天风证券 TF SECURITIES

华夏幸福（600340）

证券研究报告
2019 年 04 月 22 日

业绩高增长，平安入股改善融资环境

事件：公司披露 2018 年年报，全年实现营业收入总额 837.99 亿元，同比上升 40.52%，实现归母净利润 117.46 亿元，同比增长 32.88%，基本每股收益为 3.79 元，同比增长 32.98%。

业绩高增长，可结算资源充足

公司主要业务分为产业新城业务和房地产开发业务，其中产业新城业务占据收入 36.67%，同比上升 5.76%；公司营业收入增速提升明显，主要源自房地产开发业务收入同比上升 78%，占据了营业收入 62%，主要由于本期公司房地产开发业务结算增加所致。2018 年，公司毛利率为 41.62%，较 2017 年下降 6.31PCT，净利率为 14.08%，较 2017 年下降 0.69PCT。截至 2018 年底，公司账面预收账款为 1,375.12 亿元，预收款/营业收入达 164%，可结算资源充足。

销售额目标未达成，异地复制快速增长

2018 年，公司实现销售额 1,627.61 亿元，较上年同期增长 6.93%；公司签约销售面积共计 1,502.85 万平方米，同比上升 58%。 根据 2017 年公司年报，2018 年年度销售额目标为 2100 亿元，然而实际仅完成了 77.51%，近 5 年来第一次未达成销售目标。异地复制全面加速，环北京以外区域实现收入 257.07 亿元，同比增长 82.80%，占公司主营业务营业收入的比例由上一年度的同期 23.72%提升至 30.82%。

拿地谨慎，产业园区持续扩张

2018 年，公司取得土地使用权面积 2,579,158.07 平方米，同比下降 58%，成交金额合计 10,247,174,420 元，同比下降 57%，拿地金额仅为同期销售金额的 6.3%。公司 2018 年底土储规划计容建面约为 917 万平方米，同比减少 7.21%；在建未售面积约为 481 万平方米。公司新增签署 PPP 项目合作协议 18 个，全部为环北京以外区域。

财务整体稳健，短期偿债压力小

2018 年期末在手资金 473 亿元，同比减少 30.58%，覆盖一年内到期有息债务 1.8 倍，短期偿债压力较小。2018 年经营活动现金净流量为-74.28 亿元，较 2017 年提高 88 亿元。2018 年底资产负债率和剔除预收款的资产负债率分别为 86.65%和 79.90%，较期初分别上升了 5.55 和 9.08PCT。公司一年内到期有息债务在有息债务中的占比由期初的 31%下降至 19%，财务状况处于更加安全的水平。

融资成本上升，平安增持有望改善融资环境

2018 年公司融资加权平均利息率为 6.42%，较 2017 年上升 0.44PCT，其中银行贷款的平均利息成本 6.15%，债券平均成本为 6.22%，信托、资管等其他融资的平均利息成本 7.41%，较 2017 年分别上升 0.41、0.92、-0.32PCT。平安人寿入股公司以及公司成为中国平安重要战略协同企业后，公司的融资环境及结构有望改善。

投资建议：公司业绩高增长，异地复制增速明显，非京津冀区域销售强劲，分散了单一区域风险，并持续受益于京津冀一体化、特色小镇建设和雄安新区的政策。产业新城模式对资金需求较大，平安入股后有望进一步改善融资端，我们上调盈利预测（前值：预计公司 18-20 年 EPS 分别为 3.93，5.00，6.55 元/股，对应当前股价 PE 为 6.01，4.72，3.60 倍，6 个月目标价为 31.9 元）。预计公司 19-20 年 EPS 分别为 5.16、7.05 元/股，对应当前股价 PE 为 6.53 、4.78 倍，参考万科和保利 19 年预测 PE 分别为 8.5 和 7.3 倍，我们预计华夏幸福 6 个月有望达到其平均值 7.9 倍，上调目标价至 40.76 元，维持“买入”评级。

风险提示：战略合作不及预期、销售不及预期、调控政策超预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	59,635.42	83,798.59	108,913.03	142,883.00	185,219.23
增长率(%)	10.80	40.52	29.97	31.19	29.63
EBITDA(百万元)	14,744.28	19,775.59	25,107.22	33,971.49	43,354.07
净利润(百万元)	8,780.81	11,745.79	15,500.95	21,175.89	27,411.53
增长率(%)	35.26	33.77	31.97	36.61	29.45
EPS(元/股)	2.92	3.91	5.16	7.05	9.13
市盈率(P/E)	11.52	8.61	6.53	4.78	3.69
市净率(P/B)	2.73	2.31	2.11	1.59	1.22
市销率(P/S)	1.70	1.21	0.93	0.71	0.55
EV/EBITDA	9.78	8.07	7.14	4.83	4.50

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	33.69 元
目标价格	40.76 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,002.59
流通 A 股股本(百万股)	2,954.95
A 股总市值(百万元)	101,157.31
流通 A 股市值(百万元)	99,552.15
每股净资产(元)	11.58
资产负债率(%)	86.65
一年内最高/最低(元)	35.20/20.41

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

徐超 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070007
xuchao@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《华夏幸福-季报点评:高业绩锁定率保障业绩增长、探索多元融资助力发展》2018-11-01

2 《华夏幸福-半年报点评:业绩快速增长，非京津冀区域业务成长》2018-09-03

3 《华夏幸福-首次覆盖报告:产业新城政企双赢、“异地复制”+“开放合作”双核驱动》2018-04-04

事件：公司披露 2018 年年报，全年实现营业收入总额 837.99 亿元，同比上升 40.52%，实现归母净利润 117.46 亿元，同比增长 32.88%，基本每股收益为 3.79 元，同比增长 32.98%。公司全年实现合同销售面积 1502.85 万平方米，同比上升 58%，签约销售额 1627.61 亿元，同比上升 6.93%。

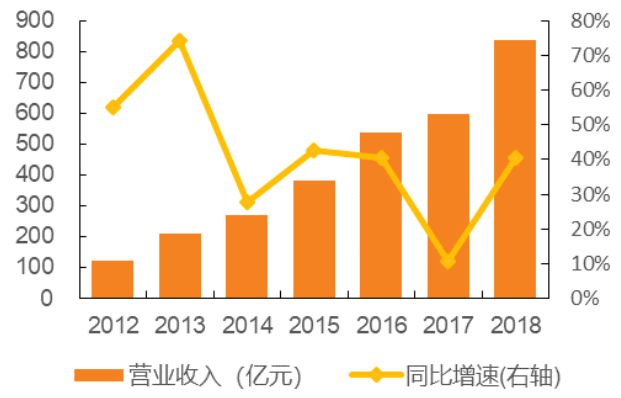
1. 业绩高增长，可结算资源充足

报告期内，公司实现营业收入 837.99 亿元，同比上升 40.52%；净利润 118.03 亿元，同比增长 34.02%；实现归母净利润 117.46 亿元，同比增长 32.88%。公司主要业务分为产业新城业务和房地产开发业务，其中产业新城业务占据收入 36.67%，同比上升 5.76%；公司营业收入增速提升明显，主要源自房地产开发业务收入同比上升 78%，占据了营业收入 62%，主要由于本期公司房地产开发业务结算增加所致。

2018 年，公司毛利率为 41.62%，较 2017 年下降 6.31PCT，净利率为 14.08%，较 2017 年下降 0.69PCT。截至 2018 年底，公司账面预收账款为 1,375.12 亿元，较 2017 年提高 3.80%，预收款/营业收入达 164%，充足的可结算资源为未来业绩的持续增长奠定了坚实的基础。

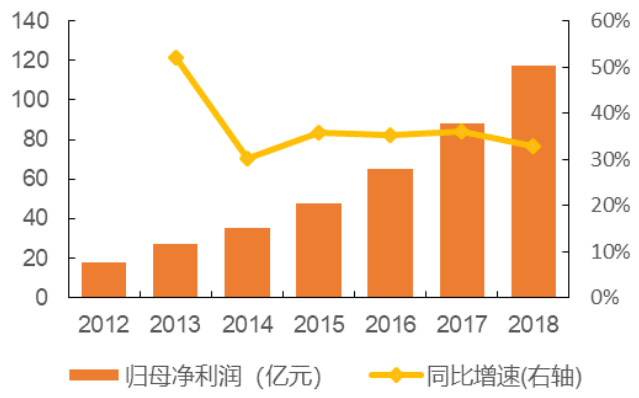
公司的经营质量有所提高。2018 年，公司大力优化组织结构，降费增效，公司销售费用占公司营业收入的比例下降 1.1 个百分点，管理费用占公司营业收入的比例下降 3 个百分点。

图 1：公司历年营收及增速



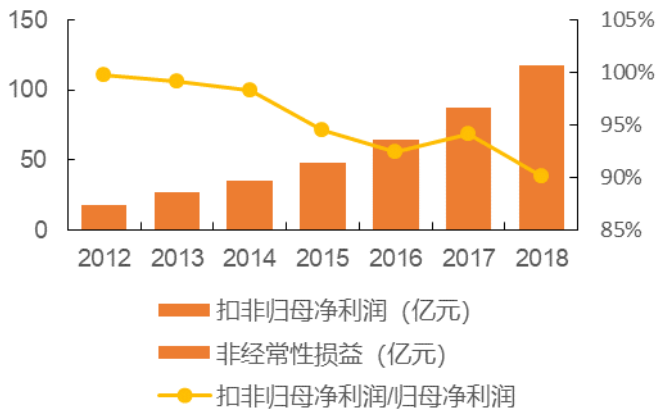
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及增速



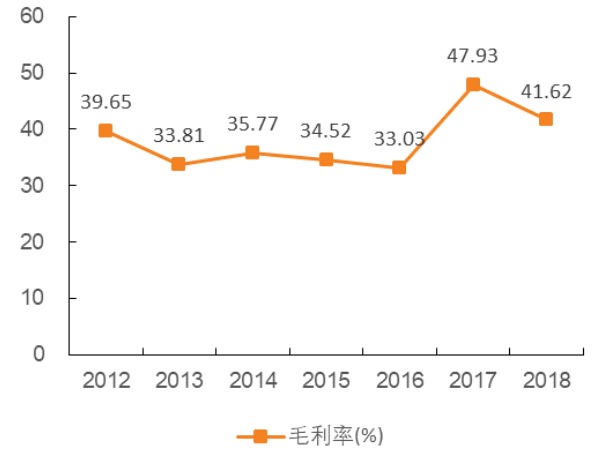
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：公司历年非经常性损益概况



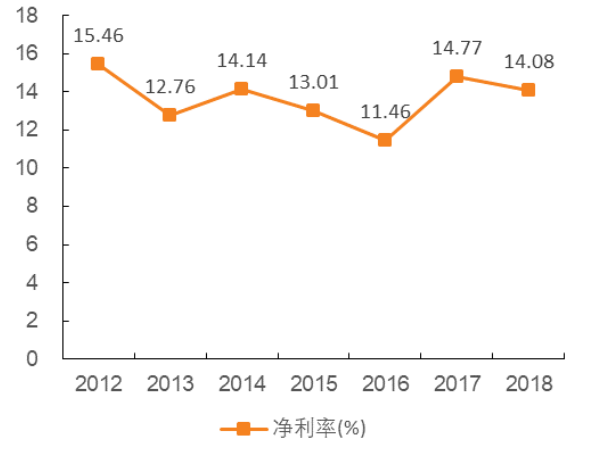
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：公司历年毛利率



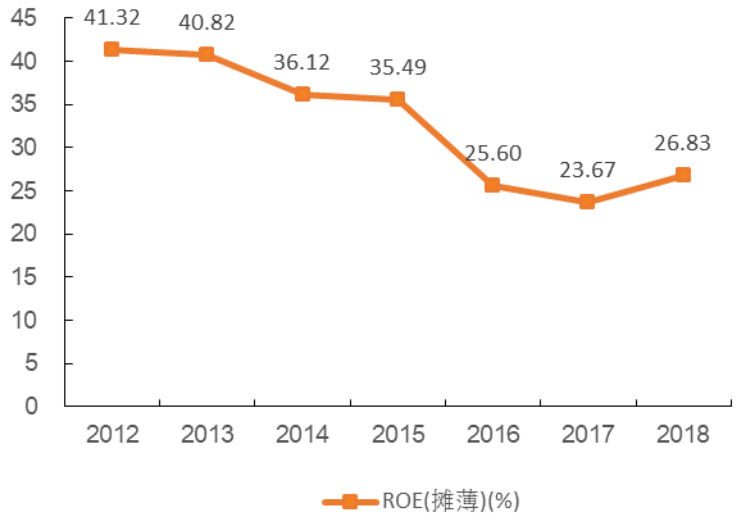
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：公司历年净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：公司历年 ROE



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 销售额目标未达成，异地复制快速增长

销售目标未达成。2018 年，公司实现销售额 1,627.61 亿元，较上年同期增长 6.93%，其中，产业新城业务园区结算收入额 310.39 亿元，房地产业务签约销售额 1,292.68 亿元，其他业务（物业、酒店）销售额 24.54 亿元；公司签约销售面积共计 1,502.85 万平方米，同比上升 58%。 根据 2017 年公司年报，2018 年年度销售额目标为 2100 亿元，然而实际仅完成了 77.51%，近 5 年来第一次未达成销售目标。

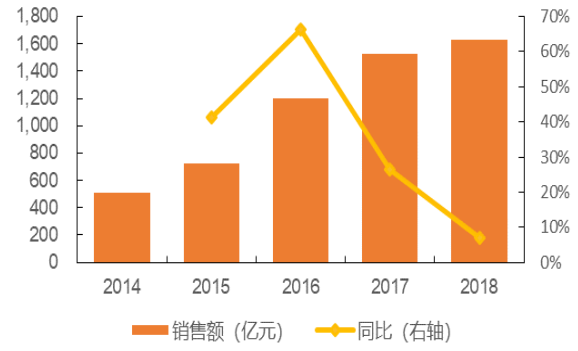
异地复制全面加速。环北京以外区域实现收入 257.07 亿元，同比增长 82.80%，占公司主营业务营业收入的比例由上一年度的同期 23.72%提升至 30.82%；环北京以外区域的销售额为 756.19 亿元，同比增长 109.08%，占公司整体销售额比例从上一年度的 23.76%大幅提升至 46.46%。

图 7：公司环北京外都市圈收入前五名

排名	都市圈	收入金额（亿元）	同比变动	环北京以外区域收入中的占比
1	杭州都市圈	88	190%	34%
2	南京都市圈	68	51%	26%
3	郑州都市圈	25	1388%	10%
4	武汉都市圈	10	370%	4%
5	合肥都市圈	9	124%	4%

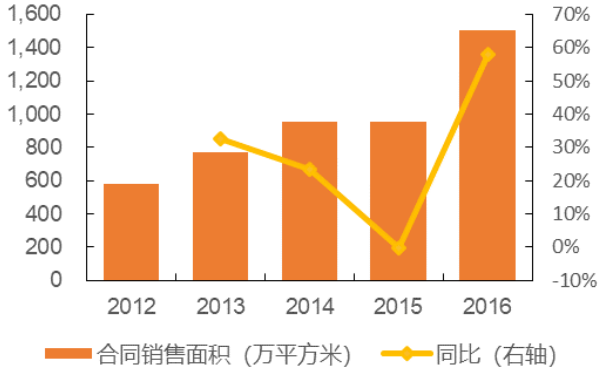
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：公司历年销售额



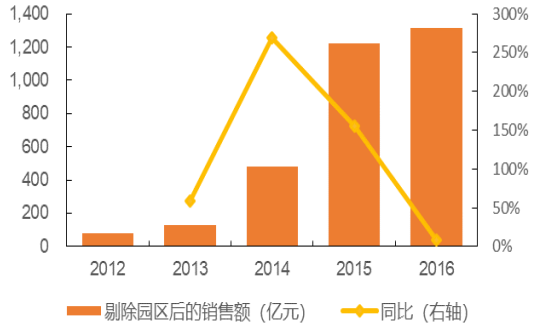
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：公司历年销售面积



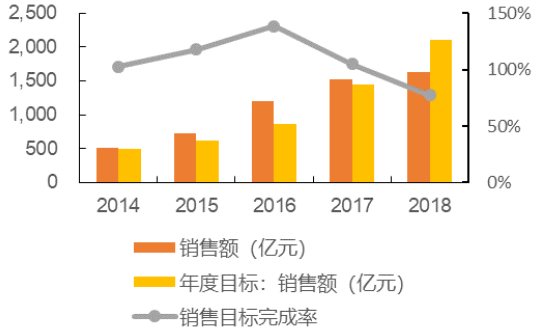
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 10：公司历年剔除园区后的销售额



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 11：公司历年销售目标达成情况



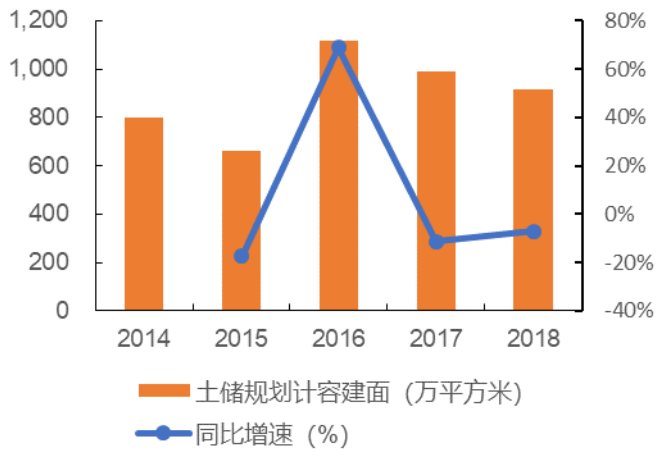
资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 拿地谨慎，产业园区持续扩张

2018 年公司拿地谨慎，新增土储大幅下降。2018 年，公司取得相关国有土地使用权面积 2,579,158.07 平方米，同比下降 57.51%，成交金额合计 10,247,174,420 元，同比下降 57.11%，拿地金额仅为同期销售金额的 6.3%。公司 2018 年底储备开发用地规划计容建筑面积约为 917 万平方米，同比减少 7.21%；在建未售面积约为 481 万平方米。

公司新增签署 PPP 项目合作协议 18 个，全部为环北京以外区域，主要位于环杭州、环郑州、环合肥、环武汉、环广州等都市圈内。公司新增的 16 个 PPP 入库产业新城项目、3 个国家级 PPP 示范项目，均在环北京以外区域。

图 12：公司历年总土储



资料来源：公司公告、天风证券研究所

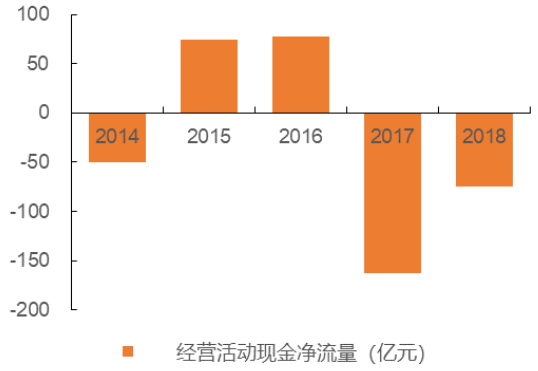
4. 财务整体稳健，短期偿债压力小

2018 年期末在手资金 473 亿元，同比减少 30.58%，覆盖一年内到期有息债务 1.8 倍，短期偿债压力较小。2018 年经营活动现金净流量为-74.28 亿元，较 2017 年提高 88 亿元。由于在公司产业新城部分，土地整备、基础设施建设等工程都需要公司垫付资金，对资金需求比较大。2018 年底资产负债率和剔除预收款的资产负债率分别为 86.65%和 79.90%，较期初分别上升了 5.55 和 9.08 个百分点。公司一年内到期有息债务在有息债务中的占比由期初的 31%下降至 19%，财务状况处于更加安全的水平。

图 13：公司历年货币资金及短期偿债能力

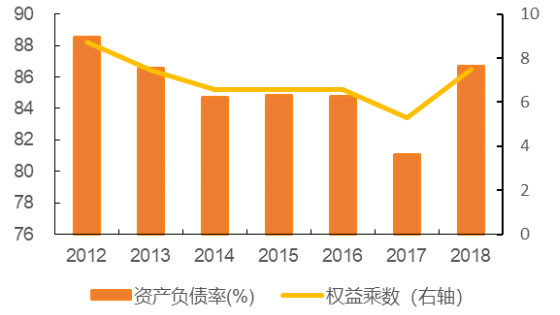
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 14：公司历年经营活动现金净流量



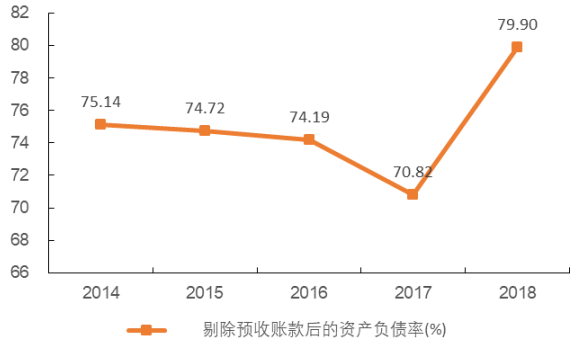
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 15：公司历年资产负债率与权益乘数



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 16：公司历年剔除预收款的资产负债率



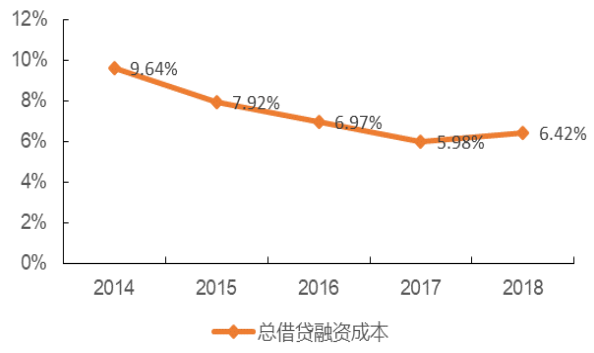
资料来源：公司公告、天风证券研究所

5. 融资成本上升，平安增持有望改善融资环境

2018 年底公司融资总金额 1,390.39 亿元，其中银行贷款余额 487.20 亿元，债券期末余额 624.75 亿元，信托、资管等其他融资余额 278.44 亿元。期末公司对外担保金额 902.08 亿元，其中 896.83 亿元为对控股子公司担保。

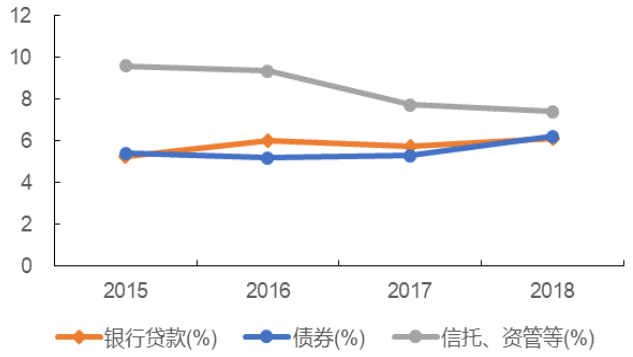
2018 年公司融资加权平均利息率为 6.42%，较 2017 年上升 0.44PCT，其中银行贷款的平均利息成本 6.15%，债券平均成本为 6.22%，信托、资管等其他融资的平均利息成本 7.41%，较 2017 年分别上升 0.41PCT、0.92PCT、-0.32PCT。2019 年 2 月，平安人寿继续增持 5.69%的公司股份。截至 2018 年 4 月 19 日，平安人寿与平安资管合计持有公司 25.25%股份，华夏控股与鼎基资本合计持有公司 36.30%股份。平安人寿入股公司以及公司成为中国平安重要战略协同企业后，公司的融资环境及结构有望得到进一步的改善和优化。

图 17：公司历年加权平均利息率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 18：公司历年各渠道平均利息率概况

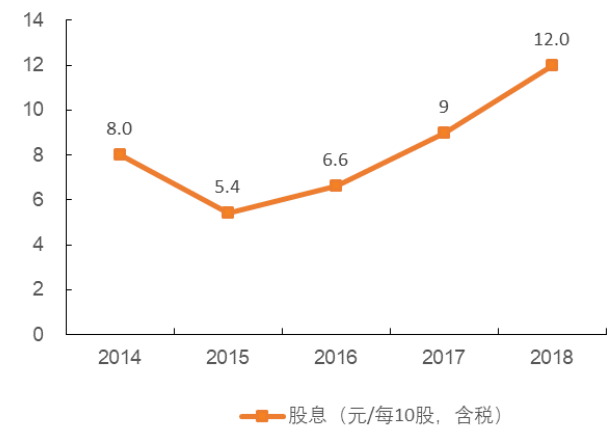


资料来源：公司公告、天风证券研究所

6. 分红稳步上升，派息比率稳定

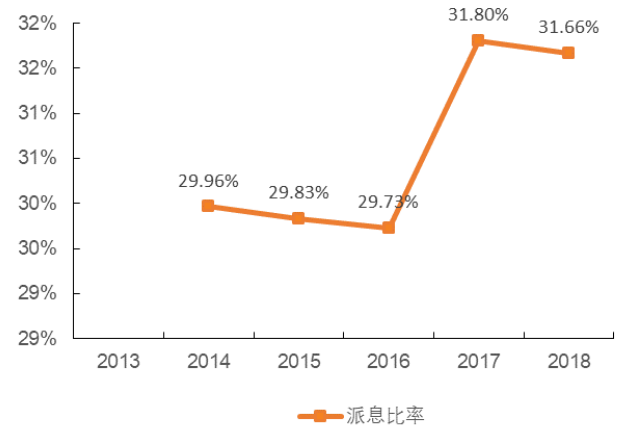
2018 年股利为每 10 股 12 元人民币（含税），同比上升 33%，派息比率为 31.66%，较去年下降 0.14PCT。

图 19：公司历年股利



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：公司历年派息比率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

7. 投资建议

公司业绩高增长，异地复制增速明显，非京津冀区域销售强劲，分散了单一区域风险，并持续受益于京津冀一体化、特色小镇建设和雄安新区的政策。产业新城模式对资金需求较大，平安入股后有望进一步改善融资端，我们上调盈利预测（前值：预计公司 18-20 年 EPS 分别为 3.93，5.00，6.55 元/股，对应当前股价 PE 为 6.01，4.72，3.60 倍，6 个月目标价为 31.9 元）。预计公司 19-20 年 EPS 分别为 5.16、7.05 元/股，对应当前股价 PE 为 6.53 、4.78 倍，参考万科和保利 19 年预测 PE 分别为 8.5 和 7.3 倍，我们预计华夏幸福 6 个月有望达到其平均值 7.9 倍，上调目标价至 40.76 元，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	68,104.88	47,281.78	56,921.80	79,738.41	61,552.71
应收票据及应收账款	18,910.32	34,437.66	38,171.02	49,146.37	53,753.21
预付账款	1,620.45	3,200.79	6,119.08	4,914.16	8,691.47
存货	229,794.39	254,522.68	283,478.92	323,699.36	403,303.75
其他	23,815.80	26,501.84	30,330.07	45,078.11	48,003.92
流动资产合计	**342,245.84**	**365,944.76**	**415,020.89**	**502,576.40**	**575,305.06**
长期股权投资	4,038.43	4,242.73	5,613.33	7,090.38	8,107.70
固定资产	2,842.17	5,073.29	5,296.35	5,481.42	5,893.82
在建工程	4,266.77	12,663.24	16,144.72	20,413.47	25,795.70
无形资产	5,193.04	5,343.10	4,783.57	4,224.04	3,664.50
其他	11,038.02	14,429.10	14,836.15	15,035.52	15,658.60
非流动资产合计	**27,378.43**	**41,751.46**	**46,674.11**	**52,244.83**	**59,120.33**
资产总计	**375,864.71**	**409,711.83**	**465,447.03**	**558,823.92**	**637,682.17**
短期借款	6,845.78	4,181.91	6,125.30	6,783.20	7,156.40
应付票据及应付账款	33,889.07	42,066.62	53,290.69	76,588.42	89,650.04
其他	187,328.84	196,346.30	227,713.91	273,147.86	305,332.82
流动负债合计	**228,063.69**	**242,594.83**	**287,129.90**	**356,519.47**	**402,139.26**
长期借款	37,073.98	53,033.18	54,896.00	56,738.00	63,467.00
应付债券	38,967.06	58,075.52	63,883.07	70,271.38	77,298.51
其他	727.43	1,292.37	853.05	957.62	1,034.34
非流动负债合计	**76,768.47**	**112,401.07**	**119,632.11**	**127,966.99**	**141,799.86**
负债合计	**304,832.16**	**354,995.90**	**406,762.01**	**484,486.47**	**543,939.12**
少数股东权益	33,937.53	10,939.43	10,711.91	10,661.59	10,548.28
股本	2,954.95	3,003.25	3,002.59	3,002.59	3,002.59
资本公积	3,437.31	2,353.92	4,024.12	5,010.99	5,523.01
留存收益	25,141.18	32,634.01	44,970.51	60,673.27	80,192.18
其他	5,561.59	5,785.32	(4,024.12)	(5,010.99)	(5,523.01)
股东权益合计	**71,032.55**	**54,715.93**	**58,685.02**	**74,337.45**	**93,743.05**
负债和股东权益总	**375,864.71**	**409,711.83**	**465,447.03**	**558,823.92**	**637,682.17**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**59,635.42**	**83,798.59**	**108,913.03**	**142,883.00**	**185,219.23**
营业成本	31,051.80	48,918.84	64,410.76	80,769.72	107,454.87
营业税金及附加	5,183.80	5,360.30	7,592.55	10,506.83	12,793.28
营业费用	1,962.93	1,882.12	2,287.17	3,637.59	4,255.01
管理费用	7,487.50	8,044.85	10,487.18	15,138.28	18,413.29
研发费用	0.00	13.57	5.88	10.28	17.77
财务费用	980.03	962.55	1,177.38	1,119.92	1,232.67
资产减值损失	832.25	2,525.28	1,177.97	1,413.56	1,696.27
公允价值变动收益	0.00	100.73	0.00	0.00	0.00
投资净收益	734.48	1,613.98	921.14	1,089.87	1,208.33
其他	(1,475.17)	(3,494.74)	(1,842.29)	(2,179.74)	(2,416.66)
营业利润	**12,877.80**	**17,871.10**	**22,695.28**	**31,376.69**	**40,564.40**
营业外收入	71.15	15.46	94.90	60.50	56.95
营业外支出	149.86	455.86	464.98	511.48	562.63
利润总额	**12,799.08**	**17,430.70**	**22,325.20**	**30,925.72**	**40,058.72**
所得税	3,992.51	5,627.96	7,051.77	9,800.14	12,760.50
净利润	**8,806.57**	**11,802.75**	**15,273.43**	**21,125.57**	**27,298.22**
少数股东损益	25.77	56.95	(227.52)	(50.32)	(113.31)
归属于母公司净利润	**8,780.81**	**11,745.79**	**15,500.95**	**21,175.89**	**27,411.53**
每股收益（元）	2.92	3.91	5.16	7.05	9.13

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	8,806.57	11,802.75	15,500.95	21,175.89	27,411.53
折旧摊销	1,480.59	1,765.97	1,234.56	1,474.88	1,557.00
财务费用	1,215.38	928.96	1,177.38	1,119.92	1,232.67
投资损失	(734.48)	(1,613.98)	(921.14)	(1,089.87)	(1,208.33)
营运资金变动	(14,852.51)	(28,639.21)	2,605.72	2,291.75	(47,139.70)
其它	(12,143.28)	8,327.72	(227.52)	(50.32)	(113.31)
经营活动现金流	**(16,227.73)**	**(7,427.81)**	**19,369.95**	**24,922.25**	**(18,260.14)**
资本支出	3,930.70	11,371.05	4,818.90	5,264.59	6,715.38
长期投资	2,856.29	204.30	1,370.59	1,477.06	1,017.32
其他	(26,816.90)	(16,591.91)	(11,854.16)	(11,709.39)	(12,683.45)
投资活动现金流	**(20,029.91)**	**(5,016.55)**	**(5,664.66)**	**(4,967.74)**	**(4,950.75)**
债权融资	102,312.09	135,409.67	143,826.13	153,281.27	167,431.75
股权融资	4,329.30	(2,857.29)	(7,647.09)	(133.04)	(720.65)
其他	(49,543.06)	(139,042.72)	(140,244.31)	(150,286.14)	(161,685.91)
筹资活动现金流	**57,098.32**	**(6,490.34)**	**(4,065.27)**	**2,862.09**	**5,025.19**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**20,840.68**	**(18,934.70)**	**9,640.02**	**22,816.60**	**(18,185.70)**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.80%	40.52%	29.97%	31.19%	29.63%
营业利润	46.04%	38.77%	26.99%	38.25%	29.28%
归属于母公司净利润	35.26%	33.77%	31.97%	36.61%	29.45%
获利能力					
毛利率	47.93%	41.62%	40.86%	43.47%	41.99%
净利率	14.72%	14.02%	14.23%	14.82%	14.80%
ROE	23.67%	26.83%	32.31%	33.26%	32.95%
ROIC	20.73%	14.41%	12.87%	17.60%	22.52%
偿债能力					
资产负债率	81.10%	86.65%	87.39%	86.70%	85.30%
净负债率	48.16%	161.06%	148.09%	98.93%	112.95%
流动比率	1.53	1.52	1.46	1.42	1.44
速动比率	0.52	0.47	0.47	0.51	0.44
营运能力					
应收账款周转率	4.20	3.14	3.00	3.27	3.60
存货周转率	0.32	0.35	0.40	0.47	0.51
总资产周转率	0.19	0.21	0.25	0.28	0.31
每股指标（元）					
每股收益	2.92	3.91	5.16	7.05	9.13
每股经营现金流	-5.40	-2.47	6.45	8.30	-6.08
每股净资产	12.35	14.58	15.98	21.21	27.71
估值比率					
市盈率	11.52	8.61	6.53	4.78	3.69
市净率	2.73	2.31	2.11	1.59	1.22
EV/EBITDA	9.78	8.07	7.14	4.83	4.50
EV/EBIT	10.41	8.50	7.51	5.05	4.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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