

证券研究报告 / 公司点评报告

全年盈利超预期, 业绩复苏/快速展店/高端酒店加码前景向好

买入

上次评级: 增持

报告摘要:

华住集团发布 2020 年年报: **20Q4 季度来看**, 华住实现营收 30.71 亿/+5.5%, 同比增速优于此前 0%-3%的预期; 剔除 DH 后营收为 28 亿/-3.1%, **同比降幅逐季缩窄**, 优于此前下降 7%-4%的指引; 实现归母净利润 7.03 亿/+13.6%, 其中公允价值变动损益 (主要为所持雅高股权) 带来收益 7.33 亿; 调整后净利润(Non-GAAP)为-0.08 亿/-102%; 剔除 DH 调整后净利润(Non-GAAP)为 3 亿/-27%。**全年来看**, 营收 102 亿/-9.1%, 剔除 DH 则营收 87 亿/-22.7%; 归母净利润-22 亿/-224.4%, 剔除 DH 部分调整后净利润(Non-GAAP)为 4.59 亿/-71%。

Q4 境内复苏超预期, 全年开店符合指引。经营数据来看, 华住系全部门店 20Q4 RevPAR 为 186 元/-2.4%, ADR 为 231 元/-0.5%、入住率为 80.6%/-1.6 pct; 各项经营指标降幅环比均缩窄。其中加盟门店复苏态势尤佳, ADR 同比+0.6%, 年内首度转正。**DH 系全部门店**受欧洲第二波疫情影响, 20Q4 RevPAR 为 17 欧元/-74%, ADR 为 76 欧元/-21.5%、入住率为 22.5%/-45.5 pct。**开店方面**, 全年开店 1649 家, 净开店 1052 家, 符合指引 (20Q3 财报会议中指引为全年开店 1600-1800 家, 关店 550-600 家)。截至 20Q4, 华住系酒店达 6669 家, 中高端门店合计 2307 家, 占比 35%, **储备门店 2411 家, 达到历史新高**。DH 系酒店达 120 家, 储备门店 46 家。

投资建议: 业绩复苏/快速展店/高端酒店加码前景向好。公司春节后经营稳步复苏, 最新 RevPAR 达到 19 年同期的 87%; 疫情导致单体酒店加速出清, 行业供需格局改善, 看好行业在未来一到两个季度内打开景气上行通道; 公司预计 21 年开店 1800-2000 家, 关店 500-550 家, **拓店进一步提速**; 并于近期宣布同融创集团成立合资公司, 运营/开发旗下的高端酒店品牌, 预计在 5 年内签约 200 家高端酒店。预计公司 2021-2022 年归母净利润分别为 21.52 亿/31.71 亿, 对应 2021-2022 年 PE 分别为 51 倍/35 倍, 公司作为酒店龙头壁垒稳固, 长期成长确定性强, 且自身管理机制&经营效率领先同行, 当前复苏好于预期, 上调至“买入”评级。

风险提示: 疫情反复风险, 宏观经济风险, 门店拓展不及预期。

股票数据

2021/03/25

6 个月目标价 (港元)	470
收盘价 (港元)	407
12 个月股价区间 (港)	302.0-493
总市值 (百万港元)	130,400
总股本 (百万股)	321
A 股 (百万股)	-
B 股/H 股 (百万股)	321
日均成交量 (百万股)	0.41

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-8%	16%	30%
相对收益	-2%	10%	6%

相关报告

- 《酒店深度系列之二: TOP4 酒店龙头深度对比, 后疫情时代谁主沉浮》 --20200205
- 《酒店行业: 展望新周期, 龙头彰显“确定性+高弹性”》 --20201120
- 《社服 2021 年投资策略: 聚焦新消费、开启新周期》 --20201025

证券分析师: 李慧

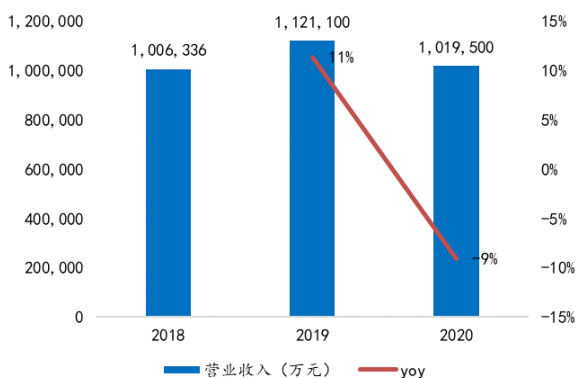
执业证书编号: S0550517110003
(021)20361142 lihui@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	10,063	11,211	10,195	16,112	19,076
(+/-)%	23.17%	11.40%	-9.07%	58.03%	18.40%
归属母公司净利润	716	1,769	-2,192	2,152	3,171
(+/-)%	-42.11%	147.01%	-223.91%	-198%	47%
每股收益 (元)	2.54	6.19	-6.84	6.71	9.89
市盈率	-	55.35	-	51.01	34.62
市净率	-	13.06	9.87	8.34	6.77
净资产收益率 (%)	11.35%	23.97%	-19.91%	15.65%	18.96%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	-	-	321	321	321

1. 财务情况：Q4 复苏态势良好，全年盈利超预期

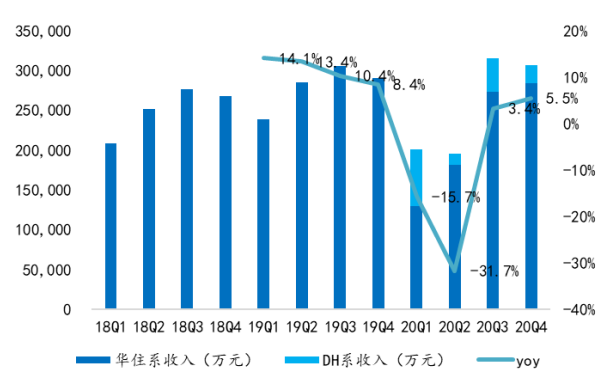
华住集团发布 2020 年年报，Q4 复苏态势良好，全年盈利超预期。20Q4 季度来看，华住实现营收 30.71 亿/+5.5%，同比增速优于此前 0%-3% 的指引；剔除 DH 后营收为 28 亿/-3.1%，同比降幅逐季缩窄，优于此前下降 7%-4% 的指引；实现归母净利润 7.03 亿/+13.6%，其中公允价值变动损益（主要为所持雅高股权）带来收益 7.33 亿；调整后净利润(Non-GAAP)为-0.08 亿/-102%；剔除 DH 调整后净利润(Non-GAAP)为 3 亿/-27%。全年来看，营收 102 亿/-9.1%，剔除 DH 则营收 87 亿/-22.7%；归母净利润-22 亿/-224.4%，剔除 DH 部分调整后净利润(Non-GAAP)为 4.59 亿/-71%。

图 1：华住 2018-2020 年营业收入（万元）



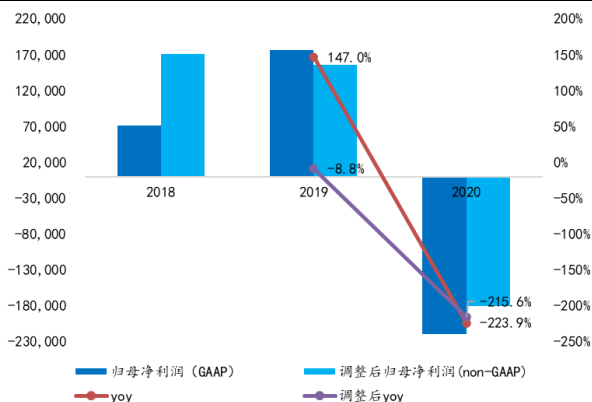
数据来源：东北证券，公司公告

图 2：华住 2018-2020 年季度营收（万元）



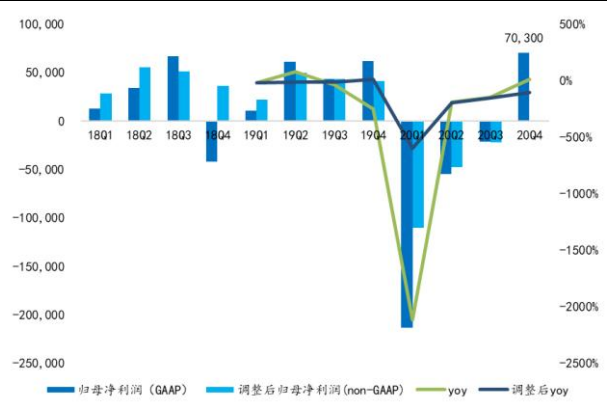
数据来源：东北证券，公司公告

图 3：华住 2018-2020 年净利润（万元）



数据来源：东北证券，公司公告

图 4：华住 2018-2020 年季度净利润（万元）



数据来源：东北证券，公司公告

2. 经营数据：20Q4 境内复苏超预期，境外再度探底

华住系全部门店：国内需求展现高韧性，经营数据持续回暖。华住系全部门店（剔除政府征用酒店，截至 20Q4，华住集团共 74 家酒店被政府征用）20Q4 RevPAR 为 186 元/-2.4%，ADR 为 231 元/-0.5%、入住率为 80.6%/-1.6 pct，各项经营指标降幅环比均缩窄。其中加盟门店复苏态势尤佳，RevPAR 同比-0.5%，入住率同比-0.9pct，ADR 同比+0.6%，年内首次转正。

20Q4 各月中，10 月受益于双节叠加下旅游需求集中释放，华住境内门店经营数据稳步复苏，RevPAR 恢复率达 98%。11 月下旬以来，国内疫情有所反复，单日新冠肺炎新增确诊人数迅速攀升，上海、河北、东北、北京等多地重回中高风险。面对疫情挑战，国内实行了精准有效的防控措施，在中高风险地区疫情得到控制下调至低风险后，出行需求在短时间内快速反弹，展现出较强的韧性，支撑华住经营数据维持复苏态势。在国内业务稳步恢复的背景下，华住预期 2020Q4 在中国的净收入将优于此前指引（指引为 20Q4 华住系酒店净收入同比下降 4-7%）。

DH 系全部门店：第二波疫情爆发，德国封锁期延长，业绩承压。 DH 系全部门店 20Q4 RevPAR 为 17 欧元/-74%，ADR 为 76 欧元/-21.5%、入住率为 22.5%/-45.5 pct。自 2020 年 9 月下旬以来，欧洲受到第二波疫情冲击，德国封锁期暂定延长至 2021 年 2 月 14 日，对 DH 酒店经营造成较大影响，经营数据再度探底。华住预期 20Q4DH 净收入将符合此前指引。

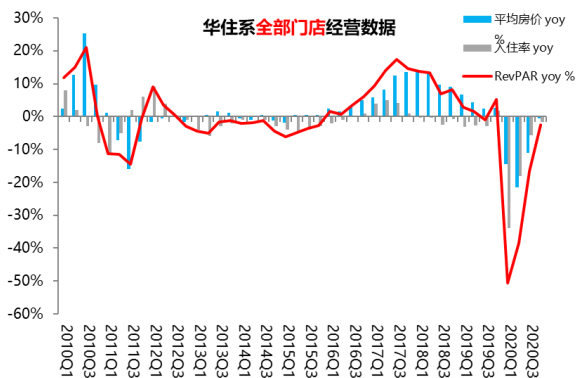
针对海外业务，华住主要在降成本/维持现金流方面发力，措施包括：1) 推动物业租金减免；2) 精简人员，降低人力成本；3) 利用华住运营体系为 DH 赋能，加速 DH 经营数字化改造，实现降本增效；4) 压缩不必要的资本开支等。

表 1: 20Q4 华住全部门店经营数据

20Q4华住系门店数据 (剔除政府征用门店)	RevPAR		入住率		平均房价	
	均值	同比	均值	同比	均值	同比
直营店	217	-7.8%	79.6%	-5.2%	272	-1.8%
加盟店和特许经营店	181	-0.5%	80.8%	-0.9%	224	0.6%
华住原酒店整体	186	-2.4%	80.6%	-1.6%	231	-0.5%
20Q4DH系酒店门店数据	RevPAR		入住率		平均房价	
	均值	同比	均值	同比	均值	同比
直营店 (欧元)	16	-79.3%	20.9%	-52.6%	78	-27.2%
加盟店和特许经营店 (欧元)	19	-64.9%	25.4%	-37.2%	73	-13.7%
DH酒店整体 (欧元)	17	-74.0%	22.5%	-45.5%	76	-21.5%

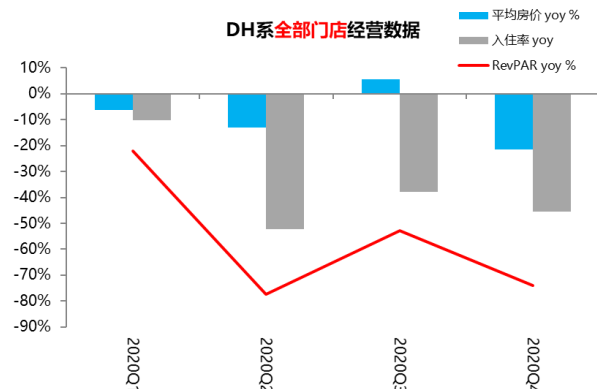
数据来源：东北证券，公司公告

图 5: 华住系全部门店经营数据同比走势



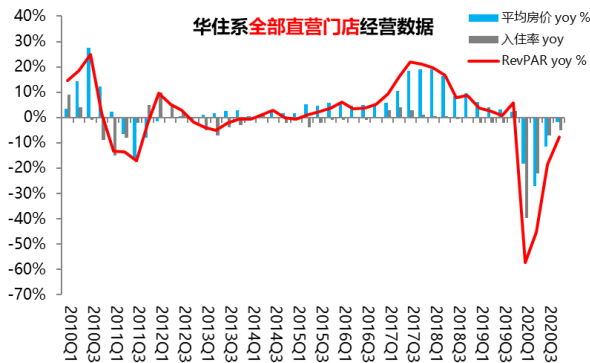
数据来源：东北证券，公司公告

图 6: DH 系全部门店经营数据同比走势



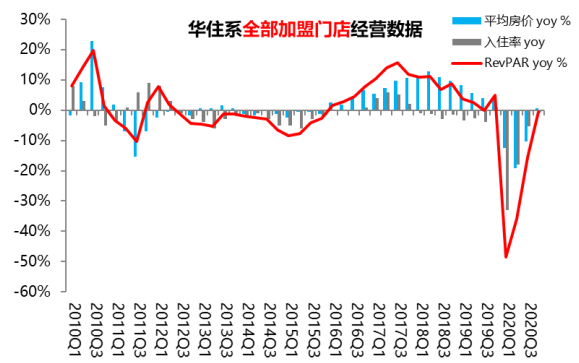
数据来源：东北证券，公司公告

图 7: 华住系全部直营门店经营数据同比走势



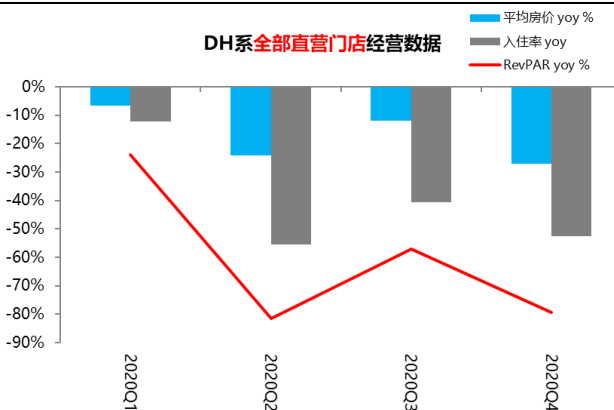
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 8: 华住系全部加盟门店经营数据同比走势



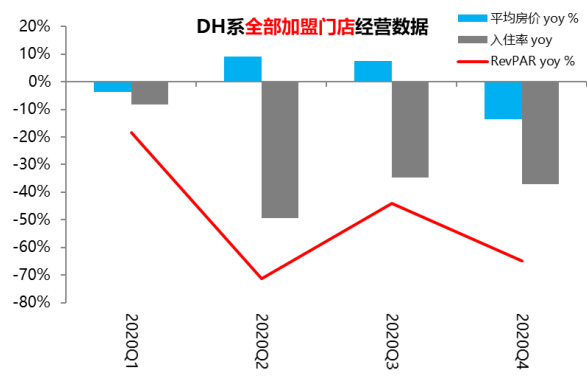
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 9: DH 系全部直营门店经营数据同比走势



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 10: DH 系全部加盟门店经营数据同比走势



数据来源: 东北证券, 公司公告

从全年情况来看, 华住系酒店全部门店: 2020 全年 RevPAR 为 149 元/-24.5%, ADR 为 210 元/-10.3%、入住率为 71.0%, 同比-13.4 pct。DH 酒店全部门店: 2020 全年 RevPAR 为 31 欧元/-54.6%, ADR 为 88 欧元/-9.9%、入住率为 34.8%/-34.3 pct。

表 2: 2020 全年华住全部门店经营数据

2020 全年华住系门店数据	RevPAR		入住率		平均房价	
	均值	同比	均值	同比	均值	同比
直营店	166	-30.9%	68.9%	-18.1%	241	-12.8%
加盟店和特许经营店	146	-22.3%	71.4%	-12.4%	204	-8.9%
华住原酒店整体	149	-24.5%	71.0%	-13.4%	210	-10.3%
2020 全年DH系酒店门店数据	RevPAR		入住率		平均房价	
	均值	同比	均值	同比	均值	同比
直营店 (欧元)	89	-14.8%	33.9%	-38.9%	30	-60.4%
加盟店和特许经营店 (欧元)	85	-3.2%	36.3%	-28.7%	31	-45.8%
DH酒店整体 (欧元)	88	-9.9%	34.8%	-34.3%	31	-54.6%

数据来源: 东北证券, 公司公告

3. 同店数据：20Q4 RevPAR 同比-7.6%，降幅进一步缩窄

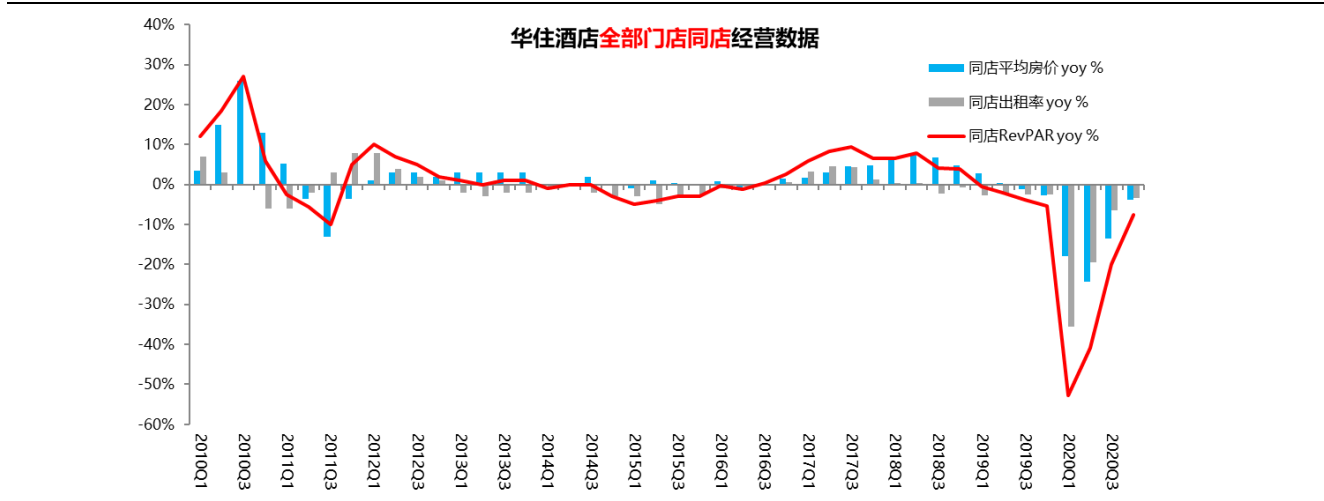
20Q4 单季度情况来看：DH 尚未归入同店口径，20Q4 华住系同店 RevPAR 为 201 元/-7.6% (其中经济型-6.7%/中高端-8.5%)，ADR 为 235 元/-3.9% (其中经济型-3.7%/中高端-3.4%)、入住率为 86%/-3.3 pct (其中经济型-2.7 pct/中高端-4.3 pct)，各项经营指标同比降幅相比前三季度均进一步缩窄。其中，中高端加盟门店 RevPAR 同比-5.6%，入住率同比-3.1pct，ADR 同比-1.9%，恢复态势为各类门店中最优。

表 3：20Q4 华住同店经营数据

2020Q4同店数据	RevPAR		入住率		平均房价	
	均值	同比	均值	同比	均值	同比
经济型	162	-6.7%	88%	-2.7%	185	-3.7%
直营店	184	-8.9%	88%	-3.4%	210	-5.2%
管理加盟店	157	-6.1%	88%	-2.5%	179	-3.3%
中高端	266	-8.5%	83%	-4.3%	322	-3.4%
直营店	327	-16.7%	83%	-8.9%	392	-6.8%
管理加盟店	250	-5.6%	82%	-3.1%	303	-1.9%
同店整体	201	-7.6%	86%	-3.3%	235	-3.9%

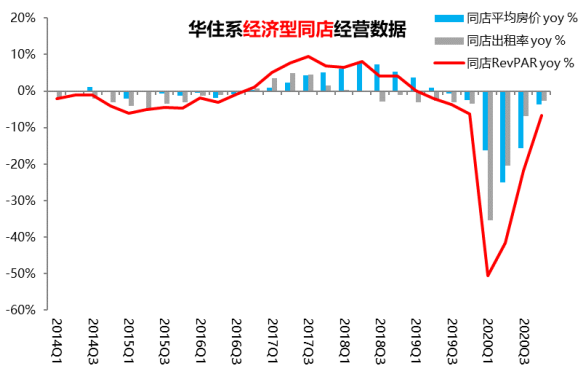
数据来源：东北证券，公司公告

图 11：华住系全部门店同店经营数据同比走势



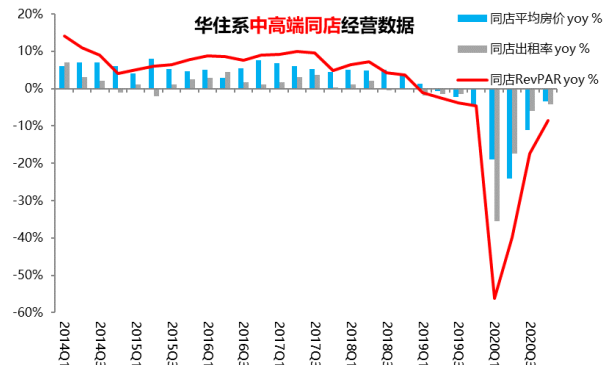
数据来源：东北证券，公司公告

图 12: 华住系经济型同店经营数据同比走势



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 13: 华住系中高端同店经营数据同比走势



数据来源: 东北证券, 公司公告

全年情况来看: DH 尚未归入同店口径, 华住系全年同店 RevPAR 为 121 元/-28.8%, ADR 为 162 元/-14.1%, 入住率为 74%/-15.4 pct。其中, 中高端加盟门店 RevPAR 同比-23.4%, 入住率同比-12.1pct, ADR 同比-10.3%, 恢复态势最优。

表 4: 2020 全年华住同店经营数据

2020 全年同店数据	RevPAR		入住率		平均房价	
	均值	同比	均值	同比	均值	同比
经济型	121	-28.8%	74%	-15.4%	162	-14.1%
直营店	128	-32.8%	73%	-17.7%	176	-16.4%
管理加盟店	118	-27.7%	75%	-14.8%	159	-13.4%
中高端	198	-27.9%	69%	-13.8%	287	-12.4%
直营店	211	-36.4%	65%	-19.7%	328	-17.0%
管理加盟店	194	-23.4%	70%	-12.1%	276	-10.3%
同店整体	148	-27.9%	73%	-14.8%	204	-13.1%

数据来源: 东北证券, 公司公告

4. 开店情况: 全年开店 1649 家, 净开店 1052 家, 符合指引

华住系酒店: 20Q4 净开店 279 家 (开店 393/关店 114), 经济型/中高端分别净开 149/130 家, 直营/加盟分别净开-6/285 家; 权重品牌汉庭/全季分别净增 58/72 家 (汉庭优佳与汉庭合并计算), 桔子净增 12 家, 桔子水晶净增 4 家; 此外经济型软品牌怡菜净增 89 家、中端软品牌星程净开 27 家; 关店主要由于门店未达到品牌标准、运营亏损或物业相关因素, 20Q4 中 6 家关店与品牌升级有关。截至 20Q4, 华住系酒店 6669 家, 中高端门店合计 2307 家, 占比 35%/环比+1pct, 2020 年净开店达 1051 家 (开店 1637/关店 586), 储备门店达 2411 家, 达到历史新高。

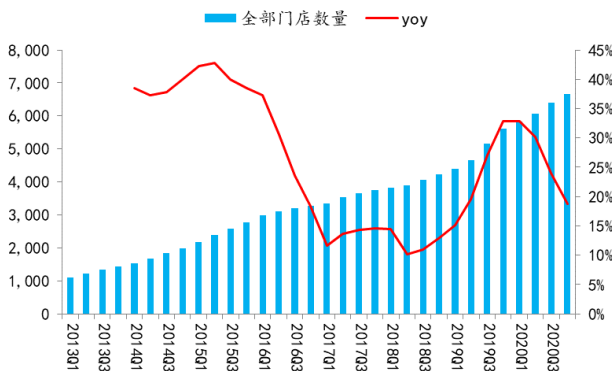
表 5: 华住系酒店门店结构

华住系酒店	门店数	占比	储备店	占比
经济型	4,362	65%	1,183	49%
直营	438	7%	4	0.2%
加盟	3,924	59%	1,179	49%
中高端	2,307	35%	1,228	51%
直营	243	4%	14	1%
加盟	2,064	31%	1,214	50%
合计	6,669	100%	2,411	100%
直营合计	681	10%	18	1%
加盟合计	5,988	90%	2,393	99%

注：截至20Q4

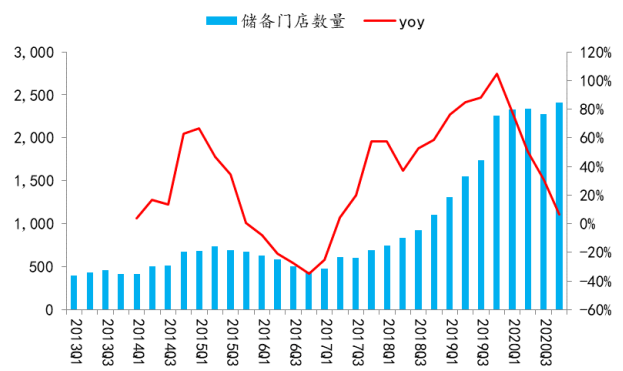
数据来源：东北证券，公司公告

图 14: 华住系全部门店数量及同比增速



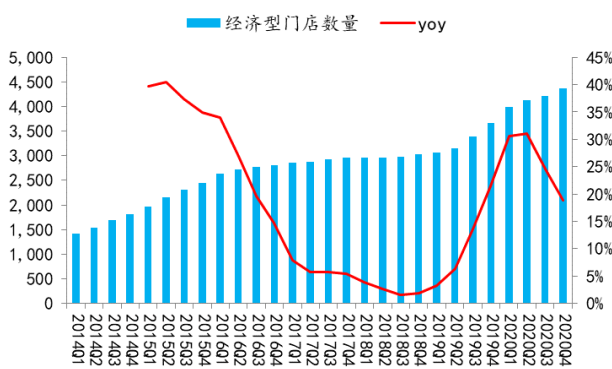
数据来源：东北证券，公司公告

图 15: 华住系储备门店数量及同比增速



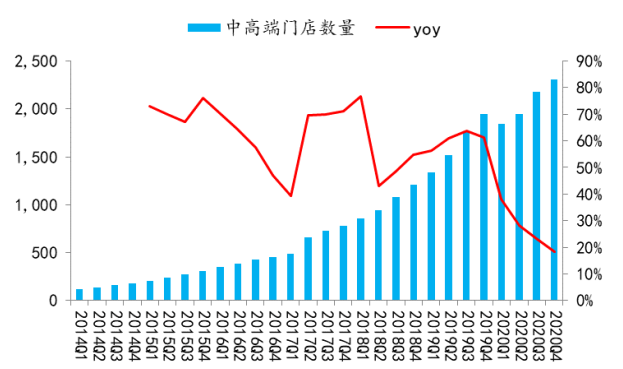
数据来源：东北证券，公司公告

图 16: 华住系经济型门店数量及同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 17: 华住系中高端门店数量及同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

DH 系酒店：20Q4 净开店 3 家（开店 3 关店 0）。截止 20Q4 共 120 家门店，其中经

济型酒店 Zleep14 家，中高端酒店 Steigenberger / Intercity / Maxx by Steigenberger / Jaz in the City / Other Partner Hotels 分别为 49/45/5/2/5 家；直营 72 家、加盟 48 家。2020 年 DH 净开店达 1 家（开店 12/关店 11），储备门店数量达 46 家，其中 Intercity/Maxx by Steigenberger（中文名为“美仑美奂”）在华储备门店分别为 5 家/3 家，预订系统已经与华住官网打通，DH 品牌在华落地顺利推进。

全部酒店：截止 20Q4，华住全部门店合计 6789 家，其中华住系酒店 6669 家，DH 酒店 120 家；中高端门店合计 2413 家，占比 35.5%/环比+0.5 pct。2020 年全年开店 1649 家，关店 597 家，净开 1052 家。符合公司 Q3 财报交流会议上给出的全年开店 1600-1800 家，关店 550-600 家的预期。

5. 投资建议

2021 年最新动态/前瞻：春节后稳步复苏，全年预计开店 1800-2000 家。根据公司披露的最新经营数据，2021 年春节后 OCC 持续恢复，近期达到 79%，对比 19 年仅下降 7%；RevPAR 恢复至 19 年同期的 87%。根据公司对 2021Q1/全年的指引，21Q1 公司营收对比 19 年预计下降 7%-9%，剔除 DH 后对比 19 年预计下滑 12%-14%；21 年全年公司营收对比 19 年预计增长 36%-40%，剔除 DH 对比 19 年预计增长 15%-19%。开店计划方面，公司预计 2021 年年开店 1800-2000 家，关店 500-550 家；此外近期公司同融创集团宣布成立合资公司，运营/管理/开发旗下的高端酒店品牌，预计在 5 年内签约 200 家高端酒店，开业 100 家以上。

图 18：华住 2021Q1 及 2021 全年指引

2021年Q1季度	2021年全年
<ul style="list-style-type: none"> • 营收 vs. 2020年Q1 <ul style="list-style-type: none"> • 增长8%-10% • 剔除DH部分，增长61%-63% • 营收 vs. 2019年Q1 <ul style="list-style-type: none"> • 下降7%-9% • 剔除DH部分，下降12%-14% • 排除1月&2月，营收 vs. 2019Q1 <ul style="list-style-type: none"> • 增长7%-9% • 剔除DH部分，增长1%-3% 	<ul style="list-style-type: none"> • 营收 vs. 2020年 <ul style="list-style-type: none"> • 增长50%-54% • 剔除DH部分，增长50%-54% • 营收 vs. 2019年 <ul style="list-style-type: none"> • 增长36%-40% • 剔除DH部分，增长15%-10% • 排除1月&2月，营收 vs. 年 <ul style="list-style-type: none"> • 增长45%-49% • 剔除DH部分，增长36%-40% • 预计开店：1800-2000家 • 预计关店：500-550家

数据来源：东北证券，公司公告

短期周期助力，长期成长接棒。本次疫情后，酒店供需环境明显改善，供给端单体

酒店加速出清，根据 2020 年 9 月华住世界大会披露数据，疫情后携程上消失了 15 万家酒店，其中 98% 为单体酒店；需求端来看，1-2 月国内部分地区疫情反复及就地过年政策对行业复苏进程形成短期阻碍，目前全国疫情中高风险全部清零，疫情防控形势稳定，随着气温回升，清明/五一假期拉动，看好酒店需求在 2021Q2 开始继续快速复苏，进入行业景气上行区间。长期看酒店龙头壁垒稳固，“整合提量+升级提价+轻资产扩张”路径清晰，伴随中小单体酒店出清，龙头可以更低租金获得更好的物业，有利于连锁化进程提速。

预计公司 21-22 年营收分别为 161 亿/190 亿，预计公司 21-22 年归母净利润分别为 21.52 亿/31.71 亿，对应 21-22 年 PE 分别为 51 倍/35 倍。公司作为酒店龙头壁垒稳固，长期成长确定性强，且自身管理机制&经营效率领先同行，当前复苏好于预期，针对 2022E 的归母净利润给予 40 倍 PE，目标价 470 港币，相对 2021 年 3 月 25 日收盘价目标涨幅 15.5%，上调至“买入”评级。

6. 风险提示

疫情反复风险，宏观经济风险，门店拓展不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,234	154	1,068	4,413
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	218	195	296	356
存货	57	68	74	83
其他流动资产	11,464	7,243	12,510	14,446
流动资产合计	18,256	13,129	21,707	29,336
可供出售金融资产	0	107	213	302
长期投资净额	2,209	-456	-684	-2,884
固定资产	5,854	3,372	2,688	387
无形资产	25,194	25,194	25,194	25,194
商誉				
非流动资产合计	34,727	30,187	29,728	25,661
资产总计	52,983	43,316	51,435	54,997
短期借款	8,499	0	3,057	4,915
应付款项	1,176	1,423	1,551	1,741
预收款项				
一年内到期的非流动负债				
流动负债合计	17,287	7,352	14,045	17,836
长期借款	8,084	5,196	4,460	1,051
其他长期负债	20,112	20,112	20,112	20,112
长期负债合计	28,196	25,308	24,572	21,163
负债合计	45,483	32,660	38,617	38,998
归属于母公司股东权益合计	7,379	10,513	12,664	15,835
少数股东权益	121	143	153	163
负债和股东权益总计	52,983	43,316	51,435	54,997

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11,212	10,195	16,112	19,076
营业成本	7,190	9,254	9,881	11,167
销售费用	426	591	869	1,025
管理费用	1,061	1,163	1,219	1,468
财务费用	155	-187	160	160
营业利润	1,976	-1,744	2,755	4,121
利润总额	2,401	-2,646	2,879	4,238
所得税	640	21	717	1,057
净利润	1,761	-2,667	2,162	3,181
少数股东损益	-8	22	10	10
归属母公司净利润	1,769	-2,689	2,152	3,171
EBITDA	3,497	-664	3,416	4,584
EPS (元)	6.19	-8.39	6.71	9.89

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,769.00	-2,689.36	2,151.78	3,170.97
折旧及摊销	1,019.00	588.91	386.85	196.27
营运资本变动:	-1,554.00	2,493.27	-1,825.96	-254.21
其他非现金调整	2,059.00	1,541.27	320.00	320.00
经营活动净现金流量	3,293.00	1,934.09	1,032.67	3,433.04
投资活动净现金流量	-285.00	488.70	-2,120.38	1,784.55
融资活动净现金流量	6,045.00	-5,503.00	-56.01	-2,729.34
企业自由现金流	9,115.00	-3,080.20	-1,143.72	2,488.25

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)				
每股收益	6.19	-8.39	6.71	9.89
每股经营现金	10.27	6.03	3.22	10.71
每股净资产	23.40	33.25	39.99	49.92
成长能力				
营业收入	11.42%	-10.30%	51.52%	20.40%
营业利润	-6.70%	-163.40%	-341.77%	44.86%
归属母公司净利润	147.07%	-252.03%	-180.01%	47.37%
获利能力				
毛利率	35.87%	798.96%	3516.4%	3913.6%
净利率	15.71%	-26.52%	14.19%	17.34%
ROE	23.97%	-19.91%	15.65%	18.96%
ROIC	7.55%	493.96%	2919.1%	3754.8%
偿债能力				
资产负债率	85.84%	75.40%	74.04%	69.28%
净负债比率	177.99%	47.32%	50.32%	9.70%
流动比率	1.06	1.79	1.64	1.77
速动比率	0.39	0.79	0.59	0.80
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.23	0.31	0.35
应收账款周转率	51.43	51.49	51.47	51.48
应付账款周转率	6.11	6.50	6.37	6.42
估值比率				
P/E		-50.08	51.01	34.62
P/B		9.87	8.34	6.77
EV/EBITDA		-156.12	38.13	27.34

资料来源：东北证券

分析师简介:

李慧: CFA, 美国伊利诺伊大学香槟分校金融硕士, 厦门大学广告学/经济学双学士, 现任东北证券社服组组长。曾任美国芝加哥扎克罗斯投资管理公司量化分析师, 2015 年加入东北证券, 深度覆盖社会服务行业, 2019 年金牛奖研究团队第 3 名。

饶临风: 伦敦政治经济学院硕士, 南京大学学士。曾任英国基础设施基金 Broughton Capital Group 投资分析师, 2020 年加入东北证券, 现任社会服务行业研究人员。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034555	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn