

美菱电器 (000521)

公司研究/动态报告

持续创新与多业务齐发展，业绩弹性大

动态研究报告/家电

2017 年 11 月 9 日

报告摘要：

● 冰箱行业进入替换高峰时期，高端升级产品受益

随着中国家电保有量持续上升，冰箱新增需求占比逐渐下降，地产对冰箱产品的引致需求更是下降到 20% 左右。冰箱需求周期更多转向产品的生命周期。从 2018 年开始，随着上一批产品陆续进入替换期，大批的更新潮即将来临。替换需求为主的结构决定了消费升级的趋势，变频、大开门、大容积的冰箱销售增速快。

● 美菱创新升级持续，M 系列抢占高端制高点

美菱在变频冰箱方面布局早，且具备上游协同优势。依靠产品的不断更新迭代，美菱一直稳居冰箱行业销量前列，且其产品均价也处在相对较高位置。2017 年前 9 月数据显示，美菱冰箱在国内市场零售量市占率达到 10.72%，位列行业第 4 位。公司最新发布的 M 鲜生系列冰箱产品从被动保鲜变为主动控鲜，实现了从变频控温、智能交互到智慧控鲜，再一次大幅提升美菱冰箱高端形象。基于公司中高端冰箱市场占比提升和管理优化，公司营收与盈利能力水平有望持续提升。

● 空调业务受益行业态势好转，2017 年有望保持快速增长

公司空调业务保持高增长，今年上半年营收 38.31 亿元同比增长 49%，在业务占比方面，空调业务占比呈上升趋势，今年上半年空调业务占比已经达到 45%。出货端，长虹空调内销与出口销量同比增速均大幅高于行业水平。零售端，零售均价水平稳步提升，一定程度抵消原料价格上涨压力。我们认为随着公司产品结构升级与营销提效，未来公司空调业务仍具有较大业绩弹性。

● 渠道与营销管理优化，保障业绩提升

出口方面：公司坚持“自主品牌+OEM/ODM”的品牌结构，聚焦大客户，不断加大海外营销机构、研发基地、生产基地等投入，未来三年仍有望实现翻倍增长。**国内市场：**逐渐压缩经销商、代理商等批发环节，降低销售费用。积极建设长虹-美菱智能产品体验店。重视盈利能力强的电商渠道。加强销售团队末位淘汰制。

● 定增价位股价提供支撑，长远战略目标清晰

定增价为股价提供支撑：公司以 5.59 元/股非公开发行募集资金总额 15.7 亿元，分别投入智能制造、智能研发以及智慧生活三大平台建设项目和补充流动资金，保障公司长期发展，定增价位公司股价提供支撑。**多业务布局：**公司已经完成空调、冰箱、洗衣机以及小家电业务布局，未来有望实现多业务线条协同发展。

● 看好公司中长期发展，维持强烈推荐评级

公司创新技术领先，多业务布局明年业绩弹性大，中长期战略清晰。我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 0.15、0.21、0.32 元，对应 PE 为 37.4、27.6、17.5 倍，给予强烈推荐评级。

● 风险提示：1、原材料价格波动；2、新业务拓展不顺；3、行业需求下滑。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	12,527	16,425	18,713	20,019
增长率（%）	20.3%	31.1%	13.9%	7.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	220	158	215	339
增长率（%）	731.1%	-28.0%	35.8%	57.6%
每股收益（元）	0.27	0.15	0.21	0.32
PE（现价）	20.9	37.4	27.6	17.5
PB	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐

维持评级

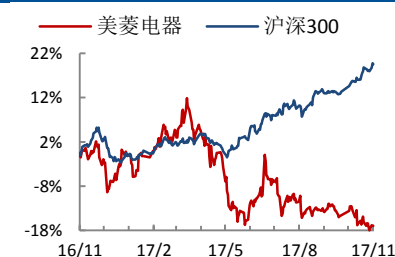
合理估值：7—9 元

交易数据

2017-11-8

收盘价（元）	5.68
近 12 个月最高/最低（元）	7.64/5.61
总股本（百万股）	1044.60
流通股本（百万股）	802.44
流通股比例（%）	77%
总市值（亿元）	59.33
流通市值（亿元）	45.58

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：马科

执业证号：S0100513070001
电话：010-85127533
邮箱：make@mszq.com

研究助理：陈梦

执业证号：S0100116080018
电话：010-85127533
邮箱：chenmeng@mszq.com

相关研究

- 1.《美菱电器（000521）简评报告：收入规模快速增长，布局完善助力十三五战略》20170418
- 2.《美菱电器（000521）简评报告：冰箱业务快速发展，空调业务回暖》提 20170320

目录

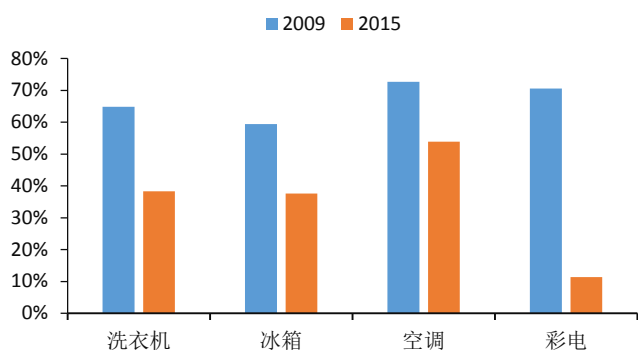
一、冰箱进入替换高峰，高端升级受益.....	3
二、美菱升级趋势：从雅典娜到变频，再到 M 系列	4
三、长虹空调受益行业竞争态势好转，2017 年增速迅猛.....	6
四、渠道拓展提速，保障业绩提升.....	7
五、定增价位股价提供支撑，长远战略目标清晰.....	8
五、风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

一、冰箱进入替换高峰，高端升级受益

1、家电需求结构发生显著变化，替换需求占比显著上升

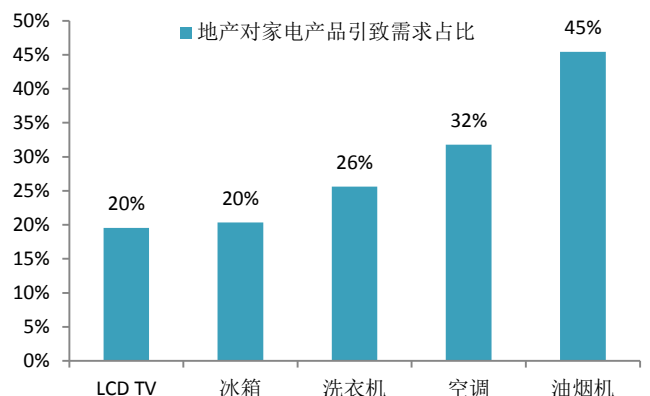
随着中国家电保有量持续上升，新增需求占比逐渐下降，2015 年与 2009 年相比，空调下降 19pct，冰箱下降 22pct，洗衣机下降 27pct，彩电下降 59pct 左右。其中地产对冰箱产品的引致需求更是下降到 20% 左右。需求结构的变化导致终端需求逐渐平稳，冰箱需求周期更多转向产品的生命周期，与地产等短期刺激性需求的关联度在显著下降，这一现象在 14 年以来尤为明显。

图 1：冰箱新增需求的占比大幅下降



资料来源：产业在线，民生证券研究院

图 2：地产带动的新增需求比例更是显著下降



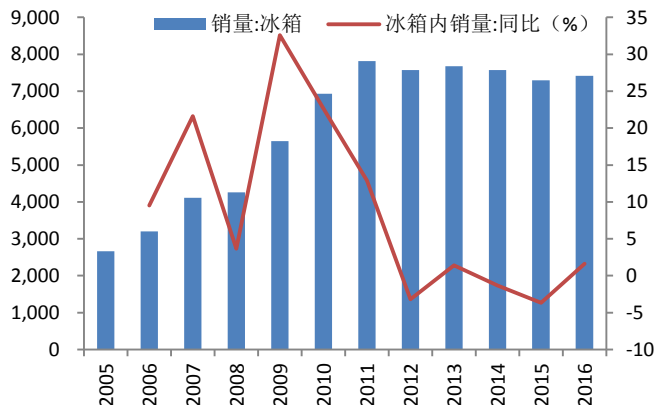
资料来源：产业在线，民生证券研究院

2、家电下乡产品进入替换高峰

由于家电下乡、以旧换新等政策的影响，家电需求的释放并不是线性增长的，2009-2011 年是快速释放期，透支了后期的较多需求。这也导致了 2012 年以后冰箱产品的需求乏力。但从 2018 年开始，随着上一批产品陆续进入替换期，大批的更新潮即将来临。

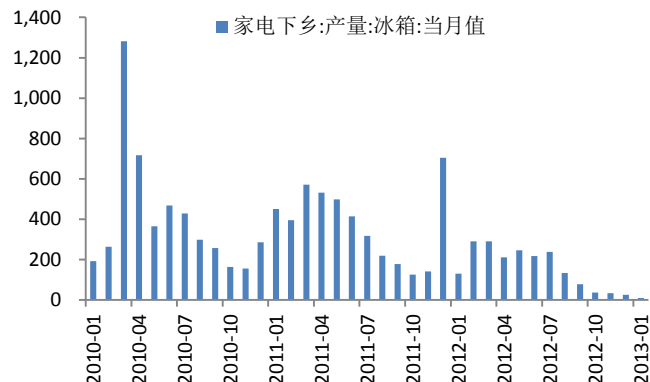
在家电下乡等政策刺激下的需求高峰中，冰箱是最为受益的品牌，冰箱占据了家电下乡产品的一半左右。这也意味着本轮冰箱具备最大的替换需求量。

图 3：冰箱需求的增长并不是平缓增加的



资料来源：产业在线，民生证券研究院

图 4：家电下乡等导致了 2011 年左右需求的快速释放

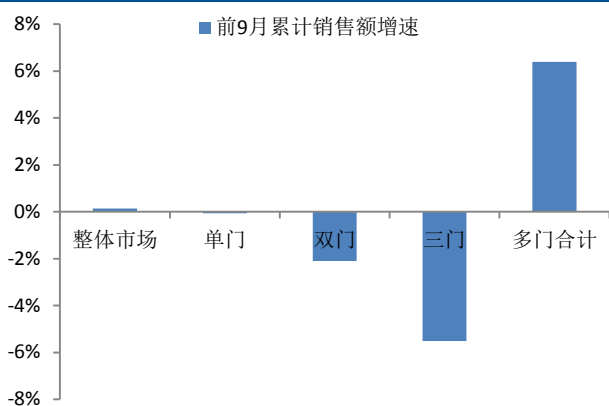


资料来源：产业在线，民生证券研究院

3、替换需求下高端升级趋势明显

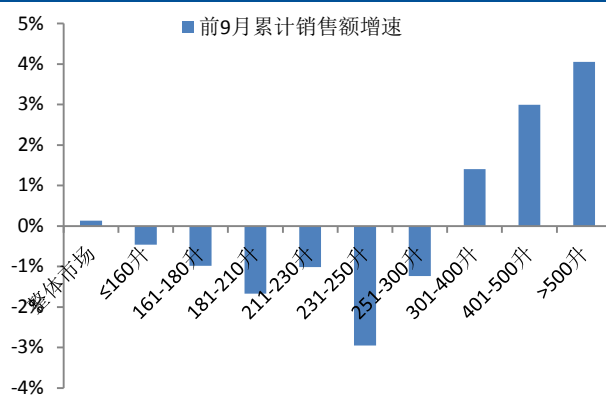
替换需求为主的结构决定了消费升级的必然趋势，变频、大开门、大容积的冰箱销售增速显著快于低端产品。

图 5：多开门冰箱销售增速显著较快



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 6：大容积冰箱销售增速显著较快



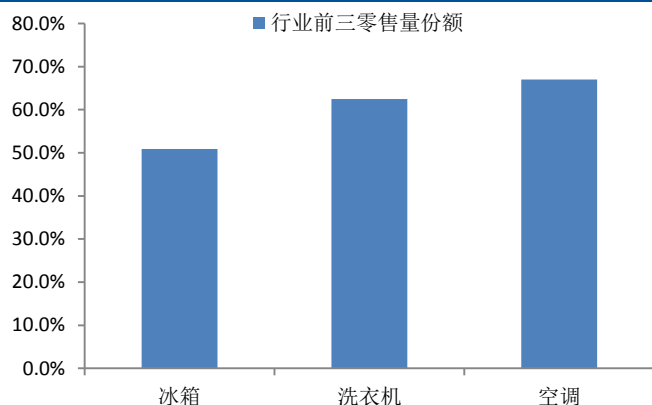
资料来源：中怡康，民生证券研究院

二、美菱升级趋势：从雅典娜到变频，再到 M 系列

1、高端布局将成为冰箱行业竞争的主要内容

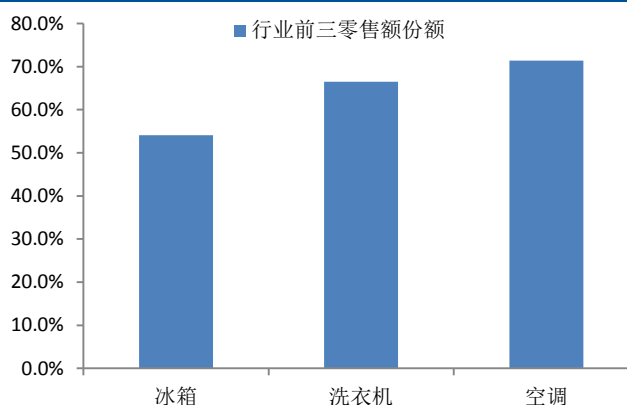
从市场格局来看，不同于空调、洗衣机双寡头，冰箱市场呈现海尔一家独大的状况。我们认为，随着需求结构的改变和原材料价格的上涨，具备核心竞争力和高端产品能力的公司将在未来的竞争中脱颖而出，成长为行业的领军型企业。美菱作为历史悠久的知名品牌，具备这样的品牌积淀，后期随着公司产品端的发力和渠道端的提效，公司大有可为。

图 7：冰箱行业零售量集中度显著较低



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 8：冰箱行业零售额集中度显著较低



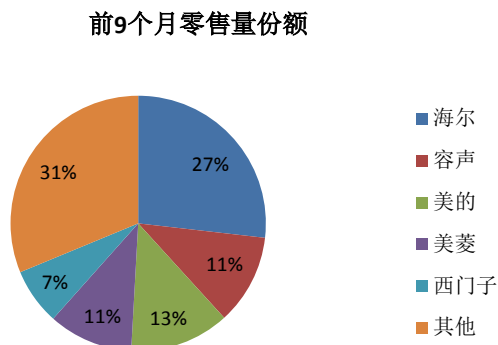
资料来源：中怡康，民生证券研究院

2、公司现状：国内著名品牌，份额处第二梯队

作为国内冰箱行业的著名品牌，2006 年公司首创对开多门雅典娜系列冰箱，引发“冰箱行业第四次革命”；2014 年美菱正式推出 CHiQ 系列智能新品，并于 2016 年推出 CHiQ 二代；2015 年美菱推出全系列变频冰箱产品，掀起全民换变频浪潮；同样在 2015 年美菱品牌全面升级，新品牌 LOGO 震撼亮相。

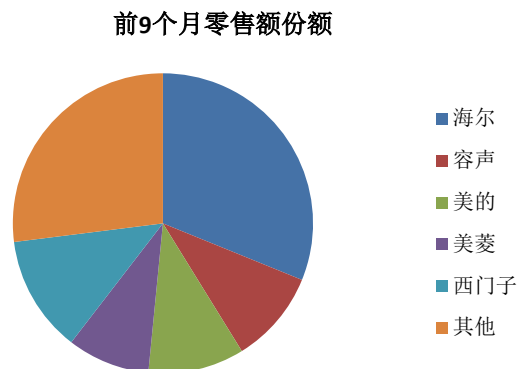
依靠产品的不断更新迭代,美菱一直稳居冰箱行业销量前列,且其产品均价也处在相对较高位置。2017 年前 9 月数据显示,美菱冰箱在国内市场零售量市占率达到 10.72%,位列行业第 4 位。

图 9: 美菱冰箱零售量份额处在第二梯队



资料来源: 中怡康, 民生证券研究院

图 10: 美菱冰箱零售额份额同样处第二梯队



资料来源: 中怡康, 民生证券研究院

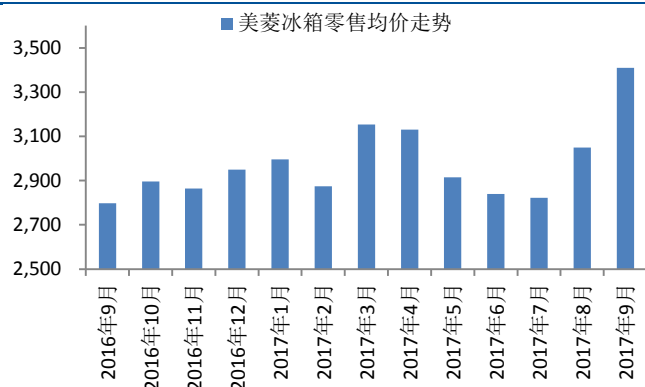
3、发力高端：创新黑科技，M 系列抢占高端制高点

在冰箱业面临着保鲜技术升级和产品结构升级的双重挑战下,公司加大了高端产品的推出力度,2015 年开始在变频冰箱方面率先加大力度。2015 年 3 月,公司率先启动“全民换变频”活动,宣布全面淘汰 260 升以上的定频冰箱,是冰箱行业首个停产大容积定频冰箱的企业。与压缩机行业龙头华意压缩的协同效应也有助于公司扩大在变频和能效方面的优势。

2014 年初,公司发布了以“云图像识别”技术为核心的 CHiQ 冰箱和基于“人体状态感知”技术的 CHiQ 空调,通过一系列 CHiQ 智能产品的落地,逐步落实公司智能化发展战略。

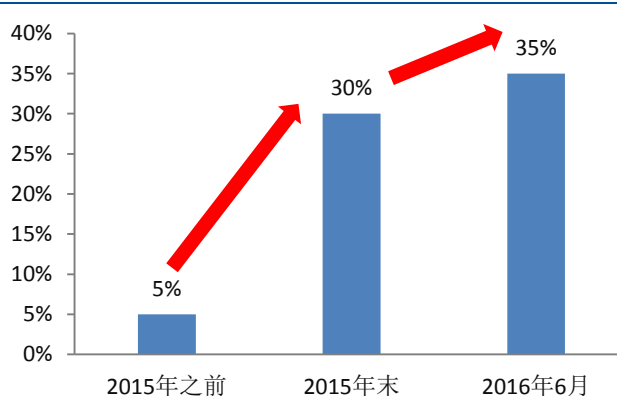
2017 年 11 月 1 日,美菱发布了搭载水分子激活保鲜技术的 M 鲜生系列冰箱。该产品从被动保鲜变为主动控鲜,实现了从变频控温、智能交互到智慧控鲜,再一次大幅提升美菱冰箱高端形象。我们认为未来两年,公司 6000+ 以上产品的收入占比有望提升到 30% 以上,在进一步提升均价水平的同时也带来收入端的快速增长。

图 11: 美菱冰箱零售均价近些年有大幅提升



资料来源: 中怡康, 民生证券研究院

图 12: 公司自身变频高端品占比也有大幅提高

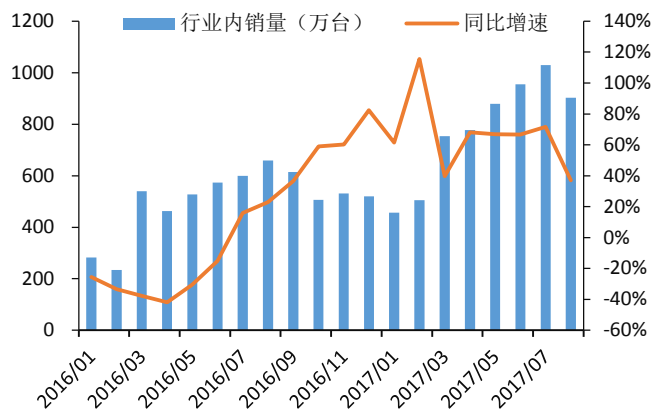


资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

三、长虹空调受益行业竞争态势好转，2017 年增速迅猛

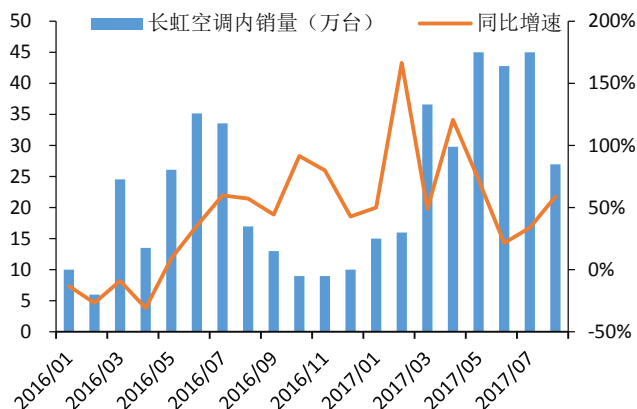
2017 冷年，我国空调市场保持高增长。美菱旗下长虹空调受益于库存较低和行业价格战停止，内销量增长迅猛，2017 冷年中有 8 个月同比增速大幅跑赢行业。

图 13: 2017 年 8 月家用空调内销 903.4 万台，同比增长 37%



资料来源：产业在线，民生证券研究院

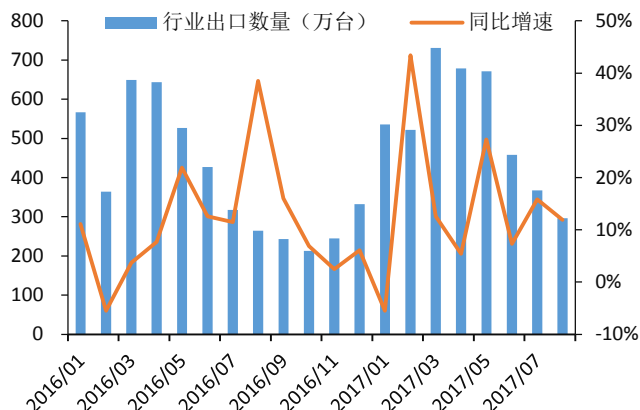
图 14: 2017 年 8 月长虹空调内销量 27 万台，同比增长 59%



资料来源：产业在线，民生证券研究院

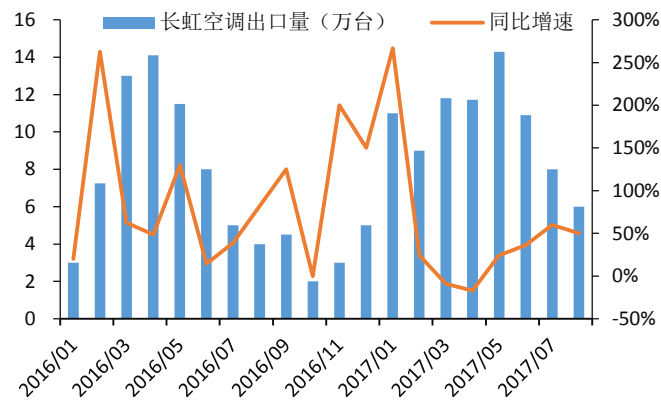
出口方面，出口量也保持快速增长。一方面受益于空调行业整体外销回暖，另一方面受益于公司海外布局拓展，长虹空调在出口方面也保持快速增长，其中今年前八月份长虹空调累计出口量同比增长 26%，而今年前八月空调行业整体出口量同比增速为 13%。

图 15: 2017 年 8 月家用空调出口量 296.1 万台，同比增长 12%



资料来源：产业在线，民生证券研究院

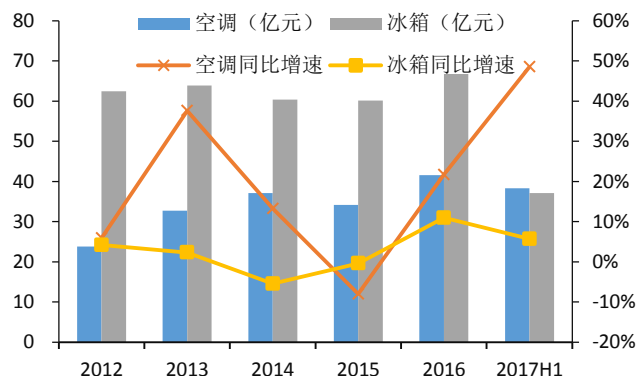
图 16: 2017 年 8 月长虹空调出口量 6 万台，同比增长 50%



资料来源：产业在线，民生证券研究院

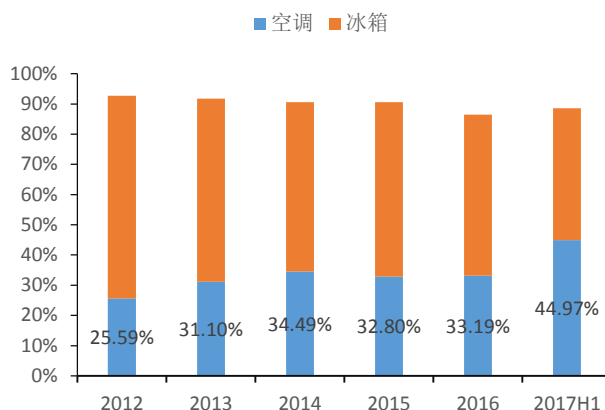
空调产品在公司营业收入中占比提升。公司空调业务保持高增长，今年上半年营收 38.31 亿元同比增长 49%，在业务占比方面，空调业务占比呈上升趋势，今年上半年空调业务占比已经达到 45%。

图 17: 公司空调业务上半年营收同比增速 49%



资料来源: wind, 民生证券研究院

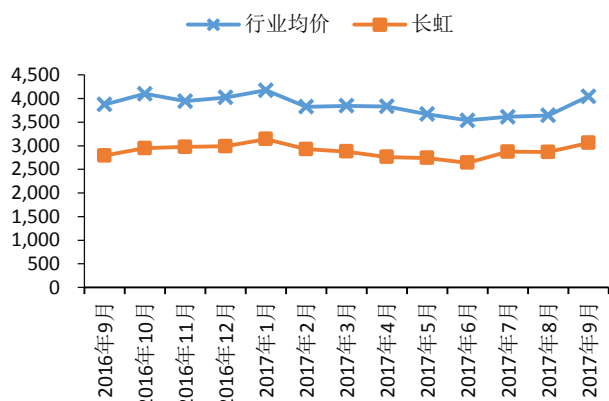
图 18: 公司空调业务占营收比重提升



资料来源: wind, 民生证券研究院

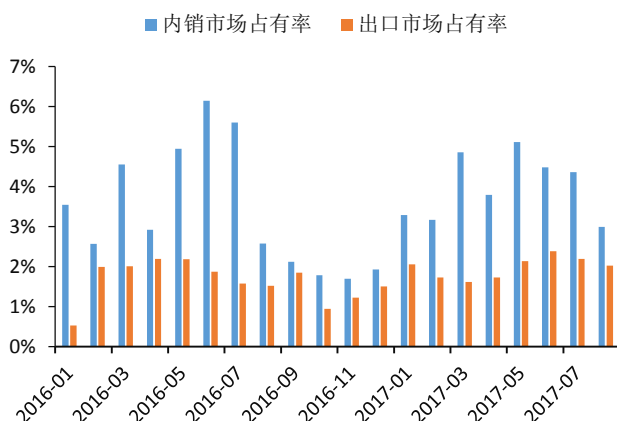
内销市场终端零售价呈现上行趋势。受公司自身变频空调产品占比提升和原材料价格上涨双方面影响，公司均价水平自 2017 年下半年以来呈上涨趋势。叠加零售量市占率提升因素，我们预计公司 2017 年空调业务收入将较 2016 年出现明显提高。

图 19: 年初年以来长虹空调均价呈上涨趋势



资料来源: 中怡康, 民生证券研究院

图 20: 长虹空调市占率提升



资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

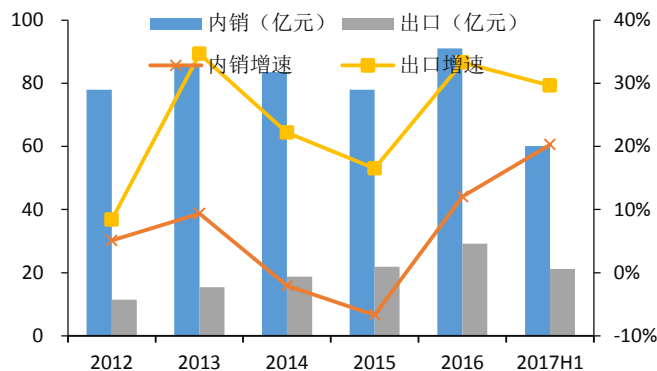
四、渠道拓展提速，保障业绩提升

加大海外运营投入，出口高速增长。在出口方面，公司通过不断加大海外营销机构、研发基地、生产基地等投入，发展海外品牌业务，在产品、品牌和渠道上都有较大投入。通过公司不断努力，出口收入快速增长外。毛利率方面，受原材料与汇兑影响，今年出口毛利率下降明显，但我们认为随原材料价格与汇率波动趋稳以及公司对原材料与海外市场的把控能力提升，内外销盈利水平有望快速回升，明年业绩弹性大。

- 产品上坚持主流同质化产品的成本领先策略，竞争不充分产品的差异化策略；
- 渠道上调整区域及客户结构，继续聚焦大客户，提高海外客户满意度；
- 品牌上坚持“自主品牌+OEM/ODM”的品牌结构，不断提升出口产品的综合竞争力，谋求国际化

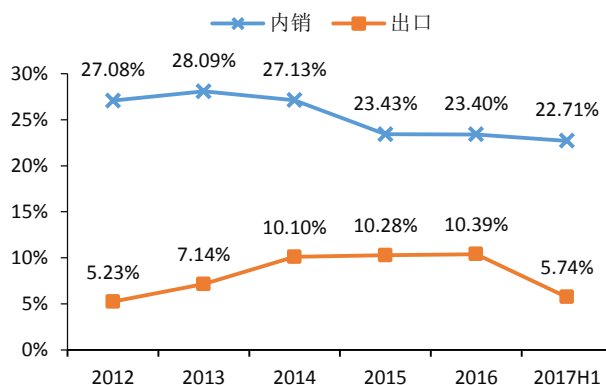
更大发展。在巴基斯坦拥有冰箱/冰柜、空调制造基地。

图 21: 出口收入保持快速增长



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 22: 内销与出口毛利率水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

国内电商渠道高速增长。公司注重国内市场渠道建设，建立了较为完善的销售网络及服务体系。针对传统渠道，公司一方面根据市场变化对部分合资营销公司进行清算注销，优化合资营销公司管理，降低运营成本。另一方面，在不影响市场份额的前提下，公司逐渐压缩经销商、代理商等批发环节，在一定程度上降低销售费用。

在传统渠道基础上，公司积极建设长虹-美菱专卖店，推动智能产品体验店建设。同时公司重视新兴的电商渠道，从今年上半年线上销售看，根据奥维数据显示，公司线上冰箱、空调销售进一步扩大成果。其中冰箱行业零售额同比上升 64.04%，公司冰箱零售额实现同比上升 93.05%；空调行业零售额同比上升 128.79%，公司空调零售额同比上升 91.95%。

在团队管理方面，公司不断加强营销队伍建设，对于销售团队采取末位淘汰制，提高销售团队的工作效率。

五、定增价位股价提供支撑，长远战略目标清晰

控股股东参与增发，显示对公司中长期发展信心，定增价对公司股价形成支撑。2016 年 10 月，公司完成了定增募集资金 15.7 亿元，定增价为 5.59 元/股，其中控股股东四川长虹电器股份有限公司认购比例为 24.88%，自 2016 年 10 月 14 日起限售期为 36 个月。其它投资者自 2016 年 10 月 14 日起限售期为 12 个月。控股股东参与定增显示了对公司未来发展的信心。5.59 元/股的定增价也对公司股价形成一定支撑。

表 1: 募集资金主要用途

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	智能制造建设项目	39,870.65	39,100
2	智能研发能力建设及智能家电技术新产品开发项目	55,900.00	55,900
3	智慧生活项目	32,076.00	32,000
4	补充流动资金	30,000.00	30,000
合计		157,846.65	157,000

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司制定了 2020 年的长远规划：力争到 2020 年，实现在规模上、产品线上、组织流程上再造一个新美菱的战略目标。具体包括力争实现年销售收入达到 200 亿元以上，净利润达到 10 亿元，净资产倍增等。

表 2：公司中长期规划

类型	主要思路	具体细节
现有产品	现冰箱、冰柜、空调主力产品市场占有率大幅提升	空调业务：坚持智能战略，重点发展智能产品、空气管理系统等产品，推动产品结构的转型升级。同时，投资引进中央空调新技术、新装备，跟上行业主流产品趋势，实现销售突破。 冰箱业务：继续坚持智能和变频两大核心产品策略，加快新一代智能产品研发和升级，提升变频产品的占比。同时，通过对生产线全面实施智能化升级改造，提高制造效率和产品品质，降低产品成本，增强产品竞争力。
新拓产品	洗衣机产品、厨卫产品和小家电产品成为美菱新的主力产品	洗衣机业务：加快渠道布局，提升研发能力，实现产品形象和销量快速提升；迅速建立专业团队，提升产品定义、供应链整合等能力，通过并购或自建生产基地，未来三至五年实现洗衣机进入行业第二阵营，成为公司支柱产业之一。 小家电：立足厨卫，发展净水事业，打造小家电核心业务。坚持小家电产品智能化研发，实现智能产品行业领先。不断丰富产品线、加强人才队伍建设、拓展渠道，提升产品竞争能力、运营管理能力和终端销售能力。
模式转型	通过布局生鲜电商及生物医疗等新兴业务，带动公司盈利模式的转型升级	一方面，采取聚焦于区域化、本土化的策略，聚集产品，通过产地直采、基地合作、产品组合套餐等方式，加大力度开发特色产品。另一方面，充分发挥公司在智能化和制冷领域的优势，重点布局小区冷链自提柜。实现公司从低频次销售硬件走向高频次售卖服务，形成“硬件+服务”的双增长引擎，带动公司盈利模式的转型升级

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司目前已经完成空调、冰箱、洗衣机以及小家电业务布局，未来有望实现多业务线条协同发展。同时，目前公司已实施了 2012 年、2013 年、2014 年、2016 年度业绩激励基金计划。为配合公司中长期规划的实施，公司或在未来展开新的激励计划。

五、风险提示

1、原材料价格波动；2、新业务拓展不顺；3、行业需求下滑。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	12,527	16,425	18,713	20,019
营业成本	10,028	13,195	14,920	15,968
营业税金及附加	138	181	206	220
销售费用	1,855	2,414	2,751	2,903
管理费用	472	657	749	781
EBIT	33	(22)	87	147
财务费用	(140)	(231)	(170)	(167)
资产减值损失	1	39	21	(60)
投资收益	14	(3)	(5)	(4)
营业利润	197	167	232	370
营业外收支	52	0	0	0
利润总额	249	178	243	388
所得税	29	36	49	78
净利润	220	142	194	310
归属于母公司净利润	220	158	215	339
EBITDA	212	155	264	321

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4059	4060	4483	5147
应收账款及票据	2540	3685	4266	4392
预付款项	135	144	162	187
存货	1975	2544	2821	2967
其他流动资产	1470	1470	1470	1470
流动资产合计	10230	11928	13212	14238
长期股权投资	82	82	82	82
固定资产	1204	1194	1181	1169
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2278	2150	2028	1908
资产合计	12508	14078	15240	16146
短期借款	288	288	288	288
应付账款及票据	4967	6017	6817	7289
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	6795	8286	9254	9849
长期借款	39	39	39	39
其他长期负债	507	507	507	507
非流动负债合计	546	546	546	546
负债合计	7341	8833	9800	10396
股本	1045	1045	1045	1045
少数股东权益	71	55	34	5
股东权益合计	5166	5246	5440	5750
负债和股东权益合计	12508	14078	15240	16146

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	20.3%	31.1%	13.9%	7.0%
EBIT 增长率	1.5%	-166.8%	-497.7%	68.6%
净利润增长率	731.1%	-28.0%	35.8%	57.6%
盈利能力				
毛利率	19.9%	19.7%	20.3%	20.2%
净利润率	1.8%	1.0%	1.1%	1.7%
总资产收益率 ROA	1.8%	1.1%	1.4%	2.1%
净资产收益率 ROE	4.3%	3.1%	4.0%	5.9%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1
现金比率	0.6	0.5	0.5	0.5
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	35.8	37.9	39.1	37.6
存货周转天数	64.0	70.4	69.0	67.8
总资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.2	0.2	0.3
每股净资产	4.9	5.0	5.2	5.5
每股经营现金流	0.9	0.1	0.5	0.7
每股股利	0.1	0.1	0.0	0.0
估值分析				
PE	20.9	37.4	27.6	17.5
PB	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.7	15.9	7.8	4.3
股息收益率	1.1%	1.1%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	220	142	194	310
折旧和摊销	181	216	197	113
营运资金变动	755	(305)	149	293
经营活动现金流	985	58	547	716
资本开支	106	38	44	35
投资	(967)	0	0	0
投资活动现金流	(935)	(41)	(49)	(39)
股权募资	1,571	0	0	0
债务募资	263	0	0	0
筹资活动现金流	1,766	(15)	(75)	(13)
现金净流量	1,816	2	423	664

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 冰箱新增需求的占比大幅下降.....	3
图 2: 地产带动的新增需求比例更是显著下降.....	3
图 3: 冰箱需求的增长并不是平缓增加的.....	3
图 4: 家电下乡等导致了 2011 年左右需求的快速释放.....	3
图 5: 多开门冰箱销售增速显著较快.....	4
图 6: 大容积冰箱销售增速显著较快.....	4
图 7: 冰箱行业零售量集中度显著较低.....	4
图 8: 冰箱行业零售额集中度显著较低.....	4
图 9: 美菱冰箱零售量份额处在第二梯队.....	5
图 10: 美菱冰箱零售额份额同样处第二梯队.....	5
图 11: 美菱冰箱零售均价近些年有大幅提升.....	5
图 12: 公司自身变频高端品占比也有大幅提高.....	5
图 13: 2017 年 8 月家用空调内销 903.4 万台, 同比增长 37%.....	6
图 14: 2017 年 8 月长虹空调内销量 27 万台, 同比增长 59%.....	6
图 15: 2017 年 8 月家用空调出口量 296.1 万台, 同比增长 12%.....	6
图 16: 2017 年 8 月长虹空调出口量 6 万台, 同比增长 50%.....	6
图 17: 公司空调业务上半年营收同比增速 49%.....	7
图 18: 公司空调业务占营收比重提升.....	7
图 19: 年初年以来长虹空调均价呈上涨趋势.....	7
图 20: 长虹空调市占率提升.....	7
图 21: 出口收入保持快速增长.....	8
图 22: 内销与出口毛利率水平.....	8

表格目录

表 1: 募集资金主要用途.....	8
表 2: 公司中长期规划.....	9

分析师与研究助理简介

马科，毕业于南开大学，2011年入职民生证券，从事策略研究。2014年至今转为家电行业研究。

陈梦，北京大学计算机技术硕士，2016年7月入职民生证券，从事家电行业研究。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。