

行业研究/动态点评

2019年01月28日

行业评级:

社会服务 增持(维持)

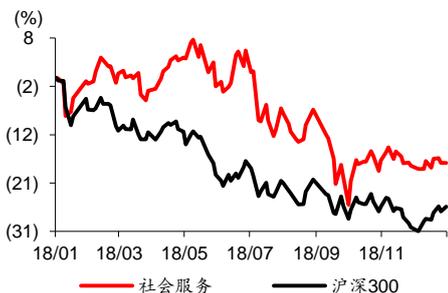
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

陈昊冉 0755-82368536
联系人 chenhaoran@htsc.com

相关研究

- 1《中国国旅(601888,买入): 存量提效增量可期, 看好长期价值》2019.01
- 2《科锐国际(300662,增持): 18年业绩预计高增长》2019.01
- 3《中国国旅(601888,买入): Q4受费用拖累, 布局长远》2019.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

免税、化妆品、职业教育表现亮眼

2018年社会服务行业年度数据表现回顾

2018年社服数据年终总结: 总体承压, 结构分化

2018年社会消费品零售总额增速8.2%, 同比2017年下降1.2pct; 18年11月同比增长8.1%, 为2010年以来最低值。我们通过梳理社会服务行业各细分板块2018年总体表现, 发现行业呈现总体承压、结构分化的特征。免税行业受益政策放宽, 化妆品业线上渠道高增长, 职业教育受益劳动力市场供需错配导致培训需求提升, 出境游有望在低基数上弱复苏。建议关注免税龙头中国国旅、国产化妆品龙头珀莱雅。

免税业: 宏观经济影响较小, 海南政策效应初步显现

2018年海南离岛免税销售额101亿元/+20%, 增速低于2017年32%。增速回落与2017年高基数有关, 同时受18年下半年海免供货商切换期部分商品断货导致销售额下滑拖累。2019年受益于扩大轮渡免税购物、增开海口和博鳌市内免税店, 离岛免税销售额有望迎来新一轮成长红利。

化妆品: 经济承压, 社零增速明显回落, 龙头线上渠道表现靓丽

随着中美贸易战、国内经济承压等内外因素叠加, 化妆品零售额增速开启下行通道, 18年12月国内化妆品零售额增速仅有1.9%, 为2010年以来单月历史新低。据淘数据, 18年12月珀莱雅天猫官方旗舰店销售额达8141万元, 同比增速200%, 依然维持较高增速。

职业教育: 求人倍率提升、公务员考试竞争加剧

根据人社部数据, 2018Q1-Q3我国劳动力市场求人倍率持续上升, 劳动力市场结构性矛盾加剧。2018年全国政府机构改革导致国家和地方公务员明显缩招, 招录竞争比提升, 我们预计职业培训机构有望受益行业需求增长。

出境游: 总体好于2017年, 东南亚市场表现不佳

根据文化和旅游部数据, 2018年我国出境游人次1.4亿人次/+13.5%, 增速高于2016-2017年。四大航国际客运量月度数据显示出境游客人次在上半年增长强劲, 下半年增速逐步回落。我们认为主要由于18Q3起消费承压, 以及泰国、日本等亚洲目的地遭遇沉船事件、极端天气导致客流下滑。

天气及承载瓶颈导致景区客流低迷, 酒店业RevPAR增速放缓

国内景区2018年客流表现低迷, 18Q1-Q3乌镇客流增速-18.3%/-8.3%/-7%, 古北水镇客流增速0%/-10.7%/-11%, 18H1黄山客流增速-9.94%, 峨眉山增长7%, 我们认为主要与天气、交通与景区客流承载瓶颈有关。酒店业方面, 2018年商务活动走弱导致酒店住宿需求增速下降, 龙头酒店OCC持续负增长, Q3ADR增速和RevPAR增速开始放缓。我们预计2019年酒店行业RevPAR增速可能进一步放缓。龙头酒店通过加盟扩张、产品升级抵御行业景气下滑的影响, 建议关注酒店行业长期配置价值, OCC回暖尚需时间。

风险提示: 消费下行、突发事件影响客流、汇率大幅下降。

重点推荐

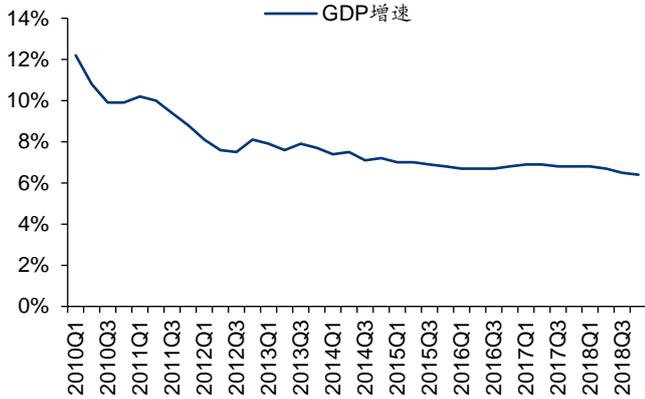
| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | EPS(元) | | | | P/E(倍) | | | |
|-----------|------|--------|------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 601888.SH | 中国国旅 | 55.00 | 买入 | 1.3 | 1.62 | 2.07 | 2.59 | 42.31 | 33.95 | 26.57 | 21.24 |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 44.62 | 买入 | 1.0 | 1.41 | 1.89 | 2.56 | 44.62 | 31.65 | 23.61 | 17.43 |

资料来源: 华泰证券研究所

2018年社会服务年终总结：总体承压，结构分化

2018年社会消费品零售总额增速全年增速8.2%，同比2017年下降1.2pct；2018年11月同比增长8.1%，为2010年以来最低值。我们通过梳理社会服务行业各细分板块2018年总体表现，发现行业呈现总体承压、结构分化的特征。免税行业受益政策放宽、化妆品业线上渠道高增长，职业教育受益劳动力市场供需错配导致培训需求提升，出境游有望在低基数上弱复苏。建议关注免税龙头中国国旅、国产化妆品龙头珀莱雅。

图表1：2018年我国经济下行压力增大



资料来源：STR，华泰证券研究所

图表2：我国社会消费品零售总额增速持续走低

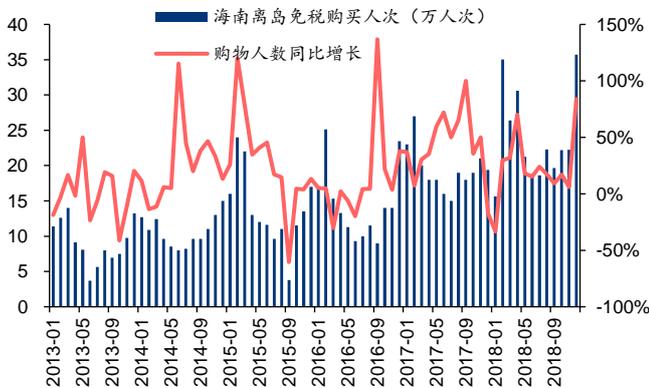


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

免税：宏观经济影响较小，海南政策效应初步显现

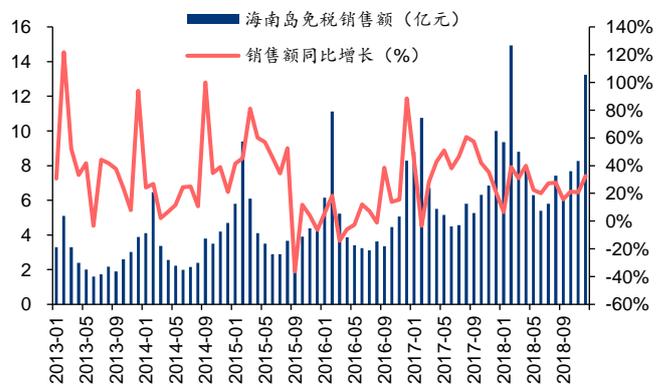
2018年海南离岛免税销售额101亿元，同比增长20%，增速低于2017年的32%。增速回落一方面与2017年高基数有关，另一方面受18年下半年海免供货商切换期部分商品断货导致销售额下滑拖累。2018年12月1日离岛免税政策放宽后，三亚免税店显著受益。根据阳光海南网数据，2019年元旦假期三亚免税店进店总人数7.8万人次/+28.58%，实现销售10531万元/+41.36%，增速明显高于2018年Q1-Q3的27.6%/29%/33%。我们预计18Q4三亚免税店销售额22亿元/+31.8%，全年销售额79亿元/+30%。2019年受益于扩大轮渡免税购物、增开海口和博鳌市内免税店，离岛免税销售额有望迎来新一轮成长红利。

图表3：2018年海南离岛免税购物人次情况



资料来源：海南省旅游委，华泰证券研究所

图表4：2018年海南离岛免税销售额情况



资料来源：海南省旅游委，华泰证券研究所

图表5: 三亚海棠湾免税城销售额



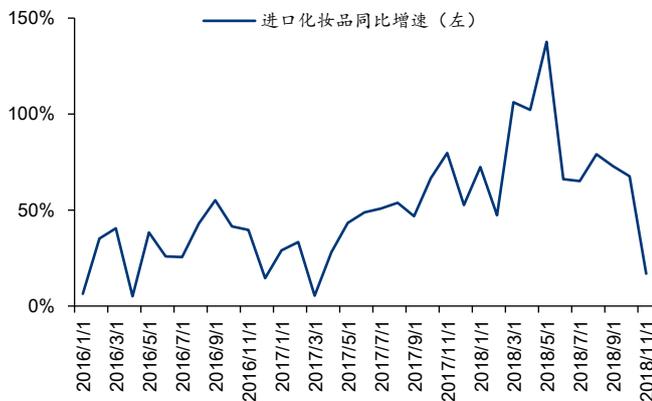
资料来源: 海南省旅游委, 华泰证券研究所

化妆品行业: 经济承压, 社零增速明显回落

2011年-2016年国内限额以上化妆品零售额增速持续下行, 伴随棚改货币化释放居民消费潜力, 16年10月起增速触底反弹, 至18年3月化妆品社零增速达7年来最高点22.7%, 随着中美贸易战、国内经济承压等内外因素叠加, 化妆品零售额增速开启下行通道, 18年12月国内化妆品零售额增速仅有1.9%, 为2010年以来单月历史新低。

我国进口化妆品增速则在17年3月触底反弹后, 至18年6月达高点, 此后增速开始大幅下滑, 18年11月降至16.84%。

图表6: 进口化妆品增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

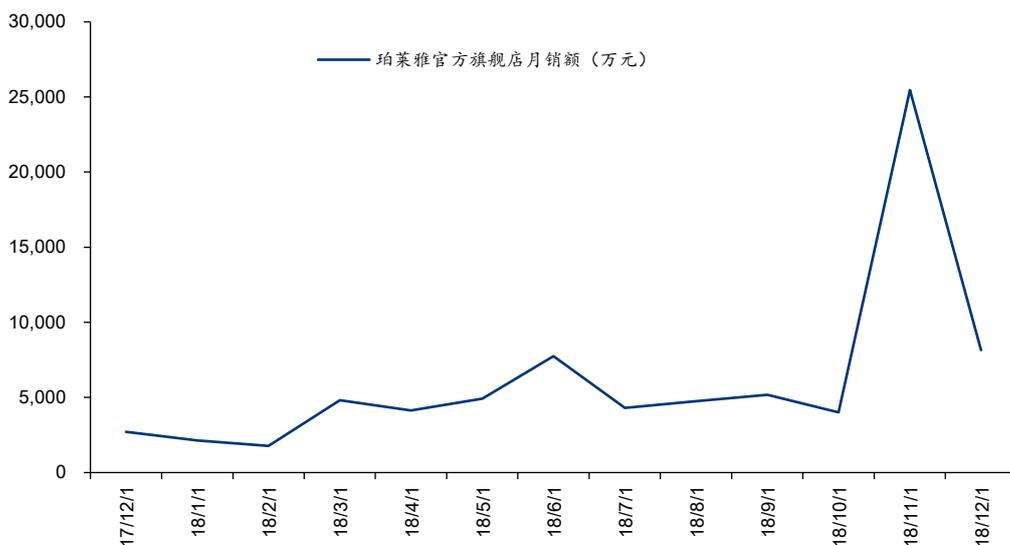
图表7: 国内限额化妆品类零售额增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

龙头线上化妆品销售依然维持相对较高增速。据淘数据, 18年12月珀莱雅天猫官方旗舰店销售额达8141万元, 同比增速200%, 依然维持较高增速, 18年全年官方旗舰店收入达到7.74亿元。

图表8： 天猫珀莱雅官方旗舰店月度销售额变化情况

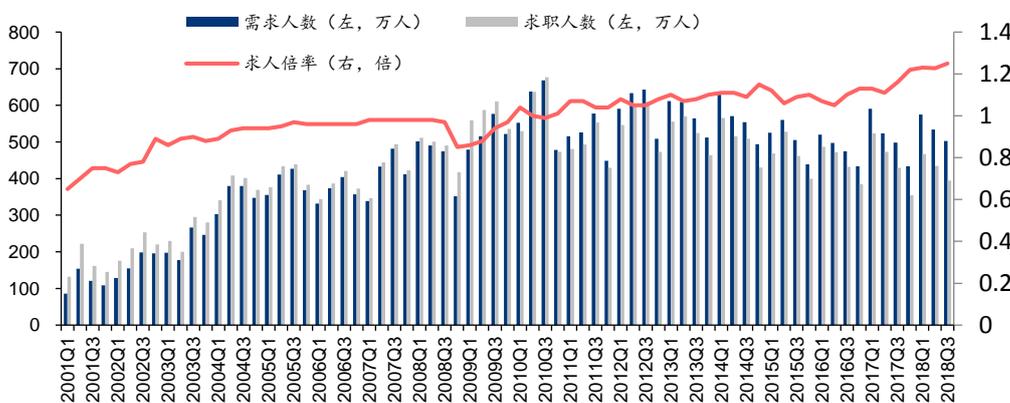


资料来源：淘数据，华泰证券研究所

职业教育：求人倍率提升、公务员考试竞争加剧

根据人社部数据，2018Q1-Q3 我国劳动力市场求人倍率（指需求人数/求职人数）分别为1.22/1.23/1.25。持续提升的求人倍率数据与当下毕业生就业难现状反映了劳动力市场存在严重的资源结构性不足，社会用工需求与院校培养人才能力不匹配，求职者更加依赖职业教育及职业技能培训提升自身求职竞争力。

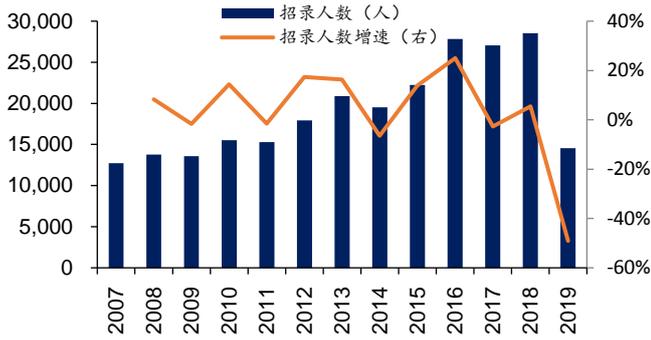
图表9： 我国劳动力市场求人倍率持续上升



资料来源：人社部，华泰证券研究所

2018-2019 年公务员考试缩招，竞争难度增大。由于2018年全国范围内政府机构改革，大量职能部门合并后招录需求下降，根据人社部数据，2019年国考计划招录人数同比下降49%，参考人数同比下降18.9%，预计最终录取比1.58%，比2018年下降0.94pct。省考来看，2018年省考录取比例4.1%，比2017年提升0.9pct。2019年省考未开始，相关数据尚未出炉，部分重点省份已出现缩招趋势，例如2019年江苏计划考录6507名公务员和参照管理单位工作人员，比2018年减少2052人。国考竞争难度加剧背景下，职业培训机构有望受益。

图表10： 国家公务员考试招录人数情况



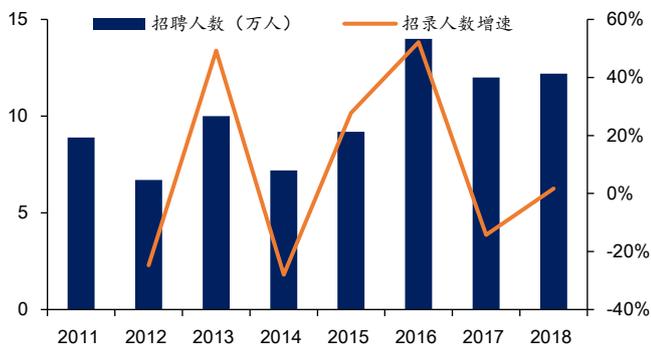
资料来源：人社部，华泰证券研究所

图表11： 国家公务员考试参考人数和录取率



资料来源：人社部，华泰证券研究所

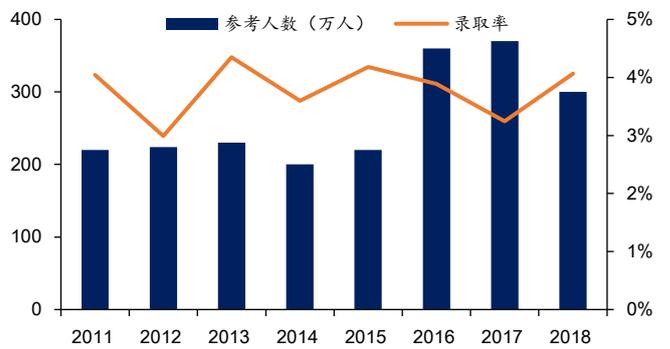
图表12： 地方公务员考试招录人数情况



注：1) 由于省考缺乏规范统计渠道，我们根据参加联考省份披露数据统计。由于每年参加联考省份名单有所不同，同比变化不能反映实际趋势。2) 由于考试时间不同，国考往往在当年的下半年，省考在次年的上半年，因此2018年统计国考参考人数实际为2019年录取对象，2018年省考参考人数为2018年录取对象。

资料来源：人社部，华泰证券研究所

图表13： 地方公务员考试参考人数和录取率



资料来源：人社部，华泰证券研究所

出境游：总体好于2017年，东南亚市场表现不佳

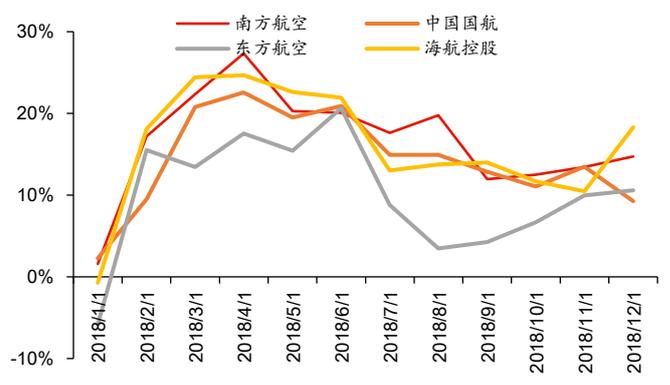
在经历2016-2017年的低谷期后，2018年出境游市场迎来明显改善。根据文化和旅游部数据，2018年我国出境游人次1.4亿人次/+13.5%。从四大航国际客运量月度数据来看，2018年出境游客人次在上半年增长强劲，下半年增速逐步回落。我们认为主要由于18Q3起消费承压，以及泰国、日本等亚洲目的地遭遇沉船事件、极端天气导致客流下滑。

图表14： 我国出境游人次增速



资料来源：文化和旅游部，华泰证券研究所

图表15： 四大航国际客运量数据



资料来源：中国民航局，华泰证券研究所

分目的地来看，前往泰国和日本客流受外部冲击影响较大，增速明显回落。中国游客前往泰国人次 18H1 总体保持 20% 以上的增速，但 7 月份后开始负增长，主要由于 7 月 5 号“普吉岛沉船事故”引发国内游客对泰国旅游安全环境的担忧。此外，前往日本的游客人次增速在三季度大幅下滑，主要与日本遭遇罕见台风天气有关。相比之下，韩国、港澳等区域出境游人次总体保持稳定。

图表16： 前往泰国游的人次及增速



资料来源：泰国旅游局，华泰证券研究所

图表17： 前往韩国游的人次及增速



资料来源：韩国观光厅，华泰证券研究所

图表18： 前往日本的中国游客人次及增速



资料来源：日本观光局，华泰证券研究所

图表19： 前往香港的中国游客人次及增速



资料来源：香港旅游局，华泰证券研究所

图表20: 主要目的地国家中国游客增速及预测

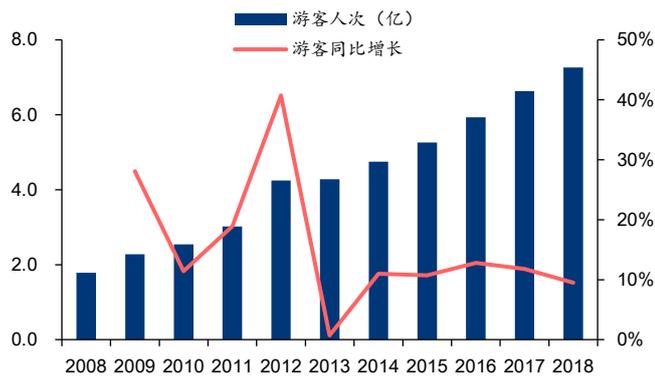
| 地区 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 18 Q1-Q3 |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------|
| 台湾 | 246.43% | 65.98% | 9.32% | 47.16% | 10.81% | 39.02% | -3.01% | -10.34% | -21.33% | 2.04% | 2.00% | 2.49% |
| 澳门 | -5.34% | 20.38% | 22.15% | 4.58% | 10.24% | 14.06% | -3.95% | 0.20% | 8.54% | 11.26% | 6.00% | 13.26% |
| 香港 | 6.35% | 26.49% | 23.90% | 28.54% | 13.65% | 15.10% | -2.98% | -6.68% | 3.89% | 10.24% | 5.00% | 12.72% |
| 出国游 | -1.66% | 30.37% | 37.86% | 23.32% | 28.88% | 13.34% | 30.99% | 19.18% | 3.28% | 14.43% | 11.64% | |
| 欧洲 | -3.42% | 14.08% | 25.55% | 17.37% | 17.44% | 7.66% | 34.18% | -3.63% | 17.85% | 17.72% | 10.93% | |
| 俄罗斯 | -13.92% | 4.41% | 14.08% | 7.41% | 5.75% | -5.43% | 28.74% | 15.18% | 16.28% | 20.00% | 15.00% | -1.53% |
| 冰岛 | -6.79% | -3.24% | 69.12% | 59.79% | 25.37% | 47.96% | 82.98% | 40.17% | 28.78% | 2.79% | 30.00% | -4.75% |
| 芬兰 | | | | | 33.43% | 7.57% | 41.95% | 30.55% | 31.50% | -3.08% | 2.00% | 82.94% |
| 土耳其 | 12.05% | 11.26% | 25.35% | 18.49% | 21.20% | 43.83% | 57.05% | -46.58% | 47.57% | 66.53% | 20.00% | |
| 法国 | -5.13% | 22.97% | 24.18% | 14.16% | 24.03% | 3.75% | 32.53% | -9.09% | 22.00% | 20.00% | 10.00% | |
| 德国 | -7.14% | 30.77% | 25.49% | 17.19% | 17.33% | 17.05% | 33.98% | -0.72% | 13.36% | 15.00% | 10.00% | |
| 英国 | 13.04% | -46.15% | 28.57% | 22.22% | 9.09% | -4.17% | 43.48% | -6.06% | 16.33% | 17.19% | 10.00% | 32% |
| 瑞士 | 26.76% | 48.76% | 47.26% | 24.93% | 20.26% | 15.65% | 33.28% | -7.29% | 11.95% | 10.00% | 7.00% | |
| 澳洲 | 0.00% | 23.91% | 19.30% | 20.59% | 14.63% | 17.02% | 26.36% | 15.83% | 9.81% | 6.20% | 2.24% | |
| 澳大利亚 | 2.86% | 25.00% | 17.78% | 16.98% | 14.52% | 18.31% | 22.62% | 16.50% | 12.64% | 5.40% | 2.00% | 7.31% |
| 新西兰 | -9.09% | 20.00% | 25.00% | 33.33% | 15.00% | 13.04% | 38.46% | 13.89% | 1.54% | 8.83% | 3.00% | 14.63% |
| 亚洲 | -1.03% | 37.74% | 25.88% | 24.47% | 34.65% | 13.64% | 32.54% | 25.98% | -0.69% | 15.83% | 13.47% | |
| 日本 | 1.00% | 39.60% | -26.24% | 37.50% | -8.39% | 83.97% | 107.05% | 27.66% | 6.62% | 21.82% | 13.00% | 15.97% |
| 马来西亚 | 7.37% | 22.55% | 39.20% | -9.20% | 13.29% | -10.06% | 3.73% | 26.95% | 7.63% | 27.73% | 10.00% | 35.44% |
| 新加坡 | -12.96% | 24.47% | 35.04% | 28.48% | 11.82% | -24.23% | 22.09% | 36.19% | 12.83% | 7.07% | 10.00% | 9.01% |
| 泰国 | -6.02% | 43.59% | 53.57% | 61.05% | 67.51% | 0.00% | 71.12% | 10.33% | 11.99% | 8.78% | 10.00% | 13.27% |
| 韩国 | 14.53% | 40.30% | 18.09% | 27.93% | 52.46% | 41.57% | -2.28% | 34.72% | -48.33% | 11.93% | 20.00% | 9.44% |
| 越南 | -18.46% | 71.70% | 56.04% | 0.70% | 33.57% | 0.52% | -6.77% | 50.84% | 48.46% | 23.01% | 18.00% | 28.81% |
| 柬埔寨 | 0.00% | 38.46% | 38.89% | 32.00% | 39.39% | 21.74% | 23.21% | 20.29% | 45.00% | 30.00% | 20.00% | |
| 美洲 | | | | 31.18% | 21.57% | 21.66% | 15.89% | 16.16% | 8.39% | 0.37% | 0.96% | |
| 加拿大 | | 21.23% | 24.98% | 18.30% | 22.31% | 28.77% | 8.77% | 23.55% | 11.86% | 1.69% | 5.00% | 5.41% |
| 美国 | 1.59% | 25.00% | 36.25% | 34.86% | 23.13% | 20.99% | 18.26% | 14.67% | 7.74% | 0.00% | 0.00% | |
| 巴西 | -25.00% | 33.33% | 50.00% | 16.67% | -14.29% | 0.00% | -16.67% | 20.00% | 5.19% | 5.00% | 5.00% | |

资料来源: 各国旅游局, 华泰证券研究所

国内景区: 天气及承载瓶颈导致客流低迷

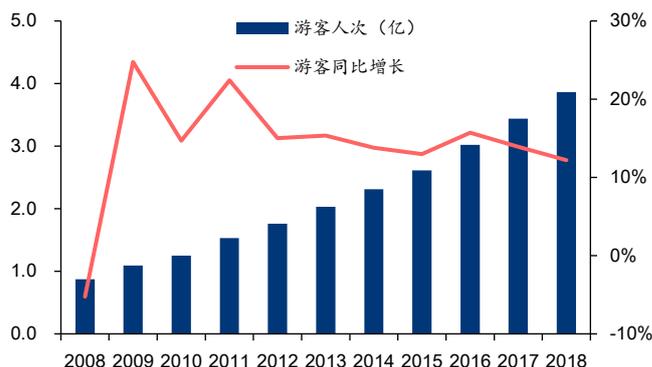
从春节和国庆黄金周来看, 2018年国内客流延续了增速放缓趋势, 分别增长 12.2%/9.5%。我们认为一方面由于高基数影响, 另一方面由于交通、天气、性价比和寻求新鲜感等多重因素, 更多消费者开始转向出境游。

图表21: 十一黄金周国内游客人次及增速



资料来源: 文化和旅游部, 华泰证券研究所

图表22: 春节黄金周国内游客人次及增速



资料来源: 文化和旅游部, 华泰证券研究所

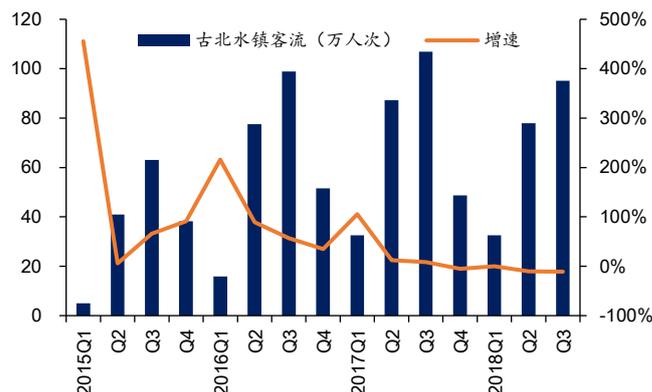
休闲游景区乌镇和古北水镇 2018 年客流表现低迷, 乌镇 18Q1-Q3 客流增速 -18.3%/-8.3%/-7%, 我们认为主要与乌镇面临客流承载天花板以及 2018 年华东地区雨水天气较多有关。古北水镇 18Q1-Q3 客流增速 0%/-10.7%/-11%, 主要与交通瓶颈及北京周边天气较差有关。

图表23: 乌镇客流增速及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表24: 古北水镇增速及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

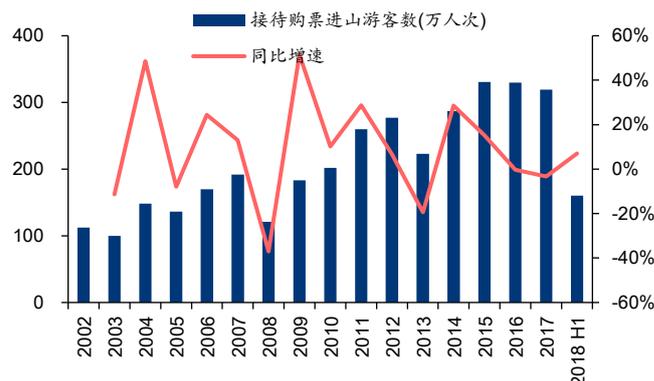
传统景区同样面临客流瓶颈。受华东区域雨水天气较多影响, 18H1 黄山客流增速-9.94%; 峨眉山接待游客人次增长 7%, 表现好于黄山, 我们认为主要受益于 2017 年 12 月西成高铁开通进一步开拓外省客流。2018 年 12 月底杭黄高铁开通, 我们预计对 2019 年黄山客流具有一定提振作用。考虑到 2018 年各地先后出台国有景区门票降价方案以及中央政府出台减税方案, 有望降低消费者负担、提升可支配收入, 长期看有望促进国内旅游业持续发展。

图表25: 黄山客流及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表26: 峨眉山客流及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

酒店: RevPAR 增速放缓, 龙头加盟扩张、发力中端

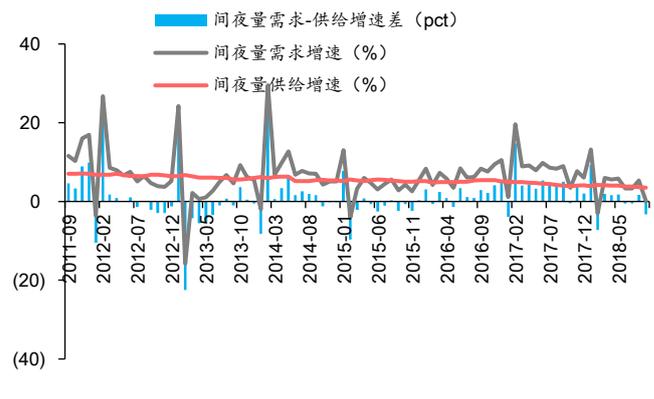
2018年经济景气度下滑, 商务活动走弱导致酒店住宿需求增速下降。2018年5月份以来, 反映商务活动景气度的 PMI 指标呈下降趋势, 拖累酒店住宿需求。根据 STR 数据, 2018年国内酒店间夜量需求增速持续放缓, 供给端增速相对稳定, 需求-供给增速差持续走低。

图表27: 当前商务活动 PMI 表现好于上一轮底部水平



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表28: 酒店需求-供给增速差在 2018 年下半年开始下滑

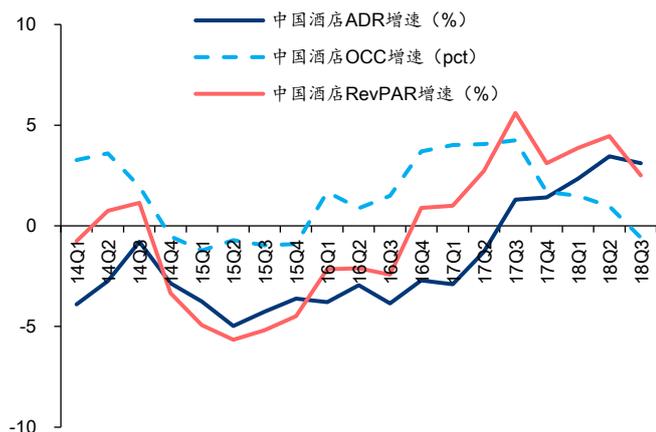


资料来源: STR, 华泰证券研究所

需求走弱导致 2018 年龙头酒店 OCC 持续负增长, Q3 ADR 增速开始放缓, RevPAR 进入增速下行阶段。2018Q1-Q4, 华住、首旅如家、锦江 OCC 持续负增长, 2018Q3 三大集团 ADR 增速开始放缓。根据 STR, 2018Q3 国内酒店行业整体 OCC 开始负增长, ADR 增速自 17Q1 以来首次放缓。酒店行业景气下滑, RevPAR 增速开始放缓。

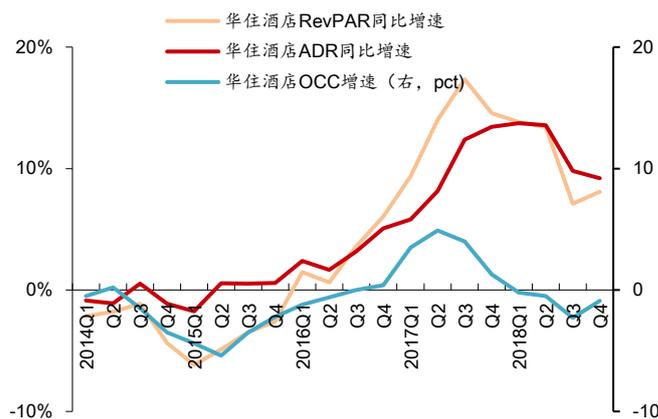
我们预计 2019 年酒店行业仍将处于景气向下周期, RevPAR 增速可能进一步放缓。考虑到 2019 年中国宏观经济整体下行压力仍然存在, 商务活动需求仍将面临进一步减弱可能; 经济景气度下行期间, 普通居民休闲旅游住宿意愿受到抑制, 进一步拖累酒店需求。供给端来看, 龙头酒店继续保持不低于 2018 年的开店速度, 供需格局可能进一步失衡, 我们判断 2019 年酒店行业呈现 OCC 下降、ADR 和 RevPAR 增速放缓的趋势。

图表29: 中国酒店 OCC/ADR/RevPAR 增速情况



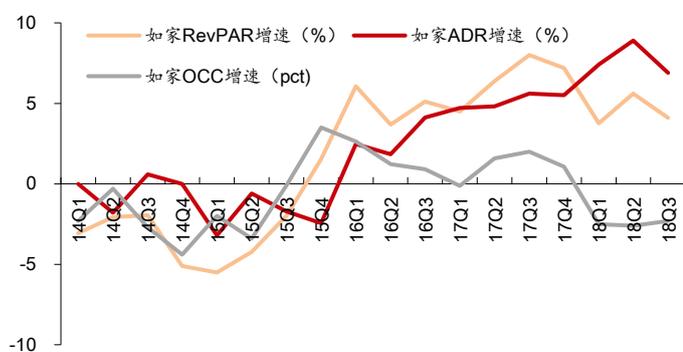
资料来源: STR, 华泰证券研究所

图表30: 华住酒店 OCC/ADR/RevPAR 增速情况



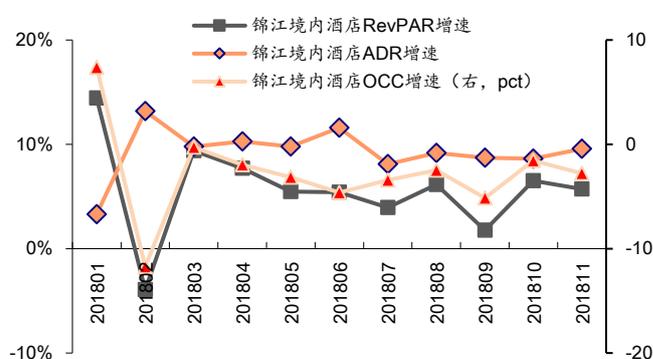
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表31: 首旅如家酒店 OCC/ADR/RevPAR 增速情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表32: 锦江境内 OCC/ADR/RevPAR 增速情况

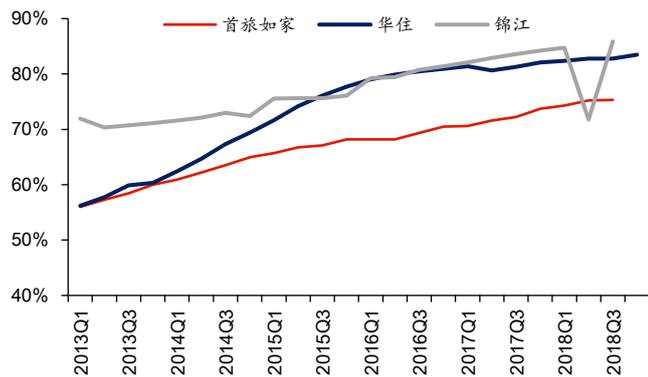


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

龙头酒店通过加盟扩张、产品升级抵御行业景气下滑的影响。轻资产化是酒店管理公司发展的重要趋势, 可以将运营风险转移至加盟业主、实现快速扩张、提升盈利能力。华住加盟店占比从 17Q4 的 82.1% 提升至 18Q4 的 83.5%, 首旅如家从 17Q4 的 73.7% 提升至 18Q3 的 75.3%, 同一时期锦江从 84.2% 提升至 85.9%。

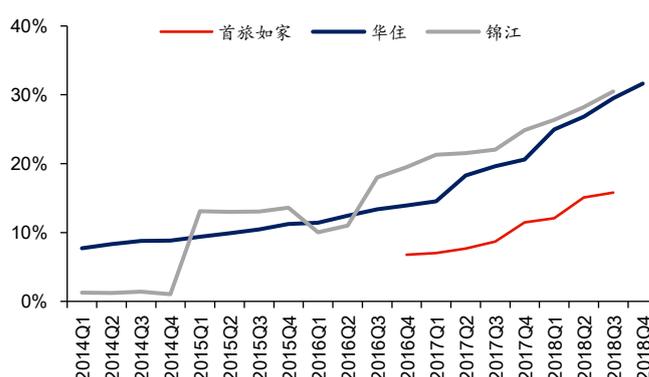
中端酒店符合当前消费趋势, 凭借更高的收益能力吸引加盟商, 成为龙头集团重点发力方向。华住中端占比从 17Q4 的 20.6% 提升至 18Q4 的 31.6%, 首旅如家从 17Q4 的 11.5% 提升至 18Q3 的 15.8%, 同一时期锦江从 24.9% 提升至 30.5%。

图表33: 三大集团加盟店占比持续提升



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表34: 三大集团中端占比持续提升



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

投资建议: 关注细分行业分化下龙头稳健成长

2018年社会消费数据低迷, 社会服务行业表现总体承压、结构分化的特征, 各细分行业内来看, 龙头与行业表现有所不同。

- 1) 免税行业: 目前受政策放宽引导供给扩张影响大于居民消费下滑冲击, 国人海外购物消费超过万亿, 未来通过免税业引导消费回流潜在空间广阔。
- 2) 化妆品: 零售额增速随整体消费下滑, 但部分自主品牌龙头通过发力线上渠道仍保持较好增长。
- 3) 职业教育: 行业整体需求稳健增长, 供给端快速发展, 市场集中度持续提升。
- 4) 出境游: 2018年出境游客流受泰国、日本等目的地事件性影响, 2019年预计有望在低基数上弱复苏。
- 5) 国内景区休闲游: 受制于天气、交通、客流瓶颈等因素表现不佳, 关注龙头公司机制改善、积极转型。
- 6) 酒店行业: 2018年受商旅需求下滑最先受到冲击, 面临OCC下滑、RevPAR增速放缓。华住、首旅、锦江三大龙头通过加盟扩张、发力中端, 持续提升盈利能力。建议关注行业长期配置价值, OCC回暖尚需时间。

我们认为旅游部分子行业依然稳健增长, 基本面扎实的龙头企业表现值得期待, 建议关注中国国旅(成长空间广阔, 政策红利可期)、珀莱雅(民营大众护肤龙头, 新品牌、新渠道迎来新发展)。

风险提示:

- 1) 消费下滑: 旅游行业作为可选消费行业, 对宏观经济环境变化比较敏感, 经济增速、居民收入、物价、汇率等波动会对免税、酒店、餐饮、出境游和国内游等消费需求产生较大影响, 进而影响相关上市公司经营业绩。
- 2) 突发事件影响客流: 天气、地震、国内外安全局势无法预料因素会影响景区客流情况, 进而影响公司旅游收入和业绩。
- 3) 汇率大幅下降: 汇率变动对国内游客出境游、免税购物等活动具有影响, 汇率贬值可能导致相关出境游旅游社及免税商业绩不达预期。

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：A0K809

©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