

## 降息，直接业绩影响有限，间接利好估值修复

**推荐** 维持评级

### 核心观点:

#### ● 股价表现：期待估值切换

2014年以来，家电板块上涨10%，同期沪深300指数上涨10.88%，上证综指上涨17.52%，家电板块略跑输板块0.88个百分点。

2014年投资风格分化加剧，以家电板龙头为代表的蓝筹股股价持续低迷。11月21日央行宣布降息，由于家电制造企业，特别是龙头企业现金流较为充沛，有息负债率较低，受降息的直接利好有限。但随着融资成本下降，地产需求有望企稳，有利于家电增长预期的恢复。

#### ● 银河家电关注：降息，直接业绩影响有限，间接利好估值修复

此次非对称降息，主要为降低社会融资成本。家电行业整体资产负债率约60%左右，但其中有息负债率相比其他行业较低。这主要由于，家电制造企业，特别是龙头企业，虽然财务杠杆较高（格力资产负债率74%），但其中有息负债较少，主要为应付款项（龙头行业议价能力强，对上下游占款能力较强）。从表2中看，主流家电企业有息负债比例较低，降息不太会对企业财务费用有明显节省，直接的报表贡献有限。

此前，市场对家电最大的担心在于地产销量低迷，造成家电板块估值不断走低，目前估值已充分反映市场未来的悲观预期。此次降息，降低社会融资成本，对地产信贷也形成一定利好。地产开发和按揭融资成本的下降，有利于释放地产刚性需求。而地产刚需相比过往投资性地产，对家电需求的拉动更为直接，特别利好有品牌、与地产关联较大的的厨电龙头：老板电器、华帝股份等。

我们认为，家电作为耐用必须消费品，一定的刚性需求始终存在。地产政策逐步放松以及融资成本下降，也有利于稳定家电需求。同时，融资成本下降，利好股票市场，家电企业，特别是龙头企业估值有望有所恢复。其中，有息负债率较高的黑电企业，TCL集团、深康佳以及四川长虹等，弹性更大，预计短期估计会有较好表现。

#### ● 投资建议：维持推荐

2014年以来，A股市场投资风格压制家电等蓝筹股估值。展望明年：  
1. 行业需求不必悲观，家电作为必须耐用消费品，基本的需求依然存在。考虑到十年前家电的普及，行业更新需求不断增加，行业销量不会大幅下滑。  
2. 白电行业集中度高，龙头优势明显，份额还在增加，行业格局优良，发生恶性价格战概率不大。良好的行业格局，保证了全行业的竞争状态不至于恶化，在大宗商品价格持续走低的背景下，龙头公司高盈利水平能够保持。  
3. 消费升级，产品高端化，均价提升。一方面弥补量增长不足，另一方面推动盈利水平提升。  
4. 家电较低估值未来预期不高，龙头现金充足，分红比例高，安全边际高。

建议关注：

降息对业绩弹性大的彩电形成利好：TCL集团、深康佳等；

龙头配置价值：格力、美的、海尔；

关注绩优成长股：老板电器、华帝股份、苏泊尔；

### 分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxue mei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

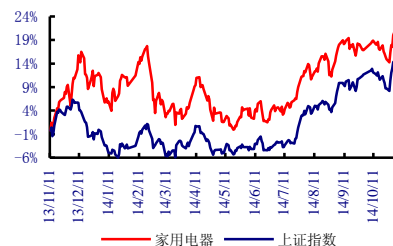
林寰宇

☎: 0755 82837313

✉: Linhuanyu\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513100001

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究

## 一、家电板块走势回顾

2014 年以来，家电板块上涨 10%，同期沪深 300 指数上涨 10.88%，上证综指上涨 17.52%，家电板块略跑输板块 0.88 个百分点。

11 月以来，沪深 300 指数上涨 3.00%，上证综指上涨 2.75%，家电板块上涨 2.66%，家电板块跑输大盘 0.34 个百分点。

2014 年以来，投资风格分化加剧，家电板龙头尽管业绩较好，但股价持续低迷。近期，随着大盘进入震荡调整，蓝筹估值有所恢复。11 月 21 日央行宣布降息，由于家电制造企业，特别是龙头企业现金流较为充沛，有息负债率较低，受降息的直接利好有限。但随着融资成本下降，地产需求有望企稳，有利于家电增长预期的恢复。

表 1: 板块涨跌幅度 (单位: %; 以 2014 年 11 月 21 日收盘价计算)

证券代码	证券简称	最新股价	本周涨幅	11 月涨幅	Q4 涨幅	年初至今涨跌幅
000300.SH	沪深 300	2,583.46	0.09	3.00	5.40	10.88
000001.SH	上证综指	2,486.79	0.32	2.75	5.20	17.52
<b>801110.SI</b>	<b>家用电器</b>	<b>3,270.74</b>	<b>-0.09</b>	<b>2.66</b>	<b>5.47</b>	<b>10.00</b>

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

## 二、银河家电关注 —— 降息: 直接业绩影响有限, 间接利好估值修复

11 月 21 日晚, 央行宣布自 11 月 22 日起, 调整金融机构存贷款基准利率: 一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%; 一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%。同时结合推进利率市场化改革, 将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍。

此次非对称降息, 主要为降低社会融资成本。贷款利率降低, 对有息负债率较高的企业, 将直接带来利息减少, 财务费用降低, 业绩增厚。

家电行业整体资产负债率约 60% 左右, 但其中有息负债率相比其他行业较低。这主要由于, 家电制造企业, 特别是龙头企业, 虽然财务杠杆较高 (格力资产负债率 74%), 但其中有息负债较少, 主要为应付款项 (龙头行业议价能力强, 对上下游占款能力较强)。从表 2 中看, 主流家电企业有息负债比例较低, 降息不太会对企业财务费用有明显节省, 直接的报表贡献有限。

此前, 市场对家电最大的担心在于地产销量低迷, 造成家电板块估值不断走低, 目前估值已充分反映市场未来的悲观预期。此次降息, 降低社会融资成本, 对地产信贷也形成一定利好。地产开发和按揭融资成本的下降, 有利于释放地产刚性需求。而地产刚需相比过往投资性地产, 对家电需求的拉动更为直接, 特别利好有品牌、与地产关联较大的厨电龙头: 老板电器、华帝股份等。

我们认为, 家电作为耐用必须消费品, 一定的刚性需求始终存在。地产政策逐步放松以及融资成本下降, 也有利于稳定家电需求。同时, 融资成本下降, 利好股票市场, 家电企业, 特别是龙头企业估值有望有所恢复。其中, 有息负债率较高的黑电企业, TCL 集团、深康佳以及四川长虹等, 弹性更大, 预计短期估计会有较好表现。

表 2: 家电主要上市公司资产负债率及有息负债情况 (单位: %, 百万)

家电上市公司	资产负债率	有息债务	有息债务/归属母公司股东权益
格力电器	74.4%	17507	0.44
深康佳 A	73.3%	6539	1.60
TCL 集团	73.3%	33713	1.91
海信科龙	71.0%	1536	0.44
四川长虹	69.2%	26504	1.95
澳柯玛	66.7%	809	0.80
海立股份	66.4%	4323	1.82
盾安环境	64.9%	4242	1.24
美菱电器	62.2%	2066	0.61
美的集团	61.9%	19077	0.50
青岛海尔	61.6%	15976	0.74
华意压缩	60.8%	2069	1.00
合肥三洋	58.0%	1520	0.70
三花股份	55.6%	3040	0.89
新宝股份	55.0%	1630	0.77
毅昌股份	53.7%	909	0.58
小天鹅 A	53.3%	1037	0.24
康盛股份	51.5%	935	0.82

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

### 三、行业及重要资讯

#### ► 双十一家电高增幅, 龙头表现突出

11月12日, 阿里巴巴方面发布天猫双十一交易额破 571 亿元。家电品类的销售更是一扫“十一”黄金周期间的颓势, 实现了惊爆眼球的高增幅。

海尔拿下今年双十一冰箱品类销售桂冠。据市研机构奥维咨询最新数据显示, 双十一冰箱线上市场整体销额 3.02 亿元, 同比上涨了 72%, 其中海尔以 40% 的市场份额高居首位, 规模同比增长 44.7%, 洗衣机品类, 海尔同样是王者: 今年双十一洗衣机市场规模 3.7 亿元, 同比增长 110%, 而海尔凭借 34.9% 的市场份额稳居榜首, 其规模也实现了 98% 的增长。

空调方面格力勇夺第一。双十一期间空调市场销售额 3.03 亿, 同比上涨 290%, 而格力一家的份额即超过 45%, 高居榜首, 与去年同期相比实现了 65 倍的惊人增长。

彩电方面, 据中怡康线上监测数据显示, 今年双十一阿里系彩电销量 35 万台, 销售额 11 亿元, 接近去年 2 倍; 当日彩电整体线上销量 60 万台左右, 销售额超过 18 亿元。

其中互联网品牌成为最大赢家, 天猫销售前六甲中, 乐视、小米、酷开等互联网品牌分别占据第一、第三和第六位, 海信、TCL、创维等传统黑电品牌则占据第二、四、五位, 互联网和传统品牌首次实现了“平分秋色”, 虽然还不能说互联网企业胜局已定, 但至少是一种巨大的进步。

今年双十一厨卫市场成为大品牌的促销节, 产业高端化趋势明显加强。其中, 方太、老

板的表现最为抢眼。

#### 银河家电点评:

相比往年,今年的双十一,家电电商变化明显。在格力、海尔、方太等线下强势品牌调整战略后,已经开始在双十一电商市场抢夺大量份额,仅凭低价、而无品牌优势的电商先进入者的优势正在逐步丧失,电商未来竞争强度将会进一步加大。验证我们一直的判断:电商加剧品牌集中。

#### ➤ 家电业线上清库存,期待明年地产回暖或拉动销量

工信部最新数据显示,今年前三季度包括空冰洗在内的家用电器行业主营业务收入达10300.5亿元,累计同比增长10.9%;利润总额602.2亿元,累计同比增长19.1%。进入第四季度,借助黄金周、“双11”等促销节点,家电企业加快了清库存的步伐。

尽管线上销售无比热闹,但从全行业来看,形势仍不容乐观。从工信部16日公布的数据可以反映出来。值得注意的是,和上两个月的数据相比,前9月行业主营业务收入虽然环比持稳,但利润增幅却从前7月的23.3%、前8月的21.9%一路下滑到19.1%;与之相反,税金增幅则从19.6%、22.9%一路上升到25.2%。

另一方面,在今年内销不景气的背景下,出口的重要性进一步凸显。工信部数据也显示,2014年1~9月,家电行业累计出口交货值2599.0亿元,累计同比增长4.8%。9月当月,出口交货值283.2亿元,同比增长11.5%,而8月份增幅仅为6.8%。

全年白电业形势仍不容乐观,期待明年在房地产回暖的拉动下或出现小幅上升。



## 四、公司资讯及简评

### ► TCL “全球播”：把电影院搬到客厅

TCL 宣布推出全球播电视院线，将电影院线搬到家庭客厅的电视屏幕上。据悉，全球播是独立运作公司，采用分成模式与产业链中的内容、发行和整机等企业合作，目前已开展与其他整机厂商合作。全球播将首先在公司新款智能电视中预装，通过点播付费和广告两种模式来获得收益。不过，传统发行商仍然不希望全球播分流传统院线票房，TCL 的模式创新仍存挑战。

全球播开辟了全新的商业模式，以云服务平台及技术为基础，与终端巨头厂商内置合作，吸引了电影发行，制片商以院线票房分成的模式合作，未来庞大的移动终端用户和智能电视终端用户有望给全球播带来巨大的流量及收入，并且实现了票房的第三方监管以及推出同档期电影的能力。

全球播将是明年 TCL 新型号电视的标配，预计明年新增 300~500 万台搭载全球播的电视，目前只有部分电视安装了全球播。

实际上，电影在电影院上线 15 天之内，只有三分之一的有观影需求的人群能够观看，其余三分二人群因为各种原因不能到电影院观看，这时候这部分人群就可以选择在家观看。

另有相关调查显示，仅有 2% 的用户愿意支付费用。因此，TCL 为剩余的 98% 用户创造出了“看广告攒金币付电影费”的新模式。每看一条广告可获得 10~100 个金币不等，看广告同时点击回答问题能获得较多金币，金币可用来支付电影费，1 个金币等于 1 分钱。“这一模式改变了电视广告观众被动看广告、广告投放结果不详的问题，使用全球播的观众主动看广告，广告实现精准投放。”

全球播的内容完全来自电影制片商、发行商。但走轻资产路线的全球播不购买电影版权，而是与内容方票房分成模式合作。因此，在解决了 KDM 电影安全播放标准，确保电影不能被随意拷贝或“盗版”这个基础问题之后，全球播还要依靠“不分流传统院线票房”和“票房监管”，来维持与发行商的合作关系。

目前全球播已与国内相关的电影制片商、发行商谈妥明年一年的发行量，片方每个月平均提供 8~10 部电影，以后再慢慢增加；同档期电影在全球播上线时间比传统院线迟 7 天。全球播的影片分为同档期影片和新影片，新影片即电影院刚刚下线的影片。全球播第一部新影片将在 12 月中旬上线，第一部同档期影片将在元旦之后上线。

#### 银河家电点评：

TCL 集团在确定双+战略转型后，各项产业快速推进。2014 年，通讯公告与思科共同开发云平台，多媒体全球播、微信电视等业务拓展顺利。同时，集团成立子公司进行智能家居软硬件开发。我们看好集团战略转型带来的改革红利，TCL 在产业链布局上最为完善，未来在业绩和盈利模式上都还有很大发展空间。

### ► 格力电器：推出以旧换新，定频换变频

11 月 20 日，格力首次推出全国“定频换变频，尊享 1 赫兹，立减 1000 元”活动。

此次活动的具体方案为：凡在 2005 年 12 月 31 日前购买格力空调的个人用户，可凭与旧空调相符的发票凭证原件和本人身份证到所在地附近的格力专卖店等场所登记报名，申请换购任何一款 1 赫兹变频空调，立减 1000 元。

#### 银河家电点评：

格力此次以旧换新活动，主要面对格力老客户，通过变相促销的方式，加快更新替换需求的释放。随着空调迅速普及，未来更新换代需求将占据内销量的一半。据奥维咨询推算，2014 年我国空调市场更新换代需求规模约为 2000 万套，2015 年为 2260 万套。关于格力规模增长天花板的担心从未停止。我们一直认为，空调等家电产品有一定的刚性需求始终存在。地产政策放松，释放住房刚性需求，对具有品牌的家电产品将形成直接利好。明年空调等家电产品增长有望比今年有所改观。

## 五、家电行业简要观点

2014 年以来，A 股市场投资风格压制家电等蓝筹股估值。展望明年，我们认为：

1. 行业需求不必悲观，家电作为必须耐用消费品，基本的需求依然存在。

家电具有耐用消费品特征，家电需求与地产刚需联系更为紧密，基本的需求始终存在。

同时，十年前家电的普及，推动行业更新需求不断增加，行业销量不会大幅下滑。

维持家电中长期增长因素并不悲观：1) 总人口；2) 城镇化进程；3) 家庭小型化；4) 居民可支配收入增长。

2. 白电行业集中度高，龙头优势明显，份额还在增加，行业格局优良，发生恶性价格战概率不大。

**行业最大的投资看点是：行业格局稳定，总体向龙头集中。**特别在空调行业，格力、美的、海尔三大龙头市场份额 70%左右，且份额还在不断提升。市场竞争良性有序，短期促销活动不会形成价格战，三大龙头都以产品力为主要竞争手段，“产品不断高端化”，“行业平均单价稳步提升”，既是居民消费升级的反映，也是行业集中后的必然结果。

市场关心价格战对行业盈利水平影响。从目前看，格力发起的促销仍以节日促销为主。在销量预期没有大幅增长背景下，龙头不会贸然进行价格战。良好的行业格局，保证了全行业的竞争状态不至于恶化，在大宗商品价格持续走低的背景下，龙头公司高盈利水平能够保持。

3. 消费升级，产品高端化，均价提升。

一方面弥补量增长不足，另一方面推动盈利水平提升。

4. 家电较低估值未来预期不高，龙头现金充足，分红比例高，安全边际高。

短期建议关注：

**降息带来短期市场投资风格切换，向高有息负债、业绩弹性大的股票转换，关注彩电高负债、高弹性下短期交易机会：TCL 集团、深康佳、四川长虹。**

**龙头配置价值：格力、美的、海尔**

目前格力估值 6 倍，美的 8 倍，海尔 9 倍。格力低估值已过度反应市场悲观预期，低估值、高股息，估值切换依然可期；美的战略调整带来的规模和销量提升还有较大上升空间，估值仍有提升空间；海尔在 KKR 入股后，组织层面进一步开放，10 月继续收回部分少数股东权益，15 年开始海外资产整合，沪港通落地后，期待估值向海外家电蓝筹靠近。

**关注绩优成长股：老板电器、华帝股份、苏泊尔**

中国小家电还普及率很低，品牌集中远远不够，未来会有较大的提升空间，目前的主流小家电品种，老板电器，华帝股份，苏泊尔都会受益

**转型主题：TCL 集团、日出东方等。**

传统彩电企业在互联网冲击下，谋求转型变革。TCL 集团完成上游面板业务布局，多媒体业务积极探索转型，与思科建立战略合作，致力于成为智能电视及智能家居平台商。

日出东方传统业务太阳能热水器行业饱和，公司确立净水作为未来发展方向，围绕“空气”、“水”展开相关多元化发展，共享在研发、渠道等资源。在手现金近 30 亿元，外延发展将加快公司新业务拓展。

表 3: 重点公司盈利预测及评级: (单位: 元)

公司代码	重点公司	EPS13	EPS14	EPS15	股价	PE13	PE14	PE15	投资评级
					20141121				
000333.SZ	美的集团	1.73	2.53	3.12	21.80	12.6	8.6	7.0	推荐
000651.SZ	格力电器	3.61	4.65	5.70	28.67	7.9	6.2	5.0	推荐
600690.SH	青岛海尔	1.53	1.69	2.05	17.05	11.1	10.1	8.3	推荐
002035.SZ	华帝股份	0.62	0.87	1.16	13.20	21.2	15.2	11.4	推荐
002508.SZ	老板电器	1.21	1.75	2.35	33.20	27.4	19.0	14.1	推荐
000100.SZ	TCL 集团	0.22	0.34	0.42	3.20	14.3	9.4	7.6	谨慎推荐
000418.SZ	小天鹅 A	0.65	1.10	1.32	11.85	18.2	10.8	9.0	推荐
603366.SH	日出东方	0.77	0.88	1.13	17.64	22.9	20.0	15.6	谨慎推荐
002418.SZ	康盛股份	0.06	0.18	0.44	13.63	227.2	75.7	31.0	谨慎推荐
002032.SZ	苏泊尔	0.93	1.11	1.32	16.67	17.9	15.0	12.6	谨慎推荐
000921.SZ	海信科龙	0.92	0.95	1.19	8.59	9.3	9.0	7.2	谨慎推荐
600983.SH	合肥三洋	0.47	0.49	0.70	12.61	26.8	25.6	18.1	谨慎推荐
600060.SH	海信电器	1.21	1.09	1.24	11.13	9.2	10.2	9.0	中性
002429.SZ	兆驰股份	0.40	0.47	0.66	7.98	20.0	17.0	12.1	谨慎推荐
002668.SZ	奥马电器	1.18	1.37	1.65	20.91	17.7	15.3	12.7	中性
002050.SZ	三花股份	0.42	0.69	0.89	13.57	32.3	19.7	15.2	谨慎推荐
002543.SZ	万和电气	0.62	0.73	0.91	11.05	17.8	15.1	12.1	中性
600261.SH	阳光照明	0.24	0.39	0.52	9.07	37.8	23.0	17.5	谨慎推荐
002242.SZ	九阳股份	0.62	0.69	0.79	10.93	17.6	15.8	13.8	中性
000521.SZ	美菱电器	0.36	0.41	0.50	5.76	16.1	14.0	11.5	谨慎推荐
000016.SZ	深康佳	0.04	0.06	0.15	6.43	160.8	107.2	42.9	谨慎推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师；林寰宇，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn