

强于大市

集成灶的安装改造难吗？

集成灶、传统烟灶及嵌入式厨电安装改造解析

基于集成灶产品的强安装属性，以及与传统油烟机在产品结构、排烟口位置等方面的差异，集成灶产品的安装及改造难度成为市场担忧行业空间的因素。本文从新房装修、旧房改造两方面，通过对比安装集成灶与传统油烟机及嵌入式厨电产品的步骤，以进一步解析集成灶产品对于传统厨电产品的替代难度。对于新装修，提前做好烟道口的改造、设计好安装位置后，集成灶产品的安装难度较小；原有厨房更换集成灶，涉及改造烟道口与橱柜，改造难度与改造成本可控。另外，服务水平成为产品渗透率的坚实保障，严格、完备的服务体系，与线下庞大的经销网点体系，有助于品牌商快速响应消费者的购买、安装及售后需求。

- **集成灶行业空间广阔。**2020年集成灶销售额181亿元，销售量238万台，2015-2020年均复合增长率分别为30%和28%；2019年渗透率约11%。假设到2030年集成灶产品零售渠道渗透率40%、工程渠道渗透率提升至5%，全渠道渗透率达到32%，届时集成灶内销量将达到990万台，较2020年增长3.2倍。
- **新房装修中集成灶安装难度较小。**从集成灶产品的销售结构来看，集成灶产品销量中新增住房需求占比约90%，传统厨电产品销量中新增住房需求占比约70%，新房装修仍为需求的主流市场。我们详细拆解了传统烟灶与集成灶产品的安装步骤，对于新房装修，在确定使用集成灶后，确定集成灶产品型号尺寸，改造烟道口、预留插座孔、排烟管道以及燃气管道孔，整体装修难度较小。
- **原有厨房涉及烟道口及橱柜改造，改造难度及成本可控。**基于住宅销售套数增速趋于平稳、厨电产品固有的更新周期、及人民生活水平提高对产品的迭代需求，预期更新需求占比将不断提升。集成灶产品在现有厨房的更新改造，主要涉及烟道口与橱柜改造与重新布线，改造难度并不大。改造过程中会对原有橱柜形成破坏，消费者需支付拆卸费用、新橱柜购置及安装费用。我们对换了更换集成灶与仅新安装嵌入式厨电，在不考虑整体厨房橱柜更换的前提下，两者改造成本相近。当前主要集成灶厂家均涉及橱柜生产销售业务，与集成灶产品形成较好的协同效应。
- **服务水平成为产品渗透率的坚实保障。**行业头部集成灶品牌建立了较为严格、完备的服务体系，且线下庞大的经销网点体系，有助于品牌商快速响应消费者的购买、安装及售后需求，提供系统专业的售前、售后服务，利于改善产品的用户体验。

投资建议

- 集成灶产品端优势明显，行业成长空间广阔。在新房装修中集成灶安装难度较小；在原有厨房中，虽涉及烟道口及橱柜改造，但整体改造难度及成本可控。头部集成灶品牌建立了较为严格、完备的服务体系，与线下庞大的经销网点体系，有助于先发头部品牌把握市场机遇进一步提升市场竞争力。推荐：火星人、浙江美大、亿田智能、帅丰电器。

评级面临的主要风险

- 房地产行业波动；集成灶产品创新；原材料价格波动；市场竞争加剧。

相关研究报告

《家电社零&地产数据点评：21M1-2：地产竣工销售数据持续改善，家电内销复苏趋势不改》20210317

《21M2 家电月度数据点评：线下零售持续复苏，终端均价上行缓解原材料上涨压力》20210310

《家电行业陆股通持仓点评：21M2：陆股通持股比例环比提升，持续看好需求景气度向上的必选家电板块》20210301

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

家用电器

证券分析师：孙谦

(8621)20328348

qian.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520070001

证券分析师：张译文

(8621)20328764

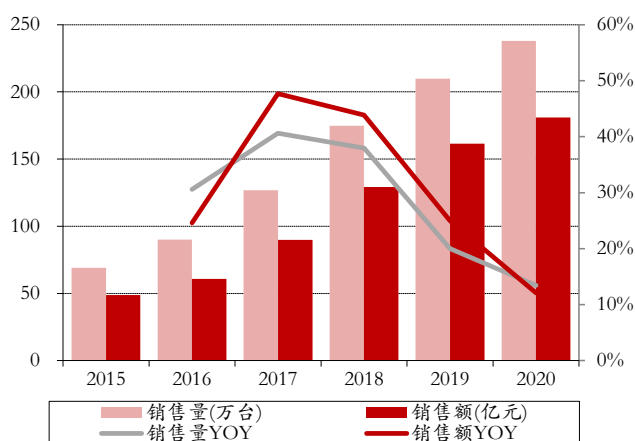
yiwen.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090004

1 前言

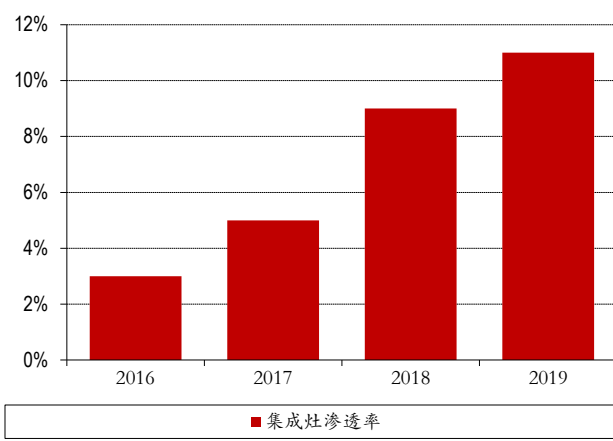
集成灶产品问世至今已有近 20 年的发展历史，在经历多次产品技术迭代，市场规模不断提升。2020 年集成灶销售额 181 亿元，销售量 238 万台，2015-2020 年均复合增长率分别为 30% 和 28%；2019 年渗透率约 11%。集成灶产品端优势及对现代厨房结构与消费者使用痛点的解决，成为行业规模增长的关键因素：1) 高油烟吸净率，满足健康烹饪与开放式厨房需求。2) 集成化结构，满足多元化烹饪工具需求，较好地解决了厨房面积较小与消费者对于新兴厨电品类需求上升的矛盾。3) 集成灶具有较强的安装属性，服务优势丰富产品使用体验。

图表1. 2015-2020E 集成灶行业规模：行业规模持续提升，至 2020 年销售额达 181 亿元



资料来源：中怡康，中银证券

图表2. 2016-2019 年集成灶产品渗透率：产品渗透率不断提升，至 2019 年渗透率达 11%



资料来源：帅丰电器招股说明书，中银证券

我们预期集成灶产品渗透率有望持续提升，假设到 2030 年集成灶产品零售渠道渗透率 40%、工程渠道渗透率提升至 5%，全渠道渗透率达到 32%，届时集成灶内销量将达到 990 万台，较 2020 年增长 3.2 倍。具体参考此前发布的《集成灶行业深度报告-厨电行业的高成长赛道》。

图表3. 集成灶行业理论规模测算

指标	单位	2017A	2018A	2019A	2020A	2025E	2030E
油烟机内销量	万台	1,887	1,793	1,743	1,645	2,340	3,116
零售渠道	万台	1,776	1,659	1,541	1,364	1,810	2,384
工程渠道	万台	111	133	202	281	530	732
集成灶渗透率(%)		6	9	11	13	22	32
零售渠道(%)		7	10	12	15	28	40
工程渠道(%)		0	0	1	1	3	5
集成灶内销量	万台	127	175	210	238	512	990
YOY(%)		0	38	20	13	19	9
零售渠道	万台	127	174	209	237	499	953
YOY(%)		0	38	20	13	19	9
工程渠道	万台	0	1	1	1	13	37

资料来源：产业在线，中怡康，万得，中银证券

基于集成灶产品的强安装属性，以及区别于传统油烟机在产品结构、排烟口位置等方面的差异，市场难免担忧集成灶产品的安装及改造难度是否会影响集成灶产品的渗透率水平？

从集成灶产品的销售结构来看，集成灶产品销量中新增住房需求占比约 90%（2020-11-12 浙江美大投资者调研），新房装修仍为需求的主流市场；而随着厨电保有量的提升，更新需求占比将逐步提升。本文将主要从新房装修、旧房改造两方面，通过对比安装集成灶与安装传统油烟机及嵌入式厨电产品的步骤，以进一步解析集成灶产品对于传统厨电产品的替代难度。

2 新房装修：集成灶产品安装难度较小

我们详细拆解了传统烟灶与集成灶产品的安装步骤，对于新房装修，在确定使用集成灶后，确定集成灶产品型号尺寸，预留插座孔、排烟管道以及燃气管道孔即可，整体装修难度较小。

2.1 传统烟灶：分体安装

1) **确定气源。**不同气源种类之间不能通用，否则容易发生火灾或爆炸，确定厨房的气源类型，与相匹配气源的产品。

2) **确定燃气灶安装位置。**参考方太燃气灶安装说明书，燃气灶安装位置与其他电器及家具应保持安全距离：燃气灶灶面边缘距水槽的净距离不应小于 200mm，灶具背面距离墙壁不少于 150mm，侧面与墙净距不少于 200mm，如果燃气灶离墙壁太近，则导致稍微大点的锅具难以放下影响烹饪；若墙面属易燃材料，须加贴隔热防火层，防火层多出灶面两端及灶具以下部分应不少于 100mm，多出灶具以上部分应不少于 800mm。

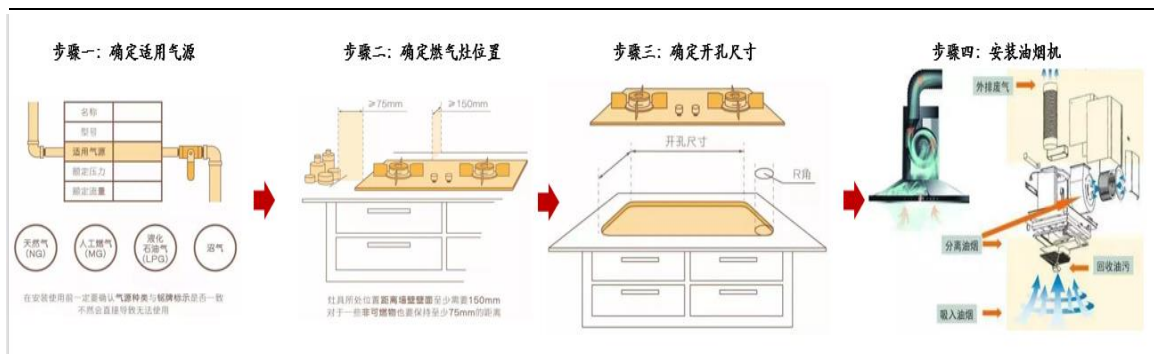
3) **确定燃气灶开孔尺寸。**燃气灶本身的尺寸影响到橱柜面板要打多大的孔，所以在装橱柜的时候就要确定好燃气灶的类型以及具体的型号。

4) **安装灶具、连气通电并检查气密性。**开孔完成后，将灶具放入，装上火盖和锅支架。装好燃气灶之后，装电池通电，并连接软管通气。检查好气密性与安全性之后即可使用。

5) **安装烟机。**油烟机的安装位置在灶具正上方与灶具在同一轴心线上，顶吸式油烟机底端高度距离灶面为 65-75cm，侧吸式油烟机底端至灶面为 35-45cm。确定吊片安装位置后，就用冲击钻在安装位置钻好深度为 8cm 左右的孔，将膨胀管压入孔内，将吊片固定，安装油烟机。

6) **安装排烟管。**将排烟管一头插入止回阀出风口内外圈之间槽口，用螺钉紧固。另一头通入公用烟道，连接止回阀，避免回灌。

图表4. 安装传统油烟机示意图



资料来源：GDBOSS 厨卫，中银证券

2.2 集成灶：改造烟道口，整体安装

因集成灶产品的排烟方式与传统烟机不同，新房装修时需提前设计排烟管与预留电源等设备。

1) **改造烟道口。**传统居民楼的公共烟道，是从底层到高层贯通的方形空心管道井，最后将出口设置在顶楼。集成灶是直接通过灶台周边将油烟吸走，然后通过下方的排烟口排入公共烟道，此时需要在烟道底部重新开孔。

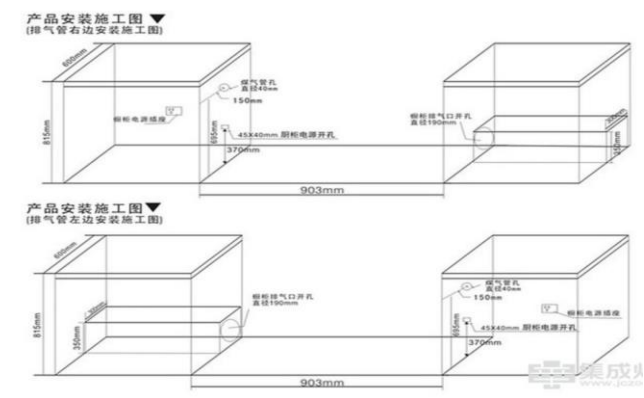
2) **设计排烟管。**集成灶的排烟管位于侧面下部靠墙的位置，集成灶的排烟管直径较大，设计时应着重考虑排烟管跟橱柜的结合问题以及以后的维修拆卸问题。如果可以直接从墙面打孔，那么可以在集成灶的后面打孔，直接排到墙外。这样对橱柜的安装没有大的影响，维修拆卸也比较方便。如果需要走烟道，那么应该让集成灶尽量靠近烟道，以减少其烟道过长而影响多个橱柜使用。

3) **气源设计。**集成灶的进气管可以调整左右，但是位置都位于侧面的下方靠墙的角上。设计的时候应该着重考虑集成灶的进气和散气设计，以及需要维修的时候气管的拆卸方便性。进气方面，在气表处应该确保有开关阀门；散气方面，可以在附近的裙板上安装通风孔。

4) **电源预留。**通常电源会预留在集成灶旁边的橱柜后面或侧板上，以避免插座加插头的厚度可能会使集成灶突出门板之外，影响安装效果；或集成灶的玻璃盖板掀起后会遮蔽插座无法使用等情况。

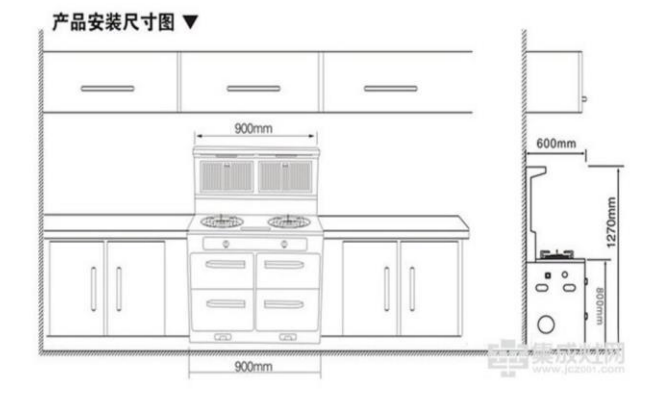
5) **台面安装。**为方便使用，通常集成灶两侧的台面在加工时适当的放长 5mm 左右；集成灶安装简单，无需安装烟机吊片等设备。

图表5. 排气管左右安装示意图



资料来源：中国集成灶网，中银证券

图表6. 集成灶安装示意图



资料来源：中国集成灶网，中银证券

3 厨房改造：涉及烟道口及橱柜改造

据住房和城乡建设部最新数据显示，2020年1-11月，全国新开工改造城镇老旧小区3.97万个，惠及居民近725万户。2019年以来，全国已开工改造城镇老旧小区5.8万个，惠及居民1043万户。2020年中央经济工作会议提出，“要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造”，推动城镇老旧小区改造，建设生活便捷、和谐包容、充满活力的居住社区，为人民群众提供高品质的生活空间，是实施城市更新行动的重要抓手和突破口。基于住宅销售套数增速趋于平稳、厨电产品固有的更新周期、及人民生活水平提高对产品的迭代需求，预期更新需求占比将不断提升。

对于现有厨房的更新改造，主要涉及烟道口改造与橱柜改造，改造难度并不大，但改造过程中会对原有橱柜形成破坏，消费者除支付拆卸费用外，需支付新橱柜购置及安装费用，较为适合对于整体厨房改造具有一定需求的消费者。

3.1 原有厨房中安装集成灶产品

改造烟道口：与新房装修相似集成灶产品涉及烟道口的改造，实操中需要注意：1) 公共管道离集成灶的距离要控制在 2 米以内，至少要预留 20 公分。2) 如果住户自家使用的集成灶，而楼下住户用的传统油烟机，排烟距离很近。为了防止在使用过程中油烟倒灌，需要在下方烟孔安装止逆阀。

改造橱柜：安装集成灶前需将下方橱柜拆除，拆除橱柜的宽度由所装集成灶的大小来决定，另外为方便集成灶的定期检测，需预留相应橱柜位置。因集成灶无需占用顶层橱柜，可重新购置安装形式尺寸相匹配的顶层橱柜。

从改装成本来看，我们咨询了浙江美大天猫官方旗舰店的客服，了解到消费者在购买集成灶后，厂家免费配送、安装，但打孔及拆旧项目需要付费，因此我们大致计算了集成灶改造支出：1) **下排烟道口的重新打孔费用约 100-200 元**，具体根据墙体厚度决定；2) **橱柜拆卸费用约 200-500 元**，拆卸费用因地而异，也根据住户家里的装修情况决定；3) **新橱柜购置及安装：**如果住户想要将旧橱柜完全拆卸并重新安装新橱柜费用大致 2000-3000 元/米，整体橱柜按 3-4 米计算，橱柜费用在 1-1.5 万，但具体费用根据选材及厨房面积决定。若以集成灶 1 万均价计算，那么整体厨房改造安装成本在 2-3 万左右。

3.2 原有厨房中仅安装嵌入式厨电

我国房屋结构中，中小户型住宅为绝对主体，且城市级别越高，中小户型住宅占比越高。根据克而瑞地产研究，2019 年一线/二线/三四线样本城市中，中小户型住宅成交套数占比分别为 92%/88%/87%，而中小户型住宅的厨房可用空间普遍偏小，对厨房用具的选择、布局有一定限制。**消费者对厨房烹饪工具的多元化需求在上升。**随着 90 后、95 后逐渐成为市场消费主力，其生活态度和生活习惯与上一辈正发生着较大的改变，他们对多元化、健康化及便捷化烹饪习惯的转变，使得蒸烤箱、洗碗机等新品类在我国迎来蓬勃的发展机遇，领跑整个厨电行业。**集成灶产品的集成化设计，节省厨房空间，较好地解决了厨房面积较小与消费者对于新兴厨电品类需求上升的矛盾。**下文，我们进一步对比了单独安装嵌入式厨电与集成灶产品的步骤与改造成本，以分析在原有厨房中集成灶产品的安装改造难度。

如果消费者不计划更换为蒸烤箱一体式集成灶而是安装一个嵌入式蒸烤箱配合传统烟灶使用，嵌入式蒸烤箱需要事先预留槽口和布线，较适合于新房等待装修或者旧房准备重新装修的家庭。

对于嵌入式厨电的安装来说，安装位置的确定要求较高。嵌入式蒸烤一体机的电路、通风、散热口等均要作特殊布局处理，1) 保证安装位置平稳并确保橱柜底板必须能承重至少 60kg，材料则要能承受住 100℃ 以上的高温，因此最好不要安装在高柜高部或吊柜；2) 确保烤箱、蒸箱的散热效率，一般不建议将嵌入式蒸烤箱放在灶具下方，机器贯流风机散热时间长，会损坏灶具进气管，具有安全隐患。目前主流集成灶产品已对下体嵌入式蒸烤产品的散热问题进行了良好改良；若紧挨其他电器最好设置隔热板，以免损坏其他电器产品。嵌入式烤箱后部至少预留 45mm，前部预留 80cm 以上空间，利于散热与充分通风。

图表7. 嵌入式厨电安装对位置的要求较高



资料来源：厨电新观察，中银证券

安装成本方面。安装嵌入式厨电需要支付的费用包括：1) 装修拆卸费：如拆除旧电器，重新设计电路、通风口等，具体装修费用根据住户所在地区及装修风格决定，需要住户自己咨询当地的装修公司；2) 新橱柜购置及安装费用：由于嵌入式蒸烤箱对橱柜尺寸有较大的要求，因此一般需要重新定制橱柜。若不考虑重新装修厨房，仅对原有厨房的改造，则改造成本较小。

3.3 厨房改造方案对比总结

通过对比厨房改造两个方案，从装修难易程度来看，安装集成灶与嵌入式厨电均涉及到对原有橱柜的改造与重新布线，安装集成灶需要对烟道口改造，而嵌入式厨电对安装位置的选取较为严格。从费用来看，本文暂不讨论厨电产品本身的价格，仅从改造费用来看，不考虑整体厨房橱柜更换的前提下，集成灶与嵌入式厨电的安装改造成本相近。

图表8. 集成灶与嵌入式厨电安装改造费用对比

集成灶		嵌入式厨电	
烟道口打孔	100-200元	橱柜拆卸	200-500元
橱柜拆卸	200-500元	重新设计电路、通风口	根据住户所在地区及装修风格决定
集成灶安装费用	厂家承担	嵌入式厨电安装费用	厂家承担
橱柜安装	3000元/平米	橱柜安装	3000元/平米
整体厨房橱柜	10000-15000元		

资料来源：天猫商城，中银证券

通过对比安装集成灶与安装传统油烟机与嵌入式厨电产品的步骤，集成灶产品在对传统厨电产品的替代难度较小。对新装修厨房安装集成灶产品来看，提前做好烟道口的改造、设计好集成灶的安装位置后，集成灶产品的安装难度较小；对原有厨房更换集成灶产品来说，涉及改造烟道口与橱柜的步骤，改造难度与改造成本可控。当前主要集成灶厂家均涉及橱柜生产销售业务，与集成灶产品形成较好的协同效应。

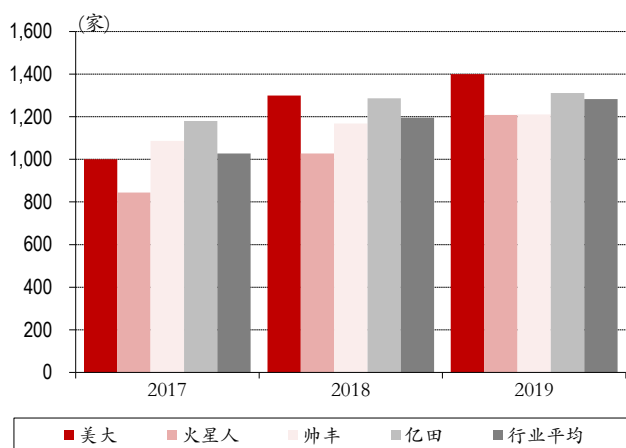
4 服务力将成为品牌的重要壁垒

集成灶产品的安装改造的难度及成本可控，很大程度是建立在品牌的服务水平及响应能力上。对于安装属性较强的产品，服务力将成为品牌的重要壁垒。目前集成灶头部品牌建立了较为严格、完备的服务体系，且线下庞大的经销网点体系，有助于品牌高快速响应消费者的购买、安装及售后需求，提供系统专业的售前、售后服务，有利于增强用户体验，进一步提高品牌市占率。

从服务水平来看：1) 浙江美大：公司负责对售后服务人员进行培训，经公司培训考核合格后方可持证上岗，为消费者提供完善、便捷的售后服务，使消费者可以更加放心地购买和使用美大的产品；2) 火星人：公司秉承“极速响应，一次就好”的口号，围绕“极速响应、热情规范、专业高效、创造感动”的目标，创立了具有竞争力的服务品牌——火星人极速服务小哥。公司积极落实“4小时极速修”、“12小时快速修”等售后服务政策，并建立了24小时售后服务热线，随时为客户答疑解惑。3) 亿田智能：将售后服务视作新的营销起点，努力践行“用户满意是唯一标准”的服务理念，并建立了完善的用户服务管理体系。为快速响应客户需求、提高服务效率，公司设立了专门的售后服务部门，配备了专业的售后服务团队，为客户提供更加良好的技术支持和售后服务。

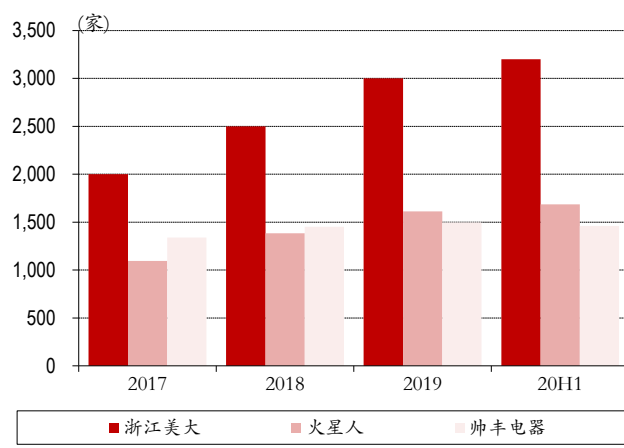
从经销商及网点数量来看：集成灶主要品牌经销商及网点数量逐年增加，对于安装、售后属性较强的行业来说，线下较高的网点覆盖率为品牌提供了较强的服务保障优势。1) 浙江美大：目前浙江美大的经销商及网点数量行业领先，截至 2019 年末公司一级经销商 1400 个，营销网点 3000 家，高于同行水平。2) 火星人：火星人持续推进经销渠道的纵向延伸与横向拓展，公司不断推进经销渠道下沉至三、四线城市，加密巩固经销网络。对于已有经销商运营的地级市，公司进一步划分商业区块引进新经销商。公司经销商数量由 2017 年初的 658 家，增加到 2020 年 6 月末的 1,242 家，年均复合增长率为 22.45%；门店数量由 2017 年初的 761 家增加到 2020 年 6 月末的 1,687 家。3) 亿田智能：深耕国内市场，把握市场发展机遇，利用品牌、质量、设计等优势，积极布局营销网络，以市县为主要单位招募经销商，采取渠道下沉管理策略对集成灶产品市场进行布局，以实现更广泛的市场覆盖，截至 2020 年 6 月末，公司共有 1,383 家经销商，产品销售网络覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）。4) 帅丰电器：公司不断加大对线下分销业务的投入，招募优质经销商，截至 2020 年 3 月末公司拥有经销商 1204 家，线下门店 1459 家。

图表9. 2017-2019 年集成灶主要品牌经销商数量：主要集成灶品牌经销商数量不断增加



资料来源：各公司招股说明书，浙江美大年报，中银证券

图表10. 2017-20H1 集成灶主要品牌门店数量：主要集成灶品牌门店数量不断增加



资料来源：各公司招股说明书，浙江美大年报，中银证券

5 风险提示

受房地产行业波动影响的风险

厨房电器行业的景气程度与房地产行业的关联性较高。房地产行业未来调控方向和调控力度具有较高的不确定性，如果调控政策导致房地产市场交易长期低迷，住房装修及厨房电器需求将相应减少，从而将对行业内公司生产经营带来不利影响。因此，公司存在因房地产行业波动导致业绩下降的风险；

持续技术创新风险

目前集成灶行业正处于快速发展阶段，消费者对集成灶产品的消费需求逐步提升，如果公司对技术、产品和市场的发展趋势不能正确判断，对行业关键技术、需求的发展动态不能及时掌控，无法根据社会和客户的需求及时进行产品或技术更新，将导致行业内公司的市场竞争力下降；

主要原材料价格波动风险

行业主要原材料为各类板材、燃气配件、电器及配件、五金件以及玻璃配件等，若未来主要原材料价格出现持续大幅上升，将不利于公司的成本控制，进而影响行业内公司盈利水平；

市场竞争加剧的风险

集成灶行业规模的快速扩张以及相对较高的利润水平，吸引了大量企业进入本行业，行业竞争日益激烈。此外，主要传统烟灶生产厂商目前尚未深入涉足集成灶行业，未来其一旦全面进入，将凭借强大的资金、品牌和渠道优势，对现有集成灶专业生产厂商形成冲击，从而可能改变集成灶行业竞争格局，导致公司面临市场竞争加剧风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371