天风证券 TF SECURITIES

国联股份（603613）

证券研究报告
2020 年 02 月 16 日

To B 电商迎来战略机遇期，直播推动公司加速成长

受疫情影响，预计公司将在此轮线上化中深度受益

受经济增长、互联网红利和 SARS 催化，在线购物 2003 年以后迅速发展，但仍以 To C 电商为主。To B 电商始终不占据市场主流，但是经过数十年的发展，相关技术和市场均已成熟。目前互联网和移动互联网用户红利消失，To C 在线购物增量不断收窄，在线购物交易渗透率增速放缓。

此次疫情导致企业线下运营困难，中小型企业纷纷线上化采购和售卖场景，To B 电商迎来增长点。公司依托传统信息资源网，以类“拼多多”模式打造 To B 电商多多平台，渗透率提升空间预计将进一步加大。公司 2 月 8 日发起亿元产业链“战役”支援计划，联动企业数量超预期，将推动公司用户数和交易规模加速增长，推测将在此次疫情产生的线上化趋势中受益。

全面拥抱直播趋势，To B、To C 业务均将迎来更快成长

与传统线下营销相比，影响力更大、精准度更高、成本更低的网络直播营销预计将成为网络营销的主流模式。网络直播中的 MCN（多频道网络）以多内容形态通过产品化模式推进各平台输出，实现广告及电商为主的多业态变现模式，带货效果明显，营销效果显著。

公司优质的产品供应链和在各个细分领域耕耘多年的专家储备将成为其在直播带货领域崛起的优势。公司直播活动效果大超预期，第一阶段将极大推动公司国联资源网业务发展，将带来更多的注册和付费用户，后续会员费、广告费等收入有望明显增加。

国联云行业直播平台是国联股份开发运营的行业线上互动平台，以国联资源网和多多电商广泛的行业用户群体为受众基础。我们预计作为 To B 电商直播的首批厂商，公司将依托强大的专业能力，丰富的客户资源，为国联资源网、多多平台和小资鸟进行反哺，对其提供更多的流量和曝光机会，并带来更多的注册和付费用户，后续会员费、广告费等收入有望明显增加。并且直播也将为商品带来了更高效和更灵活的投放方式，预计未来多多平台和小资鸟也将推出直播，全面赋能电商业务发展

盈利预测与评级

暂不调整盈利预测，预计 2019 年至 2021 年公司净利润为 1.57/2.45/3.62 亿元，考虑公司发展迎来战略机遇期，未来几年增长中枢有望进一步上移，并且直播推动公司加速成长，因为公司作为 A 股产业互联网龙头，在 ToB 多个细分市场处于龙头地位，并且具有进入壁垒高，客户粘性强，成长性高等优势，因此给予公司少量估值溢价，将目标价由 87 元上调为 116 元，对应 2021 年 PE 45 倍。

风险提示：自营电商承受价格波动及客户信用风险；预付款模式资金占用较大；宏观经济波动导致下游需求不振；行业竞争加剧。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,999.77	3,673.60	6,550.19	10,285.11	14,583.96
增长率(%)	119.89	83.70	78.30	57.02	41.80
EBITDA(百万元)	100.79	169.03	231.18	342.66	499.15
净利润(百万元)	58.75	93.86	156.53	244.60	362.26
增长率(%)	145.58	59.77	66.77	56.26	48.11
EPS(元/股)	0.42	0.67	1.11	1.74	2.57
市盈率(P/E)	209.74	131.27	78.72	50.37	34.01
市净率(P/B)	35.93	28.21	19.60	14.11	9.97
市销率(P/S)	6.16	3.35	1.88	1.20	0.84
EV/EBITDA	0.00	0.00	51.51	35.85	22.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	87.5 元
目标价格	115.52 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	140.82
流通 A 股股本(百万股)	35.21
A 股总市值(百万元)	12,321.31
流通 A 股市值(百万元)	3,080.88
每股净资产(元)	7.27
资产负债率(%)	37.62
一年内最高/最低(元)	89.90/18.16

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com
文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

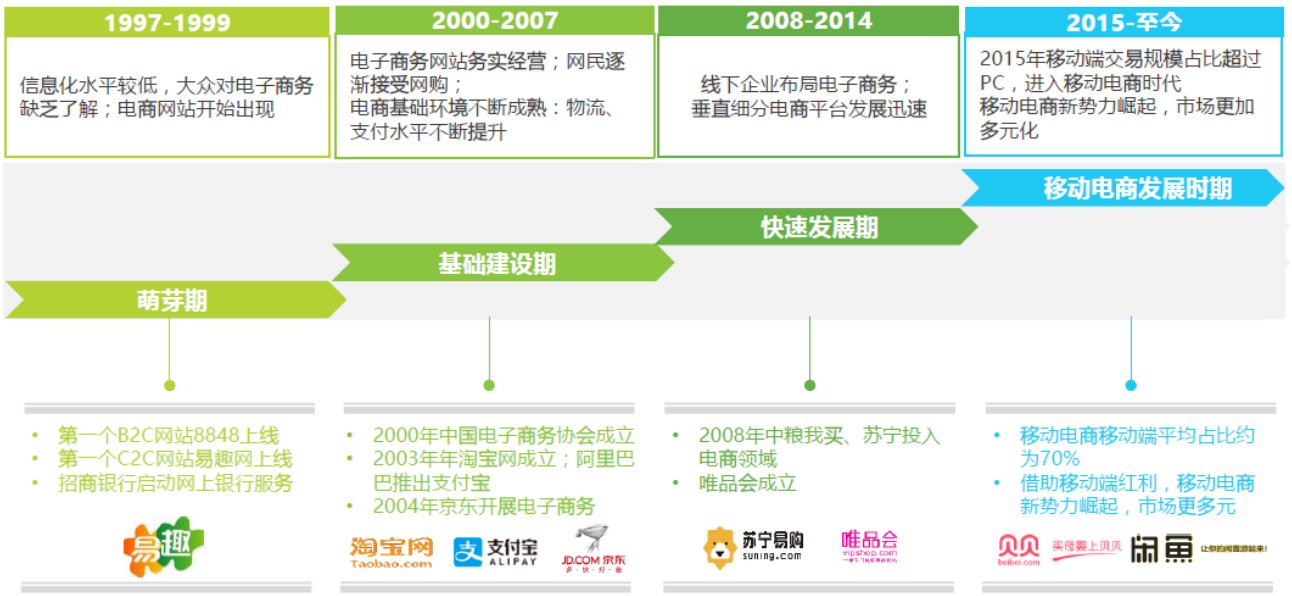
1 《国联股份-季报点评:业绩接近预告上限，TO B“拼多多”前景广阔》2019-10-25
2 《国联股份-公司点评:预计下半年增长持续加速,TO B“拼多多”前景广阔》2019-10-15
3 《国联股份-首次覆盖报告:工业品领域的“拼多多”，深耕产业互联网》2019-09-09

1. 受疫情影响，预计公司将在此轮线上化中深度受益

1.1. 受 SARS 催化和互联网红利影响 To C 电商 03 年后迅速发展，但目前已面临增长瓶颈

受经济增长、互联网红利和 SARS 催化，在线购物 2003 年以后迅速发展，但仍以 To C 电商为主。中国在线购物始于 1997 年，但早期由于信息化水平较低，大众对电子商务缺乏认知，1997 年-2003 年之间中国在线购物发展速度较为缓慢。2003 年以后，受中国 GPD 高速增长、互联网的普及，以后 2003 年 SARS 的催化，在线购物开始高速发展。2003 年淘宝网成立，阿里推出支付宝，2004 年京东开展电子商务业务。2008 年以后受到移动互联网浪潮的影响，在线电商进一步高速发展。但从 2003 年在线电商始终以 To C 电商为主，To B 电商始终不占据市场主流，但是经过数十年的发展，相关技术和市场均已成熟。

图 1：2003 年以后淘宝网、支付宝、京东陆续推出

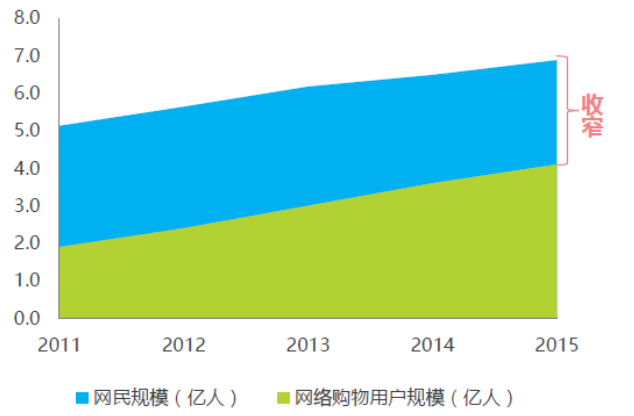


资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

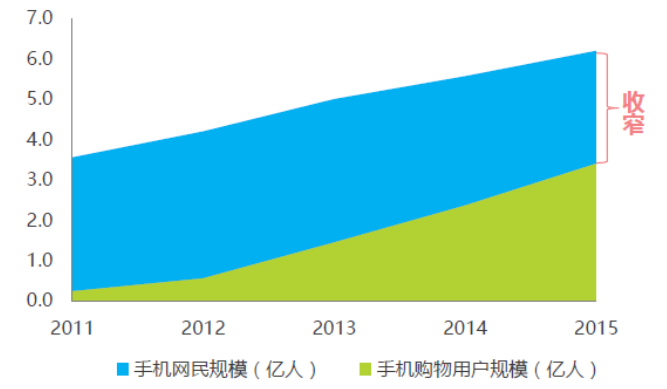
互联网和移动互联网用户红利消失，To C 线上购物增量不断收窄，在线购物交易渗透率增速放缓。在线购物最主要的优势是便利、随时随地，而传统互联网和移动互联网的发展为这种便利提供了最直接的条件。随着互联网的发展和智能手机普及率的提高，网民规模及移动端网民规模增速均放缓。艾瑞咨询统计 2016 年手机网民规模已达 6.6 亿人，市场增量空间减少，移动端流量红利消失，在线购物交易渗透率增速放缓。

图 2：2011-2015 年中国网民规模与网络购物用户规模

图 3： 2011-2015 年中国手机网民规模与手机网购用户规模

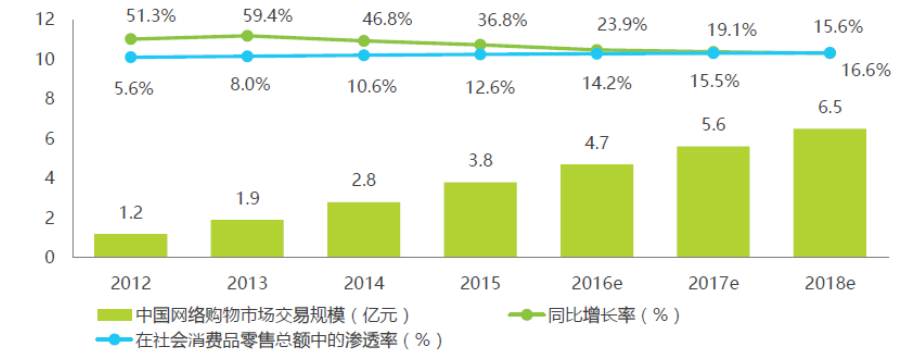


资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

图 4：2012 年-2018 年在线购物市场交易规模和渗透率（单位：亿元）



资料来源，艾媒咨询、天风证券研究所

1.2. 公司 To B 平台渗透率提升空间大，疫情背景下将加速发展

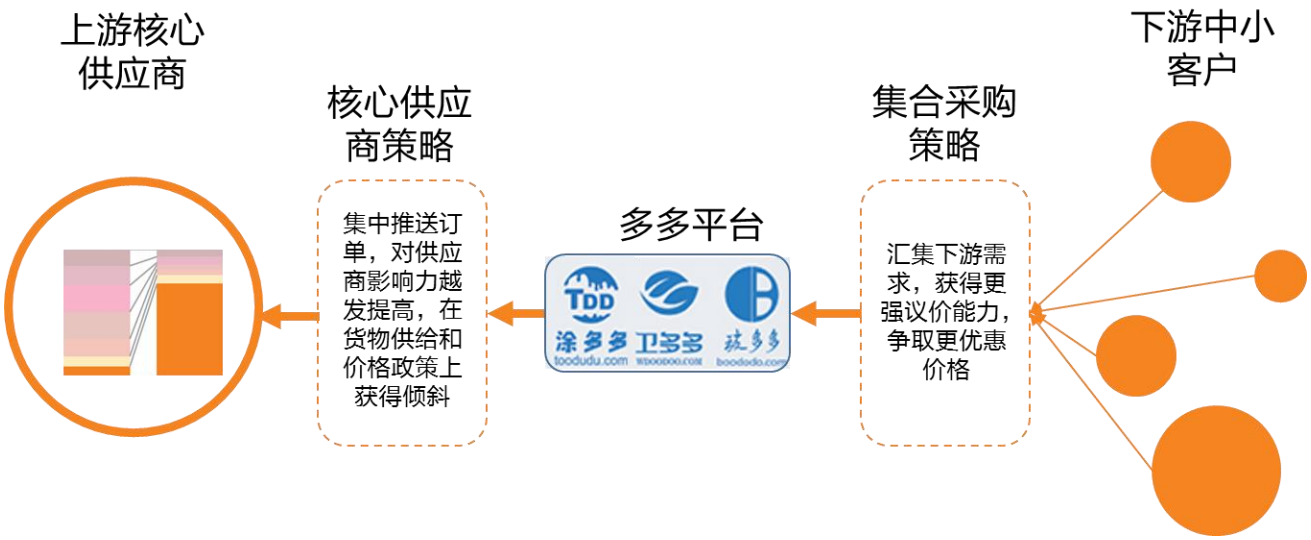
此次疫情导致企业线下运营困难，中小型企业纷纷开展线上采购和售卖，To B 电商迎来增长期。疫情的持续让很多企业经营遇到困难，相比大型企业，疫情对中小企业的波及范围更广，很多中小企业开始将采购和售卖场景线上化以自救。例如京东数科利用数字化平台帮助部分养殖业主，减少了停摆损失 。2 月 5 日，四川德阳市广汉市农业农村局联合京东数科旗下京东城市开发的“西南禽苗交易信息平台”上线，借助时空数据引擎、模块化时空 AI 算法等工具，中小企业可在平台上动态、实时匹配禽苗供需信息，用线上的方式实现禽苗卖得出、买得到，养殖不断档。目前已有 500 余户育雏户、孵化场、经销商加入到平台交易中来。比疫情期间“救急”影响更深远的是，很多企业认识到线上化采购和售卖的优势后将要加快部署，To B 电商迎来增长期。

公司依托传统信息资源网，以类“拼多多”模式打造 To B 电商多多平台，预计将在此次疫情引起的线上化趋势中深度受益。公司在行业信息领域耕耘多年积累了一批优势行业，随着 B2B 电子商务行业逐渐发展到以网上商品交易为核心的新阶段，公司以最有优势的行业分网和团队为基础，从涂多多平台切入垂直电商后实现了快速增长，2016 年公司拓展了玻多多和卫多多平台。2019 年 8 月，公司宣布成立新平台“肥多多”、“纸多多”，切入化肥、农产品、纸浆等行业垂直电商， 采用类“拼多多”模式，对上游实施核心供应商策略，对下游采取集合采购策略，快速做强单品。同时开设线上集市，供应商可以在多多平台自主开设店铺，客户直接与供应商签约；出于引流和培养用户习惯考虑，第三方平台目前没有收费。公司同时为注册供应商和客户提供免费的云 ERP、物流共享系统、电子合同等行业 SaaS 服务，为平台用户增强粘性。此次疫情导致广大化肥、玻璃原材料、纸浆等相关工业原材料产业链的厂商无法正常的购买和出售相关原材料，而公司多多平台的一站式采购可完美解决广大中小企业在原材料供需上的困局，预计公司将在此次疫情所产生的线上化趋势中深度受益。

图 5：从行业分网发展而来的涂多多

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 6：核心供应商和联合采购策略



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所绘制

公司 2 月 8 日发起亿元产业链“战役”支援计划，联动企业数量超预期，将推动公司用户数和交易规模加速增长！多多平台的品类与本次疫情所需物资相关度高，“援亿 战役”活动体现公司作为行业领导者的社会担当，活动将强化行业领导者地位和上下游影响力，同时将促进业务发展，增加数十亿交易规模，特别是吸引更多新用户。截至 2 月 12 日，合计已有 587 家企业报名加入联动单位。疫情背景下，公司多多平台的渗透率有望明显加快，To B 电商迎来春天！

图 7：亿元产业链“战役”支援计划

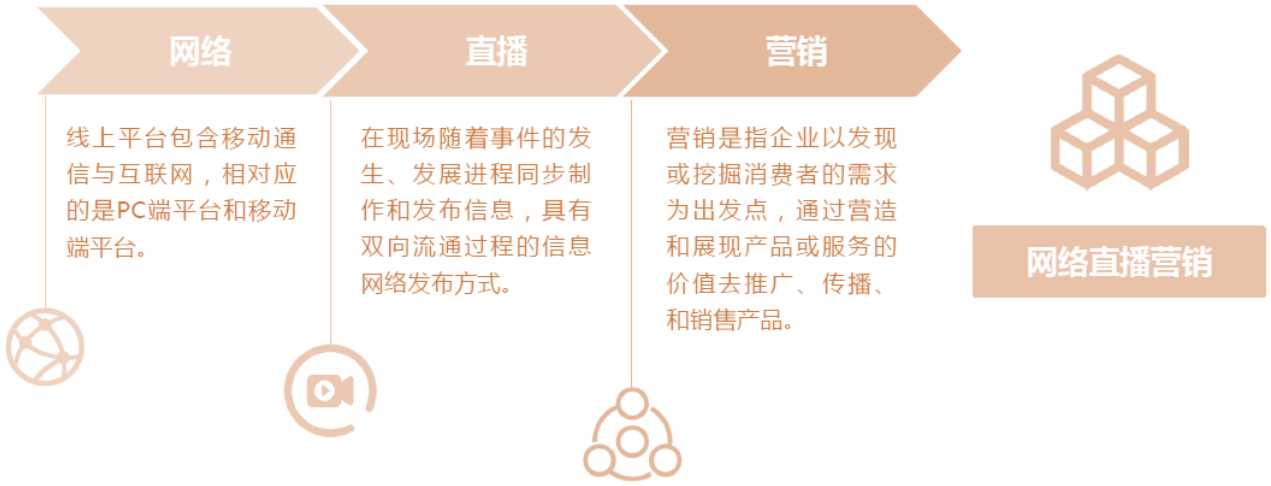
资料来源：涂多多官网、天风证券研究所

2. 全面拥抱直播趋势，To B、To C 业务均将迎来更快成长

2.1. 网络直播营销已成为市场主流，MCN 带货效果明显

与传统线下营销相比，影响力更大、精准度更高、成本更低的网络直播营销预计将成为网络营销的主流模式。网络直播营销是指采用视频直播形式在 PC 端及移动端上，为企业商家达到品牌推广或产品销售的目的所进行的营销。中国网络营销市场规模持续扩大，未来直播营销将成为广告内容呈现的主流形式。与传统线下营销相比，网络直播营销具有影响力更大、传播范围更广、互动性更强、成本更低、精准度更高等一系列优点。

图 8：网络直播营销示意图



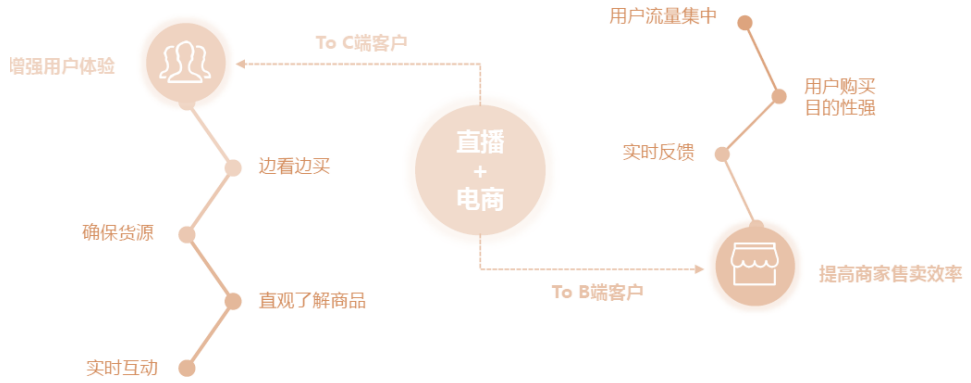
资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

图 9：网络直播营销具有实时互动型、传播范围广、精准营销等优点

资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

MCN 带货效果明显，营销效果显著。网络直播中的 MCN（多频道网络）链接人、内容、平台、广告主、C 端、B 端等多环节，强化社交属性，打造并经营红人及内容网红，以多内容形态通过产品化模式推进各平台输出，实现广告及电商为主的多业态变现模式。MCN 中的主播通常以销售为目的，利用直播作为媒介，对产品进行全方位地介绍和试用。这种营销模式多发生在电商平台内，为提升用户的购物体验而推出，便于用户“边看边买”。而由于电商平台具有极高的用户集中度和购买目的性，通常单次直播营销活动能够带来极高的转化率，尤其是由明星和 KOL 作为主播带来的消费引导，更能够达到显著的营销效果。

图 10：国联云行业直播内容



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

2.2. 国联云直播数据超预期，第一阶段将极大推动国联资源网业务发展

公司优质的产品供应链和在各个细分领域耕耘多年的专家储备将成为其在直播领域崛起的优势。基于此，2 月 12 日，首场国联云行业直播上线。作为公司产业链“战疫”计划之平台服务支援行动之一，直播课程面向行业企业用户免费开放。首场直播课程有 824 家企业报名参加，1480 名行业人士在线听课。国联股份本轮行业直播公益课程系列，将涵盖十余个行业近百个专业主题。

图 11：国联云行业直播内容

资料来源：公司官网、天风证券研究所

直播活动效果大超预期，第一阶段将极大推动公司国联资源网业务发展，将带来更多的注册和付费用户，后续会员费、广告费等收入有望明显增加。这次以工匠主播提供在线知识传播，针对专业人士开展直播互动、在线授课、在线研讨等服务，将推动知识付费。一个专家直播就能有几千家客户参与，对于 To B 来说是非常令人振奋的。过去组织一场规模上千人的行业会议，需要数十位专家，整个邀请过程也非常不容易，耗费的成本也高。

2.3. 预计多多平台和小资鸟也将推出直播，全面赋能电商业务发展

国联云行业直播平台是国联股份开发运营的行业线上互动平台，以国联资源网和多多电商广泛的行业用户群体为受众基础。一方面，以工匠主播提供在线知识传播，针对专业人士开展直播互动、在线授课、在线研讨等服务；另一方面，以行业网红开展多多电商的工业品带货直播活动。我们预计作为 To B 电商直播的首批厂商，公司将依托强大的专业能力，丰富的客户资源，为国联资源网、多多平台和小资鸟进行反哺，对其提供更多的流量和曝光机会，将带来更多的注册和付费用户，后续会员费、广告费等收入有望明显增加。并且直播也将为商品带来了更高效和更灵活的投放方式，将以专业的能力带动整个产业的发展。

公司小资鸟业务主要帮助传统品牌企业运营其在天猫、京东的网上店铺，售卖燕窝、海参、乳品、进口红酒等高等滋补品和消费品，预计未来小资鸟也将推出直播，打造 MCN 经济，通过主播带货的形式全面赋能电商业务发展。

图 12：小资鸟售卖燕窝

资料来源：小资鸟官网、天风证券研究所

3. 估值分析

公司类“拼多多”模式已经跑通，行业成长期距天花板尚远，壁垒高，进入持续高速增长的业绩释放期。由于公司收入增速超过此前的预期，To B 电商迎来战略机遇期，直播推动公司加速成长，同时公司作为 A 股产业互联网龙头，在 ToB 多个细分市场处于龙头地位，并且具有进入壁垒高，客户粘性强，成长性高等优势，因此给予少量估值溢价，将目标价由 87 元上调为 116 元，对应 2021 年 PE 45 倍。

表 1：可比公司 P/E 估值（2020 年 2 月 16 日查询值）

证券代码	证券简称	2021 年 PE
PDD.O	拼多多	40
300226.SZ	上海钢联	30

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

1. **自营电商承受价格波动及客户信用风险**：公司电商为自营模式，公司承担售货与发货期间价格变动风险，同时承担自身客户风险；
2. **预付款模式资金占用较大**：公司通过预付款方式订货，预付款在资产负债表中比例较大，对资金占用较多；
3. **宏观经济波动导致下游需求不振**：公司主营品类为大宗商品，下游需求受宏观经济波动影响；
4. **市场竞争加剧风险**：B2B 电商行业领域较为细分，未来可能在细分或平台领域产生新的竞争对手。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	184.04	278.57	524.01	822.81	1,166.72
应收票据及应收账款	94.59	137.13	318.80	70.47	129.38
预付账款	284.13	351.78	950.99	1,112.69	1,694.94
存货	20.42	27.21	64.50	71.72	131.30
其他	5.97	9.36	23.79	15.82	35.09
流动资产合计	**589.14**	**804.06**	**1,882.10**	**2,093.51**	**3,157.42**
长期股权投资	0.00	0.38	0.38	0.38	0.38
固定资产	22.91	22.88	44.54	86.27	127.06
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	4.22	7.15	6.01	4.87	3.74
其他	5.18	5.79	5.11	5.15	5.22
非流动资产合计	**32.31**	**36.20**	**92.04**	**166.28**	**208.15**
资产总计	**621.46**	**840.26**	**1,974.13**	**2,259.78**	**3,365.57**
短期借款	114.40	140.00	79.04	604.08	28.18
应付票据及应付账款	12.70	82.79	54.35	155.98	174.87
其他	138.71	153.15	1,174.05	440.49	1,828.90
流动负债合计	**265.82**	**375.94**	**1,307.44**	**1,200.55**	**2,031.94**
长期借款	0.00	0.00	0.00	125.42	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.70	0.23	0.31	0.41
非流动负债合计	**0.00**	**0.70**	**0.23**	**125.73**	**0.41**
负债合计	**265.82**	**376.64**	**1,307.67**	**1,326.28**	**2,032.36**
少数股东权益	12.70	26.82	37.92	60.37	97.82
股本	105.61	105.61	140.82	140.82	140.82
资本公积	137.87	137.87	137.87	137.87	137.87
留存收益	237.33	331.19	487.72	732.32	1,094.58
其他	(137.87)	(137.87)	(137.87)	(137.87)	(137.87)
股东权益合计	**355.64**	**463.62**	**666.46**	**933.51**	**1,333.22**
负债和股东权益总	**621.46**	**840.26**	**1,974.13**	**2,259.78**	**3,365.57**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1,999.77**	**3,673.60**	**6,550.19**	**10,285.11**	**14,583.96**
营业成本	1,800.41	3,368.54	6,091.81	9,621.00	13,648.40
营业税金及附加	1.73	2.96	6.72	9.24	13.26
营业费用	69.39	102.51	150.65	213.93	298.97
管理费用	27.84	32.37	39.30	51.43	58.34
研发费用	11.91	16.73	32.75	51.43	72.92
财务费用	4.55	7.80	6.14	23.34	21.57
资产减值损失	1.50	0.83	1.21	1.18	1.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.12)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
其他	(0.11)	0.24	0.08	0.08	0.08
营业利润	**82.54**	**141.76**	**221.56**	**313.52**	**469.38**
营业外收入	0.10	1.14	1.16	0.80	1.04
营业外支出	0.08	0.24	0.13	0.15	0.17
利润总额	**82.57**	**142.67**	**222.59**	**314.17**	**470.25**
所得税	20.39	34.68	54.96	47.13	70.54
净利润	**62.18**	**107.98**	**167.63**	**267.05**	**399.71**
少数股东损益	3.43	14.12	11.10	22.45	37.45
归属于母公司净利润	**58.75**	**93.86**	**156.53**	**244.60**	**362.26**
每股收益（元）	0.42	0.67	1.11	1.74	2.57

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	119.89%	83.70%	78.30%	57.02%	41.80%
营业利润	185.02%	71.74%	56.29%	41.50%	49.71%
归属于母公司净利润	145.58%	59.77%	66.77%	56.26%	48.11%
获利能力					
毛利率	9.97%	8.30%	7.00%	6.46%	6.41%
净利率	2.94%	2.56%	2.39%	2.38%	2.48%
ROE	17.13%	21.49%	24.90%	28.01%	29.32%
ROIC	-182.30%	40.31%	53.71%	132.33%	49.97%
偿债能力					
资产负债率	42.77%	44.82%	66.24%	58.69%	60.39%
净负债率	-19.58%	-29.89%	-66.77%	-10.00%	-85.40%
流动比率	2.22	2.14	1.44	1.74	1.55
速动比率	2.14	2.07	1.39	1.68	1.49
营运能力					
应收账款周转率	26.63	31.71	28.73	52.84	145.95
存货周转率	167.27	154.24	142.85	151.01	143.67
总资产周转率	3.73	5.03	4.65	4.86	5.19
每股指标（元）					
每股收益	0.42	0.67	1.11	1.74	2.57
每股经营现金流	-0.62	0.55	2.40	-1.76	7.93
每股净资产	2.44	3.10	4.46	6.20	8.77
估值比率					
市盈率	209.74	131.27	78.72	50.37	34.01
市净率	35.93	28.21	19.60	14.11	9.97
EV/EBITDA	0.00	0.00	51.51	35.85	22.59
EV/EBIT	0.00	0.00	52.30	36.46	22.97

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	62.18	107.98	156.53	244.60	362.26
折旧摊销	2.02	2.87	3.48	5.80	8.19
财务费用	5.11	7.76	6.14	23.34	21.57
投资损失	0.00	0.12	0.04	0.04	0.04
营运资金变动	(153.87)	(30.74)	160.09	(544.51)	687.33
其它	(3.38)	(10.69)	11.10	22.45	37.45
经营活动现金流	**(87.95)**	**77.30**	**337.38**	**(248.28)**	**1,116.84**
资本支出	2.60	5.32	60.47	79.92	49.90
长期投资	0.00	0.38	0.00	0.00	0.00
其他	0.63	(11.03)	(120.51)	(159.96)	(99.94)
投资活动现金流	**3.23**	**(5.33)**	**(60.04)**	**(80.04)**	**(50.04)**
债权融资	114.40	140.00	79.04	729.50	28.18
股权融资	149.31	(7.80)	29.07	(23.34)	(21.57)
其他	(31.05)	(114.88)	(140.00)	(79.04)	(729.50)
筹资活动现金流	**232.66**	**17.32**	**(31.89)**	**627.12**	**(722.89)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**147.95**	**89.29**	**245.45**	**298.79**	**343.91**

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