

三月空调销量小幅增长

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：

产业在线发布三月空调数据。三月家用空调生产总量1679.8万台，同比增长3.8%，总出货量是1689.8万台，同比下降2.0%，其中内销出货951.6万台，同比增长2.9%，出口738.3万台，同比下滑7.6%。在去年高基数影响下三月空调仍保持小幅增长，这主要是龙头公司主动促销行为导致产品价格降低，从而带动产品销量提高。反映在数据上，美的内销增长达到29.4%，总销量增长12.7%。我们认为，今年在国家政策、增值税降低以及企业积极促销的影响下，空调销量或将保持5%增长，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：

废旧家电“互联网+上门回收”模式悄然兴起；家电企业缘何挥刀剑指组织架构；2019年家电行业全方位多元化市场竞争将进一步加剧等。

行情跟踪：

中信家电指数在四月第三周继续上行，涨幅9.74%至13790.12，本月振幅达到10.22%。分行业来看，白电涨幅11.67%，黑电涨幅2.10%，小家电涨幅2.19%。

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、《家电行业价值重估进行时》

《家用电器》

2、《年报逐渐披露，龙头效应凸显》

《家用电器》

3、《洗衣机行业龙头集聚延续》

《家用电器》

一、核心观点：三月空调销量小幅增长

产业在线发布三月空调数据。三月家用空调生产总量 1679.8 万台，同比增长 3.8%，总出货量是 1689.8 万台，同比下降 2.0%，其中内销出货 951.6 万台，同比增长 2.9%，出口 738.3 万台，同比下滑 7.6%。在去年高基数影响下三月空调仍保持小幅增长，这主要是龙头公司主动促销行为导致产品价格降低，从而带动产品销量提高。反映在数据上，美的内销增长达到 29.4%，总销量增长 12.7%。我们认为，今年在国家政策、增值税降低以及企业积极促销的影响下，空调销量或将保持 5% 增长，**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	13.03%	49.43%
002032	苏泊尔	36.9	3.19%	47.47%
002614	奥佳华	26.2	-6.38%	23.32%

来源：Wind，国联证券研究所

二、行业重要新闻回顾

1. 废旧家电“互联网+上门回收”模式悄然兴起

日前北京市发布了第二批废弃家电回收利用试点名单。据了解，首批试点企业在 2018 年回收各类废弃家电产品 109 万台，大大缓解了废旧家电无处去的困境。

值得注意的是，第二批试点企业将采用“互联网+上门回收”模式，这种模式是在第一批试点“互联网+回收”模式上的补充与完善，可以说这种“线上+线下”的回收模式既符合信息时代市民的消费习惯，也解决了大家电交投不便的问题。

能回收模式等，完善废弃电器电子产品回收体系。起初“互联网+回收”主要以手机为主。到 2017 年，互联网+回收扩展到大家电产品，例如上海的嗨回收、北京的有闲有品，均以废电视机、电冰箱、洗衣机等大家电为主要回收对象，并在全国各地广泛布局。与传统的回收模式不同，互联网+回收主打绿色品牌，回收的产品优先再使用，不能再使用的交给有资质的处理企业进行拆解处理。

近年来“互联网+回收”模式逐渐被越来越多的青年群体接受，但是偏好处理废旧产品的最大群体却是老年人，这一矛盾使“互联网+回收”模式的服务对象受到限制。因此“互联网+上门回收”模式应运而生。

目前“互联网+上门回收”模式受到追捧，很多企业瞄准潮流，潮头涌动。苏宁易购、京东等电商平台，嗨回收、爱博绿等互联网平台企业都在尝试“互联网+上门回收”模式，为再生资源回收领域的前后端搭建信息共享平台。

以爱博绿为例，其创新的 OMO(线上线下融合)模式打通线上信息与线下回收全产业链环节，消费者通过其自主研发的 APP、小程序、公众号等多平台入口在线回收登记，整合回收行业的“小 B”用户，将线下具有回收场景的人群转化为精准回收信息源，再由回收人员基于 LBS 定位快速接单上门回收。实现线上回收信息聚合、线下队伍回收、货物分拣、废料循环再生等全产业链数据打通，形成线上线下一体化运营的服务体系。

对此业界人士表示，“互联网+上门回收”模式将进一步推动废旧家电回收市场的增长，庞大的废旧家电回收市场有望被激活。

2. 联手苏宁 海信舒适家空调品鉴会北京站开启

“我们关心空气，更关心空气中的每一个您，以及您关心的每一个人。”海信空调北京分公司总经理周浩如此表示。4月18日，主题为“海信舒适家 懂你更懂家”的海信舒适家空调新品品鉴会在北京举行。代表着舒适升级的第四代舒适变频新品——海信舒适家空净一体空调、新风净化空调及舒适变频空调等产品悉数亮相。据了解，这一主题品鉴会将陆续在全国12个城市举行，旨在给各地不同气候的城市带去舒适体验。

现场，周浩与北京苏宁易购总经理郝嘉等共同为海信舒适家系列空调新品揭幕，郝嘉表示双方后续将联手，通过系列资源投入及市场活动进行舒适家系列产品的重点推广。

消费升级大趋势下，用户渴望呼吸健康清洁的空气，享受品质生活，这也使得当前各大空调品牌纷纷进入空气数据的争夺。周浩表示，2019年海信空调推出的舒适家系列新品，从温度、湿度、洁净度、新鲜度和风感五个维度为用户打造更为立体的舒适空气，在行业中目前对空气维度把握最为全面。“该系列产品也同步获得了北京中轻联认证中心颁发的匀净风全屋净化特色空调认证、空净新三合一特色空调认证和空调新风二合一特色空调认证三大认证，进一步推动了舒适变频的标准升级，也将对当前行业的结构升级起到重要的促进作用。”

3. 家电企业缘何挥刀剑指组织架构

2018年中国家电市场全面承压，受房地产市场低迷与中美贸易战情绪等影响，经济持续放缓，投资、消费、出口三驾马车同时失速。体现在数据上，去年全年中国家电市场零售额规模累计8327亿元(包含25个常见品类)，同比增长1.5%，仅为2017年增速的七分之一。

跌宕起伏的市场走势让所有家电厂商们清醒的意识：不变革，将难以在更加不确定的2019年市场大战中生存和发展下去。于是从企业层面可以看到，包括美的、海尔、长虹、TCL、海信、创维、索尼等在内的几家大型家电企业，相继展开了新一轮的组织架构调整和经营模式变革，并引发一轮持续多时的“换将”或“换帅”等高层变动。

除了上述提到在2018年以来内部变革较大的家电企业，最近几年，如海尔创维康佳等家电企业，同样也在战略与架构调整中，经历着领军企业的事业部负责人换将，以及合并产业同类项的变革，以期能够整合优势资源重新参与竞争。

“组织架构的任务是实现组织的战略，组织架构是组织实现其战略目标的工具。”清华大学经济管理学院领导力与组织管理系教授吴维库告诉中国家电网记者，如果组织的战略变化了，则组织架构必须变化，组织架构必须与组织的战略相适应。“企业进行架构调整与变革的目的，是为了适应当前的竞争格局、顾客需求、内部管理。”

另一方面，组织架构调整与经营模式变革是一家企业在做大做强过程中，势必要

经历的对产业产品线的优化和竞争力提升。“正如大树在成长过程中不断变化出新的结构，才能够长大。”吴维库表示，把企业比喻成一棵树，其成长过程也必然经历组织架构调整。一般经历过程是：一个人说了算、直线制、直线职能制、事业部制、集团制。“互联网思维改变着企业的组织架构设计，现在也有一些企业采用平台合伙制。”

有业内人士认为，无论是集团对事业部群的集权到分权，还是从分权走向集权，都是为了更好推动企业在不同经济、市场和消费环境下的竞争力提升。也是为了更好适应产业竞争、市场发展和消费升级，更好地面向未来发展和布局。

“唯一不变的就是变。”吴维库说，一个组织架构只能适应一段时间的需求，一个不断成长的企业，要用新的组织架构来适应新的环境。所以，组织中的所有人，包括经理人员，都必须有适应变革的思想和心理准备。

中国家电行业经过 40 多年的风雨历练，从无到有，从小到大，产业规模从 1978 年的 4.23 亿元发展至今早已超过 1.5 万亿元，目前的家电产业正处在“由大向强、转型升级”的重要阶段。大到家电巨头小到不知名的中小家电企业，都站在产业发展和变革的新起点、新路口上，如何变革创新来应对机遇挑战，有企业已经给出了答案。面对在外界看来可能是过去 10 年“最差”未来 10 年“较好”的 2019 年，更多家电企业的组织架构变革仍在持续。

4. 家电以旧换新拟重启 最高补贴 13%

国家发改委近日下发关于征求对《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费及促进循环经济发展实施方案(2019-2020 年)(征求意见稿)》意见的函。其中，拟开展家电“以旧换新”活动，同时对于低保户、深度贫困地区群众，可以不交旧产品，享受“以旧换新”补贴政策。

根据具体方案，鼓励消费者提前更新淘汰能耗高、安全性差的电冰箱(含冰柜)、洗衣机、空调、电视机、燃气热水器、电热水器、抽油烟机等家电产品。中央财政对购买国家能效 2 级以上、且获得 3C 认证的新型绿色、智能化家电产品给予不高于产品价格 13% 的补贴，单台上限 800 元。另外，为鼓励农村居民参与“以旧换新”活动，特别是对低保户、深度贫困地区群众，可以不交旧产品，享受“以旧换新”补贴政策。鼓励生产企业在国家补贴的基础上对消费者进一步让利。有条件的地方可对将旧家电赠与贫困地区的消费者给予适当奖励。

另外方案还鼓励加快彩电等产品研发，鼓励企业加大彩电等新产品研制，加快突破超高清、柔性面板、新型背板等量产技术，加快超高清视频关键系统设备的产业化和推广应用，以产品创新带动更新消费;丰富数字创意内容和服务。丰富 4K 超高清视频内容，创新电视互动节目。全面实现彩电的网络化服务，加快推进彩电智能化应用，增强双向人机交互功能。

另外，我国还将进一步支持绿色智能家电发展，加大对节能、智能家电研发的支持力度，普及推广绿色节能技术，深化网络化、智能化技术在家电产品中的融合应用。

鼓励开发基于物联网、人工智能技术的家电组合产品和一体化产品。鼓励有条件的地方，结合当地实际情况，出台支持消费者的购买节能、智能型家电产品的补贴优惠政策。

对于去年遭遇 28 年首次负增长的中国汽车市场，此份文件也提出了进一步扩大汽车等消费市场，深化供给侧结构性改革的内容。

据媒体报道，这其中涉及了增加车牌增量指标数量、加速新能源汽车发展、加速老旧汽车淘汰等措施。

据报道，征求意见稿计划研究制定促进老旧汽车更新政策，充分发挥中央财政大气污染防治专项资金作用，以奖补方法支持地方开展老旧柴油货车淘汰试点工作，推进高排放车辆更新升级。同时适当扩大奖补范围，对使用年限不超过 10 年的乘用车报废更新为节能环保或新能源汽车给予奖补，鼓励淘汰排放标准落后的车辆。

此外，征求意见稿还建议，深入推进城市服务领域用车更新消费；推进农村车辆消费升级；培育汽车特色消费市场；加快发展汽车租赁市场；优化汽车消费使用环境；加大汽车消费金融支持力度；完善鼓励汽车消费的税收机制等，多方面促进行业健康持续发展。

5. 以用户为中心 以场景为突破口 布谷独闯家电新领地

目前，在产品设计理念上，布谷秉承简洁、温和、易用三大理念，同时兼顾品质、体验和质价比。透过此次发布的一系列产品可以看到，布谷智能 IH 电饭煲，煮饭时间快达 18 分钟；布谷台式洗碗机，也将使用时间压缩到 19 分钟；智能扫拖机器人使用寿命 3000 小时，达到行业平均水准 6 倍；布谷直流落地扇对传统电风扇出风方式进行全方位改良，研发行业家 9+5 双重自然风；布谷厨下净水器更是别具一格，首创 MIX 一体复合滤芯，使换芯次数减少 85%。基本瞄准年轻人的生活方式和潮流。

在业内人士看来，今年以来，家电巨头相继开启了一轮品牌多样化的扩张步伐，布谷在这种背景下肩负起美的集团直接与年轻消费者对话的一个窗口和平台的职责。目前只是刚刚起步，接下来如何基于产品更好地与用户对话，如何让用户更好地参与到企业的产品研发创新之中，还需要时间的探索和积累。

6. 三星发力 8K LGD 加码 OLED

4 月 14 日周日下午，广州天河城首层中庭人头涌动，数百人围在三星电视展区前面，体验其最新推出的 8K 电视产品。

作为广州一大成熟商圈，天河城是不少中产家庭的周末休闲选择，也是三星 8K 电视新品继深圳首发后的第二站。三星电视相关负责人告诉 21 世纪经济报道记者，华南是三星的重点战略市场，同时也是高端电视的兵家必争之地。

高端电视市场的新趋势，早在一周前举行的深圳信博会(CITE)上就释放出强烈信号，除了创维、康佳、TCL 等深圳电视“地头蛇”以外，海信、长虹以及 LGD 等国

内外厂商均对外展示其最新电视产品及技术。

其中，OLED、8K 作为当下彩电市场最热的话题，几乎包揽了全场焦点。LGD 不仅带来了其 88 英寸 8K OLED 自发声电视，还重点展示了 OLED 柔性特点以及在商用渠道的价值。LGD 全球市场推广部门常务高规荣认为，随着海信今年加入 OLED 阵营，将为消费者提供更丰富的 OLED 电视产品选择，这种竞争是良性的，将进一步推动高端电视市场的发展。

据悉，创维今年将针对欧洲等艺术氛围较强的市场，与欧洲当地品牌进行合作，推出艺术性较强的电视，以突出 OLED 柔性显示的特点。作为目前大屏 OLED 面板的唯一供应商，LGD 今年不仅首次参加上海 AWE 展，还在深圳信博会上展出了壁纸电视、透明 OLED，以及 OLED 在车载、商用显示上的其他用途，其野心可窥一斑。

在高规荣看来，当下最大的挑战是，如何让更多消费者了解 OLED 的价值，“销量并不是我们最主要的目标，让高端消费者认识到 OLED 的价值，这才是我们最主要的方向。”他表示，OLED 暂时不会考虑做中低端市场，但是在高端市场会有所细分，“比如最高端的市场是 2000 美元以上，中间是 1500-2000 美元，最低的是 1000-1500 美元。”

记者注意到，随着 OLED 阵营不断扩员，OLED 电视的最低消费门槛已经从最初的 1 万元下降至如今的 6000 多元。加上 LGD 广州工厂今年三季度投产，届时大屏 OLED 面板供应问题将得到某些程度缓解。

7. 2019 年家电行业全方位多元化市场竞争将进一步加剧

受房地产限购、宏观经济下行等多重因素共振影响，中国家电产业进入低迷期，2019 年仍将面临新的市场考验。与此同时，中国家电企业也在困境中寻找新的发展契机，在品牌、技术、产品等方面挖掘无穷的能量。

根据相关数据预测显示，到 2021 年，中国消费市场将扩大近一半，达到 6.1 万亿美元，该增量中的 69% 将由年轻消费群提供。而且预计 2016-2021 年，年轻一代的消费力将以年均 11% 的速度增长，是上一代消费增速的两倍有余，并在 2021 年的消费占比将超过 46%。

在消费升级的大时代下，新一代消费主体追求多样个性化、品质体验化，以及对价格的敏感度逐渐降低。经过研究发现，随着生活节奏的日渐加快，年轻一代对于生活品质的要求越来越高，然而逐渐压缩的空闲时间却又不允许他们花费过多时间对家电产品进行搭配组合，因此套系家电的出现正是大势所趋。

去年，海尔行业首发“4+7+N”全场景定制化智慧成套方案，今年海尔在此基础上进行了升级，最大的亮点在于，除海尔智慧家庭外，统帅、卡萨帝也分别有了延续品牌特色的智慧家庭套系。在发布会现场，海尔智慧家庭总经理王晔首先通过视频介绍了海尔智慧家庭 2019 年将为用户带来的体验升级，随后海尔品智+、卡萨帝指挥家、统帅 L.TWO 3 大智慧家庭套系依次发布，3 大品牌新品套系拥有不同风格、特色、价位，分别满足品质、高端、年轻等群体需求。

另外，在会议现场，海尔公布，截至 2019 年 3 月底，智慧家庭成套落地将进入

1000 万家庭。而这背后，离不开海尔强大的成套落地能力支撑，成套产品、成套方案、成套展示、成套人员、成套服务的 5 大能力，从售前、售中、售后为用户提供全流程服务，助推海尔智慧家庭走进全球用户家中。

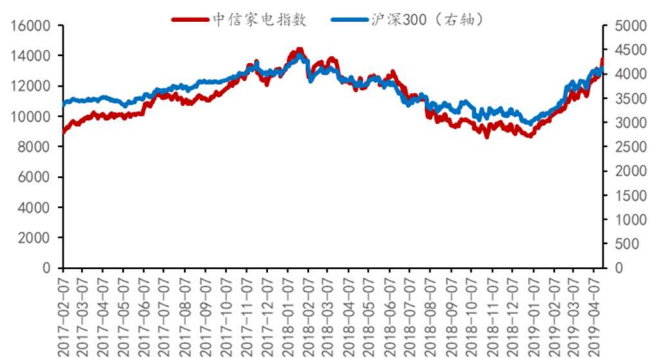
同样在 AWE 上，美的也首次推出"美的 PRO"与 4 款针对都市年轻人的"美的青选"新品。美的青选年轻套系家电主打"有颜·有脑·有温度"，不但拥有至简的设计风格、智能化的人机交互，还拥有着隐匿在科技背后的日常美好气质，这些均是为了给热爱生活的年轻用户提供一种令人舒适、放松又安心的居家方式。

三、行情跟踪

3.1 行情判断

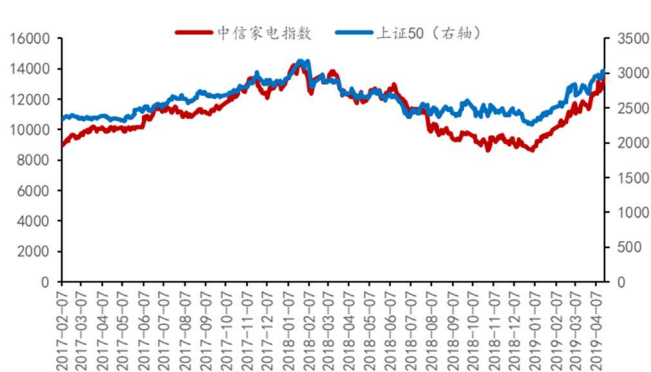
中信家电指数在四月第三周继续上行，涨幅 9.74%至 13790.12，本月振幅达到 10.22%。分行业来看，白电涨幅 11.67%，黑电涨幅 2.10%，小家电涨幅 2.19%。

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 (%)
002418.SZ	康盛股份	28.32%	300247.SZ	融捷健康	-5.08%
300317.SZ	珈伟新能	23.79%	002705.SZ	新宝股份	-4.90%
002676.SZ	顺威股份	20.48%	002473.SZ	圣莱达	-3.36%
000651.SZ	格力电器	19.16%	002614.SZ	奥佳华	-2.96%
002668.SZ	奥马电器	16.57%	603303.SH	得邦照明	-2.29%
002759.SZ	天际股份	13.01%	603657.SH	春光科技	-1.79%
300217.SZ	东方电热	11.59%	603868.SH	飞科电器	-1.53%
300582.SZ	英飞特	8.85%	002723.SZ	金莱特	-1.53%
002260.SZ	*ST 德奥	8.26%	002242.SZ	九阳股份	-1.40%
000333.SZ	美的集团	7.39%	002616.SZ	长青集团	-1.31%

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	25.5	4.99%	49.75%
002508	老板电器	20.7	0.43%	60.18%
603868	飞科电器	22.8	0.39%	16.06%
000651	格力电器	10.1	37.68%	84.59%
603355	莱克电气	24.6	-2.81%	19.12%
002242	九阳股份	23.5	3.68%	49.41%
000333	美的集团	15.9	13.03%	49.43%
002032	苏泊尔	36.9	3.19%	47.47%
002615	哈尔斯	24.3	8.80%	40.79%
002543	万和电气	16.7	3.50%	19.61%
000418	小天鹅 A	21.1	14.88%	51.21%
002035	华帝股份	17.9	8.13%	71.41%
002614	奥佳华	26.2	-6.38%	23.32%
600690	青岛海尔	14.8	7.31%	32.56%
000921	海信家电	13.3	10.03%	109.48%

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