

家用电器

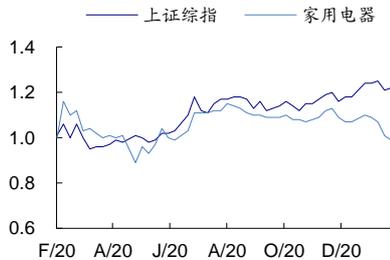
家电行业周报

超配

(维持评级)

2021年02月08日

一年该行业与上证综指走势比较



行业周报

再探海外市场：发达市场渠道格局正重构，利好国内出海小家电龙头

相关研究报告：

《家电行业2月投资策略：空调强劲复苏，小家电景气度再开二度》——2021-02-05
 《家电行业周报：空调二月排产高景气；疫情下海外发达市场小家电消费韧性凸显》——2021-02-01
 《1月投资策略：白电结构性升级持续，均价提升迎来高景气》——2021-01-25
 《家电行业周报：三探集成灶：渗透率仍存提升空间，品类扩充支撑行业规模提升》——2021-01-25
 《数字浪潮系列之家电产业数字化：家电行业数字赋能全链条，走向工业互联网新时代》——2021-01-21

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号：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号：S0980520120004

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。

● 本周研究跟踪与投资思考

海外小家电需求复盘与展望：发达市场需求韧性21年或延续

根据前期“小家电受疫情影响更小，北美等发达市场消费韧性凸显”的跟踪结果，本周我们进一步拆分海外小家电市场的消费情况：

(1) 分渠道来看：北美线上转移强度大，欧洲线上转移强度低于平均水平。疫情对线上消费的促进是毋庸置疑的，但区域分化巨大。2020 全球小家电线上占比同比提升 9pct 至 33%，而其中北美地区增幅明显，线上渠道销售量占比同比提升 24pct 至 43%，但西欧则保持了相对较为温和的 5pct 提升 20%。我们认为美国足够充分的线上转移和需求韧性相辅相成，对冲了疫情负面影响。

(2) 分品类来看，全球吸尘器和食物料理品类消费量受疫情影响相对较小，吸尘器消费量延续此前增幅，同比增加 2.24% 至 1.4 亿台；食物料理电器消费量同比增加 1.35% 至 2.5 亿台。逆势增长一方面与疫情带来的居家新需求刺激有关，但参考历史上吸尘器和食物料理相对稳健的增速，我们认为家居清洁的刚需性和食物料理电器的新品高速迭代特性也是对抗疫情负面影响的重要支撑。

在总需求稳中有增、美国市场格局重构且线上重要性提升的前提下，我们认为传统美国本土家电企业正处于竞争劣势，在发达市场应对变化调整更为迅速的中国龙头企业有望抓住海外市场格局重构和需求恢复的契机，进一步扩大自身份额。推荐海外市场+品类不断拓展，产品/品牌/渠道力出众，扩品类、拓市场的全球小家电龙头 JS 环球生活 (H)。

● 重点数据跟踪

市场表现：上周家电板块周相对收益-0.28%。原材料：LME3 个月铜、铝价格分别周环比增长 2.2%、2.2% 至 7984、2019 美元/吨；冷轧价格持平于 4999 元/吨。资金流向：重点公司变动趋势延续，美的/格力/海尔周环比-0.04%/ -1.35%/ +0.33%。

● 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；小家电海外需求恢复背景下，推荐依托九阳、扩品类、扩渠道的 JS 环球生活、高景气的扫地机龙头科沃斯和国内小家电龙头九阳股份。

● 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。

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 | 97.25 | 6846 | 3.66 | 3.97 | 26.5 | 24.5 |
| 01691.HK | JS 环球生活 | 买入 | 20.80 | 727 | 0.70 | 0.98 | 29.8 | 21.3 |
| 300894 | 火星人 | 买入 | 63.00 | 255 | 0.75 | 0.97 | 84.0 | 64.9 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 港股单位为港币

1、核心观点与投资建议

(1) 重点推荐

基于海外市场的跟踪研究，我们认为在海外需求的大基数有望稳中有增，而疫情影响下北美的小家电格局经历大幅重构，在总需求稳中有增、美国市场格局重构且线上重要性提升的前提下，我们认为传统美国本土家电企业正处于竞争劣势，在发达市场应对变化调整更为迅速的中国龙头企业有望抓住海外市场格局重构和需求恢复的契机，进一步扩大自身份额。推荐海外市场+品类不断拓展，产品/品牌/渠道力出众，美国扩品类、欧洲扩市场的全球化小家电龙头 **JS 环球生活 (H)**。

(2) 分板块观点与建议

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**；

厨电：推荐切中健康需求、高速增长的细分赛道集成灶，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**；

小家电：海外需求韧性持续，疫情后的反弹性恢复和提升的线上渠道占比，给反应快速的企业带来良好的破局机遇，推荐依托九阳、扩品类、扩渠道的 **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**九阳股份**。

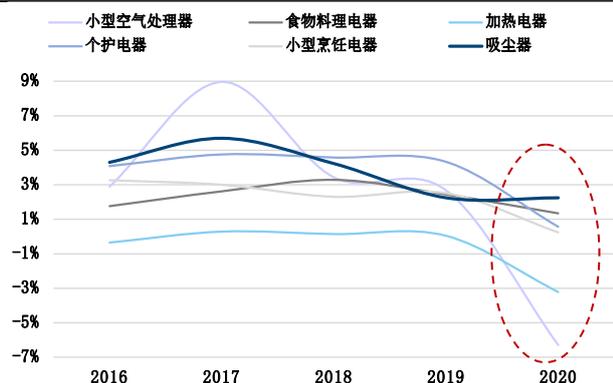
2、本周研究跟踪与投资思考：海外小家电需求复盘与展望

根据前期“小家电受疫情影响更小，北美等发达市场消费韧性凸显”的跟踪结果，本周我们进一步拆分海外小家电市场的消费情况，探求 2020 年疫情对全球各区域不同品类小家电需求的影响，并初步窥探海外小家电消费渠道、销售的单价的变化趋势。

(1) 整体分品类：吸尘类和食物料理逆势增长

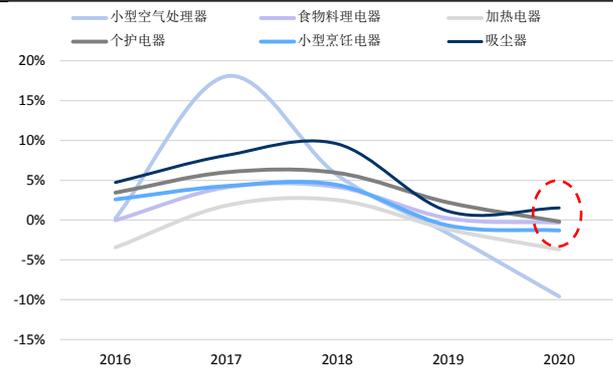
我们延续 Euromonitor 对小家电的 7 个分类来看，**吸尘器和食物料理品类消费量受疫情影响相对较小，吸尘器消费量延续了 2019 年 2.25% 的增幅，同比增加 2.24% 至 1.4 亿台；食物料理电器消费量增幅略降，同比增加 1.35% 至 2.5 亿台，但都在全球下滑 2% 的大背景下维持了增长，一方面与疫情带来的居家新需求刺激有关，但参考历史上吸尘器和食物料理相对稳健的增速，我们认为家居清洁的刚需性和食物料理电器的新品高速迭代特性也是对抗疫情负面影响的重要支撑。**

图 1：全球吸尘器、食物料理电器消费量仍实现增长



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理
注：由于熨烫类规模小波动大故在比较重暂时剔除

图 2：消费额整体保持与消费量相同的变动趋势

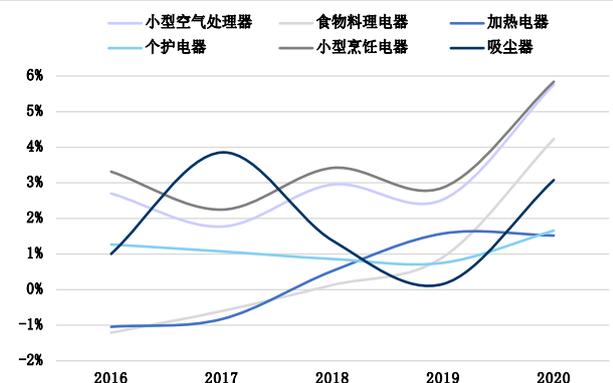


资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理
注：由于熨烫类规模小波动大故在比较重暂时剔除

(2) 北美分品类：北美全品类保持强劲消费韧性

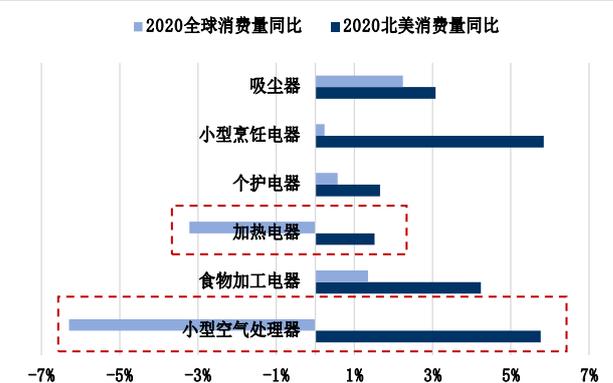
进一步针对上周我们发现的重点区域北美区域，因此我们进一步对北美小家电品类进行拆分。可以发现 2020 年北美地区除电熨斗等占比较小的品类以外，小家电消费量实现全品类增长，其中小型烹饪电器和小型空气处理器消费量呈现加速高增长状态。与全球消费趋势相比，北美地区空气处理器、加热器消费量呈现明显逆势增长，反映出北美市场对该品类具备独特的需求惯性。

图 3：2020 北美小家电消费量全品类增长



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理
注：由于熨烫类规模小波动大故在比较重暂时剔除

图 4：小型空气处理器和加热电器需求明显逆势增长

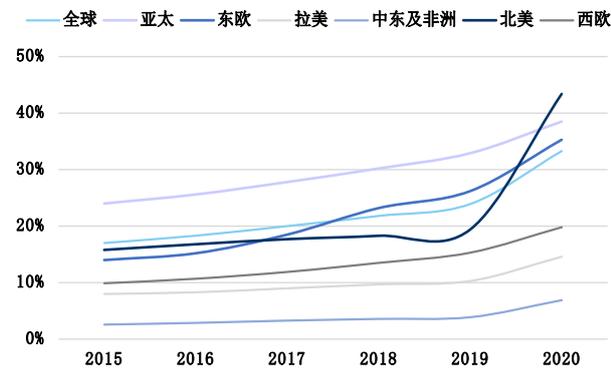


资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理
注：由于熨烫类规模小波动大故在比较重暂时剔除

(3) 渠道分品类：疫情显著促进小家电线上销售占比提升

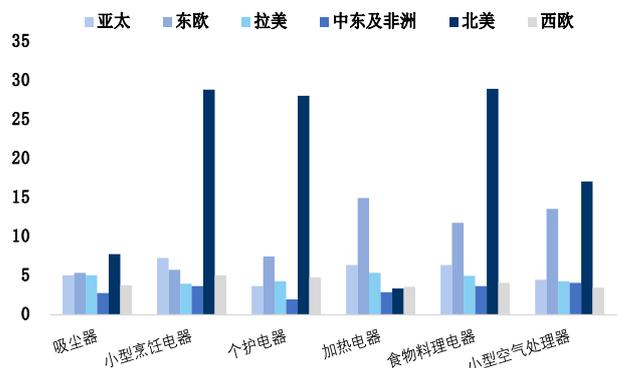
从销售渠道看，疫情对线上消费的促进是毋庸置疑的，但分区域来看依然存在巨大分化。2020 年全球各区域小家电线上销售占比同比提升 9pct 至 33%，而其中北美地区增幅明显，线上渠道销售量占比由 2019 年的 19% 提升 24pct 至 43%，但西欧则保持了相对较为温和的 5pct 提升 20%。

图 5：2020 年小家电线上销售量北美提升幅度最大



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图 6：线上渠道占比增幅（单位：pct）

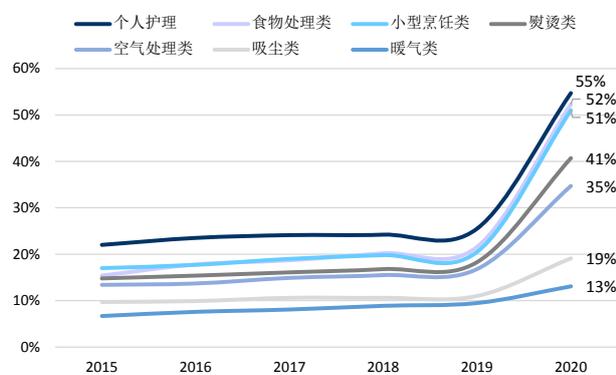


资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

北美各品类线上转移特点明显，但吸尘类和暖气转移程度有限。小家电市场中个人护理类线上销量占比最高，达到 54.7%，其次是食物处理类和小型烹饪类的厨房小家电，线上销量占比分别为 52.3%和 51.0%。而吸尘器和暖气类的线上转移强度则相对有限。但整体来看，美国足够充分的线上转移和需求韧性相辅相成，进一步对冲了疫情的负面影响。

西欧的线上转移强度并不明显。西欧各品类的线上渠道占比均未出现明显上升，仅在原先线上稳增的基础上有所加速。与美国和全球进行对比，西欧的线上转移对疫情影响的对冲强度有限，导致整体增速下滑，但原本相对较强的经济基础仍使 2020 年表现优于全球平均水平。

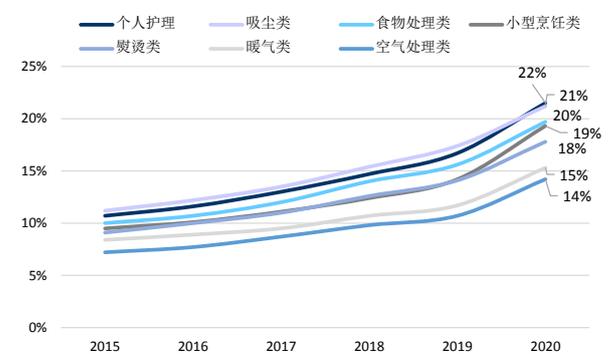
图 7：美国小家电中 2020 大部分品类线上占比大增



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

注：由于单价波动对渠道偏好造成一定影响，此处采用销售量件数而非销售额

图 8：西欧各品类并未在疫情影响下向线上大幅转移



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

注：由于单价波动对渠道偏好造成一定影响，此处采用销售量件数而非销售额

因此总结来看，欧美市场在疫情期间的特点在于（1）多数产品需求韧性强；（2）美国线上渠道对需求的承载能力大于欧洲。因此对于后续疫情的影响我们也从需求和其实现的渠道两个角度来推演：

首先，2020 疫情影响下厨房和起居场景的品类确实出现了明显增长，但从历史增速来看，美国近五年需求端稳增的背后力量仍是家庭结构的小型化和生活便利化带来的消费升级，因此我们预计美国小家电的总需求并不存在疫情下过度透支或抑制，2021 年仍有望保持相对稳健的增长；而欧洲的总需求在疫情恢复后叠加疫情期间累计的需求延后，仍有望实现增速的优化。

渠道结构方面，美国小家电的市场格局在疫情影响下经历了更激烈的重构，疫情助推下线上消费习惯被养成后，线上渗透率有望较历史年度加速。而欧洲优于 2020 年线上转移强度并不高，因此预计疫情恢复后仍保持又有趋势稳健提升。

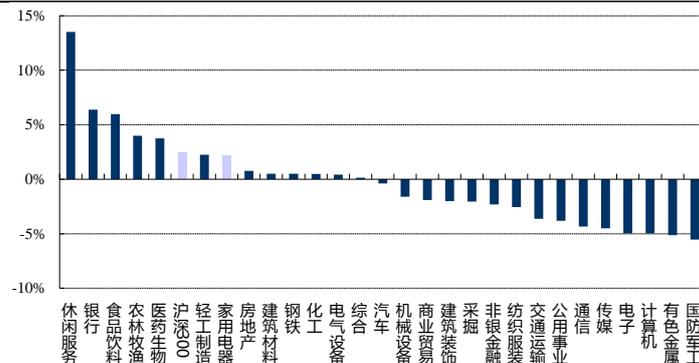
在总需求稳中有增、美国市场格局重构且线上重要性提升的前提下，我们认为发达市场广布局、应对变化调整更为迅速的中国龙头企业有望抓住海外市场格局重构和需求恢复的契机，进一步扩大自身份额。推荐海外市场+品类不断拓展，产品/品牌/渠道力出众，美国扩品类、欧洲拓市场的全球小家电龙头 **JS 环球生活 (H)**，同时建议关注高增长、品牌优势已初步确立的小家电出口电商优质企业 **Vesync (H)**。

3、重点数据跟踪

3.1 市场表现回顾

上周家电板块上涨 2.18%；沪深 300 指数上涨 2.46%，周相对收益-0.28%。

图 9：上周家电板块实现负相对收益

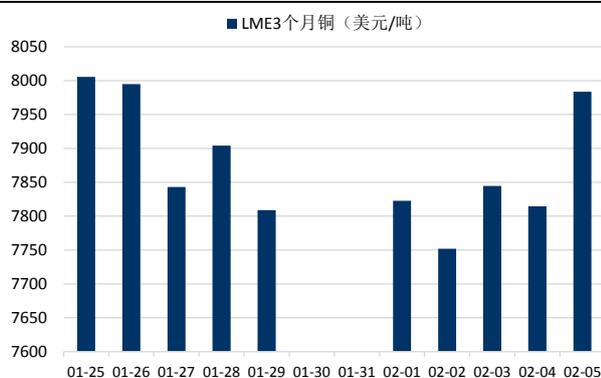


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 原材料价格跟踪

金属价格方面，上周 LME3 个月铜、铝价格分别周度环比提升 2.2%、2.2%至 7984、2019 美元/吨，价格达到高位后震荡回升；冷轧价格高位回调后维稳，周环比持平于 4999 元/吨。

图 10：LME3 个月铜价上周高位回升



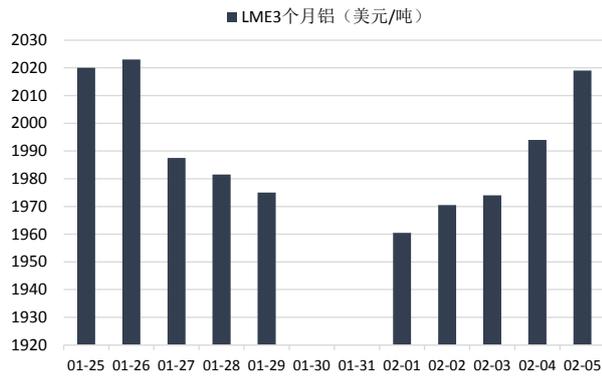
资料来源：伦敦金属交易所，国信证券经济研究所整理

图 11：LME3 个月铜价仍处高位震荡



资料来源：伦敦金属交易所，国信证券经济研究所整理

图 12: LME3 个月铝价格高位回升



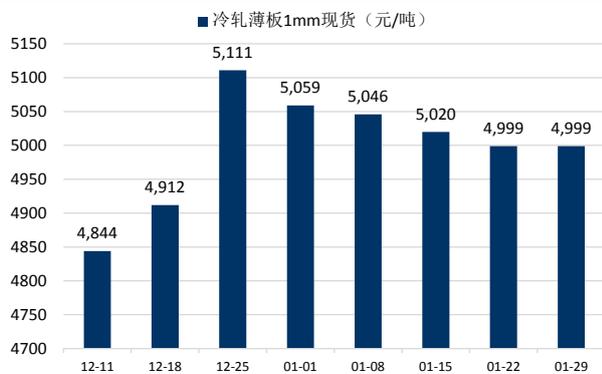
资料来源: 伦敦金属交易所, 国信证券经济研究所整理

图 13: LME3 个月铝价连续回升后高位维稳



资料来源: 伦敦金属交易所, 国信证券经济研究所整理

图 14: 冷轧价格上周价格维稳



资料来源: 中国钢铁工业协会, 国信证券经济研究所整理

图 15: 冷轧价格高位回调

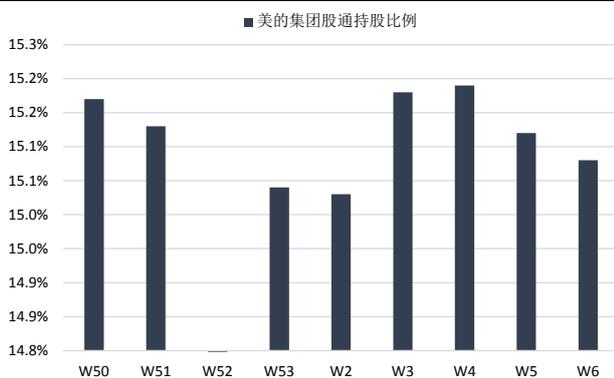


资料来源: 中国钢铁工业协会, 国信证券经济研究所整理

3.3 北向资金跟踪

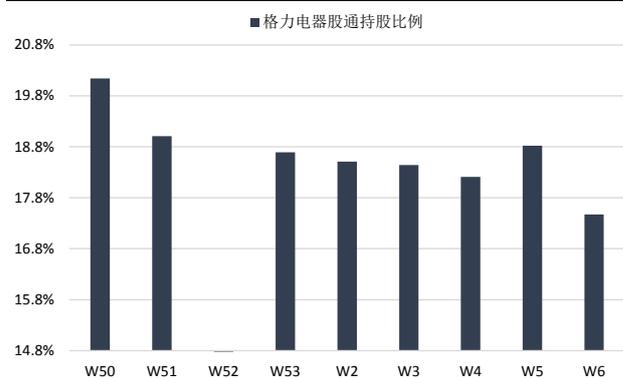
资金流向方面, 上周重点公司陆股通持股比例变动分化, 美的/格力/海尔陆股通持股比例周环比-0.04%、-1.35%、+0.33%, 海尔外资仍保持流入。

图 16: 美的集团上周股通持股比例有所回调



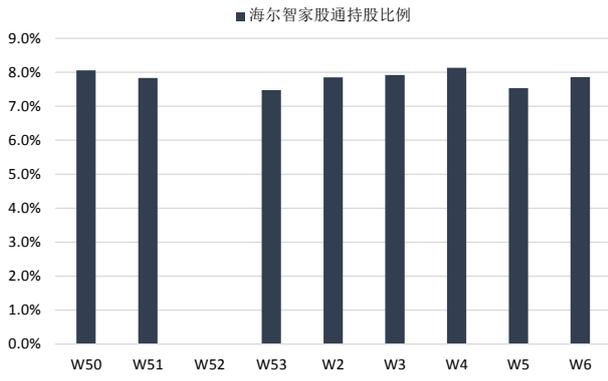
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 格力电器上周股通持股比例下行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 海尔智家近两周持股比例上行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4、重点公司公告与行业动态

4.1 公司公告

【九阳股份】2月5日,公司召开第五届董事会第七次会议,审议通过了关于受让杭州乐秀电子科技有限公司部分股权并对其增资暨关联交易的议案。公司控股孙公司珠海横琴玖玖时光股权投资基金合伙企业(有限合伙)拟以现金出资 346.15 万元受让卢玲女士持有乐秀科技 0.35%的股权,并以现金 1453.85 元增资乐秀科技,前述交易完成后横琴玖玖持有乐秀科技 1.42%股权。

【美的集团 1】美的集团拟以自有资金受让万东医疗 1.57 亿股,占公司总股本 29.09%,此次交易转让股份对价 14.60 元,较最新收盘价溢价 57%,转让总价为 23 亿元,交易完成后美的集团成为公司的控股股东。

【美的集团 2】公司发布 2017 年限制性股票激励计划预留授予的第三次解除限售期解锁上市流通提示性公告,本次解除限售股份的上市流通日期为 2 月 8 日,符合解锁条件的激励对象共计 39 人,可解锁的限制性股票数量为 129.21 万股,占目前公司股本总额的 0.02%。

【格力电器】公司公布 1 月回购股份进展情况:

第一期回购计划进展:截至 1 月 31 日,公司累计回购 1.01 亿股,占公司总股本的 1.68%,成交价为 60.18-53.01 元/股,均价为 55.20 元/股。支付总金额为 55.90 亿元,距离回购金额上限尚有 4.10 亿元。其中 1 月公司共回购 708.35 万股,成交均价为 57.60 元/股。

第二期回购计划进展:截至 1 月 31 日,第二期回购计划尚未买入;本期回购计划拟回购总金额不低于 30 亿元(含)且不超过 60 亿元(含),回购股份价格不超过 69.02 元/股。

【浙江美大】公司持股 5%以上股东夏志生先生于 2 月 4 日减持公司股份 850 万股,占公司总股本的 1.32%。

【石头科技】公司发布关于首次公开发行部分限售股上市流通的公告,本次上市流通的限售股数量为 2857.87 万股,上市流通日期为 2 月 22 日。

【澳柯玛】2月3日,青岛市国资委将持有的公司控股股东澳柯玛控股集团 100% 产权无偿划转至青岛西海岸发展(集团)有限公司。本次划转完成后,澳柯玛控股集团持有公司股份数量及比例不变,仍为公司控股股东,公司实际控制人

仍为青岛市国资委。

【TCL 科技】近日，公司通过集中竞价的方式增持控股子公司天津普林电路股份有限公司股票 649.96 万股，增持完成后，公司共持有天津普林 6881.42 万股，占比 27.99%。

【奥马电器】TCL 家电集团于 1 月 29 日增持公司股份 3933.91 万股，占公司总股本的 3.63%。本次增持前，TCL 家电集团及其一致行动人重庆中新融泽投资中心（有限合伙）合计持有公司股份 5420.55 万股，占公司总股本的 5%。

4.2 行业动态

【奥维云网：年报 | 工程版：2020 年度精装地产报告】2020 年住宅精装新开盘项目累计数量 3742 个，+2.3%；开盘房间累计数量 325.5 万套，-0.1%。住宅精装新开盘项目从房间套数规模结构来看，主要分布在华东、二线城市，占比 39.7%，62.9%。

【中怡康时代：洗衣机市场的大局转变 | GfK 年报】年度变化趋势来看，洗衣机市场零售量和零售额规模在 2020 年双双大幅下滑，-9.3%和-6.5%，其中线下市场跌幅明显。关注到渠道零售额变化，线上市场逐步走高，在 10 月突破 158.6%的同比增长，线下市场则在 2 月-61.7%的深跌后逐步收窄跌幅。

【奥维云网：用户圈层化研究之“银发经济”带给家电产业的诗和远方】银发经济在中国普遍被认为具有良好的发展前景，2018 年时市场规模已达到 3.7 万亿元，预计 2021 年将达到 5.7 万亿元。为解决现行的家电产品与老年人需求的错配，应正视老年家电需求的一些典型性和特殊性，适当扩充适合老年人使用的家电品类，在产品设计上化繁为简切实地匹配老年人的真正需求。

【产业在线：多联机市场稳定扩张，四季度内销增长接近两成】多联机在 2020 全年呈现低开高反弹走势。二季度强势回暖后，三、四季度均保持上升势头，四季度内销规模达到 141.90 亿元，+18%。累计来看，2020 全年完成销售 552.12 亿元，其中内销达到 516.58 亿元，+4.35%。

【产业在线：2021 年制冷空调行业首份预测报告发布】2021 年中国制冷空调产业预计同比增长 5.6%。其中，在空调产品中，家用空调增长最高，同比增幅有望达到 6.6%，户式中央空调次之，大型冷水机组预计是不到 1%的微幅增长。而三大领域的制冷产品都将实现 5%以上的同比增长。

【中怡康时代：GfK 年报 | 中国彩电市场 2020 年总结&2021 年预测】根据 GfK 中怡康全渠道推总&预测数据，2020 年彩电电商规模占比达 63.2%，2021 年将上升至 65.2%。从产品属性来看，8K 市场空间巨大，预计 2021 年零售量将达到 12 万台。2019-2021 年，8K 彩电市场零售量 CAGR 将高达 183%。

【奥维云网：聚焦“加湿”，放眼“他品类”，加湿器的多元出路】2020 年，我国线上家用加湿器零售额规模接近 20 亿元，行业进入门槛低，目前头部品牌集中度较低，top3 品牌零售额集中度不足 40%。100 元左右成为加湿器最畅销价格，接近 80%需求集中在 50-200 元市场。

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 | 2019 |
| 000333 | 美的集团 | 买入 | 97.3 | 3.47 | 3.66 | 3.97 | 28 | 26.6 | 24.5 | 6.0 |
| 000651 | 格力电器 | 无评级 | 58.94 | 4.11 | 3.19 | 4.04 | 14 | 18 | 15 | 3.2 |

| | | | | | | | | | | |
|---------|---------|-----|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| 600690 | 海尔智家 | 未评级 | 33.68 | 1.25 | 0.89 | 1.11 | 27 | 38 | 30 | 5.9 |
| 1691.HK | JS 环球生活 | 买入 | 20.8 | 0.10 | 0.70 | 0.98 | 217 | 29.8 | 21.3 | 6.6 |
| 002032 | 苏泊尔 | 买入 | 80.84 | 2.34 | 2.25 | 2.58 | 35 | 36 | 31 | 9.9 |
| 002242 | 九阳股份 | 无评级 | 32.78 | 1.07 | 1.19 | 1.38 | 31 | 28 | 24 | 5.7 |
| 002705 | 新宝股份 | 买入 | 50.06 | 0.86 | 1.37 | 1.65 | 58 | 37 | 30 | 7.2 |
| 002959 | 小熊电器 | 买入 | 88.22 | 2.23 | 3.57 | 4.36 | 40 | 25 | 20 | 7.7 |
| 300824 | 北鼎股份 | 无评级 | 20.76 | 0.40 | 0.47 | 0.62 | 51 | 44 | 34 | 7.3 |
| 002508 | 老板电器 | 无评级 | 39.29 | 1.68 | 1.81 | 2.03 | 23 | 22 | 19 | 5.0 |
| 002677 | 浙江美大 | 无评级 | 20.5 | 0.71 | 0.81 | 0.97 | 29 | 25 | 21 | 9.8 |
| 002035 | 华帝股份 | 无评级 | 7.56 | 0.86 | 0.67 | 0.81 | 9 | 11 | 9 | 2.1 |
| 300894 | 火星人 | 买入 | 63 | 0.66 | 0.75 | 0.97 | 95.8 | 84.0 | 64.9 | 20.9 |
| 300911 | 亿田智能 | 无评级 | 49.35 | 1.23 | 1.37 | 1.76 | 40 | 36 | 28 | 5.2 |
| 605336 | 帅丰电器 | 无评级 | 28.9 | 1.65 | 1.44 | 1.66 | 18 | 20 | 17 | 1.6 |
| 603486 | 科沃斯 | 买入 | 119 | 0.21 | 0.89 | 2.01 | 557 | 134 | 59 | 25.5 |
| 600336 | 澳柯玛 | 无评级 | 6.87 | 0.24 | 0.34 | 0.43 | 28 | 20 | 16 | 2.6 |
| 603187 | 海容冷链 | 无评级 | 61.29 | 1.93 | 1.74 | 2.23 | 32 | 35 | 27 | 6.2 |

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 除美的集团、火星人、JS 环球生活、科沃斯、苏泊尔、新宝股份、小熊电器外, 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