

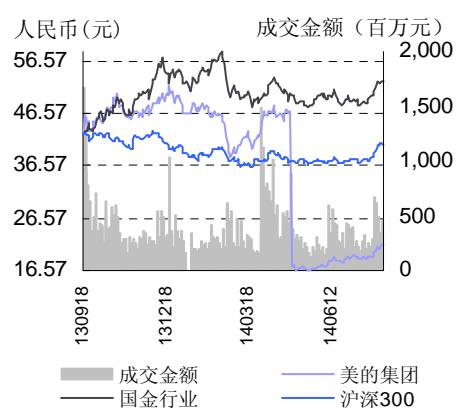
市价 (人民币): 21.46 元

家用空调综合竞争力提升, 中央空调前景美好

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	1,715.80
总市值(百万元)	90,471.25
年内股价最高最低(元)	51.78/16.57
沪深 300 指数	2329.40
深证成指	7880.98



相关报告

- 《靓丽中报验证短期改善,继续看好公司前景》, 2014.7.15
- 《看好空调业务引领下的公司转型之路》, 2014.7.4
- 《年报及一季报预增现多重利好》, 2014.3.31

蔡益润 分析师 SAC 执业编号: S1130513080013
(8621)60230249
caiyr@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	3.146	4.329	2.396	2.841	3.336
每股净资产(元)	14.31	19.48	8.90	10.33	12.01
每股经营性现金流(元)	8.09	5.96	3.26	3.65	4.47
市盈率(倍)	N/A	N/A	8.96	7.55	6.43
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	53.81%	37.60%	38.39%	18.58%	17.41%
净资产收益率(%)	37.06%	22.22%	26.93%	27.50%	27.77%
总股本(百万股)	1,686.32	1,686.32	4,215.81	4,215.81	4,215.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 本次家用空调新品发布会上亮点频出: 1) 继续优化智能空调, 采用 Wifi 直联+升级 APP, 使用更方便、交互更友好; 2) 极为强调铭牌上所列出的各项技术参数优势, 为历来少见, 体现了公司对品质的信心; 3) 继续推出差异化产品, 包括带有智能防踢被功能的儿童星系列挂机、净化器和空调二合一的双冷静系列柜机等。本次新品发布反映了公司在提升品质方面的投入和进步, 也显示了公司在差异化方面的一贯优势。
- 家用空调的竞争力提升在多方面继续体现: 得益于 14 冷年推出的新品拉动, 家用空调收入增速从去年下半年开始加快; 淡旺季销售趋于均衡, 出货均价提升, 令公司盈利能力和经销商利益均得到保证; 公司家用空调的竞争力进一步加强。就行业而言, 关注 8 月天气能否帮助消化渠道库存, 而铜价小幅上涨属正常波动, 目前尚不至影响企业盈利能力。
- 中央空调业务前景美好, 盈利能力强, 增强业绩确定性: 中央空调分为工程业务和家装业务两部分, 其中工程业务增速约为 10%左右, 而随着价差缩小、消费能力提高, 家用中央空调业务的增速将远超工程业务, 成为公司未来发展的重点。中央空调的盈利能力远超家用空调。尽管家装中央空调对现有家用空调业务存在替代, 但是由于售价和利润率更高, 因此将有利于公司收入和业绩的增长。
- 热水器业务的收入占比虽然不高, 但仍然体现了公司的产品差异化优势。

投资建议

- 维持盈利预测: 预计 2014-2016 年公司收入为 1408、1611、1830 亿元, 同比增速 16.1%、14.5%、13.6%, 净利润 101.0、119.8、140.6 亿元, 同比增速 38.4%、18.6% 和 17.4%, 摊薄后 EPS 为 2.40、2.84、3.34 元。
- 本次调研增强了我们对公司综合竞争力提高、盈利提升的信心, 而中央空调业务的良好发展加强了业绩持续增长的确定性, 现价对应 2014 年估值为 9.0 倍, 维持买入建议。

内容目录

家用空调：新品亮点多，竞争力持续提升	3
家用空调新品发布会亮点频出	3
家用空调业务在多个方面的竞争力进一步体现	3
中央空调：家装市场快速增长，板块的盈利能力极强	5
热水器：燃气热水器快速发展，整体均价尚可提升	6
盈利预测和投资建议	7
附录：三张报表预测摘要	8

图表目录

图表 1：空调销售均价在旺季较低、淡季较高	4
-----------------------------	---

家用空调：新品亮点多，竞争力持续提升

家用空调新品发布会亮点频出

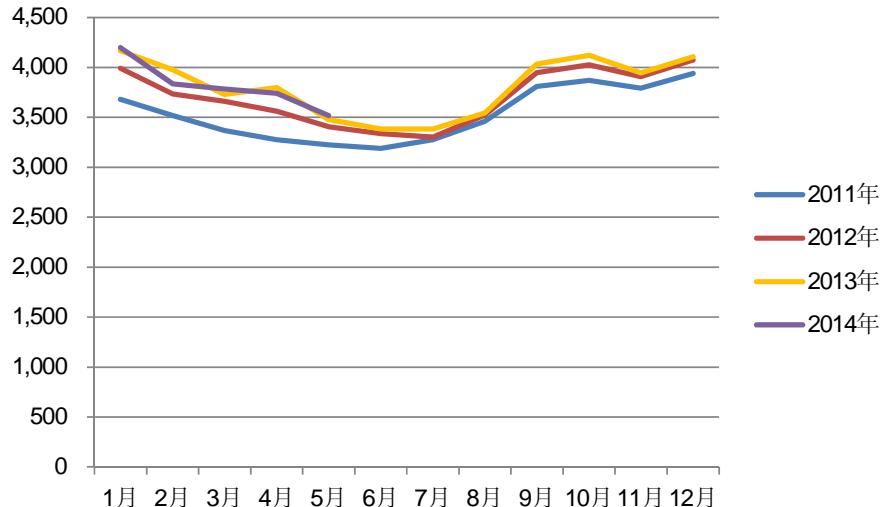
- 本次家用空调事业部发布的产品群包括空调、空气净化器、加湿器、抽湿器等。
- 本次发布的新技术有：
 - 智能空调采用第二代物联网技术，取消终端盒子，转而通过 Wifi 直联，使用更加方便。全面升级 APP，界面更清晰；采取新的旋转式调温方式，交互更友好；全面对接售后服务，同时提供多情景控制模式，可在一个情景界面实现多项控制。
 - 发布了低温制热技术。采用独创的变频喷气增焓压缩机，与常规变频机相比，在-15℃下的低温制热能力大幅提高 26%，-7℃下低温制热能力提升 13%。申请 17 项国家专利。
 - 发布高温制冷技术。美的高温制冷机型在空调槽温度为 48℃（相当于普通室外 33℃）时的制冷量比普通变频机提升 65%，达到 4047W；在空调槽温度为 55℃（相当于普通室外 40℃）时，普通变频机已经不能制冷，而美的高温制冷机的制冷量仍达到 2695W，在室外 60℃时制冷量为 1830W，仍可制冷。申请 39 项国家专利。
 - 噪音大幅降低。高风档噪音为 31 分贝，低风档噪音为 17 分贝。
- 本次发布的新产品有：
 - 静音王系列挂机，通过全新风道设计降低噪音。
 - 儿童星系列挂机，外观可爱，配备专属遥控器，同时添加防踢被功能：增加红外监测功能，如果监测到儿童踢被子导致的高温面积增加，就会自动调整温度、风速、风向，避免孩子感冒。价格比普通产品高约数百元。
 - 双冷静系列柜机，卖点在于净化器和空调二合一。净化器有独立风道，CADR 值达到 380m³/h。价格比普通柜机高 2000 元。
 - 全新设计的室外机，正面没有螺钉，美观、不生锈。同时，对出风罩、风轮、进风口等重新进行设计。
 - 空气净化器。采用立体循环，并在滤芯失效后停止出风。
- 本次发布会亮点有：1) 继续优化智能空调，采用 Wifi 直联+升级 APP；2) 强调铭牌上所列出的各项技术参数优势，为历来少见，体现了公司对品质的信心；3) 继续推出差异化产品，带有智能防踢被功能的儿童星系列、净化器和空调二合一的双冷静系列均值得关注。总体而言，本次新品发布反映了公司在提升产品质量方面的投入和进步，也显示了公司在产品差异化方面的一贯优势。

家用空调业务在多个方面的竞争力进一步体现

- 美的家用空调的产品力提升获得持续验证。
 - 2H13 的销售比 1H13 更好，原因主要是 1H13 销售的是 12 年 8 月 1 日（新冷年开盘）推出的产品，而去年 8 月 1 日后推出的新品品质更好，因此今年上半年收入增速快于去年全年。
 - 今年以来，美的家用空调的淡旺季销售更加均衡，也佐证了公司的产品力在提升。因为在旺季，需求型购买占比较高，这类消费者因为天气太热才购买，对价格敏感、偏好低端产品；而在淡季，习惯型购买占比更高，这类消费者对价格不敏感、喜好高端产品。美的在淡季的销售收入比例提升，表明消费者逐渐认可公司高端产品的质量，也有利于公司的盈利能力提升。

- 美的的中高端产品（变频能效 2 级以上）销售占比从 11 年的 20% 提高到现在的 40% 以上。

图表1：空调销售均价在旺季较低、淡季较高



单位：元

来源：中怡康，国金证券研究所

- 在提升产品力的同时，公司将溢价与经销商分享，保证渠道利益。
- 公司的产品均价持续提升，和竞品的价差不断缩小，溢价一部分给到经销商，一部分留在公司。
- 近两年公司连续上调代理费用，同时从新冷年开始，明确规定各地区分销商的毛利率水平不得低于一定水平，以保证渠道体系的利益。
- 今年家用空调网点数量比去年增加 5000 个，现有网点 3.5 万个，加上大连锁共有 3.8 万个。公司的渠道拓展重点是渗透五级市场，以开发庞大的农村市场。
- 电子商务渠道保持快速增长。
- 现在行业渠道库存处于高位，但美的控制较好。关注 8 月份华中、华东等地天气情况。
 - 今年行业渠道库存比去年同期高，如果 8 月份天气不热，那么渠道库存很可能是 12 年以来最高的，对四季度销售将产生压力。关注的地区主要是华中、华东地区，包括湖北、江苏、浙江、河南等省。
 - 因为采取订单式生产，美的的渠道库存控制较好。
- 出口侧重于提升美的自主品牌的占比。
 - 目前在国内制造出口的空调收入中，自主品牌占比约 28%，盈利能力比 OEM 高 2-3 个百分点。
 - 今年出口增长较慢的原因主要包括代理商的库存较高、海外天气不热。
 - 印度市场虽然潜力巨大，但是现阶段经济落后，基础设施建设不到位，每年仅 300-400 万台市场容量。
- 盈利能力方面，美的在过去一个冷年的出货均价提升约 5%，内外销盈利能力均有提升，其中内销提升幅度较高，达到 3-4 个百分点。
- 生产制造方面，公司将继续推进精益化、自动化。

- 公司在 11 年有 5 万工人，今年降至 3 万，而收入取得增长；未来将继续保持减员、增收、提高待遇的趋势。
- 今年月均空调产能是 450 万台，明年增加约 35 万台。所需资本开支并不高。
- 铜价格近期出现上涨，但涨幅有限，属于正常价格波动范围，尚不会对公司盈利产生明显影响。

中央空调：家装市场快速增长，板块的盈利能力极强

- 美的中央空调成立于 1999 年，现有产品线包括离心机、多联机（拥有最宽产品线）、轻商（家装中央空调）、精密空调（用于机房等对温湿度要求较高的空间）、空气能热水器等，其中以多联机为核心。
- 产能方面，顺德制造工厂占地 300 亩，以多联机为主；重庆工厂占地 300 亩，以离心机、螺杆机为主，有 14 条生产线。合肥高新区生产基地占地 1000 亩，总建筑面积 51 万平米，年产值 30 亿元。
- 从销售区域来看，美的中央空调在国内属于第一阵营品牌，同时覆盖欧洲、北美、东南亚、澳洲市场。
- 由于价差缩窄、消费能力提升，家用中央空调零售市场将是未来增长重点。
 - 中央空调面向两类客户：普通家庭消费者和工程项目 B2B。未来 3-5 年，预计工程渠道的行业增速约为 10%+，但是家装零售领域的增速将远超过工程渠道
 - 近年来，由于家用空调变频化令售价提高、家用中央空调规模化令成本下降，导致两者的价差在不断缩小。目前来看，除了华东地区，在湖南、湖北、河南、河北、四川等地的消费者也开始逐步接受家用中央空调。
 - 目前消费者对家用中央空调的价格不敏感，主要考虑的是品质和卖点。
 - 家用空调企业拥有比较好的用户基础，可以通过不断提升产品力来慢慢渗透该市场。
- 美的中央空调业务以多联机为主，零售家装业务的收入占比约两成。公司计划将家装业务占比提升至 50%。
 - 美的中央空调的核心业务是多联机，占收入 60-70%，水机+螺杆机+末端大约占 15% 左右。美的家用中央空调中一部分是小型多联机，一部分是一拖一的风管机，在统计上归入多联机。
 - 去年中央空调销售收入约 70 亿，其中零售家装中央空调占比约两成，其余为工程项目，而房地产配套项目也计入工程项目收入。公司希望未来家装零售收入占比继续提高，这也有助于提升整体盈利能力。
- 在国内，家用中央空调将借助已有的渠道优势进行销售。
 - 美的中央空调业务主体是广东暖通设备有限公司，在内部称为中央空调事业部，下属有 36 个暖通销售公司，是国内出货平台。
 - 家用中央空调和家用空调的渠道有重合，在家用中央空调比较发达的地区，渠道重合度达到 60%，在欠发达地区重合度约 30-40%，而在家用中央空调尚未起步的地区，两块业务分开运作。
 - 合作模式为：制冷销售公司（即家用空调下辖的销售公司）向暖通销售公司提货，而暖通销售公司负责规范市场，便于有效利用制冷销售公司的网点密度和深度。

- 经销商分为直营商（以工程为主）和代理商（以家装零售为主）。代理商的毛利率高于家用空调代理商的水平，而直营商的利润率水平差异很大。
- 公司已经探索出比较行之有效的家装中央空调销售模式，部分具有代表性的客户在县城、地级市通过开店进行推广，一个楼盘有 20% 的住户安装家用中央空调并不困难。
- 拓展海外市场的投入较高，公司将考虑与当地伙伴深化合作。
- 中央空调出口业务在过去几年保持了 2 位数以上的增长，已经形成较大规模，不受个别项目的影响。去年出口收入占比达到 20%。
- 出口的中央空调主要在国内生产。从出口地区来看，成熟市场和新兴市场的比例大致为五五开。海外业务的利润率和整体中央空调利润率水平持平。
- 渠道方面，公司通过经销商在海外销售，和家用空调销售渠道的重合度大约为 30% 左右。同时，经销商可以缓解项目结算周期较长对公司带来的财务负担，并负责当地安装。美的提供产品、安装培训和考核等。
- 由于经营海外市场的投入很高，因此公司将考虑和有意愿的当地伙伴进行合作，不排除在资本层面进行合作，比如在北美公司已经和 LENNOX 达成合作。
- 目前中央空调出口收入中，自主品牌占比较高，达到 50%。在德国美的自主品牌中央空调的市占率达到 12%，在西班牙达到 8%。
- 中央空调的盈利能力显著高于家用空调业务，且家用中央空调的利润率更高。尽管对现有家用空调业务存在替代，但是高售价和高利润率将有助于总收入和整体业绩提升。
- 美的中央空调的净利率在集团内部是最高的，显著高于家用空调的利润率。
- 分业务模式来看，房地产配套项目的毛利率、费用率、净利率都比较低，但可以保证销量、摊薄成本。而家装零售业务的利润率很高，消费者对价格并不敏感。

热水器：燃气热水器快速发展，整体均价尚可提升

- 热水器事业部的研发和营销在总部，拥有 470 名管理人员，其中研发人员 110 人；生产基地在芜湖，投资 8 亿，占地 442 亩，2010 年投产。
- 2013 年我国家用热水器全年销售规模 4458 万台，总销售额 416 亿元，但增速较慢。城镇市场的百户拥有量是 91 台，而农村市场的保有量仅为 14 台，存在巨大空间。
- 公司主要面向 180 平米以下的房子，而别墅、工程和大户型并不是重点。在产品上，电热水器推出的“活水”系列、燃气热水器推出的“零冷水”系列均针对用户痛点进行开发，销售情况很好。
- 燃气热水器是近年来高速发展的品类，销售额占比约 20%，从产量看在中国排前三，仅次于万和、万家乐，但销售额还有明显差距。电热水器的产销量规模已经接近海尔，预计差异在 5-10 万台。未来增长重点将在于燃气热水器。
- 电商渠道高速发展，美的热水器电商上半年增长 118%，是行业增速的两倍，排名全网第一。线上业务占美的热水器销售额的 10% 左右。
- 今年上半年利润率有一定提高，其中原材料价格下降贡献约 10%，更重要的是规模效应贡献 60%、结构改善贡献 25%。

- 目前公司的燃气热水器均价是 1500 元，电热水器均价是 1200 元，与市场平均价比较，仍有很大改善空间。
- 出口的增长比较快，目前占比 7-8%，三年内希望提高到 10-15%。

盈利预测和投资建议

- 维持盈利预测：预计 2014-2016 年公司收入为 1408、1611、1830 亿元，同比增速 16.1%、14.5%、13.6%，净利润 101.0、119.8、140.6 亿元，同比增速 38.4%、18.6% 和 17.4%，摊薄后 EPS 为 2.40、2.84、3.34 元。
- 通过本次调研，我们认为公司家用空调业务在产品力、渠道利益保证、均价和盈利能力提升等多个方面的竞争力逐步体现；同时家用中央空调的市场前景诱人，盈利能力极强，将成为公司未来业绩增长的重要保证；热水器业务的收入占比虽然不高，仍然体现了公司的产品差异化优势。本次调研增强了我们对公司综合竞争力提高、业绩持续增长的信心，现价对应 2014 年估值为 9.0 倍，维持买入建议。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	134,116	102,651	121,265	140,750	161,088	182,984
增长率	-23.5%	18.1%	16.1%	14.4%	13.6%	
主营业务成本	-108,419	-79,449	-93,023	-107,385	-122,136	-138,122
% 销售收入	80.8%	77.4%	76.7%	76.3%	75.8%	75.5%
毛利	25,697	23,202	28,242	33,366	38,952	44,862
% 销售收入	19.2%	22.6%	23.3%	23.7%	24.2%	24.5%
营业税金及附加	-761	-578	-610	-704	-805	-915
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-10,921	-9,390	-12,432	-12,949	-14,659	-16,469
% 销售收入	8.1%	9.1%	10.3%	9.2%	9.1%	9.0%
管理费用	-5,907	-5,926	-6,733	-7,319	-8,215	-9,149
% 销售收入	4.4%	5.8%	5.6%	5.2%	5.1%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	8,108	7,309	8,466	12,394	15,272	18,330
% 销售收入	6.0%	7.1%	7.0%	8.8%	9.5%	10.0%
财务费用	-1,449	-807	-564	-243	10	-74
% 销售收入	1.1%	0.8%	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-42	-49	-123	-42	-73	-51
公允价值变动收益	55	18	546	300	150	100
投资收益	792	535	998	680	350	250
% 税前利润	9.6%	6.9%	10.0%	5.0%	2.2%	1.3%
营业利润	7,464	7,005	9,324	13,089	15,709	18,555
营业利润率	5.6%	6.8%	7.7%	9.3%	9.8%	10.1%
营业外收支	755	705	688	450	240	120
税前利润	8,219	7,710	10,012	13,539	15,949	18,675
利润率	6.1%	7.5%	8.3%	9.6%	9.9%	10.2%
所得税	-1,578	-1,569	-1,714	-2,437	-2,871	-3,361
所得税率	19.2%	20.3%	17.1%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	6,641	6,141	8,297	11,102	13,078	15,313
少数股东损益	3,192	836	998	1,000	1,100	1,250
归属于母公司的净利润	3,449	5,305	7,300	10,102	11,978	14,063
净利率	2.6%	5.2%	6.0%	7.2%	7.4%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	6,641	6,141	8,297	11,102	13,078	15,313
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2,176	2,828	3,167	2,690	3,029	3,299
非经营收益	247	340	-2,567	-445	-426	-128
营运资金变动	-3,992	-1,263	6,180	402	-294	379
经营活动现金净流	5,072	8,046	15,078	13,749	15,386	18,864
资本开支	-6,697	-2,715	-1,692	-5,224	-6,759	-4,880
投资	-2,648	-1,836	243	-161	-135	-115
其他	415	554	1,016	980	500	350
投资活动现金净流	-8,930	-3,997	-432	-4,405	-6,394	-4,645
股权募资	4,394	92	17	-470	50	50
债权募资	8,288	-893	2,507	-8,996	585	600
其他	-2,424	-1,602	-3,391	-452	-5,144	-6,111
筹资活动现金净流	10,259	-2,403	-868	-9,918	-4,509	-5,461
现金净流量	6,401	1,647	13,778	-574	4,483	8,758

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	12,746	13,436	15,574	15,000	19,483	28,240
应收款项	22,856	23,372	23,104	30,610	34,851	38,894
存货	16,343	13,350	15,198	16,347	18,259	20,275
其他流动资产	10,257	5,404	11,451	7,842	8,428	9,156
流动资产	62,202	55,562	65,327	69,799	81,019	96,565
% 总资产	67.2%	63.3%	67.4%	67.1%	68.0%	70.9%
长期投资	1,887	1,795	1,963	2,064	2,133	2,183
固定资产	20,487	21,853	20,185	23,297	27,106	28,640
% 总资产	22.1%	24.9%	20.8%	22.4%	22.8%	21.0%
无形资产	7,324	7,734	6,905	6,802	7,022	7,224
非流动资产	30,420	32,174	31,619	34,163	38,061	39,648
% 总资产	32.8%	36.7%	32.6%	32.9%	32.0%	29.1%
资产总计	92,622	87,737	96,946	103,962	119,081	136,213
短期借款	6,828	9,027	10,490	2,215	2,000	2,000
应付款项	35,850	31,056	30,288	36,126	42,093	48,725
其他流动负债	12,021	10,727	15,870	20,391	21,798	23,348
流动负债	54,699	50,810	56,647	58,732	65,891	74,072
长期贷款	3,130	2,388	711	211	711	1,011
其他长期负债	4,617	1,372	507	273	593	913
负债总计	62,446	54,571	57,865	59,216	67,195	75,996
普通股股东权益	12,525	14,314	32,847	37,513	43,552	50,634
少数股东权益	17,650	18,852	6,233	7,233	8,333	9,583
负债股东权益合计	92,622	87,737	96,946	103,962	119,081	136,213
比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	2.045	3.146	4.329	2.396	2.841	3.336
每股净资产	12.525	14.314	19.479	8.898	10.331	12.010
每股经营现金净流	4.106	8.090	5.962	3.261	3.650	4.475
每股股利	0.000	0.000	2.000	1.198	1.421	1.668
回报率						
净资产收益率	27.54%	37.06%	22.22%	26.93%	27.50%	27.77%
总资产收益率	3.72%	6.05%	7.53%	9.72%	10.06%	10.32%
投入资本收益率	14.67%	12.71%	13.88%	21.48%	22.74%	23.48%
增长率						
主营业务收入增长率	29.15%	-23.46%	18.13%	16.07%	14.45%	13.59%
EBIT增长率	42.06%	-9.86%	15.84%	46.39%	23.22%	20.02%
净利润增长率	-6.93%	53.81%	37.60%	38.39%	18.58%	17.41%
总资产增长率	19.46%	-5.27%	10.50%	7.24%	14.54%	14.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.6	37.6	28.5	29.0	29.0	28.0
存货周转天数	62.5	68.6	56.4	56.0	55.0	54.0
应付账款周转天数	59.4	76.9	65.3	66.0	68.0	70.0
固定资产周转天数	47.7	72.1	59.0	55.0	55.6	53.1
偿债能力						
净负债/股东权益	4.95%	-3.32%	-12.74%	-29.81%	-33.35%	-42.39%
EBIT利息保障倍数	5.6	9.1	15.0	51.0	-1,556.6	246.5
资产负债率	67.42%	62.20%	59.69%	56.96%	56.43%	55.79%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	9	15	16	54
增持	0	2	2	4	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.18	1.14	1.17	1.17

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2014-03-18	买入	42.11	N/A
2	2014-03-20	买入	39.79	55.00 ~ 55.00
3	2014-03-31	买入	45.08	N/A
4	2014-07-04	买入	19.56	24.00 ~ 24.00
5	2014-07-15	买入	19.30	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979
传真: 010-6621 6793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD