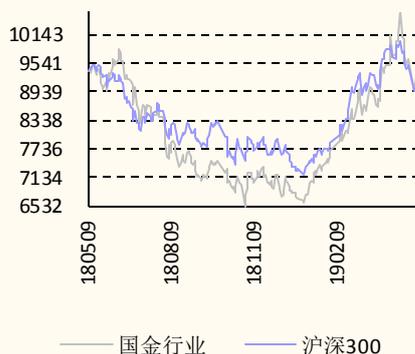


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金家电指数	9146.30
沪深300指数	3667.46
上证指数	2893.76
深证成指	9002.53
中小板综指	8757.82



## 相关报告

1. 《2019 年家电板块年度策略报告-白电强者恒强，小家电穿越周期》，2019.1.1
2. 《空调 8 月内销量骤降，2019 冷年开盘不利-《2018-09-...》》，2018.9.25
3. 《检验龙头成色，在于能否抵御行业波动-《2018-08-26 行...》》，2018.8.27
4. 《内销量有所下滑，龙头表现好于行业整体-产业在线 7 月空调数据点...》，2018.8.21
5. 《浅析空调行业的周期属性-《2018-08-12 行业周报》》，2018.8.13

楼枫焯 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005  
(8621)60933978  
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001  
bianlijuan@gjzq.com.cn

## 贸易战对家电板块影响有限， 建议关注因市场风险估值错杀的龙头标的

## 行业观点

- 虽然国内的家电出口额美国占比较高，但整体来看多个上市公司公司的营收占比相对较低，影响公司业绩有限。在 18 年贸易战开始后不少企业开始重视海外生产基地规避美国征税的影响。白电板块中冰箱空调整机的征税对于目前上市公司（格力、美的等）影响较小，对于海外目的地市场的布局较为分散，美国单一市场的比重均相对较低。厨电及黑电板块受目前征税清单的影响有限，小家电中存在以出口为主的企业，其中以吸尘器为主的莱克电器美国的营收占比较高，影响相对较高，其他个股中征税项目所占的比重较低，同时可以通过 FOB 结算可以转嫁税收，以目前的征税清单来看板块受到的影响仍有限。

## 投资建议

- 白电板块多以白马企业为主，拥有多个海外生产基地，原产地原则下公司能够有效规避其风险，同时白电企业整体的美国市场占比较低。美的集团出口美国业务占收入比重约为 6%；格力电器出口美国业务占收入比重不足 4%。美的和格力出口业务利润率明显低于内销，且有海外基地可以进行产能转移。影响基本可以忽略的有小天鹅和海尔。小天鹅出口美国业务占收入比重不足 2%；海尔出口美国业务占收入比重不足 1%。
- 厨电及黑电板块受到的影响较小，目前征税清单中所涵盖的产品对于上市公司的板块影响较小。电视整机及机顶盒整机未出现在征税清单上，对上市公司的业绩影响相对有限，同时存在海外生产基地进行规避。厨电板块中老板电器主要以国内市场为主，万和电气美国市场占比较高，但热水器出口比例较低，公司出口量最大的燃气烤炉未被涉及征税。
- 小家电板块中存在多个公司以出口为主，但其以 FOB 价结算理论上由买家承担税费，苏泊尔、九阳、飞科电器等受影响较小。
  - 1) 影响较大的个股为莱克电器，其出口北美的收入占比约为 30%，同时出口产品吸尘器在征税清单中。
  - 2) 影响有限的个股分别为爱仕达的出口收入占比达到 34.3%，其中美国市场占比约为 10%，公司的产品结构偏重于炊具，18 年收入结构中公司的炊具占比超过 80%，影响相对有限。荣泰健康的海外业务收入占比达到 41.3%，北美出口营收不超过 10%，同时按摩器未被纳入征税清单中。新宝股份为国内最大的小家电出口商，其出口业务收入占比达到 85%，北美收入占比约为 40%，但其征税项目占收入比重低于 3%，同时公司采取 FOB 的方式，理论上出口关税由买家承担。奥佳华同样采用 FOB 的报关形式，2018 年出口美国业务受关税政策影响的订单金额占 2018 年全年营业额 5%以内。
  - 3) 影响近乎为零的个股分别为：飞科电器（其海外市场收入占比仅为 0.6%）；苏泊尔（出口收入占比为 26.6%，这部分的出口业务主要由其大股东法国 SEB 产生，美国业务比重较低，同时可以通过越南基地进行规避）；九阳股份（目前海外市场占比 3.5%，由关联交易产生，目前比重相对较低，公司聚焦国内市场的拓展，影响相对有限）。

## 风险提示

- 美国征税清单的调整，对上市公司的业绩产生更大的影响；贸易战后海外品牌对于国内品牌的竞争加剧；在 FOB 价结算过程中存在订单减少的可能。

## 内容目录

一、中美贸易战回顾.....	3
二、中国是美国最大的家电进口国，占其进口额比重超过 50%.....	5
三、上市公司中各个细分板块征税对其影响及其规避方法.....	7
3.1 白电板块——新的征税清单包含冰箱及空调整机，但上市公司以内销为主，对美出口业务比例较低，同时存在海外生产基地，影响有限.....	7
3.2 黑电板块——电视及机顶盒整机未在征税清单，可通过海外工厂进行规避.....	8
3.3 厨电板块——海外市场业务收入占比较低，影响有限.....	8
3.4 小家电板块——以 FOB 模式进行报关，税费转嫁于买家，整体美国市场占比不高.....	9
四、投资建议及风险提示.....	10
4.1 投资建议.....	10
4.2 风险提示.....	10

## 图表目录

图表 1：4 月 3 日美国征税清单中未涉及冰空洗及部分小家电系列.....	3
图表 2：6 月 15 日美国征税清单中减少了黑电品类及空调零部件.....	3
图表 3：9 月 17 日美国征税清单增加了家电征税范围，冰箱及空调整机被征税.....	4
图表 4：2013-2018 年中国家电出口额及其同比情况.....	5
图表 5：中国家电业各品类对美国出口量占产量比重情况.....	5
图表 6：2017 年美国从各国进口家电的进口额比重情况.....	6
图表 7：白电板块中各个公司美国市场收入占比较低，征税对公司影响有限.....	7
图表 8：白电板块中相关个股在海外设立生产基地的梳理.....	8
图表 9：黑电板块目前对于美国征税的影响有限，产品未在清单上，同时存在海外生产基地规避.....	8
图表 10：黑电板块中相关个股在海外设立生产基地的梳理.....	8
图表 11：厨电整体海外业务收入占比较低，万和的出口主产品未出现在清单上.....	9
图表 12：小家电板块的海外业务收入占比，但美国业务比重较低，同时存在 FOB 价结算的规避.....	9

## 一、中美贸易战回顾

- 18年3月23日：美国总统特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录，宣布将有可能对从中国进口的600亿美元商品加征关税，并限制中国企业对美投资并购。
- 18年4月3日：美国贸易代表办公室在其网站公布了长达58页的对华征税建议清单。该清单基于“301调查”，包含大约1300个独立关税项目，建议税率为25%，总额涉及约500亿美元中国出口商品，主要涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械、医药等行业。清单中包含了家电品类中空调零部件、热水器、空净器、净水器、洗碗机及黑电等，未涉及空冰洗、微波炉。

图表 1：4月3日美国征税清单中未涉及冰空洗及部分小家电系列

产品系列	
白电	空调零部件 干衣机
	空调压缩机
厨电	燃气热水器 炉灶（微波炉除外）
	太阳能热水器 洗碗机
黑电	投影仪 面板
	监视器 接收设备
小家电	面包烤炉 净水器

来源：USTR，国金证券研究所

- 2018年4月4日：经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税，涉及2017年中国自美国进口金额约500亿美元。
- 2018年6月15日：美国政府发布了加征关税的商品清单，将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税，其中对约340亿美元商品自2018年7月6日起实施加征关税措施，同时对约160亿美元商品加征关税开始征求公众意见。

图表 2：6月15日美国征税清单中减少了黑电品类及空调零部件

产品系列	
白电	干衣机 部分零部件
	冷餐或冷冻设备串联
厨电	燃气热水器 除了家用以外的洗碗机
	太阳能热水器
小家电	割草机 净水器&空净器
	烘干机 绞肉机

来源：USTR，国金证券研究所

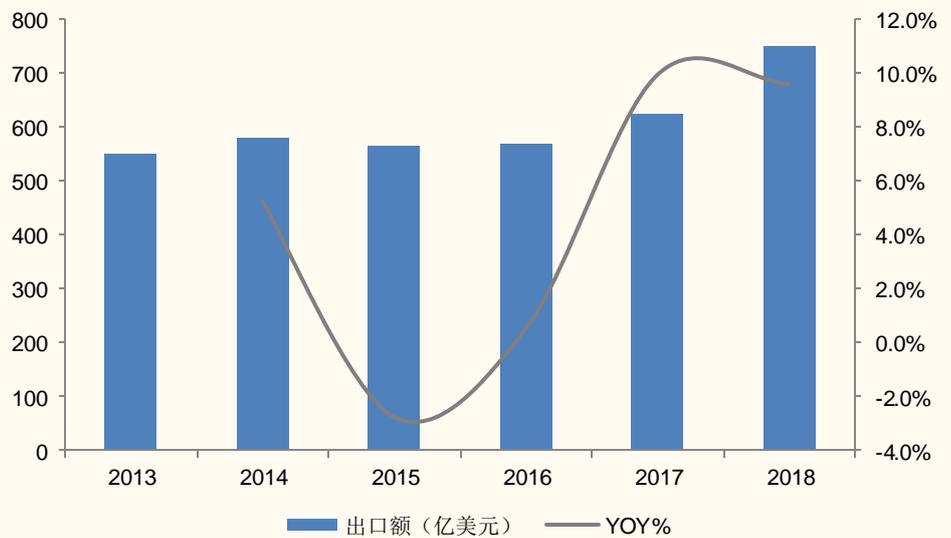
- 2018年6月15日：经国务院批准，国务院关税税则委员会发布公告决定，对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税，其中对农产品、汽车、水产品等545项约340亿美元商品自2018年7月6日起实施加征关税，对其余商品加征关税的实施时间另行公告。



## 二、中国是美国最大的家电进口国，占其进口额比重超过 50%

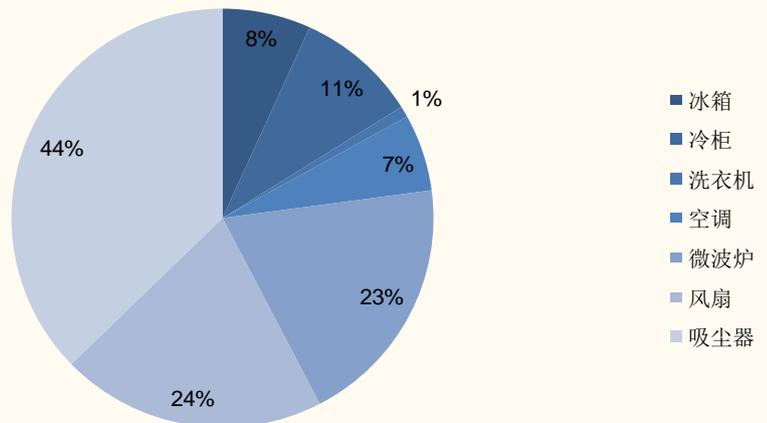
- 2017 年中国的家电出口额达到 624.5 亿美元/+9.9%，18 年我国出口家电达到 751.2 亿美元/+9.6%，其中对美国出口家电 381.9 亿元/+4.9%，占比 23%，为中国家电出口的第一大国，美国从中国的家电进口量占到总体家电进口（不含零部件）的 40%。美国是中国空调、压缩式冰箱、冷柜、微波炉、电风扇、食品加工机、电取暖器、电熨斗、电烘烤器具、咖啡机/电水壶、面包机、电饭锅、燃气灶 13 类产品的第一大出口国，其中大家电中窗壁式空调和微波炉比重超过 8 成；小家电中吸尘器、食品加工机、咖啡机比重超过 7 成，电吹风和电熨斗比重超过 8 成，电理发器和电烤面包器比重超过 9 成。从中国家电业各品类对美国出口量占产量比重方面看，冰箱、冷柜、洗衣机、空调占比分别为 8%、11%、0.8%、7%，微波炉、风扇、吸尘器占比分别为 23%、24%、44%，从出口量占产量的依存度来看白电的依存度较低。

图表 4：2013-2018 年中国家电出口额及其同比情况



来源：海关总署，国金证券研究所

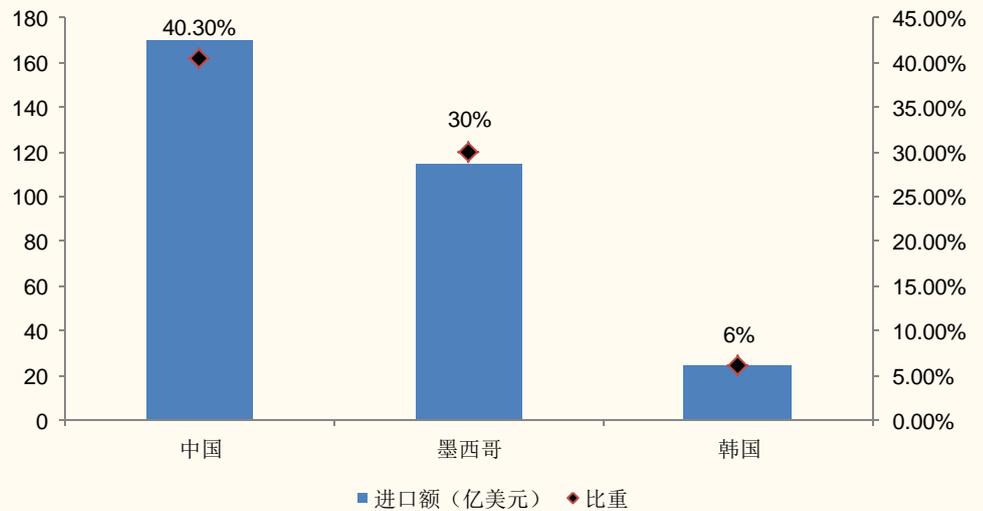
图表 5：中国家电业各品类对美国出口量占产量比重情况



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

- 美国家电产品消费量约占到全球家电消费量的 18%，仅次于中国的 30%，但产量仅约占到全球家电产量的 2%。据 Trade Data Online2017 年统计的金额数据，中国是美国在厨电、电视、吸尘器、医疗按摩器具类别中的第一大进口国；空调、冰箱为第二大进口国（第一大进口国为墨西哥，美国进口的空调和冰箱中来自墨西哥的比重分别 43.55%和 48.98%）；洗衣机品类在 2016 年及以前一直是美国第一大进口国，2017 年因为反倾销导致针对美国的洗衣机产能转移至越南和韩国，美国进口的洗衣机产品中来自中国的比例在 2017 年下降至 6.54%。据世界海关统计，从美国家电产品进口的国家来看，2015-2017 年从中国进口最多，规模维持在 165 亿美元左右，占美国家电总进口额的 40%以上。2017 年美国从中国进口家电 169.7 亿美元，占总进口额的 40.3%。第二大进口国为墨西哥，2015-2017 年的进口额维持在 115 亿美元左右，占比约 30%；第三大进口国为韩国，2015-2017 年规模在 25 亿美元左右，占比约 6%。

图表 6：2017 年美国从各国进口家电的进口额比重情况



来源：中国产业信息网，金证券研究所

### 三、上市公司中各个细分板块征税对其影响及其规避方法

#### 3.1 白电板块——新的征税清单包含冰箱及空调整机，但上市公司以内销为主，对美出口业务比例较低，同时存在海外生产基地，影响有限

- 2018 年空调产品出口 5789.8 万台/+10.4%，出口额为 111 亿美元/+ 8.7%。冰箱及冷柜产品出口量为 5249.4 万台/+5.9%，出口额 74.2 亿美元/+13.6%。其中空调及冰箱出口美国的占比低于 20%，洗衣机的比重低于 5%。从上市公司角度来看，我们梳理了各个白电板块的出口收入占比，以及其在美国业务的收入占比情况、海外生产基地的分布等。

图表 7：白电板块中各个公司美国市场收入占比较低，征税对公司影响有限

单位：亿元	海外业务收入	毛利率%	出口占比	美国收入占比
美的集团	1,104.08	23.48%	42.5%	不超过 6%
小天鹅 A	48.97	13.93%	20.7%	不超过 2%
长虹美菱	37.10	11.46%	21.2%	存在印尼及巴基斯坦的工厂基地
格力电器	222.70	13.34%	11.2%	不超过 4%
海信家电	107.52	6.81%	29.8%	不超过 3%
奥马电器	52.11	20.36%	66.8%	公司公告披露美国市场业务占比较小
惠而浦	28.95	14.65%	46.1%	惠而浦为美国品牌，主要拓展一带一路沿线国家
澳柯玛	8.28	11.04%	14.7%	影响有限
青岛海尔	766.77	24.96%	41.8%	剔除 GEA 公司的美国市场占比不超过 1%

来源：公司公告，网络公开信息，国金证券研究所

- **美的集团**：公司海外业务收入占比 18 年达到 42.5%，主要销往日本、东南亚以及“一带一路”沿线国家，其美国市场业务不超过 6%，同时拥有越南、白俄罗斯、巴西、埃及、阿根廷、印度等 15 个海外生产基地，由于美国海关对所有进口会务的原产地进行判定，海外生产基地的产品美国出口将能够规避相应税收。
- **青岛海尔**：拥有多个海外工厂发、多个海外本土品牌，目前海外业务占比达到 41.8%，主要因收购美国奇特 GEA 所致，不考虑 GEA，公司出口美国比重不超过 1%。
- **小天鹅 A**：出口美国市场的业务收入占比不超过 2%，出口国家数量超过 160 个。同时洗衣机整机未在清单上，仅存在干衣机，营收占比相对较低。
- **长虹美菱**：目前海外业务收入占比达到 21.2%，但由于公司拥有印尼及巴基斯坦的生产基地可以规避税收风险。
- **格力电器**：格力以内销市场为主，目前的海外业务收入占比仅为 11.2%，其中美国市场不超过 4%，同时存在巴西及巴基斯坦海外生产基地。
- **海信家电**：18 年海外业务收入占比达到 30%，主要销往澳洲市场、南非市场，出口美国收入占总营收比重不足 3%。
- **奥马电器**：冰箱业务采取 ODM 和 OBM 发展的模式，公司招股说明书中提到公司主要市场为欧洲，同时未来的增长点在于新兴市场，美国市场的占比相对较小。

图表 8：白电板块中相关个股在海外设立生产基地的梳理

公司名称	分布国家
美的集团	日本、越南、泰国、印度、埃及、白俄罗斯、意大利、巴西、阿根廷等 15 个海外生产基地
长虹美菱	印尼、巴基斯坦
格力电器	巴西、巴基斯坦

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 黑电板块——电视及机顶盒整机未在征税清单，可通过海外工厂进行规避

- 2018 年中国彩色电视机出口量为 9688 万台/+18.9%，出口金额为 14929.68 百万美元/+7.7%，其中出口美国的比重约为 30%，对美国市场的依赖度较高。但从上市公司的角度来看，电视整机及机顶盒整机未出现在征税清单上，对上市公司的业绩影响相对有限，同时存在海外生产基地进行规避。创维数字海外重点布局南非、印度、东南亚及欧洲，北美市场的占比较低。海信家电的海外重点布局市场为英国、法国、加拿大、俄罗斯及西班牙等国家。四川长虹在捷克、印尼等地拥有海外生产基地。

图表 9：黑电板块目前对于美国征税的影响有限，产品未在清单上，同时存在海外生产基地规避

单位：亿元	海外业务收入	毛利率%	出口占比	美国征税对其影响
创维数字	23.88	21.55%	30.8%	美国市场占比较少，且整机产品未在征税清单
深康佳 A	292.59	2.31%	63.4%	影响有限。
TCL 集团	558.09	18.13%	49.2%	根据美国拟加征关税的清单，公司出口美国的电视整机、智能手机、音响等产品暂未列入清单，公司生产的液晶显示面板、冰洗产品等暂未出口美国。
海信电器	146.98	7.91%	41.8%	布局英国、法国、加拿大、俄罗斯、西班牙等重点市场
四川长虹	166.80	9.67%	20.0%	公司在海外多地拥有工厂，可有效避税

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：黑电板块中相关个股在海外设立生产基地的梳理

公司名称	海外生产基地数量	分布国家
创维数字	4 个	墨西哥、印度、南非、马来西亚
TCL 集团	全球有 22 个制造加工基地	中国、波兰、墨西哥、泰国、越南等
海信电器	3 个	南非、墨西哥和捷克
四川长虹	14 家子公司、3 个海外研发中心	捷克、德国、印尼、迪拜、俄罗斯、澳大利亚等

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.3 厨电板块——海外市场业务收入占比较低，影响有限

- 厨电板块中老板电器主要以国内市场为主（海外业务市场占比 18 年仅为 0.4%），万和电气美国市场占比较高（公司披露根据 2017 年度业绩快报的财务数据统计，公司对美国的出口额占营业收入总额的 27.14%，占出口总额的 76.20%。），但热水器出口比例较低，公司出口量最大的燃气烤炉未被涉及征税清单中。华帝股份的百得厨卫与百得厨卫与国外 Bajoria appliances、Baltic gas company、Electrolux、Whirlpool 等品牌商主要以 ODM 方式合作，部分产品以自有品牌销售，外销客户主要集中在俄罗斯、印度、美国、南美洲、东南亚、欧洲等国家和地区，受到影响有限。

图表 11: 厨电整体海外业务收入占比较低, 万和的出口主产品未出现在清单上

单位: 亿元	海外业务收入	毛利率%	出口占比
老板电器	0.27		0.4%
万和电气	23.16	9.93%	33.5%
华帝股份	5.26		8.6%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.4 小家电板块——以 FOB 模式进行报关, 税费转嫁于买家, 整体美国市场占比不高

- 小家电板块中存在多个公司以出口为主, 其中新宝的 18 年出口占比达到 84%, 奥佳华出口占比达到 74%, 莱克电器出口占比 66%, 存在不同程度的税收影响。其中影响较大的个股为莱克电器, 其出口北美的收入占比约为 30%, 同时出口产品吸尘器在征税清单中。影响有限的个股分别为爱仕达的出口收入占比达到 34.3%, 其中美国市场占比约为 10%, 公司的产品结构偏重于炊具, 18 年收入结构中公司的炊具占比超过 80%, 影响相对有限。荣泰健康的海外业务收入占比达到 41.3%, 北美出口营收不超过 10%, 同时按摩器未被纳入征税清单中。新宝股份为国内最大的小家电出口商, 其出口业务收入占比达到 85%, 北美收入占比约为 40%, 但其征税项目占收入比重低于 3%, 同时公司采取 FOB 的方式, 理论上出口关税由买家承担。奥佳华同样采用 FOB 的报关形式, 2018 年出口美国业务受关税政策影响的订单金额占 2018 年全年营业额 5% 以内。影响近乎为零的个股分别为: 飞科电器 (其海外市场收入占比仅为 0.6%); 苏泊尔 (出口收入占比为 26.6%, 这部分的出口业务主要由其大股东法国 SEB 产生, 美国业务比重较低, 同时可以通过越南基地进行规避); 九阳股份 (目前海外市场占比为 3.5%, 主要由关联交易产生, 目前的比重相对较低, 公司聚焦国内市场的拓展, 影响相对有限)。

图表 12: 小家电板块的海外业务收入占比, 但美国业务比重较低, 同时存在 FOB 价结算的规避

单位: 亿元	海外业务收入	毛利率%	出口占比	美国征税对其影响
苏泊尔	47.42	18.35%	26.6%	海外营收占比主要来自 SEB 的订单 (法国), 美国产品业务比重较低, 同时可通过越南生产基地规避税收。
九阳股份	2.86	8.79%	3.5%	主要为尚科宁家的订单转移业务, 比重相对比较小。
爱仕达	11.18	24.73%	34.3%	美国市场占比约为 10%, 公司产品结构偏重于炊具, 小家电收入占比较低, 炊具占比超过 80%。
奥佳华	40.07	37.51%	73.6%	美国市场占比低于 5%, 公司出口订单以 FOB 价结算, 影响有限。
新宝股份	71.58	18.59%	84.8%	征税项目占收入比重低于 3%, 出口关税由买方承担 (FOB)
莱克电气	38.77	17.73%	66.1%	北美业务占比约 30%, 主营的吸尘器被纳入征税清单。
荣泰健康	9.49	30.81%	41.3%	出口业务结算以 FOB 模式为主, 北美出口占总营收不到 10%, 按摩器暂未被列入加税清单。
飞科电器	0.24	42.89%	0.6%	影响几乎为零。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 四、投资建议及风险提示

### 4.1 投资建议

- 国内的家电出口虽然美国占比较高，但白马公司的营收占比相对较低，影响公司业绩有限。在 18 年贸易战开始后不少企业开始重视海外生产基地规避美国征税的影响。白电板块中冰箱空调整机的征税对于目前上市公司（格力、美的等）影响较小，对于海外目的地市场的布局较为分散，美国单一市场的比重均相对较低。美的集团出口美国业务占收入比重约为 6%；格力电器出口美国业务占收入比重不足 4%。美的和格力出口业务利润率明显低于内销，且有海外基地可以进行产能转移。影响基本可以忽略的有小天鹅和海尔。小天鹅出口美国业务占收入比重不足 2%；海尔出口美国业务占收入比重不足 1%。
- 厨电及黑电板块受到的影响较小，目前征税清单中所涵盖的产品对于上市公司的板块影响较小。电视整机及机顶盒整机未出现在征税清单上，对上市公司的业绩影响相对有限，同时存在海外生产基地进行规避。厨电板块中老板电器主要以国内市场为主，万和电气美国市场占比较高，但热水器出口比例较低，公司出口量最大的燃气烤炉未被涉及征税。
- 小家电板块中存在多个公司以出口为主，但其以 FOB 价结算理论上由买家承担税费，苏泊尔、九阳、飞科电器等受影响较小。其中影响较大的个股为莱克电器，其出口北美的收入占比约为 30%，同时出口产品吸尘器在征税清单中。影响有限的个股分别为爱仕达的出口收入占比达到 34.3%，其中美国市场占比约为 10%，公司的产品结构偏重于炊具，18 年收入结构中公司的炊具占比超过 80%，影响相对有限。荣泰健康的海外业务收入占比达到 41.3%，北美出口营收不超过 10%，同时按摩器未被纳入征税清单中。新宝股份为国内最大的小家电出口商，其出口业务收入占比达到 85%，北美收入占比约为 40%，但其征税项目占收入比重低于 3%，同时公司采取 FOB 的方式，理论上出口关税由买家承担。奥佳华同样采用 FOB 的报关形式，2018 年出口美国业务受关税政策影响的订单金额占 2018 年全年营业额 5%以内。影响近乎为零的个股分别为：飞科电器（其海外市场收入占比仅为 0.6%）；苏泊尔（出口收入占比为 26.6%，这部分的出口业务主要由其大股东法国 SEB 产生，美国业务比重较低，同时可以通过越南基地进行规避）；九阳股份（目前海外市场占比为 3.5%，主要由关联交易产生，目前的比重相对较低，公司聚焦国内市场的拓展，影响相对有限）。

### 4.2 风险提示

- 美国征税清单的调整，对于上市公司的业绩产生更大的影响；
- 贸易战在海外品牌对于国内品牌的竞争加剧；
- 在 FOB 价结算过程中存在订单减少的可能。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH