

地产家电专题研究之空调行业：四维视角看地产影响

报告摘要：

测算视角：根据 2011.1 月至 2018.6 月的月度样本数据回归分析，现房滞后期为 9 个月、期房滞后期为 14 个月。基于滞后期算出来的新房配置空调需求在 2013 至 2017 分别为 929 万台、1152 万台、1153 万台、1323 万台、1661 万台，占当年内销出货量分别为 14.9%、16.4%、18.4%、21.9%、18.7%，如考虑配置需求较弱的投资性交易，则新房配置需求占比将有所下降。2014-2017 年的新房配置增量为当年内销出货量增速提供了 3.6pct、0pct、2.7pct、5.6pct，与出货量整体增速有较大差距。因此在考虑空调需求时，不应仅考虑新房配置需求，还要考虑更新换代需求及添置需求变化。

历史视角：行业层面：无论看出出货量增速，还是零售量增速，数次空调负增长之际，新房配置需求仍有一定增量。而数次出货量及零售量数据走弱均对应着宏观经济迅速走弱，表明宏观经济运行状态会影响空调消费，且天气凉热也会对当年需求量形成一定的影响。

个股层面：格力电器毛利率提升能力与地产周期关系不大，而与原材料价格变动有直接关系。考虑到公司对上下游的成本转移能力，在原材料价格周期波动过程中，公司毛利率长期看仍有提升空间。

市场视角：从估值端来看，格力电器 PE 与房地产板块 PE 同涨同跌现象较为明显、且格力电器 PE 与上证综指 PE 同涨同跌的现象也较为明显。仔细分析格力 PE 与房地产板块 PE 的三次背离，均是空调行业的基本面在起作用。因此格力电器 PE 与房地产板块的 PE 更多的是 A 股的同涨同跌属性，而并非格力电器 PE 锚定房地产板块。从个股层面上来，格力电器的回调幅度与行业出货量下降幅度无对应关系。

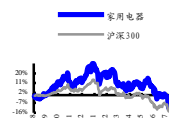
预测视角：根据上文中的测算模型，我们可以算出 2018 年的新房配置空调需求较 2017 年仍上升 4.1%，而即使假设商品房-住宅销售面积增速从 9 月起是-20%，2019 年的新房配置空调需求较 2018 年也不过下降 4%。因此无论是 2018 年，还是 2019 年，都不需要对地产放缓对空调需求的影响过分担心。新房拉动需求大概率上仍有一定增量。

风险提示：宏观经济走弱、夏季天气过凉、原材料价格继续上涨

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
格力电器	38.94	3.72	4.54	5.19	10.5	8.6	7.5	买入
美的集团	41.38	2.63	3.03	3.5	15.7	13.7	11.8	买入
青岛海尔	15.04	1.14	1.35	1.6	13.2	11.1	9.4	买入
海信科龙	7.58	1.47	1.02	1.21	5.2	7.4	6.3	增持

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-14.67%	-19.05%	-12.13%
相对收益	-7.52%	-5.94%	-1.17%

行业数据

成分股数量 (只)	67
总市值 (亿)	10861
流通市值 (亿)	9292
市盈率 (倍)	12.86
市净率 (倍)	2.88
成分股总营收 (亿)	10825
成分股总净利润 (亿)	723
成分股资产负债率 (%)	61.27

相关报告

《静水深流，从竞争格局观家电板块投资逻辑》

2018-06-10

《空调内销延续良好增长态势，量价齐升趋势明显》

2018-05-21

《Q1 厨电市场低迷，但无须对龙头业绩悲观》

2018-05-13

《继续推荐业绩超预期个股》

2018-05-07

证券分析师： 唐凯

执业证书编号： S0550516120001

联系方式： 021-20361010

研究助理： 何智超

联系方式： 15221306504

目 录

1. 测算视角：地产对空调销售量影响究竟几何？	4
1.1. 空调：既是消费品、也带有房地产周期属性.....	4
1.2. 新房配置需求测算模型的构建.....	6
2. 历史视角：数次地产周期中，空调内销量及龙头表现如何？	8
2.1. 总量历史视角：数次地产周期里，空调内销量如何？	8
2.2. 个股历史视角：数次地产周期里，格力表现如何？	12
3. 市场视角：数次地产周期里，格力的市场表现如何？	14
3.1. 估值端：地产与格力估值如何共舞？	14
3.2. 股价端：数次地产周期里，格力表现如何？	20
4. 预测视角：地产紧预期之下，空调将去向何方？	22
5. 风险提示	23

图目录

图 1: 空调行业基本面良好、空调龙头股价大幅回调.....	4
图 2: 空调需求按类型拆分.....	5
图 3: 地产影响空调需求拆分.....	5
图 4: 商品房-住宅销售面积月度同比数据与空调内销出货量月度增速数据拟合图.....	6
图 5: 空调内销量增速与现房销售面积同比回归.....	6
图 6: 空调内销量增速与期房销售面积同比回归.....	6
图 7: 测算一手房交易产生的新房配置需求.....	7
图 8: 考虑投资性交易及部分棚改货币化交易之后的新房配置需求测算.....	8
图 9: 历史上商品房-住宅销售面积增速与空调内销量增速情况.....	9
图 10: 商品房-住宅销售面积增速、空调出货量增速、中怡康零售增速比较分析.....	9
图 11: 2003 年至今我国经济基本面回顾.....	10
图 12: 宏观与微观结合的空调出货量分析模型.....	11
图 13: 格力电器在地产周期中的业绩表现.....	12
图 14: 格力电器毛利率在数次地产周期中的表现.....	13
图 15: 格力电器毛利率与原材料价格的表现.....	13
图 16: 格力电器 PE 与房地产 PE 变化相关性较强.....	14
图 17: 格力电器 PE 与房地产 PE 变化有过三次背离.....	15
图 18: 2007-2009 年全国商品房销售面积-住宅及增速.....	16
图 19: 2009 年出台的房地产调控重要文件.....	16
图 20: 2008-2009 年空调出货量月度数据及同比.....	17
图 21: 2013-2014 年全国商品房销售面积-住宅及增速.....	18
图 22: 2014 年房地产调控及货币政策重要事件.....	18
图 23: 2013-2014 年空调出货量月度数据及同比.....	19
图 24: 格力电器的 PE 与上涨综指 PE 也具有较强的同涨同跌属性.....	20
图 25: 2004 年至今格力电器股价表现.....	20
图 26: 格力电器数次高位回调盘点.....	21
图 27: 2018 年新房配置需求测算.....	22
图 28: 2019 年新房配置需求敏感性测试.....	22

1. 测算视角：地产对空调销售量影响究竟几何？

1.1. 空调：既是消费品、也带有房地产周期属性

基于地产担忧空调龙头股价大幅回调，在此背景下，有必要认真审视地产对空调行业基本面乃至估值端的影响。2018年上半年，从出货量数据来看，空调是表现最为优秀的大家电品类。产业在线数据显示，2018H1 家用空调内销出货量为 5259.6 万台、同比 21.12%；其中格力内销出货量 1760.32 万台、同比 16.5%；美的内销出货量 1074.86 万台、同比 20.5%；海尔内销出货量 617.01 万台、同比 31.0%。与此同时，空调龙头的业绩表现也较为优秀，格力电器 2018Q1 营业收入 400.25 亿元，同比 33.26%；归母净利润 55.82 亿元，同比 39.04%；但从股价表现上来说，空调龙头就令人失望，截止于 2018 年 8 月 14 日，格力股价从高位下跌 31.86%、美的股价下跌 30.24%、海尔股价下跌 28.77%。究其原因，还是地产拖累之下，市场担忧空调销量能否延续稳增长，龙头业绩确定性是否还在？因此在行业龙头股价大幅回调，估值吸引力有所增长的背景下，再次认真审视地产对家电的影响则非常有必要。

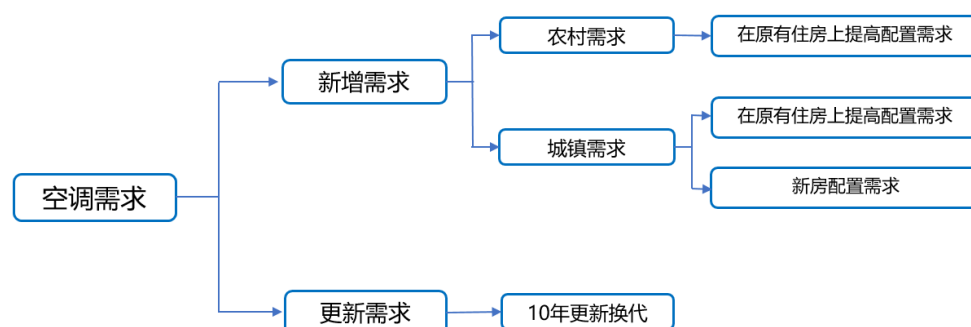
图 1：空调行业基本面良好、空调龙头股价大幅回调

	内容
空调内销出货量	2018H1,空调内销出货量为5259.6万台、同比+21.12%。
白电龙头内销出货量	2018H1 格力内销出货量1760.32万台、同比+16.5%；美的内销出货量1074.86万台、同比+20.5%；海尔内销出货量617.01万台、同比+31.0%。
格力电器业绩表现	2018Q1格力营收400.25亿元，同比+33.26%；归母净利润55.82亿元，同比+39.04%
白电龙头股价表现	截止于2018年8月14日，格力股价从高位下跌31.86%；美的股价下跌30.24%、海尔股价下跌28.77%

数据来源：东北证券，Wind，公司财报，产业在线

从空调需求分类，可以分成更新换代需求和新增需求，新增需求可以分成在原有住房上配置空调需求以及新房配置需求。从需求的角度出来，空调的需求可以分成更新换代需求以及新增需求。更新换代需求中，更新换代周期也大约是 10 年左右。而在新增需求中，可以按照地区分成农村新增需求以及城市新增需求。农村新增需求主要是指在原有的住房上配置空调，考虑到农村地区的每百户空调台数仅为 52 台，因此农村新增需求大多是从“1 户零台”、“1 户 1 台”上升至“1 户多台”；而城市新增需求可以分成两类，一类是在原有的住房上配置空调，从“1 户 1 台”上升至“1 户多台”。另一类是新房配置需求。

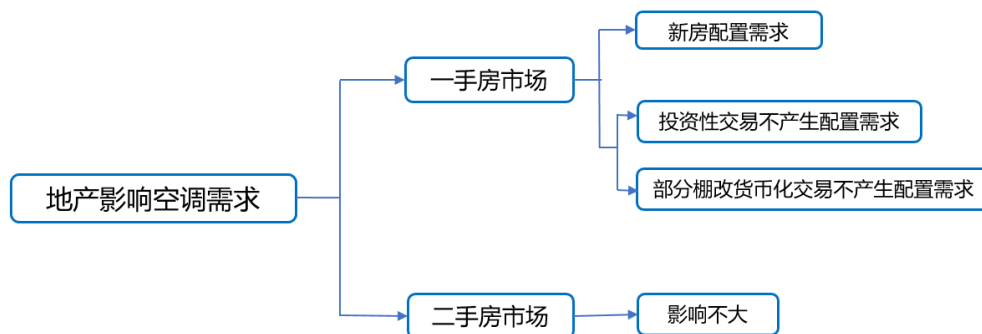
图 2: 空调需求按类型拆分



数据来源：东北证券，公开资料

一手房交易会产生产新房配置需求，但需要注意部分投资性交易和城镇地区棚改货币化对空调配置的需求较弱。从地产影响的角度出发，可以将房地产交易分成一手房交易和二手房交易。一手房交易中，对家电的需求拉动最为明显，因为消费者会对新房产生配置需求。但需要注意的是，在一手房交易过程中，有两种交易类型占比较高，且对新房配置的需求较弱。一类是投资性交易，由于此类交易的目的是为了赚取差价而不是居住，且大多数精装修房除去安装中央空调外，不会提前安装好空调，因此这类交易对空调配置需求较弱；第二类是部分城镇地区的棚改货币化产生的交易，消费者可以将原有住址的空调拆下携带至新房，从而也不会产生新房的配置需求。而在二手房交易中，由于城镇地区的二手房大多已经有安装好的空调，因此也不会产生配置需求。

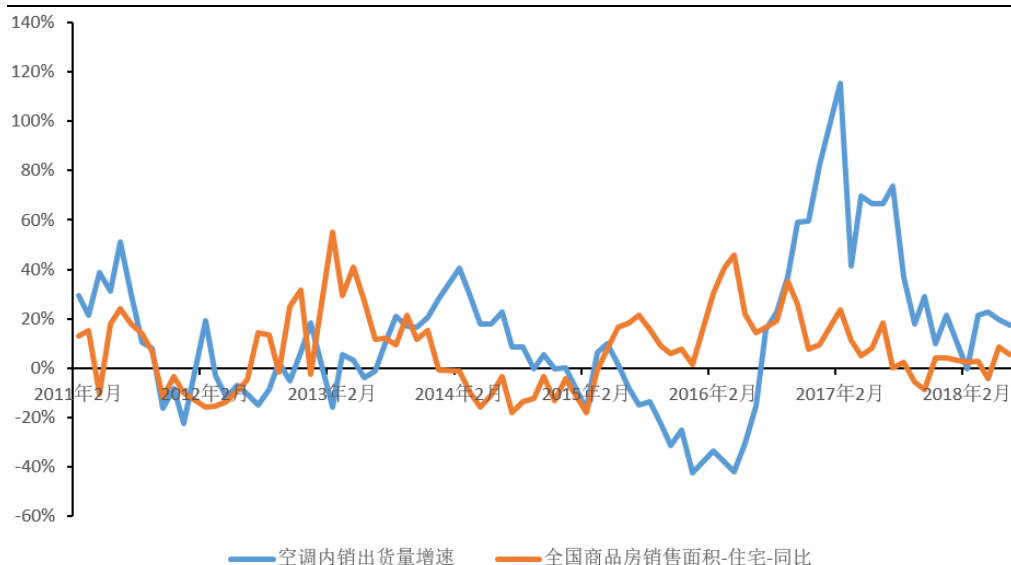
图 3: 地产影响空调需求拆分



数据来源：东北证券，公开资料

空调内销量增速与商品房-住宅销售面积同比数据存在一定的相关性，且有滞后性。拟合 2011 年至今的全国商品房-住宅销售面积月度同比数据与空调内销出货量月度增速数据可以直观的发现，空调内销量与商品房住宅销售面积存在着一定的相关性，但也存在一定的滞后性。这从逻辑上也较为合理，一方面，住宅销售产生新房的空调的配置需求，因此相关性合理；另一方面，由于现房需要经过装修设计->水电设计->厨卫地板安装->家电安装的流程。期房需要经过交付->装修设计->水电设计->厨卫地板安装->家电安装的流程，因此滞后性合理。

图 4: 商品房-住宅销售面积月度同比数据与空调内销出货量月度增速数据拟合图



数据来源: 东北证券, 国家统计局, 产业在线,

备注: 商品房销售面积统计局无 1 月数据, 因此 2 月统计的均是 1-2 月累计数

1.2. 新房配置需求测算模型的构建

空调内销量滞后现房销售面积同比 9 个月、滞后期房销售面积同比 14 个月。为了测算出地产对家电的需求拉动, 且考虑到地产对家电的影响具有一定的时滞性, 因此首先需要做的是测算地产与空调内销量之间的滞后期。而商品房销售过程中, 分成期房和现房。现房的交付期较短, 但装修期较长; 而期房的交付期较长, 但装修期较短。因为这两类住房的空调购买行为节奏差异较大, 且目前现房和期房的占比大约是 3: 7, 因此有必要将期房和现房分开来分别计算滞后期。数据样本为 2011.1 月至 2018.6 月的 82 个月度样本数据。因变量为空调内销量增速、自变量分别为现房销售面积同比和期房销售面积同比, 回归结果如下:

图 5: 空调内销量增速与现房销售面积同比回归

	回归系数是否显著	R ² 值
现房当期	不显著	0.0243
现房滞后1期	不显著	0.0072
现房滞后2期	不显著	0.0005
现房滞后3期	不显著	0.0122
现房滞后4期	显著	0.0734
现房滞后5期	显著	0.1105
现房滞后6期	显著	0.1724
现房滞后7期	显著	0.2170
现房滞后8期	显著	0.3397
现房滞后9期	显著	0.3580
现房滞后10期	显著	0.3289
现房滞后11期	显著	0.2872
现房滞后12期	显著	0.2723

数据来源: 东北证券

图 6: 空调内销量增速与期房销售面积同比回归

	回归系数是否显著	R ² 值
期房当期	不显著	0.0002
期房滞后1期	不显著	0.0024
期房滞后2期	不显著	0.0062
期房滞后3期	不显著	0.0256
期房滞后4期	显著	0.0727
期房滞后5期	显著	0.0747
期房滞后6期	显著	0.0979
期房滞后7期	显著	0.1088
期房滞后8期	显著	0.1873
期房滞后9期	显著	0.1962
期房滞后10期	显著	0.1872
期房滞后11期	显著	0.1884
期房滞后12期	显著	0.1727
期房滞后13期	显著	0.2038
期房滞后14期	显著	0.2191
期房滞后15期	显著	0.1571

数据来源: 东北证券

从上表中可以看出，现房对空调出货量的需求拉动滞后期是 9 月份，然后期房对空调出货量的拉动滞后期是 14 个月。基于此调整 2011 年至 2017 年实际作用于当年的空调内销量的商品房-住宅销售面积。

为了计算出销售面积拉动的销售量，还需要户均面积及每户配置空调数量的数据。根据统计局发布房屋-住宅竣工面积及房屋-住宅竣工套数数据，2013-2015 年的户均面积在 105 平方米左右；而新房的户均配置空调量需求用统计局当年统计的城镇每百户的空调保有量来估算。

正如上文所说，在一手房的交易中，需要考虑的是投资性交易以及部分棚改货币化交易并不会拉动空调的配置需求。理论上应该将此类的交易去除掉之后才能测算出真实的新房拉动需求。但由于尚未有权威的此类交易的占比数据，因此在此仅做敏感性测试。

假设 1：不考虑投资性交易以及部分棚改货币化交易

图 7：测算一手房交易产生的新房配置需求

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
根据滞后期算出来实际商品房-住宅销售面积（万平方米）	95431	112591	105651	112336	135631
户均面积（平方米）	105	105	105	105	105
城镇每百户空调保有量	102.2	107.4	114.6	123.7	128.6
新房配置需求测算（万台）	929	1152	1153	1323	1661
当年空调内销量（万台）	6235	7017	6269	6046	8876
新房配置需求占比	14.9%	16.4%	18.4%	21.9%	18.7%

数据来源：东北证券，国家统计局，产业在线

备注：因为国家统计局 2013 年更新统计每百户空调保有量口径，因此从 2013 年开始计算新房配置

从上表可以看出，在不考虑投资性交易以及部分棚改货币化交易不拉动空调配置需求的背景下，新房配置所导致的空调需求在 2015、2016、2017 年分别为 1153 万台、1323 万台、1661 万台，而需求占比分别为 18.4%、21.9%、18.7%。可以看出新房配置空调需求量在 2015 至 2017 年的房地产销售热潮中逐步增长。

从增量角度出发，2014 年、2015、2016、2017 年空调内销出货量增速为 12.5%、-10.7%、-3.6%、46.8%。其中新房配置增量分别为 223 万台、1 万台、170 万台、338 万台，为当年的出货量增速分别贡献了 3.6pct、0pct、2.7pct、5.6pct，可以看出新房配置需求的拉动与当年的内销增速相比存在着较大的差距。因此在分析空调内销量的需求时，不能仅仅考虑地产因素，还需要结合更新换代需求、添置需求具体分析。

假设 2：考虑投资性交易以及部分棚改货币化交易

因为尚无权威的关于投资性交易及部分棚改货币化交易占比数据，在此仅做敏感性测试。假设不产生空调配置需求的投资性交易以及部分棚改货币化交易占比分别为 5%、10%、15%、20%、25%；以 2017 年的空调内销量数据为例，测算考虑投资性交易以及部分棚改货币化交易类型的背景下，一手房交易所产生空调配置需求。

图 8: 考虑投资性交易及部分棚改货币化交易之后的新房配置需求测算

敏感性测试	5%	10%	15%	20%	25%
根据滞后期算出来实际商品房-住宅销售面积（万平方米）	135631	135631	135631	135631	135631
考虑投资性交易以及部分棚改货币化交易后的实际商品房-住宅销售面积（万平方米）	128849	122068	115286	108505	101723
户均面积（平方米）	105	105	105	105	105
城镇每百户空调保有量	128.6	128.6	128.6	128.6	128.6
新房配置需求测算（万台）	1578	1495	1412	1329	1246
当年空调内销量（万台）	8876	8876	8876	8876	8876
新房配置需求占比	17.8%	16.8%	15.9%	15.0%	14.0%

数据来源：东北证券，国家统计局，产业在线

从上表中可以看出，在考虑投资性交易以及部分棚改货币交易之后，新房配置空调需求占到 2017 年内销量的比重已经低于 20%。根据西南财大发布的《城镇住房空置率及住房市场发展趋势 2014》的报告显示，2013 年我国城镇地区自住房空置率高达 22.4%，其中经济适用房空置率高达 23.3%。从这个结论出发，将不产生空调配置需求的投资性交易以及部分棚改货币化交易占比设定在 20% 左右是一个较为合理的估算，因此 2017 年的一手房交易真正拉动的新房配置需求大约是在 1329 万台左右，占到当年内销量的 15%。

总结：在不考虑投资性交易以及部分棚改货币交易无法产生空调配置需求的背景下，以 2017 年为例，2017 年新房配置需求量约为 1661 万台，占当年内销量为 18.7%，较 2016 年增加了约 338 万台，为 2017 年的空调销量增速提供了 6pct 的增速贡献。在考虑投资性交易以及部分棚改货币交易无法产生空调配置需求的背景下，并设定该部分交易占比约为 20% 的背景下，以 2017 年为例，2017 年新房配置需求量约为 1329 万台，占当年内销量为 15%，较 2016 年增加了约 270 万台，为 2017 年的空调销量增速提供了 4.5pct 的增速贡献。

2. 历史视角：数次地产周期中，空调内销量及龙头表现如何？

2.1. 总量历史视角：数次地产周期里，空调内销量如何？

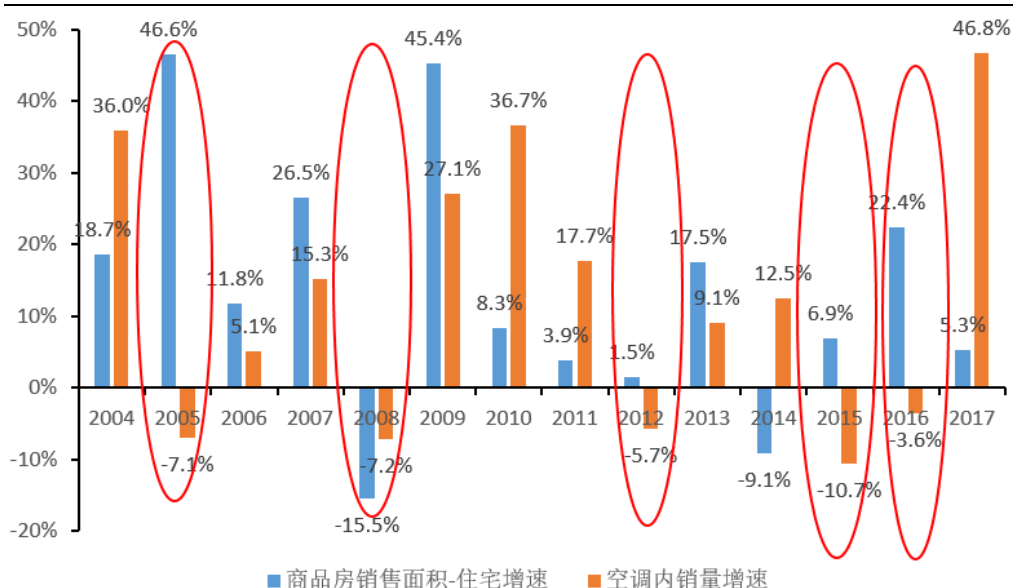
上文从测算的视角估算了商品房销售情况对当年空调内销量的拉动效果。为了形成地产对家电影响的多维度认识，下面将从历史的视角，来观测在数次地产周期中的空调内销量的表现。

从下图可以看出，从 2004 年至 2017 年，空调内销量共经历 5 次负增长，分别是 2005、2008、2012、2015、2016 年。其中 2005、2012、2016 年的商品房-住宅销售面积无论是当年，还是往前看一年，均是维持正增长，也就是说明在这些年份，根据滞后期折算到影响当年的空调需求的商品房-住宅销售面积同比在增长。也就是说新房配置空调需求的销量同比在增长，而当年总的空调内销量却仍在下降。2008 年空调内销量增速为-7.2%，当年的商品房住宅销售增速为-15.5%。

考虑到 2007 年的商品房-住宅销售面积增速为 26.5%，且当年期房销售占比接近 70%。考虑到 2007 年的期房滞后 1 年在 2008 年产生空调配置需求，理论上 2008 年的新房配置需求销量应该仍然较好，但 2008 年的空调内销量仍在下降。因此从这个图可以表明：新房配置需求的增加并不能直接推导出当年空调内销量的正增

长，同样空调内销量的下降也无法直接归因于新房配置需求的下降，因为大多数空调内销量下降的年份，新房配置的需求量仍在提升。

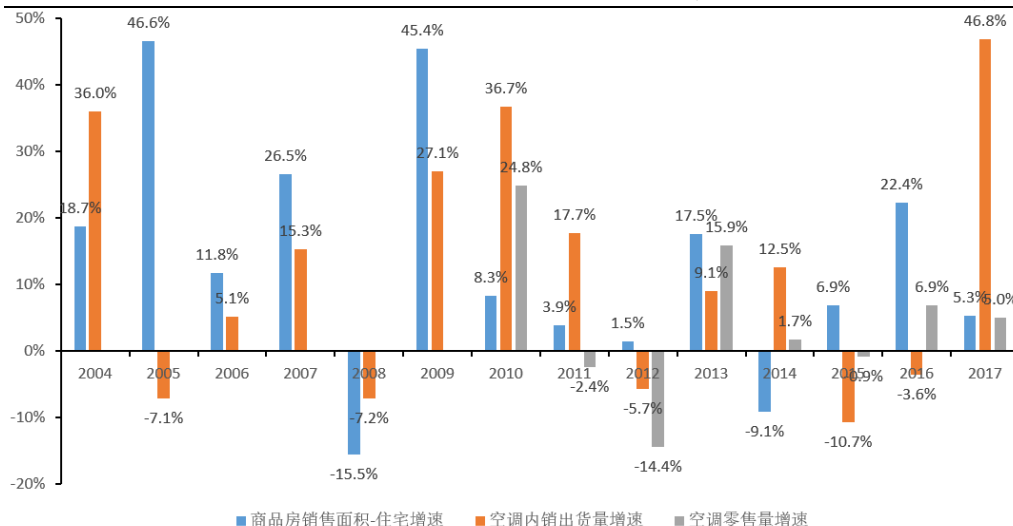
图 9: 历史上商品房-住宅销售面积增速与空调内销量增速情况



数据来源：东北证券，国家统计局，产业在线，

值得注意的是，由于空调厂商存在一定的压货行为，例如美的在 2012 年以前通过压库存发展、格力在 2014 年也通过压库存保持收入增长。因此，空调出货数据与终端零售数据仍有一定的差距。因此将商品房销售面积-住宅增速、空调内销出货量数据、中怡康零售数据放在一起比较分析。

图 10: 商品房-住宅销售面积增速、空调出货量增速、中怡康零售增速比较分析



数据来源：东北证券，国家统计局，产业在线，中怡康

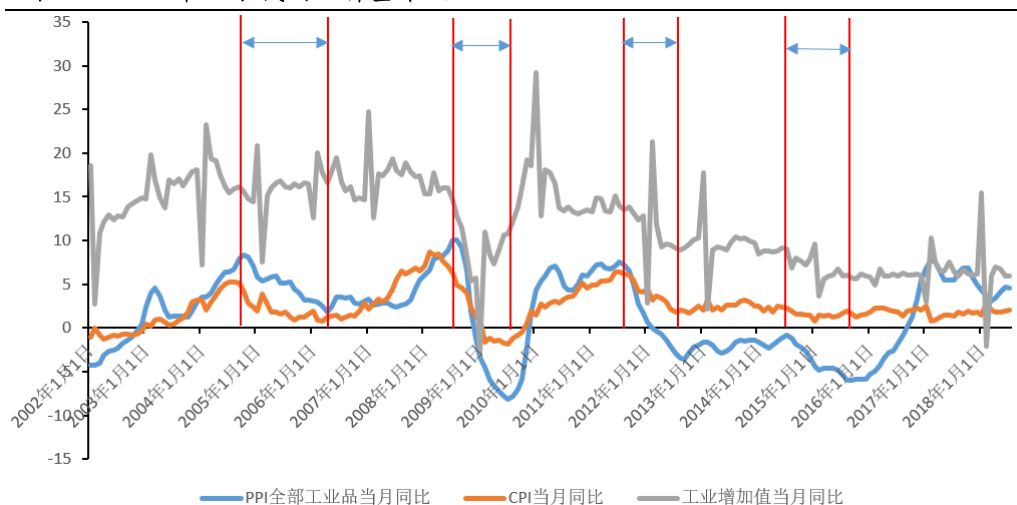
注：中怡康数据主要监控一二线城市 KA 渠道

从上图可以发现，从终端零售来看，负增长的年份分别是 2011 年、2012 年和 2015 年，同样 2014 年的增长也较为弱势，只有 1.7%。

如果仔细观察的话，会发现，历次空调内销出货量及终端零售量负增长的年份与宏观经济表现较弱的年份有较强的关联。

- **2005 年：**从 2004 年底开始，CPI 当月同比、PPI 全部工业品当月同比均呈现下滑态势；
- **2008 年：**2008 年全球金融危机。2008 年 7 月开始，CPI 当月同比、PPI 全部工业品当月同比以及工业增加值当月同比出现快速下降态势。
- **2012 年：**2011 年 9 月开始，各项经济指标结束之前上升且平稳的态势快速回落，CPI 当月同比和 PPI 全部工业品当月同比迅速回落，工业增加值当月同比也有所下滑
- **2014-2015 年：**2014 年 6 月至 2015 年底，PPI 全部工业品当月同比以及工业增长值均有所下降。2014 年空调内销出货量虽仍维持正增长，但渠道库存积压，2015 年开始行业龙头为解决渠道库存问题，减少出货量，当年出货量负增长。

图 11：2003 年至今我国经济基本面回顾



数据来源：东北证券，国家统计局

宏观经济的放缓影响消费者更新换代及添置需求的释放，从而使得空调内销量承压。宏观层面的经济增长是如何影响到微观层面的空调销售数据的？笔者认为主要有两种传导模式。宏观经济的弱周期毫无疑问影响居民的实际收入以及对未来收入增长的预期。因此，一方面，在更新需求上，部分消费者会基于收入实际下降或者预期下降，使得更新换代的需求后置，从而减少了当年的更新换代需求的释放。另一方面，在新增需求上，同样基于收入实际下降或者预期下降，农村及城镇居民会减少在原有住房上的配置需求，从而减少了当年的添置需求的释放，因为毕竟空调属于价格较高的可选耐用消费品。

从这个角度去理解，市场所普遍认为的商品房-销售面积增速下滑会导致空调内销量下滑是具有一定道理的。但并非是因为商品房-住宅的销售面积下滑，导致新房的配置需求猛烈下降。举例说明，2014 年商品房-住宅销售面积-9.1%，2015 年空调内销出货量-10.7%。事实上，根据上文的测算，2015 年的新房配置需求在 1211 万台，与 2014 年新房配置需求非常接近，并未猛烈下降。笔者认为，之所以商品房-住宅销售面积下滑随后伴随着空调销售量下滑，是因为房地产目前仍是国内的支柱性产业之一，商品房销售面积的下滑往往伴随着宏观经济的下滑。而宏观经济的下滑会影响消费者在更新换代需求以及添置需求上的释放，从而影响空调的内销量需求。

另一方面，从出货端的数据来看，空调市场线下渠道采取的是“淡季补库存->旺季消化库存的”经销模式，宏观经济的走弱也使得经销商降低对未来空调销量的

预期，因此主动补库存的力度及动力均可能有所放缓。

基于此，我们尝试建立宏观与微观结合的空调需求模型。宏观上主要考虑的是宏观经济表现良好还是较弱。微观上主要考虑的是热夏还是凉夏，以及新房配置需求。（热夏及凉夏的分析标准是：人口占前 20 的省份及直辖市、选择省会 5、6、7 月的平均温度及降水量来观察是热夏还是凉夏）

图 12: 宏观与微观结合的空调出货量分析模型

	二十大城市夏季平均气温	二十大城市夏季平均降雨量	夏季属性	凉夏/热夏	宏观经济环境	新房配置需求	空调内销出货量(万台)	增速
2004	24.7	175.4	温度偏低, 降雨量多	凉夏	平稳	增多	2834.3	36.0%
2005	25.2	163.4	温度偏高, 降雨量多	中等	走弱	增多	2634.1	-7.1%
2006	25.4	154.5	气温高, 降雨量偏多	热夏	平稳	增多	2769.7	5.1%
2007	25.5	121.8	气温高, 降雨量少	热夏	平稳	增多	3193.1	15.3%
2008	24.9	177.4	气温适中, 降雨量多	凉夏	走弱	减少	2964.7	-7.2%
2009	25.2	150.3	气温偏高, 降雨量适中	热夏	平稳	持平	3766.9	27.1%
2010	24.0	172.0	气温偏低, 降雨量多	凉夏	平稳	增多	5150.3	36.7%
2011	25.0	166.1	气温适中, 降雨量多	凉夏	平稳	增多	6060.4	17.7%
2012	25.3	132.4	气温高, 降雨量少	热夏	走弱	增多	5715.9	-5.7%
2013	25.8	156.3	气温高, 降雨量适中	热夏	平稳	增多	6235.2	9.1%
2014	24.7	136.2	气温低, 降雨量少	凉夏	走弱	增多	7016.5	12.5%
2015	24.7	176.4	气温低, 降雨量多	凉夏	走弱	持平	6268.7	-10.7%
2016	25.2	206.3	气温偏高, 降雨量多	中等	平稳	增多	6045.6	-3.6%
2017				热夏	平稳	增多	8875.6	46.8%

数据来源：东北证券，国家统计局，产业在线

注：2002-2016 年的样本平均气温为 25 摄氏度；2004-2016 年的样本平均降雨量为 152.3 毫米

总结：结合上文中的中怡康零售数据可以看出，夏季是否凉热以及宏观经济是否平稳运行均对终端零售有较大的影响。例如 2013 年热夏+宏观经济平稳运行，当年终端零售增长 15.9%，近年来增长幅度最高；而 2014、2015 年因为天气较凉，且宏观经济走弱，中怡康零售数据同样表现较差。而 2012 年热夏+宏观经济走弱，当年的终端零售数据也出现了负增长。

2.2. 个股历史视角：数次地产周期里，格力表现如何？

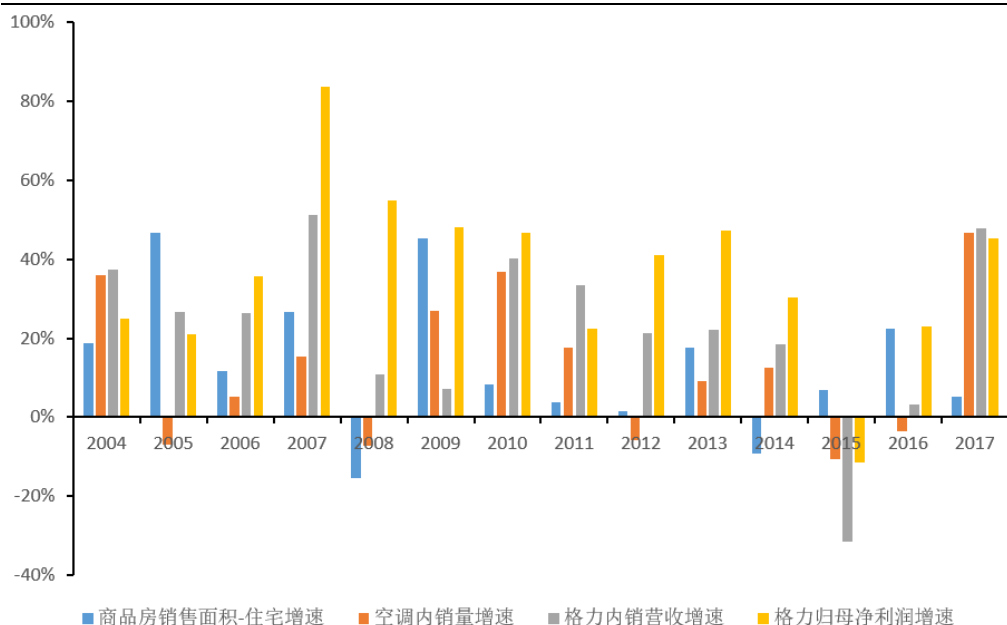
为了能形成地产对家电影响的更好认识，下沉到更加微观的层面，从历史的视角，来观测在数次地产周期中的空调龙头的业绩表现，也是非常价值的。

➤ 营收端：

在行业高增长的时候，格力电器在营收端往往保持与行业接近的增速，并未远超过行业增速。2004、2010、2017 年空调行业内销量增速分别为 36.0%、36.7%、46.8%，为近十几年来行业处于较高增速的年份。同年格力电器内销营收增速分别为 37.4%、40.2%、47.8%。其原因可能是因为在行业高景气度之际，部分小品牌利用大品牌的生产能力、服务能力、营销能力的短期无法快速扩张的瓶颈来实现自己的良好增长。

在行业景气度处于低位的绝大多数年份，格力电器在营收端增速往往会超过行业增速。这可能是由于行业景气度较弱时期，部分小品牌空调厂商加速退出市场，龙头整合市场份额的速度也有所加快。如 2005 年、2008 年、2012 年空调行业内销量均负增长，而同年格力电器内销营收增速仍实现正增长。这一方面是因为格力持续的产品结构升级，产品均价持续提升。另一方面是因为格力的份额在行业低景气度有所上升。

图 13：格力电器在地产周期中的业绩表现



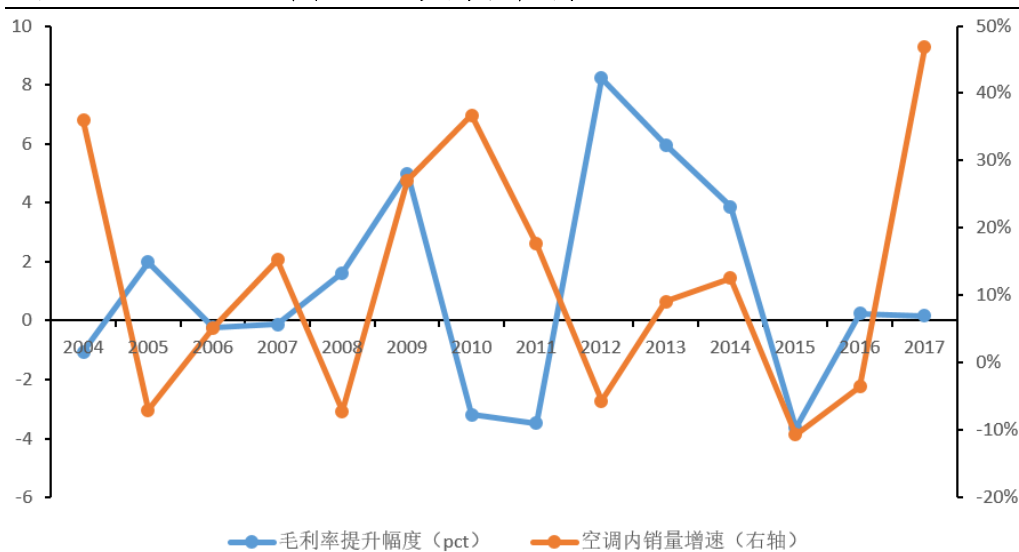
数据来源：东北证券，国家统计局，公司财报

➤ 利润端：

利润端表现优于营收端，主要原因是毛利率提升和期间费用率下降。2004 年至 2017 年，公司利润端表现优于营收端的表现有 10 年；利润端表现不及营收端表现的有 4 年。这主要是由于毛利率提升和期间费用率的下降。格力电器的毛利率从 2004 年的 16.51% 提升至 2017 年的 32.86%，平均每年提升 1.26pct。期间费用率也从高峰期的 28.0% 下降至 15.5%；净利润率从 2004 年的 3.10% 提升至 2017 年的 15.18%。

下面我们来分析一下，格力电器的毛利率变化从 2004-2017 年的表现变化，以期发现格力毛利率变化与行业周期以及其他要素之间的变动的相关性。

图 14: 格力电器毛利率在数次地产周期中的表现



数据来源：东北证券，产业在线，Wind

从上图可以看出，格力的毛利率提升幅度与当年的行业出货量增速关系不大。如2012年，空调内销出货量增速为-5.7%、而当年的毛利率提升幅度为8.79pct。而在2017年，空调内销出货量增速为46.8%、而当年的毛利率提升幅度为0.16pct，其中内销毛利率-1.30pct。

图 15: 格力电器毛利率与原材料价格的表现

	内销毛利率 提升 (pct)	毛利率提升幅 度 (pct)	钢价综合指 数提升幅度	LEM3个月铜- 提升幅度
2004		-1.1		56.2%
2005		2.0		25.6%
2006		-0.2		90.3%
2007		-0.1		6.3%
2008		1.6		-3.0%
2009		5.0		-24.7%
2010	-0.6	-3.2		45.7%
2011	-3.9	-3.5		16.8%
2012	8.8	8.2	-14.5%	-10.0%
2013	7.9	6.0	-8.2%	-7.6%
2014	3.7	3.9	-10.9%	-7.0%
2015	-3.6	-3.6	-27.6%	-19.6%
2016	3.3	0.2	15.2%	-11.3%
2017	-1.3	0.2	42.0%	27.3%

数据来源：东北证券，Wind

空调的原材料构成主要是钢材、铜、塑料以及铝。可以看出原材料价格上涨或下跌与公司毛利率上涨或下跌有较大的相关性。如2012、2013、2014年，毛利率有所

有较为明显的上升，同期原材料价格也处于下降周期中，而如在 2010、2011 年，毛利率有较为明显的下降，同期原材料价格也处于上涨过程中。2015 年较为特殊，虽原材料价格仍处于下降过程中，但毛利率也有所下降，这主要是因为此时空调正处于降价促销去库存的阶段，对毛利率有所损害。但总体上，由于空调市场竞争格局的持续优化，公司可以将原材料成本压力部分转移至上下游，毛利率小幅下降。而在原材料价格下降周期里可以充分享受原材料价格下降带来的成本减少，毛利率明显提升。也就是说，在竞争格局持续优化的空调行业里，龙头毛利率拥有持续上涨的可能性，但具体到每一年的毛利率涨跌，主要与当年的原材料价格以及市场竞争环境优化（是否会降价促销）

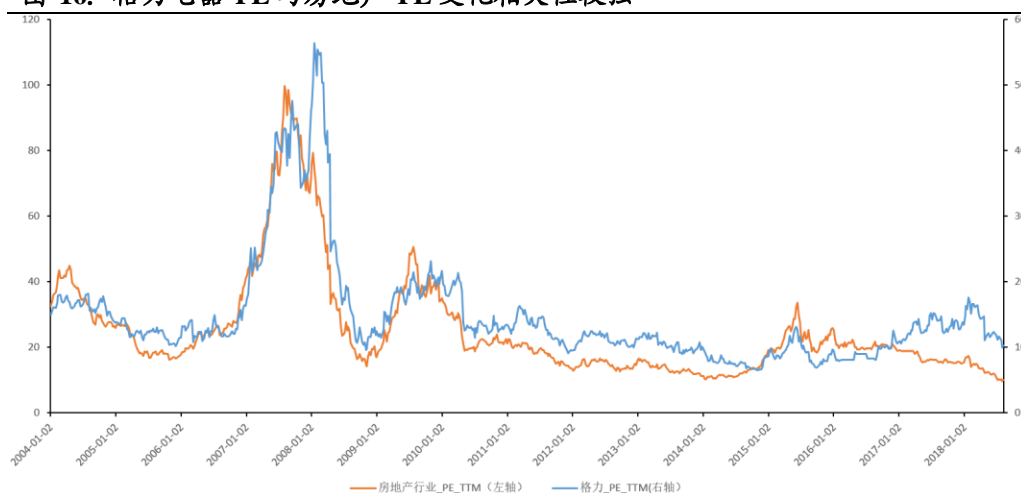
3. 市场视角：数次地产周期里，格力的市场表现如何？

3.1. 估值端：地产与格力估值如何共舞？

因为家电属于地产后周期消费品，因此在估值层面上，也有较多的观点将格力电器的 PE 变化与房地产板块的 PE 变化联系起来，下面我们来论证一下这种观点是否准确？

格力电器的 PE 与房地产板块的 PE 呈现非常强的相关性，几乎同涨同跌。为了形成地产对家电影响的更好认识，从估值端的视角，来观察地产板块与格力电器估值的联动性也是非常有价值的。观察 2004 年至今格力电器的 PE_TTM 与申万房地产板块的 PE_TTM，可以发现格力电器的 PE 与申万房地产的 PE 几乎是同涨同跌。如果地产的预期走好，PE 回升，往往市场对格力电器的预期也会走好，PE 也会同样回升。如果地产预期吃紧，PE 回落，市场充分重视地产对空调销量的影响，与此同时，PE 也会回落。

图 16: 格力电器 PE 与房地产 PE 变化相关性较强

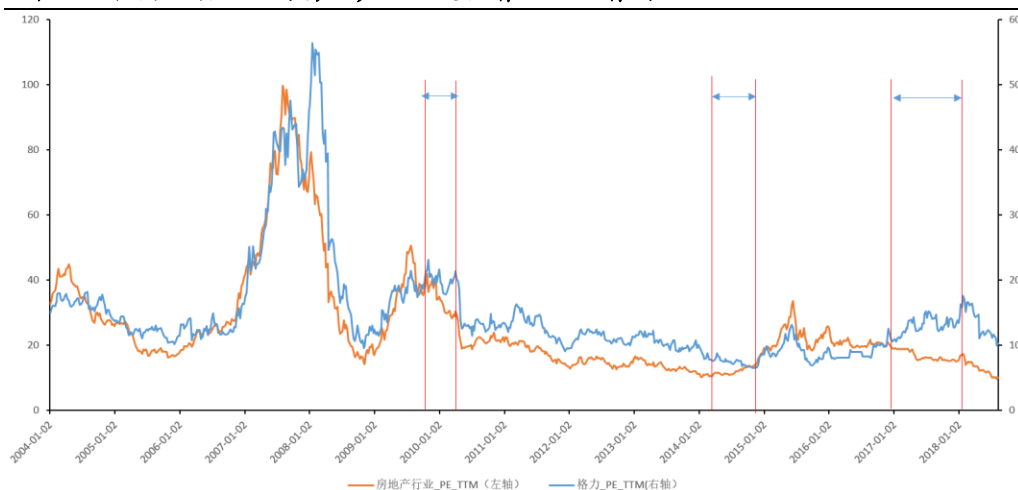


数据来源：东北证券，Wind

历史上，房地产板块与格力电器的 PE 走势背离有过三次。但仔细观察上图可以发现，历史上，地产与格力的 PE 走势的背离曾经有过三次。第一次是 2009 年 8 月至 2010 年 4 月，时间跨度是 9 个月。此时房地产行业 PE 快速下滑，从 2009 年 7 月 31 日的 48 倍下滑至 2010 年 4 月 23 日的 28.7 倍；而格力电器在此阶段 PE 变化不大，2009 年 7 月 31 日的 PE 的为 20.2 倍，2010 年 3 月 26 日的 PE 为 20.6 倍。第二次背离发生在 2014 年 2 月至 2014 年 11 月，时间跨度是 10 个月。此时房地产行业 PE 逐步回升，从 2014 年 2 月 7 日的 10.9 倍上涨至 2014 年 11 月的 28 日的 15.9

倍，而格力电器的 PE 在此阶段依然处于下行通道，PE 从 2014 年 2 月 7 日的 8 倍下落到 2014 年 11 月 28 日的 6.9 倍。第三次背离发生在 2017 年 1 月至 2018 年 2 月，时间跨度是 14 个月。此时房地产行业的 PE 逐步回落，从 2017 年 1 月 6 日的 19 倍下滑至 2018 年 2 月 23 日的 15 倍，而格力电器的 PE 在此阶段仍处于上行通道，从 2017 年 1 月 6 日的 10.9 倍上升至 2018 年 2 月 23 日的 16.5 倍。

图 17：格力电器 PE 与房地产 PE 变化有过三次背离



数据来源：东北证券，Wind

下面我们将分析各时期的行业基本面及宏观基本面情况，来观察为何在此阶段，格力电器的 PE 与房地产 PE 的走势分离，以期对地产与格力电器在估值层面的联动性形成更好的认识。

第一阶段：2009 年 8 月至 2010 年 4 月，房地产 PE 降，格力电器 PE 稳

核心原因：房地产调控预期在增强，且商品住宅销售面积环比下降，所以房地产 PE 跌；而空调市场出货量边际转好，行业下半年稳增长概率高，且原材料价格明显下降，叠加所得税税率调整，公司业绩端稳增长概率较高。

详细分析：

➤ 房地产层面：

2009 年后“四万亿”方案开始逐步落地，政府投资及 08 年货币政策对流动性的扩张作用也逐步显示，并对地产销售增速明显拉动，2009 年 3 月开始，房地产销售面积增速大幅上升。受此政策的调整影响，房地产板块与格力电器 PE 在 2008 年 11 月开始触底回升，直至 2009 年 7 月左右开始回落。

虽然在 2009 年 11 月房地产销售面积增速近 100%，但更多的原因是受到 2008 年底全球金融危机影响下的房地产销售量低基数作用。且在 2009 年 7 月开始，宏观经济触底回升，PPI 及工业增加值指标均明显回升。国家在经济企稳之后，面临过热的房地产销售市场，降温或者说增加调控是大概率事件。事实上，在 7 月之后，众多城市已经悄然调整了二套房政策，如成都全面停止二套房优惠、南京多银行上调房贷利率 10%、北上广均有所收紧。可以说房地产板块 PE 自 2009 年 7 月开始回落的主要原因是房地产调整的预期增强。事实上，到 2009 年 12 月，的确出台了全方面收紧二套房的调控政策。

图 18: 2007-2009 年全国商品房销售面积-住宅及增速



数据来源：东北证券，国家统计局

图 19: 2009 年出台的房地产调控重要文件

时间	文件名	重要点
2009年4月	《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》国发〔2009〕27号	普通商品住房项目投资的最低资本金比例 35%调低 20%，为自 1996 年资本金制度以来的首次调低
2009年5月	《关于切实落实保障性安居工程用地的通知》	对廉租房和经济适用房用地将给予减免费用的政策支持.同时，各地被要求在 6 月 30 日前，完成未来 3 年保障性住房用地供应计划的制定
2009年5月	《2009-2011 廉租房保障规划》	用 3 年时间解决 747 万城市住房困难家庭
2009年12月	国务院常务会议	“个人住房转让营业税免征时限由 2 年恢复到 5 年”
2009年12月	国务院常务会议	国务院提 4 措施遏制部分城市房价过快上涨：一是增加普通商住房的有效供给；二要继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投机性购房；三要加强市场监管；四要保障性安居工程建设

数据来源：东北证券，公开资料

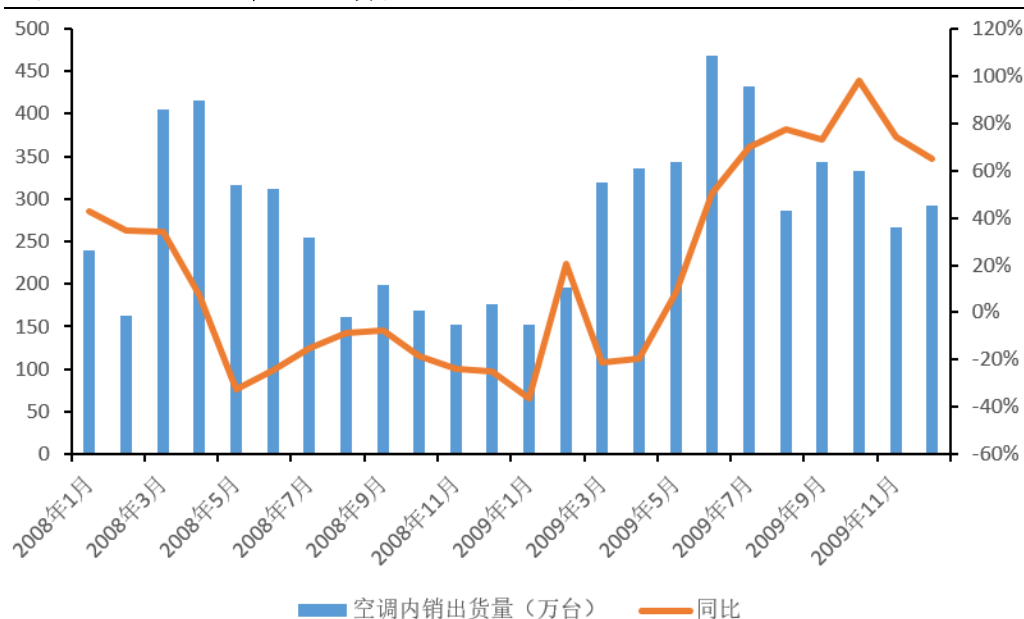
➤ 格力电器层面：

从行业基本层面来看，从 2009 年 3 月以来，空调内销出货量增速结束 2008 年以来的负增长，并且在 4 月-11 月，内销出货量月度同比增速均在 40% 以上。且 2009 年是热夏，这使得市场无论从出货量角度，而是终端零售市场，都对 2009 年的行业基本层面改善拥有较强的信心。

从地产拉动角度来看，2009 年房地产销售面积大幅增长，因此此时从实际需求的角度出发，地产对空调市场需求起到拉动而并非压制的左右。

从公司基本层面出发，此时原材料价格处于下降周期，LEM 三个月铜价全年下跌 24%。公司的毛利率有明显提升，2009 年上半年，公司毛利率提升 7.6pct，归母净利润增幅为 29%。且 2009 年 7 月以来的公司销售数据大幅走好，且考虑到 2008 年下半年的低基数，全年业绩端高增长的概率较高。

图 20: 2008-2009 年空调出货量月度数据及同比



数据来源：东北证券，产业在线

总结：此时房地产销售面积尚未出现明显放缓或者下降，但基于房地产的调控预期增强，房地产板块 PE 有所下降。但此时无论从行业基本面、地产拉动、夏季气温、公司层面出发，格力电器的改善确定性非常高。因此，此阶段公司的 PE 与房地产板块的 PE 出现了一定的背离。

第二阶段：2014 年 2 月至 2014 年 11 月，房地产 PE 升，格力电器 PE 降

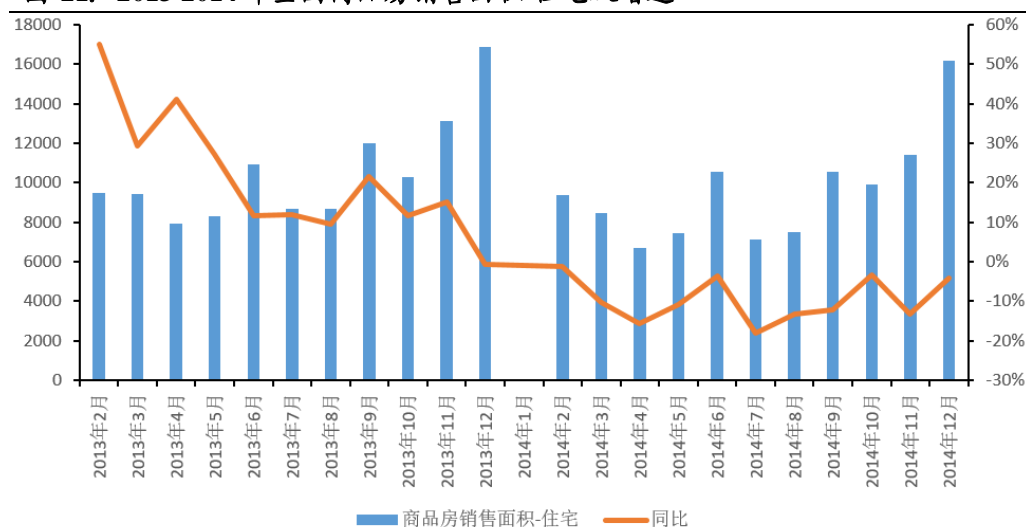
核心原因：货币政策转向，流动性预期改变，虽房地产销售数据仍在下滑，但房地产板块 PE 触底回升。而空调行业虽出货量仍良好增长，但终端零售较弱，库存较高，且 2014 年是凉夏、叠加房地产销售负增长对空调新增配置需求的压制作用。格力电器 PE 仍在下降。

详细分析：

➤ 房地产层面：

2013 年后国五条出台压抑地产市场效果显著。2014 年全年，房地产销售面积-住宅数据仍在下降。由于房地产销售的持续低迷，“去库存”成为关注焦点。由于地产板块的冷却叠加宏观经济走弱，货币宽松的预期有所增长。事实上，2014 年 4 月，总理就推出“微刺激”、“定向降准”的举措，且此前的调控政策也陆续退出。虽然 2014 年房地产销售面积仍在下降，但从预期改善的角度，房地产 PE 开始回升。

图 21: 2013-2014 年全国商品房销售面积-住宅及增速



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 22: 2014 年房地产调控及货币政策重要事件

时间	重要事件
2014年3月	全国两会提出“分类调控”，赋予地方政府更多自主调控权；
2014年4月	国务院常务会议推出“微刺激”“定向降准”举措
2014年4月	开始降准（两年内首次），“央五条”窗口指导银行“支持”首套房贷
2014年6月	以呼和浩特为代表的二三线城市纷纷放开限购。
2014年7月	住建部首次明确提出“千方百计消化库存”。
2014年底	除却北上广深及三亚 5 个城市，其他限购城市均已全面取消限购。

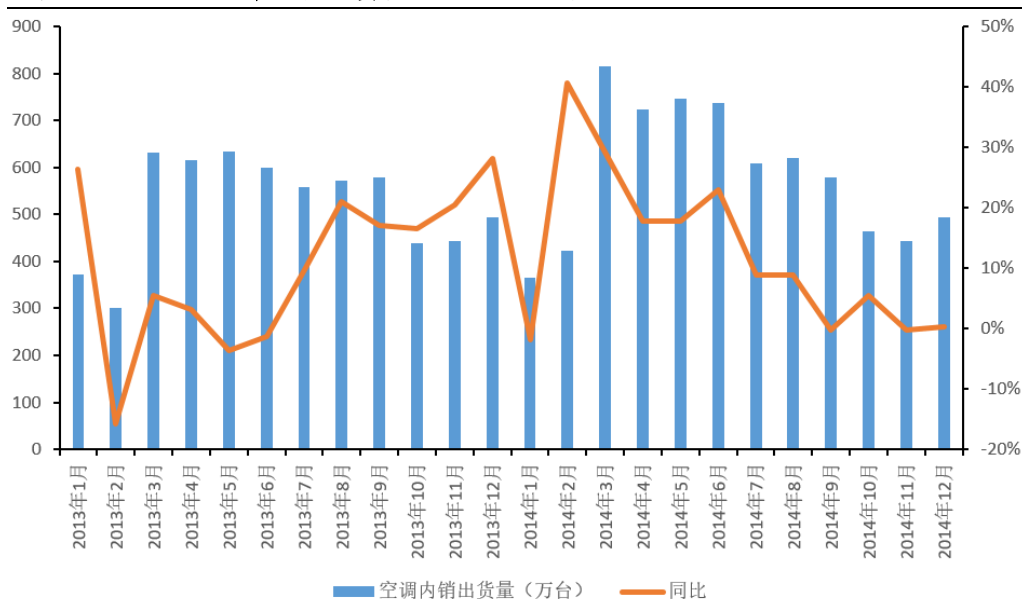
数据来源: 东北证券, 国家统计局

➤ 格力电器层面:

从行业基本面出发, 虽然从出货量的角度, 此时行业仍处于双位数增长过程中。但一方面地产自 2013 年下半年以来明显放缓, 且 2014 年处于负增长过程中, 市场因为房地产销售遇冷而对空调销售的担忧较重。此外, 2013 年是热夏, 8 月的暴热天气使得 2014 年夏季拥有高基数的担忧, 且 2014 年是凉夏, 更加重了市场的担忧。事实上, 出货端的良好增长与终端零售端的遇冷, 也导致渠道库存问题在 2015 年全面爆发。

公司基本面较为稳健, 此时原材料价格仍处于下降周期中, 2014 年上半年, 公司毛利率提升 5.6pct, 归母净利润增速为 42%。虽然公司业绩依然高增长, 但行业基本面的较强不确定性仍使得公司估值持续下降。

图 23: 2013-2014 年空调出货量月度数据及同比



数据来源：东北证券，产业在线

总结：同样是基于预期的反转，房地产板块的估值开始提升。但此时从地产拉动、气温、渠道库存角度出发，空调行业基本面有较强的不确定性。虽然格力电器的业绩仍在高增长，但市场仍担心是否有透支性增长的问题，所以格力电器的 PE 仍在下降过程中。

第三阶段：2017 年 1 月至 2018 年 2 月，房地产 PE 降，格力电器 PE 升

核心原因：同样是因为房地产调控预期增强，房地产行业 PE 开始下降。而此时，家电板块由于渠道库存去化良好，地产拉动增强，行业内销量在连续两年负增长之后基数较低，且 2017 年是热夏，诸多因素导致 2017 年的行业基本面高增长的确信性较强，且 2017 年外资投资 A 股增多，且外资偏爱格力等消费蓝筹，这也对格力的 PE 提升产生了作用。

详细分析：

房地产层面：

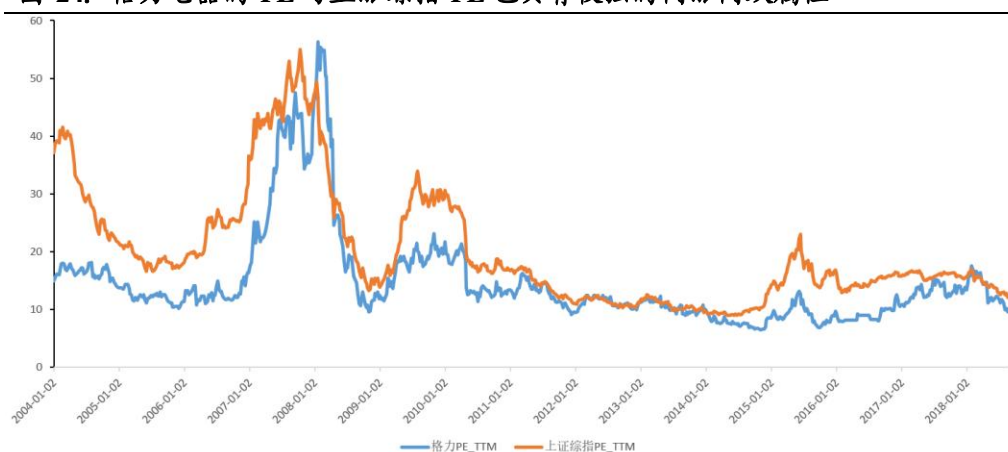
一二线城市在经历 2016 年的火热之后，随着政策的转向，销售面积增速明显下滑。虽然三四线城市仍保持着较高的增速水平，但 2017 年全年商品房-住宅销售面积增速环比还是明显下滑。2017 年全年商品房-住宅销售面积增速为 5.3%。

格力电器层面：

出货量层面：渠道库存去化明显，出货量持续高增长；地产层面：2016 年商品房-住宅销售面积高增长有拉动新房配置需求左右；天气层面：夏季炎热，增强信心。此外，投资者结构的变化也对格力电器 PE 的提升有较强的拉动左右。

以上的研究可以发现，在数次房地产板块 PE 与格力电器 PE 背离之际，正是格力电器的基本面趋势在起作用。考虑到 A 股具有较强的同涨同跌的迹象，因此是否可能将房地产板块的 PE 与格力电器的 PE 锚定仍值得进一步探索。

图 24: 格力电器的 PE 与上涨综指 PE 也具有较强的同涨同跌属性



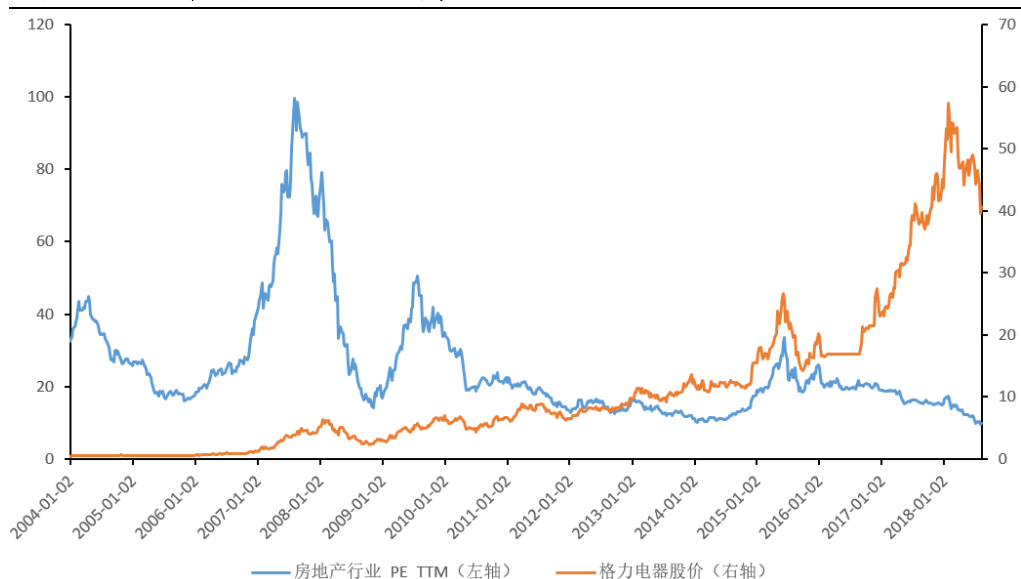
数据来源：东北证券，Wind

从上图可以看出，不仅是房地产板块 PE 与格力电器 PE 同涨同跌，事实上，上证综指 PE 也彰显与格力电器 PE 同涨同跌的属性，并且在数次房地产板块 PE 与格力电器的 PE 背离之时，正是空调行业基本面在起作用。因此，房地产板块的 PE 与格力电器的 PE 联动性可能更多的是 A 股的同涨同跌属性，不能简单的将格力的未来 PE 走势与房地产的 PE 趋势等同起来，更多的应该是基于空调行业以及格力电器的基本面表现及趋势来判断格力电器的估值。

3.2. 股价端：数次地产周期里，格力表现如何？

与格力电器 PE 与房地产的 PE 联动性不同，从下图可以直观的看出，格力电器的股价表现与房地产 PE 的联动性不强。这也与市场格力电器的一贯认知相符合，格力电器是典型的业绩推动的价值型股票，归母净利润从 2004 年的 4.21 亿元增长至 224 亿元，增长了 55 倍以上。

图 25: 2004 年至今格力电器股价表现



数据来源：东北证券，Wind

下面我们回顾一下，在数次地产周期里，格力电器的股价从高位回调的幅度。从下表我们可以看出：1、行业回调的幅度与格力的内销下滑程度并没有严格的对应关系，如 2008 年，内销出货量下滑 7.2%，此次回调幅度 63%；2015 年，内销出

销量下滑 10.7%，此次回调幅度 47%；2、行业负增长时期与格力股价回调的时期并非严格对应，如 2012 年，内销出货量负增长，但格力的回调是在 2011 年，2012 年股价已经从底部开始慢慢提升。但行业负增长之际，如 2005、2012 年，虽股价已经触底反弹，但 PE 仍处于下行通道，也就是说 PE 的下调幅度低于业绩的增幅，因此股价筑底回升。3、基于格力的龙头地位及业绩高成长性，因此数次格力的回调均是估值的回调，而并非估值与业绩的“戴维斯双杀”。

图 26: 格力电器数次高位回调盘点

回调区间	内销量实际下滑年份	股价回调幅度	PE_TTM回调幅度
2004.10.29-2005.3.25	2005	-27%	-32%
2008.01.18-2008.10.17	2008	-63%	-82%
2011.07.15-2011.12.09	2012	-31%	-38%
2015.06.05-2015.09.25	2015	-47%	-48%
2018.01.26-2018.08.10	无	-29%	-42%

数据来源：东北证券，Wind

4. 预测视角：地产紧预期之下，空调将去向何方？

正如上文所说，地产影响的空调需求主要是新房的配置需求。下面我们将对这类的需求进行一定的测算。

地产拉动需求预测：

正如上文所测算，现房对空调销量的拉动滞后 9 个月，而期房滞后 14 个月。因此实际作用于 2018 年空调销售量的商品房-住宅销售面积已经可以通过迄今为止的房地产销售数据算出来。算出来的实际作用于 2018 年空调销售量的商品房-住宅销售面积为 14.1 亿平方米，比 2017 年的 13.6 亿平方米更高。在不考虑部分投资性交易及棚改货币化不产生配置空调需求的背景下，假定 2018 年的单一房屋配置空调的台数与 2017 年户均保有量相同，则 2018 年新房拉动的房屋销量是 1816 万台，相比于 2017 年新房配置需求提升 4.1%。如果考虑到户均空调配置量持续上升，预计 2018 年新房拉动的空调配置需求较 2017 年提升在 5% 以上。

图 27：2018 年新房配置需求测算

	2018H1	2018H2	2018
实际作用于空调配置需求的现房面积	16477	13974	30451
实际作用于空调配置需求的期房面积	51415	59331	110746
总计（万平方米）	67892	73305	141197

数据来源：东北证券，国家统计局

目前市场仍担忧的一个点是如果 2019 年房地产市场快速下降，导致新房配置需求急剧下降，而对空调内销量形成较为悲观的预测。因此我们在此做一下敏感性测试。基于上文的滞后期，目前对 2019 年实际作用于空调内销量的商品房-住宅销售面积且尚未发生的是 2018Q3、2018Q4、2019Q1 的现房销售面积、以及 2018Q3 和 2018 年 10 月的期房销售面积。

图 28：2019 年新房配置需求敏感性测试

假设增长率	5%	0%	-5%	-10%	-15%	-20%
根据滞后期算出的 2019 年实际作用于空调配置的现房面积	29578	28491	27404	26317	25230	24143
根据滞后期算出的 2019 年实际作用于空调配置的期房面积	120517	118662	116807	114951	113096	111241
总面积（万平方米）	150096	147153	144211	141269	138326	135384
相较于 2018 年同比增长	6.3%	4.2%	2.1%	0.1%	-2.0%	-4.1%

数据来源：东北证券，国家统计局

根据上表可以发现，在假定从 8 月起商品房-住宅销售面积下降 10% 的背景下，实际作用于 2019 年的商品房销售面积仍相较于 2018 年有微弱上涨。即使在假定从 2018 年 8 月底商品房-住宅销售面积下降 20% 的背景下，对实际作用面积的影响不过 -4%，且这些测算均是在没有考虑户均配置空调量持续上升的背景下。如果考虑新房户均配置空调数量持续上升，则地产的影响更小。

结论：无论是 2018 年，还是 2019 年，都不需要对地产放缓对空调需求的影响过分担心。新房拉动需求大概率上仍有一定增量。

5. 风险提示

宏观经济走弱、房地产销售面积大幅回调，原材料价格继续上涨

分析师简介:

唐凯: 2年证券从业经验, 并拥有多年管理咨询行业从业经历, 轻工制造行业分析师

何智超: 东南大学学士、北京大学硕士, 1年家电研究经验

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
袁颖 (总监)	021-20361100	13621693507	yuanying@nesc.cn
王博	021-20361111	13761500624	wangbo@nesc.cn
李寅	021-20361229	15221688595	liyin@nesc.cn
杨涛	021-20361106	18601722659	yangtao@nesc.cn
阮敏	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
李喆莹	021-20361101	13641900351	lizy@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
华南地区机构销售			
邱晓星 (总监)	0755-33975865	18664579712	qiuxx@nesc.cn
刘璇	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn