

2018年09月02日

家电

集成灶发源地 230 个家庭的入户调研

【家电先生厨艺】卷四：多少人会用集成灶？

■事件：近年来，集成灶的行业规模快速扩张，投资者亦开始关注这一新兴家电。但是，对于“集成灶的普及率能有多高”等关键问题，实业界、投资者都缺少有效的判断依据。为此，我们对集成灶产业集群地海宁、嵊州的 230 户家庭进行入户调研。调研的结果，对于了解集成灶消费的现状、预判未来走向，具有参考价值。

■集成灶普及率提升空间大：调查显示，海宁与嵊州样本的集成灶普及率已经达到 11%。从全国范围来看，结合艾肯家电数据，我们估算集成灶累计销量 438 万台，当前普及率 1%，未来其他地区的集成灶普及率有望向产业集群地看齐。需要说明的是，产业集群地的普及率亦有进一步提升空间。

■集成灶消费还处在功能消费阶段：对于分体式烟机与集成灶，消费者最关心的是：吸力。根据样本数据，大部分消费者（海宁 56%、嵊州 43%）认为“大吸力”是所用的分体式烟机或集成灶的主要优点。大部分的消费者购买的是集成灶的基本款。海宁、嵊州共有 92% 的集成灶消费者选择了碗柜、消毒柜款式。附加值较高的蒸箱款、烤箱款，在我们的样本中都只有 1 例。如何推动功能消费向品质消费过渡，是集成灶企业面临的重要课题。

■品牌的地域化区隔明显：海宁地区集成灶使用者中，有 33% 的住户使用美大集成灶，28% 的住户使用火星人集成灶；未发现嵊州的主流品牌。而嵊州集成灶使用者中，有 29% 的住户使用亿田集成灶（此次调研未见帅丰、金帝品牌产品）；未发现美大和火星人集成灶。可以看出，一些集成灶品牌已经在本地拥有较高的市占率，但未能其他产业集群占据一席之地，品牌的跨区域推广仍需时日。

■消费形式多样化：大部分消费者做价格比较时，将集成灶价格与烟灶两件套餐比对，而不是三件套餐。由于方太的烟灶套餐数量占比最大，我们用两地方太烟灶套餐的均价与集成灶价格比对。结果显示：海宁人愿意买贵的集成灶，大部分人（69%）购买的集成灶价格高于方太烟灶套餐；而嵊州人买的集成灶更实惠，样本中的集成灶价格都低于方太烟灶套餐。买集成灶的时候，海宁人看重“朋友推荐”（56%），而嵊州人重点关注价格与产品设计优势（节省空间），更注重功能。不同的需求、习惯，意味着集成灶市场给不同定位的企业都留出了空间。

■推荐集成灶产业链标的：海宁、嵊州作为集成灶消费的先行区域，样本普及率可以达到 11%，未来集成灶有相当大的市场空间。集成灶市场品牌林立，领军企业将受益于行业规模的扩张、自身的先行优势，并有望引导行业从功能消费向品质消费过渡。我们推荐集成灶产业链中的浙江美大（集成灶行业龙头企业）、老板电器（控股金帝，布局集成厨房）。

个股风险提示：竞争格局恶化，地产大幅下滑。

■风险提示：样本数据存在局限性，竞争格局恶化，原材料价格上涨

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票

002677 浙江美大
002508 老板电器

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	4.04	10.50	13.59
绝对收益	2.96	-1.06	0.64

张立聪

分析师

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

李奕臻

报告联系人

liyiz4@essence.com.cn
0755-82825392

相关报告

地产销售继续反弹，家电可以更乐观些——家电行业 2018 年 7 月房地产销售数据点评 2018-08-15

在空调市场，小米为何不做“价格屠夫”？——【算账卷六】小米再入空调对行业有何影响？ 2018-08-01

美国又欲加税，家电谁来买单？--【算账卷五】美国对华输出商品加税对中国家电行业的影响 2018-07-13

地产销售超预期，家电景气不悲观——家电行业 2018 年 5 月房地产销售数据点评 2018-06-14

销售仍主要由三四线带动——家电行业 2018 年 4 月房地产销售数据点评 2018-05-16

内容目录

1. 访谈背景.....	4
2. 集成灶尚处导入期，普及率提升空间大.....	6
3. 消费者最关心吸力，偏好本地品牌.....	7
4. 消费形式多样化.....	11
5. 集成灶款式以碗柜和消毒柜为主.....	13
6. 投资建议与风险提示.....	14
附录.....	15
海宁市简介.....	15
嵊州市简介.....	16
集成灶调查样本信息.....	17

图表目录

图 1: 2015 年后，国内集成灶行业产量增速超过 40%.....	4
图 2: 海宁、嵊州两地的新旧小区住户样本数量.....	4
图 3: 产业集群地消费者家中的集成灶.....	5
图 4: 海宁集成灶普及率.....	6
图 5: 嵊州集成灶普及率.....	6
图 6: 海宁集成灶普及率（按房价）.....	6
图 7: 嵊州集成灶普及率（按房价）.....	6
图 8: 两地集成灶优缺点评价统计.....	7
图 9: 两地分体式烟机优缺点评价统计.....	7
图 10: 海宁样本中，集成灶品牌数量占比.....	8
图 11: 嵊州样本中，集成灶品牌数量占比.....	8
图 12: 嵊州客运中心的集成灶宣传图.....	8
图 13: 嵊州出租车上，金帝集成灶的宣传广告.....	8
图 14: 海宁人选购集成灶理由统计.....	9
图 15: 嵊州人选购集成灶理由统计.....	9
图 16: 两地分体式烟机中，各个品牌占比.....	9
图 17: 海宁人选购分体式烟机，更看重品牌.....	10
图 18: 嵊州人选购分体式烟机的理由比较分散.....	10
图 19: 海宁人家中的方太油烟机.....	10
图 20: 海宁样本中，集成灶价格带分布.....	11
图 21: 嵊州样本中，集成灶价格带分布.....	11
图 22: 海宁样本中，按房价统计集成灶价格分布.....	11
图 23: 嵊州样本中，按房价统计集成灶价格分布.....	11
图 24: 海宁样本中，按新、旧小区统计集成灶价格分布.....	12
图 25: 嵊州样本中，按新、旧小区统计集成灶价格分布.....	12
图 26: 海宁、嵊州两地销量较高的集成灶品牌价位.....	12
图 27: 消毒柜与碗柜款式集成灶.....	13
图 28: 两地样本中，各个款式集成灶数量占比.....	13
图 29: 海宁市房价.....	15
图 30: 海宁市人均 GDP 与总人口.....	15
图 31: 嵊州市房价.....	16

图 32: 嵊州市人均 GDP 与总人口.....	16
表 1: 海宁、嵊州两地集成灶代表品牌.....	5
表 2: 推荐个股盈利预测及估值.....	14
表 3: 样本统计.....	17

1. 访谈背景

集成灶的普及率可以到什么水平？

买集成灶的人，能够接受什么价格？

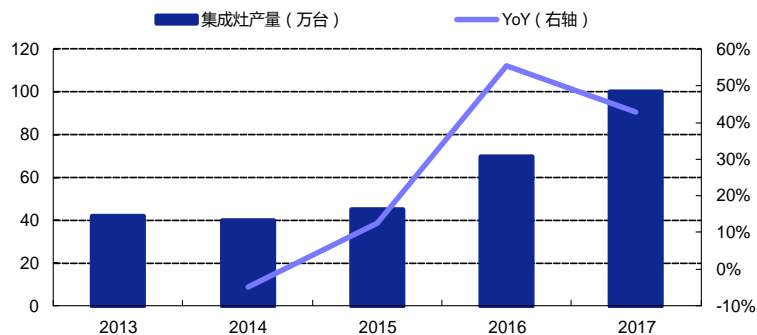
他们会选择什么款式？

用过集成灶之后，他们是感到满意，还是后悔？

带着这些问题，我们对集成灶产业集群地海宁、嵊州的 230 名住户进行入户调研，尝试用采集的样本对以上问题进行分析，现将数据及结论整理成文，供各位投资者参考（样本详细信息请见附录）。

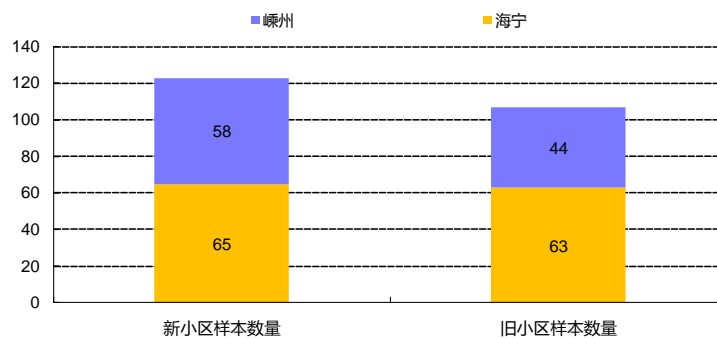
我们将样本按照新、旧小区划分，以探究集成灶普及率水平。根据艾肯家电数据，2015 年是集成灶行业发展的拐点。此前，国内集成灶的产量增速低于 20%，而 2015-2017 年，行业的复合增速达到 49%。据此，我们将交房时间在 2015 年之后的小区定义为新小区¹。

图 1：2015 年后，国内集成灶行业产量增速超过 40%



资料来源：艾肯家电网，安信证券研究中心

图 2：海宁、嵊州两地的新旧小区住户样本数量



资料来源：产业调研，安信证券研究中心

¹ 对于交房时间未明确的小区，若建筑时间在 2013 年之后或开盘时间在 2014 年之后，则定义为新小区

表 1: 海宁、嵊州两地集成灶代表品牌

区域名称	集成灶代表品牌	公司成立时间	推出集成灶时间
海宁	美大	2001	2003
	潮邦	2009	2010
	火星人	2010	2010
嵊州	美多	1989	2010
	帅丰	1998	2007
	亿田	2003	2007
	森歌	2004	2006
	金帝	2008	-

资料来源: Wind, 公司官网, 安信证券研究中心

图 3: 产业集群地消费者家中的集成灶



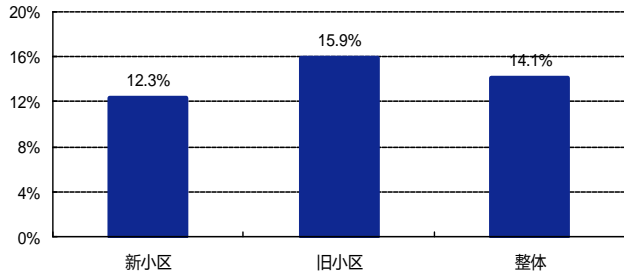
资料来源: 产业调研, 安信证券研究中心

调研结果显示: 产业集群地的集成灶普及率显著高于全国水平, 随着集成灶在国内推广, 我们认为其他地区的集成灶普及率有望提升; 两地住户对集成灶尚处于功能消费阶段, 未过渡到品质消费; 两地消费者都倾向于购买本地品牌, 但挑选标准有所不同。

2. 集成灶尚处导入期，普及率提升空间大

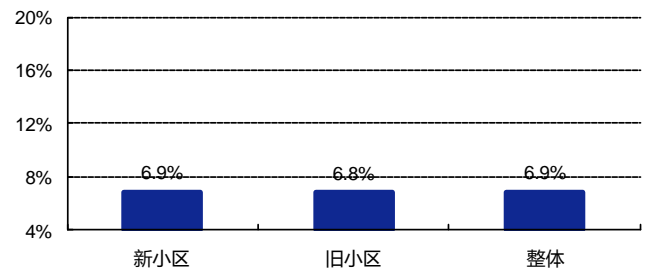
根据样本，我们分别统计了海宁、嵊州两地的新小区、旧小区及整体的集成灶普及率。

图 4：海宁集成灶普及率



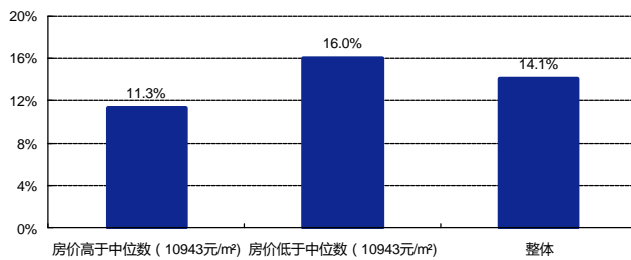
资料来源：产业调研，安信证券研究中心

图 5：嵊州集成灶普及率



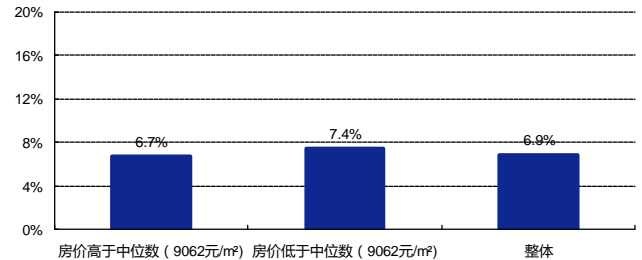
资料来源：产业调研，安信证券研究中心

图 6：海宁集成灶普及率（按房价）



资料来源：产业调研，安信证券研究中心

图 7：嵊州集成灶普及率（按房价）



资料来源：产业调研，安信证券研究中心

海宁、嵊州样本的集成灶普及率明显高于全国平均水平，分别达到 14.1%、6.9%，两地样本整体普及率 10.9%。从全国范围来看，集成灶的产量经历了漫长的低速增长期。根据艾肯家电网数据，集成灶行业产量在 2017 年达到 100 万台水平，当年的普及率不到 5%。从全国范围来看，根据艾肯家电数据，2013~2017 年集成灶累计销量 297 万台；2013 年之前为行业的孵化期，销量较少，我们估计累计销量 141 万台；行业累计销量 438 万台，占中国家庭数（4.5 亿户）的比例为 1%。产业集群地也是集成灶消费的先行区域。随着集成灶在全国范围的推广，我们认为其他地区的集成灶普及率有望向产业集群地看齐。

集成灶普及率与房价有一定相关性。房价高的小区，集成灶的普及率较低。这反映出，购买较贵住房的群体在选购厨电产品的时候更趋保守，更倾向选择传统的分体式烟机。

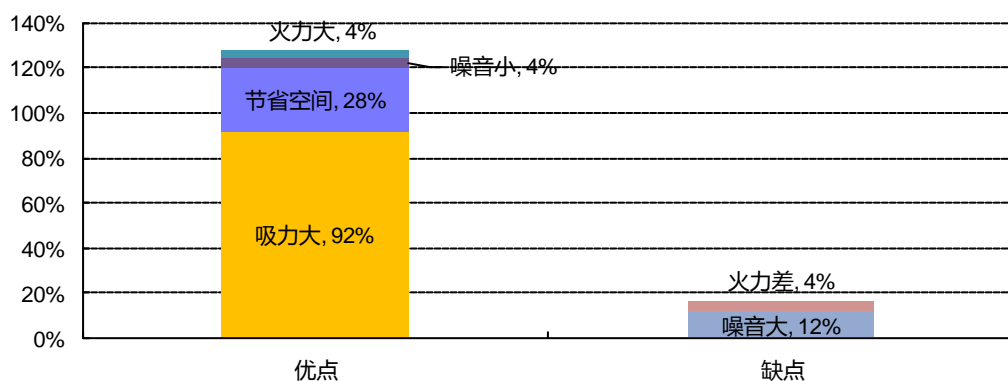
我们将样本划分为新旧小区，发现新旧小区的集成灶普及率并未拉开明显差距，这似乎也意味着集成灶的普及率提升也存在“瓶颈期”。我们分析，“瓶颈期”现象，一方面是因为两地集成灶的消费基数较高，近年来集成灶的兴起主要靠其他地区增加消费；另一方面也与集成灶市场尚处在功能消费阶段、未向品质消费过渡有关（详见第 3 节的分析）。打破瓶颈，需要推动品质消费，如增加蒸烤、洗碗等品质体验。

数据上看，海宁的新小区普及率（12.3%）略低于旧小区（15.9%），但差距不大，亦可能与样本偏差有关。

3. 消费者最关心吸力，偏好本地品牌

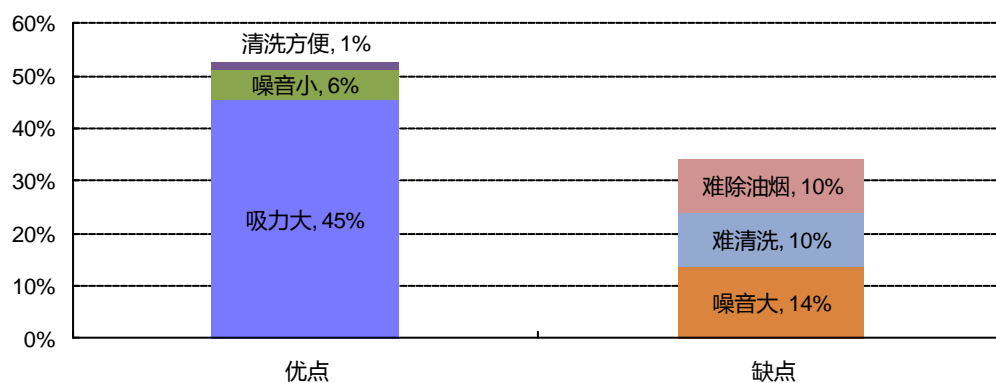
对于分体式烟机与集成灶，消费者最关心产品的吸力，对噪声的评价偏主观。根据样本数据，大部分消费者（海宁 56%、嵊州 43%）认为：在使用过程中，“大吸力”是所用的分体式烟机或集成灶的主要优点。一些消费者在接受访谈时表示：“买集成灶（或分体式烟机），主要是为除油烟的。产品好不好看、声音吵不吵，不是最重要的。”而我们认为，“节省空间”亦是集成灶的独有优势。另外，我们发现，无论是集成灶还是分体式烟机，都有人认为噪声过大，也都有人夸奖噪声较小，说明对噪声的体验是非常主观的，尤其厨房在烹饪食物的过程中，自然就带有声响。

图 8：两地集成灶优缺点评价统计



资料来源：产业调研，安信证券研究中心（注：部分消费者提供多个使用优缺点；一些消费者提供“无明显优、缺点”，比例未在图中显示）

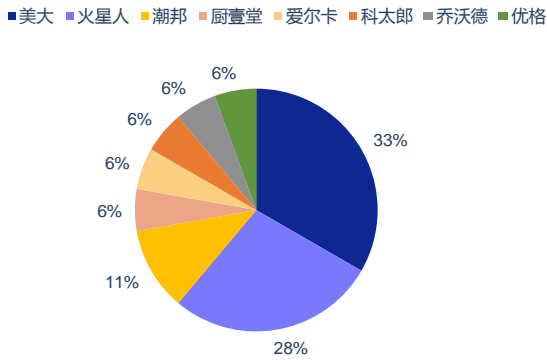
图 9：两地分体式烟机优缺点评价统计



资料来源：产业调研，安信证券研究中心（注：部分消费者提供多个使用优缺点；一些消费者提供“无明显优、缺点”，比例未在图中显示）

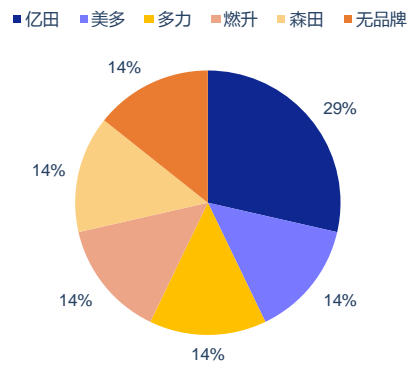
品牌的地域化区隔明显。海宁地区集成灶使用者中，有 33%的住户使用美大集成灶，28%的住户使用火星人集成灶；未发现嵊州的主流品牌。而嵊州集成灶使用者中，有 29%的住户使用亿田集成灶（此次调研未见帅丰、金帝品牌产品）；未发现美大和火星人集成灶。可以看出，一些集成灶品牌已经在本地拥有较高的市占率，但未能在其他产业集群占据一席之地，品牌的跨区域推广仍需时日。

图 10：海宁样本中，集成灶品牌数量占比



资料来源：产业调研，安信证券研究中心

图 11：嵊州样本中，集成灶品牌数量占比



资料来源：产业调研，安信证券研究中心

图 12：嵊州客运中心的集成灶宣传图



资料来源：产业调研，安信证券研究中心

图 13：嵊州出租车上，金帝集成灶的宣传广告



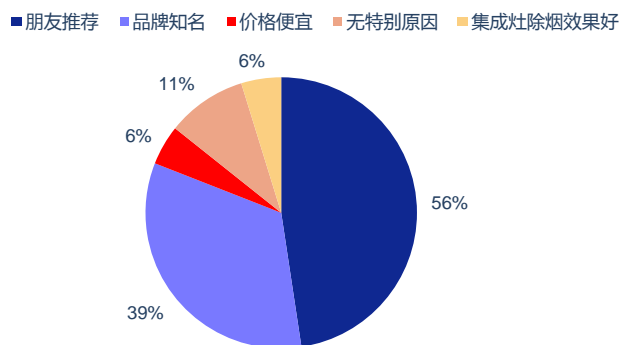
资料来源：产业调研，安信证券研究中心

海宁人在购买集成灶时，更加注重口碑。海宁样本中，有 56% 的集成灶使用者提出“朋友推荐”为主要购买理由。在进一步的访谈中，我们发现一些消费者有推荐其他人购买集成灶的意愿，他们认为：“相比于分体式烟机，集成灶吸力不错，更适合油烟爆炒，会推荐相熟的亲戚或朋友购买”。

不同于海宁，嵊州人在购买集成灶时，重点关注价格与产品设计优势（节省空间），更注重功能。

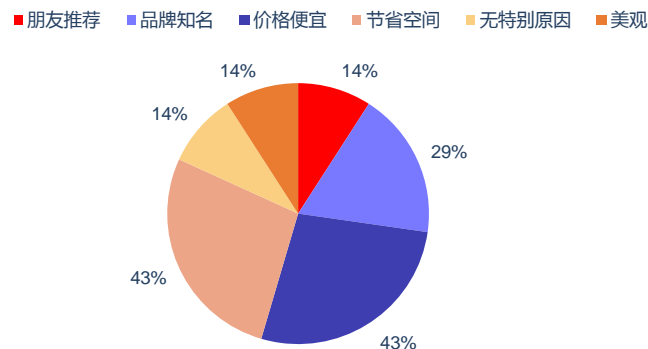
我们认为，这一差异的形成，与两地的消费水平有关，也与嵊州产业集群存在大量集成灶代工厂有关（参见附录）。

图 14：海宁人选购集成灶理由统计



资料来源：产业调研，安信证券研究中心（注：部分消费者提供多个购买理由）

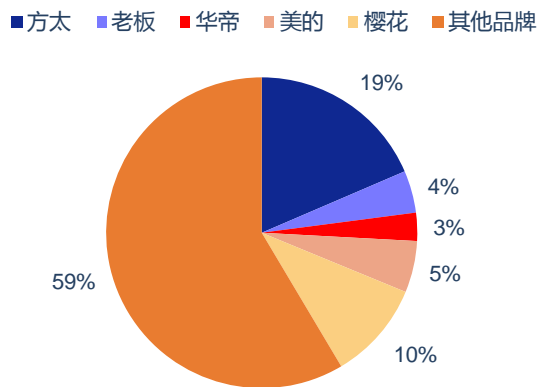
图 15：嵊州人选购集成灶理由统计



资料来源：产业调研，安信证券研究中心（注：部分消费者提供多个购买理由）

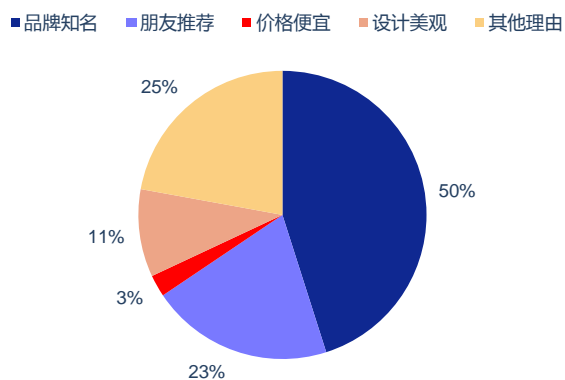
有别于集成灶，消费者对传统烟灶具有较强的品牌意识。在分体式烟机品牌中，方太产品数量占比最大。两地样本中，19%的住户选择了方太的烟灶产品。相较于集成灶，消费者在购买传统烟灶时，会有意地选择品牌知名度高的产品，他们认为：“一提到分体式烟机，脑海中自然而然便浮现出知名品牌。”“经常在电视中看到大品牌的广告，比较熟悉。”我们认为：分体式烟机推出时间早，知名企业市场教育充分，培育了大众的品牌意识，使得消费者在购买传统烟灶时，会兼顾性能与品牌。

图 16：两地分体式烟机中，各个品牌占比



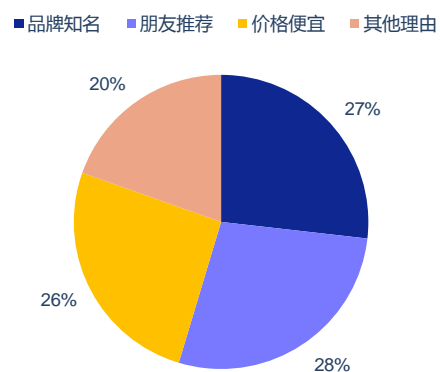
资料来源：产业调研，安信证券研究中心

图 17：海宁人选购分体式烟机，更看重品牌



资料来源：产业调研，安信证券研究中心（注：部分消费者提供多个购买理由）

图 18：嵊州人选购分体式烟机的理由比较分散



资料来源：产业调研，安信证券研究中心（注：部分消费者提供多个购买理由）

图 19：海宁人家中的方太油烟机

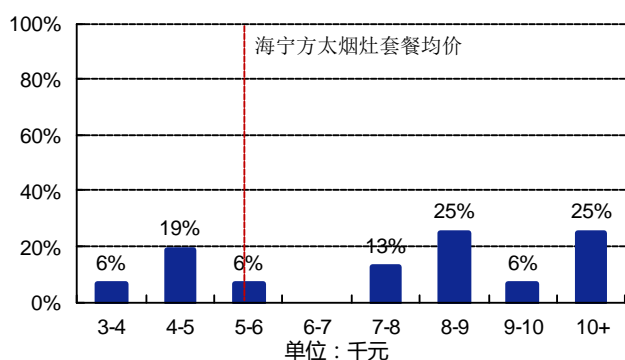


资料来源：产业调研，安信证券研究中心

4. 消费形式多样化

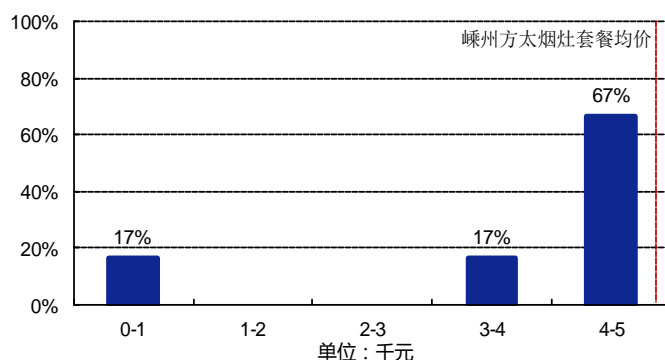
海宁人买的集成灶比嵊州人买的贵。在访谈过程中，我们发现大部分消费者在做价格比较时，将集成灶的价格与烟灶两件套餐进行比对，而不是三件套餐。由于方太品牌的烟灶套餐数量占比最大（详见第3节的分析），我们分别计算两地方太烟灶套餐的均价，将集成灶价格与之比对。根据样本数据，我们以1000元为区间长度分别绘制了海宁、嵊州集成灶的价格分布图。可以直观看出，海宁人愿意买贵的集成灶，大部分人（69%）购买的集成灶价格高于方太烟灶套餐；而嵊州人买的集成灶更实惠，样本中的集成灶价格都低于方太烟灶套餐。两个产业集群，偏好的价格带有明显差异，说明集成灶需求的多样化，未来高端、中低端品牌都能找到自己的消费群体。

图 20：海宁样本中，集成灶价格带分布



资料来源：产业调研，安信证券研究中心

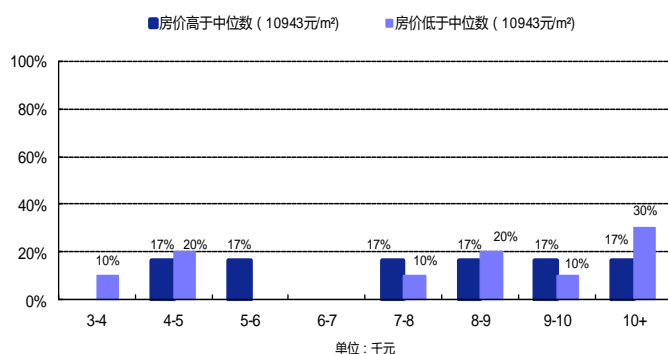
图 21：嵊州样本中，集成灶价格带分布



资料来源：产业调研，安信证券研究中心（注：调研中发现有1000元以下的集成灶，为消费者直接向工厂购买的白牌产品）

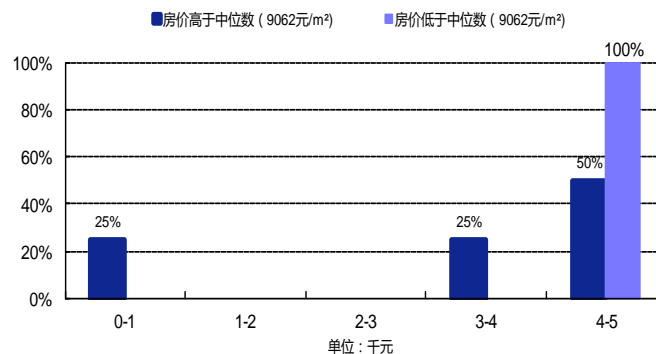
集成灶价格高低与房价、新旧小区无明显关联性。我们分别按照房价、新旧小区，统计两地样本中，集成灶的价格带。结果显示，房价、新旧小区与集成灶价格无明显关联，我们分析，相比于收入水平与装修时间，品牌认知度与消费习惯更能影响消费者购买的集成灶档次。

图 22：海宁样本中，按房价统计集成灶价格分布



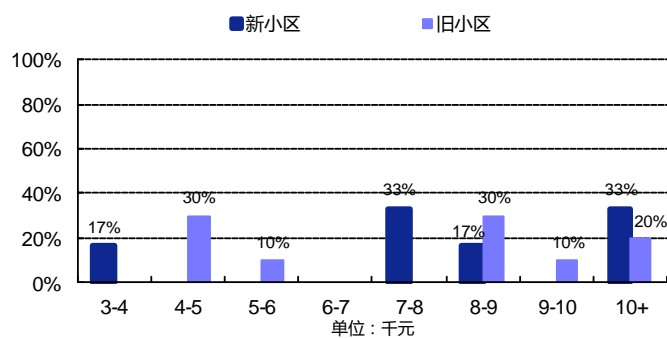
资料来源：产业调研，安信证券研究中心

图 23：嵊州样本中，按房价统计集成灶价格分布



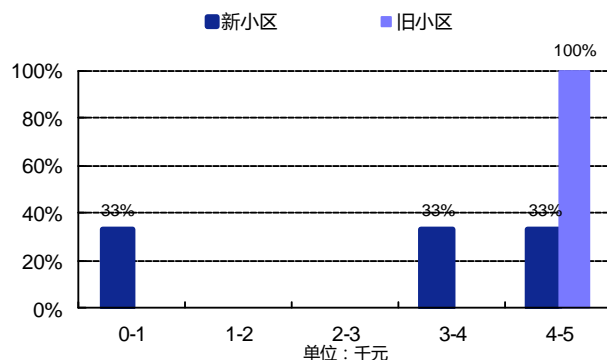
资料来源：产业调研，安信证券研究中心（注：调研中发现有1000元以下的集成灶，为消费者直接向工厂购买的白牌产品）

图 24：海宁样本中，按新、旧小区统计集成灶价格分布



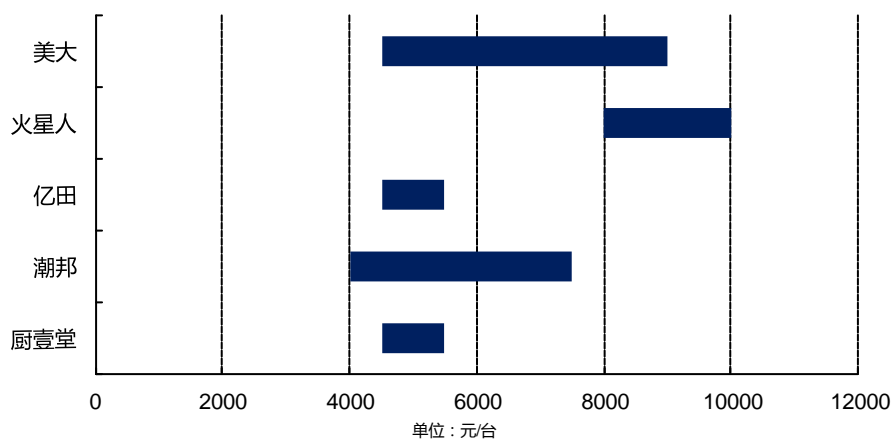
资料来源：产业调研，安信证券研究中心

图 25：嵊州样本中，按新、旧小区统计集成灶价格分布



资料来源：产业调研，安信证券研究中心（注：调研中发现有 1000 元以下的集成灶，为消费者直接向工厂购买的白牌产品）

图 26：海宁、嵊州两地销量较高的集成灶品牌价位



资料来源：产业调研，安信证券研究中心

5. 集成灶款式以碗柜和消毒柜为主

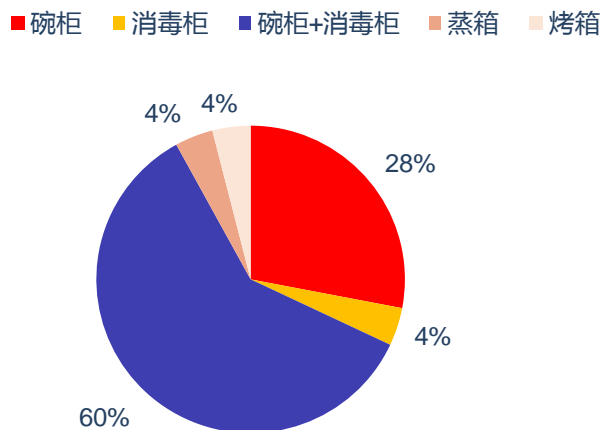
根据样本数据，碗柜与消毒柜款式集成灶较为普遍。除海宁有 1 例烤箱、1 例蒸箱款式的集成灶，其余集成灶均为集成碗柜、消毒柜款式，占比集成灶样本总数的 92%。购买碗柜、消毒柜款式集成灶的消费者表示：“该样式的集成灶推出时间较早，亲戚朋友中也有一些人使用，我们买的踏实”。

图 27：消毒柜与碗柜款式集成灶



资料来源：产业调研，安信证券研究中心

图 28：两地样本中，各个款式集成灶数量占比



资料来源：产业调研，安信证券研究中心

6. 投资建议与风险提示

集成灶有空间。海宁、嵊州作为集成灶消费的先行区域，样本普及率可以达到 11%，远高于全国不到 1% 的普及率水平，未来集成灶有相当大的市场空间。集成灶市场品牌林立，领军企业将受益于行业规模的扩张、自身的先行优势，并有望引导行业从功能消费向品质消费过渡。

我们推荐集成灶产业链中的浙江美大、老板电器。作为国内集成灶的开创者，美大将受益行业的高速发展，去年以来加大品牌和渠道建设力度，也将助力公司巩固既有优势。

个股风险提示：竞争格局恶化，地产景气大幅下滑。

表 2：推荐个股盈利预测及估值

证券简称	EPS			PE			评级	净利润 (亿元)			股本 (亿)	股价 (元/股)
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		2017	2018E	2019E		
浙江美大	0.47	0.69	1.00	29.4	20.0	13.8	买入-A	3.1	4.5	6.4	6.46	13.83
老板电器	1.54	1.76	1.99	14.3	12.5	11.1	买入-A	14.6	16.7	18.9	9.49	22.00

资料来源：Wind，安信证券研究中心（参考 2018 年 8 月 31 日收盘价）

风险提示

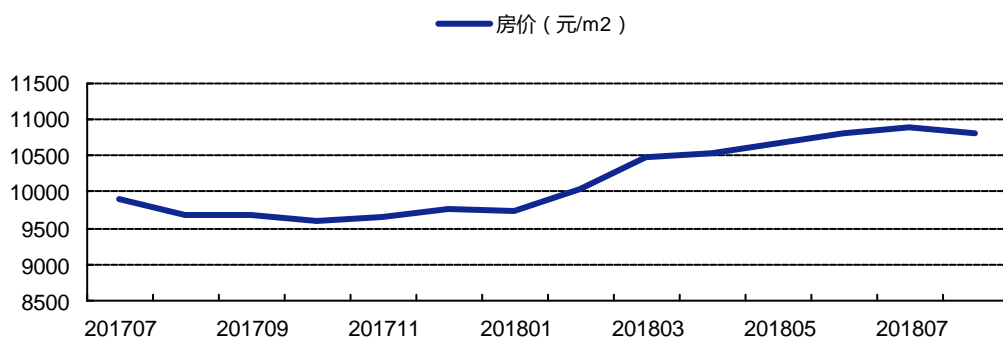
1. 样本数据存在局限性
2. 集成灶行业竞争格局恶化。
3. 原材料价格上涨。

附录

海宁市简介

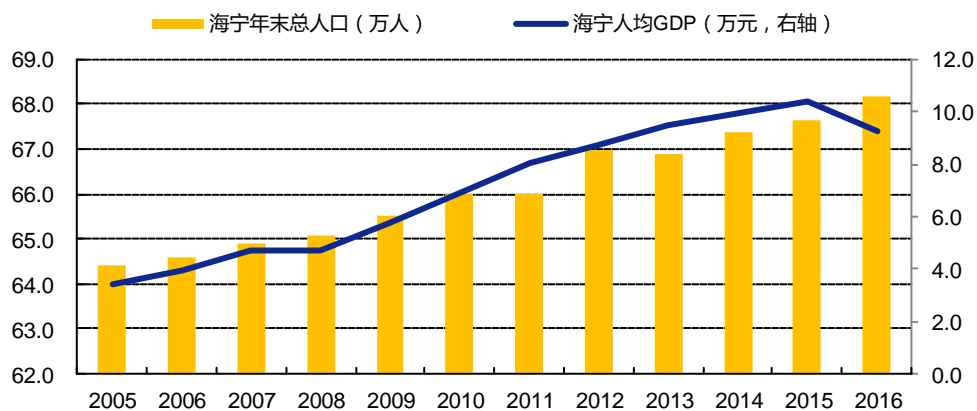
海宁市，隶属浙江省嘉兴市，位于中国长江三角洲南翼、浙江省北部，距上海 100 公里，西接杭州。海宁被誉为“中国皮革之都”，已成为国内最重要的皮革、皮草生产基地。根据国家统计局数据，2016 年末，海宁总人口为 68 万人，人均 GDP 为 9.2 万元人民币。

图 29：海宁市房价



资料来源：安居客，安信证券研究中心

图 30：海宁市人均 GDP 与总人口

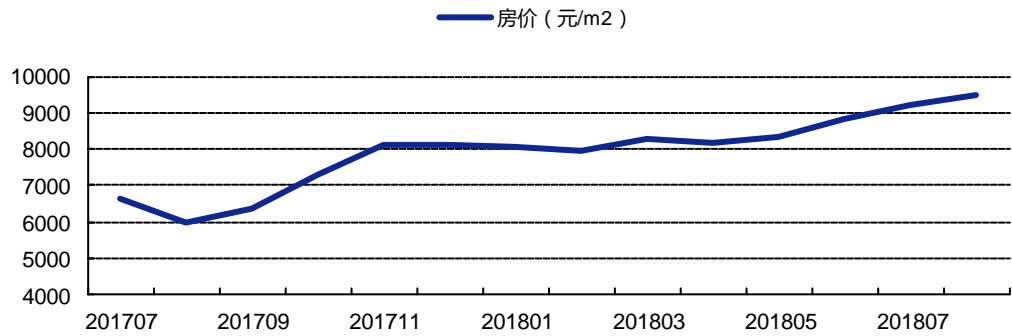


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

嵊州市简介

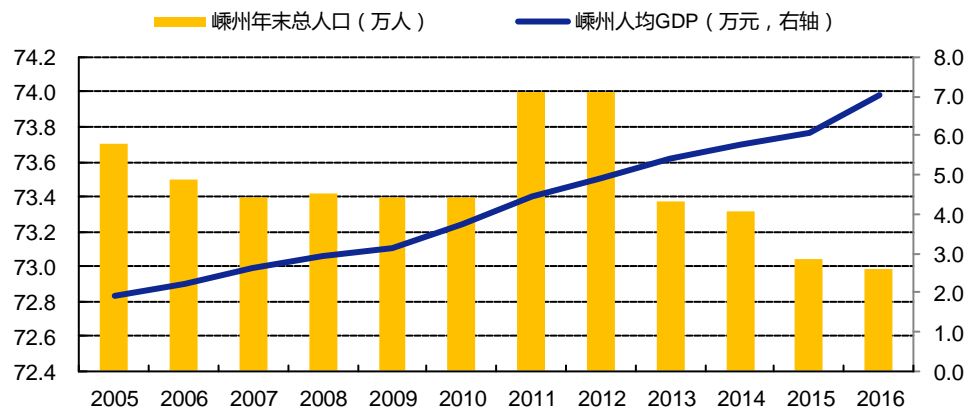
嵊州市，为浙江省绍兴市所辖县级市，地处浙江东部，属长江三角洲经济区，是全国第一批沿海经济开放县（市）。根据国家统计局数据，2016年末，嵊州总人口为73万人，人均GDP为7.1万元人民币。

图 31：嵊州市房价



资料来源：安居客，安信证券研究中心

图 32：嵊州市人均 GDP 与总人口



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

集成灶调查样本信息

表 3: 样本统计

地区	小区名称	建筑时间	开盘时间	交房时间	参考价格 (元/m ²)	总样本数量
海宁	佳源鸿翔东方都市		2014	2016	14992	18
	阳光景苑	2004			12541	5
	华丰小区	2012			12107	3
	卡森卫星城	2012			11688	1
	洛洲小区	2010			11459	4
	康桥名城	2013	2014	2016	11404	1
	中栋金色花园		2011	2013	11327	7
	群利景苑南区	2011			11230	1
	紫薇花园	2006			11049	1
	伊桥二里	2007			11017	12
	四季香榭		2014	2016	10869	13
	风和丽苑	2007			10633	2
	恒地依山蝶院		2013	2016	10571	33
	阳光新城	2007			10515	2
	梅园二里	1995			10384	1
	民和小区	2010			10338	4
	梅林家园	2008			9999	8
	伊桥一里	2007			9972	9
	鸿翔浅水湾	2008			9274	1
	云和景苑		2011		8971	2
	远景·江景一品	2013			11541	8
	米兰阳光	2007			10607	1
	锦成·壹号公馆		2014	2016	10255	11
卧龙山水绿都	2009			10234	4	
米兰阳光·米兰阁	2009			10128	4	
乐润·状元名苑		2014	2015	10023	22	
兰苑小区	2007			9558	6	
正兴·顶御华府		2014	2016	9543	1	
正大新城国际	2015			9512	2	
太子苑小区		2010		9473	1	
中大荆溪花园		2010		9468	4	
金色阳光		2006	2008	9376	6	
剡湖·翡翠东城		2012	2015	9331	5	
南苑小区	2000			8794	2	
正大新世界		2012		8787	1	
绿城·玉兰花园	2014			8764	6	
正大新城之星		2014		8745	3	
盛都花苑	2002			8718	2	
仙景花园	2002			8667	2	
景都小区	2003			8583	3	
剡湖·明珠花苑	2009			8295	1	
官河里			2017 整改	8279	1	
金湾国际	2008			7738	1	
国公花苑	2003			7698	1	
湖都花苑	2003			7634	2	
米兰阳光·阳光苑	2008			5628	2	
合计						230

资料来源: 海宁房产网, 安居客, 房天下, 嵊新楼市, 嵊州搜房网, 产业调研, 房价网, 安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 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 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

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