

[2009.06.15]

内销品牌服装公司具有长期投资价值

—纺织服装行业 2009 下半年投资策略报告

李质仙

张威

010-59312812

010-59312817

lizhixian@gtjas.com

zhangwei7452@gtjas.com

本报告导读：

- 在消费升级、城市化进程加快的大背景下，未来几年品牌消费类服装公司仍将恢复高增长态势。重点推荐报喜鸟和七匹狼。

投资要点：

- 年初至 6 月 12 日，纺织服装板块上涨 60.74%，跑赢上证综指 11.74 个百分点，略微落后深成指涨幅；市盈率 32.78，高于 A 股市场平均市盈率水平。
- 09 年 1-4 月，纺织行业累计生产纱 677.6 万吨、布 160.6 亿米，服装 71.43 亿件，分别同比增长 6.12%、-4.19% 和 15.71%。
- 4 月纺织业和服装制造业的固定资产投资分别同比增速分别为 0.8% 和 12.5%，连续两个月出现反弹；但仍远低于 08 年同期水平，也落后于整个制造业的平均固定资产投资增速。
- 1-5 月，纺织品服装累计出口 558.52 亿美元，同比下降 11.04%，较 1-4 月下降 1 个百分点，自 3 月反弹后连续两个月出现下降。纺织品累计出口 220.29 亿美元，服装累计出口 368.2 亿美元，分别同比下降 15.5% 和 8.1%。
- 09 年 1-4 月，限额以上批零企业纺织品服装累计销售额 3215.2 亿元，同比增长 15.22%，增速较 1-3 月提高 0.92 个百分点。
- 行业景气度有所回升，但出口依然低迷，国际大宗原材料上涨又进一步加重了企业的成本负担，预计下半年企业盈利不会出现明显好转；板块相对大盘的估值溢价也处于历史较高水平，维持对行业的“中性”评级。
- 我们认为，收入预期的提高和储蓄意愿的下降将提升居民的消费能力。在国家扩大内需政策的刺激下，预计下半年服装消费的增速将高于上半年。从长期看，国内服装消费具有很大空间。在消费升级、城市化进程加快的大背景下，未来几年品牌消费类服装公司仍将恢复高增长态势。重点推荐报喜鸟和七匹狼。

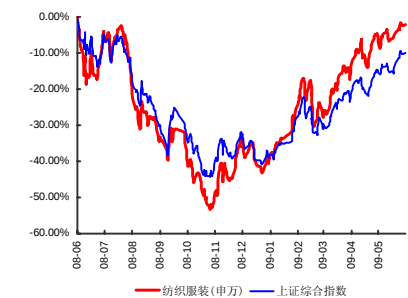
细分行业评级

服装制造业	中性
纺织业	中性

重点公司评级

报喜鸟	增持
七匹狼	增持
雅戈尔	增持
美邦服饰	增持
伟星股份	增持
华孚色纺	增持
山东如意	增持
众和股份	谨慎增持
浔兴股份	谨慎增持
凤竹纺织	谨慎增持
红豆股份	谨慎增持

纺织服装板块市场表现



数据来源：WIND 资讯

相关报告

服装网购将带来服装流通领域革命性变化

(09.05.25)

看好出口龙头公司和品牌内销公司

(09.04.09)

1. 09 年上半年纺织板块市场表现回顾

09 年国内 A 股市场大幅回升。年初至 6 月 12 日，上证综指上涨 49%；深成指上涨 61.22%。纺织服装板块上涨 60.74%，跑赢上证综指 11.74 个百分点，略微落后深成指涨幅；市盈率 32.78，高于 A 股市场平均市盈率水平。其中，上游纺织业上涨 76.95%，市盈率高达 41.06；而处于下游的服装制造业上半年涨幅仅为 46.13%，市盈率 27.45。

表 1：09 年上半年纺织板块涨幅及估值水平

	09 年涨跌幅	市盈率	市净率
上证综指	49.00%	21.91	2.91
深成指	61.22%	27.96	3.54
纺织服装业	60.74%	32.78	3.00
其中：纺织业	76.95%	41.06	2.69
服装制造业	46.13%	27.45	3.46

数据来源：WIND 资讯、国泰君安

注：统计截至 6 月 12 日，市盈率、市净率分别按 08 年报、09 一季报数据测算，剔除负值

板块内 60 家上市公司中 59 家股价上涨，其中 11 家公司涨幅超过 100%，51 家公司涨幅超过 50%。涨幅居前的多为题材类个股，具有新能源业务的孚日股份和杉杉股份分别上涨 187.01 和 184.85%。而一些基本面较好的，传统优质公司股价涨幅落后。七匹狼、报喜鸟、鲁泰 A、美邦服饰、伟星股份的涨幅均列板块内后十位。美邦服饰股价累计下跌 5.05%，是年初至今板块内唯一下跌的公司。

表 2：09 年上半年板块内上市公司涨幅

涨幅居前的十家公司	涨幅 (%)	涨幅靠后的十家公司	涨幅 (%)
孚日股份	187.01	美邦服饰	-5.05
杉杉股份	184.85	美尔雅	22.25
山东如意	127.75	七匹狼	33.94
中银绒业	121.26	鲁泰 A	38.76
德棉股份	112.61	龙头股份	46.33
华茂股份	112.09	浔兴股份	51.44
黑牡丹	112.07	报喜鸟	51.23
大杨创世	105.67	上海三毛	53.29
浙江富润	100.31	伟星股份	54.44
华孚色纺	95.02	东方市场	56.12

数据来源：WIND 资讯、国泰君安

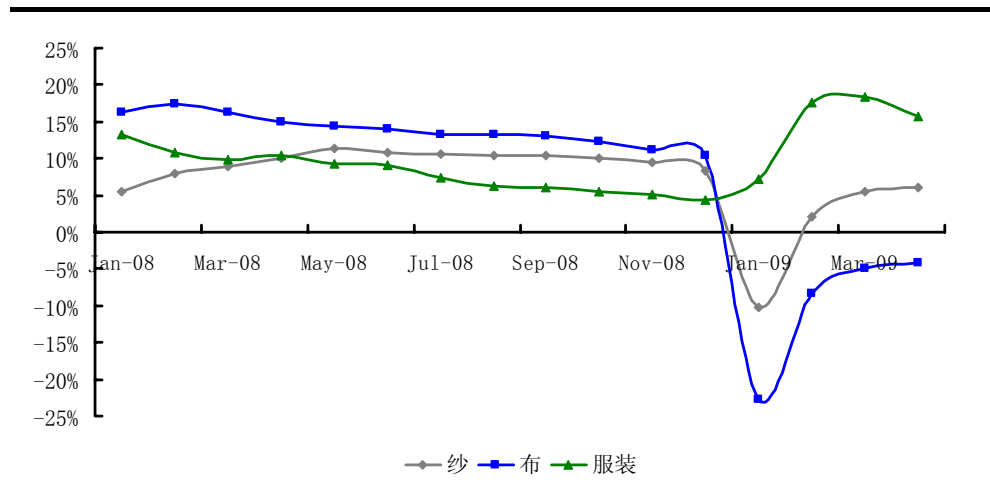
注：统计截至 6 月 12 日，不包括 ST、*ST 类公司

2. 主要纺织产品产量趋稳，固定资产投资同比增长

2.1. 主要纺织产品产量趋稳

09 年 4 月，全行业纱产量 195.35 万吨，与 3 月持平；布及服装产量分别为 45.1 亿米、18.03 亿件，较 3 月环比下降 2.42%和 4.32%。经历了 2、3 月的大幅反弹后，4 月主要纺织产品产量开始趋稳。1-4 月，纺织行业累计生产纱 677.6 万吨、布 160.6 亿米，服装 71.43 亿件，分别同比增长 6.12%、-4.19%和 15.71%。

图 1 主要纺织产品产量累计同比增速

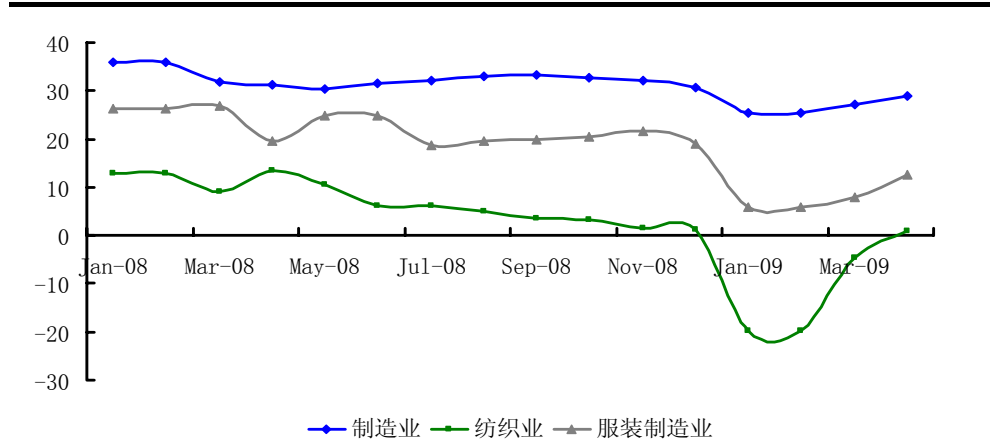


数据来源：CEIC、国泰君安

2.2. 固定资产投资同比增加，仍低于制造业平均水平

4 月份纺织业和服装制造业固定资产投资分别增长 0.8%和 12.5%，连续两个月出现反弹，反映行业景气度有所回升。但应该注意到，目前行业的固定资产投资增速远低于 08 年同期水平(纺织业和服装制造业增速分别同比下降 12.6 和 7.2 个百分点)，也落后于整个制造业的平均固定资产投资增速(纺织业和服装制造业固定资产投资增速分别低于制造业平均增速 28.2 和 16.5 个百分点)，判断行业全面复苏为时尚早。

图 2 纺织行业固定资产投资同比增速

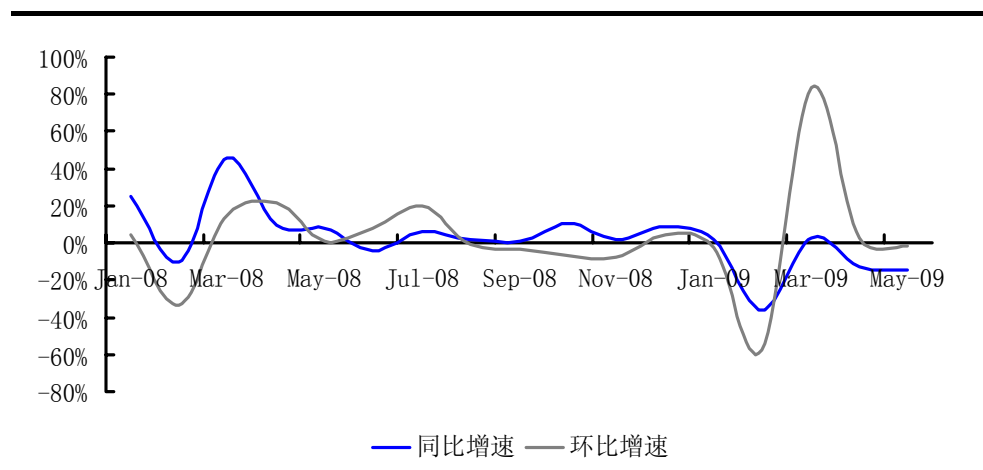


数据来源：CEIC、国泰君安

3. 行业累计出口同比增速连续两月下降

09 年 5 月，我国纺织品服装出口 123.06 亿元，同比下降 14.75%，较 4 月环比下降 1.5%。其中，纺织品出口 48.95 亿美元，同比下降 16.28%；服装出口 74.11 亿美元，同比下降 13.71%。

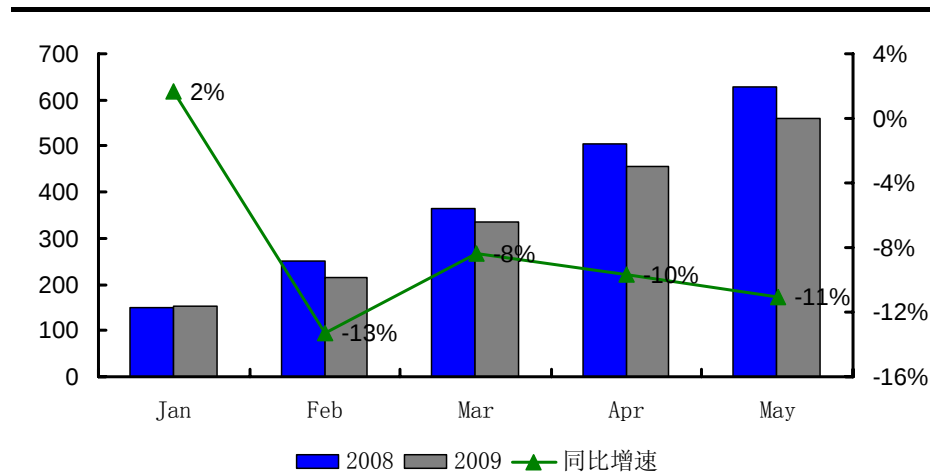
图 3 行业月度出口同环比增速



数据来源：第一纺织网、国泰君安

1-5 月，纺织品服装累计出口 558.52 亿美元，同比下降 11.04%，较 1-4 月下降 1 个百分点，自 3 月反弹后连续两个月出现下降。纺织品累计出口 220.29 亿美元，服装累计出口 368.2 亿美元，分别同比下降 15.5% 和 8.1%。

图 4 行业累计出口情况



数据来源：第一纺织网、国泰君安

从 09 年前 4 个月的细分市场出口数据看，我国对美国及欧盟的纺织品服装出口分别同比下降-0.6%和-8.81%，对日本出口同比增加 4.36%；而对非洲、大洋洲、拉丁美洲等地区的出口同比分别下降 7.59%、8.94%和 19.01%。说明与发达国家相比，新兴市场的服装消费在全球经济危机中所受的冲击更为严重。此外，新兴市

场汇率的大幅波动，也是影响贸易的重要因素。

表 3：纺织品服装出口分地区统计

	纺织品服装合计			纺织品			服装		
	2008 年 1-4 月	2009 年 1-4 月	同比增速	2008 年 1-4 月	2009 年 1-4 月	同比增速	2008 年 1-4 月	2009 年 1-4 月	同比增速
日本	62.84	65.58	4.36%	12.58	12.21	-2.94%	50.26	53.37	6.19%
韩国	17.21	10.97	-36.26%	6.90	4.51	-34.64%	10.31	6.46	-37.34%
土耳其	4.02	1.98	-50.75%	3.50	1.61	-54.00%	0.52	0.37	-28.85%
东南亚	91.79	87.19	-5.01%	55.07	52.39	-4.87%	36.72	34.81	-5.20%
非洲	25.69	23.74	-7.59%	17.06	15.55	-8.85%	8.64	8.19	-5.21%
大洋洲	12.64	11.51	-8.94%	3.67	3.07	-16.35%	8.97	8.44	-5.91%
拉丁美洲	26.35	21.34	-19.01%	14.21	10.26	-27.80%	12.13	11.08	-8.66%
美国	63.73	63.35	-0.60%	25.33	21.99	-13.19%	38.40	41.37	7.73%
欧盟 27 国	98.76	90.06	-8.81%	30.93	26.23	-15.20%	67.84	63.83	-5.91%
墨西哥	3.87	2.58	-33.33%	2.71	2.10	-22.51%	1.16	0.49	-57.76%

数据来源：第一纺织网、国泰君安

09 年 5 月底，人民币兑美元汇率同比升值 1.65%，兑欧元同比升值 11.39%，尽管对日元汇率同比贬值 9.24%，但进入 09 年以来对日元的升值幅度达到 5.06%。总体上看，09 年前 5 个月的人民币汇率变动对行业出口的影响仍然负面，一定程度上削弱了出口退税率上调的政策效果。

表 4：人民币兑主要贸易国货币汇率变动情况

	2009.5.31	2008.5.31	2008.12.30	同比升值幅度	较年初升值幅度
人民币/美元	6.8324	6.9472	6.8346	1.65%	0.03%
人民币/欧元	9.5500	10.7772	9.6590	11.39%	1.13%
人民币/100 日元	7.1822	6.5746	7.5650	-9.24%	5.06%

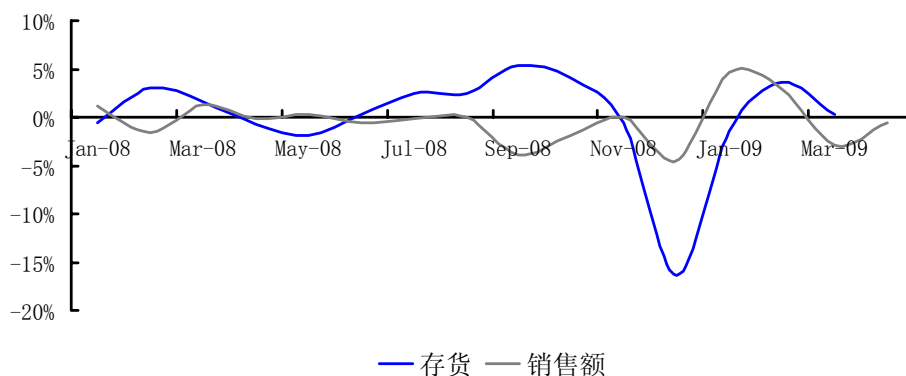
数据来源：中国人民银行、国泰君安

近期美欧日的消费者信心指数均有所反弹，但仍明显低于 08 年同期水平。4 月美国服装及配饰零售店的销售额环比下降 0.52%，欧盟 3 月纺织业进口订单指数 109.87，较 2 月下降 5.26 个百分点；另一方面，美国服装库存规模连续两个月环比增加，3 月末存货 445.41 美元，为 08 年同期的 96%。我们认为 3 月出口快速反弹更多的是由于海外零售商补充库存所致，随着库存量逐渐恢复到合理水平，而消费需求并未出现明显增长，近两月出口增速出现回落也属正常。

我们维持行业出口已于 09 年年初见底的判断。未来随着各国经济的企稳，消费者信心的恢复，出口会缓慢复苏，但出现大幅反弹的概率较低，预计全年出口同比下降 5%-8% 左右。从长期看，我们认为纺织行业出口过去的高增长景象难以再现。首先，经济危机过后，各国需要相当长的时间将服装消费恢复到危机之前的水平，以美国为代表的发达国家居民过度借贷的消费习惯将发生改变；其次，目前中国出口额占全球纺织品贸易额 30% 以上，未来继续提升份额的难度很大，而且可能出现边际效益递减；再次，尽管短期人民币汇率走势难以判断，但随着中国经济

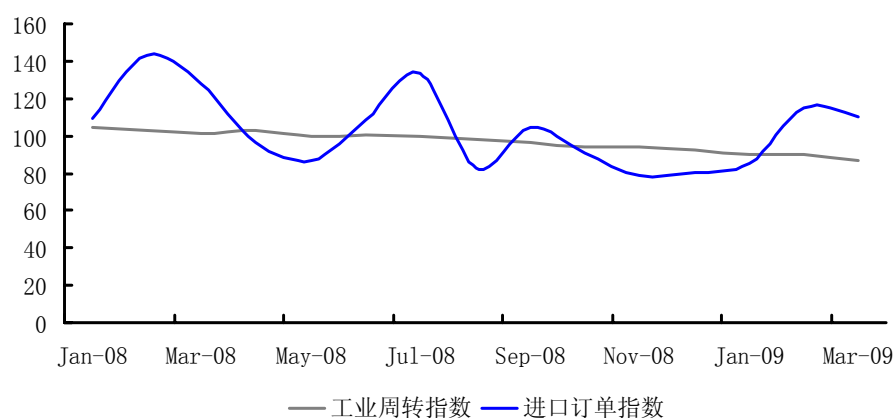
的高速增长，人民币长期升值趋势是确定的，从而造成中国纺织品的比较优势下降。

图 5 美国服装及配饰零售店存货及销售额环比变化



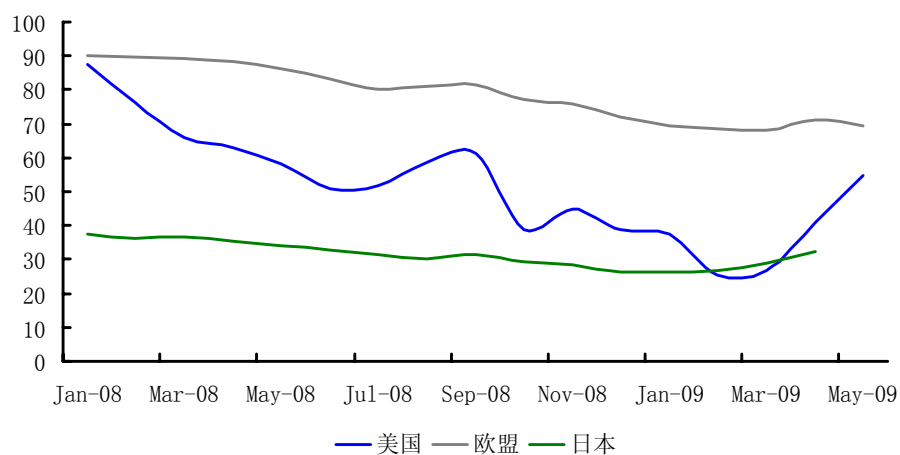
数据来源：CEIC、国泰君安

图 6 欧盟纺织工业周转指数及进口订单指数变化



数据来源：CEIC、国泰君安

图 7 美国、日本、欧盟消费者信心指数变化

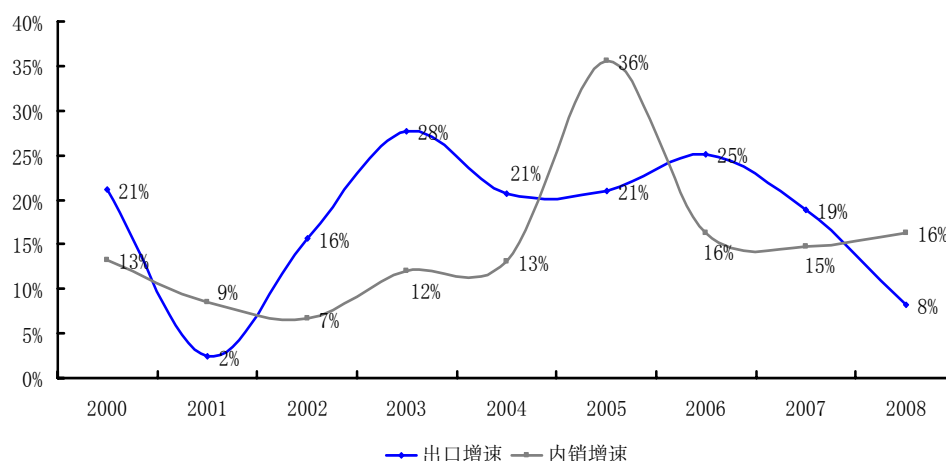


数据来源：CEIC、国泰君安

4. 内销成为行业增长主要推动力

2005 年以前，行业增长主要靠出口拉动。2006 年开始，受人民币升值、国内劳动力成本上涨等因素的影响，行业出口增速持续下滑。09 年在全球经济危机的冲击下，开始出现负增长。而与此同时，国内的服装销售始终保持了高速且稳定的增长态势，2006-2008 年年均增长 16%。内销已经开始取代出口，成为推动行业增长的主要推动力。

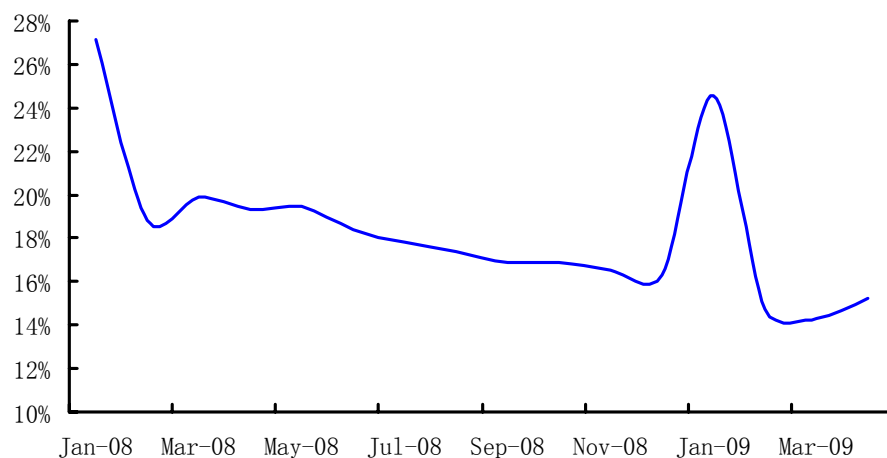
图 8 行业出口内销增速变化



数据来源：第一纺织网、CEIC、国泰君安

09 年 1-4 月，限额以上批零企业纺织品服装累计销售额 3215.2 亿元，同比增长 15.22%，增速较 1-3 月提高 0.92 个百分点。其中 4 月纺织品服装销售额 762.2 亿元，同比增长 18.26%，增速较 08 年同比提高 0.97 个百分点，是 09 年以来纺织品服装销售额月同比增速首次超过 08 年同期水平。

图 9 限额以上批零企业纺织品服装累计销售额同比增速

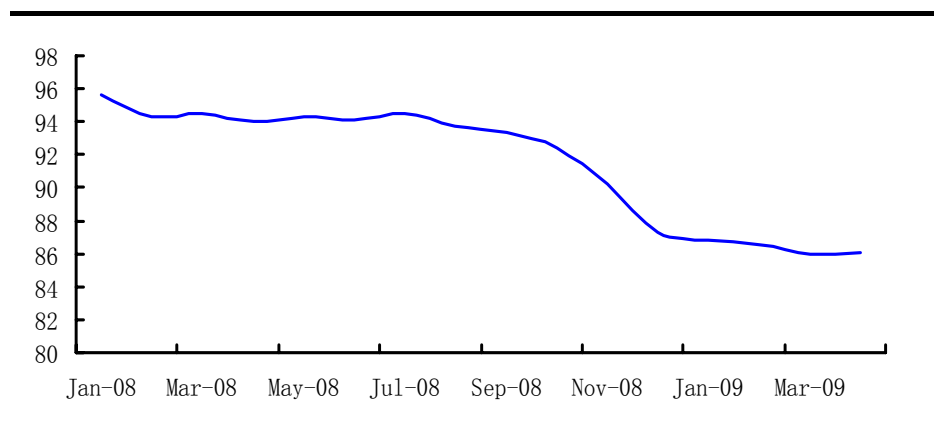


数据来源：CEIC、国泰君安

09 年 4 月国内的消费者信心指数 86.1，仍然处于 08 年以来的最低水平，但连续

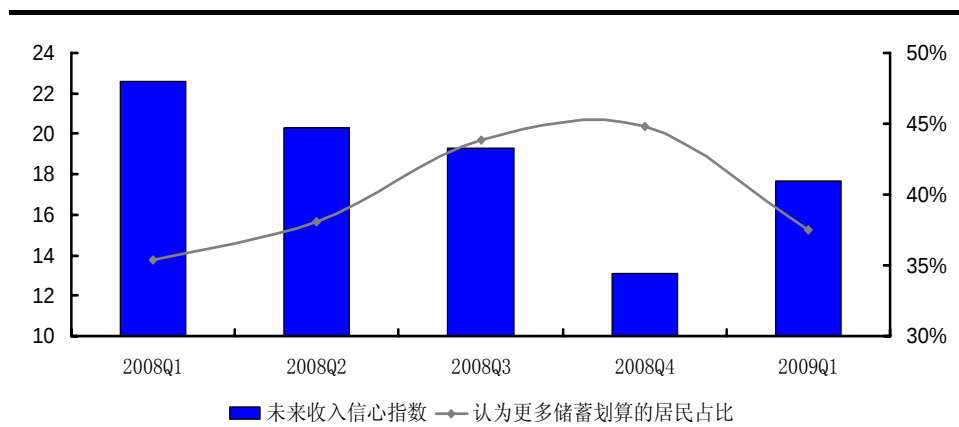
下跌的趋势已经企稳。根据中国人民银行的调查统计，09年一季度居民的未来收入信心指数为17.7，较08年四季度提高了4.6；一季度认为更多储蓄更划算的居民占比为37.5%，较08年四季度下降了7.3个百分点。收入预期的提高和储蓄意愿的下降将提升居民的消费能力。在国家扩大内需政策的刺激下，我们预计下半年服装消费的增速将高于上半年。

图 10 中国消费者信心指数



数据来源：国家统计局、国泰君安

图 11 居民未来收入信心指数



数据来源：中国人民银行、国泰君安

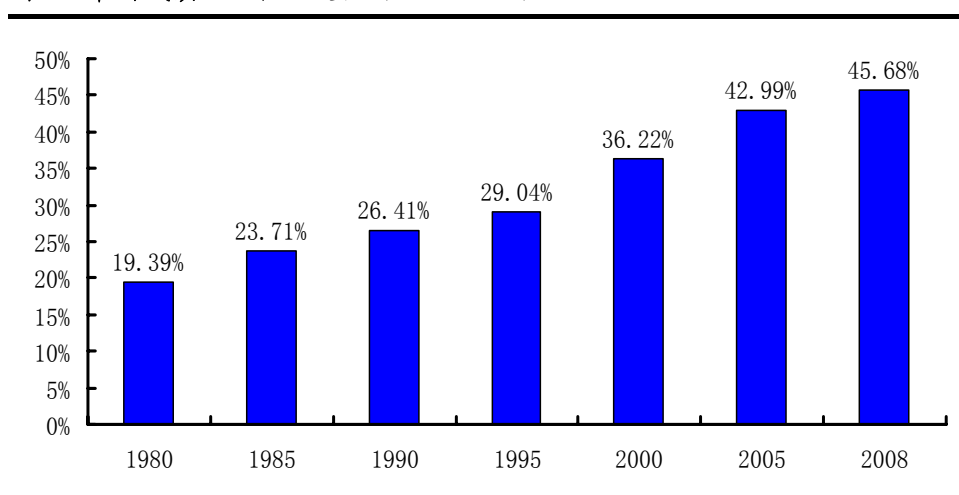
从长期看，我们认为国内的服装消费有很大的上升空间。一方面，目前我国城乡之间的服装消费差距明显。08年，农村居民人均支出5916元，为城镇居民人均支出的52.62%；农村居民人均支出用于衣着类的部分仅占3.58%，而城镇居民支出中衣着类占比为10.37%，二者相差6.79个百分点；农村居民每年用于衣着类的消费仅为城镇居民的18.17%。而目前我国正处在快速城镇化的进程当中，1980年以来，城镇人口年均增长4.06%，高于同期总人口增速3.03个百分点。2008年城镇人口占总人口比重为45.68%，较1980年提高26.29个百分点。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。

表 5: 中国城乡居民人均衣着类消费支出变化

	城镇人均 支出 (元)	城镇人均 衣着类支出 (元)	城镇人均 衣着类支 出占比	农村人均 支出 (元)	农村人 均衣着 类支出 (元)	农村人均 衣着类支 出占比	农村人均 支出/城镇 人均支出	农村人均衣着 类支出/城镇人 均衣着类支出
2000	4998	500	10.01%	2652	96	3.62%	53.07%	19.17%
2001	5309	534	10.05%	2780	99	3.55%	52.36%	18.49%
2002	6030	591	9.80%	2924	105	3.59%	48.49%	17.77%
2003	6511	638	9.79%	3025	110	3.65%	46.46%	17.29%
2004	7182	687	9.56%	3430	120	3.50%	47.76%	17.50%
2005	7943	801	10.08%	4127	149	3.60%	51.96%	18.56%
2006	8697	902	10.37%	4485	168	3.75%	51.58%	18.63%
2007	9997	1042	10.42%	5138	193	3.77%	51.39%	18.57%
2008	11243	1166	10.37%	5916	212	3.58%	52.62%	18.17%

数据来源：CEIC、国泰君安

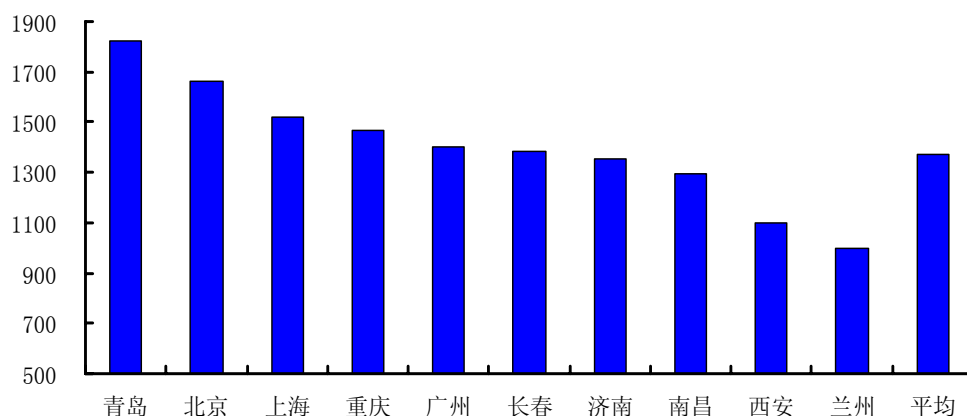
图 12 中国城镇人口占比变化（1980-2008）



数据来源：CEIC、国泰君安

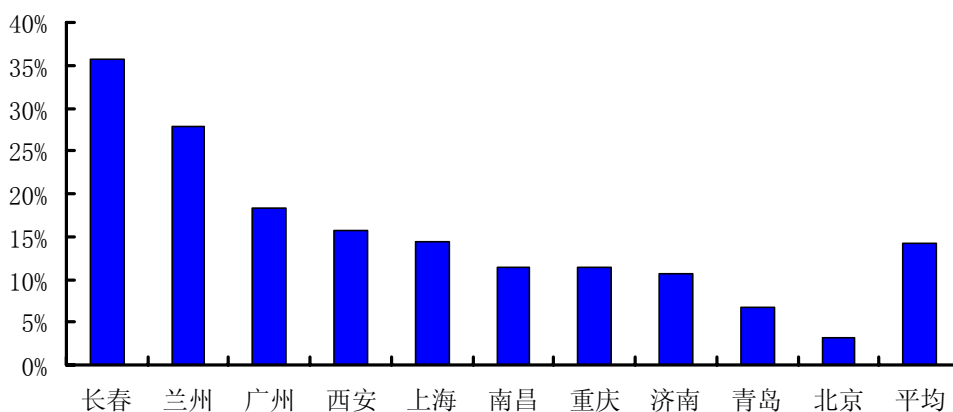
另一方面，目前国内不同地区间的服装消费也存在着很大的差异。2008 年，国内 36 个主要城市的人均衣着类支出为 1371 元，同比增加 14.25%。在我们选取的十个样本城市中，人均衣着类支出较高的集中在一线城市和东部沿海地区，而较低的均为中西部地区的内陆城市。其中最高的青岛人均衣着类支出 1824 元，为兰州的 1.83 倍。但就衣着类支出的增速看，中西部地区要明显高于东部沿海地区。其中长春、兰州 08 年人均衣着类支出同比增速分别为 35.79%和 27.87%，而青岛、北京 08 年同比增速仅为 6.72%和 3.23%。目前中西部地区的 GDP 增速已经开始超过东部沿海地区，随着地区间经济实力差距的缩小，基数较低的中西部地区服装消费具有很大的增长潜力。

图 13 国内主要城市 2008 年人均衣着类支出



数据来源：CEIC、国泰君安

图 14 国内主要城市 2008 年人均衣着类支出同比增速



数据来源：CEIC、国泰君安

5. 投资策略：看好内销品牌服装公司

近期行业主要产品产量及固定资产投资增加，显示景气度有所回升；但需求端仍未见明显起色，出口依然低迷。国际大宗原材料上涨又进一步加重了企业的成本负担，预计下半年企业盈利不会出现明显回升。从估值角度看，目前行业平均市盈率 33.36 倍，较上证综指溢价 50%，也处于历史较高水平。因此，维持对行业的“中性”评级。

国内服装消费近来回升明显，我们认为收入预期的提高和储蓄意愿的下降将提升居民的消费能力。在国家扩大内需政策的刺激下，下半年服装消费的增速将高于上半年。从长期看，国内的服装消费也具有很大的空间。在消费升级、城市化进程加快的大背景下，未来几年品牌消费类服装公司仍将恢复高增长态势。此类公司建议重点关注报喜鸟和七匹狼。

09 年以来香港市场中的服装消费股大幅上涨，中国动向、安踏体育等股价已翻番，

包括李宁等一批服装股的估值已接近或超过 20 倍市盈率,国内品牌服装类公司存在补涨的契机。我们认为,无论市场下一步走势如何,报喜鸟和七匹狼已具有长期投资价值。都是机构投资者资产配置的好品种。

此外,对于行业内的一些主题性投资机会仍建议关注。包括持有券商股权的华茂股份,进军新能源的杉杉股份、孚日股份以及处于搬迁转型的常山股份等。

表 6: 主要品牌服装企业估值比较

	年初股价	6.12 日收盘价	涨跌幅	08 年市盈率
宝姿	9.36	18.20	94.44%	21.35
百丽国际	3.49	7.03	101.43%	25.78
李宁	12.14	21.45	76.69%	26.97
安踏体育	3.54	8.82	149.15%	21.56
中国动向	1.90	4.99	162.63%	18.30
七匹狼	10.79	14.60	33.94%	27.04
报喜鸟	8.57	12.96	51.23%	26.45
美邦服饰	18.53	17.35	-5.58%	29.41

数据来源: WIND 资讯、国泰君安

表 7: 重点公司预测与评级

股票代码	股票简称	6/12 日 价格	PB	EPS			PE			投资 建议
				2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
002154	报喜鸟	12.96	4.76	0.49	0.64	0.83	26.45	20.25	15.61	增持
002029	七匹狼	14.6	3.27	0.54	0.64	0.80	27.04	22.81	18.25	增持
600177	雅戈尔	12.6	2.65	0.71	0.88	0.64	17.75	14.32	19.69	增持
002269	美邦服饰	17.35	6.36	0.59	0.87	1.13	29.41	19.94	15.35	增持
002003	伟星股份	15.12	3.93	0.78	0.85	0.93	19.38	17.79	16.26	增持
002042	华孚色纺	13.32	2.12	0.02	0.55	0.82	666.00	24.22	16.24	增持
002193	山东如意	10.34	2.74	0.29	0.45	0.65	35.66	22.98	15.91	增持
002070	众和股份	6.21	2.72	0.15	0.20	0.26	41.40	31.05	23.88	谨慎增持
002098	浔兴股份	7.7	2.24	0.14	0.15	0.25	55.00	51.33	30.80	谨慎增持
600493	凤竹纺织	5.79	1.83	0.03	0.15	0.17	193.00	38.60	34.06	谨慎增持
600400	红豆股份	5.45	1.86	0.10	0.11	0.15	54.50	49.55	36.33	谨慎增持

数据来源: 国泰君安

注: 雅戈尔 09、10 年 EPS 中未考虑全部金融资产投资收益

6. 重点公司推荐

6.1. 报喜鸟 (002154): 多品牌、多渠道模式促业绩增长

公司主业包括西服生产、品牌运营和内销网络开发,报喜鸟西服在业内具有较高的知名度。近几年公司业绩持续增长,08 年销售收入和净利润分别增长 100%和 48%。扣除子公司宝鸟并表因素,08 年收入和净利润仍增长 34%和 24%。09 年一季度由于并表基数原因,销售收入和净利润增长 80.75%和 63%。

公司品牌包括经典系列、商务系列和时尚系列。08 年末公司建成经典和商务系列门店 637 家（其中自营店 60 余家），计划未来几年增至 1000 家；08 年推出的时尚系列，09 年末将建成门店至 100 家，3-5 年扩大至 600 家以上。公司将按快速消费品的原理运作时尚品牌（适当降低价格），预计时尚系列未来两年收入增速达 40% 以上。公司收购宝岛后扩张职业装销售网络，开拓职业服团购业务。在整合 EBONO 电子商务销售和 CARLBONO 高级定制业务的基础上，又进入了大众时尚定制领域，建立了 BONO TAILOR 楼宇定制连锁体系。目前 BONO 品牌已在全国大中城市建立了 6 家分公司、30 多家办事处的商务装团购网络。

公司在多品牌运营和业务模式创新方面领先于同类公司，股权激励确保了管理层的利益与股东利益一致。从经营规模看，公司目前的销售规模和渠道数量仍处于较低水平，未来有很大的增长空间。公司有望在未来 3 年实现 30% 以上的复合增长。按目前股本计算，预计公司 09、10 年 EPS 0.64 元、0.83 元，维持“增持”评级。

6.2. 七匹狼(002029)：未来高增长将持续

公司主营休闲服的生产、品牌运营和营销渠道开发，多年来业绩快速增长。08 年销售收入增长 87%，净利润增长 72.5%，渠道扩张是推动业绩增长的主因。08 年店面增加 793 家，年末公司拥有店面 2769 家。

09 年公司开店速度将放缓至 200 家左右，将集中资源进行销售渠道与供应链管理建设，公司将设立全国六大管理中心，压缩销售层级，实现渠道扁平化以提高效率。公司新的管理系统将在 2011 年上线。未来公司扩张将从外延式（增加店面）转向外延与内涵（提高单店效率）并举转变。

公司已意识到服装网购的发展趋势以及对实体店的影响，并为此成立了新渠道部，开始打造电子商务团队，明确 09 年是进入电子商务的关键年。公司计划三到五年，实现传统营销和电子商务共存共融的新型销售模式。

公司年设计产品达 4000 多种，品牌系列日趋丰富。目前已确立了红狼、绿狼、蓝狼、童装、女装以及圣沃斯六大产品系列。目前公司销售的产品中，18% 为自有工厂生产，82% 外部采购。随着销售规模的扩大，外部采购比例将进一步提高。轻资产增长模式逐步确立。

09 年是公司主动调整的一年，增速有所放缓，预测公司收入及利润增长近 20%。2010 年随着经济复苏和开店速度加快，增速至少达 25%。预计 09、10 年每股收益分别为 0.64 元和 0.80 元。未来中国市场品牌休闲服消费潜力巨大。与同类公司相比，公司的销售总额、单店销售额和毛利率具有较大的提升空间。维持“增持”评级。

作者简介:

李质仙: 中国人民大学研究生院金融学专业。经济师。国泰君安证券研究所首席研究员。兼中国家用纺织品行业协会常务理事、中国纺织企业家联合会常务理事、中国纺织规划研究会理事、中纺投资、申达股份独立董事。2003—2008 获《新财富》组织评选的纺织行业“最佳分析师”。1984 年起任大型纺织企业营销负责人，1989 年起任纺织工业部干部、副处长，1998 年起就职于国泰君安证券公司。

张威: 清华大学工学学士，中央财经大学经济学硕士，国泰君安证券研究所纺织服装行业助理研究员，08 年新财富纺织服装行业最佳分析师第三名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com