

Sinotruk Jinan Truck (000951)

Leading heavy-duty truck manufacturer is the biggest beneficiary of industry's upward trend

Buy (Initiation)

14 April 2023

Research Analyst
Ruibin Chen

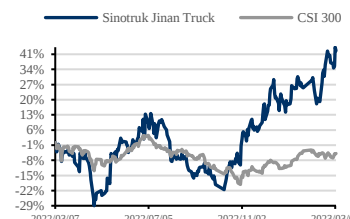
(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	561	304	409	573
Growth (YoY %)	-6%	-46%	35%	40%
Net profit (RMB mn)	10	2	10	14
Growth (YoY %)	-45%	-79%	367%	37%
EPS (RMB)	0.88	0.19	0.89	1.22
P/E (X)	19.22	89.53	19.18	13.96

Key words: # rising market share**Investment Thesis**

- **Industry: Macroeconomic development drives the upward shift of sales, with policies being an important external force.** We expect sales volume to be 0.89/1.21/1.32mn vehicles in 2023-2025 respectively. The domestic heavy-duty truck industry is showing a fluctuating upward trend under the influence of three factors: growth, cycle, and policy, which fundamentally reflects the long-term trend of domestic macro economy's continuous development. 1) Volumes: the number of heavy-duty trucks is determined by the GDP that reflects the social transport demand. The annual sales of heavy-duty trucks are determined by change in the number of trucks in use and the rate of scrappage; the end-consumption and capital formation sectors affect the demand for logistics and engineering heavy-duty trucks respectively; various factors such as economic environment, service life, and emission standards together affect the rate of scrappage of heavy-duty trucks. Since 2000, domestic heavy-duty truck sales have essentially reflected the cyclical fluctuation of the supply-demand relationship caused by the short-term economic cycle and external policy factors. Combined with the economic development cycle, the heavy-duty truck industry is currently at the bottom of the cycle. 2) Structure: the domestic heavy-duty truck market structure is relatively stable, with a CR5 of >80% in the past ten years, with Sinotruk, Shaanxi Auto, Faw, Foton, and DFAC leading the industry.
- **Company: As a leading manufacturer of heavy-duty trucks, Sinotruk enjoys core competitiveness of excellent management and leading technology.** 1) Stable state-owned shareholding ensures the participation of foreign capital and enhances technology. Sinotruk is a core heavy-duty truck manufacturing company under Shandong Heavy Industry Group, with state-owned holding. MAN, Germany is the second-largest shareholder of the company and invests to ensure the stable technology input in the early stages of the company's development. 2) Sinotruk has a stable market share as an industry leader. 3) Sinotruk's profitability has been stable, with GPM and NPM centered at 10% and 3%, respectively. Since 2012, Sinotruk's expense ratio has shown a downward trend thanks to excellent management and significant cost reduction & efficiency improvement.
- **With three advantages of product, technology, and channel, Sinotruk should fully benefit from the industry's upward trend.** 1) Comprehensive product coverage: Sinotruk owns brands such as Huanghe and Howo, covering a full price range from Rmb0.2-2mn. Sinotruk has the most comprehensive driving form and tonnage coverage in China's truck industry. 2) Continuous improvement of technology ensures leadership. Sinotruk has successively cooperated with STAHL, MAN, and Weichai, and under the support of STAHL and MAN technologies, it has gradually achieved independent and controllable core technology. 3) Channel: the company has a mature sales system with 300+ domestic distribution networks and overseas assembly factories/sales stores, and a comprehensive channel layout both domestically and internationally.
- **Earnings Forecast & Rating:** We estimate the company's 2022-2024 revenue and net profit to be Rmb30.4/40.9/57.3bn and Rmb0.222/1.002/1.422bn, corresponding to EPS of Rmb0.2/0.9/1.2 and PE of 90x/19x/14x. We initiate with a Buy rating.
- **Risks:** Lower-than-expected industry recovery; large fluctuations in raw material price.

Price Performance**Market Data**

Closing price (RMB)	17.99
52-week Range (RMB)	8.95/18.49
P/B (X)	1.53
Market Cap (RMB mn)	21,134.22

Basic Data

BVPS (RMB)	11.79
Liabilities/assets (%)	57.75
Total Issued Shares (mn)	1,174.87
Shares outstanding (mn)	1,174.78

Related reports

《中国重汽(000951): 中国重汽: 重卡行业高景气, 量价齐升带来高业绩增速》

2017-10-27

《中国重汽(000951): 中国重汽: 市场份额提升, 盈利弹性向上》

2017-08-31

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Xili Huang* (黄细里) and *Huibing Yang* (杨惠冰).

重卡整车制造龙头，行业上行最大受益者 买入（首次）

2023 年 4 月 14 日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

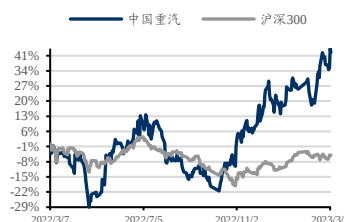
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	561	304	409	573
同比	-6%	-46%	35%	40%
归属母公司净利润（百万元）	10	2	10	14
同比	-45%	-79%	367%	37%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.88	0.19	0.89	1.22
P/E（现价&最新股本摊薄）	19.22	89.53	19.18	13.96

关键词：#市占率上升

投资要点

- **行业维度：宏观经济发展驱动销量中枢上移，政策是重要外力；2023~2025 年销量预计分别为 89/121/132 万辆。国内重卡行业销量在成长&周期&政策等三重因素下呈现波动上升趋势，本质映射为国内宏观经济不断发展的长期趋势。1）总量维度：**重卡保有量由反应社会运力需求的 GDP 总量决定，重卡年销量=Δ保有量+报废量，即由经济（GDP）增速决定的重卡保有量与报废率共同影响，最终消费/资本形成板块分别影响物流/工程重卡运力需求，经济环境&使用寿命&排放标准等因素共同影响重卡报废比例。2000 年以来国内重卡销量核心反映由经济短周期波动&政策外力因素带来的运力供需关系的周期波动，结合经济发展周期判断，当前处于周期底部位置。2）格局维度：国内重卡格局相对稳固，近十年 CR5 超 80%，重汽/陕汽/一汽/福田/东风保持行业领先。
- **公司维度：重卡整车制造龙头，以卓越管理+领先技术为核心竞争力：1）国有控股股权稳定，外资参股提升技术。**中国重汽为山东重卡旗下核心重卡制造公司，国有控股；德国曼为公司第二大股东，入股形式保障公司发展早期技术稳定投放；2）市占率稳定行业龙头。产品内销/出口并举，集团/重汽 A 股市场份额分别围绕 20%/13%波动。3）财务角度，公司毛利率/净利率中枢分别 10%/3%，盈利能力稳定；2012 年以来公司期间费用率整体呈现下滑趋势，管理能力卓越，降本增效成效显著。
- **产品/技术/渠道三重优势加持，有望充分受益行业上行红利：1）产品覆盖全面：**重汽 A 股拥有黄河、豪沃等品牌系列车型，售价覆盖 20~200 万元全价格带，是我国卡车行业驱动形式及吨位覆盖较全的企业。2）**技术持续提升保证领先。**公司先后与斯太尔-德国曼-潍柴进行技术合作，斯太尔/德国曼技术加持下，重汽逐步完成核心技术自主可控，重启与潍柴合作后，在大排量发动机/新能源/智能化等领域持续深化技术研发，持续位于行业领先水平。3）**渠道维度：**国内 300 余家经销网络+海外成熟组装机厂/销售门店配置，海内外渠道布局全面，销售体系成熟。
- **盈利预测与投资评级：看好重卡行业周期上行背景下龙头表现。**我们预计公司 2022~2024 年营业总收入为 304/409/573 亿元，归属母公司净利润为 2.22/10.02/14.22 亿元，分别同比-79%/+367%/+37%，对应 EPS 为 0.2/0.9/1.2 元，对应 PE 为 90/19/14 倍。选取 A/H 三家重卡整车同业公司作为中国重汽的可比公司，可比公司估值均值为 213/13/10 倍。鉴于中国重汽持续保持国内重卡整车制造行业龙头位置，我们认为中国重汽应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**重卡行业复苏不及预期；原材料价格大幅波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.99
一年最低/最高价	8.95/18.49
市净率(倍)	1.53
流通 A 股市值(百万元)	21,134.22
总市值(百万元)	21,135.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.79
资产负债率(% LF)	57.75
总股本(百万股)	1,174.87
流通 A 股(百万股)	1,174.78

相关研究

《中国重汽(000951): 中国重汽: 重卡行业高景气，量价齐升带来高业绩增速》

2017-10-27

《中国重汽(000951): 中国重汽: 市场份额提升，盈利弹性向上》

2017-08-31

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢黄细里和杨惠冰的指导。

1. 重卡行业：2023 年起销量有望持续复苏

卡车占比近九成，重卡占比持续提升。从销量维度来看，商用车板块行业年销量 450~500 万辆左右，其中卡车占比接近 9 成，2020/2021 年销量超 400 万辆。从卡车内部来看，重卡销量占比持续提升，从 2005 年 16% 提升至 2021 年的 33%；轻卡销量占卡车比例持续稳定 50% 以上。（微/轻/中/重卡以总质量 1.8/6/14 吨为区分）

1.1. 历史复盘：成长与周期轮动，本质映射宏观经济发展

重卡行业年销量波动变化，影响因素有：周期因素带来波动，成长因素增加保有量，其他外力因素并存。

重卡保有量围绕 GDP 变化，受多种外力因素影响。国内重卡实际保有量与折算保有量（以 2004 年实际保有量为基数，按照当年 GDP 增速进行折算）趋势基本一致。近十余年来发展，08~12 以及 16~20 年两次在外力作用下增速较快，可以概括为：成长性因素贯穿始末，周期性置换需求伴随，以政策为主的外力因素干扰。

重卡年销量 = Δ 物流/工程重卡保有量 - 保有量 * 年报废比例（年报废量/当年保有量）。重卡年销量呈周期变化，多种影响因素并行。销量周期变化本质是经济短周期、重卡更新周期、国标替换周期的结合，逆周期政策是重要外力。

1.2. 销量展望：经济复苏趋势下，2023~2025 年销量有望回归 100+ 万辆

重卡行业销量有望迎来稳步复苏。依照重卡销量测算模型：重卡年销量 = Δ 物流/工程重卡保有量 - 保有量 * 报废率。2022 年重卡行业销量触底，全年销量同比下滑 52%，至 67 万辆。我们预计，2023~2025 年，在经济向好复苏，内需明显改善趋势叠加国六替换国五，国四加速淘汰以及 2016~2018 年购车群体集中置换三种因素叠加下，重卡销量有望稳步复苏，分别同比 +31%/+36%/+9% 达 89/121/132 万辆。

1.3. 格局分析：长期格局稳定，下游产品需求变化或带来短期份额波动

重卡行业集中度较高，格局稳固。当前国内重卡行业集中度较高，2021 年全年一汽集团+中国重汽+陕汽集团+福田汽车+东风汽车五大行业龙头 CR5 为 86%，与 2005 年基本相同，二线重卡车企基本不存在后来居上的可能性。一线内部来看，2005~2021 年，中国重汽、陕西重汽市占率明显提升，其中陕西重汽在潍柴助力下市占率提升最为明显，2021 年相比 2005 年实现市占率翻倍增长达 14%，东风汽车市占率下滑最大，一汽集团、福田汽车整体稳定。

2. 中国重汽：重卡整车制造龙头再出发

2.1. 国有控股股权稳定，外资参股提升技术

股权高度集中，国有股占比大，外资助力发展。中国重汽第一大股东中国重汽(中国

香港)有限公司持股 51%; 中国重汽(中国香港)有限公司第一大股东为中国重汽(维尔京群岛)有限公司, 第二大股东为德国曼公司, 通过外资助力长远发展与合作; 其中, 中国重汽(维尔京群岛)有限公司由中国重型汽车集团有限公司 100%控股, 其背后为山东重工集团有限公司和济南市国资委。

2.2. 出口+内销并举, 市占率稳居国内第一

中国重汽集团重卡销量随行业波动, 市占率稳定在 20%左右, 位居行业第一。2015-2021 年, 受益重卡行业销量爆发, 中国重汽的重卡销量整体上呈增长趋势, 2015 年销量仅 9.88 万辆, 市占率 17.97%, 到 2021 年销量增长到 28.64 万辆, 市占率达 20.55%, 增速明显快于行业整体。

2.3. 享受重卡行业红利, 盈利能力稳定

营收整体呈增长趋势, 跟随行业波动。2004-2021 年中国重汽的营收从 76.8 亿元增长到 561 亿元, 同比增幅超 6 倍; 2011/2012 年受重卡行业销售低迷影响, 中国重汽营收大幅下滑; 2021 年受限于行业周期性波动等外力影响下, 中国重汽营收表现再度下滑。

盈利能力稳步增强。中国重汽的销售毛利率和销售净利率近年来总体保持稳定, 毛利率中枢基本维持在 10%左右, 净利率中枢保持在 3%左右, 公司运营情况良好, 盈利状况健康稳定。

ROE 持续改善。2012 年之前, 在 08 年四万亿计划刺激下, 以中国重汽为代表的重卡企业产能扩张较快, 但自 2010 年起销量整体呈现降低趋势, 产能利用率较低, ROE 明显下滑。后随着市场回暖、公司持续深化改革, 盈利能力提升显著。2012-2021 年, 公司销售净利润从 0.6%增至 2.97%; ROE 从 1.25%提高到 7.5%, 恢复明显。

3. 产品/技术/渠道提供坚实壁垒, 上行周期最大受益者

3.1. 双品牌加持, 产品矩阵丰富

集团品牌矩阵丰富。中国重汽集团已经初步形成以重卡为主导, 同时涵盖中卡、轻卡、客车、特种车等全系列商用车的产业格局, 产品包括各种载重汽车、特种汽车、客车和专用车及发动机、变速箱、车桥等总成和汽车零部件, 其拥有汕德卡(SITRAK)、豪沃(HOWO)、斯太尔(STR)、豪瀚(HOHAN)、黄河、王牌、福泺等全系列商用汽车品牌, 是我国重卡行业驱动形式和功率覆盖最全的企业, 其中重汽 A 股目前拥有黄河、豪沃(HOWO)等品牌及系列车型, 是我国卡车行业驱动形式及吨位覆盖较全的重型汽车生产企业, 也是目前国内最大的重型卡车制造基地之一。

3.2. 坚持先进技术引入+自研, 保障行业领先

中国重汽集团发展壮大为我国重卡行业的龙头企业, 核心原因在于其对核心技术的不懈追求。从引入斯太尔, 到与曼、潍柴联手合作, 中国重汽集团逐步构建技术维度核

心竞争力。

3.3. 国内+海外全球化布局，渠道铺设全面

国内方面，中国重汽销售部主要承担豪沃、豪翰两大品牌中重卡及特种车型的国内销售任务。中国重汽商用车销售部承担 SITRAK（汕德卡）等品牌的销售服务职能。目前在全国各地设有 29 个销售分公司，拥有 300 余家经销网络、500 余家特约服务站、24 个配件中心库，建立起了覆盖全国经销、售后服务和配件供应网络。

海外市场方面，中国重汽商用车销售部立足国内、国际两个市场，产品远销非洲、俄罗斯等国家和地区。目前，中国重汽已在海外 14 个国家和地区建立 22 个境外 KD 工厂，在 90 多个国家和地区发展各级经销商近 300 家，服务及配件网点近 500 个。

4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2022~2024 年营业总收入为 304/409/573 亿元，归属母公司净利润为 2.22/10.02/14.22 亿元，分别同比-79%/+367%/+37%，对应 EPS 为 0.2/0.9/1.2 元，对应 PE 为 90/19/14 倍。选取 A/H 三家重卡整车同业公司作为中国重汽的可比公司，可比公司估值均值为 213/13/10 倍。鉴于中国重汽持续保持国内重卡整车制造行业龙头位置，我们认为中国重汽应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

重卡行业复苏不及预期。公司业务均属于重卡行业，若重卡行业复苏不及预期，公司业绩将难以很好的改善。

原材料价格大幅波动。若原材料价格大幅波动，将影响公司的盈利能力。

中国重汽三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	298	186	365	339	营业总收入	561	304	409	573
货币资金及交易性金融资产	79	93	96	110	营业成本(含金融类)	520	284	371	515
经营性应收款项	162	58	177	149	税金及附加	2	1	2	2
存货	50	29	84	73	销售费用	10	4	6	11
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3	3	5	9
其他流动资产	7	6	7	7	研发费用	6	3	5	9
非流动资产	57	54	51	47	财务费用	0	0	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	32	30	29	27	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	9	8	7	5	公允价值变动	0	0	0	1
无形资产	9	9	9	9	减值损失	-1	-2	-2	-3
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	20	7	21	28
其他非流动资产	7	7	7	7	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	355	240	416	386	利润总额	21	8	21	28
流动负债	201	85	245	194	减:所得税	4	2	5	7
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	6	净利润	17	6	16	21
经营性应付款项	132	42	195	134	减:少数股东损益	6	3	6	7
合同负债	15	9	12	16	归属母公司净利润	10	2	10	14
其他流动负债	48	28	32	38					
非流动负债	4	4	4	4	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.88	0.19	0.89	1.22
长期借款	0	0	0	0	EBIT	20	9	23	29
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	22	11	25	31
租赁负债	0	0	0	0					
其他非流动负债	4	4	4	4	毛利率(%)	7.38	6.61	9.37	10.27
负债合计	205	89	249	198	归母净利率(%)	1.85	0.73	2.54	2.49
归属母公司股东权益	139	137	148	162					
少数股东权益	11	14	20	26	收入增长率(%)	-6.40	-45.77	34.59	40.06
所有者权益合计	150	151	167	188	归母净利润增长率(%)	-44.79	-78.53	366.89	37.37
负债和股东权益	355	240	416	386					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	21	18	3	13	每股净资产(元)	11.84	1,167.71	1,256.26	1,377.90
投资活动现金流	-5	0	0	1	最新发行在外股份(百万股)	12	12	12	12
筹资活动现金流	31	-4	0	0	ROIC(%)	11.78	4.33	10.35	11.97
现金净增加额	47	14	3	14	ROE-摊薄(%)	7.46	1.62	7.05	8.83
折旧和摊销	2	2	2	2	资产负债率(%)	57.79	37.04	59.77	51.26
资本开支	-5	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.22	89.53	19.18	13.96
营运资本变动	0	9	-17	-12	P/B(现价)	1.43	0.01	0.01	0.01

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

