

# 家用电器

 证券研究报告  
 2019年04月23日

## 各有千秋，难分伯仲：格力与美的历史估值复盘

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516100008

caiwenjuan@tfzq.com

马王杰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080001

mawangjie@tfzq.com

罗岸阳

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518120002

luoanyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:白电零售增速持续提升,财报密集披露回归基本面——2019W16周观点》2019-04-21
- 2 《家用电器-行业点评:空调行业真的在“价格战”吗?》2019-04-18
- 3 《家用电器-行业研究周报:白电零售持续好转,重点关注美的集团——2019W15周观点》2019-04-15

随着格力电器控制权拟被转让的事件发生后,合理估值水平到底应该是多少倍成为市场热议的话题, **格力电器相比美的天然就要存在估值折价吗?** 上一篇报告《格力电器估值折价之谜》我们已经从公司治理改善和多元化进展两个角度去讨论了格力的估值, **本篇报告我们回顾历史,来全景式回顾历史上格力和美的的估值变化,以期对未来有所借鉴。**

根据美的和格力估值的相对高低,我们将 2005 年-2019 年划分为 6 个阶段。

### 阶段一 2005 年 5 月-2006 年 4 月：格力业绩高增长带来估值溢价

从 2005 年 5 月到 2006 年 4 月期间,格力电器估值高于美的电器,我们认为主要由于市场预期后续格力电器的增长将好于美的电器,因此给予格力电器更高的估值。

### 阶段二 2006-2007 年：美的估值溢价在于产业多元化想象力更胜一筹

我们对这一时期可能影响公司估值的因素进行讨论, **从股权结构来看**,双方都存在边际改善,国企和家族企业也很难在当时论证哪个公司治理结构更为完善,毕竟市场同样存在家族企业大股东掏空上市公司的案例; **从管理层激励来看**,格力和美的均推出了管理层激励方案。因此,我们认为,此时出现的估值差异,更多是在于牛市背景下,市场认为产业的多元化公司具有更高的成长空间。

### 阶段三 2008 年-2009 年上半年：格力经营更稳健，市场给予估值溢价

2008 年的股票市场,已经开启了从牛市的下跌之路,市场关注点开始从公司成长空间转变为公司的健康成长与抗风险能力。除了格力更优秀的基本面,2009 年初,格力与大金的合作更是让市场对格力青睐有加。

### 阶段四 2009 年 4 月开始到 2012 年上半年：家电下乡谁的弹性更大？

该阶段格力估值相对美的的折价,起因是格力在披露 2009 年一季报的同时,公告了因为所得税税率的变化下调 08 年净利润 1.36 亿元,开启了格力相对美的的估值折价。我们认为这一阶段美的相对格力的估值溢价,更主要的来自于 2009 年扩大到全国范围的家电下乡政策里,白电产品中冰箱和洗衣机为主力,而空调仅仅是各地的可选项之一,弹性低于冰洗。

### 阶段五 2012 年：美的转折之年，格力经营稳健，市场给予格力更多溢价

2012 年,美的营业收入下滑 26.89%,净利润下滑 6.25%,分季度看,一季度收入降幅更是达到了 41.78%。从宏观环境看,2012 年国内整体经济增长放缓,原有家电推动政策退出,地产也在调控。格力在当年也完成了权利的交接:2012 年 5 月,董事会换届,推举以董明珠董事长为首的新一届董事会。2012 年的格力,业绩实现高增长,与美的的下滑形成了鲜明的对比。

### 阶段六 2013 年至今：业绩之外的因素给美的更多的想象力

1) 资本运作层面:2013 年美的集团整体上市,重启对格力电器的估值溢价; 2) 职业经理人制度与激励计划持续绑定管理层与员工的利益; 3) 格力经营波动相对较大。

**总结:**我们认为从 2005 年到 2013 年,尽管格力和美的电器的估值不同阶段各有溢价,其核心的影响因素仍然在公司基本面的变化;而 2013 年之后,格力相对美的的折价更多的是来自于公司治理不完善带来的各种问题显现,使得市场对格力的不确定性担心加剧。

**风险提示:**历史估值影响因素不代表未来;地产政策带来行业需求波动



## 内容目录

阶段一 2005 年 5 月-2006 年 4 月：格力业绩高增长带来估值溢价 .....	4
阶段二 2006-2007 年：美的估值溢价在于产业多元化想象力更胜一筹.....	4
阶段三 2008 年-2009 年上半年：格力经营更稳健，市场给予估值溢价.....	7
阶段四 2009 年 4 月开始到 2012 年上半年：家电下乡谁的弹性更大？ .....	8
阶段五 2012 年：美的转折之年，格力经营稳健，市场给予格力更多溢价 .....	10
阶段六 2013 年至今：业绩之外的因素给美的更多的想象力 .....	11

## 图表目录

图 1：格力电器估值/美的电器（集团）估值之比（动态 PE：当年市场一致预期） .....	3
图 2：格力电器、美的电器估值图（动态 PE：当年市场一致预期） .....	3
图 3：格力电器、美的集团估值图（动态 PE：当年市场一致预期） .....	4
图 4：格力电器、和美的电器收入增速（亿，%） .....	4
图 5：格力电器和美的电器 2006-2007 年单季度收入和增速 .....	6
图 6：格力电器和美的电器 2006-2007 年单季度利润和增速 .....	7
图 7：2007 年美的电器分业务收入（亿元） .....	7
图 8：2017 年—2018 年单季度格力电器与美的电器利润增速（亿元，%） .....	8
图 9：2006-2014 年各品类家电在农村保有量提升情况（台/百户） .....	9
图 10：2009 年-2011 年美的冰箱和洗衣机增速（%） .....	9
图 11：2009 年-2011 年美的电器与格力电器业绩增速（亿，%） .....	9
图 12：美的电器 2012 年收入与利润变化（亿元，%） .....	10
图 13：美的电器利润率（%） .....	10
图 14：格力电器 2012 年分季度利润与增速（亿，%） .....	11

随着格力电器控制权拟被转让的事件发生后，格力电器与美的集团的合理估值水平到底应该是多少倍成为市场热议的话题，格力电器相比美的天然就要存在估值折价吗？上一篇文章《格力电器估值折价之谜》我们已经从公司治理改善和多元化进展两个角度去讨论了格力的估值，本篇报告我们回顾历史，来全景式回顾历史上格力和美的的估值变化，以期对未来有所借鉴。

我们用格力电器的估值除以美的电器（集团）的估值，得到一个比例，大于 1 则表示格力相比美的存在估值溢价，小于 1 则表示美的相比格力存在估值溢价。最需要澄清的一点是，历史上看，格力的估值相比美的的并不一直都折价的，至少有三个时期格力的估值高于美的。

图 1：格力电器估值/美的电器（集团）估值之比（动态 PE：当年市场一致预期）



资料来源：Wind,天风证券研究所

图 2：格力电器、美的电器估值图（动态 PE：当年市场一致预期）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 3：格力电器、美的集团估值图（动态 PE；当年市场一致预期）



资料来源：Wind，天风证券研究所

根据美的和格力估值的相对高低，我们将 2005 年-2019 年划分为 6 个阶段。

### 阶段一 2005 年 5 月-2006 年 4 月：格力业绩高速增长带来估值溢价

从 2005 年 5 月到 2006 年 4 月期间，格力电器估值高于美的电器，我们认为主要由于市场预期后续格力电器的增长将好于美的电器，因此给予格力电器更高的估值。

图 4：格力电器、和美的电器收入增速（亿，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 阶段二 2006-2007 年：美的估值溢价在于产业多元化想象力更胜一筹

我们对这一时期可能影响公司估值的因素进行讨论，从股权结构来看，双方都存在边际改善，国企和家族企业也很难在当时论证哪个公司治理结构更为完善，毕竟市场同样存在家族企业大股东掏空上市公司的案例；从管理层激励来看，格力和美的均推出了管理层激励方案。因此，我们认为，此时两家公司出现较大的估值差异，焦点不在于公司治理，更多是在于牛市背景下，市场认为产业的多元化公司具有更高的成长空间。

### 1) 股权结构：美的做加法，格力做减法，但都是边际改善

2006 年的股权分置改革，美的电器和格力电器在大股东持股比例上均发生了变化，尽管两个公司持股变化方向截然相反，但都可以理解成为公司治理的进一步优化。

**美的集团增持美的电器股份：**2006 年 3-5 月，美的电器大股东对美的电器进行增持，股权比例从 24%提升至 50.2%，保证了集团对美的电器的绝对控制权，美的集团和美的电器的利益更为一致，同时也防止在全流通时代在二级市场的恶意收购。

**格力集团减持格力电器：**格力集团持有的格力电器股份从 2005 年年报披露的 50.28%下降到 2016 年中报的 42.16%。

### 2) 引入新股东：各有千秋

美的和格力在 2006-2007 年，均选择引入新的股东，来为公司的发展提供更多支持。美的选择了高盛（后被证监会否定），意在公司治理改善和国际化，格力选择了引入经销商，绑定更深的利益。

**美的电器：试图引入国际股东和产业资本。**2006 年 11 月下旬，公司引入战略投资者取得重大进展，拟向高盛公司定向发行新股，占比达总股本的 10.71%，不仅有利于公司资本的国际化，更重要的意义在于引入跨国公司先进的治理理念和管理经验。2007 年 8 月 29 日，中国证券监督管理委员会发行审核委员会审核了美的电器向 The Goldman Sachs Group, Inc. 全资拥有的子公司 GS Capital Partners Aurum Holdings 非公开发行股票的方案，但是该方案最终并未获得通过。

此时的美的电器，在空调和压缩机业务中已经引入东芝开利作为外部股东；冰箱与洗衣机业务，引入荣事达集团作为外部股东。引入外部股东，除了达到引进技术的目的外，同时也通过外部制衡，使得下属公司股东结构得到优化，从而改善公司治理。

**格力电器：绑定经销商。**公司在 2007 年 4 月公告，格力电器大股东珠海格力集团公司向由经销商控股的河北京海担保投资有限公司转让总股本的 10%，用股权捆绑经销商利益。公司大股东让渡部分股权给经销商，产权结构在一定程度上得到改善。

### 3) 激励机制：双方均对管理层做股权激励

在股权分置改革的大背景下，格力电器和美的电器管理层开始获得股权激励，并且都对公司业绩考核作出了明确目标，意味着两家公司股东和管理层的利益均变得更加统一。

#### 格力电器的管理层持股

2005 年 12 月，格力电器股改方案提出：格力集团股改从格力集团所持股份中划出 2639 万股的股份，作为格力电器管理层股权激励计划的股票来源。在 2005、2006、2007 年度中的任一年度，若公司经审计的净利润达到承诺的当年应实现的数值（以上三年对应的净利润数分别为 50,493.60 万元、55,542.96 万元、61,097.26 万元），在当年年度报告公告后 10 个工作日内，格力集团将按当年年底经审计的每股净资产值作为出售价格，向公司管理层出售 713 万股的股份。若以上三个年度均达到承诺的净利润水平，则向公司管理层出售的股份总数为 2139 万股。剩余 500 万股的激励方案由董事会另行制定。管理层股权激励计划的具体实施方案由格力电器董事会根据有关法规制定。

2006 年 4 月 11 日公布了 2005 年度业绩，依靠净利润 21.11% 以上的增长，其管理层激励的计划得到第一步兑现，珠海格力集团公司按照承诺向公司管理层出售 713 万股股份。

#### 美的电器 2006 年 11 月提出实施股权激励计划草案

11 月中旬，公司推出了股票期权激励计划，拟向管理层增发 5000 万股，占总股本 7.93%，

行权条件为净利润增速不低于 15%，2007 年加权 ROE 不低于 12%，彰显了公司对未来信心，该项举措旨在优化内部激励与约束机制，推动管理层薪酬体系与国际接轨，实现管理层利益与公司利益、股东利益的一致化。

#### 4)经营层面是两者最大差异：美的边际变化大于格力

##### 首先，美的空调领域开始学习格力的销售公司模式

格力电器早在 1997 年便在湖北成立了区域销售公司，后来凭借其完善的自建渠道在 2004 年的“格力国美决裂案”中显示出强大的控制能力。

在家电连锁议价能力日益增强时，2006 年美的开始在空调领域考虑学习格力的自建渠道的模式。美的空调成立合资销售公司，试点包括了北京、上海、杭州、重庆、长沙、芜湖等城市，这些合资销售公司从 2006 年 9 月开始运行。

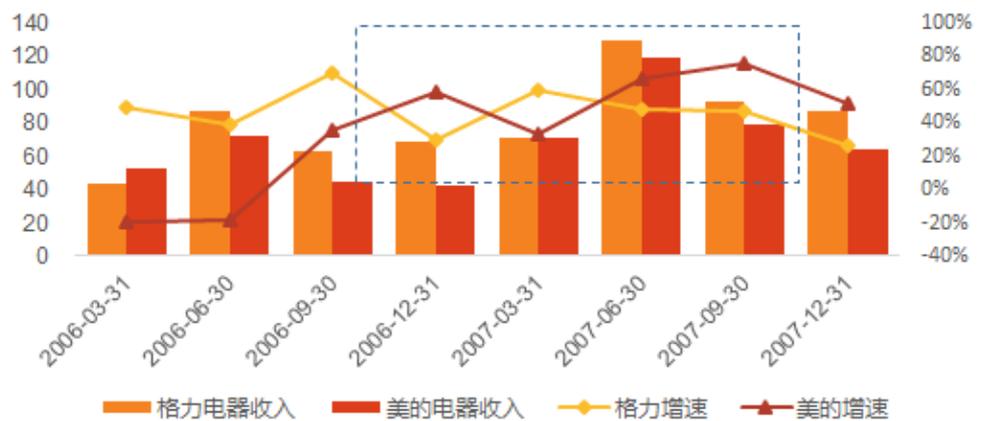
##### 更重要的是，空调之外，冰洗注入上市公司

**2006 年 11 月美的电器拟收购大股东美的集团资产：**美的电器拟以 1.27 亿元的总价受让美的集团有限公司直接或间接所持有的合肥荣事达洗衣设备制造有限公司、合肥荣事达电冰箱有限公司及合肥荣事达美的电器营销有限公司各 50% 的股权；2007 年 1 月美的集团旗下荣事达冰洗资产正式注入上市公司。

市场认为，未来两至三年，美的集团将持续地进行家电资产的整合，将成为资本市场关注公司的焦点所在。华凌冰箱和空调、大型中央空调、电机、荣事达冰洗资产的剩余股权以及小家电都将成为潜在的整合目标。

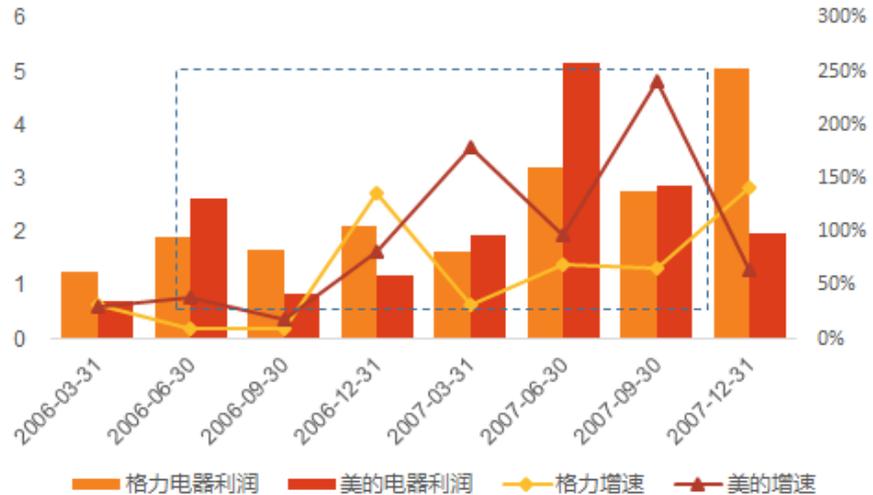
**果然，到了 2007 年 11 月，美的电器向美的集团收购华凌集团旗下三家主要经营实体的股权：**即合肥华凌、广州华凌、中国雪柜。收购重庆美通的目的则是为完善上市公司的中央空调产品结构、减少日常经营关联交易规模。

图 5：格力电器和美的电器 2006-2007 年单季度收入和增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

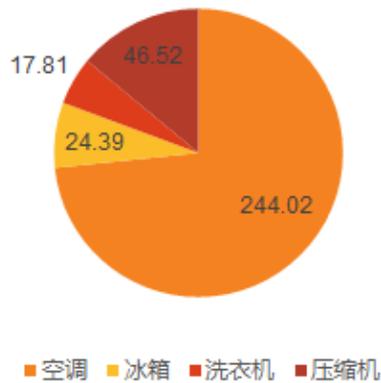
图 6：格力电器和美的电器 2006-2007 年单季度利润和增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

在牛市的氛围下，市场更偏好有成长想象空间的公司，收购大股东冰洗资产后，2007 年美的电器的业务结构中，空调业务占比由 2006 年的 85% 下降到 2007 年的 73%。空调以外的家电业务增加，无疑让市场觉得美的在品类拓展和成长空间上比单一的格力电器更有想象空间。

图 7：2007 年美的电器分业务收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

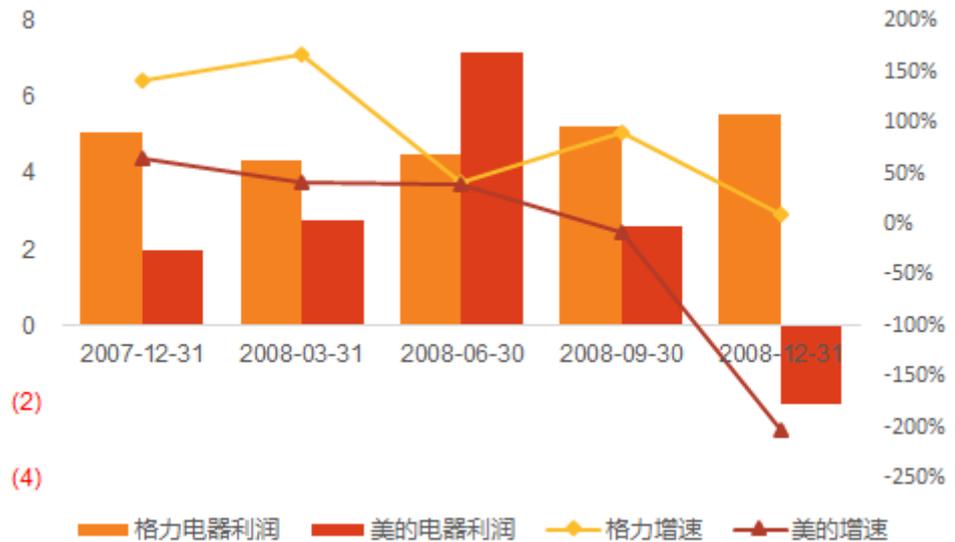
### 阶段三 2008 年-2009 年上半年：格力经营更稳健，市场给予估值溢价

2008 年的股票市场，已经开启了从牛市的下跌之路，市场关注点开始从公司成长空间转变为公司的健康成长与抗风险能力。

而此时，2008 年 2 月美的电器发布公告，拟以 16.8 亿元受让 8767 万股小天鹅 A 股股票，占小天鹅总股本 24.01%，由于此前美的的已经在二级市场买入 B 股 4.93%，合计将持有小天鹅 28.94%，成为第一大股东。但是，市场的普遍反映是收购价格偏高，收购价对应小天鹅市值约 70 亿，07 年 PE 约 31 倍，收购 PB 为 5 倍以上，溢价 400%。多元化的再下一城并没有让市场愿意为美的支付更多溢价。

2008 年的市场环境下，格力电器的利润增长显得比美的电器更加健康。受金融危机影响，2008 年的三季度美的电器出现了负增长，第四季度甚至出现了利润的亏损。在基本面的差异下，市场当然给了增长更快、经营更稳健的格力更多的估值溢价。

图 8：2017 年—2018 年单季度格力电器与美的电器利润增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

除了格力更优秀的基本面，2009 年初，格力与大金的合作更是让市场对格力青睐有加。

2009 年 2 月格力与大金宣布成立合资公司，总共投资 8 亿元，其中格力持股 51%，大金 49%。合资的公司主要生产变频压缩机、电路板和模具，产能规模分别为 150 万台、150 万件和 2 亿元。此项合作给格力带来的重要意义在于：变频空调开始被市场认可，而大金在变频空调的技术积累将对格力在变频领域的竞争力带来巨大帮助。

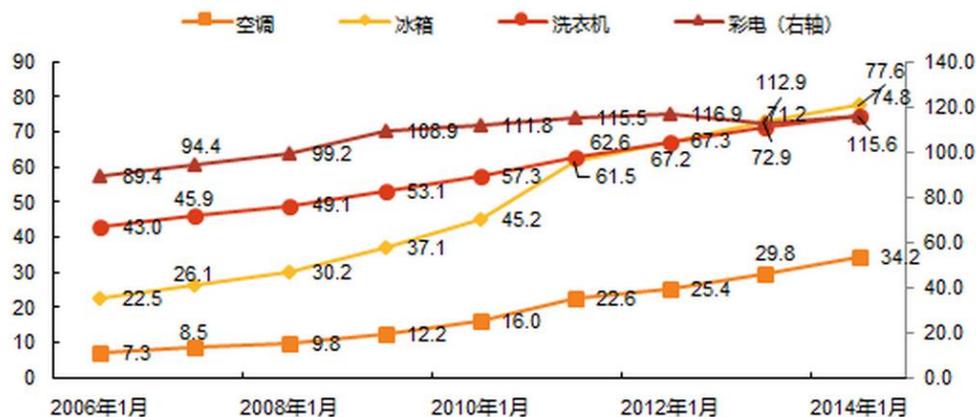
## 阶段四 2009 年 4 月开始到 2012 年上半年：家电下乡谁的弹性更大？

这一阶段，格力估值相对美的的折价，起因是格力在披露 2009 年一季报的同时，公告了因为所得税税率的变化下调 08 年净利润 1.36 亿元，开启了格力相对美的的估值折价。

我们认为这一阶段美的相对格力的估值溢价，更主要的来自于 2009 年扩大到全国范围的家电下乡政策里，白电产品中冰箱和洗衣机为主力，而空调仅仅是各地的可选项之一，弹性低于冰洗。冰洗在农村的每百户保有量在 2009 年到 2011 年期间迅速提升，而此前的美的，冰洗业务已经通过收购，初具规模。

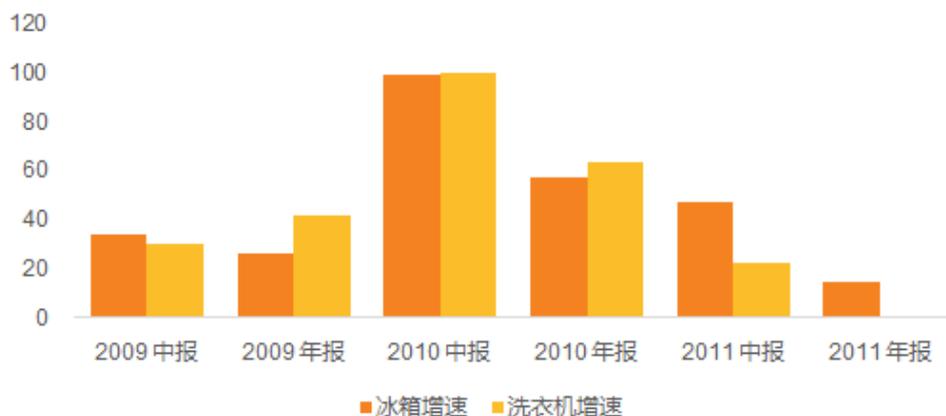
从 2009 年 2 月 1 日起，家电下乡在原来 14 个省市的基础上，开始向全国推广，产品也从过去的四个增到八个，除了之前推出的“彩电、冰箱、手机、洗衣机”之外，本次家电下乡又新增了摩托车、电脑、热水器和空调。它们和彩电等产品同样享受国家 13% 的补贴。各个省市可以根据各地区不同的需求在这四个产品中选择两个进行推广。

图 9：2006-2014 年各品类家电在农村保有量提升情况（台/百户）



资料来源：Wind，天风证券研究所

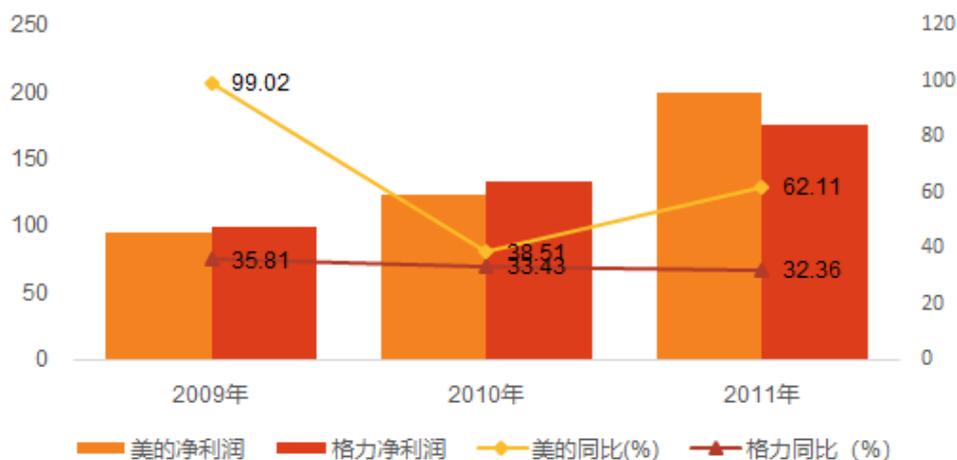
图 10：2009 年-2011 年美的冰箱和洗衣机增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从财报数据看，家电下乡期间，美的电器的利润增速的确比格力电器更快。

图 11：2009 年-2011 年美的电器与格力电器业绩增速（亿，%）

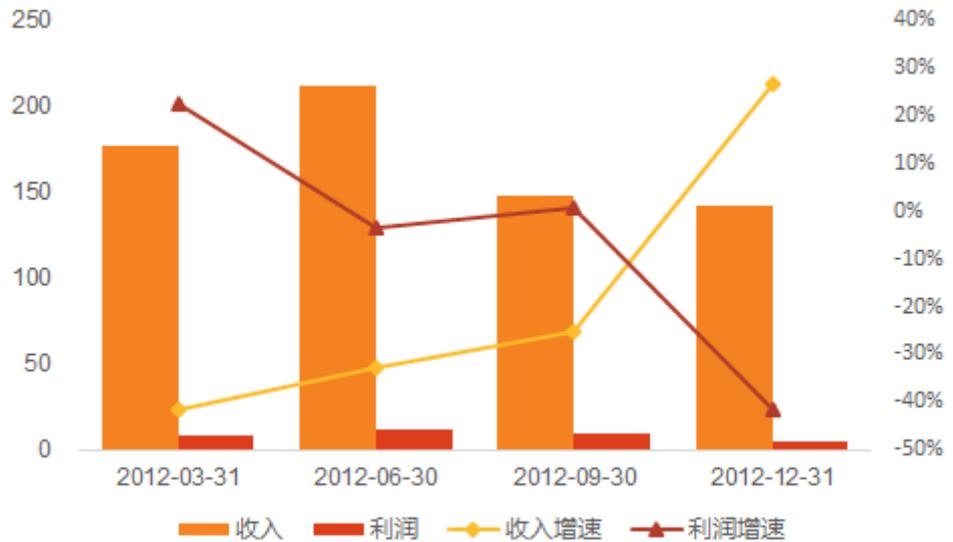


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 阶段五 2012 年：美的转折之年，格力经营稳健，市场给予格力更多溢价

2012 年，美的营业收入下滑 26.89%，净利润下滑 6.25%，分季度看，一季度收入降幅更是达到了 41.78%。

图 12：美的电器 2012 年收入与利润变化（亿元，%）



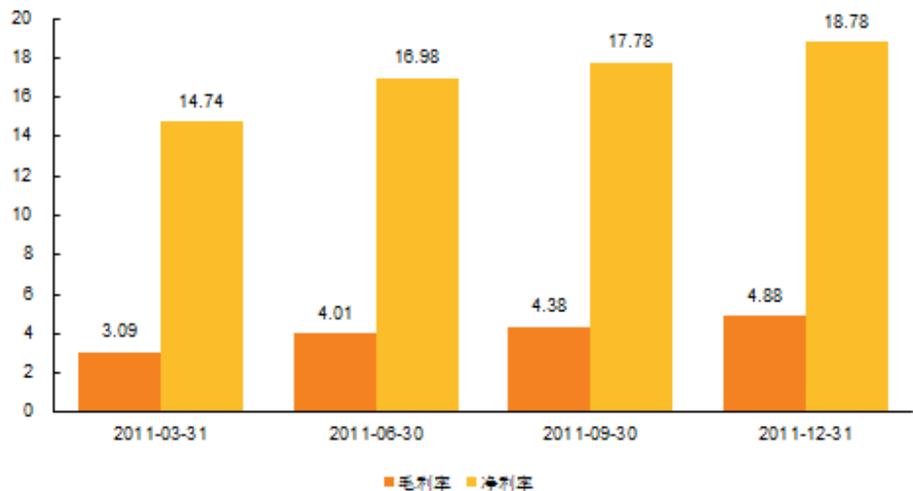
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2012 年的美的，发生了什么？

从宏观环境看，2012 年国内整体经济增长放缓，原有家电推动政策退出，地产也在调控。

从公司内部看，美的到了需要改变的时刻，2011 年之前，美的的思路还是规模至上，虽然美的电器规模上来了，但是利润率却非常低，方洪波出任董事长后，公司主动推动有质量增长的战略转型，大幅缩减产品品类，注重产品结构的改善与优化，并主动放弃了部分低毛利产品的销售。公司制定了“产品领先、效率驱动、全球经营”三大战略主轴，以持续提升增长质量为目标。

图 13：美的电器利润率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2012 年的格力，依旧稳健

格力在当年也完成了权利的交接：2012 年 5 月，董事会进行了换届选举，推举以董明珠

董事长为首的新一届董事会。2012 年的格力，业绩实现高增长，与美的的下滑形成了鲜明的对比。

图 14：格力电器 2012 年分季度利润与增速（亿，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 阶段六 2013 年至今：业绩之外的因素给美的更多的想象力

### 1) 资本运作层面

#### 2013 年美的集团整体上市，重启对格力电器的估值溢价

2013 年美的集团整体上市，理清了和美的电器之间的关联交易，将小家电业务、电机业务和物流业务装入上市公司，打造“一个美的、一个体系、一个标准”，有利于整合产业资源，提升协同效应。参考新股上市的普遍溢价，此时的美的集团估值相对格力出现溢价。

#### 相比格力，2014 年的美的位置离风口更近

**首先是智能家居战略发布：**2014 年 3 月 11 日 - 美的集团召开 M-Smart 智能家居战略发布会，依托物联网、云计算等先进技术，美的集团将由传统家电制造商变为智慧家居企业。成套家电、体系化比单品类公司更能在智慧家居胜率更高。

**其次是与在风口上的小米业务和股权合作：**2014 年 12 月宣布，美的与小米达成战略合作，在智能家居及其生态链、移动互联网业务领域进行多种模式合作。同时，公司将以每股 23.01 元价格向小米科技定向增发 5500 万股，募资不超过 12.66 亿，发行完成后，小米将持有美的 1.29% 股份，并可提名一名核心高管为美的集团董事。而 2014 年的市场偏好的是轻资产和弹性，小米更被资本青睐，此次合作，被看成是传统的家电制造企业获得了互联网企业的高度认可。

### 2) 职业经理人制度与激励计划持续绑定管理层与员工的利益

方洪波在 2012 年就任美的集团董事长，何享健退出日常经营管理，正式开启了美的的职业经理人制度。

职业经理人制度的核心是激励与约束，14 年开始，美的推出了一系列的股权激励计划，包括针对总部和各事业部中层管理和业务骨干的 5 期股权激励；针对经营单位重要高管的限制性股票计划；针对核心高管团队的股权计划。

### 3) 格力经营波动相对较大

在前一篇报告《格力电器估值折价之谜》中，我们认为，格力的国有企业制度下，每三年

一届的管理层换届，或导致管理层为了达到短期目标而导致经营节奏的波动性加大。由于空调行业仍会受到天气等不确定性因素的影响，叠加房地产行业的调控周期，2014 年之后，格力渠道的库存逐步累积，2015 年格力与行业一起迎来了较为痛苦的去库存周期，当年格力电器的收入下滑 28.17%。

此外，美的收购库卡，开辟家电之外的第二跑道，格力收购珠海银隆被否后多元化道路发展方向未明确，市场对美的多元化的赛道和未来前景更看好，外资和国内机构的偏好发生转变，美的获得持股多于格力，也帮助美的持续获得更高的估值。

总结一下：我们认为从 2005 年到 2013 年，尽管格力和美的电器的估值不同阶段各有溢价，其核心的影响因素仍然在公司基本面的变化；而 2013 年之后，格力相对美的的折旧更多的是来自于公司治理不完善带来的各种问题显现，使得市场对格力的不确定性担心加剧。

复盘格力和美的的估值历史，我们可以看到两个明确的现象：

- 1) 格力的估值不是天然就要相对美的有折价的，当格力在一些核心因素的变化上优于美的时，市场是不吝惜给格力估值溢价的，同时美的的多元化也仅是影响估值的其中一个因素；
- 2) 公司治理的对格力的估值影响越来越重要。因此我们认为，掣肘格力估值最重要的公司治理问题，如果能够得到改善，格力的估值有望向美的集团靠近。

风险提示：历史估值影响因素不代表未来；地产政策带来行业需求波动

## 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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com