

洗衣机行业龙头集聚延续

家用电器行业

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

投资机会推荐：

2月洗衣机数据继续印证了行业向龙头集聚的观点。2月洗衣机产量370万，同比减少1.0%；销量395万，同比减少10.9%，其中出口降低32.3%，内销降低0.3%。当然2月份销售下降也有春节因素影响，整体来看，1-2月销量1027万台，同比降低2.2%，其中出口降低2.9%，内销降低1.9%。行业龙头继续逆行业增长。美的前两月同比增长7.4%，海尔同比增长3.6%，二者市占率已接近60%。我们认为延续几年的产品升级趋势仍未结束，随着消费者消费能力的提升，对于产品的要求也逐步提升，这将导致行业产品均价提升，建议积极关注行业龙头。建议继续长期关注家电龙头美的集团（000333.SZ）、奥佳华（002614.SZ）以及苏泊尔（002032.SZ）。

行业重要新闻回顾：

家电业上下游联手“掘金”；彩电企业加入争夺厨电新市场；治理家电售后乱象 从告别垄断开始等。

行情跟踪：

中信家电指数在三月最后一周盘整后继续上行，涨幅1.06%至11822.85，本月振幅达到4.98%。分行业来看，白电涨幅1.50%，黑电跌幅1.91%，小家电涨幅3.89%。

风险提示

新冷年销售不及预期的风险、行业集中度提升不及预期的风险、三四线城市增长不及预期的风险。

一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

邢瀚文 研究助理

电话：0510-82832787

邮箱：xinghw@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《开局良好，1到2月空调销量同比持续增长》
《家用电器》
- 2、《智慧生活，消费升级进行时》
《家用电器》
- 3、《外销发力，新品高速增长》
《家用电器》

一、核心观点：洗衣机行业龙头集聚延续

2月洗衣机数据继续印证了行业向龙头集聚的观点。2月洗衣机产量370万，同比减少1.0%；销量395万，同比减少10.9%，其中出口降低32.3%，内销降低0.3%。当然2月份销售下降也有春节因素影响，整体来看，1-2月销量1027万台，同比降低2.2%，其中出口降低2.9%，内销降低1.9%。行业龙头继续逆行业增长。美的前两月同比增长7.4%，海尔同比增长3.6%，二者市占率已接近60%。我们认为延续几年的产品升级趋势仍未结束，随着消费者消费能力的提升，对于产品的要求也逐步提升，这将导致行业产品均价提升，建议积极关注行业龙头。**建议继续长期关注家电龙头美的集团(000333.SZ)、奥佳华(002614.SZ)以及苏泊尔(002032.SZ)。**

1) 美的集团：随着我国消费升级持续深入，消费者对于家用电器的选择将持续提高。美的集团在其优秀的管理团队带领下通过内生与外延协同发展，已将自身产品线覆盖至全行业，因此我们推荐美的集团亦是基于长期对于家电行业的看好。

当然，公司也不局限于将自己定义为家电企业。公司通过将自身基础要素整合重塑，目前已形成可提供全方位智能制造服务的美云智数以及物流服务商安得智联等高新技术企业。并依托自身物流能力将触角延伸至零售领域，参投了小卖柜等项目。目前美云智数已经与美的集团、长安汽车、永辉超市、天合光能等公司形成合作伙伴关系，我们长期看好公司在家电领域的发展以及向外延伸的成长性，建议长期关注。

2) 奥佳华：前三季度公司营收37.78亿元，同比增长30.80%；归母净利润3.09亿元，同比增长47.04%。分季度来看，Q3公司营收15.70亿元，同比增长29.67%；归母净利润1.65亿元，同比增长39.97%。由于公司小按摩器具出口主要在下半年，因此公司营收会出现季节性变化，同时Q3、Q4营收增速往年也会较上半年放缓。但今年由于按摩椅业务高速发展，营收增速环比提升18.98%。从费用端来看，公司2018年Q3总费用28.92%同比降低2.11pct。拆分来看，销售费用率同比降低0.66pct至18.52%，管理费用率由于研发投入提升，同比增加0.76pct至10.80%，财务费用率由于汇兑损益大幅降低2.21pct至-0.40%。公司Q3毛利率较去年同期提升0.9pct至35.56%，我们认为毛利率的提升或反映出公司在按摩椅业务上营收进一步的扩大。同时，受益于费用率减少以及毛利率提升，公司单季净利率同比提升0.73pct至10.60%。我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.87、1.12、1.40元，维持推荐评级。

3) 苏泊尔：公司营收178.51亿元，同比增长22.75%；利润总额19.82亿元，同比增长24.74%。由于电器产品毛利率提升，公司整体毛利率提升1.30pct至30.86%。本期由于股权激励费用增多，公司管理费用率+研发费用率较去年同期提升1.26pct至4.19%，整体费用率提升至19.92%。受益于SEB订单转移以及公司创新品类的不断推出，公司主营业务炊具、电器均保持稳健增长，其中炊具增长17.41%，电器增长25.86%。未来随着公司WMF、KRUPS、LAGOSTINA等高端品牌业务完成，公司将形成多品类多品牌的产品矩阵持续助力公司稳健增长。随着公司多元化战略的推进，我们认为公司2019-2021年EPS分别为2.43、2.89以及3.50元/股，维持“推荐”评级。

图表 1：本周家电组合

代码	名称	P/E	月涨幅	年涨幅
000333	美的集团	15.9	1.99%	32.20%
002032	苏泊尔	36.9	22.00%	42.91%
002614	奥佳华	26.2	21.16%	31.72%

来源：Wind，国联证券研究所

二、行业重要新闻回顾

1. 家电业上下游联手“掘金”

在当前市场重重压力下，家电业开始在产业链融合发展上寻找新的增长点。作为市场发展的迫切需要，家电产业链上下游合作变得尤为关键。上游供应商更多地向下游渗透，往往不是单一提供某一款产品，下游整机生产企业不断向上游延伸，不断拓展关键零部件和核心技术，上下游企业不断融合协作，一起探索新时代家电产业深化创新的各种可能性。

在本次会议上，该生态圈的工作进展受到广泛关注。“SERI 中长期工作目标是成为家电行业零部件供应商技术认证商标，形成一个由技术融合、优质客户、模块化产品及相关知识产权构成的技术生态。”SERI 运营总工程师许进表示，通过与各主机厂商交流，SERI 在核心技术上响应产业升级需求，并从 6 个方面输出模块化设计方案。

据悉，SERI 计划于 2020 年成员发展到 30 家，满足 30 个细分领域的模块化技术需求，打造一个技术类别完备的创新平台。

此外，新工具、新方法的运用也让一些家电企业尝到了甜头。作为对标创新中心的科理创智科技（天津）有限公司，是 DFMA 在中国的独家合作伙伴。该公司高级咨询顾问张剑杰表示，突破传统才能引领创新，从产品研发源头降低成本已在多个行业得到验证，DFMA 作为源自美国的一套结构化、流程化全新设计方法论及工具，帮助众多世界 500 强企业大幅度降低了成本。

资料显示，自 2013 年起，美的集团多个事业部运用 DFMA 方法做了多款产品的降本及创新设计，平均成本降幅 10% 以上，生产效率提升 15% 以上。2018 年，方太对旗下吸油烟机提出降本需求，通过 DFMA 再设计方案输出，装配时间缩短 23%，零件数下降 26.7%，总成本减少 7.2%。

2. 彩电企业加入争夺厨电新市场

数据显示，老板电器 2018 年实现营收 74.81 亿元，同比增长 6.61%；实现净利 14.81 亿元，同比增长 1.36%；基本每股收益 1.56 元。华帝股份 2018 年实现营业收

入 61.46 亿元，同比增长 7.25%；实现净利润 6.89 亿元，同比增长 35.28%。美的集团预计 2018 年实现归母净利润 198 亿~208 亿元，同比增长 15%~20%。格力电器预计 2018 年归母净利润 260 亿元~270 亿元，较去年同期增长 16%~21%。

据悉，蒸箱品类成为厨电细分领域增长较快的品类。据中怡康数据，2017 年，蒸箱行业零售额达到 25 亿元，同比增长 33%，在厨房电器品类中增速仅次于洗碗机。蒸箱市场属于高速成长期，从 2015 年的 10 亿元到 2017 年快速扩容到 25 亿元。据悉，为了加大厨电品类布局，老板电器 2018 年宣布成立蒸箱事业部，涵盖的品类包括蒸箱、烤箱、微波炉、一体机，老板电器 2018 年销售的蒸箱中，嵌入式蒸箱零售额占市场的 33.8%。而蒸箱品类从 2017 年到 2018 年上半年持续高速增长，2017 年全年增速达 79%，2018 年 1~4 月份的数据显示达到 128% 的高速增长。

奥维云网数据显示，2018 年中国家电市场零售额规模累计 8327 亿元，同比增长 1.5%，其中厨电品类 2018 年中国市场零售额为 640 亿元，新兴厨电品类增速依旧迅猛。数据显示，2018 年国内洗碗机零售额规模为 56 亿元，同比增长 27.6%；微波炉零售额规模为 204 亿元，同比增长 30%；电烤箱零售额规模为 65 亿元，同比增长 10.6%。

面对较快的行业增长速度，国内非传统厨电企业纷纷布局。3 月，创维集团宣布成立大厨电公司，构成厨电全品类板块，2019 年 AWE 期间，海信携带厨电新品参展，康佳推出了 AI 90° 烟机，长虹展示智慧厨房，TCL 也宣布在厨电领域加快布局。业内表示，国内家电整体市场竞争激烈，但新兴厨电产品却在消费升级的大环境下得到了快速增长，从而吸引了包括海信、创维、康佳、TCL、长虹等国内 5 大彩电企业纷纷布局，但随着更多企业进入，厨电企业市场竞争也将变得更激烈。

3. 戴森发布 V11 Absolute 吸尘器 可自动调适吸力

3 月 27 日，戴森在北京发布全新 Dyson V11 Absolute 无绳吸尘器，这款产品不仅吸力较上一代产品戴森 V10 提高 40%，而且拥有智能感应不同地面类型、自动调适吸力以及液晶屏实时显示机器性能状态等创新功能，在发布现场获得了媒体的普遍好评。

据戴森东南亚地区地板清洁品类总监凯文·格兰特(Kevin Grant)介绍，V11 是戴森逾十年来对吸尘器产品的不断改进，以及二十几年来在数码马达上精进钻研的成果。315 位戴森工程师在这款产品上投入了心血，仅研发中所制造的零部件原型就多达 32,500 个。

据悉，戴森 V11 采用每分钟转速高达 125,000 转的戴森数码马达，这是戴森最强劲的无绳吸尘器，吸力比 V10 提升 40%。这款机器采用戴森迄今最强劲的 7 芯锂离子电池配合戴森触键开关，持续提供高达 60 分钟地面运行时间。

相比上代产品，戴森 V11 最大的亮点在于采用智能技术来改变传统的家居清洁方式。V11 采用的高扭矩地毯吸头内置微传感器，可智能感知刷条阻力，与数码马达

和锂电池组内的微处理器实时互联，在硬质地板和地毯之间自动调整吸力。

戴森 V11 无绳吸尘器拥有三种清洁模式，为应对不同清洁任务而设计，让用户无论打扫任何地方，都能获得合适的吸力：在自动模式下，机器可以根据不同地面类型，智能调节功率和运行时间；强效模式下，V11 将以最强劲吸力应对顽固尘垢及深层除螨，运行时间高达 5 分钟；节能模式允许 V11 的地面运行时间持续高达 60 分钟，适用日常清洁。

此外，戴森 V11 无绳吸尘器还搭载全新液晶显示屏，能实时报告机器性能状态，包括精确到秒的剩余运行时间、当前清洁模式、滤网保养和堵塞排除指引，还可在自动模式、强效模式、节能模式之间一键切换。液晶屏的采用也被媒体视为戴森 V11 的一大创新。

4. 治理家电售后乱象 从告别垄断开始

家电售后服务中的乱象一直让消费者头疼不已，这一问题在今年央视“3·15 晚会”再度遭到曝光。晚会中，多家知名大品牌的售后服务被曝光，存在着小病大治、误导推销甚至有意破坏家电产品后再维修的行为。这些售后服务商并非消费者随便在网上找的杂牌军，而全是由这些家电企业所签约授权的，因此消费者感到更加防不胜防。（见 3 月 25 日《北京青年报》）

家电售后服务乱象由来已久，且有一些普遍性，显然不是简单的服务质量问题，而是服务模式出了问题。目前国内家电行业的售后服务通常采取的是授权签约的模式，它并非家电企业生产与销售向客户的延伸，而是通过从市场招募稳定的维修队伍，解决品牌产品的维修需求，是一种较松散的合作方式。

理论上，这种合作方式可以实现互利互惠和资源的优化配置，然而现实中，消费者权益可能成为合作双方利益博弈的筹码，合作本身也容易变成“市场换服务”的一场各取所需的交易。记者调查证实，许多知名家电品牌不仅会指定维修商来处理消费者的报修，而且只向特约维修商提供家电配件，这意味着品牌企业为特约售后服务创造了一个没有竞争的垄断市场，消费者在产品需要维修时没有任何选择的余地，这也让承担售后服务的商家坑害消费者时有恃无恐，对此商家往往持默许态度，为的是让产品“售后有人理”的成本最小化。

在其他一些行业，类似乱象也曾出现过，比如汽车维修服务一度也采取特约服务模式，车辆保养维修只能由指定维修点完成，由此衍生出配件价格高、过度维修等乱象。而随着汽车消费市场竞争日趋激烈，再加上零配件制造供应商参与售后市场竞争，特约维修的垄断模式被逐步打破，如今一般的汽车在任何维修点都可以拿到所需配件。

充分竞争是市场服务较为优秀的净化器。根治家电售后服务乱象，还得从放开售后维修市场、还消费者充分的选择权开始。家电产品维修服务市场庞大，各大品牌商家完全可以开放配件市场供应，公开产品维修技术，放手让维修商家公开平等竞争。维修商家通过良好的技术与优质的服务获得了消费者的认可，家电企业也省去了冗杂

的售后服务与管理成本，这其实是双赢之举。

5. 精装厨电市场开启“智慧战”

随着精装修、全装修房屋在住宅地产中的占比日益提升，地产商也越来越将重心转移至精装房品质升级上。过去 20 年，中国人的住宅品味位于客厅，而过去 10 年以来，大家越来越重视厨房的装修设计和品质。“客厅经济”逐渐让位于“厨房经济”，新的住宅消费升级，从厨房开始。如今，精装房中的厨房配套质量如何，已成为影响住宅价值的重要因素。

2018 年精装修厨电市场受整体市场带动，有较大增幅，同比增长 59.6%，厨电企业与地产商合作将成为行业新契机。在日前举行的中国家电及消费电子博览会（AWE）期间，高端厨电企业老板电器与 B2B 建材采购平台采筑联合签署行业倡议书，并发布老板电器采筑专供产品。海尔、美的、方太、华帝、博西等厨电企业也纷纷加紧和地产建筑行业的合作，精装厨电市场正在迎来大的发展。

“精装修比例本身就不高，开发商以前不知道，制造商也没怎么向他们推荐好产品，所以就找便宜的，但现在不一样了。”老板电器副总裁何亚东认为，与采筑的合作可以提升效率，进一步提高老板电器在厨电精装修市场的渗透率。活动当日，老板电器与采筑签署发布倡议书，提出将共同致力于健康智能厨房的研发和推广。

自 2019 年开始，全国各省市新房交付陆续进入精装房时代，精装房的大时代到了。随之而来的便是家电市场的变革，中高端市场将迎来高增长。而以线下渠道为主流的二三线厨电品牌与经销商的经营和生存压力将加大；厨电、建材零售市场格局也将彻底被颠覆。与此同时，大规模、标准化、一条龙的定制采购，将为有实力的厨电企业带来巨大的商机。采筑 B2B 建材采购平台的厨电招标负责人林茂华认为，国内装修市场，不包括 C 端（消费者市场），B 端（房地产商市场）就已是一个万亿级的市场。预计今年与去年相比，仍会有爆发性增长。

房地产企业交付精装房通常具有健康、环保与安全的优点，也符合购房者的消费需求，对此一些省市出台政策商品房实施细则，大力推动精装房交付。

有统计数据显示，去年全国精装房共计 253 万套，同比增长 59.9%，据奥维云网预计，2019 年精装修市场规模将达到 336 万套，精装修时代已经开启，房地产行业进入高质量转型发展阶段。

不过，在精装房规模化增长的同时，精装房装修品质的改善却较为滞后。老板电器希望通过厨房品质升级，形成精装房品质升级的一个突破口。“在精装修的配套企业，厨房电器作为厨房的重要组成部分，与住宅的关系不可分割。”何亚东诠释了厨房与住宅升级的关系。

据了解，老板电器早在 2008 年就开始拓展精装厨电市场，但直到 2016 年才凭借其中央吸油烟机找到打开市场的突破口，并开始进入高端住宅小区。该公司最新披露，截至 2018 年年底，老板电器已达成 40 多个中央吸油烟机集采协议，与超过 85%

房地产百强企业建立合作关系，实现超 40% 的精装修厨电配套市场占有率。

借助这次与采筑平台的合作，何亚东希望让厨房成为精装房品质升级的一个突破口。

家居、家电行业目前都在从单品销售逐步向场景组合和系统集成的方向发展，从解决方案再到云平台生态链布局，整个产业形态都发生了巨大的改变。

在奥维云网地产大数据常务副总经理陈仁梁看来，随着开发商逐步关注房屋的智能化，并希望通过智能化来实现房屋的增值和品质升级，加上“全屋舒适智能”理念的兴起，让舒适智能家居行业正式进入“大家居集成时代”，“平台力量的日渐强大也让越来越多的企业告别了单一市场，开始思考产业链的延展和生态资源的整合能力。”陈仁梁表示。

中国家用电器协会理事长姜风指出，2018 年，中国家电行业特别是厨电行业面临诸多挑战，但是行业通过产品和技术创新及深耕市场、创新渠道模式，依然实现了家电整体收入增长 9.9%，达到 1.49 万亿元，其中厨电收入 667 亿元，与前年基本持平。“今天的厨电产品品类更丰富，更精品化、智能化和高端化。”

6. 苏宁全面涉足大家电领域 意欲何为？

3 月 27 日，苏宁智能终端公司发布冰箱、洗衣机、扫地机、智能耳机等十余款苏宁小 Biu 系列智能新品，继小 Biu 空调之后，苏宁全面杀入大家电领域，引发行业轰动。

一个多月前一张苏宁推出自有品牌极物空调的产品谍照在朋友圈散布开来，迅速引发各界热议。苏宁造空调意欲何为？成了很多人心中的疑问。有的媒体甚至报道称，苏宁造家电必将引发与海尔、美的等家电企业的赤膊战。

然而事实真的是这样吗？看似挑战家电企业，实则背后有更大的野心。

众所周知，互联网零售进入下半场，智慧零售、场景互联成为未来零售行业的发展方向。而智能家居生活场景将成为苏宁零售业务的一个重要连接场景，在提升消费体验的同时，大幅降低用户消费决策时间，这也将成为苏宁对场景互联的一种全新尝试。

苏宁控股董事长张近东曾表示，互联网的下半场是物联网，互联网服务将升级为人工智能加智能机器。他认为，场景互联网的渠道变革正在进行，一批传统互联网企业正裹挟互联网技术重新格式化实体零售，实体零售渠道正经历新一轮的模式颠覆和行业洗牌。同时，销售商品不是零售商的终极目标，服务于用户的品质生活才是零售商的根本使命。

随着 IoT 生态的逐步深入，苏宁的 IoT 生态布局逐步展开。2018 年年初苏宁成立智能终端公司，依托苏宁互联网技术、内容优势及智慧零售生态，致力于打造服务于家庭及个人消费者的智能硬件产品及智慧生活解决方案。此外，苏宁智能终端公司联合业内智能语音、影音内容、硬件制造、工业设计、智能家电家居厂商等众多上下游品牌企业，共同成立了苏宁智能 Biu+ 生态联盟。

7. 家用中央空调中的“酷风”即将来袭

近日，美的家用空调对外公布了一条重磅消息，将于3月27号发布新品家用中央空调：“Coolfree 酷风”。

在生活中，新兴的“轻中产”拒绝单调与平庸，追求精于与优雅，以品质和个性为信仰，渴望精神愉悦感和生活仪式感。“Coolfree 酷风”是美的家用空调针对个性化、差异化的市场需求，以“轻中产”为核心目标用户，以“进阶品质生活，追求生活美学”为品质内涵，为消费者打造的家用中央空调品牌。

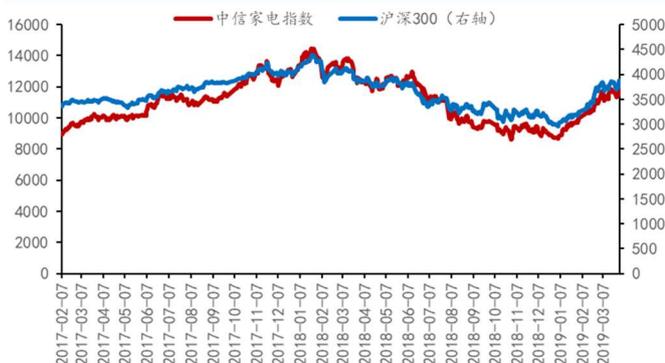
“酷”的不止“Coolfree 酷风”家用中央空调与“轻中产”生活理念上的共鸣，还有内外兼修，以科技重新定义生活的产品。其中，5大创新或将摆脱家用中央空调桎梏，成为最值得期待的亮点。

三、行情跟踪

3.1 行情判断

中信家电指数在三月最后一周盘整后继续上行，涨幅 1.06%至 11822.85，本月振幅达到 4.98%。分行业来看，白电涨幅 1.50%，黑电跌幅 1.91%，小家电涨幅 3.89%。

图表 2：家电指数与沪深 300 对比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 3：家电指数与上证 50 对比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：本周家电行业涨跌幅

涨幅前十名			跌幅前十名		
代码	简称	涨幅 (%)	代码	简称	涨幅 (%)
002705.SZ	新宝股份	26.21%	600651.SH	飞乐音响	-19.42%
603579.SH	荣泰健康	24.23%	002076.SZ	雪莱特	-11.56%
002508.SZ	老板电器	22.76%	000533.SZ	顺钠股份	-7.57%
000921.SZ	海信家电	22.25%	002676.SZ	顺威股份	-5.24%
002035.SZ	华帝股份	22.00%	002420.SZ	毅昌股份	-5.16%
002032.SZ	苏泊尔	21.35%	002290.SZ	中科新材	-4.69%
000016.SZ	深康佳 A	19.70%	002519.SZ	银河电子	-3.93%
002473.SZ	圣莱达	18.37%	603366.SH	日出东方	-3.07%
603515.SH	欧普照明	17.10%	002543.SZ	万和电气	-3.00%
300475.SZ	聚隆科技	16.53%	300249.SZ	依米康	-2.85%

来源：Wind，国联证券研究所

3.2 本周覆盖股票涨跌幅

图表 5：本周覆盖股票涨跌幅

代码	名称	P/E	月涨幅	年涨幅
002677	浙江美大	24.3	12.06%	42.63%
002508	老板电器	20.6	29.58%	59.48%
603868	飞科电器	22.8	4.20%	15.61%
000651	格力电器	10.1	5.38%	34.07%
603355	莱克电气	24.6	8.97%	22.56%
002242	九阳股份	23.5	28.88%	44.10%
000333	美的集团	15.9	1.99%	32.20%
002032	苏泊尔	36.9	22.00%	42.91%
002615	哈尔斯	24.3	1.79%	29.40%
002543	万和电气	16.7	6.45%	15.56%
000418	小天鹅 A	21.1	2.85%	31.63%
002035	华帝股份	17.9	30.27%	58.53%
002614	奥佳华	26.2	21.16%	31.72%
600690	青岛海尔	14.8	3.82%	23.54%
000921	海信家电	13.3	45.04%	90.38%

来源：Wind，国联证券研究所

四、风险提示

- 1) 新冷年销售不及预期的风险；
- 2) 行业集中度提升不及预期的风险；
- 3) 三四线城市增长不及预期的风险。

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810