

公司研究/调研报告

2017年05月21日

家用电器/白色家电 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 52.86
合理价格区间(元): 64.05-69.54

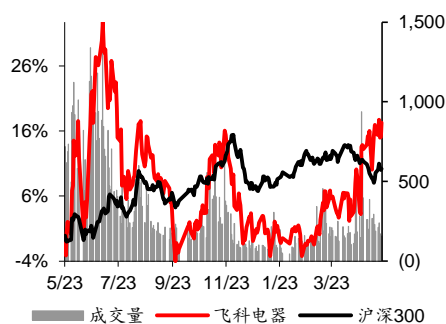
张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

王鹤岱 0755-82776413
联系人 wanghedai@htsc.com

相关研究

- 1 《飞科电器(603868,增持): 市场份额第一, 持续增长可期》2017.03
- 2 《飞科电器(603868): 品牌崛起, 轻资产打造行业龙头》2016.11

股价走势图



资料来源: Wind

均价保持提升, 高增长延续

飞科电器(603868)

增长逻辑验证, 未来长期延续

近日, 我们调研了飞科电器, 与公司领导进行了深入交流。由于产品均价提升以及新品放量, 2017Q1 公司业绩超预期增长。未来, 飞科价格仍有较大提升空间, 同时继续推进品类拓展, 业绩将延续长期高增长。

品牌优势尽显, 均价提升助力高增长

飞科剃须刀与外资品牌相比, 产品价格仅为其 1/3-1/4, 具有明显性价比优势。产品价格的差距, 也为提价预留了较大空间。2017Q1 飞科剃须刀出厂价同比提升 20%, 盈利能力增强。经过十余年资源聚焦于品牌运营, 公司剃须刀产品已建立起较高品牌知名度, 其它国产品牌很难提升份额实现超车。同时, 飞科提价主要集中于中低端, 此价格段产品消费体验与性价比远高于竞争对手。因此, 均价提升并不会对产品销售形成冲击。飞科产品价格每年均有提升, 市场份额也在快速扩张, 线上与线下市占率均已超越飞利浦稳居行业第一。

电商渠道持续放量

由于飞科较高的品牌认知度, 线上渠道持续放量, 增长呈加速趋势。2016 年飞科线上收入占比 14.87 亿元, 占比 44%, 同比增长 40% 以上; 2017Q1 线上收入占比继续提升至 47%。根据天猫与淘宝统计数据, 飞科剃须刀 2017Q1 销量 264.5 万部, 市场份额 53.3%, 领先第二名飞利浦 35pct。未来, 随着消费者习惯的转变, 电商渠道占比仍将保持提升态势。

推进品类拓展, 个护龙头正起航

个护产品品类拓展将打开新的成长空间。以电动牙刷为例, 与剃须刀均为个人护理产品, 目前的行业状况也与十多年前的剃须刀极其相似。飞利浦、博朗、松下等国外品牌占据了绝大部分市场份额, 但价格昂贵; 国内产品虽具备价格优势, 但产品属性单一, 也缺乏线下渠道的支持, 尚未形成具有一定影响力的品牌。随着个人护理行业的整体扩容, 飞科将依托现有的品牌优势和成熟的品牌形象, 进行产品品类的拓展, 并有望复制剃须刀的成功经验, 成为全品类个人护理龙头。

业绩增长有长期支撑, 维持“增持”评级

飞科电器为我国电动剃须刀领军企业, 未来业绩增长有两方面支撑。一方面来自于剃须刀产品结构的持续优化与均价提升; 另一方面, 公司可依托现有的品牌与渠道优势, 开拓电动牙刷等其它个人护理产品新市场。我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 1.83/2.35/2.95 元, 给予 2017 年 35-38 倍估值, 对应合理价格区间为 64.05-69.54 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 供应商集中度较高, 原材料与劳动力成本上升。

公司基本资料

总股本 (百万股)	435.60
流通 A 股 (百万股)	43.60
52 周内股价区间 (元)	44.15-62.26
总市值 (百万元)	23,026
总资产 (百万元)	2,828
每股净资产 (元)	5.08

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,783	3,364	3,999	4,799	5,697
+/-%	15.90	20.89	18.88	20.00	18.73
归属母公司净利润 (百万元)	501.71	613.23	798.31	1,026	1,287
+/-%	35.33	22.23	30.18	28.48	25.49
EPS (元, 最新摊薄)	1.15	1.41	1.83	2.35	2.95
PE (倍)	45.89	37.55	28.84	22.45	17.89

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司简介

- 公司创建于1999年，是一家重视研发设计和品牌应用的轻资产公司。公司目前以上海总部为中心，芜湖生产基地产能也已经释放。
- 飞科目前以个人护理电器为主，注重生活电器研发。公司注重打造一条封闭的生态产业链。该产业链只为飞科打造，独家供应，唯一经销。目前在国内没有竞争对手。
- 实施高端不高价战略，近几年市场份额不断提升。
- 公司正在经历品牌溢价的扩张阶段，不同于过去注重销量的扩张。
- 注重海外拓展，正在谈海外项目。国内市场主要注重品类的扩张，未来打算开发高端电器。

财务状况

- 净利润:2015年同比增长35%，2016年同比增长22%，2017Q1同比增长38%-40%。
- 营业收入:2015年同比增长16%左右，2016年同比增长21%。
- 电商销售增长较快，2016年YoY+44%；2017年Q1电商销售占比约47%，并且不断提升。
- 公司产品2014—2017Q1的单价逐年提升。
- 主要商品的毛利率也在逐年提升，剃须刀产品增长明显。

主要产品

- 剃须刀、电吹风、毛球修剪器、理发器四类产品目前占公司收入的90%以上，尤其是毛球修剪器和理发器2017Q1增长很快。
- 智能扫地机于2015年上市；吸尘器、加湿器、空气净化器、健康秤预计于2017年上市；电动牙刷、洁面仪、滋养仪、整理仪等正在研发。

公司优势

- 品牌优势:2002年率先在中央电视台做广告，2016年广告投入为1.6亿元，占比同期营业总收入的4.76%。
- 研发优势:时尚、简约、科技的创新理念。
- 营销体系优势:高效的营销团队，一体式的营销渠道，销售网络遍布全国。截止到2016年年底，共有587家经销商，覆盖范围广。目前有540家线下经销商、近200家特约维修网点。
- 成本优势:原材料采购方面，公司共享统一采购平台，具有规模效应，产品成本较低；生产环节方面，公司采用标准的成本管理制度；业务模式方面，产品进行专业化分工，交由具有优势的外包厂商生产。
- 经营团队优势:经营团队稳定，行业经验丰富。

Q&A

剃须刀

Q: 2017年产品均价提升的幅度是多少？

- 2017Q1剃须刀均价同比提升20%左右，其余产品单价提价幅度8%-10%。

Q: 公司一直以来的特点都是轻资产，但目前也在进行一些产能建设，这与原来的方向不太一致。公司之后的规划是什么？

- 公司轻资产不代表无资产，有些业务的开展不需要很大的投入。
- 飞科大部分产品需要很多劳动力，所以选择将其外包，自身专注于发展核心竞争力。
- 未来随着生产自动化和智能化的推进，产品生产用工将越来越少。因此我们不排除会加重自产的部分，因为成本更低，质量更好管控。但目前公司还是想做外包。

Q: 公司接下来三年提升品牌力的规划有哪些？提价的步骤是怎样的？

- 我们现有产品提价的原因是由于原材料涨价，但提价幅度大于原材料价格上涨幅度。
- 我们的产品未来会有一个价值提升，也是未来产品提价的一个原因。

Q: 相对于本土品牌奔腾和超人, 飞科如何保持优势?

- 竞争意味着形成寡头, 最后的胜负取决于谁的团队更优秀, 谁的理念更开放, 谁的创新度更高。飞科各方面的综合实力都很强。
- 我们希望把飞科做成百年企业, 给股东带去长远利益, 而不在于短期利益。

Q: 公司的产品价格相较飞利浦等高端品牌而言比较低, 如何看待低价格问题?

- 消费者更加注重价值的体验, 我们的创新要围绕价值展开, 不能仅仅关注价格。
- 飞科和外资品牌同等价位的产品来比, 我们有更好的性价比, 我们欢迎外资品牌和我们同一价位竞争, 这是个好的机会。

Q: 之后公司产品提价的计划是怎样的? 经销商和消费者对于提价的接受度如何?

- 公司产品提价方面, 我们在中低端提价明显, 但是在高端产品方面提价不明显, 这和我们的策略有关。我们在中低端产品上毛利率很高, 和外资品牌相近。提价的节奏取决于产品的接受度, 我们会把握一个度。
- 原材料方面的涨价对我们不构成涨价压力。原材料价格在我们地产品中占比很小, 原材料涨价, 我们也可以借力涨价。未来, 品牌溢价是必然的, 在价格方面也会有提高。

Q: 产品提价过程中有没有遇见过阻力?

- 没有阻力。经销商表示, 基于飞科目前的影响力, 提价几十元并没有问题。价格提升会使经销商利润空间更大, 因此受到所有合作方的欢迎。
- 终端价格由飞科制定, 公司具有定价权。从零售价倒推, 公司会制定一系列价格。
- 价格提升, 销售量有可能下降, 但销售额提升就代表成功。当市场份额达到一定水平, 受消费升级影响, 降低价格将不再带来销售量的提升, 此时提升价格才能获得更大的市场占有率。

Q: 剃须刀的均价将达到什么水平?

- 零售价 200-300 元, 出厂价在 100 左右。

Q: 飞科需要多长时间来追上飞利浦和吉列的刀片刀网技术? 飞科计划如何实现? 为什么没有在手动剃须刀市场做大?

- 我们的产品渗透率好, 可以渗透到外资品牌无法做的三四线, 且设计美观, 价格便宜。
- 刀片方面我们的基本产能已经和某些外资品牌相近, 他们的优势在于欧美的机械精加工水平以及进入市场较早。
- 刀片刀网方面, 我们有自己的供应商, 体系也与飞利浦也不同。公司的加工设备和原材料都是来自于国外, 还是能够做好的。
- 电动和非电动方面, 市场调研表明年轻一代(80后、90后)用电动的比例增速很快。电动剃须刀更利于保护皮肤, 而且操作方便, 取代手动是必然趋势。

Q: 为什么过去几年公司的净利润率与毛利率能一直提升? 产品市场份额的提升的背后原因有哪些?

- 目前行业中的公司都是综合性竞争, 我们的综合力比较强, 财务指标健康。外资品牌等大的品牌往往有较大经营体系。
- 公司注重技术创新, 使产品的更新速度加快, 也是公司持久成长的动力之一。加之年轻的消费者对产品的价格敏感度不高, 对产品的用户体验要求较高, 随着消费者使用习惯和对产品要求的改变, 飞科的市场空间将会打开。

电动牙刷

Q: 电动牙刷方面, 刷头和电机哪一个有技术难点? 跟剃须刀相比, 牙刷的技术难度如何?

- 电动牙刷用材要求很高, 没有太难的技术, 但是要做得更好并不容易。我们目前致力于通过各种技术使产品能够更快速更舒适地清理牙齿,
- 我们尽量使用国产配件, 国内无法生产的配件采用国外的, 比如刷毛。目前, 我们的电机还是采用国外的。

Q: 预计电动牙刷的研发投入是多少?

- 根据需要进行研发投入, 我们不会在研发费用上面吝惜。

Q: 国内电动牙刷的市场空间有多大?

- 市场行为的培养是很难的, 需要引导消费者改变消费习惯, 对此我们未来会加大投入。消费者会逐渐从手动过渡到电动。

Q: 同样的电动牙刷价格, 飞科的产品优势有哪些?

- 我们将通过技术突破做市场上没有的产品; 第二, 我们对产品的外观进行优化设计, 注重用户体验。
- 产品的定价要考虑产品的定位, 用户体验性高的产品往往不会有较低的定价, 提升生活品质的产品价格高的反而更有优势。我们根据消费者的消费理念和行为进行定价。
- 对处于和飞科同一价位的产品而言, 我们的产品用户体验感很强。

其它新产品

Q: 公司目前注重家居环境领域产品开发的原因是什么?

- 适应互联网营销转移的需要, 扩大影响力。
- 提升公司成长空间, 拓展产品品类与公司增长点。
- 这些产品的生产和销售渠道与原有产品是统一的。

Q: 公司布局家居小家电的原因有哪些?

- 中国消费者的消费习惯是先解决厨房家电, 再处理生活家居小家电。个人护理电器应该是最晚发展的, 随着收入提升, 消费者对于个人形象更为注重, 这一品类未来市场空间很大。
- 个人护理小家电的技术要求高, 毛利率高。

Q: 空净、吸尘器等新品类方面的营销投入是怎样的? 未来的产品靠广告宣传还是品牌力来打开销售?

- 新品在上市时, 肯定会进行广告宣传, 并借助飞科的品牌力来打开市场。

Q: 空气净化器从立项到推出的时间周期有多长?

- 大概是一年时间, 我们优先注重消费者用户体验, 再去关注研发时间。有些产品我们是从无到有, 所以要用的产品研发时间比较长; 有些产品的研发路径我们比较熟悉, 研发起来会比较快。

Q: 公司打算进入的新产品领域中已经存在了领航者, 那么飞科打算如何拓展新品的市场销售?

- 对于正在研发的产品, 我认为国内厂商中是没有绝对的领航品牌, 这对于飞科来说是一个机会。以电动牙刷为例, 除了国外的品牌, 国内目前尚未形成很好的竞争品牌。
- 飞科进入的行业都是国内厂商还没有做起来的, 我们已经占有国内的渠道资源, 这对开发新品很有利。

Q: 新品会考虑使用多品牌吗? 还是全部使用飞科品牌?

- 目前使用双品牌博锐和飞科, 以后可能打造更多品牌, 做好前后配备和中坚力量。

Q: 今年计划上市的新品有没有侧重点? 公司对新产品的增速有无要求?

- 对于新品, 我们看好的是健康秤与加湿器, 计划的产量很大。其中加湿器方面是重点, 我们将推出高端智能产品。之后电动牙刷是我们最为看重的产品, 产量希望能达到剃须刀的水平。
- 未来在这些重点产品要做到行业第一, 我们需要大概 3—5 年的努力。如果做不到第一, 我们就会放弃该产品。

产品研发

Q: 公司研发投入是不是相对较少?

- 公司秉持能省则省的原则, 按照需要投入研发费用。不会像一些外资品牌在没有需要的情况下, 还继续投入研发费用。
- 投入少不代表不重视研发。我们对研发一直非常重视, 研发也恰恰是我们的核心竞争力。如果今后有需要, 我们会加大研发投入。
- 在费用方面, 工厂和总部分开, 60%—70%都是外包的。一些市场费用并没有计入。

Q: 为什么新品的研发速度较慢?

- 公司希望把产品做的更完美, 这需要花费更多时间。生产大多外包, 但一直致力于自己研发。
- 有些产品看起来很简单, 但技术含量很高, 要做好需要很大投入。

Q: 在剃须刀方面的研发投入如何? 在创新点已经有很多的情况下, 未来还有没有提升空间?

- 创新来自于无形, 是从无到有的过程。
- 我们目前的想法一是提升机械精加工, 使消费者使用起来更加舒适; 二是智能化的提升, 从功能性剃须到交互性产品, 使其更智能, 娱乐性更高。针对消费者需求的改变, 我们将对产品进行大量创新, 加强用户体验, 满足新兴人群的消费意愿。

Q: 公司研发产品很多, 布局较散, 会不会导致每一样产品做不精?

- 我们还是非常专业的, 除了飞科电器以外其他投资也不多, 实际上我们是很专注的公司。现在在做的多元化产品, 但工厂工期、原材料、各种渠道都是统一的, 并没有表现出求多不求精。

Q: 公司产品储备较多, 研发的新品要达到什么标准才会推出?

- 新产品要满足消费者的消费体验, 我们有专门的团队来做消费者体验工作。
- 我们要考虑新产品有怎样的优势, 是否利于推广; 同时, 要用细节打动消费者。

渠道

Q: 公司渠道发展和管理是怎样的?

- 我们根据消费的需求来建设销售渠道, 力求科学发展。
- 我认为兼顾各方利益, 才能得到各方支持, 因此我们很注重经销商的利益, 给经销商合理的利润点, 培养其积极性。
- 价格管控方面, 会在我们的售价和零售价格之间设定合理的、比同行更有吸引力的利润空间。
- 技术和渠道都很重要, 但我们需要占领有利的行业位置, 否则技术无法有效发挥。

Q: 我们对经销商是否有市占率的考核?

- 我们对经销商市占率的考核比较少, 更多的是考虑其成长性, 关注其销售的增长空间。今年线下的增长目标较低, 线上较高。

Q: 公司电商销售占比已经很高, 未来如何看待电商的成长?

- 互联网以及各种移动终端出现之后, 随着消费习惯改变, 电商占比提升是时代需要。
- 我们会融合线上和线下的渠道, 多元化发展。我们会根据消费者行为来设置销售渠道, 电商渠道的销售占比还会上升, 这是一个趋势。
- 线下还是我们的优势, 尤其是KA卖场, 把线下做好也会促进线上的销售, 两方面都会加强。
- 同时, 我们还会拓展其他渠道。我们不受限于某一渠道, 但更看好移动互联网渠道。

Q: 公司对于市场反馈的机制是怎么样的?

- 采取区域责任人处理制度, 只要不影响公司战略部署与消费者利益, 我们会放权区域责任人来处理问题。

海外市场

Q: 希望如何在海外建设飞科的品牌?

- 我们刚刚开始拓展国际市场, 会慢慢停掉贴牌生产, 建立自己的子公司。
- 另外, 我们也正在寻找标的来拓展海外市场。
- 希望通过亚马逊等平台, 把线上国际业务先做好。

其它

Q: 公司做外延的首要目标是收购品牌、扩展品类还是自主研发?

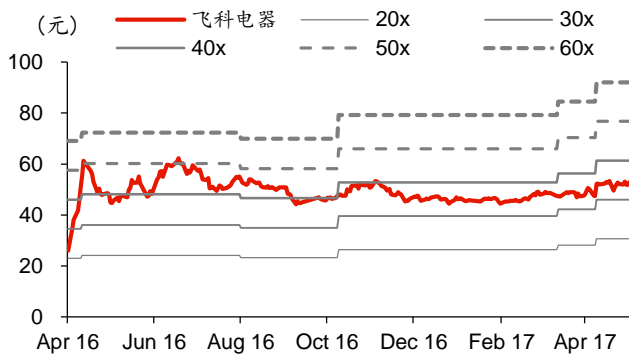
- 我们要买的是国外的渠道, 拓展营销网络, 把生产的产品卖出去。
- 我们看好消费人口多(如印度)、市场成熟(如欧美)的地区, 重点考虑这些市场。

Q: 在员工福利方面, 公司有何措施?

- 飞科上市是让团队成员享受公司成长的红利, 也会为股权激励提供很大的便利。
- 学习国外的经验, 通过分享收入让每个员工充分发挥自身的价值和主观能动性, 但这个转变需要时间。

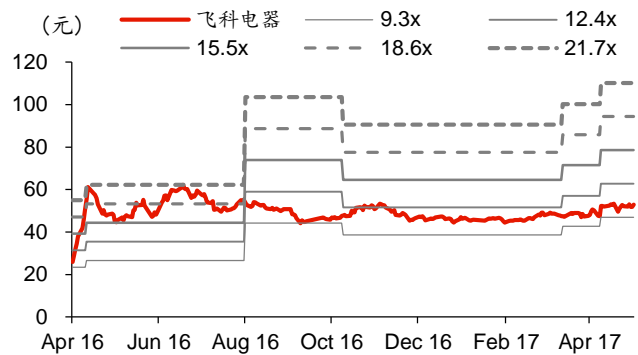
PE/PB - Bands

图表1: 飞科电器历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 飞科电器历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	995.26	2,061	2,469	3,639	5,074
现金	89.31	871.74	1,803	2,851	4,151
应收账款	94.56	134.22	154.44	186.96	224.18
其他应收账款	24.21	23.38	32.58	37.76	44.57
预付账款	27.78	17.02	25.93	28.11	33.83
存货	368.65	370.19	453.73	535.36	620.23
其他流动资产	390.76	644.42	0.00	0.00	0.00
非流动资产	694.97	723.38	710.89	695.46	678.09
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	170.83	586.86	560.86	533.02	504.25
无形资产	95.36	93.55	97.49	101.43	104.41
其他非流动资产	428.79	42.97	52.54	61.01	69.42
资产总计	1,690	2,784	3,180	4,334	5,752
流动负债	565.16	738.20	780.98	907.61	1,037
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	415.46	531.15	602.27	714.84	834.02
其他流动负债	149.69	207.05	178.71	192.77	202.62
非流动负债	20.69	35.69	26.03	27.73	29.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	20.69	35.69	26.03	27.73	29.54
负债合计	585.84	773.89	807.02	935.35	1,066
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	392.00	435.60	435.60	435.60	435.60
资本公积	3.22	688.05	688.05	688.05	688.05
留存公积	709.17	886.80	1,250	2,275	3,562
归属母公司股	1,104	2,010	2,373	3,399	4,686
负债和股东权益	1,690	2,784	3,180	4,334	5,752

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	425.01	799.85	1,306	944.19	1,148
净利润	501.71	613.23	798.31	1,026	1,287
折旧摊销	9.82	32.88	29.43	29.56	29.62
财务费用	(1.55)	(10.28)	(55.31)	(96.27)	(144.88)
投资损失	(6.00)	(13.21)	(9.61)	(11.41)	(10.51)
营运资金变动	(76.46)	163.86	562.10	(4.74)	(15.34)
其他经营现金	(2.50)	13.37	(18.77)	1.38	2.29
投资活动现金	(432.99)	(323.40)	5.67	7.47	7.53
资本支出	170.14	84.31	0.00	0.00	0.00
长期投资	270.00	253.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	7.14	13.91	5.67	7.47	7.53
筹资活动现金	(219.51)	304.78	(380.97)	96.27	144.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	43.60	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	684.82	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(219.51)	(423.65)	(380.97)	96.27	144.88
现金净增加额	(227.10)	782.43	930.85	1,048	1,301

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,783	3,364	3,999	4,799	5,697
营业成本	1,764	2,088	2,428	2,857	3,343
营业税金及附加	14.20	30.15	30.70	38.90	45.37
营业费用	284.68	343.58	399.90	475.06	552.64
管理费用	89.94	117.34	159.96	187.14	216.50
财务费用	(1.55)	(10.28)	(55.31)	(96.27)	(144.88)
资产减值损失	0.34	6.23	4.27	4.92	4.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.00	13.21	9.61	11.41	10.51
营业利润	636.65	802.17	1,041	1,343	1,691
营业外收入	29.41	13.62	19.71	20.53	20.30
营业外支出	0.52	0.37	0.41	0.41	0.40
利润总额	665.54	815.42	1,061	1,363	1,710
所得税	163.83	202.19	262.37	337.45	423.32
净利润	501.71	613.23	798.31	1,026	1,287
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	501.71	613.23	798.31	1,026	1,287
EBITDA	644.92	824.77	1,015	1,276	1,575
EPS (元)	1.28	1.41	1.83	2.35	2.95

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.90	20.89	18.88	20.00	18.73
营业利润	35.19	26.00	29.82	28.97	25.88
归属母公司净利润	35.33	22.23	30.18	28.48	25.49
获利能力 (%)					
毛利率	36.59	37.93	39.29	40.46	41.32
净利率	18.03	18.23	19.96	21.37	22.59
ROE	45.43	30.50	33.64	30.18	27.47
ROIC	48.04	51.50	126.86	163.31	202.99
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.66	27.79	25.38	21.58	18.54
净负债比率 (%)	0	0.09	0	0	0
流动比率	1.76	2.79	3.16	4.01	4.89
速动比率	1.11	2.29	2.58	3.42	4.30
营运能力					
总资产周转率	1.79	1.50	1.34	1.28	1.13
应收账款周转率	30.00	28.54	27.06	28.11	27.71
应付账款周转率	3.99	4.41	4.28	4.34	4.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.41	1.83	2.35	2.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.84	3.00	2.17	2.64
每股净资产(最新摊薄)	2.54	4.62	5.45	7.80	10.76
估值比率					
PE (倍)	45.89	37.55	28.84	22.45	17.89
PB (倍)	20.85	11.45	9.70	6.77	4.91
EV_EBITDA (倍)	34.35	26.86	21.82	17.36	14.06

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com