



2018.09.12

日本家电产业史中篇：成熟期，结构升级

日本家电史系列深度研究（二）

	吴东炬（分析师）	杨宝龙（分析师）	颜晓晴（研究助理）
	021-38675923	021-38675859	021-38032024
	wudongju@gtjas.com	yangbaolong@gtjas.com	yanxiaoping@gtjas.com
证书编号	S0880518010003	S0880518030001	S0880117050061

摘要：

- 1975-1990 年日本经济中速增长，消费升级趋势凸显：**这一阶段日本经济放缓至 5% 的中速增长，不过居民可支配收入保持大幅提升，居民消费支出也保持增长，此外，70 年代日本消费率开始拐点向上。70-80 年代日本社会呈晚婚晚育、单身化趋势，导致家庭结构裂变、1-2 人家庭占比提升，同时 1960s 出生的新人类一代逐步成长，催生个人消费时代到来，日本从大众化家庭消费进入到个性化消费升级时代，开始由量到质、由物质到服务的转变，消费支出中交通通信、娱乐教育等占比上升，衣食家居占比显著下降，家电等耐用消费品支出占比也开始下降，个性化、品牌化及服务消费大幅增加。
- 日本家电业走向结构升级：**随着第一波大众化同质化的大家电普及浪潮结束，1975-1990 年日本家电业迎来结构升级，从单纯的规模增长转向产品升级，从有限的刚需品类扩展到更多的可选品类。

冰洗产品升级、均价提升：个性化消费升级时代，消费者需求趋于多样化、人性化，同时企业通过技术研发等加大了新品开发力度，推动普及完成、需求饱和的冰洗呈现出明显的产品升级趋势，其中冰箱升级表现为大容量化，1975-1990 年平均容量从 150L 提升至 400L，洗衣机则表现为全自动对传统双缸产品的快速替代，全自动洗衣机占比从 0 升至 40%，推动冰洗均价上涨幅度均超过 100%，在销量饱和之后通过产品升级、均价提升，冰洗品类实现进一步发展。

一户多机需求释放，彩电空调规模进一步增长：随着彩电空调普及率提升，产业界通过“一间一台”、“一人一台”的营销推广，刺激一户多机需求释放，推动日本彩电空调规模进一步增长，1975 年日本彩电平均每户 1 台，此后一户多机需求接力，1991 年日本彩电户均突破 2 台；普及率提升叠加一户多机需求释放，空调亦表现抢眼，1975-1990 年日本空调普及率从 17% 升至 64%、户均从 0.23 升至 1.14 台，推动 1985-1990 年日本空调销量累计增长 72% 达到 630 万台。

厨电小家电及黑电等可选品涌现：此前需求集中在冰洗彩等刚需品，70-80 年代日本家电品类多元化趋势明显，大量的厨电小家电及黑电等可选品涌现，典型代表有微波炉、咖啡机、面包机及录像机等。
- 80 年代日本黑电企业称霸全球：**50-60 年代日本黑电企业通过引进技术实现对欧美的追赶，基于日美贸易摩擦加剧与日元大幅升值，70-80 年代通过自身技术创新、成本控制与效率提升以及本土化运营，日本黑电企业成功挤垮美国竞争对手、成为美国市场主流品牌，进而成为全球黑电产业霸主，在欧洲、东南亚等也牢据主导地位。

序：

综合日本经济发展、消费结构、消费主体以及消费价值观等层面的变迁，我们将日本家电产业史分为 4 个阶段，本报告作为中篇着重分析 70-80 年代日本家电发展，以资借鉴。

相关报告

家用电器业：《日本家电产业史上篇：成长期，大家电全面普及》	2018.09.06
家用电器业：《Q2 营收增长势头良好，盈利能力持续改善》	2018.09.02
家用电器业：《终端销售继续好转 空调龙头估值与分红优势凸显》	2018.08.19
家用电器业：《终端销售好转 看好空调长期空间》	2018.08.12
家用电器业：《无惧短期波动，继续看好空调长期空间》	2018.08.05

目 录

1. 1975-1990 年：经济中速增长，消费结构升级.....	3
1.1. 日本经济进入中速增长阶段.....	3
1.2. 由家庭到个人，消费升级趋势凸显.....	5
2. 日本家电业走向结构升级.....	9
2.1. 冰洗产品升级，均价显著上涨.....	9
2.2. 一户多机需求释放，彩电、空调继续增长.....	13
2.3. 厨电、小家电和黑电等可选品全面涌现.....	15
3. 日本黑电企业国际化获得成功.....	17
3.1. 日美贸易摩擦与日元升值.....	17
3.2. 日本黑电产业称霸全球.....	19
4. 总结：日本家电业结构升级之路的启示.....	25

1. 1975-1990 年：经济中速增长，消费结构升级

1.1. 日本经济进入中速增长阶段

1975-1990 年日本经济进入中速增长阶段，产业结构实现从传统重化工业向高附加值产业的转型，同时出口规模快速提升；而随着日本居民收入水平提升以及资产价格上涨带来的财产性收入增加，进入 70 年代日本消费出现拐点，家庭消费支出占 GDP 比重持续上升。

1) 经济进入中速增长阶段

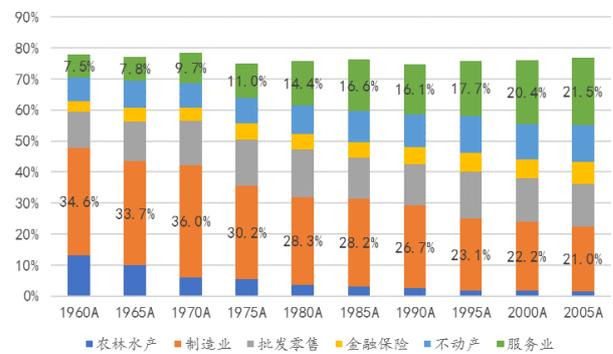
1955-1973 年日本经济实现了近 20 年的高速增长，随着 1974 年第一次石油危机爆发导致经济增长显著放缓，日本政府开始推动产业结构转型，削减高耗能行业、大力发展高附加值产业，由此 1975-1990 年日本经济进入 5% 左右的中速增长阶段。

图 1：70-80 年代日本 GDP 进入中速增长阶段



数据来源：日本统计局，国泰君安证券研究

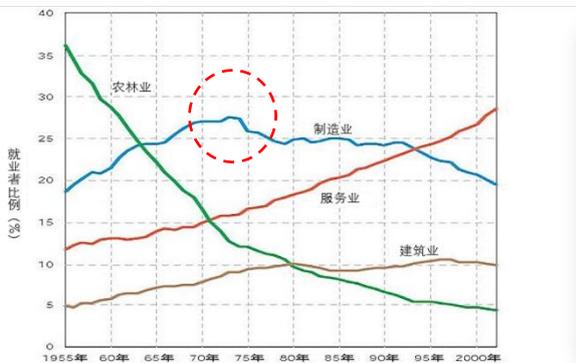
图 2：70 年代后日本制造业 GDP 占比逐步下降



数据来源：日本经济产业研究所，国泰君安证券研究

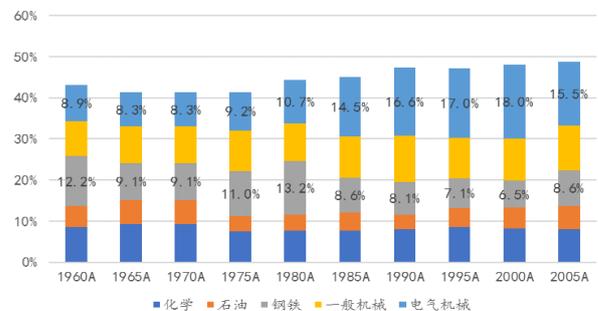
产业结构实现转型：60 年代末日本已形成由钢铁、石化、机械等重工业组成的出口型产业结构，1968 年日本超过联邦德国成为世界第二经济强国；不过进入 70 年代，第一次石油危机爆发使得经济增长放缓，同时四大公害等环境污染问题相继爆发，使得传统增长模式受到冲击，为此 1974 年日本政府提出《产业结构长期设想》，推动产业结构转型，扶植汽车、计算机、电子、新能源及新材料等产业。

图 3：1973 年日本制造业劳动人口比例达到峰值



数据来源：日本总务省，国泰君安证券研究

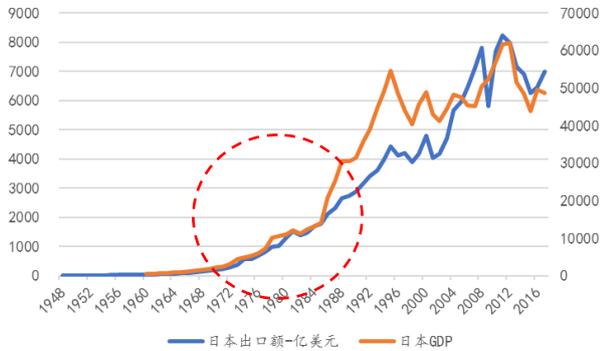
图 4：70-80 年代制造业中钢铁等传统行业占比下降



数据来源：日本经济产业研究所，国泰君安证券研究

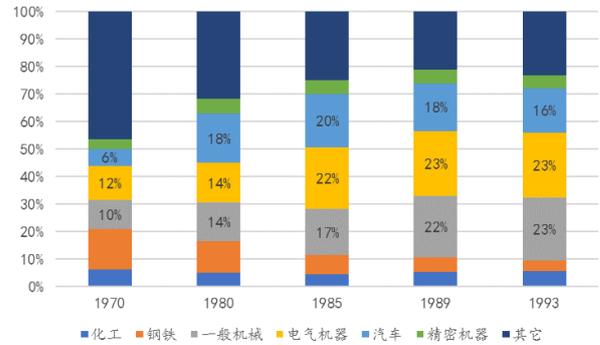
出口规模急剧增长：随着70年代政府推动产业转型，汽车、电子等产业崛起，日本出口结构也随之改善，尤其是技术的反超引领大大提升了日本制造业的国际竞争力，进而推动了70-80年代日本出口规模实现激增，根据1987年日本经济白皮书，1975-1985年出口对日本经济的拉动幅度比上一个十年提升2.65%。

图 5: 70-80 年代日本出口规模急剧扩大



数据来源：， 国泰君安证券研究

图 6: 70-80 年代日本出口结构变化明显



数据来源：日本经济产业研究所， 国泰君安证券研究

表 1. 出口拉动经济测算

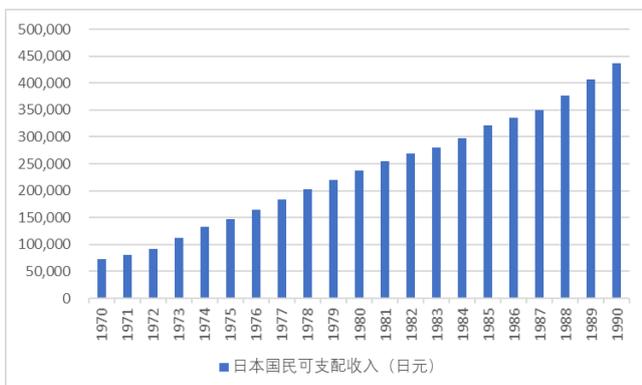
国民生产总值平均增长率	1965-1975	1975-1985
	11.6%	5.1%
贡献度	内需	3.5%
	外需	1.2%

数据来源：日本经济白皮书， 国泰君安证券研究

2) 居民收入水平保持增长，消费率拐点向上

收入水平提升与资产价格上涨：在经济继续增长的背景下，日本居民收入水平保持提升，1975-1990年居民年可支配收入从15万日元大幅升至43万日元；此外，房价上涨与股市繁荣使得日本居民财产性收入大幅增加，1986-1987年日本央行连续降息，开启了一轮宽松周期，资金持续流入股市和房地产市场，推动股市与房地产的资产泡沫形成，其中1975-1989年日经指数上涨了9倍；因此，除了工资收入大幅增长之外，财产性收入进一步提升了日本居民的购买力。

图 7: 1975-1990 年日本国民可支配收入增长明显



数据来源：日本内阁府， 国泰君安证券研究

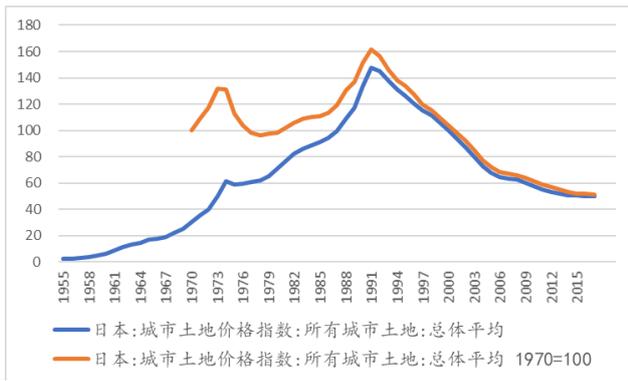
图 8: 1975-1990 年日经指数上涨 9 倍



数据来源：日本统计局， 国泰君安证券研究

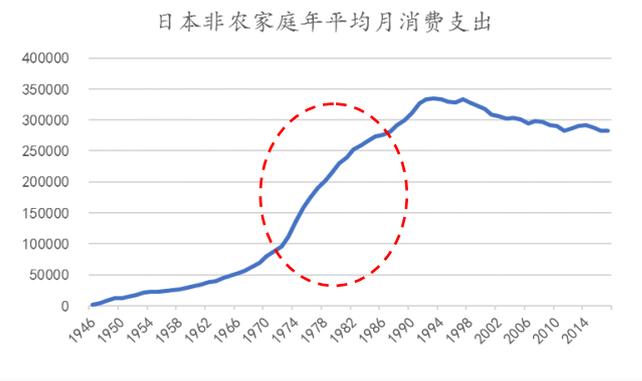
家庭消费支出继续增长、消费率拐点向上：在收入水平大幅提升以及资产泡沫催生的财富效应带动下，日本居民消费也呈现继续大幅增长的势头，根据日本统计局数据，1975-1990年日本家庭平均月消费支出金额累计增长97%；此外，虽然日本人均GDP直到1978年才突破8000美元，但日本消费拐点在1970年就开始出现，1970年私人消费占GDP比重为52.3%，此后处于持续上升趋势，到1979年已经上升至58.7%。

图 9：1975-1990 年日本土地价格快速上涨



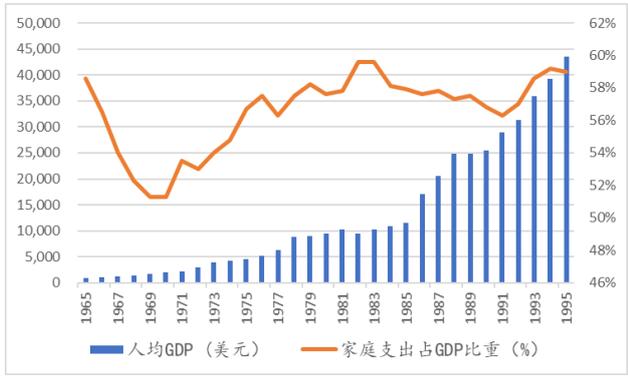
数据来源：日本内阁府，国泰君安证券研究

图 10：1975-1990 年家庭平均月消费累计增长 97%



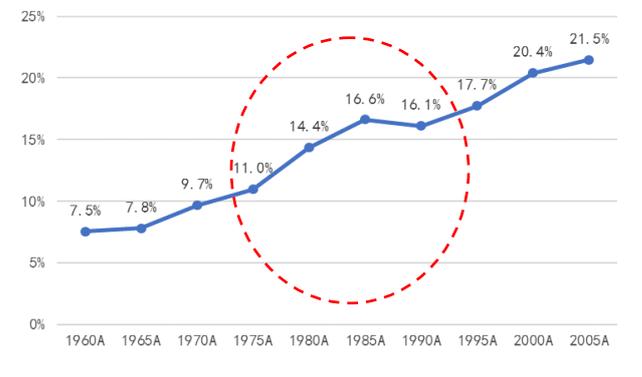
数据来源：日本统计局，国泰君安证券研究

图 11：70 年代初期日本消费率拐点向上



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 12：70-80 年代日本(狭义)服务业 GDP 占比提升



数据来源：日本经济产业研究所，国泰君安证券研究

1.2. 由家庭到个人，消费升级趋势凸显

70-80 年代随着新人类一代崛起以及晚婚晚育与单身化导致的家庭结构变化，日本消费市场也从此前的大众化消费进入到个性化消费升级时代，主要体现在以下几个方面：

新人类一代崛起：在婴儿潮一代之后，生于 1960-1970 年“新人类”一代在 80-90 年代开始进入消费市场，新人类一代成长在日本经济高速增长时代以及消费持续膨胀的大城市，儿童时期就随父母在商场购物游玩、家中电器一应俱全，长大后成为“天生的消费者”；

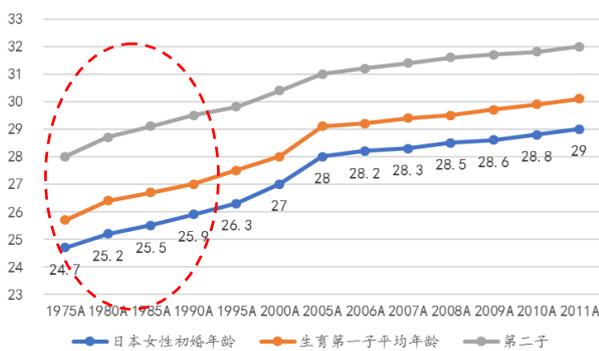
图 13: 1972 年日本结婚数量达到 110 万组的高峰，此后持续下降



数据来源：日本总务省，国泰君安证券研究

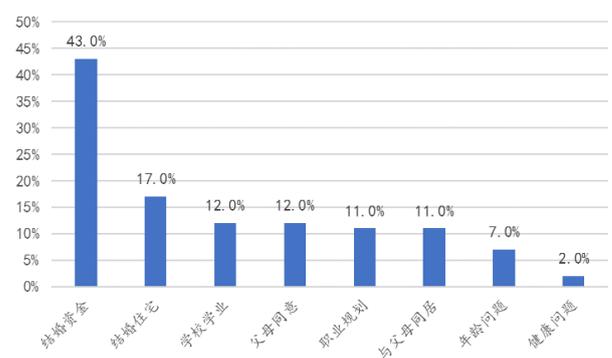
晚婚晚育、1-2 人家庭占比提升：70 年代初战后婴儿潮一代迎来了婚育高峰，根据日本总务省统计 1970-1974 年日本每年婚姻数量都保持在 100 万组以上，婚率保持 10%+ 高位，1975 年以后战后婴儿潮一代婚育高峰退潮，同时结婚育儿成本上升、新人类一代年轻人对父母依赖增强、女性工作时间进一步增加以及经济增速放缓背景下职场雇佣关系开始变得不稳定，日本社会的晚婚晚育问题日益凸显。

图 14: 1975 年后日本女性初婚生育年龄上升明显



数据来源：日本总务省，国泰君安证券研究

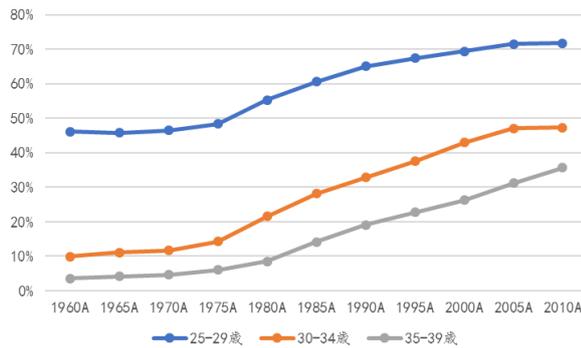
图 15: 资金、住宅等成为结婚生育主要障碍



数据来源：出生动向基本调查，国泰君安证券研究

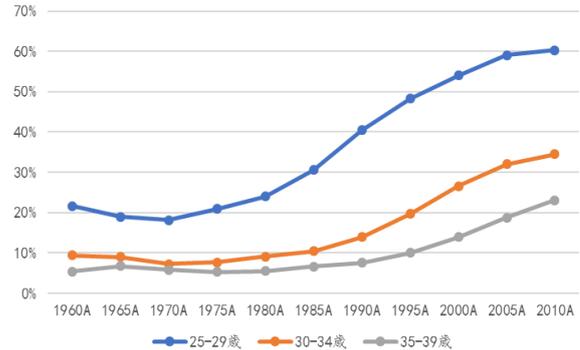
根据日本社会人口问题研究所调查报告，结婚资金、结婚住宅、职业学业等成为 70 年代后日本年轻人晚婚晚育的主要影响因素；根据总务省统计，1975 年日本女性平均初婚年龄和生育第一子的年龄分别是 24.7、25.7 岁，但到 1990 年已经分别上升到 25.9、27.0 岁，2010 年则进一步升至 28.8、29.9 岁。

图 16: 1975 年后日本 25-40 岁男性未婚率增长



数据来源: 日本总务省, 国泰君安证券研究

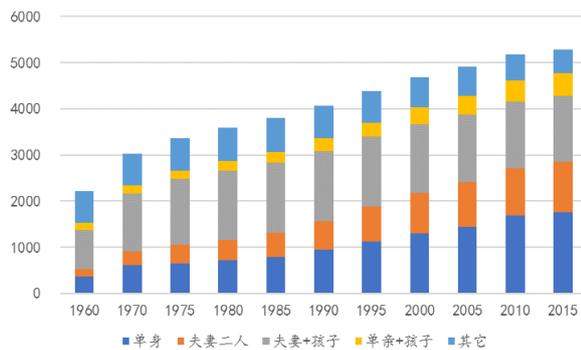
图 17: 25-40 岁女性未婚率同样增长明显



数据来源: 日本总务省, 国泰君安证券研究

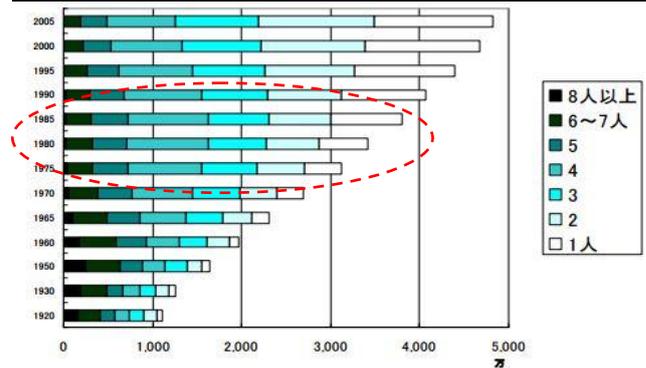
由于晚婚晚育趋势形成, 日本社会的家庭结构开始发生变化, 70 年代之后单身家庭和夫妻二人家庭 (即 1-2 人的家庭) 比例明显上升, 原先占主导的“夫妻+孩子”3-4 人家庭占比持续下降, 日本社会呈现出单身化、少子化趋势。

图 18: 70 年代后日本单身、夫妻二人家庭增多



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

图 19: 70 年代后日本 1-2 人家庭占比持续提升



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

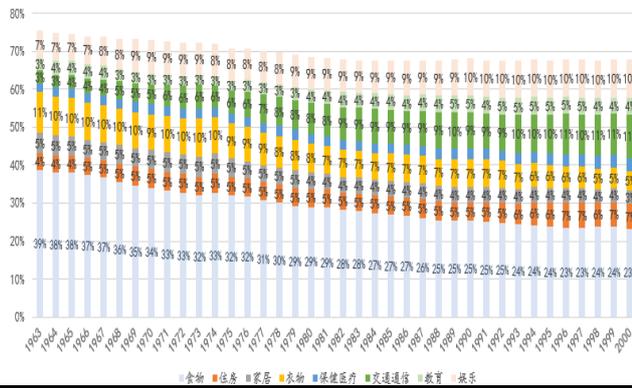
单身寄居者增加: 此外, 单身青年人与父母一起居住的比例也在提升, 根据日本统计局数据, 1980 年日本 20-34 岁未婚男性、女性当中与父母居住的比例分别是 32.9%、26.1%, 到 1990 年该比例分别上升至 44.6%、38.8%, 由于没有住房方面的开支, 单身寄居者有更强的消费力。

与上一轮以家庭为消费主体不同, 基于新人类一代崛起以及晚婚晚育、单身化导致 1-2 人家庭占比提升, 日本社会消费主体开始从家庭转为个人, 呈现出明显的消费升级趋势, 个性化、品牌化及服务消费大幅增长:

首先, 消费结构升级、娱乐教育等占比提升

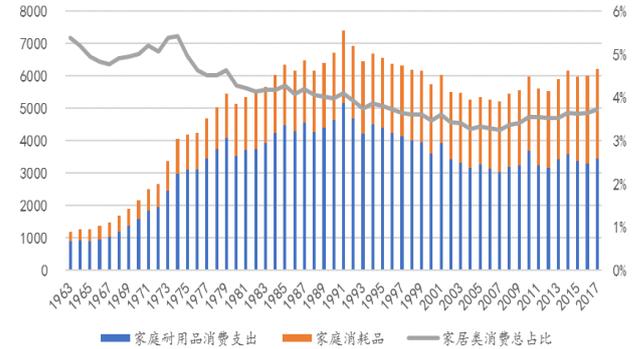
从结构层面来看, 70 年代后日本消费开始“由量到质”、“由物质到服务”转变, 根据日本统计局统计, 70-80 年代日本家庭消费支出中**交通通信、娱乐教育等占比逐步上升**, 基本的衣食家居占比显著下降, 同时**家电等耐用消费品支出占比相应开始下降**, 1970 年日本家庭耐用消费品支出占居民总消费比重为 2%, 而 1985 年下降至 1.64%, 此后保持下降趋势, 直到 2010 年才有所企稳, 不过虽然支出占比下降, 但家庭耐用品支出绝对额仍保持增长, 居民对家电等耐用消费品的消费支出仍在增加, 直到 90 年代初日本经济泡沫破灭才开始负增长。

图 20: 日本消费中交通通信、教育娱乐等占比上升



数据来源：日本统计局，国泰君安证券研究

图 21: 70 年代后日本家庭耐用品消费占比下降

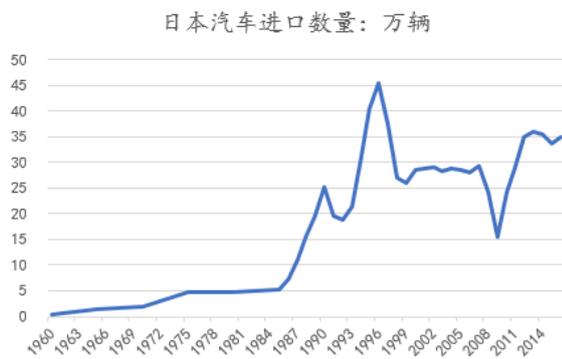


数据来源：日本统计局，国泰君安证券研究

其次，个性化、品牌化以及服务消费大幅增加

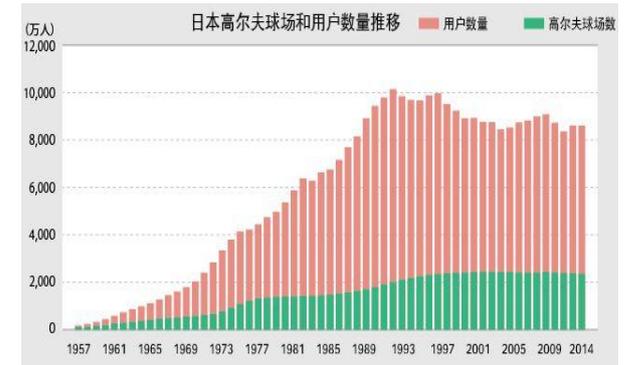
个性化消费凸显：1955-1974 年日本消费表现出大众化、同质化的特征，但进入 70-80 年代，随着收入水平进一步提升以及基本物质需求得到满足，日本社会更加追求多样化、个性化消费，通过个人风格来彰显自身的存在感，DIY 的东急手工、“半成品”的无印良品等日式杂货获得成功，在一定程度上说明了日本消费者对展现自我个性的追求；

图 22: 80 年代日本汽车进口量激增



数据来源：日本汽车进口工会，国泰君安证券研究

图 23: 80 年代日本高尔夫球市场开始发展

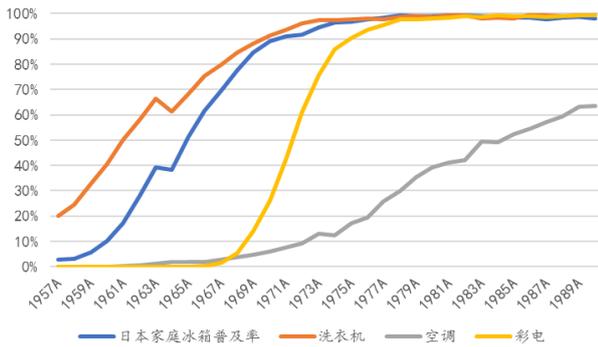


数据来源：日本统计局，国泰君安证券研究

追求品牌倾向：1955-1974 年日本社会崇尚美国生活方式，70-80 年代日本消费者更进一步开始崇尚品牌，尤其是欧美品牌，1975 年日本汽车进口仅有 4.6 万辆，到 1990 年汽车进口量超过 25 万台，此外，80-90 年代日本社会陷入“标志迷恋”，日本消费者在全球疯狂购买奢侈品，根据高盛与欧睿数据，1995 年日本奢侈品市场规模占全球 68% 市场份额。

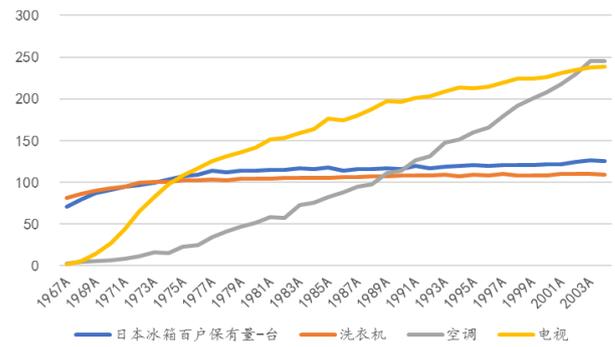
服务消费大幅增加：消费结构呈现从物质到服务的变化，由于单身化趋势以及日本女性工作时间增加、家庭劳务时间减少，日本消费者更多选择在外就餐，推动餐厅、外卖业等服务业得到了长足发展，1975 年日本餐饮业规模为 8.6 万亿日元，到了 1985 年达到 19.3 万亿日元。

图 25: 70 年代初日本冰箱、洗衣机完成普及



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

图 26: 一户一机属性决定冰洗保有量难再提升

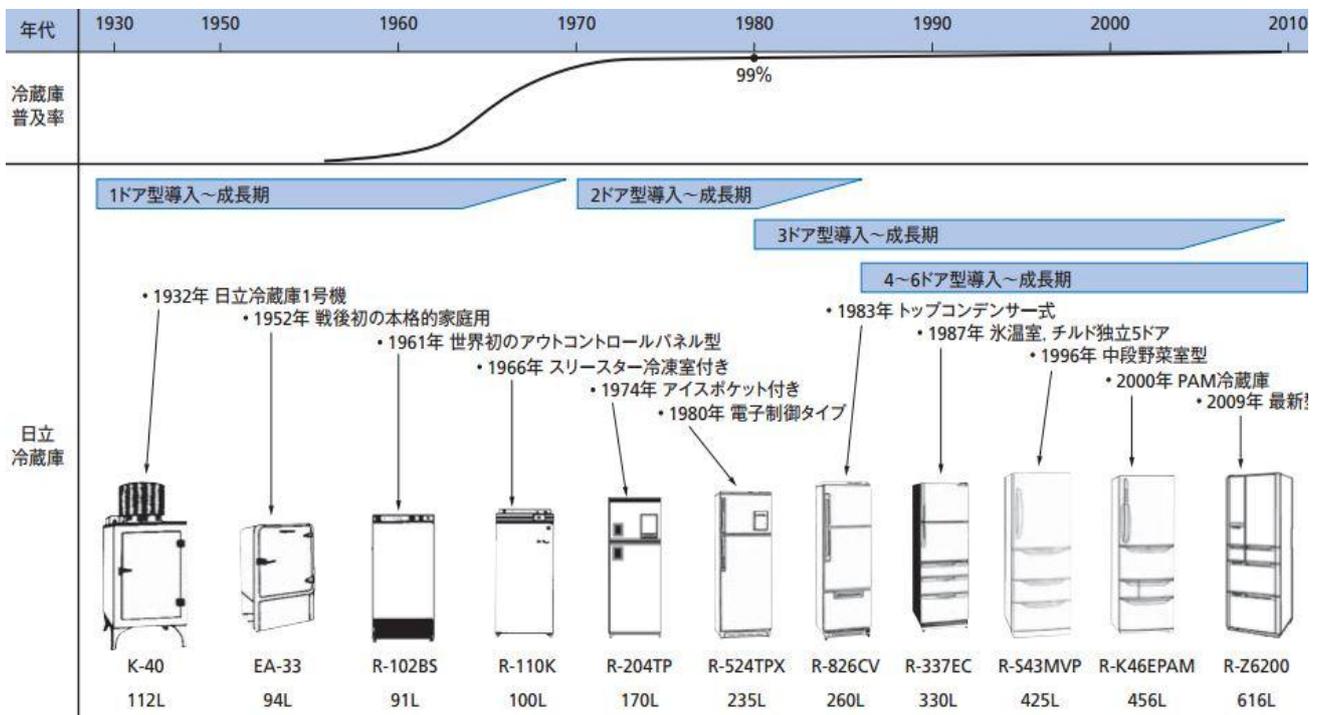


数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

具体来看, 冰箱主要体现在大容量化趋势, 洗衣机则主要体现在双缸洗衣机→全自动洗衣机的升级:

分品类来看, 冰箱在实现全面普及后, 大容量化拉动的结构升级尤为明显, 产品均价持续提升: 1932 年日本第一代单门冷藏冰箱容量只有 110L 左右, 而到了 70 年代随着冷媒和瞬时冷冻技术进步, 具有独立冷冻室的两门冰箱兴起, 冰箱容量超过 200L, 80 年代产业创新进一步加快, 隔热材料和压缩机技术进步使得冷却、保鲜、节能效率不断提升, 具有蔬菜室、制冰机等配置的三门冰箱开始普及, 冰箱容量超过 300L, 随后得益于节能技术不断进步以及需求升级, 法式四门、十字门、对开门等新机型陆续兴起, 冰箱的多门化与大容量化趋势延续。

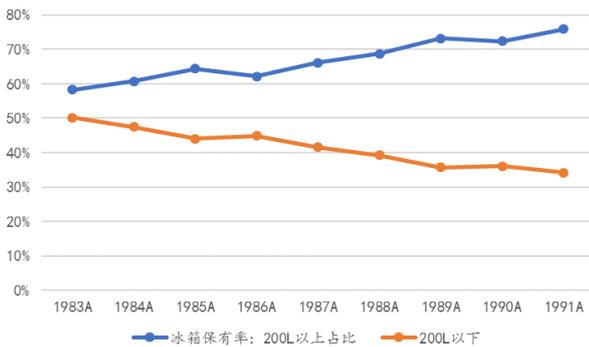
图 27: 日本冰箱市场的多门化与大容量化趋势



数据来源: PAM, 国泰君安证券研究

结合冰箱容积量与均价来看，1973 年日本冰箱刚刚实现全面普及、达到户均保有量 1.04 台，不过当年冰箱主力机型容量仅为 152L，均价为 7.1 万日元；而到了 1977 年，日本冰箱户均保有量仅小幅提升至 1.12 台，但当年市场主力机型容量已经攀升至 200L，冰箱均价相应升至 10 万日元；1985 年日本冰箱户均保有量略微提升至 1.14 台，而主力机型容量则突破 300L，价格也突破 18 万日元；1973-1985 年期间，受益于容量增加带来的产品升级(从 150L 至 300L)，日本冰箱均价累计上涨 155%，而这期间保有量仅提升 14%。

图 28: 80 年代日本 200L 以上冰箱占比持续提升



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

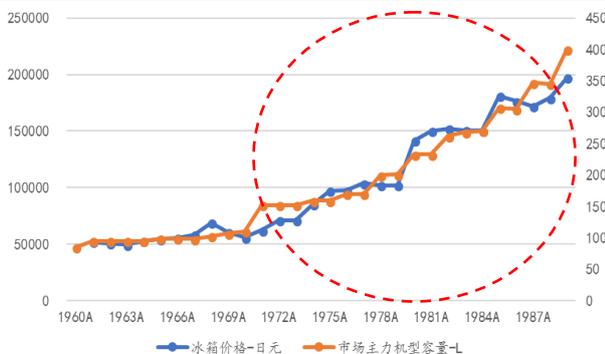
图 29: 2000 年之后日本冰箱能耗继续下降



数据来源: JEMA, 国泰君安证券研究

1986-1991 年为日本经济的泡沫膨胀与破灭阶段，这期间日本冰箱均价有所回落，不过此后冰箱均价再次上涨，1993 年日本冰箱户均保有量小幅提升至 1.2 台，而主力机型容量达到 400L，推动均价达到 20 万日元，1995 年冰箱均价更是到达最高峰 23.8 万日元；在 90 年代初房地产泡沫破灭和 1997 年亚洲金融危机冲击导致日本经济增长停滞的大背景下，随着冰箱容量逐步触摸天花板（目前主流容量超过 400L），90 年代后期日本冰箱售价较巅峰有所回落，但在经济平稳时期，冰箱售价基本稳定在 15 万日元；总体来看，虽然冰箱均价的大幅提升有着经济过热、成本上涨等其他因素，但以容量提升为代表的产品升级依旧是日本冰箱均价提升的核心因素。

图 30: 日本冰箱的售价与容量变化高度一致



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

图 31: 日本冰箱的价格变化与经济走势



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

80年代日本洗衣机产品升级同样明显，与欧美市场的滚筒洗衣机路线不同，1953年日本三洋发明了价格便宜、省电节水、洗涤速度快、适合小户型的单洗功能波轮洗衣机，60年代价格更低并带有脱水功能的双缸洗衣机问世，推动普及加速，1969年日本洗衣机普及率突破90%，1978年突破99%。

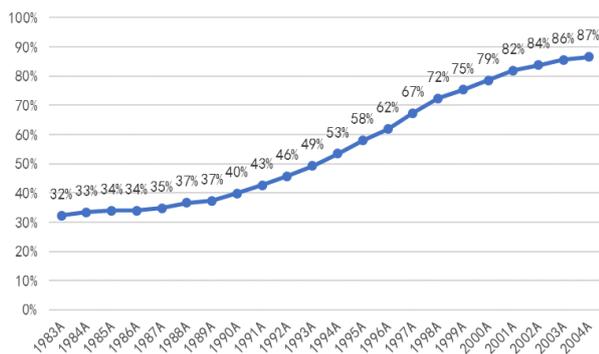
表 2: 日本洗衣机产品结构发展历史

年份	事件
1949年	出现美式的棍棒搅拌的“搅拌式洗衣机”
1952年	出现“振动式洗衣机”，但因为振动噪音以及洗涤效果不好而没有普及
1953年	出现喷流洗衣机，并进而改进出现在的“漩涡式”波轮洗衣机
1954年	出现带脱水功能的洗衣机，但不是用电力，而是手动转动方向盘
1956年	东芝推出欧式的“滚筒”洗衣机，但由于尺寸过大而没有普及
1959年	现代的“离心式”脱水洗衣机出现
1960年	出现了洗脱一体的双槽洗衣机（双缸）
1965年	松下发明洗脱一体的全自动洗衣机，但还有很多缺点
80年代初	通过自动控制技术的改良，全自动洗衣机开始进入普及
1984年	出现5Kg的全自动洗衣机
1990年	全自动开始彻底取代双缸成为主流
2000年后	滚筒洗衣机再次出现，但由于洗涤效果和尺寸问题仍未大规模普及，不过随着技术改良，滚筒的洗涤效果在改善，同时还有热水、烘干等功能

数据来源：yahoo，国泰君安证券研究

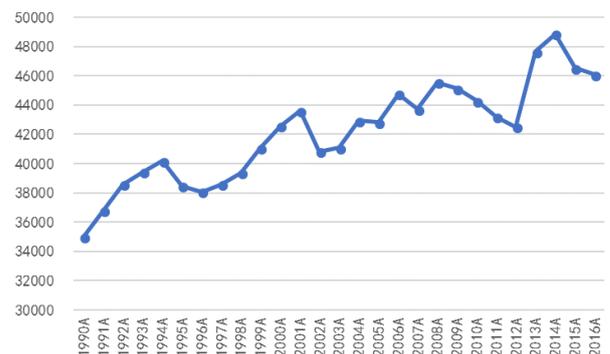
随着洗衣机全面普及、市场增速放缓，得益于自动控制技术进步，80年代初期全自动洗衣机问世，彻底解放双手、消费者使用便捷度大大提升，80年代全自动迅速取代双缸洗衣机成为市场主流，90年代随着直驱变频技术进一步提升使用体验，全自动洗衣机彻底取代双缸。

图 32: 80年代开始全自动洗衣机逐步取代双缸



数据来源：JEMA，国泰君安证券研究

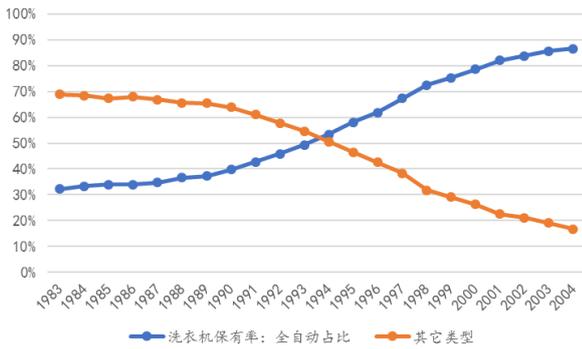
图 33: 1990年以来日本洗衣机售价变化



数据来源：JEMA，国泰君安证券研究

从80年代初到90年代初，受全自动洗衣机对传统双缸洗衣机替代的升级趋势拉动，1980-1990年日本洗衣机均价从2.7万日元上涨至5.5万日元，期间涨幅达100%；而随着全自动洗衣机渗透率的进一步提升，根据日本电机工业协会（JEMA）统计，1990-2016年日本洗衣机售价继续实现32%的上涨幅度。

图 34: 日本 80-90 年代全自动洗衣机完全取代双缸



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

图 35: 双缸、全自动洗衣机价格并无明显上涨

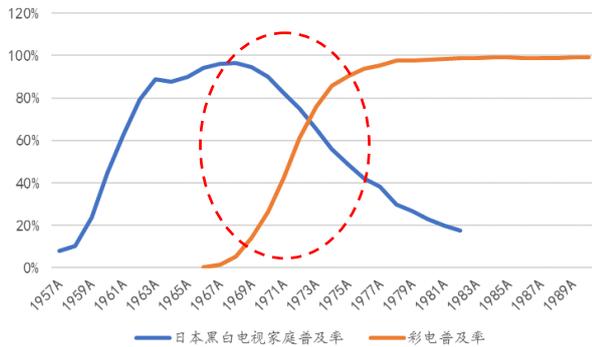


数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

2.2. 一户多机需求释放, 彩电、空调继续增长

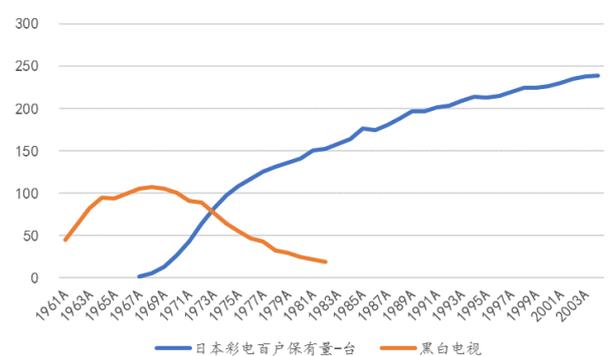
与冰洗不一样的, 空调、彩电均具有一户多机属性, 可以做到每个房间一台, 而不仅仅是一户一台; 70 年代日本以家庭消费为主, 仅实现一户一台, 尤其是价格昂贵、刚需属性弱于冰洗的空调, 才刚刚步入大众化普及阶段, 不过在 80 年代企业通过“一屋一台、一人一台”的营销推广, 推动一户多机需求释放, 有力支撑了电视、空调规模的持续增长。

图 36: 70 年代初期彩电迅速完成对黑白电视替代



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

图 37: 一户多机推动彩电百户保有量突破 200 台



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

一户多机需求拉动, 彩电户均保有量突破 2 台: 此前在黑白电视时代, 日本电视机保有量最高达到户均 1.07 台, 随着彩电的问世, 在 70 年代初期日本迅速完成了黑白电视→彩电的更新换代, 1975 年日本彩电家庭普及率由 1968 年 5% 提升至 90%、户均保有量突破 1 台, 此后一户多机需求开始接力, 户均保有量持续提升, 1981 年日本彩电户均保有量突破 1.5 台、1991 年突破 2 台, 目前稳定在 2.2 台左右。

图 38: 1975-1990 年彩电均价从 18 跌至 9 万日元



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

图 39: 日本电视机大尺寸化趋势延续至今



数据来源: 百度

彩电结构升级, 但均价不涨反跌: 从结构和均价来看, 虽然有晶体管等技术的进步以及屏幕的大尺寸化, 但由于黑电的消费电子属性, 高频的技术创新使得上游成本不断下降, 彩电均价也是一路走低, 根据日本统计局统计, 1970-1975 年结构升级推动彩电均价由 15 万日元短暂冲至 18 万日元, 但随后 1975-1990 年彩电均价一路跌至 9 万日元, 价格跌去一半, 而在 2000 年以后的液晶时代, 电视机价格重复了这一过程。

图 40: 1958 年松下生产的第一代一体式空调



数据来源: 百度

图 41: 1969 年松下推出第一款分体壁挂空调



数据来源: 百度

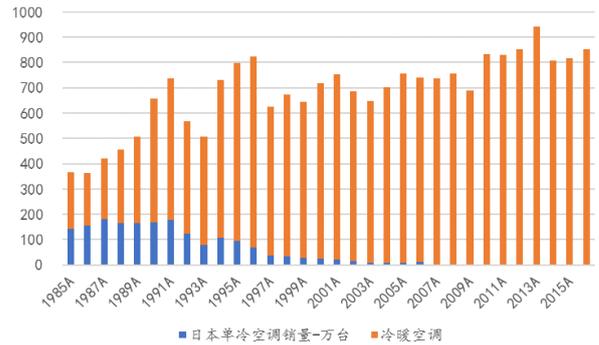
普及率提升叠加一户多机需求释放, 空调规模持续增长: 从 1935 年第一代的“空气调节机”到 50 年代“室内空调”、60 年代的“房间空调”, 由于价格高昂、刚性属性相对不强、耗电等使用成本高以及冷媒技术的限制, 直到 60 年代末空调才作为“新三大神器”之一开始普及, 1975 年日本空调家庭普及率突破 15%, 1985 年突破 50%, 目前稳定在 91%。

图 42: 日本空调普及一直持续到 2000 年左右



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

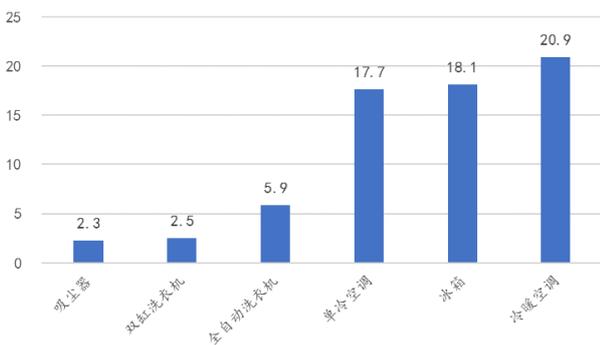
图 43: 80 年代冷暖空调取代单冷空调成为主流



数据来源: JRAIA, 国泰君安证券研究

虽然普及率提升缓慢, 但普及率上升叠加一户多机需求释放, 仍使得 70-80 年代空调销量持续增长, 根据日本统计局统计, 1975-1990 年日本空调家庭普及率从 17% 升到 64%, 同时户均保有量从 0.23 升到 1.14 台, 也即在拥有空调的家庭, 户均保有量从 1.3 上升到 1.8 台, 目前日本空调户均保有量为 2.8 台; 而根据日本冷冻空调协会统计, 1985 年日本空调销量 367 万台, 1990 年增长到 630 万台, 目前稳定在 700-800 万台。

图 44: 1985 年日本市场空调与冰洗价格对比



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

图 45: 90 年代冷暖机型售价持续回落



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

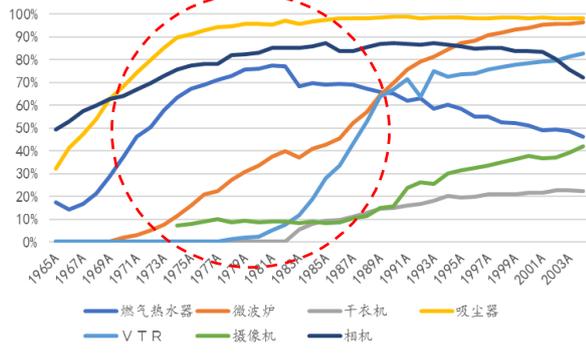
在产品结构方面, 虽然 80 年代之后冷暖、变频等技术进步也推动空调结构迎来稳步升级, 冷暖与变频空调占比持续提升, 但总体来看, 由于销量稳定增长, 空调均价提升并不如冰洗明显。

2.3. 厨电、小家电和黑电等可选品全面涌现

1955-1970 年日本家电普及主要集中在冰洗彩电等刚需属性较强的大家电, 随着收入水平提升以及消费者个性化多样化需求崛起, 70-80 年代日本家电市场呈现出明显的品类多元化趋势, 大量的厨电、小家电以及黑电等可选品类涌现, 比如微波炉、咖啡机、面包机、VTR 录像机等, 进一步支撑了家电市场的稳健增长。

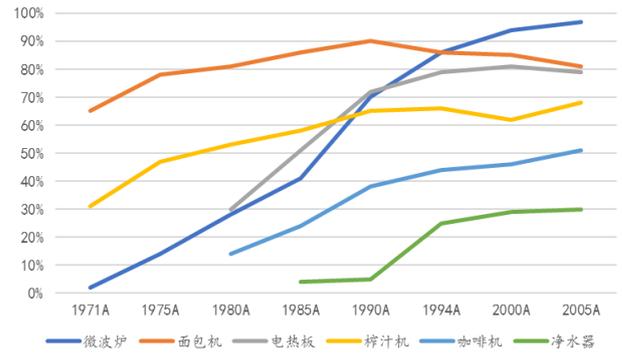
厨房小家电品类涌现尤为明显, 规模较大的品类如热水器、微波炉, 小众的品类如咖啡机、面包机、榨汁机、电热板, 包括 80 年代末开始的洗碗机、整体厨房、IH 电饭煲等; 根据日本统计局统计, 1971-1990 年日本燃气热水器、榨汁机、微波炉、咖啡机普及率分别从 46%、31%、3%、0% 提升到 65%、65%、70%、38%。

图 46: 70-80 年代燃热、微波炉等品类加速普及



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

图 47: 70-80 年代日本大量厨房小家电迎来普及

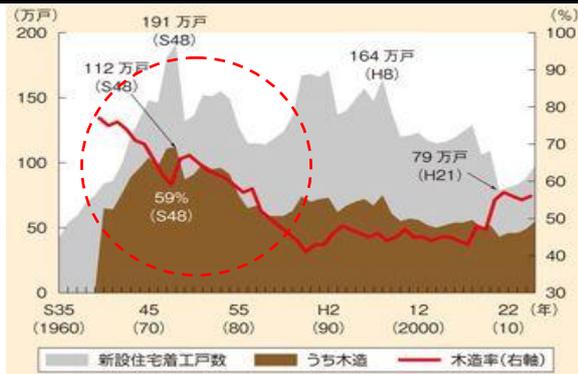


数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

厨房电器的全面涌现,除了与消费升级推动家电需求由必需品向可选品轮动有关之外,与日本住宅、家庭等方面的变化也有关系:

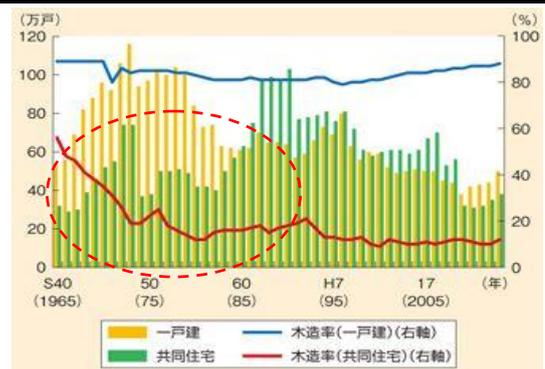
首先,住宅方面,如本系列报告上篇所述,70年代后日本的西式公寓住宅比例持续上升,同时叠加美国文化渗透使得日本居民更加崇尚美式生活方式,推动日本起居生活方式和厨房电器都进一步西化。

图 48: 60-80 年代日本木结构住宅比例持续下降



数据来源: 日本国土交通省, 国泰君安证券研究

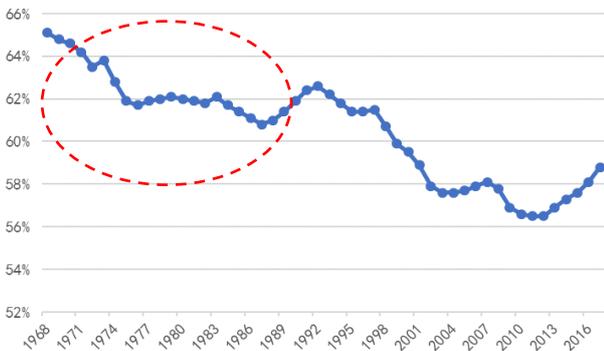
图 49: 公寓式共同住宅比例持续上升



数据来源: 日本国土交通省, 国泰君安证券研究

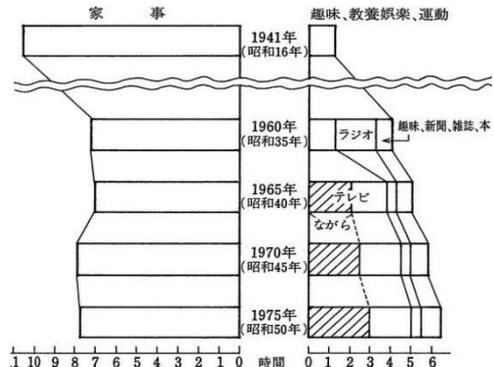
其次,家庭方面,如上所述,70-80年代日本晚婚晚育、单身化、少子化趋势凸显,同时就业率维持在高位,尤其是女性工作时间也在持续增加,这些都使得消费者对家务劳动的付出减少,对家电的功能、品类和数量产生更多需求,推动微波炉、洗碗机等品类放量增长。

图 50: 80 年代日本单身/双人家家庭占比持续提升



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

图 51: 战后日本女性家务劳动时间持续下降

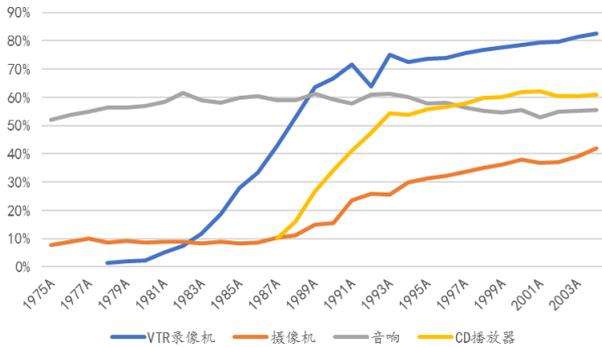


数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

黑电方面,除了电视机之外,伴随着消费电子产业的兴起、半导体技术

的进步，70-80年代录像机、摄像机、收录机、音响、CD播放器等多种娱乐性的黑电产品也迎来了普及，尤其是VTR录像机成为当时日本黑电产业的一个重要品类。

图 52: 70-80 年代大量黑电娱乐产品走向普及



数据来源：日本统计局，国泰君安证券研究

图 53: 70-80 年代出现的部分黑电娱乐产品



数据来源：百度

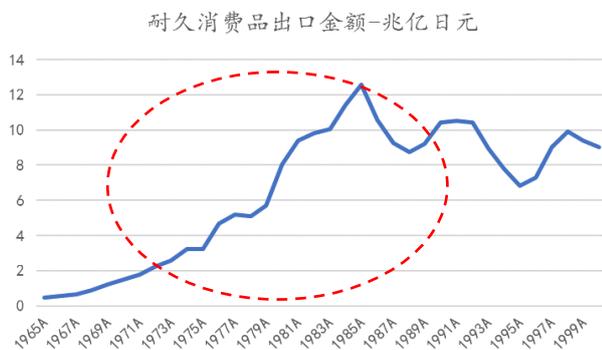
3. 日本黑电企业国际化获得成功

3.1. 日美贸易摩擦与日元升值

70-80年代日本国内产业结构升级转型，电子等一批新兴产业崛起，同时家电、汽车等产业加速海外开拓，虽然面临着日美贸易摩擦、日元持续升值等压力，但通过领先的技术创新、高效的企业管理、产能转移与海外并购等手段，日本企业国际化仍取得了巨大成功，成就了丰田、索尼、松下等一批延续至今的国际巨头。

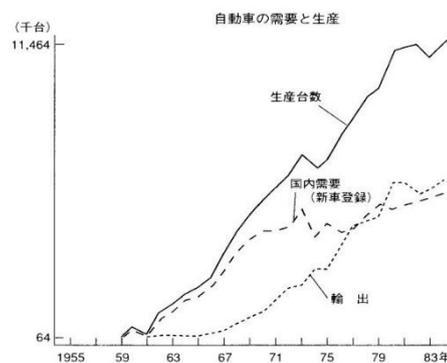
产业结构升级、出口大幅增长：由于本土资源禀赋有限，出口贸易一直是日本政府的重要战略，50-60年代“贸易立国”与重工业崛起背景下，钢铁、石化、造船等成为日本出口支柱，但与当时的欧美相比，日本在技术等核心竞争力上并无优势；随着70年代政府推动经济结构转型，汽车、电子等产业崛起，日本出口结构也随之改善，尤其是技术的反超引领大大提升了日本制造业的国际竞争力，进而推动了70-80年代日本出口规模持续增长。

图 54: 70-80 年代日本耐久消费品出口急剧增长



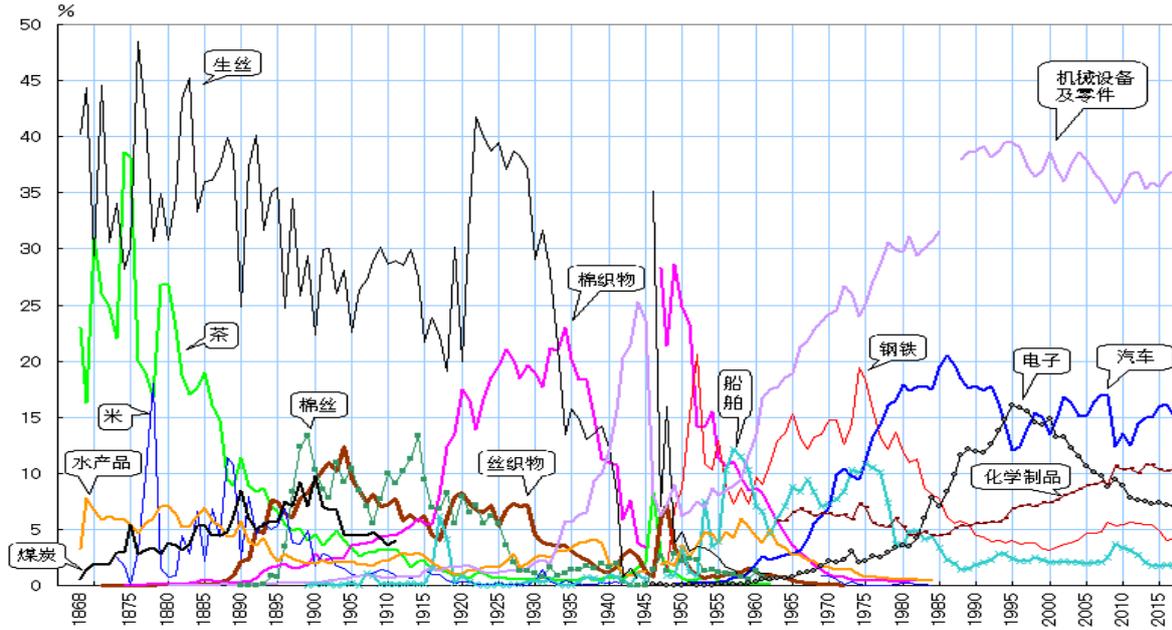
数据来源：日本内阁府，国泰君安证券研究

图 55: 70 年代后日本汽车出口激增



数据来源：日本经济产业研究所，国泰君安证券研究

图 56: 明治维新以来日本的出口产业结构变迁

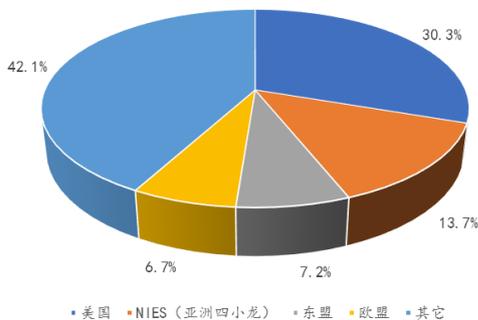


数据来源：日本财务省，国泰君安证券研究

日美贸易摩擦加剧与日元升值：伴随着日本出口规模激增，70-80 年代日美贸易摩擦不断加剧，同时日元持续升值，很大程度影响了日本企业国际化的路径和进程；战后美国一直是日本的主要出口对象，1965 年日本对美首次实现贸易顺差，此后日美贸易顺差不断扩大，双方贸易摩擦逐渐升温，70 年代后日本汽车、电子、家电等对美出口激增，双方贸易摩擦开始加剧。

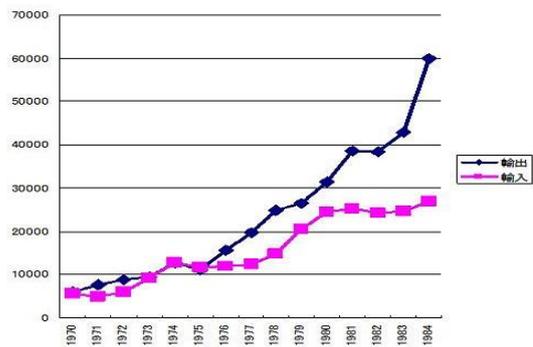
1971 年布雷顿森林体系解体，同年美国维持了 80 多年的贸易顺差结束，美国被迫逐步改变自由贸易政策，加强国内产业保护，出台了《1974 年贸易法》（301 条款），先后迫使日本钢铁（1969、1984）、纺织（1974）、彩电（1977）、汽车（1981）、机械（1987）等实行出口限制。

图 57: 1970 年对美出口占日本总出口 30%



数据来源：日本关税协会，国泰君安证券研究

图 58: 70-80 年代日美贸易顺差持续扩大



数据来源：日本通商产业省，国泰君安证券研究

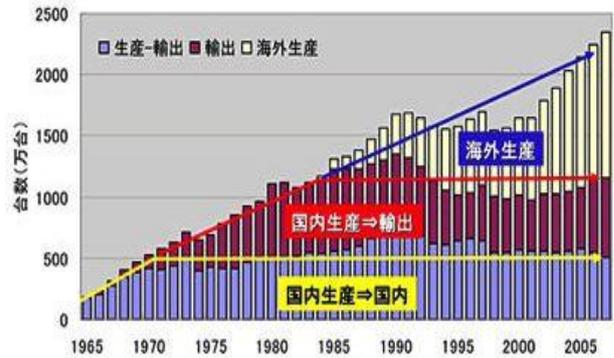
随着日本国力上升、贸易摩擦加剧，日元也面临着巨大的升值压力，1971 年日本接受史密森协议，将日元兑美元汇率由固定 360:1 升至 308:1，1973 年日本实行浮动汇率，到 1985 年 9 月广场协议签订时已升至 250:1，而广场协议签订后，到 1990 年日元汇率进一步升至 150:1。

图 59: 1971 年以后日元进入持续升值通道



数据来源: 日本关税协会, 国泰君安证券研究

图 60: 80 年代后日本汽车海外生产比例大增



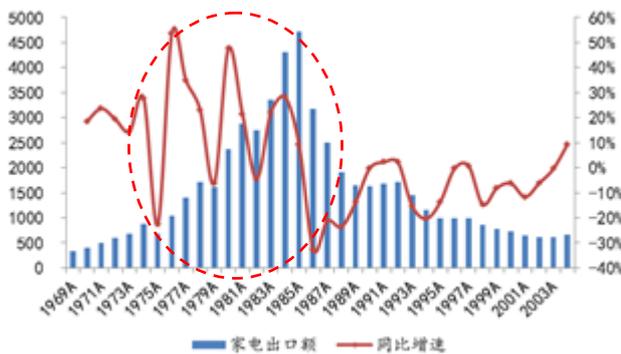
数据来源: 日本汽车协会, 国泰君安证券研究

海外设厂规避贸易限制: 在贸易摩擦与日元升值双重压力下, 70-80 年代日本企业加快海外设厂、海外收购等对外投资, 以规避贸易限制和汇率升值风险, 海外本土化运营逐步取代直接出口成为很多日本企业国际业务的运营方式, 尤其是广场协议后日本企业在美国的投资规模飙升。

3.2. 日本黑电产业称霸全球

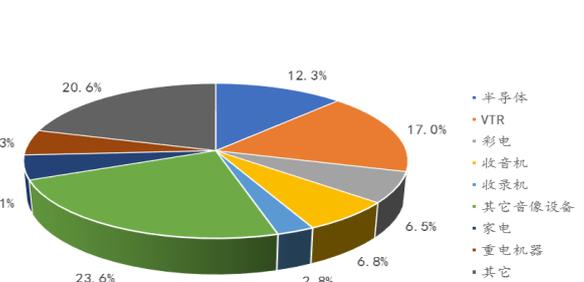
70-80 年代以索尼、松下等为代表的日本黑电企业开始大举进军国际市场, 凭借技术创新、精细管理和政策扶持等优势, 逐步取代美国成为全球黑电产业的领导者, 在彩电、VTR 以及后期的消费电子领域都形成了垄断性的领先优势。

图 61: 70 年代中期之后日本家电出口激增



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

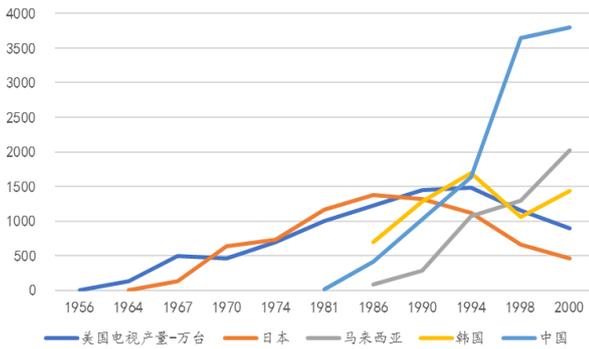
图 62: 1985 年日本电气机械出口结构一览



数据来源: 日本关税协会, 国泰君安证券研究

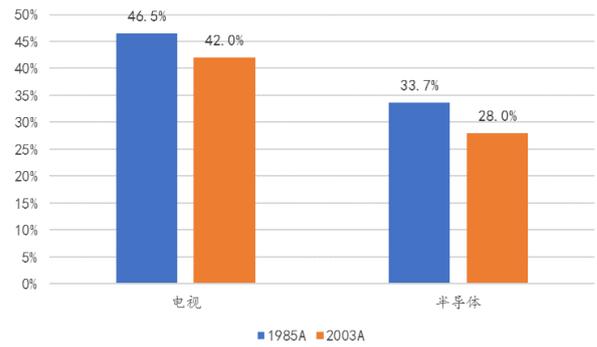
白电、小家电产业由于技术创新没有黑电这么频繁, 电子/半导体的崛起对其影响较小, 欧美龙头的优势也比较稳固, 所以并不是这波国际化的主角, 不过由于松下、三洋、东芝、日立都是全产业布局的综合性企业, 其白电、小家电业务也会从黑电国际化的成功中受益。

图 63: 60 年代末日本电视产量反超美国跃居第一



数据来源: 日本经济企划厅, 国泰君安证券研究

图 64: 1985 年日本电视全球市占率高达 46%

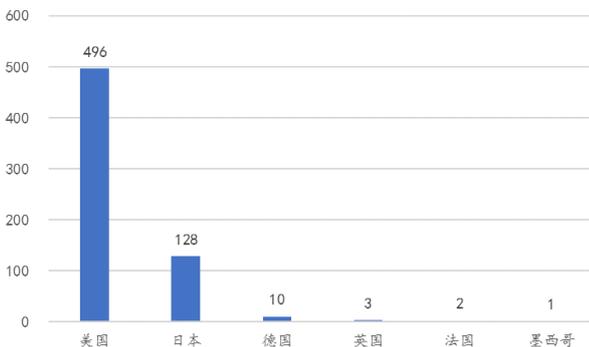


数据来源: 日本经济产业省, 国泰君安证券研究

在日本黑电走向国际化的过程中, 最关键的就在于对美国市场的开拓和与美国企业的竞争:

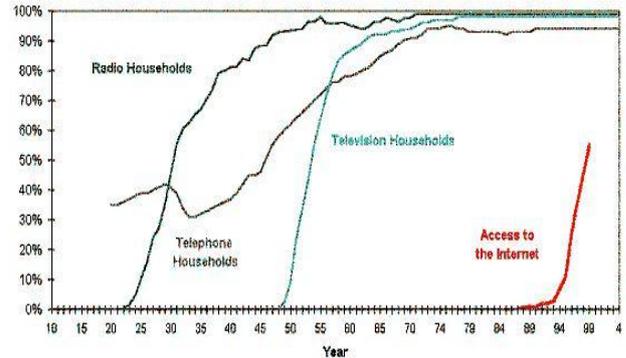
1、50-60 年代的追赶: 70 年代以前美国一直是全球黑电产业的绝对领导者, 拥有全球最大的电视消费市场以及 RCA、GE、Zenith 等一大批电视机巨头; 而同期日本企业还在学习引进美国技术, 产品更被欧美同行视为“便宜的二流品”, 不过依靠对技术的持续吸收引进、国内需求的兴起以及政府对本土产业的政策保护, 松下、索尼等一批企业快速崛起。

图 65: 直到 1967 年美国电视产量仍遥遥领先日本



数据来源: 日本经济企划厅, 国泰君安证券研究

图 66: 美国 50 年代率先完成电视普及



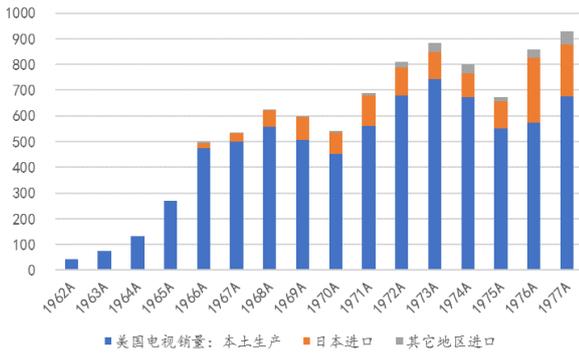
数据来源: yahoo, 国泰君安证券研究

60 年代切入美国低端市场: 1961 年日本企业开始向美国出口电视机, 由于美国竞争对手强大以及消费者存在着“东洋劣质货”观念, 日本企业选择了廉价低端的 12 寸以下小型电视机作为切入点, 当时美国企业错误地认为小型机消费时代已经结束, 对利润少的小型机很少投入, 因此日本企业乘机在美国低端市场打开了局面。

黑电产能向东南亚转移: 60 年代末日本电视机产量反超美国跃居第一, 1968 年美国电子工业协会要求商务部对自日本进口电视机实行配额限制, 日美电视贸易摩擦逐步升温; 随后 70 年代石油危机、日元升值以及国内劳动力成本上涨, 使得日本企业竞争压力进一步加大。

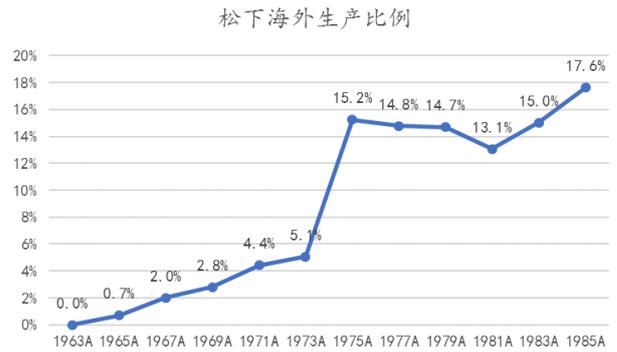
此后日本制造业开始逐步向东南亚转移产能, 以降低生产成本、规避贸易和汇率风险, 以松下为例, 1965-1985 年松下海外生产比例由 0.69% 提升到 17.63%, 海外收入比例由 13.05% 提升至 37.22%。

图 67: 60 年代中期日本电视逐步在美打开局面



数据来源: Nehmer Report, 国泰君安证券研究

图 68: 60 年代松下制造产能逐步转向东南亚



数据来源: 东京大学, 国泰君安证券研究

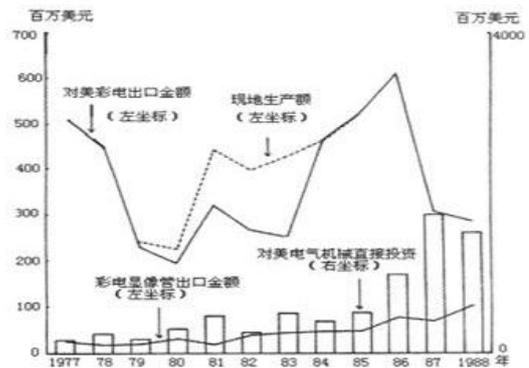
2、70-80 年代的反超: 进入 70 年代, 日美贸易摩擦不断加剧, 1977 年美国迫使日本接受电视机出口自主限制, 规定 1977-1979 年每年只能向美国出口 175 万台电视机, 但在美生产的电视机不受限制, 同时随着日元持续升值, 70 年代末到 80 年代日本企业在美国掀起了直接投资设厂的浪潮, 以规避贸易与汇率风险。

图 69: 70 年代后日元兑美元持续升值



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 70: 70 年代末日本彩电在美生产数量激增



数据来源: 日本经济, 国泰君安证券研究

表 3: 贸易战与汇率升值背景下, 70 年代日本电视企业纷纷在美投资建厂

品牌	地点	时间	建立方式	生产项目	产能 (万台)
松下	Puerto Rico	1965	初建	彩电	-
	Illinois(本土第一家)	1974	收购	彩电	80
索尼	Santiago, California	1972	初建	彩电	70
三洋	Forrest City, Arkansas	1977	收购	彩电, 收音机	90
三菱	California	1978	初建	彩电	20
东芝	Lebanon, Tennessee	1978	初建	彩电	50
夏普	Memphis, Tennessee	1979	初建	彩电, 微波炉	15
日立	California	1979	初建	彩电	15

数据来源: 国泰君安证券研究

在此期间随着自身技术创新、成本控制与效率提升，日本企业开始在美国市场全面发力，根据日本经济企划厅数据，1970年美国电视市场本土品牌市占率85%、日本品牌只占10%，但到1975年日本品牌份额已升至24%（索尼、松下各占11%），1976年升至33%，最终在80年代实现彻底超越；1968年美国有28家本土电视制造商，到1976年只剩下了6家，1986年RCA被通用收购，电视业务被转售给法国汤姆逊，1989年美国本土制造商只剩Zenith一家，市占率从1970年25%下降到10%。

日本黑电企业能在美国取得巨大成功，其主要体现在以下几个方面：

第一，技术创新的超越引领：1953年美国RCA公司推出首个彩电标准并在次年发布全球首台彩色电视机（采用电子管显示技术），一直到60年代，美国企业在核心的彩电显示技术上都处于领先地位；不过由于电子管功耗大、寿命短等问题，50年代产业端就开始了更先进的晶体管技术研究，在这方面日本企业尤为积极；

虽然1956-1959年美国RCA、GE、Philco等企业先后展出过晶体管电视模型，但1960年索尼成功推出晶体管电视并实现上市销售，代表着晶体管显示技术的到来，经过进一步研发，1968年索尼推出引领CRT时代的特丽珑显示技术，此后三菱电机（钻石珑）、NEC、松下的晶体管显示技术也纷纷突破，最终日本企业实现了晶体管显示技术反超引领。

图 71：1960 年索尼推出第一代晶体管电视



数据来源：索尼官网，国泰君安证券研究

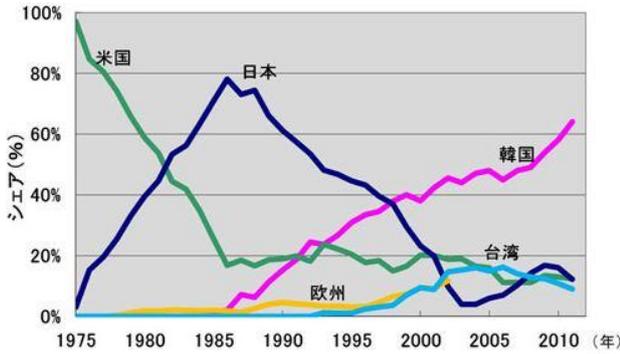
图 72：1968 年索尼推出著名的特丽珑晶体管电视



数据来源：索尼官网，国泰君安证券研究

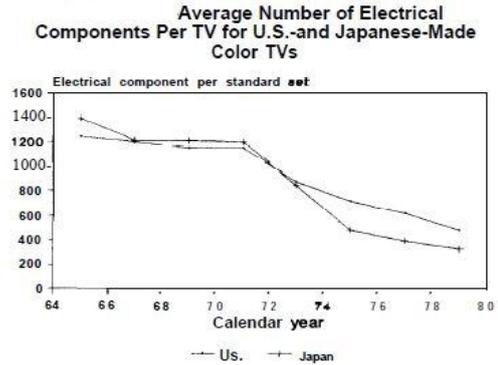
70年代集成电路技术兴起，日本半导体产业开始直追美国，受益于此，日本电视企业的技术创新也不断加快，1971-1975年日本企业将一台彩电的平均元器件数量从1200个集成到480个，而同期美国电视机只从平均1150个集成到880个，电路集成度的提升使得日本企业在制造成本和质量可靠性上逐步形成优势。

图 73: 70 年代中期之后日本半导体产业崛起



数据来源: Nehmer Report

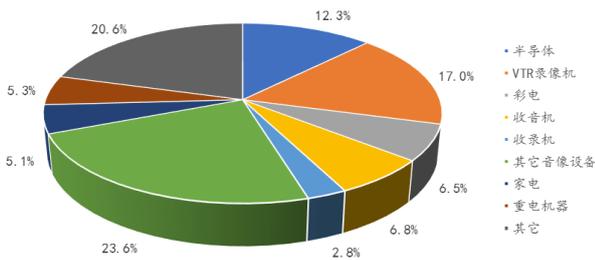
图 74: 70 年代日本彩电的元器件集成度反超美国



数据来源: Minding America's Business

录像机市场的创新引领: 除了电视领域的赶超, 在当时消费需求很大的录像机市场, 日本企业更是实现了规格标准的创新引领, 1956 年美国安佩克斯发明 VTR 录像机, 60 年代日本企业进入, 并纷纷提出各自技术路线, 录像机市场出现了激烈的标准之争, 这其中由于制造成本、录像时间等技术层面的优势, 索尼的 BETA 标准和 JVC 与松下下的 VHS 标准成为两大主要的对立阵营。

图 75: 1985 年录像机占日本电气机械出口的 17%



数据来源: 日本关税协会, 国泰君安证券研究

图 76: 50-60 年代的商用 VTR 录像机



数据来源: 百度

1975 年索尼发售 BETA 格式的 SL6300, 开启家用录像机时代, 东芝、三洋、飞利浦先后加入 BETA 阵营; 次年, JVC 发售 VHS 格式的 HR-3300 录像机, 松下、美国 RCA 决定加入 VHS 阵营, BETA 与 VHS 两大阵营由此形成。1980 年 VHS 阵营凭借着可录像时间更长的性能优势逐渐取得领先, 1983 年 BETA 阵营的东芝、三洋开始转而销售 VHS, 1988 年索尼也开始销售 VHS, VHS 标准获得最终胜利。

在这一过程中, 日本企业凭借标准专利的巨大优势而席卷美国, 一直到后来的 VCD/DVD 时代始终牢牢主导录像机市场, 即便是 80 年代后逐渐落于下风的索尼, 通过技术专利的授权也获益颇丰, 而欧美企业则基本被边缘化。

图 77: 1975 年推出 BETA 格式 SL6300 录像机



数据来源: 百度

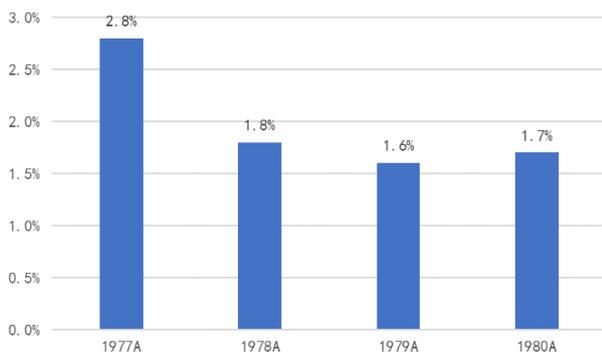
图 78: 1976 年 JVC 推出 VHS 格式家用录像机



数据来源: 百度

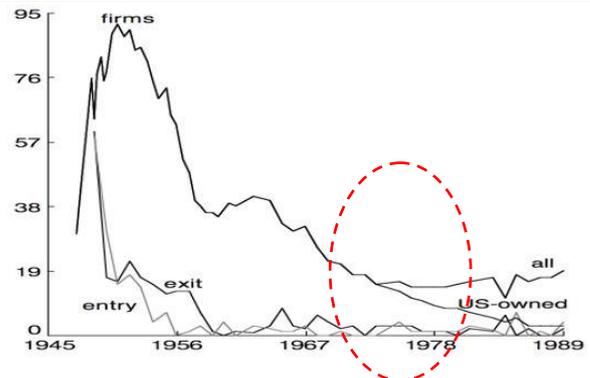
第二，成本、效率的领先：由于技术创新、企业管理、政策保护等因素的推动，70-80 年代日本电视企业形成了明显的成本、效率优势，在产品售价方面对美国竞争对手形成巨大冲击，进一步加速了美国竞争对手的衰落和退出。

图 79: 70 年代末美国本土电视企业净利率不足 2%



数据来源: 美国国际贸易协会, 国泰君安证券研究

图 80: 70 年代美国本土电视企业数量消失殆尽



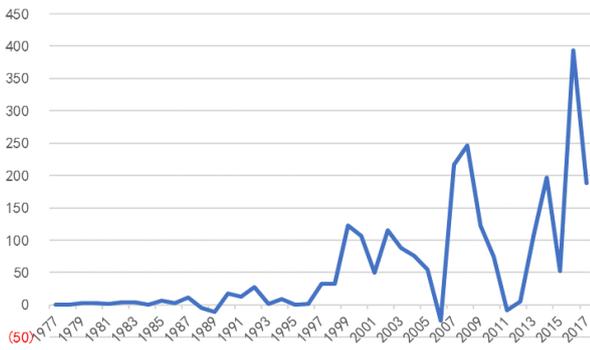
数据来源: Television Digest

这其中比如管理方面，日本企业产前测试非常详细，而美国企业则更多依赖生产和售后过程中发现问题；日本企业通常与供应商紧密合作，以确保零部件供应零缺陷，美国企业则通常会允许一定百分比的缺陷。

另外日企积极推进自动化装配，美国企业则对此保守，1978 年日本厂商彩电有 65%-80% 零部件实现了自动化组装，美国厂商则只有 40%，作为结果，日本企业组装一台彩电只需要 0.8 小时，美国企业却需 2.6 小时。

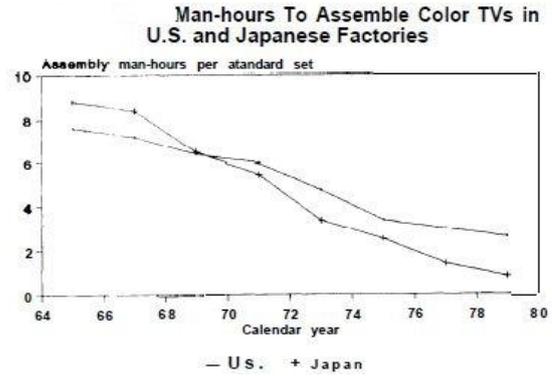
政策支持方面，日本政府也为出口企业提供了有力的支持：一方面为保护国内市场，对外商直接投资和进口实行严格限制，另一方面，在资本、税收方面对出口企业实行优惠支持；基于贸易赤字和本土企业的反倾销诉讼，美国政府对日本电视进口作出了一定限制，但在反应时间、限制力度等方面仍引起本土企业的不满。

图 81: 70-80 年代日本外商直接投资流入非常少



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 82: 70 年代日本彩电厂商装配效率超过美国



数据来源: Minding America's Business

因此,正是凭借着电子、半导体产业崛起下技术创新的反超引领、高效精细的企业管理制度以及成本、效率领先所带来的价格竞争优势,日本黑电企业成功挤垮美国竞争对手,成为了全球黑电产业的霸主,并进而而在欧洲、东南亚等其他市场牢据主导地位。

4. 总结: 日本家电业结构升级之路的启示

综上,随着冰洗等第一轮刚需品类普及结束,70-80年代的日本家电市场迎来明显的结构升级,与之对比,目前国内家电市场同样面临部分品类需求饱和、增长放缓的问题,借鉴日本市场升级之路,我们认为:

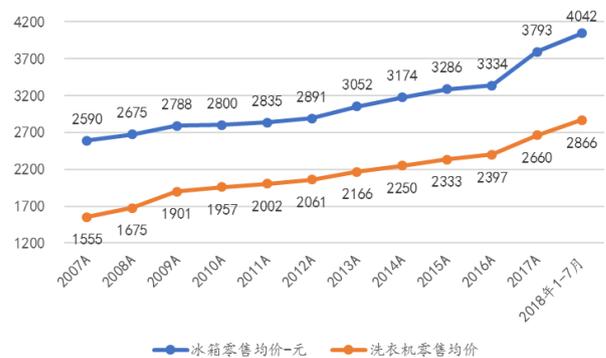
首先,国内产品升级空间广阔:目前国内家电几乎每个核心品类都有一条或多条明确的产品升级路线,比如空调变频化、艺术化、家用中央空调的兴起,冰箱大容量化,洗衣机滚筒化和洗烘一体、独立干衣机等;

图 83: 近年中国市场冰洗产品结构升级十分显著



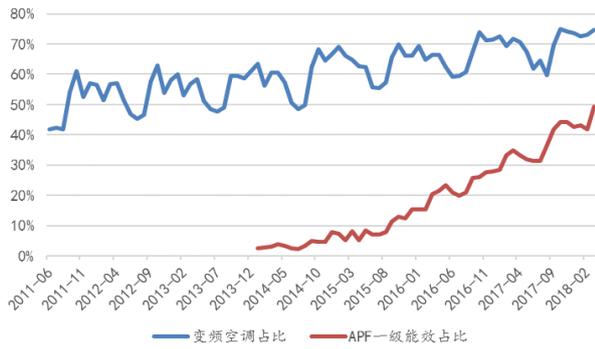
数据来源: 中怡康, 国泰君安证券研究

图 84: 近两年中国市场冰洗均价涨幅进一步扩大



数据来源: 中怡康, 国泰君安证券研究

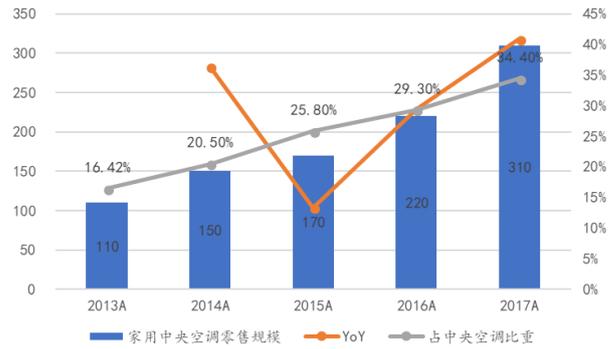
图 85: 中国市场空调变频化、高效化升级趋势延



数据来源: 中怡康, 国泰君安证券研究

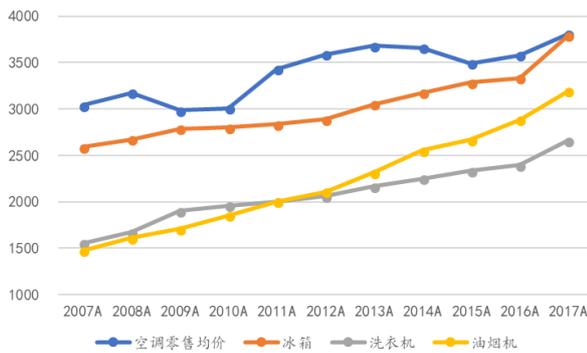
这些产品升级路径都已在日本等海外市场得到过检验, 且目前国内升级仍有不小提升空间, 比如日本市场 90 年代就实现了空调的全变频化, 目前日本冰箱主流容量接近 500L, 而 2017 年国内空调变频占比仅有 68%、400L 以上冰箱占比仅 35%(中怡康线下口径, 实际占比数据更低)。

图 86: 家用中央空调市场迎来快速增长



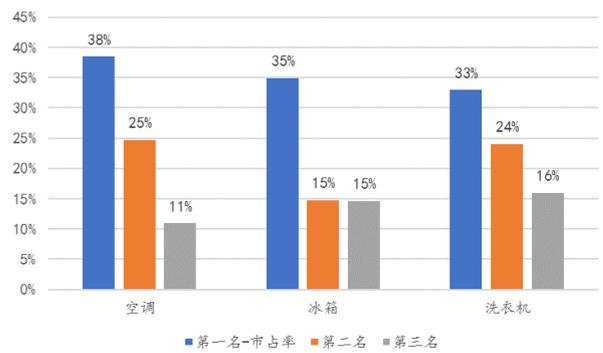
数据来源: 艾肯, 国泰君安证券研究

图 87: 产品升级是推动家电价格上涨的重要动力



数据来源: 中怡康, 国泰君安证券研究

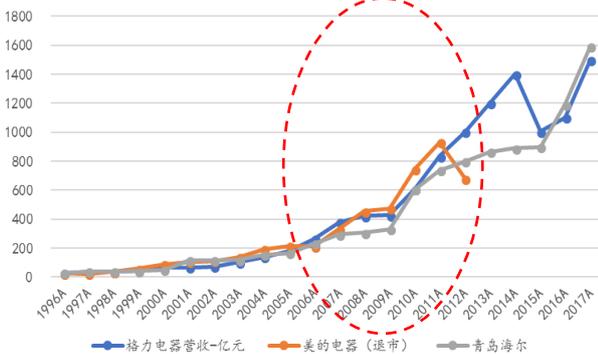
图 88: 良好的格局是白电价格持续上涨的重要基础



数据来源: 中怡康, 国泰君安证券研究

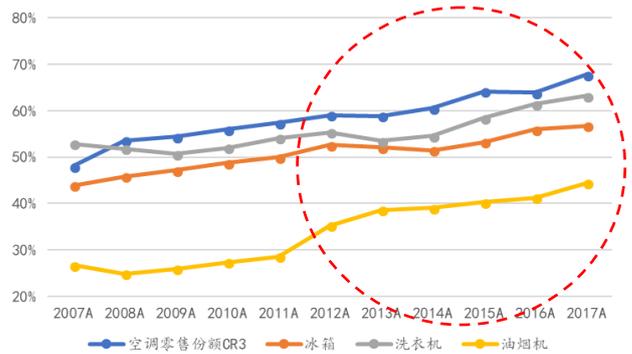
其次, 内资龙头布局高端化的时间窗口已经到来: 随着高端需求扩容、市场洗牌完成以及国内企业对技术、设计等层面投入的加大, 高端领域已成为存量市场重要的增长点之一, 因此目前内资龙头正加紧布局高端化, 比如海尔的高端化已成效颇丰, 旗下卡萨帝更是已经成长为高端市场领导品牌, 美的则是在今年首次明确提出高端化战略升级; 格力已然在家用空调领域全面领跑, 但高成长的家用中央空调市场仍大有可为。

图 89: 本世纪前 10 年国产龙头收入规模高速增长



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 90: 2012 年政策退出后龙头集中度加速提升



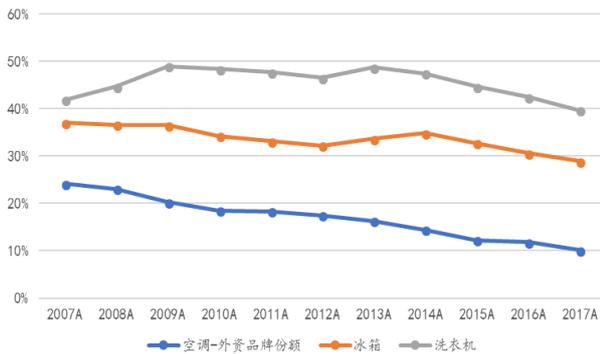
数据来源: 中怡康, 国泰君安证券研究

我们高度看好内资龙头的高端化前景，主要体现在以下两个层面：

1) **高端市场仍可持续抢占外资份额**：中怡康统计外资品牌在冰洗市场零售额市占率仍有 29%、40%，其中在高端市场更是占据半壁江山，另外日系品牌在新兴的家用中央空调市场也很强势。

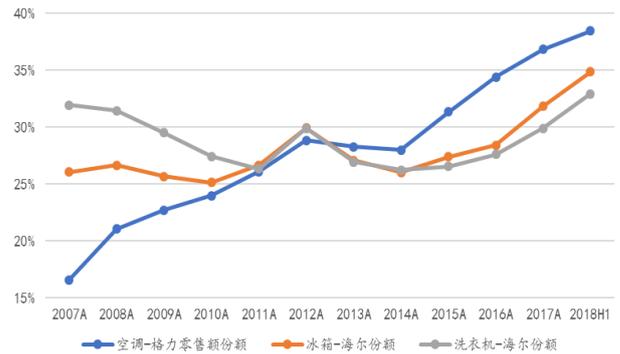
但如上所述，随着内资龙头投入加大，借助本土强大渠道优势，内资品牌对外资品牌份额的蚕食越来越明显，根据中怡康线下零售统计，2017 年外资品牌在空调、冰箱、洗衣机 top15% 价格段份额分别为 9.5%、47.7%、45.5%，较 2012 年下降 12.6pct、6.5pct、13.9pct。

图 91：近年白电市场外资品牌份额持续下降



数据来源：中怡康，国泰君安证券研究

图 92：格力、海尔在高端的优异表现推动份额提升

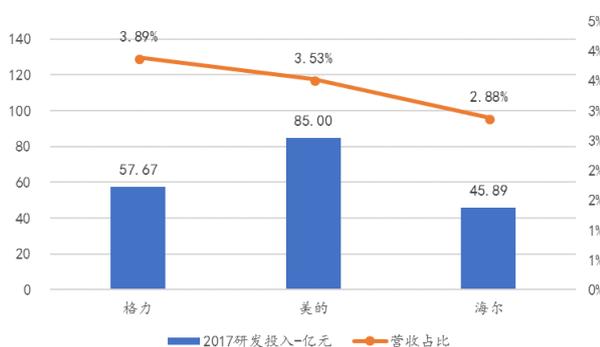


数据来源：中怡康，国泰君安证券研究

2) **大众市场格局虽然已经稳固，但一线龙头可通过引领产品升级实现超越行业增长**：一线龙头凭借庞大的规模优势，在研发投入、产业链整合、新技术成本控制等方面都大幅领先，高端化战略下一线龙头产品力优势将进一步提升，从而在现有产品升级趋势中充分受益。

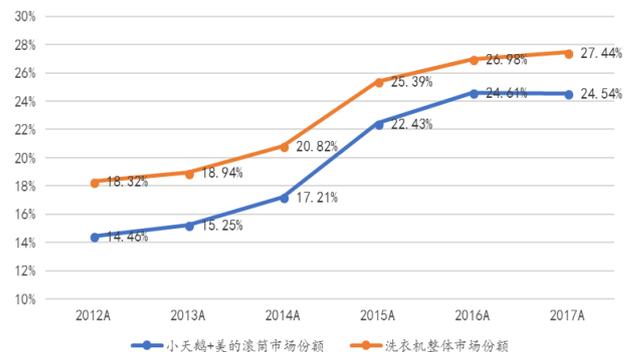
比如小天鹅过去几年通过推动滚筒洗衣机向中端大众市场的渗透，实现了均价持续提升的同时，自身市占率也实现了持续提升，业绩增速远超行业表现。

图 93：一线龙头研发投入甚至超过二线品牌营收



数据来源：中怡康，国泰君安证券研究

图 94：小天鹅通过滚筒大众化实现份额持续提升



数据来源：中怡康，国泰君安证券研究

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，需在允许的范围内使用，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。

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 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 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		