

证券研究报告—动态报告

家用电器

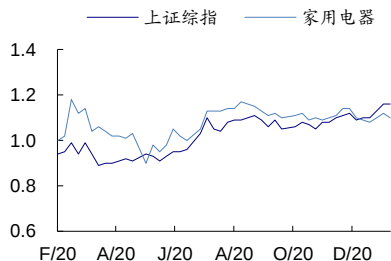
1 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 01 月 25 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《家电行业周报: 为何是它? 探寻添可爆发的驱动力》——2021-01-11
《家电行业周报: 集成灶行业阔步前行, 美的战略升级龙头亦舞》——2021-01-04
《家电行业专题: 白电行业底部向上, 或迎来量价齐升》——2020-12-20

证券分析师: 陈伟奇

电话: 0755-81982606
E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110004

证券分析师: 王兆康

电话: 0755-81983063
E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120004

行业投资策略

白电结构性升级持续, 均价提升迎来高景气

● 本周研究跟踪与投资思考

1、空调销售跟踪: 12 月销额显著改善, 线上线下价格涨幅依旧, 龙头市占率稳步提升

12 月空调线上线下零售额 64.25 亿, 同比下降 1.25%, 其中线上零售额 44.75 亿/+2.71%, 线下零售额 19.50 亿/-9.28%。下滑主要是由于 2019 年 12 月空调价格竞争激烈, 促销力度较大带来高基数所致。空调结构性升级趋势延续, 新能效、变频机型销量占比明显上升, 带动空调价格持续回暖。12 月线上均价为 2947 元, 同比上升 476 元; 线下均价为 3837 元, 同比上升 316 元。12 月格力/美的/海尔/海信的空调销量市占率分别为 38.3%/34.1%/12.6%/4.9%, 较去年同期 -3.22pct/+2.73pct/+1.60 pct/+0.49pct。2020 年空调 CR4 为 87.7%, 同比增加 5.83pct, 疫情之下龙头韧性更强, 行业加速洗牌带动集中度进一步提高。

2、冰洗销售跟踪: 冰箱线上高增延续, 成本压力驱动双渠道加价; 洗衣机下半年复苏, 洗烘一体机崛起

12 月冰箱线上线下零售额 64 亿, 同比上升 5.6%。双渠道价格均实现较高速增长, 线下均价突破 5000 元大关。12 月洗衣机线上线下零售额 61 亿, 其中线上零售额 44.4 亿/+33.3%, 线上零售量为 284 万台/+21%; 线下零售额 16.6 亿/-12.2%, 线下零售量 47 万台/-19.7%。洗烘一体机崛起, 线下零售额占比近半; 以健康家电为核心, 叠加静音、高颜值、可嵌入等差异化功能的产品正成为热点。

● 重点数据跟踪

市场表现: 上月家电板块月相对收益-3.7%。**原材料:** 1 月第 2 周 LME3 个月铜、铝价格分别周度环比下降 1.4%、1.9%至 7934、1982 美元/吨; 冷轧价格高位继续回调, 周环比-1.2%至 5757 元/吨。**资金流向:** 重点公司陆股通持股保持趋势维持, 1 月第 3 周美的/格力/海尔周环比+0.06%/-0.38%/+0.39%。

● 核心投资组合建议

白电推荐战略升级科技主导的美的集团, 建议关注效率提升推进的海尔智家和渠道优化推进的格力电器; 厨电推荐高增长、强激励的集成灶龙头火星人, 建议关注受益竣工回暖的老板电器; 小家电建议关注受益海外需求增长、叠加欧洲市场拓展推进、2020-21 盈利高弹性, 有望成为全球小家电龙头的 JS 环球生活、高景气的扫地机器人头部企业科沃斯以及国内小家电龙头小熊电器、苏泊尔。

● 风险提示

疫情导致产销波动; 市场竞争加剧; 需求增长不及预期; 原材料大幅提价。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
000333	美的集团	买入	100.57	707019	3.66	3.97	27	25
300894	火星人	买入	56.15	22741	0.75	0.97	75	58

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

1、核心观点与投资建议

白电：在国内需求恢复、出口高增和原材料成本传导背景下，看好未来量价齐升的兑现，其中空调弹性居首、洗衣机次之、冰箱最为稳健。推荐事业部改革战略升级后，强化科技和协同的**美的集团**，建议关注私有化成功、效率持续改善的**海尔智家**以及渠道改革持续推进的**格力电器**；

【美的集团】12月推出业务架构调整，战略主轴升级

公司12月将原有消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、创新业务板块升级为智能家居事业群、机电事业群、暖通与楼宇事业部、机器人与自动化事业群和数字化创新业务。此次业务结构调整，一方面由事业部划分变革为事业群划分，原来有一定协同的事业部能够更好的共享渠道、客户资源（如电梯和暖通空调），使得整体反应机制和协同进一步增强，另一方面也配合了公司工业互联网2.0转型脚步与战略，进一步扩大公司原有产业平台覆盖面。

预计2020-2022年归母净利润255/277/318亿，对应EPS为3.66/3.97/4.57元，对应PE为27/25/21倍，维持“买入”评级

厨电：推荐切中健康需求、高速增长的分赛道集成灶，推荐高激励、线上领先的高颜值集成灶龙头**火星人**；同时关注地产后周期带来的需求增长，建议关注厨电龙头**老板电器**；

【火星人】高颜值+强激励的集成灶龙头强势登陆A股

集成灶产品集烟机、燃气灶和消毒柜/蒸箱/烤箱等于一体，节省空间的同时吸油烟效率更高，满足了健康、更高生活质量的需求。预计行业2019-2023年复合增速约23%，对应销售额规模2023年达到376亿元。同时2020年H2行业线上/线下零售增速均保持在30%+，显示出疫情过后行业需求仍高增且恢复迅速。

公司12月底登陆A股，是国内集成灶行业的领军企业。公司拥有专业的职业经理人团队，叠加大力度的股权激励，仅成立10年+便成为行业龙头企业。公司竞争力进一步体现在（1）产品力：领跑行业的研发和自动化生产；（2）渠道：近20%的线上市场份额优势明显，投入力度仍不减；（3）品牌：中高端定位下大力投入广宣切中行业发展要害。

预计2020-22年EPS为0.75/0.97/1.22元/股，利润增速27%/29%/25%，对应PE为78、60、48倍，维持“买入”评级。

小家电：疫情对海外线上渠道带来显著刺激，建议关注受益海外需求增长、叠加欧洲市场拓展推进、2020-21盈利高弹性，有望成为全球小家电龙头的**JS环球生活（H）**；同时建议关注高增长的扫地机器人细分赛道的优质头部企业**科沃斯**；建议关注需求恢复下国内小家电龙头**小熊电器**、**苏泊尔**。

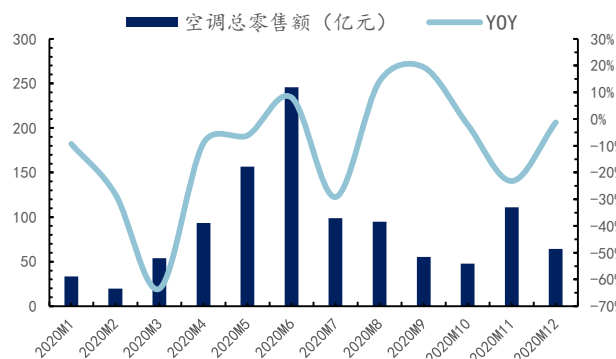
2、本月研究跟踪与投资思考

2.1 空调销售跟踪：12月销额显著改善，线上线下价格涨幅依旧，龙头市占率稳步提升

据奥维云网数据，12月空调线上线下零售额64.25亿，同比下降1.25%，其中线上零售额44.75亿/+2.71%，线下零售额19.50亿/-9.28%。下滑主要是由于19年12月空调价格竞争激烈，促销力度较大带来高基数所致。相比11月同比-23.17%的空调零售额增速，12月零售额增长显著改善，这主要得益于线上景

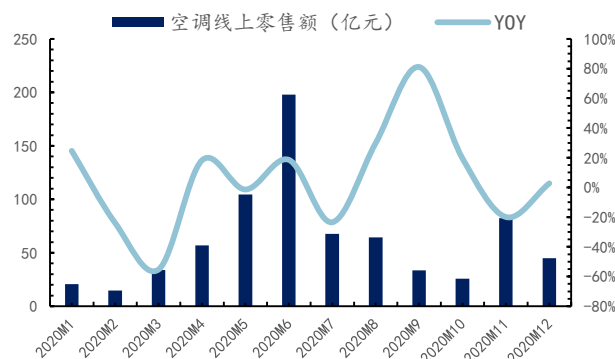
气度回升。2020 年全年空调销售额达到 1545 亿元，同比下降 21.9%，其中线上零售额 677 亿/-6.0%，线下 869 亿/-31.0%。线下依然是空调销售的主要渠道，但线上占比已跃居至 43.75%，同比 7.4pct。

图 1：12 月空调总零售额同比下滑 1.25%



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

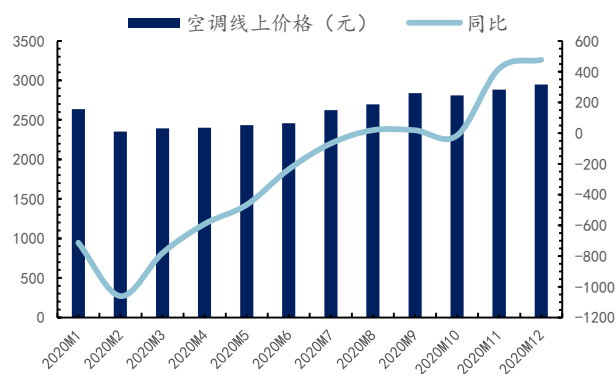
图 2：空调线上零售额同比增长 2.71%



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

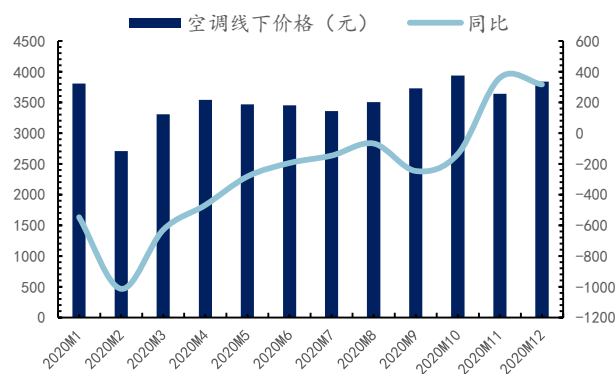
12 月线上线下空调价格持续回暖，即将步入“全变频”时代。12 月空调线上均价为 2947 元，同比上升 476 元；线下均价为 3837 元，同比上升 316 元。2020 年全年，空调线上均价为 2622 元，线下均价为 3524 元。价格上涨主要源于铜、铝、钢材等原材料价格上涨，企业加大新能效、变频等新机型的投放力度，驱动空调结构性升级。2020 年 12 月线上老能效销量占比已不足 28%，线下老能效占比也已降至 38%。同时变频空调的占比也明显上升，12 月线上线下变频空调零售额占比分别为 94.4%和 97.7%，同比分别增加 22.9pct 和 11.9pct，空调市场即将进入“全变频”时代。

图 3：12 月空调线上价格同比上涨 476 元



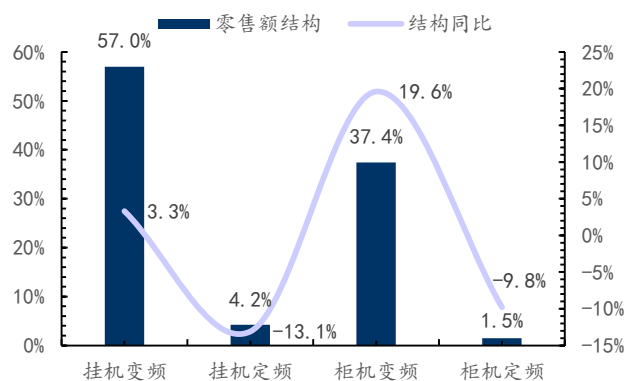
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图 4：12 月空调线下价格同比上涨 316 元



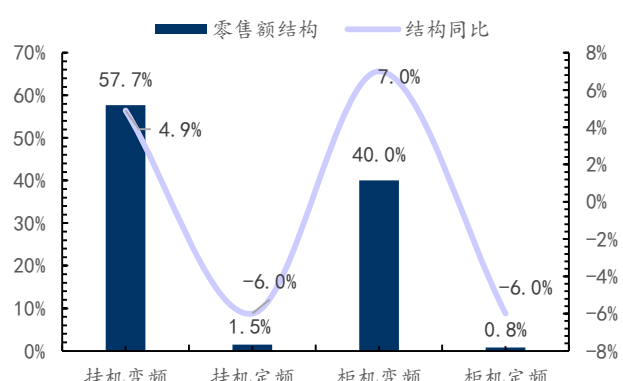
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图 5: 12 月线上空调产品结构及同比



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

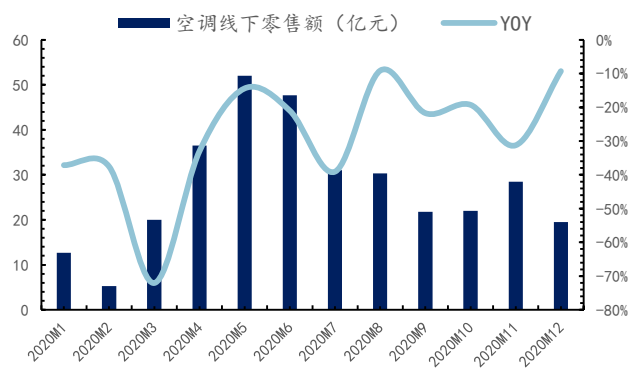
图 6: 12 月线下空调产品结构及同比



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

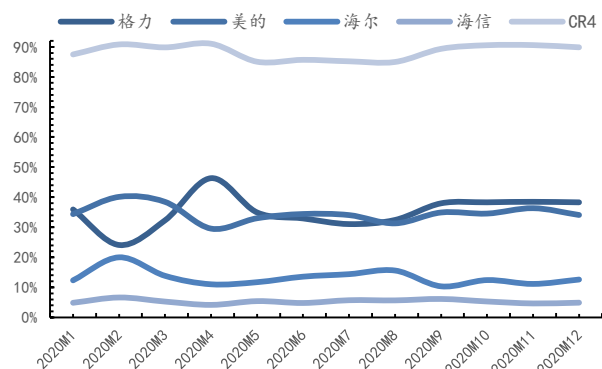
12 月四大重点空调品牌格力/美的/海尔/海信的销量市占率分别为 38.3%/34.1%/12.6%/4.9%，较去年同期-3.22pct/+2.73pct/+1.60 pct/+0.49pct。格力市占率略有下滑，但美的和海尔市占率有所上升。截至 12 月，四大重点空调品牌集中度达到 89.9%，同比提升 1.6%。整体来看，龙头企业市占率稳步提升的趋势没有发生改变。2020 年全年格力/美的/海尔/海信的销量市占率分别为 35.1%/34.7%/12.8%/5.2%，同比变动-1.75pct/5.86pct/2.06pct/-0.34pct，全年 CR4 为 87.7%，同比增加 5.83pct，而 2019 年 CR4 只提升 2.75pct，显示在疫情之下，龙头的韧性显著强于中小品牌，行业加速洗牌带动集中度进一步提高。

图 7: 12 月空调线下零售额同比下滑 9.28%



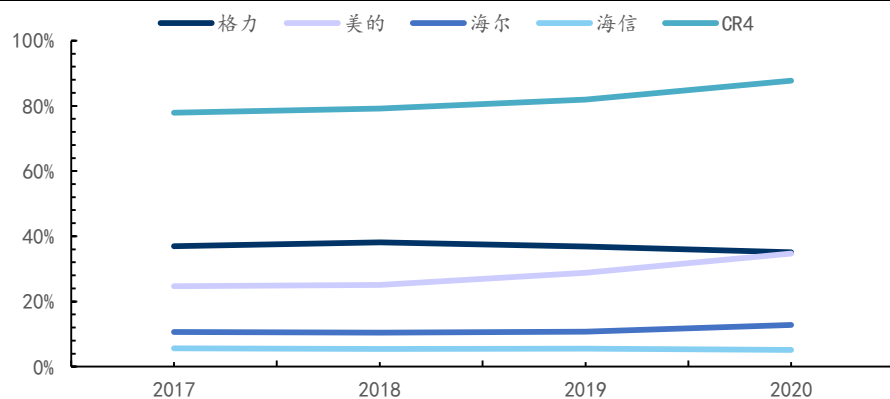
资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图 8: 四大重点空调品牌销额市占率以及集中度



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图 9: 2020 年空调集中度加速提升

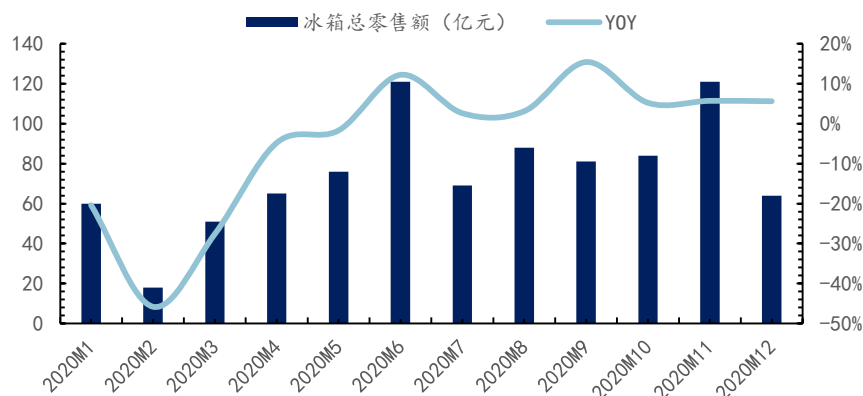


资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

2.2 冰洗销售跟踪：冰箱线上高增延续，成本压力驱动双渠道加价；洗衣机下半年复苏，洗烘一体机崛起

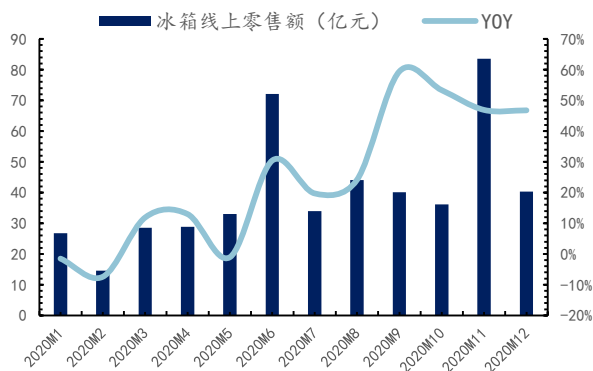
据奥维云网数据，12月冰箱线上线下零售额64亿，同比上升5.6%，其中线上零售额40.28亿/+46.8%，线上零售量为158万台/+33.5%；线下零售额19.50亿/-9.28%，线下零售量36.9万台/-16.5%。冰箱线上销额延续高增态势，受原材料价格上行影响，线下市场形势稍为严峻。2020年全年中国家电市场零售额同比下降11.3%，相比之下，冰箱市场零售额同比下降仅1.4%，韧性相对较强。

图 10：12月冰箱总零售额同比增长5.6%



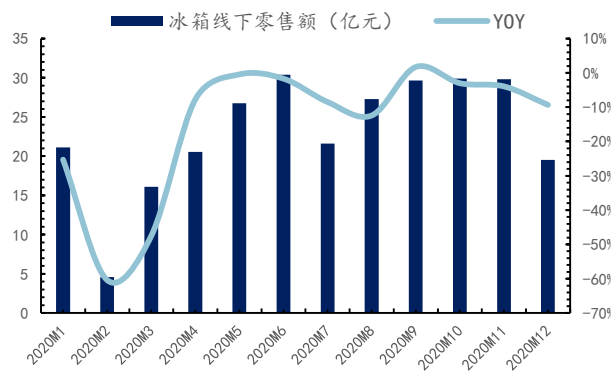
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图 11：12月冰箱线上零售额同比增长46.75%



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

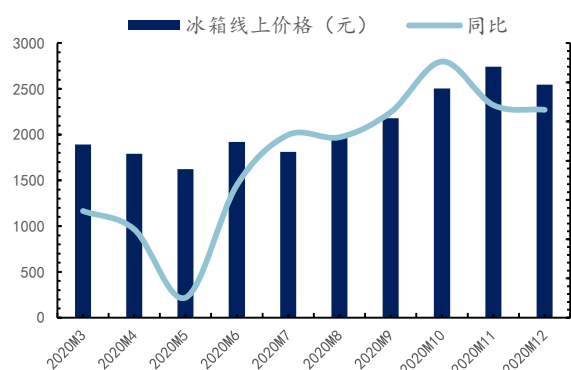
图 12：12月冰箱线下零售额同比下滑9.34%



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

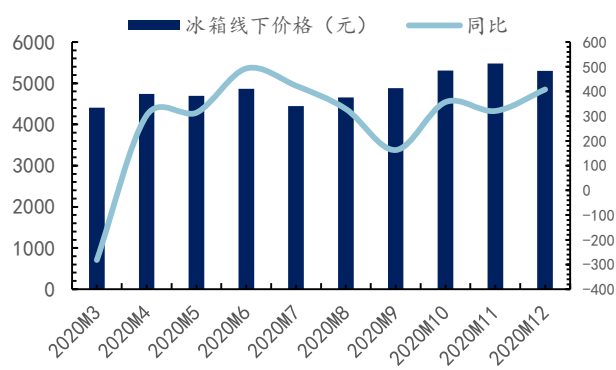
12月冰箱线上均价为2547元，同比上涨230元；线下均价为5297元，同比上涨408元。双渠道价格都实现较快增长，线下均价突破5000元大关。由于上游原材料成本压力叠加海外需求强劲，线下市场全年保持价格小幅度增长态势，价格敏感度较高的线上市场也呈现价格增长态势。但考虑到成本的快速传导，再加上龙头企业自身采购成本优势，龙头企业预计能较快调控价格，原材料成本上涨带来的盈利冲击整体可控。

图 13: 12 月冰箱线上价格同比上涨 230 元



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

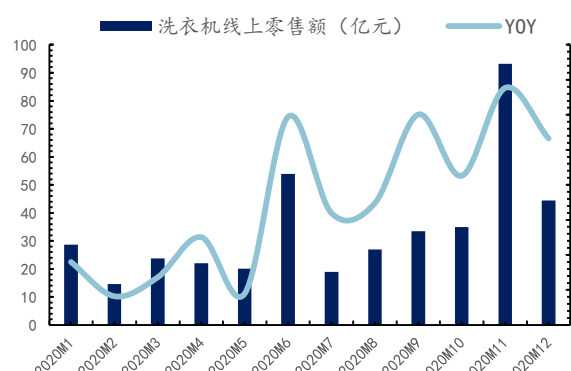
图 14: 12 月冰箱线下价格同比上涨 408 元



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

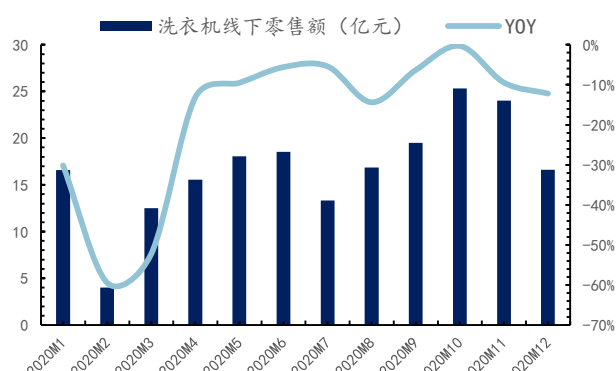
据奥维云网数据, 12 月洗衣机线上线下零售额 61 亿, 其中线上零售额 44.4 亿 /+33.3%, 线上零售量为 284 万台 /+21%; 线下零售额 16.6 亿 /-12.2%, 线下零售量 47 万台 /-19.7%。2020 年全年线上洗衣机零售量 2767 万台 /+17.9%; 零售额 415 亿元 /+21.2%; 线下洗衣机零售量 590 万台 /-23.39%; 零售额 201 亿元 /-17.7%。整体节奏为上半年低迷、下半年复苏模式, 线上回暖明显, 线下恢复缓慢的状态。

图 15: 12 月洗衣机线上零售额同比增长 33.3%



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图 16: 12 月洗衣机线下零售额同比下滑 12.2%



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

12 月洗衣机线上均价为 1564 元, 同比上涨 144 元; 线下均价为 3516 元, 同比上涨 268 元。2020H2 线上线下价格都呈现上涨趋势, 一方面原因是原材料价格上涨引致生产成本的提高, 另一方面是市场结构的变化, 洗烘一体机市场份额的不断提升, 功能差异化的产品也受到越来越多的关注。

图 17: 12 月洗衣机线上价格同比上涨 144 元

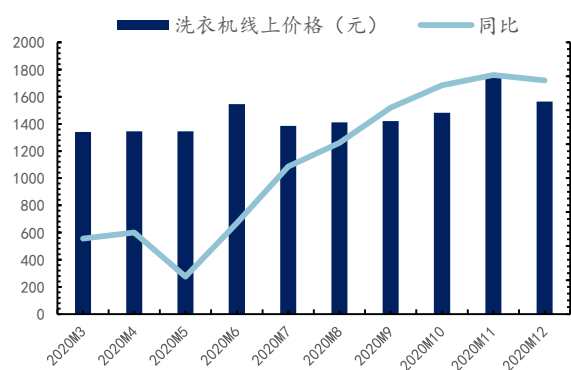
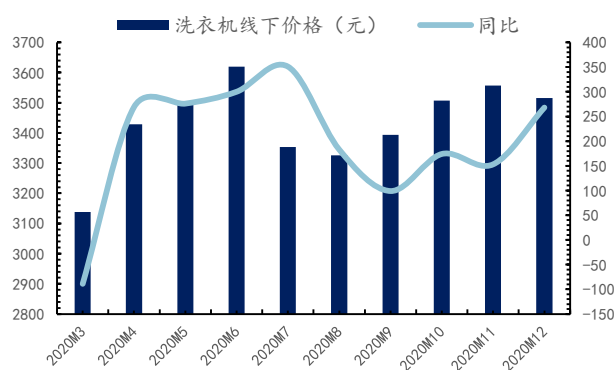


图 18: 12 月洗衣机线下价格同比上涨 268 元

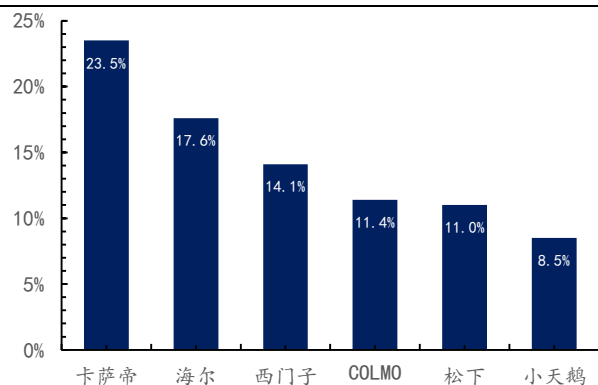


资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

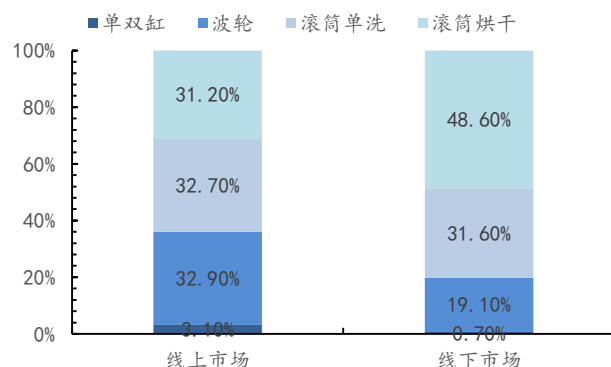
2020 年线下洗衣机市场中，价格定位在 5000 元以上的前三大主要品牌为：卡萨帝（23.5%）、海尔（17.6%）、西门子（11.4%），合计占有 55.2% 的 500+ 线下洗衣机市场。2020 年洗烘一体机崛起，线下零售额占比近半，同比上涨 4.5%。而在线上市场，12 月洗衣机线上均价同比上涨 10.2%，洗烘一体机均价同比上涨 18.8%，成为线上洗衣机均价上涨的主要拉动力量。

图 19：2020 年线下 5K+ 市场主要品牌零售份额



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图 20：2020 年洗衣机市场分产品类型结构



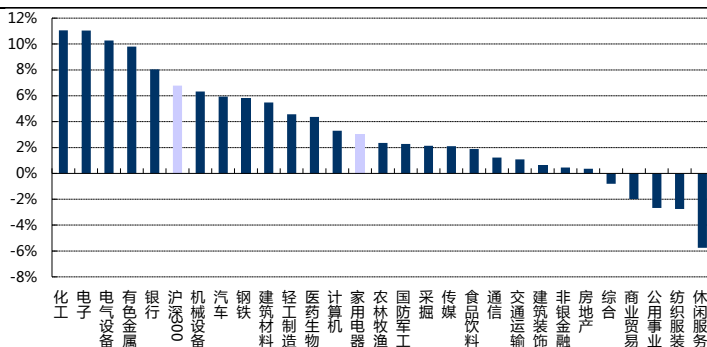
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

3、重点数据跟踪

3.1 市场表现回顾

2020 年 12 月家电板块上涨 3.1%；沪深 300 指数上涨 6.8%，月相对收益 -3.7%。

图 21：家电板块月度实现负相对收益

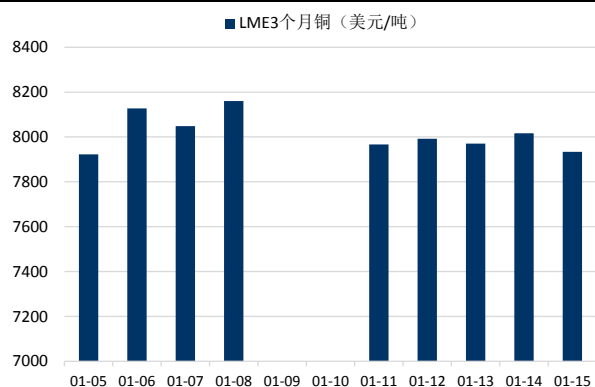


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 原材料价格跟踪

金属价格方面，1 月第 2 周 LME3 个月铜、铝价格分别周度环比下降 1.4%、1.9% 至 7934、1982 美元/吨；冷轧价格高位继续回调，周环比 -1.2% 至 5757 元/吨。

图 22: LME3 个月铜价上周高位略有回调



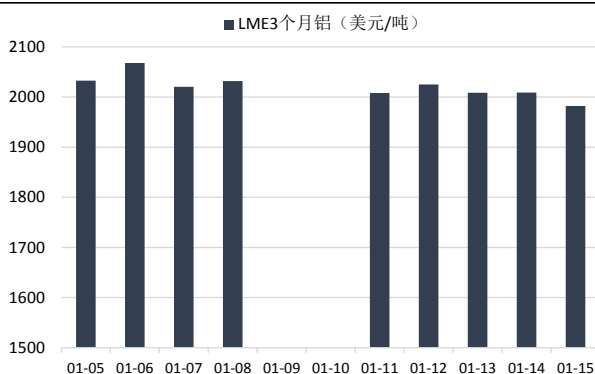
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: LME3 个月铜价仍处高位



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: LME3 个月铝价格高位略有回调



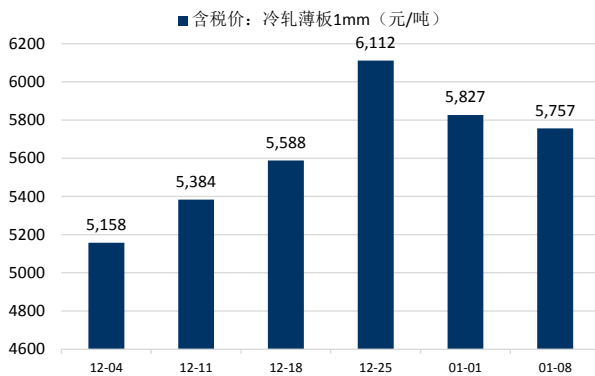
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: LME3 个月铝价连续回升



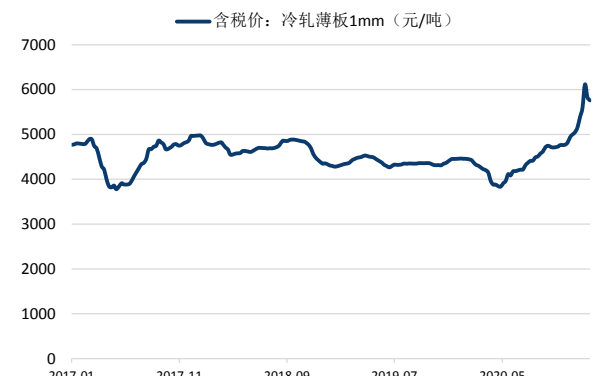
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 冷轧价格上周高位连续两周回调



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 冷轧价格高位回调

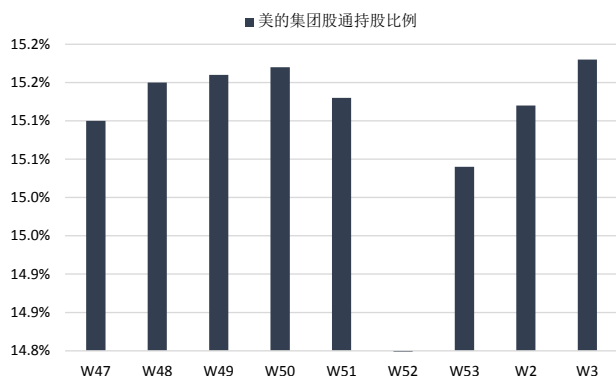


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3.3 北向资金跟踪

资金流向方面, 1 月第 3 周重点公司陆股通持股比例整体维稳, 美的/格力/海尔陆股通持股比例周环比+0.06%、-0.38%、+0.39%, 海尔外资仍保持流入。

图 28: 美的集团第 3 周股通持股比例提升



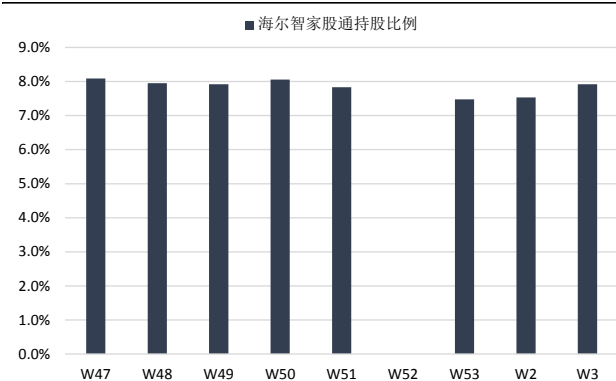
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 格力电器第 3 周股通持股比例略有下行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 30: 海尔智家第 3 周持股比例保持上行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4、行业及公司重大事件及动态

4.1 重点公司公告

【苏泊尔】公司发布业绩预告, 预计 2020 年度营业收入 185.96 亿元, -6.33%; 归属上市公司股东的净利润为 17.84-19.14 亿元, 比上年同期下降 7.08%-0.31%。其中 2020Q4 预计实现营收 52.91 亿元, 同比增长 6.75%; 归母净利 7.03-8.33 亿元, 同比增长 4.61%-23.96%; 归母扣非净利为 5.69-6.81 亿元, 同比增长 10.92%-32.75%。

【科沃斯】公司预计 2020 年实现归母净利 5.9-6.3 亿元, 同比增长 388.79%-421.93%; 归母扣非净利润为 4.9-5.3 亿元, 同比增长 385.90%-425.57%。此次增长主要源于公司科沃斯和添可双品牌均实现高速增长: T8 扫地机器人在全球市场销售超预期, 新推出的空气净化机器人在国内取得突破; 添可智能洗地机引领国内市场的快速扩张, 添可品牌在国内外实现显著增长

【火星人】公司再次通过高新技术企业认定, 发证日期为 2020 年 12 月 1 日, 有效期为三年, 三年内公司可继续享受高新技术企业的相关优惠政策, 按 15% 的税率缴纳企业所得税。

4.2 行业重要动态

【奥维云网：报告 | 2020 年中国彩电市场总结报告】疫情爆发，Q1 遭遇重创规模下降 20.1%；Q2 规模恢复性增长 3.9%。2020 年北美市场出货 5310 万台，超越中国成为全球第一大彩电出货区域。消费行为转移，线上渠道份额扩张至 64%，电商下沉冲击传统渠道三四级网络优势。全年大尺寸进程保持不变，平均尺寸达 52.4 寸，较 2019 年涨 1.5 寸。

【奥维云网：年报 | 2020 年冰箱市场年度总结】2020 年落下帷幕，冰箱市场也以零售量 3256 万台，-0.7%，零售额 900 亿元，-1.4% 的成绩，交出了一份超预期的答卷。2020 年冰箱线下市场 TOP3 品牌零售额集中度高达 61%，+2%。据海关数据显示，2020 年冰箱出口量+35.6%。

【奥维云网：年报 | 2020 年洗衣机零售市场年度报告】2020 年中国洗衣机市场零售额为 714 亿元，-6.2%，零售量为 3690 万台，-3.6%。整体的零售节奏也处于上半年低迷、下半年复苏，线上回暖明显，线下恢复缓慢的状态。渠道上，此次疫情加快了线下向线上转移的步伐，线上市场零售量占比已达到 65%，零售额占比接近 50%。

【产业在线：转子压缩机微降收官，全新价格体系开启】2020 年转子压缩机行业先抑后扬，最终全年产销以微幅下滑遗憾收官。产业在线监测数据显示，2020 年累计产量 21041.1 万台，-1.55%，销量 21155.1 万台，-1.69%。

【奥维云网：2021 全球出货预计四百万台，Mini LED 电视已成电视行业新燃点】奥维睿沃 (AVC Revo)《全球 TV 品牌出货月度数据报告》数据显示，2020 年中国电视市场出货量为 49.3M，-11.6%。在整机终端方面，Mini LED 电视在素有全球科技风向标的 CES 消费电子展上迎来了爆发，包括三星、TCL、LG 在内的多家电视企业集中展出了 Mini LED 电视。TCL 在日前更是发布了 4K Mini LED 电视，结合此前已经发布的多款 Mini LED 电视，TCL 已在市场中抢占不少先机。

【产业在线：转子压缩机微降收官，全新价格体系开启】2020 年转子压缩机行业先抑后扬，最终全年产销以微幅下滑遗憾收官。产业在线监测数据显示，2020 年累计产量 21041.1 万台，-1.55%，销量 21155.1 万台，-1.69%。

5、重点标的盈利预测

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
000333	美的集团	买入	100.6	3.47	3.66	3.97	29	27.5	25.3	6.2
000651	格力电器	无评级	60.23	4.11	3.21	4.09	15	19	15	3.4
600690	海尔智家	无评级	34.15	1.25	0.88	1.08	27	39	32	6.1
002032	苏泊尔	买入	79.4	2.34	2.25	2.58	34	35	31	10.0
002242	九阳股份	无评级	32.68	1.07	1.19	1.38	30	27	24	6.3
002705	新宝股份	无评级	57.58	0.86	1.34	1.65	67	43	35	8.1
002959	小熊电器	无评级	131.1	2.23	3.00	3.75	59	44	35	10.7
300824	北鼎股份	无评级	23.94	0.40	0.47	0.62	59	51	39	8.4
002508	老板电器	无评级	40.83	1.68	1.81	2.04	24	23	20	5.4
002677	浙江美大	无评级	19.7	0.71	0.81	0.97	28	24	20	8.5
002035	华帝股份	无评级	8.05	0.86	0.67	0.81	9	12	10	2.4
300894	火星入	买入	56.15	0.66	0.75	0.97	85.4	74.9	57.9	19.2
300911	亿田智能	无评级	46	1.23	1.37	1.76	37	34	26	5.0
605336	帅丰电器	无评级	25.72	1.65	1.44	1.66	16	18	16	1.5
603486	科沃斯	买入	118	0.21	0.89	2.01	552	133	59	23.4
600336	石头科技	无评级	1240	15.66	18.61	22.98	79	67	54	11.3
603187	澳柯玛	无评级	7.62	0.24	0.34	0.43	32	22	18	3.0

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：除美的集团、火星入、科沃斯、苏泊尔外，其余公司暂采用 Wind 一致预期

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032