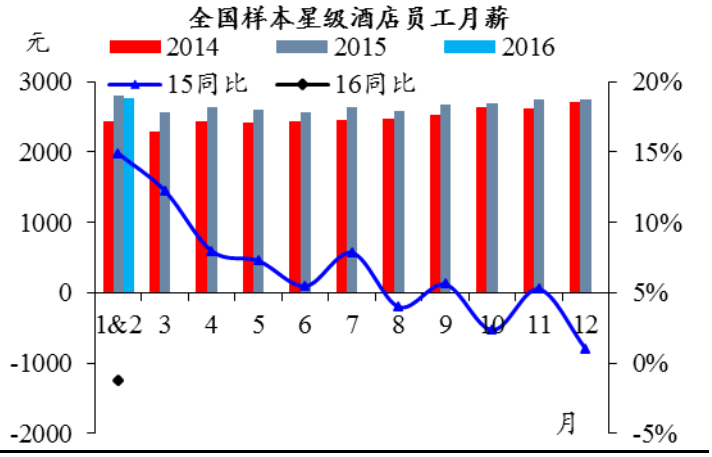
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 5：1&2 月全国星级酒店人工成本率同比持续下降



数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 6：1&2 月全国星级酒店员工平均月薪同比下降 1.24%



数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

1.2. 全国样本五星酒店 1&2 月：出租率略有上升、房价降幅扩大导致 RevPAR 持续下滑

2016 年 1&2 月全国五星级酒店出租率同比略有上升，平均房价降幅较大， RevPAR 也持续下滑

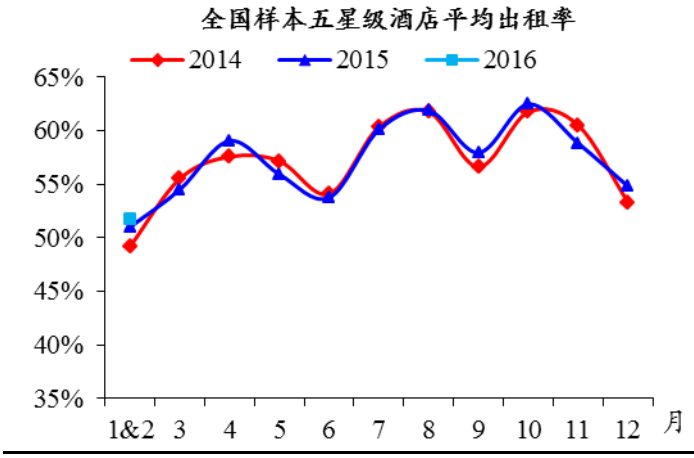
- 平均出租率 51.7%，同比+0.7 个点，环比-3.1 个点；
- 平均房价 576 元，同比-6.5%，环比-6.67%；
- RevPAR 298 元，同比-8.7%，环比+0.5%。

1&2 月全国五星级酒店餐饮收入比重、客房收入比重同比均略微下降。

- 餐饮收入占比 44.2%，同比-1.2 个点，环比+0.0 个点。
- 客房收入占比 40.1%，同比-1.2 个点，环比+0.6 个点。

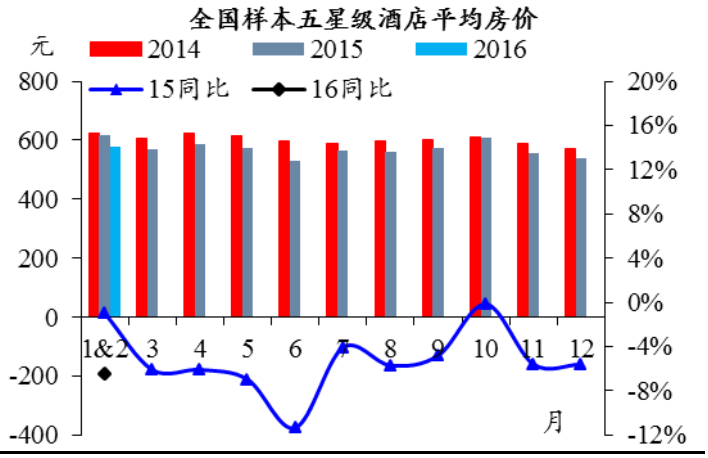
1&2 月人工成本率同比降幅扩大。人工成本率 29.5%，同比-5.3 个点，环比+1.8 个点；员工平均月薪 3159 元，同比+3.0%、环比-2.0%。

图 7：1&2 月五星级酒店出租率同比上升 0.7 个百分点



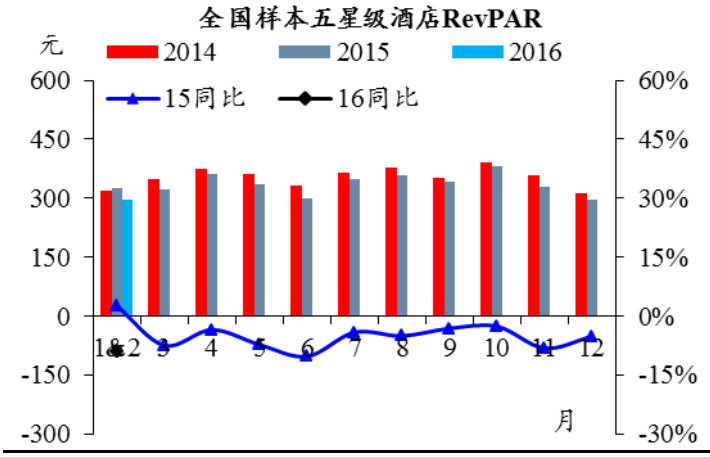
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 8：1&2 月五星级酒店平均房价同比下滑幅度扩大



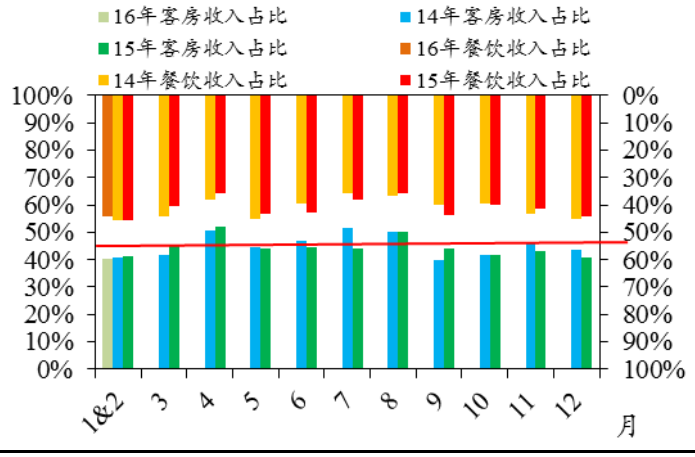
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 9：1&2 月五星级酒店 RevPAR 持续下滑



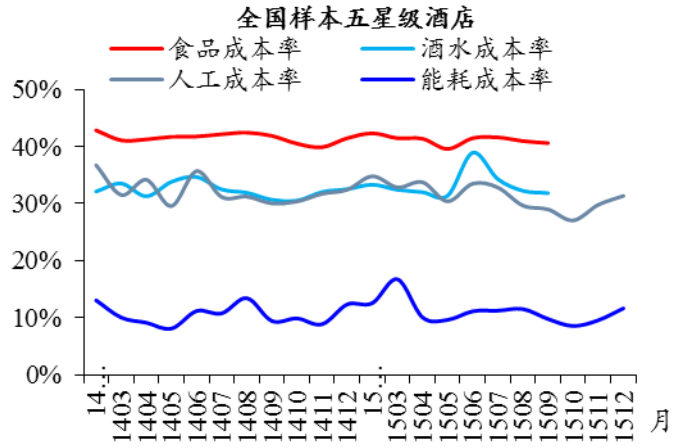
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 10：1&2 月五星级客房收入、餐饮收入比重略有下滑



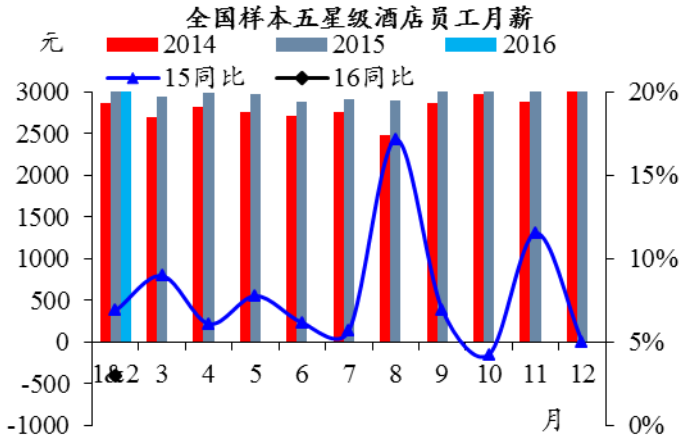
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 11：1&2 月五星级酒店人工成本率同比降幅扩大



数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 12：1&2 月五星级酒店员工平均月薪同比增长



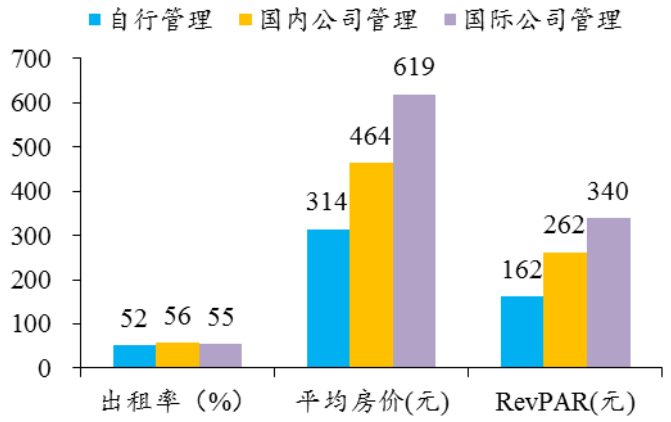
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

1.3. 不同管理方式酒店经营情况的比较分析

2016 年 1&2 月，样本星级酒店中自行管理类比重 62.55%，国内管理类比重 30.09%，国际管理类比重 7.36%。下面对不同管理类型酒店进行比较分析。

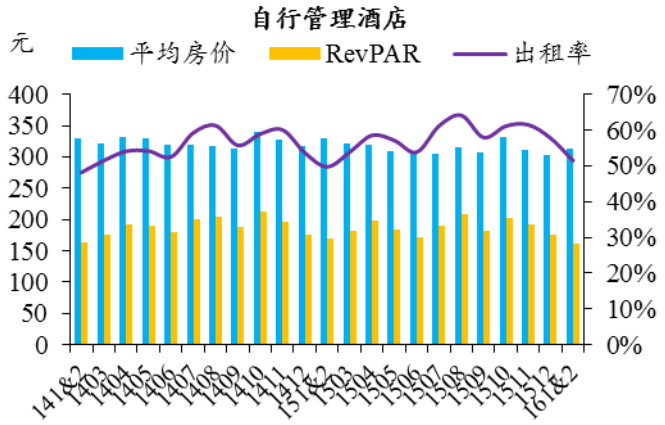
- **自行管理类酒店出租率同比上升，房价、RevPAR 同比继续下滑：**1&2 月出租率 51.5%，同比+1.7 个点，环比-6.3 个点；平均房价 314 元，同比-4.6%，环比+3.6%；RevPAR162 元，同比-4.7%，环比-7.4%。
- **国内管理类酒店出租率、房价和 RevPAR 同比均上升：**1&2 月出租率 56.4%，同比+3.7 个点，环比-2.9 个点；平均房价为 464 元，同比+2.3%，环比+9.2%；RevPAR 为 262 元，同比+7.4%，环比+4.0%。
- **国际管理类酒店出租率、RevPAR 同比下滑，平均房价同比略有上升：**1&2 月出租率 54.7%，同比-1.0 个点，环比-5.0 个点；平均房价 619 元，同比+1.1%，环比+2.6%；RevPAR 为 340 元，同比-2.0%，环比-5.4%。

图 13：1&2 月不同管理方式酒店主要经营指标



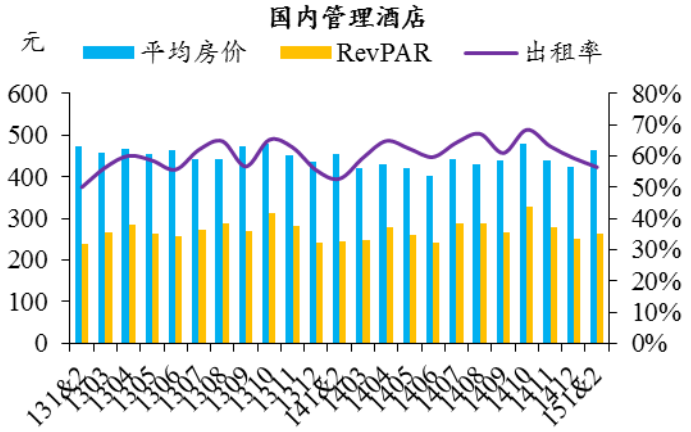
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 14：1&2 月自行管理酒店平均房价降幅扩大



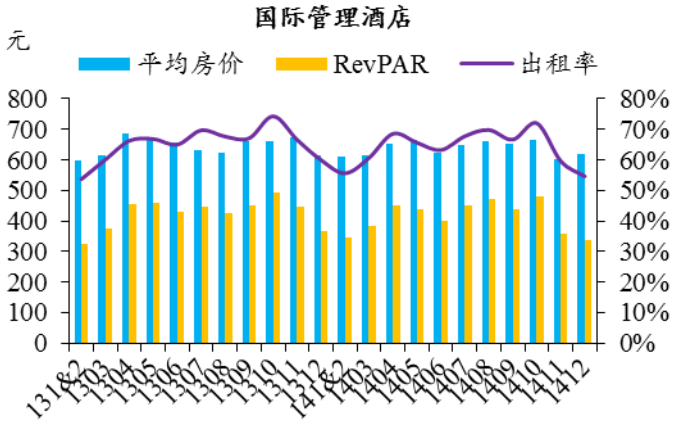
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 15：1&2 月国内管理类酒店出租率同比上升



数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

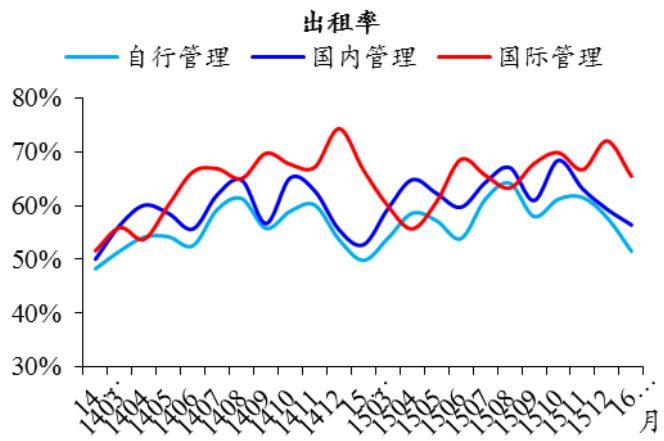
图 16：1&2 月国际管理酒店 RevPAR 同比大幅下滑



数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

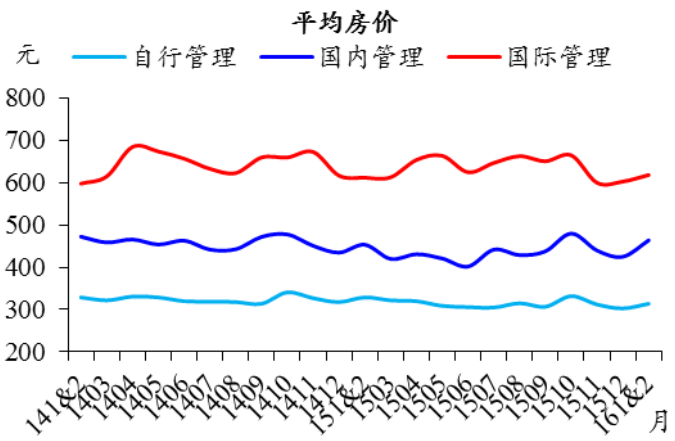
1&2 月，三类酒店中国际管理类酒店出租率仍然最高，但其平均房价及 RevPAR 同比降幅也最大。

图 17：1&2 月出租率国内管理>国际管理>自行管理



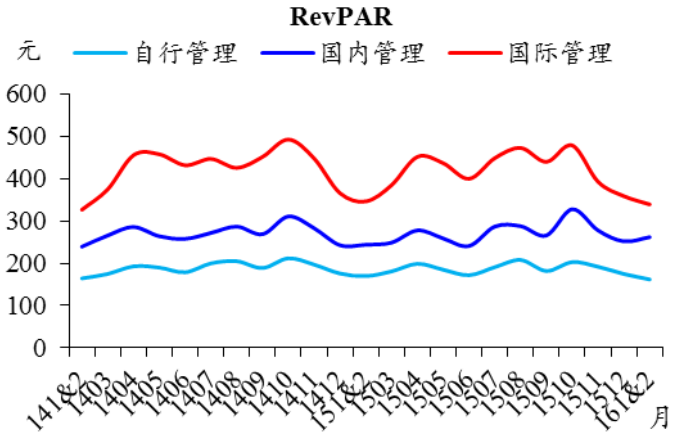
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 18：1&2 月自行管理类酒店平均房价同比降幅较大



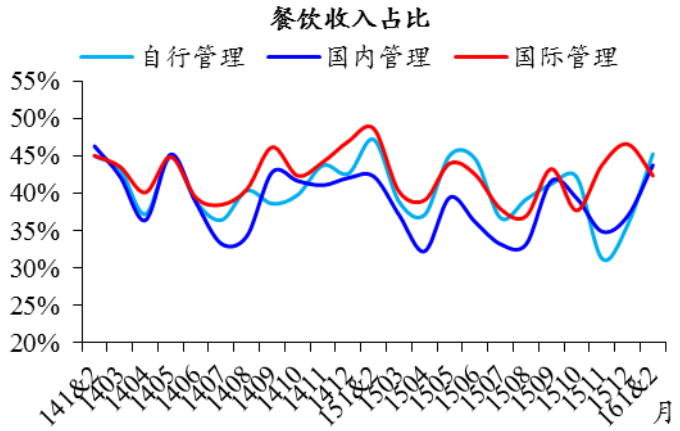
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 19：1&2 月自行管理酒店 RevPAR 同比降幅较大



数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 20：1&2 月国际管理酒店餐饮收入比重下降幅度最大



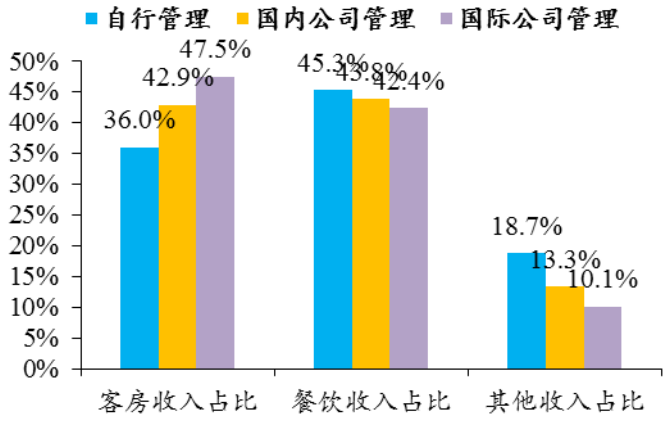
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

2. 收入构成对比

自行管理酒店客房收入比重同比略有上升，国内管理酒店客房收入比重有所下降、国际管理酒店客房收入比重大幅上升；自行管理酒店餐饮收入比重同比有所下降，国内管理酒店餐饮收入同比有所上升，国际管理酒店餐饮收入比重同比大幅下降。

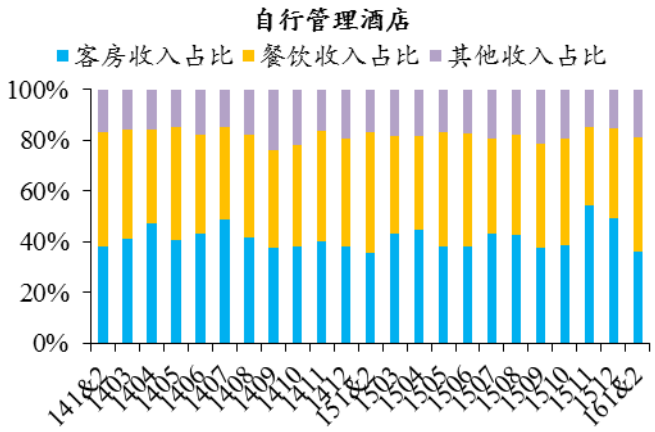
- **自行管理类酒店**客房收入占比 36.0%，同比+0.6 个点；餐饮收入占比 45.3%，同比-1.9 个点；
- **国内管理类酒店**客房收入占比 42.9%，同比-2.4 个点；餐饮收入占比 43.8%，同比+1.5 个点；
- **国际管理类酒店**客房收入占比 47.5%，同比+7.8 个点；餐饮收入占比 42.4%，同比-6.3 个点。

图 21：1&2 月不同管理方式酒店收入构成



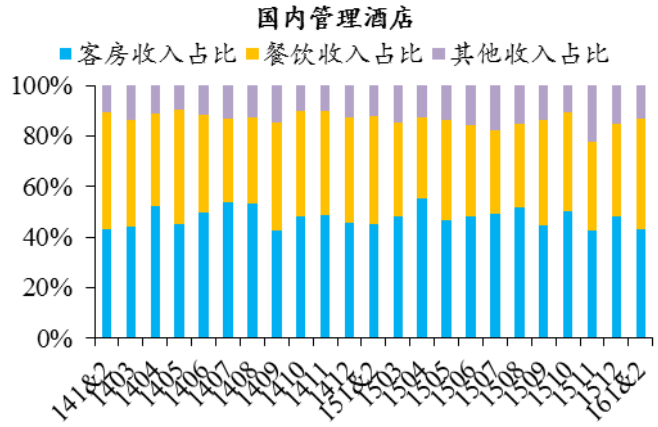
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 22：1&2 月自行管理酒店餐饮收入占比同降 1.9 个点



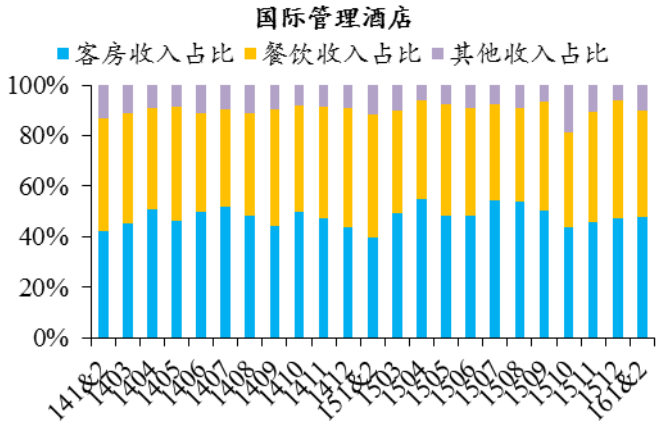
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 23：1&2 月国内管理酒店客房收入占比下降



数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 24：1&2 月国际管理酒店客房收入占比同比上涨



数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

1.4. 不同功能类型酒店的经营情况比较分析

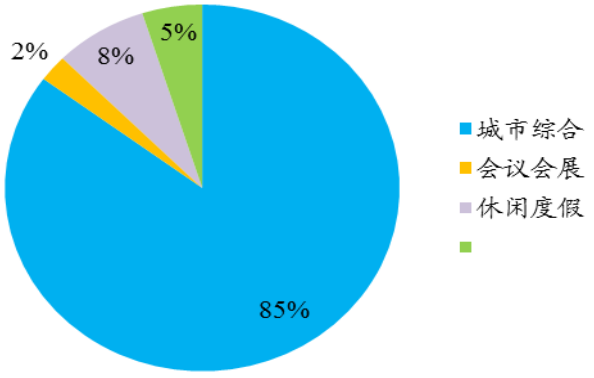
2016 年 1&2 月，样本星级酒店中城市综合型比重 85.13%，会议会展型比重 2.36%，休闲度假型比重 7.59%。以下对不同功能类型的酒店进行比较分析。

1. 主要经营指标对比

1&2 月城市综合型、会议会展型酒店出租率同比增长，休闲度假型酒店出租率同比下降；城市综合型平均房价下滑， RevPAR 同比上升；会议会展型出租率同比上升带动 RevPAR 同比大幅上升；休闲度假型酒店三大指标都同比下滑。

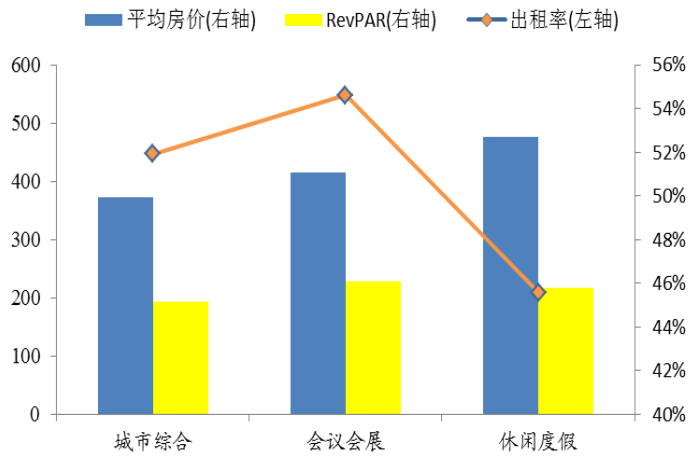
- **城市综合型酒店**平均出租率 51.94%，同比+2.12 个点；平均房价 372 元，同比-2.49%；RevPAR 为 194 元，同比 2.03%；
- **会议会展型酒店**平均出租率 54.61%，同比+12.13 个点；平均房价 416 元，同比+7.64%；RevPAR 为 228 元，同比+39.57%；
- **休闲度假型酒店**平均出租率 45.59%，同比-0.82 个点；平均房价 477 元，同比-9.58%；RevPAR 为 217 元，同比-20.07%。

图 25：1&2 月城市综合型酒店占比大幅提升



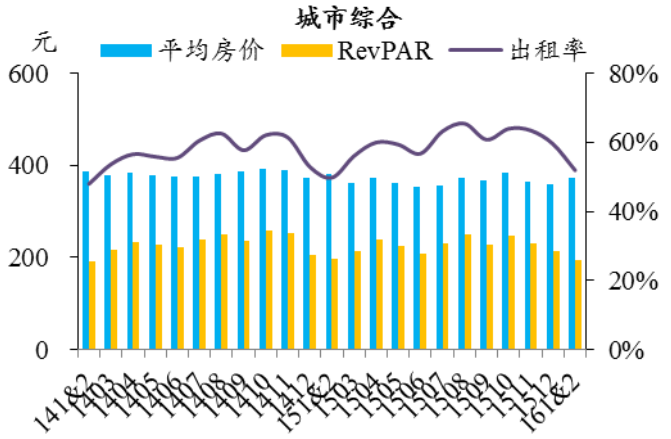
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 26：1&2 月休闲度假型酒店平均房价最高



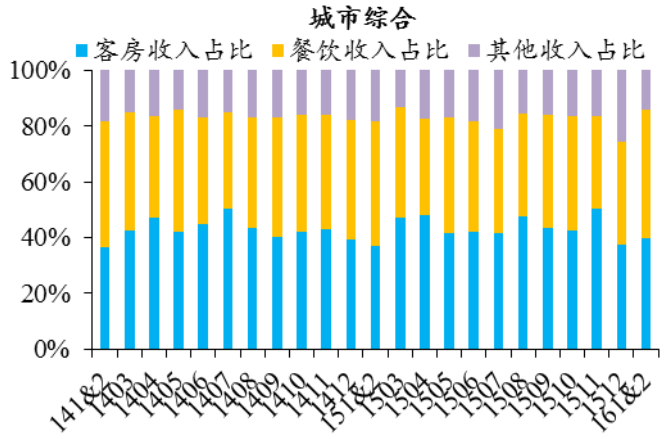
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 27：1&2 月城市综合酒店 RevPAR 同比下降 2.03%



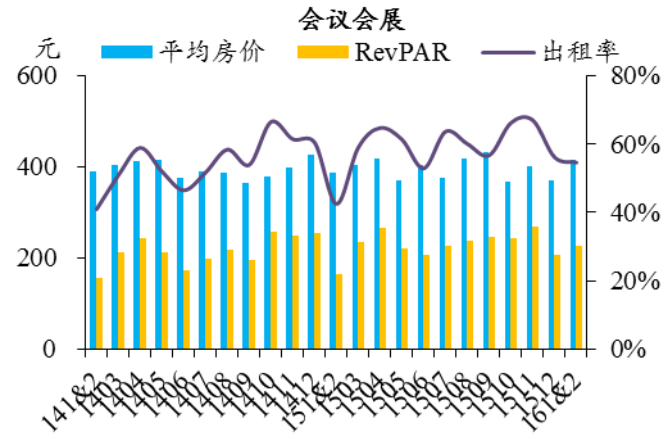
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 28：1&2 月城市综合酒店客房收入占比有所上升



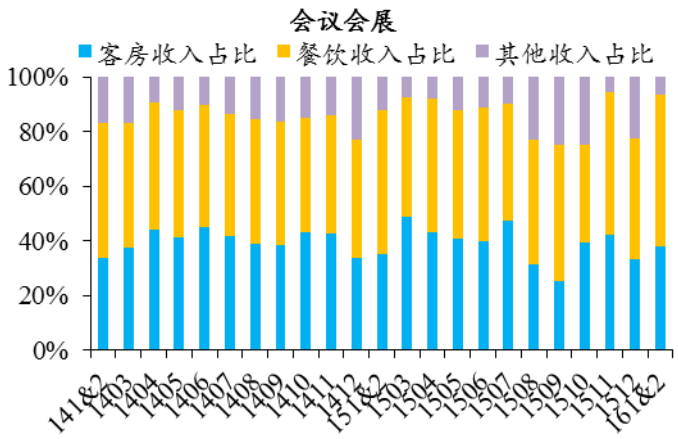
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 29：1&2 月会议会展酒店 RevPAR 同比上升 39.57%



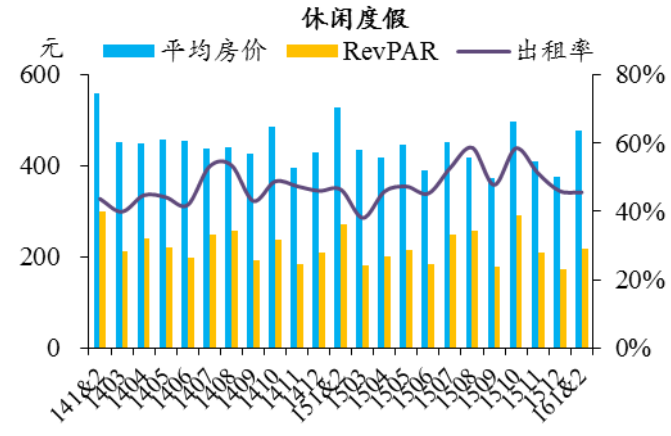
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 30：1&2 月会议会展酒店餐饮收入比重同比上升



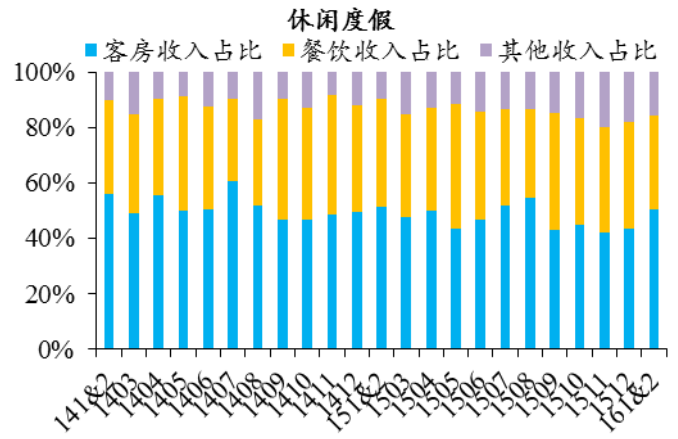
数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 31：1&2 月休闲度假酒店 RevPAR 同比下降 20.07%



数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

图 32：1&2 月休闲度假酒店客房、餐饮收入占比均下滑



数据来源：行业协会、国泰君安证券研究

2. 收入构成对比

1&2 月城市综合客房收入占比、餐饮收入占比同比提升；会议会展型客房收入、餐饮收入同比上升；休闲度假型酒店客房收入和餐饮收入比重

均同比持续下降。

- **城市综合型酒店**客房收入占比 39.56%，同比+2.57 个点；餐饮收入占比 46.23%，同比+1.98 个点；
- **会议会展型酒店**客房收入占比 37.92%，同比+2.66 个点；餐饮收入占比 55.56%，同比+2.98 个点；
- **休闲度假型酒店**客房收入占比 50.28%，同比-1.34 个点；餐饮收入占比 33.88%，同比-5.07 个点。

2. 重点区域星级：1&2 月北京整体表现良好，上海较为稳定

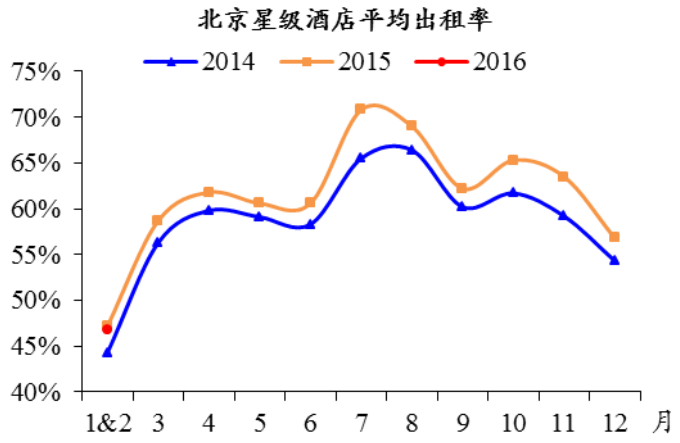
2.1. 北京：出租率同比下降、平均房价上涨带动 RevPAR 大涨

2016 年 1&2 月出租率略有下降，平均房价、RevPAR 同比均大幅提升

- **平均出租率** 46.7%，同比-0.5 个点，环比-10.1 个点；
- **平均房价** 602 元，同比+10.7%，环比+13.9%；
- **RevPAR** 281 元，同比+9.5%，环比-6.4%。

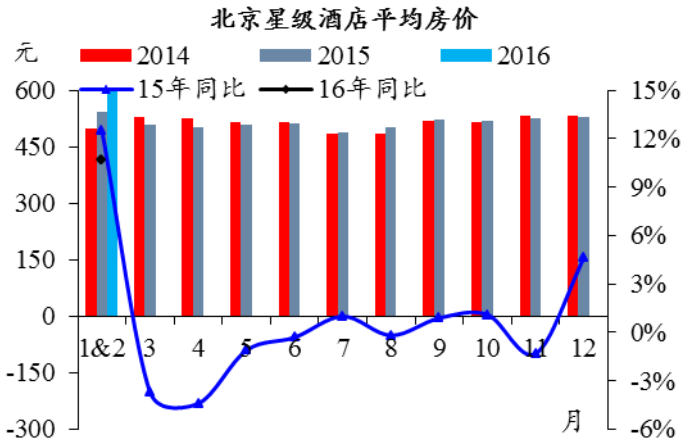
1&2 月北京市星级酒店收入同比持续回升。1&2 月北京星级酒店的总收入 36.5 亿元，同比+3.5%。

图 33：1&2 月北京星级酒店出租率同比下降 0.5 个点



数据来源：北京市统计局、国泰君安证券研究

图 34：1&2 月北京星级酒店平均房价同比上升 10.7%



数据来源：北京市统计局、国泰君安证券研究

图 35：1&2 月北京星级酒店 RevPAR 同增 9.5%

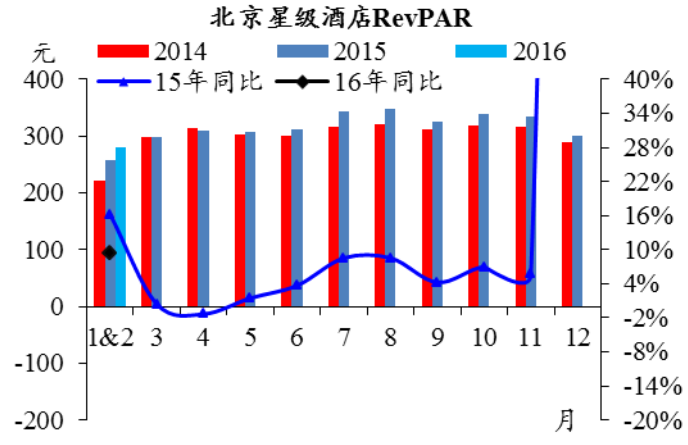
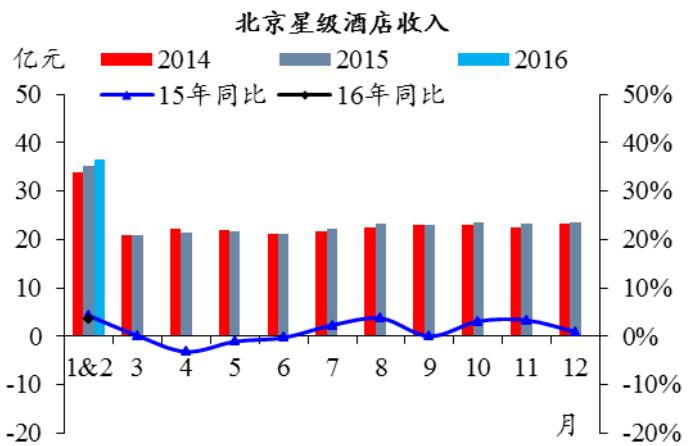


图 36：1&2 月北京星级酒店收入同增 3.5%



数据来源：北京市统计局、国泰君安证券研究

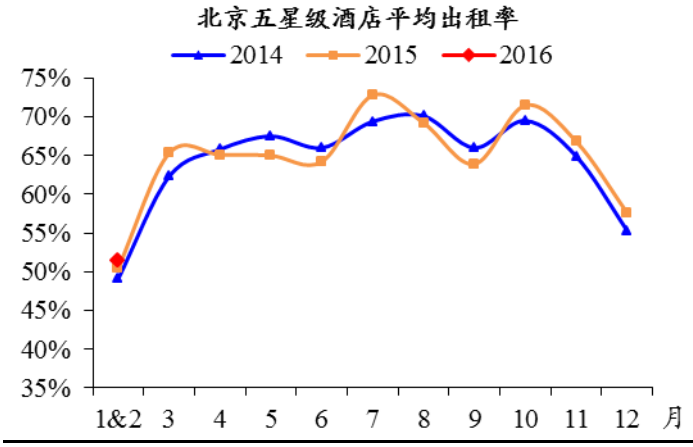
数据来源：北京市统计局、国泰君安证券研究

1&2 月北京市五星级酒店平均出租率同比略有上升，平均房价同比略有下滑，RevPAR 同比有所上升。

- **平均出租率** 51.5%，同比+1.0 个点，环比-6.1 个点；
- **平均房价** 857 元，同比-1.5%，环比+11.7%；
- **RevPAR** 441 元，同比+0.4%，环比+1.4%。

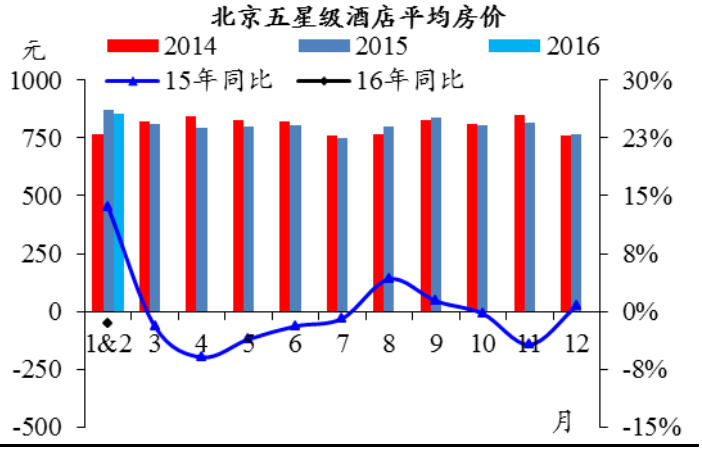
1&2 月北京市五星级酒店收入同比保持增长。1&2 月北京五星级酒店的总收入 16.9 亿元，同比+9.2%。

图 37：1&2 月北京五星酒店出租率同比上升 1.0 个点



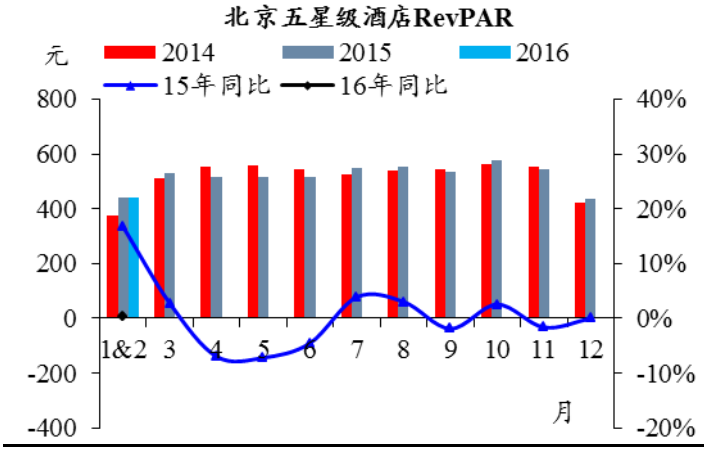
数据来源：北京市统计局、国泰君安证券研究

图 38：1&2 月北京五星酒店房价同比下降 1.5%



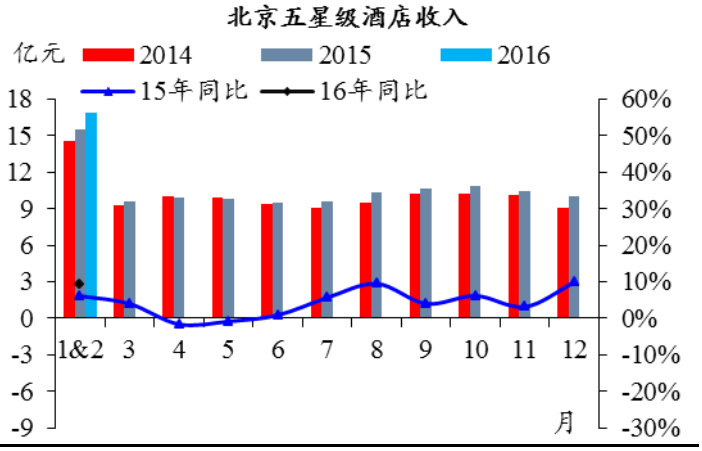
数据来源：北京市统计局、国泰君安证券研究

图 39：1&2 月北京五星酒店 RevPAR 同比上涨 0.4%



数据来源：北京市统计局、国泰君安证券研究

图 40：1&2 月北京五星酒店收入同比增加 9.2%



数据来源：北京市统计局、国泰君安证券研究

2.2. 上海：业绩持续向好，出租率略有下滑，平均房价及 RevPAR 均同比持续提升

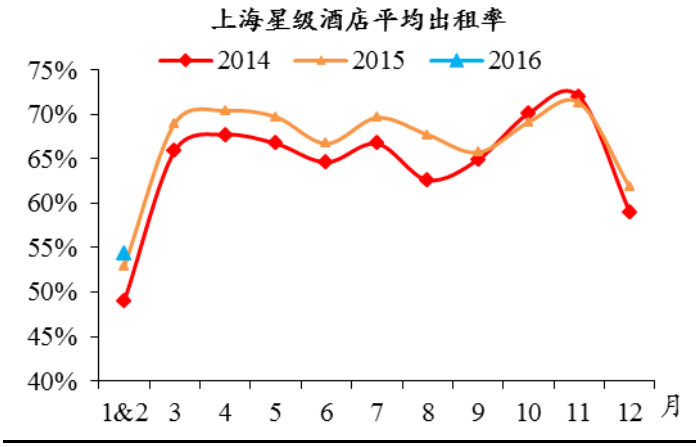
1&2 月上海星级酒店 RevPAR 同比持续上升。

- 出租率 54.3%，同比+1.4 个点，环比-7.5 个点；
- 平均房价 652 元，同比+3.0%，环比+1.1%；
- RevPAR354 元，同比+5.7%，环比-11.3%。

1&2 月上海五星酒店 RevPAR 同比上升。

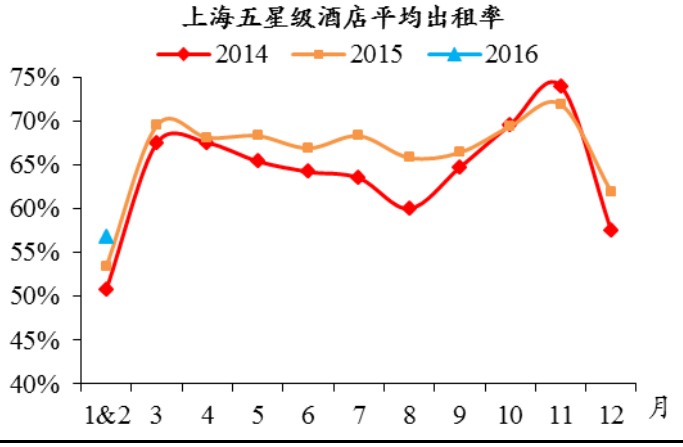
- 出租率 56.8%，同比+3.4 个点，环比-5.1 个点；
- 平均房价 882 元，同比-0.9%，环比-1.3%；
- RevPAR501 元，同比+5.4%，环比-9.4%。

图 41：1&2 月上海星级酒店出租率同比上升 1.4 个点



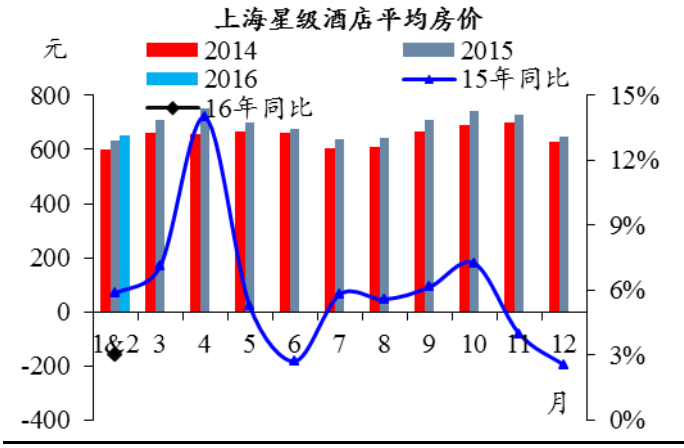
数据来源：上海市旅游局、国泰君安证券研究

图 42：1&2 月上海五星酒店出租率同比上升 3.4 个点



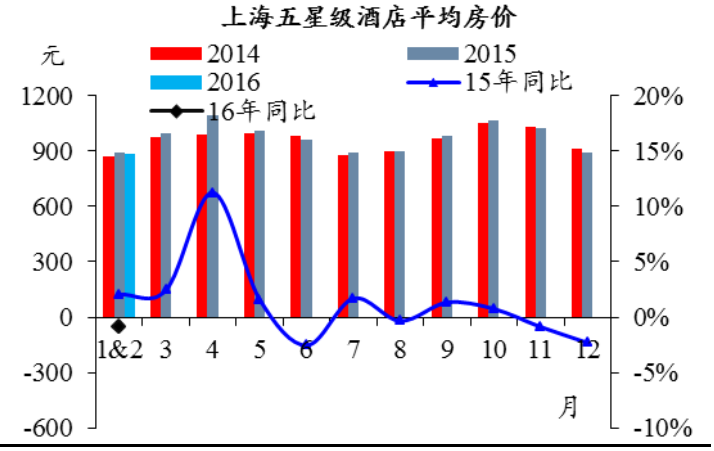
数据来源：上海市旅游局、国泰君安证券研究

图 43：1&2 月上海星级酒店平均房价同比上升 3.0%



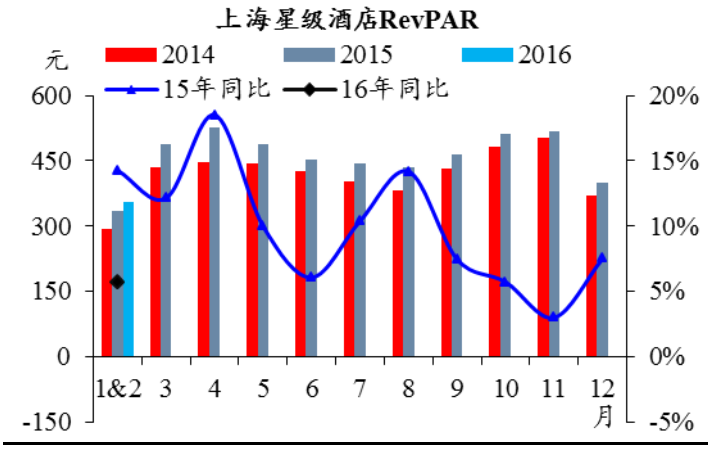
数据来源：上海市旅游局、国泰君安证券研究

图 44：1&2 月上海五星酒店平均房价同比下降 0.9%



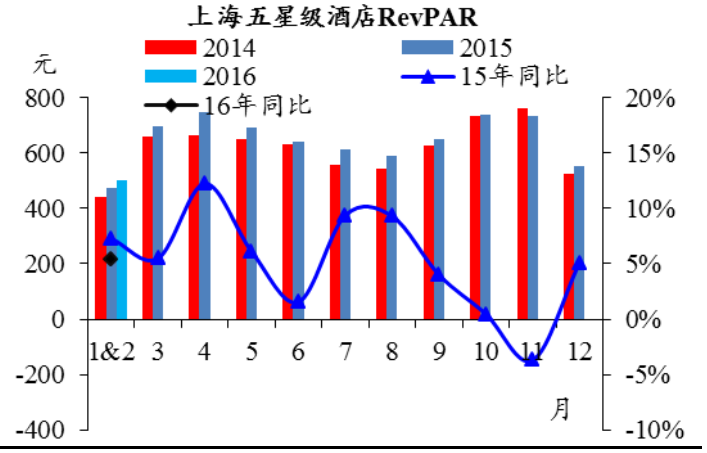
数据来源：上海市旅游局、国泰君安证券研究

图 45：1&2 月上海星级酒店 RevPAR 同比上升 5.7%



数据来源：上海市旅游局、国泰君安证券研究

图 46：1&2 月上海五星酒店 RevPAR 同比上升 3.4%



数据来源：上海市旅游局、国泰君安证券研究

3. 有限服务酒店：1&2 月锦江房价增速有所回落，降幅有所扩大，整体景气继续下滑

2016 年 1&2 月锦江经济型酒店平均房价有所回落， RevPAR 同比降幅扩大。

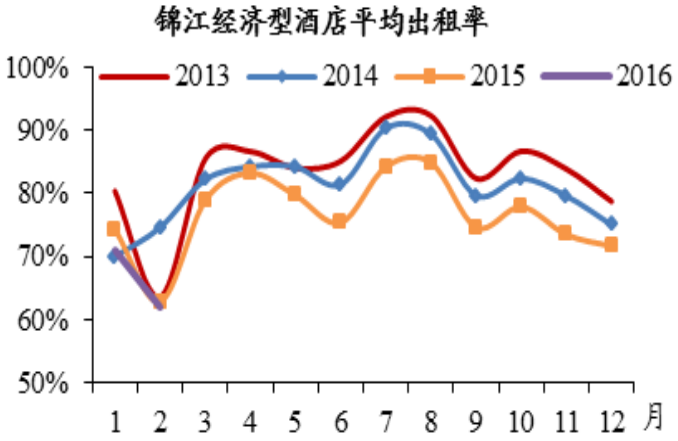
国内：

- 出租率 66.4%/-2.2 个点，降幅较 12 月份有所减少；
- 平均房价 177.3 元/+1.8%，增速有所回落；
- RevPAR 为 117.7 元/-1.4%，降幅较 12 月份有所扩大；
- 1&2 月净开业酒店家数：直营店 1 家，加盟店 11 家；净签约酒店家数：直营店 2 家，加盟店 17 家；共运营直营店 275 家、加盟店 810 家。

海外：

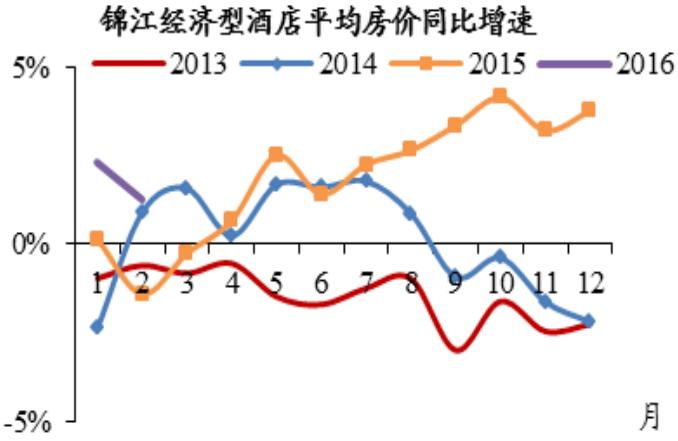
- 出租率 52.66%，环比下滑 1.11 个点；平均房价 57.89 欧元，环比下降 3.5%；RevPAR30.47 欧元，环比下降 4.65%。
- 1&2 月净开业酒店数：直营店 24 家，加盟店-7 家；净签约酒店数：直营店 0 家，加盟店 1 家；共运营直营店 282 家、加盟店 937 家。

图 47：锦江经济型酒店 1&2 月出租率同比下降 2.2 个点



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 48：锦江经济型酒店 1&2 月平均房价同比增长 1.8%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 49：锦江经济型酒店 1&2 月 RevPAR 同比下降 1.4%

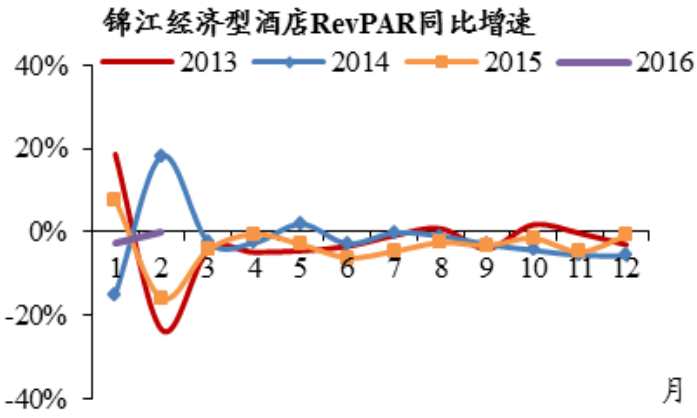
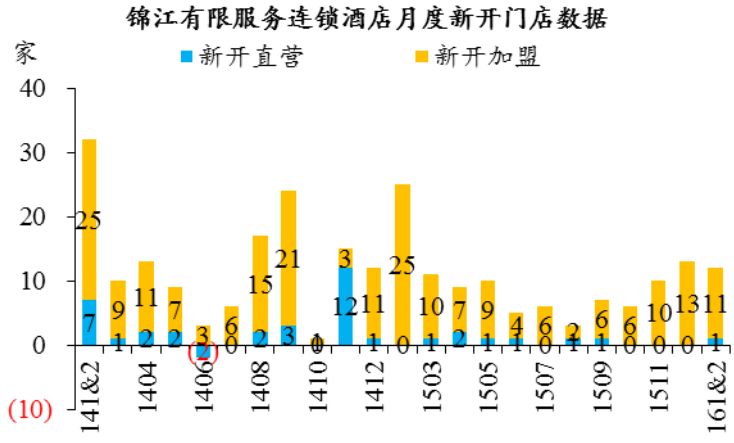


图 50：锦江经济型酒店 1&2 月新开门店 12 家



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

表 1：酒店类上市公司业绩预测与估值对比（2016/4/1）

	股本亿	收盘价	总市值亿元	EPS				PE				PB	ROE	投资评级
				14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E	14A	14A	
首旅酒店	2.3	22.0	51	0.49	0.43	0.59	0.72	45	51	37	31	3.4	10%	增持
华天酒店	10.2	7.8	80	-0.14	0.02	0.05	0.07	-56	390	156	111	2.6	-6%	无
金陵饭店	3.0	12.5	38	0.13	0.17	0.20	0.24	96	74	63	52	2.3	3%	无
华住(汉庭)	2.5	38.2	96	1.21	1.7			48	36			4.39	10%	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究。注：红底色业绩预测值为 Wind 一致预测。

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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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

	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