

强于大市

集成灶产品性价比高吗？

集成灶、传统烟灶+嵌入式厨电价格及性能比较

集成灶产品均价相对较高，市场难免担忧集成灶产品的价格是否会影响集成灶产品的渗透率水平？本文将主要从集成灶及传统烟灶及嵌入式厨电的价格、性能方面对比，以进一步验证集成灶未来市场渗透率。

- **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。
- **集成灶与分体式厨电价格对比，线下均价基本相当，线上集成灶产品均价不具备优势。**根据奥维云网数据，集成灶产品在线下渠道的产品价格与分体式产品价格基本相当，而传统厨电线上渠道布局较集成灶品牌更为完善，品牌竞争也相对更加激烈，集成灶产品在线上不具备价格优势。以烟灶蒸烤系列产品为例：线下渠道：20M4-21M1烟灶蒸烤式集成灶均价13617元，分体式购买烟+灶+嵌入式电蒸烤箱均价13229元；线上渠道：20M4-21M1烟灶蒸烤式集成灶均价在4910元左右，分体式购买烟+灶+嵌入式电蒸烤箱均价6279元。若考虑集成灶产品可节省一米橱柜，其相对传统厨电在线上线下的价格具有较为明显的优势。
- **产品性能优势明显，是集成灶产品渗透率提升的保障。**从性能角度，集成灶在控烟能力、节省空间、降噪等方面具有较为明显的优势，同时对于消费者担忧的油烟机清洁问题，头部集成灶品牌升级自清洁功能以提高产品体验感。1) 高油烟吸净率，满足健康烹饪与开放式厨房需求。2) 空间利用率高，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) 噪音较小，风机位于灶台之下，拉大了噪音源与人耳距离。4) 通过蒸汽清洗与电热清洗方法，解决清洁痛点。

相关研究报告

《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》20210322

《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

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

投资建议

- 集成灶行业成长空间广阔，在油烟吸净率、空间节省及降噪等产品端的优势明显。线下渠道集成灶产品价格与分体式厨电产品价格基本相当，若考虑集成灶产品可节省一米橱柜的情形下，其相对传统厨电在线上线下的价格具有较为明显的优势。在行业规模扩大，消费者教育推进过程中，品牌意识崛起，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。

目录

1 前言	4
2 集成灶与分体式厨电产品均价对比	5
2.1 集成灶与分体式厨电产品：线下产品均价基本相当，线上分体式产品均价更低	5
2.2 集成灶与方太集成烹饪中心产品相比，价格优势较大	6
2.3 考虑集成灶节省下方一米橱柜情形，集成灶价格优势明显	8
3 集成灶产品性能优势较为明显	9
3.1 油烟吸净率高	9
3.2 空间利用率高	10
3.3 集成灶产品噪音相对较小	11
3.4 集成灶品牌推出自动清洗功能以解决清洁痛点	11
4 风险提示	13

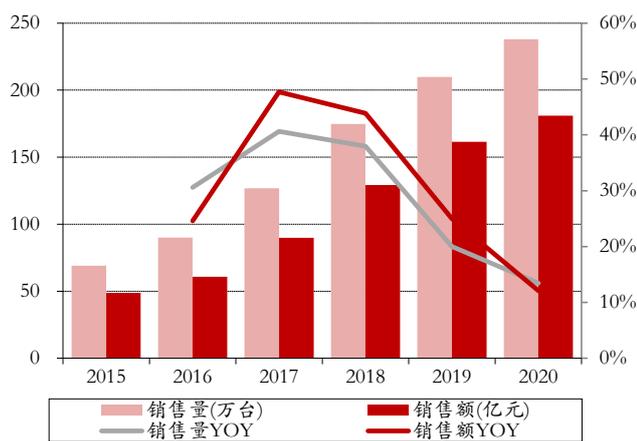
图表目录

图表 1. 2015-2020 年集成灶行业规模：行业规模持续提升，至 2020 年销售额达 181 亿元.....	4
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%	4
图表 3. 集成灶行业理论规模测算.....	4
图表 4. 烟灶消式集成灶与分体式购买线下价格对比（采用 20M4-21M1 均价）：集成灶溢价率 0.83%.....	5
图表 5. 烟灶消式集成灶与分体式购买线上价格对比（采用 20M4-21M1 均价）：集成灶溢价率 74.20%.....	5
图表 6. 烟灶蒸式集成灶与分体式购买线下价格对比（采用 20M4-21M1 均价）：集成灶溢价率-3.56%.....	6
图表 7. 烟灶蒸式集成灶与分体式购买线上价格对比（采用 20M4-21M1 均价）：集成灶溢价率 41.26%.....	6
图表 8. 烟灶蒸烤一体式集成灶与分体式购买线下价格对比（采用 20M5-21M2 均价）：集成灶溢价率-8.63%	6
图表 9. 烟灶蒸烤一体式集成灶与分体式购买线上价格对比（采用 20M5-21M2 均价）：集成灶溢价率+34.30%	6
图表 10. 方太集成烹饪中心产品展示	7
图表 11. 方太集成烹饪中心和集成灶排烟方式不同.....	7
图表 12. 集成灶畅销机型与方太烹饪中心价格对比	7
图表 13. 方太烹饪中心单独部件价格	7
图表 14. 集成灶产品与分体式购买传统厨电（考虑一米橱柜）价格对比（单位：元）	8
图表 15. 集成灶负压口位置更近.....	9
图表 16. 火星人设计独特的拢烟结构有效解决跑烟问题.....	9
图表 17. 重点监测城市普通住宅项目各面积段成交套数占比：中小户型住宅为绝对主体.....	10
图表 18. 集成灶空间利用率更高	10
图表 19. 传统烟灶噪声源位置.....	11
图表 20. 集成灶噪声源位置.....	11
图表 21. 集成灶自清洁功能.....	11

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. 2015-2020 年集成灶行业规模：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

集成灶产品均价相对较高，市场难免担忧集成灶产品的价格是否会影响集成灶产品的渗透率水平？本文将主要从集成灶及传统烟灶及嵌入式厨电的价格、功能方面对比性价比，以进一步验证集成灶未来市场渗透率。

2 集成灶与分体式厨电产品均价对比

从产品结构来看，目前集成灶产品主要以烟灶消、烟灶蒸及烟灶蒸烤产品为主。集成灶众品牌持续进行技术升级，丰富产品结构、提高产品性能，由烟灶柜款逐步向烟灶消、烟灶蒸及蒸烤一体款升级。我们选择烟灶蒸、烟灶消及烟灶蒸烤三种类型的集成灶与分体式购买油烟机、燃气灶、消毒柜、蒸烤箱等传统厨电的线上线下均价。

2.1 集成灶与分体式厨电产品：线下产品均价基本相当，线上分体式产品均价更低

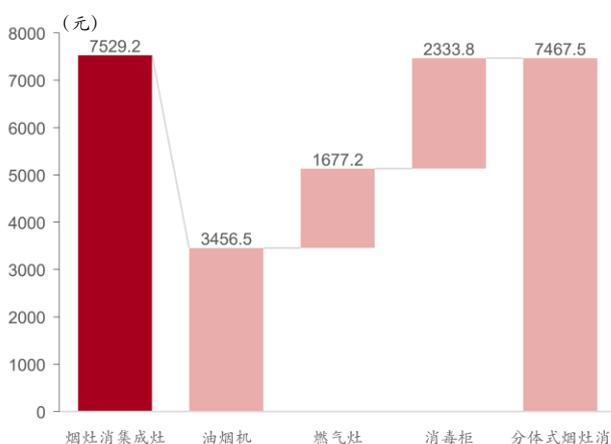
从奥维云网统计的产品零售均价来看，线下渠道，集成灶产品相对分体式产品价格基本相当，烟灶消/烟灶蒸/烟灶蒸烤式集成灶相对分体式产品的溢价率分别为 0.83%/-3.56%-8.63%；线上渠道，集成灶产品相对分体式产品价格较高，烟灶消/烟灶蒸/烟灶蒸烤式集成灶相对分体式产品的溢价率分别为 74.20%/41.26%/34.30%。（集成灶溢价率=集成灶产品价格/分体式产品价格-1）

1) 烟灶消产品：线下渠道：20M4-21M1 烟灶消式集成灶均价 7529 元，分体式购买烟+灶+消毒柜均价 7466 元，集成灶相对分体式的溢价率是 0.83%；线上渠道：20M4-21M1 烟灶消式集成灶均价在 4886 元左右，分体式购买烟+灶+消毒柜均价 2805 元，集成灶相对分体式的溢价率是 74.20%。

2) 烟灶蒸产品：线下渠道：20M4-21M1 烟灶蒸式集成灶均价 11845 元，分体式购买烟+灶+嵌入式电蒸箱均价 12282 元，集成灶相对分体式的溢价率是-3.56%；线上渠道：20M4-21M1 烟灶蒸式集成灶均价在 8795 元左右，分体式购买烟+灶+嵌入式电蒸箱均价 6226 元，集成灶相对分体式的溢价率是 41.26%。

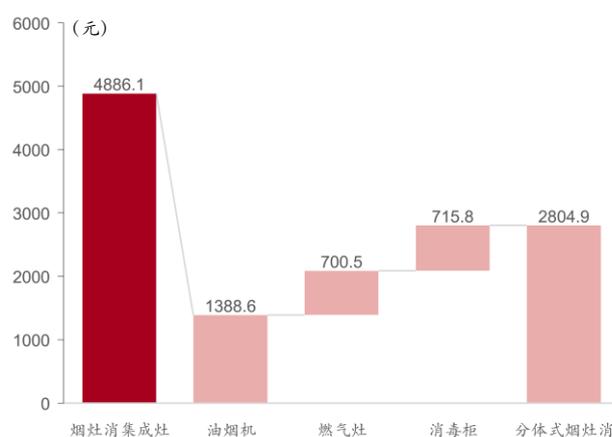
3) 烟灶蒸烤产品：线下渠道：20M4-21M1 烟灶蒸烤式集成灶均价 13617 元，分体式购买烟+灶+嵌入式电蒸烤箱均价 13229 元，集成灶相对分体式的溢价率是 2.16%；线上渠道：20M4-21M1 烟灶蒸烤式集成灶均价在 4910 元左右，分体式购买烟+灶+嵌入式电蒸烤箱均价 6279 元，集成灶相对分体式的溢价率是-21.81%。

图表 4. 烟灶消式集成灶与分体式购买线下价格对比(采用 20M4-21M1 均价)：集成灶溢价率 0.83%



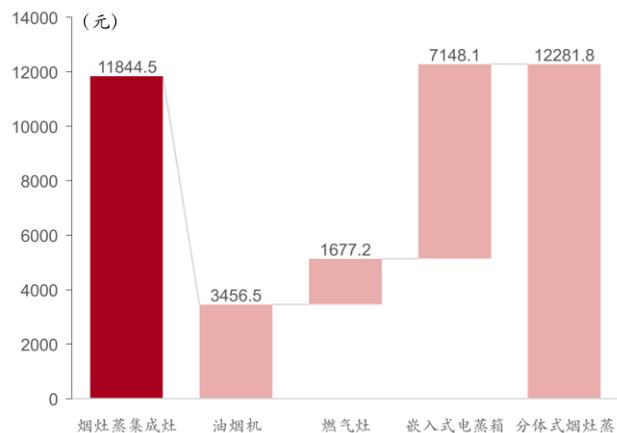
资料来源：奥维云网，中银证券

图表 5. 烟灶消式集成灶与分体式购买线上价格对比(采用 20M4-21M1 均价)：集成灶溢价率 74.20%



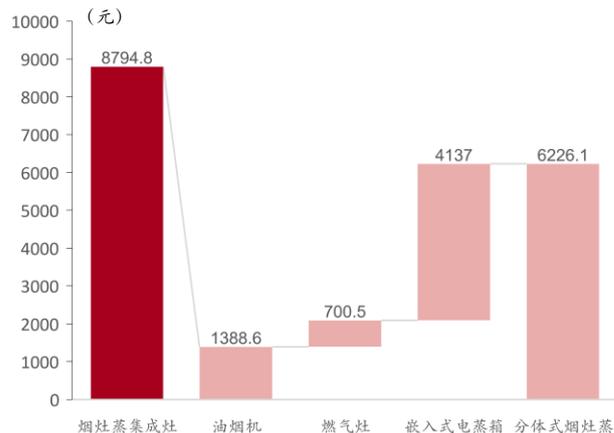
资料来源：奥维云网，中银证券

图表 6. 烟灶蒸式集成灶与分体式购买线下价格对比(采用 20M4-21M1 均价)：集成灶溢价率-3.56%



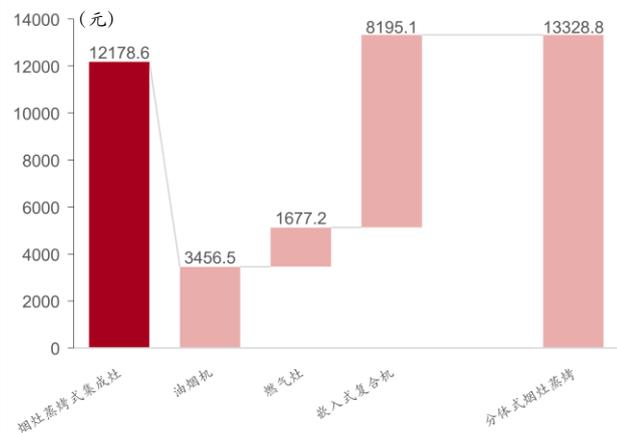
资料来源：奥维云网，中银证券

图表 7. 烟灶蒸式集成灶与分体式购买线上价格对比(采用 20M4-21M1 均价)：集成灶溢价率 41.26%



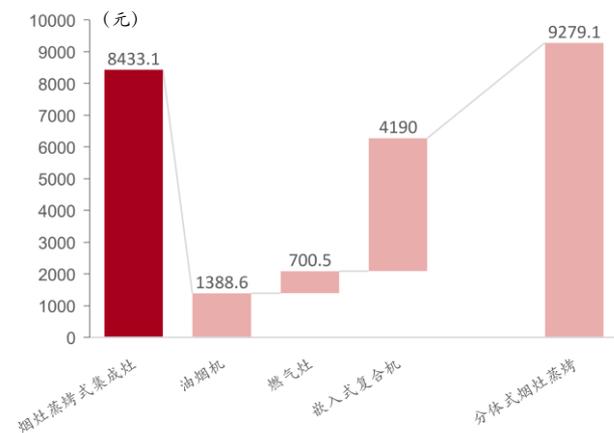
资料来源：奥维云网，中银证券

图表 8. 烟灶蒸烤一体式集成灶与分体式购买线下价格对比(采用 20M5-21M2 均价)：集成灶溢价率-8.63%



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 9. 烟灶蒸烤一体式集成灶与分体式购买线上价格对比(采用 20M5-21M2 均价)：集成灶溢价率+34.30%



资料来源：奥维云网，中银证券

2.2 集成灶与方太集成烹饪中心产品相比，价格优势较大

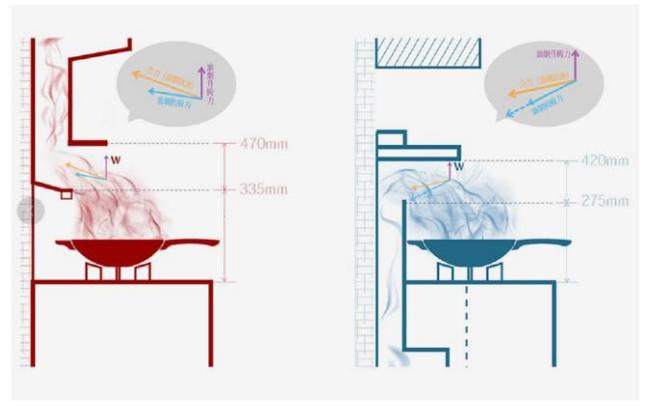
随着近吸、集成概念在厨电市场关注度的提升，传统厨电也推出近似概念产品以进一步提升市场份额。2019 年方太推出第一代集成烹饪中心，其以有别于集成灶的排烟设计、空间实用性和节能降噪，在同质化的集成厨电市场激起千层浪。方太集成烹饪中心采用上排烟方式，将进烟口设计在台面上方 335mm 高、900mm 宽，这个高宽能实现在油烟源点上方大面积拢吸油烟。另外，方太集成烹饪中心将油烟机、燃气灶、蒸箱、烤箱、蒸烤一体五合一，给用户带来整体的厨房烹饪解决方案。

图表 10. 方太集成烹饪中心产品展示



资料来源：方太官网，中银证券

图表 11. 方太集成烹饪中心和集成灶排烟方式不同



资料来源：华商韬略公众号，中银证券

我们选择火星人、浙江美大、帅丰品牌蒸烤一体式集成灶以及方太烟灶蒸烤式集成烹饪中心进行价格对比，火星人、美大官方旗舰店蒸烤一体灶均只有 1 个型号，帅丰旗舰店则有 3 个型号，价格在 1 万元上下，方太集成烹饪中心(烟灶蒸烤系列)价格为 2 万元左右，相比来说集成烹饪中心价格水平更高，偏向于高端市场。

图表 12. 集成灶畅销机型与方太烹饪中心价格对比

公司名称	型号	天猫旗舰店价格 (元)	集成灶溢价率(%)
方太集成烹饪中心	X1S+X2.iA	20080	
	X2A+X2.iA	18300	
	X1A+X2.iA	19800	
火星人蒸烤一体集成灶	E5BC01	11799	(41.24)
浙江美大蒸烤一体集成灶	X9ZK	11999	(40.24)
帅丰电器蒸烤一体集成灶	U1M-7B-90T	12880	(35.86)
	U7-7B-907	11880	(40.84)
	U7-7B-80T	10980	(45.32)

资料来源：方太、火星人、浙江美大、帅丰电器天猫官方旗舰店，中银证券

注：集成灶溢价率是与 X1S 款方太集成烹饪中心比较得出，集成灶溢价率=集成灶价格/方太集成烹饪中心价格-1

图表 13. 方太烹饪中心单独部件价格

抽油烟机型号	价格 (元)	集成烹饪机型号	价格 (元)
X1S	7599	X2.iA	12999
X2A	7720	X2Z.i	10499
X1A	7299	X1	6679

资料来源：方太集成烹饪中心官方旗舰店，中银证券

2.3 考虑集成灶节省下方一米橱柜情形，集成灶价格优势明显

集成灶产品在安装时可节约下方一米橱柜的价格，假设橱柜单价 3000 元，在此情形下，集成灶产品相对分体式产品的价格优势明显。

图表 14. 集成灶产品与分体式购买传统厨电（考虑一米橱柜）价格对比（单位：元）

		集成灶	分体式购买（考虑橱柜）	集成灶溢价率(%)
线下	烟灶消	7529	10468	(28.07)
	烟灶蒸	11845	15282	(22.49)
	烟灶蒸烤	12179	16329	(25.42)
线上	烟灶消	4886	5805	(15.83)
	烟灶蒸	8795	9226	(4.67)
	烟灶蒸烤	8433	9729	(9.12)

资料来源：奥维云网，中银证券

3 集成灶产品性能优势较为明显

对比集成灶与分体式厨电，集成灶在控烟能力、节省空间、降噪等方面具有较为明显的优势，同时对于消费者担忧的油烟机清洁问题，头部集成灶品牌升级自清洁功能以提高产品体验感。

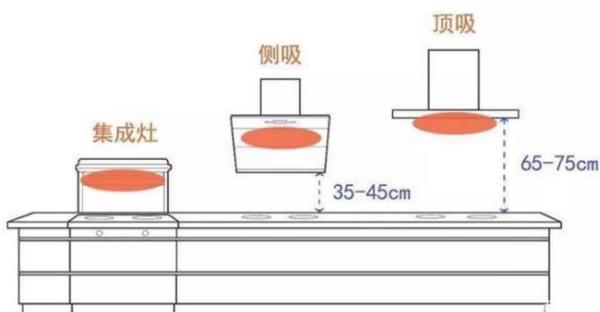
3.1 油烟吸净率高

集成灶相对于传统烟机，**油烟吸净率优势明显**，集成灶的吸烟腔相比传统烟灶要更接近烟源，可有效提高油烟吸净率及油脂分离度，据中商产业研究院数据集成灶油烟吸净率可达 95%以上（中商产业研究院，2020 年集成灶行业市场发展前景及投资研究报告），油脂分离度高可有效减少机器内的油污附着延长机器寿命，同时减少油脂的大气排放。集成灶产品油烟吸净率较高的原因主要有以下几个因素：

1) **集成灶负压口离油烟产生的位置更近，吸油烟效果更好。**油烟在产生之后会经过收缩升腾和混合扩散；吸烟装置的风口距离油烟产生位置越近，吸烟效果就越好。传统油烟机的吸烟距离一般在 65cm 高度，位于油烟扩散区以上，已经开始扩散的油烟将很难被全部吸收。而集成灶运用微空气动力学原理，采用侧吸下排方式吸烟，电机位置在主机体下方，吸烟距离只有 15-30cm，这个高度被称为“黄金控烟区”；且由于油烟质量更重，所以在同等风量下，向下吸比往上抽的方式排烟效率更高。集成灶利用这些原理设计控烟结构，大大提高了排烟效率。

2) **集成灶具有独特的烟腔结构，拢烟效果更明显。**叶轮运转时，会吸收周围的空气然后再排出去，使得烟腔区域内的压强低于周边压强，进而产生负压，吸走油烟，可以说负压区（也称为拢烟区）的设置会直接影响吸油烟效果。传统油烟机由于吸烟口无法一次性容纳大量油烟，普遍存在跑烟问题。而集成灶设有独特的拢烟结构，可以有效解决跑烟问题。以火星人为例，X7 型的帆船弧线吸烟口结合集功用和拢烟于一体的顶部置物台，在很大程度上可以阻挡油烟的扩散，即使是爆炒情况下的油烟量也可以通过 X7 的 20° 下压调节，达到更短的油烟运动路径。

图表 15. 集成灶负压口位置更近



▲ 上图红色区域为负压口

资料来源：GDBOSS 厨卫，中银证券

图表 16. 火星人设计独特的拢烟结构有效解决跑烟问题

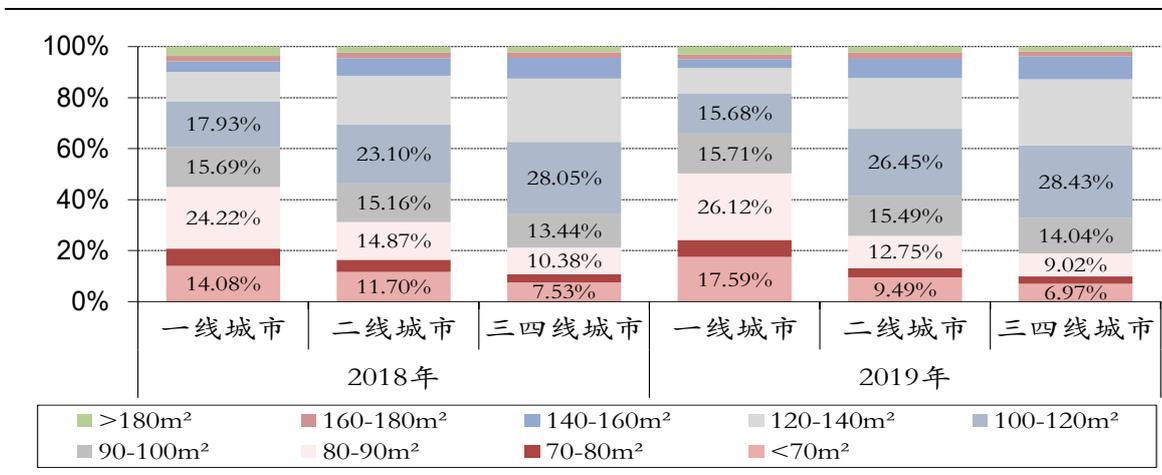


资料来源：火星人微信公众号，中银证券

3.2 空间利用率高

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/三四线城市样本城市中，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。

图表 17.重点监测城市普通住宅项目各面积段成交套数占比：中小户型住宅为绝对主体



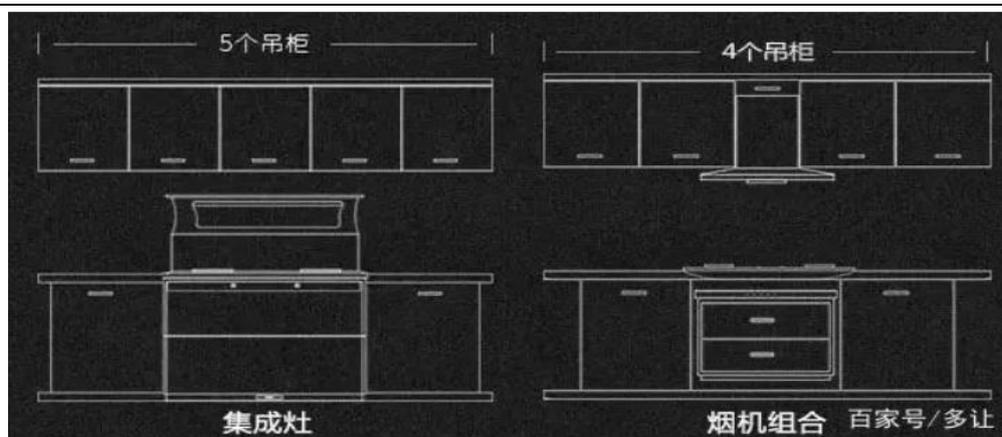
资料来源：CRIC 研究，中银证券

注：根据住房和城乡建设部相关规定，90平方米以下的户型为小户型，90-144平方米之间的户型称之为中户型，144平方米以上的户型称之为大户型。

集成灶产品在厨房装修时，具有如下的空间使用优势：

- 1) 不占用吊柜。无论是顶吸式还是侧吸式的传统油烟机，都会占用烟机上方的吊柜空间，而集成灶的电机位置在机体下方，可有效释放油烟机上方的橱柜空间。
- 2) 充分利用灶台下方空间。集成灶灶台的下方空间可以整合消毒柜、烤箱或蒸柜等设施，集成化的产品结构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。消费者在认同集成灶优点中，节省空间成为仅次于排油烟效果好的原因。

图表 18.集成灶空间利用率更高



资料来源：GDBOSS 厨卫，中银证券

3.3 集成灶产品噪音相对较小

集成灶运用微空气动力学原理，采用侧吸下排方式让油烟顺着烟腔向下吸走，因而在构造上与传统油烟机将噪音源置于头部附近不同，集成灶的风机在灶台之下，拉大了噪音源和人耳的距离，有灶台等作为隔音体阻挡噪音传播，噪音传递过程经过多重削弱，人耳所能听到的噪音有效降低；且多数集成灶品牌应用超低噪声技术和静音风道设计技术，实现烹饪超静音。

图表 19. 传统烟灶噪声源位置



资料来源：集成灶百家号，中银证券

图表 20. 集成灶噪声源位置



资料来源：集成灶百家号，中银证券

3.4 集成灶品牌推出自动清洗功能以解决清洁痛点

由于饮食习惯，中国厨房通常为油烟重地，使用时间越长烟灶产品的油污堆积问题越严重。针对烟灶清洁问题，传统烟灶和集成灶均想办法进行应对，如市场上出现可以“免拆洗”传统油烟机及自动清洗的集成灶。参考奥田电器官网，市场上常见的集成灶自动清洗主要有两种：蒸汽清洗、电热清洗。

- 1) 蒸汽式自清洁技术原理：将水加热产生的水蒸汽导入风机内，接触叶轮，达到清洗的目的，通过进水过滤、高压吸水、高温汽化、自动清洗、油渍尽排、自动烘干六步完成净油全过程。
- 2) 加热式自清洁技术原理：加热蜗壳，通过蜗壳隔空向叶轮传热，软化叶轮脏污。因为油垢在蜗壳上形成，通过加热蜗壳来融化油垢可以增加安全性。

由此可见，集成灶的自动清洗是通过加热、高温、蒸汽等方式，既能实现自清洁的目的，又能保护集成灶的内部电机和零件等不受损伤。

图表 21. 集成灶自清洁功能



资料来源：中华集成灶网，中银证券

通过对比集成灶产品与分体式烟灶及嵌入式产品的均价，集成灶产品在线下渠道的产品价格与分体式厨电价格基本相当，而传统厨电线上渠道布局较集成灶品牌更为完善，产品矩阵也更为丰富，品牌竞争也相对更加激烈，因此集成灶产品在线上不具备价格优势。若考虑集成灶产品可节省一米橱柜的情形下，其相对传统厨电在线上线下的价格具有较为明显的优势。

对比集成灶与分体式厨电，集成灶在控烟能力、节省空间、降噪等方面具有较为明显的优势，同时对于消费者担忧的油烟机清洁问题，头部集成灶品牌升级自清洁功能以提高产品体验感。

综上，集成灶产品具有较强的性价比优势，产品渗透率有望持续提升。

4 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内容发表。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