

公司研究/年报点评

2020年04月26日

社会服务/旅游综合 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 87.69
合理价格区间(元): 110.16~116.28

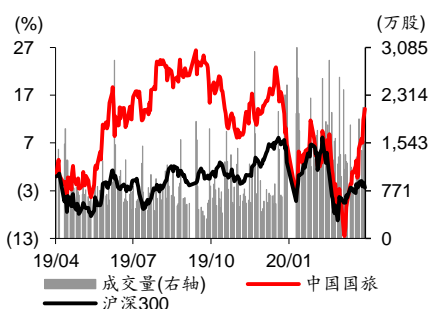
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《中国国旅(601888 SH,买入): Q3 免税收入较快增长》2019.10
- 2《中国国旅(601888 SH,买入): 公司免税收入维持高增长》2019.09
- 3《中国国旅(601888,买入): Q2 利润增长略超预期》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

龙头稳健成长, 逆境中或有机遇

中国国旅(601888)

免税业务保持高增长, 龙头有望享受行业长期成长红利

公司 2019 年营业收入为 479.66 亿元, 同比增长 2.04%; 归母净利润 46.29 亿元, 同比增长 49.58%; 扣非净利润为 38.29 亿元, 同比增长 21.79%, 跟前期业绩快报一致。因海棠湾二期开业, 子公司国旅投资归母净亏损 2.31 亿元, 对公司业绩有所拖累。子公司中免收入为 473.61 亿元, 同比增长 37.35%, 归母净利润 41.19 亿元, 同比增长 33.80%, 增速略超市场此前预期。2020 年 Q1 公司基本面受疫情冲击较大, 考虑疫情影响, 假设后续机场店保底租金有望协商下调, 下调 20/21 年盈利预测, 新引入 22 年盈利预测, 预计公司 20/21/22 年 EPS 为 1.13/3.06/3.62 元, 维持“买入”。

三亚免税店净利润增长亮眼, 机场免税店规模进一步提升

19 年公司免税品收入 458.18 亿元, 同比增长 37.89%。三亚免税店收入 104.65 亿元, 同比增长 30.64%。上海机场店收入 151.49 亿元, 同比增长 44.95%。首都机场(含 T2 和 T3)免税收入 85.89 亿元, 同比增长 16.25%。从净利润看, 三亚店归母净利润为 14.21 亿元, 同比增长 28.46%, 净利率下降 0.23pct 至 13.58%。我们估算加回批发端净利润后, 三亚店净利润为 24.67 亿元, 同比增长 29.38%。上海机场店净利润为 4.49 亿元, 同比下降 3.80%, 净利率下降 1.50pct 至 2.96%。日上中国(首都机场 T3 店)净利润 1.40 亿元, 同比下降 20.47%, 净利率下降 0.74pct 至 1.87%。

2020 年一季度受疫情冲击较大, 离岛免税业务快速恢复

20 年 Q1 公司收入为 76.46 亿元, 同比下降 44.23%, 归母净亏损为 1.20 亿元, 而 19 年同期为盈利 23.06 亿元。Q1 亏损主要因为部分门店停业, 以及足额计提了机场保底租金。Q1 期末公司其他应付账款较期初增加 16.53 亿元, 主要是机场租赁费用。三亚店 1 月 26 日~2 月 19 日停业, 2 月 20 日开业后快速恢复。至 3 月底, 离岛免税销售额恢复同比正增长。4 月 4~6 日清明节期间, 海口离岛免税店销售额 1.25 亿元, 同比增长 31.58%。机场店因海外疫情扩散, 国际航班停航, 预计需较长时间恢复至常态。目前, 机场店积极开展线上预订, 抵消部分负面影响。

短期冲击不改龙头长期成长逻辑, 维持“买入”评级

疫情期间, 公司发展线上业务, 有望承接海外消费回流; 携手品牌商共度难关, 利好长远。考虑疫情影响, 假设后续机场店保底租金有望协商下调, 下调 20/21 年盈利预测, 新引入 22 年盈利预测, 预计公司 20/21/22 年 EPS 为 1.13/3.06/3.62 元(20/21 前值为 2.65/3.33), 对应 PE 分别为 78/29/24 倍。近 5 年公司平均 PE 为 34, 公司作为免税龙头, 牌照和规模优势显著, 有望最大程度享受免税行业红利, 长期逻辑顺畅, 离岛免税快速恢复, 政策红利有望释放, 公司有望获得估值溢价。给予 21 年目标 PE 区间 36-38 倍, 调整目标价为 110.16-116.28 元, 维持“买入”。

风险提示: 疫情影响超预期; 政策推进不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,952
流通 A 股(百万股)	1,952
52 周内股价区间(元)	67.20-97.10
总市值(百万元)	171,213
总资产(百万元)	2,215
每股净资产(元)	10.17

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

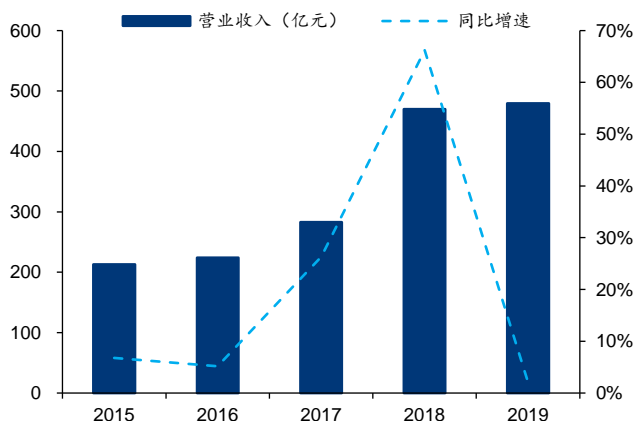
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	35,270	58,075	67,328
+/-%	66.21	2.04	(26.47)	64.66	15.93
归属母公司净利润(百万元)	3,095	4,629	2,202	5,975	7,068
+/-%	22.29	49.58	(52.42)	171.27	18.30
EPS(元, 最新摊薄)	1.59	2.37	1.13	3.06	3.62
PE(倍)	55.32	36.99	77.74	28.66	24.22

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

免税业务保持高增长，龙头有望享受行业长期成长红利

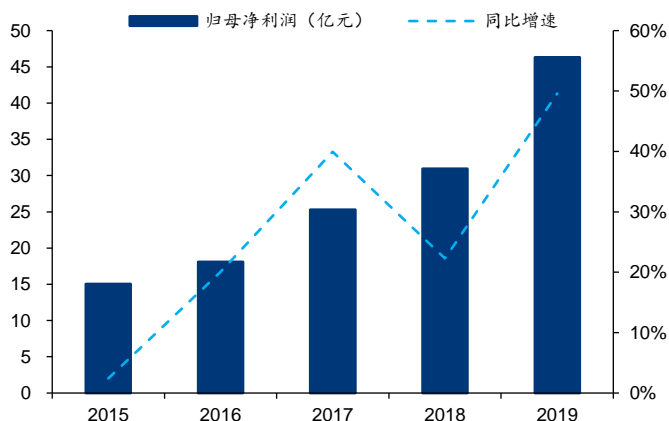
中国国旅 2019 年营业收入 479.66 亿元，同比增长 2.04%；归母净利润 46.29 亿元，同比增长 49.58%；扣非净利润为 38.29 亿元，同比增长 21.79%，跟前期业绩快报一致。因海棠湾二期开业，子公司国旅投资归母净亏损 2.31 亿元，对公司业绩有所拖累。单看子公司中免收入为 473.61 亿元，同比增长 37.35%，归母净利润 41.19 亿元，同比增长 33.80%，增速略超市场此前预期。

图表1：公司历年收入及增速（单位：亿元）



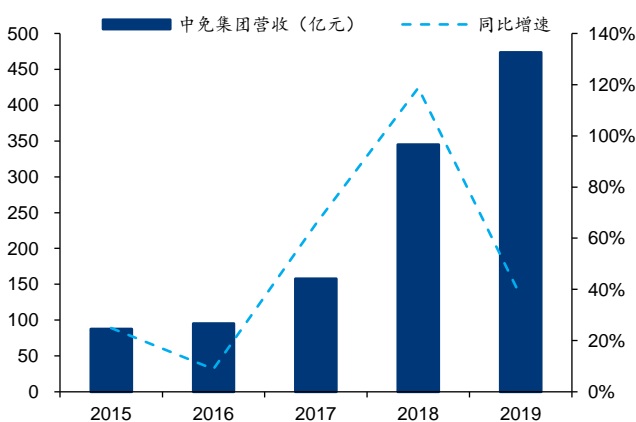
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司历年归母净利润及增速（单位：亿元）



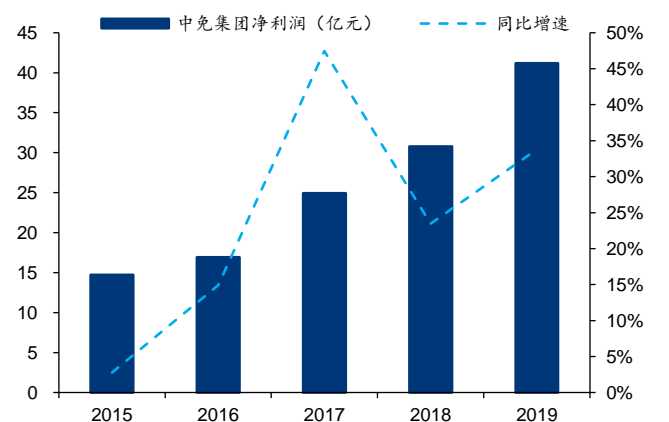
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：中免集团收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：中免集团净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

三亚免税店增长亮眼，机场免税店规模进一步提升

19 年公司免税品收入 458.18 亿元，同比增长 37.89%，有税品收入 11.49 亿元，同比增长 3.75%。从收入看，19 年三亚免税店收入 104.65 亿元，同比增长 30.64%。上海机场店（含浦东和虹桥，18 年 3 月并表）收入 151.49 亿元，同比增长 44.95%，可比口径估算收入同比增长 20.79%。首都机场（含 T2 和 T3）免税收入 85.89 亿元，同比增长 16.25%。香港机场免税店收入 24.02 亿元，逆势同比增长 14.54%。广州机场店收入 19.22 亿元，同比增长 117.46%。

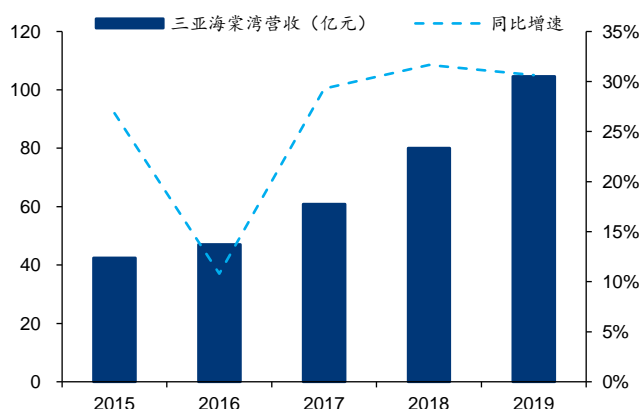
图表5: 2019年公司营收结构



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

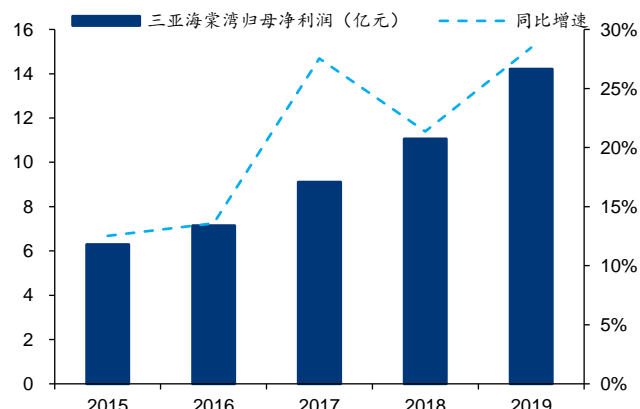
从利润看, 三亚店归母净利润为 14.21 亿元, 同比增长 28.46%, 净利率下降 0.23pct 至 13.58%。我们估算加回批发端净利润后, 三亚店净利润为 24.67 亿元, 同比增长 29.38%。上海机场店净利润为 4.49 亿元, 同比下降 3.80%, 净利率下降 1.50pct 至 2.96%。日上中国(首都机场 T3 店)净利润 1.40 亿元, 同比下降 20.47%, 净利率下降 0.74pct 至 1.87%。

图表6: 三亚海棠湾历年收入及增速 (单位: 亿元)



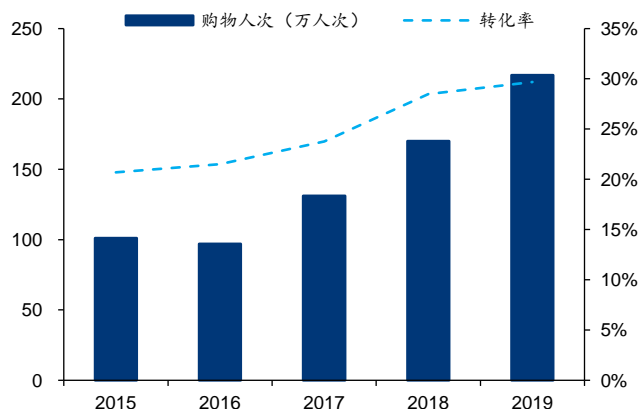
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 三亚海棠湾历年净利润及增速 (单位: 亿元)



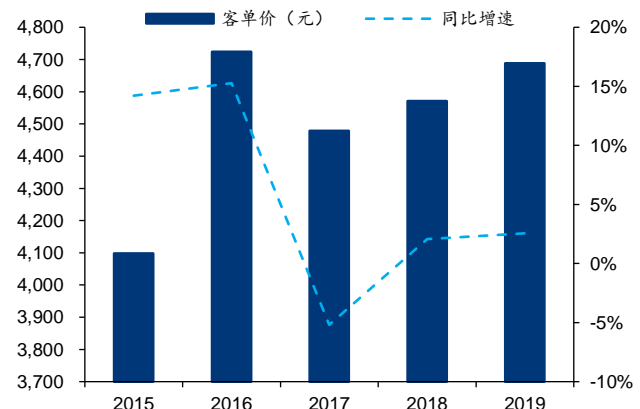
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 三亚海棠湾历年购物人次及转化率 (单位: 万人次)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 三亚海棠湾历年客单价及增速 (单位: 元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

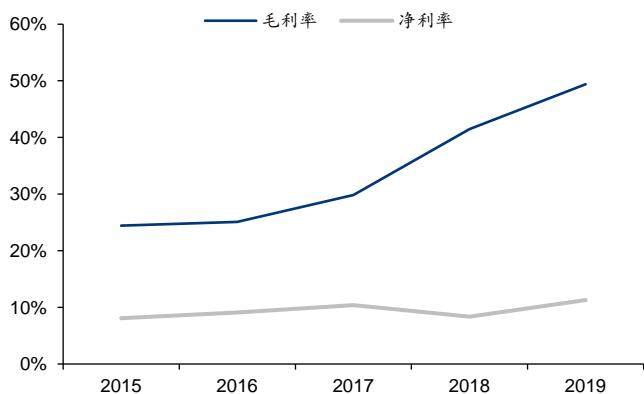
图表10： 2019年主要控股参股公司营收与净利润

子公司名称	与公司关系	主要业务	营业收入(亿元)	yoy	营业利润(亿元)	yoy	归母净利润(亿元)	yoy
中免公司	全资子公司	免税品销售	473.61	37.35%	63.47	20.23%	41.19	33.80%
国旅投资公司	全资子公司	项目投资	3.67	-18.81%	-1.26	-228.18%	-2.31	-1866.91%
三亚国际免税城	全资孙公司	免税品销售	104.65	30.64%	18.58	21.13%	14.21	28.47%
日上上海	控股孙公司	免税品销售	151.49	44.94%	11.99	-2.06%	4.49	-3.80%
日上中国	控股孙公司	免税品销售	74.77	11.01%	3.73	-18.80%	1.40	-20.47%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

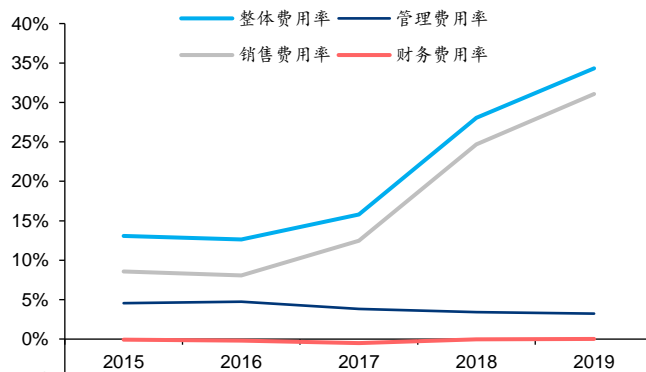
2019年公司整体毛利率同比提升7.94pct至49.40%，免税业务毛利率为50.00%，同比降低3.09pct，免税业务毛利率降低主要受人民币兑美元贬值采购成本提高和产品促销影响；公司整体净利率为11.29%，同比提升2.92pct。整体费用率增加6.25pct至34.32%。其中，销售费用率为31.07%，同比增加6.39pct，主要因机场免税业务增长带来的机场租赁费用增加；管理+研发费用率为3.23%，同比下降0.18pct；财务费用率为0.02%，同比增加0.04pct。存货周转率为3.47次，同比下降2.54次，主要因销售量增长备货增加；公司经营活动产生的现金流净额/营业收入为6.10%，同比提升0.31pct。

图表11： 公司历年毛利率与净利率



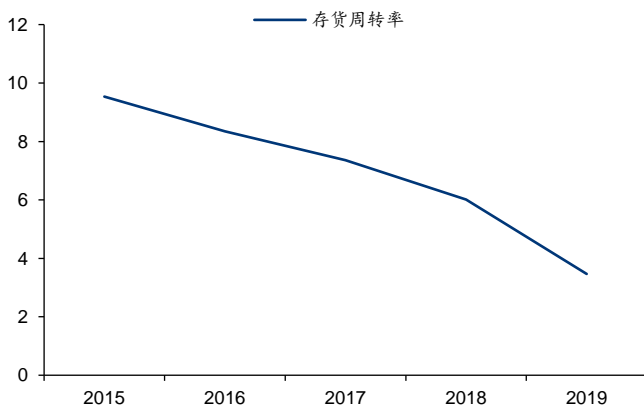
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 公司历年期间费用率



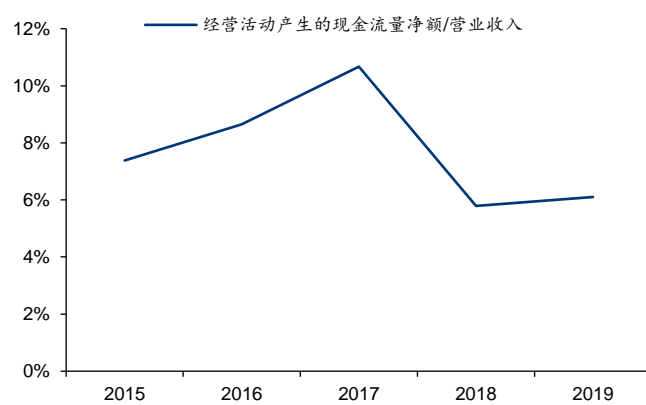
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 公司历年存货周转率 (单位: 次)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14： 公司经营活动产生的现金流净额/营业收入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2020年一季度受疫情冲击较大，离岛免税业务恢复速度快

2020年Q1公司收入为76.46亿元，同比下降44.23%，归母净亏损为1.20亿元，而19年同期为盈利23.06亿元。Q1亏损主要因为部分门店停业，以及足额计提了机场保底租金。Q1期末公司其他应付账款较期初增加16.53亿元，主要是机场租赁费用。

分渠道看，三亚店1月26日~2月19日停业，2月20日开业后快速恢复。至3月底，整个离岛免税销售额恢复同比正增长，清明节期间（4月4~6日），海口海关共监管离岛免税店销售额1.25亿元，同比增长31.58%。因海外疫情扩散，国际航班停航，Q1北京、上海、广州国际旅客量分别同比下降-55.80%/-55.09%/-55.47%，机场店预计需较长时间恢复至常态。目前，机场店积极开展线上预订，抵消疫情带来的部分负面影响。

短期冲击不改龙头长期成长逻辑，维持“买入”评级

2020年Q2海外疫情扩散，因出境游市场低迷，海外消费有望回流。根据世界银行数据，18年国人海外消费总金额2773亿美元，海外购买奢侈品7700亿元。根据韩国关税厅，18年国人在韩国免税渠道购物额为836亿元，根据调研数据，其中约60%为代购。20年2月韩国免税销售额同比下降50%，3月同比下降80%，或构成潜在回流空间。公司积极开展海南补购和线上预订直邮业务，回补销售。

从上下游看，疫情冲击国际化妆品和奢侈品品牌。宝洁20年Q1财报披露亚洲零售业暂时中断导致SK-II销售额两位数下降，亚洲整体旅游零售额大幅减少。欧莱雅Q1财报披露亚太区收入同比下滑3.7%。中免线上业务助力，与品牌商携手度过难关，合作关系有望更加紧密，利好长远。

全年看，Q1公司基本面受疫情冲击最大，后续多渠道回补销售。国人市内免税政策和新的离岛免税政策有望落地，带来弹性。考虑疫情影响，假设后续机场店保底租金有望协商下调，下调20/21年盈利预测，新引入22年盈利预测，预计公司20/21/22年EPS为1.13/3.06/3.62元（20/21前值为2.65/3.33），对应PE分别为78/29/24倍。近5年公司平均PE为34，公司作为免税龙头，牌照和规模优势显著，有望最大程度享受免税行业红利，长期逻辑顺畅，离岛免税快速恢复，政策红利有望释放，公司有望获得估值溢价。给予21年目标PE区间36-38倍，调整目标价为110.16-116.28元，维持“买入”。

图表15：盈利预测调整（单位：亿元）

		2020E	2021E
调整前	营业收入	567.49	747.30
	三亚海棠湾店	117.27	142.13
	上海机场（浦东+虹桥）免税店	208.32	245.20
	首都机场（含日上）免税店	100.52	118.31
	其他	141.38	241.65
	毛利率	55.38%	56.59%
	期间费用率	38.49%	40.53%
	归母净利润	51.73	65.12
调整后	营业收入	352.70	580.75
	三亚海棠湾店	104.24	141.63
	上海机场（浦东+虹桥）免税店	98.85	179.24
	首都机场（含日上）免税店	57.98	92.89
	其他	91.64	166.98
	毛利率	46.89%	50.38%
	期间费用率	36.61%	33.55%
	归母净利润	22.02	59.75

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

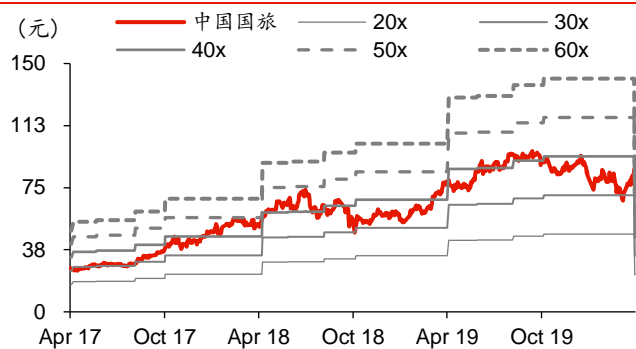
风险提示

疫情影响超预期: 若全球疫情持续时间超出预期, 机场国际客流量降可能幅增大, 机场免税业务受到的负面影响可能超出预期。

政策不达预期: 免税业务受政策影响较大, 若市内店政策推进不及预期, 公司业绩存在不达预期的风险。

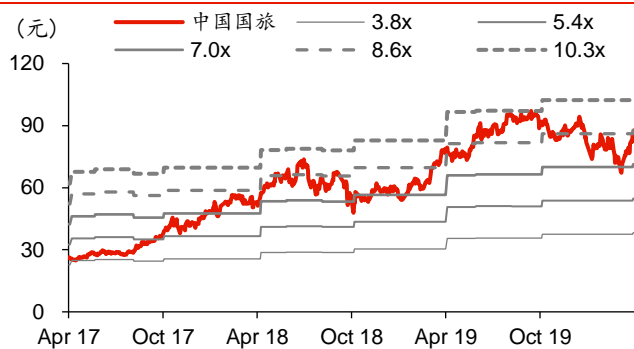
PE/PB - Bands

图表16: 中国国旅历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表17: 中国国旅历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	19,578	22,246	21,731	31,009	34,723
现金	11,289	11,906	18,192	14,415	28,249
应收账款	978.57	800.08	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	606.91	918.76	203.08	1,644	497.41
预付账款	693.36	381.03	408.98	891.83	616.25
存货	5,943	8,060	2,747	13,878	5,180
其他流动资产	66.94	180.13	180.13	180.13	180.13
非流动资产	7,269	8,442	7,619	8,920	9,364
长期投资	284.33	254.69	275.25	300.41	323.28
固定投资	1,932	1,632	875.11	1,905	2,166
无形资产	1,202	2,504	2,735	2,975	3,272
其他非流动资产	3,851	4,051	3,734	3,740	3,602
资产总计	26,847	30,687	29,350	39,929	44,087
流动负债	7,793	7,961	3,940	8,398	4,808
短期借款	289.05	223.95	223.95	2,124	223.95
应付账款	2,859	3,537	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	4,645	4,200	3,716	6,274	4,584
非流动负债	469.77	415.43	415.43	415.43	415.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	469.77	415.43	415.43	415.43	415.43
负债合计	8,263	8,377	4,356	8,814	5,223
少数股东权益	2,349	2,421	2,902	4,059	5,515
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
资本公积	3,844	3,852	3,852	3,852	3,852
留存公积	10,414	13,961	15,780	21,004	27,532
归属母公司股东权益	16,235	19,890	22,092	27,056	33,349
负债和股东权益	26,847	30,687	29,350	39,929	44,087

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,722	2,926	5,303	(3,334)	16,848
净利润	3,935	5,415	2,684	7,132	8,523
折旧摊销	370.99	407.90	401.43	477.98	583.58
财务费用	(6.98)	10.69	(174.50)	26.41	(82.68)
投资损失	(50.63)	(965.28)	(386.28)	(472.00)	(605.56)
营运资金变动	(1,775)	(2,150)	2,780	(10,496)	8,432
其他经营现金	248.67	207.74	(1.33)	(2.22)	(2.35)
投资活动现金	(1,906)	(1,099)	808.35	(1,307)	(421.30)
资本支出	1,582	1,498	(441.98)	1,755	1,004
长期投资	8.52	6.59	(20.56)	(25.16)	(22.86)
其他投资现金	(315.72)	406.04	345.80	422.55	560.31
筹资活动现金	(1,149)	(1,646)	174.50	(1,037)	(692.21)
短期借款	186.98	(65.11)	0.00	1,901	(1,901)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.60	8.09	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,337)	(1,589)	174.50	(2,937)	1,208
现金净增加额	(246.64)	266.62	6,286	(5,678)	15,734

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47,007	47,966	35,270	58,075	67,328
营业成本	27,518	24,273	18,732	28,817	33,035
营业税金及附加	659.36	771.82	470.46	805.91	965.04
营业费用	11,601	14,904	11,286	17,422	20,198
管理费用	1,601	1,549	1,799	2,033	2,491
财务费用	(6.98)	10.69	(174.50)	26.41	(82.68)
资产减值损失	(298.31)	(378.23)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.63	965.28	386.28	472.00	605.56
营业利润	5,426	7,109	3,575	9,482	11,370
营业外收入	25.35	66.37	66.37	66.37	66.37
营业外支出	115.60	14.50	48.22	59.21	59.38
利润总额	5,336	7,160	3,594	9,490	11,377
所得税	1,401	1,746	909.77	2,358	2,854
净利润	3,935	5,415	2,684	7,132	8,523
少数股东损益	840.41	785.72	481.30	1,157	1,456
归属母公司净利润	3,095	4,629	2,202	5,975	7,068
EBITDA	5,386	7,225	3,557	9,550	11,392
EPS (元, 基本)	1.59	2.37	1.13	3.06	3.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	66.21	2.04	(26.47)	64.66	15.93
营业利润	40.81	31.00	(49.70)	165.21	19.91
归属母公司净利润	22.29	49.58	(52.42)	171.27	18.30
获利能力 (%)					
毛利率	41.46	49.40	46.89	50.38	50.93
净利率	8.37	11.29	7.61	12.28	12.66
ROE	21.17	24.27	10.74	22.92	21.93
ROIC	101.03	80.91	103.97	52.92	236.81
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.78	27.30	14.84	22.07	11.85
净负债比率 (%)	(58.16)	(50.93)	(70.62)	(38.48)	(71.29)
流动比率	2.51	2.79	5.52	3.69	7.22
速动比率	1.65	1.71	4.67	1.91	5.98
营运能力					
总资产周转率	1.97	1.67	1.17	1.68	1.60
应收账款周转率	48.77	53.93	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	10.74	7.59	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	1.13	3.06	3.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	1.53	2.72	(1.71)	8.63
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	11.31	13.86	17.08
估值比率					
PE (倍)	55.32	36.99	77.74	28.66	24.22
PB (倍)	10.55	8.61	7.75	6.33	5.13
EV_EBITDA (倍)	30.22	22.46	43.99	17.10	13.08

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，梅昕、孙丹阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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，需在允许的范围内使用，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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师梅昕、孙丹阳本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司