

# 轻工制造

## 住宅交房真的会回暖吗？从产业链上下游验证看好19年地产后市场机会！

证券研究报告

2019年03月04日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080004

fanzhangxiang@tfzq.com

李杨

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110004

liyong@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《轻工制造-行业研究周报:家居企业315大促情况对比研究》2019-03-03
- 2 《轻工制造-行业研究周报:劲嘉与深圳国资平台股权合作,19年交房回暖渐明确》2019-02-24
- 3 《轻工制造-行业点评:工业大麻龙头强强联合,产业链拓展再落地》2019-02-20

在对地产产业链公司的研究中,一直存在一个难题,就是不知道每年具体住宅交房有多少。竣工面积这一指标,由于统计原因,数据质量较差,又不能够很真实的反应实际交房的情况。而期房的交房时间为1-3年不等,简单用一个平均交房时间来预测交房的方式解释力度也很差。所以我们这篇报告,尝试用一个新的模型,来预测每年的装修需求,并通过地产、建材、家电等上下游行业的情况来验证我们的预测。

我们交房模型的核心是认为不同年份销售住宅的交房时间是变化的,主要会受到库存和销售的影响。由于地产销售面积的数据质量较高,所以我们的模型以销售面积为基础,首先把每年的销售面积分为现房和期房两部分,现房假设在当年就交房,而期房假设在未来1-2.5年完成交房,综合考虑库存和销售情况来确定未来每段时间的交房比例,把交房速度分为五个档次,即“慢、较慢、中、较快、快”,最后计算出每年的交房面积。

我们的交房模型显示,2017年交房大幅下滑,18年下半年开始回升,19-20年的交房量增长分别为33%、17%。可以从逻辑上解释背后的原因,主要是13-15年地产高库存,政府推行地产去库存政策,那段时间交房时间缩短,而16-18年地产去库存结束,交房时间拉长,一短一长导致17-18年交房量青黄不接,另外17-18年现房销售量也较差,18年交房量仅9.93亿平米,销售面积14.8亿平米,之后几年交房面积会有一个追赶过程。

18年新房装修需求坠入谷底,19-20年回升。交房到软装和家电企业反映到收入上通常要3个季度左右,历史上2011、2015、2018年是装修需求的低点,这和大多数地产产业链上企业的业绩表现也是比较吻合的。

拿预测交房面积和地产、建材、家电、家居等行业数据做拟合,发现预测交房面积的解释力较好。1) 房地产企业在交房的时候确认营业收入,地产上市公司单季度总收入增速和预测交房面积增速的相关系数为0.49,具有较好相关性。2) 平板玻璃产量增速和预测交房面积相关系数为0.4。预测交房面积和旗滨集团弱相关,和东方雨虹没有相关性。3) 空调内销量和预测交房面积相关系数为0.32。格力电器、海尔电器由于自身经营周期等原因,和预测交房面积没有发现相关。4) 家具制造企业收入和预测交房面积增速相关性较好,相关系数有0.6。索菲亚收入增速和预测交房面积增速相关系数达到0.75。

看好家居板块19年交房回暖、原材料价格下降、龙头规模管理等优势发力带来的业绩回升。虽然1Q18家居企业普遍业绩基数较高,预计19年一季度业绩增长仍有压力,但随着新房交房改善、地产政策因城施策、二手房交易回暖等,业绩有望在二季度出现拐点,下半年开始回升。对于成品家居企业,18Q4 MDI/TDI等原材料价格回落,也驱动毛利率企稳回升。建议关注一季度业绩有望超预期、内外销双轮驱动的梦百合;功能沙发龙头敏华控股。另外推荐整装渠道拓展领先的欧派家居、竞争格局较好品类拓展顺利的顾家家居;线上渠道优势明显且不断为经销商赋能的尚品宅配、智造和品牌优势突出的索菲亚;品类持续扩张,经营稳健,低估值的志邦股份、好莱客等。

风险提示:实际交房低于预测;家居价格战程度超预期;原材料价格大幅上涨等。



## 内容目录

1. 扑朔迷离的住宅交房，到底该如何预测？ .....	3
1.1. 我们的模型——从销售到交房，变化的交房周期是核心 .....	3
1.2. 模型预测结果——交房 17 年探底，18 年末回升 .....	4
2. 从产业链上下游验证交房模型有效性.....	5
2.1. 房地产企业营业收入和预测交房面积相关度较高.....	5
2.2. 建材端验证——平板玻璃和预测交房有一定相关.....	6
2.3. 家电端验证——空调内销量和预测交房面积弱相关.....	7
2.4. 家居端验证——和预测交房面积相关性高.....	8
2.5. 新开工角度验证——预测的交房面积比直接看竣工面积更有意义 .....	9
3. 结论和投资建议 .....	9
3.1. 家居客单价仍提升，交房回暖促客户数增长.....	9
3.2. 投资建议 .....	10

## 图表目录

图 1：交房预测模型——按季度看，2017Q4 交房最差 .....	4
图 2：交房预测模型——按年度看，2017 年交房大幅下滑 28%.....	4
图 3：交房到软装和家电反映到收入上约滞后 3 个季度左右时间 .....	5
图 4：历史上装修需求的几次低谷，分别出现在 2011 年、2015 年和 2018 年 .....	5
图 5：10 城二手房成交面积 15 年增长 85%，16 年增长 38%.....	5
图 6：北京、深圳、杭州、南京二手房成交情况 .....	5
图 7：我们预测交房面积增速和房地产企业收入增速的相关系数为 0.49.....	6
图 8：平板玻璃产量增速和我们预测交房面积相关系数为 0.4.....	6
图 9：预测交房面积和旗滨集团收入存在弱相关 .....	7
图 10：预测交房面积和东方雨虹收入没有相关性 .....	7
图 11：预测交房面积和空调内销量相关系数为 0.32.....	7
图 12：格力电器营收和交房预测面积增速的相关性只有 0.08.....	8
图 13：海尔电器营收和交房预测面积增速的相关性只有 0.01.....	8
图 14：预测交房面积和家具制造企业收入增速相关性较好，相关系数有 0.6.....	8
图 15：索菲亚收入增速和预测交房面积增速相关系数为 0.75.....	8
图 16：预测的交房面积增速和新开工面积增速一致性非常高，相关系数达到 0.63.....	9
图 17：竣工面积增速和新开工面积增速的相关性仅 0.31.....	9
图 18：定制家居企业客单价（元，按终端售价口径）稳步增长 .....	10
表 1：交房速度假设，五个档次对应不同交房速度.....	3
表 2：期房交房面积计算方法 .....	3

## 1. 扑朔迷离的住宅交房，到底该如何预测？

在对地产产业链公司的研究中，一直面临着一个难题，就是不知道每年具体住宅交房有多少。竣工面积这一指标，由于统计原因，数据质量较差，又不能够很真实的反应实际交房的情况。而期房的交房时间为 1-3 年不等，简单用一个平均交房时间来预测交房的方式解释力度也很差。所以我们这篇报告，尝试用一个新的模型，来预测每年的装修需求，并通过地产、建材、家电等上下游行业的情况来验证我们的预测。

### 1.1. 我们的模型——从销售到交房，变化的交房周期是核心

我们交房模型的核心是认为不同年份销售住宅的交房时间是变化的，主要受到库存和销售的影响。由于地产销售面积的数据质量较高，所以我们的模型以销售面积为基础，我们首先把每年的销售面积分为现房和期房两部分，现房我们假设在当年就交房，而期房的交房期我们做了一些划分。

期房通常是在销售后 1-2.5 年内完成交房，故我们做出一个假设，就是当年销售的房子在未来 1-2.5 年完成交房，具体每个季度交房的比例主要根据当时库存和销售的情况进行调整。我们综合考虑库存和销售情况来确定未来每段时间的交房比例，原则是假设库存较高时，交房期缩短，即在第一年交房的比例较高，第二、三年交房比例逐步降低；库存较低时，则情况相反。销售较好的年份会导致交房期拉长，销售较差的年份导致交房期缩短。最后我们把交房速度分为五个档次，即“慢、较慢、中、较快、快”，每个档次具体每个季度的交房比例如下表所示：

表 1：交房速度假设，五个档次对应不同交房速度

交房时间/比例	慢	较慢	中	较快	快
第四季度	0%	5%	10%	20%	25%
第五季度	5%	5%	10%	20%	25%
第六季度	5%	10%	10%	20%	20%
第七季度	10%	15%	20%	15%	15%
第八季度	25%	20%	20%	15%	15%
第九季度	25%	20%	15%	5%	0%
第十季度	30%	25%	15%	5%	0%

资料来源：天风证券研究所

根据以上假设和每个季度期房的销售面积，我们计算出对应未来每个季度的交房面积，加总每一列的数据，就可以得到我们预测的期房交房面积。

表 2：期房交房面积计算方法

时间	住宅期房销售面积 (万平方米)	销售库存状况	交房速度	2006Q4	2007Q1	2007Q2	……	2020Q3	2020Q4
2005Q4	9007.47	销售较好，库存低	慢	450.37	450.37	450.37			
2006Q1	5912.34	销售较好，库存低	慢		295.62	295.62			
2006Q2	8465.83	销售较好，库存低	慢			423.29			
2006Q3	7910.69	销售较好，库存低	慢						
2006Q4	12795.66	销售较好，库存低	慢						
……									

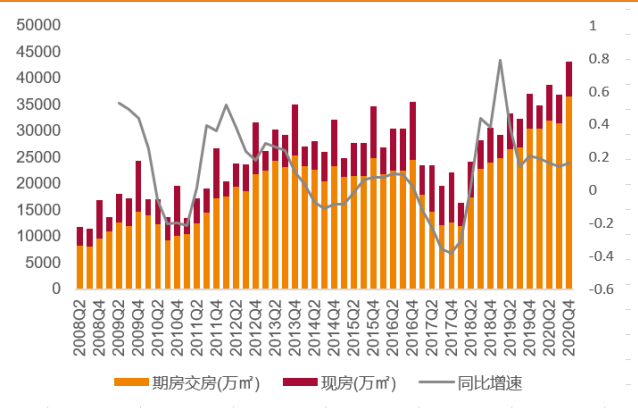
2017Q1	19775.87	销售一般, 库存低	慢			
2017Q2	30590.85	销售一般, 库存低	慢			
2017Q3	27888.97	销售一般, 库存低	慢			
2017Q4	35289.43	销售一般, 库存低	慢	10586.83		
2018Q1	21727.65	销售较差, 库存低	慢	5431.91	6518.30	
2018Q2	33984.79	销售较差, 库存低	慢	8496.20	8496.20	10195.44
2018Q3	31153.25	销售较差, 库存低	慢	3115.33	7788.31	7788.31
2018Q4	37859.02	销售较差, 库存低	慢	1892.95	3785.90	9464.76
2019Q1	19554.89	—	较慢	977.74	1955.49	2933.23
2019Q2	30586.31		较慢	1529.32	1529.32	3058.63
2019Q3	28037.92		较慢		1401.90	1401.90
2019Q4	34073.12		较慢			1703.66
合计交房面积				32030.28	31475.41	36545.92

资料来源: 天风证券研究所

## 1.2. 模型预测结果——交房 17 年探底, 18 年末回升

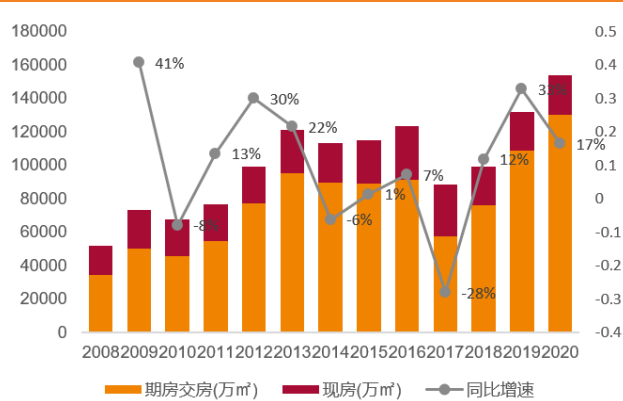
我们的交房模型显示, 2017 年交房大幅下滑, 18 年下半年开始回升, 19-20 年的交房量增长分别为 33%、17%, 我们尝试解释背后的原因, 主要是 13-15 年地产高库存, 政府推行地产去库存政策, 那段时间交房时间缩短, 而 16-18 年地产去库存结束, 交房时间拉长, 一短一长导致 17-18 年交房量青黄不接, 另外 17-18 年现房销售量也较差, 18 年交房量仅 9.93 亿平米, 销售面积 14.8 亿平米, 之后几年交房面积会有一个追赶过程。

图 1: 交房预测模型——按季度看, 2017Q4 交房最差



资料来源: wind, 天风证券研究所

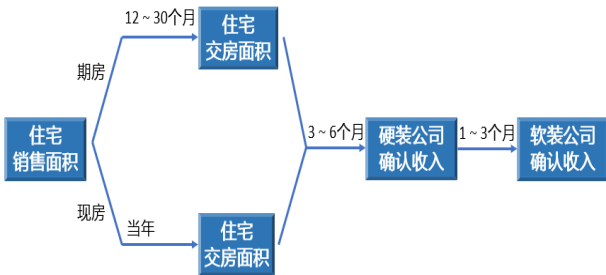
图 2: 交房预测模型——按年度看, 2017 年交房大幅下滑 28%



资料来源: wind, 天风证券研究所

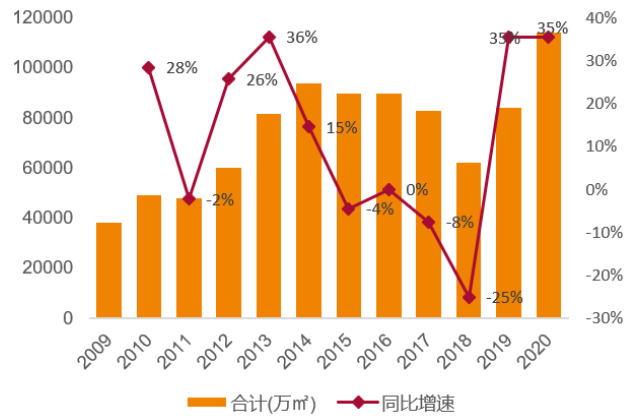
18 年新房装修需求坠入谷底，19-20 年回升。考虑到交房到硬装结束大致需要 6 个月左右时间，软装和家电反映到收入上又要滞后 3 个月左右时间，所以我们把交房面积滞后三个季度，得到软装和家电企业收入的周期，可以看出，这和大多数地产产业链上企业的业绩表现也是比较吻合的。

图 3：交房到软装和家电反映到收入上约滞后 3 个季度左右时间



资料来源：wind，天风证券研究所

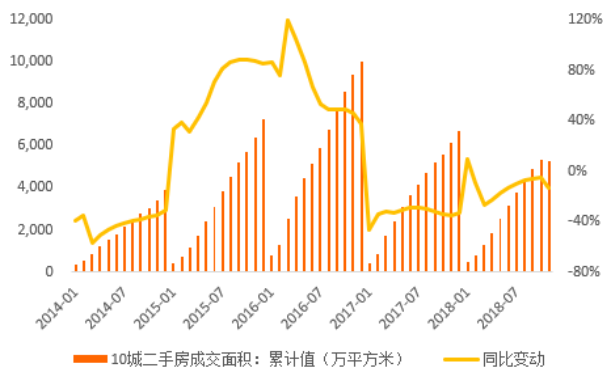
图 4：历史上装修需求的几次低谷，分别出现在 2011 年、2015 年和 2018 年



资料来源：wind，天风证券研究所

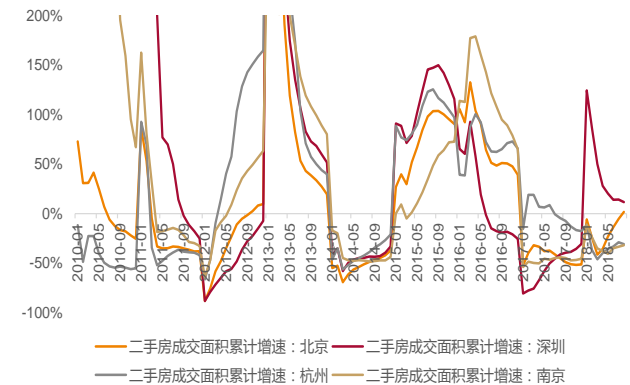
我们模型显示 2016-2017 年新房装修需求也较差，但是地产产业链企业感受到的需求仍较好，我们认为这主要是由于 2015-2016 年二手房销售情况非常火爆，存量房的装修需求提升所致。二手房成交和新房销售的相关性较高，历史波动比较大，我们统计的 10 城二手房成交面积，2015-2016 年分别同比增长 85%和 38%，所以对 2016-2017 年的装修需求也起到较大的支撑，2017 年同比下降 33%，也对 18 年装修需求造成压力。

图 5：10 城二手房成交面积 15 年增长 85%，16 年增长 38%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：北京、深圳、杭州、南京二手房成交情况



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 从产业链上下游验证交房模型有效性

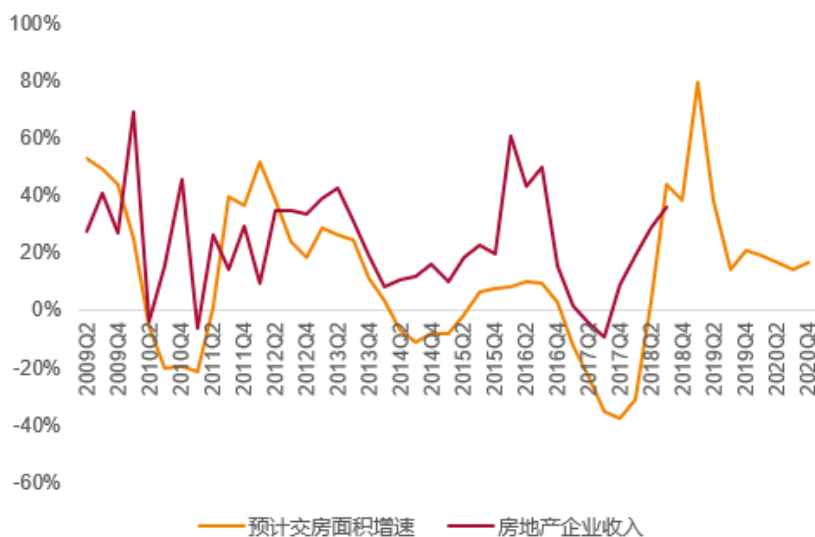
### 2.1. 房地产企业营业收入和预测交房面积相关度较高

我们预测交房面积增速和房地产企业收入增速有较好的相关性。房地产企业在交房的时候才确认营业收入，所以理论上地产企业收入和交房是高度相关的。我们选取了中信 CS 住宅地产企业中上市较早、业务较纯的 54 家地产企业作为研究样本，发现他们单季度总收入增速和我们预测交房面积增速的相关系数为 0.49，具有较好相关性。由于房地产行

业集中度一直在提升，上市公司的市场份额变大，所以地产企业收入增速是较快的，但是我们可以发现，两者每次波峰和波谷的吻合度都很高。

虽然商品住宅 2016 年销售较好，地产上市企业的集中度一直在提升，但是 2017 年地产企业的营收却是很差的，17Q2/Q3 营收同比下滑了 4%/10%，这也和我们交房模型的判断一致，2016 年之后地产去化率降至低位，交房期拉长，大量期房在 2019 年才进入交房期。

图 7：我们预测交房面积增速和房地产企业收入增速的相关系数为 0.49

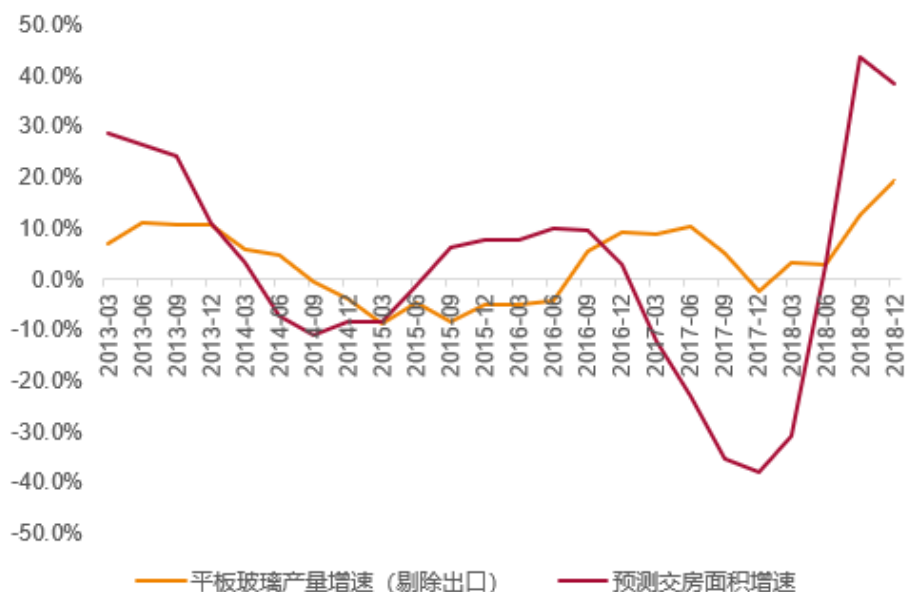


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.2. 建材端验证——平板玻璃和预测交房有一定相关

平板玻璃产量增速和我们预测交房面积存在一定相关，相关系数为 0.4。一般在竣工前夕，玻璃窗安装才会进场，所以平板玻璃的销量应该和交房关系密切，但由于玻璃的社会库存较为零散，没有好的统计数据，我们只能拿平板玻璃的产量扣除出口量做替代，这也会造成一定误差。我们预测的交房面积增速和平板玻璃产量的相关系数是 0.4，具备相关性，平板玻璃产量在 18 年下半年也出现了明显的增长。

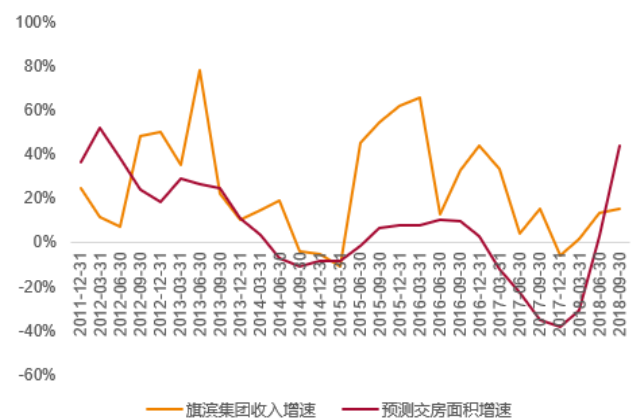
图 8：平板玻璃产量增速和我们预测交房面积相关系数为 0.4



资料来源：wind，天风证券研究所

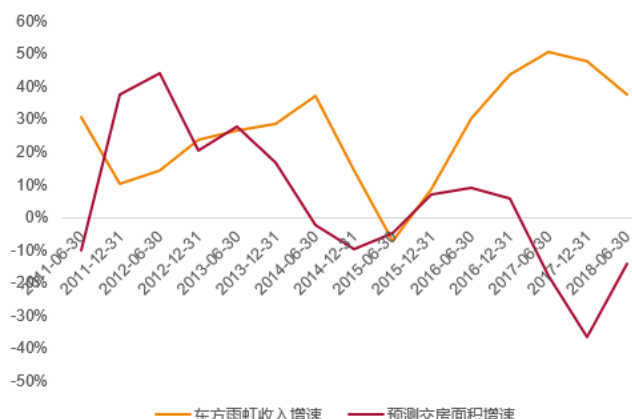
我们再把预测交房面积和旗滨集团、东方雨虹的收入做比较，和旗滨集团的收入存在弱相关，和东方雨虹收入没有相关性。旗滨集团收入和我们预测交房面积增速的相关系数是 0.33，存在弱相关，显著性也还比较好。但是东方雨虹的收入（已剔除工程收入）和预测交房面积增速是负相关的，我们认为可能是由于东方雨虹市占率提升比较快，受自身经营周期影响较大，用交房数据的可预测性比较差。

图 9：预测交房面积和旗滨集团收入存在弱相关



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：预测交房面积和东方雨虹收入没有相关性

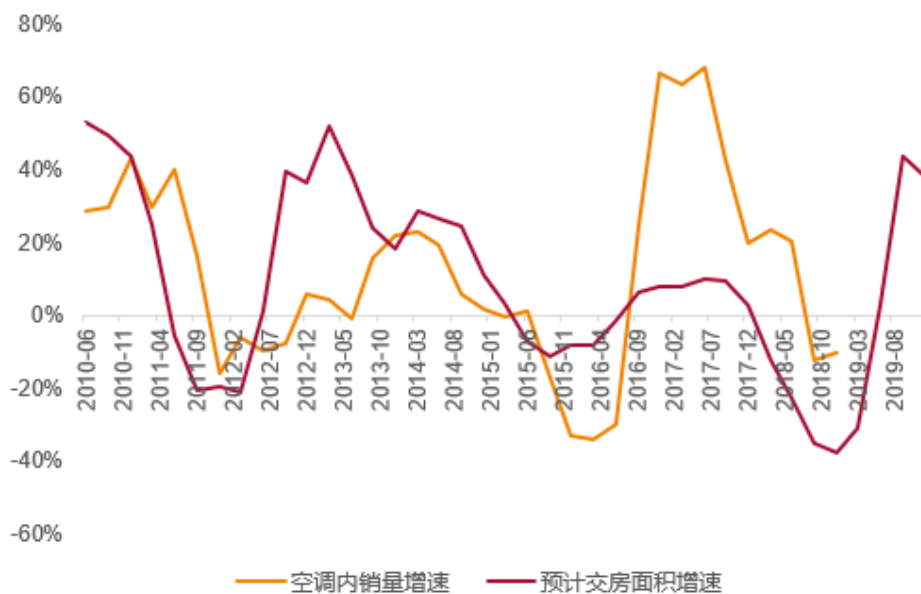


资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.3. 家电端验证——空调内销量和预测交房面积弱相关

预测交房面积和空调内销量相关系数为 0.32。我们把空调内销量增速滞后 3 个季度，和我们预测交房面积对比发现，两者存在弱相关，虽然相关系数不算高，但是大的趋势是比较吻合的，我们认为波动性变化影响了相关系数，空调内销量增速在 2017 年急剧放大，这可能和 15-16 年二手房交易火爆，以及空调自身库存周期变化有关。

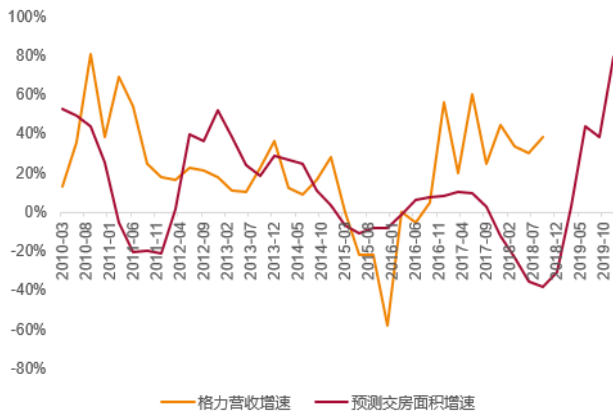
图 11：预测交房面积和空调内销量相关系数为 0.32



资料来源：wind，天风证券研究所

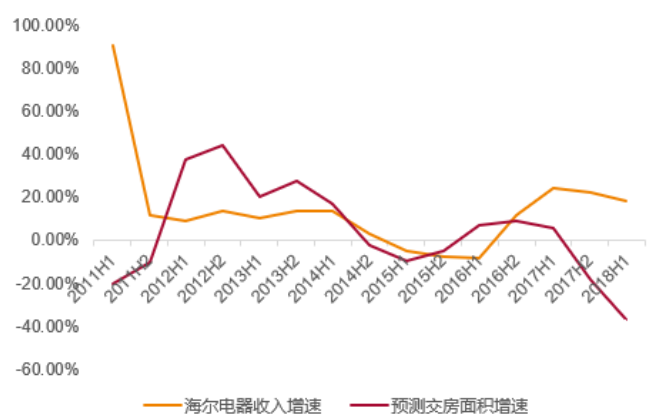
受存量房需求和企业自身经营节奏影响，家电企业收入和预测交房面积相关性较差。我们研究了格力和海尔营业收入和我们预测交房面积的关系，发现相关性较弱，我们认为家电需求受存量房需求影响较大，并且企业也有自己的存货周期，所以相关性较弱。

图 12：格力电器营收和交房预测面积增速的相关性只有 0.08



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：海尔电器营收和交房预测面积增速的相关性只有 0.01

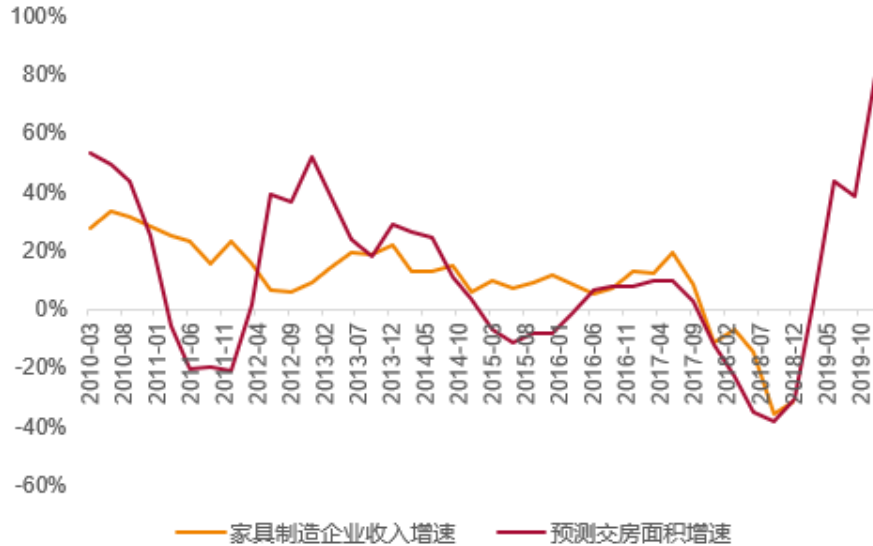


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.4. 家居端验证——和预测交房面积相关性高

预测交房面积和家具制造企业收入增速相关性较好，相关系数有 0.6。同样把家具制造企业收入增速滞后 3 个季度，和我们预测交房面积对比发现，两者存在较好的相关性。

图 14：预测交房面积和家具制造企业收入增速相关性较好，相关系数有 0.6

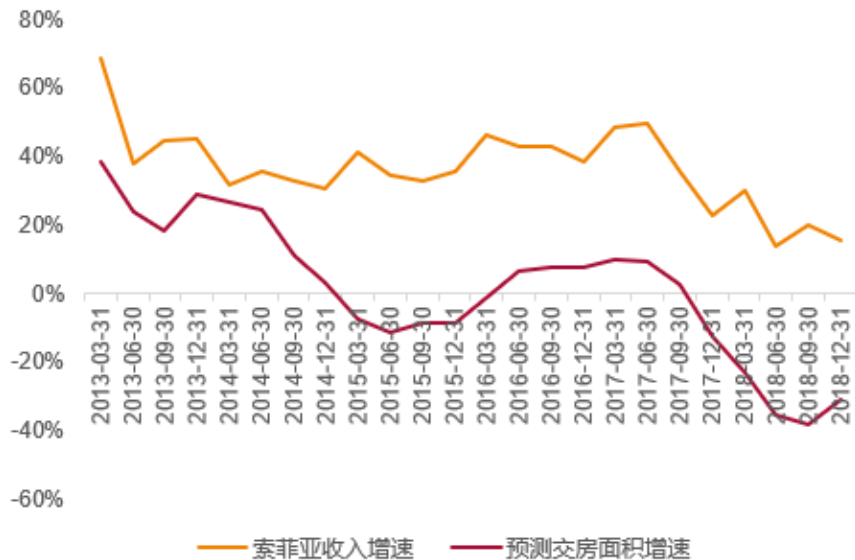


资料来源：wind，天风证券研究所

索菲亚收入增速和预测交房面积增速相关性很高，相关系数达到 0.75。由于家居公司普遍上市较晚，所以我们只选取了索菲亚进行对比，索菲亚虽然过去几年收入增速很快，但是趋势上和我们预测交房面积吻合度较高，两者的相关系数达到 0.75。家居企业收入受新房交房的影响较大，定制家居企业也没有存货做调节，所以和我们预测交房面积相关性较高，这意味着我们预测交房面积增速对家居企业的营收有较好的预测作用。

图 15：索菲亚收入增速和预测交房面积增速相关系数为 0.75





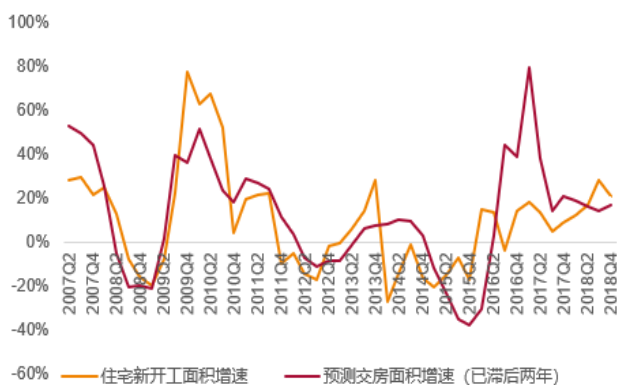
资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.5. 新开工角度验证——预测的交房面积比直接看竣工面积更有意义

我们从住宅新开工的角度说明通过销售面积预测的交房情况可靠度较高。新开工数据的准确度虽然不如销售，但是从历史情况看可靠度还是比较高的，新开工和交房之间，也存在比较稳定的关系，如果新开工和预测交房面积增速的相关性更好，一定程度上可以说我们预测的交房面积比直接看竣工面积更有意义。

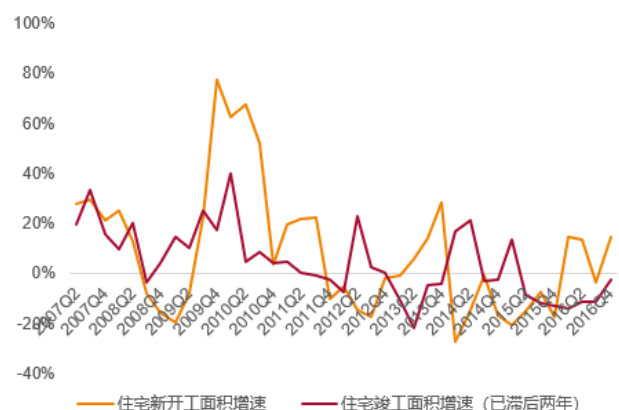
我们预测的交房面积和新开工面积的相关性很高，且远高于新开工和竣工的相关性。一般住宅的纯建造周期是 1.5-2 年时间，但有时会因为一些人为因素而被拉长，我们假设住宅新开工到交房的平均周期是 2 年时间。所以把预测交房面积和竣工面积增速都滞后两年时间和新开工面积做对比，发现我们预测的交房面积增速和新开工面积增速一致性非常高，相关系数达到 0.63，而竣工面积增速和新开工面积增速的相关性仅 0.31。这个结果一方面说明我们预测的交房面积可靠度较高，另一方面也说明竣工面积的数据质量确实较差。

图 16：预测的交房面积增速和新开工面积增速一致性非常高，相关系数达到 0.63



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：竣工面积增速和新开工面积增速的相关性仅 0.31



资料来源：wind，天风证券研究所

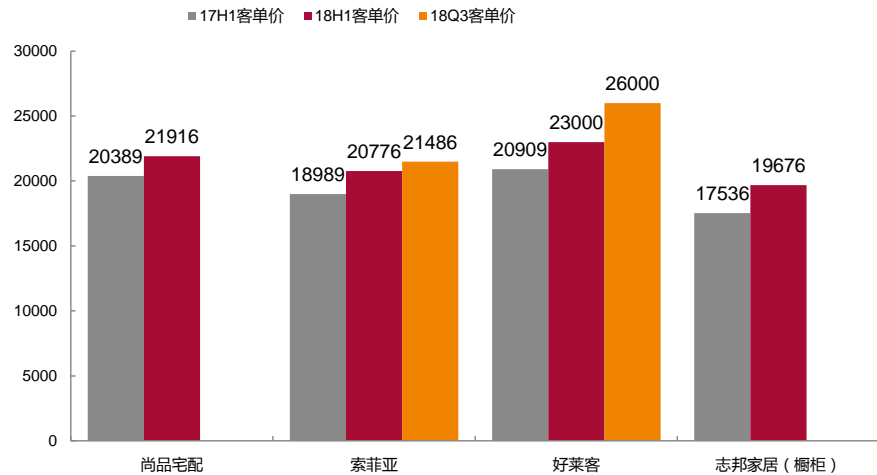
## 3. 结论和投资建议

### 3.1. 家居客单价仍提升，交房回暖促客户数增长

虽然 18 年家居企业业绩增速逐季放缓，但是客单价仍稳步提升，业绩放缓的主因还是客户数量增长放缓。索菲亚 18Q1-3 客单价为 21486 元，同比提升 9.3%，较上季度提升 3.4%。好莱客 Q3 单季度客单价约为 26000 元，同比提升 11%~12%。

家居企业收入=客户数量\*客单价，家居企业近几年通过推广套餐和增加家居配套品，客单价保持持续提升，随着 2019 年之后交房开始逐步回暖，客户数量有望较明显提升，在客单价还能保持稳中有升的情况下，19 年业绩有望开始改善。

图 18：定制家居企业客单价（元，按终端售价口径）稳步增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 投资建议

看好家居板块 19 年交房回暖、原材料价格下降、龙头规模管理等优势发力带来的业绩回升。虽然 1Q18 家居企业普遍业绩基数较高，预计 19 年一季度业绩增长仍有压力，但随着新房交房改善、地产政策因城施策、二手房交易回暖等，业绩有望在二季度出现拐点，下半年开始回升。对于成品家居企业，18Q4 MDI/TDI 等原材料价格回落，也驱动毛利率企稳回升。长期来看，我们认为家居企业集中度提升逻辑仍成立，结束渠道红利的野蛮发展期后，为经销商赋能将成为新成长动力，龙头企业不仅在管理、品牌上具有优势，而且在广告、开店、供应链等费用投入上相比小企业有规模优势。

建议关注一季度业绩有望超预期、内外销双轮驱动的梦百合；功能沙发龙头敏华控股。推荐整装渠道拓展领先的欧派家居、竞争格局较好品类拓展顺利的顾家家居；线上渠道优势明显且不断为经销商赋能的尚品宅配、智造和品牌优势突出的索菲亚；品类持续扩张，经营稳健，低估值的志邦股份、好莱客等。

**梦百合：**MDI/TDI 下跌带来盈利巨大弹性，18Q3 开始盈利拐点向上；内销酒店合作模式和外销产能渠道持续扩张双轮驱动；限制性股票激励考核 19-21 年净利润不低于 3.6/5/8 亿元。

**敏华控股：**国内功能沙发的龙头，目前国内渗透率只有 10%出头，国外在 40%左右。短期关注公司基本面率先改善，公司 18Q4 内销开始改善，我们测算 19 年期交房将继续回暖。18 年 4 季度 MDI/TDI 的价格下降明显，也使公司成本端大幅改善，18Q4 毛利率有 3%的提升。

**欧派家居：**整装大家居重塑了产业链的利益分配格局，相比其他模式优势明显，预计 19 年将放量。欧派做为体量最大的定制家居企业，规模优势逐步显现，战略布局前瞻，管理层优秀。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com