

锦江酒店 (600754. SH)

拟回购股权用于限制性股票激励，有望推动下一轮经营变革

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：曾光 0755-82150809
证券分析师：钟潇 0755-82132098
证券分析师：张鲁 010-88005377
证券分析师：杨玉莹

◆ 社会服务 · 酒店餐饮

zengguang@guosen.com.cn
zhongxiao@guosen.com.cn
zhanglu5@guosen.com.cn
yangyuying@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980511040003
 执证编码：S0980513100003
 执证编码：S0980521120002
 执证编码：S0980524070006

事项：

公司公告：锦江酒店发布《2024年限制性股票激励计划（草案）》与《关于以集中竞价交易方式回购公司A股股份方案的公告》。公司未来6个月拟出资不超过2.78亿元，从二级市场回购公司股票（回购数量不低于400万股，不超800万股），回购股价不超34.8元/股（8月9日收盘价为23.7元/股），核心用于限制性股票激励。

- ◆ **国信社服观点：1、通过回购股权用于限制性股票激励，有望提振信心促国企酒店龙头发展。**本次限制性股票激励方案系公司上市以来首次（此前激励主要体现在子公司层面，上市公司层面一直未完全突破），同时涵盖子公司业务单元与个人综合考核，有望强化国企酒店龙头经营团队主观能动性，协同股东利益、公司利益和员工利益，在目前市场环境下有望提振市场信心，彰显公司对后续发展的积极态度。
- ◆ **2、业绩目标拆解：核心考核主业盈利与扩张，强调有质量的规模成长。**本次激励方案解除限售条件对门店扩张（每年新开业不低于1200家）、扣非归母净资产收益率、主业利润率有明确要求，同时要求以2023年扣非业绩（7.74亿元）为基数，2024/2025/2026年扣非归母业绩增速不低于30%/65%/100%（据此测算为10.06/12.77/15.48亿元），且要求扣非净利润表现不低于对标企业（包括华住、首旅、君亭、同庆楼等9家住宿餐饮企业）75分位值或同行业平均水平。
- ◆ **3、公司未来成长核心看国内酒店主业扩张成长与国外酒店减亏优化。**国内来看，虽然目前酒店行业REVPAR阶段持续承压，但公司未来仍有望通过以下层面助力主业优化和成长：一是通过积极门店规模净增长；二是前中后台业务的全面打通，区域一盘棋协同，经营管理更贴近市场，更趋精细化要效益和经营效率提升；三是通过中央预订强化提升单店收费比率（估算有望从2023年略超1%渐进提升至接近3%）；四是通过门店迭代升级改造提升直营店盈利等。**国外酒店业务核心看财务费用优化和经营减亏。**2019年境外酒店贡献2亿元归母净利润，但2023年因海外加息和通货膨胀下的经营压力，境外酒店亏损达4.09亿。公司目前正通过积极海外增资，贷款置换等逐步降低财务费用压力，同时也通过国内外酒店平台协同降低其经营压力。
- ◆ **4、按股权激励扣非业绩考核底限要求，目前市值对应2024/2025/2026年估值为25/20/16x（仅考虑扣非业绩），估值相对合理。**但若后续经济周期企稳或向上，伴随公司近两年持续经营改革成效和激励方案优化下经营更趋积极主动，其未来成长仍有积极向上看点。
- ◆ **5、投资建议：结合酒店行业趋势下修盈利预测，维持“优于大市”评级。**由于二季度以来国内酒店RevPAR持续承压（参考酒店之家数据，Q2国内酒店RevPAR同比下降约8%，7月降幅进一步扩大），我们下调公司RevPAR等经营假设，下调2024-2026年归母净利润至14.2/15.1/17.6亿元（此前4月时预测为16.6/17.4/19.8亿元），对应PE估值18/17/14x。对于公司而言，在完全市场化竞争的酒店行业，此次股权激励对管理层经营主观能动性提升有助于推动改革潜力释放。尽管当前经济周期和出行趋势变化仍需跟踪，但公司相对积极的业绩考核目标也有望给予预期相对谨慎的市场一定信心支持，维持“优于大市”评级。

◆ **6、风险提示：**宏观系统性风险，国企改革及内部整合低于预期；品牌老化风险。

评论：

◆ **锦江酒店：拟回购股权用于限制性股票激励，助力经营积极性和后续成长**

锦江酒店拟回购用于限制性股票激励。公司未来6个月拟出资不超过2.78亿元，从二级市场回购公司股票（回购数量不低于400万股，不超800万股），回购股价不超34.8元/股，核心用于限制性股票激励。

限制性股票激励方案覆盖主要高中层管理人员与核心骨干。1) 激励对象授予不超800万股；2) 激励人员不超148人，包括公司CEO、CFO及公司副总裁，核心中层骨干等；3) 首次授予的股票授予价格为11.97元/股；4) 限售期分别为自相应授予部分股票登记完成之日起24个月、36个月、48个月，解除限售占比分别为40%、30%、30%。

表1：激励对象获授的限制性股票分配情况

姓名	职务	获授限制性股票数量(万股)	占授予总数比例	占公司股本总额比例
毛啸	董事、首席执行官	7.4	0.93%	0.007%
艾耕云	董事、首席财务官、财务负责人	4.4	0.55%	0.004%
胡警	副总裁、董事会秘书	3.9	0.49%	0.004%
侯乐蕊	副总裁	4.0	0.50%	0.004%
赵雁飞	副总裁	3.9	0.49%	0.004%
中层管理及核心骨干人员(143人)		624.1	78.01%	0.583%
首次授予部分合计(不超过148人)		647.7	80.96%	0.61%
预留部分		152.3	19.04%	0.14%
合计		800.0	100.00%	0.75%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业绩目标：核心考核主业盈利与扩张，强调有质量的规模成长。

1) 2024/2025/2026年公司扣非ROE不低于5.8%/7%/8%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均水平（包括华住、首旅、君亭、同庆楼等9家住宿餐饮企业，下同）；

2) 以2023年扣非业绩为基数，2024/2025/2026年扣非业绩增长率不低于30%/65%/100%，对应2024/2025/2026扣非归母业绩要求为10.06/12.77/15.48亿元，且不低于对标企业75分位值或同行业平均水平；

3) 2024/2025/2026年每年新开店不低于1200家或2024-2025年累计不低于2400家，2024-2026年累计不低于3600家。

4) 2024/2025/2026年主业净利率不低于11%/12.5%/14%。

表2：锦江酒店首次与预留授予的限制性股票解除限售业绩考核目标

	第一个解除限售期	第二个解除限售期	第三个解除限售期
可解除限售数量占获授权益数量比例	40%	30%	30%
业绩考核条件	2024	2025	2026
扣非归母净资产收益率	≥5.8%	≥7%	≥8% 且≥对标企业75分位值或同行业平均水平
扣非归母净利润较2023年增长率	≥30%	≥65%	≥100% 且≥对标企业75分位值或同行业平均水平
新增开业酒店家数	≥1200	≥1200 or 2024-2025≥2400	≥1200 or 2024-2026≥3600
主业利润率	≥11%	≥12.5%	≥14%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：主业利润=利润总额-公允价值变动损益-投资收益-营业外收入+营业外支出-资产处置收益+与主业相关的投资收益（参股餐饮企业投资收益）

5) 子公司层面考核: 各子公司考核指标根据上述考核期, 按年度设定业绩考核目标和解锁系数。具体业绩考核目标及解锁系数由公司决定并与激励对象签订相关协议。激励对象当年实际可解除限售的额度与其所属业务单元考核年度的业绩完成情形及解锁系数挂钩。

6) 个人解锁要求: 根据个人所属业务单元排名情况, 分别按 100%/90%/70%/0%的比例进行解锁。

表3: 个人解除限售比例对应考核结果

个人考核结果排名	所属业务单元 排名前 60% (含)	所属业务单元 排名前 70% (含) 至前 60% (不含)	所属业务单元 排名前 90% (含) 至前 70% (不含)	所属业务单元排名低于前 90%
个人层面解除限售比例	100%	90%	70%	0

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

股权激励费用对业绩影响相对有限: 2024/2025/2026/2027 年摊销金额分别为 0.09/0.28/0.23/0.11 亿元,

本次股权激励有望助力管理层经营积极性和后续成长。 总体而言, 公司通过回购进行股权激励, 有助于在目前预期谨慎下提振市场信心, 且不带来额外股权稀释影响; 酒店业作为完全竞争行业, 经营团队的主观动能和专业能力对经营成效具有重要影响。本次股权激励有助于国企充分释放经营团队积极性, 助力国企酒店龙头经营更加主观求变谋成长。

◆ 股权激励目标拆解: 境内酒店增长与海外减亏为核心驱动

股权激励目标拆解: 预计扣非业绩增长核心由境内有限服务酒店增长与境外减亏贡献。 酒店业绩核心由四部分构成, 其中全服务酒店、餐饮分部预计发展相对稳定, 核心增量贡献来自境内有限服务与境外酒店。考虑目前国内酒店 RevPAR 持续承压趋势, 公司完成 2024-2026 年业绩解锁目标核心需要经营团队积极推动国内经营扩张和提效, 并加速海外减亏。

表4: 股权激励对应业绩目标拆分

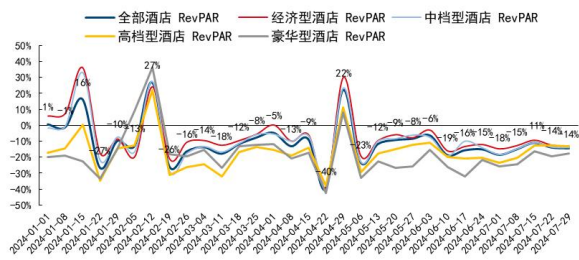
	2019	2023	2024	2025	2026
境内全服务型酒店营运及管理业务	-	13	预计稳定增长		
一、境内有限服务型酒店营运及管理业务	836	1165	1、按股权激励目标预计未来3年规模扩张9-11%; 2、加盟单店收入提升, 门店GMV提升+中央收费提升; 3、直营店升级减亏		
二、境外有限服务型酒店营运及管理业务	202	-409	1、经营减亏; 2、利息降低		
食品及餐饮业务	222	299	去年同期有一次性1.59亿公允价值变动收益, 剔除后预计稳定增长		
其他	-168	-66	预计平稳		
公司归母净利润	1,092	1,002			
公司扣非净利润 (股权激励目标)	892	774	1007	1278	1549
YOY			30%	27%	21%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

一、境内酒店业务提升

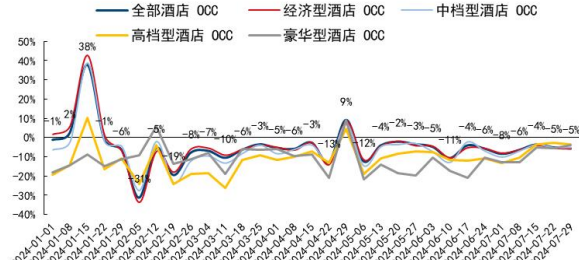
国内酒店韩各样大环境: 今年以来, 随着酒店行业供给增加以及需求的阶段性低迷, 行业 RevPAR 同比承压。 供给端, 按盈蝶网&中国饭店业协会数据, 2023 年底国内住宿酒店房量较 2019 年底减少 5%, 较疫情期间已显著恢复。需求端, 2024 年休闲需求进入稳态, 同时出境游对国内市场有一定分流, 而商旅持续平缓导致需求上略显乏力。如下图所示, 7.1-8.5 酒店行业 RevPAR 同比-15%, 暑期旺季本身基数压力较大, 其中 OCC-6%/ADR-9%, 价格压力更显著。

图1：酒店行业 RevPAR 同比变化趋势



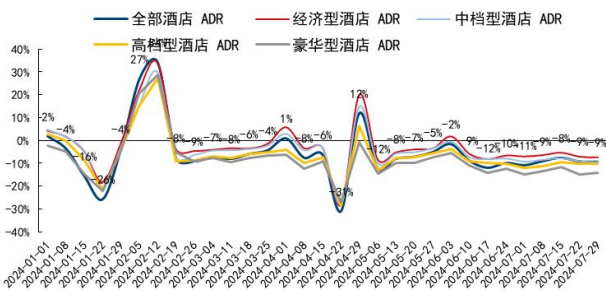
资料来源：酒店之家、国信证券经济研究所整理

图2：酒店行业 OCC 同比变化趋势



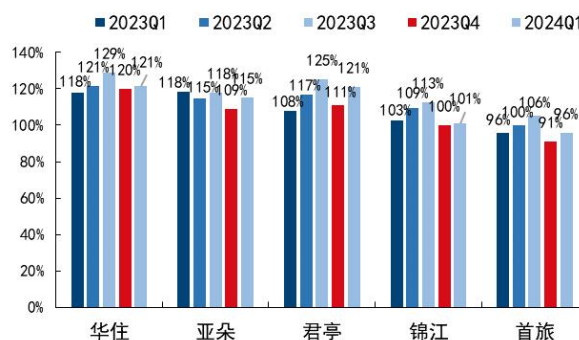
资料来源：酒店之家、国信证券经济研究所整理

图3：酒店行业 ADR 同比变化趋势



资料来源：酒店之家、国信证券经济研究所整理

图4：酒店行业集团 RevPAR 较 2019 年恢复情况



资料来源：酒店之家、国信证券经济研究所整理

在此背景下，锦江酒店内部改革提效有望部分对冲行业层面压力。回顾过往，锦江酒店 2010 年开始聚焦有限服务酒店，2015 年起伴随国资考核强化，在“成为具有国际竞争力与影响力的跨国集团”目标要求下，以并购卢浮、铂涛、维也纳迅速做大；2017-2019 年紧抓中端升级机遇期，以市场化激励实现高速轻资产规模扩张。2020 年以来深度整合谋求效率提升。基于全球规模第二、国内第一的酒店基本盘卡位以及收购而来的历史遗留问题，疫情以来积极推进从后端到前端的一系列整合进展，也为后续股权激励的完成提供基础。

- ✓ **一看规模扩张：**公司股权激励目标为未来三年新开门店不低于 1200 家或累计不低于 3600 家，我们预计公司后续规模扩容的同时也会兼顾质量提升，今年以来公司积极强化品牌聚焦于精简，同时不排除清退部分不合格门店提升整体品质，但整体门店增长率仍有望维持在个位数增长。

图5：锦江酒店门店扩张情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

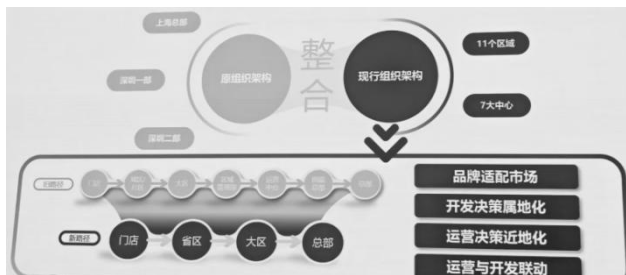
图6：锦江门店扩张情况（图中数字标签为新开店）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

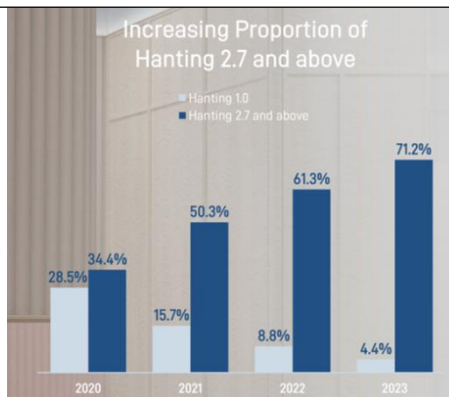
- ✓ **二看单店 GMV 提升：**1、从单个酒店贡献看，加盟店与直营店的收入首要基础都为门店 GMV=可售房量 x RevPAR。1) **产品升级：**及时产品迭代升级、降低老旧店占比有助于为提价与流量提供基础。锦江酒店疫情期间品牌和产品升级迭代相对不足（含直营和加盟），去年以来也积极推进，后续有望推动直营店盈利能力改善，同时也有助于加盟门店流水提升。2) **中台整合：**公司此前主动价格管理相对不足，今年以来公司运营中台积极打通，在管理进一步扁平化、中后台效率进一步提升的同时，也有助于平衡同区域各品牌价格策略，共性运营体系+品牌个性运营高效协同管理。

图7：锦江酒店中台整合情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

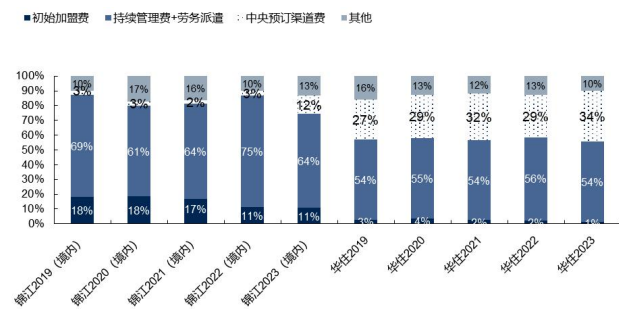
图8：华住汉庭 1.0 占比持续降低



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- ✓ **三看单店收费能力提升：**酒店会员中央预订贡献也日益成为龙头未来收益增长的重要来源。会员规模增长，直销占比提升，有助于降低销售费率压力。如何进行会员精细化运作和相关权益的额外赋能，将是能在与 OTA 竞争合作过程中把握主动的关键。锦江酒店 2023 年将中央预订渠道 Wehotel 100%整合入上市公司，并多次改版升级适应用户使用习惯，2023 年订房渠道收入实现 7.56 亿元，估算对应占加盟门店流水占比略超 1%，预计后续中央预订占比与收费为 5%的比例均有进一步提升空间（若参考其他酒店龙头 60%中央预订比例对应占加盟流水比例在 3%）。

图9：锦江酒店与华住中央预订占加盟收入比重



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

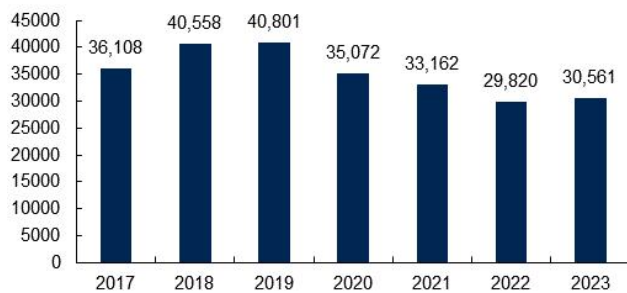
图10：锦江订房渠道收入贡献（单位：百万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

此外，疫情期间后端整合基本完成，行政管理费用绝对值下降但后续经营杠杆发挥仍待显现。公司对后端财务、人力等系统整合共享，整体员工人数从 2019 年的 4.06 万人降低至 2023 年末的 3.06 万人，2023 年有限服务酒店一般行政管理费用较 2019 年下降 7%，但前端和中台弹性不足压制规模效应充分发挥。

图11: 锦江酒店员工人数下降



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 锦江酒店有限服务酒店一般行政管理费用



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

二、海外减亏推进

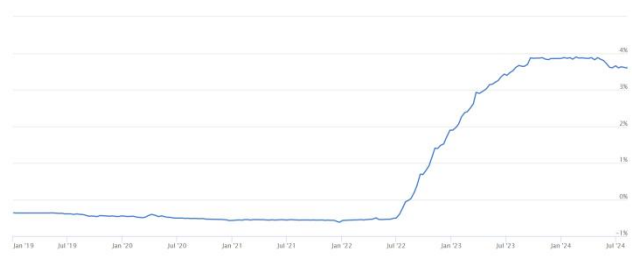
2019年锦江酒店境外贡献业绩约2亿元,去年因通胀带来成本提升叠加利息费用拖累,境外分部由盈转为亏损4亿元,我们预计后续仍然有望逐步减亏。一方面,公司开始出售部分法国以外卢浮海外酒店物业(2023年底公司持有海外酒店物业近200家)变现等;同时公司也积极推进全球酒店平台和架构整合,以降低成本费用。另一方面,针对高企利息费用,公司对卢浮进行增资,降低整体财务杠杆,且在海外降息预期强化下,预计财务费用有望得到优化。

图13: 锦江境外分部财务费用与归母净利润



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: Eur ibor 走势



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

总体而言,本次股权激励有助于国企充分释放经营团队积极性,助力国企酒店龙头经营动能提升。考虑目前国内酒店 RevPAR 持续承压趋势,公司完成 2024-2026 年业绩解锁目标需要经营团队积极推动国内经营扩张和提效、并加速海外减亏。

◆ **投资建议: 结合酒店行业趋势下修盈利预测,维持“优于大市”评级。**由于二季度以来国内酒店 RevPAR 持续承压(参考酒店之家数据,Q2 国内酒店 RevPAR 同比下降约 8%,7 月降幅进一步扩大),我们下调公司 RevPAR 等经营假设,下调 2024-2026 年归母净利润至 14.2/15.1/17.6 亿元(此前 4 月时预测为 16.6/17.4/19.8 亿元),对应 PE 估值 18/17/14x。若按股权激励扣非业绩考核底线要求,目前市值对应 2024/2025/2026 年估值为 25/20/16x(仅考虑扣非业绩),估值相对合理。总之,对于公司而言,在完全市场化竞争的酒店行业,此次股权激励对管理层经营主观能动性提升有助于推动改革潜力释放。尽管当前经济周期和出行趋势变化仍需跟踪,但公司相对积极的业绩考核目标也有望给予预期相对谨慎的市场一定信心支持。若后续经济周期企稳或向上,伴随公司近两年持续经营改革成效和激励方案优化下经营更趋积极主动,其未来成长仍有积极向上看点,维持“优于大市”评级。

表5: 锦江酒店盈利预测调整 (单位: 亿元)

	2024E	2025E	2026E
同店 RevPAR 同比增长假设 (调整前)	1.8%	2.4%	2.5%
收入-调整前	157.92	170	182.24
归母净利润-调整前	16.6	17.45	19.79
同店 RevPAR 同比增长假设 (调整后)	-6.6%	1.5%	1.5%
收入-调整后	147.37	156.4	164.9
归母净利润-调整后	14.22	15.14	17.64

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

◆ 风险提示: 宏观系统性风险, 国企改革及内部整合低于预期; 品牌老化风险。

相关研究报告:

《锦江酒店 (600754. SH)-海外利息费用大增影响扣非业绩表现, 国内酒店开店有所提速》——2024-04-30

《锦江酒店 (600754. SH)-海外亏损拖累 2023 年表现, 关注国内外整合优化成效》——2024-04-03

《锦江酒店 (600754. SH)-海外拖累致业绩承压, 跟踪行业趋势与公司整合成效》——2024-02-01

《锦江酒店 (600754. SH)-三季度海外经营转正, 国内酒店经营超 2019 年同期》——2023-11-01

《锦江酒店 (600754. SH)-上半年国内主业净利润超 2019 年同期, 三季度展望较积极》——2023-08-30

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6915	10295	12392	14034	16708	营业收入	11008	14649	14737	15640	16490
应收款项	2560	2252	2039	1515	1517	营业成本	7364	8498	8506	8985	9421
存货净额	68	67	245	445	733	营业税金及附加	128	163	162	172	181
其他流动资产	622	643	737	782	742	销售费用	776	1160	1011	1046	1072
流动资产合计	10463	13551	15667	17031	19955	管理费用	2348	2745	2726	2812	2895
固定资产	5445	5589	5838	6344	6772	研发费用	12	24	15	16	16
无形资产及其他	6851	6951	6674	6397	6120	财务费用	475	690	560	488	413
投资性房地产	24195	23983	23983	23983	23983	投资收益	172	206	449	105	68
长期股权投资	477	512	512	512	512	资产减值及公允价值变动	197	148	(20)	20	10
资产总计	47431	50587	52676	54268	57343	其他收入	177	53	(15)	(16)	(16)
短期借款及交易性金融负债	6807	5903	6139	6016	6016	营业利润	462	1801	2186	2246	2569
应付款项	1315	1449	3341	4681	7332	营业外净收支	33	(7)	20	20	20
其他流动负债	3688	5320	4693	4546	4350	利润总额	495	1793	2206	2266	2589
流动负债合计	11811	12672	14172	15244	17698	所得税费用	250	516	593	596	673
长期借款及应付债券	8058	9893	9893	9793	9693	少数股东损益	132	275	190	156	152
其他长期负债	10412	10662	10662	10662	10662	归属于母公司净利润	113	1002	1422	1514	1764
长期负债合计	18470	20555	20555	20455	20355	现金流量表 (百万元)					
负债合计	30281	33226	34727	35698	38053	净利润	113	1002	1422	1514	1764
少数股东权益	577	684	703	718	733	资产减值准备	2	9	(9)	0	0
股东权益	16573	16677	17246	17852	18557	折旧摊销	592	607	817	892	960
负债和股东权益总计	47431	50587	52676	54268	57343	公允价值变动损失	(197)	(148)	20	(20)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	475	690	560	488	413
每股收益	0.11	0.94	1.33	1.41	1.65	营运资本变动	1033	2525	1197	1474	2204
每股红利	0.43	0.69	0.80	0.85	0.99	其它	(404)	63	28	15	15
每股净资产	15.49	15.59	16.12	16.68	17.34	经营活动现金流	1140	4058	3476	3875	4933
ROIC	0.08%	3.48%	5%	7%	8%	资本开支	0	(722)	(801)	(1101)	(1101)
ROE	0.68%	6.01%	8%	8%	10%	其它投资现金流	(19)	2	40	0	0
毛利率	33%	42%	42%	43%	43%	投资活动现金流	141	(755)	(761)	(1101)	(1101)
EBIT Margin	3%	14%	16%	17%	18%	权益性融资	13	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	18%	21%	22%	23%	负债净变化	64	1835	0	(100)	(100)
收入增长	-3%	33%	1%	6%	5%	支付股利、利息	(461)	(739)	(853)	(908)	(1059)
净利润增长率	13%	783%	42%	6%	17%	其它融资现金流	(18)	(2114)	236	(123)	0
资产负债率	65%	67%	67%	67%	68%	融资活动现金流	(798)	76	(617)	(1131)	(1159)
股息率	1.8%	2.9%	3.4%	3.6%	4.2%	现金净变动	483	3379	2097	1643	2674
P/E	223.3	25.3	17.8	16.7	14.4	货币资金的期初余额	6433	6915	10295	12392	14034
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	货币资金的期末余额	6915	10295	12392	14034	16708
EV/EBITDA	57.3	22.0	19.2	17.4	16.4	企业自由现金流	0	3876	2907	3187	4212
						权益自由现金流	0	3597	2734	2605	3806

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032