

2018.09.02

评级: **增持**

上次评级: 增持

Q2 营收增长势头良好, 盈利能力持续改善

——2018 中报业绩总结

	吴东炬 (分析师)	颜晓晴 (研究助理)	杨宝龙 (分析师)
	021-38675923	021-38032024	021-38675859
	wudongju@gtjas.com	yanxiaoping@gtjas.com	yangbaolong@gtjas.com
证书编号	S0880518010003	S0880117050061	S0880518030001

本报告导读:

2018Q2 家电行业营收增长虽有所放缓但势头良好, 白电增长最快小家电表现稳健, 成本汇率压力缓解下行业盈利能力逐步修复, 龙头确定性最强, 建议增持。

摘要:

18Q2 家电板块业绩符合预期, 建议“增持”

从披露财报来看, Q2 家电板块营收增长虽有所放缓但势头依旧良好, 其中白电增长最快、小家电表现稳健。我们认为, 在整机厂商加快推进高端化战略与消费升级趋势背景下, 各品类均价将实现持续提升, “以价代量”逻辑确定, 城镇化继续推进终端需求较为稳定, 看好营收端保持稳健增长趋势; 盈利能力层面, 成本汇率压力趋缓, 行业毛利率与归母净利率同比/环比均有提升, 盈利改善趋势良好。

Q2 家电行业业绩延续稳中向好趋势, 回调后家电板块投资性价比凸显, 建议优选结构升级领先、业绩确定、估值优势明显的白电龙头, 同时继续关注家用中央空调、吸尘器等高景气度子行业, 重点推荐: 1) 业绩增长稳健的龙头: 青岛海尔、美的集团、格力电器、小天鹅 A、苏泊尔、老板电器; 2) 具备安全边际的成长型细分龙头: 海信科龙、莱克电气。

收入增长依旧良好, 其中白电增长最快、小家电表现稳健

家电行业 18Q2 收入增长 15.7%, 环比 Q1 放缓 4.3pct, 虽有放缓但仍保持两位数稳健增长, 其中白电行业增长最快, 小家电保持稳健。分行业看, 白电/黑电/厨电/小家电/零部件收入增速分别为 17.2%、13%、6.9%、16%、5.4%, 环比分别变化-2pct、-11.4pct、-24.6pct、+3.1pct、-14.4pct。受终端动销良好拉动, 二季度空调行业延续高景气度, 为增速最快子行业, 叠加冰洗产品升级拉动, Q2 白电板块收入增速环比回落但仍有 17% 左右增长, 延续一季度稳健增长趋势; 地产影响下传统烟灶需求承压, 厨电板块收入增速环比回落明显, 渗透率提升拉动集成灶行业维持高增速; 受前期世界杯影响需求提前释放, 黑电收入增长较为平淡; 小家电企业自身经营逐步向好, 且汇率因素影响消除, 收入保持稳健增长。Q2 家电行业预收款与经营现金流净额表现平淡, 白电行业同比降幅较大。

毛利率与归母净利率同比/环比均有提升, 家电行业盈利能力持续改善

Q2 产品提价继续以及原材料价格趋于平稳, 白电行业毛利率恢复明显, 带动家电行业整体毛利率同比/环比分别+0.4pct/+0.6pct, 白电同比/环比+1.2pct/+0.8pct, 黑电、厨电、小家电较 Q1 有所改善, 厨电改善最为明显, 各子板块同比变化-2.2pct、-0.4pct、-0.5pct, 环比-1.6pct、+3.7pct、+0.3pct。18Q2 家电行业归母净利率为 8.6%, 同比+0.5pct, 各子板块同比均有所改善, 白电、黑电、厨电及小家电同比变动分别为+0.6pct、+0.7pct、+1.9pct、+0pct。成本汇率压力缓解, 家电行业整体盈利能力持续向好。

风险: 原材料价格继续上升, 人民币短期继续大幅升

相关报告

家用电器业:《终端销售继续好转 空调龙头估值与分红优势凸显》

2018.08.19

家用电器业:《终端销售好转 看好空调长期空间》

2018.08.12

家用电器业:《无惧短期波动, 继续看好空调长期空间》

2018.08.05

家用电器业:《终端升级趋势明显 龙头公司受益》

2018.07.29

家用电器业:《高温拉动空调超预期增长 期待下半年表现》

2018.07.19

目录

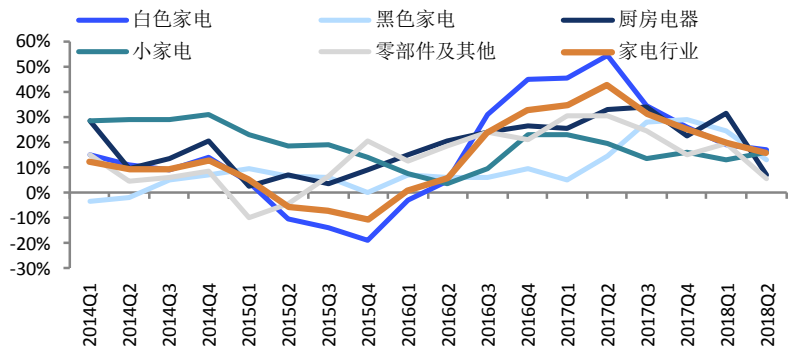
1. 行业整体收入增速放缓，白电增长最快、小家电增长稳健	3
2. 结构升级叠加成本汇率压力缓解，Q2 家电行业盈利能力提升	5
2.1. 结构升级叠加成本压力趋缓，Q2 白电子行业毛利率改善	5
2.2. Q2 销售、管理费用率同比小幅提升	6
2.3. 汇率压力缓解，财务费用大幅下降	6
2.4. Q2 各子行业归母净利率同比均有所提升	7
3. 白电行业预收款与经营现金流净额同比下降	8
4. 预计 18H2 家电行业收入平稳增长，盈利继续改善	10
4.1. 消费升级叠加高端化战略确保收入稳健增长	10
4.2. 成本汇率压力趋缓，盈利能力将继续修复	11
5. 核心风险	12
5.1. 人民币继续大幅升值	12
5.2. 原材料价格继续大幅上行	12
6. 重点覆盖公司盈利预测与评级	12

1. 行业整体收入增速放缓，白电增长最快、小家电增长稳健

行业整体收入增长放缓，白电增长最快，小家电表现稳健。2018Q2 家电行业收入增长 15.7%，环比一季度增速放缓 4.3pct。细分来看，2018Q2 白电/黑电/厨电/小家电/零部件及其他子行业收入增速分别为 17.2%、13%、6.9%、16%、5.4%，环比分别变化-2pct、-11.4pct、-24.6pct、+3.1pct、-14.4pct；

空调子行业景气度最高，小家电增长稳健。受上半年终端动销良好拉动，空调行业延续高景气度，为增速最快的子行业，同时在产品升级拉动下，冰洗收入也保持稳定增长，Q2 白电板块收入增速环比小幅回落但仍有 17%左右增长，延续一季度高增长趋势；受上游地产压制，烟灶需求承压，厨电板块收入增速环比回落明显；受前期世界杯等体育赛事刺激，需求提前释放，黑电收入增长较为平淡；小家电企业自身经营逐步向好，且汇率因素影响逐步消除，收入增长有所加速。

图 1 白电增长最快，小家电增长稳健



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 1. 细分子行业历史单季增速一览

	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
白色家电	31.0%	44.8%	45.5%	54.3%	34.5%	25.91%	19.25%	17.24%
黑色家电	6.0%	9.7%	5.3%	14.5%	28.1%	29.07%	24.37%	12.97%
厨房电器	23.9%	26.6%	25.3%	32.8%	34.0%	22.54%	31.48%	6.87%
小家电	9.7%	23.1%	22.9%	19.4%	13.5%	16.13%	12.95%	16.01%
零部件及其他	24.2%	21.0%	30.7%	30.6%	24.6%	15.26%	19.81%	5.44%
家电行业	23.7%	32.7%	35.0%	42.8%	31.5%	25.22%	19.94%	15.65%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

白电板块：三大龙头整体表现优异，其中在空调终端需求旺盛拉动下，二季度格力延续 30% 的收入高增长，表现抢眼；受高端化战略带来的短期阵痛影响，美的收入增长环比略微放缓至 13%；结构升级叠加 GEA 表现靓丽，青岛海尔收入增长加速至 15.3%；结构调整内销需求短期受影响，小天鹅收入增速滑落至 7.5%；冰洗主业销售逐步改善，海信科龙收入提速，二季度增长 15.1%；美菱、惠而浦等二线白电表现相对平淡。

黑电板块：世界杯促销拉动下，终端需求于 17Q4、18Q1 提前释放，二季度黑电收入表现稍显疲弱。18Q2 海信收入同比下滑 9.7%；二季度面板价格继续下降，TCL 集团在股权结构调整影响下收入增长 0.2%。

厨电板块：集成灶行业随着渗透率持续提升延续高增长趋势，浙江美大二季度收入增长 49.3%，势头强劲；地产后周期影响下传统分体式烟灶需求承压，厨电龙头收入继续放缓，二季度老板电器/华帝股份收入增长分别为 3.8%/12.8%。

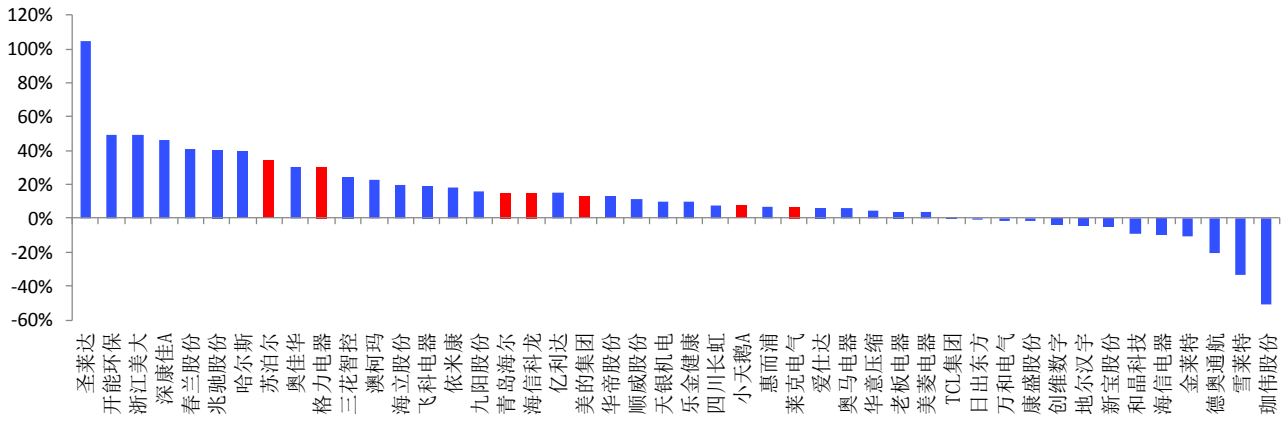
小家电板块：二季度小家电国内需求良好，同时企业自身经营逐渐向好以及汇兑影响等因素逐步消除，小家电行业收入增速环比有所提升。18Q2 行业龙头苏泊尔受内销需求拉动，收入增长环比提升至 33.7%；飞科电器由于渠道调整、区域性缺货等短期影响因素逐步消除，二季度收入增长由负转正至 19%；新宝股份、莱克电气分别同比增长-5%、6.7%。

表 2. 18Q2 家电板块收入增速环比有所放缓

白色家电	收入增速	黑色家电	收入增速	厨房电器	收入增速	小家电	收入增速	零部件及其他	收入增速
格力电器	30.0%	海信电器	-9.7%	老板电器	3.8%	苏泊尔	33.7%	哈尔斯	39.8%
美的集团	13.0%	TCL 集团	0.2%	华帝股份	12.8%	九阳股份	16.2%	日出东方	-0.9%
青岛海尔	15.3%	创维数字	-4.0%	浙江美大	49.3%	德奥通航	-20.5%	亿利达	15.1%
小天鹅 A	7.5%	兆驰股份	39.9%	万和电气	-1.3%	爱仕达	6.2%	天银机电	10.1%
海信科龙	15.1%	深康佳 A	46.6%			圣莱达	104.8%	华意压缩	4.7%
惠而浦	7.0%	四川长虹	7.8%			奥佳华	30.1%	雪莱特	-33.2%
美菱电器	3.6%					新宝股份	-5.0%	康盛股份	-1.5%
奥马电器	5.9%					金莱特	-10.3%	和晶科技	-8.8%
春兰股份	40.6%					乐金健康	9.7%	地尔汉宇	-4.3%
澳柯玛	22.5%					开能环保	49.4%	顺威股份	11.6%
						莱克电气	6.7%	依米康	18.0%
						飞科电器	19.0%	珈伟股份	-50.8%
								海立股份	20.1%
								三花智控	24.6%
合计	17.2%	合计	13.0%	合计	6.9%	合计	16.0%	合计	5.4%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2 2018Q2 家电行业收入增速出现分化



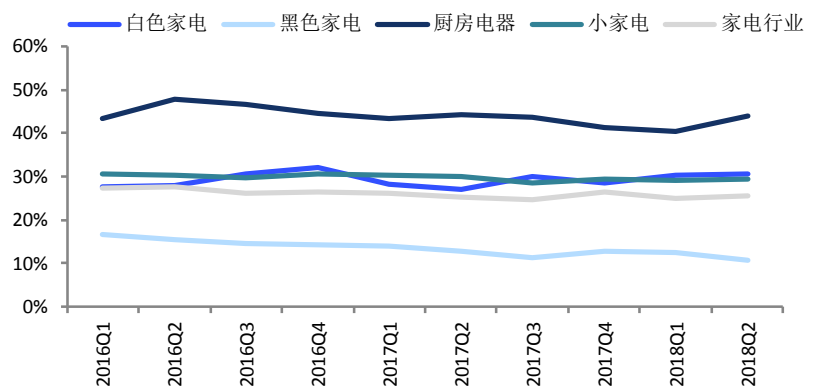
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 结构升级叠加成本汇率压力缓解, Q2 家电行业盈利能力提升

2.1. 结构升级叠加成本压力趋缓, Q2 白电子行业毛利率改善

18Q2 家电板块毛利率同比/环比均有所提升。18Q2 家电行业毛利率为 25.7%，同比+0.4pct，环比+0.6pct。白电、黑电、厨电、小家电板块毛利率分别为 28.3%、10.7%、44%、29.4%，同比分别变化+1.2pct、-2.2pct、-0.4pct、-0.5pct，环比变化+0.8pct、-1.6pct、+3.7pct、+0.3pct。白电子行业毛利率同比/环比均有所改善，主要由于良好的竞争格局、产品结构持续升级提价趋势不变以及原材料压力趋缓。

图 3 Q2 白电子行业毛利率同比/环比出现改善

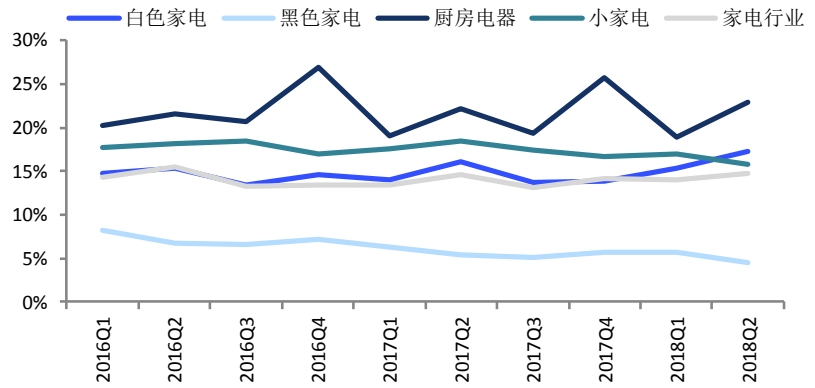


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

毛销差指标提升。由于部分公司对销售费用做了新的会计处理，我们从更客观的毛销差（毛利率-销售费用率）指标来看，18Q2 家电行业毛销差同比/环比分别提升 0.1/0.8pct，主要是由白电子行业拉动，二季度白电板块毛销差为 16.5%，同比/环比分别提升 0.6/1.1pct，白电龙头得益于良好的竞争格局和自身所具有的竞争优势，盈利能力向好趋势明显。其他子行业，黑电、厨电、小家电板块毛销差分别为 4.5%、22.8%、15.8%、

分别同比变化-0.9pct、+0.7pct、-2.6pct，环比变化-1.2pct、+3.9pct、-1.1pct。值得注意的是，尽管厨电行业终端需求增速放缓，但得益于行业仍具有提价空间以及经营效率提升，二季度厨电行业毛销差同比/环比均有明显提升。

图 4 Q2 毛销差指标提升

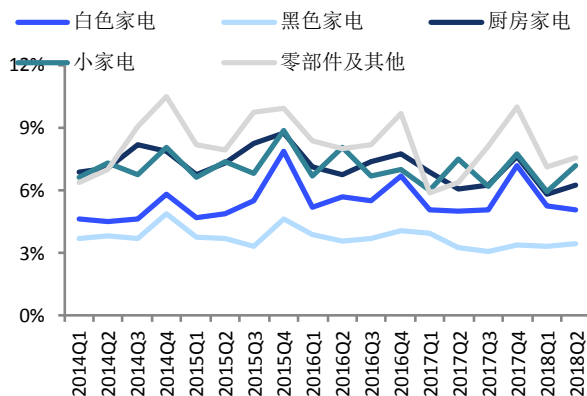


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.2. Q2 销售、管理费用率同比小幅提升

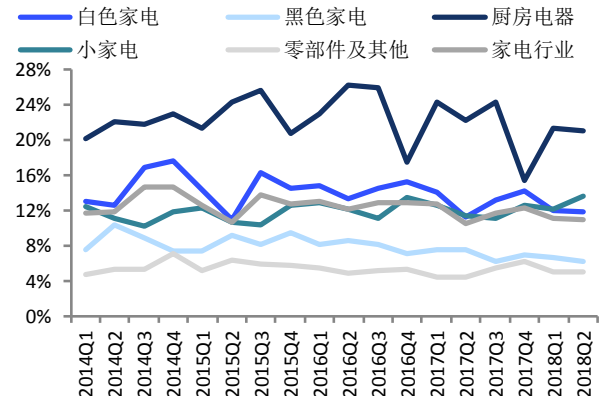
二季度家电行业销售/管理费用率同比均小幅提升。2018Q2 家电行业销售费用率为 10.9%，同比提升 0.3pct。分行业看，白电/黑电/厨电/小家电销售费用率分别为 11.8%/6.3%/21.1%/13.6%，分别同比变化 +0.5pct/-1.2pct/-1.1pct/2.1pct。二季度家电行业管理费用率为 5.1%，同比提升 0.1pct，分行业，白电/黑电/厨电/小家电管理费用率分别为 5%/3.5%/6.3%/7.2%，分别同比变化+0.1pct/+0.2pct/+0.2pct/-0.3pct。

图 5 Q2 家电板块管理费用率同比提升 0.1pct



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6 Q2 家电板块销售费用率同比提升 0.3pct



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.3. 汇率压力缓解，财务费用大幅下降

二季度人民币贬值幅度较大。18 年 6 月人民币短期内大幅贬值，超出市场预期。18Q2，USD/CNY 从 6.31 一度快速提升到 6.62 附近，此后继续攀升。

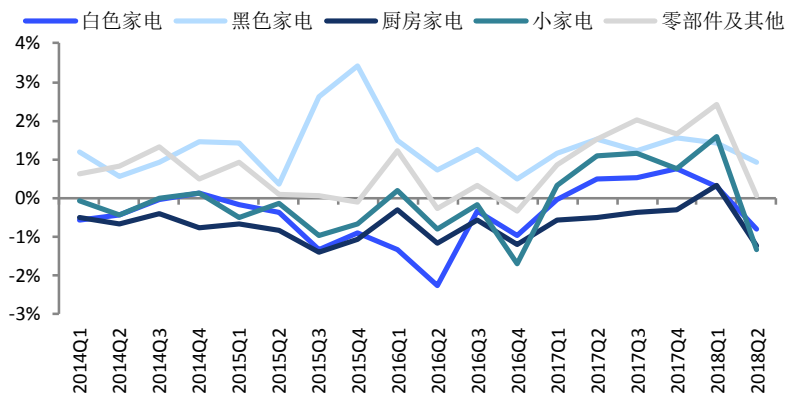
图 7 Q2 人民币贬值幅度较大



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

受人民币大幅贬值影响, 二季度家电企业汇兑收益相应增加, 各子板块财务费用率显著下降。18Q2, 白电、黑电、厨电、小家电财务费用率分别为-0.8%、0.9%、-1.2%、-1.3%, 分别同比变化-1.3pct、-0.6pct、-0.7pct和-2.4pct, 环比变化-1.1pct、-0.5pct、-1.6pct和-2.9pct, 改善显著。

图 8 Q2 家电板块财务费用率显著下降

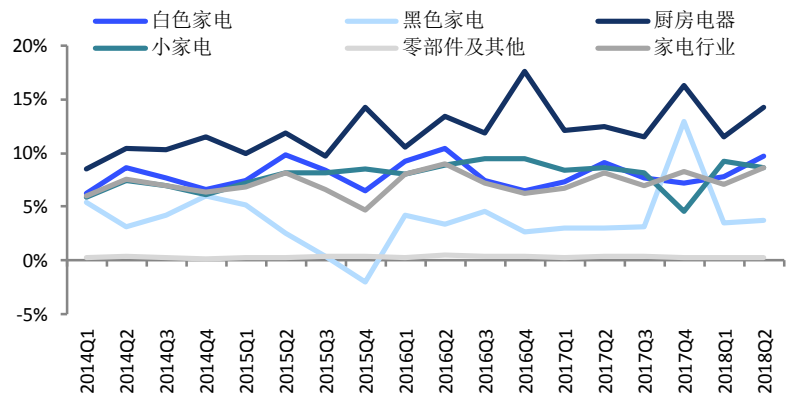


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.4. Q2 各子行业归母净利率同比均有所提升

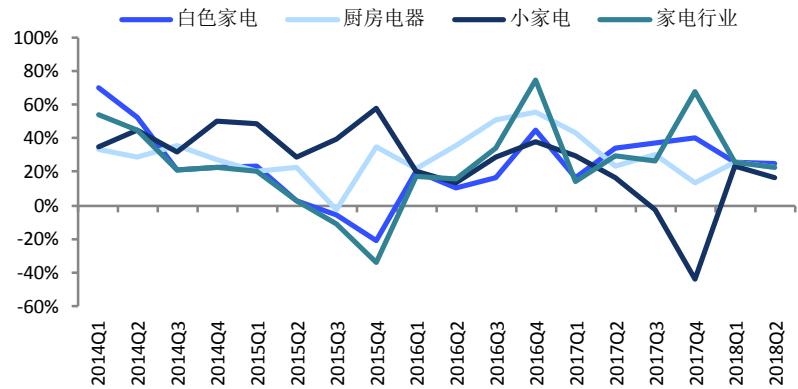
各子行业归母净利率同比均有所提升。从归母净利率维度来看家电行业盈利能力, 18Q2 家电行业归母净利率为 8.6%, 同比提升 0.5ct, 其中白电、黑电、厨电及小家电归母净利润率分别为 9.7%、3.7%、14.3%、8.7%, 同比变动幅度分别为+0.6pct、+0.7pct、+1.9pct、+0pct。二季度各子板块盈利能力均有提升, 主要由于原材料价格趋缓带来的成本压力缓解、去年同期汇兑损失转为汇兑收益以及产品结构升级。

图 9. 二季度家电行业归母净利率同比改善



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 10. 二季度家电行业归母净利润增速同比放缓



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 3. 各子行业过去 8 个季度归母净利润维持较高增速

	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
白色家电	16.9%	44.6%	16.6%	34.1%	37.6%	40.7%	26.0%	24.7%
黑色家电	1079.4%	241.0%	-25.3%	0.6%	-12.7%	525.1%	43.8%	41.3%
厨房电器	50.7%	56.0%	43.2%	23.4%	30.4%	13.3%	26.1%	23.0%
小家电	28.8%	37.7%	29.7%	16.2%	-2.8%	-43.8%	23.1%	16.3%
零部件及其他	48.5%	34.7%	26.3%	15.1%	6.9%	-36.1%	-11.6%	-28.8%
家电行业	34.5%	75.1%	14.2%	29.3%	26.4%	68.0%	25.5%	22.4%

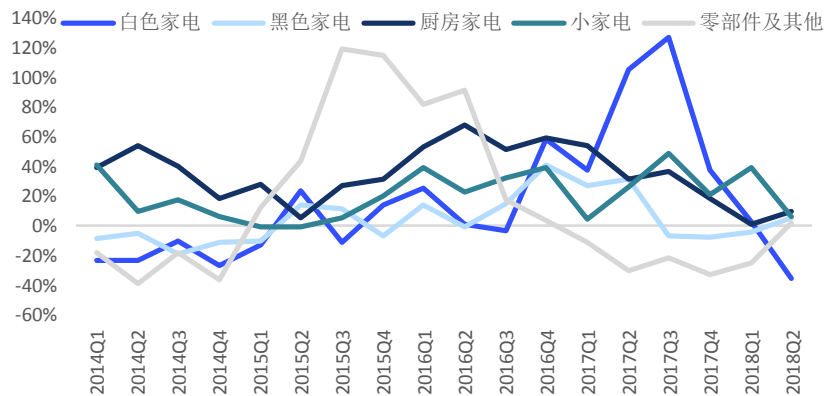
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 白电行业预收款与经营现金流净额同比下降

期末家电行业预收款为 276 亿元, 同比下降 25.7%, 分行业看, 白电、黑电、厨电、小家电二季度预收款同比变化分别为-35.4%、+5.7%、+10.1%、+6.5%。白电行业预收款下降主要体现在三大龙头, 期末格力、美的、海尔预收款同比分别下滑 67%、22%、16%, 其主要是受龙头对渠道支

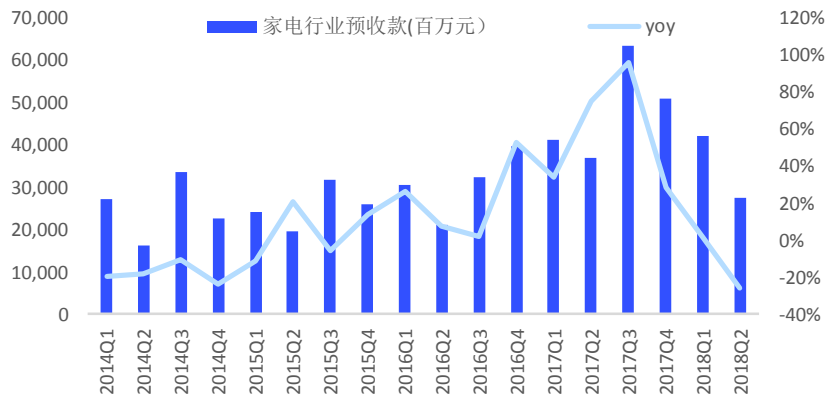
持力度加大、部分企业销售模式变更等因素影响。

图 11. Q2 白电子行业预收款同比下降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

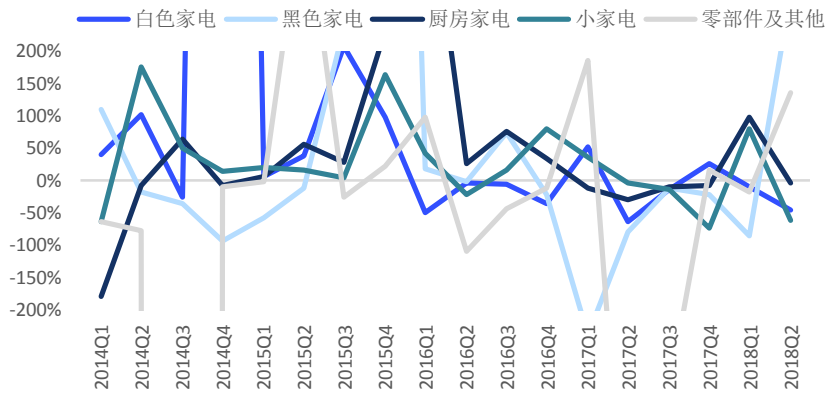
图 12. Q2 家电行业预收款同比下降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

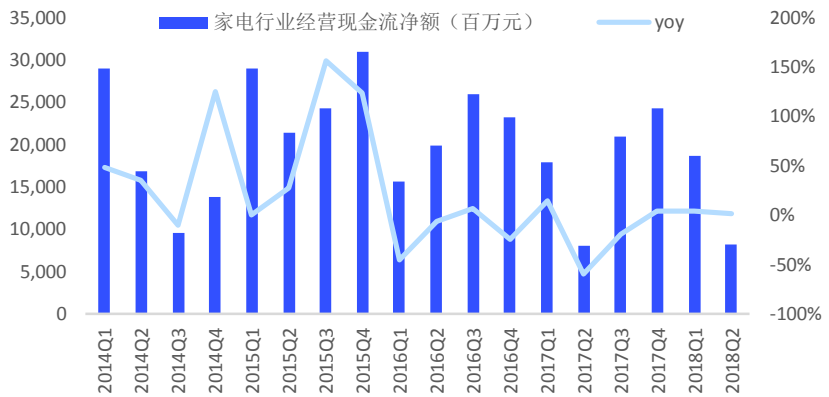
Q2 家电行业经营现金流净额为 81.2 亿元, 同比提升 1%。分行业看, 白电、黑电、厨电、小家电二季度经营现金流净额同比变化分别为-44.9%、+287.5%、-4.7%、-61.4%。除了黑电之外, Q2 其他细分子行业经营现金流金额均有不同程度下滑, 家电行业整体经营稳健, 短期波动无须担忧。

图 13. Q2 白电行业经营现金流净额下降较大



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14. Q2 家电行业经营现金流净额保持平稳



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

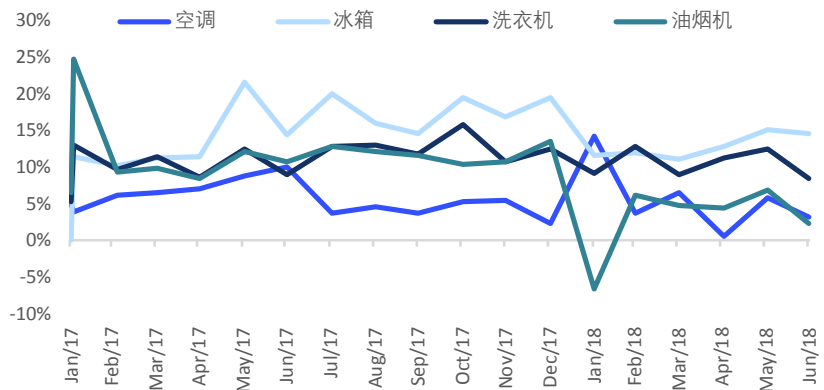
4. 预计 18H2 家电行业收入平稳增长, 盈利继续改善

展望下半年, 收入层面, 在消费升级与高端化战略推动下, 行业提价趋势不变, 家电企业收入稳健增长确定性较强; 利润层面, 基于结构升级趋势、成本压力与汇率升值趋缓, 预计后续家电板块盈利能力将进一步提升。

4.1. 消费升级叠加高端化战略确保收入稳健增长

在消费升级趋势延续以及企业高端化战略推动下, 家电产品终端零售均价提升势头强劲, “以价代量”逻辑确定, 中怡康数据显示, 18Q2 空/冰/洗/烟/灶终端零售均价持续提升, 消费升级叠加结构优化, 行业价格天花板还远未至, 18 年白电龙头收入增速两位数较为确定。

图 15. 18Q2 主要产品提价趋势持续

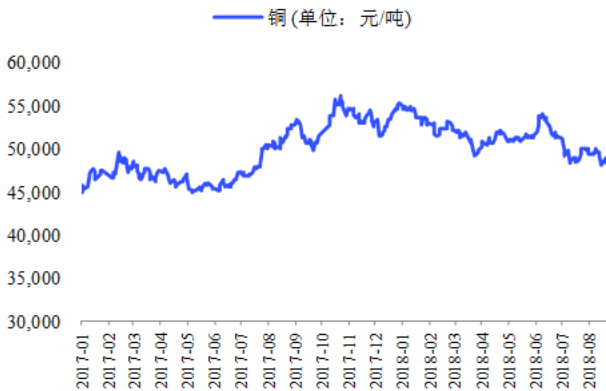


数据来源：中怡康，国泰君安证券研究

4.2. 成本汇率压力趋缓，盈利能力将继续修复

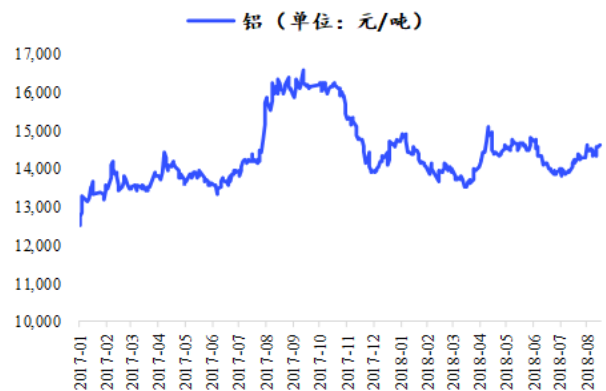
1) 成本压力有所缓解。2018 年以来，铜价、铝价、ABS 价格、冷轧卷板均价有所回落，随着产品升级、均价提升持续推进，预计家电行业盈利能力将进一步修复。

图 16. 三季度以来铜价稳中有降



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 17. 三季度以来铝价下降有所回落

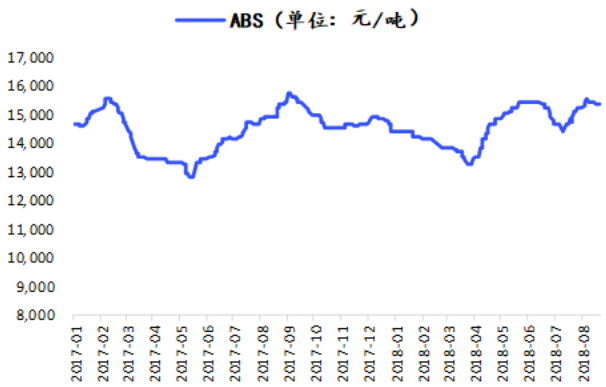


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 18. 三季度以来 ABS 价格保持稳定



图 19. 三季度以来冷轧板卷价格逐步企稳



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2) 汇率企稳汇兑损失拖累业绩消除。人民币在 18 年 6 月份快速大幅贬值, 近期美元兑人民币汇率逐渐企稳。预计下半年汇率将保持较为稳定的状态, 汇兑损益对家电企业业绩拖累逐步消除, 家电企业收入、盈利能力将明显修复。

图 20. 美元兑人民币汇率逐步企稳



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 核心风险

- 5.1. 人民币继续大幅升值
- 5.2. 原材料价格继续大幅上行

6. 重点覆盖公司盈利预测与评级

表 2: 重点覆盖公司盈利预测及评级

公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
000651.SZ	格力电器	38.95	3.72	4.65	5.58	10.46	8.38	6.98	增持
000333.SZ	美的集团	41.60	2.61	3.27	3.86	15.95	12.73	10.79	增持
600690.SH	青岛海尔	14.89	1.14	1.32	1.56	13.11	11.28	9.52	增持
000418.SZ	小天鹅 A	45.45	2.38	2.86	3.45	19.08	15.88	13.17	增持
000921.SZ	海信科龙	8.43	1.47	1.04	1.22	5.75	8.08	6.91	增持
600060.SH	海信电器	9.95	0.72	1.03	1.26	13.82	9.64	7.92	增持
000100.SZ	TCL 集团	2.85	0.20	0.30	0.36	14.49	9.58	7.92	增持
002508.SZ	老板电器	22.00	1.54	1.90	2.44	14.29	11.57	9.03	增持
002035.SZ	华帝股份	10.80	0.58	0.81	1.04	18.49	13.26	10.36	增持
002032.SZ	苏泊尔	49.97	1.59	2.01	2.40	31.38	24.87	20.86	增持
603355.SH	莱克电气	26.84	0.91	1.50	2.12	29.44	17.88	12.68	增持
603868.SH	飞科电器	49.85	1.92	2.26	2.80	25.99	22.07	17.83	增持

002705.SZ	新宝股份	8.17	0.50	0.81	1.07	16.29	10.12	7.61	增持
002050.SZ	三花智控	12.57	0.58	0.75	0.94	21.56	16.70	13.35	增持

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（注：现价为 2018 年 8 月 31 收盘价）

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		