

相关研究

《年报业绩超预期, Q1 收入利润持续高增》

《美的集团深度报告: 做大而美的百年企业》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

中报业绩符合预期, 盈利能力短期承压

2021年09月02日

事件: 1) 2021年H1公司实现营业收入1738.10亿元, 同比+24.98%; 实现归母净利润150.09亿元, 同比+7.76%。Q2公司实现营业收入913.06亿元, 同比+12.65%; 实现归母净利润85.40亿元, 同比-6.33%。

点评:

➤ **公司盈利水平小幅下滑, 海外业务下滑更明显的原因是什么?**

Q2公司实现毛利23.43%, 同比20/19年分别-2.42/-7.12pct。分地区来看, 国内外市场毛利率分别为23.96/22.23%, 分别同比-0.82/-4.29pct。毛利率下降主要原因在于原材料价格维持高位, 而海外市场同时还要受到汇率影响, 且海外代工业务占比更大, 公司无法即时通过调整终端价格来对冲成本压力。

Q2公司净利润水平为9.47%, 较20/19年同期分别同比-1.95/-2.65pct, 下滑幅度小于毛利率公司主要通过内部效率优化的方式消化部分压力, 21Q2管理费用率-0.56pct。

➤ **美的大力布局 To B 业务, To C 端业务是否会受到影响?**

美的 To C 端家电业务始终保持行业领先, 且部分品类优势持续扩大。21H1 美的空调全渠道市场份额提升明显, 线上线下分别占37.6/36.5%, 稳居第一, 许多传统厨房小电方面同样拥有市场领先的份额。

从品牌策略来看,公司坚持多品牌、多产品策略, 通过高端品牌COLMO、互联网品牌布谷、年轻品牌华凌等满足多层次消费群体的需求, 上半年COLMO营业收入超过15.5亿, 华凌整体营收接近35亿元, 同比增长超150%, 布谷营收同比增长48%。**海外市场同步发力,**上半年公司建立起以美国、巴西、德国、日本、东盟为突破口的全球突破战略, 上半年新增海外自有品牌销售网点超过1.8万家, 跨区域开展联合促销活动500场次。日本市场方面, 东芝家电整合协同效应显著, 同比增长10%, 六大品类市场份额超过12%。

针对 To C 业务, 公司坚持围绕“用户综合体验第一”的目标进行变革, 优化用户需求洞察, 协助改进产品、经营、售后等决策, 为消费者提供更好的家居体验。我们认为公司选择 B 端+C 端双轮驱动, 不断优化品牌、渠道策略, 未来也将维持全球家电企业龙头的地位, 进一步提高市场占有率和品牌知名度。

➤ **KUKA 业务经营改善, 未来是否可以得到延续?**

美的坚持 To B 业务与 To C 业务并行的模式, 推动 To B 业务布局, 21H1 库卡销售收入同比+30.9%, 订单规模同比+52.2%, 库卡中国增速更为迅猛, 销售收入达到2.62亿欧元, 同比+97.2%。库卡经营的大幅改善并非一蹴而就, 本质原因还是在于其作为世界机器人龙头制造商

具备深厚的技术积累，美的在收购库卡后，一方面充分利用其产业优势打开中国市场，同时通过自身的数字化平台整合库卡，深化推动营销变革，聚焦行业应用从而吸引更多客户。从行业趋势上来看，工业机器人是未来制造业发展的必然方向，而库卡作为工业机器人老牌企业，持续推动海外业务发展，借助美的平台拓展国内市场空间，未来具有巨大成长可能。

➤ **公司运营效率是否还有提升空间？如何评价公司治理机制？**

总体来看，美的专注于提升内部效率多年，通过“T+3”、一盘货等机制持续提升效率，但它并没有停止优化的脚步。生产运营端，美的持续推动数智驱动战略，加强集团内部数字化平台搭建，联通不同业务体系进行大数据赋能；零售端，公司进一步深化渠道改革，“横向”+“纵向”推动效率加速提升。因此，我们认为公司未来效率仍具备提升空间。

美的拥有完善的股权激励机制，确保公司高层和核心骨干与公司股东利益一致。2021年8月30日，美的两家子公司安得智联和美智纵横分别推出多元化员工持股计划，拟设立的合伙企业平台涵盖了公司高管、子公司核心经营管理及技术团队、骨干员工和美的集团其他全球合伙人等。子公司多元化员工持股计划彰显出公司对于其业务发展的信心，也对子公司核心员工起到激励作用。

➤ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 21-23 年收入为 3169.33/3479.32/3758.56 亿元，同比+10.9/9.8/8.0%；归母净利润 304.93/339.92/378.27 亿元，同比+12.0/11.5/11.3%，对应 PE 为 15.83/14.20/12.76 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**原材料价格持续上涨、疫情反复导致销售生产停滞、海外市场开拓不及预期、To B 业务开拓不及预期等

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	279,381	285,710	316,933	347,932	375,856
增长率 YoY %	6.7%	2.3%	10.9%	9.8%	8.0%
归属母公司净利润 (百万元)	24,211	27,223	30,493	33,992	37,827
增长率 YoY%	19.7%	12.4%	12.0%	11.5%	11.3%
毛利率%	29.1%	25.5%	28.8%	29.0%	29.0%
净资产收益率ROE%	23.8%	23.2%	20.5%	18.6%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	3.47	3.90	4.37	4.87	5.42
市盈率 P/E(倍)	16.80	25.24	15.83	14.20	12.76
市净率 P/B(倍)	4.00	5.85	3.25	2.64	2.18

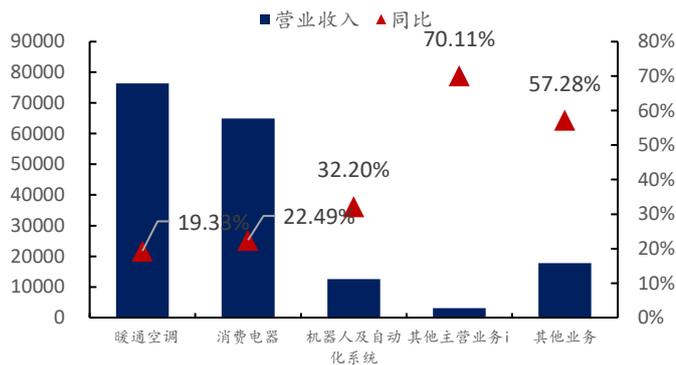
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 09 月 01 日收盘价

一：收入分析：业绩符合预期，海外业务稳定增长

21H1 公司营收达到 1738.10 亿元，较 20/19 年分别同比+24.98%/+13.03%，Q2 公司实现营业收入 913.06 亿元，较 20/19 年分别同比+12.65%/16.22%。

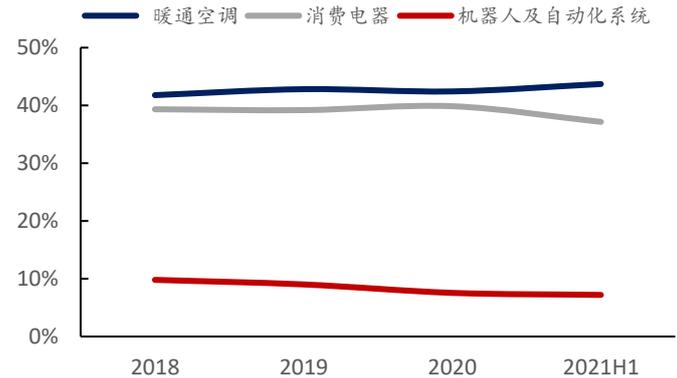
分业务来看，公司分业务占公司营业收入比例较为稳定，21H1 公司暖通空调、消费电器和机器人及自动化系统业务占公司营业收入比例分别为 43.70%/37.16%/7.20%。公司暖通空调/消费电器/机器人及自动化系统业务/其他主营业务收入分 764.08/649.64/125.90/30.73 亿元，分别同比+19.33%/+22.49%/+32.20%/+70.11%。

图 1： 21H1 公司营业收入按产品分及增速（百万元，%）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

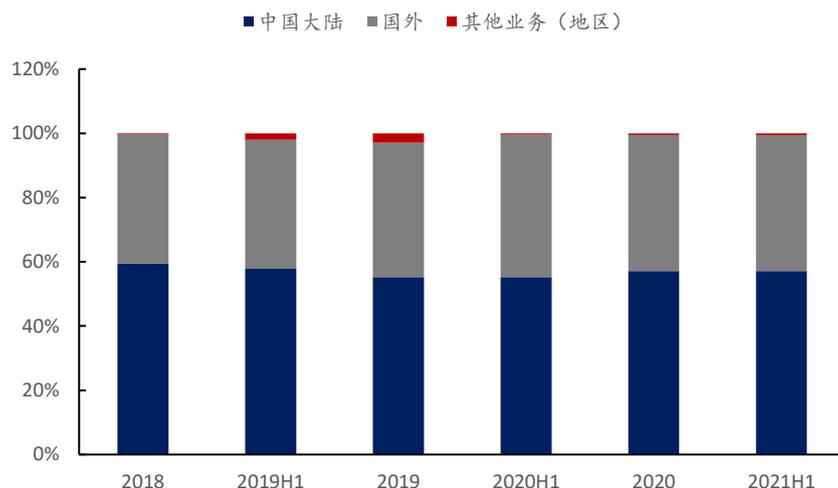
图 2： 美的集团主要业务占比变化 (%)



资料来源：WIND，信达证券研发中心

分地区来看，21H1 中国大陆/国外地区营业收入分别为 998.50/739.59 亿元，分别同比+29.28%/+19.61%。从国内外业务比例来看，21H1 较去年同期国内业务占比略有上升，与去年年末持平，占总营业收入的 27.11%，国外和其他业务（地区）占公司营业收入比例分别为 42.30%/0.52%。

图 3： 美的集团营收按地区占比

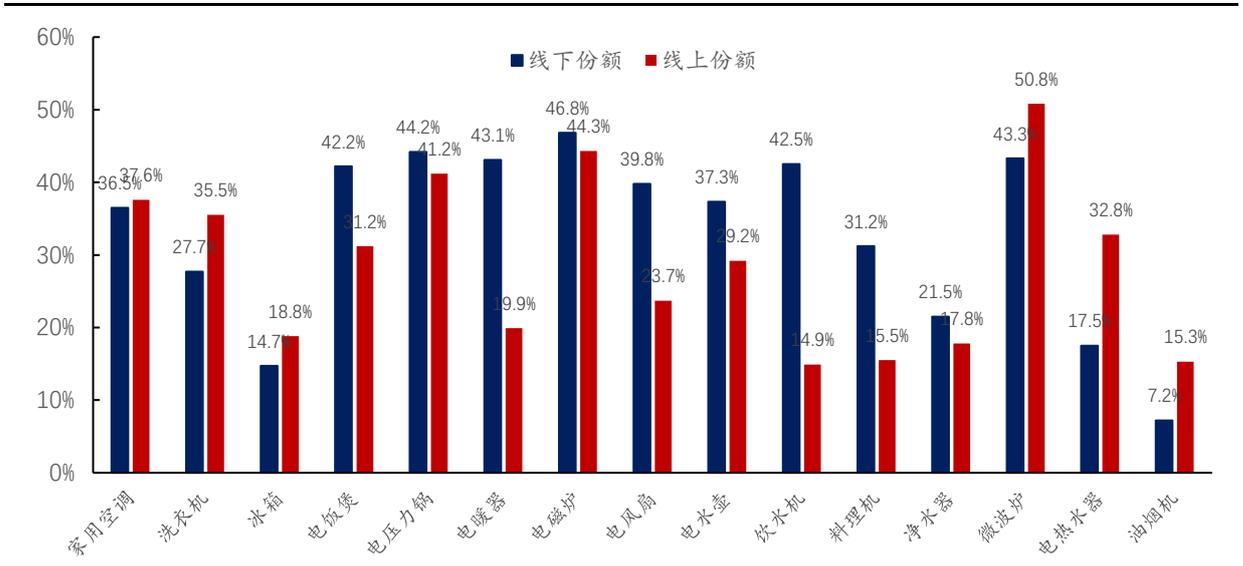


资料来源：WIND，信达证券研发中心

分渠道来看，报告期内美的电商销售占比继续保持在 45% 以上，加速线上和线下市场相融合，针对海外市场公司加速开拓跨境电商业务，在亚马逊 Prime Day 实现营业收入 150% 销售增长。

从细分品类市场份额来看，美的许多产品线上线下稳居市场份额第一名。21H1 美的空调全渠道市场份额提升明显，线上线下均位居行业第一，分别占 37.6/36.5%。美的在传统厨房小电方面同样拥有市场领先的份额，电饭煲、电压力锅、电暖炉、电磁炉、电水壶等线上线下市占率都位列第一。

图 4：美的集团细分产品市场占有率（5）



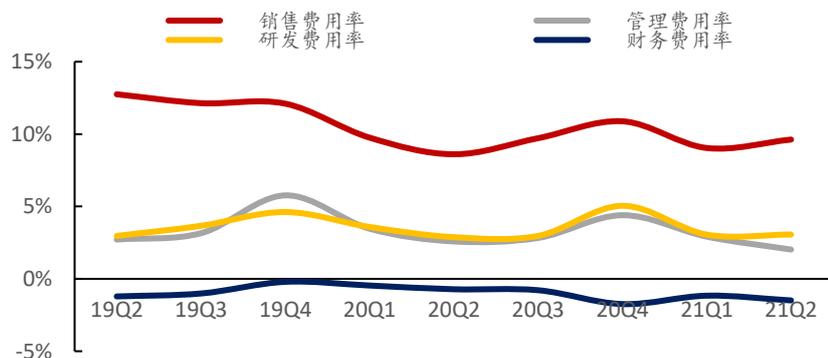
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、盈利能力分析：盈利端短期承压

受铜、钢等原材料价格强势走高影响，美的制造成本承压，毛利水平略有下滑。21H1 公司毛利率达到 23.23%，较 20/19 年分别-2.33/-6.25pct，Q2 公司实现毛利 23.43%，同比 20/19 年分别-2.42/-7.12pct。分地区来看，国内外市场毛利率分别为 23.96/22.23%，分别同比-0.82/-4.29pct，海外业务毛利水平的大幅度下滑主要原因在于原材料价格和汇率因素的影响。

从费用端来看，Q2 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 54.84/18.47/27.95/-13.62 亿元，分别+23.96/-11.78/+19.80/+132.94%，分别同比+1.02/-0.56/+0.18/-0.77pct，较 19 年同期分别-3.13/-0.69/+0.10/-0.28pct。尽管销售费用率略有提升，但和 19 年同期相比仍有一定下降。公司管理费用率稳定小幅减少，一定程度上体现出内部运营效率的提升。

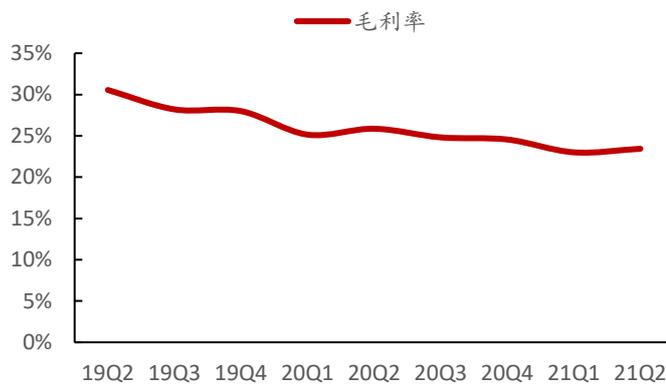
图 5：美的集团费用率变化（单季）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

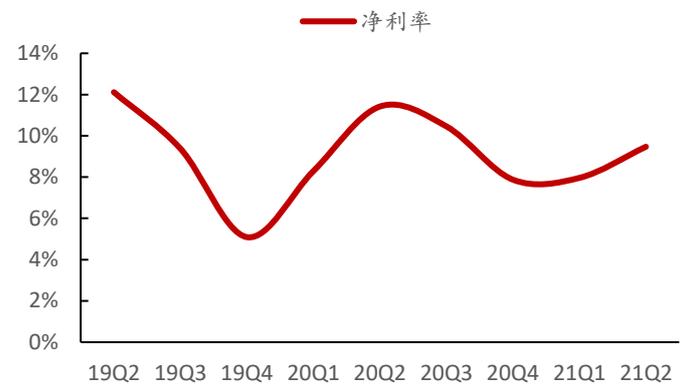
净利率下降，盈利能力略有下滑。Q2 公司净利润水平为 9.47%，较 20/19 年同期分别同比-1.95/-2.65%pct，

图 6：美的毛利率水平变化（%）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 7：美的净利率水平变化（%）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

三、运营情况分析：现金流状况良好，运营周转效率有所提升

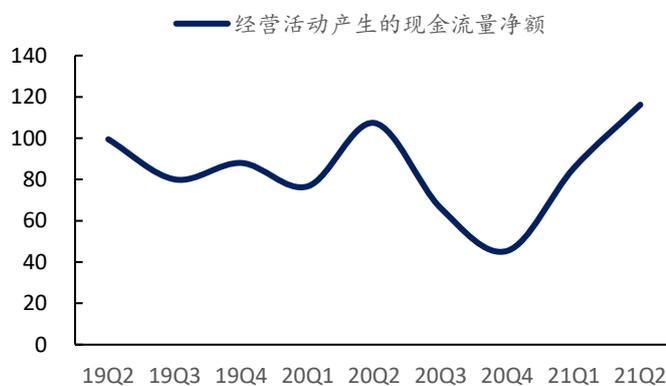
1、未来收入增长潜力良好，积极备货应对原材料涨价。21H1 期末公司货币资金+交易性金融资产合计 676.50 亿元，同比+24.14%，营收集据和应收账款合计 334.44 亿元，同比+6.72%，体现出较好的收入增长能力；公司为了应对原材料长期涨价的现状，增加对原材料的库存管理并积极备货，期末存货 345.00 亿元，同比+58.88%。

2、从周转率来看，21H1 存货、应收账款和应付账款周转天数分别-2.85/-2.50/-0.16 天，运营周期明显缩短，周转运营效率有所提高。

3、现金流状况良好。21H1 公司经营活动产生的现金流量净额 201.76 亿元，同比+9.62%，Q2 经营活动产生的现金流量净额 116.23 亿元，同比+8.25%。

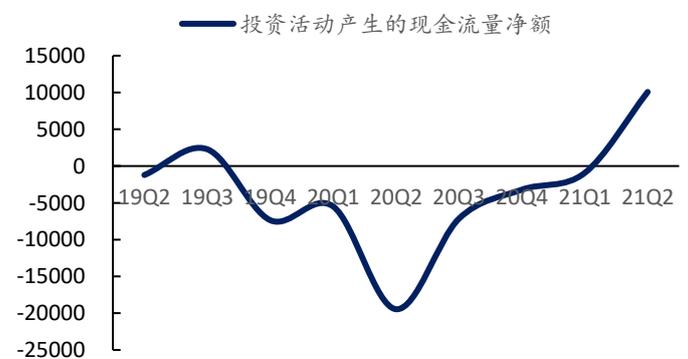
报告期内公司投资性活动产生的现金流净额为 91.37 亿元，去年同期为-24.94 亿元，主要原因为收回投资收到的现金增加；21H1 公司筹资活动产生的现金流量净额为-165.60 亿元，同比-335.45%，主要系支付其他与筹资活动有关的现金增加所致。

图 8：公司经营活动产生的现金流量净额（单季，亿元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 9：公司投资活动产生的现金流量净额（单季，亿元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

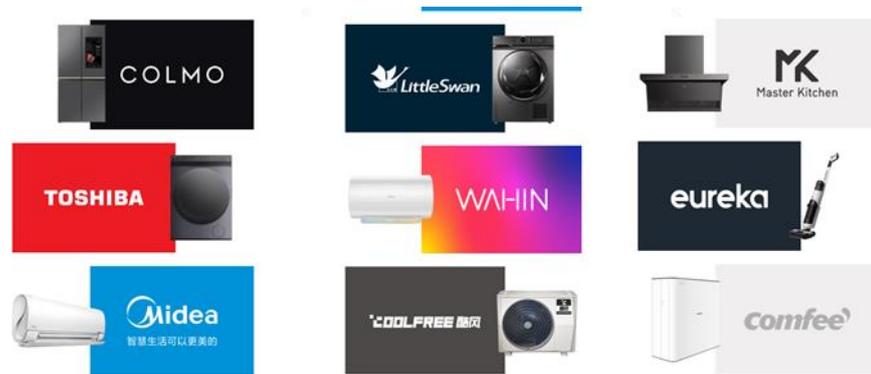
四、ToC+ToB 业务双轮推进，KUKA 进入经营改善期

1、多元化品牌发展，深化渠道改革

公司延续“以客户为中心”的战略变革，品牌产品组合多元化。公司划分智能家居厅室场景、智能家居阳台场景、智能家居厨房场景和智能家居卫浴场景，基于用户生活方式搭建多元使用场景，为消费者带来产品创新体验。同时，公司采取多品牌模式，通过高端品牌 COLMO、互联网品牌布谷、年轻品牌华凌等满足多层次消费群体的需求，上半年 COLMO 营业收入超过 15.5 亿，华凌整体营收接近 35 亿元，同比增长超 150%，布谷营收同比增长 48%。

海外市场同步发力，自主品牌占比稳步提升。上半年公司建立起以美国、巴西、德国、日本、东盟为突破口的全球突破战略，上半年新增海外自有品牌销售网点超过 1.8 万家，可区域开展联合促销活动 500 场次。日本市场方面，东芝家电同比增长 10%，六大品类市场份额超过 12%，目前东芝家电业务已经覆盖超过 70 个国家和地区。

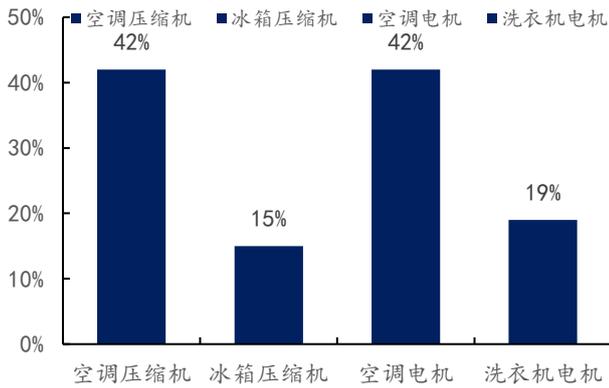
图 10：美的集团品牌矩阵



资料来源：美的集团官网，信达证券研发中心

2、To B 业务：完善业务布局，KUKA 进入改善期

坚持技术突破与创新，不断完善 ToB 业务布局。公司坚持机电事业群、暖通与楼宇事业部、机器与自动化事业部和数字化创新业务四大 ToB 业务主体。机电业务方面，上半年公司生产的空调/冰箱压缩机销量分别同比+29/+37%，全球市场占有率分别达到 42%/15%，除了传统家电机电业务以外，公司还神话新能源车核心部件布局，21 年 5 月美的的驱动系统、热管理系统和辅助自动驾驶系统三大产品线全面投产，并发布了 5 款汽车零部件产品。暖通和楼宇事业部则专注于构建城市建筑智慧生态，H1 美的中央空调国内市场占有率继续稳居第一。

图 11: 21H1 美的压缩机、电机市占率


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 12: 库卡经营大幅改善


资料来源: 美的集团公众号, 信达证券研发中心

库卡经营大幅改善, 中国业务突飞猛进。21H1 库卡销售收入同比+30.9%, 订单规模同比+52.2%, 库卡中国增速更为迅猛, 销售收入达到 2.62 亿欧元, 同比+97.2%, 新获商机数量同比提升近 50%。除了保持库卡在传统汽车领域的优势, 库卡中国还在大幅度提升电子、机械、弧焊、激光等行业的订单出货占比, 上半年出货同比增长超过 180%。

库卡经营的大幅改善并非一蹴而就, 本质原因还是在于其作为世界机器人龙头制造商具备深厚的技术积累, 在工业仿真领域、医疗领域、汽车工业领域等都具备强大的技术优势。美的在收购库卡后, 一方面充分利用其产业优势打开中国市场, 同时通过自身的数字化平台整合库卡, 深化推动营销变革, 聚焦行业应用从而吸引更多客户。从行业趋势上来看, 工业机器人是未来制造业发展的必然方向, 而库卡作为工业机器人老牌企业, 持续推动海外业务发展, 借助美的平台拓展国内市场空间, 未来具有巨大成长可能。

表 1: 21H1 库卡订单情况

交易对象	订单内容
汽车工业领域	戴姆勒 签订新的合作框架协议, 订单涉及数千台机器人、生产线以及库卡软件控制器等产品
	某全球汽车制造商 达到数千万欧元
一般工业领域	BACA system 100 台 KR210QUANTEC 机器人
	ZKW 集团 Swisslog 获得其生产线扩产改造项目订单, 上半年获得 21 个 AutoStore 项目订单, 金额超过 6000 万欧元。
职业培训领域	Louth & Meath 提供机器人, 订单可达数百万欧元
	Education and Training Board

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

五、公司效率仍有提升空间, 持股计划激发员工热情

1、深化落实渠道、数字化改革, 效率提升仍大有可为

1) 公司最早通过“T+3”以产定销、线上线下一盘货等方式提高运营效率, 目前公司进一步深化渠道改革, “横向”+“纵向”推动效率加速提升。一方面, 美的在直营零售变革的过程中, 不断推进线下渠道“垂直效率提升”, 超过 90% 以上的线下专卖体系零售商可以向美的直接下单, 已初步实现代理商向运营商的转型目标, 使得美的的全渠道库存水平不断优化, 存销比降幅达到 20%。另一方面, 公司在内销业务方面打通各事业部, 成立运营中

心，推进终端销售的跨品类深度协同，横向提高协同效率，以“同一个美的”面对客户确保用户服务体验一致性。

2) 深化数智驱动战略，洞察客户需求。21H1 美的 IoT 围绕“用户综合体验第一”的目标进行变革，持续提升智能化用户体验，同时通过对于底层用户数据的洞察，可以更好进行用户服务和运营，增强用户粘性和忠诚度，从而有效辅助数据化经营决策。21H1 用户体验衡量指标 NPS 较去年提升 12%，注册会员数量超过 8000 万。美的美居 APP 已累计服务 3700 万家庭。

3) 集团级全面数字化，提升数字时代企业竞争力。美的打造集团级数据中台，形成体系化的数据流通系统和决策系统，未来，随着数据量的进一步扩大和数据分析能力的持续优化，系统提供的分析策略和产品感知能力或将进一步加强；此外，国内数字化系统也可以为公司海外市场推广赋能，从而提高海外业务运营效率和盈利能力。

总体来看，生产运营端美的持续推动数智驱动战略，加强集团内部数字化平台搭建，联通不同业务体系进行大数据赋能；零售端，公司进一步深化渠道改革，“横向”+“纵向”推动效率加速提升。因此，我们认为公司未来效率仍具备提升空间。

2、长期激励、多元化持股计划绑定员工、高管利益

美的拥有完善的股权激励机制，将公司长期成长与核心管理团队绑定。截至 21H1，公司已推出 8 期股票期权激励计划、5 期限制性股票激励计划、4 期事业合伙人持股计划和 7 期全球合伙人持股计划，确保公司高层和核心骨干与公司股东利益一致。

2021 年 8 月 30 日，美的两家子公司安得智联和美智纵横分别推出多元化员工持股计划，拟设立的合伙企业平台涵盖了公司高管、子公司核心经营管理及技术团队、骨干员工和美的集团其他全球合伙人等。子公司多元化员工持股计划彰显出公司对于其业务发展的信心，也对子公司核心员工起到激励作用。

表 2：美的子公司多元化员工持股计划

美的子公司	多元化员工持股计划
安得智联	设立 3 类合伙企业平台： 1、10 个安得智联核心经营管理及技术团队、骨干员工平台（不超过 20%）； 2、美的集团董事及高级管理人员平台（不超过 3.77%）； 3、3 个美的集团全球合伙人和事业合伙人平台（不超过 7%）
美智纵横	设立 3 类合伙企业平台 1、1 个美智纵横核心经营管理及技术团队、骨干员工平台（不超过 30%）； 2、美的集团董事及高级管理人员平台（不超过 7.54%）； 3、3 个美的集团全球合伙人和事业合伙人平台（不超过 14%）

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	216,48	241,655	263,659	312,055	362,495	
货币资金	70,917	81,210	98,019	139,916	183,503	
应收票据	4,769	5,305	7,279	7,138	7,896	
应收账款	18,664	22,978	23,714	26,218	28,574	
预付账款	2,246	2,764	2,760	3,046	3,311	
存货	32,443	31,077	34,707	37,758	40,566	
其他	87,444	98,322	97,181	97,978	98,646	
非流动资产	85,473	118,727	118,587	118,270	118,155	
长期股权投资	2,791	2,901	2,901	2,901	2,901	
固定资产	21,665	22,239	22,699	23,211	23,802	
无形资产	15,484	15,422	14,775	13,977	13,221	
其他	45,533	78,164	78,211	78,181	78,229	
资产总计	301,95	360,383	382,246	430,325	480,650	
流动负债	144,31	184,151	174,165	186,913	197,996	
短期借款	5,702	9,944	0	0	0	
应付票据	23,892	28,250	28,699	31,599	34,281	
应付账款	42,536	53,930	52,097	58,212	63,242	
其他	72,189	92,026	93,368	97,101	100,473	
非流动负债	50,141	51,995	51,995	51,995	51,995	
长期借款	41,298	42,827	42,827	42,827	42,827	
其他	8,842	9,168	9,168	9,168	9,168	
负债合计	194,45	236,146	226,160	238,908	249,991	
少数股东权益	5,827	6,721	7,668	8,559	9,510	
归属母公司	101,66	117,516	148,418	182,858	221,148	
负债和股东权益	301,95	360,383	382,246	430,325	480,650	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	279,38	285,710	316,933	347,932	375,856	
同比	6.7%	2.3%	10.9%	9.8%	8.0%	
归属母公司净利润	24,211	27,223	30,493	33,992	37,827	
同比	19.7%	12.4%	12.0%	11.5%	11.3%	
毛利率(%)	29.1%	25.5%	28.8%	29.0%	29.0%	
ROE%	23.8%	23.2%	20.5%	18.6%	17.1%	
EPS(摊薄)(元)	3.47	3.90	4.37	4.87	5.42	
P/E	16.80	25.24	15.83	14.20	12.76	
P/B	4.00	5.85	3.25	2.64	2.18	
EV/EBITDA	12.38	24.16	11.18	9.45	7.46	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	279,3	285,71	316,933	347,932	375,856	
营业成本	198,0	212,95	225,657	247,032	266,858	
营业税金及	1,721	1,534	1,933	2,041	2,203	
销售费用	34,611	27,522	33,278	36,185	39,540	
管理费用	9,531	9,264	10,142	12,178	11,276	
研发费用	9,638	10,119	10,142	12,178	12,403	
财务费用	-2,232	-2,638	0	0	0	
减值损失合	-872	-705	-28	-31	-33	
投资净收益	164	2,362	2,377	2,298	2,699	
其他	2,328	2,879	1,417	1,552	836	
营业利润	29,68	31,493	39,548	42,138	47,078	
营业外收支	246	170	0	0	0	
利润总额	29,92	31,664	39,548	42,138	47,078	
所得税	4,652	4,157	8,107	7,255	8,300	
净利润	25,27	27,507	31,441	34,883	38,778	
少数股东损	1,066	284	948	891	951	
归属母公司	24,211	27,223	30,493	33,992	37,827	
EBITDA	30,99	27,729	38,823	41,500	46,716	
EPS(当	3.47	3.90	4.37	4.87	5.42	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	38,59	29,557	26,986	42,148	43,586	
净利润	25,27	27,507	31,441	34,883	38,778	
折旧摊销	5,168	3,410	3,041	3,181	3,140	
财务费用	-2,847	-1,715	0	0	0	
投资损失	-164	-2,362	-2,377	-2,298	-2,699	
营运资金变	12,61	4,267	-5,237	6,249	4,230	
其它	-1,459	-1,549	118	133	137	
投资活动现	-	-	-185	-252	1	
资本支出	-3,326	-4,383	-2,562	-2,549	-2,698	
长期投资	-	-	0	0	0	
其他	4,027	4,875	2,377	2,298	2,699	
筹资活动现	-3,274	-756	-9,993	0	0	
吸收投资	2,898	2,657	-49	0	0	
借款	8,474	43,715	-9,944	0	0	
支付利息或	-	-	0	0	0	
现金流净增	11,056	12,823	16,809	41,897	43,587	
加额	12,489	-6,893	16,809	41,897	43,587	

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副 总监（主持工 作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副 总监 （主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。