

行业研究/动态点评

2019年06月18日

行业评级:

建筑 增持(维持)

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**陈羽锋** 执业证书编号: S0570513090004  
研究员 025-83387511  
chenyufeng@htsc.com

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

**陈慎** 执业证书编号: S0570519010002  
研究员 chenshen@htsc.com

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

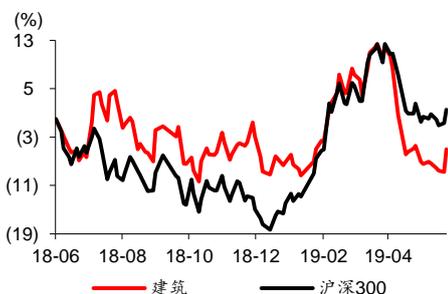
**韩笑** 执业证书编号: S0570518010002  
研究员 hanxiao012792@htsc.com

**蒋昭鹏** 0755-82492038  
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《建筑: 行业周报(第二十四周)》2019.06
- 2 《建筑: 基建政策或迎拐点, 资金来源望改善》2019.06
- 3 《建筑: 行业周报(第二十三周)》2019.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 城市化快速推进, 龙头市占率提升

### 多行业川渝地区联合报告

#### 建筑: 基建投资保持旺盛, 家装品牌认可度较高

西部地区的基建强度相对旺盛, 四川省 19 年公路水路建设投资确保完成 1400 亿元, 力争完成 1500 亿元, 同时新开工 10 条高速公路。四川路桥月度经营简报显示 1-5 月份中标金额有所下滑, 但我们预计三季度末同比将大幅改善。公司融资成本有所回落, 资金较为充沛, 在手项目推进正常。在消费端的家装市场, 受精装房交付冲击, 家装供应商的市场受到挤压。但品牌家装供应商受冲击相对较小, 一方面四川客户相对认可品牌企业, 另一方面, 品牌家装供应商有较好的施工质量和透明的报价作为保障。家装的品牌溢价有望逐步实现。

#### 建材: 川渝地区需求稳中有升, 龙头企业增长良好

1-4 月川渝地区水泥需求靠重点工程需求增长带动, 预计全年总需求稳中有增。区域内行业错峰执行力度较好, 四川地区价格同比提升较多, 重庆同比持平, 风险在于川渝地区价格会受到贵州外来水泥的冲击, 目前贵州价格同比下降较多, 库位较高。四川地区涂料及防水行业整体需求平稳, 行业集中度提升推动公司业绩增长。玻纤价格 4 月以来呈现低位震荡态势, 同时目前处于历史库存较高水平, 我们预计全年玻纤价格呈低位震荡。

#### 轻工: 家具零售端压力仍存, 工装业务仍有较快增长

在当前地产销售下滑背景下, 家居终端市场竞争仍在不断加剧, 多渠道销售、一站式整体服务等成为企业获取客流的重要途径。但家居企业 B 端工装业务仍维持了较好增速, 进一步验证了当前阶段基于精装房交付占比提升带来的工装业务放量逻辑。我们认为地产销售下滑叠加家居行业竞争加剧, 企业压力短期难以缓解, 向上向下两端延伸拓展流量获取边界、丰富客流获取渠道的企业受地产周期性影响相对较低; 结构上看, 房地产精装修交付比例稳步提升, 工程业务有望成为 2019 年最为受益的地产后周期的轻工子板块。

#### 银行: 偏爱基建与零售贷款, 中小行流动性压力边际缓和

成渝地区的银行均将基建贷款与零售贷款视为优质资产。一方面, 西部地区的基建补短板空间较大。成都市基建投资增速较高, 创造了较旺盛的信贷需求; 重庆地区银行优先投放基础设施行业贷款, 反映风险偏好保守。另一方面, 经济下行期, 零售资产安全性更高, 得到了银行的普遍偏好。包商银行被接管事件发生后, 成渝区域的中小银行流动性受到一定冲击, 但央行的流动性支持效果已开始呈现, 流动性压力缓和。受经济增速下行影响, 重庆地区信用风险暴露, 成都地区银行业资产质量则保持相对稳健。

#### 地产: 深度分化中前行, 品牌房企优势明显

中西部核心城市 5 月客户来访量仍处于近半年中高位, 年初以来推盘认购率稳步提升。中西部核心二线城市热度仍在, 部分三四线城市销售热度开始回落, 价格出现调整预期。中西部城市主流需求多为地缘性客户, 棚改对市场的影响力从 17 年开始逐渐递减。大部分三四线城市流动性环境保持稳定, 年初以来房贷利率未经历阶段性的下调。地方土地市场总体维持平衡, 地价上行加重拿地负担。未来需要关注部分政策没有变严的城市是否存在加码的预期, 我们预计三季度市场热度回落, 部分压力较大的三四线城市也可能存在政策改善的空间。

风险提示: 西部地区基建投资力度低于预期, 地产调控政策加码。

## 正文目录

建筑：基建投资保持旺盛，家装品牌认可度较高.....	4
基建：基建保持较高投资强度，龙头公司受益明显 .....	4
家装：地区性差异较大，品牌认可度较高 .....	5
建材：川渝地区需求稳中有升，龙头企业增长良好 .....	6
消费建材：需求平稳，龙头企业集中度快速提升 .....	6
水泥：需求稳中有升，错峰执行力度较好 .....	6
玻纤：受供给冲击影响，库存仍有压力，预计年内价格低位震荡 .....	7
轻工：家具零售端压力仍存，工装业务仍有较快增长.....	8
银行：偏爱基建与零售贷款，中小行流动性压力边际缓和 .....	10
地产：深度分化中前行，品牌房企优势明显 .....	12
风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1: 2014.5-2019.4 四川省固定资产投资累积同比增速.....	4
图表 2: 2014.5-2019.4 四川省公路建设累积同比增速.....	4
图表 3: 2018.6.14-2019.6.14 川渝水泥价格.....	6
图表 4: 2018.6.14-2019.6.14 贵州水泥价格.....	6
图表 5: 2018.2-2019.4 四川、重庆固投累计同比增速.....	6
图表 6: 2018.2-2019.4 贵州固投累计同比增速.....	6
图表 7: 商品房单月销售面积及同比情况.....	8
图表 8: 家居零售额当月值及其同比情况 (单位: 亿元) .....	8
图表 9: 建材家居卖场月销售额及同比情况.....	8
图表 10: 全国精装修/全装修政策颁布数量.....	9
图表 11: 精装房渗透率快速提升.....	9
图表 12: 精/全装修商品住宅数量情况.....	9
图表 13: 2017 年 Top 10 房企全装修规模市场份额.....	9
图表 14: 成都市基础设施投资、天府新区、“东进”趋于投资增速较快 .....	10
图表 15: 2016-2019Q1 成都与重庆不变价 GDP 增速变化: 成都稳定而重庆滑坡.....	11
图表 16: 东中西部房地产开发投资累计增速 (%) .....	13
图表 17: 东中西部房地产新开工累计增速 (%) .....	13
图表 18: 东中西部商品房销售额累计增速 (%) .....	13
图表 19: 东中西部商品房销售面积累计增速 (%) .....	13

## 建筑：基建投资保持旺盛，家装品牌认可度较高

### 基建：基建保持较高投资强度，龙头企业受益明显

四川省交通运输工作会议上提出，19年省内公路和水路的投资规划为确保1400亿元，力争1500亿元。我们预计其中公路的占比将达到70%，约为1000亿元。四川路桥作为省内的基建龙头施工企业，在省内具有较强的拿单竞争力，公司的接单对全省的基建投资强度有较好的指引作用。该公司在17/18年中标合同分别接近500和700亿元，连续两年高速增长。经营简报显示19年1-5月份，公司中标合同金额同比有所下滑，我们认为主要原因是招投标没有明显的季节性，5个月的中标量和全年中标量没有线性关系。我们预计下半年随着某些重点项目，比如沿江高速公路开始招投标，中标金额的同比增速到三季度末估计将有明显改善。

图表1：2014.5-2019.4 四川省固定资产投资累积同比增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表2：2014.5-2019.4 四川省公路建设累积同比增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

公司获单方式包括市场化竞争和内部订单，但内部订单也是通过市场化方式获取的。即公司会和业主成立联合的项目公司，通过项目公司获取施工订单。公司是以资本金的投入换取大股东的某些项目。

高速公路运营板块是公司的优质资产。从盈利方面看，随着车流量的不断增加，可观的现金流和稳定的净利润是可期的。18年年报显示，四川路桥4条已运营的高速公路，其中两条高速公路已实现盈利，并且随着车流量的自然增长，盈利可能逐年增加，另外两条高速公路由于通车时间较短（均不足5年），继续维持亏损状态。另外一条高速公路19年部分通车，将增加一部分亏损。我们判断19年，高速公路的运营对净利润依然会有一定的拖累。从资产配置看，高速公路有较高的净资产重置价值。如果这5条高速公路现在建设，由于拆迁补偿费用、原料和人工费用的涨价，其成本将高于当时的造价。

在基建市场，资金实力对拿单和执行订单至关重要。另外，资质对于招投标也是较为关键的门槛。在目前的环境中，银行对国企的放款较为支持，且利率水平较去年有所下降。19年较多银行重视政府类客户，利率下滑明显，在基准利率附近。在财政稳定的地区，地方龙头基建公司的市占率有望继续提升。

## 家装：地区性差异较大，品牌认可度较高

在精装房交付比例不断提高的大背景下，我们了解了针对不同客户定位和装修模式的公司生存业态。精装房交付对家装的冲击是不可避免的，不论家装的定位客户是属于哪个层级。相对而言，定位较低的家装公司受精装房交付冲击更高，定位较高的家装公司受的影响较弱。因为定位较低端的属于刚需装修，而定位较高端的属于改善型装修。改善型装修更有动力买毛坯新房或者将精装房拆除重装，以满足业主的个性化需求。针对精装房的冲击，提供半包装修服务的某供应商，努力提高客单价。客单价的提升主要通过主材占比的提升来实现，尽可能引导客户够买和公司有合作的主材供应商。而提供全包装修服务的某供应商，则打算优化产品设计，以更好满足本地客户的习惯。

不同家装供应商在保证施工质量的基础上，服务重心有所不同。某半包装修服务商，将重心放在主材配比的提高。比如，原来客单价中，基础服务和主材的配比为1:1，理论上此配比可提升至1:3左右。客单价依然存在不断增加的空间。某全包装修服务商，打算将几个包含不同空间的小套餐包整合为一个套餐包，提供更多的主材选择。

我们发现服务到位的装修供应商已经在享受一定的品牌效应。比如全包装修供应商，目前的签单客户中有相当比例来自老客户的推荐，这种推荐不带有返利性质，纯粹出于对装修服务质量的认可。此外，全包装修服务商也开始承包一些小工装，这些业务几乎没有市场营销，是通过品牌的认可主动找到商家。半包装修服务商，主材配比的提高，也反映了客户对服务的认可，所以才通过公司的渠道购买主材。

## 建材：川渝地区需求稳中有升，龙头企业增长良好

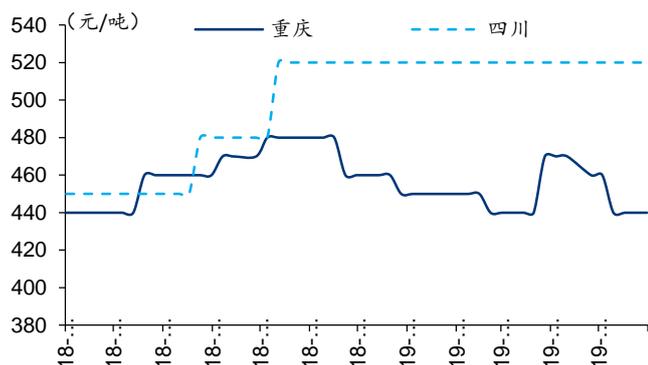
### 消费建材：需求平稳，龙头企业集中度快速提升

1) 涂料：目前涂料行业处于快速增长阶段，立邦、多乐士仍然是领跑企业。涂料企业通过区域招商的方式拓宽销售渠道，同时通过与B端合作来带动渠道扩充。2) 防水：防水企业收入上涨较快，主要受益于集中度提升，通过：(1) 与地产开发商加强合作，提升渗透率；(2) 合伙人开拓。同时龙头企业的产品、服务、激励优势较为明显。

### 水泥：需求稳中有升，错峰执行力度较好

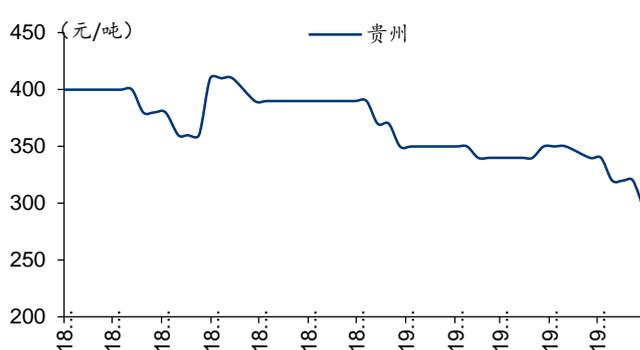
1) 需求：水泥公司销量增长主要靠重点项目、重点工程需求增长带动，预计全年需求稳中有增。2) 价格：根据数字水泥网，6月14日重庆水泥价格年同比持平，四川水泥价格年同比上涨70元/吨，由于西南地区竞争格局比较分散，企业经过多年的价格战竞争，充分受益错峰生产带来的利润提升，因此各家企业错峰执行力度较好，风险在于川渝地区价格会受到贵州外来水泥的冲击，目前来看，贵州由于受到政府债务及地产新开工不足的影响，需求下降显著，根据数字水泥网，6月14日贵州水泥价格年同比下滑110元/吨，库存75%，同比增加15pct。

图表3：2018.6.14-2019.6.14 川渝水泥价格



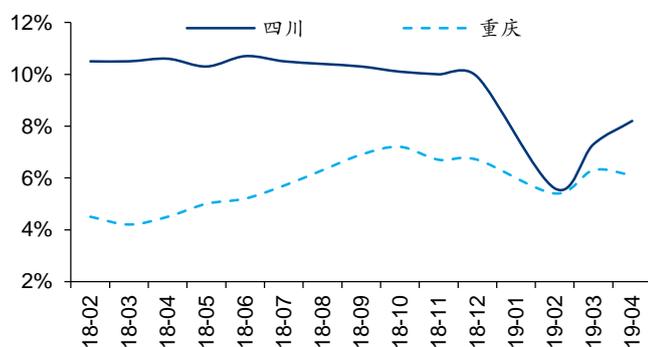
资料来源：数字水泥网，华泰证券研究所

图表4：2018.6.14-2019.6.14 贵州水泥价格



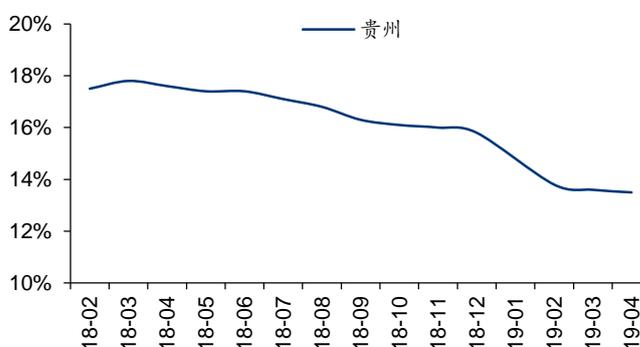
资料来源：数字水泥网，华泰证券研究所

图表5：2018.2-2019.4 四川、重庆固投累计同比增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表6：2018.2-2019.4 贵州固投累计同比增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

## 玻纤：受供给冲击影响，库存仍有压力，预计年内价格低位震荡

玻纤企业直接纱吨成本较高，主要因为：1) 虽然重庆地区燃气价格有一定优势，但企业由于历史资金紧张，冷修技改扩产等措施不充分，目前池窑平均规模小，单耗高；2) 矿物化工原料自供率低，吨原料成本高。2019年吨成本较2018年下降，主要是由于矿物自供比例提升。从吨费用角度看，企业运输物流成本及财务成本较高。

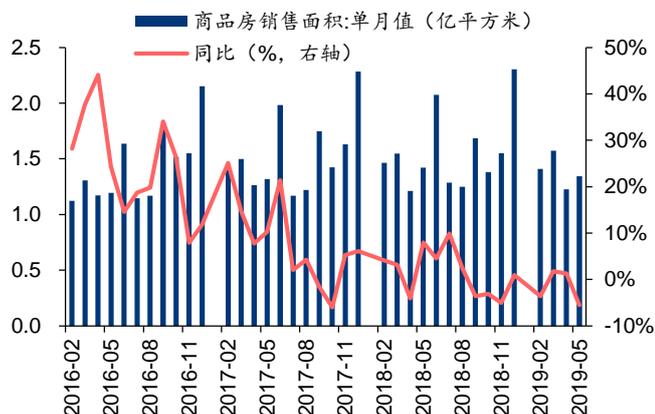
根据卓创资讯数据统计，受到2018年玻纤行业产能增加90多万吨的影响，且新增产能主要集中在下半年，价格受影响最大的是19年一季度，就目前情况看，1) 电子纱价格4月开始企稳，价格由去年同期的13000元/吨到现在的8000元/吨，电子纱净利润层面基本实现盈亏平衡；2) 粗纱价格4月以来下跌较少，目前看短切、直接纱有些地方还存在跌价压力；3) 库存：目前整体库存3个月，是历史较差水平，相较于18年底库存有所增加；4) 由于吨成本降幅不及吨收入降幅，毛利率同比有小幅下跌。我们预计玻纤价格今年下半年将呈现低位震荡的走势，贸易摩擦及全球经济增长放缓对需求端的影响仍需观察。

## 轻工：家具零售端压力仍存，工装业务仍有较快增长

在当前地产销售下滑背景下，家居终端市场竞争仍在不断加剧，多渠道销售、一站式整体服务等成为企业获取客流的重要途径。但我们也注意到，家居企业B端工装业务仍维持了较好增速，进一步验证了当前阶段基于精装房交付占比提升带来的工装业务放量逻辑。当前时点，我们认为地产销售下滑叠加家居行业竞争加剧，企业压力短期难以缓解，向上下两端延伸拓展流量获取边界、丰富客流获取渠道的企业受地产周期性影响相对较低；结构上看，房地产精装修交付比例稳步提升，工程业务有望成为2019年最为受益的地产后周期的轻工子板块。

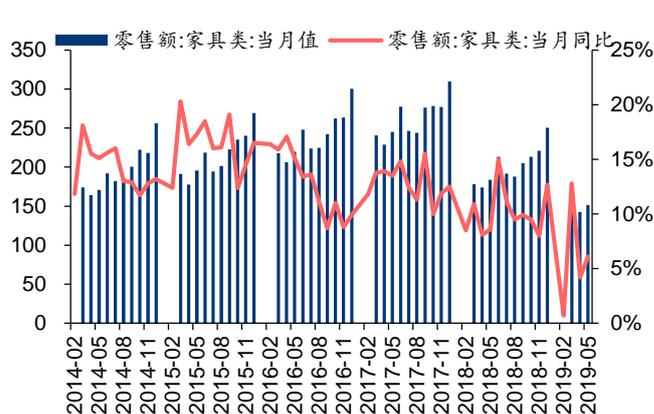
**家居零售渠道情况：**目前家居卖场客流量并未出现显著下滑，据Wind数据，2019年1-4月建材家居卖场累计销售额为2852亿元，同比增速仍有3%左右。但随着地产销售的持续下行、家居卖场产能过剩，以及近两年线上、整装、设计师通道、精装房崛起等新的商业模式的涌现，未来传统家居卖场收租模式将受到更大挑战。现在消费者进卖场不再单纯购买产品，而是需要提供整装服务解决方案，许多家居卖场已通过引进整装服务品牌商的方式，增强客流获取能力；而未来家居卖场也有可能借助自身平台优势，整合家居装修各环节资源，为消费者提供整装服务，满足消费者的拎包入住诉求。

图表7：商品房单月销售面积及同比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：家居零售额当月值及其同比情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

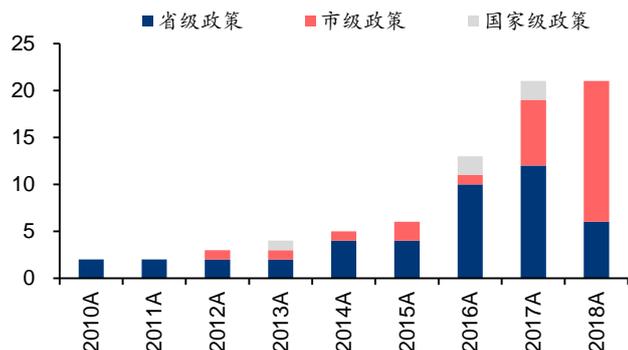
图表9：建材家居卖场月销售额及同比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

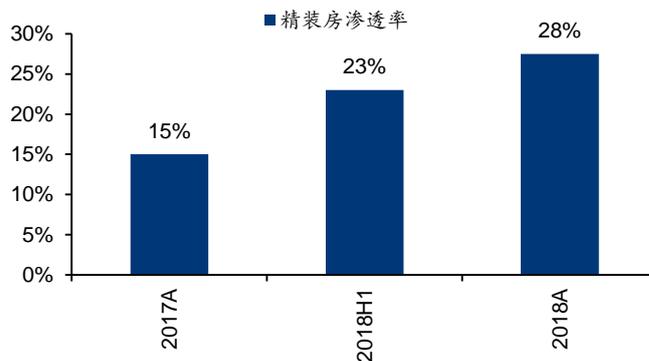
**家居工装渠道情况：**在地产销售下行、家居零售市场竞争日趋激烈的同时，地产结构性变化给家居行业带来新的发展机遇。国家精装修相关政策推动下，据奥维云网检测数据，2019年1-4月全国精装修/全装修商品住宅开盘规模达到70万套，同比增长11.9%，显著高于全国商品房销售面积同比增速，房地产销售中精装修交付比例稳步提升利好精装高配套性品类。地产商看重家居企业品牌、性价比与交付能力，过往与地产商有较好合作、具备工装业务渠道的家居企业在当前精装放量背景下更具优势，以工装业务为主的家居企业经营表现较为亮眼。

**图表10： 全国精装修/全装修政策颁布数量**



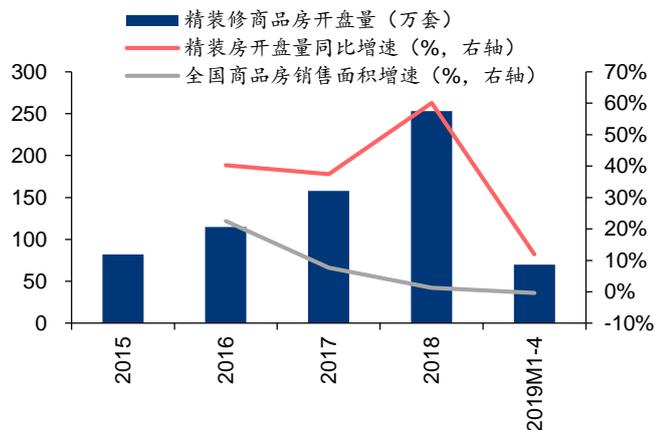
资料来源：奥维云网，华泰证券研究所

**图表11： 精装房渗透率快速提升**



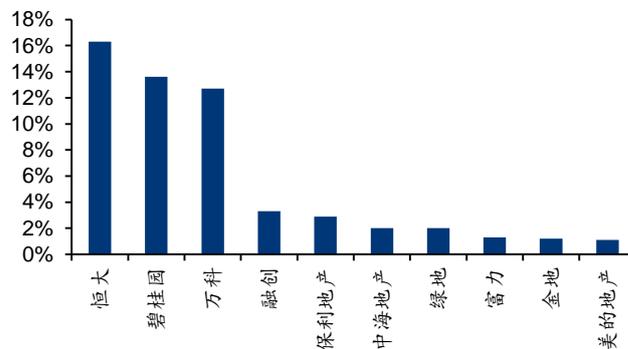
资料来源：奥维云网，华泰证券研究所

**图表12： 精/全装修商品住宅数量情况**



资料来源：奥维云网，华泰证券研究所

**图表13： 2017年 10房企全装修规模市场份额**



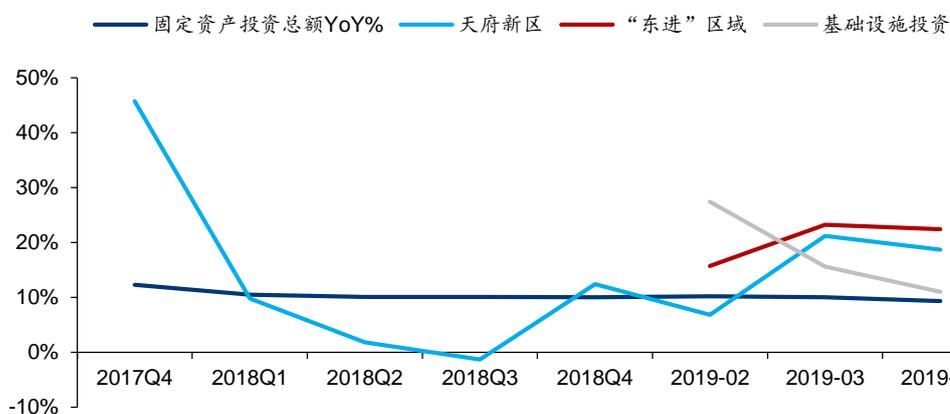
资料来源：全装联，华泰证券研究所

## 银行：偏爱基建与零售贷款，中小行流动性压力边际缓和

成渝地区银行新增贷款集中于基础设施行业与零售贷款。银行对优质资产的竞争较为激烈，成都地区基建类贷款的利率水平大致与基准利率持平。包商银行的接管事件导致的市场风险偏好下降对中小银行的流动性产生了一定冲击，中小银行发行同业存单的成本提升明显。重庆地区 2018 年以来经济增速下滑明显，导致银行业的信用风险加速暴露；而成都地区风险出清较快，资产质量保持稳健水平。

**成渝地区的银行均将基建贷款与零售贷款视为优质资产。**一方面，西部地区的基建补短板空间较大。2019 年 1-4 月成都基础设施投资增速达 11%，成都市重点投资区域为天府新区成都片区、“东进”区域，1-4 月两大区域投资增速分别高达 18.7%、22.4%，为当地银行带来的丰沛的基建融资需求。银行将基建行业贷款视为优质资产，当地基建类项目的贷款平均利率为基准利率左右。1-4 月重庆基础设施投资增速为-1.5%，基建融资需求不及成都。但当地银行也将基础设施行业作为优先投放行业，反映了风险偏好较为保守。

图表14：成都市基础设施投资、天府新区、“东进”趋于投资增速较快



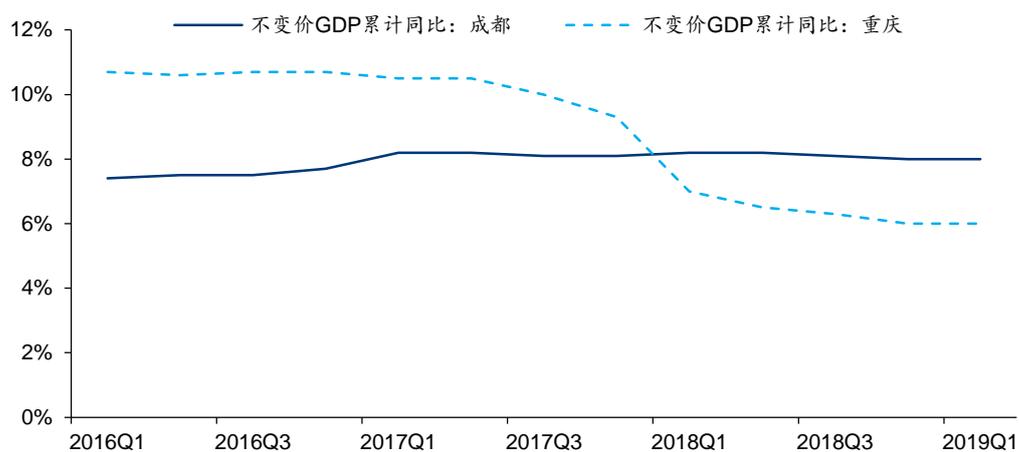
资料来源：成都市统计局，华泰证券研究所

**另一方面，零售资产得到看好。**重庆地区的银行偏好消费贷款，成都地区的银行则强调了个人住房贷款的旺盛需求。在经济下行期，零售贷款的资产质量更好，得到了当地银行的普遍青睐。成都市 2018 年末常住人口为 1633 万人，全年新增 29 万人，增速达 1.8%，人口增长较快创造了旺盛的住房贷款需求。

**近期成渝区域的中小银行流动性受到一定冲击，但央行的流动性支持效果开始呈现。**5 月下旬以来银行同业存单发行成本上升明显，但央行开展 MLF 增量操作为中小银行提供流动性、以民营企业债券融资支持工具支持银行发行同业存单等操作后，同业存单成本上升压力得到缓和。银行业有望呈现分化趋势，大行、股份行及体量较大的龙头区域性银行的资金来源优势将更为明显。

**重庆地区信用风险暴露，成都地区银行业资产质量则保持稳健。**2018 年以来重庆经济增速滑坡明显，导致了重庆地区银行业不良贷款加速暴露。而成都市经济增速保持稳健，不良贷款新增可控，且商业银行化解存量风险的进度较快。以成都市唯一的城商行成都银行为例，2015 年以来其不良贷款率一直处于下行通道，2019 年 Q1 末降至仅有 1.51%（2015 年末高达 2.35%），资产质量保持持续向好趋势。

图表15： 2016-2019Q1 成都与重庆不变价 GDP 增速变化：成都稳定而重庆滑坡



资料来源：成都统计局，重庆统计局，华泰证券研究所

## 地产：深度分化中前行，品牌房企优势明显

**中西部核心二线城市热度仍在，部分三四线城市开始回落：**

1、核心二线城市市场热度依然保持，中西部核心城市5月客户来访量与4月相当，仍处于近半年中高位，年初以来推盘认购率稳步提升，5月末依然在高位。成都等城市在经历了年初限价的阶段性放松之后，近期重新开始收紧，导致市区一二手房价倒挂现象依然明显，也进一步导致市场行情的冷热不均，主城区依旧较热，但远郊区域的压力重新加大。

2、三四线城市方面，受核心城市外溢的城市依然能保持热度，如近西安地区的咸阳；眉山、德阳等近成都地区的三四线城市受益于一体化的红利和限购政策依然具有明显的比价效应和低估价值，市场景气度比高点有所回落，但不影响品牌房企的持续热销；

3、部分三四线城市回落更为明显，价格也出现调整预期。如经历成交高峰和需求回落的贵州遵义以及市场相对封闭的纯三四线城市如四川内江、陕西渭南等，市场相对压力较大。

**本地客户依然为主流需求，大部分城市面临人口流失压力：**从我们跟踪的情况来看，中西部城市主流需求多为地缘性客户，自住、养老、返乡置业、异地工作置业等占比约80-90%，外地客户和纯投资性客户仅占比10%左右。

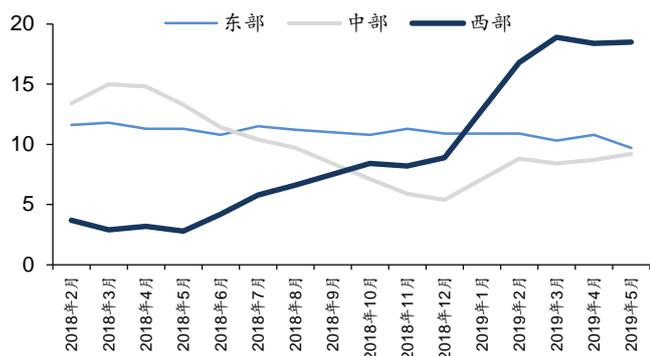
**流动性环境保持稳定：**大部分三四线城市首套房按揭利率基本上浮10-15%左右，二套房上浮20%左右，且均表示年初以来没有经历阶段性的下调，但放款速度一直处于较为顺畅的水平。品牌房企多同时与多家银行合作，部分龙头房企的项目按揭可以享受低于市场5%的利率水平，且优先选择放款速度较快的银行进行合作。

**棚改对市场的影响力从17年开始逐渐递减：**2019年全国棚改计划减半的传导存在一定的分流、滞后。分流：拆迁户的刚性住房需求往往优先考虑二手房和低总价项目，新房现房可选择余地较小，导致主流开发商直观感知不强（棚改需求大概率对应远郊乡镇和农村，难以对接品牌房企的主流需求）；滞后：棚改户需求的释放存在一定的延迟，尤其是在市场相对弱势的情况下观望情绪浓厚，但是需求依然真实存在。棚改客户存在明显的小群体和跟风特征，短期表现为一致性的观望，对市场的影响力从17年开始逐渐递减。

**地方土地市场总体维持紧平衡，地价上行加重拿地负担：**中西部三四线城市总体房价水平保持平稳或小幅下行，而无论销售景气度的好坏，地价基本保持平稳上行，地方政府对于供地节奏的把控愈加成熟，维持区域市场供需结构的紧平衡。虽然主流房企补库存和冲规模的诉求依然不减，但房价上涨预期的提前透支导致拿地趋于谨慎，被动拿地的决心开始动摇。龙头房企更加关注二线城市的拿地，但对三四线城市布局会较为谨慎。

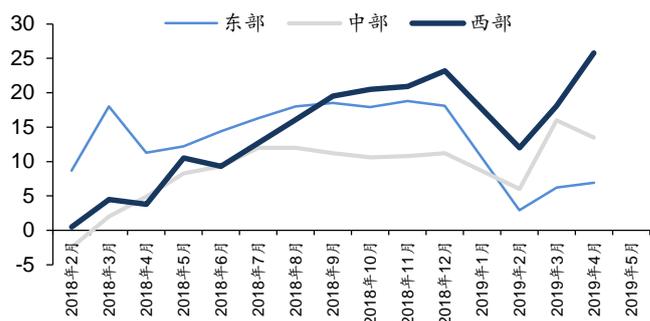
**未来仍需要关注政策预期：**中西部热点城市热度整体还是维持，背后其实和政策的高压有关，尤其是一二手房市场价格倒挂以及供应控制，使得需求持续周期拉长，未来需要关注部分政策没有变严的城市是否存在加码的预期，如西安等，我们预计三季度市场热度回落，部分压力较大的三四线城市也可能存在政策改善的空间。

图表16: 东中西部房地产开发投资累计增速 (%)



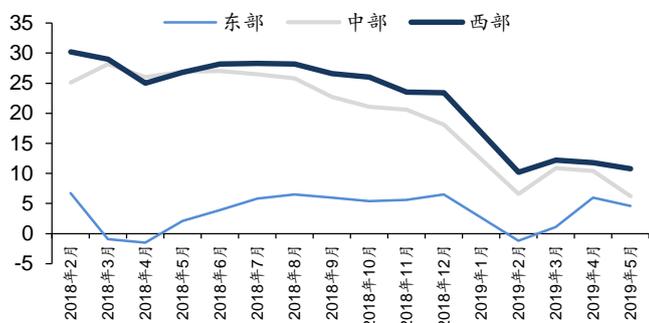
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表17: 东中西部房地产新开工累计增速 (%)



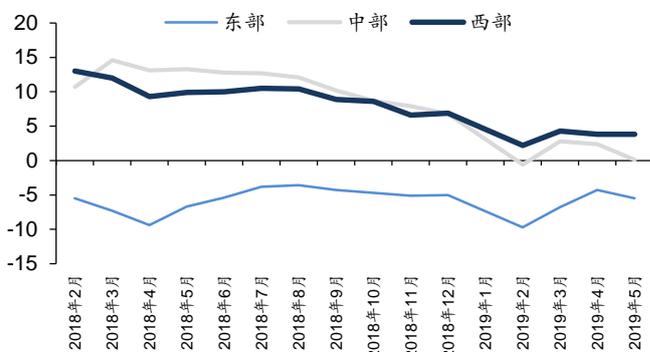
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表18: 东中西部商品房销售额累计增速 (%)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表19: 东中西部商品房销售面积累计增速 (%)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

**西部地区基建投资力度低于预期：**尽管关于基建稳增长的政策面利好在不断推进，且由中央逐步落实至地方，但基建投资仍受天气，政策传导进度、资金到位程度等多因素影响，投资增速回暖可能不及预期。

**地产调控政策加码超预期：**部分房企直接融资监管趋严，行业资金链压力加大；部分城市房地产市场和土地市场价格上涨过快，地方调控可能继续加码。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com