

家用电器行业

再看奥克斯增长背后的市场机遇

——空调行业专题报告

✍️：陈曦 执业证书编号：S1230516070003
 ☎️：021-80106027
 ✉️：chenx@stocke.com.cn

行业观点

□ 奥克斯空调前三季度增长 32%，市场表现靓丽

奥克斯空调 2018 年前三季度实现营收 215 亿，增长 32%，增速远好于行业整体。从量价拆分看，销量增长 61%，均价下滑 16%；分渠道看，电商增长 62%，销售额占比 66%，依旧是公司的主要销售渠道。

□ 奥克斯空调薄利多销的“忧”

降价让奥克斯空调的盈利能力回落甚至承压。2018 年前三季度奥克斯空调毛利率 25%，下滑 5pct；净利率 1.6%，下滑约 3pct。但是从单季度价格走势看，我们认为在 2017 年“断货式”增长背景下空调市场出现“非理性”涨价，奥克斯的盈利能力也随之达到近年的峰值。但随着 2018 年下半年起终端消费回归理性甚至销售不及预期，公司的盈利能力也出现快速回落。

□ 奥克斯空调薄利多销的“优”

前三季度空调销量增长 61%，且双线增长，网批模式显成效。奥克斯空调销量的持续高增长离不开三四线及以下城市偏低的空调保有量，正是网批模式在现阶段较好的应对了线上线下渠道利益冲突问题，这样奥克斯才能推行线上线下同款同价，并借助电商平台的用户画像进行全渠道的场景化营销，实现营销服务的效率最大化。从财务数据看，奥克斯的应收账款周转天数依旧处于低位，表明下游客户的销货积极性不减。

□ 四五线市场需求广阔，渠道重心下沉助增长

奥克斯空调销量的持续高增长反映出四五线市场还存在广阔的开发前景。但是格力、美的、海尔等家电企业需要面对如何平衡京东、苏宁等新业态与地方连锁、代理商（包括专卖店）等传统流通渠道之间的利益问题。奥克斯销售体量小，线下束缚少，也先于格力、美的、海尔转型。进入 2019 年来，格力、美的也先后加强与苏宁、京东等渠道的合作，加推特价机品类，而非一味采取“价格战”。基于四五线市场广阔的市场空间以及正确的产品策略，我们认为 2019 年空调行业零售量有望持平，但均价下滑 3%~5%，最终零售额降幅控制在 5%以内。

□ 风险提示：终端需求不及预期风险；原材料大幅波动风险；

行业评级

家用电器行业

看好

行业走势图



相关报告

- 1 《从奥克斯的崛起看渠道变革及市场机会》2018.8.8
- 2 《小米空调终于来了！是价格屠夫还是鲶鱼？——米家互联网空调面市简评》2018.7.25

报告撰写人：陈曦

数据支持人：陈曦，周衍峰

正文目录

1. 奥克斯：前三季度空调营收增长 32%，强于行业整体	4
2. 营收高增长背后：薄利多销的忧与优	5
2.1. 价降量增，盈利能力承压	5
2.2. 电商占比进一步提升，但不应否定“网批”模式的成效	7
2.3. 外销：低成本优势明显，海外接单量继续增长	11
3. 行业启示：四五级市场需求广阔，渠道重心下沉助增长	13
4. 风险提示	14

图录目录

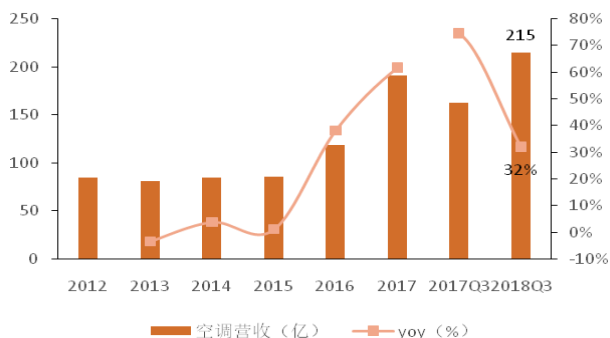
图 1: 2018Q1~3 奥克斯空调营收 215 亿，增长 32%	4
图 2: 2018Q1~3 空调行业零售额 1656 亿，增长 5.6%	4
图 3: 2018 年前三季度奥克斯空调毛利率下降较多	4
图 4: 2018 年前三季度奥克斯空调净利率下降较多	4
图 5: 奥克斯空调内销（销售额）的电商比重进一步提升至 66%	5
图 6: 2018 年前三季度奥克斯空调内销量保持 61% 的增长	5
图 7: 2018 年前三季度奥克斯空调国内均价下滑 16%	5
图 8: 不同季度间奥克斯国内销量	6
图 9: 2017 年二、三季度间奥克斯空调国内销售均价异常高	6
图 10: 从奥克斯空调单台成本、毛利拆分看，降价是导致毛利率下滑的主因	6
图 11: 2016Q3 起奥克斯空调主要原材料价格均出现上涨	7
图 12: 2016 至今奥克斯空调实际成本涨幅小于拟合成本涨幅	7
图 13: 2018Q1~3 电商渠道的销量比重达 67%，提升 10pct	7
图 14: 2018Q1~3 电商的销售额比重	7
图 15: 2018Q1~3 电商渠道销售额 103 亿，增长 62%	8
图 16: 2018Q1~3 代理商销售额 39 亿，增长 2%	8
图 17: 2018Q1~3 全国连锁渠道销售额 11 亿，增长 10%	8
图 18: 2018Q1~3 不同渠道的销量增长情况	8
图 19: 奥克斯线上线下渠道“一盘货”模式示意图	9
图 20: 网批模式全国推广以来电商和代理商渠道的均价价差越来越小	9
图 21: 2018 年奥克斯针对年轻群体进行“感性”场景化营销	10
图 22: 2018Q3 奥克斯应收账款周转天数依旧维持低位	10
图 23: 2018Q3 奥克斯存货周转天数有所上升	10
图 24: 奥克斯、格力、美的空调线下渠道销售模式的对比	11
图 25: 奥克斯空调出口毛利率平均约 8%	12
图 26: 奥克斯空调出口地区以东南亚国家为主	12
图 27: 2018 年国内空调零售量增长趋稳	13

图 28: 2018 年国内空调零售额增长趋稳	13
图 29: 电商平台加快对三四五线市场线下渠道的渗透, 正冲击原先的传统代理渠道	13
图 30: 我们预计 2019 年空调零售额下滑 3.5%	14

1. 奥克斯：前三季度空调营收增长 32%，强于行业整体

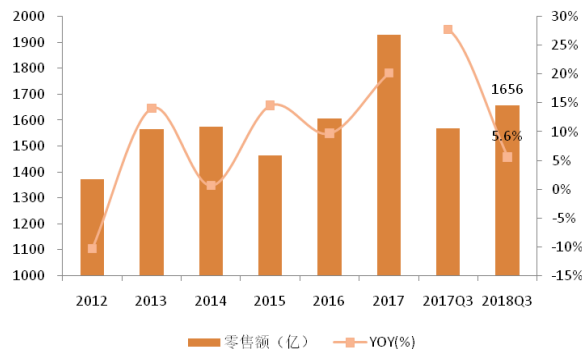
2018 年前三季度奥克斯空调营收增长 32%，表现好于行业整体。2018Q1~3 奥克斯空调实现营收 215 亿，同比增长 32%，增速较 2017 年有所放缓。但鉴于在 2018 年 7 月空调终端动销意外放缓的压力下，同期全行业零售额仅增长 5.6%（据奥维云网统计），公司的营收表现是好于整体的。

图 1：2018Q1~3 奥克斯空调营收 215 亿，增长 32%



资料来源：奥克斯公告 浙商证券研究所

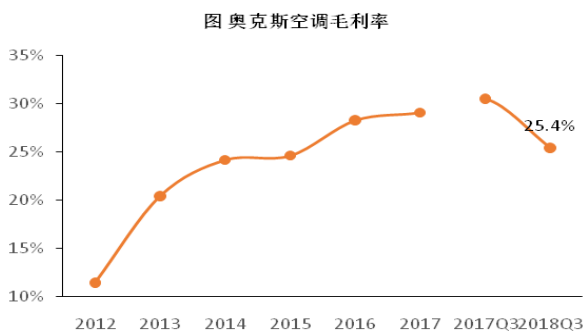
图 2：2018Q1~3 空调行业零售额 1656 亿，增长 5.6%



资料来源：奥维云网推总 浙商证券研究所

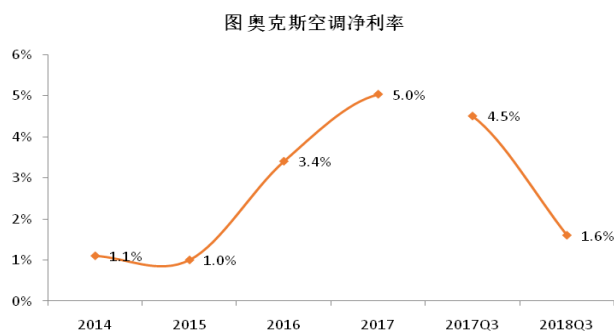
营收高增长，但盈利能力下降。2018Q1~3 奥克斯空调毛利率 25.4%，同比下降 5pct。受此影响，同期奥克斯空调的净利率也出现下滑。2018Q1~3 奥克斯空调实现净利润 3.3 亿，净利率 1.6%，而 2017 年同期空调的净利率约 4.5%。

图 3：2018 年前三季度奥克斯空调毛利率下降较多



资料来源：公司公告 浙商证券研究所

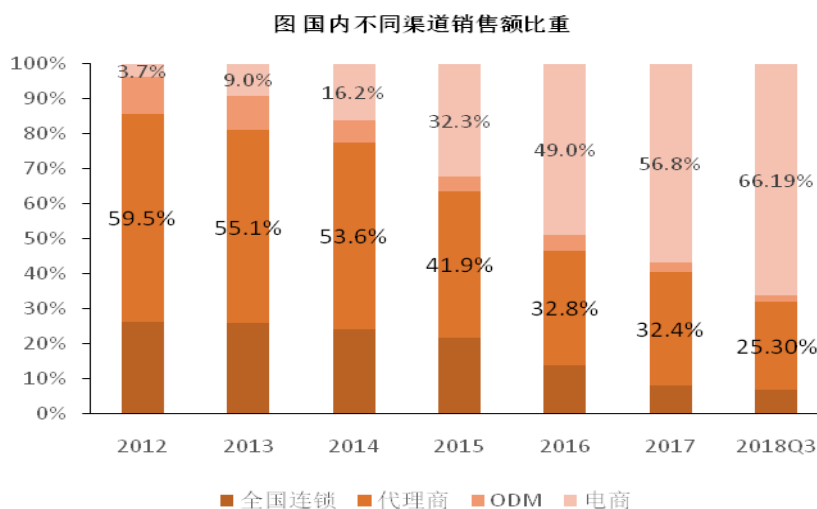
图 4：2018 年前三季度奥克斯空调净利率下降较多



资料来源：公司公告 浙商证券研究所

分渠道看，电商渠道在奥克斯内销中的主导地位进一步加强，2018 年前三季度收入占比高达 66%，较年初提升近 10pct，提幅为近年之最。与此同时，代理商渠道的销售额比重进一步下降至 25.3%。考虑到 2018 年下半年空调终端销售呈现“线下失速，线上低速”的态势，我们认为到 2018 年底奥克斯的电商比重大概率将进一步上升。

图 5：奥克斯空调内销（销售额）的电商比重进一步提升至 66%



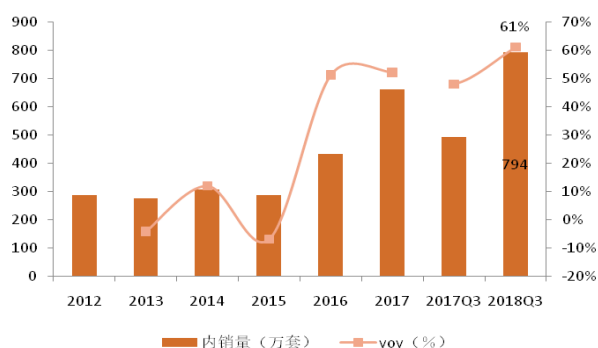
资料来源：公司公告 浙商证券研究所

2. 营收高增长背后：薄利多销的忧与优

2.1. 价降量增，盈利能力承压

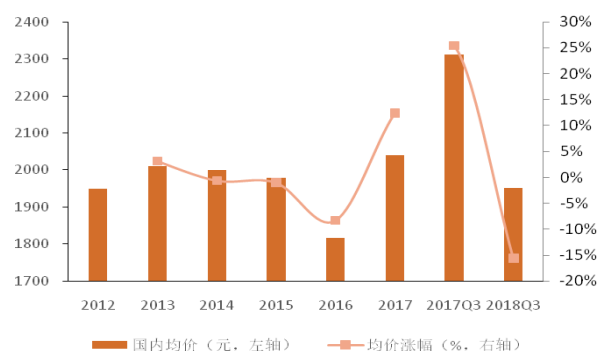
价降量增，但并不等同于新一轮价格战的“预热”。2018 年前三季度奥克斯在国内累计销售 794 万台空调，同比增长 61%，销售均价 1951 元，单台空调价格（同比）降幅约 360 元，意外下滑 16%。我们认为，受益于 2017 年夏季“断货式”增长，2017Q2、3 的空调价格出现“非理性”上涨，所以分季度看，2017 年二、三季度奥克斯空调国内均价高达 2422 元。加之 2018 年二、三季度全行业销售不及年初预期，价格端承压。在 2017 年高基数与 2018 年销售压力的双重影响下，奥克斯前三季度均价下滑 16%。

图 6：2018 年前三季度奥克斯空调内销量保持 61%的增长



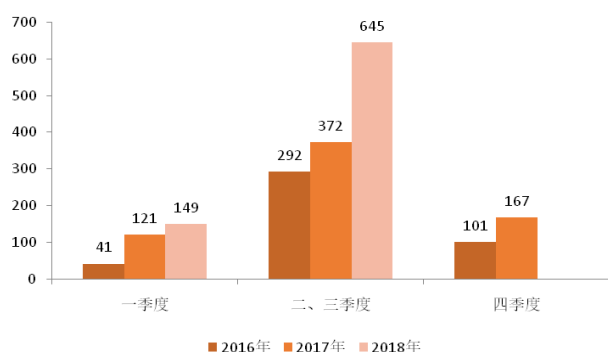
资料来源：公司公告 浙商证券研究所

图 7：2018 年前三季度奥克斯空调国内均价下滑 16%



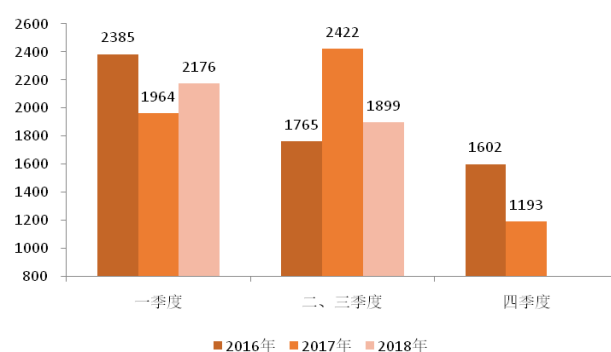
资料来源：公司公告 浙商证券研究所

图 8：不同季度间奥克斯国内销量



资料来源：浙商证券研究所

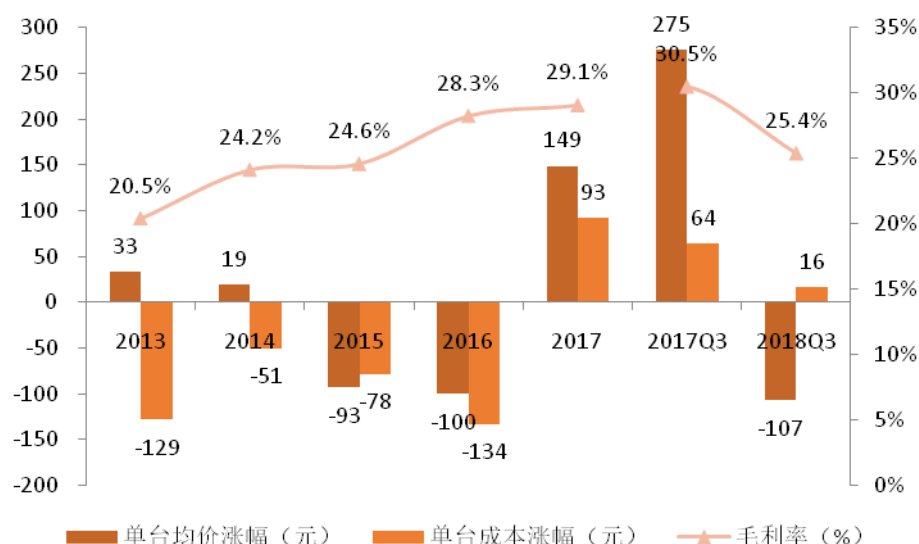
图 9：2017 年二、三季度间奥克斯空调国内销售均价异常高



资料来源：浙商证券研究所

降价对公司的影响是明显的：盈利承压，毛利率同比下降 5pct。对历年奥克斯的单台成本、毛利进行统计发现，2018 年前三季度单台成本同比上涨 16 元，单台均价同比下降 107 元，均价的大幅下降是导致毛利率同比下降 5.1 个百分点的主因

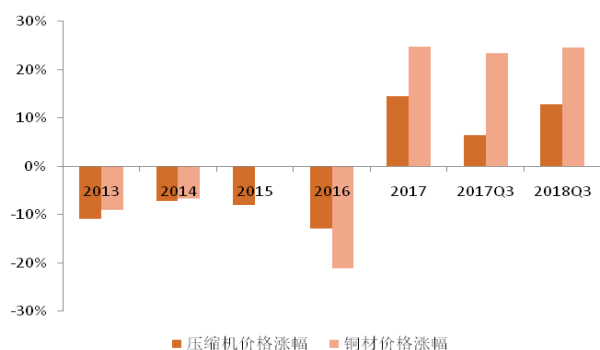
图 10：从奥克斯空调单台成本、毛利拆分看，降价是导致毛利率下滑的主因



资料来源：京东，天猫，浙商证券研究所

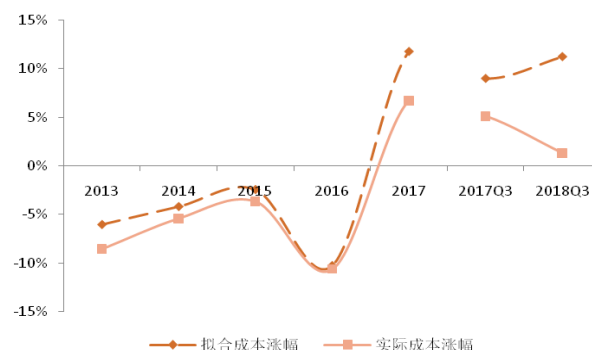
但值得一提的是，奥克斯的成本管控能力是领先大多数中小品牌：2016Q3~2018Q3 主要零部件及原材料都有不同程度的涨价，对全行业的成本控制带来压力。根据主要原材料的成本比重进行拟合，2018Q1~3 奥克斯的拟合成本涨幅约 11%，但实际成本涨幅仅 1%。这意味着近年奥克斯通过扩产、自动化改造等措施，其生产成本控制能力突出，已领先于大多数中小品牌。这也让奥克斯在面对 2018 年复杂的市场环境时拥有更多的价格主动权。

图 11：2016Q3 起奥克斯空调主要原材料价格均出现上涨



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：2016 至今奥克斯空调实际成本涨幅小于拟合成本涨幅

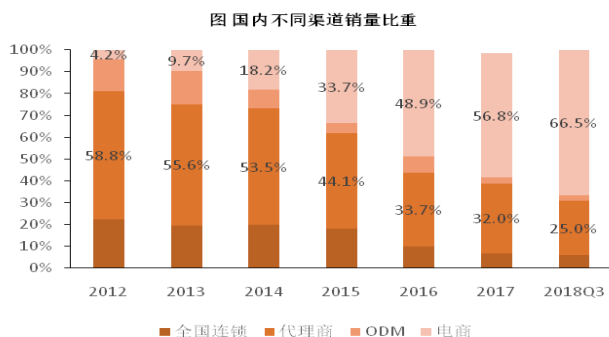


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2. 电商占比进一步提升，但不应否定“网批”模式的成效

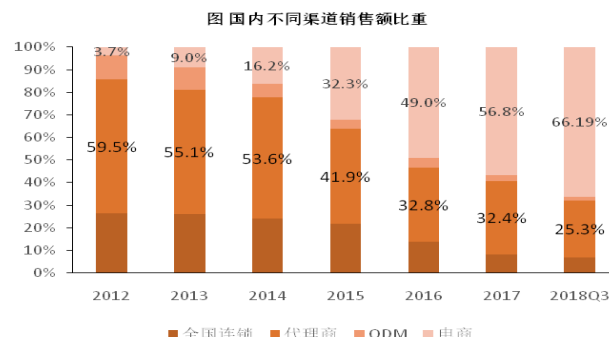
终端动销压力的加大也让奥克斯继续“拥抱”电商。从内销渠道看，前三季度电商渠道的销量和销售额比重分别为 67%和 66%，依旧是公司的主要销售渠道。而代理商和全国连锁（指苏宁系、国美系、五星系等家电大卖场）等传统主流销售渠道的比重继续下降。

图 13：2018Q1~3 电商渠道的销量比重达 67%，提升 10pct



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

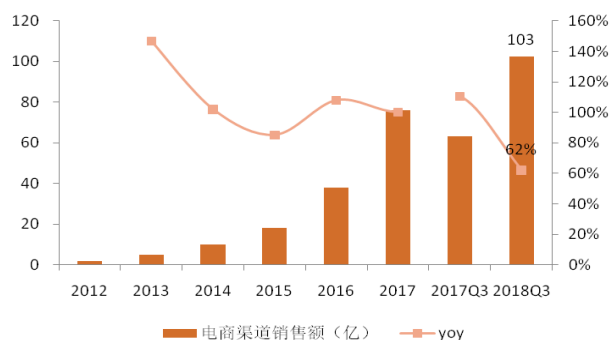
图 14：2018Q1~3 电商的销售额比重



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

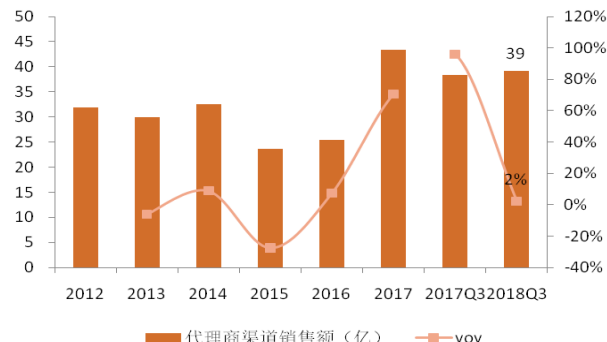
但是从销售额增速看，2018 前三季度奥克斯电商渠道销售额 103 亿，同比增长 62%，居各渠道增速之首；代理商和全国连锁渠道也分别实现 2%、10%的增长。从销量增速看，电商、代理商、全国连锁渠道分别增长 93%、21%、36%，增速远高于同行竞争对手。

图 15：2018Q1~3 电商渠道销售额 103 亿，增长 62%



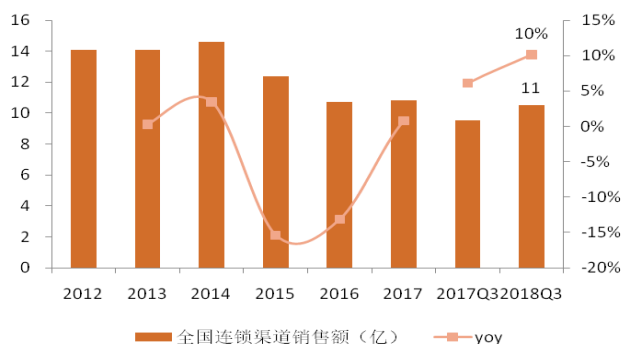
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 16：2018Q1~3 代理商销售额 39 亿，增长 2%



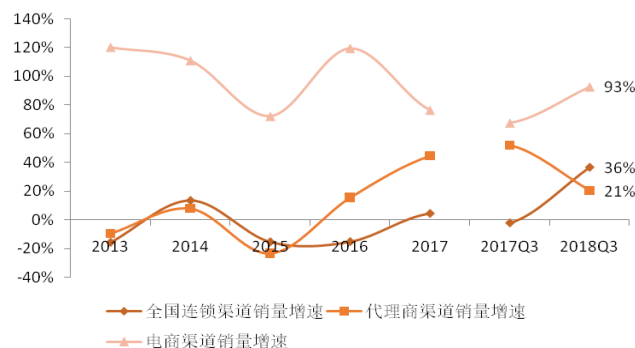
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 17：2018Q1~3 全国连锁渠道销售额 11 亿，增长 10%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 18：2018Q1~3 不同渠道的销量增长情况

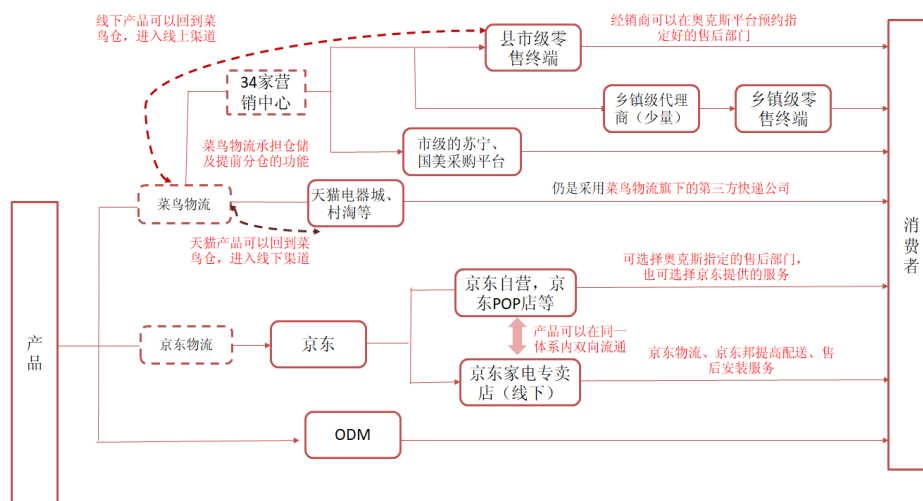


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

在 2018 年复杂的 market 环境下，奥克斯能够“逆市”实现双线增长除了受益于线下空白市场的覆盖，更得益于渠道模式的调整，这是因为：

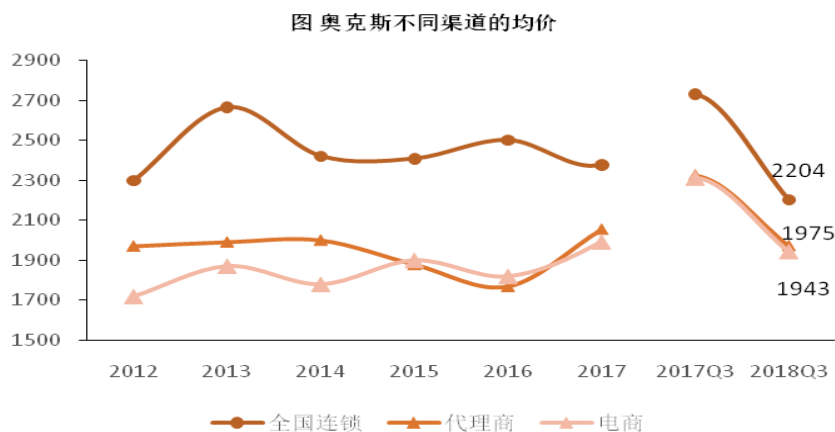
1、“网批”模式的核心之一是去代理商，构建“工厂——经销商——消费者”的垂直零售模式，让线下的渠道成本逐渐向电商靠拢，将双线互搏变为双线共赢。渠道调研了解到奥克斯销售给线下网批商的特价机、常规机的加价率通常在 10%、20%~25%之间，营销成本约 3%；同时空调品类在京东平台销售的基础扣点约 10%，营销成本约 5%。最终线上线下渠道的运营成本均在 15%左右，即使是线上线下同款同价，各渠道商的利润也能得到保证。

图 19：奥克斯线上线下渠道“一盘货”模式示意图



资料来源：浙商证券研究所

图 20：网批模式全国推广以来电商和代理商渠道的均价价差越来越小



资料来源：公司公告 浙商证券研究所

2、在双线共赢的基础上，借助社会化的物流和大数据服务，奥克斯构建从工厂到消费者的高效率营销服务模式。2018 年奥克斯一改传统广告投放模式，采用“奥克斯&京东超跑红”、“奥克斯山蛙音乐节”、“小奥故事”等“感性”场景化营销，这背后正是借助京东、天猫成熟的户数据分析能力，有针对性的进行全渠道营销，让品牌营销效率最大化。

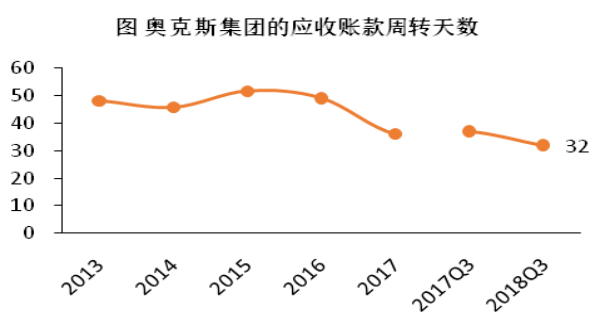
图 21：2018 年奥克斯针对年轻群体进行“感性”场景化营销



资料来源：浙商证券研究所

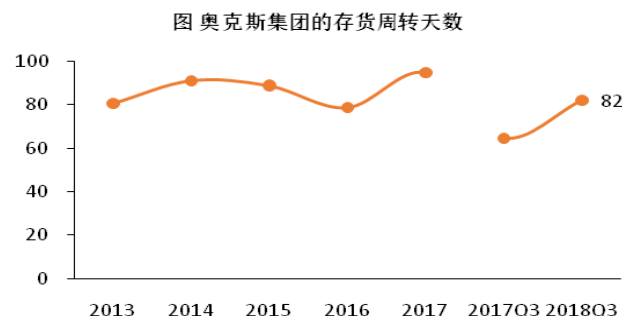
更高效的营销又保证了终端网点良好的动销，从而保证“以销定进”的效果。从奥克斯的存货周转和回款进度看，截止 2018Q3 应收账款周转天数仍旧维持在低位，但是存货周转天数上升。我们认为一方面 2018 年下半年来终端动销确实存在压力，另一方面“网批”模式越成熟，奥克斯的库存周转越依赖于促销节点的把握和需求的集中爆发，所以 Q3 存货周转天数的上升或是为双 11、双 12 等节点备货所致。

图 22：2018Q3 奥克斯应收账款周转天数依旧维持低位



资料来源：公司公告 浙商证券研究所

图 23：2018Q3 奥克斯存货周转天数有所上升



资料来源：公司公告 浙商证券研究所

我们认为，奥克斯的“网批”模式或线上线下“一盘货”模式是空调厂商在全渠道融合道路上做出的一次成功探索，在现阶段能有效解决线上线下的利益冲突。但这并不意味着当前奥克斯的渠道模式是绝对优越的，公司也在不断调整中。在 2018 年 12 月 10 日的奥克斯“华山论剑”全国核心客户会议上，奥克斯对“网批”模式做出新定义——赋能经销商。

图 24：奥克斯、格力、美的空调线下渠道销售模式的对比

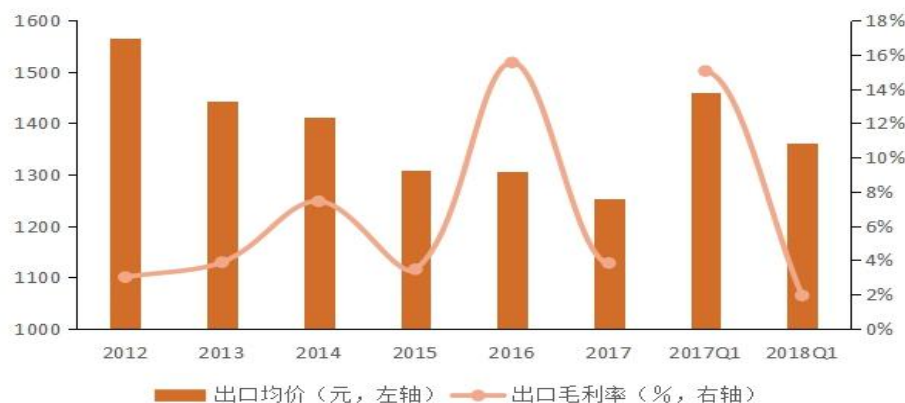
	——第一回合：渠道广度——			
	奥克斯	格力	美的	
渠道范围	“农村包围城市”：专注三四级县乡级市场	渠道下沉：从一二线向三四线逐级渗透		
渠道形式	目前以综合店（专柜专区）为主，专卖店、地方性大卖场重点培育中	专卖店（旗舰店）为主，综合店、KA渠道为辅	一二线以KA为主，三四线以专卖店、综合店为主	
渠道数量	4万个线下网点（截至18年9月）	3万多家专卖店	4万家专卖店、综合店	
浙商点评	关键词：县乡级市场、综合店。 奥克斯对自身有明确的定位——专注县乡及以下的综合店，有别于格力或美的的专卖店渠道。可以说，奥克斯瞄准的是志高、春兰、海信等友商的份额，其次才能面对美的的竞争。未来一段时间内奥克斯要做的是增加自身产品的线下曝光度和触达率，要满足低线城市的空调普及需求。			
	——第二回合：渠道深度——			
	奥克斯	格力	美的	
渠道层级	奥克斯→零售商，厂商直供，砍掉所有中间层级	一二线城市已压缩至“格力→盛世欣兴系→零售商”，但在三四线城市还需再通过经销/分销商到达零售终端	渠道架构与格力类似，但美的通过T+3变革推动各级经销商职能的转变：向品牌运营商靠拢	
渠道职能	各地办事处负责销售政策的执行和监督，销售团队在扩充和完善中	盛世欣兴系是核心，执行格力的销售政策，负责市场的控货、控价，保证市场体系的稳定	从渠道主导向厂商主导转变中，厂商制定差异化销售政策，渠道负责执行	
渠道管理	按销售规模对客户进行分级管理，执行“控限隔补重”政策	依靠返利政策和现金流绑定经销商		
浙商点评	关键词：厂商主导。 奥克斯销售团队是整个渠道运营的核心，随着线下市场的整合，曾经缺乏线下运维经验的奥克斯销售团队能否继续玩转线下市场还有待观察。			
	——第三回合：渠道管控——			
	奥克斯	格力	美的	
销售支持政策	政策简单化，没有环环相扣的返利政策，年初合同明确各项支持政策；权益IT化，通过发放电子券的方式经销商在任务完成后便可在网上兑现权益	环环相扣的返利政策，并且厂商会视动销情况灵活调整政策，经销商承受的政策压力相对较大		
渠道利润来源	价差是主要来源，引流机获利点位10%，获利机/定制机获利点位20%~25%，销售返利相对较少	销售返利是主要来源，渠道上价格倒挂是常态	销售返利为主，常规机仍能价差可赚	
打款/提货政策	8台起送，不压货、少压货	按照新冷年目标淡季打款提货，旺季销货变现	仍以淡季压货模式为主，但厂商会合理控制渠道库存	
上新速度	产品生命周期只有14个月，远低于行业的48个月	公司主导新款的产研销，渠道被动接受	经销商选产品型号下单，公司接单生产	
浙商点评	关键词1：门槛低。 奥克斯经销商的资金门槛、运营能力要求比格力美的低，也与同档次友商的低，简单、接地气的市场玩法能吸引更多的县乡及以下的综合店、夫妻店加入奥克斯体系，而这也是奥克斯敢于抢占中小品牌份额的最大亮点之一。 关键词2：顺价销售。 为何奥克斯能做到较大幅度的顺价销售？我们认为，销售返利是厂商凭借强大的品牌号召力，将本属于渠道的利润暂时留在厂商环节，并作为厂商绑定渠道的手段之一。奥克斯正是看到了自身品牌号召力的不足，才将没有暂时留存利润，而是将利润全部留在渠道环节。			

资料来源： 浙商证券研究所

2.3. 外销：低成本优势明显，海外接单量继续增长

凭借出色的供应链管理能力和与约克、三星、惠而浦等美韩空调品牌有长期稳定的 ODM 代工关系。代工产量占总产量的比重在 35%左右，代工费以双方协议约定为准，一般是在过去一年的成本价基础上加成近 10%的利润空间。协议通常一年一签，并以美元结算。因而出口毛利率会面临成本波动风险和人民币汇率风险，尤其是当人民币处于升值通道时公司将承受毛利率下滑和汇兑损益风险上升的压力。

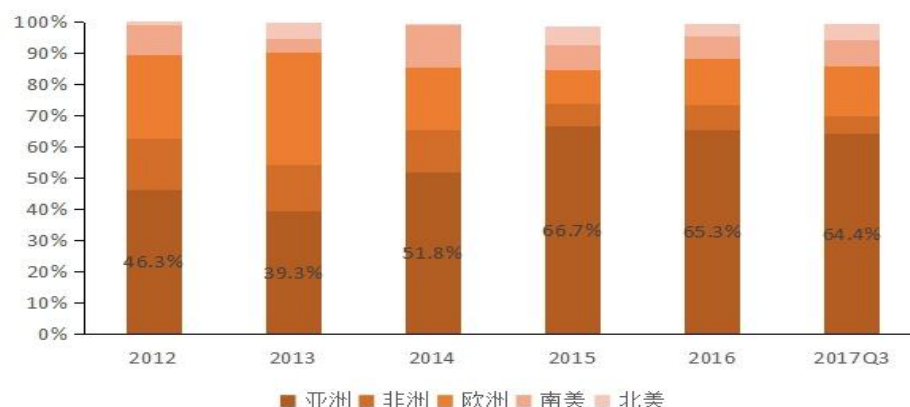
图 25：奥克斯空调出口毛利率平均约 8%



资料来源：公司公告 浙商证券研究所

从出口区域看，公司出口以东南亚、东欧、南美和非洲为主，尤其东南亚地区一直保持稳定增长趋势。上述地区的共同特点是发展中国家为主，因此空调普及需求为主，更新需求弱，而这也为高性价比的奥克斯空调提供了良好的发展空间。

图 26：奥克斯空调出口地区以东南亚国家为主

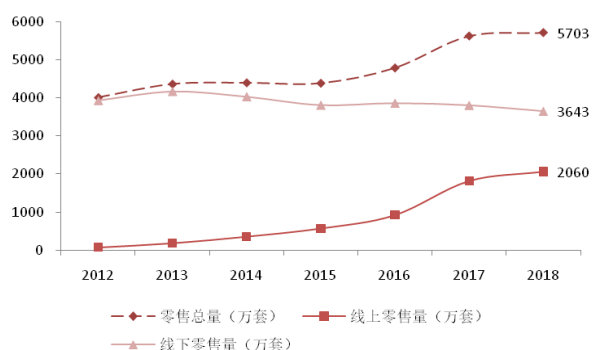


资料来源：公司公告 浙商证券研究所

3. 行业启示：四五级市场需求广阔，渠道重心下沉助增长

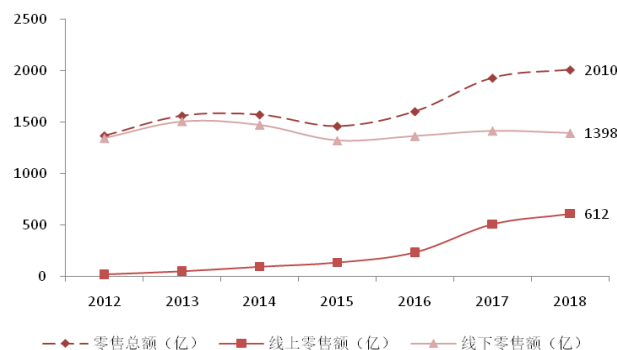
在历经 2018 年“前高后低”的走势后，市场对“空调年销售量是否已到天花板”、“高库存之下价格战”、“2019 年空调终端销售额将下滑 5%-10%”的担忧日益增加。但是从奥克斯 2018 年前三季度的表现看，我们认为“空调从不缺乏市场”——四五线市场的潜在需求仍在，而是空调厂商需要进一步推进渠道的有效下沉，将潜在需求真正转变为有效需求。

图 27：2018 年国内空调零售量增长趋稳



资料来源：奥维云网推总 浙商证券研究所

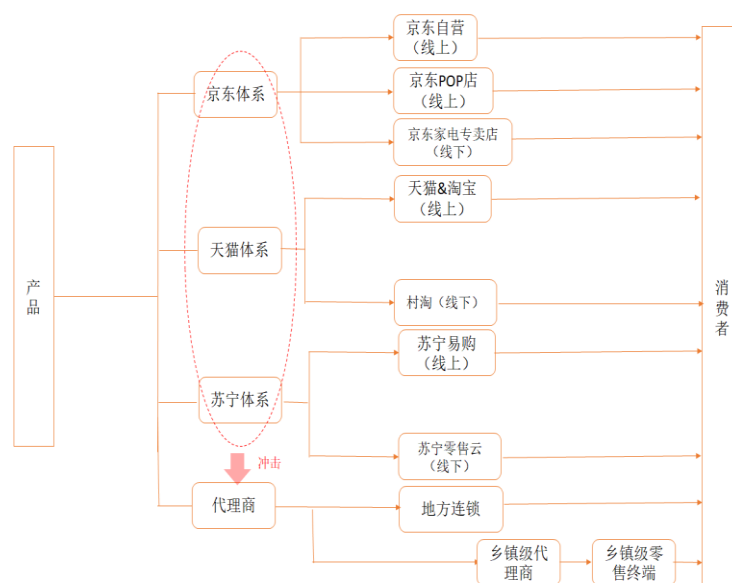
图 28：2018 年国内空调零售额增长趋稳



资料来源：奥维云网推总 浙商证券研究所

从渠道端看，三线及以下市场的渠道更多元，不同利益主体的协调更复杂。以苏宁、国美为代表的全国连锁凭借标准化的门店扩张体系，以京东、天猫为代表电商平台凭借完善的物流、信息化服务在强化三线布局、加快四五线渗透，也正在冲击原先以地方连锁卖场和代理商为主的传统流通渠道。

图 29：电商平台加快对三四五线市场线下渠道的渗透，正冲击原先的传统代理渠道

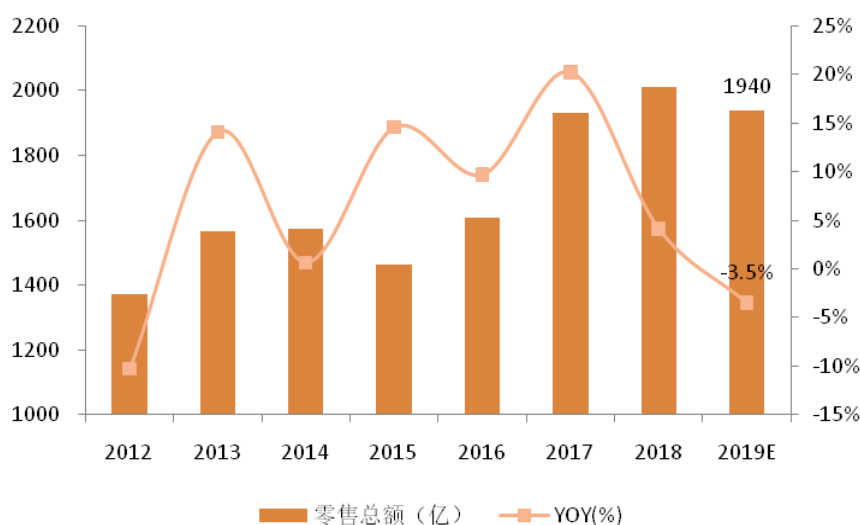


资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

格力、美的、海尔等家电企业正在借力京东、苏宁等渠道的网络下沉“借船出海”，但也不得不考虑原代理商渠道的利益诉求，尤其是专卖店渠道，所以并没有太多拥抱线上线下联动的“新零售”业态模式。在“加快营销重心下移，深入低级市场”的过程中，奥克斯则是“船小好调头”，“推翻重来”，完全拥抱新零售，专注“薄利多销”。

从近期渠道反馈看，2018Q4 以来格力、奥克斯在淡季提价，意在为旺季促销留出价格空间，避免严重影响厂商利润（奥克斯前三季度净利率仅 1.6%）。2019 年春节后格力、美的又先后加强与苏宁、五星、京东家电的合作，并且加推特价机品类，以合理价格释放潜在需求，加快四五级空白市场的开拓。

图 30：我们预计 2019 年空调零售额下滑 3.5%



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

综合以上两点，我们认为 2019 年主流厂商倾向于优化产品出货结构，保证终端动销处于合理水平，并对“价格战”保持谨慎。在加推特价机以及渠道促销的双重作用下，我们预计 2019 年空调零售量将持平，整体均价下滑 3%~5%，最终全年零售额降幅在 5%以内。

4. 风险提示

原材料价格大幅波动风险；房地产市场不景气；行业竞争加剧；

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn