

家用电器

证券研究报告
2019年11月11日

三季度报透视：静待行业拐点，布局稳健经营的龙头公司

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
卢璐 联系人
llu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业专题研究:除了预售情况,我们还读到了什么?》 2019-11-09
- 2 《家用电器-行业点评:近期家电股暴涨的原因》 2019-11-05
- 3 《家用电器-行业研究周报:三季度报稳健收关, MSCI 扩容有利板块估值修复——2019W44 周观点》 2019-11-04

家电行业 Q3 表现如何? 从收入端来看, 行业收入增速自 18 年下半年受地产后周期影响出现较为明显的放缓趋势, 19Q2 环比略有改善。从零售端看, 19 年以来空调、冰箱及洗衣机线下增速多保持着负增长, 直至 19Q3 油烟机、燃气灶等也仍未有景气度明显回升的迹象, 增速多在 0%上下波动, 但整体上来看, Q3 零售端下滑趋势有所收窄, 前期在终端需求乏力的情况下, 经销商优先选择去库存以应对自身的悲观预期, 而在终端需求出现相对好转后, 经销商则会进入一个补库存的阶段, 这样会拉动上市公司出货端的数据, 我们认为, 情绪面的拐点大概率会出现在第四季度。值得关注的是 Q3 利润端的变化, 在 18 年年底经历部分公司较大幅度的资产减值后, 自 19 年开始, 利润增速逐季出现较为明显的改善, 我们认为, 这意味着在未出现行业需求未明显好转的情况下, 行业竞争格局并未出现恶化的情况。

行业下个公司表现如何? 通过前面的分析, 我们从收入端并没有看到太多板块性的改善, 多是板块下的部分公司凭借自身的核心竞争力, 保持着较强的经营韧性。除去较去年同期呈恢复性增长的公司外, 他们跑赢其他公司的秘诀可以分成三类: 一是本身处于渗透率提升的行业, 例如集成灶龙头浙江美大以及创维数字, 前者在后地产周期仍能保持较快的行业增速, 后者则受益于政策对于 4K、8K 的推动而获得大量相关订单; 二是提前布局多品类的公司, 例如九阳股份、新宝股份、苏泊尔, 在保证自己主营业务的优势下, 积极拓宽品类, 因而能在大环境不佳的情况下, 体现出更强的抗压能力; 三是快速抓住行业变化的公司, 例如, 厨电龙头老板电器通过在精装修渠道上极强品牌优势的拉动, 收入有非常明显的提升。

从 ROE 角度解读家电行业各板块的经营表现: 19Q3 家电行业 ROE 同比略有提升, 分板块看, 白电、小家电同比有所下降, 黑电、零部件及厨电同比提升。进一步对 ROE 进行分拆, 白电、黑电及厨电受销售净利率带动提升明显, 主要受毛利率持续改善驱动, 但同时我们也观察到 Q3 部分公司在所得税上有一个较为明显的转回或减少, 例如美的集团、华帝股份等; 小家电 ROE 的下降也是主要受销售净利率拖累, 板块内部分抗风险能力较弱的单品类公司表现不佳。

投资建议: 综合来看, Q3 在收入端进一步筑底的情况下, 利润端依旧保持逐季回升的态势, 一方面成本及增值税红利缓解公司利润端的压力, 另一方面各细分龙头凭借自身强大的品牌力和产品力保证其稳健的经营。展望 Q4, 且考虑到地产竣工改善的滞后性影响以及经销商补库存等因素, 收入增速有望环比提升, 利润端则大概率仍会保持好于收入端的情况。

个股方面, 推荐积极推进产品结构改善、多品牌体系逐步构建、T+3 下库存控制良好的美的集团, 积极向内销 ODM 龙头转型的西式小家电龙头企业新宝股份; 推荐形成全球品牌运营、研发制造国家化加速、中高端品牌持续领先的海尔智家, 以及公司治理存改善预期、估值或将提升的格力电器; 将海信日立纳入合并报表, 转型中央空调龙头企业的海信家电; 推荐行业变频比例增加利好空调产业链上的零部件龙头三花智控; 中高端品牌及新品类布局最完善的小家电龙头苏泊尔, 以及新品带动销售、SharkNinja 国内品牌知名度提升带来新的增长点的九阳股份。

风险提示: 宏观经济波动风险; 原材料价格波动风险; 房地产市场波动风险。



内容目录

家电行业 Q3 表现如何?	3
行业下个公司表现如何?	5
从 ROE 角度解读家电行业各板块的经营表现.....	6
板块毛利率持续提升	7
费用端整体管控良好	9
投资建议	10
附录：标的选取.....	10

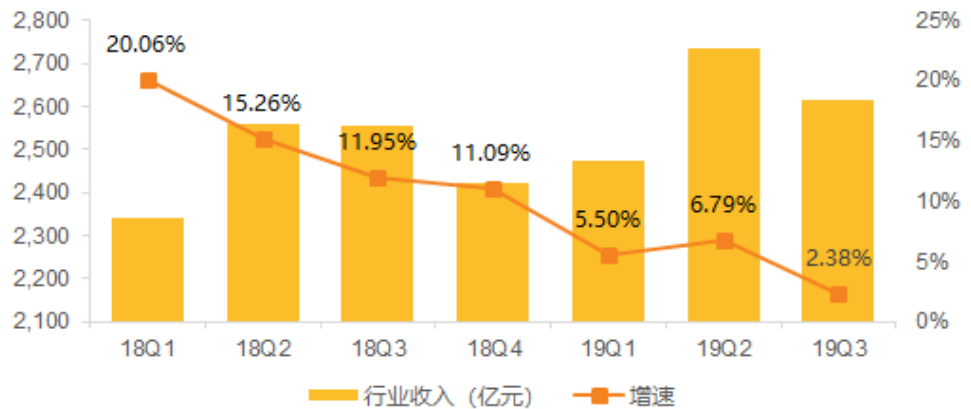
图表目录

图 1：行业单季度收入增速仍处于放缓态势	3
图 2：板块单季度收入增速	3
图 3：18 年以来白电零售量仍以负增长居多	4
图 4：18 年以来厨电零售量仍以负增长居多	4
图 5：行业单季度归母净利润增速持续改善	5
图 6：19Q3 白电利润增速 16.45%，环比持续改善	5
图 7：19Q3 空调均价有所下降，冰洗稳步提升（单位：元）	7
图 8：19Q3 厨电线下均价持续下滑（单位：元）	8
图 9：钢材自 19 年以来价格有所下滑	8
图 10：铜、铝价格自 18 年下半年以来保持下滑趋势	8
图 11：塑料价格 19 年以来不断下降	9
图 12：人民币兑美元汇率	10
表 1：19Q3 收入增速高于 10%的公司情况	6
表 2：19Q3 单季度 ROE(摊薄)变化（单位：%）	6
表 3：19Q3 单季度销售净利率变化（单位：%）	6
表 4：19Q3 单季度总资产周转率变化（单位：%）	7
表 5：19Q3 单季度权益乘数变化	7
表 6：19Q3 大部分板块毛利率持续所提升（单位：%）	7
表 7：单季度管理费用率（单位：%）	9
表 8：单季度销售费用率（单位：%）	9
表 9：单季度研发费用率（单位：%）	9
表 10：单季度财务费用率（单位：%）	10

家电行业 Q3 表现如何？

从收入端来看，行业收入增速自 18 年下半年受地产后周期影响出现较为明显的放缓趋势，19Q2 环比略有改善，但这是否是行业拐点已至的信号，在此前的中报透视报告中也有讨论，我们认为其小幅提升更多是板块龙头公司带来的结构性改善。三季度报出来后，可以看到行业收入增速进一步放缓，同比+2.38%，符合我们此前收入还未明显见底的判断。

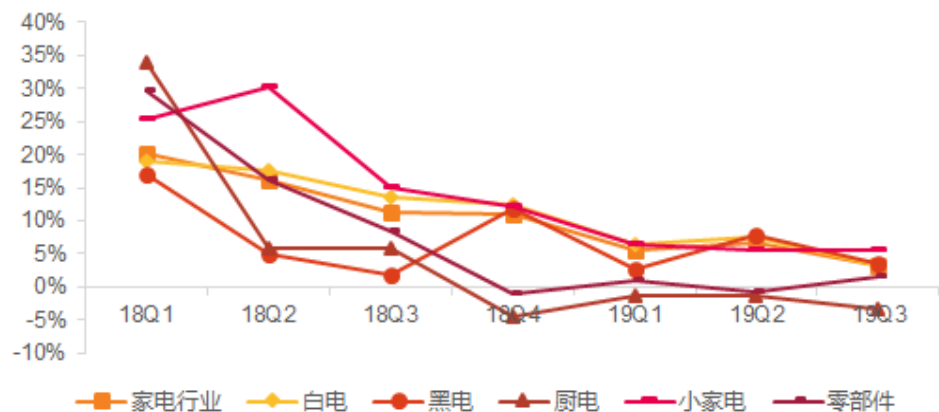
图 1：行业单季度收入增速仍处于放缓态势



资料来源：Wind，天风证券研究所

进一步拆分板块之间的收入增速，白电收入环比有所放缓，剔除格力后放缓趋势有所收窄；黑电板块则由于龙头公司海信电器今年 Q3 与去年统计口径的差异导致收入增速低于预期，从而使板块增速进一步放缓；受地产产业链影响最大的厨电收入下滑趋势环比仍有所扩大，从 19Q2 的 -1.36% 扩大至 -3.33%，但需要注意的是作为厨电龙头的老板电器收入增速已率先走出低谷，我们预计 Q4 环比厨电板块有较大概率的好转预期；上游零部件环比由负转正；小家电则是唯一一个整体上依旧保持稳定的 5% 以上增长的板块。

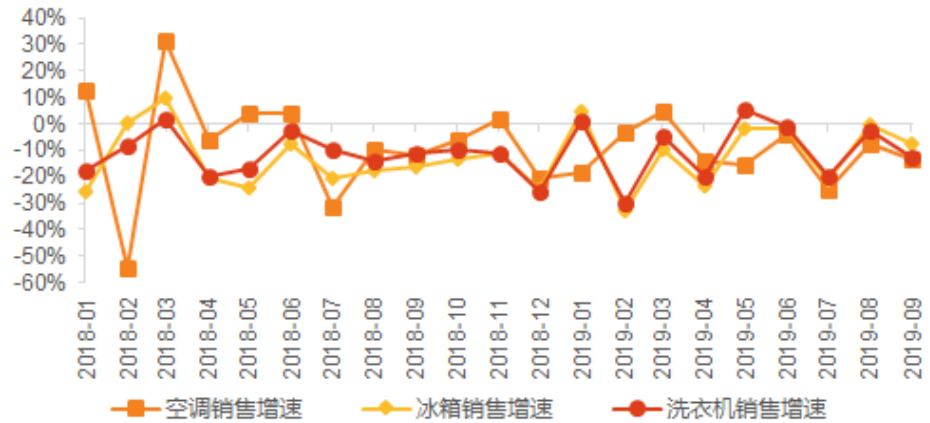
图 2：板块单季度收入增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

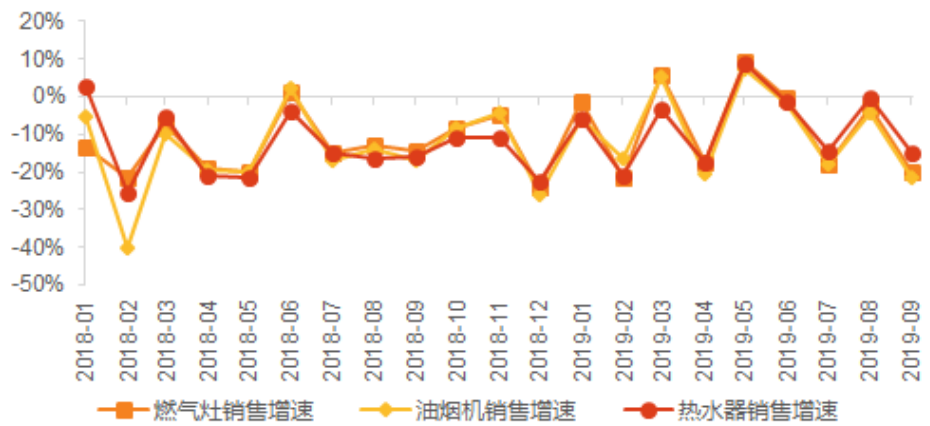
从零售端看，19 年以来空调、冰箱及洗衣机线下增速多保持着负增长，直至 19Q3 油烟机、燃气灶等也仍未有景气度明显回升的迹象，增速多在 0% 上下波动，但整体上来看，Q3 零售端下滑趋势有所收窄，前期在终端需求乏力的情况下，经销商优先选择去库存以应对自身的悲观预期，而在终端需求出现相对好转后，经销商则会进入一个补库存的阶段，这样会拉动上市公司出货端的数据，我们认为，情绪面的拐点大概率会出现在第四季度。

图 3：18 年以来白电零售量仍以负增长居多



资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 4：18 年以来厨电零售量仍以负增长居多

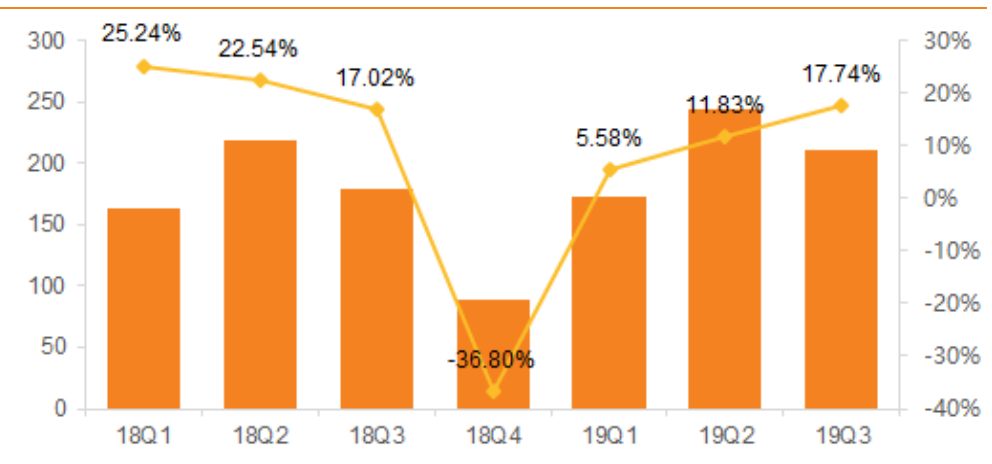


资料来源：中怡康，天风证券研究所

值得关注的是 Q3 利润端的变化，在 18 年年底经历部分公司较大幅度的资产减值后，自 19 年开始，利润增速逐季出现较为明显的改善，我们认为，这意味着在未出现行业需求未明显好转的情况下，行业竞争格局并未出现恶化的情况。

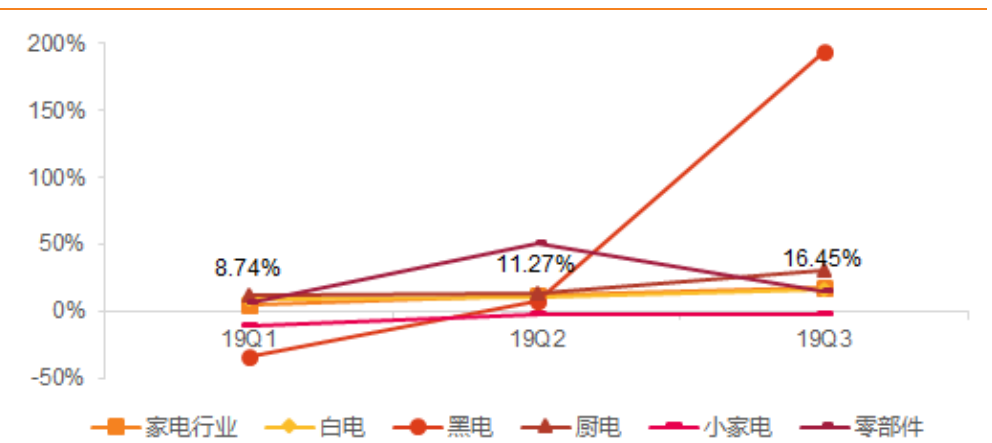
分板块看，主要受白电环比持续改善拉动，另外厨电及黑电利润增速 Q3 的提升幅度也较大。其中，板块黑电板块主要受去年同期基数较低的影响，19Q3 有比较明显的提升，虽然华为智慧屏的入局增加了竞争对手，但实际上智慧屏从产品定位上看并非是打压行业均价的，在面板价格较为稳定的情况下，厂商更多转向发掘结构性的机会，如今年三季度海信电器推出社交电视 S7、创维数字推出社交电视 55H90 等，主流厂商在同一方向上的协力布局是否能带来颠覆性的机会或转机，我们拭目以待。

图 5：行业单季度归母净利润增速持续改善



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：19Q3 白电利润增速 16.45%，环比持续改善



资料来源：Wind，天风证券研究所

行业下个股公司表现如何？

通过前面的分析，我们从收入端并没有看到太多板块性的改善，多是板块下的部分公司凭借自身的核心竞争力，保持着较强的经营韧性。除去较去年同期呈恢复性增长的公司外，他们跑赢其他公司的秘诀可以分成三类：

一是本身处于渗透率提升的行业，例如集成灶龙头浙江美大以及创维数字，前者在后地产周期仍能保持较快的行业增速，后者则受益于政策对于 4K、8K 的推动而获得大量相关订单；

二是提前布局多品类的公司，例如九阳股份、新宝股份、苏泊尔，在保证自己主营业务的优势下，积极拓宽品类，因而能在大环境不佳的情况下，体现出更强的抗压能力；

三是快速抓住行业变化的公司，例如，厨电龙头老板电器通过在精装修渠道上极强品牌优势的拉动，收入有非常明显的提升。

表 1：19Q3 收入增速高于 10% 的公司情况

公司名称	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
和晶科技	-12.7%	-8.8%	-25.0%	-0.7%	4.5%	0.6%	61.6%
开能健康	18.5%	49.4%	26.1%	16.8%	21.2%	-4.2%	31.6%
创维数字	11.2%	-4.0%	12.7%	8.4%	11.8%	7.6%	24.0%
爱仕达	9.4%	6.2%	1.0%	7.2%	4.9%	7.6%	20.5%
浙江美大	53.2%	49.3%	31.5%	26.0%	31.6%	21.1%	18.0%
长虹华意	12.6%	4.7%	7.9%	14.8%	-7.3%	1.3%	16.2%
四川长虹	13.3%	7.8%	-2.5%	10.2%	6.5%	1.7%	15.9%
天银机电	-0.2%	10.1%	-7.9%	-15.4%	19.2%	-2.2%	15.3%
九阳股份	5.6%	16.2%	0.1%	25.2%	14.7%	15.3%	15.0%
新宝股份	3.9%	-5.0%	4.6%	7.1%	3.4%	11.2%	11.8%
苏泊尔	23.8%	33.7%	26.7%	20.8%	12.0%	10.1%	11.4%
老板电器	16.9%	3.8%	6.0%	0.1%	4.3%	-2.0%	10.6%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从 ROE 角度解读家电行业各板块的经营表现

19Q3 家电行业 ROE 同比略有提升，分板块看，白电、小家电同比有所下降，黑电、零部件及厨电同比提升。进一步对 ROE 进行分拆，白电、黑电及厨电受销售净利率带动提升明显，主要受毛利率持续改善驱动，但同时我们也观察到 Q3 部分公司在所得税上有一个较为明显的转回或减少，例如美的集团、华帝股份等；小家电 ROE 的下降也是主要受销售净利率拖累，板块内部分抗风险能力较弱的单品类公司表现不佳。

表 2：19Q3 单季度 ROE(摊薄)变化 (单位：%)

板块	18Q1	18Q2	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动	2019Q3 同比变动
家电行业	5.20	6.76	5.29	4.82	6.78	5.53	0.39	0.02	0.24
白电	6.52	8.77	6.67	5.89	8.36	6.61	0.63	0.41	0.07
黑电	1.51	0.88	0.64	0.97	0.93	1.80	0.54	0.05	1.16
厨电	3.81	5.15	3.87	4.02	5.50	4.71	0.22	0.35	0.83
小家电	4.88	4.83	5.09	3.95	4.48	4.75	0.94	0.35	0.34
零部件	1.82	2.58	1.59	2.07	4.18	1.91	0.25	1.60	0.32

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：19Q3 单季度销售净利率变化 (单位：%)

板块	18Q1	18Q2	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动	2019Q3 同比变动
家电行业	7.49	9.10	7.51	7.49	9.43	9.13	0.01	0.33	1.62
白电	8.43	10.40	8.74	8.58	10.66	10.62	0.14	0.26	1.88
黑电	2.19	1.56	0.84	1.61	1.58	2.28	0.58	0.03	1.44
厨电	10.14	12.66	10.24	11.65	14.60	13.79	1.51	1.94	3.55
小家电	9.48	9.31	9.36	7.85	8.63	8.79	1.64	0.68	0.58
零部件	4.51	5.82	4.23	4.57	8.26	4.52	0.06	2.44	0.29

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：19Q3 单季度总资产周转率变化（单位：%）

板块	18Q1	18Q2	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动	2019Q3 同比变动
家电行业	0.25	0.27	0.26	0.24	0.26	0.24	-0.01	-0.01	-0.02
白电	0.25	0.28	0.26	0.24	0.26	0.23	-0.01	-0.02	-0.03
黑电	0.27	0.26	0.29	0.25	0.26	0.28	-0.02	0.00	-0.01
厨电	0.22	0.23	0.22	0.20	0.21	0.20	-0.02	-0.02	-0.02
小家电	0.32	0.32	0.33	0.30	0.31	0.32	-0.01	-0.01	-0.01
零部件	0.20	0.21	0.18	0.20	0.21	0.18	0.01	0.00	0.01

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：19Q3 单季度权益乘数变化

板块	18Q1	18Q2	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动	2019Q3 同比变动
家电行业	2.75	2.73	2.69	2.67	2.79	2.52	-0.08	0.06	-0.17
白电	3.08	3.01	2.92	2.87	3.01	2.66	-0.20	0.00	-0.25
黑电	2.54	2.19	2.64	2.37	2.28	2.79	-0.17	0.09	0.15
厨电	1.68	1.74	1.72	1.70	1.76	1.71	0.03	0.01	-0.01
小家电	1.63	1.65	1.66	1.65	1.70	1.67	0.02	0.05	0.02
零部件	2.06	2.13	2.14	2.25	2.39	2.31	0.19	0.25	0.17

资料来源：Wind，天风证券研究所

板块毛利率持续提升

整体看 19Q3 的毛利率变化，黑电、厨电以及小家电毛利率提升幅度显著，同比分别+1.45、+2.76、+1.38pct，其中厨电基于目前较高的行业集中度，更多会受益于增值税税率下降带来的红利，而黑电毛利率的提升则多由外销高毛利率的产品及高端新品带动。

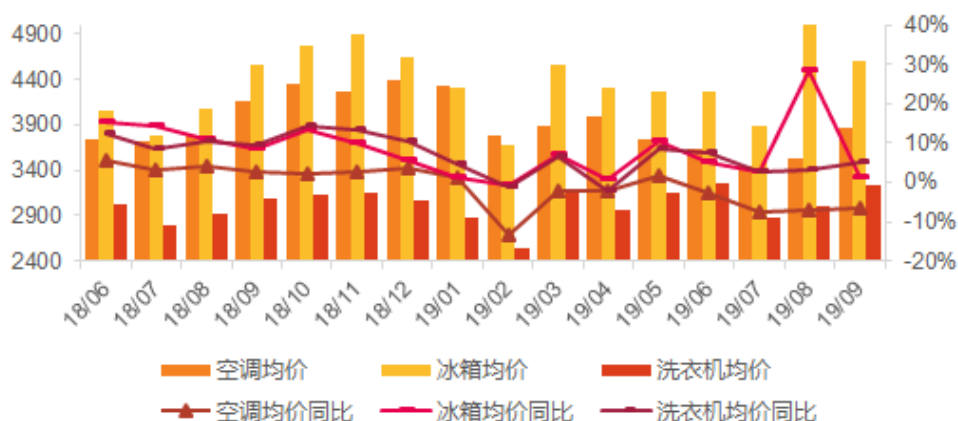
表 6：19Q3 大部分板块毛利率持续提升（单位：%）

板块	18Q1	18Q2	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动	2019Q3 同比变动
家电行业	25.22	26.07	26.06	26.34	27.51	26.36	1.12	1.43	0.30
白电	27.02	27.86	27.99	28.36	29.42	27.97	1.34	1.56	-0.02
黑电	13.39	12.40	13.23	13.21	13.47	14.67	-0.17	1.07	1.45
厨电	40.14	42.81	43.55	43.62	45.60	46.32	3.48	2.79	2.76
小家电	30.39	30.95	30.37	31.11	31.27	31.75	0.72	0.32	1.38
零部件	17.46	18.24	19.08	17.08	19.51	18.75	-0.38	1.27	-0.33

资料来源：Wind，天风证券研究所

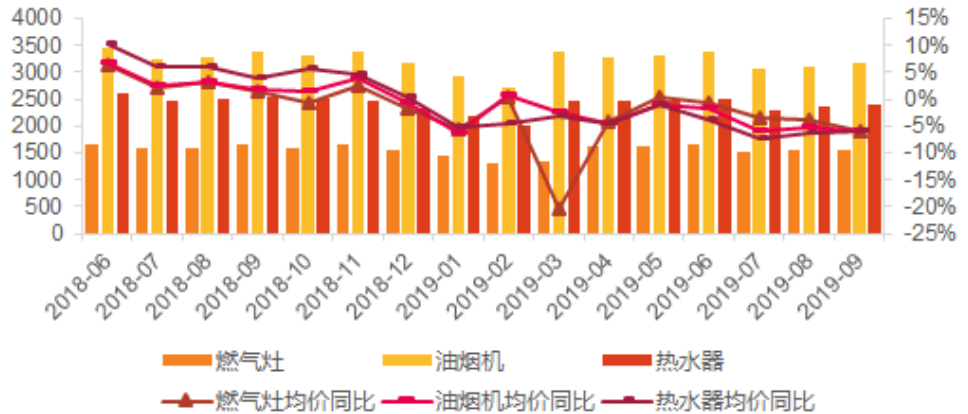
从中怡康的均价数据看，19Q3 空调均价延续下降趋势，冰洗稳步提升，厨电均价线下均价有所下滑，主要受到了苏泊尔、法迪欧等低端品牌的冲击。因此，在均价没有大幅提升的情况下，毛利率的改善更多还是受原材料下降带动。

图 7：19Q3 空调均价有所下降，冰洗稳步提升（单位：元）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 8：19Q3 厨电线下均价持续下滑（单位：元）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

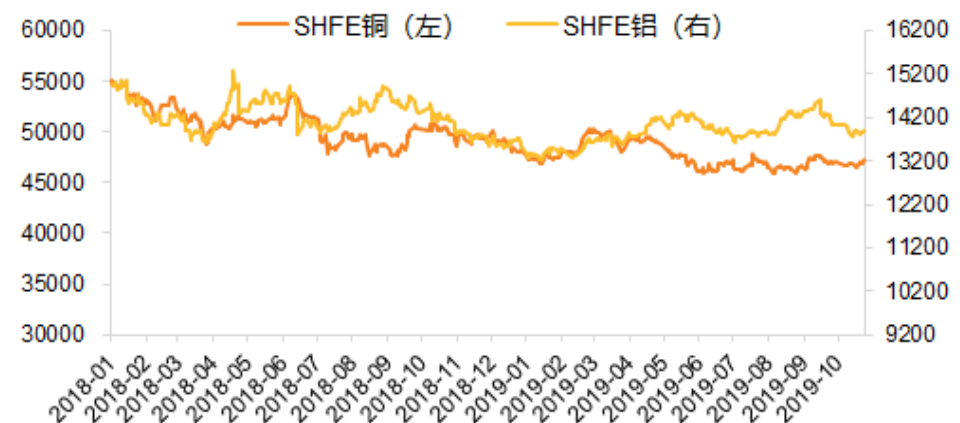
家电主要原材料钢材以及其他材料，包括铜、铝、塑料等，自 19 年以来降幅较大，且价格下降趋势目前还在持续，Q4 在毛利率上或能看到持续同比改善的情况。但需要注意的是部分公司业务结构的变化驱动毛利率的变化，例如厨电精装修渠道的高速增长，毛利率可能会环比略有下降。

图 9：钢材自 19 年以来价格有所下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：铜、铝价格自 18 年下半年以来保持下滑趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11: 塑料价格 19 年以来不断下降



资料来源: Wind, 天风证券研究所

费用端整体管控良好

家电行业大部分板块的管理费用率同比出现不同程度的下降，在行业底部成本控制愈加精细化，而更多的在销售费用及研发费用上加大投入，从单季度的数据看，这种趋势尤其在黑电、小家电板块表现的更加明显。正如我们前面提到的，黑电主流厂商亟待在向下的行业趋势中寻求转变，这意味着较大的研发投入及营销推广的投入，这种趋势可能仍会持续一段时间。

表 7: 单季度管理费用率 (单位: %)

板块	18Q1	18Q2	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1同比	19Q2同比	19Q3同比
家电行业	2.59	2.60	3.12	2.82	3.00	3.02	0.23	0.40	-0.11
白电	2.55	2.46	3.10	2.79	2.96	3.04	0.23	0.50	-0.06
黑电	1.75	1.66	2.10	1.91	1.90	1.77	0.17	0.24	-0.33
厨电	3.48	4.10	3.29	3.32	3.98	3.48	-0.16	-0.13	0.19
小家电	3.40	4.06	4.21	3.82	4.26	4.36	0.43	0.20	0.16
零部件	3.82	4.44	5.11	4.18	4.50	4.40	0.36	0.06	-0.71

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 8: 单季度销售费用率 (单位)

板块	18Q1	18Q2	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动	2019Q3 同比变动
家电行业	11.11	11.08	11.46	11.80	11.99	11.59	0.69	0.91	0.13
白电	11.97	11.77	12.21	12.76	12.81	12.30	0.79	1.04	0.09
黑电	6.72	6.36	6.99	6.69	7.32	7.48	-0.03	0.96	0.49
厨电	22.54	21.28	25.10	23.96	22.51	23.99	1.43	1.23	-1.11
小家电	12.54	14.19	12.84	13.45	13.89	13.37	0.90	0.30	0.52
零部件	3.35	3.66	3.90	3.38	3.63	3.84	0.03	-0.04	-0.06

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 9: 单季度研发费用率 (单位: %)

板块	18Q1	18Q2	18Q3	19Q1	19Q2	19Q3	2019Q1 同比变动	2019Q2 同比变动	2019Q3 同比变动
家电行业	2.63	2.58	3.19	2.89	2.85	3.18	0.27	0.27	-0.00
白电	2.72	2.56	3.42	2.92	2.75	3.22	0.20	0.19	-0.20
黑电	1.89	2.25	1.33	2.47	2.66	2.41	0.57	0.41	1.09
厨电	2.83	2.49	4.95	3.06	3.03	3.99	0.23	0.54	-0.96
小家电	2.84	3.24	3.37	3.15	3.60	3.60	0.32	0.36	0.23
零部件	2.94	2.94	3.95	3.24	3.90	4.09	0.30	0.97	0.14

资料来源: Wind, 天风证券研究所

由于 Q3 人民币仍处于贬值，部分出口占比较高的企业获得更多汇兑收益，从而使财务费用率有所下降，家电行业 19Q1-Q3 同比分别-0.32、-0.27、-0.04pct。从目前汇率波动趋势看，汇率对于财务费用的正向影响将逐渐减弱。

表 10：单季度财务费用率（单位：%）

板块	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1同比	19Q2同比	19Q3同比
家电行业	0.47	-0.52	-0.28	-0.02	0.16	-0.79	-0.32	-0.32	-0.27	-0.04
白电	0.30	-0.74	-0.49	-0.10	0.00	-0.98	-0.40	-0.31	-0.24	0.08
黑电	0.12	1.36	1.09	-0.25	0.20	0.03	0.29	0.08	-1.33	-0.80
厨电	0.38	-1.03	-0.59	-0.01	-0.06	-0.48	-0.71	-0.44	0.55	-0.12
小家电	1.67	-1.53	-1.08	0.25	0.87	-1.05	-0.98	-0.81	0.47	0.10
零部件	2.25	-0.30	0.11	1.61	1.57	0.31	0.24	-0.66	0.61	0.13

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：人民币兑美元汇率



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议

综合来看，Q3 在收入端进一步筑底的情况下，利润端依旧保持逐季回升的态势，一方面成本及增值税红利缓解公司利润端的压力，另一方面各细分龙头凭借自身强大的品牌力和产品力保证其稳健的经营。展望 Q4，且考虑到地产竣工改善的滞后性影响以及经销商补库存等因素，收入增速有望环比提升，利润端则大概率仍会保持好于收入端的情况。

个股方面，推荐积极推进产品结构改善、多品牌体系逐步构建、T+3 下库存控制良好的美的集团，积极向内销 ODM 龙头转型的西式小家电龙头企业新宝股份；推荐形成全球品牌运营、研发制造国家化加速、中高端品牌持续领先的海尔智家，以及公司治理存改善预期、估值或将提升的格力电器；将海信日立纳入合并报表，转型中央空调龙头企业的海信家电；推荐行业变频比例增加利好空调产业链上的零部件龙头三花智控；中高端品牌及新品类布局最完善的小家电龙头苏泊尔，以及新品带动销售、SharkNinja 国内品牌知名度提升带来新的增长点的九阳股份。

附录：标的选取

我们所选取的公司列表如下：

白电 —— 格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、惠而浦、长虹美菱、春兰股份、澳柯玛

黑电 —— 海信电器、创维数字、四川长虹、兆驰股份

厨电 —— 老板电器、华帝股份、浙江美大、万和电气、日出东方

小家电 —— 九阳股份、新宝股份、苏泊尔、飞科电器、莱克电气、科沃斯、爱仕达、开能健康、奥佳华、哈尔斯、荣泰健康

零部件 —— 三花智控、盾安环境、东方电热、海立股份、长虹华意、汉宇集团、和晶科技、天银机电、顺威股份、依米康

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com