

# “类债券”价值重估、“转型改革”红利释放

## ——2015年家电行业投资策略

证券分析师

周海晨 A0230511040007

研究支持：赵莹 A0230113080004

2014.11.27



**英雄时代·申银万国2015战略年会**

Age of Heroes – SWS Investment Strategy Meeting 2015

# 主要内容

1. “类债券” 价值重估、“转型改革” 红利释放
2. 15年基本面预判：需求平稳，关注竞争格局之变
3. 投资建议：具备“类债券”和转型改革潜力的白马！

# 1. 家电有望迎来两轮机遇：大类资产轮动+转型改革红利



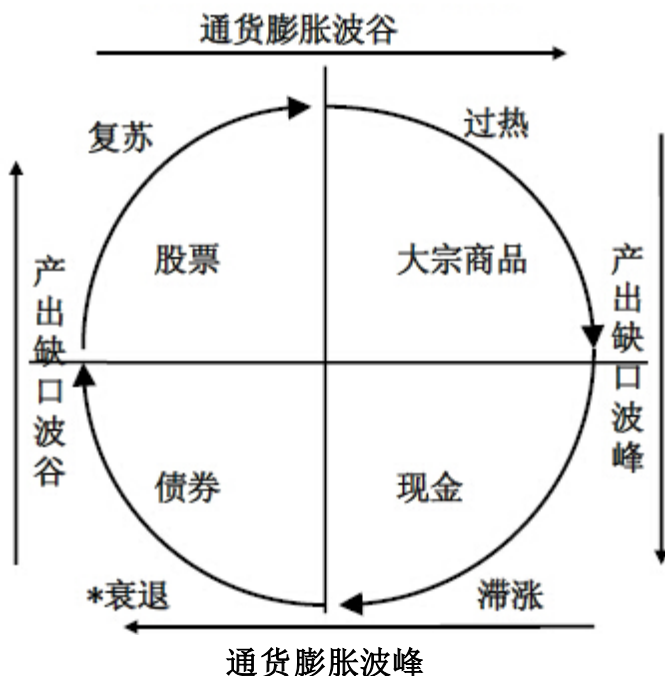
- **核心观点：预计家电板块会出现两个层面的明显收益**
- **（1）作为“类债券”资产，龙头受益于为获取稳定收益而出现的估值修复**
- **催化剂：沪港通、保险加配权益类资产等**
- **（2）转型&改革红利释放（公司治理、战略方向、渠道管理、业务体系等）获得超额收益**
- **催化剂：改革措施、效果超预期**
  - 引入战略投资者优化治理结构；
  - 引入员工持股计划完善激励体制；
  - 优化渠道体系占领市场先机.....
- **催化剂：转型新战场（新兴领域、智慧家居）引发估值体系改变！**

# 1.1美林时钟启示：经济衰退期债券是最好的资产配置



- 美林时钟启示：经济增长乏力、通胀水平走低时，最优的资产配置是债券
- 在货币政策定向放松、银行集中清理表外资产的背景下，2014年机构确实加大对债券的配置比例，十年期国债收益率的大幅下行100bp.....
- 申万研究预测15年10年期国债收益率可能只有50bp的下行幅度，明年债券配置收益整体下降。

美林投资时钟：大类资产轮动



年初至今，10年期国债到期收益率下降100bp



资料来源：Wind、申万研究

## 1.2 “类债券” 权益资产吸引力提升，有望接力牛市



### ■ “类债券” 权益资产吸引力提升，预计机构配置比例将提升

- 银行集中清理表外资产等原因造成社会平均资本回报率下滑，间接降低了股市的回报要求，稳定分红股票性价比优势突出；
- 预期后市债券收益率进一步下行空间有限；
- 两者共同作用下，2015年类债券资产更具吸引力，预计机构配置比例将提高。

### ■ “类债券” 资产基本属性：

- 质地优良，收入和净利润稳定增长
- 现金充裕，有持续、稳定、较高的分红比率（类似债券利息）
- 交易活跃，流动性好

## 1.3.1 “类债券”资产集中在银行、食品、家电等行业



- 我们对全A股上市公司，从稳定成长性、分红情况、流动性等几个维度进行筛选，以期更客观的寻找经济新常态下更宜配置的“类债券”资产。
  - 分红情况：过去五年保持每年稳定、持续分红的公司，股息率（TTM，以2013年分红情况测算）不低于2%。
  - 稳定成长性：过去五年复合收入、净利润增速不低于10%，存在非经常性异常值相应进行调整。
  - 流动性：总市值不低于300亿元，流通市值不低于100亿元。
- 根据筛选结果，“类债券”资产集中在银行（11家）、食品饮料（4家）、家用电器（3家）等行业，共计36只标的。（详细结果见附表）

## 1.3.2 “类债券”资产集中在银行、食品、家电等行业



表：“类债券”资产筛选结果

板块	公司	股利支付率	股息率TTM	板块	公司	股利支付率	股息率TTM
银行	建设银行	36.8	6.91	采掘	中国神华	39.2	5.91
	工商银行	36.6	6.87	房地产	万科A	19.6	4.27
	中国银行	36.8	6.22		保利地产	18.6	3.19
	浦发银行	23.6	6.04		招商地产	15.0	2.30
	招商银行	27.7	5.63	公用事业	华能国际	54.6	5.85
	交通银行	24.9	5.52		国电电力	42.1	4.48
	华夏银行	22.1	4.81		长江电力	56.5	3.31
	中信银行	23.1	4.78		国投电力	32.4	2.03
	兴业银行	19.0	4.17	化工	中国石化	34.2	4.50
	南京银行	27.2	4.08		万华化学	56.6	3.90
	宁波银行	22.1	3.04	机械设备	中国北车	30.6	3.16
双汇发展	58.3	5.15	中联重科		26.5	3.01	
食品饮料	五粮液	29.3	3.91	建筑材料	海螺水泥	18.1	2.00
	洋河股份	34.8	3.26	建筑装饰	中国建筑	19.4	3.55
	贵州茅台	40.0	2.59	交通运输	大秦铁路	51.3	5.09
家用电器	格力电器	35.2	5.23	汽车	上汽集团	29.4	6.72
	美的集团	63.4	3.70		华域汽车	31.1	3.31
	青岛海尔	24.3	2.46				

资料来源：Wind、申万研究

\*股息率是按2013年红利支付情况计算

## 1.4 三大白电龙头投资价值凸显，有望迎来估值修复



- 家电行业中“类债券”属性突出的为格力电器、美的集团和青岛海尔
- 长期看家电保有量仍有提升空间，行业需求稳定增长有所支撑；龙头公司产品形象深入人心，技术实力居前，竞争优势突出。
- 在没有大规模固定资产投资需求的背景下，近年来白电龙头分红比例明显提升。我们假设14年公司股利支付比例与13年保持一致，测算格力、美的、海尔预期股息率有望达到6.4%、7%、3%，投资价值凸显。

表：假设股利支付比例与2013年一致，测算白电三龙头预期股息率

	现金红利支付比例				
股息率E	EPS ( 2014E )	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	
格力电器	6.4%	4.55	28.72%	40.76%	41.50%
美的集团	7.0%	2.45	41.17%	58.40%	63.43%
青岛海尔	2.9%	1.69	16.97%	30.51%	30.03%

资料来源：申万研究

资料来源：Wind、申万研究



## 1.5 沪港通：引入国际增量资金，引导定价体系国际化



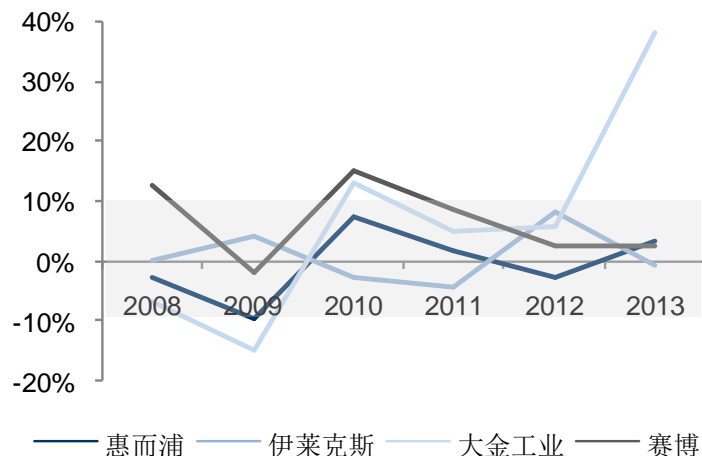
- 2014年4月10日，上海、香港证券交易所和监管机构宣布开启“沪港通”，允许两地投资者交易特定范围内的对方交易所上市的股票。
- 2014年11月17日，沪港通正式开启，两岸建立互联互通交易机制
- 我们认为沪港通对市场的影响主要在于：
- 为外部增量资金投资A股打开新通道（通过额度转换等方式深市亦有望受益）
- A股定价体系有望逐步向国际靠拢

# 1.6.1 海外家电龙头比较看国内白马的投资价值

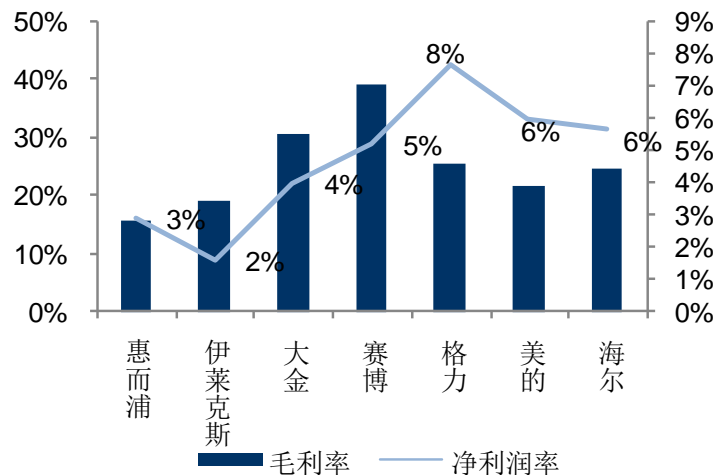
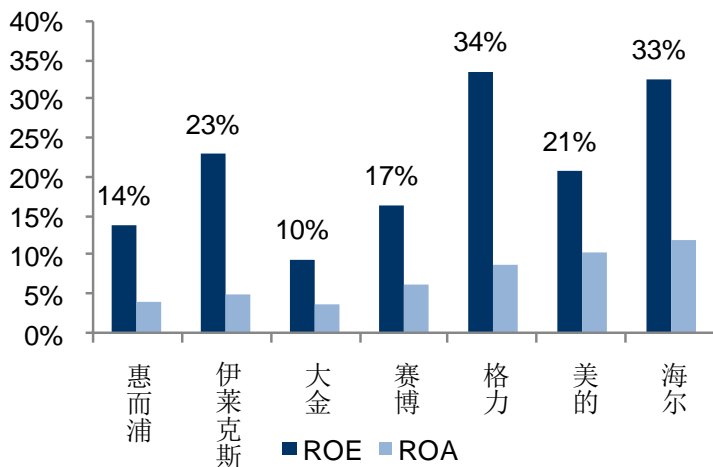
■ 海外主流市场需求相对饱和，龙头进入稳态发展期，在成长性和盈利性方面逊于国内白马。

- 收入增速窄幅波动，低于国内三大白马
- 盈利能力：净利润率低于国内6%-8%的水平；ROE低于国内20-30%的水平

国际龙头收入增速窄幅波动



国际龙头盈利能力逊于国内白马



\*大金工业2013年并表Goodman致收入增速较高；财务指标均为近5年平均值

资料来源：彭博、申万研究

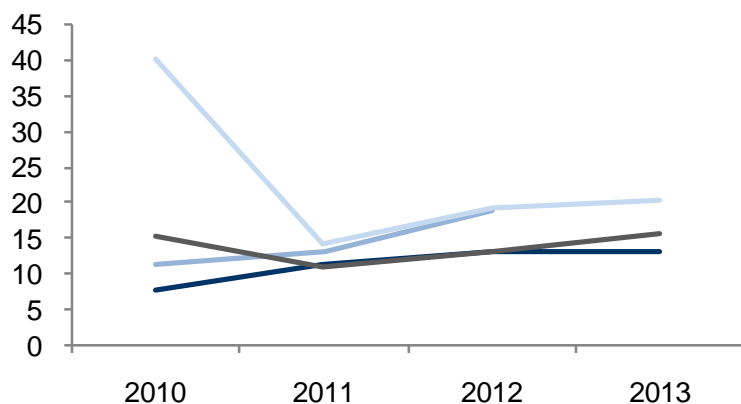
## 1.6.2 从海外家电龙头比较看国内白马的投资价值

### ■ 海外对具有国际竞争力的“蓝筹龙头”给予估值溢价，QFII资金行业配置比例印证海外偏好

- 海外家电龙头估值区间稳定在10-20X PE（美国、欧洲、日本、法国上市）
- 国内QFII资金行业配置比例：家电仅次于银行，达到15%，印证海外资金偏好

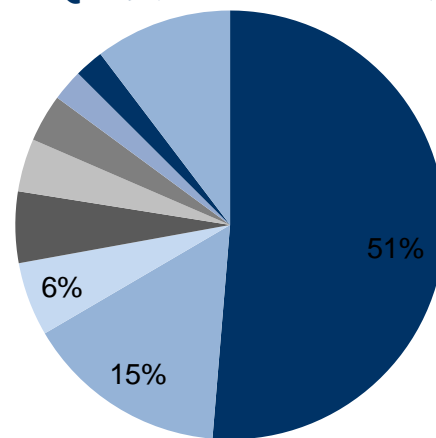
### ■ 沪港通下，全球资金流动将引发国内蓝筹估值体系向国际接轨。低估值白电龙头格力、美的、海尔将充分受益！

- 格力、美的、海尔15年估值为5.5X、7.2X、8.9X，向国场接轨后，修复空间大  
**海外龙头估值区间集中于10-20XPE**



— 惠而浦 — 伊莱克斯 — 大金工业 — 赛博

### QFII资金行业配置印证海外偏好



■ 银行 ■ 家电 ■ 食品饮料 ■ 汽车 ■ 其他  
■ 建筑材料 ■ 医药生物 ■ 建筑装饰

# 1.7 期待转型&改革红利打破“市值魔咒”

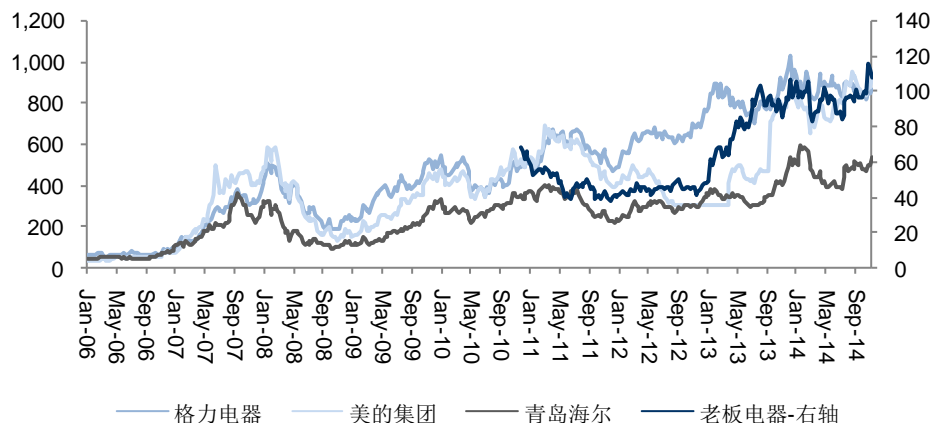
## ■ 上市公司阶段性受困于“市值魔咒”

- 例如格力、美的、伊利（800亿以上）、海尔（400亿）、老板电器（100亿），尽管业绩持续稳定增长，但估值对股价的拖累作用越来越大；
- 有宏观大环境、整体流动性等多重因素影响；

## ■ 从公司发展看，“魔咒”往往对应着“天花板”质疑，期待转型&改革打破僵局！

- 公司在不同生命周期往往会面临“天花板”的质疑，例如初期业务单一、渠道粗放难以支撑持续高增长，后期治理结构待优化、战略需与时俱进等.....
- 能顺利转型、改革打破僵局者，方能迎来新一轮盈利和市值增长！

上市公司市值阶段性受困于“市值魔咒”



## 1.8.1 转型智能家居&跨界成长，老树开新花！

### ■ 积极拥抱互联网，智能家居盛宴开启！

- 产品倾向“小而精”，而非“大且全”；
- 基于数据收集、分析衍生的增值服务是各家争先布局的重点；
- 多产品、多产业互联互通，新商业模式急待破冰！

### ➤ 家电整机厂商布局平台整体建设

- 青岛海尔携手上下游，共建U+智慧开放平台
- 美的集团M-smart智慧管理系统

### ➤ 物联网核心元器件如智能控制器、传感器迎来发展机遇

### ■ 零部件企业资本运作风起云涌，积极转型跨界成长！

- 浙江美大转型环保、高端装备制造；
- 日出东方积极布局净水机业务；

## 1.8.2 改革释放制度活力，引领更优质的增长



### ■ 改革释放制度活力，引领更优质的增长！

- 格力电器：国企改革有望引入战略投资者，优化治理结构，推出多项回馈股东的措施如回购、加大分红比例等！
- 青岛海尔：集团资产整合，引入KKR协助优化公司治理机制！
- 老板电器：经销商体系改革，通过股权设置保证既得利益并引入竞争机制，有望深耕三四线市场，占领先机！
- 美的集团：由规模导向转向利润优先，治理结构梳理顺畅激发民营机制活力！
- 亿利达：传统风机制造向多领域通风方案提供商转型，向中国的EBM看齐！
- .....

# 主要内容

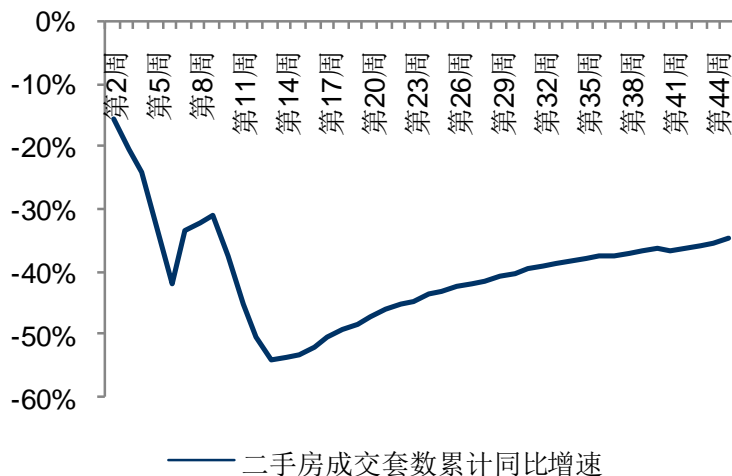
1. “类债券” 价值重估、“转型改革” 红利释放
2. 15年基本面预判：需求平稳，关注竞争格局之变
3. 投资建议：具备“类债券”和转型改革潜力的白马！

## 2.1 地产政策松动，估值与基本面利空弱化

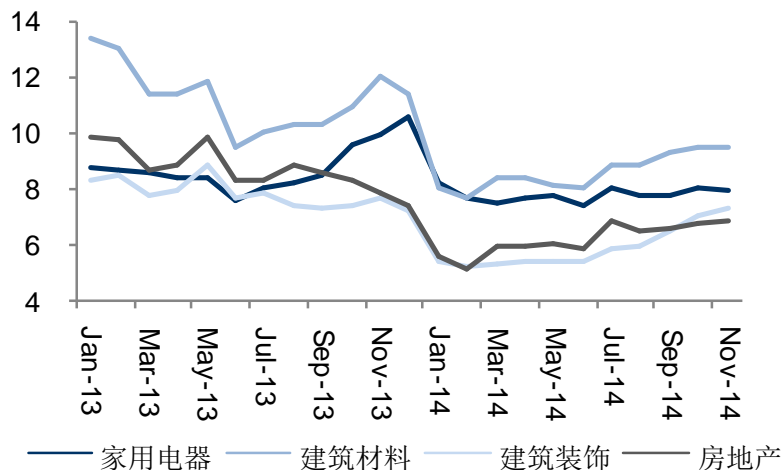
### ■ 降息、地产调控政策松动，估值利空弱化，对需求的积极影响有望逐步体现

- 人民银行降息并放松对房贷限制、部分城市取消限购，二手房市场日渐活跃，前期压制地产产业链估值的利空因素有所弱化。
- 观察销售增速企稳回升的时间和力度，对家电需求的正面拉动作用有望在明年下半年逐步体现。

#### 二手房交易市场升温



#### 地产政策松绑后，相关产业链估值有所恢复



资料来源：CEIC、申万研究



## 2.2 空调：经销商备货谨慎，后续提价压力较大

### ■ 凉夏下渠道库存压力增加，新冷年经销商备货谨慎

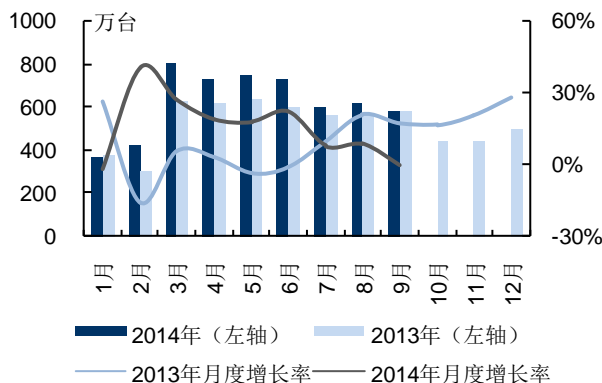
- 前期渠道备货充裕，凉夏及地产销售低迷下终端增速放缓，行业库存压力增加；
- 新冷年经销商趋于谨慎，Q3内销增速放缓至5.4%，龙头预收款同比下滑；
- 海外能效标准提升、需求不旺等因素致出口同比下滑5.4%；

### ■ 空调龙头展开价格战，后续产品提价压力较大，二三线品牌生存空间压缩

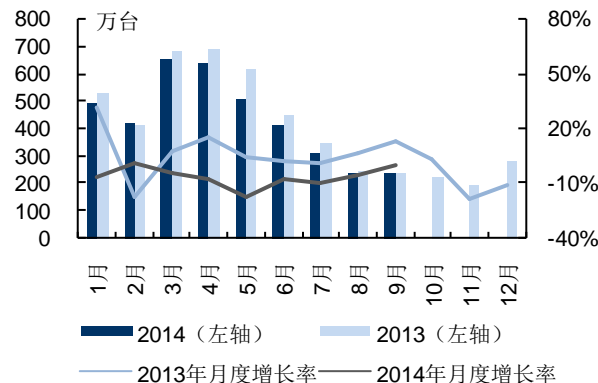
### ■ 2015年需求判断：内销增速3%，出口增速3%

- 上半年内销市场面临“去库存” & 高基数，全年增速“前低后高”；出口市场预计平稳复苏

Q3空调内销增速放缓至5.4%



Q3出口降幅收窄至-5.4%



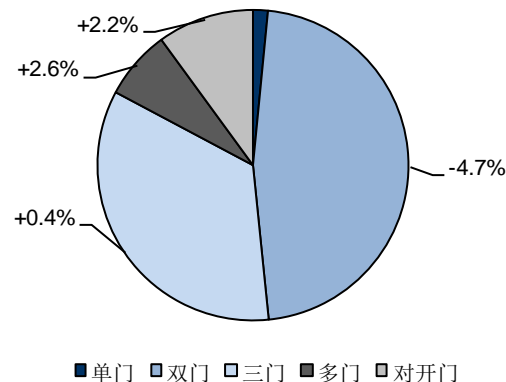
资料来源：产业在线、申万研究

## 2.3 冰箱：内销平稳，出口优异，高端产品占比持续提升

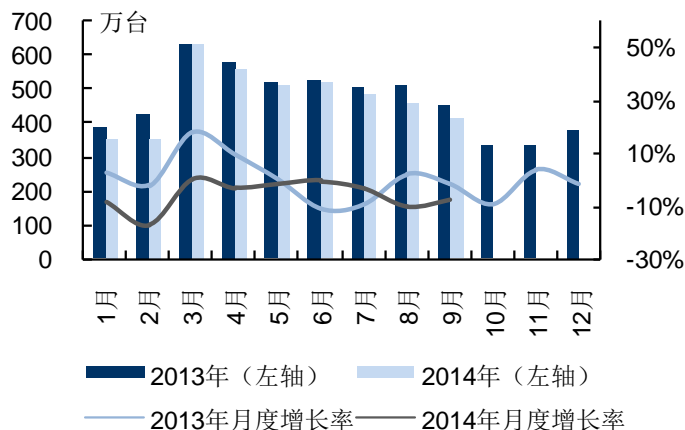
### ■ 2015年判断：内销持平，出口增长8%；产品高端化带动均价向上动力较强

- 地产销售低迷滞后影响下，Q3内需下滑7.3%；出口景气度延续，同比增长17.2%
- 预计多门、多开门占比持续提升带动均价和结构优化
- 关注新惠而浦的强势加入以及预期推出的冰箱新能效标准为竞争格局带来变化；

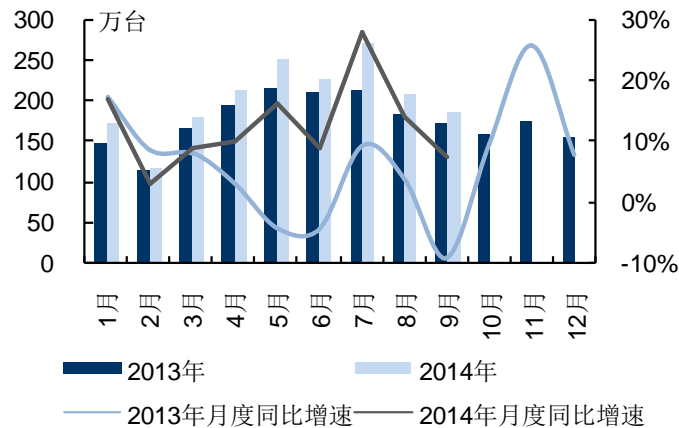
多门、对开门占比快速提升



冰箱内销持续低迷



Q3出口同比增长17%



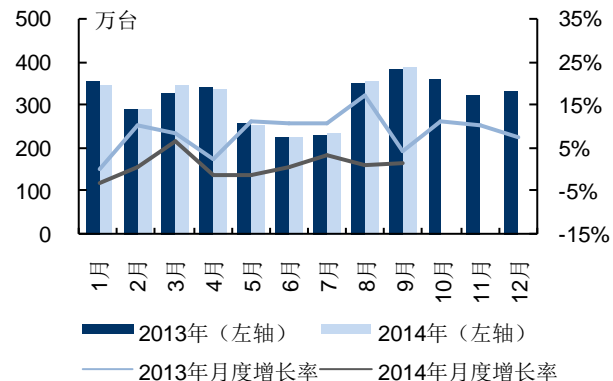
资料来源：产业在线、申万研究

## 2.4 洗衣机：相对平淡，产品升级持续

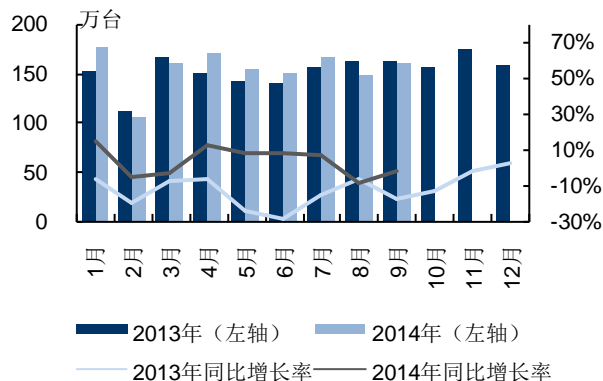
■ 2015年判断：相对平淡，内需+2%，出口+2%；产品高端化带动均价向上动力较强

- Q3洗衣机市场内需微增1.3%；出口同比下滑1.4%
- 滚筒洗衣机销量份额提升2pct至32%，产品高端化、智能化带动均价继续提升

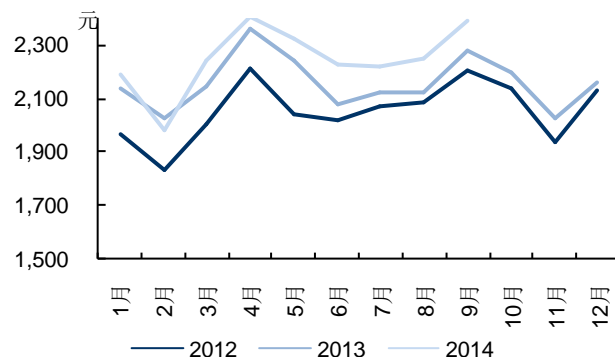
Q3洗衣机内销微增1.3%



Q3冰箱出口同比下滑1.4%



滚筒洗衣机占比提升带动均价提升

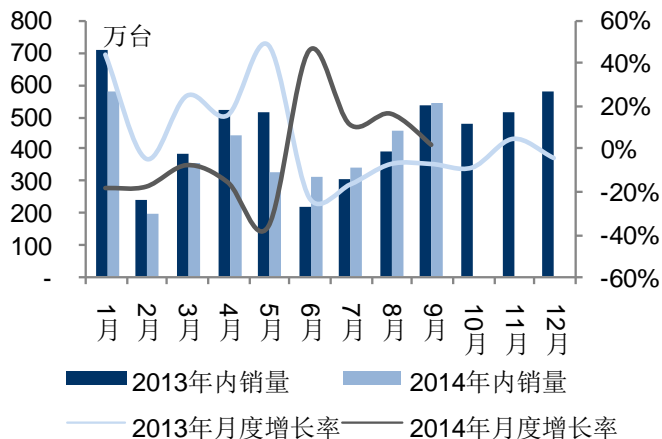


资料来源：产业在线、中怡康、申万研究

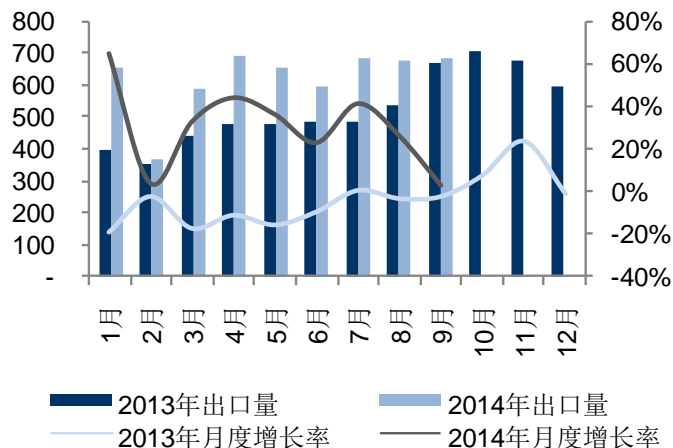
## 2.5 彩电：需求微复苏，量增利薄

- 15年需求判断：内销复苏（+5%），出口面临基数压力（+2%）
  - 14Q3内需微复苏，叠加低基数，销量同比增速回升至8.8%；
  - 海外需求依旧火爆，出口增长21%。
- 面板价格继续回升，终端价格提价压力犹存，企业盈利能力承压
- 广电对于OTT盒子监管加强短期有望促进智能电视的销售，但管制加强对行业长期生态发展不利

内需复苏，Q3增速如期回升



出口业务受益世界杯，增速亮眼



资料来源：产业在线、申万研究

## 2.6.1 小家电：众品牌布局健康家电；传统品类加速高端化

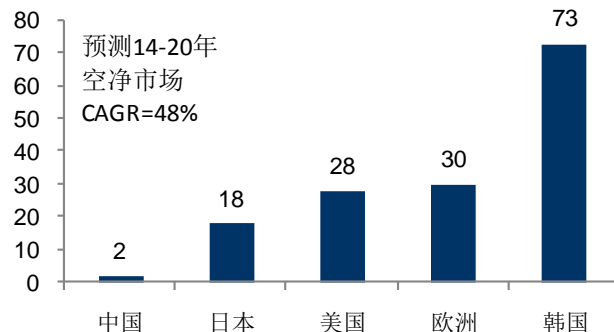
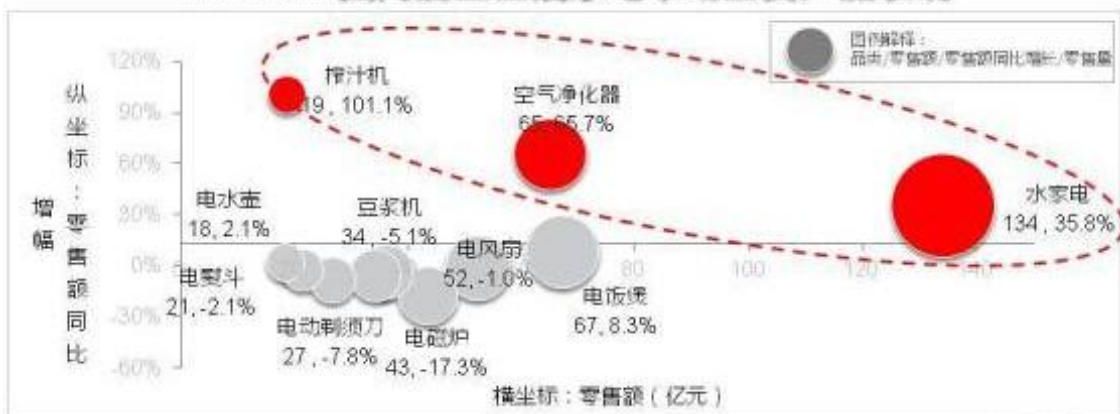
### ■ 健康家电领跑，市场潜力巨大，众品牌加速布局空净产品生态

- 居民对食品安全、健康需求提升，中怡康统计上半年空气净化器、水家电销售额同比增长66%和36%，榨汁机、按摩椅等新品亦领跑市场。
- 以空净为例，我国百户保有量仅为2台，市场潜力巨大；中怡康预测14-20年市场需求复合增速保持在48%。
- 2014年美的、海尔、日出东方（设立美国净水子公司）等企业加速布局健康家电生态。

### ■ 传统小家电，高端化进程加速

- IH电饭煲、原汁机、One Cup

2014.H1国内厨生活家电市场主要产品表现



■ 空气净化器2013年主要国家城镇居民家庭每百户保有量

资料来源：中怡康、申万研究

## 2.6.2 厨电：龙头穿越周期，强者恒强

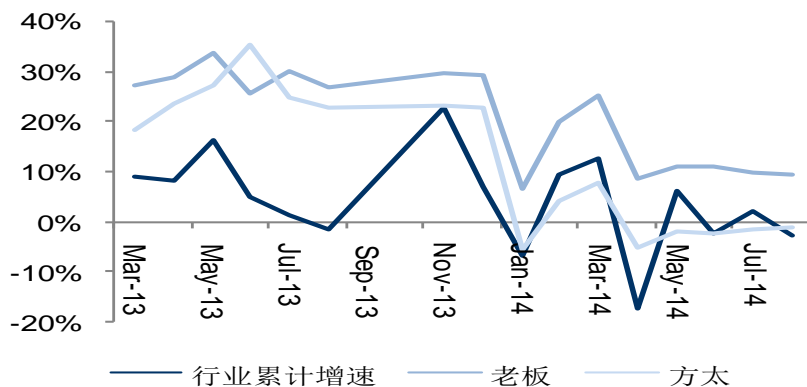
### ■ 短期需求波动不改长期行业发展趋势，厨电龙头穿越周期，强者恒强

- 中怡康统计1-8月油烟机市场销量下滑1.1%，但均价提升10.8%。长期看，农村地区保有量提升、棚户区改造需求、行业高端化升级将支撑行业需求持续增长。
- 厨电龙头穿越周期，市场集中度提升

### ■ 展望新变化：行业扩容；产品高端化、智能化；渠道多元化、精细化

- 国家房地产政策放松，二手房市场渐有回暖趋势，行业需求有望逐步回暖
- 龙头品牌推行智能化/整体式厨房，试水O2O
- 以老板为首的龙头推行渠道改革，深耕细作三四线市场

老板、方太增势良好、穿越周期



资料来源：中怡康、申万研究

## 2.7 大宗原料价格尚处低位，白电成本端压力可控

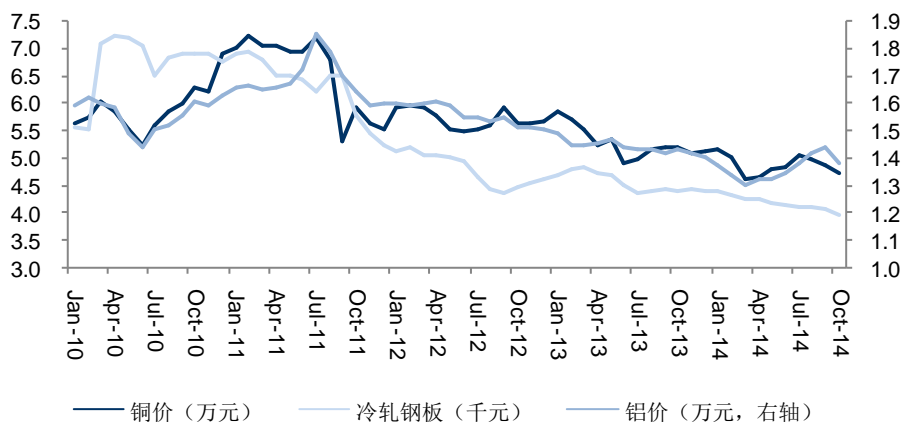
### ■ 大宗原材料价格同比下滑，尚处低位

- 铜价：3Q14均价同比回落2.8%，环比上升4%
- 铝价：3Q14均价同比回落1.1%，环比上升6%
- 钢价：3Q14均价同比回落6.9%，环比回落2.3%

### ■ 申万有色预计：2015年铜价同比下滑8.5%、铝价上升6.6%；

### ■ 整体看，大宗原料价格仍处低位，白电成本端压力可控

3Q14铜、铝、钢分别回落2.8%、1.1%和6.9%



资料来源：Wind、Bloomberg、申万研究

# 主要内容

1. “类债券” 价值重估、“转型改革” 红利释放
2. 15年基本面预判：需求平稳，关注竞争格局之变
3. 投资建议：具备“类债券”和转型改革潜力的白马！



## 3.1 建议配置具备“类债券”和转型改革逻辑的白马！



- **基本面：行业长期需求增长逻辑犹存；随着地产销售逐步回暖，明年下半年行业需求有望回升，短期竞争格局之变值得关注**
- **估值：压制因素弱化+“类债券”吸引力提升+转型改革推动估值提升！**
  - 地产政策放松，交易量回升超预期，压制整个板块的估值的利空因素弱化
  - 从国内资产配置角度看，家电白马作为“类债券”资产，吸引力提升；放眼国际市场，沪港通打开定价体系国际化的一扇门，家电白马估值有望向海外靠拢。
  - 转型&改革有望释放经营活力，引领更优质的盈利和市值增长！
- **行业“看好”评级！我们重点推荐“类债券”和具备转型改革逻辑的个股：青岛海尔（全球资产整合关键年）；格力电器（国企改革）；老板电器（渠道体系改革）；美的集团（战略方向和治理机制改革）和亿利达（业务体系改革）。**
- **小市值跨界成长推荐关注日出东方、天银机电、浙江美大、爱仕达等**

## 3.2 青岛海尔：改革！转型！



- **国内冰洗龙头，智能家居领头羊，全品类+物联网+日日顺物流布局领先，统帅+海尔+卡萨帝多品牌运作，护城河渐宽。**
- **改革！转型！**
  - KKR战略入股，驱动公司治理改善，整合全球资源，拓展国际市场。
  - 集团资产整合平台，目前已启动少数股东权益收购，后续海外资产注入有望降低关联交易，提升运作效率和盈利情况。
  - 推出多期股权激励方案，促使股东、高管及基层人员目标一致；建立长效回购机制，维持良好的资本市场形象；
- **苹果智能家居生态全球唯一白电合作商；联手上下游打造智能生态U+平台**
- **预计15-16年EPS分别为1.98元和2.31元，目前股价（17.64元）对应PE分别为8.9倍和7.6倍，增持!**

### 3.3 格力电器：优质“类债券”资产，期待国企改革！



- **最具竞争力的空调龙头，市场份额保持领先。“技术+营销”战略不变，2014年收入目标1400亿元。**
  - 1) 家用空调：价格体系调整，成效显著；出口重视“量”和“质”的双重提升；
  - 2) 中央空调容量、市场份额快速提升，核心技术全球领先；
  - 3) 小家电产能逐步扩大，推广政策调整。
- **最具配置价值的“类债券”资产！**
  - 假设14年分红比例维持不变，预期股息率将高达6.5%；
  - 账面现金充沛（三季末580亿），报表质量稳健。
- **期待国企改革！**
  - 引入战略投资者，进一步优化公司治理结构；
  - 后期对市值管理重视度提升，存在加大分红比例、建立回购机制等预期。
- **预计15-16年EPS分别为5.28元和6.25元，目前股价（30.44元）对应PE分别为5.8倍和4.9倍，买入！**

## 3.4 老板电器：厨电龙头，渠道变革引领下一轮高增长



### ■ 行业扩容、龙头强者恒强！

- 厨电保有量较白电有较大的提升空间，行业销量有望向属性相近的冰箱看齐。
- 双寡头错位竞争，格局优异；龙头有望受益于集中度提升。

### ■ 多渠道、多品牌稳步发展！

- 电商渠道利润丰厚，表现抢眼；专卖店、KA、精装修等多点开花
- “老板”牌定位高端，储备品牌“名气”主打中端市场，期待发力

### ■ 渠道变革：引入“事业合伙人制度”，抢占先机！

- 对原有经销商管辖范围进行切割，计划将62个一级经销商逐步扩展至200-300个。
- 通过股权制度设计保证既得者利益，引入竞争者激励渠道下沉和精细化管理。有助于提升公司和渠道ROE，并占领三四线消费市场先机！

### ■ 预计15-16年EPS分别为2.24和2.97元，目前股价（33.96元）对应PE分别为15.2倍和11.5倍，买入！

## 3.5 美的集团：理顺机制，产品力&品牌力提升



- 综合型家电集团，多品牌、多品类业务整合有效，份额居前
- 理顺公司治理机制，重视提升产品力&品牌力，战略转型效果显现
- 与阿里合作，联手打造M-smart战略，推动智能家居发展
- 针对中层推出股权激励计划，实现利益绑定；推出股份回购长效机制，维持良好的资本市场形象。
- 预计15-16年EPS分别为2.55元和3.08元，目前股价（22.40元）对应PE分别为7.3倍和6.1倍，买入！

资料来源：产业在线、Wind、申万研究

## 3.6 亿利达：EC电机兼具效率、成本优势，成长空间大



### ■ 中央空调风机龙头，客户资源优质，产品线和产能充足！

- 盘管小风机市场份额高达45%，产品几乎为约克、麦克维尔、特灵巨头等专供；
- IPO募投项目投产提升产能，收购富丽华、马尔电机丰富产品线；

### ■ New EC电机兼具效率和成本优势，有望打开更广阔的增长空间！

- 节能效率、控制性更优，较传统EC电机能节省40%成本，替代AC电机是大趋势
- 搭配风机销售有利于发挥最优效率，符合核心客户诉求

### ■ 立足“智慧的风”理念，外延式扩张持续推进！

### ■ 预计15-16年EPS分别为0.50元和0.64元，目前股价（14.46元）对应PE分别为28.9倍和22.6倍，增持！

# 重点公司盈利预测表



代码	名称	股价	总股本	总市值	EPS			PE			评级
		14/11/26	百万股	亿元	14E	15E	16E	14E	15E	16E	
<b>白色家电</b>											
000651	格力电器	30.44	3,008	916	4.56	5.28	6.25	6.7	5.8	4.9	买入
000333	美的集团	22.40	4,216	944	2.55	3.08	3.64	8.8	7.3	6.1	买入
600690	青岛海尔	17.64	3,030	534	1.70	1.98	2.31	10.4	8.9	7.6	增持
002668	奥马电器	21.30	165	35	1.41	1.71	2.13	15.1	12.5	10.0	-
000921	海信科龙	8.69	1,358	118	1.17	1.43	1.43	7.4	6.1	6.1	
000418	小天鹅A	12.07	632	76	0.84	1.00	1.14	14.3	12.1	10.5	增持
600983	合肥三洋	12.89	766	99	0.54	0.71	0.85	23.9	18.1	15.1	增持
000404	华意压缩	6.86	560	38	0.37	0.44	0.53	18.6	15.7	12.8	-
000521	美菱电器	5.88	764	45	0.43	0.51	0.63	13.6	11.4	9.3	增持
002050	三花股份	13.57	773	105	0.63	0.66	0.82	21.7	20.5	16.6	增持
<b>小家电</b>											
002032	苏泊尔	17.05	634	108	1.07	1.21	1.37	15.9	14.1	12.4	增持
002242	九阳股份	11.17	768	86	0.68	0.77	0.87	16.4	14.5	12.8	增持
002035	华帝股份	13.74	359	49	0.86	1.10	1.38	16.0	12.5	10.0	增持
002508	老板电器	33.96	320	109	1.72	2.24	2.97	19.8	15.2	11.5	买入
002543	万和电气	11.19	440	49	0.71	0.88	0.96	15.9	12.7	11.7	增持
300247	桑乐金	10.19	245	25	0.07	0.08	0.09	136.0	121.5	110.2	增持
002677	浙江美大	19.60	200	39	0.65	0.79	0.92	30.1	24.7	21.4	增持
<b>视听器材</b>											
600060	海信电器	11.44	1,308	150	0.95	1.08	1.20	12.0	10.6	9.5	增持
000100	TCL集团	3.25	9,452	307	0.28	0.326	0.379	11.7	10.0	8.6	-

资料来源：申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数



## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

# 申万研究 · 拓展您的价值

SWS Research • CHINA Value Revealed



申万研究微信订阅号



申万研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司

周海晨

[zhouhc@swsresearch.com](mailto:zhouhc@swsresearch.com)

研究支持：

赵莹

[zhaoying@swsresearch.com](mailto:zhaoying@swsresearch.com)