

2019年05月20日

# 4月空调内销增速8%，关注5月关键窗口期

## ——2019年4月家电零售和企业出货端数据解读

看好

## 相关研究

"Q1 毛利率小幅改善，下半年业绩释放可期-家电行业 2019 年一季报业绩总结"  
2019 年 5 月 14 日

"2018 年行业增速回落，龙头经营依旧稳健-家电行业 2018 年报业绩总结"  
2019 年 5 月 14 日

## 证券分析师

刘正 A0230518100001  
liuzheng@swsresearch.com  
周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com

## 联系人

史晋星  
(8621)23297818×转  
shijx@swsresearch.com

## 本期投资提示：

- **空调出货端：4月内销延续增长态势，外销再度下滑。**根据产业在线披露，2019年4月空调行业实现产量1778万台，同比增长4.4%，销量1770万台，同比增长2.9%，其中内销1039万台，同比增长7.7%，出口731万台，同比下滑3.3%。**我们分析4月内销出货延续增长的原因主要包括：一是3月终端市场的促销活动，龙头企业主动参与竞争盘活了整个市场，企业备货的积极性更高；二是企业战略的调整。**累计来看，2019年前四个月空调行业实现销量5797万台，同比增长1.5%，其中内销3224万台，同比增长4.4%，出口2573万台，同比下滑1.9%。重点公司方面，从前四个月整体表现来看，格力、海尔、奥克斯内销增速分别为0.0%、-11.2%和5.7%。
- **空调零售端：4月终端零售同比下滑、零售均价有所下滑。**根据中怡康线下数据，4月份空调零售额和零售量分别同比下滑15.6%和13.7%，由涨转跌。零售价方面，4月份空调行业整体零售均价同比下滑2.3%，其中，海尔零售价下滑3.7%；格力零售价逆势同比上涨5.6%。渠道库存方面，根据产业在线，截止2019年3月底，空调渠道库存约3780万台，环比下滑4%，绝对值高于15年峰值水平（3682万台），渠道库存销量比45%，仍低于15年峰值63%，整体风险相对可控。
- **冰洗和厨电零售端：4月冰洗量跌价涨，厨电大幅回落。**根据中怡康数据，冰箱4月线下零售量和零售额增速分别同比下滑22.3%和21.8%，洗衣机线下零售量和零售额增速分别同比下滑20.0%和18.2%。重点公司方面，海尔表现出色，海尔洗衣机零售额和零售量市占率分别同比提升1.8和1.6个pcts达35.7%和32.6%。厨电方面，厨电4月零售端再度下滑，根据中怡康数据，4月份油烟机线下零售量和零售额增速分别同比减少20.8%和24.2%，燃气灶零售量和零售额增速分别同比减少16.5%和20.2%。2019年初至今地产回暖对厨电行业业绩拉动有望在三季度兑现。
- **投资建议：**宏观层面来看，2019年家电行业喜迎政策利好，新一轮家电补贴启动（加速行业去库存）增值税税率从16%下调至13%（4月1日起正式实施），尽管近期中美贸易摩擦升级但对家电行业影响相对有限；中观层面，上游原材料价格年初至今同比回落，下游地产成交回暖拉动需求改善；微观层面，空调出货端数据超预期，龙头公司业绩增长确定性高，后续家电刺激政策有望持续发酵。**我们重申此前推荐组合：1) 稳健组合：格力+海尔+苏泊尔；2) 成长配置：**重点关注地产后周期相关度最高的厨电板块和照明板块，在地产成交回暖预期下估值修复的投资机会，推荐厨电龙头**老板电器**、集成灶龙头**浙江美大**和照明龙头**欧普照明**；此外，建议关注经营出现拐点，渠道调整阵痛期结束，新产品开始放量的**九阳股份**。



申万宏源研究微信服务号

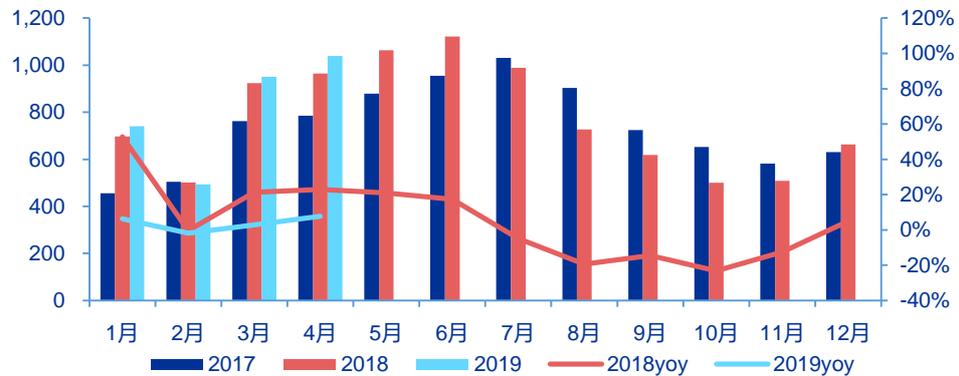
# 1. 空调数据

## 1.1 空调：4 月内销延续增长态势，外销再度下滑

### 1) 4 月空调内销同比增长 7.7%，出口同比下滑 3.3%

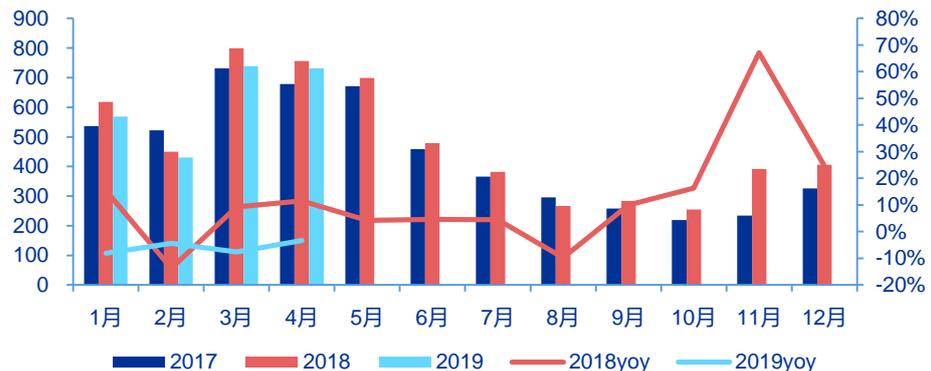
根据产业在线披露，2019 年 4 月空调行业实现产量 1778 万台，同比增长 4.4%，销量 1770 万台，同比增长 2.9%，其中内销 1039 万台，同比增长 7.7%，出口 731 万台，同比下滑 3.3%。4 月空调出货端数据回落主要由于出口拖累，内销态势依然保持良好，延续了前 3 个月小阳春的趋势。我们分析 4 月内销出货延续增长的原因主要包括：一是 3 月终端市场的促销活动，龙头企业主动参与竞争盘活了整个市场，企业备货的积极性更高；二是企业战略的调整。出口方面目前压力较大，从去年贸易战开始，北美区域整体订单前移，而近期 2000 亿美元的关税从 10% 增至 25%，对整体出口市场再度产生影响，但企业普遍反映影响相对有限。中国出口美国的空调产品以窗机和移动空调为主，美国当地没有相关产品制造，虽然短期内企业较为被动，但从长期来看，加征的关税最后会传递给美国当地的消费者。累计来看，2019 年前四个月空调行业实现产量 5678 万台，同比增长 3.3%，销量 5797 万台，同比增长 1.5%，其中内销 3224 万台，同比增长 4.4%，出口 2573 万台，同比下滑 1.9%。

图 1：4 月空调行业内销同比增长 7.7% (单位：万台，%)



资料来源：产业在线，申万宏源研究

图 2：4 月空调行业出口同比下滑 3.3% (单位：万台，%)

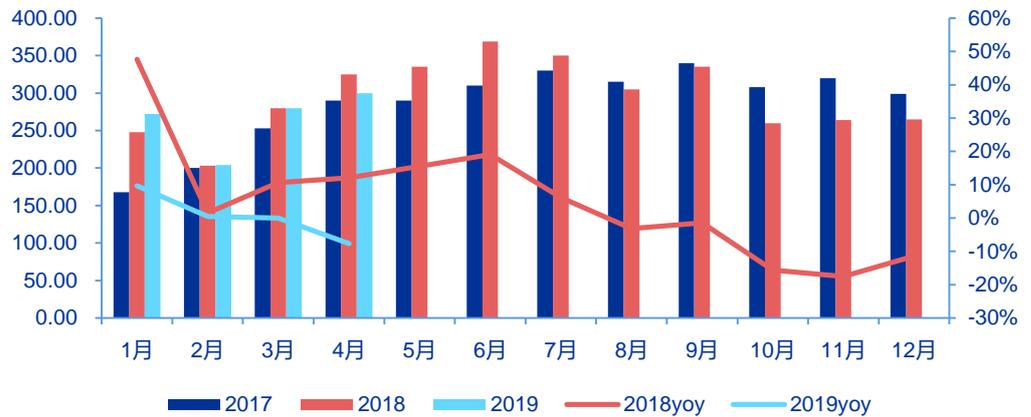


资料来源：产业在线，申万宏源研究

2) 重点公司：格力、海尔内外销出货增速低于行业，奥克斯好于行业平均水平

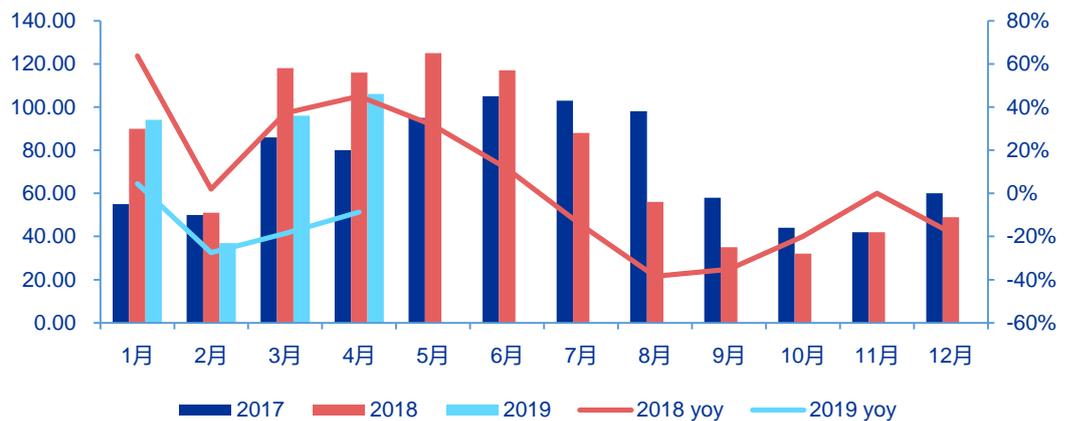
分公司看，4月单月内销增速格力>海尔，格力、海尔内外销出货增速低于行业；二线品牌奥克斯内销增速基本与行业持平、出口好于行业。格力4月销量同比下滑8.7%，其中内销同比下滑7.7%，出口同比下滑10.5%；海尔4月份销量同比下滑16.2%，其中内销同比下滑8.6%，出口同比下滑35.6%；奥克斯4月份销量同比增长16.2%，主要由出口带动，其中出口同比大幅增长35.3%，内销增长7.8%。从前四个月整体表现来看，格力、海尔、奥克斯内销增速分别为0.0%、-11.2%和5.7%。

图3：4月格力空调内销出货同比下滑7.7%（单位：万台、%）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

图4：4月海尔空调内销出货同比下滑8.6%（单位：万台、%）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

## 1.2 空调零售端：4月零售端由涨转跌，3月渠道库存环比下降

4月终端零售同比下滑、零售均价有所下滑。根据中怡康线下数据，4月份空调零售额和零售量分别同比下滑15.6%和13.7%，由涨转跌。零售价方面，4月份空调行业整体零

售均价同比下滑 2.3%，其中，海尔零售价下滑 3.7%；格力零售价逆势同比上涨 5.6%。竞争格局方面，行业份额继续向头部企业集中，空调零售市场竞争不断加剧。

**渠道库存环比下降 4%，整体风险相对可控。**根据产业在线，截止 2019 年 3 月底，空调库存累计 4780 万台，其中渠道库存约 3780 万台，工业库存约 1000 万台。渠道库存环比下降 4%，绝对值高于 15 年峰值水平（3682 万台），渠道库存销量比 45%，仍低于 15 年峰值 63%，整体风险相对可控。信号较好的一面是：**本周发改委补贴征求意见稿落地，有望帮助空调渠道库存快速去化。**

**关注 5 月关键窗口期，旺季结束前价格战风险不大。**5 月是空调旺季销售的关键窗口期，这将成为判断后面市场的重要节点，上一轮价格战从 2014 年“10.1”到 2016 年 2 月持续一年半，这一次的不同点主要有三：其一，空调库存压力大但库销比不如上一轮高，根据产业在线统计，目前行业渠道库存销量比 47%仍低于上一次高点 63%；其二，格力经销商促销活动多、海尔价格略有让步但未到价格战程度；其三，2014 年价格战时空调行业 TOP3 份额在 68%-70%，目前 TOP3 份额在 76%-78%，中小品牌份额已经萎缩三分之一，继续价格战抢市场份额投入产出比不高。因此本次价格形式可能不及预期严重。

图 5：3 月底渠道库存 3780 万台，环比下降 4%（单位：万台）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

图 6：空调渠道库存有望逐步去化（单位：%）



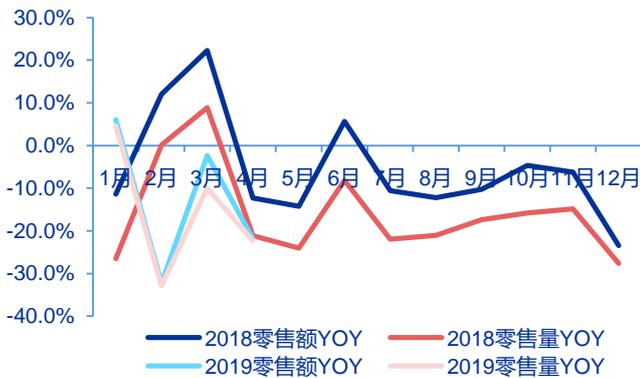
资料来源：产业在线，中怡康，申万宏源研究

## 2. 冰洗数据

### 2.1 零售端：冰洗4月量/额双位数下滑，均价提升趋势不改

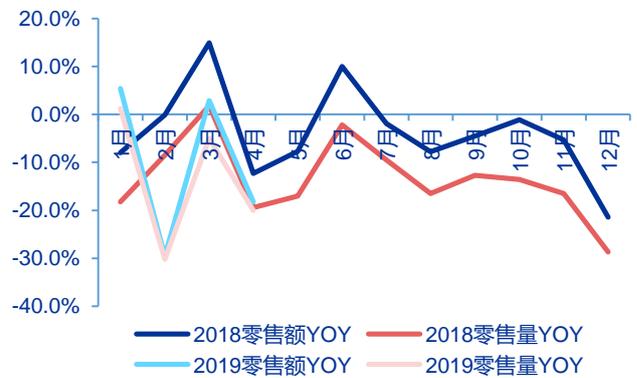
根据中怡康数据，冰箱4月线下零售量和零售额增速分别同比下滑22.3%和21.8%，洗衣机线下零售量和零售额增速分别同比下滑20.0%和18.2%，龙头表现优于行业。分品牌看，1) **冰箱**：海尔零售额同比下滑21.7%，零售量同比下滑25.5%，零售额市占率同比下滑0.1个pcts达36.3%，零售量市占率同比下滑1.2个pcts达30.9%；2) **洗衣机**：海尔零售额同比下滑14.0%，零售量同比下滑17.1%，零售额市占率同比提升1.8个pcts达35.7%，零售量市占率同比提升1.6个pcts达32.6%。

图7：冰箱零售量/额4月同比下滑22.3%/21.8%



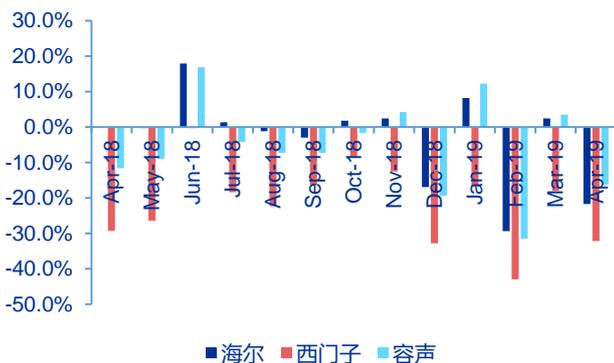
资料来源：中怡康，申万宏源研究

图8：洗衣机零售量/额4月同比下滑20.0%/18.2%



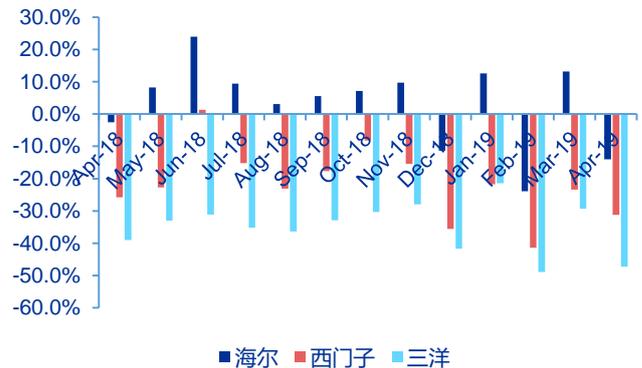
资料来源：中怡康，申万宏源研究

图9：冰箱分品牌零售额西门子跌幅居前(单位：%)



资料来源：中怡康，申万宏源研究

图10：洗衣机分品牌零售额三洋跌幅居前(单位：%)

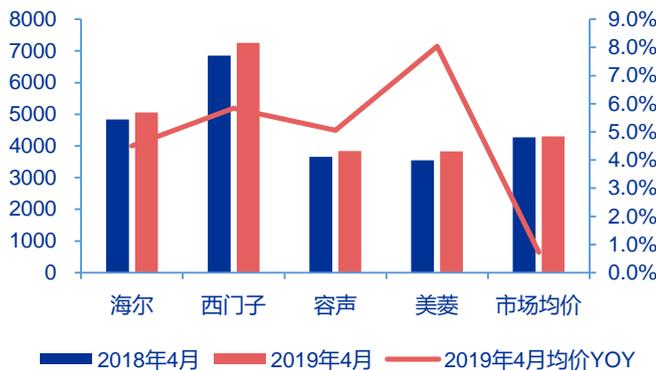


资料来源：中怡康，申万宏源研究

## 2.2 零售均价：冰洗市场整体均价提升，美菱冰箱、松下洗衣机均价提升幅度领跑行业

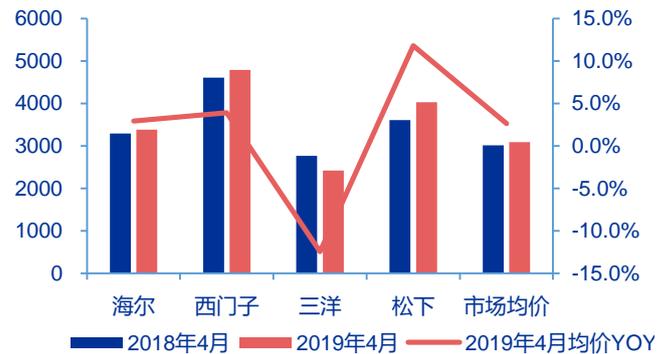
根据中怡康数据，零售均价方面，2019年4月冰箱市场整体均价为4302元/台，同比增长0.7%，其中海尔冰箱均价5058元/台，同比增长4.5%，美菱冰箱均价3832元/台，同比增长8.0%。洗衣机市场整体均价3093元/台，同比增长2.6%，其中海尔洗衣机均价3387元/台，同比增长2.9%，松下洗衣机均价4031元/台，同比增长11.8%，美菱冰箱、松下洗衣机的均价提升幅度领跑行业。

图 11：美菱冰箱 4 月均价同比增幅最高（元，%）



资料来源：中怡康，申万宏源研究

图 12：松下洗衣机 4 月均价同比增幅最高（元，%）



资料来源：中怡康，申万宏源研究

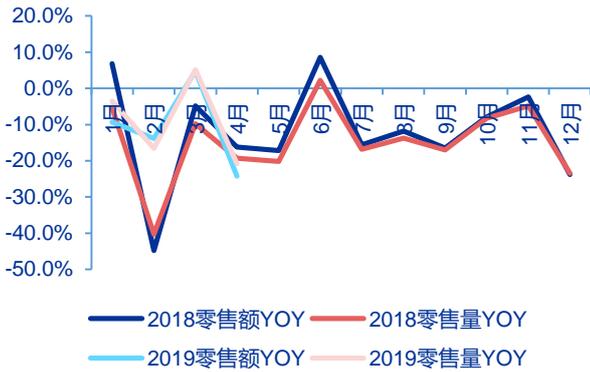
## 3 . 厨电及小家电数据

### 3.1 厨房大家电：烟机、灶具 4 月零售量/额大幅回落，海尔烟灶表现亮眼

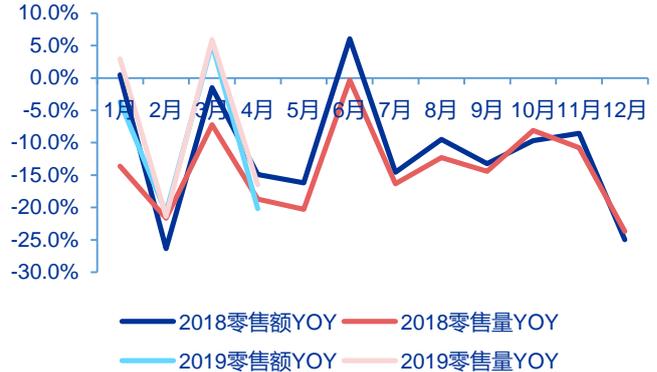
根据中怡康数据 4 月份油烟机线下零售量和零售额增速分别同比减少 20.8%和 24.2%，燃气灶零售量和零售额增速分别同比减少 16.5%和 20.2%，相比于 3 月份烟机和灶具 5%左右的增长回落较大。2019 年初至今地产回暖对厨电行业业绩拉动有望在三季度兑现。短期看随着渠道下沉和品类扩充，厨电龙头集中度有待提高；长期看厨电产品渗透率仍未饱和，厨电市场仍有较大增长空间。

图 13 油烟机零售量/额同比减少 20.8%和 24.2%

图 14：燃气灶零售量/额同比减少 16.5%和 20.2%



资料来源：中怡康，申万宏源研究

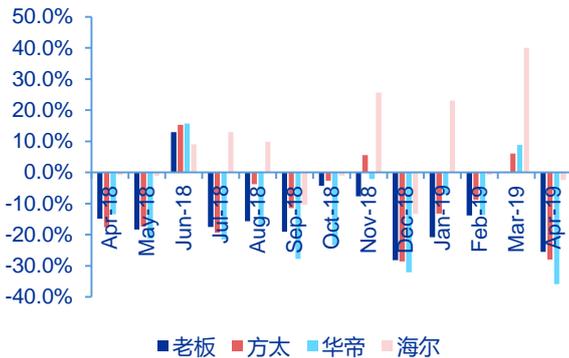


资料来源：中怡康，申万宏源研究

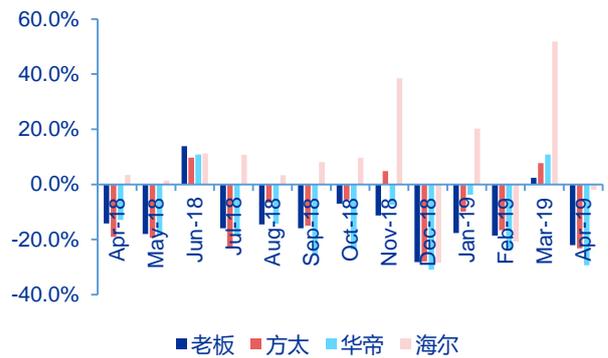
**专业厨电增速下滑、海尔表现稳健。**重点公司方面，老板、方太、华帝、海尔 4 月份烟机零售额增速分别同比减少 25.5%、28.0%、35.9%和 2.5%，灶具分别同比减少 22.1%、23.2%、29.4%和 2.0%。零售均价方面 2019 年 4 月，海尔/万和油烟机均价提升幅度最大，分别同比提升 6.0%和 0.6%；海尔/万和燃气灶均价提升幅度最大，分别同比提升 5.2%和 1.0%。

图 15：油烟机 4 月零售额增速海尔表现稳健 (%)

图 16：燃气灶 4 月份零售额增速海尔表现稳健 (%)



资料来源：中怡康，申万宏源研究



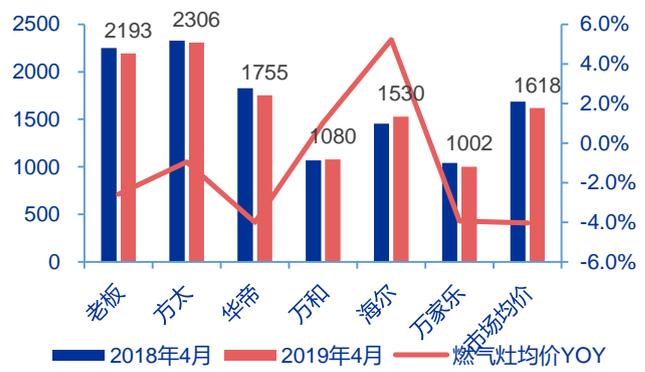
资料来源：中怡康，申万宏源研究

图 17：海尔烟机 4 月零售均价同比增幅最高 (元, %)

图 18：海尔燃气灶 4 月均价同比增幅最高 (元, %)



资料来源：中怡康，申万宏源研究



资料来源：中怡康，申万宏源研究

## 3.2 厨房小家电：电饭煲增速持续回落、苏泊尔市占率有所提升

**电饭煲品类：**行业整体 2019 年 4 月线下零售额同比下降 14.50%，苏泊尔零售额同比下降 12.7%，九阳同比下降 29.5%。市场份额方面，苏泊尔 2019 年 4 月零售量和零售额市占率分别同比提升 0.6 和 0.9 个 pcts 印证 2018 年公司铁釜电饭煲新品推出收获成效。

**表 1：电饭煲整体市场 4 月份零售额同比下滑 14.50%**

Date	整体	苏泊尔	九阳	松下	飞利浦
17-Jan	3.30%	-4.00%	5.00%	-1.70%	1.60%
17-Feb	-18.00%	-22.00%	-18.30%	-12.70%	-34.30%
17-Mar	-7.90%	-8.00%	-11.10%	-8.70%	-27.10%
17-Apr	-5.30%	-2.90%	-4.60%	3.70%	-21.40%
17-May	-7.30%	-4.80%	12.50%	-5.70%	-20.70%
17-Jun	-7.80%	-6.70%	1.00%	-7.80%	-28.60%
17-Jul	-11.90%	-10.30%	-2.80%	-12.20%	-24.40%
17-Aug	1.60%	15.20%	-1.80%	5.40%	-33.30%
17-Sep	-9.40%	-10.00%	-9.70%	-15.80%	-28.80%
17-Oct	-9.30%	-8.70%	-1.40%	-12.90%	-44.30%
17-Nov	-8.70%	-9.60%	-7.70%	-1.30%	-34.70%
17-Dec	-11.90%	-11.60%	-11.10%	-11.00%	-40.00%
18-Jan	-24.70%	-20.50%	-32.70%	-16.70%	-54.50%
18-Feb	29.70%	46.10%	30.00%	19.70%	-2.10%
18-Mar	4.70%	8.80%	22.80%	-4.80%	-18.30%
18-Apr	-6.80%	-10.00%	2.10%	-22.60%	-50.00%
18-May	-10.40%	-14.60%	-6.80%	-22.00%	-48.60%
18-Jun	3.00%	2.30%	14.80%	-2.70%	-36.60%
18-Jul	3.50%	-4.60%	14.20%	-1.00%	-47.40%
18-Aug	-5.10%	-10.90%	-6.00%	-14.00%	-46.00%
18-Sep	-10.70%	-7.90%	-19.70%	-10.50%	-44.60%
18-Oct	-9.70%	-5.50%	-24.60%	-15.90%	-34.80%
18-Nov	-1.20%	8.10%	-15.30%	-1.20%	-32.00%
19-Feb	-25.90%	-25.10%	-26.30%	-35.40%	-58.20%
19-Mar	-8.00%	-6.80%	-27.40%	-3.20%	-42.70%
19-Apr	-14.50%	-12.70%	-29.50%	-12.90%	-23.60%

资料来源：中怡康，申万宏源研究

## 3.3 环境小家电：科沃斯吸尘器市占率持续提升，苏泊尔空气净化器市占率提升显著

**吸尘器品类：**行业整体线下零售额 2019 年 4 月同比下降 19.5%，其中戴森和莱克零售额分别同比下降 20.6%和 43.6%；市场份额方面，戴森零售额份额（38.1%）和零售量份额（21.0%）有所下降，莱克市场份额零售额份额（15.2%）和零售量份额（13.1%）有

所下降，科沃斯零售额份额同比增长 4.4 个 pct 至 16.7%，零售量份额同比增长 3.4 个 pct 至 16.5%，零售量份额第二、零售额份额第二。

**表 2：2019 年 4 月吸尘器零售额同比下降 19.2%**

Date	莱克	戴森	飞利浦	科沃斯	整体市场
17-Jan	66.20%	164.30%	-5.20%	37.20%	33.30%
17-Feb	8.30%	138.40%	-26.40%	9.80%	2.60%
17-Mar	50.70%	102.20%	-8.50%	17.90%	26.50%
17-Apr	61.70%	182.10%	-7.00%	31.20%	53.30%
17-May	40.00%	113.10%	-8.90%	64.30%	35.90%
17-Jun	32.70%	130.00%	-7.30%	65.00%	41.80%
17-Jul	4.40%	106.50%	-11.90%	43.30%	21.10%
17-Aug	46.40%	183.90%	1.30%	5.50%	50.40%
17-Sep	5.20%	107.10%	-10.90%	27.00%	24.80%
17-Oct	3.30%	71.60%	-16.60%	23.80%	12.80%
17-Nov	38.80%	143.50%	-11.00%	39.30%	60.20%
17-Dec	9.00%	70.70%	-14.60%	22.20%	19.70%
18-Jan	-13.20%	58.10%	-36.70%	6.00%	0.20%
18-Feb	57.00%	105.60%	20.10%	175.10%	72.80%
18-Mar	24.60%	243.80%	0.60%	160.80%	89.70%
18-Apr	-11.80%	30.50%	-19.70%	113.90%	13.20%
18-May	-13.80%	22.40%	-16.30%	58.00%	4.40%
18-Jun	12.60%	100.60%	-19.80%	115.30%	49.60%
18-Jul	-26.50%	40.00%	-30.20%	90.80%	10.70%
18-Aug	-22.50%	35.30%	-10.00%	87.00%	18.70%
18-Sep	-20.10%	32.70%	3.20%	60.20%	18.00%
18-Oct	-10.80%	29.50%	-15.70%	69.10%	15.30%
18-Nov	-39.70%	20.70%	-13.70%	90.00%	14.70%
19-Feb	-57.40%	-16.40%	-46.40%	-15.50%	-26.20%
19-Mar	-38.00%	-39.00%	-30.20%	7.00%	-26.80%
19-Apr	-43.60%	-20.60%	-41.00%	7.00%	-19.50%

资料来源：中怡康，申万宏源研究

**空气净化器品类：**行业整体 2019 年 4 月线下零售额同比下滑 16.8%，零售量同比下滑 11.5%，其中莱克电气零售额和零售量分别同比下滑 35.7%和 23.6%，零售额和零售量市占率分别为 10.2%和 10.0%，市场份额环比略微提升；飞利浦零售额和零售量市占率分别为 15.8%和 16.4%，4 月份的零售额和零售量份额已双双被惠而浦超越，位居行业第二；惠而浦零售额和零售量分别同比增加 0.4%和 0.1%，零售额和零售量份额分别同比增长 3 和 2.5 个 pct 达 16%和 17.9%，按 4 月份的数据，惠而浦零售额和零售量份额均位列行业第一。值得注意的是，苏泊尔 4 月线下零售额和零售量分别逆势大幅增长 30.2%和 26.8%，零售额份额同比和环比 3 月分别大幅增长 4.9 和 5 个 pct 达 9.6%，零售量份额同比和环比 3 月分别大幅增长 3.7 和 3.9 个 pct 达 8.1%。

**表 3：2019 年 4 月空气净化器零售额同比下滑 16.8%**

Date	飞利浦	莱克	亚都	惠而浦	A.O.史密斯	整体市场
------	-----	----	----	-----	---------	------

17-Jan	15.50%	137.40%	193.70%	143.10%	229.70%	60.50%
17-Feb	47.50%	64.80%	92.70%	92.80%	201.60%	45.40%
17-Mar	20.80%	62.90%	49.70%	50.60%	83.90%	18.50%
17-Apr	8.10%	60.90%	41.20%	37.30%	137.70%	25.70%
17-May	7.90%	84.80%	32.70%	76.90%	133.30%	30.10%
17-Jun	17.20%	69.50%	40.70%	118.20%	91.20%	31.70%
17-Jul	3.80%	25.90%	59.70%	98.20%	78.90%	21.50%
17-Aug	21.40%	134.20%	29.40%	216.20%	130.30%	54.70%
17-Sep	19.50%	38.10%	64.90%	134.00%	68.70%	32.20%
17-Oct	-28.10%	33.20%	28.90%	58.00%	29.30%	-2.30%
17-Nov	-16.00%	22.10%	0.60%	28.70%	39.90%	-0.30%
17-Dec	-44.20%	-43.80%	-57.60%	-58.10%	-35.30%	-45.70%
18-Jan	-63.80%	-68.70%	-77.70%	-60.60%	-69.40%	-68.10%
18-Feb	-29.50%	-12.10%	-41.00%	-44.20%	-42.70%	-31.30%
18-Mar	-26.60%	-7.50%	71.10%	75.80%	-7.60%	-0.80%
18-Apr	-31.90%	-28.30%	-25.60%	45.10%	-42.90%	-27.50%
18-May	-21.00%	-28.10%	-18.50%	37.10%	-40.50%	-17.20%
18-Jun	-12.20%	4.70%	-2.40%	50.10%	5.60%	2.70%
18-Jul	-27.00%	-28.50%	-14.00%	67.00%	-0.70%	-12.10%
18-Aug	-22.80%	-39.60%	17.30%	39.00%	32.50%	-5.90%
18-Sep	-42.30%	-19.70%	-11.10%	-12.30%	19.10%	-24.60%
18-Oct	-17.80%	-32.80%	1.20%	50.10%	-11.70%	-16.20%
18-Nov	-21.70%	-38.60%	-10.50%	80.70%	-13.70%	-16.00%
19-Feb	-30.20%	-51.80%	-52.70%	25.30%	-18.10%	-28.30%
19-Mar	-13.40%	-30.70%	-71.20%	-12.70%	4.40%	-23.50%
19-Apr	-33.40%	-35.70%	8.00%	0.40%	-6.40%	-16.80%

资料来源：中怡康，申万宏源研究

表 4：家用电器行业重点公司估值表

代码	名称	评级	5月17日收盘价	净利润（百万元）			股本（亿）	每股收益（元/股）			PE		
				2019E	2020E	2021E		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000651	格力电器	买入	54.80	28767	31828	35364	60.16	4.78	5.29	5.88	11	10	9
600690	青岛海尔	买入	15.78	8282	9604	11147	63.68	1.30	1.51	1.75	12	10	9
002508	老板电器	买入	26.47	1606	1769	1979	9.49	1.69	1.86	2.09	16	14	13
002035	华帝股份	买入	12.59	664	735	892	8.82	0.75	0.83	1.01	17	15	12
002677	浙江美大	买入	14.09	478	583	695	6.46	0.74	0.90	1.08	19	16	13
002032	苏泊尔	买入	67.51	2001	2380	2763	8.21	2.44	2.90	3.36	28	23	20
603868	飞科电器	增持	36.39	956	1068	1168	4.36	2.20	2.45	2.68	17	15	14
603355	莱克电气	增持	21.55	514	627	721	4.01	1.28	1.56	1.80	17	14	12
002242	九阳股份	买入	20.87	874	1051	1284	7.67	1.14	1.37	1.67	18	15	12
603515	欧普照明	增持	32.29	1004	1177	1412	7.56	1.33	1.56	1.87	24	21	17
002050	三花智控	增持	10.84	1291	1490	1720	27.66	0.47	0.54	0.62	23	20	17
600060	海信电器	增持	8.67	614	767	920	13.08	0.47	0.59	0.70	18	15	12

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。