

公司研究/调研报告

2017年05月21日

家用电器/白色家电 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 33.1  
合理价格区间(元): 39.3~45.3

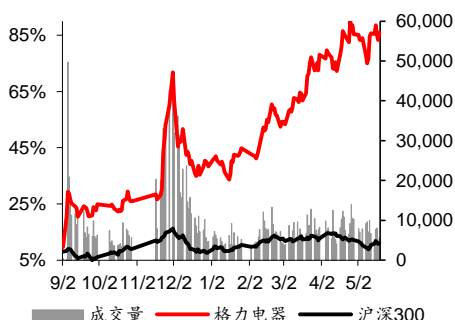
**张立聪** 执业证书编号: S0570514040003  
研究员 0755-82776409  
zhanglicong@htsc.com

**王修宝** 0755-23884591  
联系人 wangxiubao@htsc.com

相关研究

- 1 《格力电器(000651,买入): Q1 不负所望, Q2 料有惊喜》2017.04
- 2 《格力电器(000651,买入): Q4 超预期了, 2017Q1 还会差么》2017.04
- 3 《格力电器(000651):Q3 恢复性增长, 费用减少推高盈利能力》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

## 空调补库存周期或超预期

### 格力电器(000651)

#### 空调库存尚在合理水平, 补库存周期持续性或超预期

近日我们调研了格力电器。从公司交流与第三方数据来看, 空调的渠道库存仍在合理水平, 补库存周期的持续性或超预期。适逢空调销售旺季, 公司4月销售情况良好, 预计Q2业绩不乏惊喜。

#### 4月格力空调内销 YoY+87%

格力电器4月空调销售增长超预期。根据产业在线数据, 4月空调行业总销量/内销量/出口量 YoY+32.3%/69.8%/5.4%; 其中格力空调总销量/内销量/出口量 YoY+55.2%/87.1%/18.5%, 增速环比分别提高12pct/18pct/1pct, 内销/出口市场占有率比3月提高3pct/下降0.2pct, 同比则提高3.4/2.6pct。1-4月格力空调内销/出口累计 YoY+75.5%/14.0%。虽然有上年同期基数低的原因, 但公司内销增长的幅度和持续性超出我们预期。公司在股东大会上表示当前经营状况良好, 生产加班加点, 甚至供不应求。适逢空调销售旺季来临, 我们预计销售大概率保持较高增长。

#### 多方沟通印证, 空调库存仍在合理水平

经过多方交流, 我们判断空调的渠道库存仍处于合理水平。格力高管在股东大会上表示, 截至4月公司经营情况良好, 且不同于以往向渠道压货, 今年经销商主动补库存。渠道库存高的时候, 经销商一般只打款不提货, 今年的情况是在打款的同时就提走了货, 说明格力经销商库存仍处于合理水平。与其他公司的交流中也得到同样的反馈, 说明整个行业的渠道库存可控。从生产来看, 4月行业/格力空调产量 YoY+23%/39%, 增速环比下降10pct/16pct; 另外产业在线统计的空调行业库存 YoY+48%, 增速环比下降40pct, 这意味着企业或有意进行控制, 以避免重蹈高库存风险。

#### 格力掌握核心技术, 空调航母仍处于上升通道

格力空调单品收入尚未见顶。在此前公司深度报告中, 我们认为空调行业天花板言之尚早, 格力具备技术优势和品牌优势, 增长将持续(详见《空调航母再起航》)。除了传统家用空调, 公司内销业务正将拓展至中央空调、非标空调、冷链市场, 还有很大的成长空间。董事长董明珠认为空调单品可以做到1500~2000亿元, 还有50+%的增长空间, 我们认为格力很有可能实现。此外, 公司空调出口增速超过行业, 且出口中自主品牌占比超过30%, 自主品牌在海外的认知度提升, 也有助于公司收入的持续增长。

#### 全球空调行业龙头, 维持“买入”评级

格力作为全球空调行业龙头, 市场份额具备提升空间, 以变频空调为代表的产品结构升级也将提升盈利能力, 相关多元化布局有望提供额外增长动力。公司充分受益于行业去库存结束后的恢复性增长, 近期空调补库存周期或超预期, 增加了公司业绩弹性。预计公司2017-2019年EPS分别为3.02/3.43/3.89元, 按2017年盈利预测, 给予13-15倍PE估值, 对应合理目标价格区间39.3-45.3元。维持“买入”评级。

风险提示: 凉夏及地产超调致空调销售不及预期, 原材料大幅涨价。

公司基本资料

总股本(百万股)	6,016
流通A股(百万股)	5,971
52周内股价区间(元)	19.49-33.84
总市值(百万元)	199,121
总资产(百万元)	198,764
每股净资产(元)	9.62

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	100,564	110,113	130,153	148,196	165,950
+/-%	(28.17)	9.50	18.20	13.86	11.98
归属母公司净利润(百万元)	12,532	15,421	18,169	20,651	23,396
+/-%	(11.46)	23.05	17.82	13.66	13.29
EPS(元, 最新摊薄)	2.08	2.56	3.02	3.43	3.89
PE(倍)	15.89	12.91	10.96	9.64	8.51

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1： 2017 年 5 月 18 日，格力电器举行 2016 年度股东大会**


资料来源：公司调研、华泰证券研究所

## 交流要点

### 企业发展

- 格力有清晰的目标，希望未来 2~3 年，格力的文化体现在产品上。公司的产品没人可以模仿，模具支持了企业的品牌形象，公司空调产品没有对手，空调地位十年内无人能撼动！空调领域要做得更宽泛，可以扩展至中央空调、非标空调、冷链市场，还有巨大成长空间，单空调市场规模能做到 1500~2000 亿元，格力有能力做到。今年格力空调已成为各大地铁的必选。
- 格力还面临巨大挑战，要让更多人认识到，中国有好品牌、好产品、好技术。在参观时见到很多展览馆，目前还是用的外国的品牌，这说明，格力技术要保可持续发展，同时市场认同也很重要，要在在技术、营销、品控上都有自己的一套管理。
- 格力以世界标杆要求自己，格力的产品要为用户负责、市场为导向。格力空调是很好的案例，在制造业中敢说技术世界领先。格力任重道远，一个企业的发展不仅要盈利，对股东负责，对自己的员工负责，还要对社会负责。这句话三十年前可能得不到认同，三十年后我们每个人都得要认同这句话。一个企业要有使命和担当，企业强大，中国就强大，只有靠制造业，才能实现中国的强大。格力是有抱负有梦想的企业，这个梦想和抱负并没有阻拦格力向上的趋势。大家不要揪住 2015 年格力业绩的下滑，我（董）认为真正下滑的标志，是失去老大地位。
- 格力坚守多元化，目标很清晰。以技术、品质为导向，不急功近利，不为利益所动，坚守自己的原则。格力的目标是家用电器基本上全覆盖，希望自主研发。做洗衣机，要么不做，要么就做最好。公司已经为汽车行业开模，模具业成长起来了。希望在家电领域，不止空调，都是领跑者。

## Q&A

### 财务

Q: 请问 1-4 月份公司空调安装卡和库存情况？

- 安装卡数量不是公开披露数据。可以说的是，目前经营情况非常良好，公司在加班加点生产。过去要依靠经销商大量资金屯货，目前基本上供不应求。
- 财报显示 2017Q1 公司收入 YoY+20.5%，这意味着空调实际增速要远远超过这个数字，否则又变成了渠道积压。
- 2015 年公司的业绩下滑，主要是前 3 年公司累计增长~1200 亿元，意味着多了~5000 万台空调要销售，很多都压在渠道里。2017 年卖的空调都装上了，是钱到货就走了。

Q: 观察到公司经营性现金流出现下滑, 净现金流为负, 请问怎么解释?

- 以前打钱不提货, 现在钱打进来就提货了, 这也说明市场很好。
- 另外, 现金流也受到票据贴现率影响, 有的贴现、有的没贴, 导致现金流变化。分红高, 对净现金流有影响。

Q: 在 2016 年报的非经常损益科目, 金融性交易资产亏损如何解释? 我们看到公允价值变化损益, 从 2015 年亏损 9 亿元到 2016 年亏 11 亿元。

- 这涉及到外汇操作, 实际上相关交易放到财务费用、投资收益、公允价值变动损益三个科目, 要放在一起看。外汇合约和当期市场价值的比较放到公允价值变动损益中; 香港的外汇收益部分放到投资收益中, 内地的放到财务费用中。整体看, 去年外汇赚了 27 亿元。

Q: 格力账面有那么多现金, 为何没有增持自己的股票或者投资其他的优质股票标的, 那样的收益可能会超过公司理财收益?

- 投资是很专业的选择, 格力的专业是制造。格力要坚持自己的主业, 希望给股东的分红收益来自制造创造的收益, 这样持续性会更长久。坚守主业也是修炼性子, 并不是赚钱了才做、不赚钱就不做。
- 议案里有理财方面的规划, 具体投什么、投多少, 还有待研究。

Q: 格力空调的海外市场增长情况怎样, 自有品牌和贴牌占比?

- 过去贴牌 100%, 现在走自有品牌战略。
- 自有品牌份额越来越高。对格力空调的认知有个过程, 目前在国际上认知程度非常高。

### 制造&转型

Q: 公司一直在推进智能制造转型, 去年我们曾看到郑州无人工厂的视频, 请问公司未来 2-3 年自动化生产线的进展情况?

- 过去几年, 公司效率得到极大提升, 人均产值从 90 万元提高至 200 万元, 人均利税从不到 10 万元提高至 20 万元。未来公司会进一步努力, 通过管理、成本控制, 为股东创造价值。公司追求的是效率提升, 而不是立即实现无人工厂。
- 智能制造转型并不等于不需要人。格力员工增加了近 1 万人, 这顺应了市场销售的增加。人员增加主要来自几部分: 1) 研发, 继续扩大接近 2000 人; 2) 压缩机、电机、智能装备本身需要增加人。
- 进一步说, 智能化并不是生产工厂无人, 如果仅仅是这样我们直接买就可以。格力承担着中国制造走向强国的梦想, 致力于自主研发、自主制造。在无人工厂里, 格力的智能装备 80% 自主研发, 只有部分目前技术水平达不到的才会采购, 比如模具厂。
- 格力不看重无人工厂, 而是关注智能制造能力的提升, 关注公司的技术实力。希望经过未来几年的培养, 格力的智能装配可以在世界上有话语权。比如格力空调的成功就是靠修炼内功, 格力的专利数量每年增加上千项, 专利数量排名从 2015 年的全国第 9 位上升至 2016 年的第 7 位 (家电行业第 1), 并且专利相关官司越来越多, 法务费增加很多, 格力为之自豪。格力空调市场份额越来越多, 品牌知名度越来越高, 就是因为格力有一个自己的研发队伍, 掌握了核心技术, 掌握了话语权, 可以站在制高点上说话。今年公司还要招聘 2000 人的大学生进入研发队伍培养。

Q: 请谈谈格力与银隆的关联交易, 董事长为何要自己出钱投资银隆?

- 有些人认识有误区, 格力与银隆的关联交易, 不是格力向银隆输送利益, 而是反过来。格力的技术能否在 3-4 年内达到一个高度, 要打一个问号; 但有银隆这个平台, 格力间接就成为了银隆的智能装备供应商。
- 现在持股是看好格力与银隆的协同性。银隆给格力带来最大的突破, 就是进入几个新的领域, 银隆的电机、汽车空调领域也给格力带来了新的增长空间。如果银隆汽车空调采购格力, 每年可为格力带来 10-20 亿元的收入。银隆给了这个技术, 并且对电机、模具、智能装备、其他电工产品如漆包线、电源线等, 都有很大需求量。所以格力成为供应商, 更多是站在格力的成长角度。个人投资是迫于无奈, 如果不投资, 格力可能就失去了这个合作伙伴。

- 至于下一步的发展，不是一个人说了算，需要通过董事会、股东会，银隆也不一定同意，是未知数，要看前景在哪里。

### 分红&激励

Q: 公司现金分红率一直比较高，请问公司在分红制度上是否打算借鉴国外，采取季度性或者半年分红？

- 分红要根据企业效益来决定，2017年公司成长性也好，分红应该不错。一年分红1次和分2次，其实没啥差别，有了就多分些。
- 格力的回报包括几个方面：1) 对股民；2) 对国家，创造税收——税收增长也说明格力强有力的市场竞争力，业绩有增长；3) 对自己员工。格力的员工结构在发生变化，比如虽然同样可能属于一线，但是现在技术工人占一半以上，比如模具，虽然在一线但是很有技术含量；未来设备保养也是技术工人。技术和研发人员比例提高，他们的待遇也要提高。
- 分红要考虑企业方方面面的需求，既要回报股民，也要考虑公司自身的发展。比如制造的突破，不止需要技术人员的支撑，还有更多要花钱的地方。技术需要沉淀，方向对了迟早可以获得回报。公司的模具基地还在建，想成为一个很好的产业。公司更多是保守型的，风险控制为重。格力看重企业团队建设，格力电器技术突破是过去几年最大的调整，从跟随模仿型变为创造型。转型不是表面的人多人少，思维转型更重要。

Q: 员工持股未来是否会继续？股权激励这块我们认为非常重要，去年方案被否决后，不知道后期的计划是怎样？

- 我(董)为我们的员工感到骄傲，去年激励虽没做成，但没有影响员工的工作积极性。
- 股权激励不一定就能真留得下员工，留人主要靠文化。我们会创造条件，多渠道多方法，让员工感受到温暖。去年给我们的员工加了钱。我们还在考虑如何给员工的待遇一个合理的增长。
- 格力是上市公司，(激励方案)需要股东会、董事会一起决定。股东们可以提议，反过来我们管理层会配合商议。

### 其他

Q: 我们统计了格力过去的30次增持，发现董总每次都踩在低点。目前的增持主要是董事长个人行为，请问，以后这种增持会否形成一个制度，比如说公司估值到什么程度后就会增持？

- 董: 至于个人为何买股票，为何在那个时点买，是因为这个时点公司股票不被人不看好，但自己认为是被低估了(2016年的增持，同时也有国家号召大股东增持的因素)。建议投资者不要瞎跟，万一我买错了呢。该不该投，要看企业实际发展情况。

Q: 去年董总卸任格力集团董事长后，格力电器和格力集团之间的协作、获取的支持是否有受到影响？

- 格力集团在过去是上级，现在是股东之一，对格力经营没什么影响。

Q: 请问除了自媒体，未来格力新媒体宣传方面有没有什么计划？

- 自媒体，是应很多人要求做的，公司更多来分享自己的理念，而不是宣传自己的产品。
- 关于宣传，每个企业都有自己的手法。格力坚持先做到再说的原则，我们要先把产品品质做好，这是我们的根本宗旨。现在我们发现，媒体传递的内容可能会影响到一代人，所以一定要造好产品让消费者满意。
- 格力的特色是没有外来影子，有自己的管理模式。格力自创的管理模式，去年获得了国家很多荣誉，特别是品质控制的自控模式。企业要围绕这种模式，能够控制品质、质量的，才是有价值的。

Q: 格力为何要做手机？现在有很多APP就可以做到手机和家电联动，公司有没有考虑未来大力发展APP？

- 格力之所以要做手机，是因为未来的智能家居需要一个东西来保证。格力产品不贴牌，而是要自己做，都是为了未来的发展。

- 手机还不是发力的时候，正在做规划。现在做的更加稳健，未来可能会自制。如果没有这个能力，不敢那么做。
- 未来的最大挑战不是市场，而是创新和技术，难在如何否定自身。对红海的定义，第一是没技术，第二没创新。市场一直是存在的，可以通过新的产品予以替代。

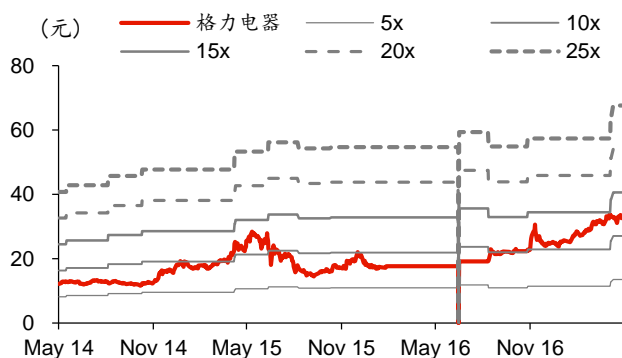
**图表2：现场展示格力对品质的追求！董总召来电饭煲，请总工程师黄辉与大家一起研究为何面板处会进蟑螂**



资料来源：公司调研、华泰证券研究所

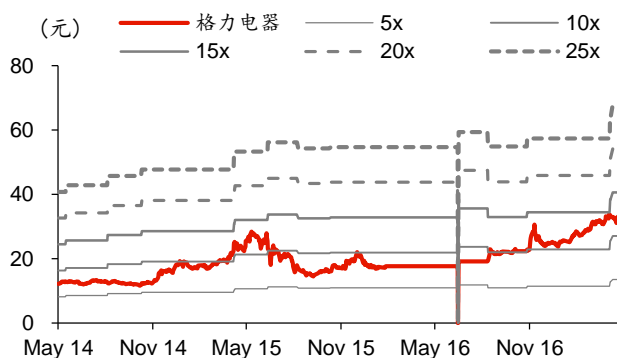
**PE/PB - Bands**

**图表3：格力电器历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表4：格力电器历史 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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	120,949	142,911	163,189	181,293	199,653
现金	88,820	95,613	107,593	118,309	129,699
应收账款	2,879	2,961	3,753	4,273	4,785
其他应收账款	254.02	244.98	305.86	348.26	389.98
预付账款	847.93	1,815	1,728	1,973	2,210
存货	9,474	9,025	10,909	12,459	13,953
其他流动资产	18,674	33,252	38,900	43,930	48,616
非流动资产	40,749	39,459	38,260	36,749	34,741
长期投资	95.46	103.91	103.91	103.91	103.91
固定投资	15,432	17,682	16,509	15,173	13,756
无形资产	2,656	3,355	3,355	3,355	3,355
其他非流动资产	22,565	18,318	18,292	18,116	17,526
资产总计	161,698	182,370	201,449	218,042	234,395
流动负债	112,625	126,876	127,706	136,208	143,462
短期借款	6,277	10,701	3,000	3,000	3,000
应付账款	24,794	29,541	33,728	39,253	43,547
其他流动负债	81,554	86,634	90,978	93,956	96,915
非流动负债	506.23	569.82	529.03	546.98	548.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	506.23	569.82	529.03	546.98	548.61
负债合计	113,131	127,446	128,235	136,755	144,011
少数股东权益	1,045	1,060	1,182	1,321	1,478
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	185.95	183.40	183.40	183.40	183.40
留存公积	41,237	47,575	65,834	73,767	82,707
归属母公司股	47,521	53,864	72,033	79,966	88,906
负债和股东权益	161,698	182,370	201,449	218,042	234,395

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	44,378	14,860	15,152	17,767	19,036
净利润	12,624	15,525	18,291	20,790	23,553
折旧摊销	1,318	1,817	1,463	1,481	1,490
财务费用	(1,929)	(4,846)	(3,722)	(4,368)	(4,810)
投资损失	(96.65)	2,221	(900.00)	(1,300)	(2,000)
营运资金变动	32,374	(84.84)	700.63	1,052	222.29
其他经营现金	88.47	227.67	(681.52)	110.87	580.66
投资活动现金	(4,713)	(19,247)	936.95	1,300	2,000
资本支出	2,885	3,277	(36.95)	0.00	0.00
长期投资	1,883	(1,646)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	54.02	(17,616)	900.00	1,300	2,000
筹资活动现金	(7,683)	(5,752)	(4,109)	(8,350)	(9,646)
短期借款	2,698	4,424	(7,701)	0.00	0.00
长期借款	(2,259)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	3,008	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(3,005)	(2.55)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(8,124)	(10,173)	3,592	(8,350)	(9,646)
现金净增加额	33,859	(6,044)	11,980	10,717	11,390

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100,564	110,113	130,153	148,196	165,950
营业成本	66,017	72,886	86,383	98,655	110,481
营业税金及附加	751.89	1,430	1,691	1,925	2,156
营业费用	15,506	16,477	19,476	22,176	24,833
管理费用	5,049	5,489	6,488	7,387	8,272
财务费用	(1,929)	(4,846)	(3,722)	(4,368)	(4,810)
资产减值损失	86.32	(0.99)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(1,010)	1,093	0.00	0.00	0.00
投资净收益	96.65	(2,221)	900.00	1,300	2,000
营业利润	13,516	17,456	20,737	23,720	27,018
营业外收入	1,404	1,096	1,096	1,096	1,096
营业外支出	11.05	20.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	14,909	18,531	21,833	24,817	28,115
所得税	2,286	3,007	3,542	4,026	4,561
净利润	12,624	15,525	18,291	20,790	23,553
少数股东损益	91.29	103.67	122.14	138.83	157.28
归属母公司净利润	12,532	15,421	18,169	20,651	23,396
EBITDA	12,905	14,427	18,479	20,833	23,698
EPS (元)	2.08	2.56	3.02	3.43	3.89

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(28.17)	9.50	18.20	13.86	11.98
营业利润	(15.99)	29.15	18.80	14.39	13.90
归属母公司净利润	(11.46)	23.05	17.82	13.66	13.29
获利能力 (%)					
毛利率	34.35	33.81	33.63	33.43	33.43
净利率	12.46	14.00	13.96	13.94	14.10
ROE	26.37	28.63	25.22	25.83	26.32
ROIC	(18.60)	(21.92)	(28.50)	(30.81)	(34.21)
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.96	69.88	63.66	62.72	61.44
净负债比率 (%)	7.67	8.40	2.34	2.19	2.08
流动比率	1.07	1.13	1.28	1.33	1.39
速动比率	0.99	1.05	1.19	1.24	1.29
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.64	0.68	0.71	0.73
应收账款周转率	30.74	31.85	33.81	33.23	32.97
应付账款周转率	2.56	2.68	2.73	2.70	2.67
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.08	2.56	3.02	3.43	3.89
每股经营现金流(最新摊薄)	7.38	2.47	2.52	2.95	3.16
每股净资产(最新摊薄)	7.90	8.95	11.97	13.29	14.78
估值比率					
PE (倍)	15.89	12.91	10.96	9.64	8.51
PB (倍)	4.19	3.70	2.76	2.49	2.24
EV_EBITDA (倍)	8.67	7.75	6.05	5.37	4.72

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、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：Z23032000。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 2017 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 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