

2024年02月07日

家电

SDIC

行业动态分析

证券研究报告

Q4 重仓家电比例持续回升，黑电增配明显

主动偏股型基金重仓家电比例环比持续提升：我们以国投证券家电板块分类为依据（表 1），分析主动偏股型基金重仓家电的情况。Q4 家电出口景气较高，且家电龙头高股息率受到市场关注，主动偏股型基金重仓家电板块的比例延续提升态势。Q4 基金重仓家电持股比例为 3.45%，环比提升 0.37pct；家电超配比例为 1.34%，环比增长 0.40pct。展望后续，随着国内外经济持续复苏，资本市场对家电消费的预期进一步恢复，家电持仓比例有望维持超配。

Q4 白电板块获基金增配：Q4 基金重仓白电市值占基金重仓总市值的 1.60%，环比+0.10pct；白电被超配 0.62%，环比提升 0.13pct。其中，基金重仓持股美的集团、海尔智家、格力电器的比例环比+0.26pct、+0.02pct、-0.16pct。基金重仓白电板块比例有所提升，主要因为人民币兑美元汇率处于低位及海运价格下降，白电出口价格竞争力提升，叠加去年同期低基数，白电出口延续高景气度；且白电龙头高股息率获得市场关注。据产业在线，Q4 空调、冰箱、洗衣机外销出货量 YoY+22.8%、+63.5%、+43.2%。

Q4 基金增配黑电板块：Q4 基金重仓黑电市值占基金重仓总市值的 0.55%，环比+0.18pct。面板价格回升，基金重仓持股 TCL 科技比例环比+0.08pct。mini LED 渗透率有望提升，基金重仓持股兆驰股份比例环比提升 0.03pct。

Q4 基金减配小家电板块：Q4 基金重仓小家电的市值占基金重仓总市值的 0.52%，环比-0.02pct。Q4 清洁小家电行业基金重仓比例环比-0.01pct，主要因为市场担忧 Q4 石头科技外销增速下降，基金重仓持股其比例环比-0.01pct。Q4 厨房小家电行业基金重仓比例环比-0.01pct，主要因为国内厨房小家电景气较低，市场担忧摩飞内销表现，基金重仓持股新宝股份比例环比-0.02pct。

投资建议：空调基数压力高峰已过。虽然目前在空调淡季，但是渠道商备货积极，前期积压需求的回补也仍在发生作用。随着基数回归正常，空调的数据出现环比改善，从行业监测数据、格力披露的年度经营数据预告可以得到佐证。地产政策边际放松，我们期待量变引发质变，拉动空调需求。结合估值，我们优先推荐美的集团、海尔智家、格力电器、三花智控、盾安环境。另外，国内热泵的需求正在上升，对应标的包括日出东方、英华特等。家电出口的结构复苏趋势，从大家电向小家电延展。资本市场对地缘政治关系也开始出现积极预期，出口型企业值得重点关注，包括新宝股份、石头科技、Vesync 等。长期来看，家电出口业务

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

| 首选股票 | 目标价（元） | 评级 |
|-------------|--------|------|
| 000333 美的集团 | 71.70 | 买入-A |
| 600690 海尔智家 | 26.70 | 买入-A |
| 000651 格力电器 | 39.99 | 买入-A |

行业表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|------|
| 相对收益 | 0.1 | 6.7 | 22.9 |
| 绝对收益 | -0.4 | -2.1 | 3.9 |

张立聪 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

李奕臻 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020001

liyiz4@essence.com.cn

余昆 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521070002

yukun@essence.com.cn

相关报告

| | |
|----------------------|------------|
| 关注高景气赛道：呼吸道检测 | 2024-02-03 |
| 曙光初现：消费品出口轮动复苏开启！ | 2024-01-30 |
| 热泵采暖助力“尔滨”火热冬日 | 2024-01-26 |
| Stanley 保温杯，实用时尚两不误！ | 2024-01-20 |
| “尔滨”缘何火爆？ | 2024-01-13 |

将迎来价值重估，可参见深度报告《对比海外同行，中国家电如何突破估值洼地？——海外业务的三维估值体系》。

风险提示：公募基金仅披露前十大重仓股，与实际全部持仓统计可能存在偏差。

目 录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 1. 主动偏股型基金重仓：2023Q4 家电重仓比例持续提升 | 4 |
| 2. 重仓分板块：黑电、家电上游、白电获增配 | 5 |
| 3. 重仓个股：基金增配美的、兆驰、海尔 | 9 |

目 录

| | |
|--|----|
| 图 1. 2023Q3、2023Q4 子板块市值变动（按 2023Q4 涨跌幅降序排列） | 4 |
| 图 2. 2017Q1 至今基金重仓家电板块持仓比例 | 5 |
| 图 3. 2017Q1 至今家电板块超配比例 | 5 |
| 图 4. 白电重仓基金持仓比例环比回升 | 6 |
| 图 5. 白电重仓基金超配 0.62% | 6 |
| 图 6. 空冰洗内销出货量 YoY | 6 |
| 图 7. 空冰洗外销出货量 YoY | 6 |
| 图 8. 黑电重仓基金持仓比例环比回升 | 6 |
| 图 9. 黑电重仓基金超配 0.23% | 6 |
| 图 10. 厨电重仓基金持仓比例环比下降 | 7 |
| 图 11. 厨电重仓基金低配 0.06% | 7 |
| 图 12. 小家电重仓基金持仓比例环比小幅下降 | 7 |
| 图 13. 小家电重仓基金超配 0.05% | 7 |
| 图 14. 厨房小家电板块基金重仓持股情况 | 8 |
| 图 15. 清洁小家电板块基金重仓持股情况 | 8 |
| 图 16. 照明板块基本无基金重仓持股 | 8 |
| 图 17. 照明重仓基金低配 0.04% | 8 |
| 图 18. 家电上游重仓基金持仓比例环比提升 | 8 |
| 图 19. 家电上游重仓基金超配 0.55% | 8 |
| 图 20. 液晶电视面板价格（单位：美元/片） | 9 |
| 图 21. 家用 LED 微投线上销售额及增速 | 9 |
| 表 1: 家电子板块个股 | 4 |
| 表 2: 家电板块重仓市值前 20 个股持仓情况 | 10 |

1. 主动偏股型基金重仓：2023Q4 家电重仓比例持续提升

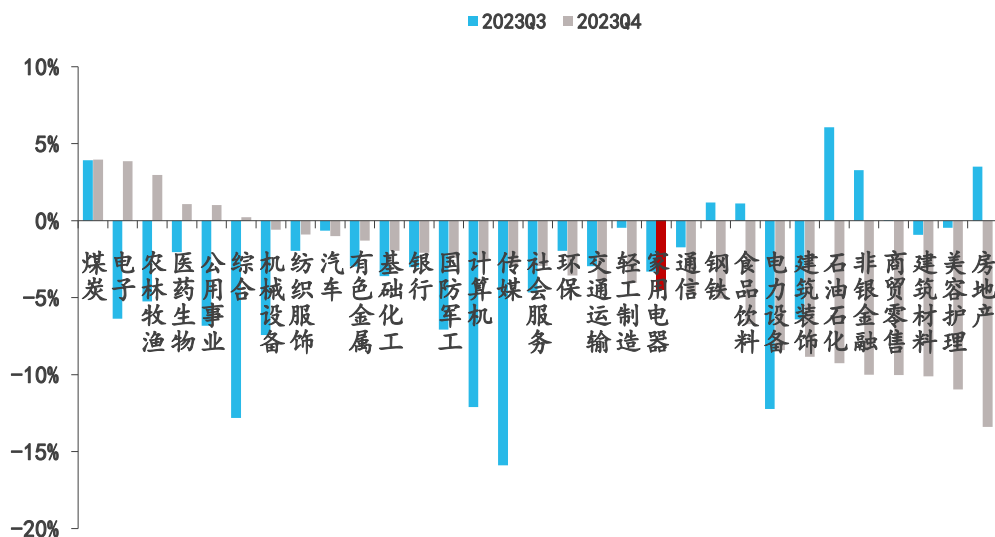
我们按国投证券家电组跟踪的家电个股及分类，选取普通股票型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金及灵活配置型基金作为样本，分析家电板块的重仓持股情况。

表1：家电子板块个股

| 子板块 | 行业个股 | | | | | | |
|-----|--------|--------|------|---------|--------|--------|------|
| 白电 | 美的集团 | 格力电器 | 海尔智家 | 海信家电 | 海容冷链 | 奥马电器 | 澳柯玛 |
| | 惠而浦 | 长虹美菱 | 春兰股份 | 申菱环境 | 绿岛风 | | |
| 黑电 | TCL 科技 | 极米科技 | 兆驰股份 | 海信视像 | 光峰科技 | 深康佳 A | 四川长虹 |
| | 创维数字 | TCL 电子 | 视源股份 | 鸿合科技 | 康冠科技 | | |
| 厨卫 | 老板电器 | 火星人 | 浙江美大 | 华帝股份 | 万和电气 | 长青集团 | 亿田智能 |
| | 帅丰电器 | 日出东方 | 融捷健康 | 奥普家居 | | | |
| 小家电 | 公牛集团 | 科沃斯 | 石头科技 | JS 环球生活 | 安克创新 | 星徽股份 | 苏泊尔 |
| | 九阳股份 | 新宝股份 | 莱克电气 | 飞科电器 | 奥佳华 | VESYNC | 小熊电器 |
| | 倍轻松 | 奋达科技 | 北鼎股份 | 荣泰健康 | 比依股份 | 汉宇集团 | 春光科技 |
| | 爱仕达 | 哈尔斯 | 欧圣电气 | 富佳股份 | 德昌股份 | 九号公司 | 利仁科技 |
| | 德尔玛 | | | | | | |
| 照明 | 欧普照明 | 佛山照明 | 阳光照明 | 珈伟新能 | *ST 雪莱 | *ST 长方 | |
| 上游 | 三花智控 | 和而泰 | 海立股份 | 三星新材 | 盾安环境 | 立霸股份 | 星帅尔 |
| | 长虹华意 | 金海高科 | 顺威股份 | 亿利达 | 奇精机械 | 科力尔 | 英华特 |

资料来源：国投证券研究中心

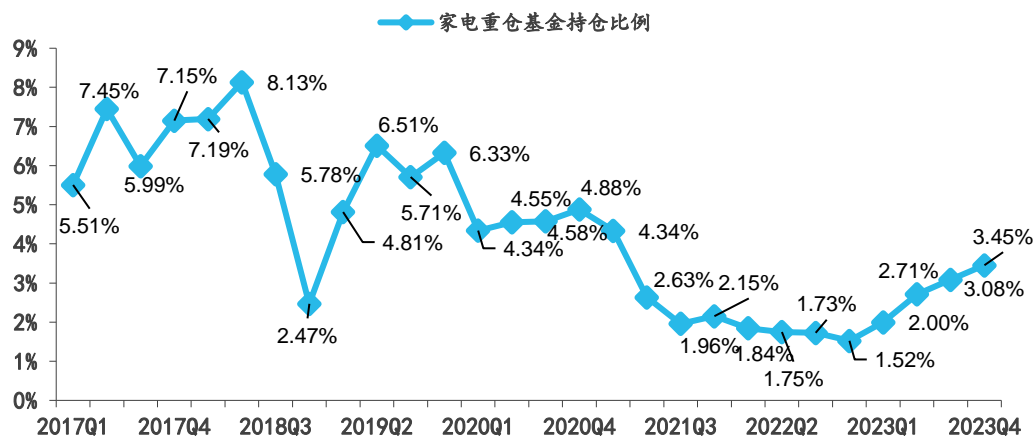
图1. 2023Q3、2023Q4 子板块市值变动（按 2023Q4 涨跌幅降序排列）



资料来源：wind，国投证券研究中心

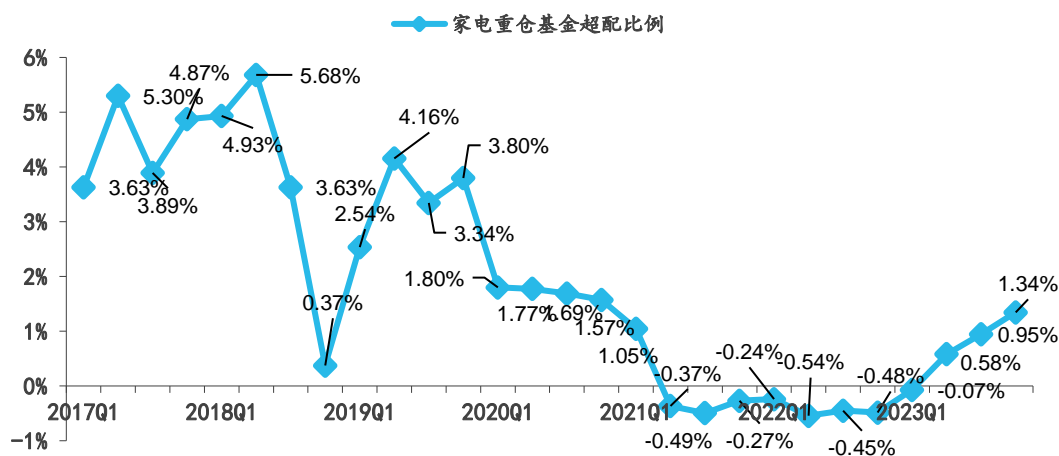
2023Q4 基金重仓家电意愿环比持续提升。2023Q4 家电出口景气持续较好，且家电龙头高股息率受到市场关注，主动偏股型基金重仓家电板块的比例延续提升态势。2023Q4 基金重仓家电持股比例为 3.45%，环比提升 0.37pct；2023Q4 家电超配比例为 1.34%，环比增长 0.40pct。展望后续，随着国内外经济持续复苏，资本市场对家电消费的预期进一步恢复，家电持仓比例有望维持超配。

图2. 2017Q1 至今基金重仓家电板块持仓比例



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图3. 2017Q1 至今家电板块超配比例



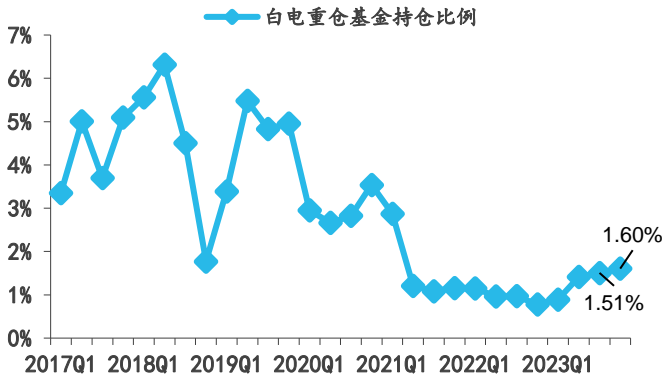
资料来源: wind, 国投证券研究中心

2. 重仓分板块：黑电、家电上游、白电获增配

2023Q4 家电子板块的重仓持股比例，黑电、家电上游、白电板块获基金增配，重仓比例环比分别+0.18pct、+0.11pct、+0.10pct；小家电、厨电板块获基金减配，重仓比例环比分别-0.02pct、-0.01pct；照明板块无基金重仓持股。

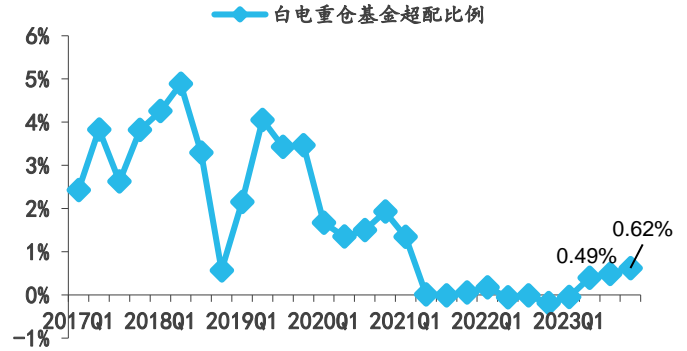
白电板块：2023Q4 基金重仓白电市值占基金重仓总市值的 1.60%，环比+0.10pct，重仓白电板块的基金数量环比-85 支。其中，基金重仓持股美的集团、海尔智家、格力电器的比例环比+0.26pct、+0.02pct、-0.16pct。白电在家电板块内部的配置比例环比下降，2023Q4 基金重仓白电市值占基金重仓家电板块市值的 46.46%，环比-2.36pct。在 A 股所有标的中，白电被超配 0.62%，环比提升 0.13pct。基金重仓白电板块比例有所提升，主要因为人民币兑美元汇率处于低位及海运价格下降，白电出口价格竞争力提升，叠加去年同期低基数影响，白电出口延续高景气度；且白电龙头高股息率获得市场关注。据产业在线数据，Q4 空调、冰箱、洗衣机外销出货量 YoY+22.8%、+63.5%、+43.2%；内销出货量 YoY+2.0%、+7.6%、+8.3%。

图4. 白电重仓基金持仓比例环比回升



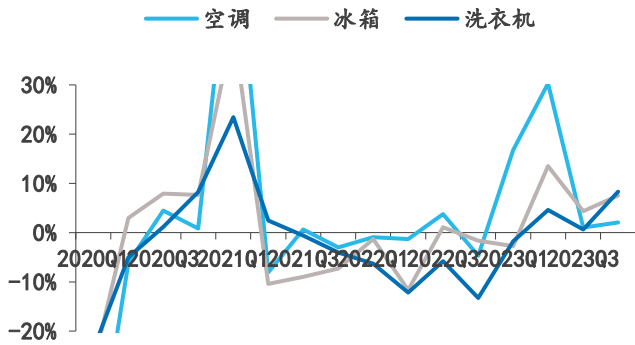
资料来源: wind, 国投证券研究中心

图5. 白电重仓基金超配 0.62%



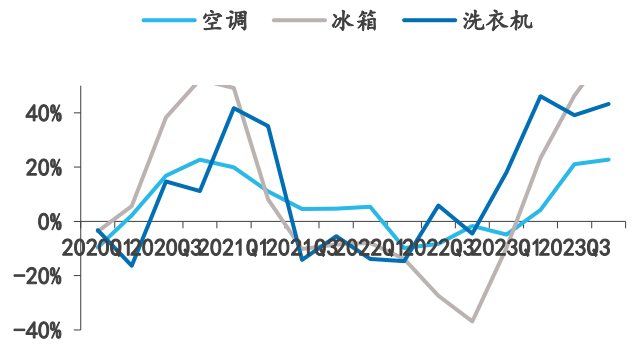
资料来源: wind, 国投证券研究中心

图6. 空冰洗内销出货量 YoY



资料来源: 产业在线, 国投证券研究中心

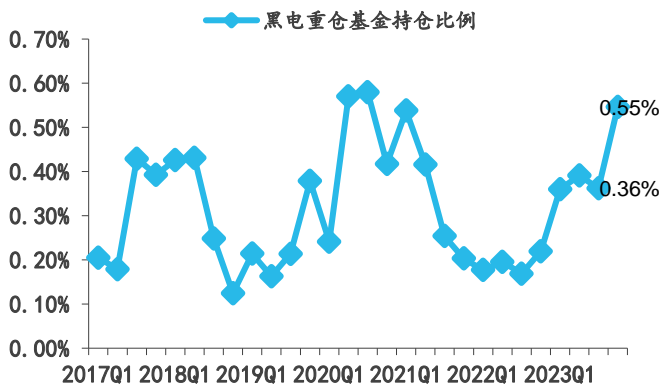
图7. 空冰洗外销出货量 YoY



资料来源: 产业在线, 国投证券研究中心

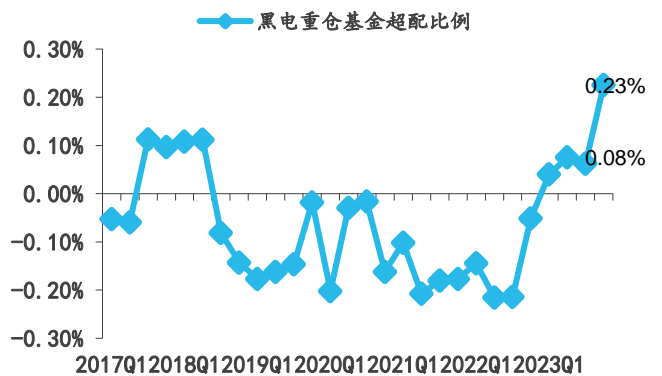
黑电板块: 2023Q4 基金重仓黑电市值占基金重仓总市值的 0.55%, 环比+0.18pct, 重仓黑电板块的基金数量环比+86 支。主要因为受面板价格回升和 mini LED 关注度提升影响, 基金重仓持股 TCL 科技、兆驰股份的比例环比+0.08pct、+0.03pct。

图8. 黑电重仓基金持仓比例环比回升



资料来源: wind, 国投证券研究中心

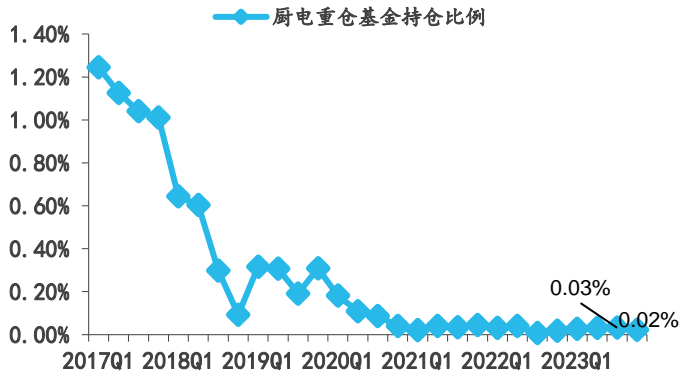
图9. 黑电重仓基金超配 0.23%



资料来源: wind, 国投证券研究中心

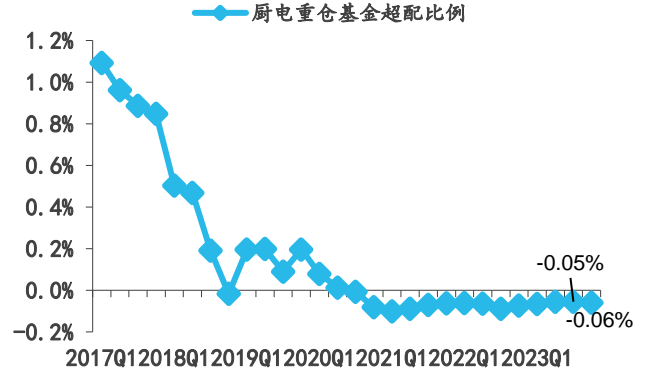
厨电板块: 2023Q4 基金重仓厨电的市值占主动偏股型基金重仓市值的 0.02%, 环比-0.01pct, 重仓厨电板块的基金数量环比-27 支。基金重仓厨电板块比例环比下降, 主要因为市场担忧住宅竣工增速下降, 基金重仓老板电器比例环比-0.01pct。

图10. 厨电重仓基金持仓比例环比下降



资料来源: wind, 国投证券研究中心

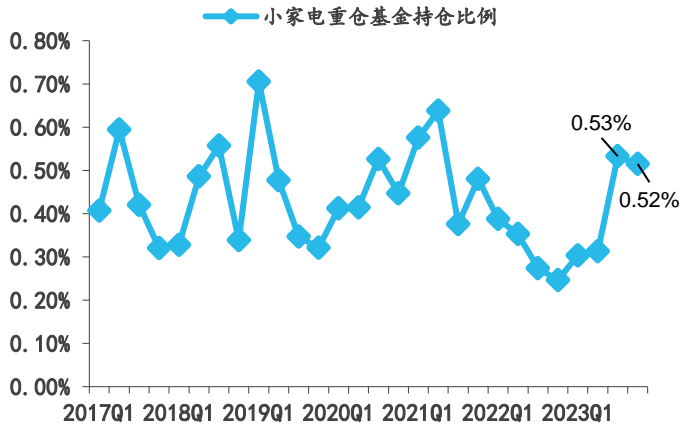
图11. 厨电重仓基金低配 0.06%



资料来源: wind, 国投证券研究中心

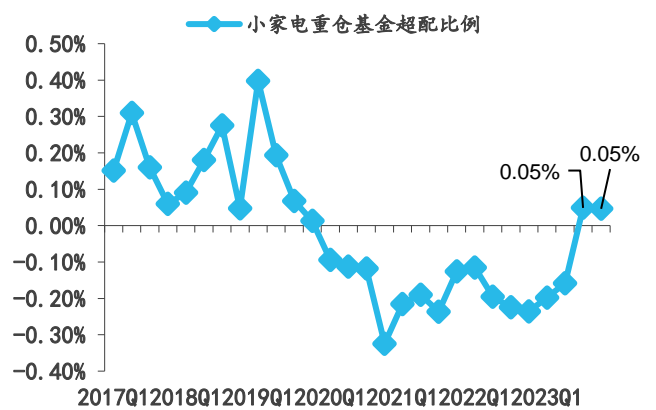
小家电板块: 2023Q4 基金重仓小家电的市值占主动偏股型基金重仓市值的 0.52%, 环比-0.02pct, 重仓小家电板块的基金数量环比-59 支。Q4 厨房小家电内销景气低迷, 且市场担忧扫地机外销增速下降, 基金对小家电板块的关注度有所回落。

图12. 小家电重仓基金持仓比例环比小幅下降



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图13. 小家电重仓基金超配 0.05%

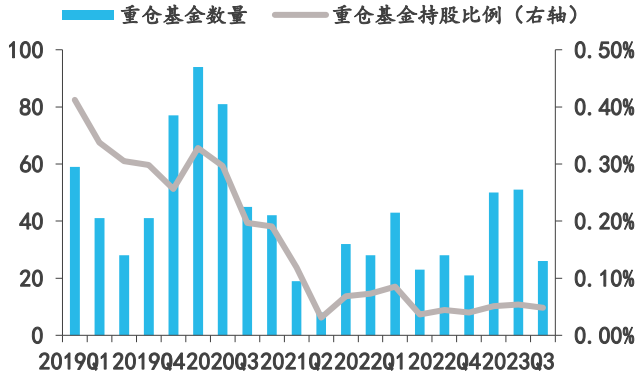


资料来源: wind, 国投证券研究中心

厨房小家电板块: 2023Q4 厨房小家电行业基金重仓比例环比-0.01pct, 重仓厨房小家电公司的基金个数环比-25 支。Q4 厨房小家电内销景气较为低迷, 市场对厨房小家电板块关注度有所下降。

清洁小家电板块: 2023Q4 清洁小家电行业基金重仓比例环比-0.01pct, 重仓清洁小家电公司的基金个数环比-22 支。市场对清洁小家电板块关注度有所下降, 主要因为 Q3 石头科技外销快速增长, 市场担忧 Q4 外销增速将下降, 基金重仓持股石头科技市值比例环比-0.01pct。

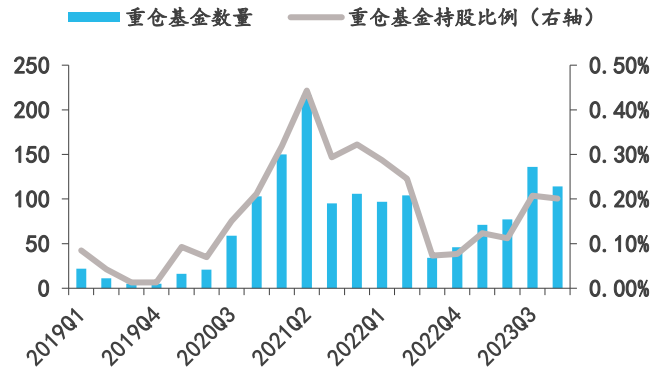
图14. 厨房小家电板块基金重仓持股情况



资料来源: wind, 国投证券研究中心

注: 厨房小家电行业标的包含苏泊尔、新宝股份、九阳股份、小熊电器、北鼎股份、比依股份、利仁科技、Vesync

图15. 清洁小家电板块基金重仓持股情况

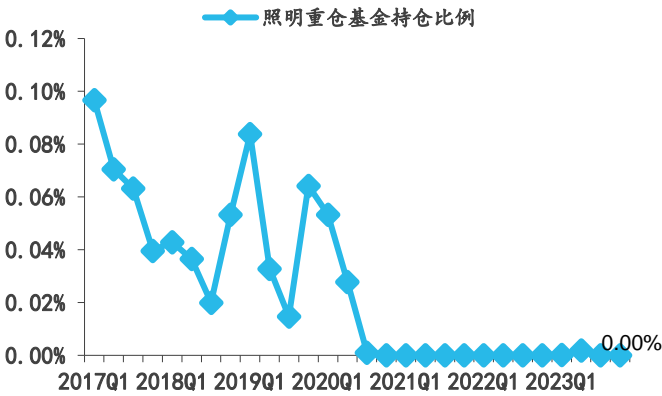


资料来源: wind, 国投证券研究中心

注: 清洁小家电行业标的包含科沃斯、石头科技、莱克电气、春光科技、欧圣电气、富佳股份、德昌股份、德尔玛、JS 环球生活

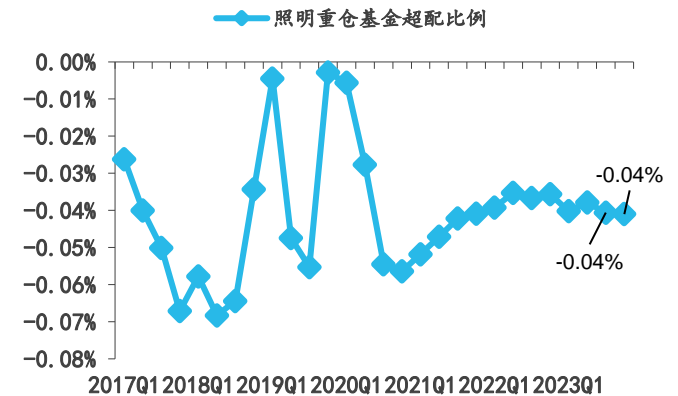
照明: 2023Q4 照明板块持续无基金重仓持股。

图16. 照明板块基本无基金重仓持股



资料来源: wind, 国投证券研究中心

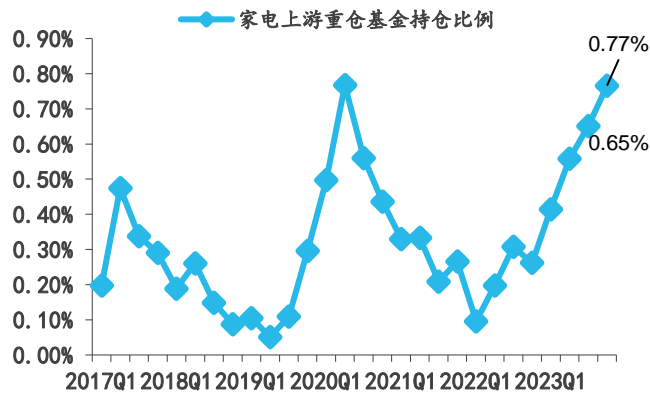
图17. 照明重仓基金低配 0.04%



资料来源: wind, 国投证券研究中心

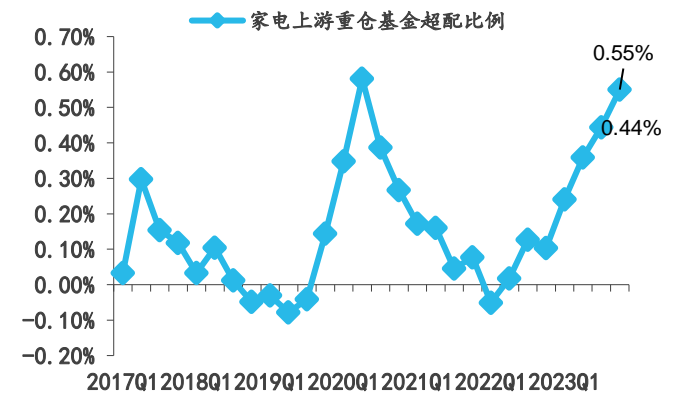
家电上游: 2023Q4 家电上游受基金重仓比例环比+0.11pct。其中, 三花智控、盾安环境获重仓持股比例环比+0.08pct、+0.03pct。受机器人概念催化, 机构对三花智控关注度持续提升。市场对盾安环境的新能源车业务和业绩改善预期较高, 基金重仓比例有所提升。

图18. 家电上游重仓基金持仓比例环比提升



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图19. 家电上游重仓基金超配 0.55%



资料来源: wind, 国投证券研究中心

3. 重仓个股：基金增配美的、兆驰、海尔

2023Q4 基金重仓白电标的比例环比持续提升，主要因为白电出口景气较高，且高股息率受到市场关注。主要公司基金重仓比例中，美的集团 (+0.26pct)、海尔智家 (+0.02pct) 环比提升；格力电器 (-0.16pct)、海信家电 (-0.02pct) 环比下降。

- 美的集团：2023Q4 基金重仓美的比例环比提升，机构关注度持续增加。海外需求逐步改善，叠加低基数效应，市场对 Q4 美的业绩预期较高，且公司较高的股息率受到市场关注。据产业在线数据，Q4 美的空调、冰箱、洗衣机外销出货量 YoY+4.8%、+87.1%、+21.2%。展望后续，随着公司海外订单增速提升，海外业务收入有望加速增长。
- 海尔智家：2023Q4 基金重仓海尔比例环比小幅提升。市场对海尔关注度有所回升，主要因为 Q4 海尔外销数据较好。据产业在线数据，Q4 海尔空调、冰箱、洗衣机外销出货量 YoY+3.6%、+87.8%、+30.5%。海尔国外收入持续增长，经营效率不断优化，机构关注度有望提升。
- 格力电器：2023Q4 基金重仓格力比例环比下降。2023 年 12 月，公司公告拟收购格力钛剩余股权，市场担忧公司治理和格力钛经营表现，基金重仓持股比例有所下降。

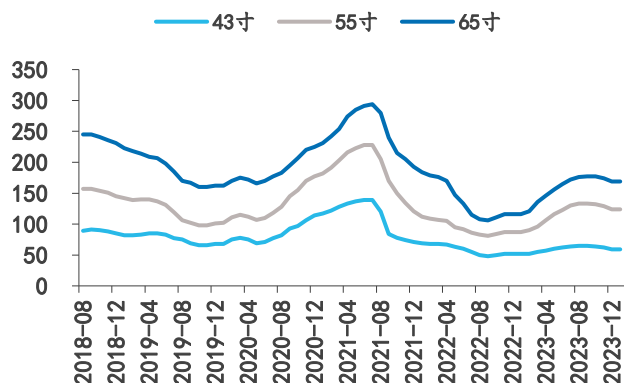
2023Q4 厨电板块热度环比小幅下降。市场担忧“保交楼”政策推进之后，住宅竣工增速或有所下降，Q4 基金重仓老板电器比例环比-0.01pct。

2023Q4 厨房小家电板块的关注度有所下降。主要公司基金重仓比例中，苏泊尔 (+0.01pct) 环比提升；新宝股份 (-0.02pct) 环比下降；小熊电器、比依股份环比持平。苏泊尔高股息率受到市场关注，且外销持续改善，基金重仓持股比例有所增加。市场担忧新宝自主品牌摩飞、东菱内销表现，基金重仓持股比例有所下降。

2023Q4 清洁小家电板块关注度环比下降，主要因为基金重仓持股石头科技比例环比下降。Q3 石头科技外销收入增速较高，市场担忧 Q4 外销增速将有所下降，基金重仓持股石头科技市值比例环比-0.01pct。据石头科技业绩预告计算，Q4 单季度归母净利润 YoY+94.7%~+155.6%，我们预计 Q4 公司外销延续高景气度。

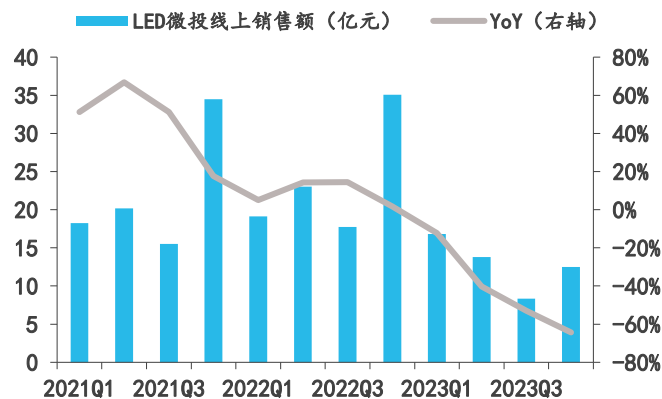
2023Q4 基金重仓黑电板块比例环比明显提升。面板价格回升，市场预期面板厂利润有望改善，Q4 基金重仓持股 TCL 科技的比例环比提升 0.08pct。mini LED 渗透率有望提升，基金重仓持股兆驰股份比例环比增加 0.03pct。视源股份前期跌幅较大，市场对其估值回调预期较高，基金重仓持股比例环比提升 0.03pct。

图20. 液晶电视面板价格（单位：美元/片）



资料来源：wind，国投证券研究中心

图21. 家用LED微投线上销售额及增速



资料来源：奥维云网，国投证券研究中心

表2：家电板块重仓市值前 20 个股持仓情况

| 证券简称 | 2023Q4 | | | 2023Q3 | | | 变动值 | | |
|---------|---------------|------------|-----------------|---------------|------------|-----------------|-----------------------|------------|---------------|
| | 重仓市值 (百万元) | 持有基金 个数 | 重仓市值占家 电板块比重 | 重仓市值 (百万元) | 持有基金 个数 | 重仓市值占家 电板块比重 | 重仓市值占家电 板块比重 (pct) | 重仓基金 个数 | 季度涨跌 幅 (%) |
| 美的集团 | 16,037 | 329 | 25.4% | 12,336 | 280 | 19.9% | 5.51 | 49 | -1.53 |
| 三花智控 | 12,114 | 287 | 19.2% | 11,744 | 245 | 19.0% | 0.25 | 42 | -0.83 |
| 海尔智家 | 7,786 | 105 | 12.3% | 8,202 | 127 | 13.2% | -0.89 | -22 | -11.02 |
| 海信视像 | 4,333 | 58 | 6.9% | 4,761 | 57 | 7.7% | -0.82 | 1 | -6.95 |
| 格力电器 | 4,287 | 109 | 6.8% | 7,976 | 204 | 12.9% | -6.08 | -95 | -11.38 |
| 石头科技 | 3,369 | 89 | 5.3% | 3,970 | 118 | 6.4% | -1.07 | -29 | -3.91 |
| TCL 科技 | 2,305 | 90 | 3.7% | 952 | 43 | 1.5% | 2.12 | 47 | 5.39 |
| 九号公司-WD | 2,090 | 28 | 3.3% | 1,951 | 26 | 3.1% | 0.16 | 2 | -14.84 |
| 兆驰股份 | 1,280 | 24 | 2.0% | 816 | 10 | 1.3% | 0.71 | 14 | 11.38 |
| 盾安环境 | 1,230 | 47 | 2.0% | 751 | 16 | 1.2% | 0.74 | 31 | 23.65 |
| 公牛集团 | 1,212 | 13 | 1.9% | 1,379 | 18 | 2.2% | -0.30 | -5 | -7.78 |
| 海信家电 | 1,096 | 47 | 1.7% | 1,520 | 58 | 2.5% | -0.72 | -11 | -13.30 |
| 视源股份 | 1,038 | 12 | 1.6% | 580 | 10 | 0.9% | 0.71 | 2 | -9.73 |
| 飞科电器 | 838 | 12 | 1.3% | 1,066 | 13 | 1.7% | -0.39 | -1 | -27.25 |
| 苏泊尔 | 815 | 11 | 1.3% | 691 | 10 | 1.1% | 0.18 | 1 | 9.34 |
| 安克创新 | 625 | 18 | 1.0% | 980 | 28 | 1.6% | -0.59 | -10 | -5.50 |
| 和而泰 | 570 | 17 | 0.9% | 466 | 11 | 0.8% | 0.15 | 6 | 0.21 |
| 鸿合科技 | 386 | 17 | 0.6% | 26 | 4 | 0.0% | 0.57 | 13 | 21.51 |
| 华帝股份 | 252 | 7 | 0.4% | 180 | 6 | 0.3% | 0.11 | 1 | 4.02 |
| 创维数字 | 221 | 12 | 0.4% | 18 | 3 | 0.0% | 0.32 | 9 | 15.18 |

资料来源：wind，国投证券研究中心

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034