

八月线上数据发布白电偏淡，小电有亮点

家用电器行业

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

► 投资机会推荐：

近日奥维云网发布8月线上推总销售数据。8月大家电线上数据同比略有回落，而小家电仍有亮点。8月冰箱销售额84亿元，同比降低7.2%；洗衣机53亿元，同比降低4.5%；空调140亿元，同比降低4.3%；厨电同比降低7.5%。8月小家电同比增长3.4%，其中吸尘器销售额达到13亿元同比增长34.1%；净水器销售额30亿元，同比增长18.7%；洗碗机销售额5亿元，同比增长15.5%；而微波炉同比降低10.0%，销售额达到5亿元。从数据来看，818大促并未给商家带来预期影响，消费者也在上半年过多促销中逐渐疲惫。当然从大逻辑来看，龙头集聚效应仍将持续，而且小家电品类中仍会出现新的爆款产品。因此我们建议继续长期关注家电龙头格力电器（000651.SZ）、奥佳华（002614.SZ）以及苏泊尔（002032.SZ）。

► 行业重要新闻回顾：

今年上半年冰箱零售量下降 涨价明显、洗衣机市场稳中有忧 企业守正出奇深挖变量、今年国内洗碗机市场规模有望增45%达63亿元、美的小天鹅拟资产重组 家电存量市场面临“洗牌”等。

► 公司重要新闻回顾

奥佳华发布与韩国Bok Jung签署合作协议的公告。

► 行情跟踪：

中信家电指数九月前半月逐渐企稳，跌幅2.98%至9451.42，本月振幅达到5.46%。分行业来看，白电跌幅2.97%，黑电跌幅3.00%，小家电跌幅3.65%。

► 风险提示

旺季销售不及预期的风险、行业集中度提升不及预期的风险、三四线城市增长不及预期的风险

一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

邢瀚文 研究助理

电话：0510-82832787

邮箱：xinghw@glsc.com.cn

相关报告

1、《家电业库存异常增加是隐忧》

《家用电器》

2、《行业向下，龙头向上，七月空调数据分化》

《家用电器》

3、《彩电业上半年量增额减、未脱价格战泥潭》

《家用电器》

核心观点：月线上数据白电偏淡，小电有亮点

近日奥维云网发布 8 月线上推总销售数据。8 月大家电线上数据同比略有回落，而小家电仍有亮点。8 月冰箱销售额 84 亿元，同比降低 7.2%；洗衣机 53 亿元，同比降低 4.5%；空调 140 亿元，同比降低 4.3%；厨电同比降低 7.5%。8 月小家电同比增长 3.4%，其中吸尘器销售额达到 13 亿元同比增长 34.1%；净水器销售额 30 亿元，同比增长 18.7%；洗碗机销售额 5 亿元，同比增长 15.5%；而微波炉同比降低 10.0%，销售额达到 5 亿元。从数据来看，818 大促并未给商家带来预期影响，消费者也在上半年过多促销中逐渐疲惫。当然从大逻辑来看，龙头集聚效应仍将持续，而且小家电品类中仍会出现新的爆款产品。因此我们建议继续关注家电龙头**格力电器（000651.SZ）、奥佳华（002614.SZ）以及苏泊尔（002032.SZ）**。

1) 格力电器：随着城镇化进程的推进，空调在三四级市场的扩张仍有空间；消费升级也为空调的多场所应用提供了增量；北方的“煤改电”项目也给空气源热泵提供了新的市场；同时老产品更新换代需求也在逐年提升。因此，尽管行业或许不再有 2017 年的辉煌，但庞大的市场规模仍给格力这样的龙头企业提供了发展空间。故我们在 2018 年 1 季度行业销量增幅 9.5%的历史基础上，假设公司 2018 年销量增长 10%、收入增长 12%，预测公司 2018 年净利润为 244 亿元，每股收益为 4.06 元，动态估值为 11 倍，考虑到市场对公司开拓新产业及首次不分红的过激反应，我们将公司的短期投资评级调整为观望，但不改其作为行业龙头的长期价值。

2) 奥佳华：上半年公司营收 22.09 亿元，同比增长 31.61%，归母净利润 1.44 亿元，同比增长 56.08%。分产品来看，保健按摩品营收 15.96 亿元，同比增长 37.48%，其中按摩椅营收 9.09 亿元，同比增长 79.01%，按摩小电器营收 6.87 亿元，同比增长 5.21%；家用医疗业务营收 1.09 亿元，同比减少 1.53%；健康环境业务营收 2.60 亿元，同比减少 3.22%；其他品类营收 1.86 亿元，同比增加 78.27%。上半年由于原材料价格影响导致公司毛利率同比降低 1.80pct 至 37.04%，而期间费用率由于上半年汇率较大变化同比减少 2.79pct 至 31.02%。公司净利率达到 6.71%同比提升 1.05pct。上半年公司研发投入 0.98 亿元，同比增长 41.40%。持续的研发投入为公司产品品类扩充提供保障。上半年公司分别与网易严选（8999 元）、米家有品（3899 元）合作扩充了公司中低端产品渠道，同时公司万元新品星际椅开卖 30 分钟销售数量突破 100 台。上半年奥佳华中国拥有 554 家线下门店，其中直营门店 104 家，单店店效 21 万元/月，店效同比增长 66%；经销门店 450 家，门店数同比增长 50%；在线上公司通过“打品牌、提份额”在天猫、京东两大线上销售平台继续保持 100%以上增长；而在国际市场，公司通过自主品牌发力韩国、美国、印尼等市场，上半年公司韩国市场按摩椅销售额同比增长 293%。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.86、1.11、1.40 元，维持推荐评级。

3) 小天鹅 A：上半年公司营收 88.49 亿元，同比增加 25.27%；扣非归母净利润 7.07 亿元，同比增加 23.44%。分品类来看，炊具营收 28.30 亿元，同比增长 21.91%；电器营收 59.71 亿元，同比增长 26.95%。上半年公司毛利率 30.23%继续保持稳定，而期间费用率由于广告费用增长 2.21 亿元（+31.53%）较去年同期增加 0.76pct 至 19.29%，这使得公司净利率同比减少 0.29pct 至 8.35%。上半年公司多元化高端化策略持续发力，线下公司九大主要品类市场份额同比提升 1.7pct，线上同比增长

3.4pct, 保持稳健增长。炊具方面, 公司推出缤彩煎锅、Kids 系列和 Young 系列 BB 杯、集茶玻璃杯等新品, 推动公司杯壶分项高速增长; 电器方面, Q 玲珑球釜电饭煲等新品类带动电饭煲等“老”产品稳健增长, 而公司新切入的厨电、清洁产业市场份额亦持续提升。在高端方面, WMF 等业务盈利情况好转。我们预计随着公司多元化, 高端化持续推进, 公司或将保持稳健增长。公司外销业务以母公司采购为主, 上半年公司外销业务营收 19.7 亿, 增长 7.40%。但若从年初公司 2018 年日常关联交易预计情况来看, 公司若能完成年初预计出售金额, 外销业务全年或将增长 31.54%。预计公司 2018-2020EPS 为 1.96、2.45、3.00 元, 维持推荐评级。

图表 1: 本月家电组合

| 代码 | 名称 | P/E | 月涨幅 | 年涨幅 |
|--------|------|------|---------|---------|
| 000651 | 格力电器 | 8.7 | -4.80% | -15.15% |
| 002032 | 苏泊尔 | 27.4 | -3.30% | 21.41% |
| 002614 | 奥佳华 | 22.6 | -10.86% | -16.95% |

来源: Wind, 国联证券研究所

二、行业重要新闻回顾

1. 今年上半年冰箱零售量下降 涨价明显

冰箱价格在家电全行业销售疲软的大背景下悄然上涨。继此前中怡康发布数据显示, 今年一季度冰箱价格较去年同期上涨 12.2%, 领涨行业后, 捷孚凯(GfK 中国)新近发布的全国零售监测数据也显示, 2018 年二季度冰箱整体市场零售额与 2017 年同期持平, 与均价大幅上涨形成鲜明对比的是, 零售量呈现明显的下降趋势。

原材料涨价和高端升级被业内认为是冰箱均价上涨的主因, 人工智能技术应用或成为行业破局的一个契机, 但冰箱也面临着来自吸油烟机对厨房智能入口的争夺。

此外, 个性化定制也有机会。比如苏宁联合海尔、美的等品牌就试水 C2B 模式, 反向定制 Hello Kitty 系列、漫威系列、迪士尼系列定制冰箱等强 IP 产品。苏宁有关人士在接受记者采访时说, 今年是足球大年, 公司将依托体育产业资源, 携手倍科、海信等战略合作伙伴, 共同推出巴萨定制款、国米定制款、海信世界杯定制款等多款定制冰箱产品。

2. 洗衣机市场稳中有忧 企业守正出奇深挖变量

“与 2017 年相比, 2018 上半年的洗衣机市场存在落差。”在近期的洗衣机市场调研中, 相关洗衣机企业负责人告诉中国家电网, 从元旦开始洗衣机市场各渠道的销量表现都不太乐观, 线下的下滑趋势和线上的放缓趋势更加明显, 不过得益于产品结构的调整, 销售额的表现则相对平稳。

市场研究机构中怡康推总数据显示, 2018 年上半年, 洗衣机市场零售量、额分别为 1807 万台、347 亿元, 与去年同期相比分别增长 4.7%、10.5%。虽然量、额双

增长的势头得以保持，但是增长速度却表现出放缓趋势。

此外，2018年上半年线上洗衣机市场零售量、额分别同比增长24.6%、36.3%，线上市场增速进一步放缓，也同时创下了线上市场同期增速新低。

事实上，除了市场整体增速放缓及线上市场红利逐渐消失之外，近期的“人口危机”论调也让洗衣机企业捏了一把汗。

不过，也有业内人士认为，在洗衣机企业进行细分市场布局过程中，并不是所有的差异化产品都能像迷你洗衣机一样成为爆品。比如，有的存在相应的替代品，有的细分人群相对较窄。因此，企业在布局探索过程中，需要警惕技术创新过程中的“伪需求”陷阱。

3. 今年国内洗碗机市场规模有望增45%达63亿元

9月10日，由中国家用电器协会指导、国家电网主办的“2018中国洗碗机行业高峰论坛”在北京举行。来自西门子家电、方太、卡萨帝、格兰仕、海尔、华帝、老板、九阳、美的、松下电器、万家乐、康宝等国内市场主流洗碗机品牌与论坛战略合作伙伴京东家电，以及奥维云网、中怡康时代等产业上下游企业、机构共同梳理我国洗碗机市场当前形势与发展趋势，探讨洗碗机产品在中国市场进一步普及中的机遇与挑战。论坛期间，京东家电联合与会的主流洗碗机品牌企业共同启动了“京东家电洗碗机节”，至此，“洗碗即正义”洗碗机联盟也宣告正式成立。

今年上半年，厨电整体市场遭遇滑铁卢，新兴厨电表现也不如2017年亮眼，但增速依然远高于传统厨电品类。其中，洗碗机更是以量额均同比增长约38%的比例位居榜首，为整个厨电行业带来无限生机与活力，在整个厨电行业中仍然属于佼佼者。与会企业也纷纷对洗碗机市场的未来表示看好，认为洗碗机将替代消毒柜成为厨电市场的刚需，未来有望突破千亿级市场规模。

从容量上讲，洗碗机选购主要集中于中小容量产品，但大容量洗碗机占比也在不断提升。京东家电的数据显示，2017年洗碗机6套以下、6套、8-10套、13套、13套以上的占比分别为3.3%、38.6%、38.4%、19.0%、0.7%，到2018年8月，洗碗机6套以下、6套、8-10套、13套、13套以上的占比则分别为0.8%、36.8%、39.8%、21.5%、1.0%。

从价位上讲，2000-4000价位产品的销量占比为67.63%，销售额占比为59.8%，更能被消费者所接受。从市场来看，京东家电事业部厨卫业务部总经理叶勃表示，洗碗机市场2018年1-8月份与2017年同期相比，大城市的集中度逐渐降低，二三线城市销量开始发力。叶勃表示，洗碗机品类在京东持续保持高速增长，2018年1-8月份京东同比增长达到58%，预计年度规模破10亿。他同时认为，未来洗碗机的选购将不单纯是洗碗机本身，整体厨房的搭配将成为洗碗机选购的重要考量因素。

4. 美的小天鹅拟资产重组 家电存量市场面临“洗牌”

本周，美的小天鹅进行重组的消息引起了制造业的高度关注。早先，美的集团发布公告，称公司正在筹划与控股子公司小天鹅相关的资产重组事项，公司股票将要停牌，小天鹅当日亦披露相关公告。9月10日起，这两家上市公司的股票都停牌。公告暂未公开重组细节，此次停牌前，美的集团与小天鹅市值分别达2670.65亿和294.11亿，合计几近3000亿元。

有业内人士指出，像美的小天鹅这样的品牌重构整合，以后可能会频频发生。目前，家电在中国的普及程度已经非常高，大家电在一二级市场已率先转变成为存量市场，三四级市场从增量市场向存量市场的转型，预计将在三年之内完成。

记者了解到，增量市场和存量市场截然不同，增量市场是“做大蛋糕”，存量市场是“切割蛋糕”；增量市场以首次购买为主，存量市场以换新购买、升级购买为主；增量市场时代，每个企业都有肉吃，存量市场时代，有的企业吃肉，有的企业喝汤，更多的企业被淘汰出局。

“除厨电产品之外，大多数家电产品越来越难以实现总量的突破。不过请放心，这绝不意味着优势企业也将失去发展的机会。未来，优势企业仍将持续发展，它的增量不是来自蛋糕做大，而是来自从劣势企业抢夺市场份额，我们喊了好多年的‘洗牌’，真是要来了。”家电行业分析师刘步尘对记者解析。

5. 洗碗机市场：千亿级规模还是被放大的需求？

近日，“2018 中国洗碗机行业高峰论坛”在京举行。从论坛表现出的市场统计数据来看，年初至今，我国洗碗机市场品牌数量大增，与之相伴随的是，洗碗机产品在线上线下商城琳琅满目，众多厂商也对其前景信心满满。然而，广东省消委会近期的一场比对试验却表明，知名品牌的洗碗机性能也许不像它宣传的那么好，而南方日报记者调查则发现，消费者对洗碗机需求也并没有市场期待的那么大。

产业观察家梁振鹏则建议，很多消费者台式洗碗机普遍的体验是比较差的，用户应该在毛坯房最初的装修阶段就应该去安装，装修时要预留好洗碗机空间。

同时，值得注意的是，一些购买了洗碗机的消费者认为不再需要购买消毒柜，这实际上是一个消费误区。一方面，因为材质和结构等原因，洗碗机工作时温度通常在 70℃至 80℃，达不到国家要求的 100℃的消毒标准；另一方面，因为洗碗机洗涤程序本身时间已很长，分配给消毒程序的时间有限，这个时间也不能达到如同消毒柜那样的消毒效果。

总而言之，购买洗碗机，并不可因为其并非大家电，就进行冲动消费，为了防止洗碗机购买后出现空置，或者占用本来就不大的厨房空间，消费者在购买前应该多做研究，包括买大还是买小，买何种类型。毕竟，从已有试验来看，并非贵的就是好的，迷恋品牌或者明星产品，则更不可取。

6. 扫地机器人市场日渐成熟 行业格局将迎来变化

那么，按照当前的情况发展下去，未来扫地机器人的市场格局将会怎样呢？

首先，国外巨头肯定会因为渠道、价格和售后服务的劣势而逐渐式微，销售情况和市场份额将遭到国内企业的瓜分；其次，当前占据主要市场的国内转型商也将受到家电巨头和互联网巨头的联合冲击，科沃斯作为行业龙头将首当其冲，市场份额有下滑风险。

而对前两者带来强烈冲击的家电巨头和互联网巨头有望快速崛起，它们一个具有消费者优势和流量优势，一个具有渠道优势和品牌效应，两者还都是在市场已经普及且供应链成熟的情况下入局，后来居上的概率十分的大。

未来，行业发展的集中度肯定会不断提升，中小企业就将在这个过程中逐渐被并购、融合或退场。因此，国内最终的行业新格局可能会是：家电巨头和互联网巨头占

据主导，国内转型商紧随其后，国外巨头竞争力逐渐下降可能最终会退出，中小企业大部分将退出，只有少数能在细分领域维持发展。

7. 2018 上半年中国家电出口额同比增长 4.6%

近期，海关总署公布了 2018 上半年家用电器出口相关数据。今年上半年，我国出口家用电器产品（包括电扇、空调、冰箱、DVD 播放机、洗衣机、微波炉、彩色电视机、数字式相机等，）1659.7 亿元人民币，同比增长 4.6%，其中，6 月份当月出口 270.3 亿元，同比下降 3.7%。

2017 年 5 月份，我国家电单月出口值创下 306.9 亿元的历史新高后，小幅震荡回落至 10 月份的 240.7 亿元，此后各月出口值在 250 亿元左右波动。

今年以来，我国家电单月出口值高位波动，3 月份开始出口规模有所扩大，4 月份再次达到 300 亿元以上规模，为 304.5 亿元，同比增长 7.1%，环比增长 10.2%。6 月份延续 5 月份的小幅回落态势，环比下降 8.2%。

上半年，我国对美国出口家电 381.9 亿元，同比增长 4.9%，占 23%；对欧盟出口 257.5 亿元，同比增长 7.9%；对日本出口 149.2 亿元，同比下降 10%；对东盟出口 101.8 亿元，同比增长 6.9%。此外，对香港地区、印度、墨西哥、韩国出口均呈 2 位数增长。同期，对沙特阿拉伯、伊朗分别下降 25.2%和 16.9%。

8. 掘金“厨房经济” 业界呼吁出台洗碗机行业细则

有资料表明，在国外，家用洗碗机的普及率已达 30%-40%，美、法、德等国则高达 60%-70%，东南亚国家也在以每年 20%的增幅发展。而在国内，洗碗机仍属于“新大陆”，亿万级市场大“蛋糕”令一众企业垂涎三尺。

中怡康数据显示，2018 年 1-7 月，洗碗机整体市场品牌数增至 73 个，新增品牌 31 个；洗碗机型号数量增至 358 个，增加了 127 个型号，参与者继续攀升，集中度下降，行业活力增强。

行业发展呈现出一派火热的气象之际，也造成了产品良莠不齐、知识产权侵权等现象。如与前两年行业进入者以水槽式、台式等主打差异化的产品为主相比，今年更多的进入者模仿行业“前辈”，以集成灶企业为例，几乎全部上马水槽洗碗机。

方太集团副总裁孙利明曾公开向媒体采访时表示了担忧，如果因为产品缺陷导致消费者对其失去信心，将对于整个市场的未来发展造成非常负面的影响。

叶勃也认为，随着洗碗机的发展速度越来越快，需要在行业标准上做些精细化，如能效等级、洗净度、杀菌率、容积率等方面。“洗碗机的能耗、用水量、洗涤效果需要有统一的行业标准来进行评判，从而帮助消费者更好的选择。”

9. 2018 世界物联网博览会在江苏无锡正式开幕

9 月 15 日，由工信部、科技部、江苏省政府共同主办的 2018 世界物联网博览会在无锡开幕。当天，2018 世界物联网无锡峰会隆重举行。娄勤俭、苗圩、吴政隆、陆明、孟庆海、李小敏共同为 2018 世界物联网博览会启动开幕。

省委书记娄勤俭出席，工信部部长苗圩、省长吴政隆、科技部党组成员陆明在峰会上讲话，省委常委、市委书记李小敏致欢迎词。省委常委、常务副省长、省委秘书长樊金龙，中国科协副主席孟庆海出席。副省长马秋林主持。

三、公司重要新闻回顾

1. 奥佳华：公司与韩国 Bok Jung 签署合作协议的公告

国联点评：奥佳华与韩国 BJSC 于 2018 年 9 月 11 日签署了《合作协议》，BJSC 定于 2019 年、2020 年、2021 年分别向公司采购不低于 5,000.00 万美元、7,000.00 万美元、10,000.00 万美元的产品订单。2017 年 BJSC 向公司采购 374.02 万美元，占公司同类业务 1.96%。今年上半年已采购 1228.02 万美元，占公司同类业务的 8.56%。公司此次凭借研发和制造优势通过 ODM 与 BJSC 合作，将开拓韩国市场。若此次协议顺利进行，将在我们预测 2019/2020 年营业收入基础上分别增厚 4.95% 以及 8.19%。我们认为随着公司百万按摩椅产能投产，公司按摩椅产品营收结构占比或将逐渐提升，这会使得公司毛利率以及营业收入进一步提高，建议长期关注。

四、行情跟踪

4.1 行情判断

中信家电指数九月前半月逐渐企稳，跌幅 2.98% 至 9451.42，本月振幅达到 5.46%。分行业来看，白电跌幅 2.97%，黑电跌幅 3.00%，小家电跌幅 3.65%。

图表 2：家电指数与沪深 300 对比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 3：家电指数与上证 50 对比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：本月家电行业涨跌幅

| 涨幅前十名 | | | 跌幅前十名 | | |
|--------|------|--------|--------|--------|---------|
| 代码 | 简称 | 涨幅 (%) | 代码 | 简称 | 涨幅 (%) |
| 603677 | 奇精机械 | 16.91% | 603657 | 春光科技 | -19.23% |
| 300317 | 珈伟股份 | 13.14% | 002723 | 金莱特 | -14.81% |
| 002676 | 顺威股份 | 7.79% | 603578 | 三星新材 | -12.72% |
| 000801 | 四川九洲 | 6.84% | 300247 | 乐金健康 | -11.46% |
| 000533 | 万家乐 | 6.33% | 002614 | 奥佳华 | -10.86% |
| 002418 | 康盛股份 | 5.48% | 300279 | 和晶科技 | -10.58% |
| 603303 | 得邦照明 | 5.25% | 300249 | 依米康 | -9.57% |
| 002615 | 哈尔斯 | 5.02% | 300475 | 聚隆科技 | -9.13% |
| 300582 | 英飞特 | 4.63% | 603579 | 荣泰健康 | -7.99% |
| 300217 | 东方电热 | 4.55% | 600870 | *ST 厦华 | -7.69% |

来源：Wind，国联证券研究所

4.2 本月覆盖股票涨跌幅

图表 5：本月覆盖股票涨跌幅

| 代码 | 名称 | P/E | 月涨幅 | 年涨幅 |
|--------|-------|------|---------|---------|
| 002677 | 浙江美大 | 24.5 | -3.69% | -19.33% |
| 002508 | 老板电器 | 13.6 | -0.86% | -53.74% |
| 603868 | 飞科电器 | 24.4 | -3.91% | -35.03% |
| 000651 | 格力电器 | 8.7 | -4.80% | -15.15% |
| 603355 | 莱克电气 | 29.1 | -6.93% | -49.02% |
| 002242 | 九阳股份 | 17.7 | -2.84% | -1.25% |
| 000333 | 美的集团 | 13.8 | -3.13% | -25.62% |
| 002032 | 苏泊尔 | 27.4 | -3.30% | 21.41% |
| 002615 | 哈尔斯 | 27.9 | 5.02% | -36.63% |
| 002543 | 万和电气 | 13.1 | -3.28% | -36.40% |
| 000418 | 小天鹅 A | 17.5 | 2.31% | -30.37% |
| 002035 | 华帝股份 | 14.4 | -5.83% | -48.65% |
| 002614 | 奥佳华 | 22.6 | -10.86% | -16.95% |
| 600690 | 青岛海尔 | 12.7 | 2.89% | -17.33% |
| 000921 | 海信科龙 | 5.2 | -3.32% | -38.61% |

来源：Wind，国联证券研究所

五、风险提示

- 1) 旺季销售不及预期的风险
- 2) 行业集中度提升不及预期的风险
- 3) 三四线城市增长不及预期的风险

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 薛靖韬 | 0755-82560810 |