

行进在黎明前的黑暗

——2023年家电行业海外专题报告

行业评级：看好

2023年2月18日

分析师

闵繁皓

邮箱

minfanhao@stocke.com.cn

证书编号

S1230522040001

目录

CONTENTS

- 01 全球经济景气度低，家电出口承压
- 02 透过财报，23年海外市场不必过分悲观
- 03 北美去库何时看到转机？
- 04 投资建议
- 05 风险提示

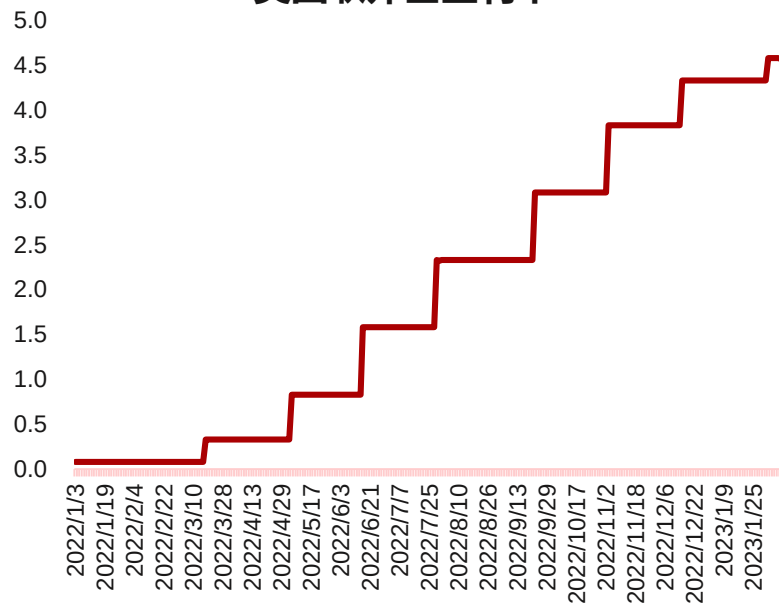
01

全球经济景气度低，家
电出口承压

- **高通胀+强加息，美国消费景气承压。** 1) 由于俄乌战争导致的国际能源危机和美联储前期为挽救经济衰退造成的货币供应大规模扩张，2022年起美国经济进入高通胀。2) 为抑制高通胀，美联储持续加息。自2022年初以来，美联储8次加息，联邦基金利率从22年初的0.08%提升至23年2月的4.58%，共提升450 bp。考虑到美国通货膨胀开始放缓，23年2月以来美联储加息的力度也相应放缓（2023年2月加息25 bp）。3) 高通胀+强加息压制消费需求，根据Wind数据，美国的消费者信心指数从21年末70.6下降到22年7月最低点50，截至22年末回升至59.7。

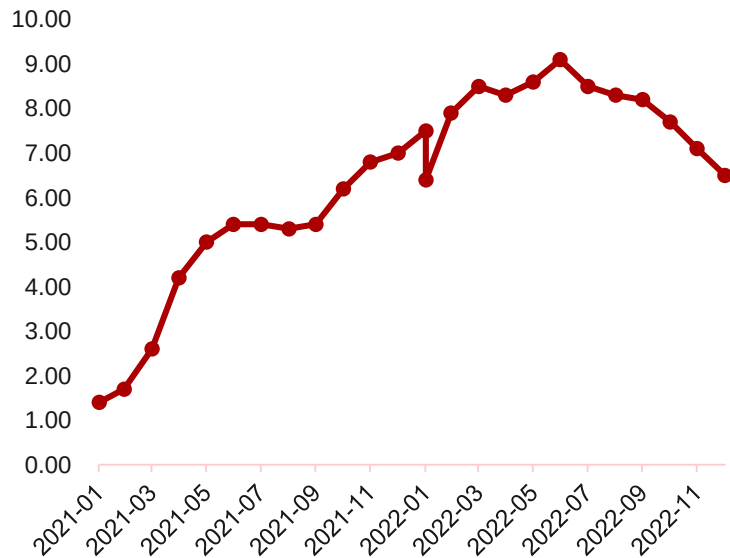
图：2022年美联储加息450 bp

美国联邦基金利率



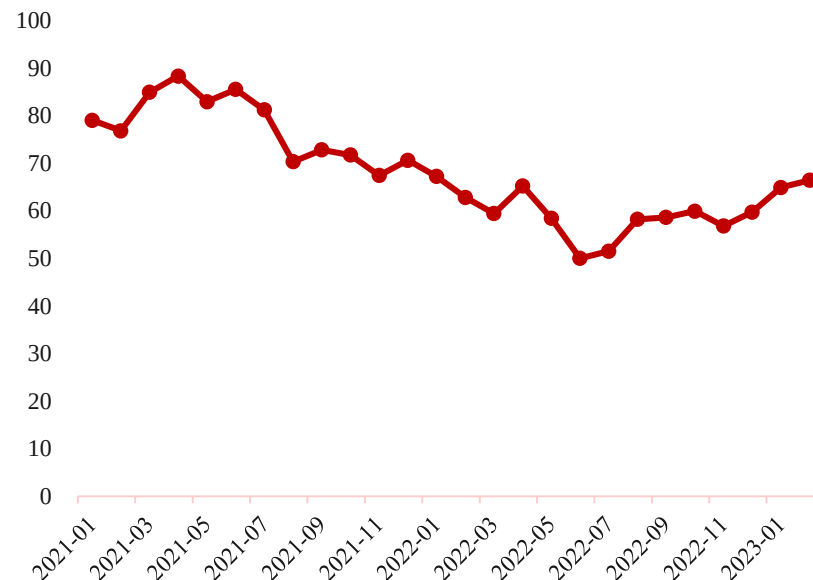
图：美国通货膨胀压力见顶

美国CPI同比



图：美国消费者信心指数下滑

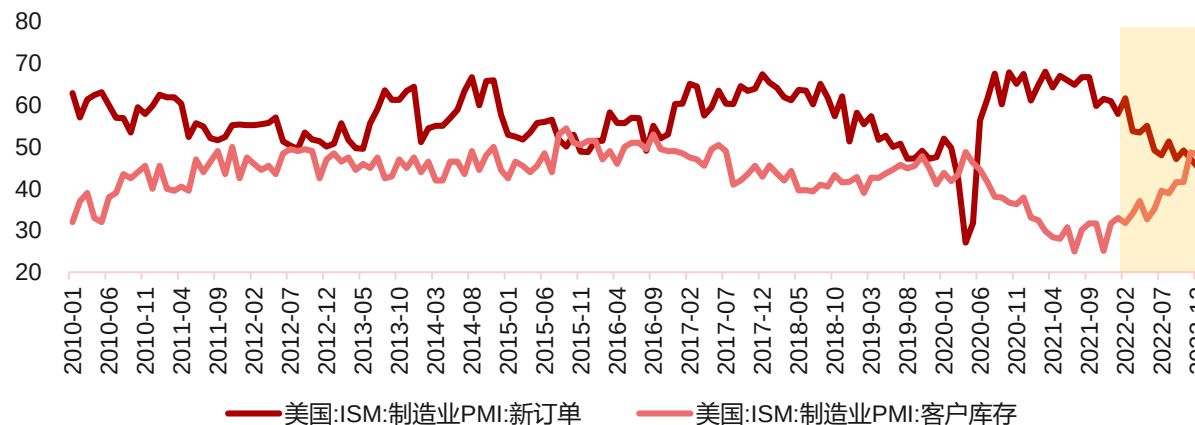
美国:密歇根大学消费者信心指数



消费降温+前期塞港，北美零售商库存高企

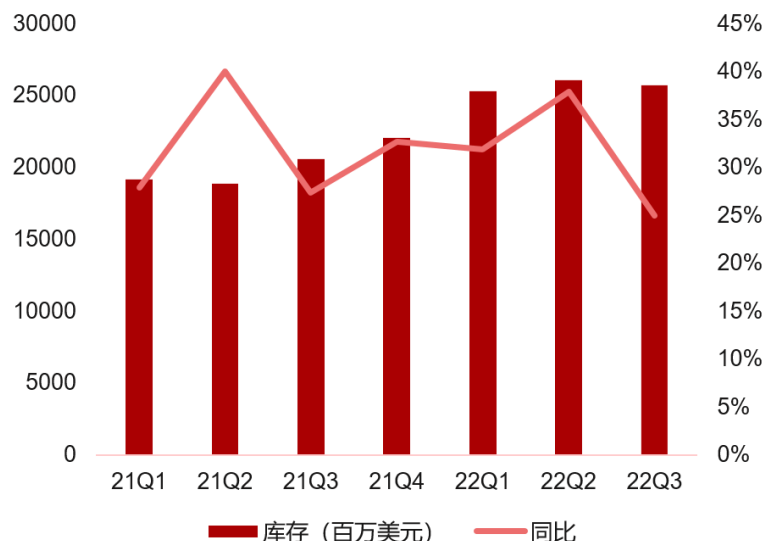
□ **消费不景气+前期塞港导致渠道库存压力高。**1) 如上文所述，在美国高通胀+强加息下，美国消费景气度整体承压，零售商全年销售不利。因此，零售商多通过低价促销的方式清理库存。2) 美国21H1推出大量经济刺激政策，且当期航运港口阻塞严重，当经济降温时造成库存积压和订单下滑。根据美国统计局数据，美国制造业新订单相比22年初下滑30%，而库存大幅上升50%。3) 美国三大家电零售商百思买、劳氏、家得宝库存高企，影响从上游家电制造商提货。截至2022Q3，百思买、劳氏、家得宝的库存分别同比-15%/+19%/+25%。

图：2022年制造业订单下滑，库存大幅上升



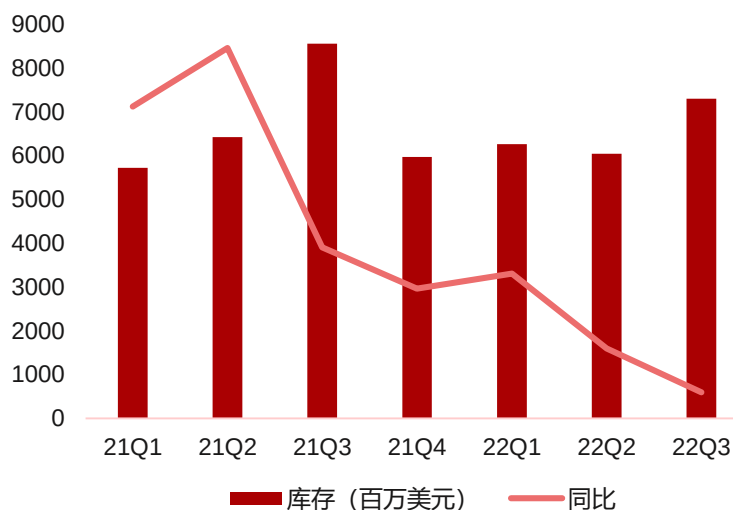
图：截至Q3，家得宝库存同比+25%

家得宝库存及同比变化



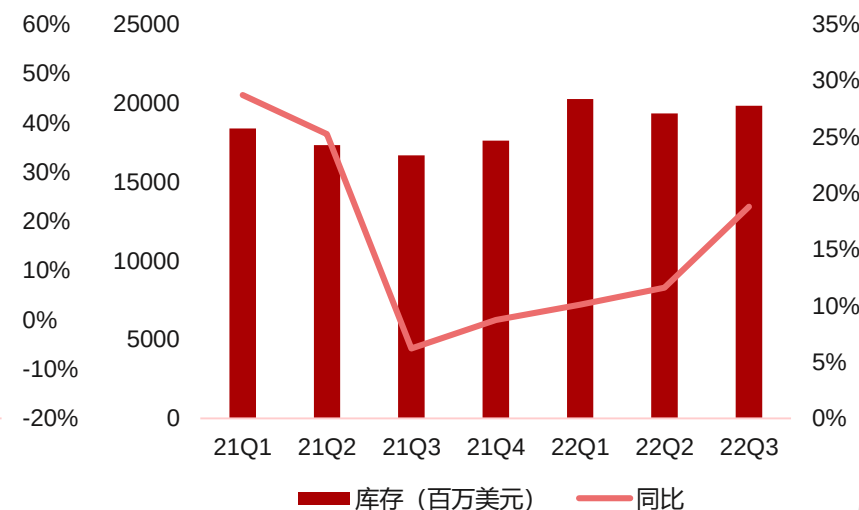
图：截至Q3，百思买库存同比-15%

百思买库存及同比变化



图：截至Q3，劳氏库存同比+19%

劳氏库存及同比变化

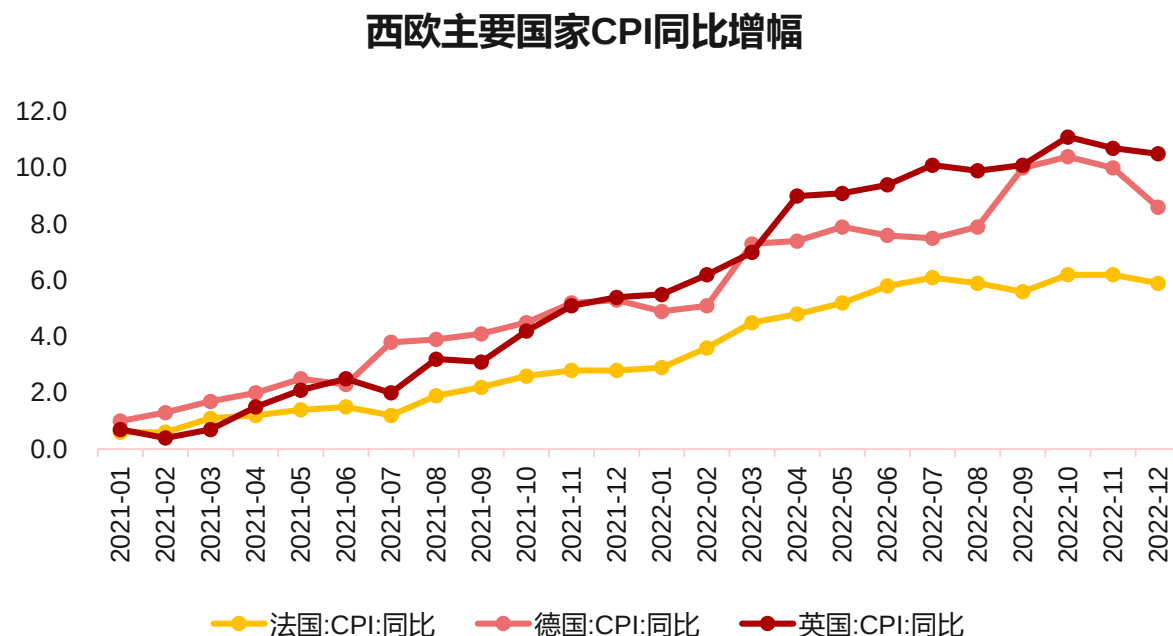


22年西欧消费承压，23年不必过分悲观

□ 西欧同样面临消费低迷的困境，能源危机缓解降低市场对欧洲经济的悲观预期。

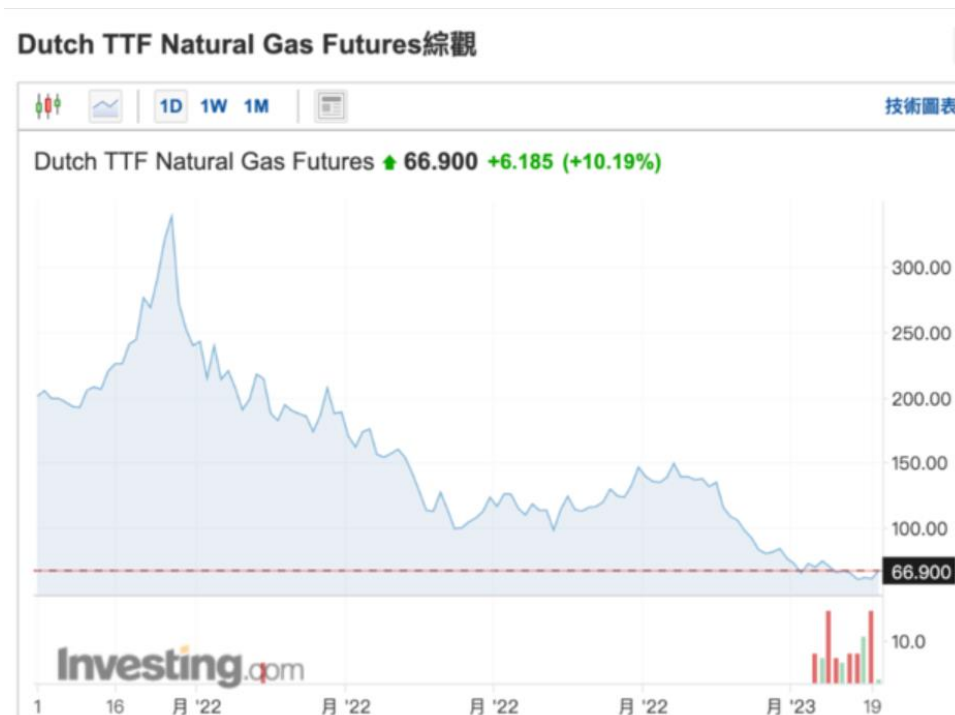
- 长期以来，西欧经济和美国关联度较高，2022年西欧同样面临高通货膨胀的压力。截至2022年12月，西欧主要国家法国、德国、英国CPI同比增幅为5.9%、8.6%、10.5%，高通胀抑制消费需求。
- 22年欧洲度过一个“暖冬”，经济下行不必过分担忧。**此前，俄乌战争造成市场对欧洲能源供应的担忧，但是22年冬季欧洲天然气价格并没有出现大幅增长，我们认为对于欧洲23年的经济和消费情况不必过分悲观。

图：2022年西欧国家通货膨胀高企



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：22Q4西欧天然气价格大幅下滑

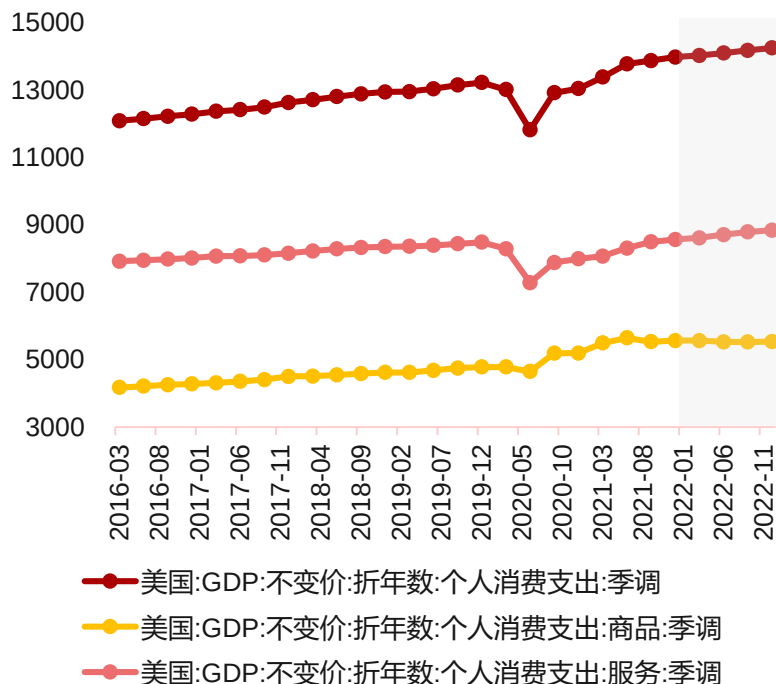


海外家电消费：22年虽有压力，但不悲观

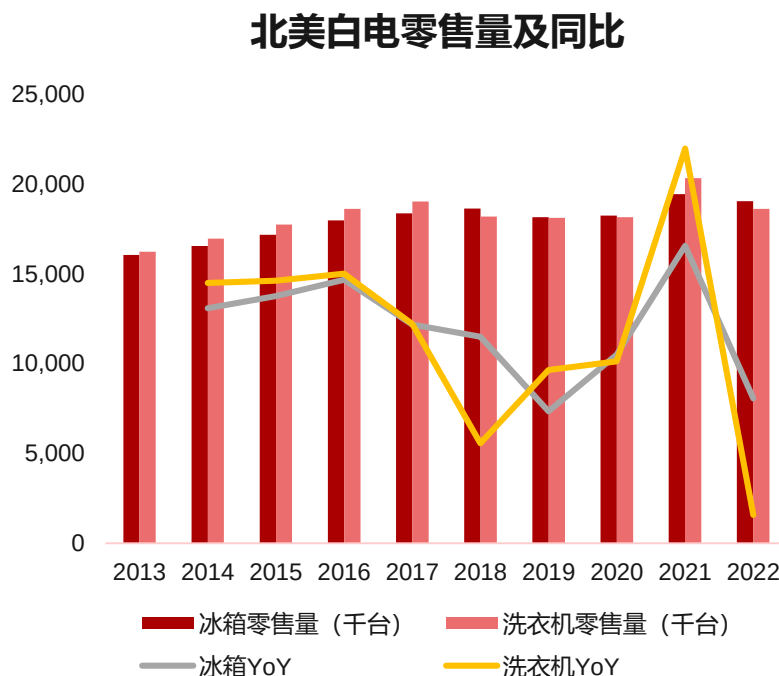
□ 美国整体消费仍然保持正增长，家电终端零售不悲观。

- 美国商品消费支出GDP增长压力较大。根据美国经济分析局数据，美国个人消费支出GDP在2022年全年仍然保持正增长，商品消费GDP增长压力较大，而服务消费增速明显快于商品消费，我们认为和美国商品和服务消费的结构变化相关。其中，和家电相关度最大的耐用品消费GDP（不变价）在2022年基本持平。
- 从终端零售来看，22年家电消费没有大幅度下滑。根据欧睿国际数据，2022年北美冰箱、洗衣机的终端零售量分别同比-2%、-8%，而大型厨电和厨房小家电的零售量基本持平。

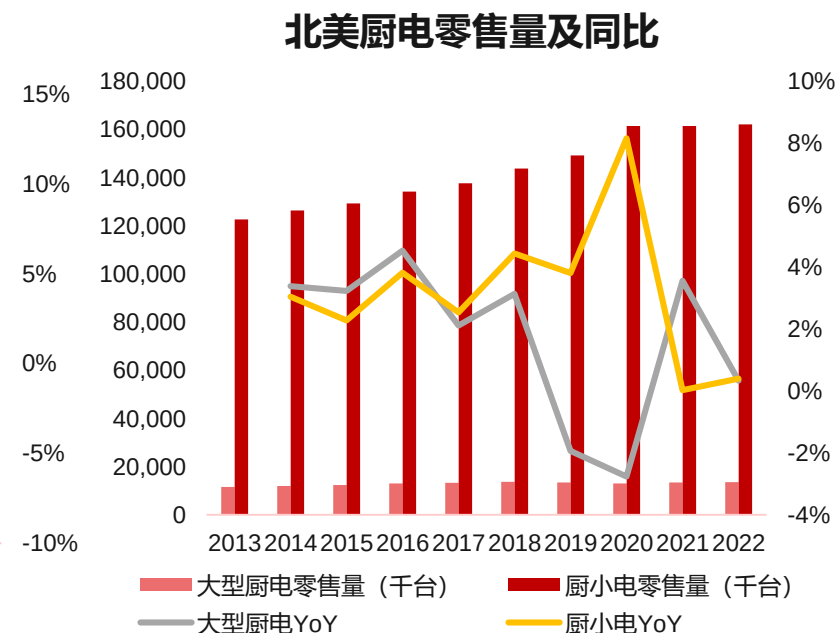
图：美国分消费和服务个人消费支出GDP



图：22年北美冰洗终端零售量个位数下滑



图：22年北美厨电零售量基本持平

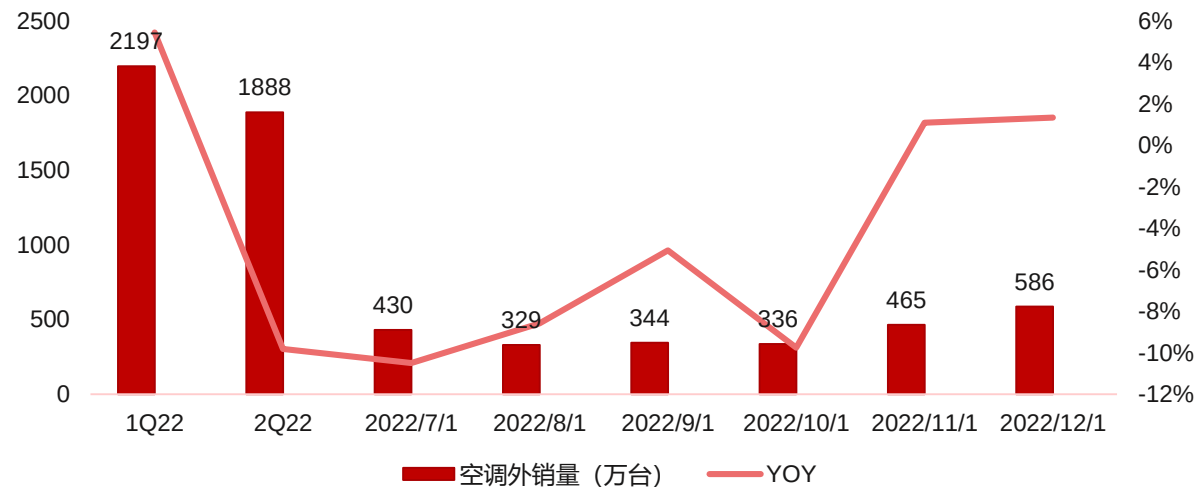


强加息+高通胀+低需求，22年中国家电出口承压

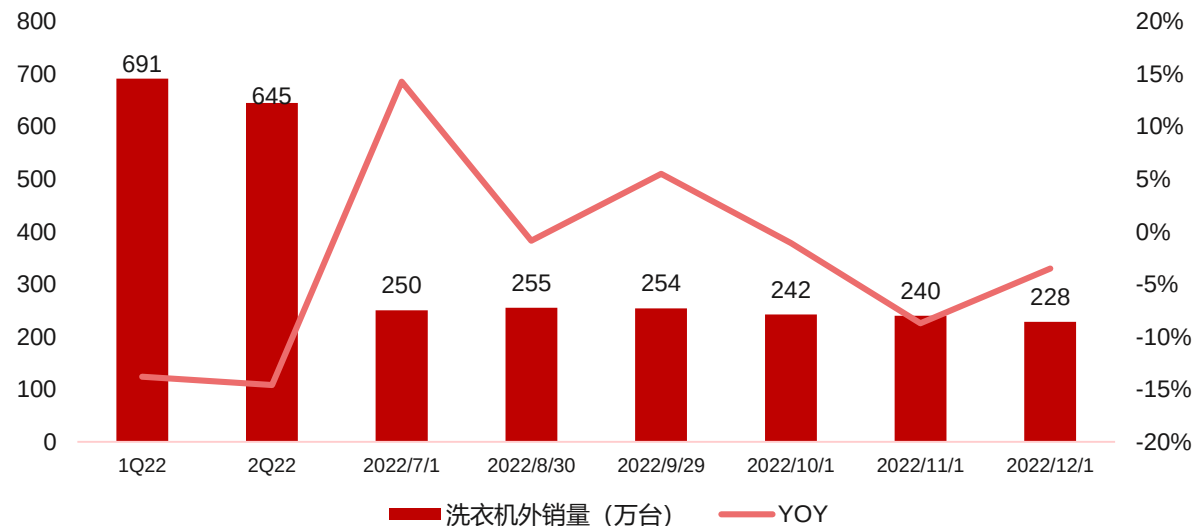
□ 海外经济降温，家电出口普遍承压

- 2022年我国家电出口普遍承压。根据产业在线数据，2022年冰箱、洗衣机、空调出口量分别同比-22%、-7%、-3%。
- 22年美国经济降温，在强加息和高通胀的压力下，海外终端消费需求增长承压。终端需求承压+库存压力突出，美国各大零售商进入主动去库阶段。海外家电制造企业纷纷进行调整，更加注重经营的质量，开始减产。随着海外产能恢复导致的订单回流，国内出口压力增加，部分中国家电制造企业代工业务承压。
- 考虑到产业链从下游传导到上游的牛鞭效应，零售商去库加剧了这一现象，因此国内代工企业相比品牌方和零售渠道受影响明显。

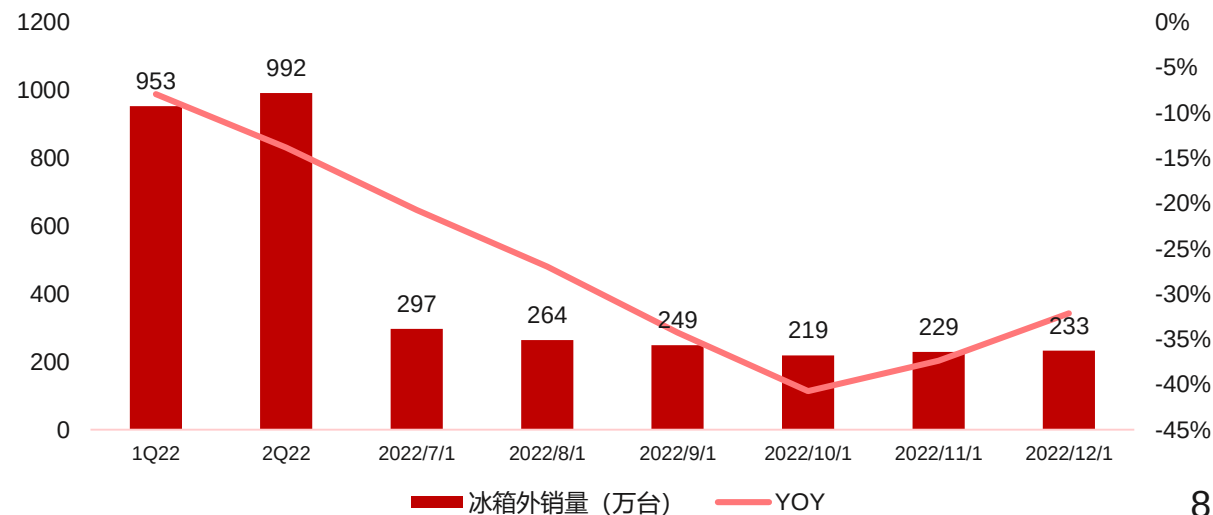
图：2022年空调行业出口量及同比



图：2022年洗衣机行业出口量及同比



图：2022年冰箱行业出口量及同比



02

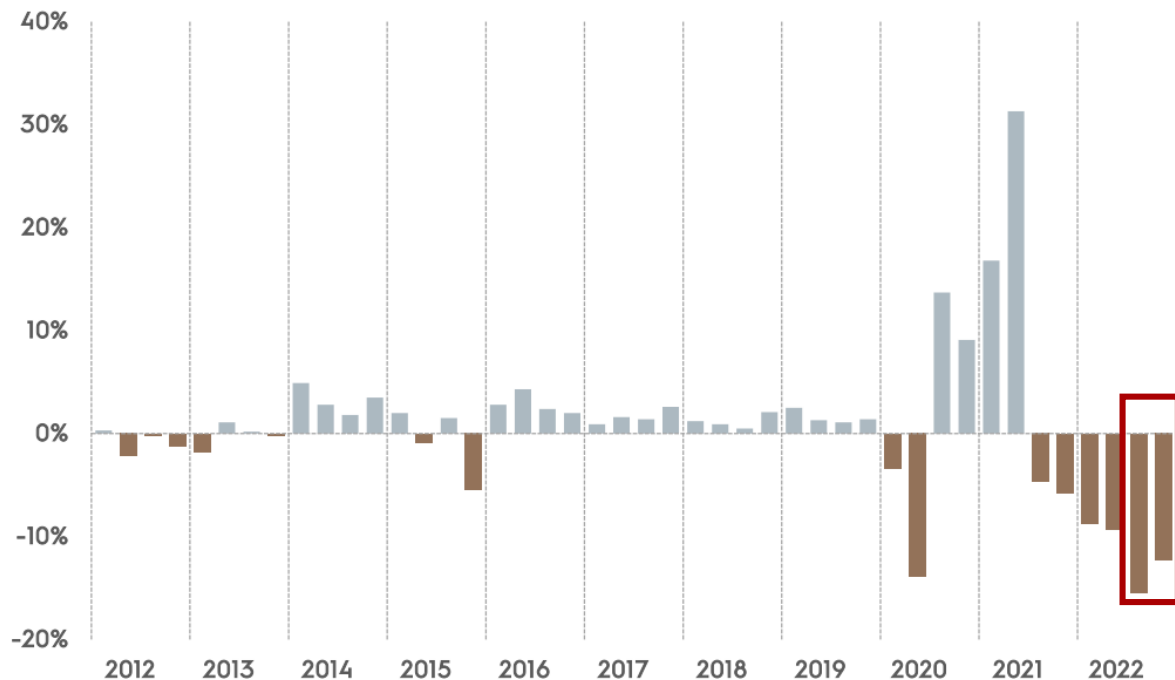
透过财报，23年海外市场
不必过分悲观

□ 海外家电出货端Q4降幅收窄，同比降幅有望在Q3筑底

根据伊莱克斯的公告，欧洲和美国家电Q4同比降幅收窄。目前来看，同比降幅的收窄的主因是同比基数的降低，后续随着欧美通胀的收缩，以及消费修复，且同比基数持续走低，我们预计欧美家电同比降幅有望持续收窄，同比降幅的拐点或在22Q3确立。

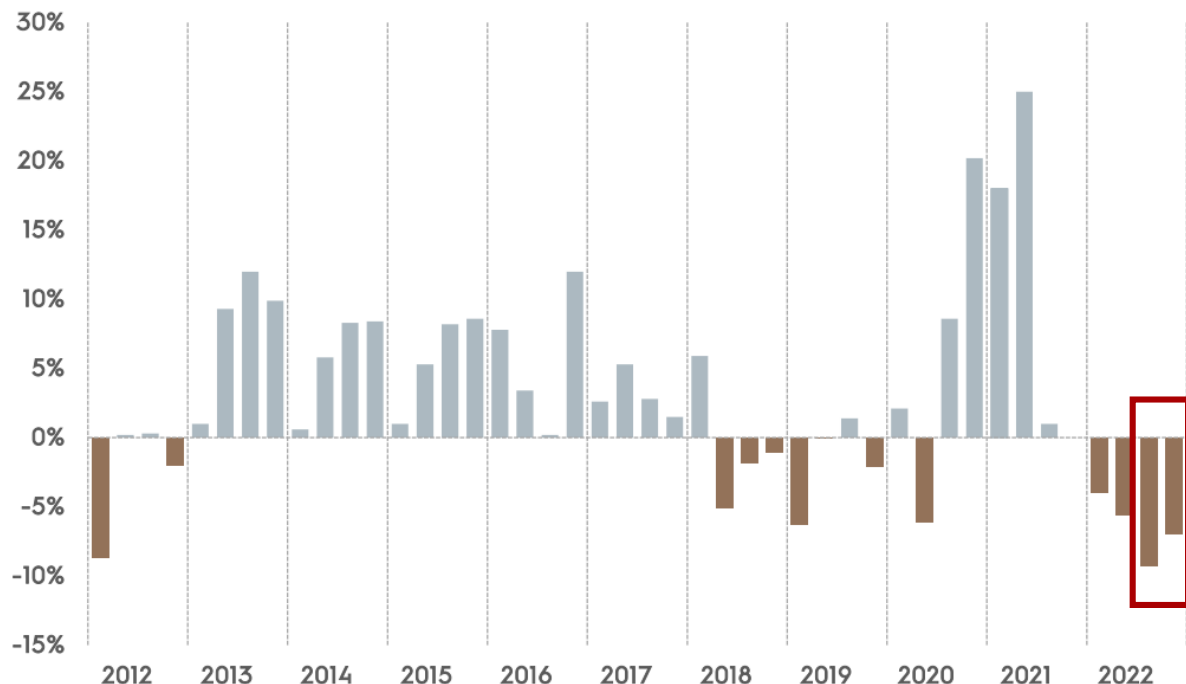
图：22Q4欧洲家电出货量同比降幅环比收窄（俄罗斯除外）

Total European shipments, quarterly unit comparison y-o-y



图：22Q4美国家电出货量同比降幅环比收窄

U.S. shipments, quarterly unit comparison y-o-y



□ 22年收入表现普遍承压，盈利能力受通胀影响明显

- **2022年海外家电企业收入普遍承压。**1) 其中，以惠而浦、伊莱克斯、AO史密斯为代表的传统家电制造商经营压力较大（伊莱克斯列报货币为瑞典克朗，北美地区报表端正增长汇率做主要贡献，Q4 Organic growth为-6%）。2) 开利、江森自控等商用暖通公司收入同比正增长，主要原因是前期订单兑现为收入。3) 受到消费需求低迷和零售商去库存影响，惠而浦、伊莱克斯、AO史密斯的出货量22年同比下降。
- **受到海外通胀影响，家电企业盈利能力普遍承压。**受到海外通胀导致成本上行，以及出货量降低的影响，海外家电企业盈利能力普遍承压。我们预计随着海外通胀下行，成本端压力23年有望缓解。

表：各家电企业分季度EBIT%（列报货币口径）

EBIT%	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
惠而浦	12%	11%	11%	9%	10%	9%	5%	3%
伊莱克斯	8%	7%	5%	4%	5%	2%	0%	-6%
江森自控	12%	13%	13%	9%	8%	9%	11%	9%
开利	12%	14%	15%	9%	13%	14%	14%	8%
AO史密斯	16%	18%	18%	17%	16%	17%	17%	19%
iRobot	3%	0%	10%	-9%	-6%	-25%	-24%	-24%

表：各家电企业北美/美国地区收入增速（列报货币口径）

收入YoY	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
惠而浦	20%	22%	5%	3%	-8%	-2%	-8%	-14%
伊莱克斯	7%	19%	-6%	7%	10%	17%	24%	8%
江森自控	-4%	10%	5%	6%	6%	10%	9%	10%
开利	17%	30%	2%	16%	18%	11%	11%	9%
AO史密斯	4%	26%	21%	27%	32%	23%	-1%	-3%
iRobot	40%	40%	5%	-29%	33%	-29%	-32%	-22%

表：各家电企业欧洲/EMEA地区收入增速（列报货币口径）

收入YoY	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
惠而浦	33%	49%	0%	0%	-7%	-19%	-28%	-27%
伊莱克斯	7%	32%	-3%	4%	-1%	-3%	-7%	-20%
江森自控	10%	32%	10%	1%	3%	-5%	-2%	2%
开利	19%	51%	8%	2%	-25%	-23%	-28%	-22%
iRobot	74%	29%	15%	-2%	-44%	-39%	-60%	-26%

□ 23年海外经营压力有望边际缓解

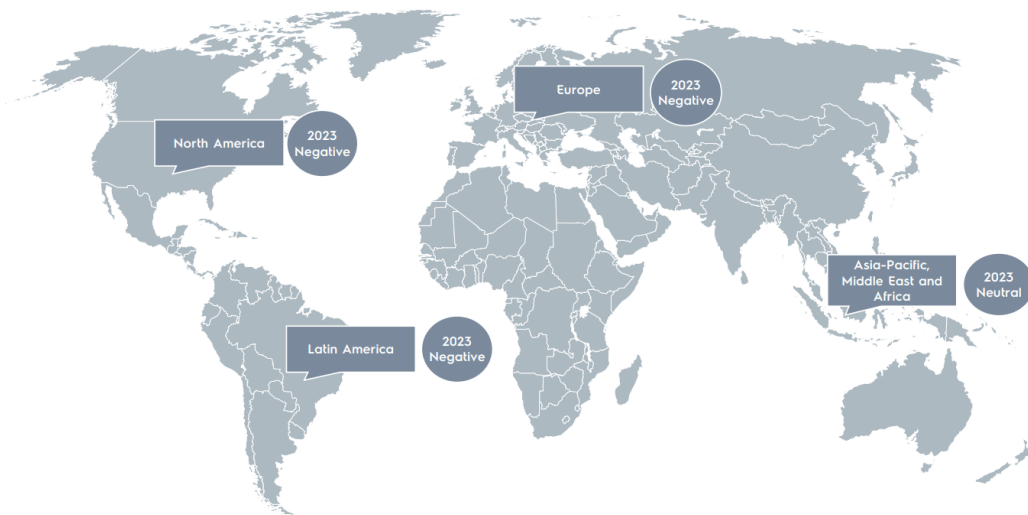
- 我们整理了海外各个家电公司的23年前瞻，海外的家电公司普遍预期23年欧美家电需求仍然是下滑的。根据伊莱克斯的公告，除EMEA市场看平以外，欧洲、北美和拉美市场23年市场需求负增长。根据惠而浦公告，惠而浦预期23年北美市场需求下滑4%~6%，EMEA市场需求下滑4%~6%，拉美地区市场需求下滑1%~3%，亚洲市场需求则增长2%~4%。惠而浦的市场需求下滑幅度预期对应惠而浦、伊莱克斯等企业北美地区收入降幅明显收窄，在通胀缓解的大背景下，被递延的需求有望在23年得到释放。
- 海外家电企业普遍预期23年的经营情况会普遍好于22年，这主要是基于海外通胀压力缓解的判断，成本端有望边际改善。海外需求需要逐渐回暖，总体来看，大部分家电企业预期收入降低或持平，但经营压力23年要比22年缓解是共识。

表：惠而浦23年家电产业需求预期

产业需求	2023年预期
北美地区	-6%~-4%
EMEA	-6%~-4%
拉丁美洲	-3%~-1%
亚洲	2%~4%

图：伊莱克斯对23年全球各地家电市场预期

Market outlook FY 2023 per region



表：23年海外各家电公司收入预期

公司	23年前瞻
惠而浦	收入降低1%-2%
伊莱克斯	经营好于22年，销量仍然下滑，价格提升对冲外部因素
特灵科技	收入增长7%~9%
A.O.史密斯	收入增长区间-3%~+3%

03

北美去库何时看到转机?

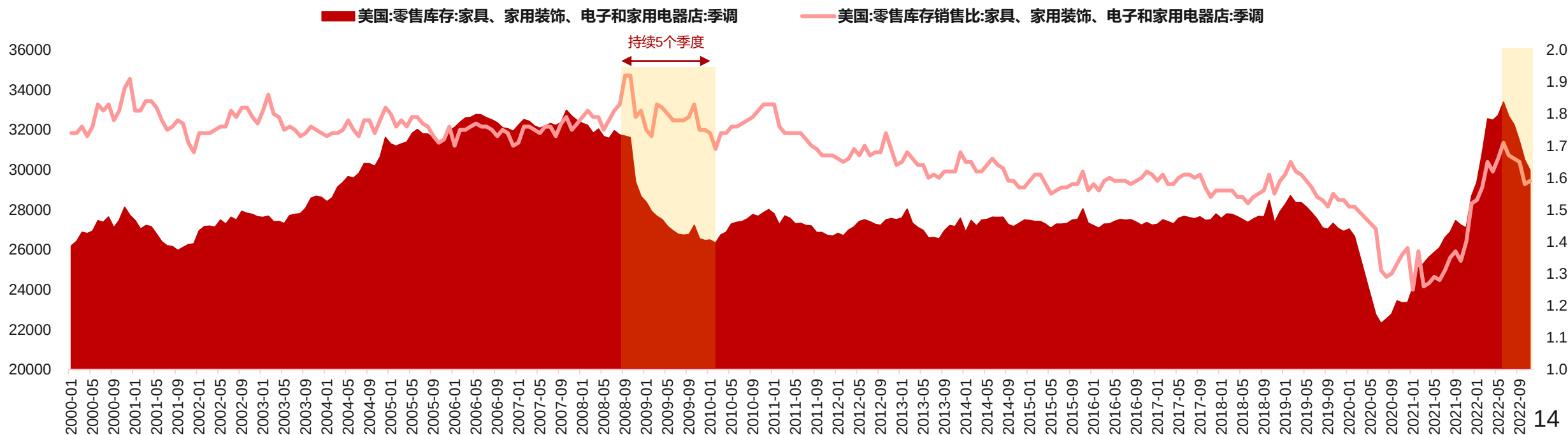
□ 零售商去库存见效，库存与库销比回落

1) 复盘历史数据，美国的零售商库存变动与库销比拟合度较高。零售商通过调节库销比的方式，调节向上游制造企业进货，从而控制渠道内库存。美国零售渠道扁平，零售商有较大的议价权，因此能够根据终端需求主动调节库销比、从而调整从制造商进货的节奏。零售商去库存周期较长，以08-09年为例，从库存高点开始下滑（08M9）到库存水位回升（09M12）共15个月（有一段时间被动去库）。

2) 美国家具、家装、家电、电子零售商库存自22M6见顶以来持续回落。截至22M11，美国零售商库存从最高点334亿美元下降到300亿美元，库销比从1.71回落到1.59。如图所示，22M6-11去库斜率较高，北美去库存取得阶段性进展。结合历史数据看，美国零售商库存常年保持在260-280亿美元，主动去库仍需一段时间。

图：自22M6以来，零售商库存水位和库销比开始显著回落

美国家具、家装、家电、电子零售商库存周期（单位：百万美元）



资料来源：Wind，美国劳工部，浙商证券研究所，注：已剔除20M3-5异常值

□ 根据我们的测算，预计美国家电、家居、电子和家装零售商渠道23年9月库存回归正常区间，结束主动去库存周期。

核心假设：

- 1) 零售商通过调节库销比的方式进行去库存，根据美国劳工部数据，22M12的渠道库销比已经达到1.68。结合美国08-09年去库存周期，库销比从1.92→1.73，大约下降0.2 pct。在本轮去库存中，库销比从高点1.71开始回落，目前的渠道库存仍在高位，我们预计库销比有望继续回落。因此，我们假设库销比自22M12起每个月下降0.02，下降到1.51为止。
- 2) 根据惠而浦2022年财报，惠而浦预计2023年北美家电消费需求将下滑4%-6%，我们假设2023年零售终端销售额每个月同比下降5%。
- 3) 参照历史数据，美国零售商库存存在2010-2017年间库存水平相对稳定，渠道库存价值在260-280亿美元。我们假设库存水平维持在该区间为主动去库存周期结束，库存水位线维持在相应正常水平。

表：我们预计零售商库存存在23Q3回归正常水位

(亿美元)	22M1	22M2	22M3	22M4	22M5	22M6	22M7	22M8	22M9	22M10	22M11	22M12	23M1	23M2	23M3	23M4	23M5	23M6	23M7	23M8	23M9	23M10	23M11	23M12
零售商库销比	1.53	1.57	1.65	1.62	1.66	1.71	1.67	1.66	1.65	1.58	1.59	1.68	1.66	1.64	1.62	1.60	1.58	1.56	1.54	1.52	1.51	1.51	1.51	1.51
零售库存	294	308	326	325	327	334	327	323	315	305	300	309	303	306	304	305	296	289	286	281	274	277	269	260
零售商销售额	192	196	197	201	197	195	196	194	191	193	189	184	182	186	187	191	187	186	186	185	181	183	178	175
零售商进货额	199	211	215	200	200	202	189	190	183	184	183	193	176	189	185	192	178	179	183	179	174	187	170	173
终端销售额yoy	-1%	7%	-2%	-1%	-2%	-4%	-4%	-2%	-5%	-5%	-3%	-2%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
渠道进货额yoy	-1%	9%	6%	-3%	-2%	-2%	-9%	-6%	-11%	-9%	-5%	-5%	-12%	-10%	-14%	-4%	-11%	-11%	-3%	-6%	-5%	2%	-7%	-10%

注：1) 表中数据来源于Wind指标“美国:零售库存销售比:家具、家用装饰、电子和家用电器店:季调”和“美国:零售库存销售比:家具、家用装饰、电子和家用电器店:季调”；
 2) 零售商销售额根据公式“季调库存/季调库销比”运算得出；
 3) 零售商进货额根据公式“本期库存-上期库存+销售额”运算得出；
 4) 自22M12开始，后续序列为预测数据。

资料来源：Wind，美国劳工部，浙商证券研究所

□ 若考虑到北美消费复苏和22年消费需求前高后低的基数压力，根据我们的测算，预计美国家电、家居、电子和家装零售商渠道23年9月库存回归正常区间，且22H2渠道进货额的同比降幅相比22年收窄，制造端出货的压力将减轻。

核心假设：

- 1) 终端消费的复苏是非线性的，零售商销售额增速在22年经历了“前高后低”的过程，且美国零售商在22H1期间经历了一段时间的“被动补库存”，因此我们预计23上半年期间制造方出货端仍然有压力。我们假设零售商终端零售增速前高后低，但2023全年零售终端销售额同比下降5%。
- 2) 其他假设均与上文的测算一致。

表：我们预计零售商库存存在23Q3回归正常水位，制造端的经营压力在下半年减轻

(亿美元)	22M1	22M2	22M3	22M4	22M5	22M6	22M7	22M8	22M9	22M10	22M11	22M12	23M1	23M2	23M3	23M4	23M5	23M6	23M7	23M8	23M9	23M10	23M11	23M12
零售商库销比	1.53	1.57	1.65	1.62	1.66	1.71	1.67	1.66	1.65	1.58	1.59	1.68	1.66	1.64	1.62	1.60	1.58	1.56	1.54	1.52	1.51	1.51	1.51	1.51
零售库存	294	308	326	325	327	334	327	323	315	305	300	309	296	300	299	301	293	288	286	281	275	279	272	268
零售商销售额	192	196	197	201	197	195	196	194	191	193	189	184	179	183	185	188	186	185	186	185	182	185	180	177
零售商进货额	199	211	215	200	200	202	189	190	183	184	183	193	166	187	184	190	178	179	183	180	176	189	173	173
终端销售额yoy	-1%	7%	-2%	-1%	-2%	-4%	-4%	-2%	-5%	-5%	-3%	-2%	-7%	-7%	-6%	-6%	-6%	-6%	-5%	-5%	-5%	-4%	-4%	-4%
渠道进货额yoy	-1%	9%	6%	-3%	-2%	-2%	-9%	-6%	-11%	-9%	-5%	-5%	-17%	-11%	-15%	-5%	-11%	-11%	-3%	-5%	-4%	3%	-5%	-10%

注：1) 表中数据来源于Wind中“美国:零售库存销售比:家具、家用装饰、电子和家用电器店:季调”和“美国:零售库存销售比:家具、家用装饰、电子和家用电器店:季调”；
 2) 零售商销售额根据公式“季调库存/季调库销比”运算得出；
 3) 零售商进货额根据公式“本期库存-上期库存+本期销售额”运算得出；
 4) 自22M12开始，后续序列为预测数据。

04

投资建议

□ 投资建议：寻找海外收入占比高、业绩有较大弹性的标的。

建议关注：美的集团、石头科技、新宝股份、苏泊尔、莱克电气、荣泰健康

表：海外收入占比高的相关标的

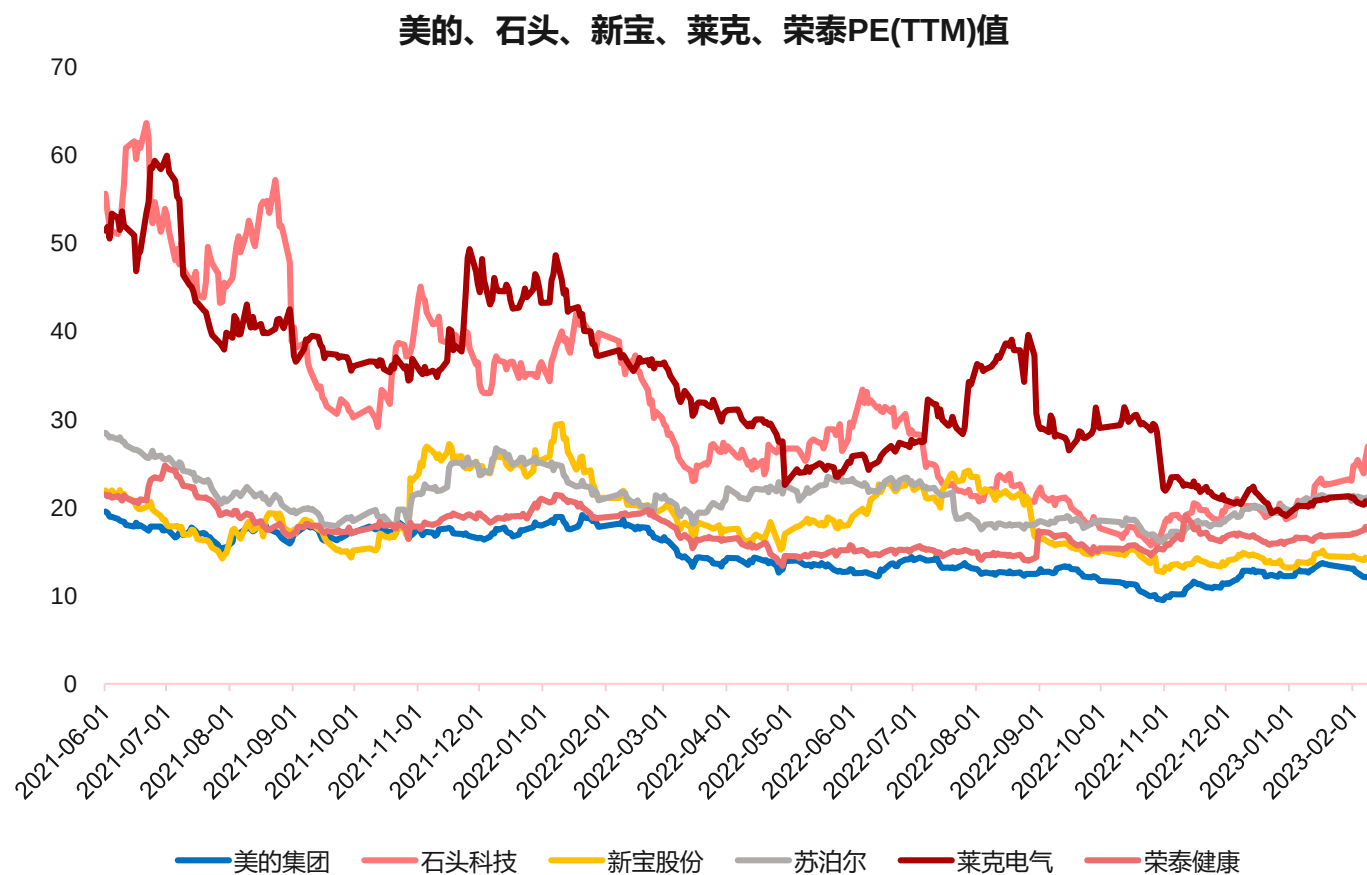
(单位：百万元)	2017H1	2017A	2018H1	2018A	2019H1	2019A	2020H1	2020A	2021H1	2021A	2022H1
美的集团											
外销收入	55,463	103,956	58,233	110,408	62,106	116,784	61,834	121,081	73,959	137,654	77,839
外销占比 (%)	44.4	43.0	40.5	42.2	40.2	41.8	44.3	42.4	42.3	40.1	42.4
外销同比增长	77.1	62.4	5.0	6.2	6.7	5.8	-0.4	3.7	19.6	13.7	5.2
石头科技											
外销收入						581		1,868		3,364	
外销占比 (%)						13.8		41.2		57.6	
外销同比增长								198.4		39.8	
新宝股份											
外销收入	3,331	7,041	3,130	7,158	3,282	7,237	3,536	10,175	5,074	11,624	5,447
外销占比 (%)	87.7	85.6	83.2	84.8	81.2	79.3	70.1	77.1	76.4	78.0	76.4
外销同比增长	25.7	14.3	-6.0	1.7	4.9	1.1	7.7	40.6	43.5	14.2	7.4
苏泊尔											
外销收入	1,686	3,975	1,970	4,742	2,184	5,110	2,026	5,727	3,417	7,326	2,847
外销占比 (%)	24.4	28.0	22.3	26.6	22.2	25.7	24.7	30.8	32.7	33.9	27.6
外销同比增长	16.0	13.2	16.8	19.3	10.9	7.8	-7.2	12.1	68.7	27.9	-16.7
莱克电气											
外销收入		3,813		3,877		3,601		4,368		5,538	
外销占比 (%)		66.8		66.1		63.1		69.5		69.7	
外销同比增长		22.0		2.7		-6.5		21.5		30.5	
荣泰健康											
外销收入	442	967		949	520	1,070	490	1,055		1,392	
外销占比 (%)	53.8	50.4		41.3	47.4	46.2	55.7	52.2		53.3	
外销同比增长	2.3	9.8		-1.9		12.8	-5.8	-1.4		31.9	

表：2020年以来，相关标的逐季度收入和业绩情况

(单位: 百万元)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
美的集团											
营业收入	58,013	81,054	77,694	67,460	82,504	91,306	87,532	79,891	90,381	92,280	87,706
同比增长(%)	-22.86	3.17	15.71	17.74	42.22	12.65	12.66	18.43	9.55	1.07	0.20
归母净利润	4,811	9,117	8,090	5,205	6,469	8,540	8,446	5,118	7,178	8,818	8,474
同比增长(%)	-21.5	0.7	32.0	79.8	34.5	-6.3	4.4	-1.7	11.0	3.2	0.3
石头科技											
营业收入	611	1,166	1,203	1,551	1,112	1,236	1,479	2,010	1,360	1,564	1,469
同比增长(%)	-29.48	-7.44	33.03	31.98	82.01	6.09	22.88	29.62	22.30	26.46	-0.65
归母净利润	126	335	439	470	315	337	364	386	343	274	238
同比增长(%)	-7.94	34.42	123.26	134.20	150.81	0.54	-17.01	-17.80	8.76	-18.66	-34.54
新宝股份											
营业收入	1,956	3,089	4,070	4,076	3,210	3,434	4,060	4,209	3,642	3,484	3,591
同比增长(%)	4.05	42.79	46.23	77.37	64.09	11.17	-0.25	3.26	13.46	1.46	-11.54
归母净利润	124	306	479	209	170	144	281	198	178	308	357
同比增长(%)	39.92	102.23	72.09	23.76	36.80	-52.96	-41.45	-5.24	4.60	113.90	27.42
苏泊尔											
营业收入	3,581	4,606	5,117	5,292	5,136	5,298	5,231	5,920	5,612	4,712	4,657
同比增长(%)	-34.57	5.59	1.12	6.76	43.42	15.01	2.22	11.87	9.25	-11.05	-10.98
归母净利润	307	360	414	765	505	361	375	703	538	395	376
同比增长(%)	-40.44	11.32	1.01	13.97	64.59	0.28	-9.40	-8.16	6.61	9.39	0.16
莱克电气											
营业收入	1,131	1,404	1,707	2,040	2,013	2,057	1,671	2,205	2,351	2,159	2,228
同比增长(%)	-19.56	1.05	20.43	36.77	78.03	46.55	-2.07	8.07	16.79	4.97	33.31
归母净利润	89	163	164	-88	191	141	146	25	211	271	338
同比增长(%)	3.78	8.54	12.12	-173.55	114.19	-13.55	-11.05	128.15	10.64	92.46	131.60
荣泰健康											
营业收入	326	553	526	615	520	728	617	748	565	537	461
同比增长(%)	-36.17	-5.70	-1.04	-10.15	59.49	31.76	17.14	21.50	8.55	-26.30	-25.26
归母净利润	30	69	61	33	69	72	48	48	58	28	39
同比增长(%)	-48.75	-12.25	-15.88	-61.50	131.82	3.24	-20.36	43.13	-15.02	-60.91	-18.52

□ 从估值水平和分位数看，目前美的、新宝、莱克处于左侧位置。
美的、新宝、莱克近三年股份分位数分别为8、7、18，估值水平偏低。

图：自2021年中以来，相关标的估值处于相对左侧位置



图：相关标的估值分位数

证券简称	PE(TTM)	估值分位 (近一年)	估值分位(近三年)	估值分位 (近五年)
美的集团	12.21	23.14	7.58	5.23
石头科技	26.98	75.62	-	-
新宝股份	14.28	20.45	6.83	5.02
莱克电气	20.67	9.50	18.40	25.33
荣泰健康	17.61	90.91	55.75	51.80

05

风险提示

- 1) **去库存周期持续时间长**：本报告主要分析的是海外主动去库存周期，但主动去库后常伴随被动去库存的过程，若海外零售商被动去库存持续时间过长，对家电企业业绩同样不利。
- 2) **汇率波动**：家电出口通常以美元结算，若汇率出现波动，会对家电企业的汇兑收益造成影响
- 3) **消费需求不及预期**：海外零售商去库存需要通过预判下游消费需求调节库销比，从而控制向上游的提货节奏，若海外消费需求不及预期造成零售商去库存不及预期，则影响也会同样传导到上游制造企业。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>