



烽火连三月，重整山河在 沧海明珠之格力电器(000651)系列六

主要观点：

► 第一轮价格战：黎明前夕，格局初显。

21世纪初期，我国空调行业处于起步期，行业进入壁垒较低，但利润率较高，行业高增长+高利润吸引参与者不断加入，中小厂商对抢夺市场的诉求强烈，由此发起了空调行业第一轮价格战。行业降价幅度高，成本探底。原材料价格提升的外部环境进一步压低利润表现，加速市场淘汰，行业集中度快速提升，市场格局初步形成。价格战结束后龙头掌握定价权，垄断红利开始释放。

► 第二轮价格战：积久库存，欲扬先抑。

天气、地产、政策等多重不利因素导致终端需求不振，行业动销放缓。业绩强目标下导致渠道积累高库存，最终影响厂商内销出货增速。此轮价格战由于渠道库存高企而发起，因库存消化且外部环境改善而结束。龙头志不在重整格局，因此去库存结束即收尾，价格战持续时间相较第一轮较短，整体行业集中度虽有提升但竞争格局影响较小。2017年地产景气度改善、夏季炎热驱动空调需求，加之行业进入新的补库存阶段，因此第二轮价格战结束后行业步入高景气期，龙头享受高成长与利润提升。

► 2019年行业促销节奏不一，龙头策略亦有侧重 点。

2019年价格战背后的不同主要在于行业需求及渠道的改变。行业进入存量竞争阶段，保增长诉求下唯有集中份额。近几年线上渠道的高增长背后反应了低线城市购买力的提升，低线消费者对价格敏感度较高，借助新渠道的下沉效率及高性价比产品，奥克斯等品牌享受了渠道红利。格力因产品定位较高且线上渠道布局不足而在终端表现有所弱势，在渠道改革之前，格力先用低价策略重塑格局，目前进展较为顺利。2019上半年美的率先进行促销策略试水，促销对需求具有提振效果，美的初步挤占奥克斯份额。11月格力主导发起价格战，全行业采取跟进策略呈现激烈态势。促销在短期内刺激需求释放，奥克斯等中小厂商承压明显。

► 推演 2020 年价格战竞争态势。

行业需求复苏尚不显著是常态，并不影响龙头实现高于行业增速的增长。价格战有望延续至 2020 年，持续时间视天气与龙头市场整合效率等因素决定。产品促销聚焦单品策略不会改变，格力美的不会扩大特价机的产品范围，有利于控制渠道及自身利润。同时差价政策的改变、原材料成本红利等因素均会使龙头利润端具有韧性，看好龙头的经营控制力和盈利能力的表现。新能效标准在行业价格战的背景下出台，有利于龙头企业后续的市场整合。此轮价格战结束后，龙头进行产品结构升级的方向更为清

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	68.35
股票代码：	000651
52 周最高价/最低价：	69.88/38.91
总市值(亿)	4,111.75
自由流通市值(亿)	4,080.44
自由流通股数(百万)	5,969.92



分析师：汪玲

邮箱：wangling1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100002

联系电话：

联系人：王映雪

邮箱：wangyx3@hx168.com.cn

联系人：段家琪

邮箱：duanjq@hx168.com.cn

相关研究

1. 销售返利与渠道模式构筑线下渠道护城河 2019.12.31
2. ROE 之谜：经营优势下高成长积累的过剩现金 2019.12.23
3. 渠道建设改革折射出的发展阶段 2019.12.16

晰，消费者挑选空调产品更具标准，看好龙头市场整合后利润率的新一轮提升期。

盈利预测与估值

我们维持原先盈利预测不变，预计公司 2019-2021 年实现营业收入同比增长 5.12%/7.74%/9.97%，归母净利润同比增长 7.73%/7.82%/11.10%，EPS 为 4.69/5.06/5.62 元，对应当前股价为 15/14/12 倍。结合可比公司 PE 水平，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行风险、行业价格竞争风险、原材料价格变动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150019.55	200024.00	210267.76	226541.38	249124.74
YoY (%)	36.24%	33.33%	5.12%	7.74%	9.97%
归母净利润(百万元)	22400.48	26202.79	28229.57	30437.48	33816.23
YoY (%)	44.86%	16.97%	7.73%	7.82%	11.10%
毛利率 (%)	33.50%	30.87%	30.95%	30.93%	30.99%
每股收益(元)	3.72	4.36	4.69	5.06	5.62
ROE	34.14%	28.69%	23.37%	20.14%	18.29%
市盈率	18.36	15.69	14.57	13.51	12.16

资料来源：wind，华西证券

正文目录

1. 第一轮价格战：黎明前夕，格局初显	5
1.1. 行业进入壁垒较低，高利润吸引参与者加入	5
1.2. 行业出清程度高，市场由散聚集	6
1.3. 价格战结束后龙头进入垄断红利期	9
2. 第二轮价格战：积欠库存，欲扬先抑	10
2.1. 库存高企与需求不利双重压制行业景气度	10
2.2. 格力主导价格促销下增速更为显著，集中度提升	12
2.3. 出货减少下收入增速放缓，盈利能力稳定	14
3. 推演 2020 年的价格战竞争态势	16
3.1. 行业进入存量竞争阶段，成本环境改善	16
3.2. 2019 年行业促销节奏不一，龙头策略亦有侧重点	17
3.3. 对价格战的后续预判	23
4. 盈利预测与估值	24
5. 风险提示	24

图表目录

图 1 1990-2006 年城镇家庭每百户空调保有量 (台)	5
图 2 1995-2000 年行业内主要空调厂商的毛利率	5
图 3 2001-2004 年空调产销量对比 (万台)	5
图 4 1993-2008 年人均可支配收入及变动情况 (元)	5
图 5 2000-2006 年空调均价变动 (相较于上一年, %)	6
图 6 空调内销出货均价变动情况 (元)	6
图 7 奥克斯 2002 年 1.5 匹冷暖型空调成本构成	6
图 8 2003-2007 年空调内销量及变动 (万台, %)	7
图 9 格力电器 1996-2007 年营业收入及增速	7
图 10 1999-2006 年格力空调成本及出厂均价情况 (元)	7
图 11 1999-2006 格力空调销量情况 (万元)	7
图 12 格力电器 2003-2006 冷年国内市场占有率	8
图 13 格力电器净利率水平走低	8
图 14 2000-2006 冷年格力美的海尔年销量份额	9
图 15 2000-2005 年厂商数量变动情况 (家)	9
图 16 零售均价逐步提升	9
图 17 格力电器均价提升	9
图 18 格力、美的毛利率持续提升	10
图 19 格力、美的净利率持续提升	10
图 20 2013-2015 年商品房销售面积累计同比 (%)	10
图 21 2011-2015 年夏季气温 (°C)	10
图 22 与空调相关的家电下乡政策	11
图 23 2013-2016 年空调零售量累计同比增速	11
图 24 2014-2016 年空调行业内销出货量累计同比	11
图 25 空调行业当月库存 (万台) 及同比增速	12
图 26 空调品牌零售均价 (元/台)	12
图 27 空调行业均价 (元/每台) 及增速	12
图 28 分季度空调行业零售量 (台) 及增速	13
图 29 分季度格力、美的、海尔零售量增速	13
图 30 各大空调厂商 2014-2016 年零售量增速	13
图 31 2014.09 空调市场零售量份额 (%)	14

图 32	2016.10 空调市场零售量份额 (%)	14
图 33	2014-2016 年格力与美的内销出货量累计同比	14
图 34	2013-2016 年格力与美的收入增速	14
图 35	原材料价格变动情况	15
图 36	分季度格力电器 2013-2016 年净利率 (%)	15
图 37	2018-2019 年空调零售量与零售额同比	16
图 38	2017-2019 年行业内销出货量累计同比	16
图 39	2018-2019 年原材料价格变动情况 (铜、铝为美元/吨, 螺纹钢为元/吨)	17
图 40	2018-2019 年空调厂商产品均价	17
图 41	2019 年上半年空调行业零售量与零售额同比	17
图 42	美的空调业务收入 (亿元) 及增速	19
图 43	美的空调业务毛利率	19
图 44	美的空调零售均价 (元/台)	19
图 45	格力空调零售均价 (元/台)	19
图 46	格力电器收入增速	20
图 47	格力电器毛销差	20
图 48	格力/美的/奥克斯内销出货量当月同比	20
图 49	格力/美的内销出货量累计同比	20
图 50	空调厂商 11 月销量及增速	21
图 51	空调厂商 11 月均价及增速	21
图 52	2019 年 11 月空调厂商线下零售量份额 (右轴) 及同比环比变动 (左轴)	21
图 53	空调行业内销量 (万台)	23
图 54	2019 年地产竣工与销售面积累计同比 (%)	23
表 1	2000-2005 年空调主要原材料变动幅度 (%)	8
表 2	格力电器主要原材料占比	15
表 3	2019 年上半年空调行业品牌零售量同比增速	18
表 4	空调行业品牌零售量份额变动	18
表 5	空调厂商双十一促销价格及降幅	22

1. 第一轮价格战：黎明前夕，格局初显

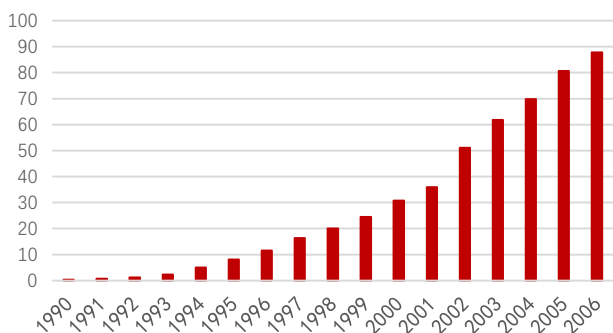
1.1. 行业进入壁垒较低，高利润吸引参与者加入

21 世纪初期，我国空调行业处于起步期，行业高增长红利吸引参与者不断加入，市场品牌较多且消费者尚未建立起强烈的品牌意识。

当时空调行业正处于普及期，从城镇与农村百户居民空调保有量来看，2000 年以前我国城镇家庭每百户空调保有量不足 25 台，渗透率低的背景下成长空间大，且 1990-2000 年间空调保有量提升迅速。

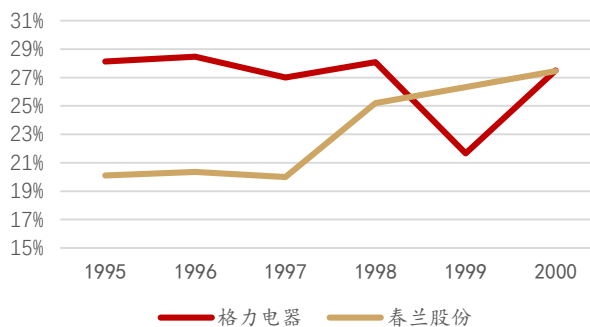
当时我国空调厂商尚未掌握空调核心技术，空调生产以组装为主，产品同质化较高，行业进入壁垒较低，但利润率较高。2000 年格力电器与春兰股份的销售毛利率为 27.5%。在行业高成长高利润的背景下，中小厂商对抢夺市场的诉求强烈，空调行业供过于求，生产能力高于市场需求，且产品同质化较高，由此发起了空调行业第一轮价格战。

图 1 1990-2006 年城镇家庭每百户空调保有量（台）



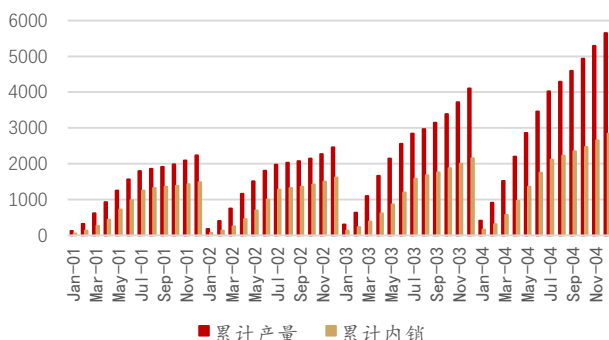
资料来源：国家统计局，华西证券

图 2 1995-2000 年行业内主要空调厂商的毛利率



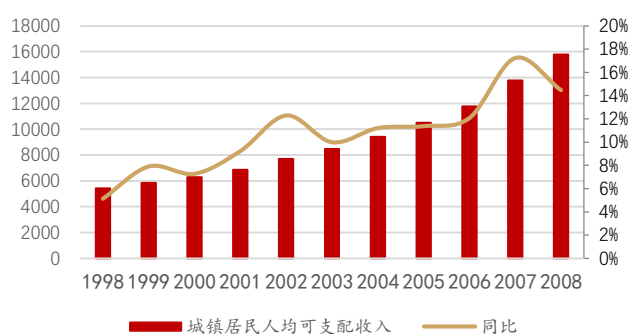
资料来源：wind，华西证券

图 3 2001-2004 年空调产销量对比(万台)



资料来源：国家统计局，华西证券

图 4 1993-2008 年人均可支配收入及变动情况(元)



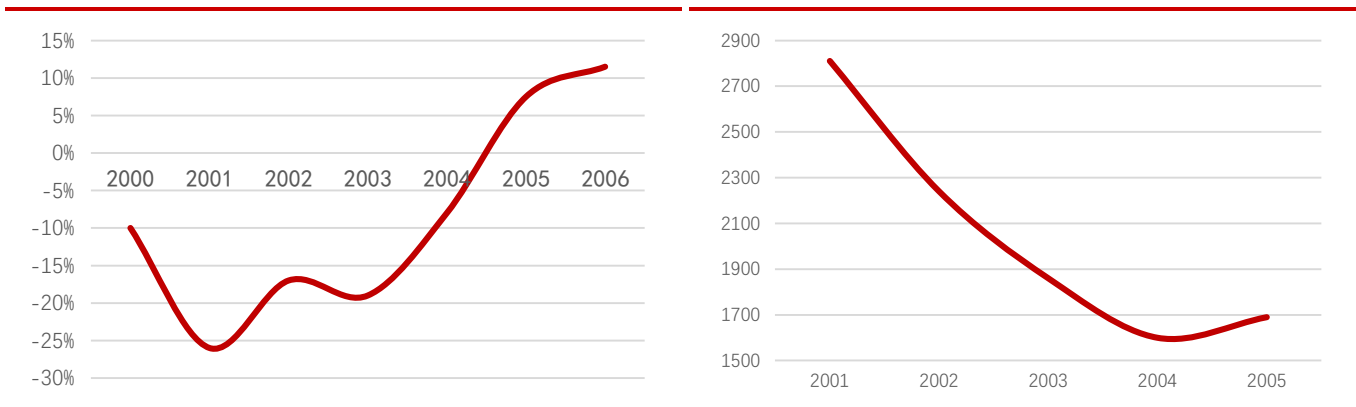
资料来源：国家统计局，华西证券

1.2. 行业出清程度高，市场由散聚集

中小厂商发起，一线品牌跟进后主导价格定位。行业第一轮价格战时间跨度广，在 2000-2006 年间不同阶段具有不同特征。2000-2002 年间中小企业空调价格全线降低，格兰仕、长虹、华高、奥克斯以不计成本的方式用利润换市场，降价的直接效果带来销量在短期内的快速提升。2003-2004 年，格力、美的、海尔、科龙等品牌开展特价机降价活动，一线品牌的联动加速行业洗牌。虽然第一轮价格战由中小厂商发起，但是一线品牌跟进后主导价格定位。

行业降价幅度高，成本探底。2002 年，奥克斯公布空调成本白皮书，列举其 1.5 匹冷暖型空调 1880 元零售价的几大组成部分：生产成本 1378 元，销售费用 370 元，商家利润 80 元，厂家利润 52 元。考虑同期部分空调厂商的售价，低于奥克斯公布的成本价。

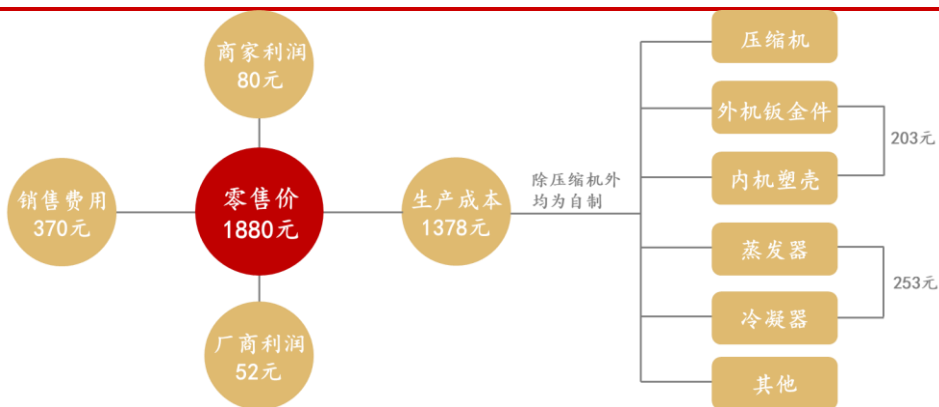
图 5 2000-2006 年空调均价变动（相较于上一年，%） 图 6 空调内销出货均价变动情况（元）



资料来源：《空调销售》，华西证券

资料来源：艾肯家电网，华西证券

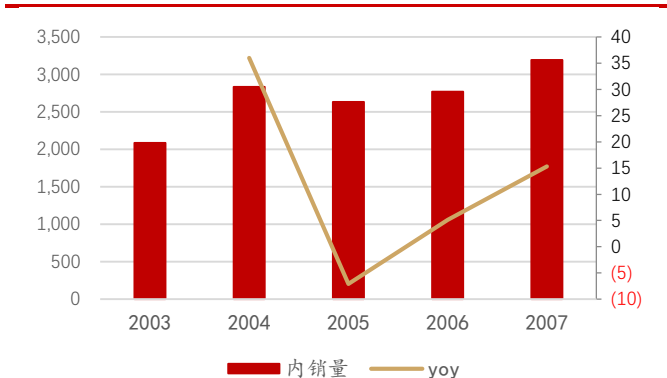
图 7 奥克斯 2002 年 1.5 匹冷暖型空调成本构成



资料来源：《空调行业成本白皮书》，华西证券

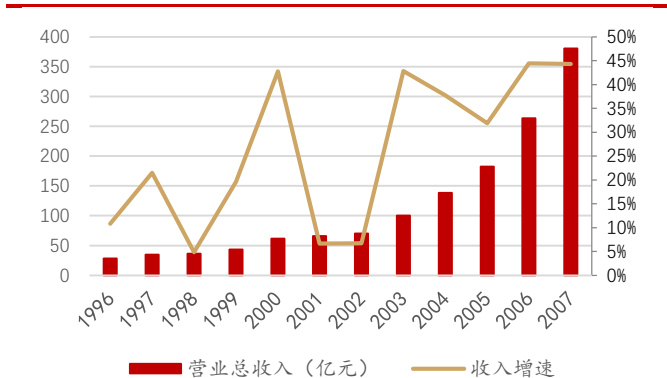
需求良性下促销政策让厂商享受高增长，格力实现超越行业平均增速的增长。当时空调处于成长期，因此促销政策刺激了需求端的释放，格力电器在 2003-2007 年均实现超 30% 的增长，考虑到价格的让利，量的增长较为客观。从行业内销出货量来看，除 2005 年行业内销增速出现小幅下滑外，2003-2007 年间实现较快增速。

图 8 2003-2007 年空调内销量及变动 (万台, %)



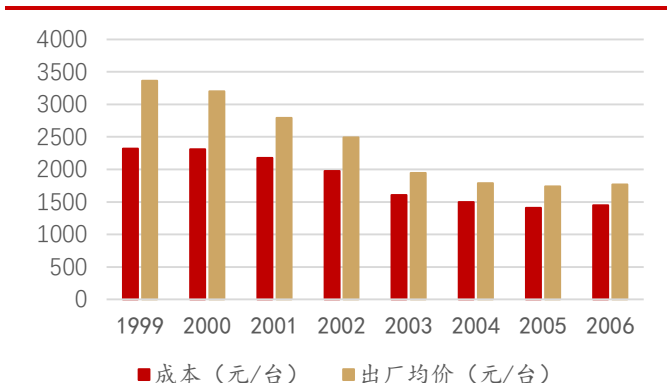
资料来源：产业在线，wind，华西证券

图 9 格力电器 1996-2007 年营业收入及增速



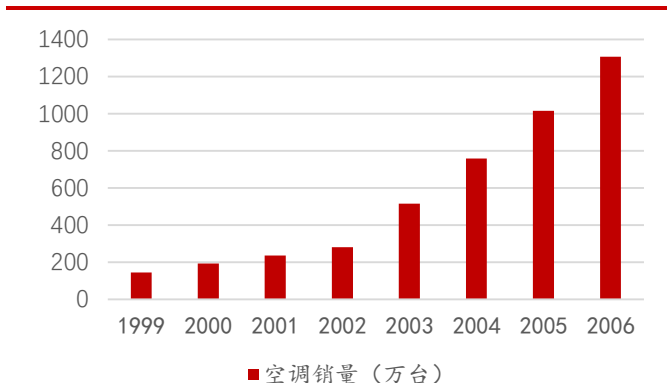
资料来源：wind，华西证券

图 10 1999-2006 年格力空调成本及出厂均价情况 (元)



资料来源：公司公告，华西证券

图 11 1999-2006 格力空调销量情况 (万台)



资料来源：公司公告，华西证券

成本端：原材料价格提升的外部环境进一步压低利润表现，加速市场淘汰。

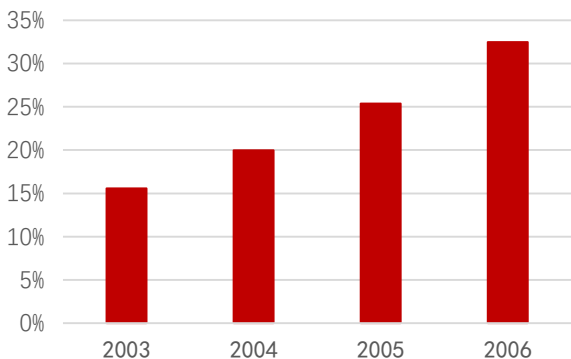
根据艾肯家电网统计的数据，在第一轮价格战期间，空调内销出货均价累计下滑幅度超过 40%。而从空调主要原材料价格变动情况来看，2003-2005 年间原材料价格增长幅度较大，终端降价+成本提高的背景下厂商利润压缩幅度较大，进而加速中小品牌市场淘汰。

表 1 2000-2005 年空调主要原材料变动幅度 (%)

	LME 铜	LME 铝	螺纹钢	冷轧板
2000 年	14.42%	12.68%	-	-
2001 年	-13.10%	-7.13%	-	-
2002 年	-1.31%	-6.23%	-	-
2003 年	13.37%	4.67%	-	12.15%
2004 年	56.06%	20.68%	6.67%	24.22%
2005 年	25.75%	10.23%	-5.83%	6.82%

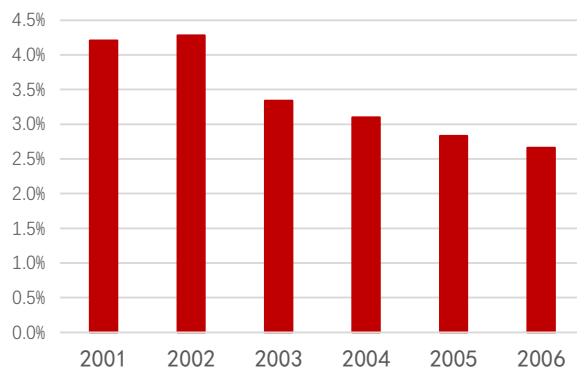
资料来源：wind，华西证券

图 12 格力电器 2003-2006 冷年国内市场占有率



资料来源：格力 2007 年增发公告，华西证券

图 13 格力电器净利率水平走低



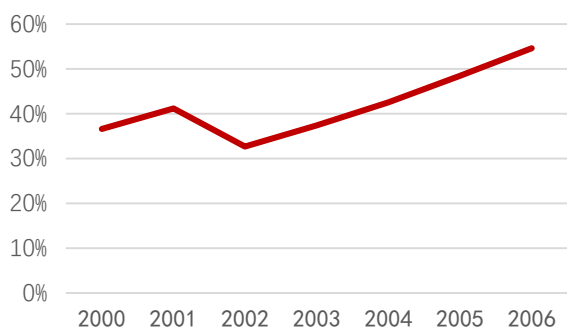
资料来源：wind，华西证券

行业集中度快速提升，市场格局初步形成。

根据格力电器 2007 年增发招股说明书的数据，格力在 2003 冷年的销量份额为 15.56%，2006 冷年提升至 32.47%，提升速度较快，行业市占率向头部三大厂商集中，格力美的海尔三大品牌年销量份额从 2000 冷年的 36.62% 提升至 2006 冷年的 54.66%。行业利润率不断走低的同时空调行业集中度提升，格力电器净利率被压至 3% 以下，整体市场出清程度较高。

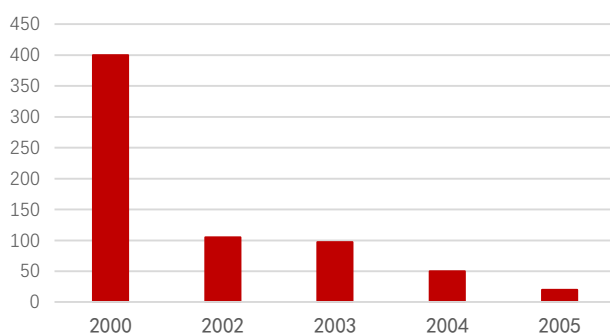
2000 年中国空调品牌大约在 400 家，而 2003 年下降到 140 家左右，年均淘汰率 30% 左右；2004 年，市场主要活跃品牌仅为 50 家左右，淘汰率达到了 60% 左右，空调行业逐步向寡头垄断市场转变。

图 14 2000-2006 冷年格力美的海尔年销量份额



资料来源：格力 2007 年增发公告，华西证券

图 15 2000-2005 年厂商数量变动情况 (家)

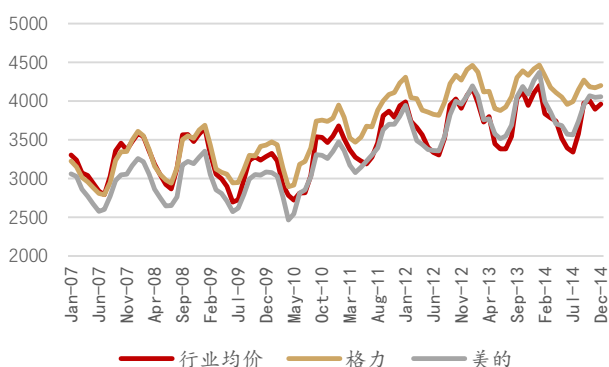


资料来源：GFK，华西证券

1.3. 价格战结束后龙头进入垄断红利期

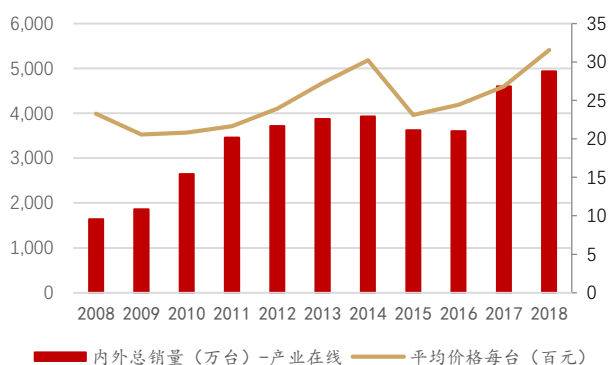
价格战结束后龙头掌握定价权，垄断红利开始释放。产品零售均价和内销出货价格自价格战结束后逐渐提升，龙头在优良的竞争格局下进行结构升级，获得超额收益。从格力与美的毛利率和净利率水平来看，格力毛利率自 2004 年以后逐渐提升，从 2004 年的 17% 提升至 2009 年的 25%，2011 年后提升速度再次加快，2014 年毛利率达到 37%，超过 2004 年以前的毛利率水平高点，由此可以看出优良格局带给公司的成长性与盈利能力的提升。美的毛利率稍低于格力，亦呈现逐步提升的趋势。从净利率水平来看，格力在 2006 年净利率处于最低点仅为 2.7%，后期提升速度较快，2014 年以后净利率一直保持在双位数。

图 16 零售均价逐步提升



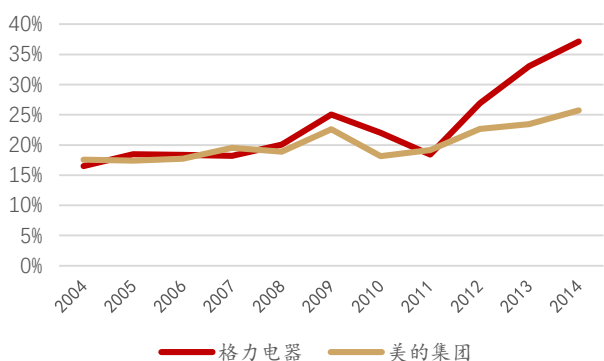
资料来源：中怡康，华西证券

图 17 格力电器均价提升



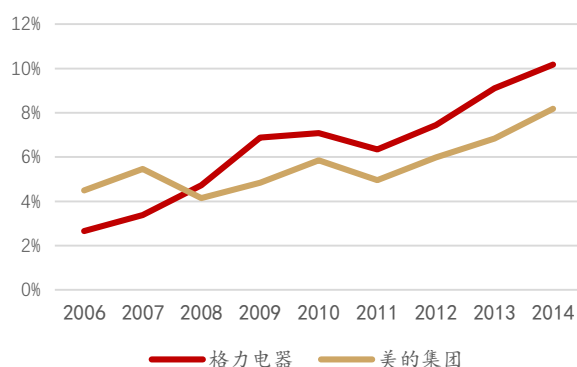
资料来源：wind，华西证券

图 18 格力、美的毛利率持续提升



资料来源: wind, 华西证券

图 19 格力、美的净利率持续提升



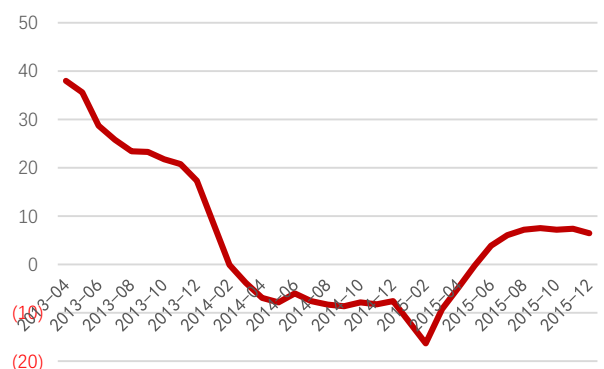
资料来源: wind, 华西证券

2. 第二轮价格战：积久库存，欲扬先抑

2.1. 库存高企与需求不利双重压制行业景气度

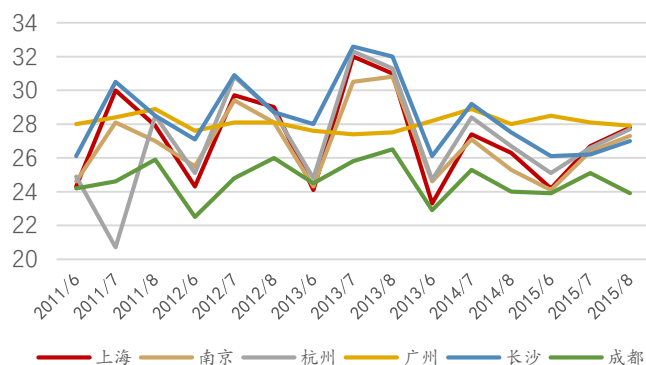
天气、地产、政策等多重不利因素导致终端需求不振，行业动销放缓。从中怡康终端零售数据中可以看出，自 2011 年起家电下乡、以旧换新等政策补贴退坡后，政策对家电需求的刺激作用不再，2011-2012 年间空调终端零售量无法持续增长。虽然 2013 年空调终端销售有所回暖，但是 2014-2015 年间出现凉夏天气，商品房销售面积同期负增长，地产多地限购限贷，对空调行业新增需求产生不利影响，2014-2016 年间空调终端需求持续走弱。

图 20 2013-2015 年商品房销售面积累计同比 (%)



资料来源: 国家统计局, 华西证券

图 21 2011-2015 年夏季气温 (°C)



资料来源: 国家气象局, 华西证券

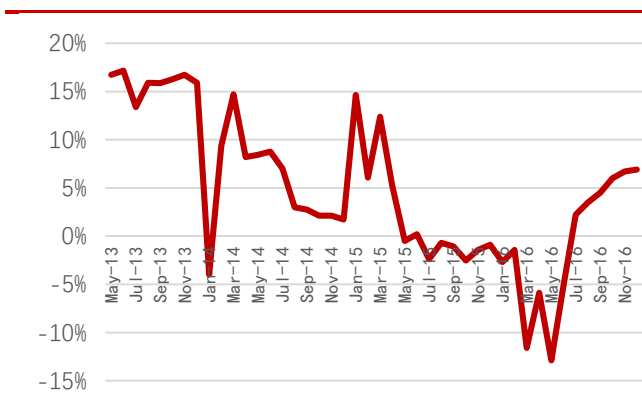
图 22 与空调相关的家电下乡政策



资料来源：新闻资料整理，华西证券

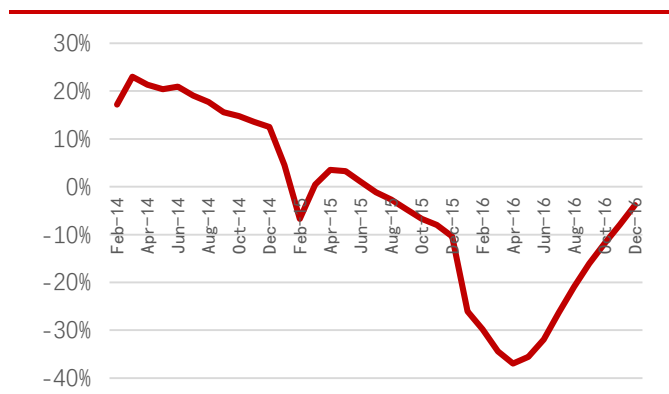
业绩强目标下导致渠道积累高库存，最终影响厂商内销出货增速。从产业在线的空调行业内销出货量数据中可以看出，虽然 2014-2015 年间空调终端销售疲软，但空调厂商出货口径依旧保持正增长，直至 2015 年下半年至 2016 年间厂商出货口径才出现较大幅度的下滑。内销出货量增速与零售量增速之间的背离主要原因在于空调厂商在强收入目标压力下向渠道持续压货。2012 年董明珠正式出任格力电器董事长，提出每年增长 200 亿元，5 年再造一个格力，营收达到 2000 亿元的目标。格力利用与经销商的利益绑定及各地销售公司，持续向渠道压货，美的采取跟随策略，由此导致了我国空调行业 2014 年渠道端积累了大量库存。

图 23 2013-2016 年空调零售量累计同比增速



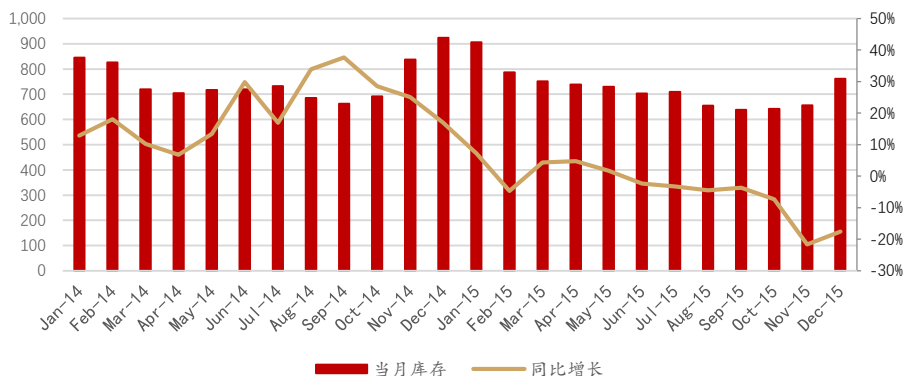
资料来源：中怡康，华西证券

图 24 2014-2016 年空调行业内销出货量累计同比



资料来源：产业在线，华西证券

图 25 空调行业当月库存（万台）及同比增速



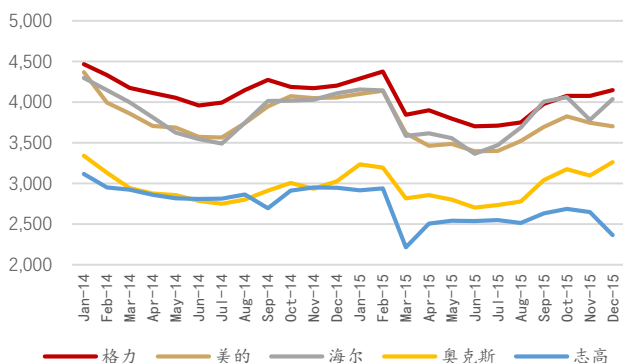
资料来源：产业在线，华西证券

2.2. 格力主导价格促销下增速更为显著，集中度提升

格力主导价格战为消化库存，全行业采取跟进促销策略。在终端需求疲软与压货模式下，空调行业库存高企。格力利用与经销商的利益绑定及对各地销售公司的控制权，渠道库存压力较大，且经销商亦希望资金回笼。因此在 2014 年国庆前夕，格力开展线下大促引发行业价格战，美的、海尔、奥克斯、至高等品牌跟进促销策略。

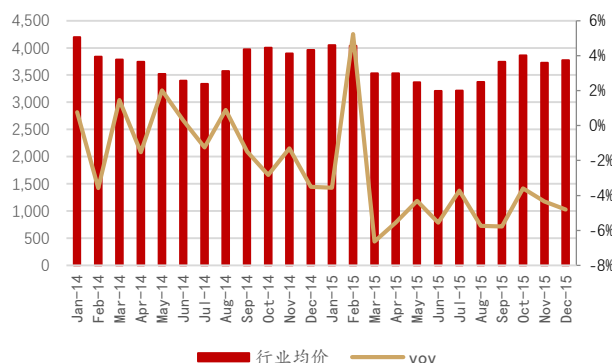
行业降价幅度小，促销对需求提振作用较弱。虽然格力在营销层面提出“斥资百亿回馈消费者”，中小厂商的降价宣传力度较足，但是从行业均价降幅来看，2014 年行业均价降幅在 5% 以内，2015 年行业均价降幅亦不超过 7%。从主要厂商格力、美的、海尔等产品零售均价来看，降价幅度在 10% 以内。在行业需求疲软的背景下，促销对需求的提振作用较弱，根据中怡康数据，2014 年空调行业零售量同比增长 2%，其中 2014Q4 零售量同比增速为 -3.5%，相较 2014Q3 零售量同比增速 -8.3% 降幅收窄。

图 26 空调品牌零售均价（元/台）



资料来源：中怡康，华西证券

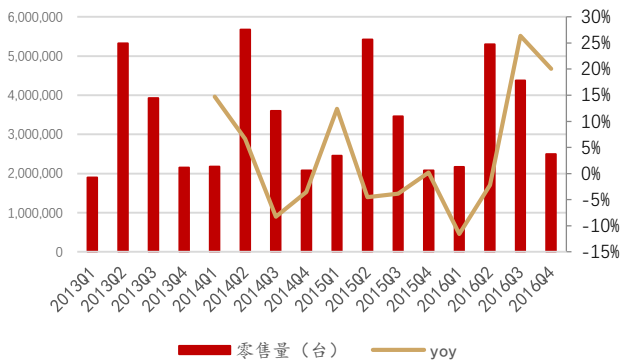
图 27 空调行业均价（元/每台）及增速



资料来源：中怡康，华西证券

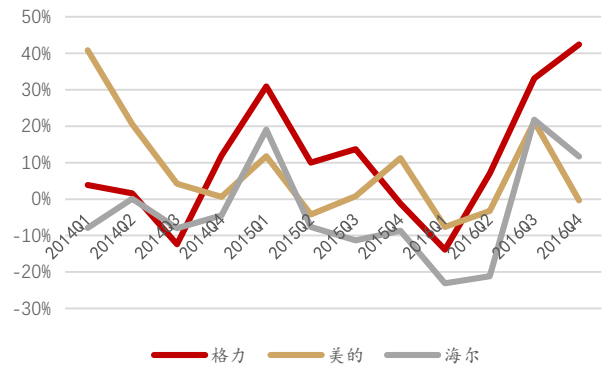
促销环境下格力终端增速更为显著。虽然在行业整体需求疲软的状态下，促销力量有限，但是从促销带给厂商的零售量增速效果来看，格力的促销政策带给自身的增速效果较为显著。2014Q4 格力零售量增速为 11.9%，扭转了 2014Q3 零售量-12.4% 的负增长，且增速远超美的、海尔、奥克斯。由此可以看出，格力掌握此轮价格战的主导权，降价幅度虽小但成效显著。2015Q1-Q3 期间，格力依旧保持零售量双位数增长。2014-2016 年间格力零售量增速不断提升，而中小品牌面临零售量增速的不断下滑。

图 28 分季度空调行业零售量（台）及增速



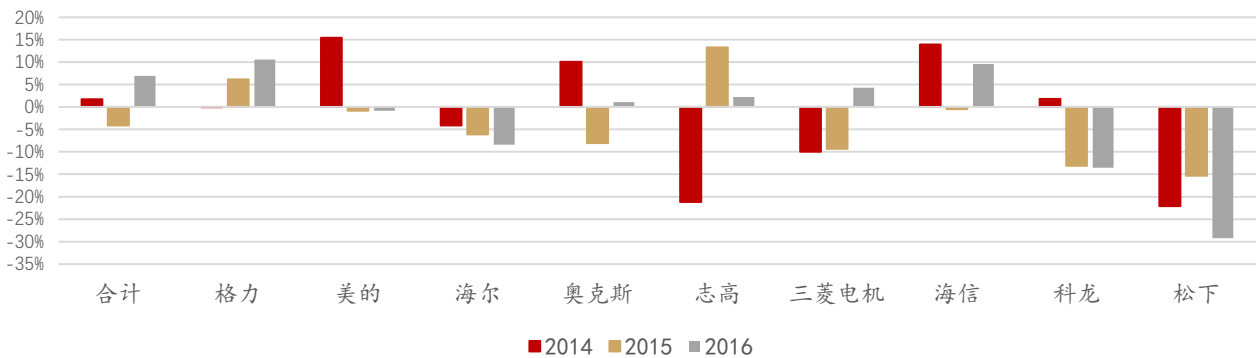
资料来源：中怡康，华西证券

图 29 分季度格力、美的、海尔零售量增速



资料来源：中怡康，华西证券

图 30 各大空调厂商 2014-2016 年零售量增速

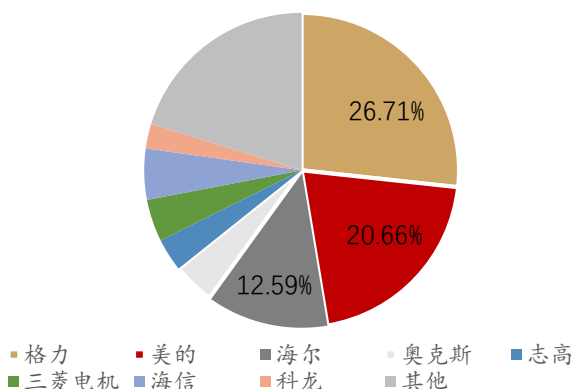


资料来源：中怡康，华西证券

格力享受最大程度份额提升，行业更趋集中。

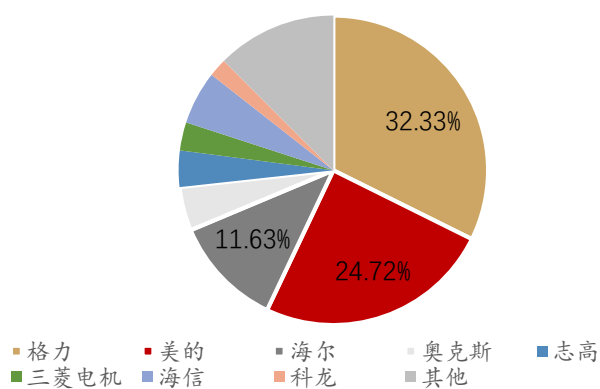
第二轮价格战虽然直接目的是消化库存，但是龙头亦在增强动销消化库存的过程中实现了份额的又一次提升，格力的市占率在内销量及零售量口径均有不同幅度的提升。双寡头格局下龙头的产业控制力强，中小企业份额被挤出。

图 31 2014.09 空调市场零售量份额 (%)



资料来源：中怡康，华西证券

图 32 2016.10 空调市场零售量份额 (%)

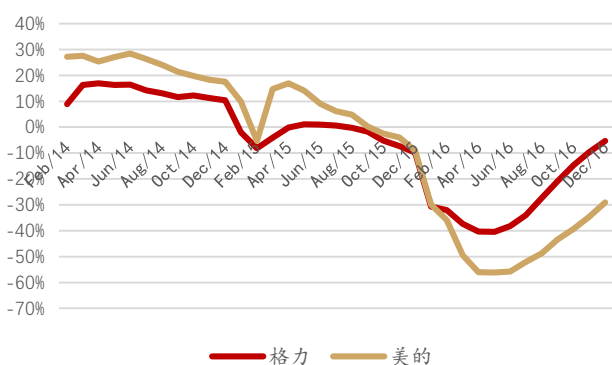


资料来源：中怡康，华西证券

2.3. 出货减少下收入增速放缓，盈利能力稳定

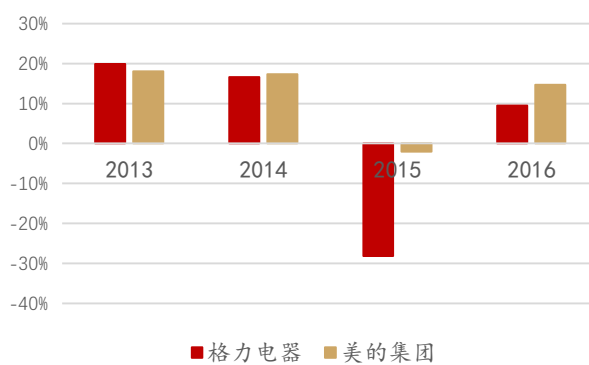
2015-2016 年间加速渠道去库存，工厂出货端承压。价格促销对终端需求的刺激有限，渠道库存缓慢去化的同时厂商减少内销出货量，从格力与美的内销出货量增速中可以看出，因渠道库存高企，格力出货量下滑幅度超过美的。2014 年间格力、美的出货量保持双位数正增长，而 2014 年零售量增长仅 2%，从侧面可以看出渠道积累了较高的库存。为加速渠道去库存，工厂减少出货量，因此 2015 年格力内销量下滑 10%，美的内销量下滑 9%，收入分别下滑 28%与 2%；2016 年内销量下滑幅度更大，2016 年上半年格力内销量下滑 38%，美的内销量下滑 56%，渠道库存去化达到一定程度后，内销量降幅收窄，2016 年全年格力内销量下滑 5%，美的内销量下滑 29%。2017 年在地产、天气及补库存等多方需求下，行业景气度提升实现高增长。

图 33 2014-2016 年格力与美的内销出货量累计同比



资料来源：产业在线，华西证券

图 34 2013-2016 年格力与美的收入增速

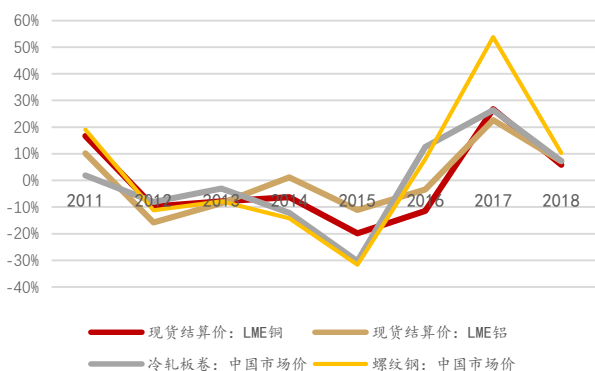


资料来源：wind，华西证券

成本红利环境给予降价空间，降价幅度较低稳固盈利能力。

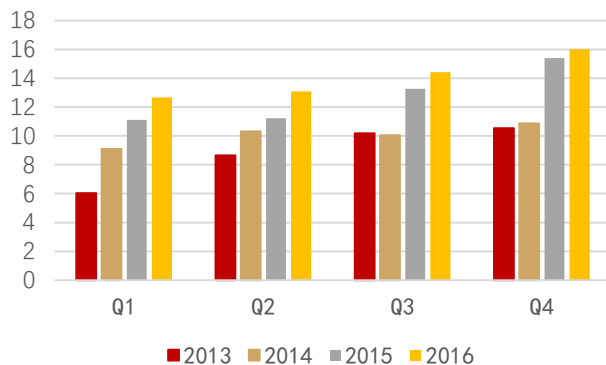
行业第一轮价格战期间因价格降幅较高且原材料成本上行导致利润空间收窄，厂商盈利能力受到较大影响，但第二轮价格战期间原材料价格在 2014-2016 年间出现不同幅度的下降，尤以 2014 年降幅最为显著。原材料成本红利下给予空调厂商让利消费者的价格空间，同时终端降价幅度较小利于厂商稳固盈利水平。美的集团和格力电器 2013-2016 年间净利率依旧呈现不断上行的趋势，且格力电器提升幅度更大。

图 35 原材料价格变动情况



资料来源: wind, 华西证券

图 36 分季度格力电器 2013-2016 年净利率 (%)



资料来源: wind, 华西证券

表 2 格力电器主要原材料占比

耗费材料	原材料消耗部件	占空调整机成本
钢材	钣金、压缩机、电机和空调外壳	40%
铜材	蒸发器、冷凝器、配管、阀件	20%
铝材	冷凝器、蒸发器	4%
ABS 注塑件	面板、底壳	5%

资料来源: 格力电器 2007 年增发招股意向书, 华西证券

此轮价格战由于渠道库存高企而发起，因库存消化且外部环境改善而结束。龙头志不在重塑格局，因此去库存结束即收尾，价格战持续时间相较第一轮较短，整体行业集中度虽有提升但竞争格局影响较小。2017 年地产景气度改善、夏季炎热驱动空调需求，加之行业进入新的补库存阶段，因此第二轮价格战结束后行业步入高景气期，龙头享受高成长与利润提升。

3. 推演 2020 年的价格战竞争态势

3.1. 行业进入存量竞争阶段，成本环境改善

行业进入存量竞争阶段，保增长诉求下唯有集中份额。自 2017 年空调行业高景气度过去，2018-2019 年空调行业需求端缺乏显著的增量空间，行业进入存量竞争阶段。在行业弱需求背景下，龙头为实现收入增长的目标需要提升市场份额，因此经营策略为保收入增长与抢夺市场份额，竞争策略为价格武器。

图 37 2018-2019 年空调零售量与零售额同比



资料来源：中怡康，华西证券

图 38 2017-2019 年行业内销出货量累计同比

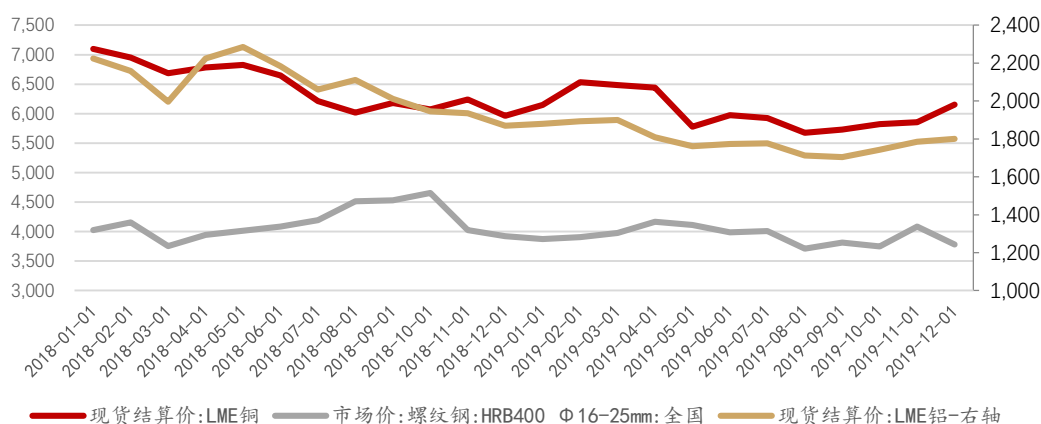


资料来源：产业在线，华西证券

从行业零售量与内销出货量数据来看，空调行业自 2018 年以来增速放缓，行业增量空间尚未打开，“一户多机”与中央空调的渗透率是长期提升过程。在当前成熟市场环境下产品更新换代将是未来需求驱动因素，但换新需求未得到集中释放，因此需求端缺乏显著回暖复苏表现，而龙头为保持自身成长性唯有抢夺中小厂商份额。2019 年上半年虽然行业整体零售增速走弱，但是品牌间的内销增速有所差异。美的的内销出货量在 2019 年上半年显著高于格力，与其渠道变革和上半年的促销政策有关。

原材料成本下行给予龙头促销让利空间。上游大宗商品经历 2017 年去产能导致的价格上涨后，2018-2019 年原材料成本下降给厂商带来成本红利，并且 2019 年上半年原材料成本降幅较大。因空调具有季节性生产销售的特点，因此在柔性生产层面弱于冰洗，在原材料价格宽松的背景下，率先享受成本红利的厂商并不多。美的在 2018 年下半年主动收缩库存，较大程度受益 2019 年上半年的成本红利。

图 39 2018-2019 年原材料价格变动情况（铜、铝为美元/吨，螺纹钢为元/吨）

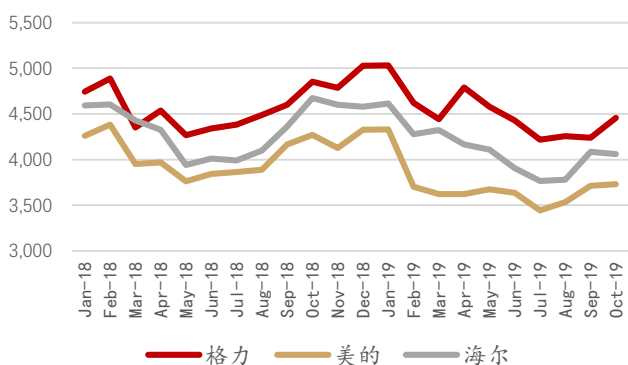


资料来源：wind，华西证券

3.2. 2019 年行业促销节奏不一，龙头策略亦有侧重点

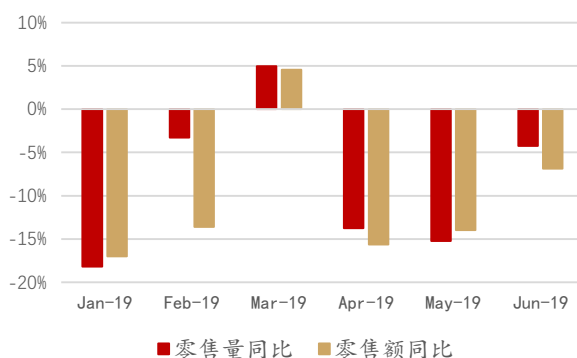
美的率先进行促销策略试水，格力未跟进的背景下效果显著。在行业需求疲软的背景下，龙头厂商具有保增长的诉求，美的在 2018 年下半年逐渐减轻渠道库存，同时 2019 年 3 月以来推出性价比突出的变频空调，定价在 2000-3000 元左右，局部产品的促销策略导致美的产品均价率先出现下滑，2019 年 3 月美的均价为 3622 元/台，同比下降 8%。而与此同时在格力未跟进的背景下，促销对美的终端销量的提升效果显著，且带给美的市占率的提升。根据中怡康数据，2019 年 3 月美的空调零售量为 62.83 万台，同比增长 24%，超过同期格力空调零售量，3 月格力和美的零售量份额分别为 31.8%和 34.7%，美的零售量份额相较 2018 年 3 月提升 6.7pct。

图 40 2018-2019 年空调厂商产品均价



资料来源：中怡康，华西证券

图 41 2019 年上半年空调行业零售量与零售额同比



资料来源：中怡康，华西证券

促销对需求具有提振效果，美的初步挤占奥克斯份额。第二轮价格战的促销并未对终端需求产生良好的刺激作用，渠道库存缓慢消化。但此轮龙头促销策略下对终端需求具有一定程度的影响，在 2019 年月度增速为负的市场环境下，2019 年 3 月行业零售量增速为 4.95%，零售额增速为 4.56%。同时美的促销较大部分挤占了以奥克斯为代表的中小企业份额。由此可以看出，奥克斯虽借助线上渠道的高效和低价优势，实现了自 2016 年以来的高速增长，但低价优势与线上渠道优势并不具备进入壁垒。

表 3 2019 年上半年空调行业品牌零售量同比增速

	格力	美的	海尔	奥克斯	志高	海信	科龙
Jan-19	-24%	-18%	-19%	-7%	-35%	-15%	-12%
Feb-19	-36%	-13%	-8%	-27%	-28%	11%	-15%
Mar-19	-15%	24%	15%	-15%	-52%	-19%	-32%
Apr-19	-19%	-4%	-16%	-33%	-72%	-9%	-29%
May-19	-28%	-7%	-5%	-24%	-81%	7%	-28%
Jun-19	-15%	9%	1%	1%	-79%	3%	-16%
Jul-19	-33%	-16%	-23%	-36%	-84%	-19%	-24%
Aug-19	-14%	8%	-5%	-21%	-81%	-15%	-16%
Sep-19	-7%	-5%	-8%	-40%	-84%	-18%	-28%

资料来源：中怡康，华西证券

表 4 空调行业品牌零售量份额变动

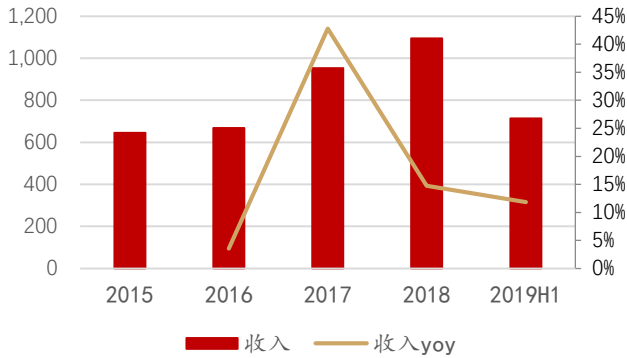
	2018				2019			
	格力	美的	海尔	奥克斯	格力	美的	海尔	奥克斯
1 月	33.1%	25.3%	11.2%	4.9%	30.4%	25.4%	11.0%	5.5%
2 月	31.9%	25.7%	10.6%	5.3%	23.4%	25.8%	11.3%	4.5%
3 月	37.2%	28.0%	10.1%	3.6%	31.8%	34.7%	11.7%	3.0%
4 月	41.1%	20.8%	10.2%	4.0%	38.1%	22.9%	9.8%	3.1%
5 月	30.1%	25.0%	9.5%	5.1%	25.8%	27.7%	10.7%	4.6%
6 月	29.3%	24.0%	10.3%	4.9%	26.0%	27.5%	10.9%	5.2%
7 月	27.2%	23.3%	12.5%	4.9%	24.1%	26.1%	12.8%	4.2%
8 月	26.2%	23.3%	13.5%	4.9%	24.4%	27.2%	13.8%	4.2%
9 月	37.6%	21.9%	10.1%	4.2%	40.7%	24.2%	10.7%	2.9%

资料来源：中怡康，华西证券

美的 3 月份以来实行的局部产品促销策略，使其 2019 年上半年空调业务实现 12% 的收入增速，远超行业平均增速。同时美的空调业务的毛利率并未因促销而下滑，2019H1 美的空调业务毛利率 32.08%，同比提升 1.83pct。美的毛利率的持续提升一

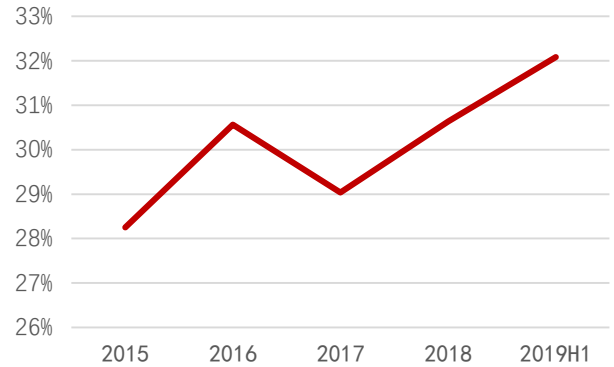
方面源于原材料价格下降带来的成本红利，另一方面美的用特价机实现引流，同步实行推新卖贵的策略，提高高价产品转化率和产品结构。

图 42 美的空调业务收入（亿元）及增速



资料来源：wind，华西证券

图 43 美的空调业务毛利率

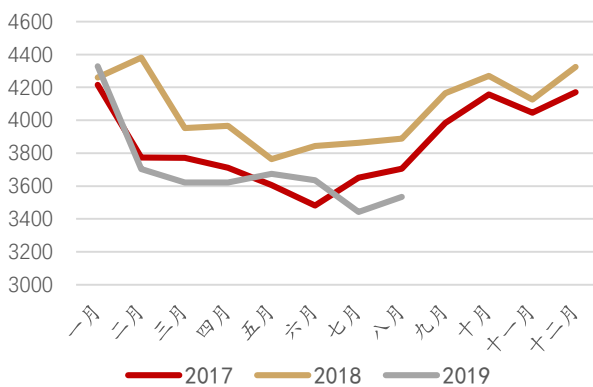


资料来源：wind，华西证券

格力电器前三季度采取“防守策略”因而收入增速放缓，一定程度上验证了行业需求端的疲弱。

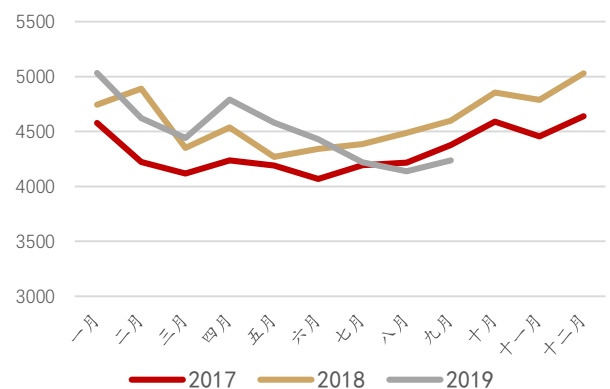
虽然美的在 3 月份率先试水促销活动，但格力的竞争策略并未因此得到改变。格力未在 3 月份采取价格促销活动源于生产与销售模式的不同，格力延续提前生产压货模式，因此渠道积累了高价库存，而美的经过前期的信息化建设及生产、物流等多方面的改革，实现“T+3”生产模式的转型，充分享受上半年原材料成本红利，具有降价支撑。格力在未积极参与降价的背景下，2019 年 Q1-Q3 收入增速分别为 2.45%/10.30%/0.50%。格力 3-6 月产品零售均价虽同比提升，但环比有所下滑，因此 Q2 增速为 2019 年三季度中最高。

图 44 美的空调零售均价（元/台）



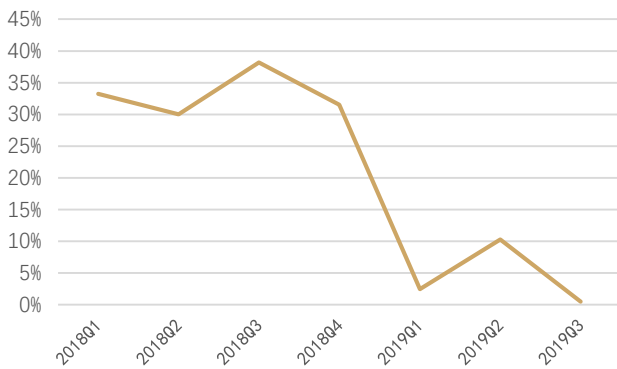
资料来源：中怡康，华西证券

图 45 格力空调零售均价（元/台）



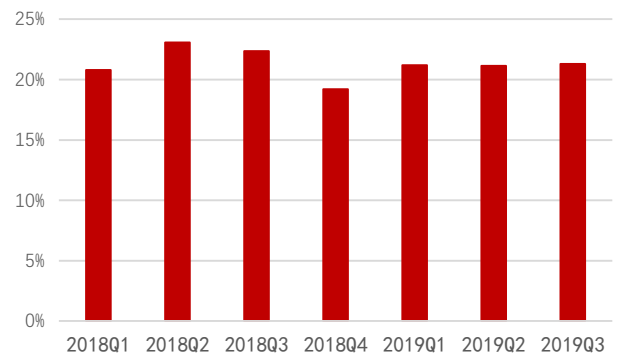
资料来源：中怡康，华西证券

图 46 格力电器收入增速



资料来源: wind, 华西证券

图 47 格力电器毛销差

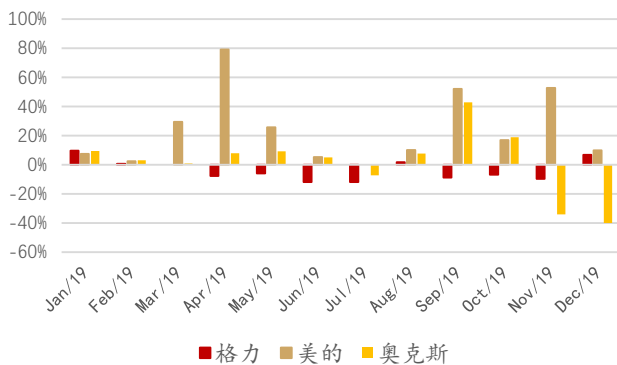


资料来源: wind, 华西证券

龙头厂商或需平衡线下利益，导致线上发力进度不及小厂商。

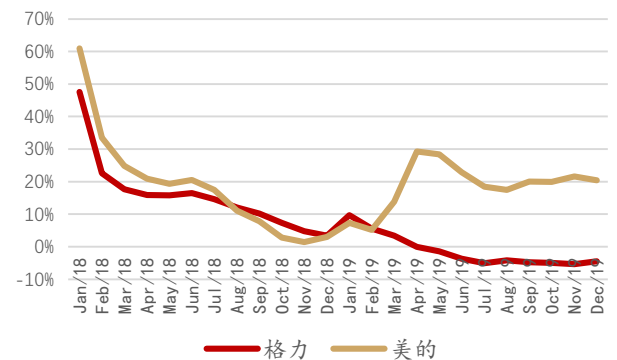
线上渠道对品牌厂商呈现开放态势，而格力与美的对线上渠道的发力进度和拥抱程度落后于奥克斯，奥克斯缺乏庞大复杂的渠道体系，因此与线上渠道的合作起步早进展快，享受新渠道带来的高增长。而格力、美的因完善合理的线下层级利益需要平衡，出于对线下利益的保护，格力和美的对线上渠道的发力进度不及奥克斯。但美的后来居上进行渠道变革，信息化建设与物流改革助力“T+3”转型。

图 48 格力/美的/奥克斯内销出货量当月同比



资料来源: 产业在线, 华西证券

图 49 格力/美的内销出货量累计同比



资料来源: 产业在线, 华西证券

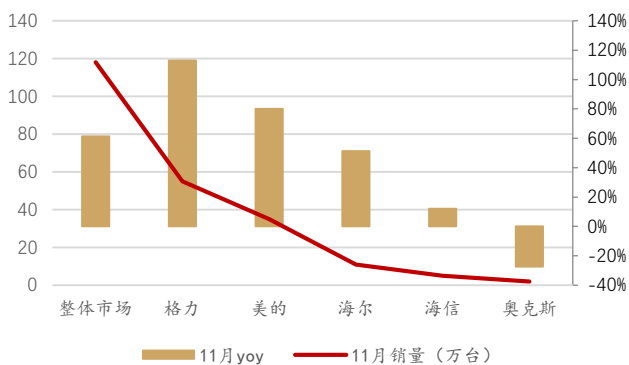
11 月格力主导发起价格战，全行业采取跟进策略呈现激烈态势。2019 年上半年在美的促销策略下，格力并未表现出跟进策略，整体市场仍表现为局部竞争态势，价格促销并未波及全行业。11 月格力竞争策略由“防守”转向“进攻”，主导发起价格战，引发全行业跟进策略，价格竞争呈现激烈态势，11 月空调厂商的产品均价呈现不同幅度的下滑。

此次格力主导的价格战聚焦三级能效引流单品，价格让利幅度较大，对行业内其它公司的促销效果产生影响。双十一期间，格力的线上促销引流效果较好。但是双十一后格力价格促销政策的延续导致消费者对产品的关注度聚焦于价格层面，厂商通过特价机引流效果下的“推新卖贵”策略在一定程度下失效。特价机销售占比的提升导

致行业产品均价下滑，11月空调市场均价为3127元，同比下降25.7%，其中格力产品均价3039元（-36.5%），美的产品均价2993元（-27.5%），海尔、海信、奥克斯的均价降幅分别为-22.0%、-12.6%、-15.2%。

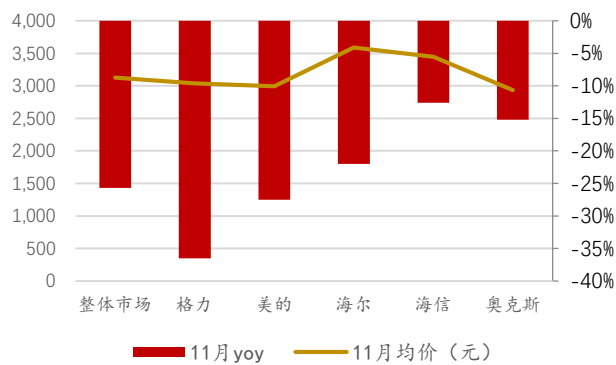
促销在短期内刺激需求释放，奥克斯等中小厂商承压明显。根据中怡康数据，促销活动下11月整体市场销量大幅提升，2019年11月市场空调销量118万台，同比增长61.3%，相较10月份-5.6%的增速环比提升66.9pct。龙头主导的促销政策下驱动份额集中，中小厂商承压明显。其中格力增速表现亮眼，11月销量55万台，同比提升113%，美的实现销量35万台，同比增长80%，而奥克斯销量2万台，同比下降27.4%。从零售份额来看，11月格力份额46.8%，同比+10.8pct，环比+15.2pct；11月美的份额29.8%，同比+2.7pct，环比-1.6pct。而海尔、海信、奥克斯的份额分别为9.1%、3.9%和1.7%，同比下滑0.1pct、1.4pct、2.5pct，环比下滑3.9pct、2.1pct、1.5pct，从中可以看出行业价格战对奥克斯影响较大，奥克斯长期低价策略下此次促销降价幅度不足格力与美的，终端价差缩小的情况下奥克斯销量与份额下滑明显。

图 50 空调厂商 11 月销量及增速



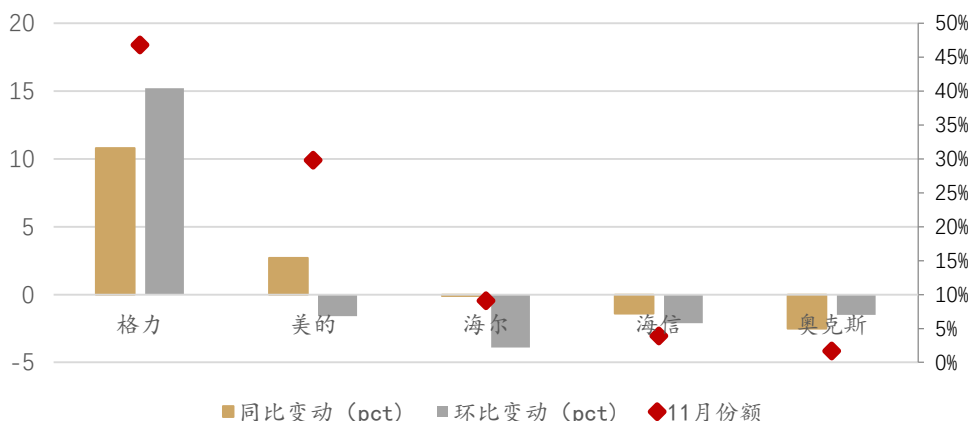
资料来源：中怡康，华西证券

图 51 空调厂商 11 月均价及增速



资料来源：中怡康，华西证券

图 52 2019 年 11 月空调厂商线下零售量份额（右轴）及同比环比变动（左轴）



资料来源：中怡康，华西证券

从3月和11月的终端零售销量数据中可以看出，2019年美的和格力在不同阶段采取的促销政策因时点和降价幅度的不同对终端需求有不同程度的提振效果，对比第二轮价格战期间的终端销售情况，此次价格战的需求可刺激程度较高，我们认为主要原因在于天气、地产、库存等需求影响因素处于较为良性的状态，因此价格策略对需求影响关联度较高。而第二轮价格战下需求疲软，因此促销虽消化库存，但对终端需求提振的效果有限。

此次价格战降价幅度远超上一轮，格力促销态度坚定。从双十一格力电器的让利公告来看，格力推出的“俊越”、“T爽”系列机型产品价格降幅在30%-40%之间，约6-7折。特价机虽聚焦在几款机型，但促销价已贴近成本价，此次价格战的主导权依然在格力手中，格力促销态度坚定力度大，促销时间窗口不断延长。目前的促销价格绝对值，中小厂商跟进压力较大，与格力的价差不断缩小，因此原先的低价优势效果被削弱，格力促销策略下对份额的集中效果较好。

表5 空调厂商双十一促销价格及降幅

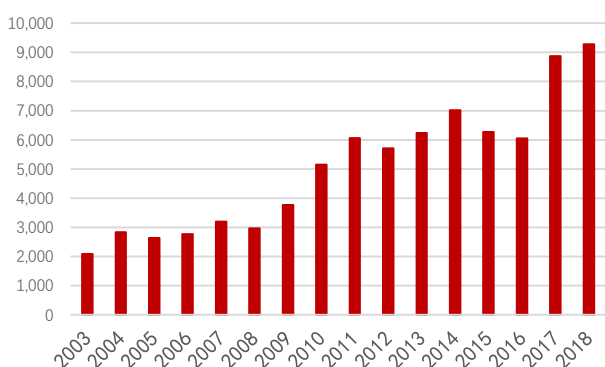
品牌	系列	定频/变频	制冷量	能效	日常价	促销价	降幅
格力	俊越	定频	1匹	3级	2179	1399	35.80%
			大1匹	3级	2542	1499	41.03%
			1.5匹	3级	2419	1599	33.90%
		变频	1匹	3级	2266	1599	29.44%
			大1匹	3级	2506	1699	32.20%
			1.5匹	3级	2654	1799	32.22%
	T爽	定频	2匹	3级	4477	2899	35.25%
			3匹	3级	5694	3899	31.52%
		变频	3匹	3级	6542	4999	23.59%
美的	省电星	定频	1匹	3级	1799	1299	27.79%
			大1匹	3级	1999	1399	30.02%
			1.5匹	3级	1999	1499	25.01%
	冷静星	定频	1匹	1级	2499	2099	16.01%
			1.5匹	1级	2799	2399	14.29%
		变频	2匹	3级	3599	2699	25.01%
奥克斯	舒适侠	定频	大1匹	3级	1699	1199	29.43%
			1.5匹	3级	1899	1399	26.33%
		变频	1.5匹	3级	2099	1599	23.82%

资料来源：淘宝，华西证券

3.3. 对价格战的后续预判

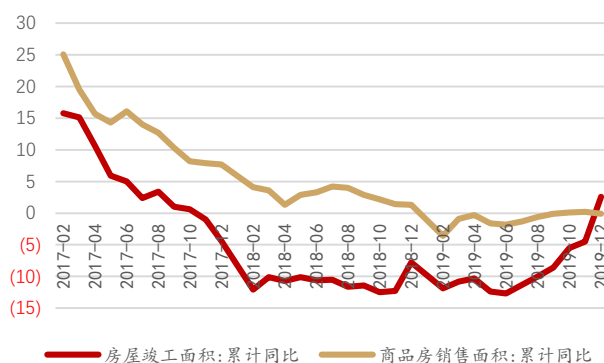
行业需求复苏尚不显著是常态，并不影响龙头实现高于行业增速的增长。自2018年以来空调行业缺乏显著的增量空间，因此市场较为担忧行业的成长性。我们认为随着空调行业步入成熟期，行业空间有限是常态。我国空调行业已经从增量市场转变为存量市场，换新需求是行业空间的主要来源。从我国空调行业内销量数据来看，2003-2008年行业内销出货量中枢在2000-3000万台，2010-2016年行业内销出货量中枢在6000-7000万台，而2017-2018年行业内销出货量中枢在8000-9000万台，除却个别年份的库存影响，行业内销出货量的提升一定程度上反映了我国内需市场空调保有量基数提升下的存量更新需求。此外，中短期内地产竣工交付带来的新增需求会是景气度提升的因素，天气会是影响旺季空调需求的因素。

图 53 空调行业内销量（万台）



资料来源：产业在线，华西证券

图 54 2019 年地产竣工与销售面积累计同比（%）



资料来源：国家统计局，华西证券

此轮价格战行业需求端或优于第二轮价格战，天气因素或影响价格战延续时间。从行业生命周期来看，此轮价格战与第二轮同处于行业较为成熟的阶段，但是第二轮价格战受天气、地产影响导致终端需求疲软，同时渠道库存较高导致公司出货端增长缓慢。而此轮价格战下美的已率先改变渠道压货模式，并在2018年下半年收缩库存水平，目前库存水平较低；格力虽延续原有的渠道模式，但库存水位处于合理水平。从天气因素来看，虽然2020年夏季气温依然具有不确定性，2014-2015年的凉夏气候对空调行业终端需求影响较大，总体来看此轮价格战行业需求端或优于第二轮价格战。

价格战有望延续至2020年，持续时间视天气与龙头市场整合效率等因素决定。由于此轮价格战目的在于保增长提份额，因此天气因素和市场整合情况或影响价格战延续时间。在乐观预计下，若格力美的对市场的整合情况较好，且夏季天气利好空调行业需求，则龙头有可能在销售旺季来临前改变促销方式，提升对利润的诉求；在悲观预计下，若2020年夏季天气对终端需求有所承压，则龙头在保增长的目标下或加大促销力度保障收入增长，价格战延续时间或贯穿2020年全年。第二轮价格战龙头不以集中份额为目标，耗时约1年半实现库存的合理消化，此轮价格战下份额的提升所需耗时或不会在短期内结束，且2020年促销节奏亦可能有不同的表现。

降价幅度虽高但产品聚焦，对龙头盈利影响较小，利润端具有韧性。此次格力主导的价格战聚焦单品促销，将特价机价格降低至成本边缘，因此中小厂商的跟进策略下承压较大，面临亏损边缘。美的采取错位竞争策略，格力主打三级能效产品促销，美的转变为一级能效产品促销，减少资源消耗程度。我们认为，产品促销聚焦单品策略不会改变，格力美的不会扩大特价机的产品范围，有利于控制渠道及自身利润。同

时差价政策的改变、原材料成本红利等因素均会使龙头利润端具有韧性，看好龙头的经营控制力和盈利能力的表现。

份额向头部集中的确定性较强。近几年线上渠道的高增长背后反应了低线城市购买力的提升，低线消费者对价格敏感度较高，借助新渠道的下沉效率及高性价比产品，奥克斯等品牌享受了渠道红利。格力因产品定位较高且线上渠道布局不足而在终端表现有所弱势，因此格力正在逐步加强对新渠道的布局建设。在渠道改革之前，格力先用低价策略重塑格局，目前进展较为顺利。

格力在 2019 年 11 月的促销活动直接效果是拉动了 2019 年 11 月的行业销量，市场担忧其促销前置会提前透支 2020 年 3 月开盘后的需求。我们认为无论促销前置是否透支 2020 年的需求，龙头均会在开盘后延续价格战策略，主因厂商对 2020 年的市场增量并不持乐观态度。但我们认为 11 月促销带来的终端销量大幅提升一定程度反应了终端需求的可刺激性，需求端未有不利因素已是优势，龙头凭借强市场整合力带来份额的提升确定性较高。

新能效标准的落地助力产品结构升级与产品均价的提升。1 月 6 日国家标准化管理委员会 2019 年 12 月 31 日批准的空调新能效标准 GB 21455-2019 正式公布，标准实施日期为 2020 年 7 月 1 日。空调新能效标准统一了定频空调和变频空调的评价方法，只按照季节能效（APF）定级。现有的低能效、高耗电的定频空调和变频 3 级能效产品将面临淘汰。新能效标准在行业价格战的背景下出台，一方面局部低能效产品的降价促销导致 2019 年 11 月间空调销量增速显著，但是特价机占比较高，推新卖贵政策效果削弱，且市场猜测或对 2020 年行业需求产生透支影响。我们认为能效新标出台后，或对龙头企业采取的特价引流+推新卖贵政策产生正向引导，且有利于龙头企业后续的市场整合。

长期来看，空调系统的能效提升关键在于压缩机、换热器、风机风道和精准匹配技术，在这个层面格力、美的、海尔等企业具有先发优势，能效升级技术储备走在行业前列更具优势，对中小厂商的考验加深。此轮价格战结束后，龙头进行产品结构升级的方向更为清晰，消费者挑选空调产品更具标准，看好龙头市场整合后利润率的新一轮提升期。

4. 盈利预测与估值

我们维持原先盈利预测不变，预计公司 2019-2021 年实现营业收入 2102.68 亿元、2265.41 亿元、2491.25 亿元，同比增长 5.12%/7.74%/9.97%，归母净利润 282.30 亿元、304.37 亿元、338.16 亿元，同比增长 7.73%/7.82%/11.10%，EPS 为 4.69/5.06/5.62 元，对应当前股价为 15/14/12 倍。公司混改成功落地，高瓴入主的同时管理层持股比例与话语权增强，对未来的股权激励计划、分红率等均有明确的规定，我们认为股权转让有利于公司治理结构的改善和业务多元化及渠道变革层面的提升，长期被压制的估值水平预计将得到提升，同时公司优秀的竞争格局和良好的利润率下现金流充沛，结合可比公司 PE 水平，维持“买入”评级。

5. 风险提示

宏观经济下行风险：我国宏观经济增速放缓，若经济下行程度超预期，可能引发居民收入水平增速不及预期，及消费意愿的削弱，导致公司收入端受到一定程度的影响。

行业价格竞争风险：在今年空调需求较弱的背景下，美的率先在上半年进行促销收割收入增速。在美的利用成本红利采取的促销政策下，尾部企业或跟进或淘汰，行业其他参与者被迫参与其中。未来空调行业在不同年份或有景气度的不同，但整体行业步入成熟期后面临存量市场的竞争，行业价格竞争或趋激烈影响行业格局和利润率。

原材料价格变动风险：公司受原材料价格变动影响较大，上半年行业享受原材料价格下降带来的红利，下半年若原材料价格变动会对终端市场竞争带来一定程度的影响。未来原材料价格变动会影响公司不同时期的竞争策略。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	200024.00	210267.76	226541.38	249124.74	净利润	26379.03	28371.43	30590.43	33986.16
YoY (%)	33.33%	5.12%	7.74%	9.97%	折旧和摊销	3110.33	2808.63	3189.42	3627.69
营业成本	138280.17	145191.17	156469.36	171921.88	营运资金变动	-1210.81	-7948.93	5887.98	-468.43
营业税金及附加	1741.89	1471.87	1585.79	1743.87	经营活动现金流	26940.79	23438.88	40180.72	37617.02
销售费用	18899.58	21447.31	22654.14	24912.47	资本开支	-3831.25	-4572.53	-4043.59	-4800.30
管理费用	4365.85	3889.95	4077.74	4484.25	投资	-9796.61	-2140.00	-1140.00	-1040.00
财务费用	-948.20	368.49	145.82	-243.52	投资活动现金流	-21845.77	-5142.53	-4483.59	-5140.30
资产减值损失	261.67	518.47	9.09	18.46	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	106.77	200.00	200.00	200.00	债务募资	3406.81	-1298.88	-286.40	-1161.22
营业利润	30996.88	33352.72	36003.19	40013.58	筹资活动现金流	2513.85	-1577.36	-1830.20	-2654.35
营业外收支	276.62	240.00	240.00	240.00	现金净流量	7608.87	16718.99	33866.93	29822.38
利润总额	31273.51	33592.72	36243.19	40253.58	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	4894.48	5221.30	5652.76	6267.42	成长能力 (%)				
净利润	26379.03	28371.43	30590.43	33986.16	营业收入增长率	33.33%	5.12%	7.74%	9.97%
归属于母公司净利润	26202.79	28229.57	30437.48	33816.23	净利润增长率	16.97%	7.73%	7.82%	11.10%
YoY (%)	16.97%	7.73%	7.82%	11.10%	盈利能力 (%)				
每股收益	4.36	4.69	5.06	5.62	毛利率	30.87%	30.95%	30.93%	30.99%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	13.19%	13.49%	13.50%	13.64%
货币资金	113079.03	129798.02	163664.95	193487.33	总资产收益率 ROA	10.43%	9.85%	9.34%	9.33%
预付款项	2161.88	2269.92	2446.25	2687.83	净资产收益率 ROE	28.69%	23.37%	20.14%	18.29%
存货	20011.52	19204.03	20695.77	22739.63	偿债能力 (%)				
其他流动资产	64458.52	81018.56	82919.72	85732.35	流动比率	1.27	1.42	1.57	1.74
流动资产合计	199710.95	232290.54	269726.69	304647.14	速动比率	1.13	1.29	1.43	1.60
长期股权投资	2250.73	2290.73	2330.73	2370.73	现金比率	0.72	0.79	0.95	1.11
固定资产	18385.76	18730.68	18450.73	18276.86	资产负债率	63.10%	57.31%	53.08%	48.51%
无形资产	5204.50	6008.84	6837.28	7842.57	经营效率 (%)				
非流动资产合计	51523.21	54267.11	56001.28	57953.88	总资产周转率	0.86	0.78	0.74	0.72
资产合计	251234.16	286557.65	325727.97	362601.02	每股指标 (元)				
短期借款	22067.75	20768.87	20482.47	19321.25	每股收益	4.36	4.69	5.06	5.62
应付账款及票据	49822.80	49426.85	57203.89	59967.67	每股净资产	15.18	20.08	25.12	30.73
其他流动负债	85795.58	93191.66	94380.91	95765.24	每股经营现金流	4.48	3.90	6.68	6.25
流动负债合计	157686.13	163387.38	172067.27	175054.17	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	833.32	833.32	833.32	833.32	PE	15.69	14.57	13.51	12.16
非流动负债合计	833.32	833.32	833.32	833.32	PB	2.35	3.27	2.61	2.13
负债合计	158519.45	164220.70	172900.59	175887.49					
股本	6015.73	6015.73	6015.73	6015.73					
少数股东权益	1387.62	1529.47	1682.43	1852.36					
股东权益合计	92714.71	122336.94	152827.38	186713.54					
负债和股东权益合计	251234.16	286557.65	325727.97	362601.02					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任食品饮料&农林牧渔行业首席分析师，具有多年投资及研究经验。

对大消费行业具有深刻理解，站在产业资本和投资的角度，重视战略研究和逻辑推演，善于从行业发展趋势规律、公司价值挖掘等维度出发，实现具有深度和前瞻性价值的特色研究。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。