

渠道积极变革的厨电领导者

■ **烟灶行业：三四线城市大蓝海亟待开掘。**厨电行业与房地产行业高度相关，此次二套房贷比例下调至40%，释放了地产政策放松的明确信号，或将加速房地产企稳回暖，拉动烟灶产品需求。此外，分区域看，我国厨电市场起步晚，三四线市场油烟机保有量较低，伴随城镇化推进、消费升级，需求将释放，成长空间巨大。

■ **有序下沉，渠道改革逐步推进，助力公司分享三四级市场盛宴。**2014年，公司开始进行渠道改革，通过分拆三四级市场，一级代理商持股，引入二级代理商，实现渠道下沉及扁平化。目前公司三四线收入仅占总收入20%左右，通过渠道下沉，增开专卖店，缩短供应链，公司将实现三四线覆盖的提升和收入的迅速增长。

■ **拥抱互联网：高毛利渠道迅速扩张，增厚利润。**2012、2013年电商渠道营收2.9、6.0亿元，增速140%、100%。2014年预计线上营收10亿，占比约28%。公司自己承担线上销售工作，掌握供应链权力，实现超高的毛利率，达到70%，在行业中遥遥领先，电商渠道的占比提高将有利于提高公司利润率。

■ **商用领域是家用领域的自然延展：**当前国内油烟净化器市场规模持续增长，且行业集中度不高，技术规范执行较为松散。在监管越来越严格的环境下，一旦具有技术优势和品牌号召力的企业进入，将在竞争中占据较大优势，迅速占据市场份额。参考格力的成长路径，公司有望凭借多年的技术积累和品牌号召力，将业务延展到商用领域。

■ **投资建议：**我们预计2014-2016年公司营业收入将达35.9、47.0、61.8亿元；公司净利润将达5.76、8.06、10.51亿元；我们上调2015年净利润增速分别为49.2%、40.1%和30.3%；2014-2016年，EPS将达1.80、2.52、3.28元。公司推出股权激励方案实现利益捆绑，将成为业绩增长的另一大保证。给予买入-A评级，6个月目标价65元，对应于2015年26倍PE。

■ **风险提示：**房地产市场、原材料价格波动风险；渠道下沉不达预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,962.7	2,653.8	3,590.0	4,720.5	6,180.8
净利润	268.0	385.6	575.5	806.0	1,050.4
每股收益(元)	0.83	1.19	1.80	2.52	3.28
每股净资产(元)	5.33	6.28	7.73	9.37	11.50

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	57.3	39.8	26.4	18.8	14.4
市净率(倍)	8.9	7.5	6.1	5.1	4.1
净利润率	13.7%	14.5%	16.0%	17.1%	17.0%
净资产收益率	15.1%	18.5%	22.9%	26.7%	28.8%
股息收益率	0.5%	0.8%	1.3%	1.9%	2.4%
ROIC	47.1%	58.7%	68.5%	65.6%	65.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

分析师：蔡雯娟、孙珊

各项声明请参见报告尾页。

公司深度分析

证券研究报告

白色家电 III

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

65元

股价 (2015-03-30)

47.41元

交易数据

总市值(百万元) 15,363.21

流通市值(百万元) 14,904.52

总股本(百万股) 324.05

流通股本(百万股) 314.38

12个月价格区间 25.79/47.41元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.54	32.80	-51.99
绝对收益	14.96	51.04	37.98

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515030001

caiwj2@essence.com.cn

021-68766073

报告联系人

孙珊

021-68766571

sunshan@essence.com.cn

相关报告

权力交接顺利完成，渠道变革继续推进 2015-01-07

业绩符合预期 线下渠道改革推进顺利 2014-10-24

股权激励为公司业绩增长添保障 2014-09-10

1 烟灶行业：三四线城市大蓝海亟待开掘	3
1.1 房贷政策放松有利烟灶行业成长	3
1.2 竞争格局优良，行业集中化趋势明显	3
1.3 智能化升级为一二线增长点，城镇化将拉动三四线需求	4
2 老板电器：渠道变革有力，龙头成长强劲	6
2.1 步步为营，渠道多元化稳步进行	6
2.2 有序下沉，渠道改革逐步推进	8
2.2.1 改革方案：掘金城镇化，深耕三四线	8
2.2.2 市场情况：华帝、万和为主要成为竞争对手 价格理顺后竞争力大幅提升	9
2.2.3 渠道优化刺激利润增长点（以海尔的成功经验为例）	10
2.3 先发布局，线上渠道蓬勃发展	12
2.3.1 线上市场格局与传统格局相似，老板、方太双龙头	12
2.3.2 多平台齐发力，攫取高额利润	12
3 商用领域是家用领域的自然延展	13
3.1 油烟有害物质含量高 对其处理是环保的必要	13
3.2 油烟净化器市场广阔 强力竞争者不多	14
3.3 若进军商用油烟净化领域 有望异军突起	16
3.3.1 商用油烟净化器的标准比家用领域更高	16
3.3.2 多年积累可助力商用领域快速崛起	18
4 盈利预测及投资评级	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议：目标价 58.50 元 首次给予公司买入-A 评级	19
5.风险提示	19

表 1：三四线城市，老板与竞争对手优势劣势对比——渠道改革后，劣势得以弥补	10
表 2：海尔、老板电器渠道下沉改革对比	12
表 3：3 种类型燃料燃烧产生的 NO ₂ 、SO ₂ 、CO、CO ₂ 浓度	13
表 4：3 种类型燃料燃烧产生的 PM _{2.5} 和 PM ₁₀ 超标倍数	14
表 5：国产品牌主导国内油烟净化器市场，进口占比较低	15
表 6：国内厂商仍主要注重于国内市场，出口占比不高	16
表 7：饮食业单位的规模划分	17
表 8：饮食业单位油烟最高允许排放浓度和油烟净化设施最低去除效率	17
表 9：油烟净化设备最低去除效率限值	17
表 10：我国城市区域环境噪声标准（dB）	17
表 11：ZYJ-ZD 型油烟净化器产品系列	18
表 12：可比公司盈利预测及估值	19

1 烟灶行业：三四线城市大蓝海亟待开掘

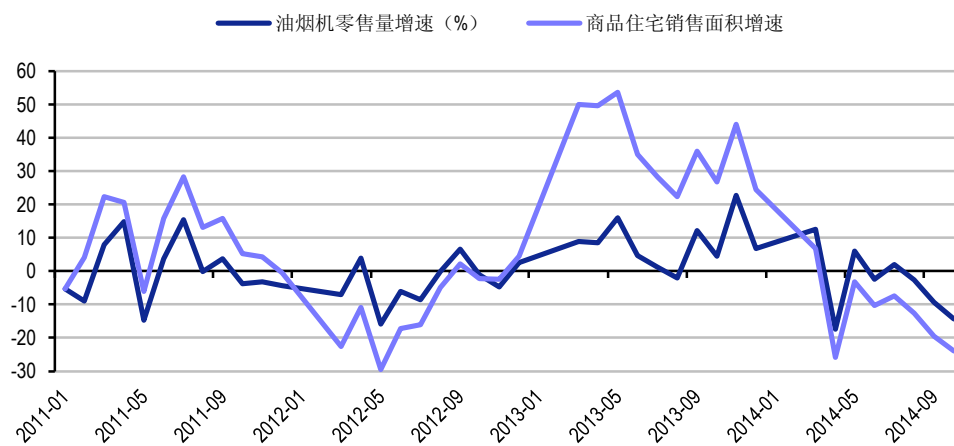
1.1 房贷政策放松有利烟灶行业成长

厨电需求与房地产行业高度相关，值得注意的是，自 2014 年下半年以来，国家对房地产市场的政策导向发生了变化，相关限购政策的逐步退出，一系列降息降准政策实施，对房地产市场产生了一定的积极作用。

而 2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发通知，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%。同时，缴存职工家庭使用住房公积金委托贷款购买首套普通自住房，最低首付比例下调为 20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付比例为 30%。

我们认为在积极的政策引导下，2015 年房地产有望加速企稳回暖，并将拉动烟灶产品需求。

图 1：油烟机零售量与商品房住宅销售高度相关

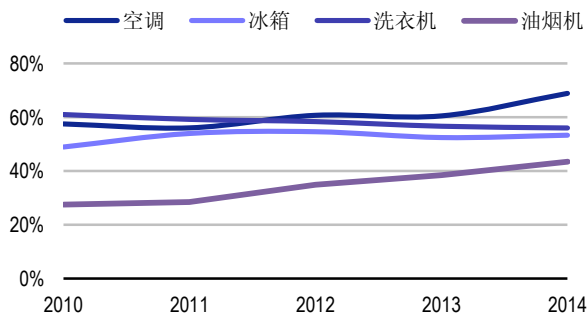


数据来源：国家统计局、中怡康数据库、安信证券研究中心

1.2 竞争格局优良，行业集中化趋势明显

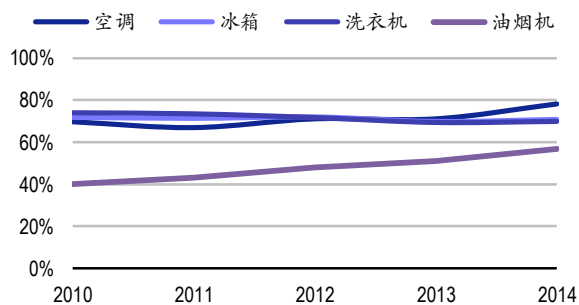
行业起步晚，集中度有提升空间。以抽油烟机为例，油烟机行业整体的销售量 CR3、CR5 仍然显著低于空冰洗行业，呈现较低的行业集中度。但值得注意的是，集中度呈现提升的趋势，2010 年，油烟机行业市场集中度 CR4、CR5 分别为 46.49%、53.71%，2014 年分别上升到 66.55%、72.00%，未来随着居民品牌意识的增强，且由于外资品牌产品力不适应国内市场需求，内资品牌集中度将进一步提高。老板电器作为行业龙头，将受益于行业集中度的提高，获得更高份额及利润。

图 2：油烟机行业 CR3 低于空冰洗行业



数据来源：中怡康数据库、安信证券研究中心

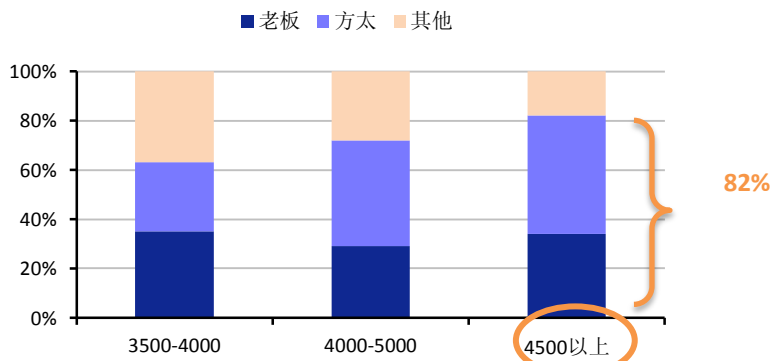
图 3：油烟机行业 CR5 低于空冰洗行业



数据来源：中怡康数据库、安信证券研究中心

高端市场呈现稳定的双寡头垄断格局。借助消费升级趋势，一二线城市的高端需求增长迅速，厨电行业成长空间大。老板、方太掌握高端定价权，品牌优势强，壁垒较高，其他品牌难以进入。2013 年，老板、方太的市占率达到 25.91%、25.43%，而高端市场中，老板、方太合计市场份额已经达到 82%。

图 4：老板、方太油烟机产品在不同价格区间内的份额



数据来源：中怡康数据库、安信证券研究中心

1.3 智能化升级为一二线增长点，城镇化将拉动三四线需求

一二线城市油烟机市场已经趋于饱和，智能化将为其注入新活力。随着智能设备的研发制造、互联网和大数据的发展，智能家电也迅速发展，电视等黑电互动属性很强的智能化产品已经走进人们的日常生活，空冰洗等白电也陆续推出了智能化产品。厨电行业尤其是烟灶类电器的智能化进程相对较慢，发展空间还很大。目前龙头企业均已经关注设备智能管理、大数据处理等方面，进军厨电智能化领域。

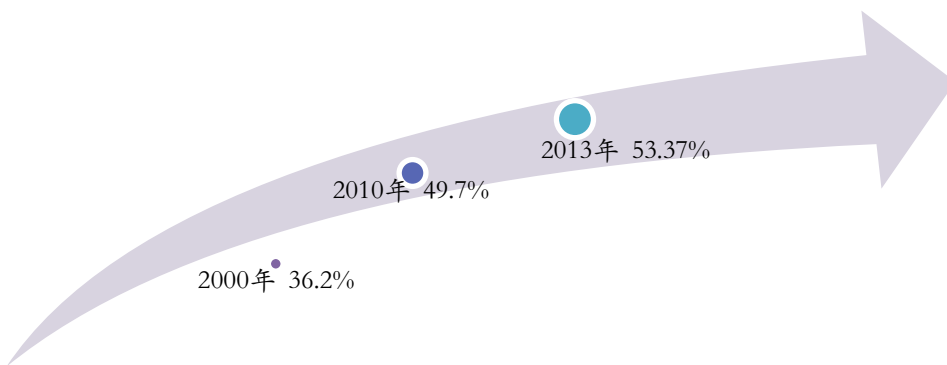
图 5：家电智能化蓬勃发展



数据来源：安信证券研究中心整理

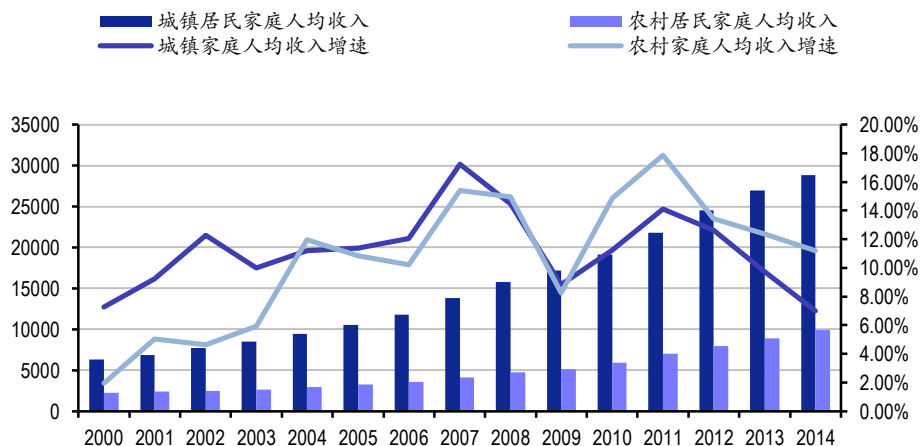
三四线城市增长空间大，城镇化带来增长新动力。人口普查结果显示，2000 年我国城镇化率为 36.2%，2010 年达到 49.7%，2013 年底达到 53.37%。随着十八大政策的出台，城镇化的步伐继续加快。随着农民收入的提高，城镇化加速，生活方式的调整，农村居民对油烟机的需求将大大增加。

图 6：我国城镇化率呈现稳步提升趋势



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

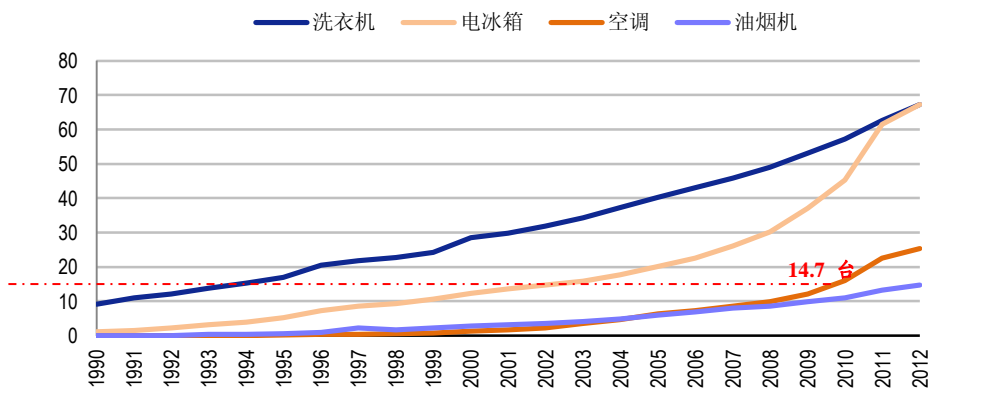
图 7：我国城镇、农村居民家庭人均收入变化——农村居民收入增速较快



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

农村居民油烟机保有量远低于空冰洗家电，成长空间巨大。2012年，农村平均每百户拥有洗衣机、电冰箱的数量达到67.2、67.3，空调为25.4，而油烟机数量只有14.7，仅相当于2002年冰箱保有量水平。目前城市油烟机每百户拥有量已经达到83，农村市场增长空间十分巨大。

图8：农村居民大家电保有量对比——抽油烟机远低于空冰洗



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

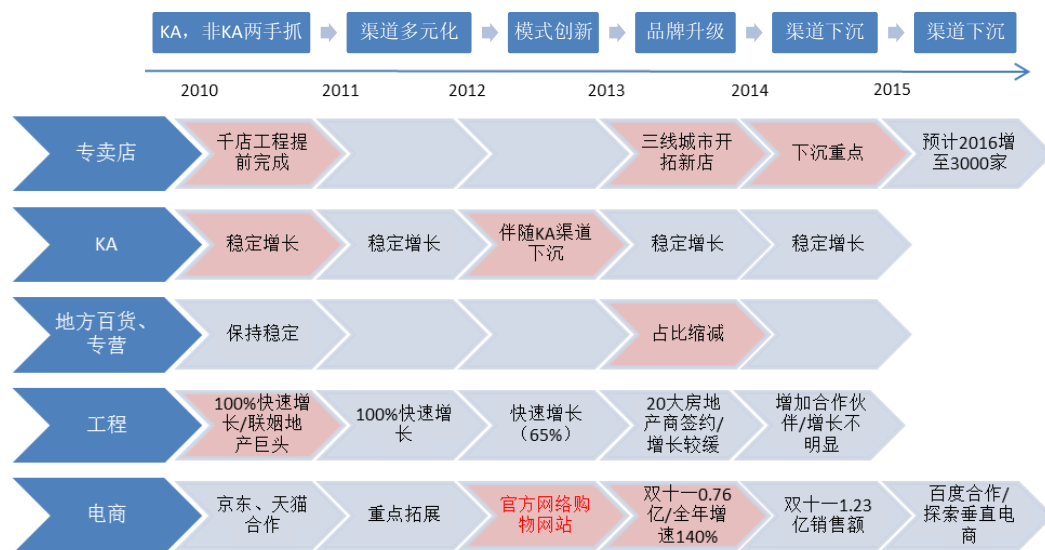
整体来说，厨电三四级市场发展空间，积极布局的企业有望获得先发优势，获得更快的额发展。

2 老板电器：渠道变革有力，龙头成长强劲

2.1 步步为营，渠道多元化稳步进行

公司因时制宜，积极布局，优化渠道结构。2010年公司在保持与KA稳定合作的基础上，积极开设品牌专卖店、与恒大、雅居乐、珠江投资、合生创展四大巨头形成战略联盟，促使工程渠道实现成倍增长。此外，公司积极提早布局网络购物渠道。2011、2012年，公司保持传统渠道的发展，积极开拓多元化渠道，重点发展电视购物、网络购物。至2013年，公司渠道多元化已显成效，渠道占比明显变化，电商渠道占比超过20%，销售额增长140%，传统地方百货渠道、工程渠道分别由2011年的20%、12%缩减至15%、8%。2014年以来，针对一二线市场趋于饱和，三四线市场广阔的局面，公司采取渠道下沉策略。

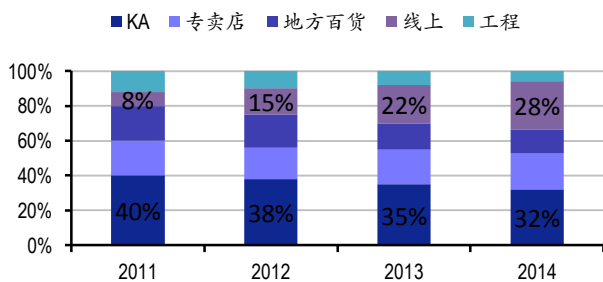
图 9：老板电器渠道多元化进程



数据来源：公司公告 安信证券研究中心整理

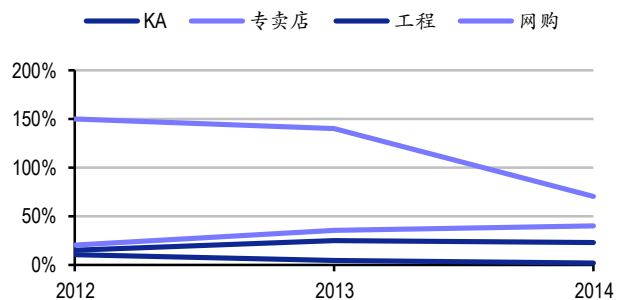
公司 KA 渠道稳定增长，专卖店渠道增速加快，线上渠道迅猛发展。线下渠道方面，KA 增速基本稳定在 20%-25%，公司通过专卖店建设积极开拓三四线市场，2013、2014 年专卖店增速为 35%、40%，受制于地产商推进精装修的步伐，近两年公司的工程渠道基本无增长；线上渠道方面，借助电商的蓬勃发展，公司销量增长迅猛，2012、2013 年增速达到 150%、140%，2014 年仍保持 70% 的增速。

图 10：2011-2014 老板电器各类渠道占比



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

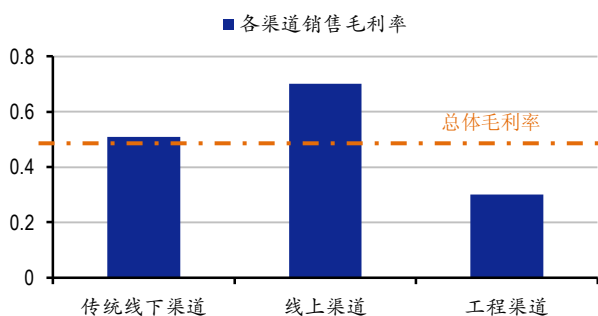
图 11：2012—2014 老板电器各类渠道增速



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

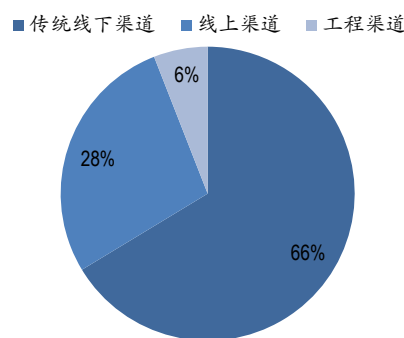
公司渠道结构得到优化发展，毛利率最高的线上渠道占比达到 25%-30%。公司 2013 年销售毛利率为 54.44%，其中传统线下渠道毛利率为 50%，线上渠道高达 70%，工程渠道约 30%。公司大力发展网络购物平台，渠道占比从 2011 年的 8% 发展至 2013 年底的 22%，预计 2014 年线上渠道占比将达到 28%。公司重点发展高毛利率渠道，大大提高盈利能力，2012 年到 2013 年营业收入分别为 19.6、26.5 亿元，增长率分别为 27.96%、35.21%，2014 年预测营业收入可达 35.8 亿元，增长 35%。

图 12: 2014 老板电器各类渠道销售毛利率 (%)



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

图 13: 2014 年老板电器各类渠道占比预测



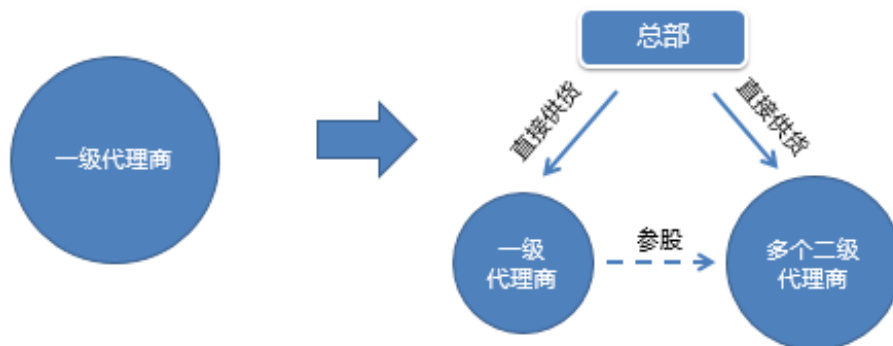
数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

2.2 有序下沉, 渠道改革逐步推进

2.2.1 改革方案: 掘金城镇化, 深耕三四线

2014 年, 公司开始进行渠道改革, 通过分拆三四级市场, 一级代理商持股, 引入二级代理商, 实现渠道下沉及扁平化。公司计划将原有大区拆分为若干小片区, 引入二级代理商, 由公司直接发货。为保证原有一级代理商的利益, 允许其参股二级代理公司。自 2014 年下半年改革开始, 到 2014 年底已经新增 12 个一级代理商, 累计 74 个一级代理商。部分地区分拆市场后增速达到 200%。

图 14: 老板电器渠道改革方式简图



数据来源: 安信证券研究中心

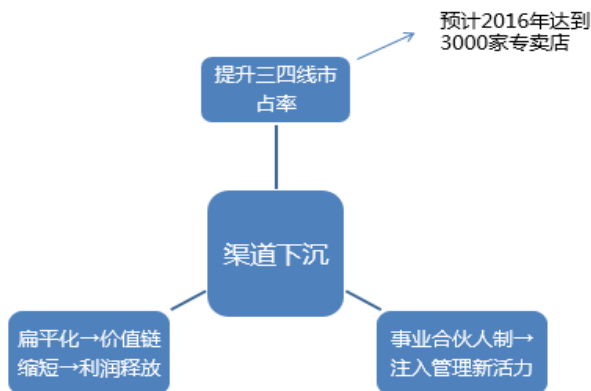
公司采取多项措施推进改革顺利高效进行:

- 参股二级代理公司, 保障既得利益者利益, 减少矛盾。公司允许原有一级代理商以投资人的角色向新划分的二级代理投资, 持股比例不超过 49%, 以此分享收益。
- 引入激励机制, 提高工作效率。公司决定在代理公司推行类似事业合伙人制度, 由代理商出让部分代理公司股权给核心团队, 同时设立增长率、市占率、经营覆盖范围等考核目标, 激励员工工作斗志, 推动渠道下沉工作进行。
- 成立“老板大学”, 提升代理商自身素养。11 月 16 日, 公司与长江商学院签订战略合作协议, 公司 60 多位一级代理商 (事业合伙人) 将参与为期两年的卓越领导者定

制课程。公司大力发展人才培养计划，有助于渠道改革的推进，对公司未来长期发展也有极大意义。

通过渠道下沉，提高三四线城市市占率，提升公司整体利润。一方面，渠道扁平化之后，产品从生产到终端消费者的价值链缩短，利润释放。另一方面，通过事业合伙人制度的推进，员工积极性得到提高，公司获得新活力，各级代理商与公司可以实现共赢。

图 15：渠道下沉预期结果



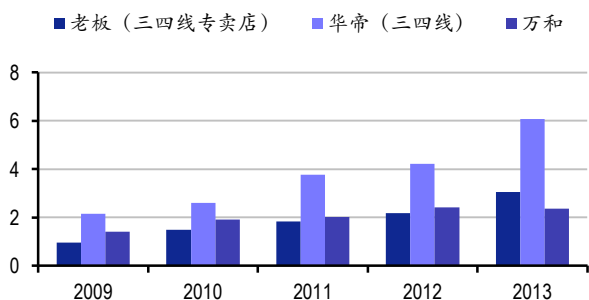
数据来源：安信证券研究中心整理

2.2.2 市场情况：华帝、万和为主要成为竞争对手 价格理顺后竞争力大幅提升

伴随公司渠道下沉，从一二线市场转向三四线市场，面对的主要市场、竞争对手也将变化。

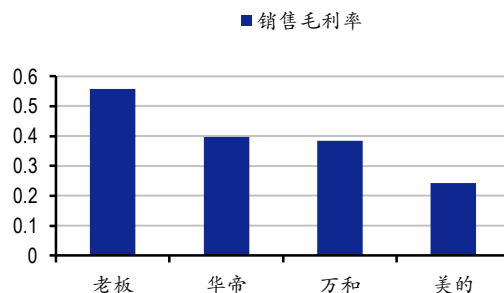
在三四线市场，公司的主要竞争对手是华帝、万和、美的等产品价格较低的公司。华帝、美的的油烟机 2014 年底的均价约为 2300 元/台，万和均价为 1700 元/台，而老板油烟机均价为 4000 元，公司在三四线主要渠道为专卖店，占比约 20%，以此估算公司在三四线的营业收入，与华帝、万和等对比，公司市占率很低。

图 16：2009-2013 各品牌油烟机营业收入（亿元）



数据来源：Wind 安信证券研究中心

图 17：2009-2013 各品牌油烟机销售毛利率（亿元）



数据来源：Wind 安信证券研究中心

通过渠道改革将利润老板的价格体系 三四线市场潜力空间大。在原有渠道体系下，老板电器并不关注更下一级渠道的价格，因而导致同一款产品在县一级的终端价反而比一二级市场更高。随着渠道下沉策略的开展，压制三四线市场扩张的价格因素将被消除。公司通过渠道扁平化，减少中间商，降低终端价格，提升自身与华帝、万和、美的的竞争力。公司在三四线市场的覆盖率也将快速提高，预计 2016 年专卖店将达到 3000 家以上。

此外，相对于华帝、万和等品牌，公司的高端产品线具有绝对领先优势，可以满足三线城市消费水平较高的消费者的需求。

表 1：三四线城市，老板与竞争对手优势劣势对比——渠道改革后，劣势得以弥补

	优势	劣势
老板	定位高端、品牌力强。	过去渠道不合理导致价格虚高价格过高，即三四线产品价格超过一二线市场（渠道改革后，三四级市场的终端价将有所下降） 三四线市场覆盖率低（渠道改革后下沉速度加快）
华帝	价格优势 市场覆盖广，乡镇网点达到 4200 家	毛利率相对较低 高端产品局限
万和	价格优势	毛利率低 油烟机占总收入比例低，关注度低
美的	价格优势 品牌渠道优势	进入市场时间晚

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

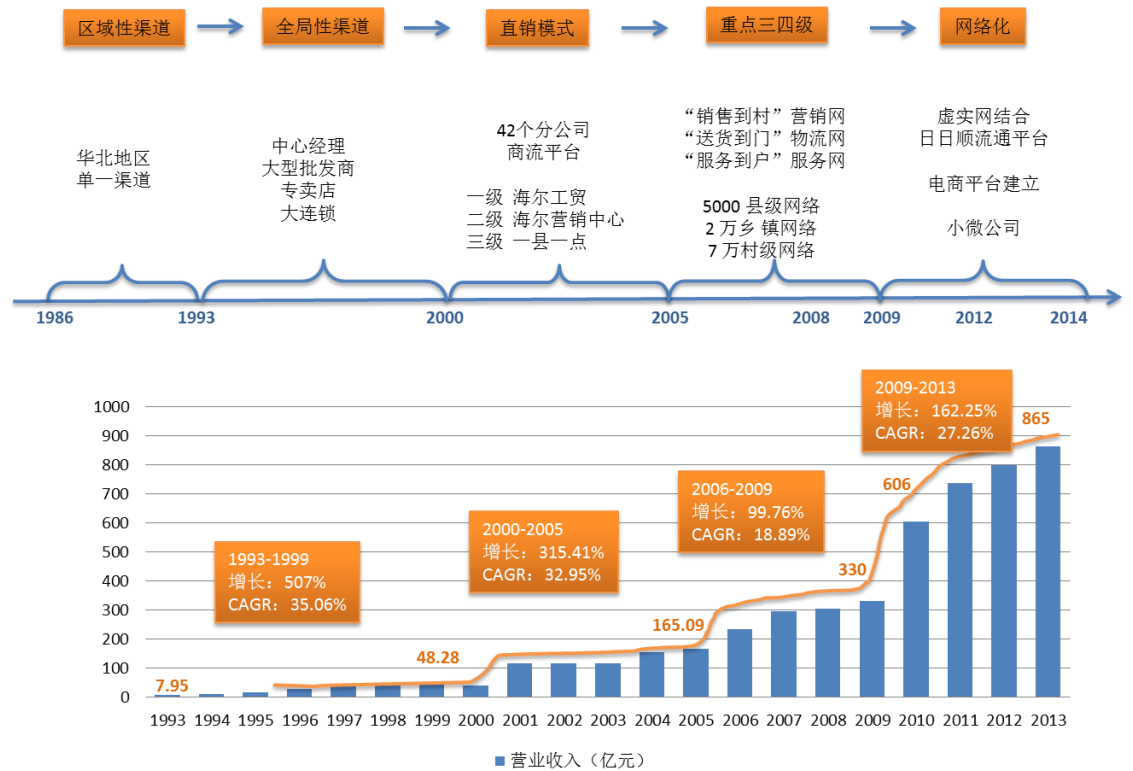
2.2.3 渠道优化刺激利润增长点（以海尔的成功经验为例）

回顾我国家电行业的发展历程，渠道是赢得市场和企业发展的重中之重，以青岛海尔为例，自其成立三十年来，通过不断地渠道改革及优化，实现利润的持续增长。

成功经验——海尔直销模式

海尔成立三十年来，通过不断地渠道改革及优化，实现利润的持续增长。自成立之初到如今，海尔的渠道策略依次是：区域性单一渠道、专卖店和 KA 共同发展的全局性渠道建设、通过 42 个工贸公司实现直销模式创新、通过人单合一和多网深入重点发展三四级市场、抓住互联网机会虚实网结合等。每一次渠道变革都给海尔带来利润的增长，每次变革期间 CAGR 达到 18%-35%。

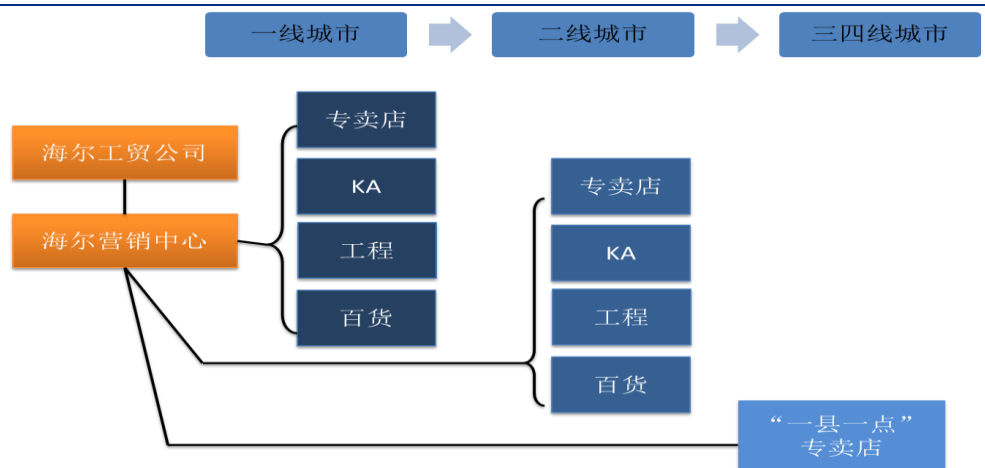
图 18：2009-2013 各品牌油烟机营业收入（亿元）



数据来源: Wind 公司公告 安信证券研究中心

2000年, 海尔推出直销模式, 成功开拓渠道, 占领市场。通过直销模式, 海尔强化了自身对渠道的控制力, 同时实现了渠道下沉, 对三四线市场的掌控。海尔在每个一级城市均设立了海尔工贸子公司, 设有营销中心。营销中心负责一线、二线城市所有零售商的销售工作, 同时通过“一县一点”直接向三四线及农村用户提供产品。

图 19: 海尔扁平化直销模式



数据来源: 安信证券研究中心整理

同样, 老板选择了渠道扁平化策略, 以此缩短价值链, 掌控更多的渠道权力。在平衡渠道成员利益方面, 老板电器的事业合伙人制度具有更大优势。在物流及服务, 虽然公司尚未形成海尔一样的全覆盖服务网点和专业物流团队, 但正在积极布局服务网络, 并且借助电商渠道, 公司产品陆续渗透到三线城市, 公司已经积累了一定的物流与服务经验, 有助于未来对三四线城市物流及服务的建设。

表 2: 海尔、老板电器渠道下沉改革对比

	海尔	老板电器
改革时间	2000-2012	2014 至今
渠道下沉方式	扁平化直销	事业合伙人制 扁平化
产品需求	品类多, 品牌强	品牌强
渠道利益	1. 直接为终端零售商提供管理、营销培训, 提高其收入 2. 通过稳定价格、增大销量保证批发商利益	1. 增大销量保证一级代理商利益 2. 允许一级代理商进行股权投资共享收益 3. “老板大学”MBA 管理课程
服务	全国覆盖网点 差异性服务	不断健全售后服务网络 升级 CRM 系统
物流	专业配送网络 “日日顺”公司	第三方物流
市场环境	三四线消费升级 家电下乡 补贴政策	城镇化趋势 互联网时代信息流速快 电商渠道趋于成熟

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心整理

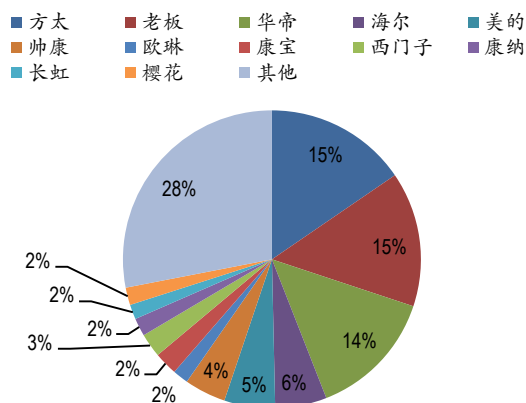
此外, 城镇化趋势、消费升级对于老板电器的三四线市场开拓具有很大促进作用。相比于海尔渠道下沉阶段, 互联网时代带来的信息加速流动、电商平台的日益完善将大大加快品牌推广的进程, 加快渠道下沉的步伐。

2.3 先发布局, 线上渠道蓬勃发展

2.3.1 线上市场格局与传统格局相似, 老板、方太双龙头

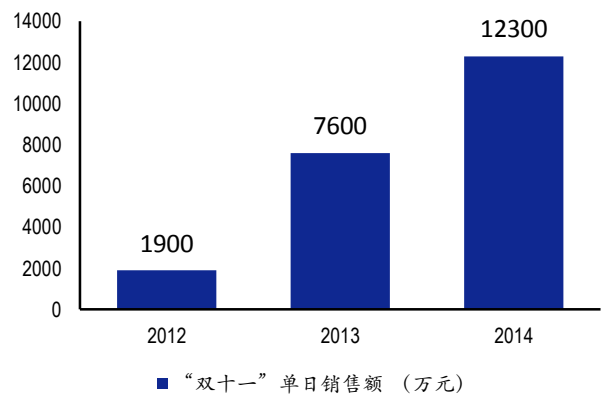
由于烟灶产品服务壁垒比较高, 线上渠道仍然很难进入, 因此线上市场格局与线下基本相似。主流品牌合计占比约 60%。其中老板、方太 B2C 销售份额超过 15%, 华帝约占 14%, 紧随其后。2012 到 2014 年, 公司“双十一”单日销售额分别为 0.19、0.76、1.23 亿元, 实现 300%、62% 的快速增长。

图 20: 八大 B2C 电商平台烟灶市场销售份额 (2014H1)



数据来源: 易观国际, 安信证券研究中心

图 21: 2012-2014 老板电器“双十一”单日销售额



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.3.2 多平台齐发力, 攫取高额利润

老板电器与多个 B2C 平台合作, 同时大力发展自身官方购物网站。公司是最早进入线上渠道的公司之一, 早在 2009 年公司就与京东开展了合作, 目前在京东、苏宁易购、天猫商城均设有公司总部直接销售的官方旗舰店。此外公司也是最早成立自建网购平台的烟灶行业公司, 2010 年建立“老板官方购物网站”。公司自己负责电商的零售, 直销产品,

缩短价值链,因此相较于其他品牌,电商毛利率非常高,可达到70%,净利率也超过20%。

公司线上渠道利润率显著高于竞争对手,主要有以下几个原因:1.公司产品自身结构优良,毛利率持续提高;2.公司自建公司自建平台,直销产品,缩短价值链,降低成本。3.公司与京东、天猫等大型B2C平台合作,签订协议,降低中间销售费用。

图 22: 电商平台官方旗舰店



数据来源: 安信证券研究中心

图 23: 老板电器官方购物网站



数据来源: 老板电器官方购物网站 安信证券研究中心

3 商用领域是家用领域的自然延展

从更长远的发展来看,若参考格力的成长路径,其业务由家用空调延展至商用空调,从家用空调龙头,发展为商用空调龙头,保证了格力的成长性。我们认为,老板在抽油烟机领域的地位类似于格力在空调领域的地位,未来进军商用将为公司现有业务的自然延展,有望为公司打开新的成长空间。

3.1 油烟有害物质含量高 对其处理是环保的必要

相比于西式厨房,中式厨房在烹调过程中产生的油烟量较大,有害成分更多更复杂。在食用油及食物高温加热后产生的油烟和燃料燃烧烟气的混合气体中,由于化学反应产生生物有害物质超过300种,主要是各种醛、酮、烃、脂肪酸、醇、芳香族化合物、酮、内酯、杂环化合物等,此外还有多环芳烃类和杂环胺类等物质。科学实验表明,这些化合物对人体健康有较大危害,吸入高浓油烟气可造成肺部炎症和组织细胞损伤,肺活量下降;油烟烟气影响人体的细胞免疫、巨噬细胞功能,造成人体免疫功能下降;油烟烟气中存在着能引起基因突变、DNA损伤、染色体损伤等物质,具有潜在的致癌性。

油烟中其他有害物质的情况,根据2010年安徽省教育厅自然科学基金的一项对蜂窝煤、液化气和天然气3种类型的民用燃料燃烧的烹调油烟中气态污染物情况进行的研究,结果表明SO₂、NO₂、CO、CO₂及PM_{2.5}、PM₁₀的浓度均超过室内空气质量标准规定的浓度限值。其中超标倍数较大的分别是天然气的CO₂(5.2倍),液化石油气的NO₂(11.1倍),蜂窝煤的SO₂(12.4倍)、CO(16.5倍);天然气的PM_{2.5}、PM₁₀超标倍数分别是117.0倍、145.5倍。对PM_{2.5}、PM₁₀的金属成分分析结果显示锰、锌、铁含量较高,铅、铜次之,铬、镉、汞含量最低;PM_{2.5}、PM₁₀的多环芳烃类有机成分菲、苯并芘含量均较高,并得出结论,说明油烟是居室内空气污染主要来源,且污染程度严重。

表 3: 3 种类型燃料燃烧产生的 NO₂、SO₂、CO、CO₂ 浓度

燃料类型	NO ₂ (mg/m ³)			SO ₂ (mg/m ³)			CO(mg/m ³)			CO ₂ (%)		
	中位数	范围	超标	中位数	范围	超标	中位数	范围	超标	中位数	范围	超标

			倍数			倍数			倍数			倍数
天然气	2.19	1.73~3.85	9.1	5.30	0.00~21.7	10.6	58.01	6.27~163.04	5.8	0.52	0.24~0.80	5.2
液化气	2.65	1.02~4.33	11.1	1.00	0.70~1.40	2.0	32.40	17.77~63.76	3.2	0.42	0.24~0.78	4.2
蜂窝煤	1.30	0.69~1.74	5.4	6.20	4.60~10.10	12.4	164.61	99.29~228.89	16.5	0.30	0.16~0.38	3.0

数据来源：安徽省教育厅自然科学基金 安信证券研究中心

表 4：3 种类型燃料燃烧产生的 PM2.5 和 PM10 超标倍数

燃料类型	PM2.5 超标倍数	PM10 超标倍数
天然气	117	145.5
液化气	86.3	89.4
蜂窝煤	28.3	28.7

数据来源：安徽省教育厅自然科学基金 安信证券研究中心

与家用油烟排放不同，在商用领域，国家法规对于油烟排放的规定以及环保部门实际执行将越来越严格。根据《HCRJ 048-1999 饮食业油烟净化器认定技术条件》，目前市场上主要的法律法规使用的是排风量大于 2000 立方米/h(标)的油烟净化器，主要为商用领域的。

我国环境立法一直落后于经济发展，目前饮食业油烟排放标准仍然使用 2001 年颁布的 GB 18483-2001《饮食业油烟排放标准》，标准并没有对这些有害物质的含量作出明确的规定，而且目前我国环境方面的相关要求也低于国际水准。仅以 PM2.5 为例，目前我国 PM2.5（可入肺颗粒物、细颗粒物）标准采用世卫组织设定最宽限值，其中 PM2.5 年和 24 小时平均浓度限值分别定为 35 微克/立方米和 75 微克/立方米，而对比美国现行对应的限值，分别为 15 微克/立方米和 35 微克/立方米，可见在环境方面我们还有许多的问题亟需解决。

2000 年新颁布的《大气污染防治法》中第 44 条，明确规定了**城市饮食服务业的经营者必须采取措施防止油烟对附近居民的居住环境造成污染**。根据 2001 年正式颁布的中华人民共和国国家标准 GB 18483-2001《饮食业油烟排放标准》，**所有餐饮业企业必须安装油烟净化设备**。

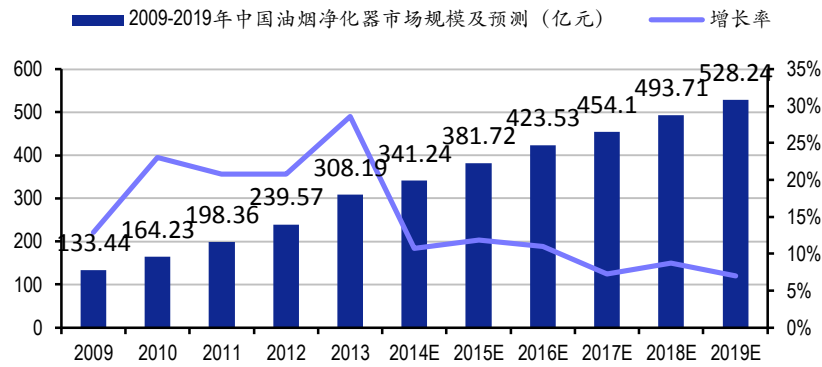
根据 2015 年新《环保法》的规定，违反法律规定，未取得排污许可证排放污染物，被责令停止排污，拒不执行的，情节较轻的，处五日以上十日以下拘留。严重污染者构成犯罪的，还要依法追究刑事责任，最高刑罚可达 7 年。同时，新《环保法》赋予了环境保护部门对排污企业进行查封和扣押等行政强制措施权。**可以预见的是，随着 2015 年《新环保法》的实施，以及环保部门执法力度加强，对于油烟处理的要求将会越来越高。**

3.2 油烟净化器市场广阔 强力竞争者不多

油烟净化器适用范围广阔，主要可以用于宾馆、饭馆、酒家、餐厅以及学校、机关、工厂等场所的厨房油烟的净化治理；食品油炸、烹饪加工行业；油溅热处理车间、油雾润滑车间、工件焊接车间以及烯油锅炉排放等工业场合。

根据国家统计局的数据,2009 年,中国油烟净化器市场规模 133.44 亿元,同比增长 12.88%;2013 年,我国中国油烟净化器市场规模 308.19 亿元,同比增长 28.64%。保守估计 2014 年中国油烟净化器市场规模达到 341.24 亿元,2019 年市场规模将达到 528.24 亿元,复合增长率 CAGR 为 9.13%。**未来我国油烟净化器市场规模将稳健增长。**

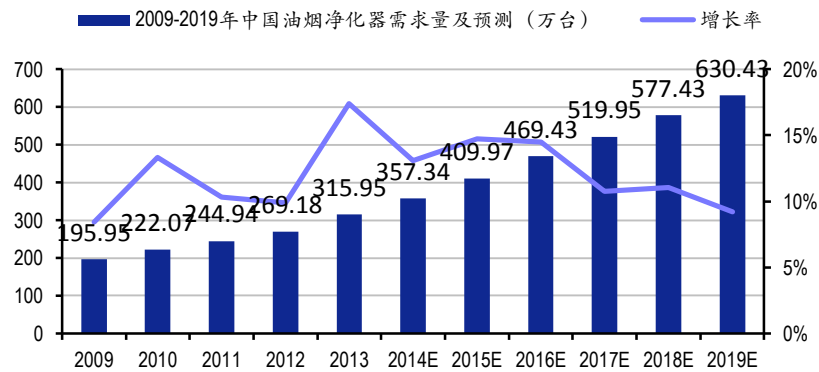
图 24：2009-2019 年中国油烟净化器市场规模及预测



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

2009 年，中国油烟净化器市场需求量 195.95 万台，同比增长 8.44%；2013 年，中国油烟净化器市场需求量 315.95 万台，同比增长 17.38%。保守预计 2019 年中国油烟净化器市场需求量将达到 630.43 万台，2014 年-2019 年复合增长率为 12.02%。

图 25：2009-2019 年中国油烟净化器需求量及预测



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

目前国产品牌主导了国内油烟净化器市场，国产品牌的侧重点也同样集中在国内市场。根据国家统计局的数据，进口油烟净化器在国内市场需求量的占比不足 15%，国内市场需求绝大多数由国产油烟净化器品牌满足。

表 5：国产品牌主导国内油烟净化器市场，进口占比较低

年份	进口量 (万台)	需求量 (万台)	进口占比
2009	16.25	195.95	8.29%
2010	31.36	222.07	14.12%
2011	40.15	244.94	16.39%
2012	44.2	269.18	16.42%
2013	48.4	315.95	15.32%
2014E	52.27	357.34	14.63%
2015E	56.98	409.97	13.90%
2016E	63.6	469.43	13.55%
2017E	70.58	519.95	13.57%
2018E	77.73	577.43	13.46%
2019E	84.89	630.43	13.47%

数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

从出口数据来看，国内厂商生产的油烟净化器主要销售于国内市场，出口数量占总产量的比重不足1/4。

表 6：国内厂商仍主要注重于国内市场，出口占比不高

年份	出口量 (万台)	产量 (万台)	出口占比
2009	24.07	200.24	12.02%
2010	36.83	227.48	16.19%
2011	55.25	250.68	22.04%
2012	66.3	276.25	24.00%
2013	73	326.25	22.38%
2014E	81.76	368.99	22.16%
2015E	94.01	421.76	22.29%
2016E	108.73	483.54	22.49%
2017E	125.88	537.75	23.41%
2018E	146.15	594.91	24.57%
2019E	172.4	651.78	26.45%

数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

目前国内销售的油烟净化设备品牌主要包括保丽洁、科蓝、埃尔斯虏森等数十种品牌，售价在几百到数千元不等。

图 26：科怡油烟净化器



数据来源：公开资料整理 安信证券研究中心

图 27：埃尔斯虏森 titan 超低空排放油烟净化器



数据来源：公开资料整理 安信证券研究中心

在油烟净化器行业中，佛山科蓝环保公司是全球首家把静电除尘技术运用在餐饮业油烟治理的企业；埃尔斯虏森是全球最大的餐饮油烟低空排放和餐饮油烟异味净化的解决方案供应商之一，也是全球第一台餐饮业油烟净化器的研发和生产者；江苏保丽洁环境科技股份有限公司先后研发出工业油烟净化、商用油烟净化、商用空气净化等系列空气净化设备,产品出口北美、南美、欧洲、非洲、中东和东南亚等多个国家和地区。但总体来说，油烟净化器行业的集中度不高，强大竞争者并不多。

3.3 若进军商用油烟净化领域 有望异军突起

3.3.1 商用油烟净化器的标准比家用领域更高

从技术指标上来看，商用油烟净化器与家用抽油烟机有所不同，主要集中在风量、灶口数量、处理油烟效率、噪音等方面。

餐饮企业一般需要安装国家免检的品牌的油烟净化器，如果不是免检的牌子需要另交检测费，并且经过监测站检测合格后才可以使用。因此，市场上销售的油烟净化器产品通常需要满足以下几个门槛要求：

(1) 严格按照《饮食业油烟净化器》(HCRJ048-1999)以及《饮食业油烟净化设备技术要求及检测技术规范》(HJ/T62-2001)规定的技术条件设计制造。

(2) 符合国家环保总局要求的《饮食业油烟排放标准》(GB18483-2001)要求，获得中国环境保护产业协会颁发的《环境保护产品认定证书》。

《饮食业油烟排放标准》(GB18483-2001)对于饮食业单位的规模划分以及相应规模单位对应的**油烟最高允许排放浓度**和**油烟净化设施最低去除效率**进行了严格的规定，而家用抽油烟机的净化效率并没有明确规定。

表 7：饮食业单位的规模划分

规模	小型	中型	大型
基准灶头数	>=1,<3	>=3,<6	>=6
对应灶头总功率 (10 ⁸ J/h)	>=1.67,<5.00	>=5.00,<10	>=10
对应排气罩灶面总投影面积 (m ²)	>=1.1,<3.3	>=3.3,<6.6	>=6.6

数据来源：《饮食业油烟排放标准》(GB18483-2001) 安信证券研究中心整理

表 8：饮食业单位油烟最高允许排放浓度和油烟净化设施最低去除效率

规模	小型	中型	大型
最高允许排放浓度 (mg/m ³)	2.0		
净化设施最低去除效率 (%)	60	75	85

数据来源：安信证券研究中心整理

《饮食业油烟净化设备技术要求及检测技术规范》(HJ/T62-2001)中则**根据油烟净化设备的额定处理风量**规定了**油烟去除效率**。

表 9：油烟净化设备最低去除效率限值

额定处理风量(m ³ /h)) >=2000~< 6000) >=6000~< 12000) >=12000
运行时间修正系数 K	0.85	0.95	1
最低去除效率 (%)	60	75	75

数据来源：《饮食业油烟净化设备技术要求及检测技术规范》 安信证券研究中心

根据《声环境质量标准》(GB3096—2008)的规定，商用油烟净化器不能超越环境噪音规定的范畴。

表 10：我国城市区域环境噪声标准 (dB)

类别	适用区域	昼间	夜间
0	特殊安静区 (疗养院、高级别墅区等)	50	40
1	居住、文教机关区	55	45
2	居住、商业、工业混杂区	60	50
3	工业区	65	55
4a	a) 穿越城区的既有铁路干线; b) 对穿越城区的既有铁路干线进行改建、扩建的铁路建设项目。	70	55

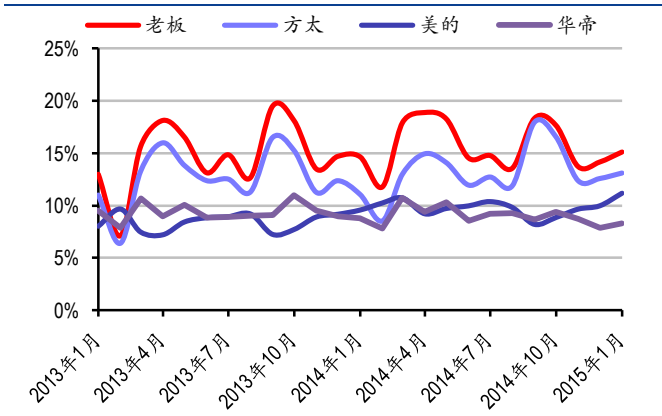
4b	新建铁路（含新开廊道的增建铁路）干线建设项目两侧区域	70	60
----	----------------------------	----	----

数据来源：《声环境质量标准》（GB3096—2008） 安信证券研究中心

3.3.2 多年积累可助力商用领域快速崛起

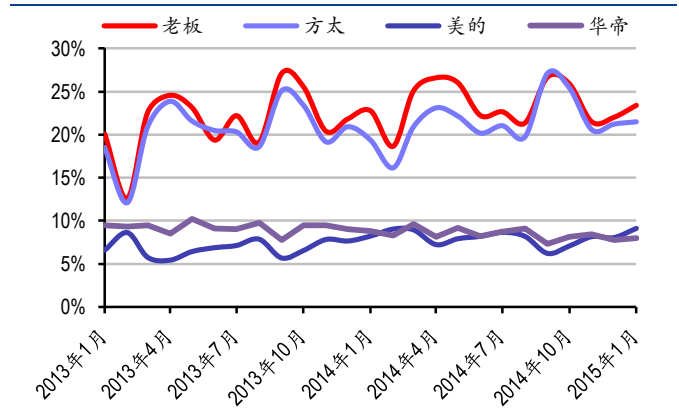
公司在家用油烟机领域长期保持市占率第一的龙头地位，主要竞争对手包括方太、美的、华帝等。公司可以依托在家用领域长期的技术积累和品牌优势，自然地将业务延展到空间更大的商用油烟净化器领域。

图 28：老板油烟机销售量市场占有率



数据来源：中怡康 安信证券研究中心

图 29：老板油烟机销售额市场占有率



数据来源：中怡康 安信证券研究中心

商用油烟净化器领域对产品技术规格和款式要求更为复杂，以某品牌的 ZYJ-ZD 型油烟净化器为例，其产品规格根据灶眼数量、处理风量以及功率等指标各有不同。

表 11：ZYJ-ZD 型油烟净化器产品系列

油烟净化器型号	处理风量(m³/h)	适应灶眼数	功率 (W)	电源	材质说明
ZYJ-JD-2	2000	1	95	220V、380V 两种电压	机体采用模具冲压一次成型、箱体内外喷塑处理，内部单元极板采用优质轻型铝板，防腐性能好、使用寿命长。
ZYJ-JD-4	4000	2	110		
ZYJ-JD-6	6000	3	160		
ZYJ-JD-8	8000	4	200		
ZYJ-JD-10	10000	5	230		
ZYJ-JD-12	12000	6	280		
ZYJ-JD-14	14000	7	320		
ZYJ-JD-16	16000	8	360		
ZYJ-JD-18	18000	9	400		
ZYJ-JD-20	20000	10	430		

数据来源：安信证券研究中心整理

公司具有强大的品牌号召力。从 1991 年至今，“老板”牌吸油烟机先后获得厨电行业内唯一“中华人民共和国质量银奖”、“中国名牌产品”、“国家免检产品”；“老板”商标被认定为“中国驰名商标”；“老板”品牌荣获“中国厨电行业最具影响力品牌”、“中国 500 最具价值品牌”。经过二十多年的精耕细作，“老板”品牌已成为国内知名度最高、最受消费者喜爱的专业化高端厨房电器品牌之一。2013 年，“老板”品牌作为中国首个高端厨电品牌上榜 2013 胡润品牌榜。

公司积累了产品持续创新的能力。目前公司的技术中心获得国家认定技术中心，实验室通过 CNAS 认证，跻身国家级实验室行列，业内最先进的定制化柔性生产系统、国内顶尖的精工制造中心等。此外，公司已与浙江大学、武汉大学、浙江工业大学等国内知名院校建立了长期合作机制。

我们认为，商用油烟净化器领域是家用领域的自然延展。当前国内油烟净化器市场规模持续增长，且行业集中度不高，技术规范执行较为松散。在监管越来越严格的环境下，一旦具有技术优势和品牌号召力的企业进入，将在竞争中占据较大优势，迅速占据市场份额。如果以 10% 的市占率估算，油烟净化器业务每年将为企业新增 30~50 亿元的收入，发展前景广阔。

4 盈利预测及投资评级

4.1 盈利预测

我们预计 2014-2016 年公司营业收入将达 35.9、47.0、61.8 亿元；公司净利润将达 5.76、8.06、10.51 亿元；我们上调 2015 净利润增速分别为 49.2%、40.1% 和 30.3%；2014-2016 年，EPS 将达 1.80、2.52、3.28 元。

4.2 投资建议：目标价 65 元 首次给予公司买入-A 评级

公司推出股权激励方案实现利益捆绑，将成为业绩增长的另一大保证。给予买入-A 评级，6 个月目标价 65 元，对应于 2015 年 26 倍 PE。

表 12：可比公司盈利预测及估值

名称	股价	总股本 百万股	总市值 亿元	EPS			PE		
	15/3/30			13A	14E	15E	13A	14E	15E
苏泊尔	20.28	634	129	0.93	1.09	1.30	21.88	18.64	15.59
九阳股份	14.54	768	112	0.62	0.69	0.78	23.45	21.07	18.73
华帝股份	15.09	359	54	0.77	0.86	1.10	19.60	17.64	13.66
蒙发利	20.05	360	72	0.44	0.39	0.59	46.09	51.41	33.94
浙江美大	33.95	200	68	0.54	0.69	0.87	62.87	49.20	39.02
哈尔斯	33.12	91	30	0.64	0.77	1.02	51.75	43.01	32.47
爱仕达	16.68	240	40	0.18	0.35	0.49	92.67	47.66	34.04
均值							45.47	35.52	26.78

数据来源：Wind 安信证券研究中心

5. 风险提示

房地产波动风险；原材料价格大幅波动；公司渠道下沉改革推进不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月30日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,962.7	2,653.8	3,590.0	4,720.5	6,180.8	成长性					
减:营业成本	911.0	1,209.2	1,585.2	2,034.5	2,636.0	营业收入增长率	28.0%	35.2%	35.3%	31.5%	30.9%
营业税费	21.6	28.1	39.5	51.9	68.0	营业利润增长率	41.8%	48.0%	47.0%	43.1%	33.8%
销售费用	599.2	798.1	1,077.0	1,392.5	1,821.5	净利润增长率	43.3%	43.9%	49.2%	40.1%	30.3%
管理费用	162.1	210.3	280.7	354.0	463.6	EBITDA 增长率	48.0%	50.2%	52.9%	47.5%	32.5%
财务费用	-29.5	-35.5	-37.8	-39.5	-47.5	EBIT 增长率	44.1%	51.0%	50.6%	45.5%	34.4%
资产减值损失	1.3	3.9	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	43.2%	50.6%	50.3%	45.5%	34.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.9%	28.8%	51.8%	34.5%	17.2%
投资和汇兑收益	0.1	-	3.0	0.1	0.1	净资产增长率	15.3%	17.3%	20.9%	20.9%	23.2%
营业利润	297.1	439.7	646.3	925.1	1,237.4	利润率					
加:营业外净收支	10.1	3.9	17.5	13.8	10.8	毛利率	53.6%	54.4%	55.8%	56.9%	57.4%
利润总额	307.2	443.6	663.8	938.9	1,248.2	营业利润率	15.1%	16.6%	18.0%	19.6%	20.0%
减:所得税	44.8	65.9	99.6	140.8	187.2	净利润率	13.7%	14.5%	16.0%	17.1%	17.0%
净利润	268.0	385.6	575.5	806.0	1,050.4	EBITDA/营业收入	14.9%	16.5%	18.7%	21.0%	21.2%
						EBIT/营业收入	13.6%	15.2%	17.0%	18.8%	19.3%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	43	46	44	56	54
货币资金	1,119.8	1,280.3	1,288.0	1,408.1	1,835.3	流动营业资本周转天数	37	34	33	34	36
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	328	290	250	224	215
应收帐款	148.5	217.5	241.2	362.0	462.1	应收帐款周转天数	26	25	23	23	24
应收票据	315.2	378.0	519.5	660.6	884.6	存货周转天数	56	52	49	48	48
预付帐款	10.7	13.6	30.4	26.1	47.2	总资产周转天数	390	348	313	292	277
存货	315.9	448.9	537.4	728.5	911.7	投资资本周转天数	98	91	95	103	98
其他流动资产	30.1	2.1	30.1	30.1	30.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.1%	18.5%	22.9%	26.7%	28.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.2%	13.5%	16.4%	18.9%	20.0%
长期股权投资	1.1	-	-	-	-	ROIC	47.1%	58.7%	68.5%	65.6%	65.5%
投资性房地产	-	0.1	0.1	0.1	0.1	费用率					
固定资产	346.9	332.1	553.6	907.1	953.1	销售费用率	30.5%	30.1%	30.0%	29.5%	29.5%
在建工程	-	31.8	152.7	-	40.0	管理费用率	8.3%	7.9%	7.8%	7.5%	7.5%
无形资产	39.7	92.7	90.4	87.9	129.7	财务费用率	-1.5%	-1.3%	-1.1%	-0.8%	-0.8%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	37.3%	36.7%	36.8%	36.2%	36.2%
资产总额	2,332.3	2,802.8	3,446.5	4,213.4	5,297.3	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	25.4%	27.2%	28.4%	29.2%	30.6%
应付帐款	356.7	473.4	592.3	775.4	996.6	负权益比	34.0%	37.3%	39.6%	41.2%	44.0%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.28	3.08	2.71	2.62	2.58
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.75	2.49	2.16	2.02	2.01
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-9.07	-11.38	-16.10	-22.41	-25.04
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	591.4	761.1	978.0	1,229.0	1,619.5	DPS(元)	0.24	0.40	0.63	0.88	1.15
少数股东权益	13.9	6.0	-5.3	-13.3	-2.7	分红比率	28.7%	33.2%	35.0%	35.0%	35.0%
股本	256.0	256.0	320.0	320.0	320.0	股息收益率	0.5%	0.8%	1.3%	1.9%	2.4%
留存收益	1,470.9	1,779.8	2,153.8	2,677.8	3,360.5						
股东权益	1,740.9	2,041.7	2,468.5	2,984.5	3,677.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.83	1.19	1.80	2.52	3.28
净利润	262.3	377.6	575.5	806.0	1,050.4	BVPS(元)	5.33	6.28	7.73	9.37	11.50
加:折旧和摊销	24.9	36.0	62.9	104.7	122.2	PE(X)	57.3	39.8	26.4	18.8	14.4
资产减值准备	1.3	3.9	-	-	-	PB(X)	8.9	7.5	6.1	5.1	4.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	92.2	70.9	82.5	37.0	19.3
财务费用	0.1	-	-37.8	-39.5	-47.5	P/S	7.8	5.8	4.2	3.2	2.5
投资损失	-0.1	-	-3.0	-0.1	-0.1	EV/EBITDA	12.2	20.1	20.6	13.9	10.1
少数股东损益	-5.7	-8.0	-11.3	-8.0	10.6	CAGR(%)	44.9%	41.1%	44.5%	44.9%	41.1%
营运资金的变动	50.5	-85.8	-49.0	-197.5	-138.4	PEG	1.3	1.0	0.6	0.4	0.4
经营活动产生现金流量	324.1	322.8	537.3	665.7	997.1	ROIC/WACC	5.6	7.0	8.1	7.8	7.8
投资活动产生现金流量	-195.8	-87.5	-430.0	-302.9	-249.9	REP	1.1	1.7	1.5	1.1	0.9
融资活动产生现金流量	-31.5	-76.8	-99.6	-242.6	-320.1						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

