

风景这边独好

——空调行业深度分析

家庭耐用消费品
上次评级

领先大市-B
领先大市-B

报告日期

2011-06-20

报告关键点:

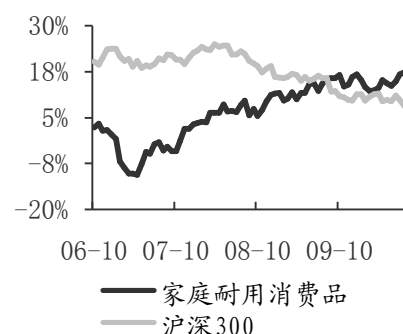
- 空调增长动因来自政策推动、海外市场拓展和普及加速
- 空调行业增长之势不减，格局之变加强
- 空调行业演变趋势利于行业龙头格力电器和美的电器

报告摘要:

- 空调增长动因来自政策推动、海外市场拓展和普及加速。我国空调行业的发展始于20世纪60年代，目前已经发展成为占据全球70%产能的空调生产大国。在空调的发展历程中，不同的因素推动了空调行业的快速增长。(1) 1990-1999年：政策利好。20世纪90年代，国家产业政策由限制空调发展、消费转为市场放开；空调器产能迅速扩大，产品销售供不应求。(2) 2002-2004年：海外市场拓展。空调厂家的产能急剧膨胀，国内市场供过于求，空调厂商纷纷转向海外市场的开拓，寻求新的利润增长点。(3) 2002-2005年：国内普及加速。我国经济实力有了较快的发展，人民生活水平也有大幅度的提升，家用空调进入快速普及期。截至2002年，城镇空调保有率超过50%，当年保有率增长了15个百分点，达到城镇空调普及的高峰期。
- 空调行业增长之势不减。我们认为2010年空调行业的快速增长主要来源于三个方面原因的叠加：政策推动、新兴市场需求的崛起和农村、城市空调的普及。对于空调需求的疑虑我们作出如下判断：(1) 政策退出不会影响需求上升趋势。2010年节能惠民补贴金额的大幅减少影响主要是空调销售月度分配的不均衡，平滑来看对需求影响有限。政策退出不会影响刚性需求，而这一部分需求是市场的主力军。(2) 房地产销售对空调需求影响较小。据估测，2010年房地产销售诱发的空调需求占当年销量的12%。考虑到部分房地产诱发需求已经被计入城市的新增需求和更新需求，实际的比例可能比我们预测的还要低。(3) 出口和农村市场的高成长可以持续。2011年出口市场主要的增长来自于欧美经济的复苏，新兴市场增速开始放缓。从长远来看，新兴市场的空调普及是需求增长的核心动力。预计未来几年欧美完成恢复性增长将重回平稳态势，新兴市场需求将推动出口继续提升。对于农村市场的普及，我们依然强调农村空调的收入价格比已经超越城市快速普及的比值，即将进入加速普及期。
- 空调行业演变趋势利于行业龙头。受成本压力、外资品牌以及渠道的挤压，空调行业市场集中度从20世纪90年代开始持续提升。2007-2010年间，尽管空调行业的增长开始企稳，但是由于行业竞争格局的优化，空调龙头企业经历了新一轮的快速成长。未来几年，空调行业市场格局在变频技术变革、政策退出以及原材料成本提升的推动下进入新一轮的洗牌阶段，龙头企业市场份额呈现进一步提升之势。据此，我们认为空调行业龙头格力电器（000651.SZ）和美的电器（000418.SZ）将会较大的受益于这一变化。
- 投资建议。我们统计了2005年月-2011年6月期间家用电器及其子板块的估值运行区间。其中家用电器、空调、冰箱以及洗衣机的当前估值均处于历史估值较低的20%，小家电处于历史估值较低的25%，彩电则接近历史估值的中心位置。因此，空调行业的估值无论是从绝对数值上还是从相对数值上均处于较低的位置，我们维持家电板块领先大市-B的投资评级。我们认为空调行业有望获得超越行业的收益，给予领先大市-A的投资评级。
- 风险提示：希腊主权债务危机影响超预期；农村居民用电受限影响空调普及步伐；房地产需求大大低于预期。

首选股票	目标价	评级
000651 格力电器	28.0	买入-A
000527 美的电器	25.0	买入-A

12个月行业表现



赵志成
021-68765859
执业证书编号

首席行业分析师
zhaozc@essence.com.cn
S1450511020029

报告联系人

杨爱琳

021-68765335
yangal@essence.com.cn

前期研究成果

家庭耐用消费品：行业增长，格局频变
2011-06-17
家庭耐用消费品：行业平稳下的格局变化
2011-05-04
2011年4月家电行业数据月报
2011-05-04

目录

1. 2010 年空调缘何旺销？	3
2. 空调需求可否持续？	4
2.1. 政策退出不会影响需求上升趋势	4
2.2. 房地产销售对空调需求影响较小	5
2.3. 出口和农村市场的高增长可以持续	6
3. 双寡头局势强化	7
4. 销量和盈利的权衡	7
5. 投资建议	8
6. 风险提示	8
附录	9
1. 从空调发展看增长动因	9
1.1. 动因一之政策推动（1990 年-1999 年）	9
1.2. 动因二之海外市场拓展（2002 年-2004 年）	9
1.3. 动因三之国内普及加速（2002 年-2005 年）	10
2. 空调竞争格局在成长中变迁	11

图目录

图 1 空调出口各洲占比变化趋势	3
图 2 城市空调保有量及增量 单位：台	4
图 3 农村空调保有量及增量 单位：台	4
图 4 空调内销及同比增速	5
图 5 空调内销及同比增速	5
图 6 房地产销售面积及同比增速	5
图 7 欧美空调出口及同比增速 单位：万台	6
图 8 拉美空调出口及同比增速 单位：万台	6
图 9 城市和农村收入和空调均价比值变化趋势	6
图 10 空调厂商 3 月零售额市场份额	7
图 11 空调市场格局变化趋势	7
图 12 空调行业增速和龙头净利润增速对比	7
图 13 家电行业子版块估值区间	8
图 14 1990-1999 年空调行业产量变化趋势	9
图 15 空调出口及同比增速	10
图 16 城市空调普及进程	10
图 17 2000-2005 年空调行业产量变化趋势	10
图 18 格力、美的、海尔空调收入占整个行业的比重	11

表目录

表 1 空调补贴政策一览	3
表 2 空调需求分解预测	4

1. 2010 年空调缘何旺销？

2010 年，空调销售量高达 9497 万台，比 2009 年增长了 44%，其中内销增长了 37%，出口增长了 54%。2011 年以来，空调销售快速增长的形式依然延续。我们将空调的需求进行分解，可以看到 2010 年空调的旺销来源于三个方面的协同作用，即政策推动、出口的复苏以及农村普及需求的快速增长。

- （一）政策推动。（1）家电下乡。**政策始于 2007 年 12 月，起初补贴的产品仅限于冰箱、冰柜、彩电和手机。2009 年 2 月起，空调也被纳入补贴品种，且补贴范围也从 12 个省区推广至全国。由于政策的推动和具体的实施之间具有一定的时滞，因此家电下乡政策对空调需求的影响在 2010 年才开始彻底的显现。这一政策将于 2011 年 11 月底、2012 年 11 月底和 2013 年 11 月底陆续退出。
- （2）以旧换新。**政策始于 2009 年 6 月，空调补贴约占空调价格的 10%。这一政策在北京、天津、上海等 9 省市试点一年并推广至全国。以旧换新政策推动了城市空调更新换代的步伐。我们预计 2010 年城市更新需求的增速约为 20%。以旧换新政策的退出时间为 2011 年底。
- （3）节能惠民政策。**家用空调的节能补贴政策从 2009 年 6 月开始实行。政策实行初期，节能补贴范围为 300 元-850 元。随着传统的 3、4、5 级能效的空调逐步退出市场，空调节能惠民补贴也下降至 150 元-250 元。2011 年 6 月 1 日起，补贴终止。

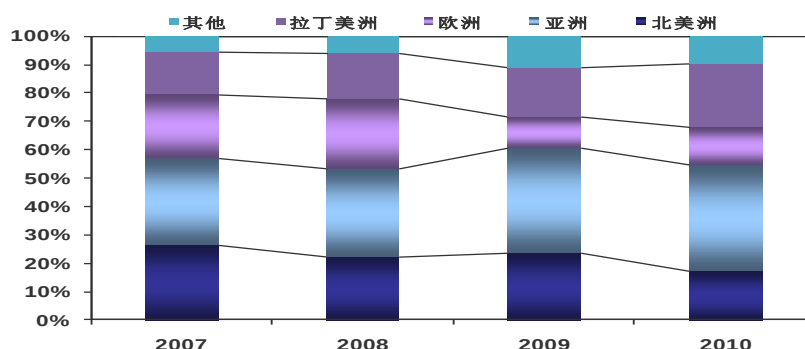
表 1 空调补贴政策一览

	开始时间	结束时间	政策影响
家电下乡政策	2007 年 12 月试点, 2008 年 12 月、2009 年 12 月陆续推广至全国。	2011 年 11 月底、2012 年 11 月底、2013 年 11 月底	补贴价格的 13%
以旧换新政策	2009 年 6 月	2011 年底	补贴价格的 10%
节能惠民政策	2009 年 6 月	2011 年 6 月	2009 年 6 月-2010 年 6 月，补贴金额为每台 300-850 元，之后每台补贴 150-250 元

数据来源：家电下乡信息系统，以旧换新信息系统，安信证券研究中心

- （二）新兴市场国家出口的崛起。**欧洲和北美洲是我国重要的空调出口地，2007 年我国出口这两个区域的空调占出口总量的 48%。但是随着金融危机的爆发，上述两个区域经济的持续不景气导致空调出口这两个区域的占比逐步下滑至 2009 年的 35%。尽管 2010 年空调的出口开始复苏，但是主要是受拉美需求崛起的影响。

图 1 空调出口各洲占比变化趋势

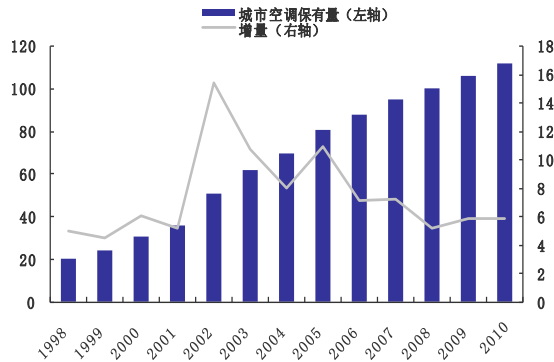


数据来源：产业在线，安信证券研究中心

- （三）农村和城市的空调普及。**2009 年底，农村空调的保有量是每百户居民 12 台，

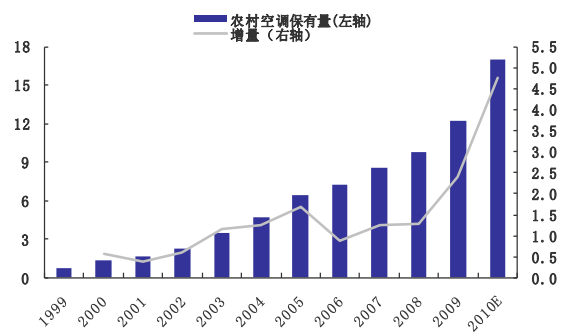
与 200 - 300 台的均衡状况依然有很大的差距。即使在城市，2010 年每百户居民的保有量也只有 112 台。因此，无论农村还是城市，均存在空调的普及。目前，农村还在经历第一台空调的购买阶段，而城市则是在于一户内第二、第三台空调的需求。我们预计 2010 年农村空调销量占比从 8% 提升至 12%，我们预计在未来 3-5 年内这一比例会逐步提升至 20% 以上。

图 2 城市空调保有量及增量 单位：台



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 3 农村空调保有量及增量 单位：台



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

表 2 空调需求分解预测 单位：万台

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量	6735	9484	12261	14887	18064
YOY		41%	29%	21%	21%
内销	3915	5143	6400	7561	9272
YOY		31%	24%	18%	23%
占比	58%	54%	52%	51%	51%
农村	565	1128	1901	2670	3481
YOY		100%	68%	40%	30%
占比	8%	12%	16%	18%	19%
城市	3350	4015	4499	4891	5791
YOY		20%	12%	9%	18%
占比	50%	42%	37%	33%	32%
出口	2819	4342	5861	7326	8792
YOY		54%	35%	25%	20%
占比	42%	46%	48%	49%	49%

数据来源：产业在线，安信证券研究中心

2. 空调需求可否持续？

市场上对未来几年空调需求的担忧主要有以下几点：政策的退出是否会对需求产生冲击、房地产需求对空调需求的影响到底有多大以及出口和农村市场的高增长能否持续。经过对以上几个问题的综合分析，我们认为空调需求存在短期的扰动，但是上涨趋势将会有望保持。

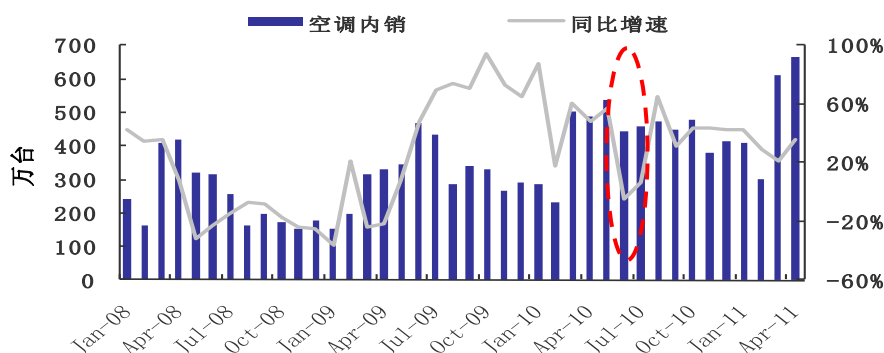
2.1. 政策退出不会影响需求上升趋势

2010 年 6 月 1 日，空调节能惠民补贴由 300 元-850 元的补贴区间下降到 150 元-250 元，其高点的降幅高达 71%。在 2010 年 3-5 月，空调内销基本保持在 50% 左右的高增长，市场上对此的判断为消费者存在空调调价的预期透支部分需求，并对 2010 年下半年的需求持有较为悲观的态度。但是事实证明，需求的透支是存在的，这导致了 2010 年 6-7 月空调需求的放缓，但是 8 月以来，空调需求强劲复苏单月销量屡创新高。

我们认为造成这一现象的原因为：空调节能惠民补贴主要是补贴高能效的空调，这一

类空调单价较高，主要消费区域在城市。空调均价在 3000 元左右，对于城市消费者来说这一价格在其收入结构中的占比较低，补贴政策的减少并不能影响其刚性需求。因此，政策的变化会导致销量月度之间的分布不均，平滑至半年或全年的话，快速增长的趋势不会发生改变。据此，政策退出并不会引发空调内销增速的放缓。

图 4 空调内销及同比增速



数据来源：产业在线，安信证券研究中心

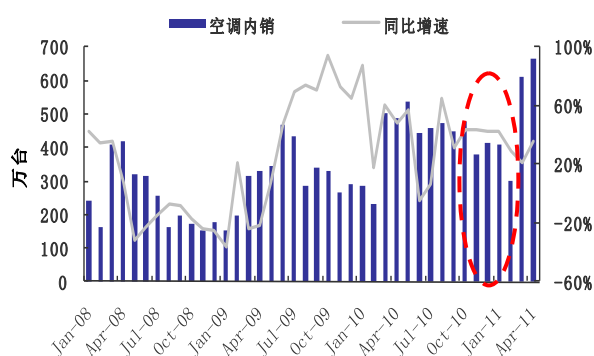
空调的内需主要是区分为新置需求和更新需求。新置需求是由收入水平提升带动消费升级而产生的，这一部分需求受政策的影响相对较小。受消费理念的改变和消费升级，这一部分需求是一种刚性需求。而更新需求的弹性相对较大，受政策的影响也比较显著。部分消费者考虑到又政策补贴就会提前进行产品的更新换代。因此，我们认为以旧换新政策和节能惠民政策可能会对城市更新需求产生一定的影响，但是快速崛起的农村需求对家电下乡政策退出的敏感性相对要小很多。

2.2. 房地产销售对空调需求影响较小

按照常规情况，我们假定平均每套房子的面积为 100 平方米。2010 年全年房地产销售面积 10 亿平方米，据此可以得出房地产销售套数约为 1000 万套。假定每套房子配备 1.12 个空调（按照 2010 年底每百户居民空调保有量），则由于房地产销售而诱发的空调销售为 1120 万台，占当年空调销量的 12%。考虑到部分房地产销售诱发的需求已经被计入城市的新增需求和更新需求，实际的比例可能比我们预测的还要低。

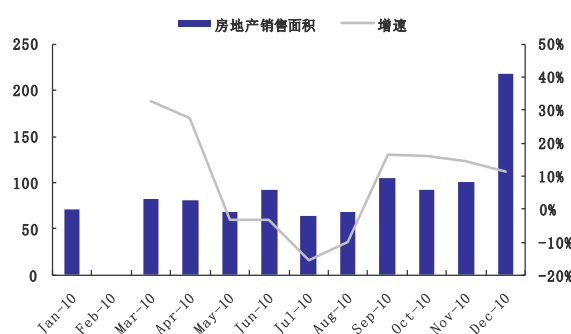
根据 3-6 月交房、3-6 月装修的常规情况，家电销售滞后于房地产销售面积的数据 6-12 个月的时间。2010 年 5-8 月房地产销售面积同比增速开始放缓。也就是说，如果房地产销售对空调销售的影响足够大的话，那么 11 月以来空调的销售增速会呈现放缓的趋势。然而实际的运行状况是空调的销量依然保持高速的增长。据此，我们可以进一步证明房地产对空调需求的影响小于市场的预期。

图 5 空调内销及同比增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 房地产销售面积及同比增速

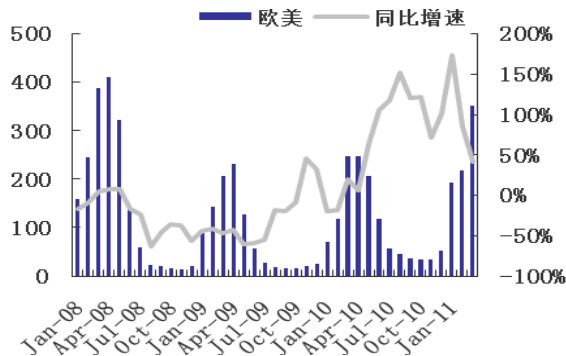


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2.3. 出口和农村市场的高增长可以持续

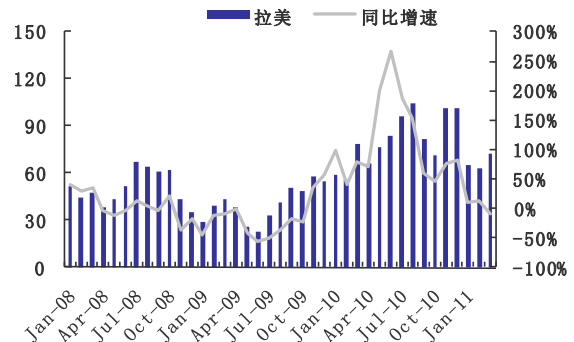
欧美恢复性增长，新兴市场普及性增长。2011 年前 4 个月，空调出口累计 2319 万台，同比增长 41%。欧美地区的单月销量基本回复至金融危机之前的水平，拉美地区的增速开始放缓。2010 年出口的增长靠新兴市场拉动，2011 增长则来源于欧美经济的复苏。我们预计此轮复苏过后，欧美地区的空调出口将再次进入稳定更新的阶段，而出口的增长点依然来自于东南亚、中东以及拉美地区的普及型增长。空调市场的出口活力是有望长期保持的。

图 7 欧美空调出口及同比增速 单位：万台



数据来源：CEIC，Wind，安信证券研究中心

图 8 拉美空调出口及同比增速 单位：万台

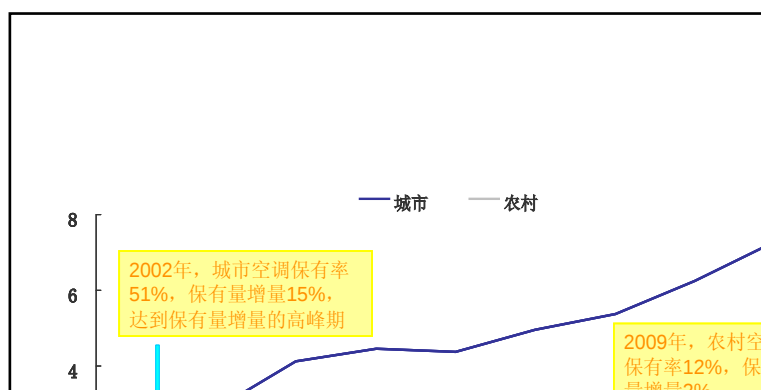


数据来源：CEIC，Wind，安信证券研究中心

空调普及是未来几年农村家电消费的热点。对空调在农村的普及，我们一直强调收入价格比的概念。我们认为一种家电产品的普及主要取决于两个因素，一是居民收入是否具备该类产品的消费能力；另外一个因素就是产品的价格变化是否触动了消费者的消费欲望。通常一种家电产品的普及或者是伴随着行业竞争加剧导致的产品价格快速下滑，或者是伴随产品的技术革新，或者是伴随着政策的推动。

首先，按照收入价格比的概念，目前农村居民的收入和空调均价的比重已经超越了 2002 年空调在城市普及时的比值，因此，农民对空调是具有购买力的。其次，由于家电下乡政策的推动，在农村部分家庭条件较为富裕的农民已经开始购买了空调。基于农村居民消费的攀比效应，我们认为这一政策开启了农村空调普及的天窗，将有助于农村在近几年进入空调普及的加速期。再次，空调市场格局的变化将有助于空调在农村的普及。由于城市变频空调对传统的定频空调的更新换代比较显著，加之对于定频空调的补贴政策即将结束，因此城市市场集中度将有显著的提升，格力美的的市场份额呈现强化之势。而相应的一些二线空调品牌则将更多的精力放在农村市场，竞争也会加剧，这样一种市场格局的变化也是推动空调在农村市场普及的重要力量。

图 9 城市和农村收入和空调均价比值变化趋势



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

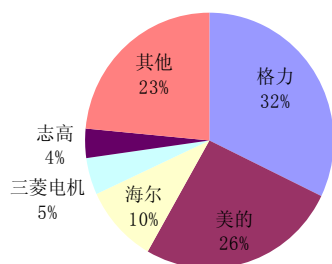
3. 双寡头局势强化

2011 年，空调行业市场集中度提升的趋势显著，双寡头格局进一步加强。2011 年 3 月，格力市场份额提升了 3 个百分点至 32%，美的市场份额提升了 3 个百分点至 26%，空调行业前五名厂商的市场份额为 74%，比上月提升了 5 个百分点，主要体现为双寡头格力和美的市场份额的进一步提升。

空调行业市场集中度的提升主要是基于两方面的原因：一方面，由于 2011 年一季度原材料价格上升显著，很多中小厂商成本压力较大，加之品牌影响力有限难以规避原材料价格上升的风险，因此市场份额开始呈现向双巨头集中的趋势；另一方面，变频空调普及的进程是超预期的。据中怡康数据统计，截至 2011 年 3 月变频空调零售量份额从去年同期的 25% 上升至 50%，市场份额实现翻番。格力和美的在变频空调领域进入较早，技术也更为成熟，在变频空调市场上的优势更加显著。

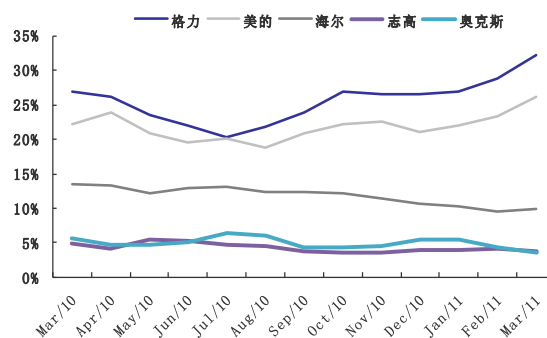
随着定频空调补贴的退出，二线厂商成本压力更加显著，且变频空调的普及也会随着变频和定频价差的减少而加速。据此，我们判断空调领域的市场集中度将会伴随着变频空调市场份额的提升而进一步上升。

图 10 空调厂商 3 月零售额市场份额



数据来源：中怡康，安信证券研究中心

图 11 空调市场格局变化趋势

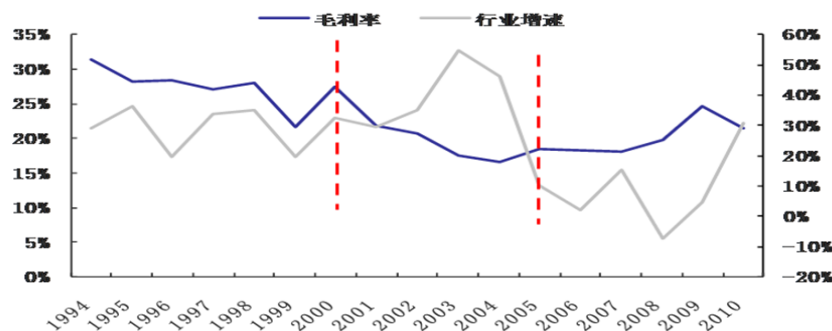


数据来源：中怡康，安信证券研究中心

4. 销量和盈利的权衡

纵观空调行业的发展历程，我们可以看到行业的快速增长并不等同于盈利的快速增长。2000 年以前，空调行业供不应求，行业高速增长的同时，龙头厂商的毛利率也处于上升的通道。2000 年 - 2005 年，行业竞争加剧空调供过于求，尽管行业增速创新高，但是企业的盈利能力确处于下滑的通道。2005 年以来，随着空调行业市场集中度的提升，龙头企业的盈利能力再次进入上升通道。我们预计，2011 年变频空调的加速普及带来的市场集中度的提升将推动空调行业进入下一轮的盈利能力上升期。

图 12 空调行业增速和龙头净利润增速对比



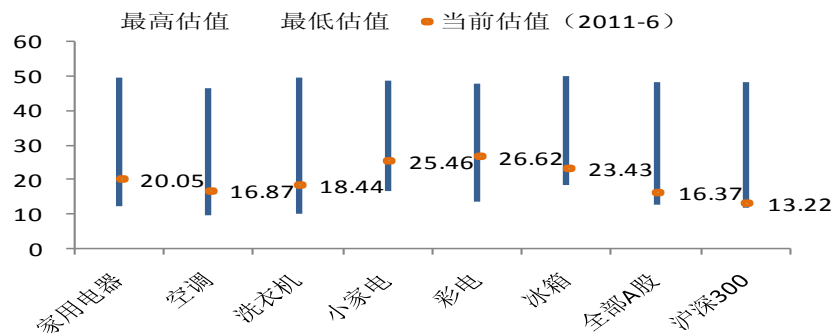
数据来源：Wind，安信证券研究中心

按照前面对于空调销量和市场格局的推测，空调行业的增速在未来几年有望保持快速的增长，市场格局在技术变革的推动下进入新一轮的洗牌阶段，龙头企业市场份额呈现进一步提升之势。据此，空调行业龙头格力电器(000651.SZ)和美的电器(000418.SZ)将会较大的受益于这一变化。

5. 投资建议

我们统计了 2005 年月-2011 年 6 月期间家用电器及其子板块的估值运行区间。其中家用电器、空调、冰箱以及洗衣机的当前估值均处于历史估值较低的 20%，小家电处于历史估值较低的 25%，彩电则接近历史估值的中心位置。因此，空调行业的估值无论是从绝对数值上还是从相对数值上均处于较低的位置，我们对空调这个子板块给予超越家电行业领先大市-A 的投资评级。

图 13 家电行业子板块估值区间



数据来源：Wind，安信证券研究中心

6. 风险提示

希腊主权债务危机波及范围超预期导致欧美需求大幅下滑；农村电网改善缓慢导致居民用电受限影响空调普及步伐；房地产需求大大低于预期，影响城市空调销售。

附录

——空调行业发展历程研究

1. 从空调发展看增长动因

我国空调产业的发展始于 20 世纪 60 年代，受当时生产水平和产业政策的制约，产品的品质也一直处于较低的水平，空调并没有实现产业化，直到 1980 年我国空调产量仍不足 2 万台。随着改革开放政策的推广以及人民生活水平的提升，空调进入寻常百姓家，行业也进入了快速成长期。90 年代空调行业已经形成具有相当规模的产业，其产品的质量、品种、功能等都已有了较大的飞跃。进入 21 世纪，我国已经成为给世界第一空调生产大国，产能的全球占比超过 70%。

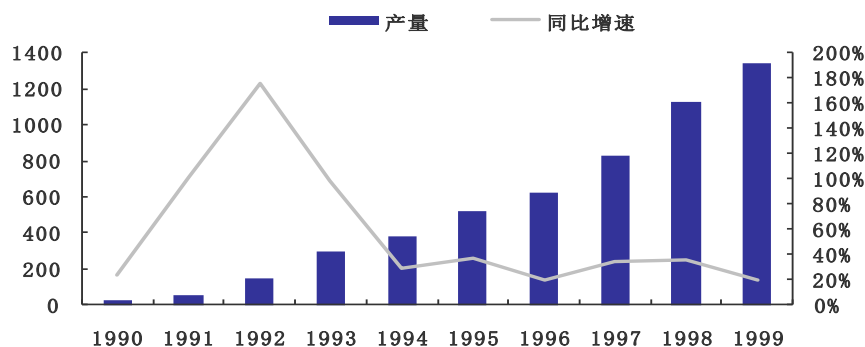
1.1. 动因一之政策推动（1990 年-1999 年）

20 世纪九十年代以来，空调的大战进入黄金时期，国家产业政策由限制发展、消费转为市场放开；空调器产能迅速扩大，产品销售供不应求，空调市场由计划经济为主导转为以市场经济为主导；专业经销商逐步成长为销售渠道的主力军。1990 年，空调产量达到 24.4 万台，是 1980 年的 12 倍。进入 90 年代，空调的发展速度更加迅猛，1990-1996 年空调产量的年复合增长了高达 173%。

许多厂商开始引进国外的技术、设备，产品品质都有了大幅度的提高，种类虽然仍以窗机为主，但是分体式壁挂机和落地机等也开始逐渐推广至市场。由于当时我国电力供应紧张，人民生活水平不高，尽管空调产量逐年快速增长，但是空调在家庭中的普及率依然很低。

图 14 1990-1999 年空调行业产量变化趋势

单位：万台

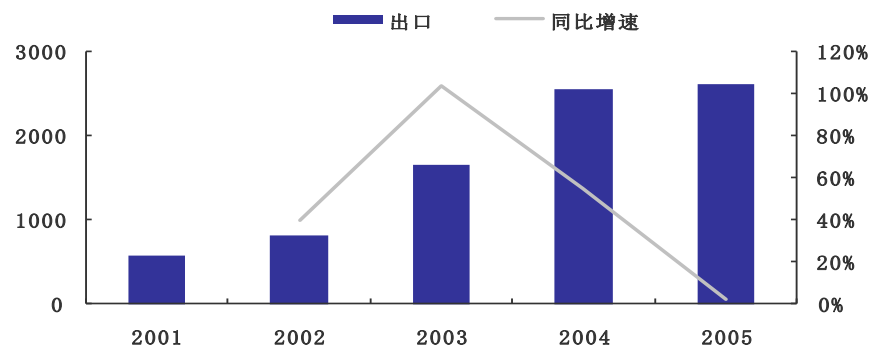


数据来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 动因二之海外市场拓展（2002 年-2004 年）

2000 年以来，空调厂家的产能急剧膨胀，国内市场供过于求，产品利润率的逐年走低，行业逐渐进入完全竞争状态。买方市场特点日益凸显，空调厂商纷纷转向海外市场的开拓，寻求新的利润增长点。

图 15 空调出口及同比增速

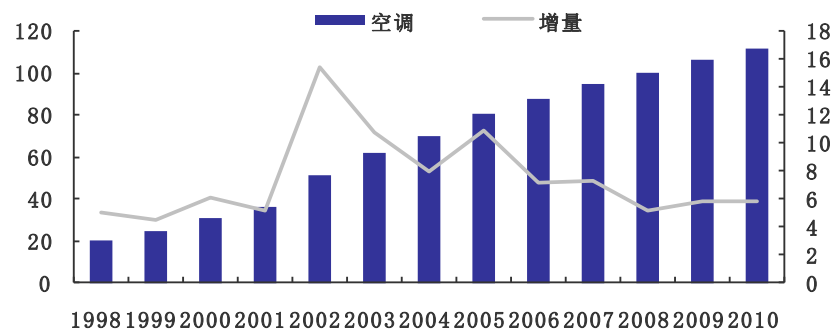


数据来源：Wind，安信证券研究中心

1.3. 动因三之国内普及加速（2002 年-2005 年）

2000 年以来，我国经济实力有了较快的发展，人民生活水平也有大幅度的提升，家用空调进入快速普及期。截至 2002 年，城镇空调保有率超过 50%，当年保有率增长了 15 个百分点，达到城镇空调普及的高峰期。

图 16 城市空调普及进程

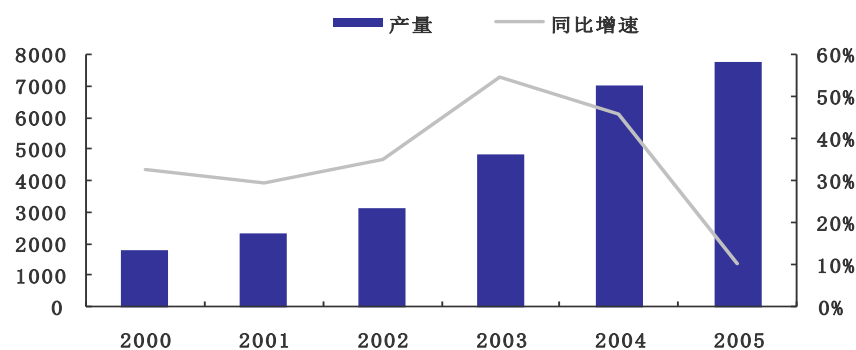


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

伴随着出口市场的快速拓展以及城市空调的第一轮普及 2000 - 2004 年空调的产销进入新一轮的快速增长期。但是，由于我国上游压缩机和新冷媒的配套能力是不足的，这在一定程度上限制了出口的快速增长。

图 17 2000-2005 年空调行业产量变化趋势

单位：万台



数据来源：Wind，安信证券研究中心

2. 空调竞争格局在成长中变迁

2003 年 - 2010 年间，空调行业的市场格局出现剧烈的变动。出现这种变局的原因有亮点：

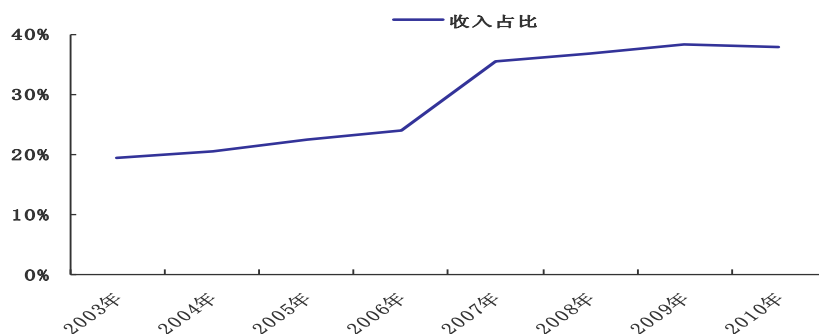
一、成本压力。原材料价格持续上涨、关键零部件供不应求，使得行业竞争进一步加剧，促进了品牌集中度的迅速提高。

二、外资品牌的竞争。随着中国加入 WTO，大量外资空调品牌进入中国。在与外资品牌竞争的过程中，规模、质量、技术成为空调厂商生存和发展的关键，很多小厂商难以为继，逐渐退出空调市场。

三、渠道挤压。销售渠道方面呈现出专业经销商、大型连锁家电卖场、百货商场等多种业态并存格局。由于空调的销售主要集中在城市地区，城市的销售渠道则是较为强势的家电连锁和百货商场，它们对进店产品的品牌知名度、产品质量以及规模都有一定的要求，很多小厂商难于满足条件导致从主流渠道中脱离。

基于上述原因，空调厂商从 2003 年的 140 家迅速下降至 2010 年的不到 40 家。

图 18 格力、美的、海尔空调收入占整个行业的比重



数据来源：Wind，安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2011-06-19

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E				
000651	格力电器		买入-A	1.52	2.05	2.56	14	10	8	30.7%	31.6%	29.5%	21.25	28.00		
000527	美的电器	买入-A	买入-A	0.92	1.18	1.48	18	14	11	24.3%	23.7%	22.6%	17.00	25.00	2011-02-10	9%

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（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。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

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%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%;
- 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034