

老板电器 (002508)

证券研究报告

2018年03月11日

复盘思考：对于老板电器，我们忽视了什么？

为什么之前几次调价顺利？这次就不行了？

从需求端来看，由于老板电器定位高端，主打一二线城市，近几年累计提价之后，产品的价格已在三四线人群的购买力之上。在此次地产限购的过程中，17年下半年一线地产限购带来的影响已经开始体现。

从竞争格局来看，苏泊尔、九阳等传统知名家电品牌纷纷进军大厨电市场，加剧了行业竞争。而这些品牌在三四线地区本身具有一定的渠道影响力。且由于并非核心产品，虽然未对该品类做过多投入，产品定价型机比较高，且的确也能靠自身的品牌优势进行一定的低成本导流，从而在终端数据上，这些品牌瓜分了一些细分市场，从而导致市场集中度提升困难，龙头的议价能力受到影响。

老板电器是否真的抗房地产周期？

由于受到上市历史时长的关系，对于老板电器抗地产周期的影响主要是在2013-2015 这轮的影响情况。我们认为，上一轮**老板电器能够抵抗地产周期的一大重要原因在于电商红利**。公司2013年开始重视电商销售，电商渠道收入占比从2012年的14%提升至2016年的36%，增速维持在50%以上，且电商渠道毛利率高达70%，其占比提升带动了公司整体毛利率的提升。如今，电商红利逐渐消失，2017年双十一家电销售额增速仅42%，且为了达到高收入增速，电商平台的流量营销费用支出更大，老板电器电商收入占比也已达36%的高位，从而房地产的影响逐渐显现出来。

2015年，苏泊尔、九阳等多个品牌进入大厨电竞争市场，竞争加剧，但也是在2015年，地产高速增长，导致2016年需求高涨，竞争加剧对于行业的影响，被地产周期带来的强需求所影响所掩盖，这也使得大多数人轻视了竞争加剧逐渐累积的影响。**在地产后周期性的影响下，需求下降在2017年下半年集中体现出来，竞争格局、电商红利下降的影响，造成了我们今天看到的Q4业绩下滑。**

投资建议

老板电器受一二线地产、以及竞争格局影响，增速有所放缓，但依然是厨电行业优质龙头，随着公司下沉三四线，未来增长可期，但在渠道逐步下沉落地的当下，需要给公司调整时间，降低业绩增速预期，预计17-19年EPS为1.53、1.86、2.23元/股，维持买入评级。我们仍看好家电板块白马龙头的后续行情，并维持白电龙头整体的估值中枢提升将持续进行的观点，推荐板块龙头美的集团、格力电器等。

风险提示：一二线地产下滑风险，厨电竞争加剧风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,542.72	5,794.90	6,998.93	8,421.69	10,253.04
增长率(%)	26.58	27.56	20.78	20.33	21.75
EBITDA(百万元)	932.87	1,335.68	1,560.58	1,888.45	2,266.98
净利润(百万元)	830.49	1,206.83	1,450.44	1,763.46	2,117.25
增长率(%)	44.58	45.32	20.19	21.58	20.06
EPS(元/股)	0.88	1.27	1.53	1.86	2.23
市盈率(P/E)	45.41	31.25	26.00	21.39	17.81
市净率(P/B)	11.90	9.14	7.00	5.70	4.65
市销率(P/S)	8.30	6.51	5.39	4.48	3.68
EV/EBITDA	20.88	17.48	21.17	16.78	13.35

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	39.74元
目标价格	61元

基本数据

A股总股本(百万股)	949.03
流通A股股本(百万股)	934.54
A股总市值(百万元)	37,714.56
流通A股市值(百万元)	37,138.43
每股净资产(元)	5.01
资产负债率(%)	39.46
一年内最高/最低(元)	59.28/37.65

作者

蔡雯娟	分析师
SAC执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
谢丽媛	联系人
xieliyuan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《老板电器-公司点评:电商增速放缓,下半场竞争积极转型》2018-02-27
- 《老板电器-公司点评:增资名气进军三四级市场,员工持股显信心》2018-01-14
- 《老板电器-季报点评:地产后周期逆势增长,结算方式调整改变现金流状况》2017-10-26



老板电器年度业绩快报低于预期，包括后续同类优质的定制家具龙头索菲亚业绩增速下降，是引发近期白马蓝筹股，股价持续表现不佳的导火索。

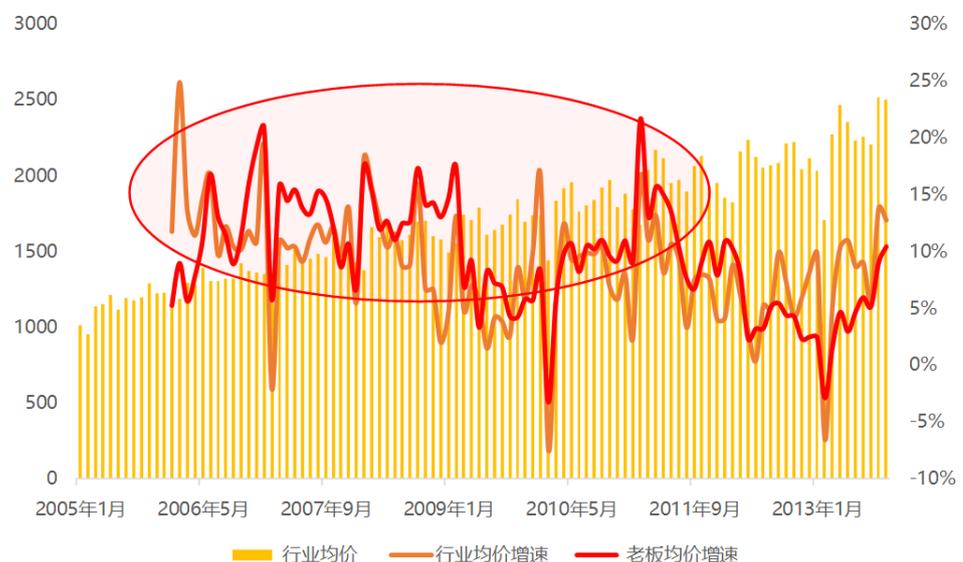
低于预期，换言之，就是这样的业绩增速下降是大多数人未曾预料到的。我们对此进行了以下的反思。

1. 为什么之前几次调价顺利？这次就不行了？

本次老板、方太线上提价失败，带来四季度销售下滑，但前几年的涨价却未遭遇过类似问题，造成这种差异的原因是什么？我们认为，涨价能否顺利转嫁到终端，主要由两方面因素决定：需求和竞争格局。在需求持续旺盛、替代品少的情况下，消费者的价格弹性低；同时，良好的竞争格局又决定了不会有强有力的竞争对手打价格战。

需求和竞争格局两个因素，过去需求因素占主导，当时油烟机保有量尚有较大空间，而老板又以其特有的“大吸力”产品，与当时的主流品牌诸如樱花、西门子等，形成差异化竞争，直击消费者需求痛点，带动均价持续提升。

图 1：需求主导带来的油烟机均价提升

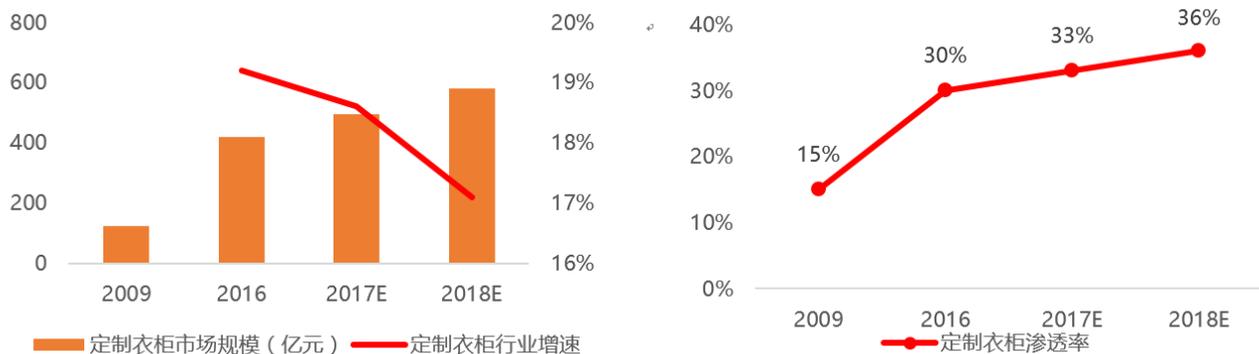


资料来源：中怡康，天风证券研究所

参考索菲亚所处的定制衣柜行业，也发生了类似情况。根据公司投资者交流纪要，2017年4月索菲亚衣柜和橱柜分别提价6%和15%，7-8月公司订单零增长，由于订单确认的周期问题，导致使Q4收入增速回落。管理层意识到问题后，2017年9月重新调低价格，则订单重新获得大幅增长，与厨电同样受地产高度影响的定制衣柜龙头，遭遇同样的涨价未果，可参考结合进行分析。

定制衣柜，以其个性化设计、高空间利用率等特有优势，比成品衣柜更好地满足了消费者的需求，因此在所面临的主要市场需求持续提升，也因此在过去几轮涨价周期中，提价顺畅。2001年索菲亚产品进入中国，带来了定制衣柜行业，2009年行业市场规模达到122亿元，到2016年已达到419亿元，年复合增速19.2%，渗透率从15%翻倍至30%。

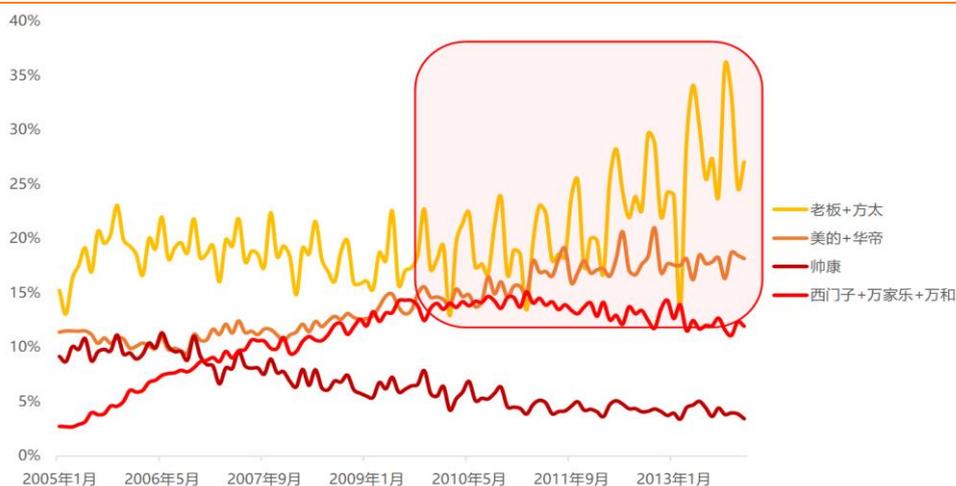
图 2：定制衣柜需求持续提升



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

竞争格局提升助力了第二轮涨价。随着行业发展，行业龙头集中度持续提升，形成了较为稳定的格局，行业基本没有新的强有力的竞争对手进入，加之需求并未减弱，再次助力行业均价持续提升。

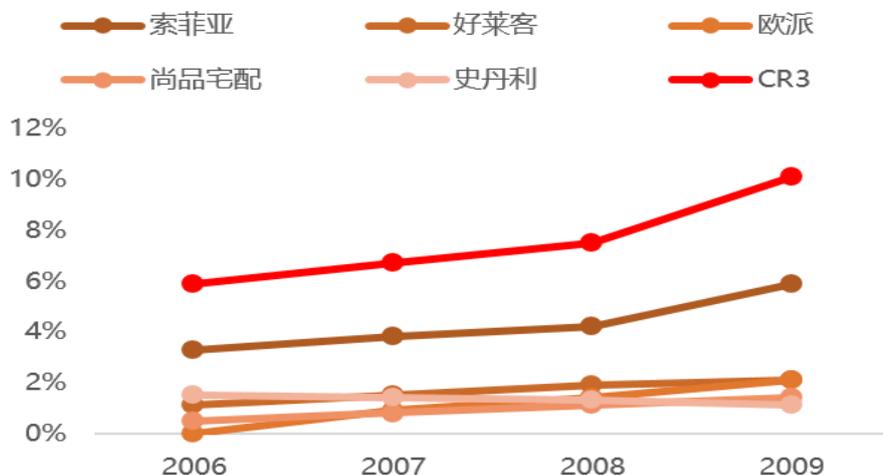
图 3：龙头形成稳定格局



资料来源：中怡康，天风证券研究所

从定制衣柜来看同样如此，市场集中度持续提升，竞争格局向好。

图 4：定制衣柜集中度提升

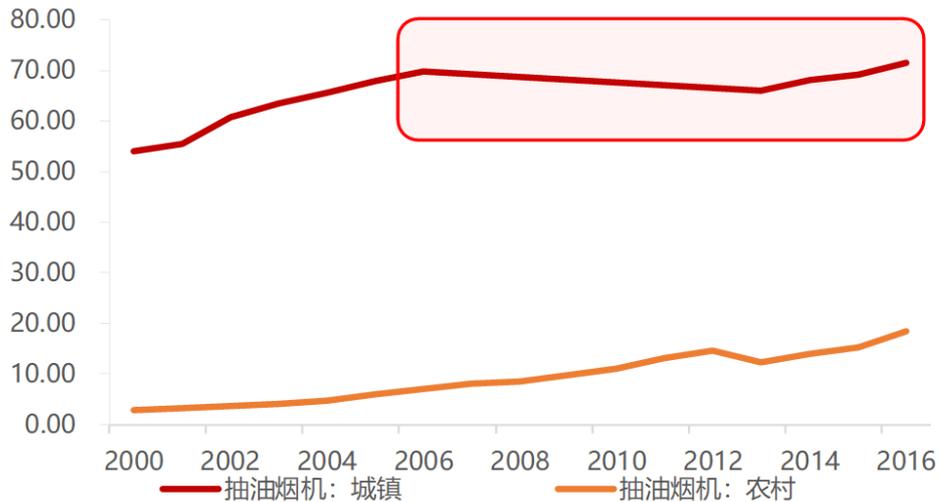


资料来源：索菲亚招股说明书，《中国人造板》，天风证券研究所

那么，为什么这次涨价就失败了？

从需求端来看，由于老板电器定位高端，主打一二线市场，近几年累计提价之后，产品的价格已在三四线人群购买力之上。在此次地产限购的过程中，17年下半年一线地产限购带来的影响已经开始体现。

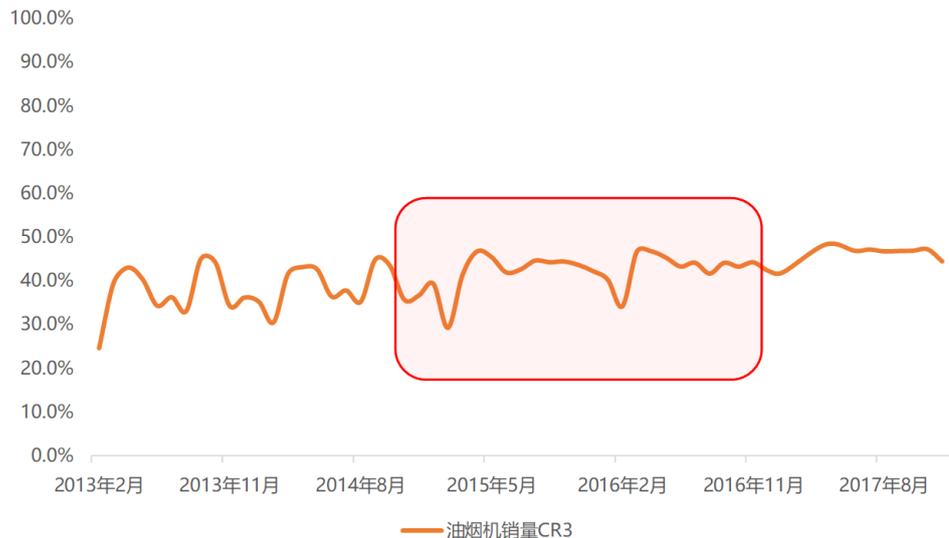
图 5：一二线吸油烟机保有量基本达到峰值



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

从竞争格局来看，苏泊尔、九阳等传统知名家电品牌纷纷进军大厨电市场，加剧了行业竞争。而这些品牌在三四线地区本身具有一定的渠道影响力。且由于并非核心产品，虽然未对该品类做过多投入，产品定价型机比较高，且的确也能靠自身的品牌优势进行一定的低成本导流，从而在终端数据上，这些品牌瓜分了一些细分市场，从而导致市场集中度提升困难，龙头的议价能力受到影响。

图 6：油烟机 CR3 持续波动，提升困难



资料来源：中怡康，天风证券研究所

索菲亚同理，随着行业发展，能给予类似产品力竞争对手不断增加，涨价愈发困难。

图 7：定制家具类公司同样面临竞争加剧、格局变化

店面数量	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
索菲亚	800	1000	1200	1520	1861	2500	2900
好莱客	518	587	691	842	1174	1300	1500
皮阿诺				802	864	959	
尚品宅配				969	1073	1157	1525
欧派家居						4710	6135
金牌厨柜				628	741	806	924
我乐家居（不含全屋）				760	787	731	960
志邦股份				981	1007	1112	1416

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为，在需求一定的情况下：

总溢价=品牌力溢价+产品力溢价

以 iPhone X 为例，在新品性能并未明显升级的情况下，大幅提价，但涨价幅度超越产品力溢价，就会造成销量不佳。老板电器虽然定位高端，但多次涨价已带来较高的品牌溢价，本次并未进行较大幅度产品升级，直接提价则接受度不高。

此外，老板电器本次提价主要在电商市场，而电商的需求进行推演，核心还是来自于滞后的地产周期需求，由于主要消费群体还是以三四线为主，购买力有限，对价格弹性仍较大，这也是涨价失败的一个重要因素。

2. 老板电器是否真的抗房地产周期？

从 2009 年开始，国家陆续推出房地产调控政策，但老板电器销售状况似乎一直都未受到明显影响，是否老板电器真的具有较强的抗房地产周期能力？

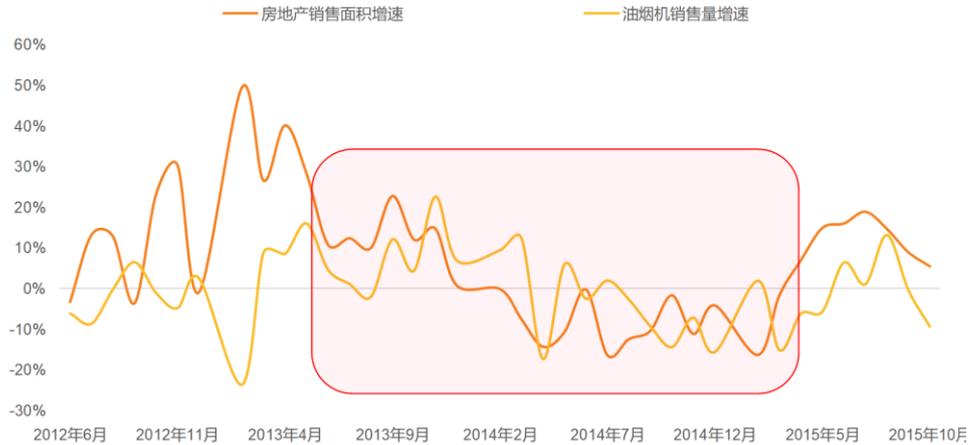
图 8：历年房地产调控政策

类型	时间	房地产调控政策
限购	2016年10月	全国21城出台限购政策
限购	2016年3月	北京、上海等区域性限购政策
非限购	2014年9月	“930”房贷新政
限购	2013年2月	“新国五条”
非限购	2011年1月	“新国八条”
地区限购	2010年1月	“国十一条” “新国十条” “限购”
非限购	2009年10月	“国四条”
放宽	2008年12月	“国十三条”
非限购	2007年9月	“9-27房贷新政”
非限购	2006年5月	“国六条” “国十五条”
非限购	2005年3月	“国八条”

资料来源：国务院，天风证券研究所

2011 年之前，国家有补贴、换新政策，对房地产影响有一定抵消左右。2013-2015 年，地产控制，房地产销售面积增速大幅下滑，从中怡康数据看，一二线油烟机销量增速明显受到影响，但老板电器业绩却依然靓丽，13-15 年收入增速分别 35%、35%、27%，毛利率、净利率均持续提升，但从周转率看，营运实际上有受到一定影响。

图 9：油烟机销量与房地产销售相关性明显



资料来源：国家统计局，中怡康，天风证券研究所

图 10：老板电器经营情况实际有受到影响

(百万元)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
营业收入	1,232	1,534	1,963	2,654	3,589	4,543	5,795
同比		25%	28%	35%	35%	27%	28%
净利润	134	187	262	378	568	828	1,207
同比		39%	40%	44%	50%	46%	46%
毛利率	54.60	52.48	53.58	54.44	56.55	58.17	57.31
净利率	10.91	12.19	13.37	14.23	15.82	18.23	20.83
存货周转率	2.54	2.71	3.00	3.16	3.11	2.98	3.02
应收账款周转率	13.89	14.33	14.55	15.10	13.96	14.55	17.78

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

由于受到上市历史时长的关系，对于老板电器抗地产周期的影响主要是在 2013-2015 这轮的影响情况。我们认为，上一轮老板电器能够抵抗地产周期的一大重要原因在于电商红利。公司 2013 年开始重视电商销售，电商渠道收入占比从 2012 年的 14% 提升至 2016 年的 36%，增速维持在 50% 以上，且电商渠道毛利率高达 70%，其占比提升带动了公司整体毛利率的提升。

图 11：电商红利抵消地产影响

老板电商+电视渠道	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
收入 (百万元)	120	278	584	897	1408	2082
占比	8%	14%	22%	25%	31%	36%
增速		132%	110%	54%	57%	48%

资料来源：投资者交流纪要，公司公告，天风证券研究所

收入拆分来看，受到房地产下滑影响，传统线下零售渠道增速放缓明显。

图 12：老板传统线下零售渠道增速放缓明显

传统线下零售渠道	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
收入 (百万元)	1250	1484	1955	2405	2862	3332
占比	81%	76%	74%	67%	63%	57%
增速		19%	32%	23%	19%	16%

资料来源：投资者交流纪要，公司公告，天风证券研究所

如今，电商红利逐渐消失，2017 年双十一家电销售额增速仅 42%，且为了达到高收入增速，电商平台的流量营销费用支出更大，老板电器电商收入占比也已达到 36% 的高位，从而房地产的影响逐渐显现出来。

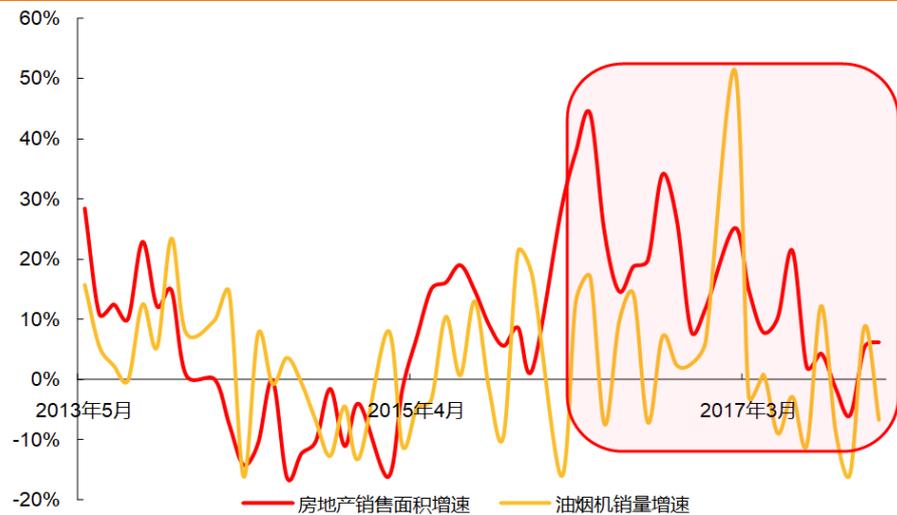
图 13：家电双十一增速放缓

双十一当天 (亿元)	2015	2016	2017
全品类总销售额	1229.4	1770.4	2539.7
yoy	53%	44%	43%
家电销售额	172.1	361.2	513.0
yoy		110%	42%

资料来源：星图数据，天风证券研究所

2015 年，苏泊尔、九阳等多个品牌进入大厨电竞争市场，竞争加剧，但也是在 2015 年，地产高速增长，导致 2016 年需求高涨，竞争加剧对于行业的影响，被地产周期带来的强需求所影响所掩盖，这也使得大多数人轻视了竞争加剧逐渐累积的影响。**在地产后周期性的影响下，需求下降在 2017 年下半年集中体现出来，竞争格局、电商红利下降的影响，造成了我们今天看到的 Q4 业绩下滑。**

图 14：16 年以来房地产下滑明显



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

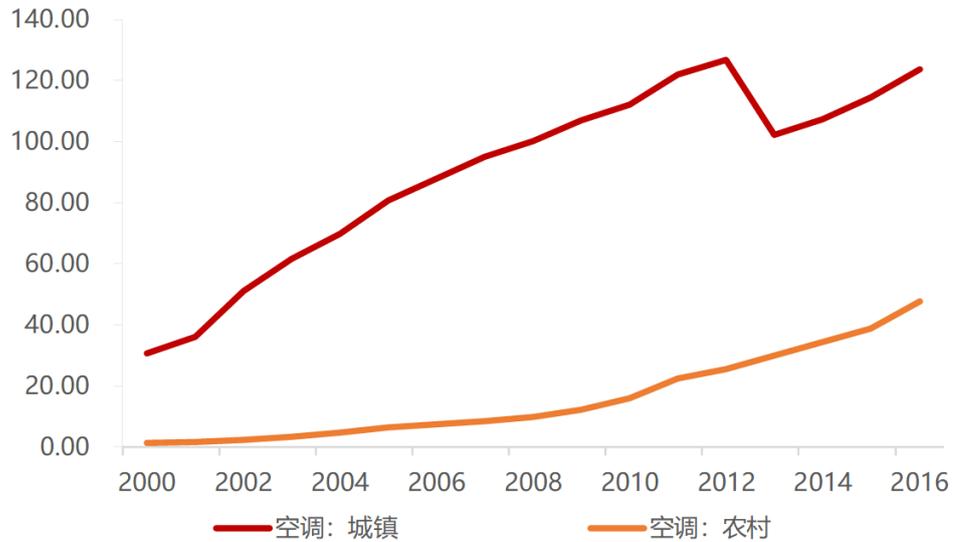
3. 为什么要复盘分析这个忽略的价值？

老板电器的这份年报对老板电器本身、同板块的华帝股份、乃至白电板块各龙头标的的股价都产生了一定影响，站在当前时点看中期，我们应该怎么看？

首先，就老板电器本身而言，受地产影响下滑主要在一二线，而三四线其实需求仍然较好，这一点从三四线布局情况更优的华帝股份和浙江美大业绩也可体现出，我们认为在消费升级的大背景下，三四线需求仍可维持高增长。老板电器也在做相应的渠道下沉。而一二线可扩充的市场仍集中在新品类开发上，例如本次家博会上，我们看到老板电器发布的集成水槽类产品。从渠道扩张，到重视名气，都体现了老板电器发展三四线市场的决心，但落地需要一定时间，在新的成长阶段，我们需要调低老板电器的增速预期。

其次，从老板电器的业绩变化映射到空调、冰洗上，是否会受到同样影响？我们根据前文逻辑分析需求和竞争格局两个因素。需求来看，三四线地产数据依然靓丽，在消费升级的背景下需求坚挺，且空调在三四线保有量仍有很大的提升空间，我们的问卷调查也显示出三四线空调需求强劲。更为核心的是，空调龙头几家公司均已有完善的三四先渠道布局，能更为有效捕捉三四线需求。

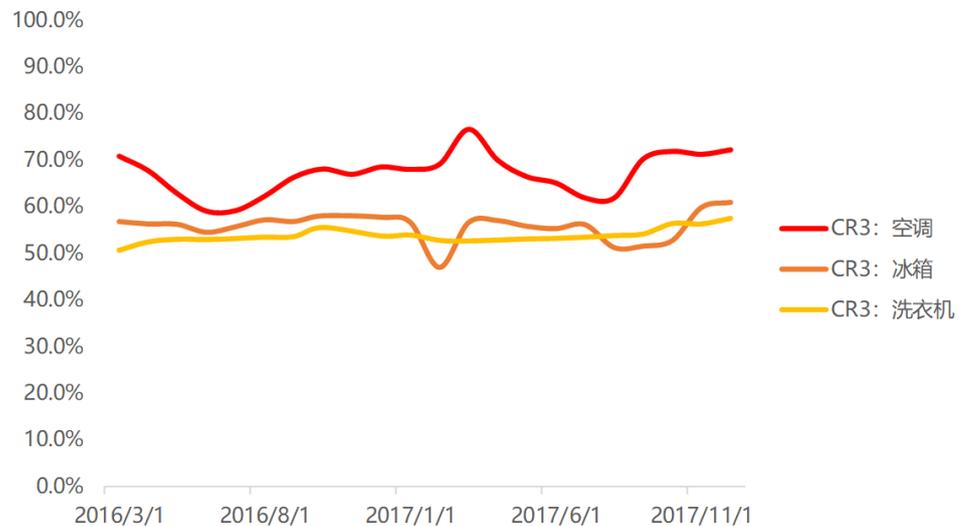
图 15：每百户家庭拥有量：三四线空调仍有较强需求



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

从竞争格局来看，白电市场并没有新进入的替代厂商，竞争格局稳定，龙头仍有较强议价能力。因此，相较而言，白电龙头仍较为安全，尚不会出现老板电器所面临的风险。

图 16：白电销量 CR3 维持高位，且格局稳定



资料来源：中怡康，天风证券研究所

投资建议

综上所述，老板电器受一二线地产、以及竞争格局影响，增速有所放缓，但依然是厨电行业优质龙头，随着公司下沉三四线，未来增长可期，但在渠道逐步下沉落地的当下，需要给公司调整时间，降低业绩增速预期，预计 17-19 年 EPS 为 1.53、1.86、2.23 元/股，维持买入评级。从一月销售情况来看，空调延续 17 年靓丽表现，龙头市占率持续提升，我们仍看好家电板块白马龙头的后续行情，并维持白电龙头整体的估值中枢提升仍将持续进行的观点，推荐板块龙头美的集团、格力电器等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,323.22	3,448.41	4,637.08	5,986.11	7,397.20
应收账款	331.58	345.92	470.62	465.12	617.15
预付账款	20.36	32.83	36.84	37.94	52.16
存货	721.57	914.49	1,193.54	1,327.87	1,709.96
其他	613.82	654.96	888.91	955.79	1,285.70
流动资产合计	4,010.55	5,396.61	7,227.00	8,772.83	11,062.17
长期股权投资	0.00	0.82	0.82	0.82	0.82
固定资产	871.99	852.19	831.39	830.67	829.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	96.10	97.06	89.94	82.81	75.69
其他	48.00	68.52	40.16	40.14	40.14
非流动资产合计	1,016.10	1,018.60	998.31	1,024.04	1,017.41
资产总计	5,026.64	6,415.20	8,225.31	9,796.88	12,079.57
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,185.44	1,147.02	1,836.38	1,732.05	2,567.25
其他	666.53	1,083.66	954.99	1,396.50	1,361.96
流动负债合计	1,851.97	2,230.68	2,791.37	3,128.55	3,929.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.39	59.27	50.00	50.00	50.00
非流动负债合计	8.39	59.27	50.00	50.00	50.00
负债合计	1,860.36	2,289.96	2,841.37	3,178.55	3,979.20
少数股东权益	(3.29)	(3.31)	(3.33)	(3.35)	(3.38)
股本	486.08	730.06	949.06	949.06	949.06
资本公积	819.59	610.51	582.77	582.77	582.77
留存收益	2,744.90	3,450.63	4,438.20	5,672.62	7,154.69
其他	(880.99)	(662.64)	(582.77)	(582.77)	(582.77)
股东权益合计	3,166.29	4,125.24	5,383.93	6,618.33	8,100.37
负债和股东权益总	5,026.64	6,415.20	8,225.31	9,796.88	12,079.57

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	827.95	1,206.81	1,450.44	1,763.46	2,117.25
折旧摊销	46.17	80.31	51.92	54.24	56.64
财务费用	(0.35)	(0.54)	(107.74)	(144.59)	(182.15)
投资损失	0.00	1.86	(0.08)	0.00	0.00
营运资金变动	263.51	358.67	(89.67)	140.38	(77.58)
其它	(13.63)	(101.67)	(0.02)	(0.02)	(0.03)
经营活动现金流	1,123.65	1,545.45	1,304.85	1,813.47	1,914.12
资本支出	409.09	11.36	69.27	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.82	0.00	0.00	0.00
其他	(714.87)	(210.51)	(101.46)	(160.00)	(100.00)
投资活动现金流	(305.77)	(198.32)	(32.19)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	84.92	122.80	351.14	144.59	182.15
其他	(185.54)	(349.19)	(435.13)	(529.04)	(635.17)
筹资活动现金流	(100.63)	(226.38)	(83.99)	(384.45)	(453.02)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	717.25	1,120.74	1,188.67	1,349.02	1,411.10

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,542.72	5,794.90	6,998.93	8,421.69	10,253.04
营业成本	1,900.00	2,474.05	3,215.65	3,846.22	4,633.98
营业税金及附加	46.55	67.52	63.34	76.21	102.53
营业费用	1,353.47	1,545.11	1,752.95	2,109.29	2,567.97
管理费用	354.27	449.16	461.87	555.76	738.22
财务费用	(65.96)	(78.64)	(107.74)	(144.59)	(182.15)
资产减值损失	1.36	1.79	(3.45)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(1.86)	0.08	0.00	0.00
其他	0.00	3.72	(0.16)	0.00	0.00
营业利润	953.03	1,334.04	1,616.39	1,978.79	2,392.50
营业外收入	17.32	71.58	64.26	64.26	64.26
营业外支出	1.54	1.36	1.40	1.40	1.40
利润总额	968.81	1,404.26	1,679.25	2,041.65	2,455.36
所得税	140.86	197.44	228.83	278.22	338.14
净利润	827.95	1,206.81	1,450.42	1,763.43	2,117.22
少数股东损益	(2.54)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.03)
归属于母公司净利润	830.49	1,206.83	1,450.44	1,763.46	2,117.25
每股收益(元)	0.88	1.27	1.53	1.86	2.23

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	26.58%	27.56%	20.78%	20.33%	21.75%
营业利润	48.08%	39.98%	21.16%	22.42%	20.91%
归属于母公司净利润	44.58%	45.32%	20.19%	21.58%	20.06%
获利能力					
毛利率	58.17%	57.31%	54.06%	54.33%	54.80%
净利率	18.28%	20.83%	20.72%	20.94%	20.65%
ROE	26.20%	29.23%	26.92%	26.63%	26.13%
ROIC	88.91%	135.70%	214.21%	224.18%	321.91%
偿债能力					
资产负债率	37.01%	35.70%	34.54%	32.44%	32.94%
净负债率	-14.62%	-11.22%	-21.52%	-27.13%	-34.66%
流动比率	2.17	2.42	2.59	2.80	2.82
速动比率	1.78	2.01	2.16	2.38	2.38
营运能力					
应收账款周转率	14.05	17.11	17.14	18.00	18.95
存货周转率	7.12	7.08	6.64	6.68	6.75
总资产周转率	1.05	1.01	0.96	0.93	0.94
每股指标(元)					
每股收益	0.88	1.27	1.53	1.86	2.23
每股经营现金流	1.18	1.63	1.37	1.91	2.02
每股净资产	3.34	4.35	5.68	6.98	8.54
估值比率					
市盈率	45.41	31.25	26.00	21.39	17.81
市净率	11.90	9.14	7.00	5.70	4.65
EV/EBITDA	20.88	17.48	21.17	16.78	13.35
EV/EBIT	21.95	18.60	21.90	17.28	13.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com