

评级：中性（维持）

家电行业

行业研究报告

第一创业研究所

任文杰 S1080207050038

联系人：龚鑫

电话：0755-82485007

邮件：gongxin@fcsc.cn

家电行业 2010 年三季报总结

——行业收入增幅逐季趋稳 竞争力带来超预期

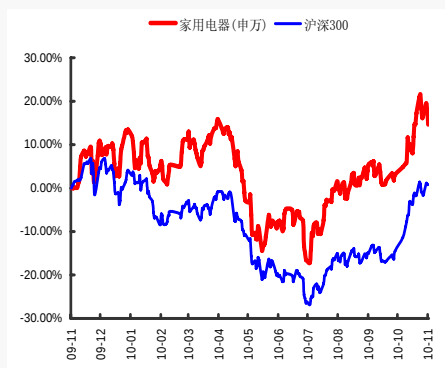
近 52 周交易数据

行业指数涨跌幅	17.36%
行业指数最高涨幅	26.51%
行业指数最大跌幅	17.79%

行业基本数据

A 股流通市值（亿元）	2427.59
总市值（亿元）	3397.76

行业指数与沪深 300 指数表现



相关报告

投资要点：

- **前三季度全行业收入同比增长 38.62% 增幅逐季度趋稳** 子行业中，洗衣机和空调现收入同比增长幅较大，分别为 82.37%、46.63%，洗衣机收入增长主要在于相关上市公司市场份额的较快上升、滚筒洗衣机销售占比提高提升整体收入；空调第三季度实现收入增长 68.39%，超出预期，7-9 月空调出货量表现良好。收入同比增幅较小的是彩电，除基数原因之外，外资品牌低价冲击彩电市场，抢夺国内品牌市场份额，以及上游面板价格出现持续下跌使得国内彩电厂商被迫降价跟进，影响了整体收入水平增长。
- **销售净利率提高 0.02% 盈利能力稳定** 与收入同比增长相对应，前三季度全行业净利润同比增长 46.77%。行业在 2009 年前三季度综合毛利率达到近几年高点，2010 前三季度为 18.3%，较去年同期降低 3.23%，除上游原材料价格上升之外，新旧产品的快速更替使库存加速消化、行业竞争引起的产品价格下跌也是综合毛利率下降的原因，同时小天鹅 A 销售渠道整合导致综合毛利率下降在全行业统计上也会有所影响；而从行业销售净利率来看，同比提高了 0.02 个百分点，盈利能力维持稳定。
- **期间费用率降低 1.71% 主要是营业费用率降低** 前三季度全行业营业费用率降低 1.08%，管理费用率降低 0.52%，由于上年同期上市公司加大了终端投入，产品结构调整以及家电下乡、以旧换新、高效节能补贴等政策支持的早期，在渠道建设投入也较大，深化了原有的销售渠道，继续拓展三四级市场，而 2010 年的费用投入强度相对上年较小。
- **公司收入及利润增长情况** 选取的 24 家公司均实现收入同比增长，四川湖山和小天鹅 A 增幅较大分别为 618.25%和 91.18%。四川湖山主要是期内完成了资产重组，九洲集团下属数字电视产业集中到上市公司，重组完成后公司盈利能力、整体业务和利润规模大幅提高。小天鹅 A 主要是期内市场渠道优化整合效果明显、市场份额提升明显，产品结构进一步改善。排除去年同期负增长公司以外，扣除非经常性损益净利润同比增长为小天鹅 A，增长 105.22%，其次为美菱电器、美的电器、三花股份、海信电器、苏泊尔、格力电器和合肥三洋。
- **投资建议：** 行业收入增幅逐季趋稳，长期来看行业仍然受到更新需求、农村保有量的提高、出口市场增长以及新一轮行业竞争导致的集中度再提高等因素支撑而实现稳定增长，上下游议价能力、竞争力较强的公司更能受益行业的稳定增长，推荐投资组合为格力电器、美的电器、海信电器和合肥三洋。



1、收入增幅逐季趋稳 盈利能力稳定

1.1、前三季度收入同比增长 38.62% 增幅逐季趋稳

从家电行业整体收入情况来看，前三季度收入同比增加 38.62%。子行业中，洗衣机和空调前三季度实现收入同比增长幅度最大，增幅分别为 82.37%和 46.63%，其中洗衣机收入同比增长主要在于相关上市公司市场份额的较快上升、滚筒洗衣机销售占比提高提升整体收入等方面；而空调第三季度实现的收入增幅是超预期的，7-9 月份表现良好，主要受到高温天气的影响，同时经历了 2010 年冷年的炎热夏季，空调渠道库存消耗迅速，大部分空调采购商补货积极，在出口市场方面，亚非拉等部分国家空调市场随着经济较快增长进入了较快增长期。

收入同比增长幅度最小的是彩电，除了基数原因之外，外资品牌低价冲击彩电市场，抢夺国内品牌市场份额，以及上游面板价格出现持续下跌使得国内彩电厂商被迫降价跟进，影响了整体收入水平增长。

表 1、家电行业及子行业收入季度累计情况：收入同比有所下降

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3
家用电器	17.39	13.99	-1.41	38.62
冰箱	30.96	11.18	-0.49	39.18
空调	45	18.79	-6.55	46.63
洗衣机	17.56	-7.7	1.77	82.37
小家电	14.8	53.42	-1.26	34.3
彩电	-6.55	6.86	5.89	23.86

数据来源：公司公告、第一创业研究所

图 1、LCD 电视出口

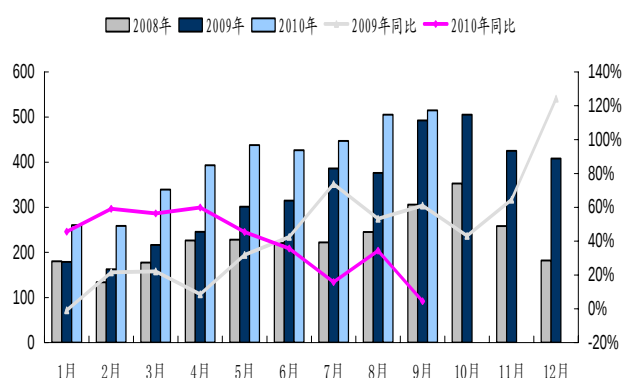
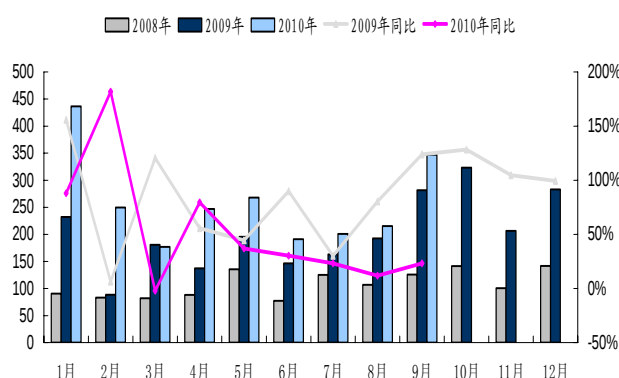


图 2、LCD 电视内销



数据来源：产业在线、第一创业研究所

从单季度数据来看，全行业第一季度收入同比增长幅度最大为 54.63%，第二季度和第三季度收入分别同比增长 45.39%、40.75%，从收入增幅来看是逐季收窄，主要是基数原因影响。



其中，除彩电以外，各子行业第三季度收入同比增幅都达到了 30%以上，小家电同比增长 34.86%，属于表现较为稳定的品种。而白电增长情况较好，其中空调第三季度更是超出预期。

表 2、家电行业及子行业单季度收入情况：收入同比增幅逐季收窄

单位: %	2008Q1	2009Q1	2010Q1	2008Q2	2009Q2	2010Q2	2008Q3	2009Q3	2010Q3
家用电器	30.09	-17.34	54.63	9.47	-2.75	45.39	10.67	19.86	40.75
冰箱	31.56	-21.75	73.2	7.82	-3.78	79.13	0.24	29.15	52.68
空调	56.01	-21.67	58.03	11.37	-7.71	48.85	10.87	20.1	68.39
洗衣机	-15.35	0.35	76.32	0.22	-13.54	101.67	-7.31	21.36	71.54
小家电	59.64	-1.11	29.49	55.57	3.52	36.82	53.23	-5.13	34.86
彩电	7.07	-13.59	50.06	4.52	6.66	22.09	9.33	22.96	8.45

数据来源：公司公告、第一创业研究所

1.2、净利润同比增长 46.77% 第一季度同比增速达到高点

与收入同比增长相对应，前三季度家电全行业实现归属于母公司净利润同比增长 46.77%。其中洗衣机行业归属母公司净利润同比增幅最大，主要是相关上市公司主营收入增幅较大。彩电行业归属母公司净利润同比增长幅度为 54.94%，去年同期增幅最小为 -2.79%。小家电净利润同比增长 47.37%，去年同期增幅较小为 16.38%。空调和冰箱同比增幅分别为 46.88%、46.14%。

表 3、行业及子行业净利润增长情况

单位: %	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3
家用电器	245.64	34.32	33.27	46.77
冰箱	216.63	-3.42	198.53	46.14
空调	75.81	40.74	35.08	46.88
洗衣机	273	-20.4	49.54	63.62
小家电	37.09	79.91	16.38	47.37
彩电	220.66	14.8	-2.79	54.94

数据来源：公司公告、第一创业研究所

从单季度数据来看，全行业 2010 年第一季度、第二季度和第三季度净利润同比增长率分别为 94.64%、28.97%、54.89%，去年同期第一季度净利润同比负增长，随后转正。子行业中小家电和空调第三季度实现净利润同比增长幅度最大分别为 91.17%、62.39%，因为空调净利润规模在家电行业中占比较大，使第三季度全行业净利润仍然实现了较好增长。



表 4、行业及子行业单季度净利润同比增长情况

%	2008Q1	2009Q1	2010Q1	2008Q2	2009Q2	2010Q2	2008Q3	2009Q3	2010Q3
家用电器	103.8	-26.96	94.64	41.83	57.85	28.97	8.01	80.25	54.89
冰箱	-19.02	-221.94	752.77	56.25	72.58	47.57	-309.16	737.43	-5.53
空调	75.75	-0.67	96.49	56.76	32.3	22.73	28	84.29	62.39
洗衣机	78.72	42.97	64.4	35.13	32.93	111.35	-57.7	71.09	29.75
小家电	90.46	11.86	29.92	104.83	36.72	11.96	73.41	4.25	91.17
彩电	235.8	-72.76	68.31	-1289.6	197.73	55.19	-23.81	18.49	46.06

数据来源：公司公告、第一创业研究所

备注：2009 年第三季度冰箱子行业净利润统计中包含了美菱电器期内的非经常性损益

1.3、销售净利率提高 0.02% 盈利能力维持稳定

家用电器全行业在 2009 年前三季度综合毛利率达到了近几年的高点，主要是去年同期新产品的推陈出新在加速、原材料价格同比下降、以及行业内上市公司的配套能力增强使综合毛利率同比得到明显提高。2010 年前三季度实现综合毛利率为 18.3%，较去年同期降低 3.23%。除了上游原材料价格上升之外，新旧产品的快速更替使库存加速消化、行业竞争引起的产品价格下跌也是综合毛利率下降的原因，同时小天鹅 A 销售渠道整合导致综合毛利率下降在全行业统计上也会有所影响

各子行业综合毛利率的变化情况：冰箱降低 2.35%、空调降低 4.51%、洗衣机降低 8.21%、小家电降低 2.04%、彩电降低 2.43%，洗衣机降低幅度较大与上市公司小天鹅 A 渠道整合相关。

表 5、行业及子行业销售毛利率情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3	同比
家用电器	16.87	18.53	21.53	18.3	-3.23
冰箱	12.77	16.54	20.14	17.79	-2.35
空调	18.98	19.86	24.54	20.03	-4.51
洗衣机	21.33	21.76	28.51	20.3	-8.21
小家电	24.12	27.57	32.13	30.09	-2.04
彩电	14.72	16.06	16.72	14.29	-2.43

数据来源：公司公告、第一创业研究所

备注：洗衣机毛利率下降幅度较大与小天鹅 A 渠道整合相关

从单季度综合毛利率来看，全行业前三季度毛利率分别为 18.72%、17.93%、18.34%，子行业中冰箱和空调在第三季度出现了环比升高。



表 6、行业及子行业单季度综合毛利率情况

%	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3
家用电器	18.59	19.15	17.72	20.1	20.72	22.42	21.34	20.61	18.72	17.93	18.34
冰箱	15.15	18.1	15.87	14.11	18.64	20.15	21.36	21.58	16.38	18.13	18.54
空调	19.87	20.61	18.71	22.27	22.82	25.51	24.58	22.33	21.13	18.91	20.37
洗衣机	26.04	20.46	18.69	26.81	25.26	29.57	30.52	30.25	21.7	20.16	19.16
小家电	28.07	27.79	27.03	30.9	32.9	33.25	30.52	30.7	29.39	32.76	28.28
彩电	16.46	15.78	15.94	17.25	16.87	16.7	16.74	17.31	14.96	14.02	13.93

数据来源：公司公告、第一创业研究所

前三季度行业销售净利率维持稳定，同比提高了 0.02 个百分点。分子行业来看，冰箱同比提高了 0.03%，小家电同比提高了 0.43%；空调、洗衣机和彩电分别同比降低了 0.15%、0.4%、0.21%。

表 7、行业及子行业销售净利率情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3	同比
家用电器	2.37	2.95	4.03	4.05	0.02
冰箱	1.15	1.23	3.32	3.35	0.03
空调	3.43	4.19	5.79	5.64	-0.15
洗衣机	5.67	4.77	6.88	6.48	-0.4
小家电	6.33	7.73	8.69	9.12	0.43
彩电	0.81	0.94	1.3	1.09	-0.21

数据来源：公司公告、第一创业研究所

从单季度变化情况来看，全行业销售净利率在第二季度环比提升了 0.72 个百分点，其后维持稳定。其中空调和小家电的销售净利率在第三季度分别环比提升 0.26%、4.21%。冰箱、洗衣机和彩电环比降低 1.27%、0.71%、0.17%。

表 8、行业及子行业单季度销售净利率情况

%	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3
家用电器	3.15	3.1	2.57	-1.83	2.62	5.03	4.07	4.44	3.54	4.26	4.24
冰箱	1.08	2.71	-0.76	-9.61	-0.79	4.91	4.5	2.65	2.89	4.06	2.79
空调	3.18	5.18	4.05	3.05	3.9	7.01	5.85	5.57	5.03	5.73	5.99
洗衣机	5.14	4.08	5.19	-4.72	6.49	6.36	7.66	6.34	6.85	6.67	5.96
小家电	6.35	8.21	8.33	5.09	7.22	9.77	8.68	9.13	6.66	7.75	11.96
彩电	3.18	-1.18	0.76	-6.34	0.91	1.32	1.53	3.19	1.41	1.04	0.87

数据来源：公司公告、第一创业研究所



1.4、行业期间费用率降低 1.71% 主要是营业费用率降低

2010 年前三季度家电行业整体期间费用率较上年同期减少了 1.71%，其中小家电期间费用率最高达 20.28%。

从各子行业期间费用率变化情况来看，冰箱同比降低 1.19%、空调同比降低 1.87%、洗衣机同比降低 7.31%、小家电同比降低 1.33%，彩电同比降低 1.59%，其中洗衣机同比降低幅度较大主要是上市公司小天鹅 A 渠道整合导致。

行业及各子行业期间费用率的降低主要还是营业费用率和管理费用率的降低，由于上年同期上市公司加大了终端的投入，产品结构发生变化的早期，渠道建设投入也较大，在家电下乡、以旧换新、高效节能补贴等一系列政策实施的初期，上市公司深化了原有的销售渠道，继续拓展三四级市场，利用政策机遇扩大产品在城镇市场的销售，而 2010 年的费用投入强度相对上年较小。

表 9、行业及子行业期间费用率

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3
家用电器	14.97	15.01	16.85	15.14
冰箱	14.31	15.08	16.89	15.7
空调	14.8	14.57	17.75	15.88
洗衣机	18.6	16.34	20.2	12.89
小家电	17.66	18.26	21.61	20.28
彩电	14.99	15.3	15.06	13.47

数据来源：公司公告、第一创业研究所

从单季度数据情况来看，在 2008 第四季度期间费用率达到最高后，逐年下降，2008 年第四季度期间费用率达到最高是因为当期的管理费用率出现了较大变化。

表 10、行业及子行业单季度期间费用率情况

%	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3
家用电器	15.25	14.97	14.82	19.08	17.15	16.5	16.96	16.44	15.74	14.07	15.75
冰箱	14.34	14.92	16.15	24.14	18.96	15.33	17.14	19.91	14.29	15.43	17.19
空调	14.85	14.33	14.49	20.01	17.51	17.18	18.65	17.45	17.2	13.91	16.95
洗衣机	20.35	15.7	12.77	30.96	18.65	19.71	22.01	20.31	14.15	11.8	12.8
小家电	20.14	17.82	17.28	23.83	23.25	22.29	19.92	21.76	20.63	22.74	18.05
彩电	15.34	15.75	14.85	16.6	15.6	14.99	14.77	14.18	13.82	13	13.58

数据来源：公司公告、第一创业研究所

前三季度行业营业费用率同比提高了 1.08%，是期间费用率同比降低的主因，其中小家电、空调和冰箱的营业费用率较高，分别达到 14.12%、11.99%、11.76%。

各子行业营业费用率变化情况：冰箱同比降低 0.1%、空调同比降低



1.31%、洗衣机同比降低 7.42%、小家电同比降低 0.44%、彩电同比降低 1.03%。

表 11、行业及子行业营业费用率情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3
家用电器	10.83	10.4	12.21	11.13
冰箱	8.74	9.17	11.6	11.76
空调	11.69	10.58	13.3	11.99
洗衣机	13.49	11.79	16.49	9.07
小家电	10.61	11.93	14.56	14.12
彩电	10.4	10.47	10.75	9.72

数据来源：公司公告、第一创业研究所

前三季度单季度数据来看，除小家电以外其他子行业第三季度营业费用率环比均有所提高。

表 12、行业及子行业单季度营业费用率情况

%	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3
家用电器	10.23	10.88	10.05	12.03	11.64	12.27	12.57	11.46	11.46	10.03	11.99
冰箱	8.51	9.65	9.24	11.89	11.82	10.7	12.42	12.42	9.8	11.77	13.35
空调	10.21	11.26	10	12.15	12.3	13.44	13.94	12.27	13.2	9.99	13.18
洗衣机	15.35	11.77	7.98	23.02	14.28	16.34	18.59	14.56	9.88	8.47	8.92
小家电	12.89	10.86	12.1	16.87	15.86	14.88	13.52	16.13	14.1	16.92	11.96
彩电	10.34	10.71	10.38	11.12	10.42	10.63	11.05	10.06	9.69	8.98	10.38

数据来源：公司公告、第一创业研究所

前三季度行业管理费用率同比降低 0.52 个百分点，管理费用率的降低主要是新产品开发费用投入力度较去年有所降低。各子行业管理费用率变化最大的是小家电，降低 1.14%。其次为冰箱，降低 0.87%。

表 13、行业及子行业管理费用率情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3
家用电器	3.49	3.77	4.27	3.75
冰箱	4.13	4.21	4.26	3.39
空调	2.85	3.39	4.23	3.75
洗衣机	4.69	3.78	3.71	3.54
小家电	6.11	6.02	6.91	5.77
彩电	3.71	3.84	3.91	3.45

数据来源：公司公告、第一创业研究所



表 14、行业及子行业单季度管理费用率情况

%	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3
家用电器	4.08	3.41	3.87	6.49	4.77	4.05	4.12	4.81	4.01	3.69	3.6
冰箱	4.24	3.71	4.89	9.04	5.43	3.78	3.96	6.58	3.65	3.03	3.63
空调	3.98	2.6	3.82	7.3	4.79	3.56	4.59	5.37	4.22	3.64	3.51
洗衣机	4.15	2.82	4.51	9.8	4.44	3.29	3.41	5.8	4.34	2.85	3.49
小家电	6.31	6.7	5.27	6.56	6.91	7.79	6.07	5.69	6.14	5.61	5.55
彩电	3.86	4.27	3.43	5.19	4.24	4.32	3.4	3.71	3.39	3.67	3.32

数据来源：公司公告、第一创业研究所

前三季度行业财务费用率同比降低 0.11 个百分点，其中洗衣机、小家电同比提高，主要是出口量同比增加、期内人民币升值幅度加大导致汇兑损失增加。

表 15、行业及子行业财务费用率情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3
家用电器	0.65	0.84	0.37	0.26
冰箱	1.44	1.7	1.03	0.55
空调	0.26	0.6	0.22	0.14
洗衣机	0.42	0.77	0	0.28
小家电	0.94	0.31	0.14	0.39
彩电	0.88	0.99	0.4	0.3

数据来源：公司公告、第一创业研究所

表 16、行业及子行业单季度财务费用率情况

%	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3
家用电器	0.94	0.68	0.9	0.56	0.74	0.18	0.27	0.17	0.27	0.35	0.16
冰箱	1.59	1.56	2.02	3.21	1.71	0.85	0.76	0.91	0.84	0.63	0.21
空调	0.66	0.47	0.67	0.56	0.42	0.18	0.12	-0.19	-0.22	0.28	0.26
洗衣机	0.85	1.11	0.28	-1.86	-0.07	0.08	0.01	-0.05	-0.07	0.48	0.39
小家电	0.94	0.26	-0.09	0.4	0.48	-0.38	0.33	-0.06	0.39	0.21	0.54
彩电	1.14	0.77	1.04	0.29	0.94	0.04	0.32	0.41	0.74	0.35	-0.12

数据来源：公司公告、第一创业研究所



2、公司情况

前三季度行业内上市公司均实现收入同比增长,其中四川湖山前三季度营业收入同比增幅最大为 618.25%,主要是期内公司完成了资产重组,之前公司主要从事 EMS 和卫星高频头两项业务,重组完成后,九洲集团下属数字电视产业集中到公司,公司形成了以 EMS、数字有线电视产品、卫星电视接收系统、卫星电视直播接受系统、HFC 宽带网络产品为核心的产业布局,主营业务更加突出。同时重组完成后,公司盈利能力得到较大提升,整体业务规模和利润规模大幅提高。

其次,小天鹅 A 前三季度营业收入同比增长 91.18%,期内公司持续推进分销网络深耕、市场渠道优化整合效果明显、市场份额得到较大提高;同时产品结构进一步改善,高端产品销售占比提升。

从单季度数据来看,第一季度实现营业收入同比减少的公司为九阳股份,第二季度均实现增长,第三季度实现营业收入同比减少的公司为 ST 厦华和 TCL 集团。

表 17、公司前三季度营业收入增长情况

%	2010Q1-Q3	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2009Q1-Q3	2009Q1	2009Q2	2009Q3
四川湖山	618.25	119.01	1565.05	492.34	-54.28	-37.73	-53.86	-64.38
小天鹅A	91.18	70.63	112.42	91.47	-14.79	-14.40	-27.84	1.55
盾安环境	68.63	68.21	67.74	70.17	-24.90	-35.15	-29.44	-2.44
合肥三洋	62.62	90.12	74.68	33.33	80.37	72.14	72.11	93.92
美的电器	60.31	76.12	46.07	68.60	-4.51	-29.44	3.20	16.18
海立股份	55.93	83.26	52.18	35.52	-22.95	-42.74	-27.86	29.66
德豪润达	53.82	54.19	56.29	51.85	-35.42	-41.84	-23.66	-38.76
三花股份	48.59	63.78	43.78	43.40	-24.61	-54.48	-22.55	28.61
苏泊尔	43.97	44.63	50.64	38.34	4.83	2.73	-0.77	11.66
格力电器	43.97	12.47	35.05	80.11	-12.64	-16.15	-22.72	5.38
爱仕达	42.86	55.32	42.70	32.56				
澳柯玛	40.09	46.77	35.33	40.25	25.04	11.01	33.87	27.83
华意压缩	39.56	78.78	40.64	9.42	2.93	-15.34	-4.40	35.05
深康佳A	38.29	63.40	43.45	17.84	-0.01	-15.14	0.68	13.15
ST科龙	37.72	56.75	34.26	33.08	-0.11	-22.12	-3.89	29.98
四川长虹	34.84	45.65	35.60	26.45	1.25	-14.76	1.21	17.03
青岛海尔	33.25	45.05	35.26	22.91	2.36	-17.43	-8.08	41.19
美菱电器	31.56	57.55	21.79	25.52	10.00	-8.93	11.19	24.61
伊立浦	28.05	41.03	11.45	32.59	-20.99	-16.91	-27.50	-18.14
华帝股份	24.26	76.15	15.95	6.21	-7.99	-31.80	-7.26	10.33
九阳股份	18.85	-12.15	28.21	34.46	23.04	37.27	33.49	5.61
TCL集团	18.02	54.26	14.74	-0.82	5.84	-13.26	1.72	25.95
海信电器	17.57	51.06	7.71	3.91	30.47	-6.05	58.71	47.27
ST厦华	9.56	47.57	18.59	-14.26	6.04	-29.07	7.26	34.71

数据来源:公司公告、第一创业研究所



前三季度从扣除非经常性损益后归属于母公司净利润的增长情况来看，排除去年同期负增长的公司以外，净利润同比增长最大的为小天鹅 A，为 105.22%，其次为美菱电器、美的电器、三花股份和海信电器。

实现每股收益较大的公司为青岛海尔、格力电器、三花股份、美的电器、美菱电器、德豪润达、海信电器、合肥三洋、九阳股份。

表 18、公司前三季度净利润增长情况

%	2010Q1-Q3归属 母公司股东的净 利润同比增长	2010Q1-Q3扣除 非经常性损益后 归属母公司净利 润同比增长	EPS	2009Q1-Q3归属 母公司股东的净 利润同比增长	2009Q1-Q3扣除 非经常性损益后 归属母公司净利 润同比增长	EPS
海立股份	101.85	2221.74	0.14	-31.43	-106.93	0.08
华帝股份	1302.82	1452.55	0.24	-63.43	-64.23	0.02
四川湖山	1259.07	748.72	0.14	-156.49	-180.06	-0.02
四川长虹	12.63	234.04	0.03	-29.29	-106.48	0.04
伊立浦	127.86	123.82	0.05	-326.59	-420.46	-0.18
小天鹅A	92.37	105.22	0.48	19.64	10.32	0.25
美菱电器	59.35	99.21	0.72	859.04	367.07	0.44
美的电器	75.29	70.40	0.87	26.00	20.91	0.75
三花股份	52.12	66.72	0.91	-19.56	129.20	0.60
海信电器	47.98	60.50	0.65	121.30	187.55	0.63
ST科龙	75.25	55.05	0.35	264.57	1672.89	0.18
苏泊尔	41.52	46.73	0.50	32.32	28.43	0.46
格力电器	45.09	41.22	1.03	41.97	33.84	1.06
合肥三洋	38.42	38.26	0.64	91.48	80.92	0.47
盾安环境	17.95	22.42	0.43	-2.90	-6.37	0.43
青岛海尔	50.34	20.40	1.20	28.72	19.47	0.72
九阳股份	-1.33	2.22	0.61	18.09	13.10	0.93
澳柯玛	21.70	-5.76	0.13	1083.11	277.57	0.11
德豪润达	643.20	-13.86	0.69	215.18	198.81	0.09
华意压缩	-52.71	-53.83	0.11	92.14	100.36	0.24
深康佳A	-42.63	-53.91	0.05	-43.25	-53.17	0.09
ST春兰	-445.97	-113.86	-0.54	176.60	-23.97	0.16
TCL集团	27.43	-641.46	0.06	-67.39	-52.32	0.06
爱仕达	-7.14		0.25			

数据来源：公司公告、第一创业研究所

前三季度综合毛利率最高的为九阳股份（37.06%），其次是合肥三洋（33.25%）、华帝股份（33.10%）、苏泊尔（28.35%）、爱仕达（27.90%）、三花股份（26.55%），综合毛利率均达到 25%以上。

从综合毛利率的变化来看，较去年同期降低较大的公司有：合肥三洋（-7.92%）、小天鹅 A（-7.48%）、美的电器（-6.16%）、澳柯玛（-5.92%）、美菱电器（-5.12%）、格力电器（-5.06%）、海信电器（-4.10%）、综合毛利率同比降低在 4%以上。



从单季度毛利率环比变化来看,格力电器和海信电器第三季度较第二季度毛利率提升较大,分别提高 3.86 和 3.5 个百分点。其中格力电器毛利率环比提高主要在于在前期库存消化之后高能效产品销量占比提高和规模效应、产品提价等因素。

期内上市公司毛利率同比降低主要来自于原材料价格同比上升,同时新旧产品更替加速使前期库存消化面临更激烈的行业竞争,从而导致盈利水平下降。

表 19、公司前三季度综合毛利率及变化情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q1-Q3	同比
九阳股份		38.16	39.39	33.83	38.90	36.98	37.06	-2.33
合肥三洋	45.81	37.01	41.17	33.36	35.40	31.15	33.25	-7.92
华帝股份	28.51	32.41	34.26	32.60	34.31	32.29	33.10	-1.16
苏泊尔	26.42	26.98	31.43	29.53	28.16	27.38	28.35	-3.09
爱仕达				29.33	27.60	26.79	27.90	N/A
三花股份	17.28	20.51	24.05	27.39	27.42	24.99	26.55	2.50
青岛海尔	19.82	22.47	27.12	27.75	24.82	22.58	24.90	-2.22
美菱电器	14.59	21.92	29.60	25.71	23.85	24.15	24.48	-5.12
德豪润达	16.87	13.42	19.00	22.09	33.38	15.51	22.88	3.87
盾安环境	29.55	18.59	22.83	17.99	22.30	21.61	20.84	-1.99
格力电器	18.56	18.89	25.19	21.40	16.27	20.13	20.13	-5.06
澳柯玛	17.62	19.48	24.80	18.75	19.92	17.94	18.88	-5.92
ST科龙	12.27	15.90	19.31	13.33	18.01	19.21	17.50	-1.81
伊立浦		17.73	11.89	15.41	14.84	17.61	16.32	4.43
美的电器	18.48	19.28	22.24	15.35	18.50	13.57	16.08	-6.16
海信电器	15.92	17.22	20.11	16.83	13.56	17.06	16.01	-4.10
深康佳A	18.77	18.74	18.54	14.88	16.47	15.19	15.46	-3.08
小天鹅A	18.91	18.55	22.87	16.34	15.17	14.80	15.39	-7.48
四川长虹	13.84	17.26	17.16	16.08	15.02	14.28	15.07	-2.10
海立股份	11.46	14.18	11.81	14.18	14.01	12.36	13.62	1.81
TCL集团	15.35	15.41	15.28	13.98	13.08	12.08	13.02	-2.27
华意压缩	10.86	12.57	14.24	9.95	11.59	11.66	11.04	-3.20
ST春兰	21.13	8.66	20.70	6.95	7.38	13.45	10.73	-9.97
四川湖山	3.95	4.64	7.77	2.78	11.80	8.54	9.76	1.99

数据来源:公司公告、第一创业研究所

从销售净利率来看,前三季度销售净利率最高的为九阳股份(13.19%),其次为三花股份(13.15%)、德豪润达(12.48%)、合肥三洋(10.13%)、盾安环境(7.68%)、苏泊尔(7.51%)、格力电器(6.58%)、美的电器(5.9%)、小天鹅A(5.1%),销售净利率均在5%以上。



表 20、公司前三季度销售净利率及变化情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q1-Q3	同比
九阳股份		17.02	16.58	10.02	14.17	13.91	13.19	-3.39
三花股份	5.90	9.19	12.77	14.27	13.20	12.24	13.15	0.39
德豪润达	0.47	0.36	1.55	2.99	2.32	24.92	12.48	10.92
合肥三洋	10.66	11.22	11.91	10.65	12.05	7.82	10.13	-1.77
盾安环境	6.70	8.34	11.22	7.14	9.54	5.84	7.68	-3.54
苏泊尔	5.99	7.17	8.16	8.12	6.33	7.92	7.51	-0.65
格力电器	2.63	4.19	6.55	6.31	6.30	6.95	6.58	0.03
美的电器	5.18	4.71	5.56	5.15	5.98	6.45	5.90	0.35
小天鹅A	5.17	3.42	4.64	5.10	4.91	5.28	5.10	0.46
华帝股份	1.43	1.07	0.44	3.56	5.37	5.16	4.77	4.33
青岛海尔	2.55	3.69	4.38	3.69	5.28	4.67	4.61	0.23
美菱电器	0.45	0.50	4.45	5.67	4.13	3.42	4.32	-0.13
爱仕达				4.59	2.73	3.80	3.70	
ST科龙	1.33	0.64	2.46	1.65	4.50	3.01	3.44	0.98
海信电器	1.28	1.43	2.39	2.75	2.47	3.60	3.00	0.61
海立股份	3.63	2.43	1.96	3.58	3.36	0.85	2.75	0.79
华意压缩	0.54	2.80	4.97	0.81	3.33	3.27	2.45	-2.53
ST厦华	-4.75	-11.32	3.11	1.71	2.11	1.74	1.87	-1.25
澳柯玛	-3.86	0.13	1.75	0.84	1.98	1.58	1.53	-0.23
伊立浦		2.44	-6.99	-2.73	-2.45	5.94	1.52	8.51
四川湖山	0.55	0.58	-0.34	-1.02	1.94	0.56	1.18	1.52
四川长虹	2.15	1.23	1.69	0.98	0.81	1.34	1.06	-0.64
深康佳A	0.64	2.18	1.19	0.93	0.56	0.32	0.60	-0.59
TCL集团	0.86	1.45	0.80	1.08	0.29	-1.02	0.08	-0.73

数据来源：公司公告、第一创业研究所

从前三季度期间费用率来看，期间费用率在 20%以上的公司主要有华帝股份、爱仕达、美菱电器、合肥三洋、青岛海尔、九阳股份，期间费用率分别为 26.52%、22.77%、22.54%、21.97%、20.64%、20.39%。主要是营业费用率较高导致了期间费用率较高。

与上年同期期间费用率相比较，除德豪润达、盾安环境、TCL 集团及 ST 科龙之外，其他公司费用率均有所下降，同比降低幅度较大的公司为小天鹅 A (7.21%)、合肥三洋 (6.17%)、华帝股份 (5.25%)、澳柯玛 (4.54%)、海信电器 (4.32%)。

表 21、公司前三季度期间费用率情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q1-Q3	同比
华帝股份	25.77	30.47	31.76	27.65	27.48	24.60	26.52	-5.25
爱仕达				22.53	23.05	22.73	22.77	N/A
美菱电器	14.25	20.97	26.50	24.46	22.44	21.05	22.54	-3.96
合肥三洋	31.98	23.91	28.14	21.34	22.14	22.49	21.97	-6.17
青岛海尔	16.72	17.76	21.94	23.75	20.49	18.16	20.64	-1.30
九阳股份		18.27	20.73	21.81	21.12	18.92	20.39	-0.35
德豪润达	16.19	12.65	16.84	18.26	30.20	13.77	20.18	3.35
苏泊尔	17.41	18.18	21.29	18.48	19.84	17.41	18.50	-2.79
ST 科龙	16.90	16.01	16.76	12.81	16.46	20.05	16.96	0.20



格力电器	14.63	13.14	17.10	16.82	10.36	19.90	15.98	-1.12
澳柯玛	20.99	20.19	19.94	16.67	15.04	14.82	15.40	-4.54
深康佳 A	17.91	16.23	17.34	14.15	16.14	14.49	14.86	-2.48
伊立浦	0.00	15.21	18.40	18.50	16.79	11.22	14.54	-3.86
TCL 集团	15.69	14.50	14.13	13.13	15.38	14.75	14.41	0.29
四川长虹	13.47	15.28	15.21	15.63	10.74	13.16	13.09	-2.12
海信电器	14.34	15.46	16.86	13.58	11.30	12.50	12.53	-4.32
美的电器	12.96	13.85	15.74	12.50	11.66	13.18	12.37	-3.37
盾安环境	23.95	8.21	10.22	9.70	10.26	14.85	11.53	1.32
三花股份	7.69	7.42	10.60	9.70	9.49	12.18	10.50	-0.10
海立股份	9.68	10.16	11.45	9.41	9.21	10.24	9.56	-1.89
小天鹅 A	17.28	14.74	16.66	10.84	8.42	9.29	9.45	-7.21
ST 厦华	12.61	19.39	9.41	9.39	7.76	8.18	8.36	-1.05
四川湖山	3.31	4.22	9.98	4.45	9.04	7.86	8.15	-1.83
华意压缩	8.90	8.51	7.73	7.78	6.84	7.67	7.40	-0.33

数据来源：公司公告、第一创业研究所

我们看到，生产家电部件的厂商营业费用率较低，在销售终端投入较大的厂商营业费用率较高。其中，营业费用率较高的公司有美菱电器、华帝股份、合肥三洋、爱仕达、青岛海尔、九阳股份、苏泊尔、ST 科龙等。

期内营业费用率提高的公司主要有美青岛海尔、TCL 集团、九阳股份、四川湖山、ST 科龙等，营业费用率同比提高幅度均不大，分别为 0.02%、0.65%、0.76%、0.95%、1.12%。

表 22、公司前三季度营业费用率情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q1-Q3	同比
美菱电器	10.56	17.08	23.22	22.68	20.72	19.03	20.70	-2.51
华帝股份	19.38	22.74	24.25	20.24	22.09	18.60	20.32	-3.93
合肥三洋	23.23	19.90	23.56	17.71	17.75	16.76	17.41	-6.16
爱仕达				16.03	16.58	17.13	16.58	N/A
青岛海尔	12.88	12.38	14.70	17.26	14.01	13.31	14.72	0.02
九阳股份		12.56	13.88	13.44	16.55	13.39	14.64	0.76
苏泊尔	12.27	14.09	16.83	15.41	15.47	13.12	14.60	-2.23
ST 科龙	12.53	11.47	12.98	9.58	13.55	17.49	14.10	1.12
格力电器	12.43	10.46	14.33	15.06	8.11	17.63	13.83	-0.50
深康佳 A	14.03	12.68	13.24	10.79	12.72	12.30	11.91	-1.33
海信电器	11.92	12.73	14.43	10.97	9.23	10.58	10.34	-4.09
TCL 集团	10.36	9.46	9.52	8.86	10.47	11.10	10.17	0.65
德豪润达	5.24	4.54	6.94	6.25	19.85	3.86	9.65	2.71
四川长虹	9.02	10.37	10.94	10.77	6.98	9.94	9.20	-1.74
美的电器	9.71	9.83	12.30	9.58	8.76	9.24	9.13	-3.17
澳柯玛	8.72	7.56	11.07	9.26	9.31	8.32	8.93	-2.13
小天鹅 A	12.53	10.08	13.34	6.28	5.43	6.08	5.91	-7.43
伊立浦		3.11	4.46	7.12	5.61	4.18	5.30	0.84
ST 厦华	9.49	12.97	6.02	5.59	4.29	4.61	4.76	-1.26



三花股份	2.71	3.25	4.20	2.68	2.76	5.63	3.76	-0.44
盾安环境	14.71	2.92	3.65	3.23	2.63	4.31	3.33	-0.32
四川湖山	0.78	0.79	1.77	0.45	3.43	2.22	2.72	0.95
海立股份	3.20	3.18	2.90	2.33	2.83	2.62	2.60	-0.30
华意压缩	2.12	1.68	1.81	1.74	1.69	1.74	1.72	-0.09

数据来源：公司公告、第一创业研究所

管理费用率较高的公司有德豪润达、伊立浦、盾安环境、九阳股份、三花股份等，分别为 8.22%、7.80%、7.27%、6.44%、6.11%。

表 23、公司前三季度管理费用率情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q1-Q3	同比
德豪润达	8.93	6.33	8.61	10.03	8.15	7.33	8.22	-0.39
伊立浦		9.68	12.39	10.45	9.07	5.71	7.80	-4.59
盾安环境	8.69	4.33	5.88	6.49	6.65	8.77	7.27	1.39
九阳股份		5.93	7.79	8.82	5.54	6.06	6.44	-1.36
三花股份	3.93	4.92	5.74	5.96	6.21	6.11	6.11	0.37
华帝股份	5.44	6.61	6.73	7.25	5.18	6.04	6.08	-0.65
海立股份	5.56	5.81	6.55	5.99	5.39	6.33	5.85	-0.70
青岛海尔	3.79	4.98	7.15	6.35	6.23	4.58	5.69	-1.46
四川湖山	1.92	3.53	7.10	3.52	5.26	5.23	5.05	-2.05
澳柯玛	8.03	7.54	6.37	5.68	4.21	5.24	4.99	-1.38
爱仕达				4.82	4.96	4.80	4.86	N/A
合肥三洋	8.79	4.39	4.75	3.69	4.36	5.72	4.57	-0.18
华意压缩	4.54	4.69	5.05	4.02	3.62	5.88	4.40	-0.65
TCL 集团	4.60	4.34	4.42	3.78	4.43	4.03	4.07	-0.35
苏泊尔	4.24	4.99	4.65	3.10	4.43	3.85	3.77	-0.88
四川长虹	3.29	3.73	3.92	3.79	3.71	3.23	3.56	-0.36
小天鹅 A	4.29	3.65	3.24	4.64	2.36	2.69	3.15	-0.09
深康佳 A	3.63	3.49	3.68	2.84	3.41	2.73	2.97	-0.71
美的电器	2.64	3.09	2.91	2.73	2.29	3.36	2.75	-0.16
格力电器	2.11	2.26	2.86	3.21	2.56	2.40	2.64	-0.23
ST 科龙	3.28	3.16	3.10	2.59	2.39	2.58	2.50	-0.60
美菱电器	2.56	2.75	2.90	1.87	1.82	2.32	2.00	-0.90
ST 厦华	1.44	2.58	1.90	2.30	1.65	1.82	1.89	-0.01
海信电器	2.16	2.36	2.23	1.93	1.82	1.89	1.88	-0.35

数据来源：公司公告、第一创业研究所

德豪润达、ST 厦华、澳柯玛、伊立浦和爱仕达财务费用率较高，分别为 2.32%、1.70%、1.48%、1.43%和 1.33%。

从同比变化来看，财务费用率有所上升的公司主要有德豪润达、华意压缩、苏泊尔、小天鹅 A 等，主要出口量增加、同时人民币汇率波动较去年同期明显而汇兑损失增加。



表 24、公司前三季度财务费用率情况

%	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q1-Q3	同比
德豪润达	2.02	1.79	1.29	1.98	2.19	2.59	2.32	1.03
ST 厦华	1.69	3.84	1.48	1.49	1.81	1.75	1.70	0.22
澳柯玛	4.24	5.09	2.51	1.73	1.51	1.26	1.48	-1.03
伊立浦		2.42	1.56	0.94	2.11	1.33	1.44	-0.12
爱仕达				1.67	1.51	0.81	1.33	N/A
华意压缩	2.24	2.14	0.87	2.01	1.53	0.05	1.28	0.40
海立股份	0.92	1.17	2.00	1.08	1.00	1.29	1.11	-0.90
盾安环境	0.55	0.96	0.68	-0.02	0.98	1.77	0.94	0.26
三花股份	1.06	-0.75	0.66	1.06	0.51	0.44	0.64	-0.02
美的电器	0.61	0.93	0.53	0.18	0.61	0.59	0.49	-0.04
小天鹅 A	0.47	1.01	0.08	-0.07	0.63	0.53	0.39	0.30
四川湖山	0.61	-0.09	1.12	0.48	0.34	0.42	0.38	-0.73
ST 科龙	1.10	1.38	0.68	0.64	0.52	-0.02	0.36	-0.32
四川长虹	1.16	1.18	0.36	1.06	0.05	-0.01	0.33	-0.02
海信电器	0.27	0.37	0.20	0.68	0.26	0.03	0.31	0.11
青岛海尔	0.05	0.40	0.09	0.13	0.25	0.28	0.23	0.13
TCL 集团	0.73	0.70	0.18	0.49	0.48	-0.38	0.17	-0.01
苏泊尔	0.90	-0.89	-0.19	-0.04	-0.05	0.43	0.13	0.32
华帝股份	0.95	1.12	0.78	0.17	0.21	-0.03	0.11	-0.67
合肥三洋	-0.04	-0.38	-0.18	-0.06	0.03	0.01	-0.01	0.17
深康佳 A	0.25	0.06	0.43	0.52	0.01	-0.54	-0.02	-0.45
美菱电器	1.12	1.14	0.39	-0.10	-0.09	-0.29	-0.16	-0.55
格力电器	0.10	0.42	-0.10	-1.45	-0.31	-0.12	-0.49	-0.39
九阳股份		-0.22	-0.94	-0.45	-0.97	-0.53	-0.69	0.25

数据来源：公司公告、第一创业研究所

从经营活动净现金流与营业收入的比值来看，合肥三洋、小天鹅 A、美的电器、青岛海尔、九阳股份、三花股份、华帝股份均在 10%以上。

表 25、公司前三季度经营活动净现金流/营业收入、销售净利率

	2007Q1-Q3	2008Q1-Q3	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3	2010Q1-Q3 销售净利率
合肥三洋		0.10	0.13	0.27	10.13
小天鹅 A	0.05	-0.10	0.12	0.18	5.10
美的电器		0.08	0.09	0.15	5.90
青岛海尔	0.05	0.01	0.18	0.13	4.61
九阳股份		0.18	0.15	0.13	13.19
三花股份		-0.11	0.18	0.12	13.15
华帝股份	-0.05	-0.05	0.16	0.11	4.77
澳柯玛	-0.02	0.17	0.18	0.08	1.53
海立股份	0.06	0.03	0.07	0.07	2.75
德豪润达		0.00	0.03	0.07	12.48
ST 科龙	0.02	0.02	0.07	0.05	3.44



盾安环境		0.04	0.19	0.05	7.68
格力电器		0.01	0.73	0.02	6.58
华意压缩	0.02	0.01	-0.03	0.02	2.45
苏泊尔		-0.02	0.11	0.02	7.51
伊立浦		-0.19	-0.02	0.02	1.52
海信电器	-0.01	0.00	0.03	0.01	3.00
四川湖山	0.02	0.04	0.06	0.01	1.18
美菱电器	0.04	0.03	-0.03	0.00	4.32
TCL 集团	-0.03	0.02	0.02	-0.01	0.08
深康佳 A	0.03	-0.01	-0.01	-0.02	0.60
ST 厦华	-0.09	-0.07	-0.24	-0.04	1.87
四川长虹	-0.04	0.13	-0.05	-0.07	1.06
爱仕达				-0.12	3.70

数据来源：公司公告、第一创业研究所

3、投资建议

行业收入增幅逐季趋稳，长期来看行业仍然受到更新需求、农村保有量的提高、出口市场增长以及新一轮行业竞争导致的集中度再提高等因素支撑而实现稳定增长，上下游议价能力、竞争力较强的公司更能受益行业的稳定增长，具备能稳定增长、同时超预期可能性较大，推荐投资组合为格力电器、美的电器、海信电器和合肥三洋。

表 26、重点关注公司盈利预测与估值

证券代码	公司简称	股价(元)		EPS			PE		
		2010-10-31	09A	10E	11E	09A	10E	11E	
000651	格力电器	18.50	1.03	1.35	1.59	18.0	13.7	11.6	
000527	美的电器	17.85	0.61	0.95	1.20	29.3	18.8	14.9	
600690	青岛海尔	27.55	0.86	1.29	1.69	32.0	21.4	16.3	
600060	海信电器	14.37	0.67	0.75	0.95	21.4	19.2	15.1	
600983	合肥三洋	14.70	0.62	0.93	1.30	23.7	15.8	11.3	
002032	苏泊尔	22.67	0.54	0.73	0.91	42.0	31.1	24.9	
000016	深康佳A	5.68	0.13	0.12	0.16	43.7	47.3	35.5	
000418	小天鹅A	18.23	0.41	0.74	0.95	44.5	24.6	19.2	
002242	九阳股份	16.48	0.80	0.91	1.09	20.6	18.1	15.1	

数据来源：公司公告、第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120