

# 中集车辆（1839.HK）：运猪变运肉，冷藏车春天将至

——中集车辆系列报告之（一）

2020年04月09日

推荐/首次

中集车辆 公司报告

中集车辆是全球半挂车龙头。非洲猪瘟、新冠疫情将推动国内畜肉、禽肉行业由活畜、活禽运输转变为冷鲜肉运输，冷藏车需求将会大幅增长。中集车辆在冷藏车等中高端挂车及专用车上装方面，相比国内竞争对手有明显优势，我们推测未来数年公司将明显跑赢物流行业。

2018年中集车辆全球共销售12.6万辆半挂车，市场份额为11.8%；国内销售4.8万辆，市场份额为15.4%。公司在国内的份额、产品价值及工厂组织管理均明显领先于身后的竞争对手。

近年非洲猪瘟的发酵将推动冷鲜肉运输替代活猪运输。活猪运输是导致非洲猪瘟扩散的重要原因之一。长期以来，国内活畜、活禽运输的比例明显高于冷鲜肉运输。猪瘟爆发以来，冷鲜肉运输的规模快速增长，2019年8月达到了2018年同期的10倍。冷鲜肉的平均运输半径也不断提升，冷链中长途运输的增速将快于短途配送。此外，近年进口冻肉的体量也快速增长。我们推测到2023年国内仅肉类运输就需要4.1万辆冷藏半挂车，需求约为2019年的2倍。不断增大的需求将促使市场和政策逐渐淘汰当前的非合规冷藏车。

中集车辆此前冷藏车业务以海外销售为主，已是美国冷藏半挂车龙头，且在国内有数个制造基地提供多数冷藏车模块。公司已经在国内扩充产能，以应对国内快速提升的冷藏车需求，2019年销量为四千余辆。

**盈利预测及评级：**预计公司2020/2021/2022年营业总收入分别达到239/249/267亿元（人民币，下同），同比增长2.9%/4.2%/7.2%。预计公司2020/2021/2022年归母净利润分别达到12.3/13.9/17.2亿元，EPS分别为0.7/0.79/0.97元。当前股价对应2020/2021/2022年8.1/7.2/5.8xPE，估值较低。我们给予公司2020年10xPE估值，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**冷链需求低于预期；原材料价格大幅上涨；全球化发生根本逆转。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,168	23,220	23,903	24,915	26,710
增长率(%)	24.79%	-3.92%	2.94%	4.23%	7.21%
归母净利润(百万元)	1,143	1,211	1,231	1,388	1,712
增长率(%)	18.57%	5.95%	1.65%	12.75%	23.37%
净资产收益率(%)	15.26%	12.42%	11.47%	11.72%	12.96%
每股收益(人民币元)	0.65	0.69	0.70	0.79	0.97
PE	8.71	8.22	8.09	7.17	5.82
PB	1.25	1.02	0.93	0.84	0.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

中集车辆是全球半挂车行业的领导者，主要从事半挂车及专用车上装的制造及销售。到2018年底，公司已在中国、北美、欧洲及其它地区（覆盖其它40多个国家）营销及销售各种半挂车及上装，并且在全球拥有31个制造及组装厂。半挂车产品主要包括集平半挂车、仓栏半挂车、罐式半挂车、冷藏半挂车、厢式半挂车及中置轴轿运车，上装产品涵盖自卸车翻斗车车身、搅拌车搅拌桶及各类其他专用车上装。

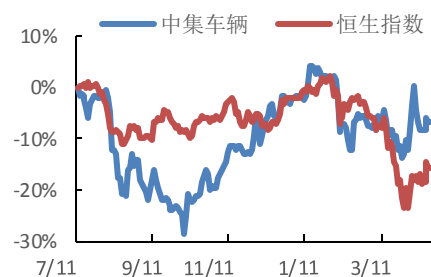
## 发债及交叉持股介绍：

中集集团（000039.SZ）直接持有本公司37.67%可流通股，通过子公司持有本公司16.15%可流通股

## 交易数据

52周股价区间（港元）	4.00-6.60
总市值（亿元）	99.55
流通市值（亿元）	31.81
总股本/流通A股（万股）	176,500/0
流通B股/H股（万股）	0/176,500
52周日均换手率	0.17%

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

## 研究助理：刘一鸣

021-25102862

liu\_ym@dxzq.net.cn

## 研究助理：张觉尹

021-25102862

zhangjueyin@dxzq.net.cn

## 目 录

1. 全球半挂车行业的领导者 .....	3
2. 冷藏车“出口转内销”，或将复制在美国的成功 .....	6
2.1 猪瘟与新冠疫情笼罩，国内冷藏车需求或爆发 .....	6
2.2 冷藏车制造实力雄厚，已在美国市场证明实力 .....	9
3. 盈利预测及估值 .....	10
4. 风险提示 .....	10

## 插图目录

图 1: 公司股权结构图 .....	3
图 2: 公司营业收入及 YOY .....	3
图 3: 公司归母净利润及 YOY .....	3
图 4: 公司毛利率与净利率 .....	4
图 5: 公司主要地区的收入（单位：亿元） .....	4
图 6: 公司主要地区半挂车销量（单位：辆） .....	4
图 7: 2017 年全球半挂车格局 .....	4
图 8: 公司在中国的销量（单位：辆） .....	5
图 9: 公司在北美的销量（单位：辆） .....	5
图 10: 国内猪肉冷鲜肉货运量环比趋势 .....	6
图 11: 猪肉冷鲜肉每单平均运输距离（单位：公里） .....	6
图 12: COVID-2019 病毒的可能传播路径 .....	错误!未定义书签。
图 13: 猪肉冷鲜肉运输路径 .....	7
图 14: 国内历年冷藏车销量（单位：辆） .....	7
图 15: 2019 年国内冷藏车分车型销量（单位：辆） .....	7
图 16: 中国肉类进口趋势 .....	8
图 17: 公司在北美地区的冷藏半挂车销量（单位：辆） .....	9

## 表格目录

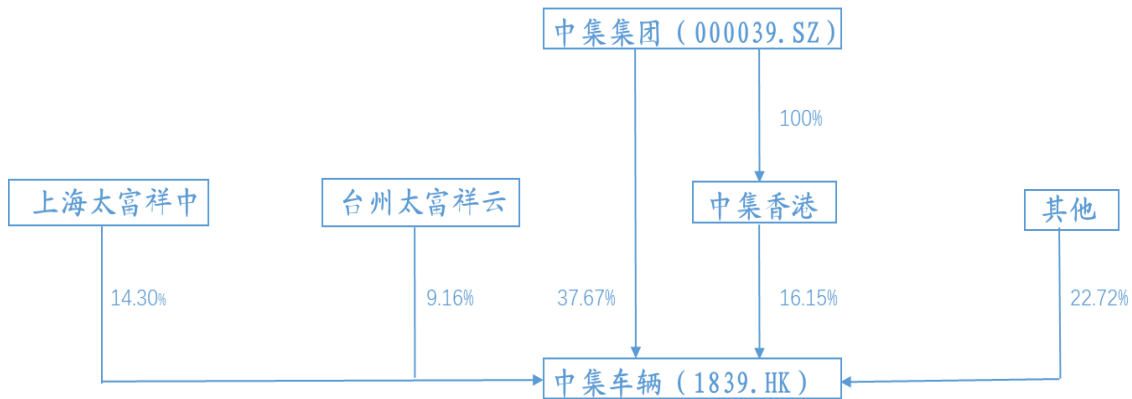
表 1: 公司主要品牌及定位 .....	5
表 2: 2018 年公司主要车型单车售价 .....	5
表 3: 冷藏半挂车需求测算 .....	8
表 4: 公司主要冷藏半挂车工厂 .....	9

## 1. 全球半挂车行业的领导者

中集车辆成立于 2002 年, 是一家半挂车及专用车上装的制造商, 挂车产品主要包括集平半挂车、仓栏半挂车、罐式半挂车、冷藏半挂车、厢式半挂车及中置轴轿运车。截止 2018 年 12 月 31 日, 公司销售业务遍布中国、北美、欧洲及其它地区, 并且在全球拥有 31 个制造及组装厂。公司旗下还拥有美国 Vanguard、英国 SDC 和比利时 LAG 等全球半挂车公司。

公司是 A 股上市公司中集集团 (000069.SZ) 的子公司, 2019 年与母公司分拆后在港股主板上市。目前中集集团直接持有公司 37.67% 的股本, 并通过全资附属公司中集香港持有公司 16.15% 的股本, 即一共持有公司 53.82% 的股本。

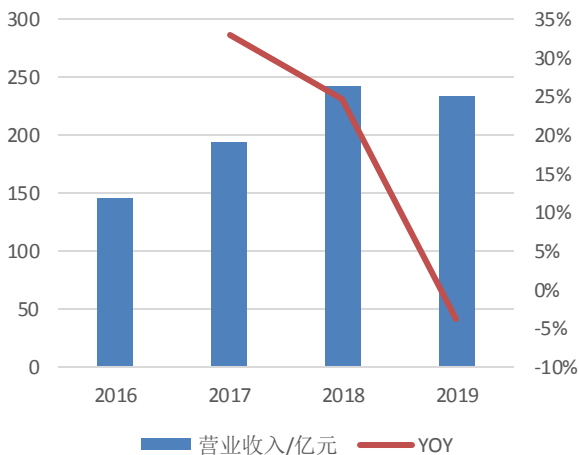
图1: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告; 东兴证券研究所

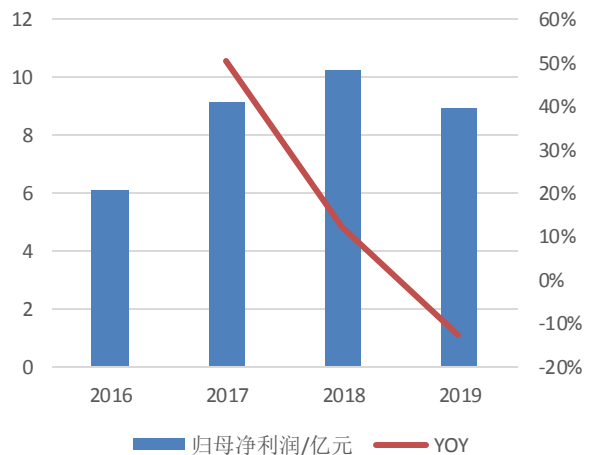
中集车辆 2019 年总营收 233.5 亿元, 同比下滑 4%, 下滑的主要原因是中国地区中置轴轿运车在 2018 年底完成迭代后基本无需求, 北美地区骨架车订单受贸易战关税影响而下跌。公司收入主要来自车辆销售与制造, 主要业务地区为中国、北美和欧洲。公司 2019 年毛利率和净利率同比分别增长-0.2%和 0.6%, 盈利水平稳定。

图2: 公司营业收入及 YOY



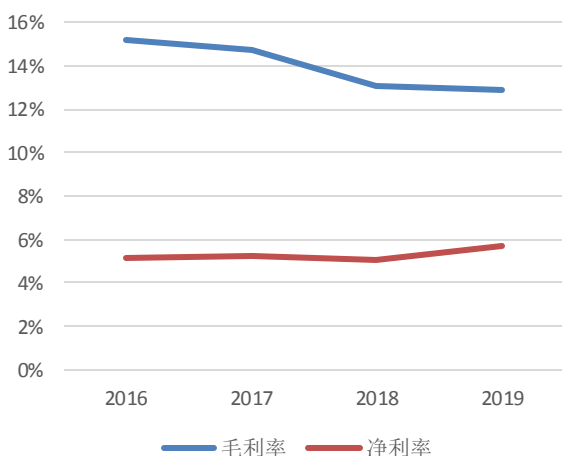
资料来源: WIND; 东兴证券研究所

图3: 公司归母净利润及 YOY



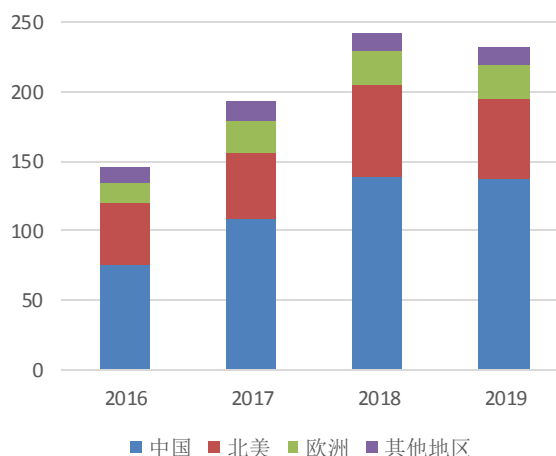
资料来源: WIND; 东兴证券研究所

图4：公司毛利率与净利率



资料来源：WIND；东兴证券研究所

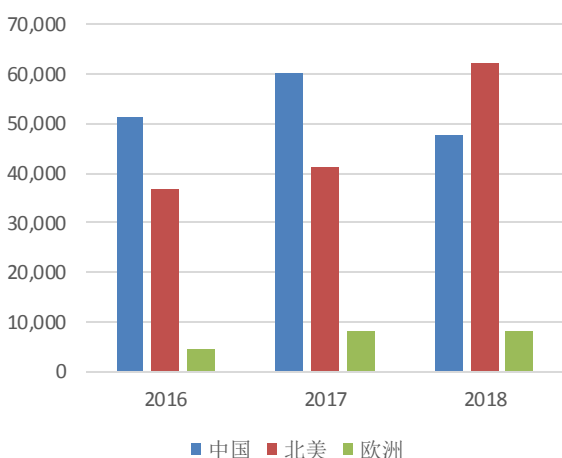
图5：公司主要地区的收入（单位：亿元）



资料来源：WIND；东兴证券研究所

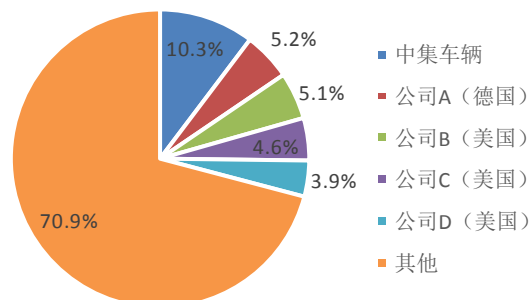
中集车辆是全球半挂车领导者，市场份额逐年提升。根据弗若斯特沙利文咨询公司分析，公司半挂车2013-2017年销量均为全球第一（2018年不在统计期内）。2018年公司全球共销售12.6万辆半挂车，市场份额为11.8%，其中中国销售4.8万辆，市场份额为15.4%。公司近年全球市场份额稳步提升，2016-2018年市场份额分别为8.8%/10.3%/11.8%。

图6：公司主要地区半挂车销量（单位：辆）



资料来源：公司招股书；东兴证券研究所

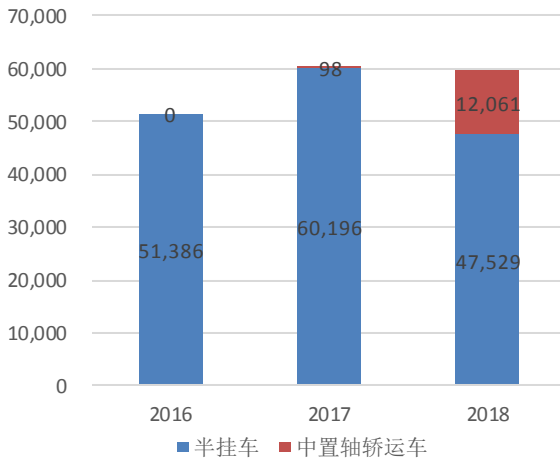
图7：2017年全球半挂车格局



资料来源：弗若斯特沙利文咨询；东兴证券研究所

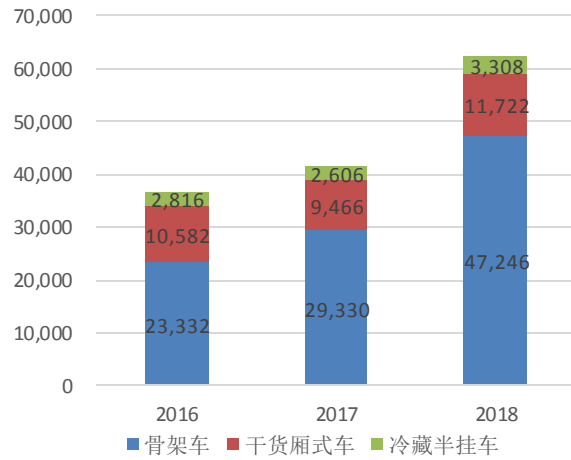
中集车辆主要业务市场为中国和北美，2018年中国、北美业务占比分别为43%/45%。在中国，公司制造和销售各类半挂车，并于2018年开始制造中置轴轿运车，近几年需求因为政府执行“治超治限”而得到明显提升。在北美，公司主营骨架车、干货厢式车和冷藏半挂车，其中冷藏半挂车业务约40%的零部件从中国进口，在当地完成组装和销售。

图8: 公司在中国的销量 (单位: 辆)



资料来源: 公司招股书; 东兴证券研究所

图9: 公司在北美的销量 (单位: 辆)



资料来源: 公司招股书; 东兴证券研究所

中集车辆各品牌定位明确, 产品组合多样。针对不同地区市场和低中高端定位, 公司旗下各公司实现了全方位多品牌布局。公司在中国市场主要生产半挂车及上装, 全面覆盖低中高端领域, 以满足市场多样化的需求。在北美和欧洲, 公司收购大型国际公司, 依据当地市场需求制造和销售侧帘车、集平半挂车、罐式半挂车等车辆, 主打中高端市场。

表1: 公司主要品牌及定位

公司	区域重心	品牌定位
中集	中国、北美、欧洲、澳大利亚等	各类半挂车&上装的中高端市场
中集华骏	中国	各类半挂车&上装的中高端市场
中集华通	中国	各类半挂车&上装的中高端市场
瑞江汽车	中国	各类半挂车&上装的中端市场
东岳车辆	中国	各类半挂车&上装的平价市场
凌宇汽车	中国	各类半挂车&上装的中端市场
Vanguard	北美	干货厢式车&冷藏半挂车的中高端市场
SDC	欧洲	侧帘车&集平半挂车的中高端市场
LAG	欧洲	罐式半挂车的中高端市场

资料来源: 公司招股书; 东兴证券研究所

基于各地区不同的品牌定位, 公司产品的单车售价也存在差异。总体来看, 2018年欧洲地区主要产品的平均价格最高, 为18.8万元, 其次为北美地区的9.8万元, 中国地区平均售价为9.2万元。从具体车型来看, 欧洲销售的集平半挂车和罐式半挂车的售价分别是中国区域销售的2倍和4倍。

表2: 2018年公司主要车型单车售价

地区	车型	平均售价/元
中国	集平半挂车	69,257
	仓栏半挂车	78,803

地区	车型	平均售价/元
北美	罐式半挂车	134,718
	厢式半挂车	108,888
	中置轴轿运车	99,301
	骨架车	71,736
	干货厢式车	159,150
	冷藏半挂车	265,707
欧洲	侧帘车	185,134
	集平半挂车	144,838
	罐式半挂车	537,428

资料来源: 公司招股书; 东兴证券研究所

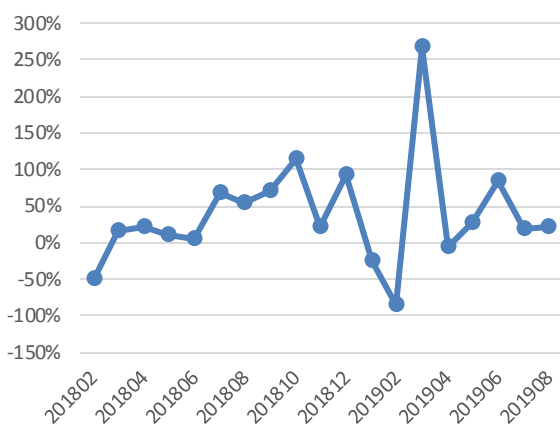
## 2. 冷藏车“出口转内销”，或将复制在美国的成功

### 2.1 猪瘟与新冠疫情笼罩，国内冷藏车需求或爆发

目前国内猪肉等肉类运输仍以活畜和活禽的运输为主，冷鲜肉运输占比较低。

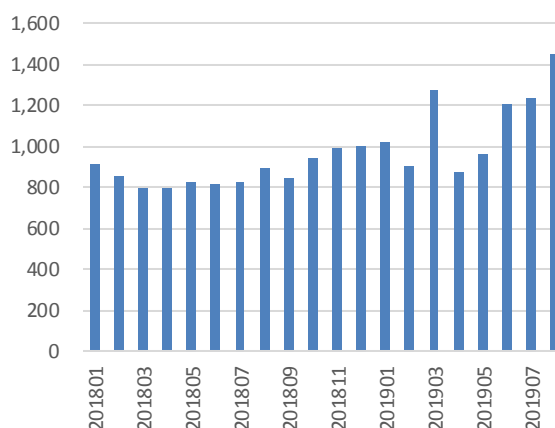
**近年非洲猪瘟的发酵将推动冷鲜肉运输替代活猪运输。**与活猪运输相比，冷鲜肉运输不仅降低了运输途中的自身感染风险，还降低了污染周边环境的可能性。2018年下半年非洲猪瘟爆发以来，国内猪肉冷鲜肉的货运量和每单平均距离均大幅攀升。2019年8月的猪肉冷鲜肉运输量接近2018年同期的10倍；每单平均运输距离在2019年8月达到1,447公里，同比增长近50%。

图10: 国内猪肉冷鲜肉货运量环比趋势



资料来源: 公众号生猪产业预警; 东兴证券研究所

图11: 猪肉冷鲜肉每单平均运输距离 (单位: 公里)



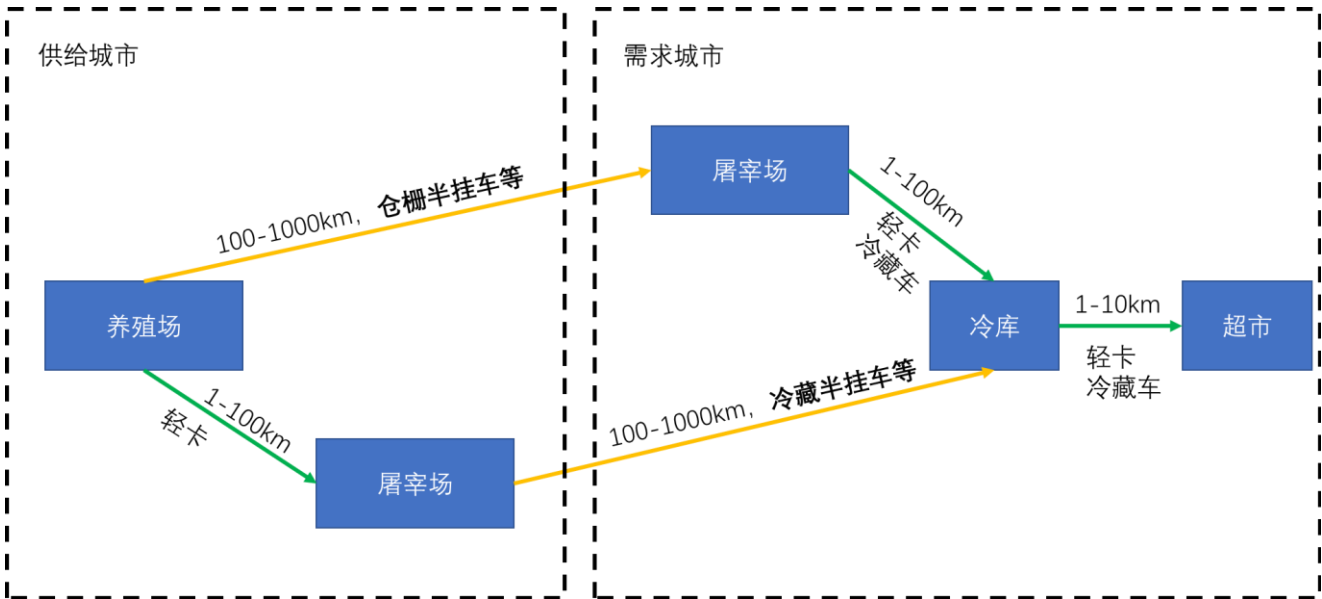
资料来源: 公众号生猪产业预警; 东兴证券研究所

**新冠肺炎疫情或改变国人肉类消费偏好，推动冷鲜肉运输进一步发展。**野生动物被认为可能是导致本次新冠肺炎疫情的 COVID-2019 病毒的来源之一，大规模的家畜运输也势必带来广泛的担忧。2020年3月24日，十三届全国人大常委会第十六次会议表决通过了关于全面禁止非法野生动物交易、革除滥食野生动物陋习、切实保障人民群众生命健康安全的决定。决定自公布之日起施行。部分中国消费者食用野生动物，是出于传统

上对“鲜”的喜好。此次移风易俗, 或将影响到居民对家畜、家禽的消费偏好。我们推测随着 90、00 后的逐渐成家, 中国消费者对现宰活禽、杀猪菜等传统鲜味的偏好将逐渐减弱。取而代之的, 部分是快餐化、工业化的肉类, 部分是更加科学、健康的生鲜 (如水果)。此外, 部分省市也在城市管理层面提出了暂停活禽交易。

综上, 我们推断冷鲜肉形式的畜、禽肉将逐渐成为主流, 相关的运输需求也将大幅增长。

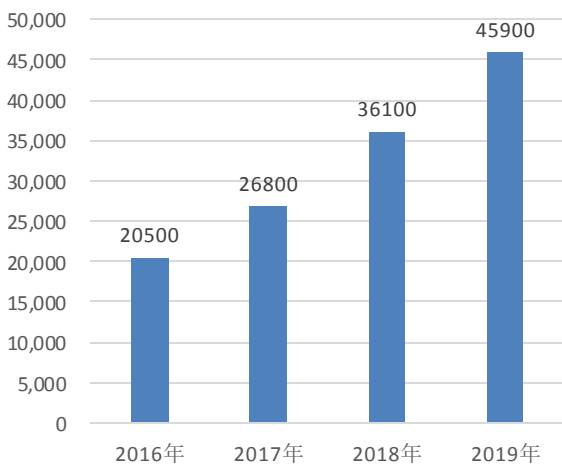
图12: 猪肉冷鲜肉运输路径



资料来源: 东兴证券研究所整理

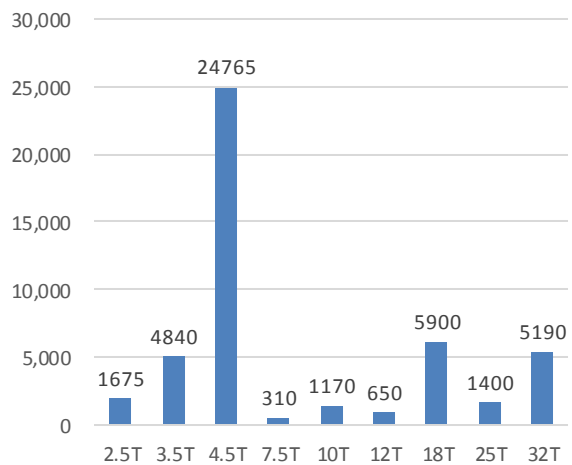
冷藏车的快速增长已经初见端倪。2019 年, 国内冷藏车年销量为 4.5 万辆, 相比 2018 年同比增长 27%, 在车市疲软的情况下, 冷藏车市场表现强劲。目前国内在售的冷藏车以轻卡为主, 占全部销量的一半以上。

图13: 国内历年冷藏车销量 (单位: 辆)



资料来源: 卡车之家; 东兴证券研究所

图14: 2019 年国内冷藏车分车型销量 (单位: 辆)



资料来源: 卡车之家; 东兴证券研究所

随着“运猪”转为“运肉”, 规模效应将更加显著, 更适应长途运输的冷藏半挂车和冷藏集装箱的需求将大

幅上升。根据行业数据, 中国 2019 年猪肉产量在非洲猪瘟蔓延的情况下仍高达 4,255 万吨, 其中的冷鲜肉比重仅为 25% 左右。按一辆冷藏半挂车运载 17.5 吨冷鲜肉, 年均里程 100,000 公里, 单趟运输距离 1,000 公里计算, 2019 年中国仅猪肉运输对冷藏半挂车的需求即高达 1.2 万辆 (考虑猪肉生产和需求非同一城市, 车辆回程运输其他货物)。由于猪肉在中国肉类消费中占比为 56%, 国内目前冷藏半挂车的全部需求为 2.2 万辆左右。

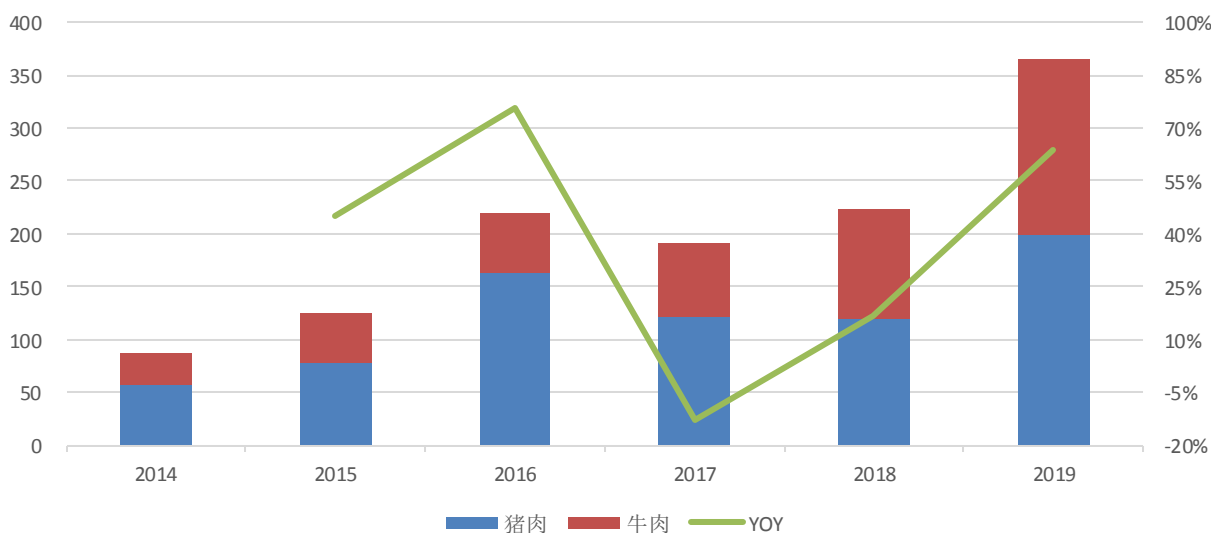
我们推测国内冷藏半挂车的需求将在 2023 年前接近翻倍, 达到 4.1 万辆。增量需求主要来自: 1) 冷鲜肉目前在肉类运输中占比仅占 25%, 而欧美达到 70%, 国内冷鲜肉运输比重将大幅上升; 2) 中国人均肉类消费目前仅为发达国家的 65% 左右, 仍有一定的提升空间; 3) 近年进口肉类销量增长迅速, 2014-2019 年复合增长率达到 40%; 进口肉类在很大程度上代替了国内的热鲜肉, 增加了对冷藏车的需求。

表3: 冷藏半挂车需求测算

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
猪肉产量/万吨	4,255	4,298	4,341	4,384	4,428
肉类总产量/万吨	7,649	7,725	7,803	7,881	7,960
冷鲜肉干线运输比例	25%	30%	35%	40%	45%
平均运输距离/公里	1000	1000	1000	1000	1000
半挂车平均载重/吨	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
冷藏半挂车年均里程/公里	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
冷藏半挂车需求	21,854	26,487	31,211	36,026	40,935

资料来源: 公众号生猪产业预警; 东兴证券研究所

图15: 中国肉类进口趋势



资料来源: WIND; 东兴证券研究所

正规冷藏半挂车将逐渐成为市场主流。根据产业研究数据, 国内目前正规冷藏半挂车的存量不到万辆。长途冷鲜运输供需之间的缺口, 主要由非标准甚至不合规的冷藏集装箱改装车辆等补足, 存在安全隐患且有专业性差、运输效率较低的问题。随着长途冷鲜运输市场的不断增大, 规模效应不断显现, 市场对高效运输的需



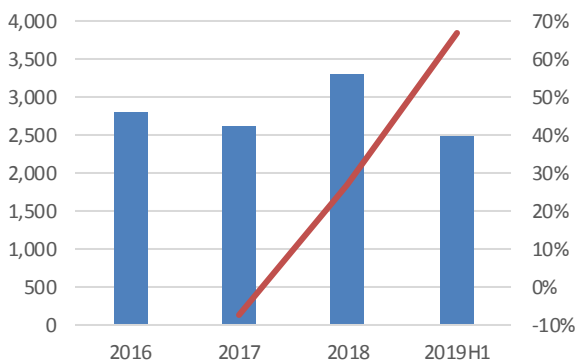
求将更为迫切, 相关的监管或也将加强。冷藏半挂车的竞争优势将越来越明显。

## 2.2 冷藏车制造实力雄厚, 已在美国市场证明实力

中集车辆目前的冷藏半挂车主要在北美地区销售, 采用“中国制造、美国装配”的模式, 以 2015 年收购的品牌“Vanguard”进行销售。公司 2017/2018/2019H1 年在北美的冷藏半挂车销量分别为 2,606/3,308/2,479 辆, 同比增速分别为-7%/27%/67%。

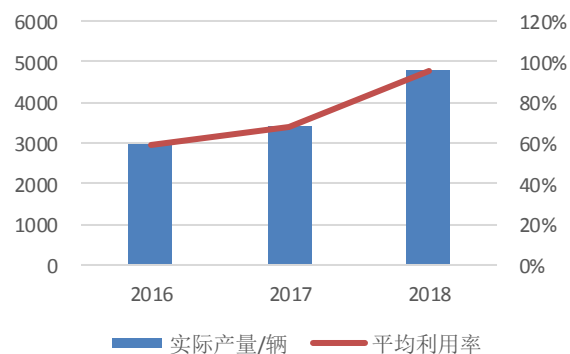
中集车辆目前在中国拥有 2 家冷藏半挂车生产工厂, 设计年产能 8,000 辆, 国内业务可以快速发力。此外公司在美国有 2 家冷藏半挂车组装工厂, 于 2015 年 11 月投产。为了提升在美组装及交付能力, 公司计划在美建设高端冷藏半挂车组装厂, 设计年产能 2500 辆, 满足北美的市场需求。

图16: 公司在北美地区的冷藏半挂车销量 (单位: 辆)



资料来源: 公司招股书; 东兴证券研究所

图17: 青岛冷藏半挂车厂产量及平均利用率



资料来源: 公司招股书; 东兴证券研究所

表4: 公司主要冷藏半挂车工厂

	工厂名称	地点	投产日期	设计年产能/辆
生产	青岛冷藏半挂车厂	中国山东	2007年11月	5000
	镇江冷藏半挂车厂	中国江苏	2018年7月	3000
组装	莫嫩工厂	美国印第安纳州	2015年11月	-
	莫雷诺谷工厂	美国加利福尼亚州	2015年11月	-

资料来源: 公司招股书; 东兴证券研究所

**结合母公司箱体制造技术优势, 实现产品性能最大化。**公司母公司中集集团是世界冷藏集装箱最大供应商, 公司结合中集集团在冷藏箱体制造方面的技术优势, 同时发挥自身在半挂车制造方面的优势, 设计了高性能的冷藏半挂车。目前公司采用经夹层注塑成型技术处理的发泡板, 漏热少且强度高。

公司冷藏箱体的主要产品优势体现在:

- 制造方面: 采用北美冷藏半挂跨界设计和多项专利, 使用世界领先的 Reefer1.5 数控高压低密度注入式三明治发泡装备, 保证了泡体密度均匀和表面平整度, 提升了保温性能。
- 材料方面: 采用了用高强度覆膜镀锌板或铝板厢体外板、热塑内板、环保发泡剂、密封胶等环保材料, 率先达到了“无味、耐腐蚀”的食品级安全水准。

➤ 智能化方面: 融合了智能感应 LED 灯、智能温控风扇、智能温度监测等先进智能技术和专利设计。

未来公司还将致力于高端冷藏半挂车的研发, 该产品将装备 1) 采用先进技术与发泡工艺技术并具备低漏热及较高制冷性能的发泡板, 2) 改良内部结构设计, 以确保冷空气的均匀流动, 及 3) 多个内置电子零件及智能传感器, 以监督及控制内部温度。

### 3. 盈利预测及估值

市场认为公司是一家普通的商用车制造企业, 行业周期性较强, 且门槛较低。我们与市场观点的不同之处在于:

- 猪瘟与新冠疫情将对肉类运输及百姓消费习惯产生深远影响, 国内冷藏车需求将爆发;
- 物流行业周期性低于货车行业总体。国内生鲜运输市场仍在快速增长;
- GB7258-2017 明显提升半挂车门槛, 公司作为龙头将受益;
- 相对较为粗放同行, 公司首创的灯塔工厂模式有望显著降低生产成本, 提升竞争力。

预计中集车辆 2020/2021/2022 年半挂车销量分别达到 12.2/12.7/13.8 万辆, 同比增长 3.8%/4.2%/8.8%。其中, 国内冷藏车销量将迎来大幅增长, 我们推测 2019-2023 年复合增速超过 50%; 欧美的半挂车销量年内受疫情影响或下跌 20%以上, 但后续或迎来反弹; 此外国内除冷藏外半挂车板块, 由于公司主营合规中高端车, 销量也将有明显增长, 我们推测到 2022 年公司销量有望达到 6.6 万辆, 比 2019 年高 20%。

预计中集车辆 2020/2021/2022 年营业总收入分别达到 239/249/267 亿元 (人民币, 下同), 同比增长 2.9%/4.2%/7.2%。预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别达到 12.3/13.9/17.2 亿元, EPS 分别为 0.7/0.79/0.97 元。当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 为 8.1/7.2/5.8x。公司当前估值较低。我们给予公司 2020 年 10x PE 估值, 首次覆盖给予“推荐”评级。

### 4. 风险提示

全球物流需求低于预期;

原材料价格大幅上涨;

全球化发生根本逆转。

## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士, 军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者, 历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师, 华商基金研究部工业品研究组组长, 2017年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 刘一鸣

清华大学学士, 美国达特茅斯学院硕士, CFA 持证人, 7年国内外汽车行业技术及管理经验。2018年加入东兴证券, 从事汽车行业研究。

### 张觉尹

西安交通大学学士, 复旦大学金融硕士, 2019年加入东兴证券, 从事汽车行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526