

期待需求复苏，把握白马机遇

——空调行业专题

行业评级：看好

2023年3月21日

分析师	闵繁皓
邮箱	minfanhao@stocke.com.cn
证书编号	S1230522040001

市场认为:

1) 考虑到空调的安装属性不及家居、厨电,且2022年热夏可能拉高终端零售的基数,所以空调消费复苏、出货量弹性仍然有待观望。2) 纵观白电的发展历史,空调行业多次发生价格战,2022年空调行业CR2下滑,若23年龙头企业强调市占率提升则可能引发行业价格战,从而影响行业盈利能力。

我们认为:

1) 2023年空调行业出货恢复的确定性较高,出货量增速有望反映复苏的终端需求。

- 地产对空调出货的影响更大,期待地产数据兑现拉动空调消费:①预计23年地产销售和竣工的情况相比22年有所好转,在国家保交付、地产三支箭等政策落地,以及疫情防控优化的背景下,我们认为2023年积压的开工未竣将有效转化为竣工面积。②我们将期房和现房数据进行拟合,我们发现相比冰洗,空调相对地产的出货增速弹性更大。
- 预计目前渠道库存较低,出货能够反映终端零售景气度:22年热夏大幅拉动终端零售,但企业出货端增速明显跑输终端,我们认为彼时企业正在进行渠道改革和SKU调整,且原材料价格下行期间企业备料生产意愿低,企业借热夏消化渠道库存。

2) 白电自2019年以来景气度低,新一轮空调价格战缺乏现实基础。

- 复盘历史,空调的价格战往往发生在需求疲软,且生产成本低位的时候,并且当期渠道库存高位,换言之,当市场景气度低的时候,寡头通过价格战等策略提升出货量、巩固市场地位。当下空调渠道库存处于低位,需求景气度有望恢复,且头部企业在过去四年盈利水平受到较大影响,对利润的诉求更高,我们认为新一轮空调价格战缺乏现实基础。

投资建议:

- 空调行业的竞争从渠道力时代过渡到品牌力时代,我们预计格力和美的有望在渠道和业务调整后份额回升,以海尔为代表的白电龙头正在走出过去走过的“弯路”,有望通过多年沉淀的产品、口碑、渠道力补齐空调的短板,海信家电利润率有望修复。
- 我们预计2023年空调将进入复苏周期,伴随着行业竞争格局的改善,推荐**美的集团、海尔智家、海信家电**,建议关注**格力电器**。



风险提示

原材料价格反弹；地产周期下行；市场竞争加剧

目录

CONTENTS

01

2023年是空调行业复苏的一年

02

空调复苏，白电龙头如何受益？

03

投资建议

04

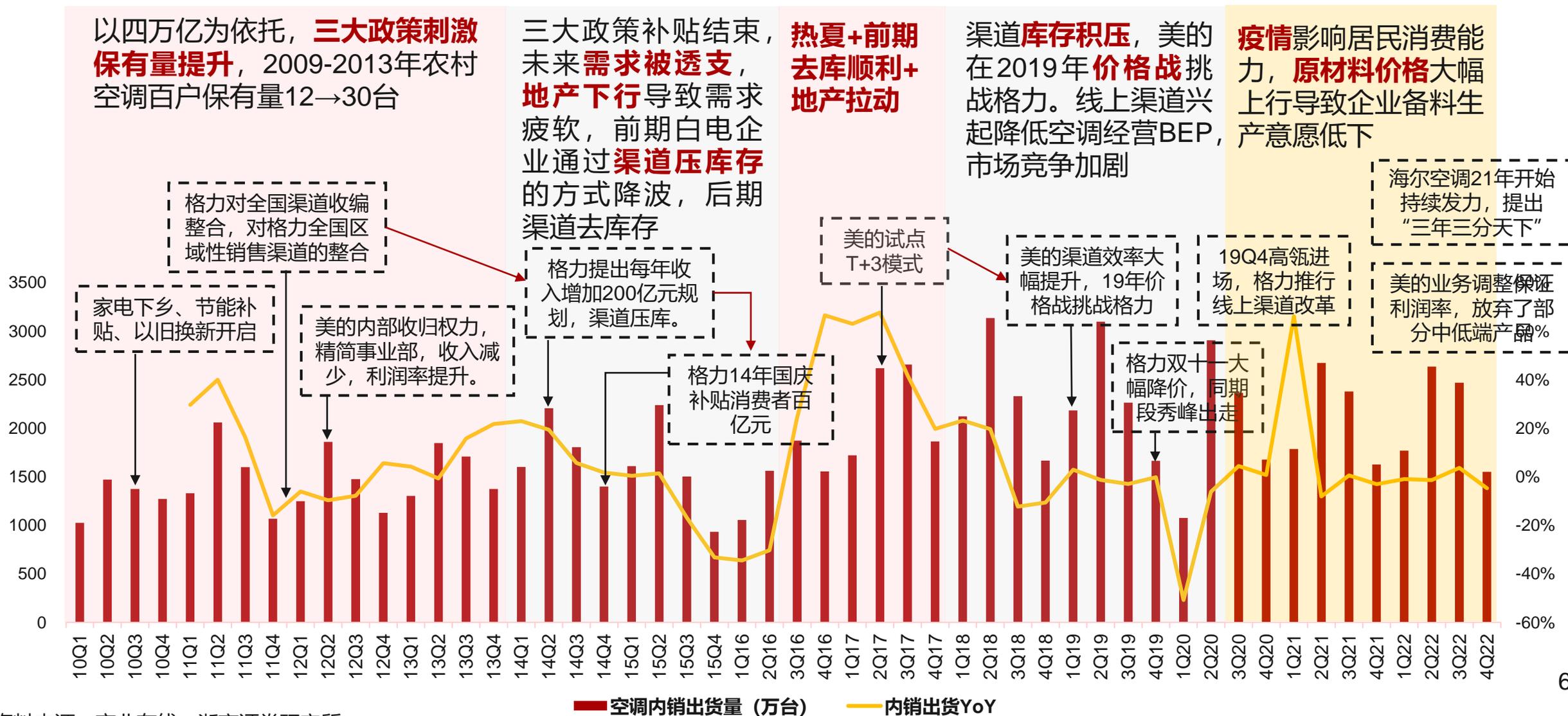
风险提示

01

2023年是空调行业复苏
的一年

复盘历史，空调出货受到保有量提升、地产周期、渠道库存等因素影响。

图1：空调内销出货历史周期复盘



复盘历史，空调价格战的根源是寡头竞争，导火索是渠道库存，发生的时点在需求的“逆周期”、供给的“顺周期”

我们复盘了家电下乡后空调两次价格战，两次价格战分别发生在2014年和2019年。我们发现，空调的价格战往往发生在需求疲软，且生产成本低位的时候，并且当期渠道库存高位。

- 需求的“逆周期”：空调终端消费需求疲软、地产销售和交付降低，库存积压影响渠道向品牌方提货。
- 供给的“顺周期”：原材料价格处于低位，企业生产成本压力小，渠道库存积压为价格战提供支持，同时企业积极备料生产为去库存后做准备。
- 龙头企业挑战现有的行业格局：2019年美的完成T+3改革后渠道效率迅速提升，对比格力渠道库存处于高位，叠加彼时原材料价格下降，美的通过更加激进的价格策略挑战行业竞争格局。

图2：2019年空调价格战线上/线下均价大幅下行，降幅超过20%

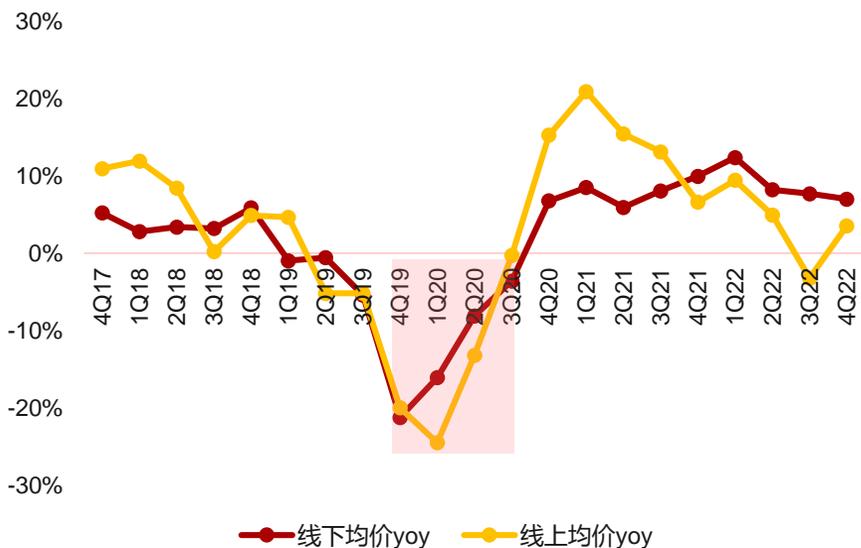


图3：18-19年空调需求下行刺激企业通过价格手段去库

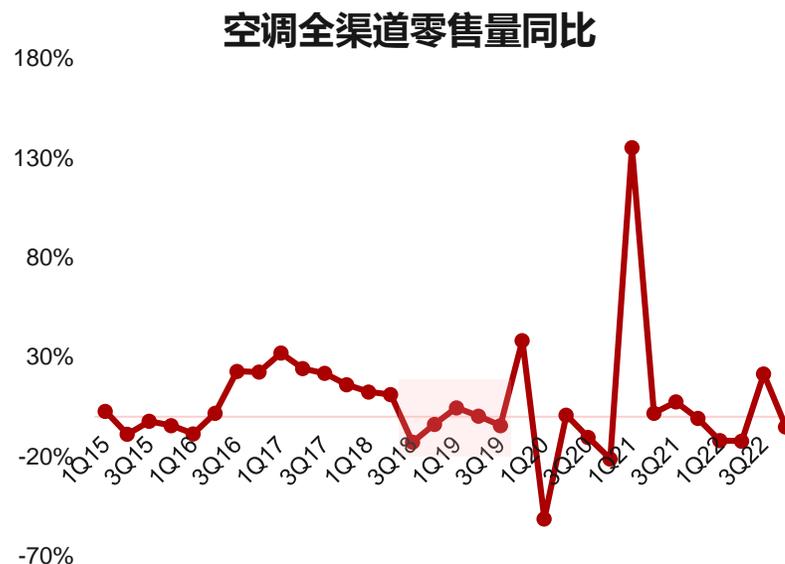
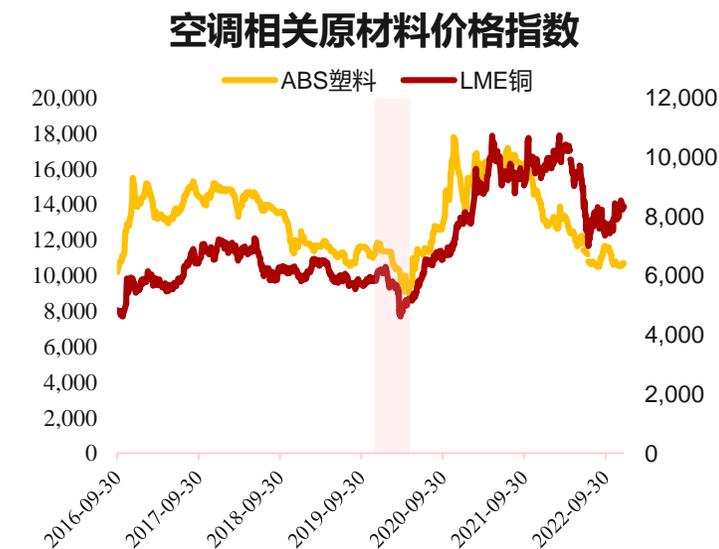


图4：原材料价格下降为空调行业价格战提供契机



空调在白电中对房地产景气度的弹性更大

白电的终端消费需求来源于：1) 房地产拉动新需求；2) 一户多机、保有量提升；3) 以旧换新的替换需求。考虑到空调的安装属性更强，因此地产后周期属性更强，一户多机通常也需要靠新房拉动（因为新装空调需要打孔和增配室外机，可理解为只有搬进新房才可能配置多台空调，原有住房难以增配空调）。3) 根据我们的数据拟合，相比冰洗，空调出货量增速对住宅销售增速的敏感性更高，因此地产销售转好对空调消费的弹性更大。

预计23年地产销售和竣工的情况相比22年有所好转：1) 21Q3以来，我国房地产住宅开工未竣增加、竣工面积下降。由于新冠疫情导致一些地产项目延期竣工，且部分房地产商为降低负债而延期竣工，自2020年以来，开工未竣不断积压、“施工未竣工”面积增加。2) 在国家保交付、地产三支箭等政策落地，以及疫情防控优化的背景下，我们认为2023年积压的开工未竣将有效转化为竣工面积，在中性预期下，预计2023年全年房地产竣工面积同比+15.9%（详情请参加浙商证券房地产组12月4日发布的报告《稳中求进，分化加剧》）。

图5：21Q3以来我国住宅开工未竣增加、竣工面积下降（单位：万平方米）

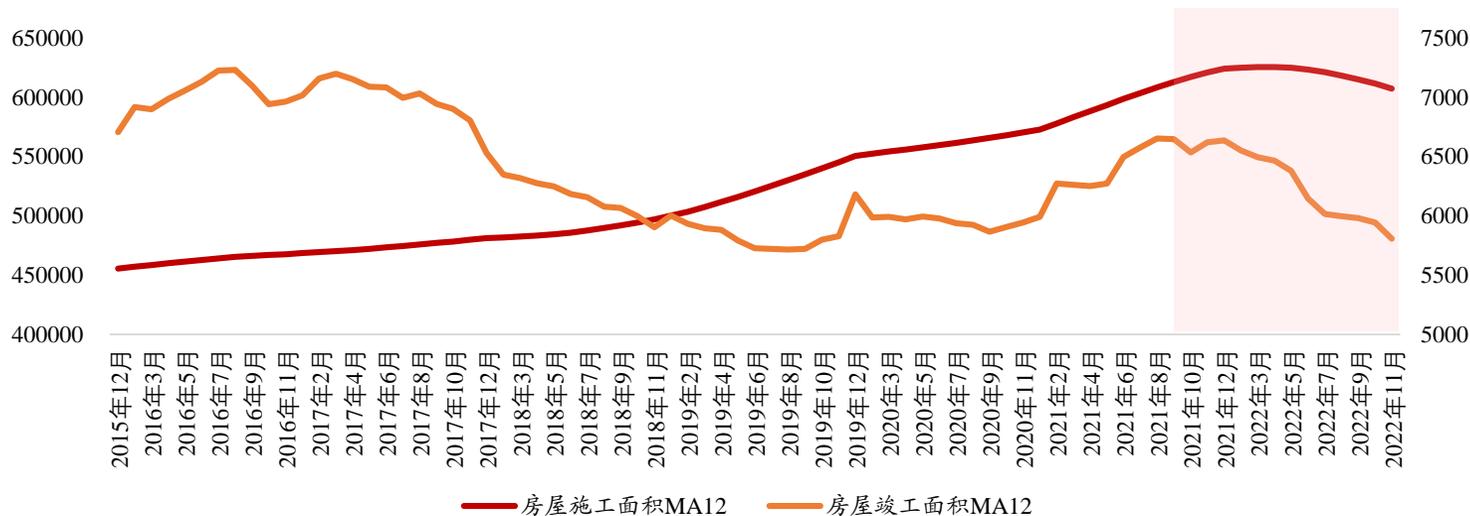
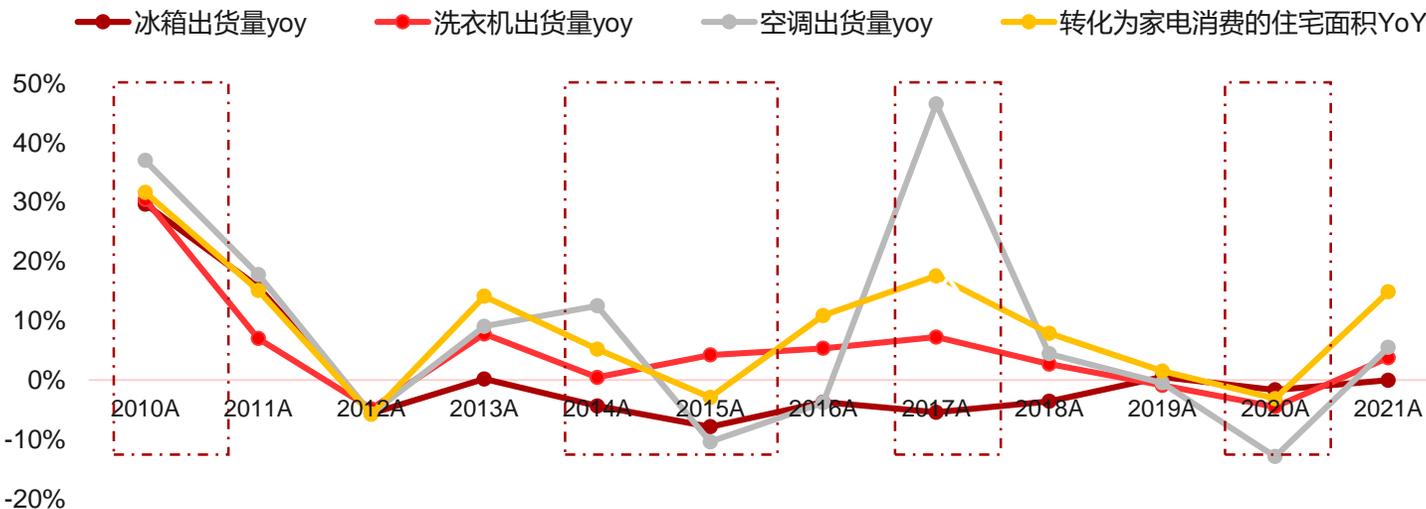


图6：空调出货量波动更大，顺周期下弹性相比冰洗更高



资料来源：产业在线，国家统计局，Wind，浙商证券研究所，注：转化为家电消费的住宅面积=1.5年前的期房销售面积+0.5年前的现房销售面积

当下渠道库存处于低位，虽然大的补库行情很难出现，但出货预计能反映终端景气度

我们认为目前空调渠道库存处于低位，终端零售弹性可落实到工厂出货端。我们根据零售量和出货量的同比增速轧差确定销售渠道的库存周期，2022年由于原材料价格处于下降通道，企业备货生产意愿低，并且Q3热夏消化了前期渠道积压的库存，零售量增速大幅跑赢出货端，因此我们预计当前渠道内的空调库存处于低位。

当下渠道库存低位，为什么说大的补库行情当下很难出现？空调终端零售的季节性强，过去渠道压货的意义在于熨平制造企业生产和出货的节奏。随着企业的制造能力不断提升、渠道和生产的数字化工具不断推行，制造企业的生产节奏逐渐能够用销售节奏相匹配，从而降低需求超过预期时产品缺货和低于预期时库存过剩的波动。目前，格力、美的、海尔分别进行网批制、T+3、数字化提效后，渠道效率大幅提升，预计经销商压货意愿较低。

图7：空调内销出货和零售增速对比

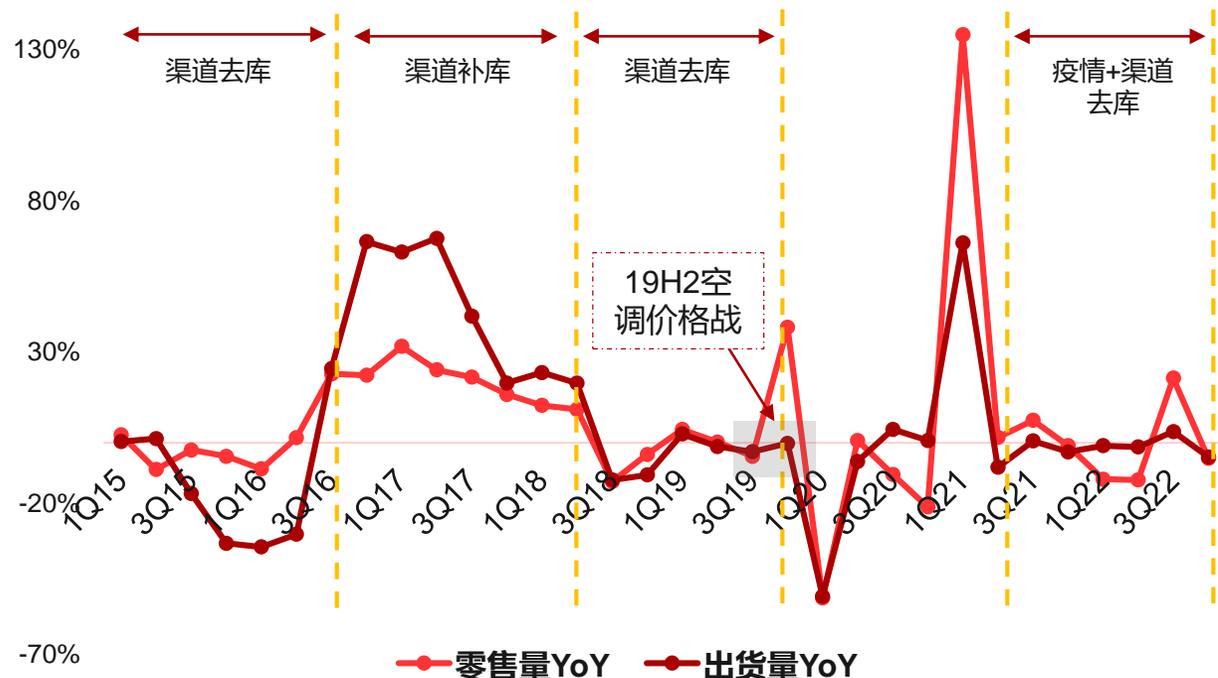
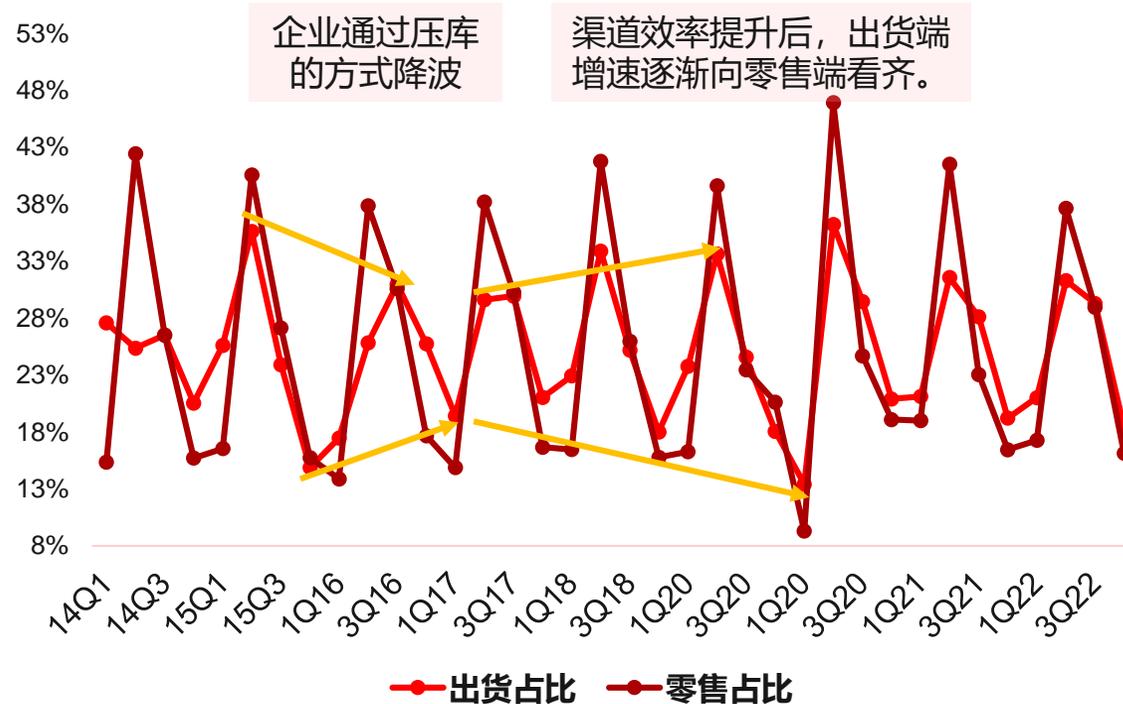


图8：空调出货节奏正向销售节奏靠拢



行业复苏背景下，我们认为23年发生价格战的可能性不大

我们在报告中提到，空调价格战的形成因素：1) 消费需求疲软；2) 原材料价格下降带来生产成本下降；3) 渠道库存积压；4) 寡头竞争抢夺市场份额。我们认为当下的市场条件发生空调价格战的概率较低：

- **地产修复**：若2023年地产销售和竣工能够有所增长，空调消费需求的弹性将会被释放，预计今年的空调终端消费不会疲软。
- **渠道库存**：我们预计渠道库存目前较低，价格战往往伴随着库存去化，目前的渠道库存不支撑大规模价格战。
- **企业利润诉求更高**：2020年疫情以来，白电的经营环境恶化，居民消费疲软、房地产表现低迷、原材料和海运费价格上涨使得各个企业的收入和利润受损严重，预计当下各个企业的利润诉求会更高。

表1：2019年受价格战、2020-2022年受疫情影响，白电企业盈利能力受损，预计23年以修复利润为主

(单位: 亿元)	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
美的集团																							
收入	598	647	625	538	697	729	631	539	752	786	671	573	580	811	777	675	825	913	875	799	904	923	877
收入yoy	55.41	64.88	60.74	26.64	17.17	13.04	1.38	0.48	7.42	7.33	5.93	5.87	-22.71	3.21	15.71	17.97	42.26	12.86	12.89	18.34	9.54	0.97	0.02
净利润	47	69	46	25	56	81	53	26	65	95	63	29	48	93	81	53	66	86	85	53	72	89	86
净利润yoy	12.46	13.16	29.32	18.95	20.49	18.53	16.63	2.01	15.86	17.02	18.64	13.93	-26.46	-2.75	28.99	82.13	36.57	-6.59	4.30	0.19	10.03	2.85	1.12
净利润率	7.84	10.61	7.29	4.67	8.10	11.16	8.41	4.75	8.70	12.12	9.38	5.09	8.29	11.42	10.46	7.88	7.96	9.47	9.68	6.66	8.00	9.64	9.77
毛利率	25.06	25.39	25.59	23.92	25.62	28.64	27.48	28.58	28.36	30.55	28.20	27.99	25.14	25.86	24.81	24.55	23.00	23.43	24.94	18.15	22.18	24.05	24.63
格力电器																							
收入	297	395	417	374	396	514	577	494	405	567	577	431	204	491	564	423	332	579	471	497	353	600	523
收入yoy	19.67	59.98	24.72	44.23	33.26	30.00	38.18	31.53	2.45	10.30	0.50	-12.29	-49.01	-13.33	-2.52	-1.83	60.30	17.71	-16.40	16.44	6.02	3.04	10.52
净利润	40	55	60	70	56	73	84	51	57	81	84	26	16	48	74	85	35	60	62	71	36	72	66
净利润yoy	27.07	67.18	24.16	63.62	38.90	33.14	38.58	-26.33	1.63	11.53	0.55	-49.21	-72.31	-40.29	-12.32	225.24	118.81	24.57	-15.86	-15.85	3.79	19.96	6.74
净利润率	13.60	13.84	14.46	18.65	14.17	14.16	14.48	10.40	14.05	14.31	14.55	6.05	7.74	9.87	13.06	20.06	10.40	10.44	13.17	14.36	10.16	12.08	12.66
毛利率	34.37	30.11	30.44	37.26	30.86	29.39	30.35	30.45	30.59	31.33	28.71	18.30	17.49	22.62	26.14	34.40	24.43	23.34	24.90	24.70	23.66	24.99	27.44
海尔智家																							
收入	377	398	416	401	427	459	476	452	480	509	499	519	431	526	587	553	548	568	583	576	603	616	629
收入yoy	69.73	50.04	16.96	15.25	13.01	15.30	11.50	10.37	10.17	8.66	4.56	13.04	-11.09	2.11	16.88	9.47	26.96	8.10	-0.58	4.12	10.00	8.17	8.62
净利润	22	31	18	19	25	35	20	19	27	36	50	11	13	23	44	33	31	38	31	32	36	44	37
净利润yoy	10.34	54.94	93.06	9.11	14.95	10.96	10.03	-2.97	9.25	4.01	148.09	-46.71	-50.22	-34.92	-10.45	169.00	130.41	69.37	-29.06	-4.75	15.16	15.11	18.51
净利润率	5.70	7.87	4.39	4.84	5.79	7.55	4.13	4.29	5.55	7.00	10.09	2.06	3.11	4.31	7.51	5.97	5.65	6.76	5.36	5.47	5.92	7.19	5.91
毛利率	30.10	30.28	29.36	34.26	28.62	29.30	28.33	29.21	29.12	29.08	29.06	31.97	27.44	28.44	28.10	34.30	28.49	31.57	30.50	34.26	28.54	31.81	31.06
海信家电																							
收入	77	99	88	71	90	114	84	72	87	103	81	104	76	135	138	135	139	185	176	175	183	200	187
收入yoy	33.71	34.52	20.26	12.59	16.41	15.15	-3.99	1.66	-3.20	-9.94	-4.48	44.82	-12.68	31.54	70.96	29.53	83.70	36.94	28.04	29.34	31.35	8.19	6.09
净利润	3	4	11	3	3	5	4	2	4	6	4	6	1	9	9	10	5	8	7	3	6	8	9
净利润yoy	64.04	1.37	239.68	22.04	9.64	22.90	-65.32	-14.85	43.78	7.00	8.22	136.65	-79.44	53.89	124.01	79.42	446.55	-0.85	-20.06	-69.98	17.47	-6.28	32.94
净利润率	3.62	4.31	12.33	3.99	3.41	4.60	4.45	3.34	4.98	5.40	4.88	5.46	1.17	6.31	6.39	7.57	3.49	4.57	3.99	1.76	3.12	3.96	5.00
毛利率	19.10	18.05	21.21	19.67	17.89	18.78	20.03	19.58	19.79	20.85	20.52	24.08	20.55	24.34	24.72	25.03	20.73	21.10	21.63	15.47	18.53	19.91	22.98

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

空调行业价格战

疫情爆发

原材料价格大幅上涨+海外逐渐走低+国内地产低迷

02

空调复苏，白电龙头如何受益？

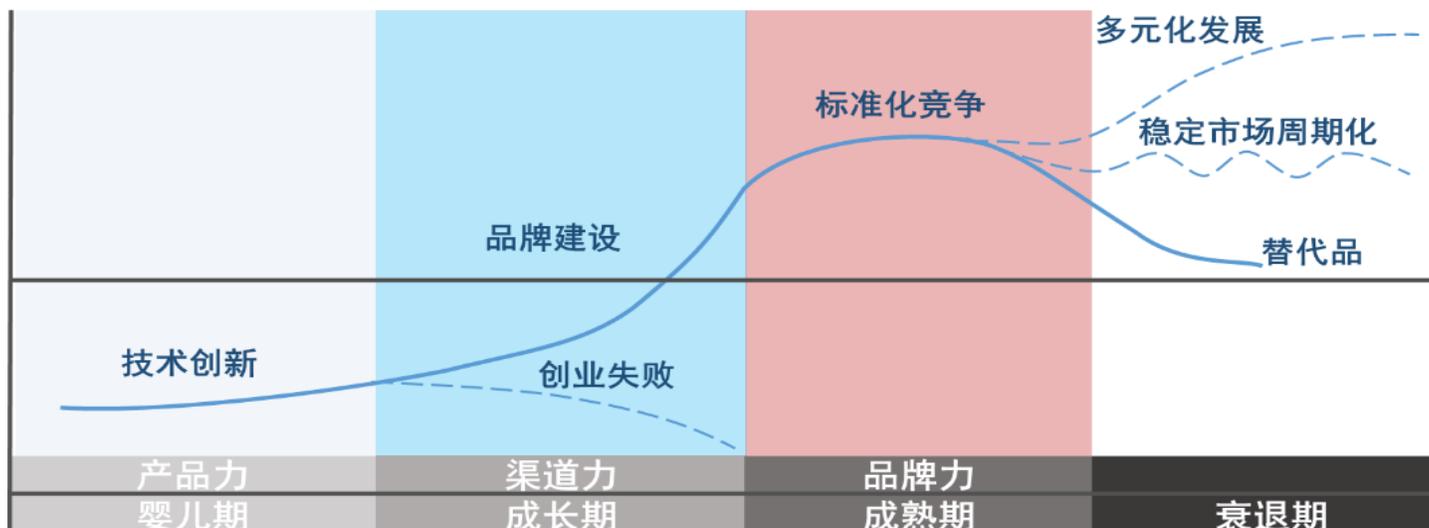
复盘当前空调竞争格局的形成，龙头企业在各个阶段抓住行业痛点积累并扩大优势，成就了今天的市场格局。

产品力时代（1980-2005年）：“多、快、好、省的生产”是所有厂家的最优策略。在上世纪八十年代，空调器仅限于一些特殊单位、部门使用，进口空调在内地几乎是一统天下的局面。同一时期正是海尔“砸冰箱”的时代，质量和产量是所有厂家的痛点。

渠道力时代（2005-2018年）：“得渠道者得天下”是空调走进家庭生活后的行业的真实写照。空调产品同质化在这一时期已经比较明显。二十世纪九十年代后期，诞生了对家电行业影响深远的两大KA渠道，国美和苏宁。这个阶段的家电厂商，如何尽可能覆盖更多的市场是痛点。2004年由于国美通知清理格力库存严重损害格力价格体系，格力选择脱离KA体系，开始自建渠道。美的在2017年T+3改革，推行以销定产，渠道效率大幅提升。

品牌力时代（2018年至今）：“得人心者得天下”是中国空调行业未来的竞争方向。空调行业已经具有一定的保有量规模，如何站稳本品牌在消费者心目中的心智地位，并通过品类、品牌的扩张抢占更多的市场是这一时期厂家的痛点。

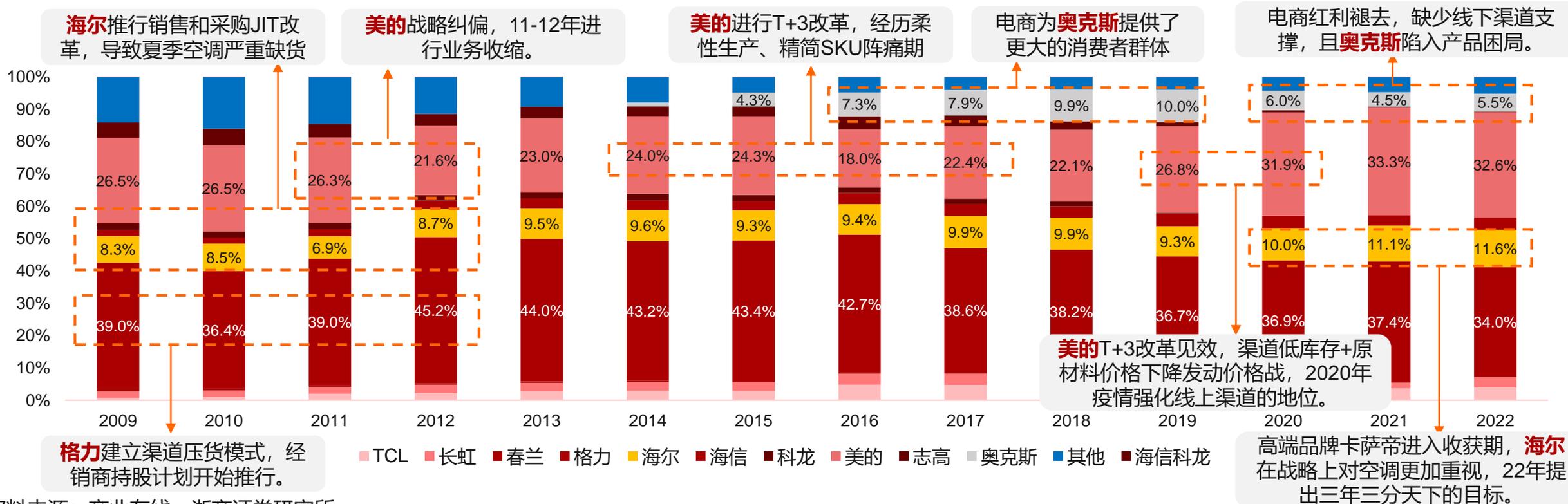
图9：生产力革命及社会发展图



从竞争格局上看，空调行业的格局整体稳定。1) 复盘空调行业市占率的变化可以看出，格力、美的两大厂商长期保持20%以上的市场份额。2) 2007年之后格力和美的在市场整体份额上总和超过50%，双寡头格局正式确立。从冷年销量来看，我国空调行业内销的竞争格局大约在2007年前后形成。

行业竞争格局虽有波动，但是竞争格局难以撼动。1) 纵观白电发展的各个阶段，白电经历了产品力时代、渠道力时代、品牌力时代，两大空调巨头在不同的时期不同的痛点做了相应调整，奠定了空调行业龙头地位。2) 竞争格局虽然在中间出现波折，主要是龙头自身改革阵痛和渠道流量变化，但是龙头仍然保持制造、渠道、品牌影响力，所以总体的格局仍然保持稳定。

图10：空调行业竞争格局历史复盘（图中为各品牌内销出货量份额数据）



格力和美的有较强的渠道和品牌基础，23年份额有望回升。

基本盘：格力和美的有较强的品牌认知度和渠道能力。 1) 稳固的消费者心智格局带来的是稳固的行业市场格局，在空调品类上格力和美的品牌认知度位列前二。2) 稳定的而长效的渠道是竞争格局的保障，美的通过T+3改革快速提升渠道运行效率，格力正在进行网批制改革和渠道扁平化建设。

边际改善：格力和美的份额分别受到渠道改革阵痛和业务收缩调整影响，预计23年份额能够回升。 根据我们上文的历史复盘，我们发现龙头的份额下滑通常发生在转型期，而这些转型通常都发生在行业下行或景气度低迷的阶段，在顺周期到来的时候，这些改革成果就会见效，主要体现为份额提升上。

图11：格力、美的空调品牌力领先

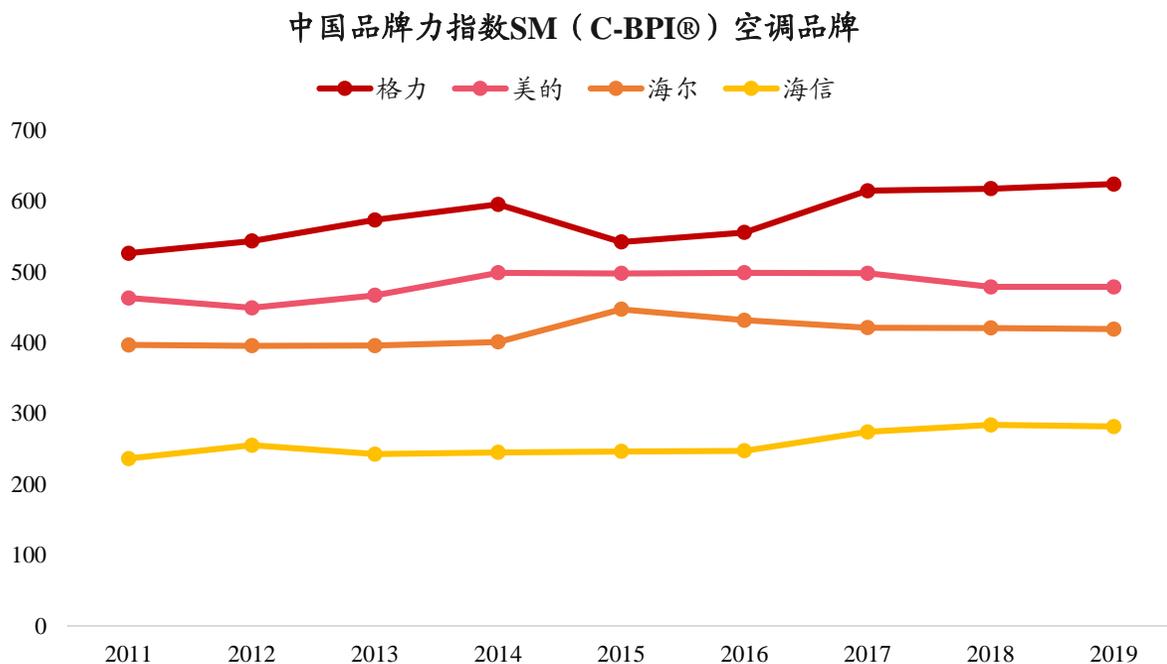
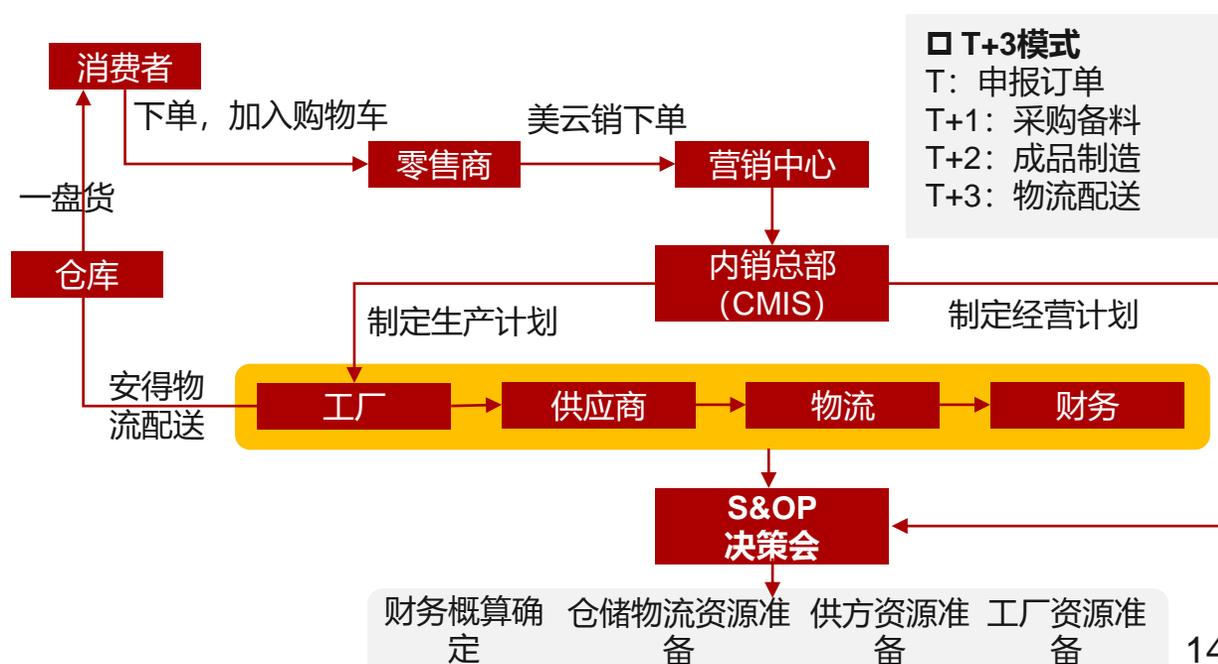


图12：美的推行T+3以销定产，渠道效率大幅提升



海尔空调的内销出货份额自2020年以来每年稳定增长，不少投资人或多或少会把海尔空调和奥克斯空调在2018年崛起相类比。我们认为海尔空调的崛起绝不是偶然的，海尔过去在空调品类上做过不少弯路，海尔在产品、渠道、品牌上拥有多年的沉淀，具备冰洗空三大白电共同做大的能力，目前海尔空调份额的提升更多是对过去空调发展战略的“纠偏”。

表2：海尔空调历史复盘和未来展望

复盘历史，海尔过去空调的策略

一、核心零部件缺少自配套

2022年空调内销出货量为8429万台，而冰箱内销出货量只有4123万台和洗衣机4029万台（产业在线），冰洗内销出货量之和相当于空调的出货水平。而空调的核心零部件为压缩机，因此，核心零部件自制是**规模效应、质量可控、价格优势**的必要前提条件。

二、过早推行零库存模式，以冰洗的渠道思路运营空调

海尔早在2008年开始大面积实行Just-in-time (JIT) 模式，要求通过以用户需求为导向制定生产。但是空调的季节属性要明显强于冰洗，当时**企业的生产能力不足以支撑空调的以销定产**，从数据上看，2009年以后海尔空调内销份额下滑（见13页）。

为补齐短板，海尔空调采取了何种新策略？

一、海尔与海立成立合资公司，主营压缩机制造

海尔空调拟与海立股份共同投资新设压缩机厂，海尔持股49%。资本投入压缩机厂可以看出公司将空调作为长期战略规划，好处：1) 建立与空调业务深度融合且可控的压缩机供应能力，**降低成本**；2) 通过压缩机与空调整机的协同开发，**提升产品竞争力**；3) 获得压缩机产能，**提高供应链稳定性**。

二、推行数字化，渠道ToB向ToC转型

2021H2开始海尔进行**全流程数字化**，并且对经销商进行数字化改革。截至22H1，超过 8,000家专卖店已在数字化平台运营，覆盖率超 90%，数字化**打通生产、销售、物流等环节**，提升配送效率，缓解空调季节性产需错配的问题。

我们看好海信空调分部利润率修复，释放利润弹性。

海信空调分部的利润率自2017年以来整体处于下滑的态势。2017-2021年海信家用空调的分部利润率从3.3%下降到2.4%，2018年最低点为1.9%，海信日立的净利率从16.7%下降到13.2%。

根据产业在线数据，2022年海信空调的出货量（内销+外销）为897万台，整体出货量份额为6%，相比美的、格力份额较低。自2017年以来，受到行业竞争、疫情、原材料价格等因素影响，海信家用空调的分部利润率持续下滑，海信家电的利润中心海信日立则因为原材料价格和行业竞争影响，利润率也有所下滑。

我们认为随着行业竞争格局缓和、原材料价格压力边际缓解，海信的暖通空调利润率未来会持续修复。22Q1-3海信家电的归母净利润率仅为1.88%，暖通空调利润率修复为公司业绩增速带来弹性。

图13：16-21年海信空调分部各业务收入增速

空调分部各业务收入增速（单位：亿元）

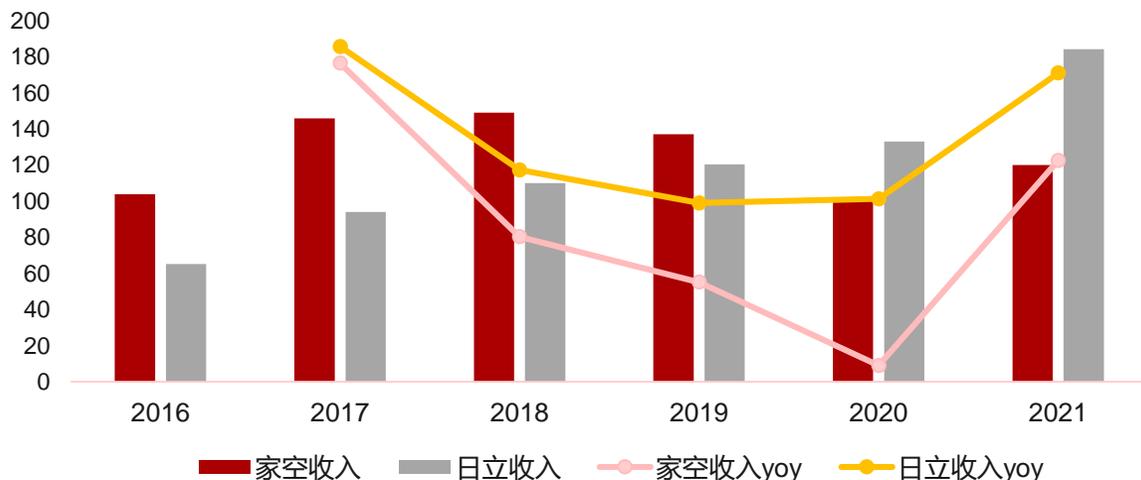
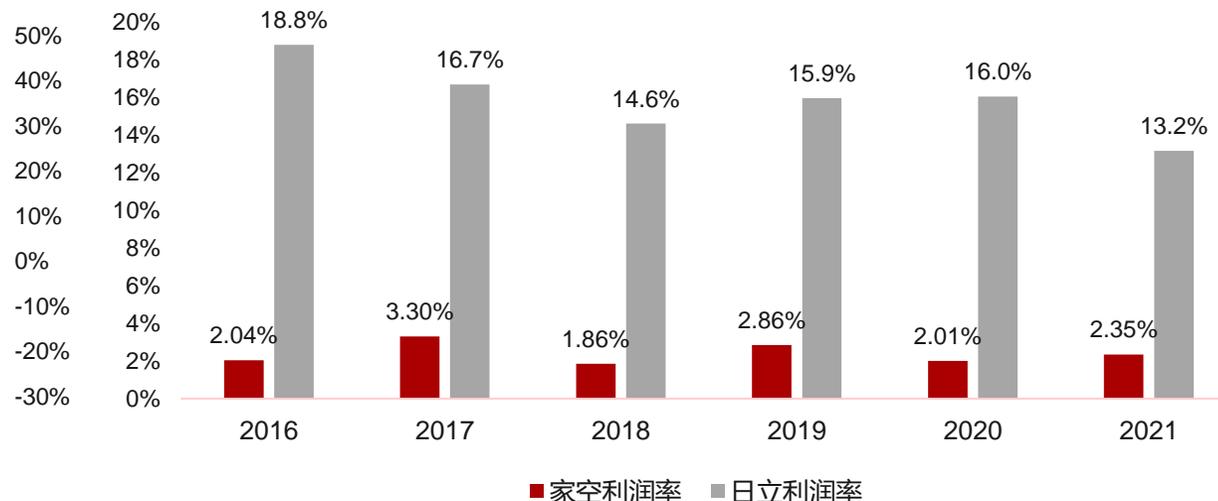


图14：2017年以来，海信家空和日立利润率下滑

家空分部和海信日立净利率



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所，注：海信家用空调分部收入的计算方式为“空调分部对外收入-海信日立收入①”，分部净利润的计算方式为“空调分部利润总额-海信日立净利润②”，家用空调分部利润率的计算方式为“②/①”。在计算过程中，忽略关联交易等因素影响，与企业实际情况或有差异，仅供参考。

根据我们的测算，在空调收入和利润相同的弹性区间内，格力的收入弹性最大，海信的利润弹性最大。

核心假设：

1) 随着原材料价格下降，企业利润诉求更强、行业竞争缓和，我们假设23年空调的利润率提升幅度相较21年分别为0.5、1.0、1.5、2.0 pct。随着地产修复带动空调需求，渠道低库存出货端反映终端零售，假设23年空调收入增速较21年分别为10%、15%、20%、25%。

2) 海尔智家的财务数据均来自上市公司财报，假设中国智慧家庭空调分部净利润为财报口径（忽略关联交易影响）。

3) 美的集团的国内家用空调收入等于财报披露的暖通空调收入减去楼宇科技（主要为商用暖通空调）收入，最后再乘以美的集团内销收入占比。利润端，由于美的的主业为暖通空调，且国内和海外毛利率相近，假设销售净利润率等于国内家用空调业务利润率。

4) 格力电器的国内家用空调收入等于财报披露的空调业务收入乘以内销收入占比。利润端，由于格力主业为空调，且大部分业务在国内进行，假设销售净利润率等于国内家用空调业务利润率。

5) 海信家电的家用空调业务收入等于财报披露的暖通空调减去海信日立收入（忽略关联交易），最后再乘以海信家电内销收入占比。利润端，根据财报计算，海信日立净利率为13%，暖通空调分部减去海信日立的净利润为家用空调的利润额，最后再根据“家用空调的利润额/家用空调业务收入”得到利润率。

表2：空调内销收入增长和利润率提升对收入和业绩敏感度

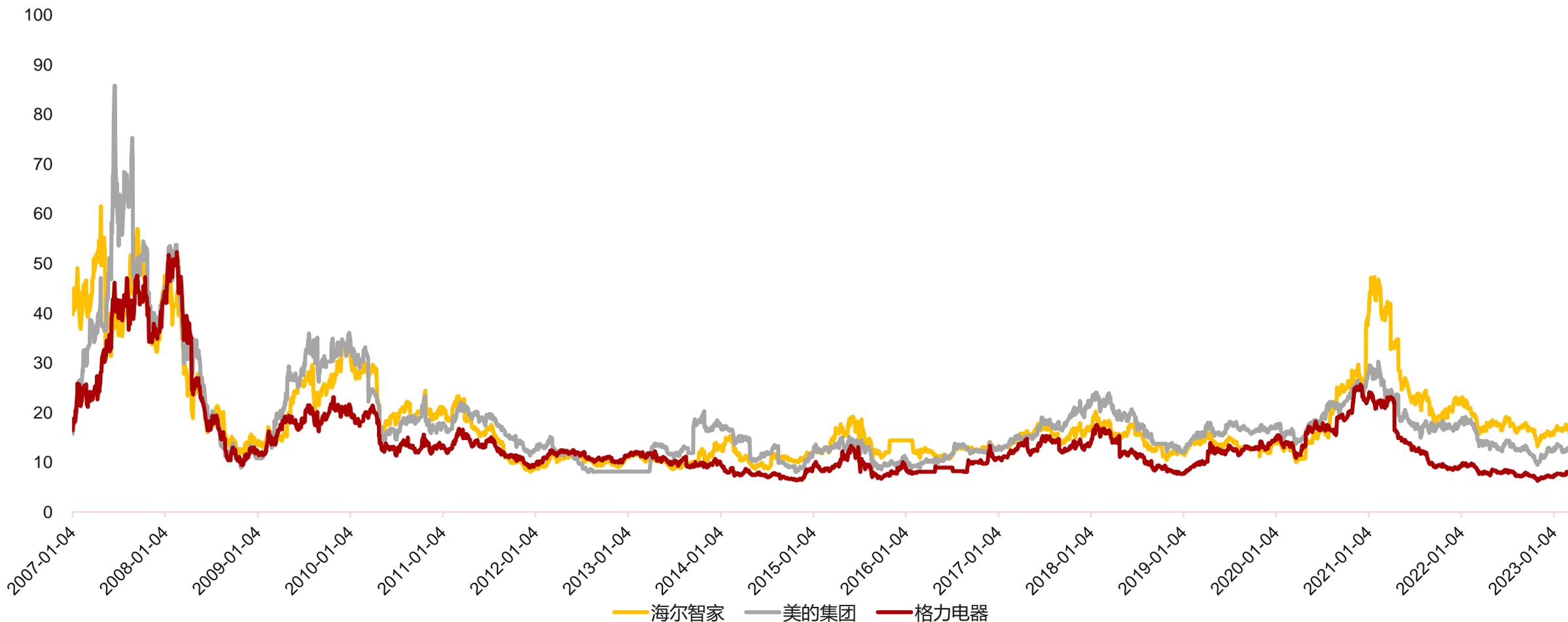
(单位：亿元)	2021年财务数据 据报表口径	国内空调收入涨幅			
		10%	15%	20%	25%
		国内空调利润率提升幅度			
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
海尔智家					
营业收入	2,276	2,303	2,317	2,330	2,344
国内空调收入	274	302	315	329	343
国内空调收入占比	12.05%	13.09%	13.61%	14.12%	14.62%
收入弹性		1.19%	1.77%	2.35%	2.92%
净利润	132	134	136	138	140
国内空调分部净利润	2.49	4.25	6.02	7.92	9.97
国内空调利润率	0.91%	1.41%	1.91%	2.41%	2.91%
利润弹性		1.31%	2.60%	3.95%	5.35%
美的集团					
营业收入	3,412	3,486	3,522	3,559	3,596
国内家用空调收入	733	806	843	880	916
国内空调收入占比	21.48%	23.13%	23.93%	24.72%	25.49%
收入弹性		2.10%	3.12%	4.12%	5.10%
净利润	290	314	335	356	378
内销净利润率	8.50%	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%
利润弹性		7.54%	13.32%	18.50%	23.17%
格力电器					
营业收入	1,879	1,989	2,044	2,100	2,155
国内家用空调收入	1,105	1,215	1,270	1,326	1,381
国内空调收入占比	58.80%	61.09%	62.14%	63.14%	64.08%
收入弹性		5.55%	8.11%	10.52%	12.82%
净利润	228	252	269	287	305
内销净利润率	12.15%	12.65%	13.15%	13.65%	14.15%
利润弹性		9.29%	15.09%	20.35%	25.14%
海信家电					
营业收入	676	701	713	726	738
国内空调收入	250	275	288	300	313
国内家空内销收入	66	73	76	79	82
海信日立收入	184	203	212	221	230
国内空调收入弹性		2.40%	3.44%	4.40%	5.27%
净利润	23	27	30	33	36
国内空调净利润	25	29	31	34	37
家空内销净利率	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
海信日立净利率	13%	13.6%	14.1%	14.6%	15.1%
利润弹性		14.14%	21.98%	28.78%	34.72%

03

投资建议

我们预计2023年是空调复苏的大年，空调需求复苏下行业的竞争格局向好，我们认为空调业务占比大的白电龙头企业确定受益，推荐美的集团、海尔智家、海信家电，建议关注格力电器。

图15：目前白电板块相关标的估值（TTM）仍然处于历史相对低位



04

风险提示

原材料价格反弹：原材料成本占家电企业营业成本比重较大，若面板、芯片、金属原材料等价格大幅度回弹，将影响板块公司的盈利水平。

地产周期下行：大家电属于地产后周期消费，地产周期下行或导致家电消费需求下行。

市场竞争加剧：部分家电产品同质化竞争严重，若消费需求不及预期或库存处于相对高位，或新进入者参与市场竞争，都会导致行业竞争格局恶化。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>