安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 08 月 23 日

公司动态分析

证券研究报告

白色家电

格力电器（000651.SZ）

渠道去库存加快进行，高分红体现白马价值

■事件： 2016 年上半年公司实现收入 500.9 亿元，同比下降 2.9%；实现归母净利润 64.0 亿元，同比上涨 11.9%。扣非归母净利润为 70.5 亿元，同比增长 35.3%

■16H1 去库存大幅加速，主动转型影响短期业绩：从产业在线数据看，格力空调 16H1 出货量为 1572 万台，同比-23.6%；其中 16Q2 单季出货量同比下滑 24.4%。根据中怡康数据，16H1 年格力空调零售量、零售额分别为-2.2%、+0.89%。零售端降幅缩小与出货端大幅下滑之间产生的巨大差距，这也表明了渠道去库存正在快速进行。同时，根据零售额增速增长而零售量下滑的情况可以看出，空调零售端产品升级所带来的均价提升趋势仍在保持，我们预计，随着今年炎夏的有利环境，空调去库存的进程将在 16Q3 完成。

■均价回升原材料降价，结合汇兑收益提升净利率：公司 16H1 收入 500.9 亿元，同比下降 2.9%，内销营收同比下降 5.8%，出口业务营收同比增加 24.5%。毛利率为 38.7%，同比大幅上升 8.1pct。16H1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 18.8%、5.6%、-5.9%，同比+6.5、1.0、-5.5pct。我们认为，毛利率和销售费用率的大幅上涨，与出货政策与返利计算模式计算有一定影响，同时原材料的下降和高毛利自主品牌的出口占比提升亦对毛利率上升有所贡献。

■16H1 经营性净现金下滑明显，周转效率有所上升：公司 16H1 年存货和应收账款周转天数为 42.8 天和 15.8 天，同比-2.8、+2.2 天，周转效率有所上升。公司货币现金为 994.2 亿元，较年初上升 11.9%，现金储备充足。16H1 其他流动负债为 612.4 亿元，较年初上升 11.3%，值得注意的是，其中销售返利为 593.5 亿，较年初提高了 11.9%，快于收入规模增长。与此同时，16H1 递延所得税资产 109.1 亿元，较年初上升 24.4%。本期预收账款为 46.1 亿，较期初减少了 39.5%，经营性净现金流为 114.5 亿元，同比减少 61.5%，其中销售商品及提供劳务现金流入同比下滑 40.3%。

■高现金分红彰显高价值：公司 2013-2015 年现金分红率为 41.5%、63.6%及 72%。公司持续的高分红率也说明了公司对于股东回报的诚意。本期公司修正了关于股利分配方面的章程，并出具了未来三年股东回报规划。规划指出，根据公司经营情况，若在该规划期间，分红年度内无重大投资计划或重大现金支出项目（募集资金投资项目除外）发生，则公司该年度现金分红金额占当年归属于母公司净利润的比例不低于最近三年平均分红比率，即不低于 60%。并且在确保足额现金分红情况下，公司可以另行增加股票分配方式。公司对股东回报的承诺也彰显了公司作为优质白马股的价值。目前公司 16E 股息率为 7.3%。

■投资建议：我们认为空调行业去库存有望在 16Q3 接近尾声，公司超高的现金分红率及股息率凸显长期投资价值且公司与银隆的协同效应值得期待。暂不考虑银隆并表影响，预计 16E 完成配套定增，17E 完成银隆收购，我们上调公司盈利预测，2016-2018 年收入增速分别为 14.2%、15.4%、7.3%，净利润增速分别为 14.4%、15.9%、7.8%，对应摊薄后 EPS 为 2.15、2.22、2.39 元；另外，由于公司公布了银隆未来三年的业绩承诺，即 2016 年度、 2017 年度和 2018 年度三个会计年度内的实际净利润数分别不低于 7.2 亿元、 10 亿元和 14 亿元。据此我们对于 6 个月目标价进行测算，空调业务部分给予 2016E 10x PE，银隆部分我们给予 2016E 40x PE，计算出 6 个月目标价 25.86 元，维持买入-A 的投资评级。

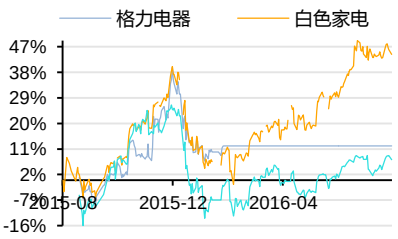
■风险提示：原材料价格波动风险；渠道库存压力；新业务不及预期。

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	25.86 元
股价（2016-08-22）	17.72 元

交易数据

总市值（百万元）	106,598.75
流通市值(百万元)	105,823.06
总股本（百万股）	6,015.73
流通股本(百万股)	5,971.96
12 个月价格区间	15.75/23.93 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.96	-12.46	-9.77
绝对收益	0.0	0.0	-4.52

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515030001
caiwj2@essence.com.cn
021-35082019

相关报告

格力电器：渠道去库存快速进行，超高分红彰显投资价值	2016-05-04
格力电器：渠道库存去除力度较大 净现金提供安全垫	2015-11-02
格力电器：业绩同比持平 现金流状况良好	2015-08-31
格力电器:二股东 4.6 亿增持巩固信心，长期发展值得看好	2015-07-15
格力电器：定义 2015 年为调整年 有利于公司健康发展	2015-06-02

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	140,005.4	100,564.5	114,862.9	132,532.5	142,144.6
净利润	14,155.2	12,532.4	14,336.3	16,613.4	17,910.1
每股收益(元)	2.35	2.08	2.15	2.22	2.39
每股净资产(元)	7.34	7.90	8.13	8.22	9.18

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	7.5	8.5	8.2	8.0	7.4
市净率(倍)	2.4	2.2	2.2	2.2	1.9
净利润率	10.1%	12.5%	12.5%	12.5%	12.6%
净资产收益率	32.1%	26.4%	26.5%	27.0%	26.0%
股息收益率	8.5%	8.5%	7.3%	7.5%	8.1%
ROIC	-68.4%	-18.8%	-135.9%	-29.5%	-255.0%

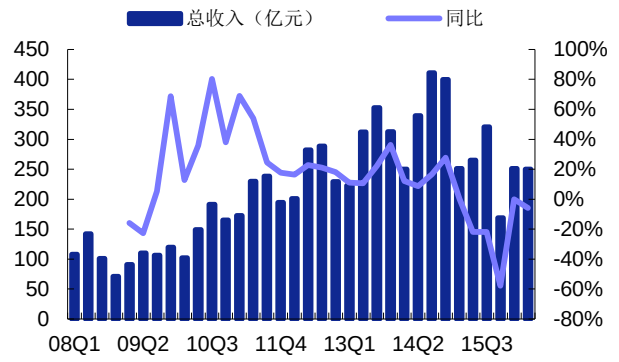
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

评论：

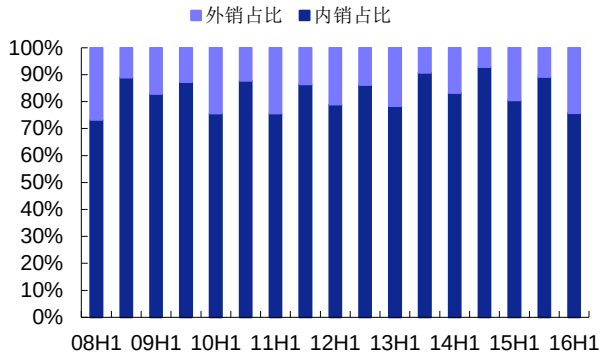
公司 16H1 收入 500.9 亿元，同比-2.9%，16Q2 收入 249.9 亿元，同比-5.7%。内销营收为 335.7 亿元，同比-5.8%，外销收入 107.2 亿元，同比+24.5%。而外销的占比本期也大幅提升至 24%，同比+5%。根据中怡康数据显示，公司变频空调占比已达到 71%，市场份额达到 21%。公司本期实现净利润 64 亿，同比+11.9%，16Q2 净利润为 32.4 亿，同比+10%。净利润率为 12.8%，同比+1.7 pct，16Q2 为 13%，同比+1.9 pct。

图 1：收入规模趋势



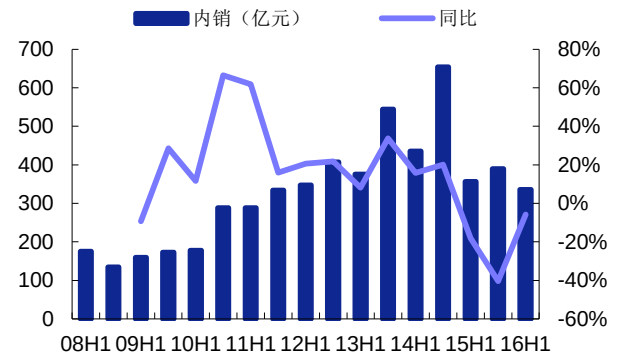
资料来源：公司报告 安信证券研究中心

图 2：内外销占比趋势



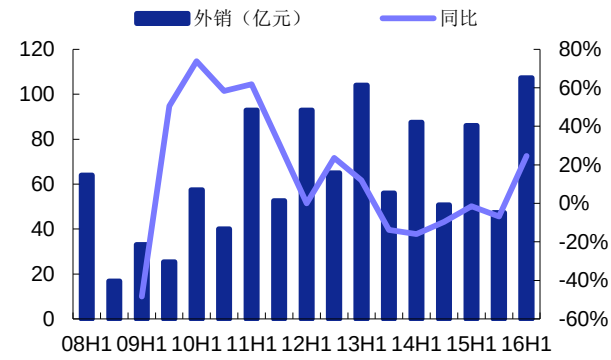
资料来源：公司报告 安信证券研究中心

图 3：内销增长趋势



资料来源：公司报告 安信证券研究中心

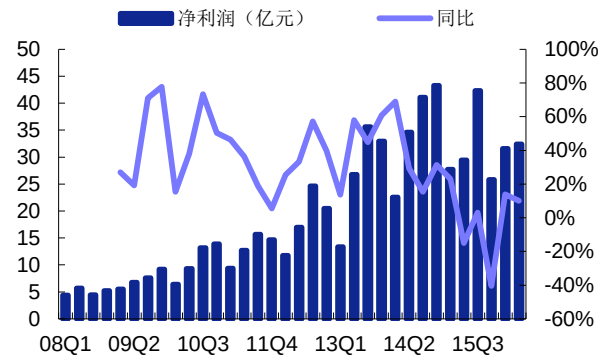
图 4：外销增长趋势



资料来源：公司报告 安信证券研究中心

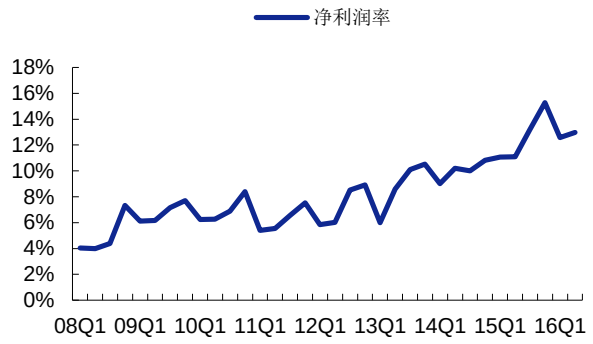
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 5：净利润增长趋势



资料来源：公司报告 安信证券研究中心

图 6：净利润率趋势

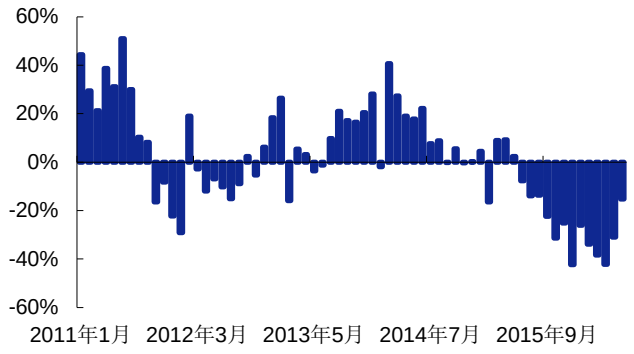


资料来源：公司报告 安信证券研究中心

为何收入下滑幅度明显小于出货量下滑幅度?

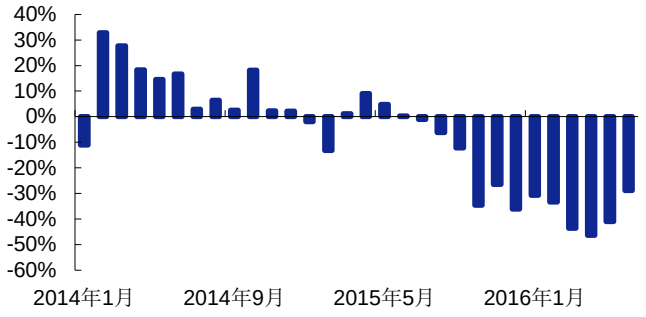
2016H1 整个行业仍是处于去库存的状态中，从产业在线的数据上来看，空调内销量增速还是有较大幅度的下降。而格力 2016 年 1-6 月累计销量增速下降 24%。

图 7：空调内销量增速趋势



资料来源：产业在线 安信证券研究中心

图 8：格力内销量增速趋势



资料来源：产业在线 安信证券研究中心

在整体行业仍处于去库存的背景下，公司自 2015 年下半年开始去库存，但 2016 上半年的销售收入下滑幅度却大幅收窄。从公司业绩数据来看，公司 16H1 收入 500.9 亿元，同比下降 2.9%，内销营收仅同比下降 5.8%。即使考虑到产业在线统计上的偏差，可以看出，格力在出货价格上是存在大幅提升的。

同时本期毛利率为 38.7%，同比大幅上升 8.1pct，单季度来看，16Q2 的毛利率为 38.2%，比去年同期大幅上升了 14%。

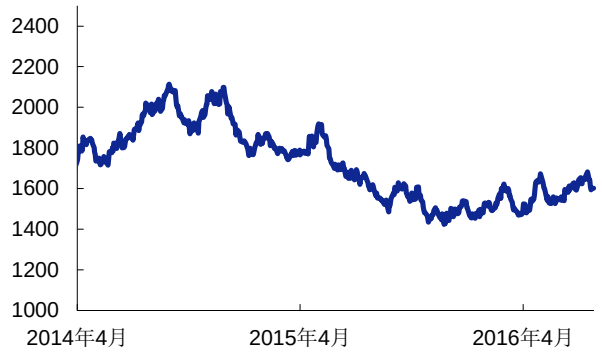
原材料价格的下降对毛利率的提升有一定的作用。钢、铜、铝等关键原材料价格下降，16H1 铜价格同比下降 20.7%、铝价格同比下降 13.4%、钢价下降了 7.4%、塑料价格同比下降 5.6%。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 9：现货结算价:LME 铜 （美元/吨）

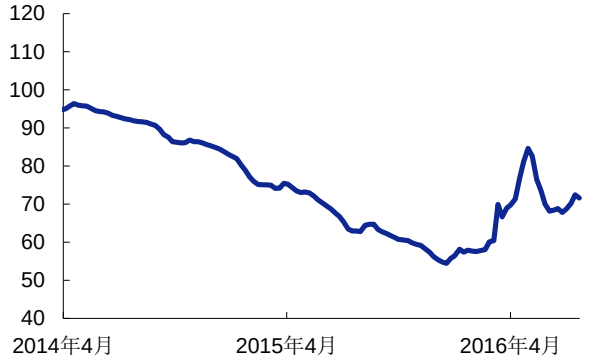
资料来源：Wind 安信证券研究中心

图 10：现货结算价:LME 铝（美元/吨）



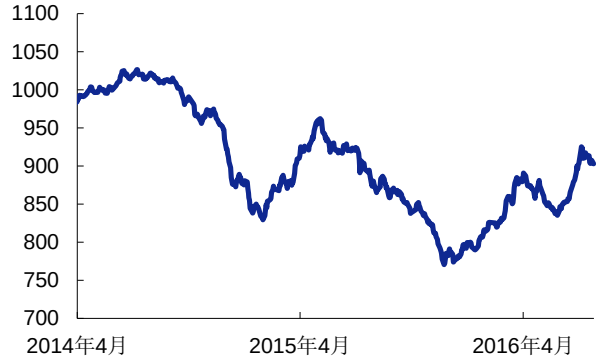
资料来源：Wind 安信证券研究中心

图 11：钢材综合价格指数



资料来源：Wind 安信证券研究中心

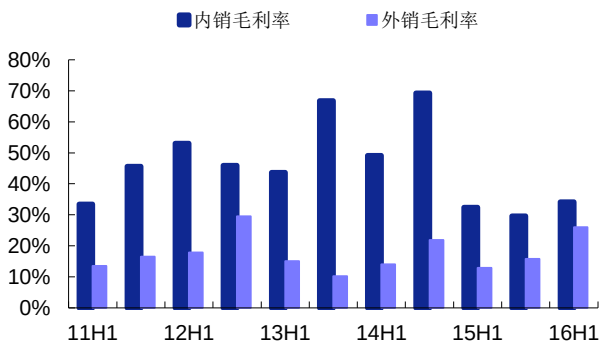
图 12：中国塑料价格指数(中塑指数)



资料来源：Wind 安信证券研究中心

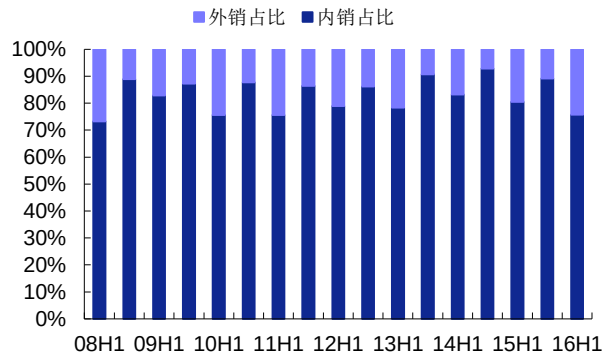
另外，本期出口业务营收同比增加 24.5%，外销占比为 24%，同比+5 pct，外销毛利率为 26%，同比+13 pct。外销毛利率的提升主要是因为公司本期出口的产品中自有品牌产品量上升到出口总量的 40%，而自有品牌的毛利率是高于贴牌模式下的产品，因此也能对本期总毛利率提升有所帮助。

图 13：内外销毛利率趋势



资料来源：公司报告 安信证券研究中心

图 14：内外销占比趋势



资料来源：公司报告 信证券研究中心

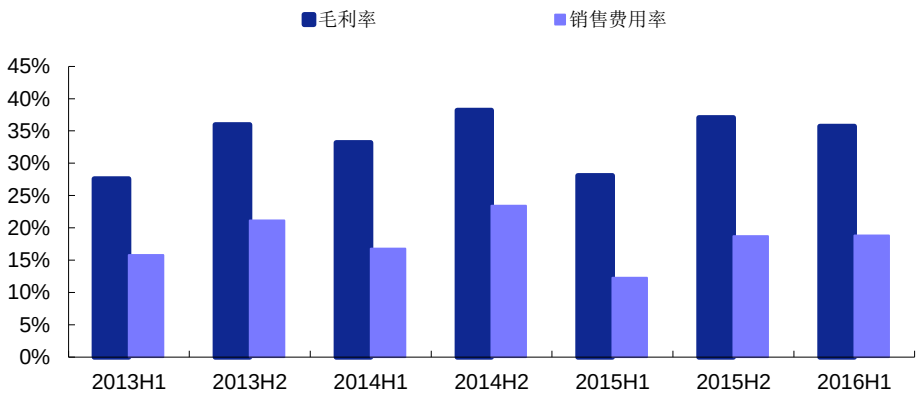
以上两点确实给予毛利率的增幅有所贡献，但我们认为，这次毛利率提升的最主要的原因是

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

由于公司在出货与返利政策中有所调节所致。

公司销售费用率为 18.8%，同比+6.5 pct，16Q2 为 20%，同比+10.5%。公司本期高毛利高费用情况再次出现，而同比的大幅提升，则是由于 15H1 的低基数。从历史数据上看，15H1 的毛利率和销售费用率均显著低于过去三年的水平，且降幅达到 5%左右。我们认为，当时的大幅调整主要是因为公司的出货及返点调整回 2013 年 Q3 之前。由于 2015 年开始格力改变了以往以规模为导向的战略方针，转向去库存为目标，因此选择降低出厂价格，相当于变相给予供应商补贴，销售费用率也随之下降。而本期又将出厂价格提高，主要是因为从 15H2 开始清库存背景下，价格向下调整并不利于渠道，而格力对经销商的支持从利润支持改变为资金支持，从预收和经营性现金流大幅下降可窥其端倪。我们对此也进行了测算，假设公司 16H1 的销售费用率回复到 15H1 的水平，再从营业收入中把销售费用调整前后的差额部分扣除，那么可以得到调整后的毛利率约为 31.1%，较去年同期上升了 3%左右，也符合我们对原材料下降和出口毛利提升所贡献的判断。

图 15：毛利率和销售费用率趋势



资料来源：公司报告 安信证券研究中心

图 16：调整后的毛利率和销售费用率

000651.sz	2015H1	2016H1	2016H1 调整	同比
营业总收入(亿元)	516.10	500.91	468.13	-9.3%
YOY	*-12.42%*	*-2.94%*		
营业收入	501.11	491.83	459.04	-8.4%
毛利率	*28.09%*	*35.69%*	*31.10%*	*3.01%*
营业总成本	454.18	416.20	383.41	
营业成本	360.35	316.28	316.28	
销售费用率	*12.29%*	*18.83%*	*12.29%*	
销售费用	63.41	94.34	61.55	

资料来源：公司报告 安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

汇兑损益对下半年业绩影响

本期的汇兑损益达到 23 亿，税后直接贡献净利润的 30%。据了解，公司本期判断人民币贬值的趋势不会改变，因此并未对其外币敞口进行套保。由于外币非货币性项目有的以历史成本计量不产生汇兑损益，有的以公允价值计量的项目则是将汇兑差额直接计入公允价值变动损益中，因此，我们这里仅对外币货币性项目进行了简单的拆解和测算。

表 1：汇兑损益拆解和测算

货币性外币资产及负债	2015	2016H1	平均数	期初期末汇率差额	汇兑损益估算
货币资金					
美元（百万元）	2,659	4,013	3,336	0.1376	459
日元（百万元）	195,737	115,439	155,588	0.0106	1,649
外币经营性资产负债差额					
美元（百万元）	320	694	507	0.1376	70
日元（百万元）	-218	-52	-135	0.0106	-1
短期借款					
美元（百万元）	967	684	825	0.1376	-114
一年内到期的非流动负债					
美元（百万元）	370	54	212	0.1376	-29
合计（人民币百万元）					2,034

资料来源：公司报告 安信证券研究中心

测算结果为 20.3 亿，与公司披露的 23 亿差距较小。因此，可以认为本期汇兑损益的主要贡献来自于公司持有的外币货币资金。另外，从现金流量表中的“汇率变动对现金及现金等价物的影响”项目来看，该项目本期金额为 22.96 亿，这个项目只是体现货币资金外币的已实现汇兑损益，这个金额与我们所测算结果相符。考虑到这个数字是已实现汇兑损益的最小值，而财务费用附注里面的汇兑损益 23.46 亿是已实现汇兑损溢的最大值，因此本期未实现汇兑损益范围应该是在 0~5000 万之间，金额较小。

我们以 16H1 期末的余额为测算基数，假设下半年人民币继续贬值 3%，那么产生的汇兑损益将为 10 亿左右，使 16E 净利润增速提升 6.6%。

预收账款余额大幅下降，对经销商占款有所缓解

从预收账款来看，本期预收账款为 46.1 亿，较期初减少了 39.5%，较去年同期下降了 19.5%。预收账款余额的大幅减少，可以看作为公司给予经销商在资金层面上的缓冲，与间接资金支持。不过，作为销售收入的先行指标，预收账款的下降是否会预示着下半年收入的下降？我们认为不会。第一是因为 2015 年下半年开始去库存，前期基数低。第二是随着旺季零售端改善，经销商们的资金充盈，打款积极性有所提升。我们预计下半年预收账款应该处于稳中上升的状态。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

另外，本期其他流动负债-销售返利余额的上升也是内销收入下滑有所控制的推手。16H1 其他流动负债为 612.4 亿元，较年初上升 11.3%，其中未支付销售返利为 593.5 亿，较年初提高了 11.9%。在收入下降的情况下，该科目余额仍有所提升，说明了公司业绩的信心。

经营性现金流量大幅下滑

经营性净现金流为 114.5 亿元，同比减少 61.5%，其中销售商品及提供劳务现金流入同比下滑 40.3%。再结合销售收入下降 2.9%，预收账款较期初减少 39.5%的情况来看，公司本期确实大大缓解了对经销商的资金占有量，能反映出公司对经销商出货有所克制，并也给予了经销商们资金周转上的支持。同时也可以看出公司在出货量上确实有所下滑，也印证了我们对毛利率上升的推测。

综上，我们认为，本期实际毛利率的提升并没有账上体现的那么高，在 15H2 高毛利率基数的情况下，我们预计 16H2 毛利率将体现为持平会略高。经营性现金流量的下滑体现了公司为了渠道的健康发展所做出的牺牲，而随着下半年零售端旺季改善，经销商们的资金充盈，打款积极性有所提升，经营性现金流量将会回复到正常水平。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	140,005.4	100,564.5	114,862.9	132,532.5	142,144.6
减:营业成本	88,022.1	66,017.4	73,190.0	84,449.0	91,284.5
营业税费	1,362.4	751.9	945.0	1,106.7	1,200.6
销售费用	28,890.0	15,506.3	21,364.7	23,855.8	25,230.7
管理费用	4,818.2	5,048.7	6,052.5	6,096.5	6,112.2
财务费用	-942.2	-1,928.8	-4,594.5	-1,855.5	-1,990.0
资产减值损失	398.4	86.3	164.0	50.0	90.0
加:公允价值变动收益	-1,381.6	-1,010.3	-550.0	-300.0	200.0
投资和汇兑收益	724.4	96.7	-557.6	200.0	80.0
营业利润	16,089.2	13,516.2	16,633.6	18,730.0	20,496.7
加:营业外净收支	663.2	1,393.2	713.9	1,370.3	1,176.7
利润总额	16,752.4	14,909.4	17,347.5	20,100.3	21,673.4
减:所得税	2,499.5	2,285.7	2,912.3	3,374.5	3,638.6
净利润	14,155.2	12,532.4	14,336.3	16,613.4	17,910.1

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	54,545.7	88,819.8	48,635.2	96,390.7	62,183.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	3,041.9	3,133.2	2,609.9	3,280.4	3,037.1
应收票据	50,480.6	14,879.8	58,504.9	22,487.2	64,378.9
预付帐款	1,591.5	847.9	1,795.0	1,254.5	2,041.9
存货	8,599.1	9,473.9	8,823.6	12,288.7	10,532.4
其他流动资产	1,884.7	3,794.6	3,500.0	3,500.0	3,500.0
可供出售金融资产	2,150.1	2,704.7	3,000.0	3,000.0	3,000.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	92.2	95.5	95.5	95.5	95.5
投资性房地产	507.9	491.5	491.5	491.5	491.5
固定资产	14,947.0	15,453.8	16,550.0	16,873.5	16,814.3
在建工程	1,254.3	2,044.8	1,017.9	607.2	442.9
无形资产	2,480.3	2,656.1	3,083.7	3,499.8	3,904.4
其他非流动资产	8,213.9	9,429.6	10,001.3	10,001.1	10,001.1
资产总额	156,230.9	161,698.0	166,108.5	181,770.1	188,423.5
短期债务	3,578.8	6,276.7	3,000.0	3,000.0	3,000.0
应付帐款	29,331.3	27,401.9	27,490.7	31,154.5	32,237.5
应付票据	6,882.0	7,427.6	7,617.0	9,742.0	9,022.1
其他流动负债	68,596.5	71,519.0	70,196.2	72,476.2	71,477.8
长期借款	2,259.0	-	2,000.0	2,000.0	2,000.0
其他非流动负债	452.0	506.2	550.0	550.0	550.0
负债总额	111,099.5	113,131.4	110,853.8	118,922.7	118,287.4
少数股东权益	978.8	1,045.2	1,144.1	1,256.5	1,381.2
股本	3,007.9	6,015.7	6,658.0	7,492.9	7,492.9
留存收益	40,990.7	41,422.8	47,452.6	54,098.0	61,262.0
股东权益	45,131.5	48,566.6	55,254.7	62,847.4	70,136.2

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	16.6%	-28.2%	14.2%	15.4%	7.3%
营业利润增长率	31.2%	-16.0%	23.1%	12.6%	9.4%
净利润增长率	30.2%	-11.5%	14.4%	15.9%	7.8%
EBITDA 增长率	24.4%	-21.2%	0.0%	36.9%	9.6%
EBIT 增长率	25.7%	-22.8%	-1.6%	40.2%	9.7%
NOPLAT 增长率	25.3%	-23.9%	2.1%	40.2%	9.7%
投资资本增长率	82.7%	176.6%	-85.8%	544.7%	-87.3%
净资产增长率	27.3%	7.6%	13.8%	13.7%	11.6%
利润率					
毛利率	37.1%	34.4%	36.3%	36.3%	35.8%
营业利润率	11.5%	13.4%	14.5%	14.1%	14.4%
净利润率	10.1%	12.5%	12.5%	12.5%	12.6%
EBITDA/营业收入	12.3%	13.5%	11.8%	14.0%	14.3%
EBIT/营业收入	11.3%	12.2%	10.5%	12.7%	13.0%
运营效率					
固定资产周转天数	37	54	50	45	43
流动营业资本周转天数	-84	-195	-156	-130	-120
流动资产周转天数	288	432	384	357	361
应收帐款周转天数	7	11	9	8	8
存货周转天数	28	32	29	29	29
总资产周转天数	373	569	514	472	469
投资资本周转天数	-37	-127	-93	-75	-68
投资回报率					
ROE	32.1%	26.4%	26.5%	27.0%	26.0%
ROA	9.1%	7.8%	8.7%	9.2%	9.6%
ROIC	-68.4%	-18.8%	-135.9%	-29.5%	-255.0%
费用率					
销售费用率	20.6%	15.4%	18.6%	18.0%	17.8%
管理费用率	3.4%	5.0%	5.3%	4.6%	4.3%
财务费用率	-0.7%	-1.9%	-4.0%	-1.4%	-1.4%
三费/营业收入	23.4%	18.5%	19.9%	21.2%	20.7%
偿债能力					
资产负债率	71.1%	70.0%	66.7%	65.4%	62.8%
负债权益比	246.2%	232.9%	200.6%	189.2%	168.7%
流动比率	1.11	1.07	1.14	1.20	1.26
速动比率	1.03	0.99	1.06	1.09	1.17
利息保障倍数	-16.83	-6.35	-2.62	-9.09	-9.30
分红指标					
DPS(元)	1.50	1.50	1.29	1.33	1.43
分红比率	63.7%	72.0%	60.0%	60.0%	60.0%
股息收益率	8.5%	8.5%	7.3%	7.5%	8.1%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	14,253.0	12,623.7	14,336.3	16,613.4	17,910.1
加:折旧和摊销	1,356.9	1,317.7	1,503.2	1,671.1	1,818.9
资产减值准备	398.4	86.3	-	-	-
公允价值变动损失	1,381.6	1,010.3	-550.0	-300.0	200.0
财务费用	283.2	-728.5	-4,594.5	-1,855.5	-1,990.0
投资损失	-724.4	-96.7	557.6	-200.0	-80.0
少数股东损益	97.8	91.3	98.8	112.4	124.7
营运资金的变动	23,378.8	30,678.2	-44,772.8	40,491.7	-41,314.9
经营活动产生现金流量	18,939.2	44,378.4	-33,421.3	56,533.1	-23,331.2
投资活动产生现金流量	-2,862.1	-4,713.2	-2,430.3	-1,500.0	-2,120.0
融资活动产生现金流量	-1,864.3	-7,683.0	-4,333.0	-7,277.6	-8,756.0

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	2.35	2.08	2.15	2.22	2.39
BVPS(元)	7.34	7.90	8.13	8.22	9.18
PE(X)	7.5	8.5	8.2	8.0	7.4
PB(X)	2.4	2.2	2.2	2.2	1.9
P/FCF	4.3	2.3	-3.7	2.3	-5.6
P/S	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	2.8	2.6	4.2	1.3	2.9
CAGR(%)	5.5%	12.6%	9.7%	5.5%	12.6%
PEG	1.4	0.7	0.8	1.5	0.6
ROIC/WACC	-14.3	-5.9	-2.2	-21.7	-3.7
REP	0.2	0.1	3.5	0.0	2.6

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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

蔡雯娟声明，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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。