


2024 年 04 月 26 日
长虹美菱 (000521.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

白色家电 III

投资评级

买入-A
首次评级

6 个月目标价

13.21 元

股价 (2024-04-25)

9.35 元

交易数据

总市值(百万元)	9,629.79
流通市值(百万元)	9,557.90
总股本(百万股)	1,029.92
流通股本(百万股)	1,022.23
12 个月价格区间	5.46/10.04 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.0	17.6	30.9
绝对收益	7.1	23.2	20.0

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

Q1 空调业务回暖，单季收入快速提升

■ **事件:** 长虹美菱公布 2024 年一季报。公司 Q1 实现收入 59.4 亿元，YoY+18.2%；实现归母净利润 1.6 亿元，YoY+26.9%；实现扣非归母净利润 1.9 亿元，YoY+79.6%。我们认为，Q1 长虹美菱空调收入增速回升，冰箱冰柜业务稳健增长，单季经营表现亮眼。

■ **Q1 单季收入增速环比提升:** Q1 长虹美菱收入 YoY+18.2%，增速环比提升 13.2pct。分产品来看：1) Q1 空调内外销景气较高，公司在国内市场持续完善渠道和产品布局，在海外市场加快拓展新市场、新客户，我们推断 Q1 公司空调业务内外销收入同比快速增长。据产业在线数据，Q1 长虹空调内销/外销出货量 YoY+33.7%/+19.3% (2023Q4 为-18.0%/+65.5%)。2) 公司在海外市场推动冰箱产品升级，且受益于国内供应链优势，我们推测 Q1 公司冰箱外销保持高增态势，内销受行业景气影响而表现平稳。据产业在线数据，1-2 月美菱冰箱内销/外销 YoY-3.2%/+40.6%。展望后续，公司持续完善国内渠道，加速拓展海外市场，收入有望持续提升。

■ **Q1 单季毛利率同比下降:** Q1 长虹美菱毛利率 13.4%，同比-1.3pct。我们推断主要因为国内空调价格竞争压力提升，且外销价格策略性降价以增强海外竞争力。据奥维云网数据，Q1 长虹空调线上/线下均价 YoY-4.9%/-6.0%。海关总署数据显示，Q1 国内空调/冰箱/洗衣机出口均价 YoY-5.0%/-1.1%/-3.9%。

■ **Q1 盈利能力同比小幅提升:** Q1 长虹美菱归母净利率 2.6%，同比+0.2pct。公司盈利能力实现提升，主要因为：1) 公司坚持价值导向、全面提效的经营思路，持续提升资金效率、渠道效率、产品效率、管理效率，Q1 公司期间费用率同比-1.5pct，其中销售、管理、研发费用率同比-0.9pct、-0.4pct、-0.3pct。2) 本期公司坏账准备转回，Q1 信用减值损失/收入同比+0.3pct。后续，随着公司持续坚持以价值为导向，逐步提升经营效率，公司盈利能力有望稳步改善。

■ **Q1 经营性现金流边际改善:** 长虹美菱 Q1 经营性现金流净额-1.1 亿元，去年同期为-3.7 亿元。公司经营性现金流净流出金额减少，同比边际改善，主要因为收入规模回升，Q1 销售商品、提供劳务收到的现金 YoY+23.1%。Q1 公司合同负债余额 4.7 亿元，YoY+14.4%，显示下游客户预期较为积极。期末货币资金余额 79.2 亿元，YoY+35.3%，现金储备较为充裕。

■ **投资建议:** 长虹美菱产品布局多元，内外销协同发展。公司持续贯彻“一个目标，三条主线”的经营方针，收入规模和盈利能力有望持续提升。预计公司 2024 年~2026 年的 EPS 分别为

0.88/1.01/1.18 元，首次覆盖给予买入-A 的投资评级，给予公司 2024 年 15 倍动态市盈率，相当于 6 个月目标价 13.21 元。

风险提示：行业竞争加剧，原材料价格大幅上升，海外贸易冲入风险、相关假设及预测不及预期。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	202.2	242.5	275.9	308.9	340.4
净利润	2.4	7.4	9.1	10.4	12.2
每股收益(元)	0.24	0.72	0.88	1.01	1.18
每股净资产(元)	5.02	5.66	6.14	6.87	7.76

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	38.8	12.8	10.5	9.1	7.8
市净率(倍)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
净利润率	1.2%	3.1%	3.3%	3.4%	3.6%
净资产收益率	4.7%	12.7%	14.3%	14.7%	15.2%
股息收益率	1.0%	0.0%	4.4%	3.0%	3.1%
ROIC	3.7%	10.8%	12.6%	14.5%	15.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

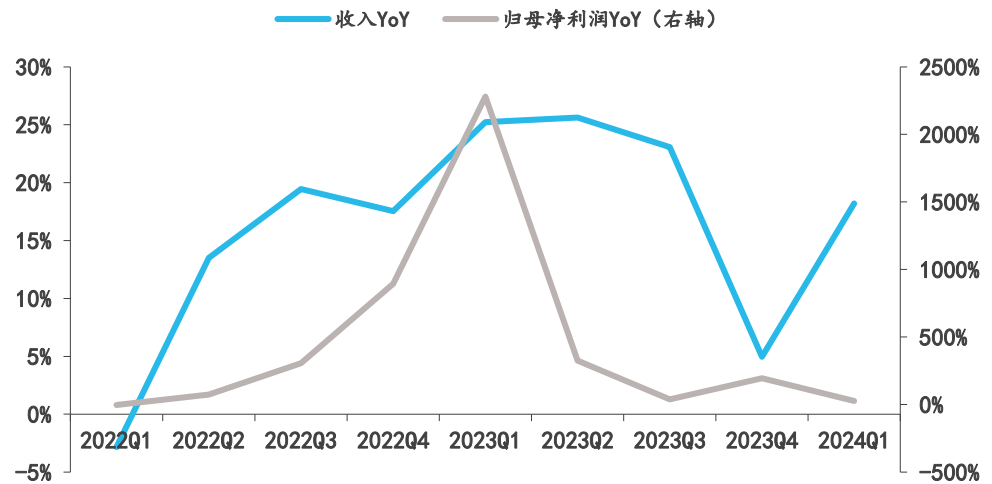
1. 财务指标

表1: 财务指标分析

%	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入 YoY	21.2	-5.5	2.1	-2.8	13.5	19.4	17.5	25.2	25.6	23.1	5.0	18.2
归母净利润 YoY	-46.8	-71.0	-127.3	-2.8	73.3	305.6	894.7	2,280.5	326.4	38.2	194.2	26.9
扣非归母净利润 YoY	-243.6	-106.2	104.5	-14.8	-171.9	-	-132.2	-559.0	944.7	76.7	869.6	79.6
						7,406.2						
销售毛利率	13.9	6.1	11.5	12.7	10.6	15.1	17.1	14.7	11.7	14.6	15.8	13.4
销售费用率	9.4	1.8	7.3	8.4	5.3	8.1	7.2	7.9	5.0	7.1	6.6	7.0
毛利率-销售费用率	4.5	4.3	4.2	4.3	5.2	7.1	9.9	6.8	6.7	7.6	9.2	6.4
销售净利率	0.8	0.7	0.0	0.3	1.0	2.2	1.9	2.5	3.1	2.4	5.0	2.7
ROE	0.7	0.5	-0.2	0.1	1.1	2.1	1.6	2.3	4.4	2.6	4.2	2.6
扣非后 ROE	-0.8	0.0	-1.6	-0.5	0.6	1.5	0.5	2.0	5.2	2.4	4.1	3.2
ROA	0.3	0.2	0.0	0.1	0.4	0.7	0.5	0.8	1.3	0.8	1.3	0.8
销售商品提供劳务收到的现金/收入	93.9	113.4	118.1	97.5	103.0	118.3	96.8	90.8	97.9	118.2	108.9	94.5
经营活动现金净流量/收入	6.9	9.4	8.4	-26.5	26.4	24.5	-7.7	-7.4	22.8	15.7	-6.4	-1.9
经营活动现金净流量/经营净收益	22,184.9	0.0	0.0	0.0	13,212.6	1,802.0	-923.8	-352.0	667.1	718.5	-255.1	-62.7
经营现金流净额占比	62.4	66.2	74.8	85.7	264.0	114.3	133.2	48.2	93.9	123.9	-97.1	12.9
投资现金流净额占比	52.6	51.7	87.0	17.6	-100.8	-8.1	-152.5	53.6	-3.0	-50.1	142.2	101.1
筹资现金流净额占比	-15.0	-17.9	-61.8	-3.2	-63.2	-6.1	119.3	-1.8	9.2	26.3	54.8	-14.0

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图1. 收入与归母净利润同比



资料来源: wind, 国投证券研究中心

2. 盈利预测及估值

2.1. 盈利预测

基于白色家电行业发展趋势和长虹美菱的竞争力，我们对公司 2024 年-2026 年的收入和业绩进行测算。关键假设如下：

- 1) 全球冰箱需求空间较大，公司持续完善国内渠道和产品布局，加速拓展海外市场，收入有望持续提升，其国内外市场份额有望持续提升。假设 2024 年-2026 年冰箱冰柜收入增速分别为+15%、+13%、+11%。随着产品销量提升和产品结构优化，该类产品毛利率有望稳步增加，假设 2024 年-2026 年毛利率分别为 19.40%、19.55%、19.76%。
- 2) 国内空调渗透率仍有提升空间，中东、欧洲、拉美、东南亚等海外市场成长空间较大。长虹美菱在国内市场持续拓展产品和渠道，且加强与核心 ODM 客户合作关系。公司在海外市场聚焦拉美、中东等潜力市场。我们预计公司空调收入将持续提升。假设 2024 年-2026 年空调收入增速分别为+12%、+10%、+8%。随着产品销量提升和产品结构优化，该类产品毛利率有望稳步增加，假设 2024 年-2026 年毛利率分别为 9.35%、9.43%、9.52%。
- 3) 长虹美菱洗衣机业务坚持差异化、高品质的竞争策略，不断优化和调整产品结构。考虑到公司洗衣机规模较小，我们预计公司洗衣机业务将保持较高增速。假设 2024 年-2026 年洗衣机收入增速分别为+20%、+18%、+15%。随着产品销量提升和产品结构优化，该类产品毛利率有望稳步增加，假设 2024 年-2026 年毛利率分别为 18.46%、18.60%、18.74%。
- 4) 国内小家电和厨卫行业渗透率仍较低，有较大的成长空间。公司逐步充实产品矩阵，完善营销网络，收入规模有望持续提升。我们预计公司洗衣机业务将保持较高增速。假设 2024 年-2026 年小家电及厨卫收入增速分别为+15%、+15%、+15%。随着规模效应逐步增强，该类产品毛利率有望稳步增加，假设 2024 年-2026 年毛利率分别为 12.99%、13.37%、13.75%。

费用假设如下：

- 1) 销售费用：公司持续完善国内外销售网络，预计销售费用将有所提升，但销售费用率随收入规模扩大而有所下降。假设 2024-2026 年销售费用率分别为 6.36%、6.50%、6.49%。
- 2) 管理费用：随着公司业务规模和人员的增长，预计公司管理费用会有所提升，管理费用率有所下降。假设 2024-2026 年管理费用率分别为 1.41%、1.60%、1.58%。
- 3) 研发费用：公司坚持差异化竞争策略，优化产品结构，预计研发投入将有所增加，但研发费用率随着收入规模扩大而有所下降。假设 2024-2026 年研发费用率分别为 2.43%、2.55%、2.54%。
- 4) 财务费用：公司货币现金规模较大，预计将产生较多的利息收入。假设 2024-2026 年财务费用率分别为-0.84%、-0.78%、-0.82%。

综上，我们对公司 2024-2026 年经营预期如下：

表2：长虹美菱收入与业绩预测

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
冰箱冰柜	收入 (亿元)	76.6	90.9	104.5	118.1	131.1
	YoY	-6.1%	18.6%	15.0%	13.0%	11.0%
	毛利率	17.19%	19.05%	19.40%	19.55%	19.76%
空调	收入 (亿元)	97.8	115.7	129.5	142.5	153.9
	YoY	42.4%	18.2%	12.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	10.34%	8.94%	9.35%	9.43%	9.52%
洗衣机	收入 (亿元)	7.5	13.3	15.9	18.8	21.6
	YoY	12.6%	76.4%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	19.36%	18.12%	18.46%	18.60%	18.74%
小家电及厨卫	收入 (亿元)	16.1	18.5	21.3	24.5	28.1
	YoY	20.7%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	12.33%	12.61%	12.99%	13.37%	13.75%
其他产品	收入 (亿元)	2.3	1.9	2.0	2.1	2.2
	YoY	-22.6%	-18.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	17.02%	29.78%	30.11%	30.45%	30.71%
其他收入	收入 (亿元)	1.8	2.3	2.6	3.0	3.4
	YoY	-74.7%	27.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	32.73%	37.57%	38.11%	38.38%	38.65%
合计	总收入 (亿元)	202.2	242.5	275.9	308.9	340.4
	YoY	12.1%	19.9%	13.8%	12.0%	10.2%
	毛利率	13.71%	13.94%	14.39%	14.59%	14.83%
	销售费用率	7.07%	6.48%	6.36%	6.50%	6.49%
	管理费用率	1.77%	1.49%	1.41%	1.60%	1.58%
	研发费用率	2.77%	2.46%	2.43%	2.55%	2.54%
	财务费用率	-0.27%	-0.49%	-0.84%	-0.78%	-0.82%
	归母净利润 (亿元)	2.4	7.4	9.1	10.4	12.2
	YoY	371.2%	203.0%	22.4%	14.3%	17.4%

资料来源：wind，公司年报，国投证券研究中心

2.2. 估值

可比公司选择：长虹美菱主要产品为白色家电。我们选择同为家电零部件行业的格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、海容冷链作为可比公司。

绝对估值：我们利用 FCFE DCF 法测算长虹美菱的权益价值。

主要假设如下：

- 1) 我们选用十年期国债到期收益率作为无风险利率，参数设置为 2.26%。
- 2) 选择近十年沪深 300 指数的年化平均收益率作为市场投资组合预期收益率 R_m ，参数设置为 6.71%，风险溢价为 4.45%。
- 3) 根据可比公司来确定公司的 β 系数，近一年格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、海容冷链的 β 值分别为 0.59/0.59/0.83/0.52/1.06。参考可比公司 β 系数，我们选取均值 0.72 作为长虹美菱的 β 系数。
- 4) 根据 CAPM 模型，计算公司股权收益率 K_e 为 5.45%。
- 5) 将公司预测期分为三阶段：1) 2024-2027 年为第一阶段，逐年预测；2) 2028-2035 年为第二阶段，考虑到公司在国内白电行业的份额较低，有较大提升空间；且公司持续拓展海外市场，海外业务收入有望保持较快增长。我们预计公司自由现金流保持提升趋势，给予公司半显性期增长率 5%；3) 2035 年以后为第三阶段，预计公司各项业务发展进入成熟期，将保持稳中有升的增长趋势，此时现金流充足，业务稳定。以我国 GDP 增速预期为依据，随着经济体量的不断增大，十年后我国 GDP 增速可能有所下降。参考美国近几年非疫情年份的 GDP 增速在 2%-3%徘徊，我们认为中国 GDP 远期稳定增速有望保持 2%，给予公司永续增长率 2%。

表3: 长虹美菱 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值 (数据截至 2024. 04. 23)

估值假设	权益 FCFE 估值		
无风险利率	2.26%	显性预测 (亿元)	45.6
风险溢价	4.45%	半显性预测 (亿元)	27.4
β 系数	0.72	永续价值 (亿元)	99.7
Rm	6.71%	权益价值 (亿元)	172.7
Ke	5.45%	总股本 (亿股)	10.3
半显性期增长率	5.00%	每股权益价值 (元)	16.77
永续增长率	2.00%		

资料来源: wind, 国投证券研究中心

根据 FCFE DCF 模型, 我们预计公司的合理每股权益价值中枢为 16.77 元。

表4: 长虹美菱 FCFE 预测 (单位: 亿元)

	显性预测				半显性预测								终值
	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2035E
FCFE	12.5	-3.9	38.7	4.2	4.5	4.7	4.9	5.2	5.4	5.7	6.0	6.3	185.4
贴现	12.1	-3.5	33.6	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	99.7
													172.7

资料来源: wind, 国投证券研究中心

敏感性分析结果表明, 当永续增长率取值在 1.0%~3.0% 区间范围内, Ke 取值区间在 4.5%~6.0% 区间范围内时, 公司合理的每股权益价值在 13.16 元~32.41 元之间。

表5: 长虹美菱每股权益价值敏感性分析 (单位: 元)

Ke \ 永续增长率	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
6.50%	11.27	12.14	13.40	15.37	18.93
6.00%	12.07	13.16	14.79	17.52	22.96
5.50%	13.00	14.39	16.57	20.50	29.67
4.50%	15.48	17.90	22.25	32.41	83.17
4.00%	17.19	20.53	27.21	47.24	-

资料来源: wind, 国投证券研究中心

相对估值: 考虑公司的主营业务, 我们选择格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、海容冷链作为可比公司。可比公司 2024 年 PE 估值均值为 12.60X。考虑到长虹美菱在白电市场的份额仍有提升空间, 公司持续贯彻“一个目标, 三条主线”的经营方针, 我们预计公司收入业绩有望保持较高增速。考虑到公司未来增长潜力, 我们给予公司 2024 年 15X 的 PE 估值, 对应 6 个月目标价为 13.21 元。

表6: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
000651.SZ	格力电器	38.95	2,193.43	4.35	5.00	5.17	5.64	8.95	7.79	7.53	6.91
000333.SZ	美的集团	68.24	4,757.53	4.24	4.84	5.40	5.89	16.10	14.11	12.64	11.59
600690.SH	海尔智家	28.43	2,479.62	1.56	1.76	1.99	2.22	18.24	16.17	14.29	12.81
000921.SZ	海信家电	35.69	455.61	1.03	2.04	2.35	2.71	34.52	17.46	15.19	13.17
603187.SH	海容冷链	15.64	60.44	0.76	1.07	1.17	1.29	20.68	14.63	13.37	12.12
均值								19.70	14.03	12.60	11.32

资料来源: wind, 国投证券研究中心

备注: 可比公司盈利预测为国投证券家电团队预测, 股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	202.2	242.5	275.9	308.9	340.4	成长性					
减:营业成本	174.4	208.7	236.2	263.9	289.9	营业收入增长率	12.1%	19.9%	13.8%	12.0%	10.2%
营业税费	1.6	2.0	2.2	2.5	2.7	营业利润增长率	237.8%	180.7%	45.3%	5.1%	17.3%
销售费用	14.3	15.7	17.5	20.1	22.1	净利润增长率	371.2%	203.0%	22.4%	14.3%	17.4%
管理费用	3.6	3.6	3.9	4.9	5.4	EBITDA 增长率	78.3%	47.0%	19.1%	3.6%	12.8%
研发费用	5.6	6.0	6.7	7.9	8.6	EBIT 增长率	608.6%	92.5%	28.6%	5.0%	17.8%
财务费用	-0.6	-1.2	-2.3	-2.4	-2.8	NOPLAT 增长率	773.3%	192.9%	37.2%	4.9%	17.8%
资产减值损失	-0.6	-0.6	-	-	-	投资资本增长率	1.0%	18.2%	-9.2%	10.6%	13.0%
加:公允价值变动收益	0.2	0.1	-	0.1	-0.1	净资产增长率	10.9%	11.8%	11.3%	12.8%	13.8%
投资和汇兑收益	0.3	0.1	-	-	-						
营业利润	2.9	8.0	11.7	12.2	14.4	利润率					
加:营业外净收支	-	0.1	-	-	-	毛利率	13.7%	13.9%	14.4%	14.6%	14.8%
利润总额	2.9	8.1	11.7	12.2	14.4	营业利润率	1.4%	3.3%	4.2%	4.0%	4.2%
减:所得税	0.1	0.4	0.5	0.5	0.6	净利润率	1.2%	3.1%	3.3%	3.4%	3.6%
净利润	2.4	7.4	9.1	10.4	12.2	EBITDA/营业收入	3.7%	4.6%	4.8%	4.4%	4.5%
						EBIT/营业收入	1.9%	3.0%	3.4%	3.2%	3.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	40	32	26	21	16
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-78	-80	-86	-73	-69
货币资金	68.4	88.4	102.4	95.8	132.8	流动资产周转天数	201	196	209	199	204
交易性金融资产	0.6	0.4	0.4	0.5	0.4	应收帐款周转天数	26	23	28	29	30
应收帐款	14.0	17.2	25.7	24.0	32.7	存货周转天数	27	28	29	30	31
应收票据	-	-	1.5	0.5	2.1	总资产周转天数	280	264	266	244	242
预付帐款	0.5	0.5	0.7	0.7	0.9	投资资本周转天数	107	98	89	79	81
存货	17.1	20.2	24.4	26.9	31.1						
其他流动资产	17.4	20.0	18.9	18.8	19.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	4.7%	12.7%	14.3%	14.7%	15.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.7%	4.0%	5.2%	5.7%	5.4%
长期股权投资	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	ROIC	3.7%	10.8%	12.6%	14.5%	15.5%
投资性房地产	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	费用率					
固定资产	22.3	21.4	19.0	16.7	14.3	销售费用率	7.1%	6.5%	6.4%	6.5%	6.5%
在建工程	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	管理费用率	1.8%	1.5%	1.4%	1.6%	1.6%
无形资产	10.0	9.8	8.4	6.9	5.4	研发费用率	2.8%	2.5%	2.4%	2.6%	2.5%
其他非流动资产	9.6	13.7	10.5	11.2	11.6	财务费用率	-0.3%	-0.5%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产总额	162.0	193.9	214.2	204.4	252.9	四费/营业收入	11.3%	9.9%	9.4%	9.9%	9.8%
短期债务	6.7	11.3	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	37.4	47.6	46.9	55.8	53.8	资产负债率	65.8%	68.1%	67.8%	61.9%	65.0%
应付票据	49.6	59.0	85.3	58.4	97.8	负债权益比	192.5%	213.1%	210.7%	162.8%	185.8%
其他流动负债	8.9	10.5	10.7	10.0	10.4	流动比率	1.15	1.14	1.22	1.35	1.35
长期借款	1.5	1.1	-	-	-	速动比率	0.98	0.98	1.05	1.13	1.16
其他非流动负债	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	利息保障倍数	-6.85	-6.13	-4.06	-4.05	-4.14
负债总额	106.6	132.0	145.3	126.6	164.4	分红指标					
少数股东权益	3.7	3.7	5.7	7.0	8.6	DPS(元)	0.09	-	0.40	0.28	0.29
股本	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	分红比率	37.9%	0.0%	45.7%	27.9%	24.5%
留存收益	41.6	48.0	53.0	60.4	69.6	股息收益率	1.0%	0.0%	4.4%	3.0%	3.1%
股东权益	55.4	61.9	69.0	77.8	88.5						
						现金流量表					
						(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2.8	7.7	9.1	10.4	12.2
						加:折旧和摊销	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
						资产减值准备	1.8	0.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-0.2	-0.1	-	0.1	-0.1
						财务费用	-0.4	-1.1	-2.3	-2.4	-2.8
						投资收益	-0.3	-0.1	-	-	-
						少数股东损益	0.3	0.3	2.1	1.4	1.6
						营运资金的变动	7.5	3.5	14.4	-18.2	22.2
						经营活动产生现金流量	14.7	20.8	27.1	-4.9	36.9
						投资活动产生现金流量	-5.1	-4.0	0.3	-0.5	0.2
						融资活动产生现金流量	-7.5	5.8	-13.4	-1.1	-0.1

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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： 518026

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