

华帝股份 (002035)

公司研究/动态报告

收入稳定增长，盈利能力持续提升

动态研究报告/家电

2017 年 12 月 21 日

报告摘要:

● 中期：品牌转型后增速加快，盈利能力持续提升

公司在 15 年末进行了管理层更替和战略转变，近两年效果显著。品牌：公司在品牌端的投入一是加大媒体宣传力度，二是打造更高端的购物环境；产品：配合品牌形象的上升，公司在产品研发、设计方面同样上台阶；渠道：渠道理顺，定增加强“华帝利益共同体”理念；最终体现：增速显著加快，盈利能力大幅提升。

● 短期：产品拓展助攻，18 年依旧高增长

短期来看，公司 18 年的收入增长确定性仍然较强。

- 1、烟灶业务占比在 70% 左右。18 年均价提升将持续，目前销售结构中新品占比在 50% 左右，明年比例将继续提升并拉动均价上行；同时线下销量增速将明显提升，我们估计至少在 10% 以上。16 年公司电商业务占自身比在 26% 左右，预计今年电商业务增速在 40-50%，借助电商红利，明年线上仍将呈现持续增长状态。
- 2、17 年上半年，公司实现热水器收入 5.17 亿，同比增长 30.3%，收入占比 19.1%。18 年公司热水器收入增速有望实现更快增长。其主要原因一是燃气热水器行业近几年保持较快增长状态；二是公司自身的投入在大幅增加，包括代言和考核等。
- 3、公司从 17 年开始进入壁挂炉行业，预计今年销量不大。18 年下半年，公司的壁挂炉产线有望达产，为 18 年的销售奠定基础。考虑到行业的高增长，我们预计公司的销量有望达到 10 万台以上，为公司的整体收入提供较大贡献。
- 4、洗碗机、净水器等产品是公司未来发展的重点。洗碗机产线有望于明年下半年达产，但预计明年收入贡献应相对较小，更远期看将是增长的重要看点。

● 盈利能力：毛利率和净利率将继续提升

品牌力提升后公司产品均价显著上行，带来毛利率大幅提高，这是过去两年公司净利率提高的主要原因。长期看由于行业价格空间较大，也参考竞争对手净利率，我们认为公司净利率提升空间仍然较大；短期看毛利率提升仍是明年盈利能力提高的主要驱动力，今年公司的净利率水平在 8.7% 左右，明年有望进一步提升。

● 把握估值切换，珍惜上半年行情

过去十年的统计数据显示，家电板块估值切换行情明显。小家电和厨电板块的估值中枢相对稳定，其估值切换意义相对明确，而白电龙头的逻辑更多来自价值重估。在厨电和小家电板块诸多公司中，我们认为公司的业绩增长幅度相对较大，因此公司拥有更大的估值切换价值。我们预测公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.85、1.21 和 1.62 元，维持强烈推荐评级。

● 风险提示：提价不及预期，需求萎靡，新业务开展不顺。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,395	5,724	7,472	9,329
增长率 (%)	18.2%	30.2%	30.5%	24.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	328	494	702	940
增长率 (%)	57.7%	50.9%	42.0%	33.9%
每股收益 (元)	0.90	0.85	1.21	1.62
PE (现价)	33.2	35.2	24.8	18.5
PB	6.3	7.8	5.9	4.5

资料来源：公司公告，民生证券研究院

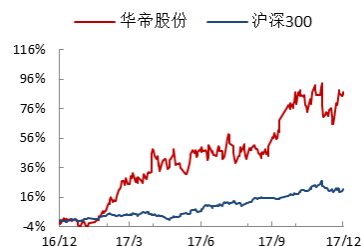
强烈推荐 维持评级

当前价格： 29.91 元

交易数据 2017-12-20

近 12 个月最高/最低	30.90/24.80
总股本 (百万股)	581.76
流通股本 (百万股)	518.91
流通股比例 (%)	89%
总市值 (亿元)	174.01
流通市值 (亿元)	155.21

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.《华帝股份 (002035) 简评报告：业绩高增长，盈利能力提升》20171022
- 2.《华帝股份 (002035) 简评报告：盈利能力持续提升，长期发展可期》20170821

目录

一、中期：品牌转型后增速加快，盈利能力持续提升	3
(一) 品牌：定位轻奢、年轻时尚	3
(二) 产品：研发投入加大，均价和毛利率大幅提升	3
(三) 渠道：渠道理顺，定增加强“华帝利益共同体”理念	4
(四) 最终体现：增速显著加快，盈利能力大幅提升	4
二、短期：产品拓展助攻，18 年依旧高增长	5
(一) 烟机灶具：18 年线下销量增速望加快	5
(二) 燃气热水器：18 年有望高增长	5
(三) 燃气壁挂炉：打开煤改气的市场	7
(四) 新品贡献：洗碗机明年下半年有望达产	7
三、盈利能力：毛利率和净利率将继续提升	8
(一) 过去：毛利率提升是盈利能力提升的主要动因	8
(二) 明年：毛利率仍是净利率提升的主要驱动	8
四、把握估值切换，珍惜上半年行情	10
(一) 把握估值切换，珍惜上半年行情	10
(二) 公司拥有较大的估值切换价值	10
(三) 维持强烈推荐评级	10
插图目录	12

一、中期：品牌转型后增速加快，盈利能力持续提升

公司在 2015 年末进行了管理层更替和战略转变，近两年效果显著。

（一）品牌：定位轻奢、年轻时尚

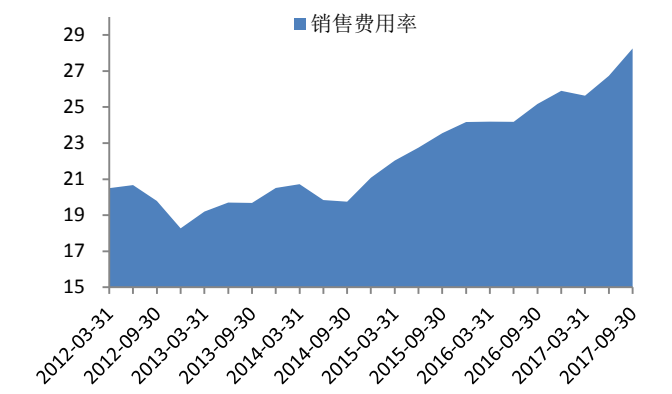
公司在品牌端的投入一是加大媒体宣传力度；二是打造更高端的购物环境。

品牌上，公司定位轻奢，前期聘请黄晓明和 Angelababy 为代言人，近期又聘请赵丽颖和林更新为代言人。华帝品牌从网剧圈、时尚圈、互联网圈、游戏圈、娱乐圈、影视圈等多途径开展营销，全面传播华帝高端智能的品牌定位，建立年轻、时尚的品牌形象。

公司开启“百城树旗，千店升级”计划，计划在 100 个核心城市布局品牌旗舰店，全力打造终端“一体化、智能化、体验化”的购物环境，并对旧形象门店进行千店升级改造，打破多代共存的终端局面。在 KA 渠道强调形象及位置的提升，全面对标竞争品牌。

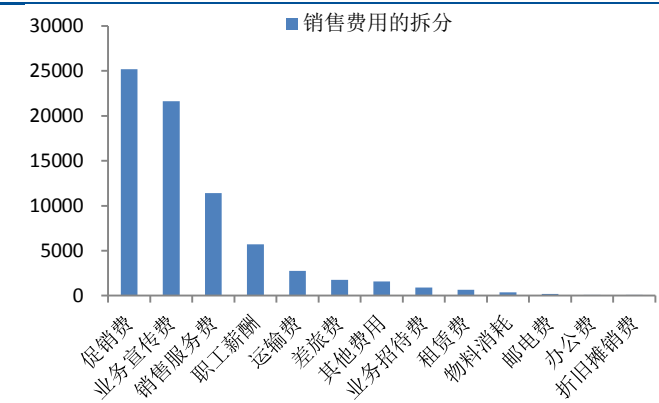
在线下销量上，受品牌定位转变的影响，近两年增速相对较慢，营收增长主要靠提价来实现。前三季度公司线上渠道增速在 50% 附近，考虑到其 26% 左右的占比以及公司产品均价的提升，意味着线下渠道销量增速并不快。但随着品牌形象固化销量增速将出现恢复性增长。

图 1：品牌投入的加大带来销售费用率的上升



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2017 年上半年销售费用支出明细



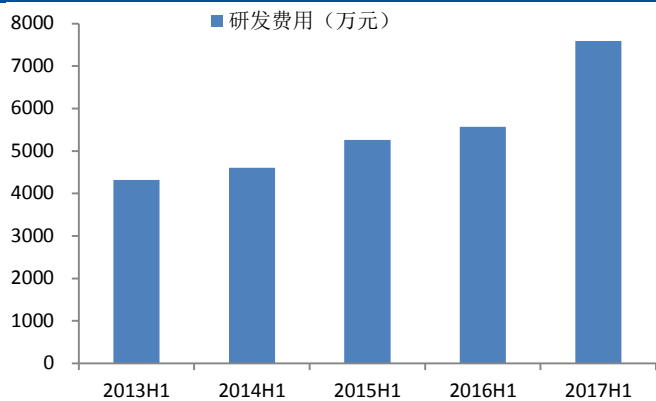
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）产品：研发投入加大，均价和毛利率大幅提升

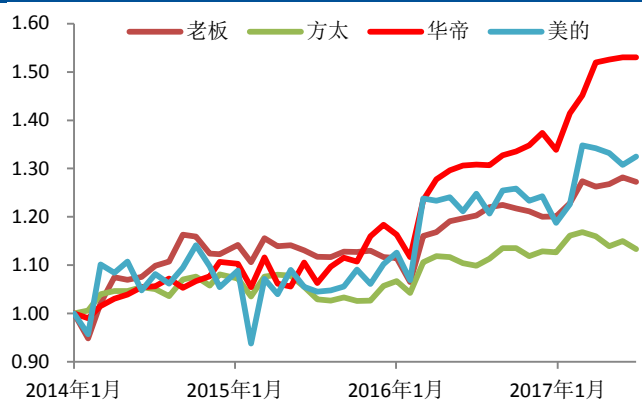
配合品牌形象的上升，公司在产品研发、设计方面同样上台阶。

公司着重提高高端产品占比，推动作为高增长品类的提升，实现多元化发展。同时以技术创新为基础，以解决消费者产品使用痛点为己任，加强新材料、新技术、新工艺的跨界合同和研发，力促产品结构升级优化。仅 17 年上半年，公司就申请发明专利 21 项，实用新型专利 52 项，合计申请专利 73 项。

得益于研发的加强，公司产品端变化明显，整体形象大幅改进。一方面以 2017 年数据看，终端提价幅度在 15% 左右；另一方面当前收入中，近两年推出新品的占比占到 50% 左右。得益于公司产品结构的变化和 6 月份的一次性提价（10 个百分点左右），公司的毛利率逆市提升。

图 3：研发投入的增加意味着研发费用的增加


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：量化处理后各品牌均价走势


资料来源：中怡康，民生证券研究院

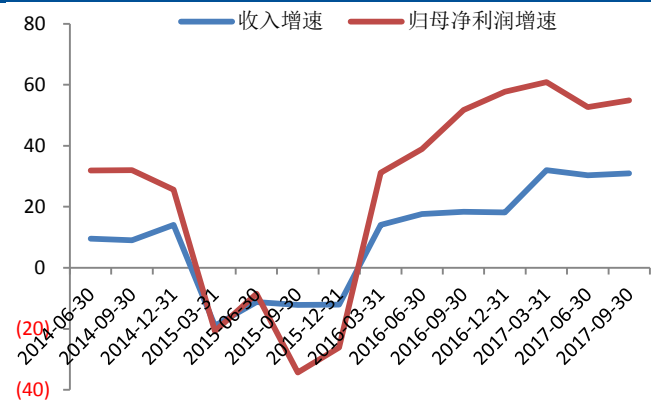
（三）渠道：渠道理顺，定增加强“华帝利益共同体”理念

公司提倡“华帝利益共同体”的营销理念，与经销商之间建立了稳定友好的合作关系。新管理团队在初期稳定了经销商团队，奠定了发展的基础；随后我们看到华帝股份的部分经销商核心人员积极参与公司定增，说明经销商团队与公司的紧密关系再上台阶。

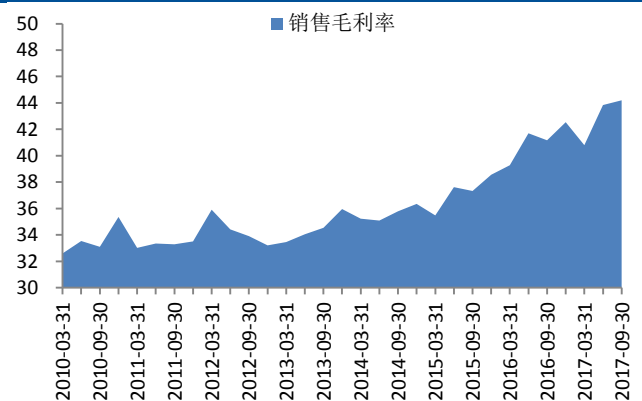
截至 2017 年 6 月 30 日，公司共拥有华帝品牌标准专卖店 2947 家，乡镇网点 5672 家，社区网点 1175 家，KA 卖场店 2111 家，品牌旗舰店 78 家，拥有百得品牌专卖店 970 家，乡镇网点 2700 家，KA 卖场店 128 家，渠道覆盖率居行业第一。

（四）最终体现：增速显著加快，盈利能力大幅提升

得益于公司战略的转变和品牌力提升，公司一方面加强了对经销商的管控能力，增强了风险抵抗能力；另一方面利益关系理顺，各关节点增速明显加快；第三为产品拓展和品牌拓展打下良好基础；第四则是盈利能力的大幅提升，主要表现在毛利率的大幅提升上。从最终净利率水平看，如果全年增速与前三季度一致，今年净利率将达到 8.7%，较 2016 年再度提升 1 个百分点。而且随着新产品占比的逐渐提升，预计明年净利率水平仍将提升 1 个百分点左右。

图 5：近两年收入增速明显加快


资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：产品均价的不断提升带来毛利率上升


资料来源：wind，民生证券研究院

二、短期：产品拓展助攻，18 年依旧高增长

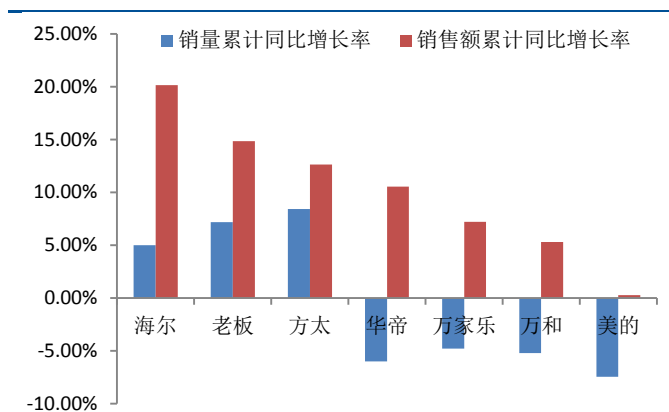
短期来看，公司 18 年的收入增长确定性仍然较强。传统主业方面，线下销量增速加快将弥补价格提升幅度的降低；其他业务方面，燃气热水器和燃气壁挂炉将会有更快增长。

（一）烟机灶具：18 年线下销量增速望加快

今年烟灶业务的收入增速在 28% 左右，烟灶业务占比在 70% 左右。渠道结构上，线上占比 26% 左右，工程渠道占比 10% 左右，自营专卖店占比在 50% 多。收入驱动上，我们测算 17 年提价贡献度大于销量贡献度。华帝和百得双品牌中，华帝稍快，百得相对较慢。

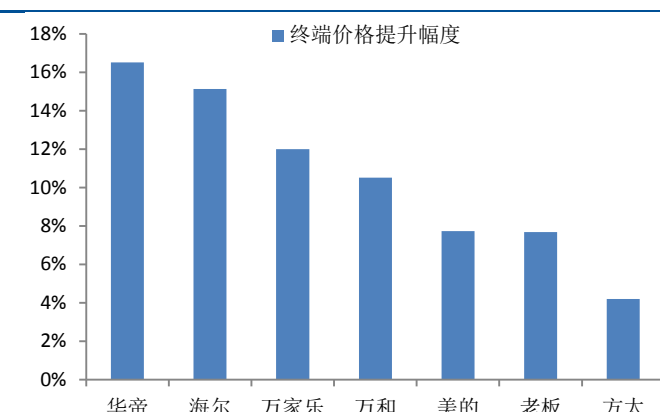
从 17 年的情况来看，受公司品牌提升影响，线下销量增速并不快。中怡康数据显示，在油烟机的终端市场中，华帝品牌是提价幅度最大的，达到 16%。

图 7：17 年公司油烟机收入增长主要是价格贡献



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 8：华帝油烟机是零售终端中提价幅度最大的



资料来源：中怡康，民生证券研究院

2018 年，一方面均价提升将持续，目前销售结构中近两年新品占比在 50% 左右，明年比例将继续提升并拉动均价上行；另一方面线下销量增速将明显提升，我们估计至少在 10% 以上。

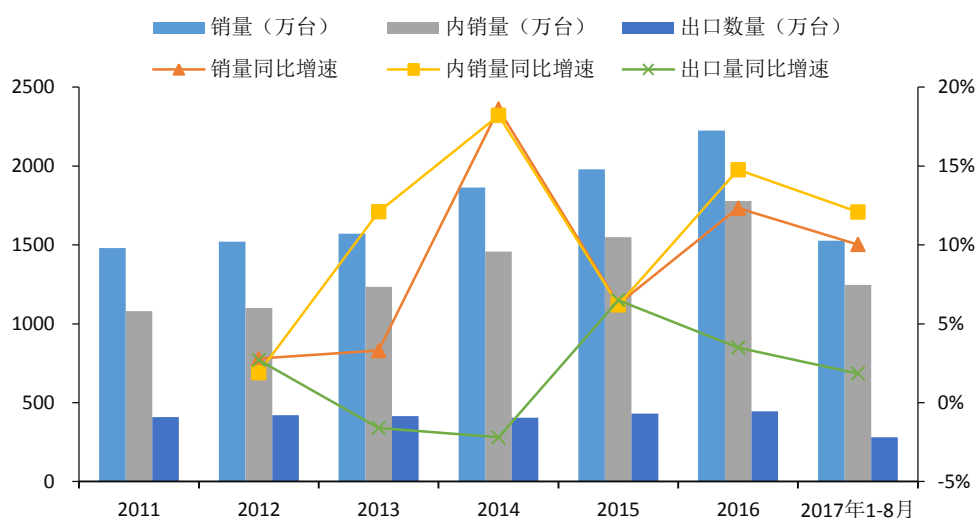
2016 年公司电商业务占自身比在 26% 左右，预计今年电商业务增速在 40-50%，借助电商红利，明年仍将呈现持续增长状态。

（二）燃气热水器：18 年有望高增长

17 年上半年，公司实现热水器收入 5.17 亿，同比增长 30.3%，收入占比 19.1%。18 年公司热水器收入增速有望实现更快增长。其主要原因一是燃气热水器行业近几年保持较快增长状态；二是公司自身的投入在大幅增加。

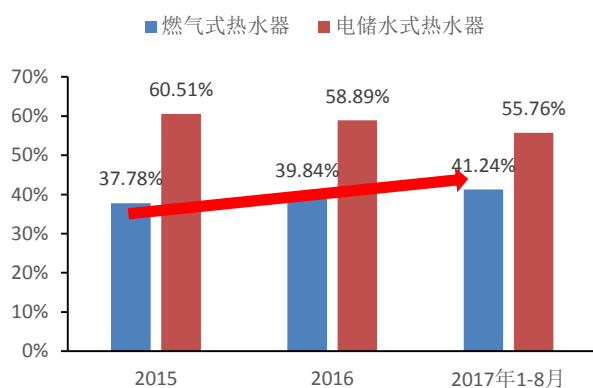
燃气热水器尚处于发展的中早期。相对于电热水器优势愈发明显，近几年燃气热水器销量增速也显著快于后者，在燃气普及形势下，这一趋势将持续。而且燃气热水器行业集中度相对较低，诸多品牌在当前阶段均存在大幅增长空间。

图 9：燃气热水器内销量从 11 年的 1080 万台到 16 年的 1777.9 万台，复合增长率达 10.48%



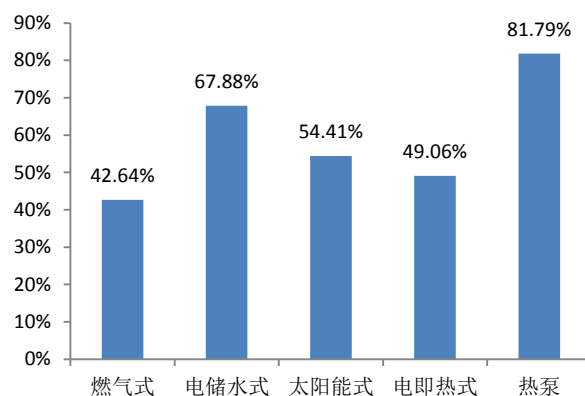
资料来源：产业在线，民生证券研究院

图 10：市场份额：燃气热水器优势开始显现



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 11：五类热水器行业集中度前三（2017 年 1-8 月累计数据）



资料来源：产业在线，民生证券研究院

华帝燃气热水器目前处在第二梯队，市场占有率相对不大，均价也不高，属于性价比较高的定位，契合于当前普及式增长的需求。

图 12：17 年前 8 月华帝热水器市占率情况

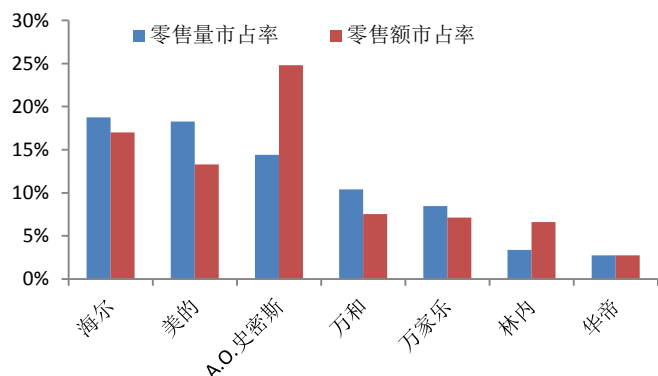
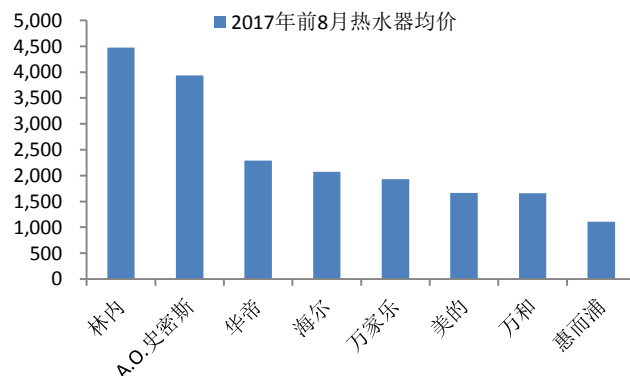


图 13：热水器均价情况



资料来源：中怡康，民生证券研究院

资料来源：中怡康，民生证券研究院

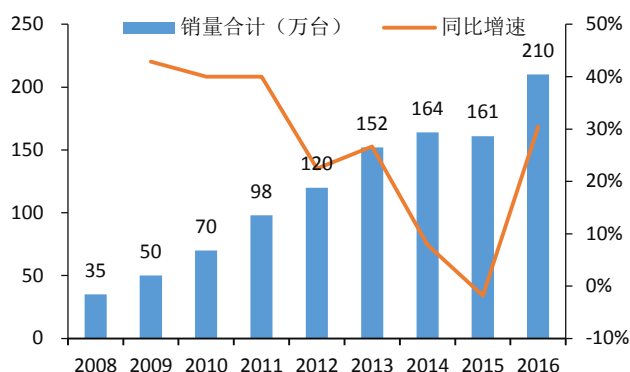
2017 年公司加大对热气热水器的重视程度。一方面公司成立燃热供暖产品部，将厨、热进行双线运作，将热水器产品作为增量市场培育；另一方面公司聘请了代言人进行产品代言，在宣传力度上明显加强。在行业高增长的背景下，公司的大投入将为 18 年的高增长奠定基础。

(三) 燃气壁挂炉：打开煤改气的市场

从目前情况来看，冬季清洁取暖改造中，采用煤改气的比例超过 80%。目前来看煤改气的市场仍然在不断扩大，由“2+26”向非“2+26”城市拓展，禁煤区建设也在逐步扩大，如河南、山西、山东等地。2016 年，我国燃气壁挂炉的销量在 210 万台左右。今年受煤改气政策拉动，预计市场总规模将达到 400 万台左右，目前市场对 2018 年销量的预测在 550 万台左右。

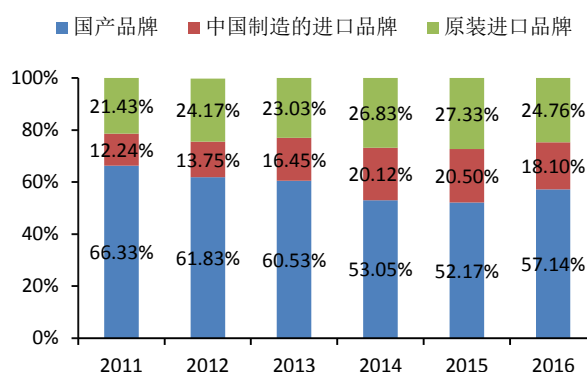
公司从 17 年三季度开始进入壁挂炉行业，预计今年销量不大。2018 年下半年，公司的壁挂炉产线有望达产，为 18 年的销售奠定基础。考虑到行业的高增长，我们预计公司的销量有望达到 10 万台以上，壁挂炉的出货均价一般在 2000 元左右。

图 14：我国燃气壁挂炉市场销量快速增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：我国燃气壁挂炉市场销量结构：国产品牌主导



资料来源：wind，民生证券研究院

(四) 新品贡献：洗碗机明年下半年有望达产

洗碗机、净水器等产品是公司未来发展的重点。洗碗机产品有望于明年下半年达产，预计明年收入贡献应相对较小。

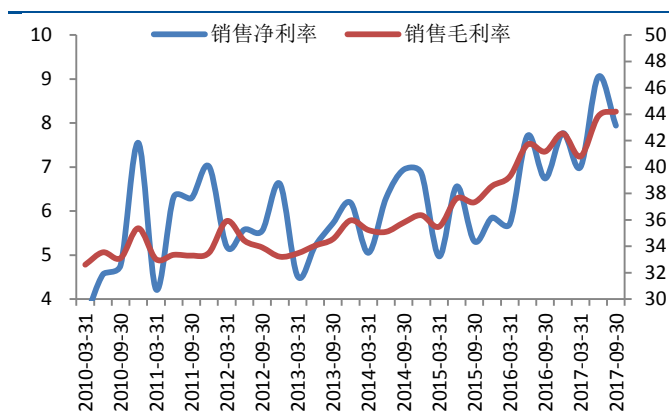
三、盈利能力：毛利率和净利率将继续提升

品牌力提升后公司产品均价显著上行，带来毛利率的大幅提高，这是过去两年公司净利率水平提高的主要原因。长期来看，由于行业价格空间较大，也参考竞争对手净利率水平，我们认为公司净利率提升空间仍然较大；短期来看毛利率提升仍是明年盈利能力提高的主要驱动因素，我们判断 18 年净利率仍有望提升 1 个百分点。

（一）过去：毛利率提升是盈利能力提升的主要动因

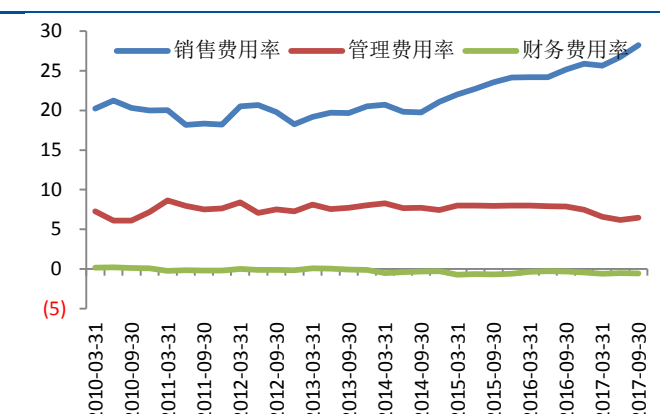
公司净利率过去常在 6%、7% 左右徘徊，品牌转型后 2016 年公司净利率提升至 7.7%，2017 年有望提升至 8.7% 左右。从驱动因素看，毛利率上涨是净利率提升的最主要驱动力，同时管理费用率在摊薄因素下有所下降，财务费用率波动不大，而销售费用率受品牌推广力度加大影响显著上升。

图 16：公司毛利率和净利率近两年均大幅提升



资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：公司三项费用率走势



资料来源：wind，民生证券研究院

（二）明年：毛利率仍是净利率提升的主要驱动

我们预测 18 年公司净利率水平仍将有 1 个百分点左右的提升，主要驱动因素仍是毛利率的上涨。公司毛利率的上涨主要驱动因素有三。

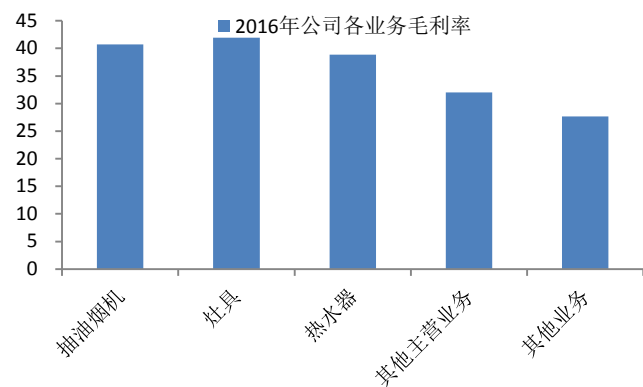
一是产品结构的变化。公司新品的毛利率水平较老品有显著提升，而且新品的占比在显著上升。今年销售结构中近两年新品的占比在 50%，明年会进一步上升。

二是渠道结构的变化。由于电商渠道毛利率高于线下，所以电商渠道占比的提升会拉动整体毛利率的提升。

三是成本端的压力在相对减小。假设明年原材料价格维持高位、波动减小，由于同比基数高，对毛利率端的压力会比今年显著下降。

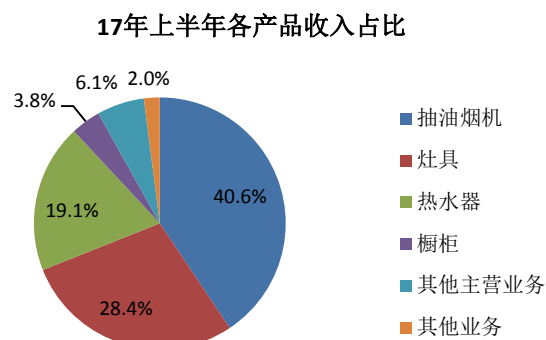
同时公司管理费用率在摊薄效应下有可能进一步下降的可能。对净利率带来负面冲击的一是销售费用率有可能继续上升；二是高增速的热水器业务毛利率低于油烟机。

图 18: 2016 年公司各业务的毛利率水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19: 公司各业务收入占比



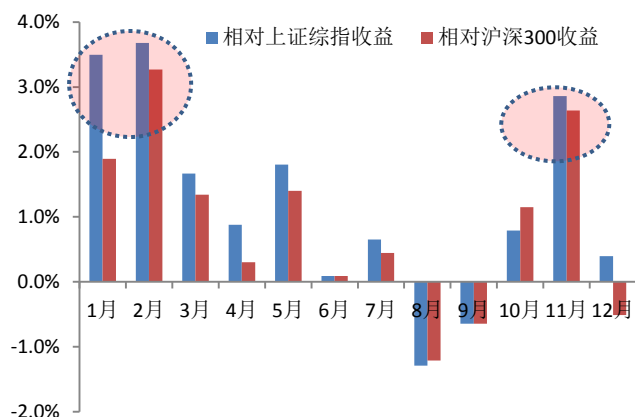
资料来源: wind, 民生证券研究院

四、把握估值切换，珍惜上半年行情

(一) 把握估值切换，珍惜上半年行情

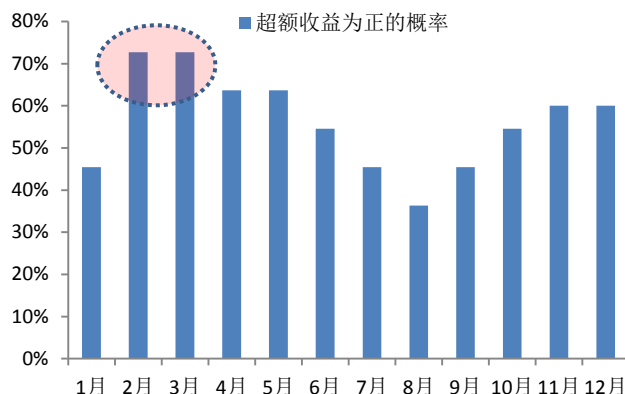
家电板块估值切换行情明显：过去十年的统计数据显示，家电板块行情主要集中在上半年，尤其是年初超额收益明显。下半年一般较为疲软，很难跑赢大市。一季度家电板块平均超额收益达到 9%，尤其是一二月份，平均超额收益率都在 3.5% 以上，3 月份也有 1.7%。一季度家电板块超额收益的概率接近 7 成，尤其是二三月份，超额收益的概率达到 73%。

图 20：2006 年来家电指数月度平均相对收益统计



资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：2006 年来家电指数月度超额正收益概率统计



资料来源：wind，民生证券研究院

上半年行情相对较好我们认为主要有三点因素导致。

稳定业绩增长奠定切换基础：家电板块整体 2010 年来归母净利润复合增长率达 23%，其稳定性和持续性在 A 股市场中一路领先，造就了稳定的估值切换行情。

一季报对全年业绩的指引作用：一季报的增速能够很好的代表全年的业绩趋势，同时随着时间进入销售旺季，市场对全年销售走势也有了更清晰的判断。所以投资者习惯于在该时点透支全年业绩。

恐慌情绪释放带来估值显著修复：历史来看，年底或年初是地产收紧政策密集出台期，因此受宏观经济和地产政策双重影响，四季度对家电板块业绩持续性担忧加剧，但一季度情绪逐步释放，影响逐渐减弱。例如 2015 年底对厨电板块业绩增长的担忧。

(二) 公司拥有较大的估值切换价值

参照家电各子板块的历史表现，小家电和厨电板块的估值中枢相对明确，而白电板块估值波动较大。在这种背景下，我们认为小家电和厨电公司的估值切换意义相对明确。而白电龙头的更多逻辑来自于价值的重估。

在厨电和小家电板块诸多公司中，我们认为公司的业绩增长幅度相对较大，因此公司拥有更大的估值切换价值。

(三) 维持强烈推荐评级

我们预测公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.85、1.21 和 1.62 元，维持强烈推荐的评级。

值得注意的是，公司定增方案刚刚获得证监会审核通过。公司目前总股本为 581,762,083 股，本次非公开发行 A 股股票数量不超过 38,491,147 股。如果按照上述数据发行，将带来总股本 6.62% 的增长，会有一定摊薄效应。

插图目录

图 1: 品牌投入的加大带来销售费用率的上升.....	3
图 2: 2017 年上半年销售费用支出明细.....	3
图 3: 研发投入的增加意味着研发费用的增加.....	4
图 4: 量钢化处理后各品牌均价走势.....	4
图 5: 近两年收入增速明显加快.....	4
图 6: 产品均价的不断提升带来毛利率上升.....	4
图 7: 17 年公司油烟机收入增长主要是价格贡献.....	5
图 8: 华帝油烟机是零售终端中提价幅度最大的.....	5
图 9: 燃气热水器内销量从 11 年的 1080 万台到 16 年的 1777.9 万台, 复合增长率达 10.48%.....	6
图 10: 市场份额: 燃气热水器优势开始显现.....	6
图 11: 五类热水器行业集中度前三 (2017 年 1-8 月累计数据).....	6
图 12: 17 年前 8 月华帝热水器市占率情况.....	6
图 13: 热水器均价情况.....	6
图 14: 我国燃气壁挂炉市场销量快速增长.....	7
图 15: 我国燃气壁挂炉市场销量结构: 国产品牌主导.....	7
图 16: 公司毛利率和净利率近两年均大幅提升.....	8
图 17: 公司三项费用率走势.....	8
图 18: 2016 年公司各业务的毛利率水平.....	9
图 19: 公司各业务收入占比.....	9
图 20: 2006 年来家电指数月度平均相对收益统计.....	10
图 21: 2006 年来家电指数月度超额正收益概率统计.....	10

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	4,395	5,724	7,472	9,329
营业成本	2,525	3,163	4,066	5,034
营业税金及附加	42	48	67	81
销售费用	1,138	1,597	2,100	2,640
管理费用	329	338	418	485
EBIT	360	578	821	1,089
财务费用	(20)	(26)	(40)	(55)
资产减值损失	9	22	24	18
投资收益	7	5	6	5
营业利润	378	587	843	1,132
营业外收支	21	0	0	0
利润总额	399	610	868	1,160
所得税	58	92	130	173
净利润	341	518	738	987
归属于母公司净利润	328	494	702	940
EBITDA	455	626	868	1,133

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1110	1513	2299	3394
应收账款及票据	641	815	1158	1444
预付款项	34	57	69	81
存货	370	381	499	623
其他流动资产	369	369	369	369
流动资产合计	2546	3148	4391	5900
长期股权投资	8	8	8	8
固定资产	568	549	527	506
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1047	980	907	838
资产合计	3593	4128	5298	6738
短期借款	16	0	0	0
应付账款及票据	708	707	957	1201
其他流动负债	569	569	569	569
流动负债合计	1782	1798	2230	2684
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17
非流动负债合计	17	17	17	17
负债合计	1799	1815	2247	2700
股本	364	582	582	582
少数股东权益	58	82	118	165
股东权益合计	1795	2313	3051	4038
负债和股东权益合计	3593	4128	5298	6738

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	18.2%	30.2%	30.5%	24.9%
EBIT 增长率	70.4%	60.5%	42.0%	32.7%
净利润增长率	57.7%	50.9%	42.0%	33.9%
盈利能力				
毛利率	42.5%	44.7%	45.6%	46.0%
净利润率	7.5%	8.6%	9.4%	10.1%
总资产收益率 ROA	9.1%	12.0%	13.2%	13.9%
净资产收益率 ROE	18.9%	22.2%	23.9%	24.3%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.2	1.5	1.7	2.0
现金比率	0.6	0.8	1.0	1.3
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	25.8	26.0	28.1	26.6
存货周转天数	46.7	44.0	44.8	45.2
总资产周转率	1.4	1.5	1.6	1.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	0.8	1.2	1.6
每股净资产	4.8	3.8	5.0	6.7
每股经营现金流	2.3	0.6	1.3	1.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	33.2	35.2	24.8	18.5
PB	6.3	7.8	5.9	4.5
EV/EBITDA	35.9	25.4	17.4	12.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	341	518	738	987
折旧和摊销	103	71	70	62
营运资金变动	402	(189)	(48)	22
经营活动现金流	818	372	729	1,038
资本开支	34	(42)	(51)	(52)
投资	(9)	0	0	0
投资活动现金流	13	47	57	58
股权募资	43	0	0	0
债务募资	(15)	0	0	0
筹资活动现金流	(117)	(16)	0	0
现金净流量	715	403	786	1,095

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。