



2021.08.10

## 漫长的消费复苏，下半年亮点在哪

### 报告作者

 **董琦(分析师)**  
 010-83939823  
 dongqi020832@gtjas.com  
 证书编号 S0880520110001

 **张陈(研究助理)**  
 010-83939823  
 Zhangchen023999@gtjas.com  
 证书编号 S0880121030001

#### 本报告导读:

疫情延缓消费复苏，从目前防控情况来看，全国大概率在 10 月前得到控制，此后消费将迎来下一个窗口。政策端发力，我们认为有中低收入群体改善和财政发力两条修复主线，同时 CPI 上行叠加经济下行的环境，必需消费（食品饮料、日用品、化妆品）相对受益。从长逻辑共同富裕出发，大众消费品以及国货崛起机遇更大。

#### 摘要:

- 疫情干扰复苏，下一个窗口期将延后至 10 月。**本轮国内疫情强于以往，高频交通出行数据显示 8 月消费将受影响。往年 3 季度是旅游旺季，各地防控收紧将导致旅游旺季不旺。但 10 月之前疫情能够得到控制仍然是大概率事件，得益于防控收紧，南京新增病例在 7 月末就已经度过高峰，其他省份滞后一些。而从社会消费品零售角度来看，10 月往后是全年消费旺季，将是消费修复的下一个窗口期。
- 消费修复短板在哪里？限额以下消费+社会团体消费。**
  - ✓ 从大类来看，服务消费明显弱于商品消费，但并不是所有服务消费都弱，限额以上餐饮消费（或者说是大中型餐饮企业）其实已经接近疫情前的水平，商品消费也类似。
  - ✓ 不同消费衡量指标之间走势也出现了分化，社会消费品零售增速二季度相比一季度仅小幅增加，但居民支出增速却有明显回升。
  - ✓ 从结构上看，社会消费品零售角度汽车消费显著较弱，居民支出角度房租、教育文娱、医疗保健、其他用品，必需消费增速基本恢复正常。
- 制约消费恢复的原因是什么？K 型修复+财政节奏后移。**
  - ✓ **限额以下消费偏弱，源于疫后 K 型复苏。**疫后复苏阶段，大中型企业和小型企业景气度走势分化，高收入群体和中低收入群体收入增速分化。我们考察历史数据也会发现，中低收入群体收入快速增长的阶段，往往对应着限额以下消费快速提升的阶段。
  - ✓ **居民支出恢复快于社会消费品零售，主因财政支出节奏后移。**上半年财政发力、发债节奏均较慢，导致社会团体消费偏弱。回顾历史数据我们确实也发现，社会消费品零售增速显著慢于居民支出增速的时期，财政支出增速也相对较弱，两者呈现正相关关系。
  - ✓ **汽车消费偏弱，与供给扰动有关，供给扰动年内难有明显缓解，下半年销量增速预计与上半年持平。**限额以上消费中仅汽车消费明显较弱，其实也表明汽车消费弱与供给受限有一定关系。6 月汽车经销商库存系数已经降至历史低位。展望后续，芯片短缺问题在年内大幅改善可能性较小，因此下半年汽车销量难有大幅回升。
- 哪些领域的消费还存在修复可能？两条主线+三个行业**
  - ✓ **主线一：中低收入群体改善的促进，但幅度短期相对有限。**长期来看，大众消费品以及国货崛起更符合共同富裕的大逻辑。
  - ✓ **主线二：财政支出发力，带动的社会团体消费。**同时通过乘数效应提振消费，经济下行期财政乘数效应大于上行期。
  - ✓ **三个行业：复盘 07 年以来 4 轮 CPI 持续上行阶段，CPI 上行叠加经济上行，可选消费相对更好（金银珠宝、家具、汽车），CPI 上行叠加经济下行，必需消费相对更好（食品饮料、日用品、化妆品）。**

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 相关报告

出口动能缓落：全球贸易增长趋顶的三个特征  
 2021.08.07  
 紧抓窗口期，来自分层流动性时钟的信号  
 2021.08.02  
 国内外疫情均出现不同程度反弹  
 2021.08.02  
 不均衡加剧：小企业下行的三大特征  
 2021.08.01  
 经济定调更谨慎，政策强调“衔接”与“自主”  
 2021.07.31



## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. 疫情干扰复苏，下一个窗口期将延后至 10 月 .....   | 3  |
| 2. 消费修复短板在哪里？限额以下消费+社会团体消费 .....  | 5  |
| 3. 制约消费恢复的原因是什么？K型修复+财政节奏后移 ..... | 8  |
| 4. 哪些消费值得期待？两条主线+三个行业 .....       | 11 |
| 5. 风险提示 .....                     | 13 |

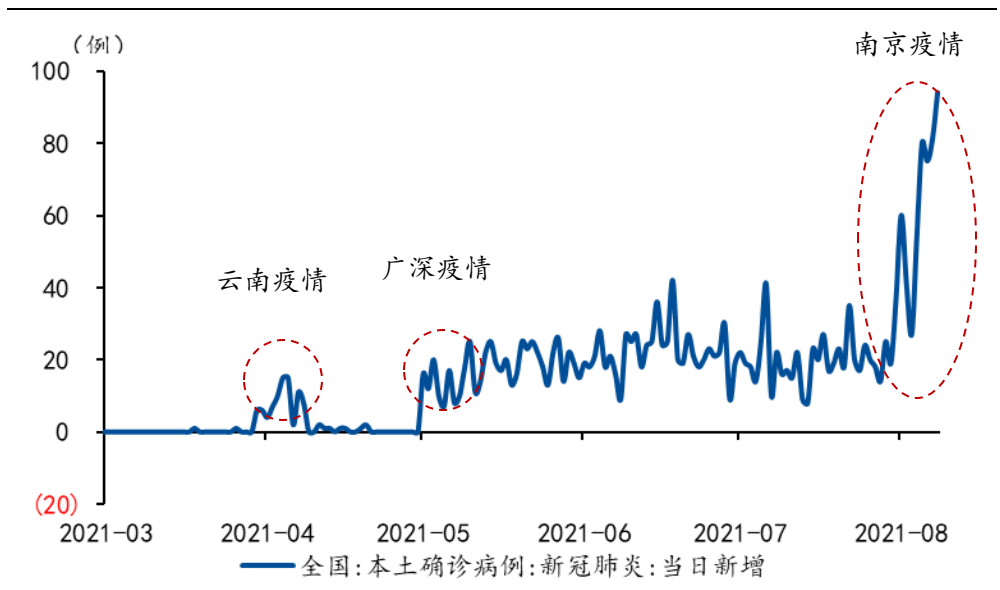


7月中下旬国内疫情有所升温，并且本次疫情明显超过云南、广深，虽然对7月消费数据影响不明显，不过各省市快速收紧防控措施，既有效遏制疫情蔓延，也势必会对8月消费数据带来负面影响，尤其是8-9月正值暑期消费旺季。那么疫情再度控制之后，下一个修复窗口是什么时候？消费复苏空间在哪里？除了疫情之外，还有什么因素阻碍消费修复？未来消费缓步抬升过程中，哪些行业表现会更好？我们对这些问题进行讨论。

## 1. 疫情干扰复苏，下一个窗口期将延后至10月

本轮国内疫情强于以往，高频数据显示8月消费将受影响。由于南京疫情爆发节点是7月中下旬，疫情尚未产生明显影响，7月当月服务业PMI仅小幅弱于季节性，并且住宿、餐饮等旅游相关行业景气度明显抬升，显示出暑期旅游旺季对消费存在带动作用。但随着疫情加剧，以及各地收紧疫情防控，8月无论旅游还是整体消费都势必受到较大负面冲击，高频数据显示，主要城市如上海、广州、苏州等地铁出行数量已经出现大幅滑落。

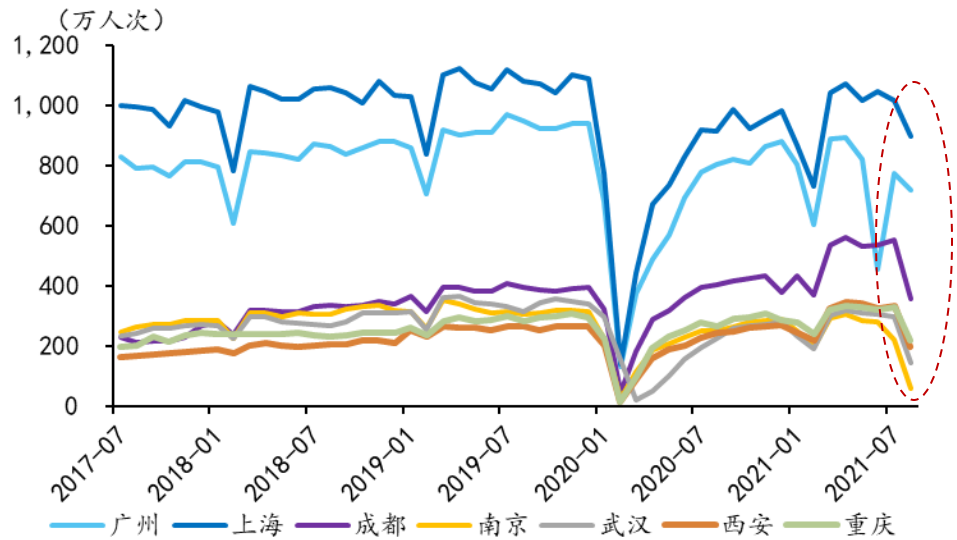
图 1: 3月以来的疫情走势，本轮明显较为严重



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 主要城市8月日均地铁出行量大幅下降

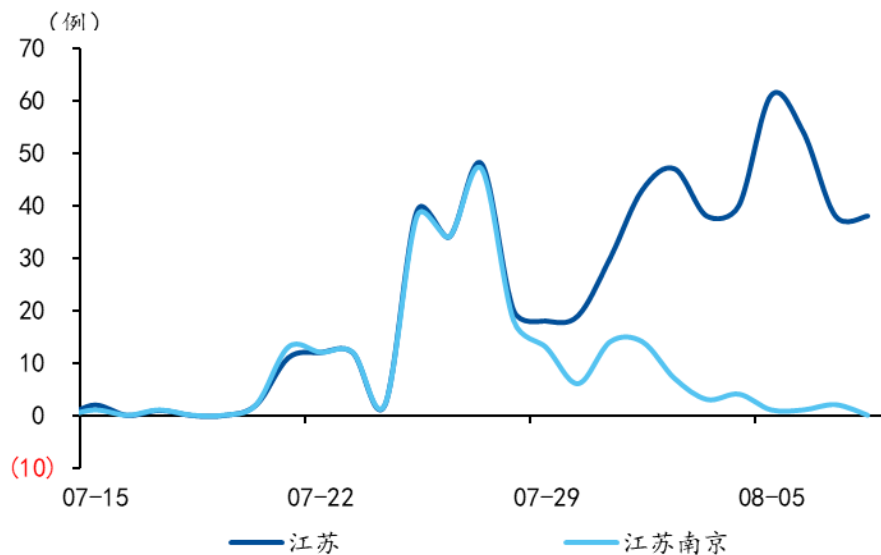




数据来源：Wind，国泰君安证券研究

收紧措施既防控疫情，也挫伤旅游，下个窗口期将在10月。从往年数据来看，3季度是全国旅游旺季，比如北京8月是通常是年内旅游收入占比最高月份，携程3季度是全年营收占比最高季度。各地目前普遍要求学生提前返校，这意味着暑期旅游高峰可能提前结束，导致三季度存在旅游旺季不旺的特征。防控措施收紧越严格，同时也意味着疫情蔓延将防控越快，比如南京新增病例实际上在7月末就度过了高峰，其他省份虽然滞后一些，但10月之前疫情能够得到控制仍然是大概率事件。而从社会消费品零售角度来看，10月往后是全年消费旺季，将是消费修复的下一个窗口期。

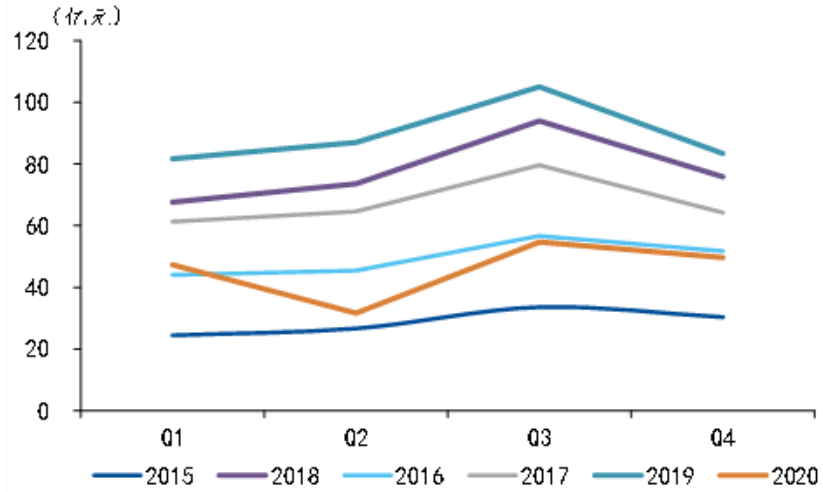
图 3：南京收紧防控措施后，南京新增病例其实已经度过高峰



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

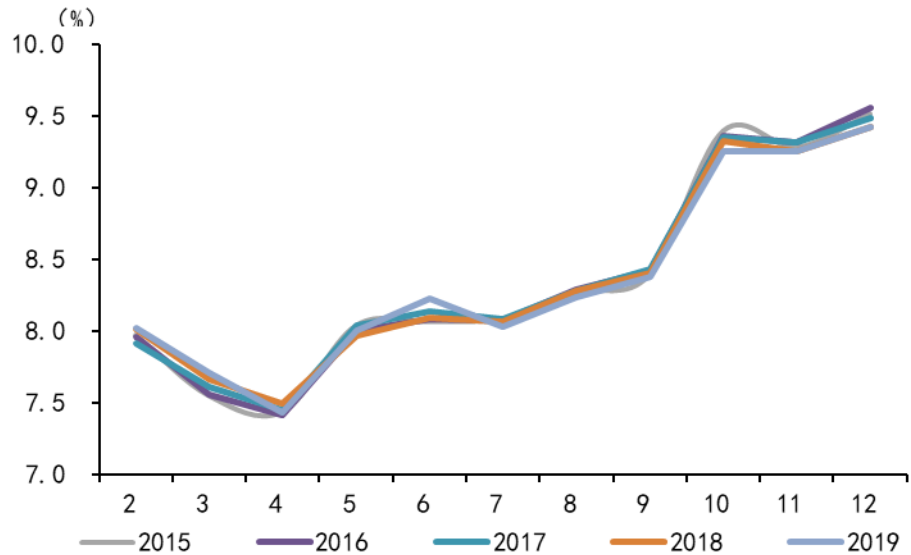
图 4：从携程营收年内分布来看，三季度是旅游旺季，大概率旺季不旺





数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 5: 从社会消费品零售年内分布来看, 10月旺季仍然值得期待



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 2. 消费修复短板在哪里? 限额以下消费+社会团体消费

疫情得到控制之后, 无论从居民收入改善, 还是从政策培育内需角度, 消费整体方向仍然是向上修复, 其中哪些环节修复动能更强呢? 那么就需要先搞清楚目前消费修复的短板在哪里。

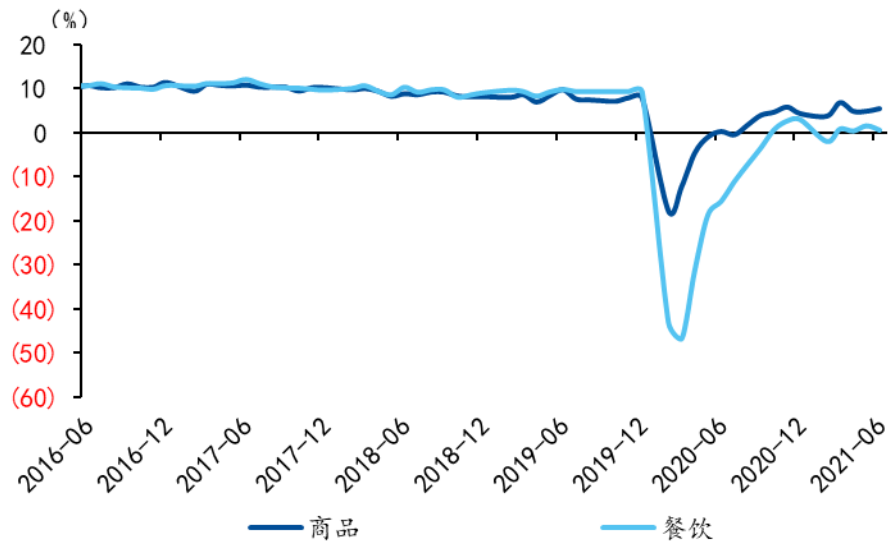
首先, 服务消费和限额以下消费明显较弱。

- ✓ 从大类来看, 服务消费持续偏弱, 社会消费品零售中餐饮消费 6 月的两年平均增速仅为 0.6%, 相比疫情之前 9% 左右的增速相去甚远。相比之下商品消费 6 月增速为 5.5%, 虽然距离疫情前 8% 左右的增速有差距, 但是也远远好于餐饮消费。
- ✓ 从销售主体来看, 餐饮消费偏弱, 但并不是所有餐饮消费都弱, 限额以上餐



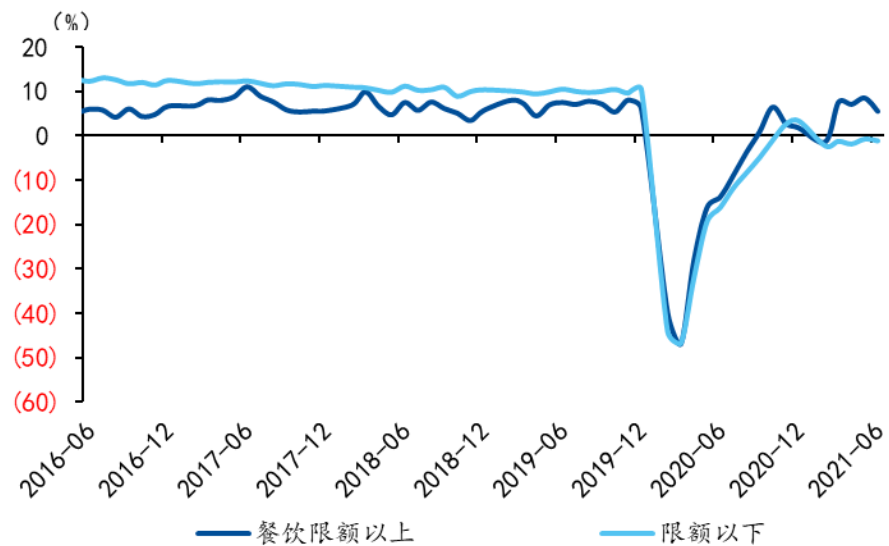
饮消费（或者说大、中型餐饮企业）其实已经接近疫情前的水平，比较弱的是限额以下餐饮（或者说小微餐饮企业），甚至6月还处于负增长阶段，而这部分餐饮是占到75%以上的，导致整体餐饮消费恢复缓慢。商品消费基本类似，限额以上商品消费增速6月达到6.2%，已经超过疫情前4%左右的增速，但限额以下商品消费增速6月仅4.7%，远小于疫情前11%左右的增速。

图 6：社会消费品零售中，服务消费增速恢复弱于商品消费增速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

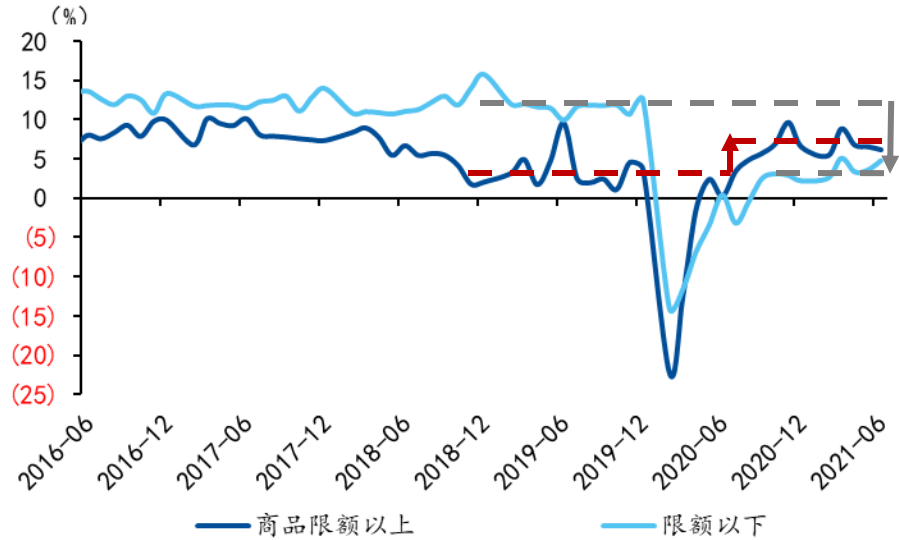
图 7：限额以下餐饮增速弱于限额以上餐饮



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 8：限额以下商品弱于限额以上商品

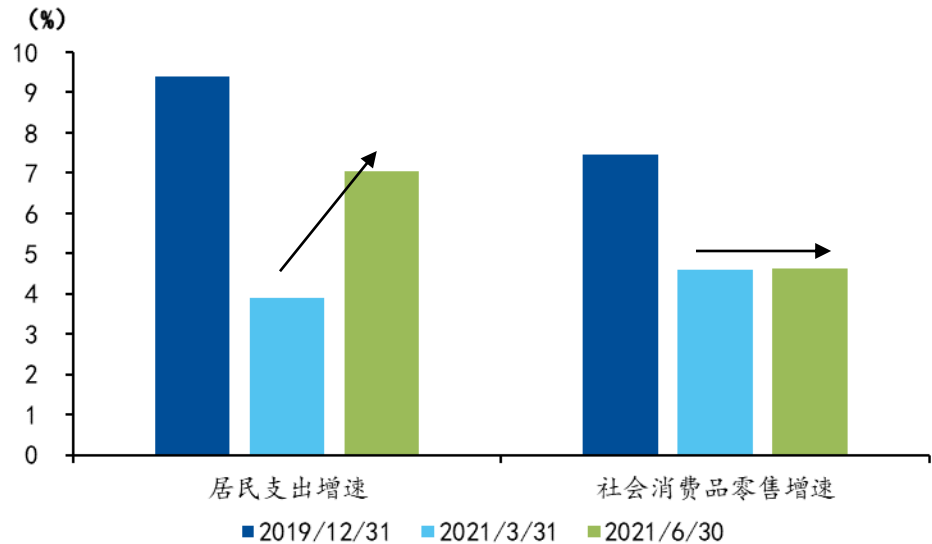




数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

然后, 社会消费品零售增速明显弱于居民消费支出增速。不同消费衡量指标之间走势也出现了分化, 2 季度一个重要特征是社会消费品零售增速明显弱于居民消费支出增速, 社会消费品零售增速二季度相比一季度仅小幅增加, 但居民支出增速却有明显回升。

图 9: 社会消费品零售恢复弱于居民消费支出恢复



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

最后, 从结构上看, 教育文娱、医疗保健、汽车相对较弱。从社会消费品零售角度来看, 统计局仅公布限额以上消费品细项, 对于这些细项, 大部分都明显超出疫情前的增长水平, 其中仅汽车二季度开始出现走弱的迹象, 并已经弱于疫情之前。从居民支出角度来看, 明显弱于疫情之前的分项主要集中在可选消费, 包括房租、教育文娱、医疗保健、其他用品, 必需消费增速基本恢复常态。

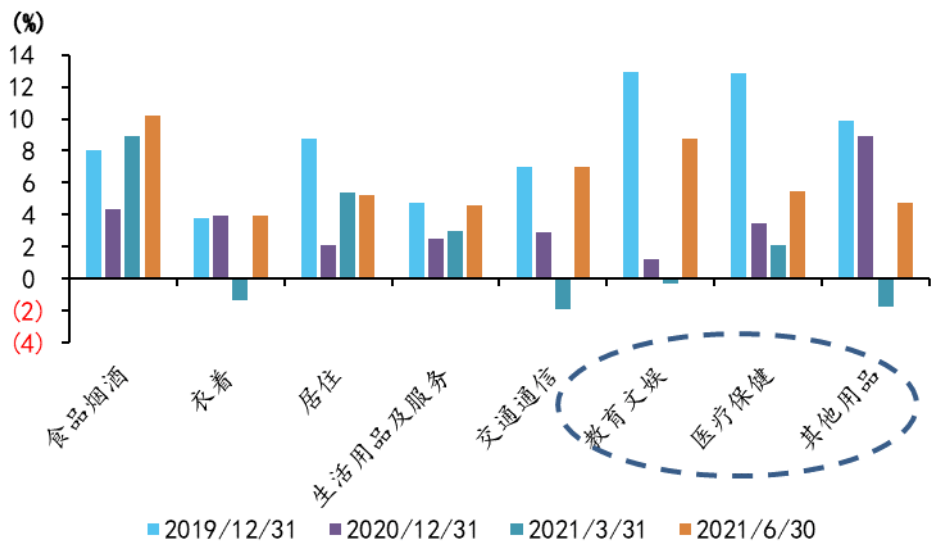
图 10: 限额以上商品中, 汽车消费相对偏弱



| 大类 | 品种   | 2019全年 | 2019Q4 | 2021Q2 | 21-06 |
|----|------|--------|--------|--------|-------|
| 必需 | 服装   | 3.1    | 1.9    | 5.1    | 5.9   |
|    | 烟酒   | 7.6    | 8.4    | 14.7   | 14.9  |
|    | 饮料   | 10.7   | 11.9   | 19.5   | 23.1  |
|    | 日用品  | 13.7   | 14.6   | 14.3   | 15.4  |
|    | 药品   | 9.0    | 6.1    | 8.1    | 9.0   |
|    | 食品   | 10.3   | 9.1    | 12.0   | 12.7  |
| 可选 | 金银珠宝 | 0.0    | -0.5   | 11.5   | 8.2   |
|    | 通讯   | 8.2    | 13.6   | 13.2   | 17.2  |
|    | 化妆品  | 12.8   | 12.1   | 13.7   | 16.3  |
|    | 文化办公 | 3.6    | -3.8   | 9.8    | 16.6  |
|    | 汽车   | -0.9   | -1.4   | 3.7    | -1.3  |
|    | 石油   | 1.2    | 0.0    | 1.8    | 2.6   |
|    | 家具   | 5.4    | 3.4    | 7.4    | 6.0   |
|    | 建筑装潢 | 2.7    | 1.0    | 10.8   | 9.8   |
|    | 电器   | 5.7    | 4.8    | 3.8    | 9.0   |

数据来源：Wind，国泰君安证券研究。2021年增速为两年平均同比。

图 11：居民支出增速中可选消费相对偏弱



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

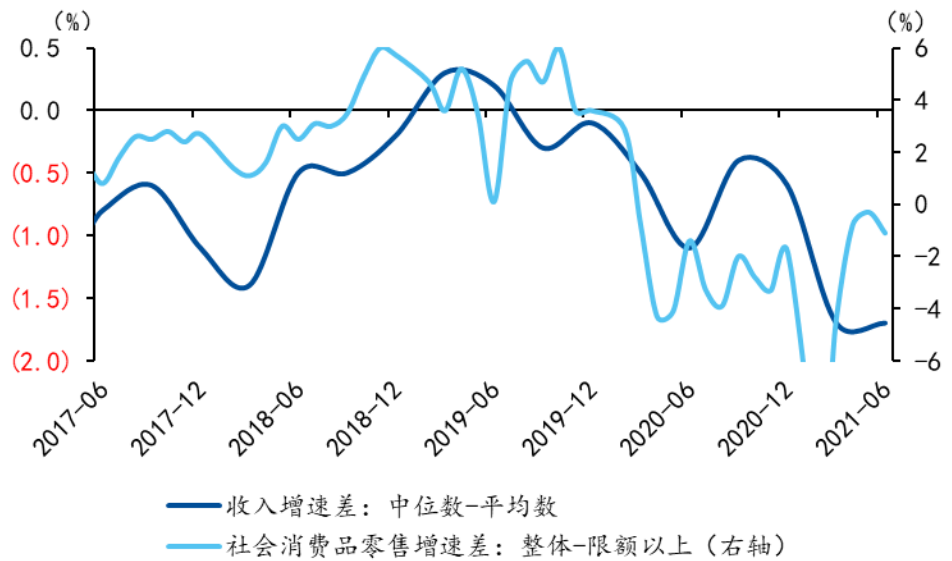
### 3. 制约消费恢复的原因是什么？K型修复+财政节奏后移

限额以下消费偏弱，源于疫后 K 型复苏。疫后复苏阶段，全球都面临着 K 型复苏的困境，即大中型企业、高收入群体恢复快，小型企业、低收入群体恢复慢，我国也不例外。因此我们看到，虽然 2021 年 PMI 整体持续高景气扩张，但小企业却大部分月份在荣枯线下收缩。虽然居民收入整体持续回升，但中低收入群体收入改善缓慢。我们考察历史数据也会发现，中低收入群体收入快速增长的阶段，往往对应该限额以下消费快速提升的阶段，反之也是一样，其实本轮限额以下消费恢复慢也不例外。





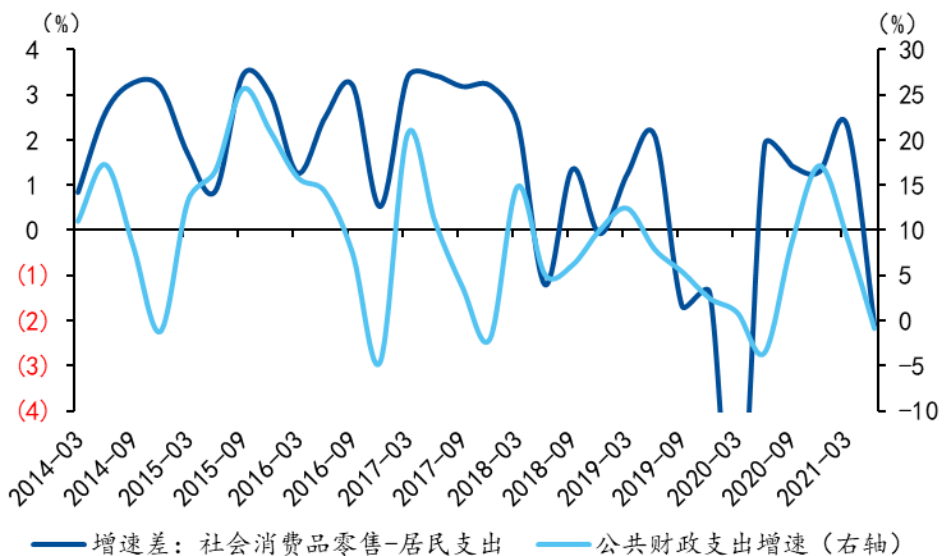
图 12: 中低收入群体收入改善, 有助于限额以下消费增速回升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

居民支出恢复快于社会消费品零售, 反映财政支出节奏后移。从统计角度来看, 居民支出与社会消费品零售之间差异主要是两点, 其一是居民支出中包含服务, 其二是社会消费品零售中包含销售给企业、单位等社会团体的商品。服务恢复较慢, 因此不大可能是服务消费带动居民支出快于社会消费品零售。结合上半年财政发力、发债节奏均较慢的特征, 更大可能性是社会团体消费, 尤其是政府支出端偏弱。回顾历史数据我们确实也发现, 社会消费品零售增速显著慢于居民支出增速的时期, 财政支出增速也相对较弱, 两者呈现正相关关系。

图 13: 社会消费品零售增速弱于居民支出阶段, 往往伴随着财政支出增速较慢



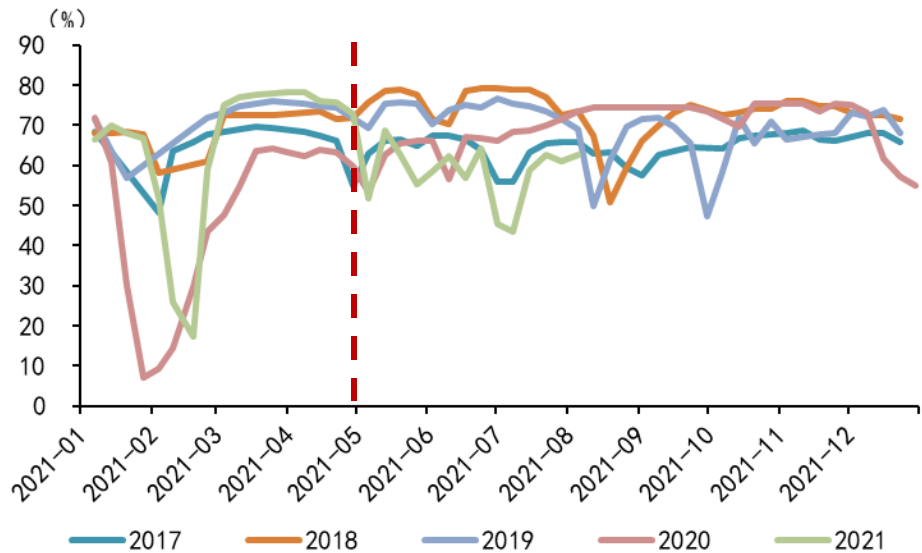
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

汽车消费偏弱, 与供给扰动有关, 供给扰动年内难有明显缓解, 下半年销量增速预计与上半年持平。限额以上消费中仅汽车消费明显较弱, 其实也表明汽车消费弱与供给受限有一定关系。芯片短缺问题 20 年 12 月就已经开始存在, 不过由于



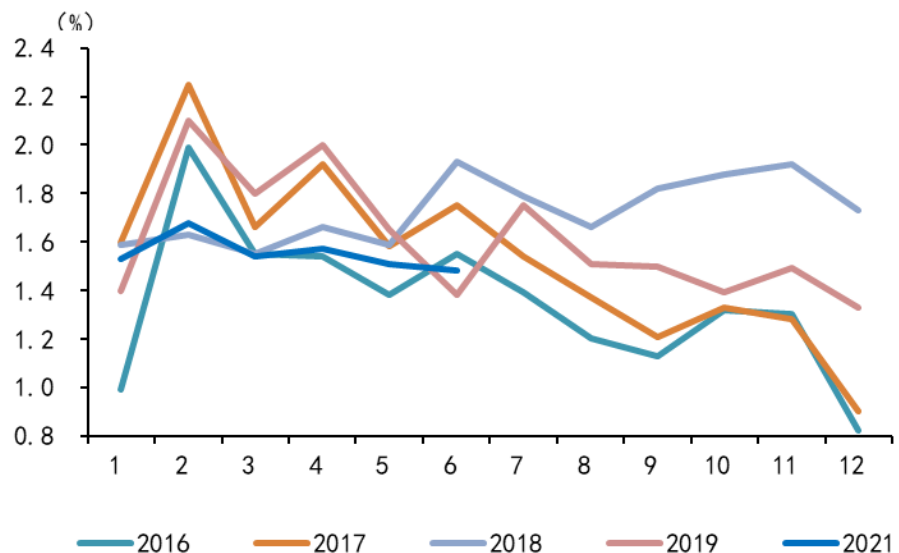
汽车厂商留有芯片库存，1-4月对生产制约尚不明显，5-6月汽车产量开始明显下滑，同时高频钢胎生产率也随之出现明显下降。供给扰动同样还体现在库存水平上，6月汽车经销商库存系数已经降至历史低位。展望后续，芯片短缺问题在年内大幅改善可能性较小，因此下半年汽车销量难有大幅回升，根据中汽协最新预测数据，下半年增速为-6.3%，折合两年平均增速2.4%，与上半年2.3%的增速基本持平。

图 14: 5 月以来钢胎生产率持续下行



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

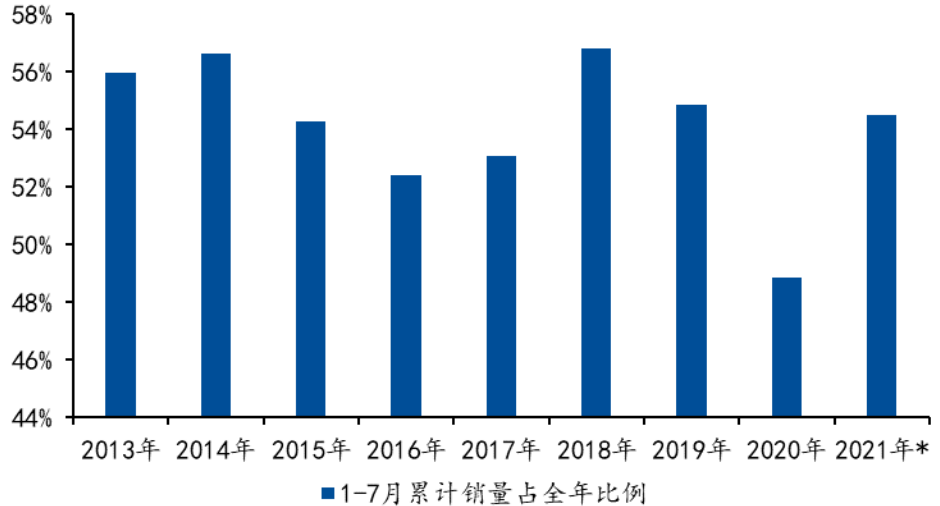
图 15: 汽车库存指数已经降至历史低位



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 1-7 月汽车销量占全年比例约 55%，2021 年全年销量预计为 2700 万辆



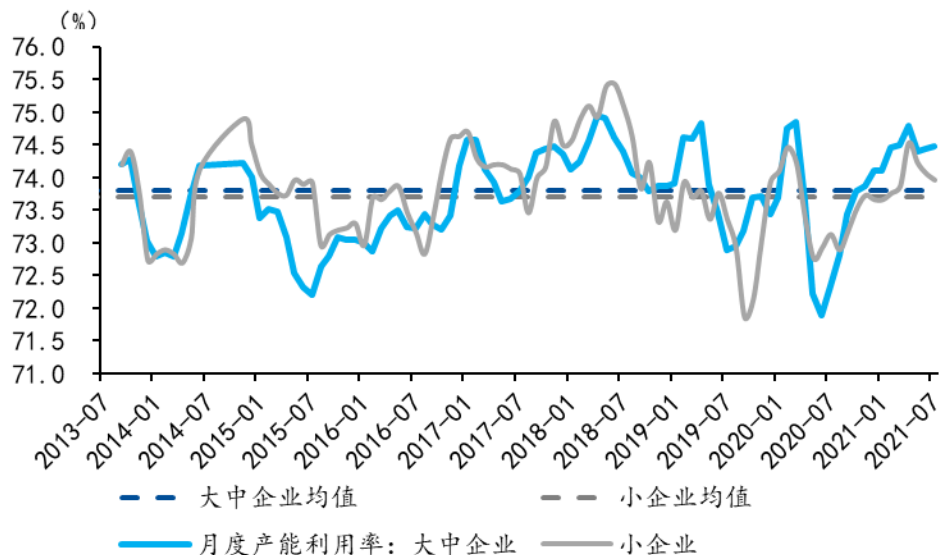


数据来源：Wind，中汽协，国泰君安证券研究

#### 4. 哪些消费值得期待？两条主线+三个行业

首先，中低收入群体改善尚需政策帮扶，年内会延续缓步修复。中小企业对就业贡献较大，而目前小企业运行存在三大特征，其一是生产下行幅度更强，7月小企业产能利用率下降强于大中型企业，可能是在环保限产措施收紧、供应链紧张背景下，小企业受抑制更明显；其二是小企业受出口下行负面影响更大，7月PMI出口订单下行中，小企业下行更加明显，并且小企业较为集中的纺织服装、金属制品行业下行幅度强于其他行业；其三是成本端压力存在滞后，目前涨价主要集中在上游，而小企业更多集中在下游，因此小企业成本端压力滞后于大中型企业。后续随着出口缓步下行，价格逐步向下游传导，小企业面临的压力有进一步增大的可能，这意味着政策端降成本的诉求也会进一步提升，两者共同作用下，预计中低收入群体延续缓步修复，对消费带动作用不强。

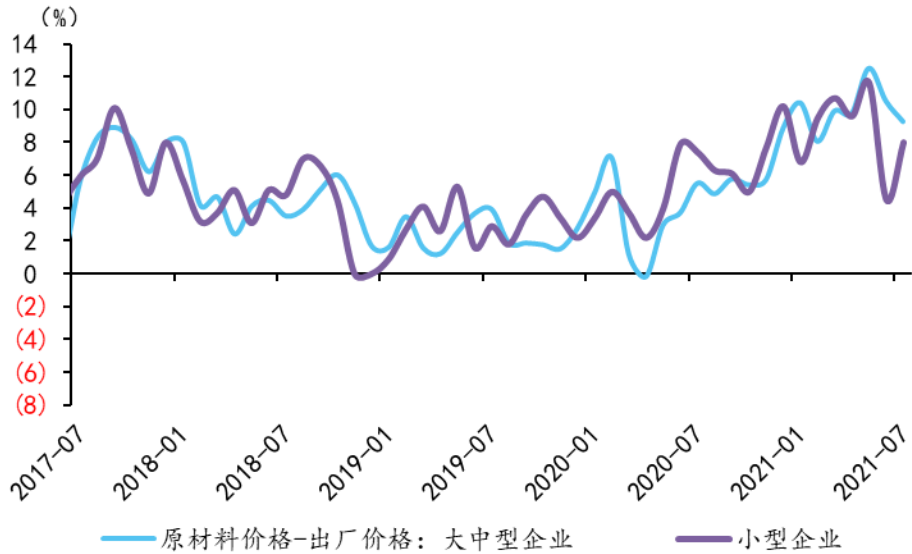
图 17：小企业产能利用情况持续走弱



数据来源：Wind，国泰君安证券研究



图 18: 小型企业原材料价格-出厂价格涨幅小于大中型企业



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

其次, 财政支出下半年发力, 将有力带动消费提速。财政具有乘数效应, 并且大量研究表明, 财政乘数效应的大小会跟随经济周期演变, 在经济上行期, 财政支出的乘数效应相对较小, 在经济下行期, 财政支出的乘数效应相对较大。其实也很好理解, 经济下行期消费信心不足, 需求偏弱, 财政适当发力能够打破信心不足—经济下行的负向循环, 带动经济回暖; 而经济上行期, 需求本身就在持续回暖, 财政支出效率未必强于民间支出, 更多表现为对需求的挤占。那么随着下半年经济下行压力逐渐增大, 同时支出、发债节奏后移带来的财政发力, 有望对消费形成提振。

图 19: 财政乘数效应结果梳理

| 作者              | 国家  | 样本区间 (年)  | 经济低迷期                          | 经济繁荣期 | 比值   |
|-----------------|-----|-----------|--------------------------------|-------|------|
| 陈诗一             | 中国  | 1995-2013 | 0.85                           | 0.37  | 2.3  |
| Candelon 和 Lieb | 美国  | 1968-2010 | 2.4                            | 0.5   | 4.8  |
| Owyang 等        | 加拿大 | 1921-2011 | 1.6                            | 0.44  | 3.64 |
| Batini 等        | 美国  | 1975-2010 | 2.2                            | 0.3   | 7.33 |
|                 | 日本  | 1981-2009 | 2                              | 1.4   | 1.43 |
|                 | 意大利 | 1981-2007 | 1.6                            | 0.4   | 4    |
|                 | 法国  | 1970-2010 | 2.1                            | 1.6   | 1.31 |
| Auerbach 等      | 美国  | 1947-2008 | 2.48                           | 0.57  | 4.35 |
| 文一              | 中国  | 1978-2011 | 长期 2.66, 短期 2.1                |       |      |
| IMF             | 中国  | 2001-2015 | 2001-2008年为0.75、2010-2015年为1.4 |       |      |

数据来源: 陈诗一和陈登科 (2019), 国泰君安证券研究

然后, CPI 上行叠加经济上行, 可选消费相对更好 (金银珠宝、家具、汽车), CPI 上行叠加经济下行, 必需消费相对更好 (食品饮料、日用品、化妆品)。以 CPI 超过 2% 并持续位于 2% 上方 6 个月为标准, 2007 年以来出现了 4 轮 CPI 持续上行, 分别开始于 07 年 1 月, 10 年 2 月, 12 年 12 月, 19 年 3 月, 高点均超过 3%。其中前三轮均处于经济上行期, 伴随着地产销售上行, 可选消费整体表现较



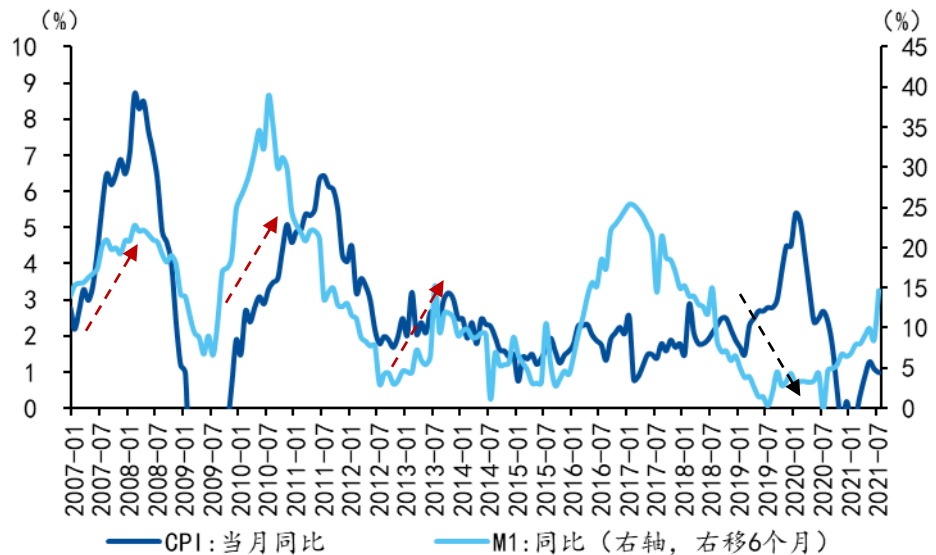
好，其中以金银珠宝、家具、汽车表现突出，必需消费中饮料类表现较好。第四轮主要是在猪肉价格上涨的带动下，经济本身是处于下行并逐步企稳之中，必需消费整体表现相对较好，包括食品、饮料、日用品，可选消费中化妆品表现突出。

图 20: CPI 上行阶段，必需消费中饮料，可选消费中金银珠宝、家具、汽车更受益

| 四轮CPI持续上行(持续6个月超过2%) |       | 必需消费      |          |       |      |      |       |      |       |      |       | 可选消费       |         |      |       |        |      |          |  |
|----------------------|-------|-----------|----------|-------|------|------|-------|------|-------|------|-------|------------|---------|------|-------|--------|------|----------|--|
| 开始                   | 高点    | 社会消费品零售增速 | 限额以上消费增速 | 粮油食品类 | 饮料类  | 烟酒类  | 服装鞋帽类 | 日用品类 | 中西药品类 | 化妆品类 | 金银珠宝类 | 家用电器和音像器材类 | 文化办公用品类 | 家具类  | 通讯器材类 | 石油及制品类 | 汽车类  | 建筑及装潢材料类 |  |
| 07/01                | 08/02 | 17.2      | #N/A     | 27.0  | 26.8 | 28.3 | 26.2  | 26.2 | 23.5  | 26.4 | 43.0  | 22.9       | 22.9    | 40.5 | 9.0   | 23.7   | 35.7 | 36.9     |  |
| 10/02                | 11/07 | 18.1      | 27.8     | 26.7  | 27.9 | 27.4 | 26.1  | 25.8 | 21.7  | 18.5 | 49.2  | 25.9       | 22.4    | 33.5 | 24.7  | 35.9   | 28.9 | 25.8     |  |
| 12/12                | 13/10 | 13.4      | 12.8     | 15.5  | 18.0 | 11.8 | 13.9  | 15.7 | 16.8  | 14.3 | 30.3  | 13.7       | 11.4    | 22.2 | 16.8  | 10.6   | 20.8 | 9.3      |  |
| 19/03                | 20/01 | 8.1       | 3.7      | 10.3  | 10.3 | 7.3  | 3.2   | 13.6 | 9.1   | 12.8 | -0.5  | 5.8        | 5.3     | 5.9  | 8.5   | 1.0    | 3.0  | -0.8     |  |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 21: 前三次 CPI 上行位于经济上行期，第四次位于经济下行期，主要受猪肉价格上涨影响



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

最后，放眼更长期，共同富裕下做多基尼系数方向松动，大众消费品将长期受益，特别是叠加民族情绪的国货消费领域。随着我国 2021 年年初完成脱贫攻坚，新发展阶段正式到来，而新发展阶段主旋律将是实现共同富裕。近期一系列改革措施，包括住房、反垄断、人口、教育等，都在朝着公平的方向迈进。这意味着做多基尼系数的方向产生松动，大众消费品以及国货崛起的大方向将不断增强。

### 5. 风险提示

请务必阅读正文之后的免责条款部分



国内疫情持续时间超预期，财政发力不及预期。



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

|  | 评级   | 说明                       |
|--|------|--------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准<br>投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|  | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|  | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%   |
|  | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 2. 投资建议的评级标准<br>报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。  | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|  | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|  | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究所

|         | 上海                       | 深圳                           | 北京                           |
|---------|--------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 地址      | 上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层 |
| 邮编      | 200041                   | 518026                       | 100032                       |
| 电话      | (021) 38676666           | (0755) 23976888              | (010) 83939888               |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com   |                              |                              |

