

2017年09月07日

九阳股份 (002242.SZ)

努力的，不仅是豆浆机

■ **事件：**近日，我们调研了九阳股份，与公司领导进行了深入交流。在专注主业的基础上，九阳积极拓展产品品类，提升产品价值。随着渠道精简优势的逐步显现，公司业绩有望恢复增长。

■ **豆浆机有望止跌，新品助力业绩增长：**因九阳加大豆浆机推广力度、推出高端新品，2017Q2 豆浆机销售有所好转。目前，公司致力于市场培养，针对消费者使用习惯不断进行产品研发及更新。长期来看，九阳拳头产品销售有望止跌。电饭煲作为公司第二大产品线，2017H1 销售收入保持稳健增长。其中，高端产品 IH 电饭煲收入占比不断增加，成为电饭煲类业务新的利润增长点。受益于西方饮食文化的普及，九阳西式小家电收入规模持续扩大。根据公司公告，2017H1 公司西式电器收入达 4.0 亿元，YoY+19.2%。根据公司调研，九阳未来将重点布局料理机、电饭煲、大厨电、净水器及烘焙系列产品，不断增加高端产品占比。我们认为，随着九阳不断优化产品结构、新品竞争力持续上升，公司业绩有望实现稳健增长。

■ **渠道调整成果显现，收入端回暖：**随着渠道调整成效逐步显现，公司收入呈现恢复性增长。根据公司公告，2017Q2 单季度九阳实现收入 17.8 亿元，YoY+7.0%。考虑到线下渠道整体质量的提升，我们预计，公司收入端将持续回暖。此外，九阳加速布局 Shopping Mall 渠道：体验店已于 2017 年 6 月进驻深圳 Coco City，2017H2 将覆盖更多城市，助力九阳品牌力提升。

■ **投资建议：**随着九阳不断推出新式品类、积极发展西式小家电业务以及经销商调整策略优势的显现，我们预期公司未来业绩将恢复稳健增长。我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.98/1.13/1.30 元；维持增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 22.60 元。

■ **风险提示：**原材料与人工成本上涨，新品类市场接受度低

100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	70.6	73.1	80.6	90.6	103.9
净利润	6.2	7.0	7.5	8.6	10.0
每股收益(元)	0.81	0.91	0.98	1.13	1.30
每股净资产(元)	4.27	4.49	4.69	5.28	5.84

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	24.3	21.6	20.0	17.5	15.1
市净率(倍)	4.6	4.4	4.2	3.7	3.4
净利润率	8.8%	9.5%	9.4%	9.5%	9.6%
净资产收益率	18.9%	20.3%	21.0%	21.3%	22.2%
股息收益率	3.6%	0.0%	2.5%	3.1%	4.0%
ROIC	37.7%	38.2%	35.4%	44.9%	49.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司调研

证券研究报告

小家电

投资评级 **增持-A**

维持评级

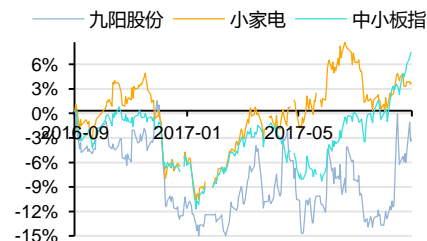
6 个月目标价：**22.60 元**

股价 (2017-09-07) **19.67 元**

交易数据

总市值(百万元)	15,097.18
流通市值(百万元)	15,050.65
总股本(百万股)	767.52
流通股本(百万股)	765.16
12 个月价格区间	17.52/20.94 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.91	-6.93	-8.69
绝对收益	12.2	8.07	-1.82

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

相关报告

九阳股份：挺起腰板的收入
张立聪 2017-08-19

Q&A

行业观点

Q: 公司如何看待目前的市场竞争?

- 整个市场格局中,九阳、美的、苏泊尔三个品牌各有优势。
- 公司认为未来市场的竞争点在于高价产品的创新突破。因为消费升级趋势明显,低价只会透支产品,不能帮助市场成长。公司希望通过推出高端的饭煲、豆浆机、料理机、炒菜机、洗碗机等产品,改变人们的生活方式;也希望将豆浆机与早餐、健康、时尚等元素相关联,使之成为使用频率较高的家用电器。

Q: 整个小家电行业中,互联网品牌种类繁多,对公司有何影响?

- 对传统制造品牌影响不会太大,时间放长一点就会有答案。互联网品牌推出的产品在短期新颖时尚,有话题性,但这些厂家没有自己的工厂,只是基于资源整合。传统品牌有产品技术方面的优势,能够保持市场地位。
- 一些公司的产品可以用手机 APP 实现控制,而九阳的产品也有这些功能,只是没作为宣传要点。作为做实业的企业,我们的重点在于产品的创新与改变。我们推的产品早就加入了这些元素,但这不是我们真正去做包装的卖点。除去这些,消费者还是更关注实际的口感、品质、健康,所以公司没有必要将精力分散。
- 真正在互联网上可以应用的资源也很多,和消费者的交流是实体企业需要向互联网企业学习的一点。互动的过程不仅利于销量的提升,还可以增加品牌的活跃度。目前,我们已经积累了很多数据。
- 未来,公司会推出更多智能化产品,中央研究院也正在做更前瞻化的产品,这些并不只是互联网企业所掌握的。

公司经营

Q: 2016 年渠道调整后,2017Q2 收入端同比增速为正,公司预计 Q3 收入端增速是否会有更大的提升?

- 2017Q3 收入增速目前不好说。虽然 2017Q2 可见一定回升,但公司并不能确认这是一个拐点,仍需要一定时间去验证。未来市场竞争环境激烈,产品的市场结构也在发生变化,存在很多不确定因素,公司只能确认 Q2 比 Q1 要好,但不能说最低点已经出现。但长远来看,未来应该不会再下降。

Q: 公司的资本需求情况如何?

- 公司的资本需求一直保持平稳,目前没有太多需求。从账面上的现金、理财的资金面来看,家电企业基本都不缺资金。未来的资金需求取决于是否启动项目。

Q: 公司为何选择将九阳豆业进行体外培育?

- 九阳豆业在体外培育可获得更多资金和资源,而在体内培育时投入的资金会直接影响上市公司业绩。为了更好地保护所有股东权益,同时使一些产品离开上市公司平台后更加自由发展,所以进行体外培育。

Q: 九阳是使用事业部门制吗?

- 九阳是公司加事业部。
- 公司内部将产品分为中式、西式、豆浆生活和大厨电。
- 两年前,净水器是独立做的。在 2016 年,公司让其进入电器本部,随着小家电渠道推展,原因是独立做渠道和市场会增加成本,遇到较多压力和困难。

Q: 2017H1, 公司把新疆合伙投资转出, 是出于什么考虑?

- 当时只是想投资创投类的基金, 目的是让公司更好更快地获得一些互联网前端性技术, 并没有计划将创投类公司装进公司。转出是因为政策性原因, 因为股东不能有外资, 而九阳股份第二大股东为外资, 因此被迫退出。

Q: 公司是否考虑嫁接更多互联网技术?

- 嫁接方式方面, 有内生、产品、客户等多种维度, 从目前来看, 公司更多的是嫁接在内部的管理、用户体验中, 产品方面也在做一些改变, 只是没有作为宣传亮点。

产品布局

Q: 豆浆机以外的产品未来发展前景如何? 未来会重点开拓哪些其他品类?

- 除豆浆机以外, IH 电饭煲、料理机、净水器、大厨电、一些烘焙系列的产品未来的发展前景较好。其中, 电饭煲和料理机可能短期内即可壮大, 其他的仍需要慢慢成长。
- 电饭煲以外, 料理机增长快一些, 因为料理机本身是市占率第一的产品线, 技术领先, 收入水平较高。
- 大厨电未来市场空间非常大。
- 九阳的多元化产品都是针对厨房的物理空间, 公司也在对于产品线进行精简, 耗能高、效率低的产品逐渐在淘汰。

Q: 产品推广模式与之前相比有何改变?

- 公司在做活动时并非仅做豆浆机, 而是每种产品都会覆盖, 分不同波次和时间。在市场终端的陈列、引导方面也在做改变。
- 收入端已经开始实现转变。上市时豆浆机收入占 8 成, 现在已经降到 3 成。
- 未来公司会在品牌价值方面做提高。

电饭煲

Q: 2017H1, 九阳电饭煲的增速如何?

- 虽然行业在往下走, 但九阳电饭仍保持正增长, 但增速略低于 2016 年全年增速。

Q: 7/8 月份 IH 电饭煲将推出什么新产品?

- T9 已于 2017 年 9 月 1 日首发, 之前已经在市场上做了很多广告预热, 8 月 30 日晚也在 e 直播平台上做了网络直播。
- T9 亮点功能是申请了专利的 93°C 增香铁釜。公司研究发现, 在烹饪米饭过程中, 在某个时点, 将温度恒定到 93 度几分钟, 会对改良米饭口感有很大帮助。在硬件上, T9 增加了钢化玻璃面板, 避免划痕。此外, T9 解决了内盖上聚集冷凝水的痛点。

Q: 电饭煲的宣传力度不如豆浆机的原因是什么?

- 每个产品推广费用比例是相同的, 只是宣传工作在不同节点。广告推广有其节奏性, 公司上半年主推豆浆机, 而因为季节性因素, 加热类产品在下半年推广力度会大一些。

Q: 2017H1, IH 电饭煲的市占率是多少? 公司一年的销售量是多少?

- 市占率数据没有办法统计。
- 年销售量在 100+万台。IH 电饭煲收入增速大于普通电饭煲, 未来比重将逐步上升。

营养煲

Q: 公司对营养煲类中开水煲、压力煲产品下半年的收入有何预期?

- 只能说如果行业下滑，九阳下滑的幅度一定比行业要小，毕竟很难逆势而为。

食品加工机

Q: 食品加工机类中的豆浆机销量和收入增速如何?

- 2017Q2，豆浆机有所好转。整个食品加工机系列虽然并未反转，但降幅有所减小。长远来看，公司有信心实现豆浆机止跌。

Q: 2016 年豆浆机的销量是多少台?

- 几百万台。2008 年豆浆机的主力消费人群为 80/90 后的父辈，那时覆盖率很高，九阳豆浆机连续三年千万台年销量。目前，消费人群发生了变化，接下来如何让年轻人关注并使用豆浆机是重新壮大豆浆机的根本性因素。对此，公司根据年轻人使用豆浆机过程中的痛点，在时间、噪音、清洗、造型等方面不断研发，从无网豆浆、免滤、破壁，到 2017 年 4 月推出无渣、8 月推出免清洗，豆浆机产品的更新速度远远高于其他小家电产品。产品到位以后，继续在技术层面提高会是个漫长的过程，而接下来将会是教育消费者、改变其生活方式的过程，这需要一定时间。
- 公司希望和健康养生机构合作，但目前还未探索出一条明确的路径。

Q: 料理机和榨汁机在上半年表现如何?

- 料理机有百分之几十的增长，但低于去年增长幅度。九阳料理机市占率第一，且布局较好，实现良好增长。
- 榨汁机有一定下滑。榨汁机是中间层的产品，只能榨果汁，而料理机既能榨果汁也能做其他养生汤，功能更强大，其功能覆盖对榨汁机有一定影响。

西式小家电

Q: 西式小家电 2017H1 销售收入增速稍有下滑，原因是什么?

- 主要是季节性因素。全年来看，整个西式小家电的体量在增大，若要每年保持 40%-50% 的收入增速较为困难。虽然增速放缓，但绝对值在增长。

新品

Q: 公司一般 4/5 月、7/8 月推新品，目前新品销量如何?

- 新品销量无法统计，因为这是一个动态的过程。公司一般 4/5 月、7/8 月推新品，但一个新品从推出到产生效益一般需要 3-6 个月。即使是 4/5 月推出的新品，消费者能在渠道端买到的时间可能在下半年，而下半年 7/8 月推出的新品真正产生效益需要跨年，所以没法统计具体销量。

Q: 炒菜机是否会成为比电饭煲更突出的产品?

- 短期内不会更突出，炒菜机属于新兴品类，有一段时间的市场适应期。未来如果炒菜机发展到一定程度，可能成为主力产品。
- 炒菜机和 9 月即将上市的洗碗机是有所关联的。未来厨房空间会愈发狭小，年轻人时间会更加宝贵，不想自己做饭、去餐馆或者叫外卖的情况下，唯一的方式就是应用炒菜机。未来随着生鲜配送、共享厨房、单身公寓的推行，炒菜机和洗碗机是最好的选择，符合无油烟大趋势，并省去洗菜、烧菜、洗碗的过程，节约了大量时间。
- 炒菜机是一个从无到有的产品，现在处于培育期。2016 年炒菜器收入在 1000+ 万，当收入达到 1 亿以上时，产品将进入成熟期，但这需要长期教育引导的过程。所以公司将这类产品放在年轻人聚集区宣传，例如出国留学的服务机构。
- 第一代 J6 内置 108 道菜谱，不能进行新菜谱的添加。新一代产品可以连接 APP，系统

更新的菜谱都能进行制作。

渠道

Q: 线上线下的销售比例如何?

- 基本格局依旧是线上占4成，线下占6成。

Q: 2017H1 经销商数量有无大幅调整?

- 渠道调整已经结束，公司将保持现有的300多家经销商。

Q: 进驻 Shopping Mall 的进展如何?

- 正在探索和实践，公司在深圳 Coco City 已经开了一个体验店。
- 进驻 Shopping Mall 需前期谈判和渠道沟通，将于 H2 会逐步开展，重点是 T20 城市。

Q: 公司大厨电和小家电的经销商是否重合? 净水器是由哪一方经销商负责?

- 大厨电和小家电的经销商不是同一批。大厨电会单独招商，只是一部分经销商由于能力较强，能够将两方面都做好，造成小部分重合。
- 大厨电经销商分布在三四线市场。
- 净水器目前是由小家电经销商销售，未来可能两边共用。净水器市场较为分散，未来发展前景良好。

财务分析

Q: 2017Q2 毛利率环比有所改善，这一趋势能否持续?

- 2017Q2 毛利率有所改善，其实是经历了一个漫长的周期调整。改善是基于：1) 上游原材料价格平稳；2) 价值营销，推出高价值、高品质、高毛利的产品，同时，也需要市场认可这些高价值的产品。
- 公司未来依然会推高产品价值，进行价值竞争。与竞争对手进行价格竞争并不明智，公司要努力提高产品价值与品牌价值。

Q: 2017H1，权益法核算的长期股权投资收益转正的原因?

- 主要是由于房产收益的确认。

其他

Q: 公司对于参股的经销商有什么优惠政策? 参股的经销商盈利情况如何?

- 对于经销商，公司给的价格都是一样的。公司参股会带给经销商更多信心，但不会直接影响其销售。公司有专门的团队去考察这些经销商，参股之后一直保持后续关注。
- 目前从账面上看，一些经销商看盈利情况不是很理想，但这是短期的，有一些未实现利润没有确认。从长期来看，盈利情况将有所改善。

Q: 第二大股东的持股比例是否一直没有改变?

- 第二大股东看好九阳发展前景，在上市之前就进入，没有卖出或买入过公司股份，持股比例从未改变，享受固定分红。
- 九阳这样的公司需要要从长期来看，短期肯定会有波动。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E	100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	70.6	73.1	80.6	90.6	103.9	成长性					
减:营业成本	48.1	49.2	53.7	59.8	68.2	营业收入增长率	18.8%	3.6%	10.2%	12.4%	14.6%
营业税费	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	营业利润增长率	4.7%	1.4%	11.7%	16.0%	15.3%
销售费用	9.9	11.0	12.1	14.0	16.3	净利润增长率	16.6%	12.5%	8.1%	14.5%	15.4%
管理费用	5.1	5.0	6.1	6.9	7.9	EBITDA 增长率	6.8%	0.5%	12.2%	15.9%	15.0%
财务费用	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	EBIT 增长率	5.8%	1.5%	11.3%	15.6%	14.9%
资产减值损失	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	NOPLAT 增长率	10.4%	2.7%	10.2%	15.6%	16.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	1.3%	19.0%	-8.9%	6.3%	-16.7%
投资和汇兑收益	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	净资产增长率	4.4%	4.6%	5.4%	13.5%	11.3%
营业利润	7.5	7.6	8.4	9.8	11.3	利润率					
加:营业外净收支	0.4	1.0	0.8	0.8	0.8	毛利率	31.9%	32.7%	33.4%	34.1%	34.4%
利润总额	7.9	8.5	9.3	10.6	12.1	营业利润率	10.6%	10.3%	10.5%	10.8%	10.9%
减:所得税	1.2	1.2	1.4	1.6	1.7	净利润率	8.8%	9.5%	9.4%	9.5%	9.6%
净利润	6.2	7.0	7.5	8.6	10.0	EBITDA/营业收入	11.6%	11.2%	11.4%	11.8%	11.8%
						EBIT/营业收入	10.4%	10.2%	10.3%	10.6%	10.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	38	34	31	30	29
货币资金	11.5	7.5	13.6	16.7	24.4	流动营业资本周转天数	34	42	38	30	21
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	202	201	197	202	205
应收账款	1.1	1.1	1.4	1.4	1.8	应收账款周转天数	5	5	6	6	6
应收票据	15.6	14.5	17.8	17.5	21.8	存货周转天数	26	23	23	22	21
预付账款	0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	总资产周转天数	277	283	274	270	267
存货	5.4	4.1	6.1	4.9	7.2	投资资本周转天数	85	91	85	75	62
其他流动资产	10.1	10.8	11.0	11.0	11.0	投资回报率					
可供出售金融资产	1.9	4.5	2.1	2.8	3.2	ROE	18.9%	20.3%	21.0%	21.3%	22.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.4%	13.1%	11.9%	13.0%	12.3%
长期股权投资	1.1	1.9	1.9	1.9	1.9	ROIC	37.7%	38.2%	35.4%	44.9%	49.1%
投资性房地产	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	费用率					
固定资产	7.0	6.7	7.3	8.0	8.5	销售费用率	14.0%	15.1%	15.0%	15.4%	15.7%
在建工程	0.0	0.0	0.6	0.4	0.3	管理费用率	7.3%	6.8%	7.6%	7.6%	7.6%
无形资产	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
其他非流动资产	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	三费/营业收入	21.2%	21.8%	22.4%	22.8%	23.1%
资产总额	58.9	55.9	66.6	69.3	84.8	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	43.0%	37.2%	44.4%	39.4%	44.8%
应付账款	13.4	13.4	15.9	17.3	21.3	负债权益比	75.4%	59.2%	80.0%	65.0%	81.3%
应付票据	4.9	1.7	6.1	2.9	7.7	流动比率	1.75	1.84	1.70	1.90	1.76
其他流动负债	6.8	5.6	7.5	6.9	8.9	速动比率	1.53	1.64	1.50	1.72	1.56
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-84.82	-86.60	-65.54	-52.85	-44.81
其他非流动负债	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	分红指标					
负债总额	25.3	20.8	29.6	27.3	38.0	DPS(元)	0.70	-	0.49	0.62	0.78
少数股东权益	0.8	0.7	1.1	1.5	1.9	分红比率	86.7%	0.0%	50.0%	55.0%	60.0%
股本	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	股息收益率	3.6%	0.0%	2.5%	3.1%	4.0%
留存收益	25.2	26.9	28.3	32.9	37.2						
股东权益	33.6	35.1	37.0	42.0	46.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.81	0.91	0.98	1.13	1.30
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	4.27	4.49	4.69	5.28	5.84
净利润	6.7	7.3	7.5	8.6	10.0	PE(X)	24.3	21.6	20.0	17.5	15.1
加:折旧和摊销	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2	PB(X)	4.6	4.4	4.2	3.7	3.4
资产减值准备	0.0	0.2	-	-	-	P/FCF	25.4	39.9	16.2	20.2	11.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.1	2.1	1.9	1.7	1.5
财务费用	0.0	-0.0	-0.1	-0.2	-0.2	EV/EBITDA	19.4	15.1	14.5	12.2	10.0
投资损失	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	CAGR(%)	10.5%	12.5%	8.7%	10.5%	12.5%
少数股东损益	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	PEG	2.3	1.7	2.3	1.7	1.2
营运资金的变动	-6.4	1.5	3.0	-0.7	3.5	ROIC/WACC	4.0	4.0	3.7	4.8	5.2
经营活动产生现金流量	8.6	10.1	11.3	8.8	14.6	REP	2.4	1.5	2.0	1.4	1.5
投资活动产生现金流量	-8.6	-4.9	0.7	-1.8	-1.4						
融资活动产生现金流量	-2.3	-8.1	-5.9	-3.9	-5.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张立聪声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034