

行业研究/专题研究

2019年12月08日

行业评级:

计算机软硬件 增持 (维持)

谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

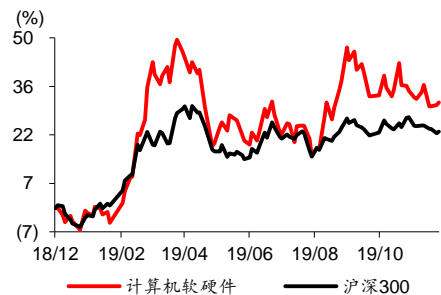
郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴 010-56793957
联系人 jinxing@htsc.com

相关研究

- 1 《计算机软硬件:寻找“拐点”》 2019.11
- 2 《计算机软硬件:合规强驱动,格局优化可期》 2019.11
- 3 《四维图新(002405 SZ,买入):获华为订单,智能驾驶落地或加快》 2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

集成商: 时来运转

集成商下游需求和发展逻辑出现拐点

最近我们观察到, IT 系统集成商的下游需求和发展逻辑出现拐点。相关公司短期表现强势, 我们认为集成商强势表现的背后, 主要是三方面原因: 1) 软硬件国产化替代从党政领域向行业应用扩散, 为广大系统集成商带来业务增量需求, 下游需求边际改善明显。2) 华为入局, 联合生态伙伴打造鲲鹏软硬件生态解决方案, 各行业龙头集成商是生态中不可或缺的关键一环。3) IT 系统集成公司普遍前期涨幅不大, 估值较低。建议关注两类集成商, 一类是有望依托业务增量完成商业模式蜕变的集成商, 一类是华为生态合作伙伴。

资质、客户、资金、供应商是集成商的关键资源

资质曾是集成商的准入门槛, 现已不再成为刚性约束, 但仍是客户考量的重要因素。对客户需求的深刻理解是集成商的核心竞争力之一, 这也是华为、阿里、腾讯等巨头拓展政企业务的短板, 需要与集成商合作来补齐。资金是集成商扩张的粮草, 集成商回款季节性特征明显, 垫资普遍存在, 资金实力不足影响拿单和扩张能力。集成商的供应链管理是控制成本的关键。这四项关键资源难以复制的特性导致了集成商市场格局较为分散, 截至 2019 年三季度, 全国拥有系统集成资质的公司总数为 14078 家。

四因素导致集成商此前估值被压制

2015 年之后, 系统集成商板块 PE (TTM) 呈下降趋势, 并在 2018 年年底达到近 10 年最低点。在计算机行业内部, 系统集成商往往是估值弹性比较弱的板块, 我们认为系统集成商估值被压制的原因与其商业模式密不可分, 也受到外部环境的影响, 总结起来主要有四方面因素。1) 扩张弹性不足, 客户关系难复制, 业务扩张无法摆脱对人员投入的线性依赖, 这是系统集成商扩张弹性不足的根本原因。2) 盈利能力下滑, 下游需求呈现周期性特征, 2018 年板块盈利能力不佳。3) 云计算的挑战, 公有云将底层 IT 资源集中供给, 挤占传统集成商业务空间。4) 商誉减值风险。

时来运转, 关注两类集成商

自主创新从 IT 底层基础设施到应用软件的全方位国产化为集成商带来明确的需求增量。华为入局, 借助强大的底层技术能力和生态资源, 势必成为自主创新的重要参与方, 有望加速国产化替代从党政向各行业扩散。我们建议关注两类集成商, 一类是有望依托业务增量完成商业模式蜕变的集成商, 如中国软件、太极股份、华宇软件、浪潮软件、华东电脑等。一类是华为生态合作伙伴, 如东华软件、神州数码、润和软件、佳都科技、广电运通、远光软件、科蓝软件、数字认证等。

风险提示: 自主创新需求有量无价, 国产基础设施成熟度不足, 市场竞争加剧。

成商：时来运转

IT系统集成是信息技术产业链中重要的一环，也是我国很多IT企业起家的业务。IT系统集成商在A股数量众多，但在过去一段时间内，市场关注度始终不高。下游需求缺乏弹性、利润率低、现金流不佳、行业集中度低、人效不高等，都是长久以来市场对IT集成商打上的标签。

但最近我们观察到，IT系统集成商的下游需求和发展逻辑出现拐点。相关公司短期表现强势，如神州数码周涨幅19.15%，东华软件周涨幅9.38%，太极股份周涨幅6.91%。我们认为集成商强势表现的背后，主要是三方面原因：

- 1) 软硬件国产化替代从党政领域向行业应用扩散，为广大系统集成商带来业务增量需求，下游需求边际改善明显。
- 2) 华为入局，联合生态伙伴打造鲲鹏软硬件生态解决方案，各行业龙头集成商是生态中不可或缺的关键一环。
- 3) IT系统集成公司普遍前期涨幅不大，估值较低。

本篇报告，我们将探讨集成商商业模式，试图回答为什么集成商之前与资本市场审美不符？为什么集成商现在有望时来运转，将劣势转化为优势？行业变化对于龙头公司将产生什么样的影响？

IT系统集成商是一门什么样的生意？

集成商是IT产业中承上启下的一环。承上，是因为集成商向上需要对接计算机硬件、软件、网络提供商，将各个分离的设备、功能和信息等集成到统一的系统之中。启下，是因为集成商直面终端客户需求，需要根据客户需求进行分析和系统设计，并以满足客户需求为中心，进行全生命周期的开发、实施和运维。系统集成商开展业务的关键资源是资质、客户、资金、供应商。

资质：无形的通行证

资质曾是集成商的准入门槛，现已不再成为刚性约束，但仍是客户考量的重要因素。1999年11月12日，《计算机信息系统集成资质管理办法（试行）》颁布，资质成为集成商能力的官方认证。2014年，随着放管服的改革要求，“计算机信息系统集成企业资质认定”取消。但已经形成的市场习惯难以短时间内改变，至今，资质等级仍是客户考量集成商能力的重要因素。

计算机信息系统集成资质等级分特一级、一、二、三、四级。其中特一级资质最高，定位服务于国务院主管的国家级大型项目。根据中国电子信息联合会数据，目前共有8家企业获得特一级系统集成资质，分别是浪潮、中软、东软、太极、神州数码、东华软件、清华同方、航天信息。

图表1：集成商资质及能力要求（2019年三季度）

资质等级	企业数量（家）	能力要求
特一级	8	承担维护国家党政、军队、金融、电信、交通、能源等重要领域安全可靠信息系统的建设和保障的相关集成工作
一级	300	具有独立承担国家级、省(部)级、行业级、地(市)级(及其以下)、大、中、小型企业级等各类计算机信息系统建设的能力
二级	1044	具有独立承担省(部)级、行业级、地(市)级(及其以下)、大、中、小型企业级或合作承担国家级的计算机信息系统建设的能力
三级	6528	具有独立承担中、小型企业级或合作承担大型企业级(或相当规模)的计算机信息系统建设的能力
四级	6206	具有独立承担小型企业级或合作承担中型企业级(或相当规模)的计算机信息系统建设的能力

注：特一级资质包含在一级资质中

资料来源：中国电子信息联合会、华泰证券研究所

截至2019年三季度，拥有一级资质的集成商有300家，二级资质的1044家，三级资质的6528家，四级资质的6206家。拥有系统集成资质的公司总数为14078家。如此多的企业数量，可以看出整个IT系统集成市场格局非常分散。

客户：成也客户，败也客户

集成商的核心竞争力之一就是对客户需求的深刻理解。不同行业的客户具有不同的业务流程和工作重点，因此对IT系统的要求也各不相同。优秀的集成商能够根据客户业务找到IT需求痛点并加以满足，因此我们看到，很多集成商都有自己的优势行业，比如政务领域的太极股份、华宇软件，电信行业的东华软件，交通行业的千方科技、易华录等。这种对客户需求的理解和解决能力来源于项目经验的累积，经验的累积形成集成商在特定一类客户或者一个行业的竞争壁垒。

客户资源是集成商能够时来运转的关键。在信息产业国产化浪潮中，华为、阿里、腾讯等有着较强产品化能力的巨头厂商均入局B端市场。华为的硬件能力和阿里、腾讯的软件能力为信息产业国产化提供了具有竞争力的产品。但入局传统政企IT市场，无论是对华为这样的ICT产品厂商，还是阿里、腾讯这类互联网厂商，都意味着切入与传统基因不符的市场。大型政企客户IT系统差异化程度大，存在大量定制化开发的需求，而产品化厂商不熟悉传统客户的业务流程，且人员成本较高，借力合作伙伴共拓政企市场是更为经济的选择。集成商具备的三种能力是巨头短时间内难以建立的，分别是对客户资源的深入理解，与客户之间建立的良好信任，以及软硬件落地的开发和实施能力。而这三方面能力，都是在与客户的长期合作和互动中产生的。总结起来，可以说客户资源是集成商与巨头合作的核心资产。

客户关系影响拿单能力。由于系统集成技术门槛并不高，同质化竞争比较严重，在技术水平和报价水平接近的情况下，客户关系成为影响拿单的重要变量。这种依托客户关系的销售模式在带来较高业务粘性的同时，也造成了较差的扩张性。好的客户关系难以异地复制，加上异地实施差旅成本较高，这就造成了集成商市场格局具有较强的地域性特征。

资金：扩张的粮草

由于系统集成商下游客户多为中大型政企客户，因此回款季节性特征较为明显，回款和收入确认多集中在第四季度。这意味着前三季度，集成商需要在很多时候垫资进行硬件采购和人力投入，现金流比较差。

资金实力不足的集成商，在拿单时相当于多了一层束缚。比如项目回款周期较长，对资金链造成较大压力，那么可能即使金额较大集成商可能也会选择放弃。

资金实力不足还会影响研发和收购。集成商要想获得更长远的发展，通过研发提升产品化能力，或者直接通过收购获得新产品，切入新客户都是可行的途径。而如果资金连业务周转都无法满足，便更无法支撑业务拓展所需的研发和收购。

资金实力更强的集成商在商业模式上有着更丰富的选择。一些资金实力不足的集成商没有能力直接承接垫资需求大的大型项目，而资金实力较强的集成商便可以拿总包后分包给小集成商，大集成商为小集成商垫资，作为回报，小集成商的利润要按一定比例进行分成。对于资金实力较强的集成商来说，这种商业模式伤害现金流，但能够提升利润率，必要时可以选择。

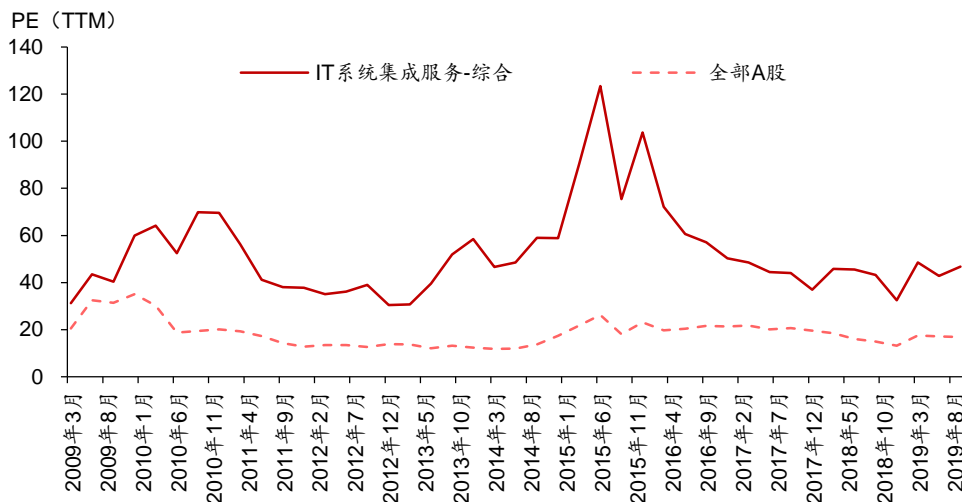
供应商：成本的关键

集成商的供应链管理是控制成本的关键。软硬件采购成本是集成商成本的重要构成。掌握丰富的供应商资源，有助于集成商提供更为完善的解决方案，也有助于集成商形成精益的供应链管理，以更低的成本完成软硬件外采。

集成商为何估值被压制？

2015年之后，系统集成商板块 PE (TTM) 呈下降趋势，并在 2018 年年底达到近 10 年最低点。在计算机行业内部，系统集成商往往是估值弹性比较弱的板块，我们认为系统集成商估值被压制的原因与其商业模式密不可分，也受到外部环境的影响，总结起来主要有四方面因素。

图表2：系统集成商 PE 水平 2015 年后呈下滑趋势

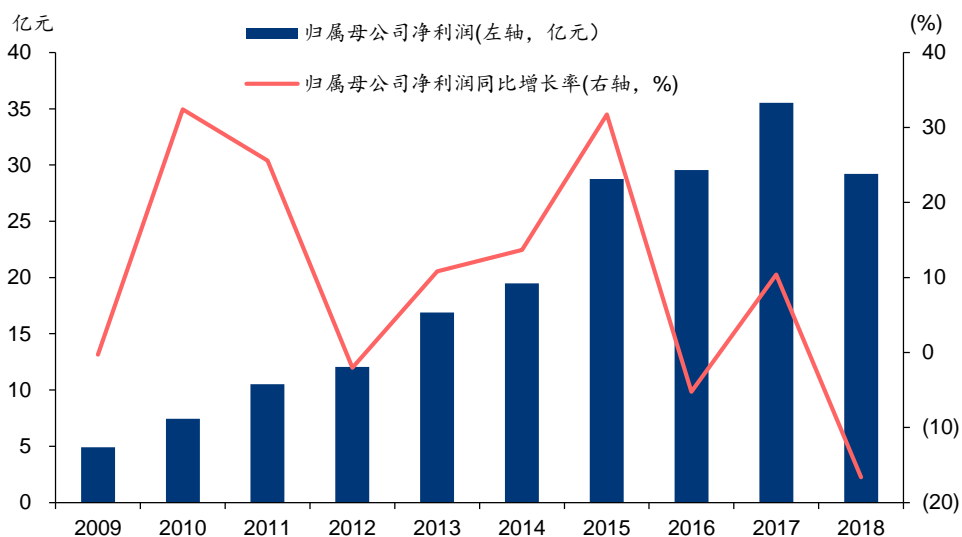


资料来源：Wind、华泰证券研究所

1) 扩张弹性不足。系统集成的商业模式决定了其扩张弹性不如软件企业。一方面，系统集成格局地域性特征明显，背后是客户关系异地迁移困难的问题。另一方面，每做一个新项目都需要付出硬件采购和人员投入的刚性成本，不像软件产品，研发成型之后即可通过渠道销售，扩张边际成本低。因此，过去市场更青睐软件比例占比更高的计算机企业，高扩张弹性更符合市场对于成长股的预期。

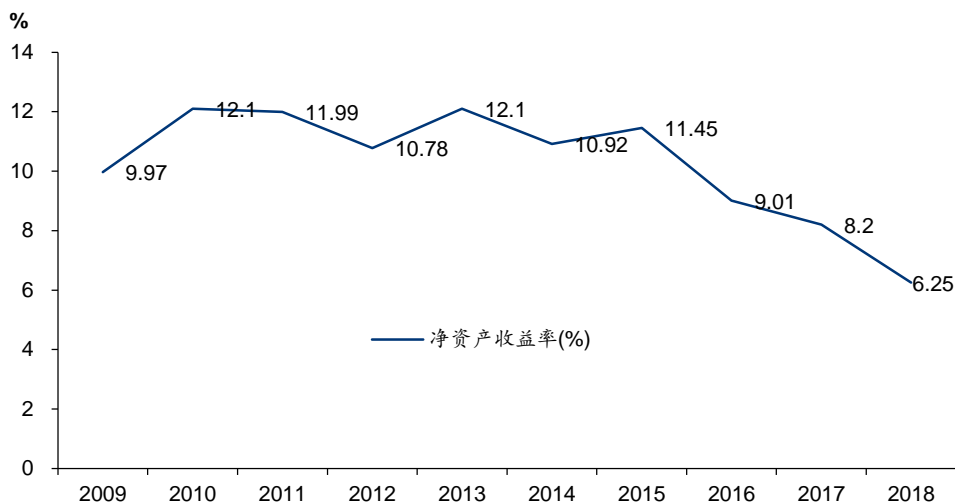
2) 盈利能力下滑。根据 Wind 行业数据库，2018 年综合性系统集成商行业净利润下滑 16.64%。ROE 更是连续四年走低，2018 年下滑到 6.25%。系统集成下游广泛，受宏观经济景气度影响较大。因此，系统集成行业盈利能力的下滑主要和下游需求不振有关。

图表3：2015 年后综合性系统集成商利润增速呈下滑趋势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图4: 2015年后综合性系统集成商 ROE 逐年下滑



资料来源: Wind、华泰证券研究所

3) 云计算的挑战。云计算提供了一种新的 IT 产品的提供方式,集中化提供底层计算和储存资源供使用者按需调取,并以收订阅费的方式提供 SaaS 软件使用权。公有云模式下,用户可直接订阅服务,不再需要集成商进行软硬件集成,这在一定程度上压缩了集成商的业务空间。云计算对于集成商带来挑战的同时,其实也带来转型的机遇,在私有云部署方面,集成商依旧可以有所作为。集成商需要顺应云计算时代客户需求的变化,整合产业链上下游资源,提升服务能力。这对于集成商的技术能力、学习能力和资金能力都提出挑战。

4) 商誉减值风险。系统集成商通过收购完善产品能力,切入新的市场本身无可厚非,但在这个过程中产生商誉问题无法避免。根据 Wind,截至 2019Q3,神州数码账面尚存商誉 9.3 亿,东华软件 7.8 亿,太极股份 3.7 亿,一旦发生商誉价值,会严重冲抵当年净利润。这个问题在 2018 年市场风险偏好较低的时候尤为明显,2014、2015 年并购高峰时并购的标的刚好完成业绩承诺,加之系统集成下游需求不振,*ST 荣联,久其软件等集成商 2018 年均发生大额商誉减值。

集成商如何把握发展机遇?

中国传统 IT 企业多为集成商,有着深层次的历史原因。1964 年,IBM 推出了 System/360 大型计算机,IT 产业开始进入大型机时代。而彼时的中国正在遭遇国际上的孤立,社会主义国家被实行禁运和贸易限制,计算机正属于被禁运的尖端技术产品之列。直到 1978 年改革开放,1979 年中美建交,我国的信息技术建设才开始和世界接轨。1978 年 IBM 已经成为 IT 巨头,Oracle 也开始崭露头角,发布了第一代数据库产品。信息化贸易的国门打开,对于短时间内无法弥补的产品技术鸿沟和近乎饥渴的信息化需求,拿来主义是当时最好的选择。中国信息化起步阶段的基础软件和硬件市场,成为 IBM、Oracle、微软等巨头的舞台,国内计算机公司大部分以做三种业务起家:

- 1) 系统集成:**把国外的处理器、网络设备、存储设备、服务器、操作系统、数据库、中间件等产品买进来,按照客户需求组装好,满足客户需求。这种业务营收规模大,但采购成本同样很高,以成本加成的方式加上一定的毛利率,壁垒不高,且利润空间容易被上升的人力成本所侵蚀。太极股份、东华软件等老牌 IT 企业,都以系统集成起家。
- 2) 代理商:**和海外厂商合作,做国内的代理销售。这种模式的竞争壁垒在于资质和较低的人力成本。神州数码、汉得信息早期做 SAP 的销售与实施,均属于此类。
- 3) 软件开发:**根据客户需求做软件开发,在产品化早期阶段,客户的任何需求都需要定制化开发,导致这是一个产出与人力成本投入刚性相关的业务。中国软件、东软集团是这个领域的巨头。

集成商最先发展起来，顺应了国内较为低廉的人力替代国外原厂实施人员的需求。而 1979 年至今，系统集成商也几经转型，不断升级。集成商业务缺乏弹性，但并不代表没有增长，根据 Wind 行业数据库，综合型系统集成商营业收入总和从 2009 年的 112 亿元增长到 2018 年的 598 亿元，年复合增速达到 20%。

我们认为集成商发展的主要催化因素有三点：

- 1) **底层技术进步。**IT 技术在不断演进，硬件终端从早期的大型机、到小型机、PC、手机、IOT 等，IT 技术从软件到互联网、移动互联网、云计算、大数据、人工智能等。通信技术也从 1G 发展到现在的 5G。底层技术进步带来的影响是 IT 系统能够用更少的单位成本来传递和处理更多的信息。集成商的技术能力和服务能力也自然随之提升。
- 2) **客户需求变化。**客户业务扩张，拓展新的业务领域，或是新的监管或合规要求，都能够催生新的 IT 需求产生。
- 3) **商业模式升级。**我们观察到集成商自身商业模式也在不断演进发展，大型系统集成商已经不简单提供系统集成业务，而是成为集硬件产品、软件开发、系统集成、IT 咨询、运维服务等商业模式于一体的 IT 综合解决方案提供商。

如果说底层技术进步更像是天时，用户需求变化更像是地利，那么商业模式的升级则更像是人和，是集成商发展过程中可以自己掌握的部分。

集成商商业模式的提升主要有三类：

- 1) **提供解决方案。**通过研发或并购获得软件开发和硬件提供能力，形成整体解决方案，进而提升服务能力。提供整体解决方案也有利于集成商提升议价能力，进而提升毛利率。
- 2) **产品化。**在若干次重复开发相似的业务需求后，集成商可以把代码按模块化地方式固定下来，形成产品，探索产品化道路。产品化的核心是提升代码复用率，进而节约开发成本，提升交付速度。产品化的结果是人效的提升和扩张弹性的提升，产品化能力强的公司往往有着更高的毛利率水平。
- 3) **运维服务。**大客户复杂系统建成后还需要持续的维保服务，客户需要每年支付给运维服务商建设订单额的 10%-20% 作为运维费用。我们观察到越复杂，数据交互量越大的系统每年运维费率越高，如地市级局端医保信息系统需要承载辖区内医保支付数据的并发，每年维护费率甚至超过 20%。运维服务费的意义在于形成较为稳定的现金流，平滑系统集成项目收入确认方式带来的季节性波动。运维服务无需大规模硬件投入，毛利率一般也高于系统集成项目建设。

时来运转，影响几何？

自主创新带来系统集成需求增量

从 IT 底层基础设施到应用软件的全方位国产化为集成商带来明确的需求增量。国产软硬件生态体系大致可包括 CPU、桌面电脑、服务器等整机硬件产品和操作系统、数据库、中间件等基础软件产品，办公 office、OA、安全软件等应用产品以及在此基础上的全国产软件集成。

图表5： 自主创新产业链



资料来源：华泰证券研究所

起始于党政办公领域的自主创新趋势，2018 年开始加速启动，2019 年实现了突飞猛进的发展，于 2019 年年中完成了二期试点的初步验收，并自 2020 年开始将全面推广。我们认为，自 2020 年开始，我国始于党政及特殊领域、未来将拓展至央企国企乃至关键行业的自主创新替代将迎来至少五年的黄金发展期。

华为入局，加速国产化替代从党政向各行业扩散

鲲鹏 920 是华为在 2019 年 1 月发布的基于 ARMv8 指令集研发的高性能服务器处理器。性能方面，据华为鲲鹏芯片发布会信息，鲲鹏 920 最多 64 核，频率 2.6GHz，SPEC 整数性能高达 930 分，比业界标准水平高 25%。在内存带宽、IO 带宽及网络吞吐量方面，鲲鹏 920 同样高于其他 ARM 产品，内存带宽提升 46%，IO 带宽提升 66%，网络吞吐量是业界标准 4 倍。华为鲲鹏 920 优势在于多核性能、华为强大的生态资源构建能力以及政策支持，可以预见，华为未来在自主创新领域将是最为重要的参与方。

鲲鹏开放生态是华为拓展企业业务的重要抓手，通过开放数字平台、OpenLab、Marketplace，华为助力生态解决方案伙伴基于鲲鹏服务器推出解决方案。在方案构建过程中，OpenLab 提供鲲鹏行业生态测试验证环境（TaiShan 服务器、GaussDB 数据库、华为云 Stack、FusionInsight 大数据平台），合作伙伴提供应用系统，OpenLab 测试专家与伙伴一起就联合解决方案充分地测试验证。同时，为了更好地支撑合作伙伴的应用迁移到鲲鹏生态，华为还提供了鲲鹏开发套件和工具（如：华为鲲鹏分析扫描工具 Dependency Advisor、华为鲲鹏代码迁移工具 Porting Advisor、华为鲲鹏性能优化工具 Tuning Kit）。11 月 7 日，华为与 22 家合作伙伴共同发布了鲲鹏行业生态联合方案，解决方案遍及数字政务、智慧园区、大企业、金融、交通、平安城市、电力、医疗等行业。

图表6： 华为鲲鹏生态首批 22 个联合解决方案

合作伙伴	解决方案
数字政府	
泰瑞数创科技（北京）有限公司	华为&泰瑞数创地理信息云服务联合解决方案
陕西云基华海信息技术有限公司	华为&云基华海政务数据共享交换平台联合解决方案
北京数字认证股份有限公司	华为&数字认证统一认证管理系统联合解决方案
北京睿呈时代信息科技有限公司	华为&睿呈时代大数据可视化平台联合解决方案
软通智慧科技有限公司	华为&软通动力大数据平台联合解决方案
广州城市信息研究所有限公司	华为&广州城市信息研究所时空大数据平台联合解决方案
武汉中地数码科技有限公司	华为&中地数码 MapGIS 时空大数据联合解决方案
武汉中地数码科技有限公司	华为&中地数码时空信息云联合解决方案
北京安宁创新网络科技股份有限公司	华为&安宁创新邮件（安全）系统联合解决方案
平安城市	
中星电子股份有限公司	华为&中星电子视频图像信息数据库联合解决方案
高新兴科技集团股份有限公司	华为&高新兴执法办案管理中心平台联合解决方案
佳都新泰科技股份有限公司	华为&佳都 AR 三维实景融合技术平台联合解决方案
广州烽火众智数字技术有限公司	华为&烽火众智警务数据管家服务平台联合解决方案
广州广电运通金融电子股份有限公司	华为&广电运通多场景无感同行系统联合解决方案
园区	
广州广电运通金融电子股份有限公司	华为&广电运通智慧园区平台联合解决方案
大企业	
上海思普信息技术有限公司	华为&思普产品全生命周期管理系统解决方案
天博电子信息科技有限公司	华为&天博城市消防栓智慧管理系统联合解决方案
江苏中矿安华科技发展有限公司	华为&中矿安华煤矿双重预警管理系统联合解决方案
电力	
东华软件股份公司	华为&东华发电工业互联网平台数据治理联合解决方案
远光软件股份有限公司	华为&远光电力行业财务系统全栈安全可靠联合解决方案
交通	
上海中软华腾软件系统有限公司	华为&中软华腾轨道交通票务服务平台联合解决方案
金融	
南京艾连科电子系统有限公司	华为&艾连科流量均衡系统联合解决方案
北京科蓝软件系统股份有限公司	华为&科蓝互联网开放银行联合解决方案
医疗	
河南新华东软件科技有限公司	华为&新华东异地就医备案管理系统联合解决方案

资料来源：华为企业业务官网、华泰证券研究所

建议关注两类集成商

一类是**有望依托业务增量完成商业模式蜕变的集成商**。对于具备较强自有产品提供能力的厂商来说，借助自主创新业务增量，将自身产品推广到更大市场，提升市占率，提升产品收入占比，可成为公司商业模式蜕变的机遇。建议关注中国软件、太极股份、华宇软件、浪潮软件、华东电脑等。

一类是**华为生态合作伙伴**。依托华为基础设施能力和生态影响力，生态合作伙伴有望迎来明确业务增量。建议关注东华软件、神州数码、润和软件、佳都科技、广电运通、远光软件、科蓝软件、数字认证。

风险提示

自主创新需求有量无价，自主创新相关采购很大一部分资金来源来自财政资金，在财政资金不充裕的大背景下，可能出现有量无价的情况；

国产基础设施成熟度不足，若在成熟度不足的情况下进行大量替换，可能造成后期运维压力较大，造成不可承受之痛；

市场竞争加剧，面对业务增量需求，市场竞争加剧可能引发价格战。

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