

公司研究/中报点评

2018年08月22日

非银行金融/保险 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 57.81
合理价格区间(元): 73.58~79.24

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

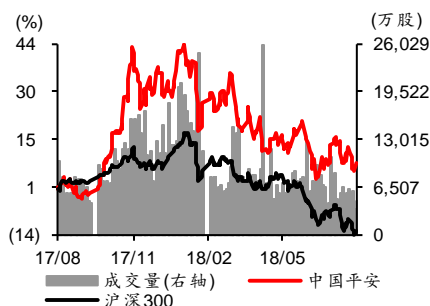
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

刘雪菲 执业证书编号: S0570517110003
研究员 0755-82713386
liuxuefei@htsc.com

相关研究

- 1《中国平安(601318,买入): 质态调整谋后起, 科技发力绘蓝图》2018.04
- 2《中国平安(601318,买入): 业绩再创辉煌, 金融科技引领未来》2018.03
- 3《中国平安(601318,买入): 险企龙头领涨, 金融科技新引擎》2017.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	18,280
流通 A 股(百万股)	10,833
52 周内股价区间(元)	53.08-78.76
总市值(百万元)	1,056,781
总资产(百万元)	6,725,766
每股净资产(元)	27.46

资料来源: 公司公告

价值改善明显, 综合金融持续发力 中国平安(601318)

利润符合预期, 业务板块运营稳健

公司 1H18 实现归母净利润 581 亿元, YoY+33.8%; 归母营运利润 593 亿元, YoY+23.3%; 模拟准则修订前归母净利润 624 亿元, YoY+43.7%。集团非年化 ROE 为 11.6%, YoY+1pct; 集团 EV 为 9274 亿元, YoY+25.5%。公司不断提升现金分红水平, 派发中期股息 0.62 元/股, YoY+24%, 此前已于 1Q18 派发 30 周年特别股息 0.2 元/股。公司综合金融优势突出, 看好未来发展前景, 预计 2018-20 年 EPS 分别为 6.70、8.43 和 10.01 元, 维持“买入”评级。

个人客户业务价值快速提升

个人业务营运利润贡献 504 亿元, YoY+28.3%, 为核心驱动力。个人客户量 1.79 亿人, YoY+25.2%, 新增客户 2581 万人, YoY+39.2%。30.8% 集团个人客户同时持有多家子公司的合同, 一站式综合金融服务协同效应优势凸显。

寿险价值改善显著, 代理人质态影响有限

开门红销售不及预期的情况下, 公司主动调整产品结构, 大力推进保障险业务, 以平滑储蓄险下滑压力, 个人业务 1H18 新单保费收入 945 亿元, YoY-10.6%, 较 1Q18 的 -16.6% 增速有较大改善。其中首年期缴保费占比 91.9%, YoY+0.3pct, 为后续稳定的现金流提供保障; 代理人渠道贡献保费 87%, 维持高位, 推动价值率提升 4pct 至 38.5%, 进而推动 NBV 小幅提升 0.2%。虽代理人产能下滑 24%, 但协同效应缓释收入波动, 仅小幅下降 4.8%, 规模较年初小幅上升 0.1%, 未来将向质态提升加快转型。

产险多元布局优化结构, 资产管理积极应对加快转型

产险保费稳健增长, 车险仍为主要贡献, 综合成本率逐步改善, 此外广泛布局优化险种结构, 动能转变促进业务发展。银行转型逐步呈现佳绩, 零售业务快速突破, 收入与 ROE 得到提振, 未来集团资源有望逐步加码。证券信托积极应对市场变化, 挖掘活跃客户提升发展动能。市场行情影响下, 资金组合管理收益率下滑, 积极调整资产配置, 降低权益敞口, 优选非标资产, 风险可控, 下行压力有限。

金融科技业务多点发力, 维持“买入”评级

陆金所积极调整业务结构, 经营改善稳健发展; 平安好医生联交所上市, 金融壹账通和平安医保科技完成融资, 投后估值分别达到 75 亿美元和 88 亿美元, 资本推动业务发展, 估值有望进一步提振; 汽车之家行业地位巩固, 为打造生态圈提供竞争优势。结合中报业绩, 调整盈利预测, 预计 2018-20 年 EVPS 分别为 56.6、68.3 和 82.2 元(前值为 54.4、65.7 和 79.1 元), 对应 P/EV 为 1.05x、0.87x 和 0.72x。综合考虑友邦和大陆险企估值倍数, 考虑科技孵化新模式, 给予龙头一定溢价, 给予 2018 年 1.3-1.4xP/EV, 目标价格区间 73.58~79.24 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场波动风险、利率与政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

经营预测指标与估值

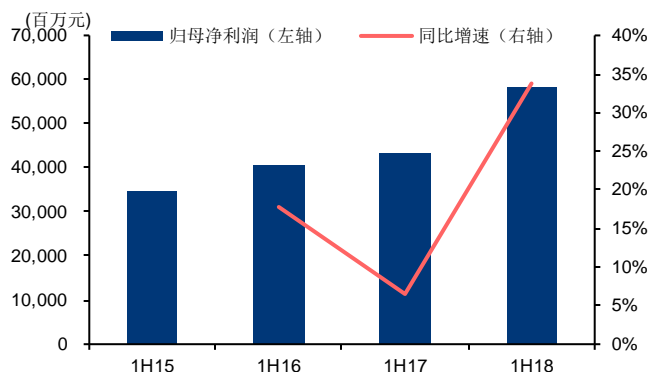
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	712,453	890,882	1,035,217	1,207,673	1,405,856
+/-%	14.91	25.04	16.20	16.66	16.41
归属母公司净利润(百万元)	62,394	89,088	122,492	154,158	183,036
+/-%	15.11	42.78	37.50	25.85	18.73
EPS(元, 最新摊薄)	3.41	4.87	6.70	8.43	10.01
PE(倍)	17.41	12.19	8.87	7.05	5.93

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

利润符合预期，业务板块运营稳健

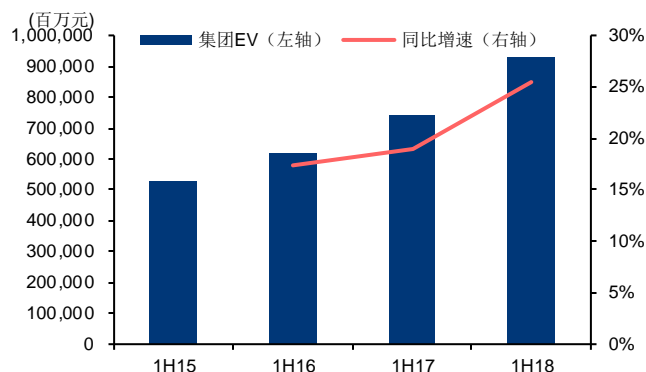
公司 1H18 实现归母净利润 581 亿元，YoY+33.8%；归母营运利润 593 亿元，YoY+23.3%；模拟准则修订前归母净利润 624 亿元，YoY+43.7%。集团非年化 ROE 为 11.6%，YoY+1pct。集团内含价值 9274 亿元，YoY+25.5%。公司不断提升现金分红水平，派发中期股息 0.62 元/股，YoY+24%，此前已于 Q1 派发 30 周年特别股息 0.2 元/股。证金公司于 2Q18 增持 0.46% 股份，彰显对公司未来发展的信心。

图表 1: 中国平安 1H18 归母净利润同比增长 33.8%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 2: 中国平安 1H18 集团内含价值同比增长 25.5%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

各业务板块经营稳健。分业务板块看，寿险及健康险、财险、银行、资管、金融科技与医疗科技业务分别实现归母净利润 338 亿元、59 亿元、78 亿元、92 亿元、42 亿元。各业务板块中寿险及健康险、资管、金融科技与医疗科技业务成长较快，分别同比增长 43%、32%、901%。金融科技业务在 1Q18 扭亏为盈的基础上持续扩大盈利规模，对集团利润已贡献 7%，有望成为持续稳定的利润增长点。

图表 3: 公司分业务归母净利润分布

	1H18		1H17		同比增长
	金额 (百万元)	占比	金额 (百万元)	占比	
寿险业务	33,791	58.2%	23,576	54.3%	43.3%
产险业务	5,896	10.1%	6,861	15.8%	-14.1%
银行业务	7,756	13.4%	7,281	16.8%	6.5%
证券业务	918	1.6%	1,142	2.6%	-19.6%
信托业务	1,693	2.9%	2,260	5.2%	-25.1%
其他资管业务	6,548	11.3%	3,557	8.2%	84.1%
互联网金融业务及其他	4,204	7.2%	420	1.0%	901.0%
其他业务及合并抵消	-2,711	-4.7%	-1,670	-3.8%	62.3%
合计	58,095	100%	43,427	100%	33.8%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

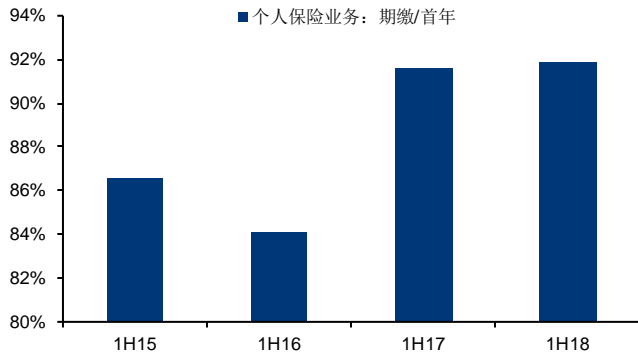
个人客户业务价值快速提升

个人业务的营运利润贡献为 504 亿元，YoY+28.3%，与机构及其他业务的利润增速 1.1% 相比，为显著的核心驱动力。个人客户量 1.79 亿人，YoY+25.2%，客均营运利润 281 元，YoY+2.5%。新增客户 2581 万人，YoY+39.2%，新增中有 32.7% 来自于集团五大生态圈的互联网用户。集团个人客户中有 5533 万人同时持有多家子公司的合同，占比达 30.8%，占比较年初提升 2.3pct，一站式综合金融服务协同效应优势凸显。在提升个人客户数量和深挖客户价值双轮驱动下，个人业务已经成为平安价值强劲增长的内生动力。

寿险及健康险业务：价值改善显著，代理人质态影响有限

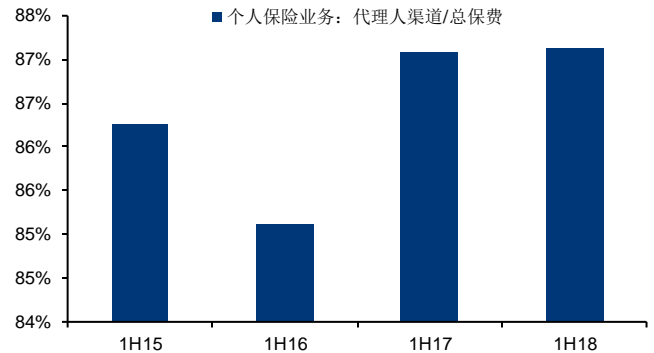
规模保费快速增长，新单结构显著改善。寿险及健康险业务 1H18 实现规模保费 3520 亿元，YoY+22.6%，其中个人保险业务占比 96%。开门红销售不及预期的情况下，公司主动调整产品结构，大力推进保障险业务，以平滑储蓄险下滑压力，个人业务 1H18 新单保费收入 945 亿元，YoY-10.6%，较 1Q18 的 -16.6% 增速有较大改善。缴费结构上，首年期缴保费占比 91.9%，YoY+0.3pct，为后续稳定的现金流提供保障；渠道结构上，代理人渠道贡献保费 87%，与去年同期持平，代理人渠道实现新业务价值 346 亿元，在总 NBV 中占比 89%；险种结构上，长期健康险增长 40%，业务结构持续改善。

图表 4：期缴保费占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

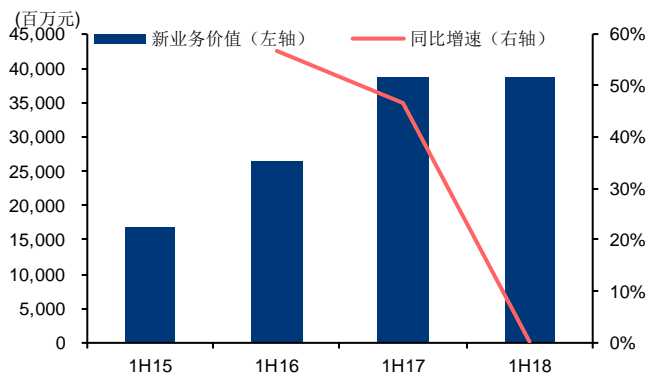
图表 5：代理人渠道保费占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

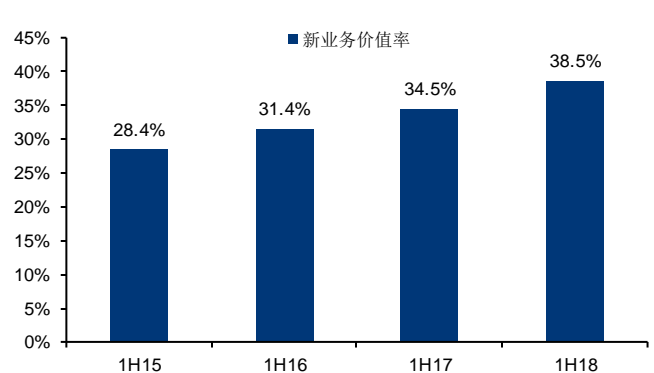
价值增长稳健，利润储备充分。寿险及健康险业务的新业务价值为 388 亿元，YoY+0.2%，其中 2Q18 同比增长 9.9%。新业务价值中长期保障型业务贡献 346 亿元，占比 89%。虽 NBV 增速较弱，但改善的保费结构拉动价值率持续走高，达到 38.5%，YoY+4pct，进而推动内含价值增长。寿险业务内含价值达 5723 亿元，YoY+28.2%，较年初增长 15.3%。剩余边际余额达 7100 亿元，YoY+30.2%，利润储备丰富，业绩释放可期。

图表 6：新业务价值及增速



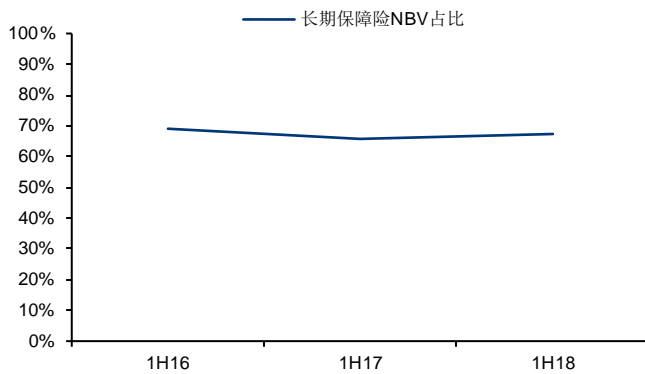
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 7：新业务价值率持续走高



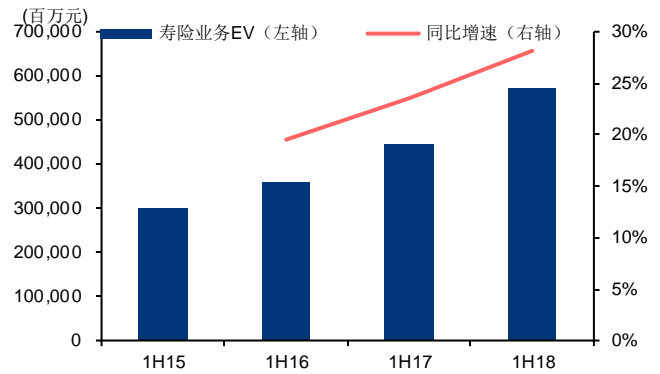
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 8: 长期保障型新业务价值占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

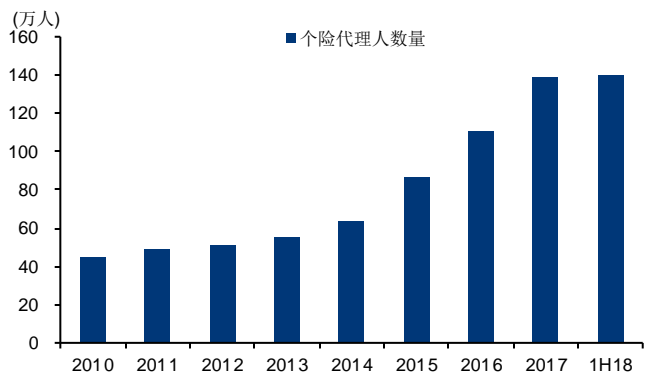
图表 9: 寿险业务期末内含价值及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

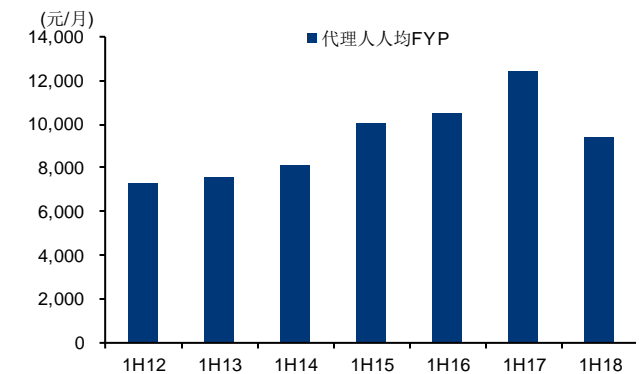
代理人增员边际改善明显, 综合金融协同效应缓解收入下滑趋势。开门红受市场环境影响, 储蓄险销售难度加大, 代理人上半年人均每月产能为 9453 元, YoY-24%, 导致收入同步下滑, 但由于综合金融协同效应显现, 收入下滑幅度有限, 上半年人均每月收入 6870 元, YoY-4.8%。在规模上, 一季度环比下滑 2.4%, 二季度显著改善, 环比+3.4%, 6 月末代理人数量达 139.9 万人, 较年初小幅上升 0.1%。我们认为代理人大幅增长的态势大概率难以维持, 通过业务交叉提高产能以及培训提高业务能力将成为未来发展的主流趋势。

图表 10: 个人寿险销售代理人数量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 11: 代理人人均 FYP



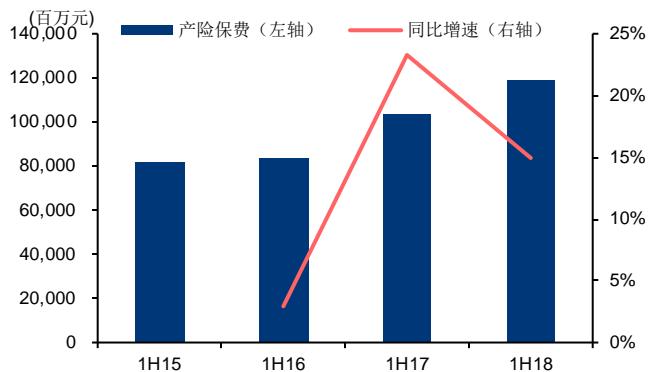
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

产险业务: 业务稳健增长, 多元布局优化结构

产险保费稳健增长, 车险仍为主要贡献。产险 1H18 原保费收入为 1189 亿元, YoY+14.9%, 综合成本率为 95.8%, 较年初下降 0.4pct。其中主要支柱车险的保费收入为 847 亿元, YoY+5.6%, 车险综合成本率为 97.2%, 较年初下降 0.3pct。平安车险已实现 95.5% 现场案件 5-10 分钟极速处理, 车险理赔触点客户净推荐率 81.8%, 较年初提升 3.8pct。我们认为在三次商车费改推进下, 综合成本率有望持续改善, 大型险企渠道布局领先, 内部组织科学, 成本优势明显, 未来竞争优势有望逐步凸显。

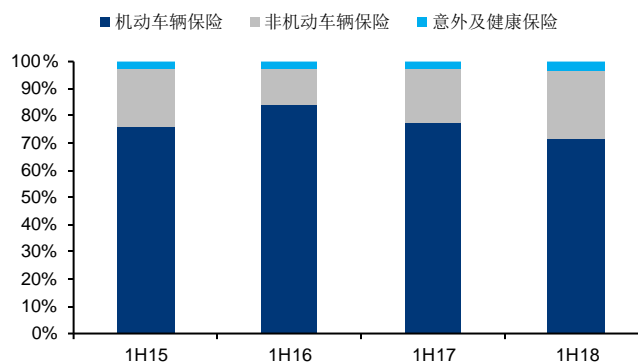
广泛布局优化险种结构, 动能转变促进业务发展。非车险 1H18 实现了 40% 以上的较快增长, 其中保证保险、责任保险、意外与健康保险分别实现原保费 162 亿元、45 亿元和 44 亿元, YoY 分别为 +69.8%、+43.9% 和 +46.9%。随着第三产业发展和人们保险意识的提高, 未来责任险和信用险增速可观, 在财险行业动能转变的时代, 公司先发优势明显。随着多元险种加快推进, 险种结构有望持续优化, 促进业务稳健发展。

图表 12: 产险已赚保费



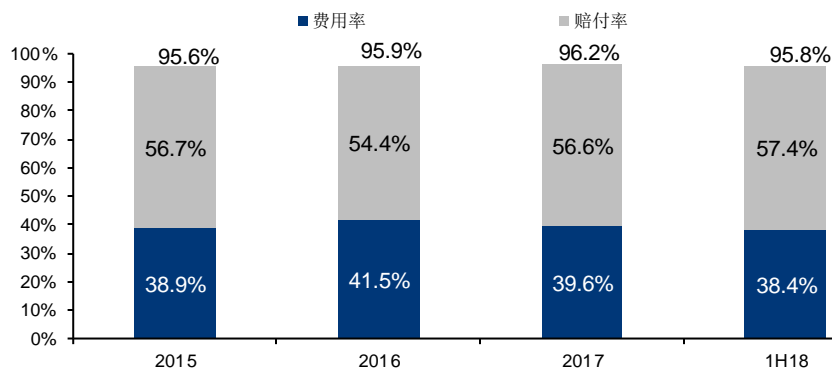
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 13: 产险业务结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 14: 产险费用率及赔付率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

银行业务：转型呈佳绩，收入与 ROE 得到提振

平安银行 1H18 归母净利润同比增长 6.5%，增速较 Q1 增加 0.37pct；营收同比增长 5.9%，增速较 Q1 增加 4.82pct。我们认为公司零售转型渐入佳境，息差稳定，ROE 受到提振，18 年进入业绩释放期。

(1) 成本管控增强：1H18 成本收入比 29.66%，较 Q1 降低 0.7pct，前期持续的人员、科技、设备成本投入渐趋稳定，上半年 ROE12.36%，较 Q1 提升 1.2pct，主要受益于成本控制能力提升，持续盈利释放可期。

(2) 贷款扩张提速：贷款同比增长 15.96%，增速较 Q1 提升 1.47pct，贷款成为资产扩张核心动能。

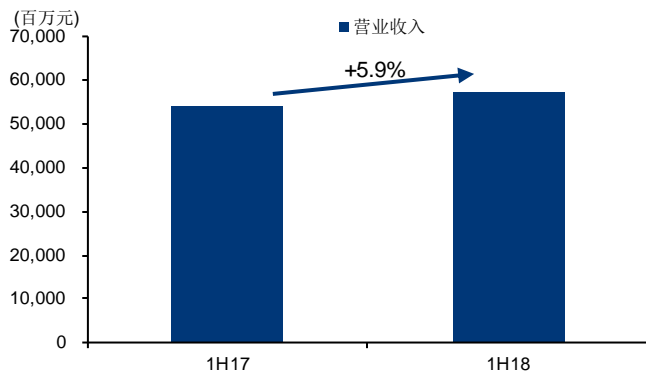
(3) 零售存款显著发力：存款同比增长 8.73%，较 Q1 提升 2.33pct，存款发力主要依靠零售存款拉动，零售存款较 2017 年末增长 19.4%，较 2017 年上半年同比增长 30.02%，零售存款迅速增长支撑存款扩张。

(4) 净息差回暖：Q2 净息差 2.27%，较 Q1+2bp。

(5) 资产质量持续改善：Q2 不良贷款率 1.68%、与 Q1 持平，其中零售不良率 1.05%、较 2017 年下降 0.13pct，对公不良率 2.42%、较 2017 年增加 0.20pct，对公不良贷款加快暴露。逾期 90 天以上贷款/不良贷款比例 124%，较 Q1 下降 9pct，隐性不良贷款得到控制。拨备覆盖率 175.81%，较 Q2 增加 3.16pct，风险抵御能力显著强化。

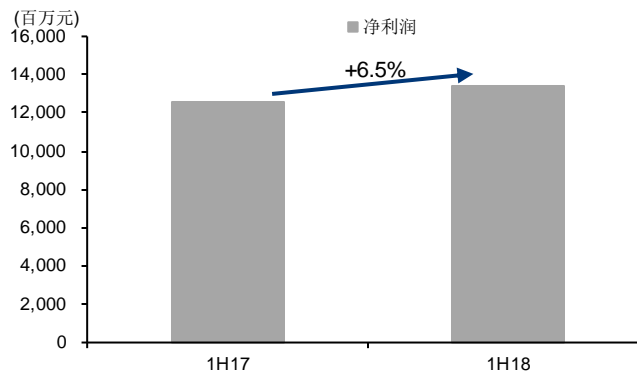
(6) 资本充足率维持上扬：1H18 资本充足率 11.59%，较 Q1 提升 0.19pct，资本继续充实保障资产具边际扩张空间。

图表 15: 平安银行 1H18 营收同比增长 5.9%



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 16: 平安银行 1H18 净利润同比增长 6.5%



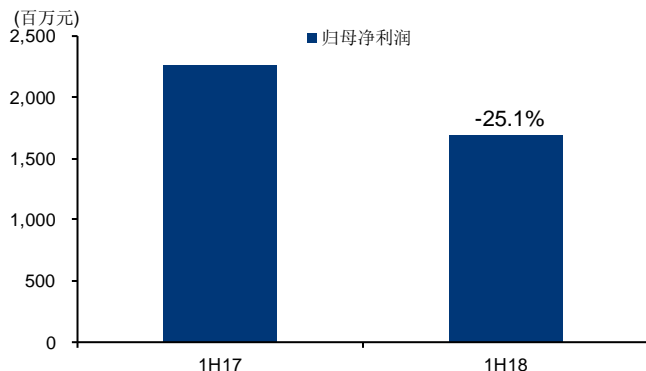
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

资产管理业务: 弱市下推进转型, 活跃客户提升动力

活跃客户增长提升动力, 风控增强助力业务转型。平安信托 1H18 净利润为 16.94 亿元, YoY-25.1%, 月均信托资产管理规模 6232.72 亿元, YoY-6.1%。去杠杆、去通道的金融监管改革持续深化下, 公司业绩有所承压, 在全面加强风险管控的前提下, 继续深化“财富+基金”转型, 客户数量持续增加, 截至 2018 年 6 月末服务活跃财富客户数达 9.53 万, 较年初增长 27.6%。

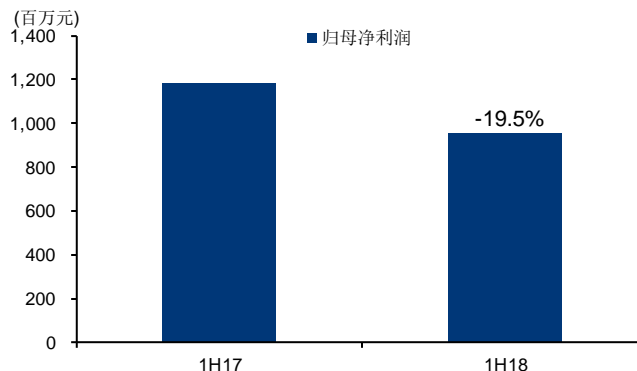
弱市下证券业务承压, 科技转型助力发展。平安证券 1H18 实现归母净利润 9.56 亿元, YoY-19.5%。受融资环境趋紧、国际贸易摩擦加剧影响, 上半年市场行情持续低迷, 证券业务有所拖累。公司坚持科技转型、差异化发展, 深度挖掘集团综合金融优势, 表现优于行业, 经纪交易量市场份额 2.96%, 同比提升 0.64pct。同时, 不断加强智能投顾与财富管理体系建设, 两融规模市场份额 1.9%, 同比提升 0.6pct。

图表 17: 信托业务归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 18: 证券业务归母净利润变化

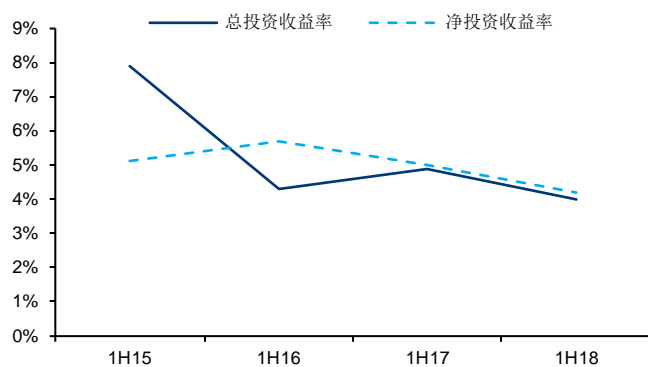


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

投资收益承压, 优选非标资产

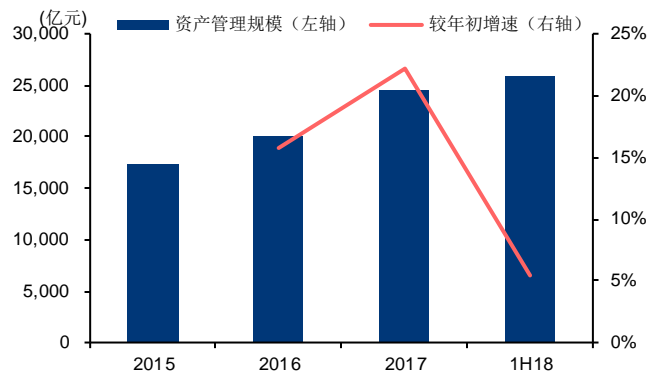
投资收益率下滑, 结合行情调整资产配置。2018 上半年, 国际国内资本市场大幅波动, IFRS9 新规下公允价值变动损益波动加大, 年化总投资收益率 4.0%, 同比下降 0.9pct; 受权益资产分红收入下降的影响, 年化净投资收益率 4.2%, 同比下降 0.8pct。若采用模拟准则修订前口径计算, 年化净投资收益率 4.2%, 年化总投资收益率 4.5%。在此市场环境下, 公司积极调整资产配置, 减少股票投资比例, 以降低敞口风险。公司 6 月末投资组合规模达 2.58 万亿元, 较年初增长 5.4%。

图表 19: 总投资收益率和净投资收益率变化



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 20: 投资资产规模变化



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

优选非标资产, 整体风险可控。公司 6 月末非标债权资产规模 3685 亿元, 占比 14.1%, 较年初小幅提升 0.4pct。增配非标资产的前提是风险可控, AAA 级以上债权计划和信托计划在年初占比 95%基础上再提高两个百分点, 整体资产信用水平较好。投资区域分散、行业分散, 从投资时间和收益率上看, 很好地把握优质项目大量供给的黄金时期, 有效提升整体组合的投资收益率。

金融科技业务:

积极调整业务结构, 经营改善稳健发展。陆金所控股 1H18 在财富管理、个人借款、政府金融等重要业务领域主动进行业务结构调整, 盈利快速增长。管理贷款余额 3137 亿元, 较年初增长 8.8%。活跃投资用户 990 万, YoY+11.7%。受整体去杠杆和监管新规的影响, 线上财富管理行业业务规模增长放缓, 资产管理规模 3852 亿元, 较年初下降 16.6%, 产品清理和结构调整已经全部完成。

布局健康领域, 业务快速增长。平安好医生 1H18 实现营业收入 11.23 亿元, YoY+150.3%, 其中家庭医生业务的营业收入为 1.86 亿元, YoY+91.4%。平安好医生 6 月末累计注册用户近 2.3 亿, 累计咨询量超 3 亿人次, YoY+122.2%。平安好医生已于 5 月 4 日于联交所上市, 资本推动业务发展, 估值有望进一步提振。

服务金融机构, 客户覆盖广泛。金融一账通在人工智能、区块链等领域广泛布局, 帮助金融机构提升投资效率和投资收益, 降低风险和运营成本。金融一账通 6 月末已为 441 家银行、38 家保险公司、近 2200 家非银金融机构提供金融科技服务, 客户覆盖范围广泛。上半年已完成 7.5 亿美元融资, 投后估值达 75 亿美元。

布局保险科技, 业务增长提升估值。平安医保科技业务分为医保服务、商保服务和个人用户三个板块。医保服务方面, 致力于为医保控费, 实现科学决策和精细化管理, 已服务超过 200 个城市; 商保服务为商保公司提供在线核保、核赔、支付结算、数据通道等自动化运营服务, 已经接入医院超 2300 家; 个人用户服务方面, “城市一账通” APP 已上线 53 个城市。平安医保科技于 2018 年初完成 11.5 亿美元融资, 投后估值达 88 亿美元。

行业地位巩固, 生态圈打造提供竞争优势。汽车之家 1H18 各项业务快速发展, 实现营业收入 31.57 亿元。不断升级优化用户体验, 流量持续增长, 根据 Quest Mobile 数据, 汽车之家 2Q18 主 APP 日均独立用户访问量达到 1030 万, YoY+54%, 进一步稳固了在国内汽车类移动应用中的领先地位。汽车之家积极应用创新技术, 通过定制化服务和个性化建议, 提高客户忠诚度, 实现业务持续增长。

可比公司估值表

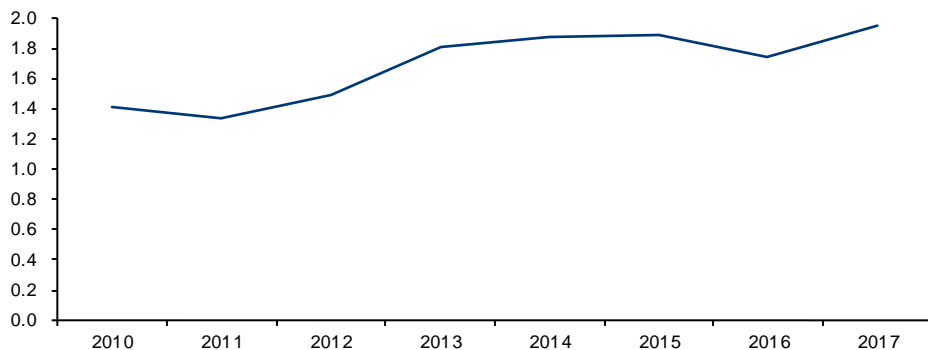
图表 21: A 股上市险企可比公司估值表 (截至 2018 年 8 月 21 日)

公司	2018 年 P/EV
中国人寿	0.75
中国太保	0.95
新华保险	0.82
均值	0.84

注: 估值倍数来自华泰预测

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 22: 友邦保险历史动态 P/EV 走势图



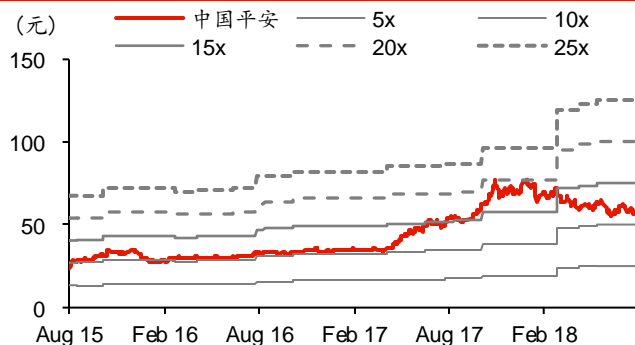
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰证券研究所

风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差利源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

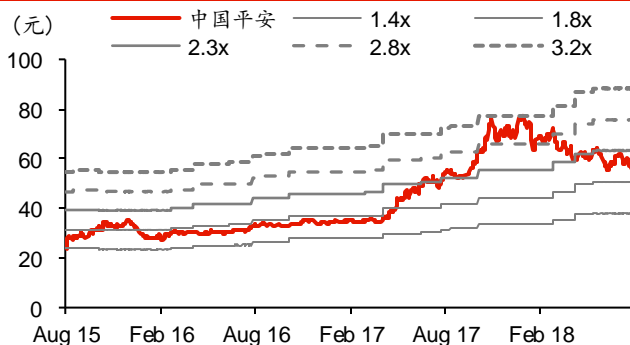
PE/PB - Bands

图表 23: 中国平安历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 24: 中国平安历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	内含价值表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
已赚保费	441,409	572,990	690,389	828,253	984,993	寿险业务:					
净利息收入	78,138	74,885	76,969	81,895	88,857	期初内含价值	325,474	360,312	496,381	622,775	756,028
非保险业务手续费及佣金净收入	35,467	37,808	43,481	50,299	59,455	期初内含价值的预计回报	27,346	31,745	43,733	54,869	66,609
投资收益	109,678	155,919	172,023	188,801	208,054	假设及模型变动	-42,115	-758	100	100	100
公允价值变动损益	3,831	3,271	3,050	4,050	5,050	市场价值调整影响	-1,020	-5,415	4,000	0	0
汇兑损失	1,401	-128	0	0	0	资本变动前寿险业务内含价值	377,601	513,099	650,238	790,592	953,263
其他收入	42,318	46,137	49,306	54,375	59,446	股东股息	-17,289	-17,356	-27,464	-34,564	-41,038
营业收入合计	712,453	890,882	1,035,217	1,207,673	1,405,856	寿险业务期末的内含价值	360,312	496,381	622,775	756,028	912,225
退保金	16,050	20,519	24,916	30,451	36,595	其他业务:					
赔付支出	140,236	159,113	195,852	239,598	280,043	期初调整净资产	226,040	277,391	328,792	411,607	493,073
提取保险责任准备金净额	149,613	220,024	231,278	248,523	291,165	当年利润	37,550	53,430	69,497	73,558	89,263
保险红利支出	11,236	13,129	15,942	19,484	23,415	市场价值调整影响及其他差异	6,567	447	11,000	0	0
手续费及佣金支出	78,742	114,559	140,693	168,737	200,635	资本变动前其他业务的期末调整净资产	270,156	331,268	409,289	485,164	582,336
营业税金及附加	9,268	3,735	3,627	4,185	4,828	其他业务期末的调整净资产	277,391	328,792	411,607	493,073	591,030
业务及管理费	129,997	139,688	157,392	178,789	203,973	公司期末的内含价值	637,703	825,173	1,034,381	1,249,101	1,503,255
资产减值损失	48,894	45,251	48,317	54,131	62,385	公司期末的每股内含价值 (元)	34.9	45.1	56.6	68.3	82.2
营业支出合计	619,085	756,124	854,479	977,872	1,133,922	寿险业务每股内含价值 (元)	19.7	27.2	34.1	41.4	49.9
所得税	22,043	34,762	42,204	56,725	66,448	每股新业务价值 (元)	2.8	3.7	4.0	4.6	5.3
归母净利润	62,394	89,088	122,492	154,158	183,036						
基本每股收益 (元)	3.41	4.87	6.70	8.43	10.01						

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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。

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 2018 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

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 1063211166/传真：86 1063211275

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