

空调价格战走向终结？

——行业深度报告

✎：吴东炬 执业证书编号：S1230519040004
 ☎：021-80106027
 ✉：wudongju@stocke.com.cn

行业评级

家用电器 看好

报告导读

近期空调价格战有所松动，线下表现尤为明显，同时高温推动终端需求全面好转，我们判断，空调价格战有望逐步走向终结，建议把握龙头布局良机。

投资要点

□ 缘起：事情正在起变化

近期空调终端需求全面好转，主要是五一全国大范围高温天气，推动空调终端动销进一步恢复，04.27-05.10 空调线上线下零售量同比分别增长 168%、34%。需求好转的同时，空调价格战有所松动，线下表现尤为明显。4 月空调行业线下均价同比仅下跌 10.6%，跌幅环比明显收窄，而 5 月第一周、第二周行业线下均价同比分别下跌 9.4%、2.5%，进一步确认了线下价格趋势；线上竞争依旧较为激烈，行业线上均价下滑幅度保持在 20% 左右，环比变化幅度不大；具体到品牌来看，奥克斯等小品牌纷纷发布涨价函，奥维监测数据也显示小品牌线下均价跌幅收窄，而龙头线下价格跌幅明显收窄，线上特价机价格有所上调。

□ 判断：空调价格战趋于终结

我们认为，空调价格战有望逐步走向终结，主要理由有以下三点：

首先，空调格局已完成重塑，价格战持续的意义不大，小品牌份额降至地板水平，奥克斯全渠道市占率仅约 5%，从历史经验及小品牌背后资源看，奥克斯等小品牌份额进一步下降、甚至死掉的可能性不大，龙头份额难以进一步提升；**其次，大力度降价使得企业面临盈利压力**，龙头与小品牌盈利能力均遭冲击，格力 19Q4、20Q1 净利率下降 4.4、6.3 个点，叠加疫情影响，价格战难以持久；**最后，消化旧能效产品的必要性下降**，空调新能效标准将于 7 月 1 日正式实施，低能效产品将被淘汰，通过降价消化旧能效产品的必要性大大下降。

□ 结论：把握龙头布局时点

价格战有望走向终结，基本面逐步向好。短期空调终端动销已逐步回归正常，预计价格战有望逐步结束，龙头盈利压力有望大幅缓解；长期来看，均价上涨有望推动空调龙头业绩维持 10% 增长。

龙头积极应对新零售，有望迎来渠道变革红利。龙头积极应对渠道变革，从成立电商子公司到“双 11”线上促销，格力渠道动作不断，近期公司称正研究如何实现线下与线上融合，我们认为，此举意味着格力将调整以线下为主的渠道模式，公司品牌壁垒突出、规模优势显著、余粮丰厚，有望迎来渠道变革红利。

全球低利率环境，龙头高股息价值凸显。疫情导致 19 年度格力分红低于预期，不过存在中期分红可能性，而根据混改方案格力分红最低 50%，股息率将超过 4%；美的方面，19 年现金分红加回购占净利润比重接近 60%，股息率接近 3%。

综上，建议把握龙头布局良机，推荐格力电器、美的集团、海尔智家。

风险提示：成本大幅上涨、旺季需求低于预期

相关报告

- 1《预计厨房小电 5 月线上延续高增长——阿里平台数据解读》2020.05.12
- 2《疫情催生“下厨热” 厨房小电顺水推舟》2020.04.24
- 3《乘社交电商之风，小家电高歌猛进》2020.04.17
- 4《家电行业：终端动销逐步恢复，把握龙头布局良机》2020.04.12
- 5《家电行业：创意小家电，新兴大发展》2020.03.29

报告撰写人：吴东炬

数据支持人：吴东炬

正文目录

1. 缘起：事情正在起变化	3
1.1. 高温催化，空调需求明显好转	3
1.2. 空调价格战缓解，线下表现明显	4
2. 判断：空调价格战趋于终结	6
2.1. 格局重塑完成，价格战意义不大	6
2.2. 降价幅度较大，企业面临盈利压力	7
2.3. 新能效标准实施，旧产品淘汰完毕	8
3. 结论：把握龙头布局时点	9
3.1. 均价提升，有望成为中长期逻辑	9
3.2. 基本面向好，把握高股息龙头	10

图表目录

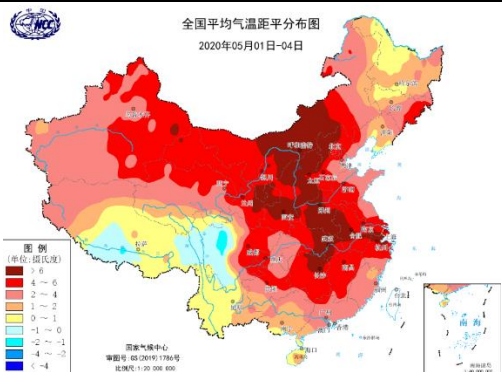
图 1: 五一期间全国迎来大范围高温天气	3
图 2: 假期后气温回落，04.29-05.08 平均气温表现低于此前	3
图 3: 5 月前两周空调线上线下零售均迎来大幅改善	3
图 4: 五一期间空调表现远好于其他品类	3
图 5: 近期线上价格趋势变化不大，竞争依旧激烈	4
图 6: 3 月份以来线下价格跌幅改善明显	4
图 7: 4 月至今周度高频数据也显示线上价格趋势变化不大	4
图 8: 4 月至今周度高频数据显示线下价格战明显缓解	4
图 9: 美的等品牌三级 1 匹特价机价格有所上调	5
图 10: 美的等品牌三级 1.5 匹特价机价格有所上调	5
图 11: 空调电商渠道销售占比越来越高	6
图 12: 相较线下，线上竞争格局明显偏差	6
图 13: 价格战使得线上小品牌份额下降明显	7
图 14: 线上渠道美的市占率表现突出	7
图 15: 价格战导致格力盈利能力有明显下滑	7
图 16: 营收未有明显好转的同时，格力净利润下滑明显	7
图 17: 价格战使得奥克斯出厂价、毛利率有所下滑	8
图 18: 美的空调业务盈利能力未受明显影响	8
图 19: 2012-2019 年冰洗线下零售均价累计涨幅均高达 55%	9
图 20: 行业步入存量阶段后，冰洗产品升级趋势明显	9
图 21: 1991 年以来日本空调能效水平持续提升	10
图 22: 2010 年以来日本空调最高能效不断提升	10
表 1: 近期部分品牌调价动作一览	5
表 2: 2019 新版空调能效标准与现行标准对比	8

1. 缘起：事情正在起变化

1.1. 高温催化，空调需求明显好转

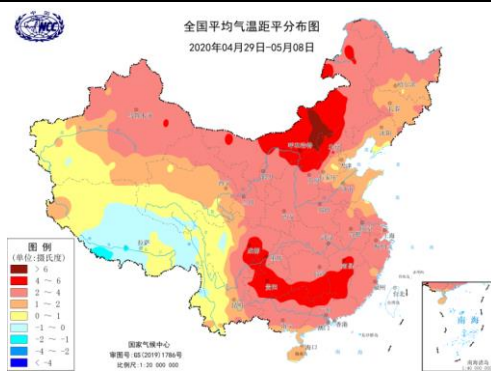
近期空调线上线下终端需求全面好转，主要是得益于全国大范围高温天气，推动空调终端动销进一步恢复，渠道库存得到一定消化。

图 1：五一期间全国迎来大范围高温天气



资料来源：中央气象台，浙商证券研究所

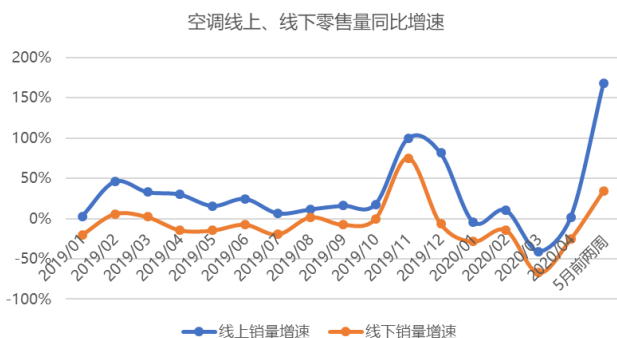
图 2：假期后气温回落，04.29-05.08 平均气温表现低于此前



资料来源：中央气象台，浙商证券研究所

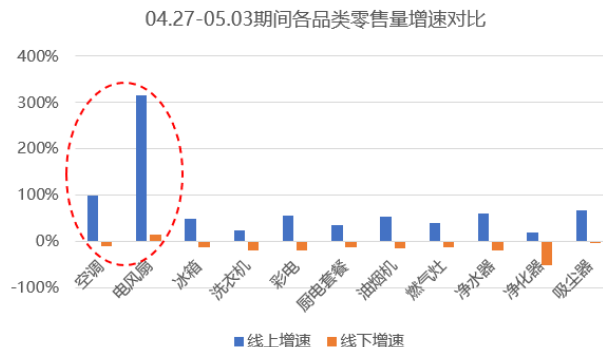
五一期间全国呈现大范围高温天气。根据中央气象台数据，5月1日至4日，全国绝大部分地区气温较历史均值高4℃左右，部分地区甚至较历史均值高出6℃；其中，5月3日陕西关中、山西中南部、河南、湖北西北部、湖南北部、安徽、浙江北部、四川盆地等地出现35℃~38℃高温；而全国共157个国家气象观测站最高气温达到或突破5月上旬极值，全国41个观测站最高气温达到或突破5月极值。

图 3：5月前两周空调线上线下零售均迎来大幅改善



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 4：五一期间空调表现远好于其他品类



资料来源：奥维，浙商证券研究所

天气刺激空调终端动销加速恢复。五一期间空调终端销售表现强劲，虽然假期之后全国气温有所回落，但5月第一周的极端高温天气使得需求持续释放，根据奥维数据，5月前两周（04.27-05.10）空调线上、线下零售量同比增速分别为168%、34%，增速较5月第一周（04.27-05.03）进一步提升。

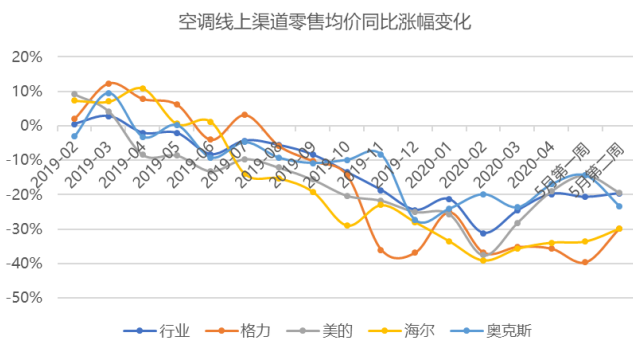
总体而言，此次高温天气使得线下渠道因疫情产生的销售压力、库存压力得到一定缓解，展望后市，6、7月份天气仍是今年空调需求能否超预期的决定性因素，天气情况难以提前预判，不过，18、19年连续两年凉夏天气使得基数较低是不争的事实，对于今年旺季需求我们谨慎乐观。

1.2. 空调价格战缓解，线下表现明显

在终端需求好转的同时，经过 19 年四季度大力度降价之后，从终端价格变动趋势、各品牌价格策略两个层面来看，近期空调价格战有所松动。

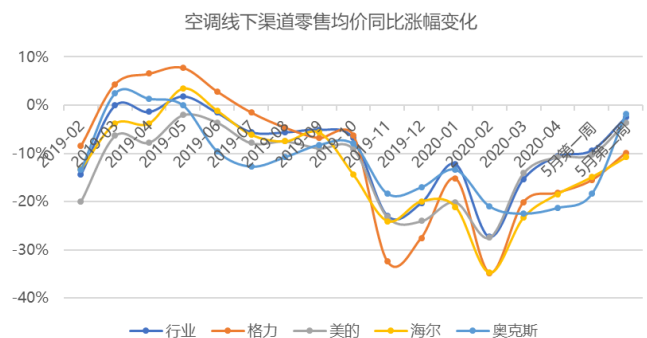
线下零售均价跌幅改善明显，线上争夺依旧激烈。从奥维监测的数据来看，4 月份空调行业线上、线下均价同比涨幅分别为-19.8%、-10.6%，而 2、3 月份线下均价下滑幅度较大，分别为-27.3%、-15.3%，我们可以看到，线下均价下跌幅度环比明显收窄，5 月份高频数据进一步确认了线下的价格趋势，5 月第一周、第二周行业线下均价同比涨幅分别为-9.4%、-2.5%，跌幅环比进一步收窄；而线上竞争依旧较为激烈，行业线上均价下滑幅度保持在 20%左右，环比变化幅度不大。

图 5：近期线上价格趋势变化不大，竞争依旧激烈



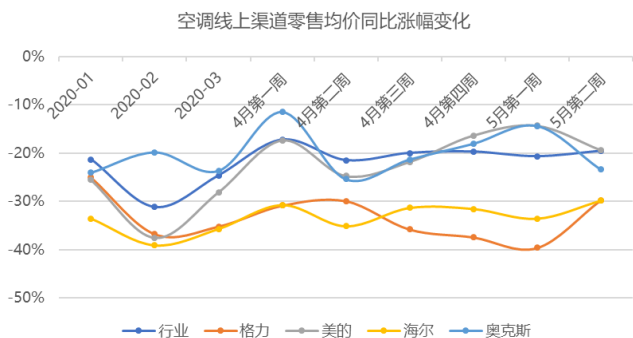
资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 6：3 月份以来线下价格跌幅改善明显



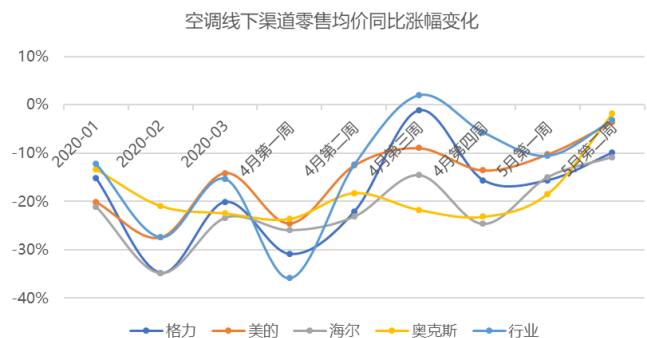
资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 7：4 月至今周度高频数据也显示线上价格趋势变化不大



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 8：4 月至今周度高频数据显示线下价格战明显缓解



资料来源：奥维，浙商证券研究所

具体到公司层面来看，无论龙头还是小品牌价格策略都有一定调整：

第一，奥克斯等小品牌纷纷发布涨价函。其中奥克斯 4 月 16 日发布调价函，宣布自 5 月 1 日起网批产品挂机上涨 120-150 元、柜机上涨 150-200 元；同时，TCL、新科以及美博等小品牌也纷纷上调出厂价；从奥维监测数据来看，奥克斯线上渠道价格跌幅略有收窄，但依旧保持较大力度，从侧面说明线上依旧是促销的主战场，而 5 月份奥克斯线下价格跌幅明显收窄，符合其网批产品涨价的策略。

表 1：近期部分品牌调价动作一览

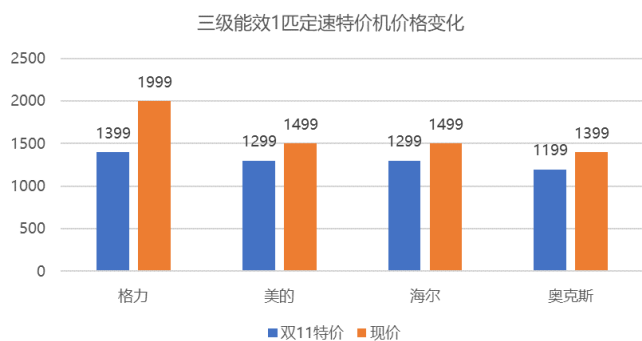
品牌	近期涨价动作
美的	自 4 月 5 日起取消定频、二级/三级变频和部分一级变频机型移动端补贴
海尔	自 4 月 1 日定频空调价格上调至少 50 元/台
奥克斯	自 5 月 1 日网批价格在 4 月开单价基础上，挂机上调 120-150 元/套，柜机上调 150-200 元/套
TCL	柔风系列空调自 5 月 1 日挂机上调 80-100 元/套，柜机上调 150-200 元/套
新科	自 5 月 1 日定频挂机上调 50-100 元，其它机型上调幅度参考 5 月当月价格
美博	自 5 月起全系列空调价格上调，涨幅将于 5 月下发

资料来源：浙商证券研究所整理

第二，龙头线下价格跌幅明显收窄，线上特价机价格上调。从奥维数据来看，近期龙头在线下渠道的价格跌幅有明显收窄，其中 5 月第二周（05.04-05.10）格力、海尔线下均价跌幅收窄至 10% 左右，由于促销较早、基数较低，5 月第二周美的均价跌幅收窄至 3.6%；

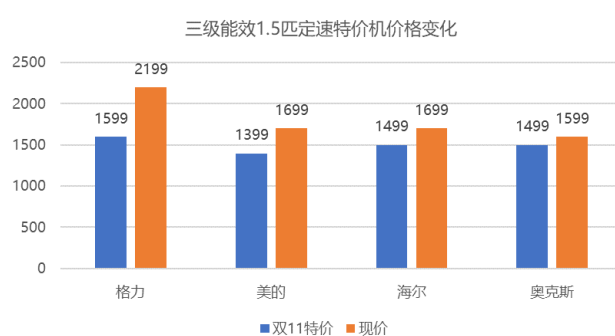
线上层面，龙头线上价格趋势变化不大，依旧延续较大促销力度，5 月至今格力美的海尔线上均价同比下滑幅度在 20%-30%，不过从我们对主要电商统计来看，部分龙头特价机降价力度有所回收，相较去年“双 11”期间，美的一级、三级能效特价机价格有 100-200 元的涨幅，海尔也有 200 元左右的涨幅。

图 9：美的等品牌三级 1 匹特价机价格有所上调



资料来源：京东，浙商证券研究所

图 10：美的等品牌三级 1.5 匹特价机价格有所上调



资料来源：京东，浙商证券研究所

总的来看，近期空调价格战有所缓解，其中 5 月份以来线下价格下跌幅度有明显收窄，线上依旧保持一定促销力度，不过线上特价机产品价格有所上调。

2. 判断：空调价格战趋于终结

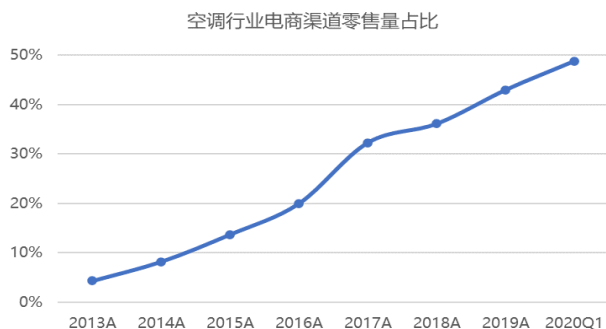
基于近期空调价格趋势，我们认为，空调价格战有望逐步走向终结，主要理由有以下三点：首先，通过价格战空调格局已重塑完成，小品牌市场份额降至地板水平，龙头份额难以进一步提升，价格战持续的意义不大；其次，大力度降价促销对龙头以及小品牌均造成了较大的盈利压力，叠加短期疫情影响，使得价格战难以持久；第三，新能效标准将于7月1日正式实施，低能效产品将被淘汰，通过降价消化旧能效产品的必要性大大下降。

2.1. 格局重塑完成，价格战意义不大

我们认为，此轮空调价格战的触发因素是进入存量阶段之后，龙头意图通过抢夺市场份额实现短期业绩增长，而目前行业竞争格局重塑已经完成、小品牌份额降至地板水平，价格战继续实施的意义不大。

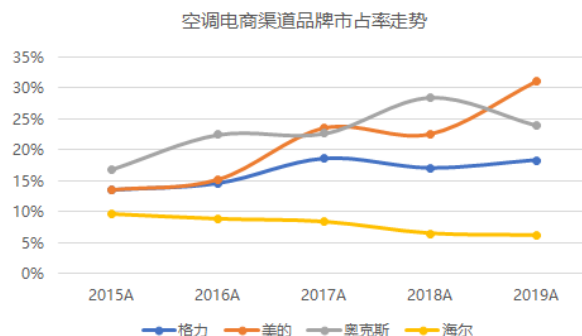
价格战本质是存量时代的应对策略。2019年空调价格战烽烟再起，美的格力相继实施大力度降价促销，这轮价格战性质与2015年有所不同，2015年价格战目的是消化严重积压的渠道库存，而这轮龙头希望通过价格战来提升份额、拉动业绩，本质上是存量时代的应对策略。

图 11：空调电商渠道销售占比越来越高



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 12：相较线下，线上竞争格局明显偏差

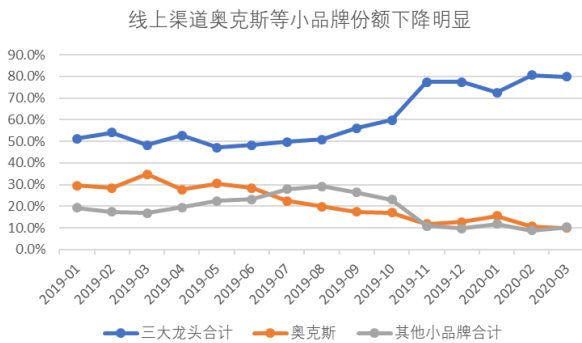


资料来源：奥维，浙商证券研究所

此次价格战的特殊背景在于，奥克斯通过电商弯道超车抢占了部分市场。这一轮价格战的特殊之处在于，奥克斯等小品牌通过电商渠道抢占了一部分市场份额，近年来空调线上销售占比越来越高，奥维数据显示2019年空调线上销量占比已经超过40%，而奥克斯主要市场就是线上，其在线上的市占率一度达到30%、排名第一；

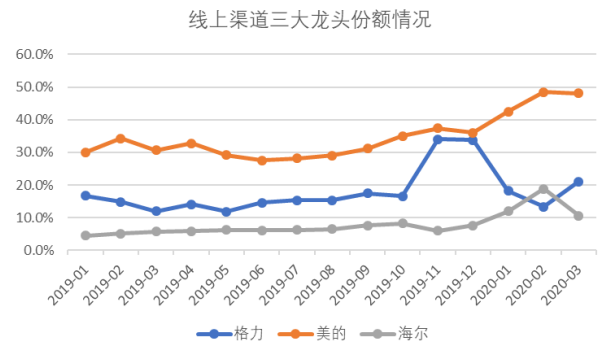
此外，奥克斯还进一步借助新零售渠道下沉至线下三四五六线市场，一方面通过网批绕开中间批发环节，直接发展经销商小B网点，另一方面，奥克斯还通过天猫京东等巨头在三四线市场新开的小KA门店，实现渠道下沉，这对以线下渠道为主的格力美的的产生了一定威胁；因此，为了实现自身业绩增长、打压崛起的小品牌，2019年年初美的率先发起价格战，四季度格力大力度跟进。

图 13：价格战使得线上小品牌份额下降明显



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 14：线上渠道美的市占率表现突出



资料来源：奥维，浙商证券研究所

格局重塑已经完成，小品牌“死而不僵”、龙头难以进一步提升份额。经过持续的价格战冲击，小品牌市场份额下降明显，其中，奥克斯在电商渠道市占率从此前的 30% 大幅下滑至 10% 左右，目前奥克斯线上线下合计市占率仅约 5%，其他小品牌电商渠道合计市占率从此前的 20%-30% 下降至 10%，龙头价格战的效果已经达到，而从历史经验以及小品牌背后资源来看，奥克斯等小品牌份额进一步下降、甚至死掉的可能性不大，龙头很难通过价格战进一步提升份额，未来需要寻找新的增长模式。

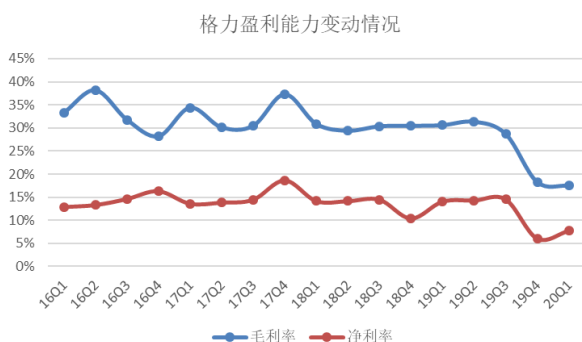
不过龙头之间的格局并不稳定，在电商渠道，美的市占率明显高于格力，格力可能在线上持续发力以夺回龙头地位。

2.2. 降价幅度较大，企业面临盈利压力

价格战对龙头、小品牌盈利均产生较大冲击。此轮价格战力度较大，其中格力变频三级以及定频产品特价机价格下调幅度达到 30%-40%，而美的、海尔以及奥克斯等基本采取跟随策略，同类型产品定价比格力低 100-200 元。

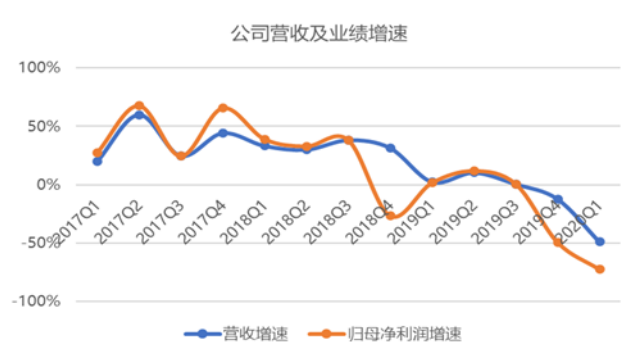
盈利能力层面，受 19 年“双 11”格力“百亿补贴”大促销影响，19Q4 格力盈利能力下滑明显，净利率同比下降 4.4 个百分点，随着促销持续推进以及疫情影响，20Q1 净利率同比下滑 6.3 个百分点；

图 15：价格战导致格力盈利能力有明显下滑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：营收未有明显好转的同时，格力净利润下滑明显

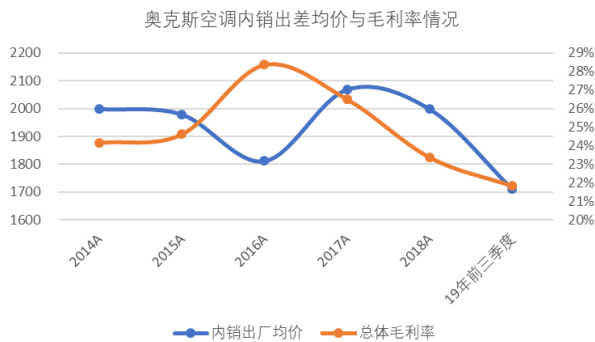


资料来源：Wind，浙商证券研究所

小品牌方面，以较为典型的奥克斯为例，在没有发起“双 11”促销、仅面临美的的相对温和促销的情况下，19 年前三季度奥克斯空调内销出厂均价为 1710 元、较 18 年下滑 14.4%，19 年前三季度空调业务总体毛利率为 21.8%、较 18 年下滑 1.5 个百分点，同期空

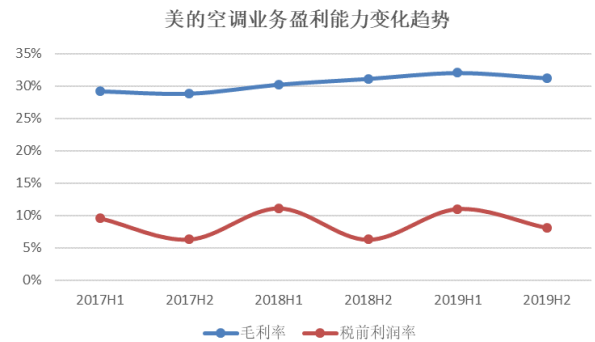
调业务净利率仅为 1.3%，目前 19Q4 财务数据还未披露，但“双 11”降价力度明显加大，奥克斯大概率面临亏损局面。

图 17：价格战使得奥克斯出厂价、毛利率有所下滑



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 18：美的空调业务盈利能力未受明显影响



资料来源：Wind，浙商证券研究所

不过另一大龙头美的空调业务盈利能力表现相对稳定，其毛利率保持同比提升势头，同时 19 年下半年美的空调业务税前利润率实现同比提升 1.8 个百分点。

2.3. 新能效标准实施，旧产品淘汰完毕

此轮价格战另一个背景在于，空调新能效标准将于 2020 年 7 月实施，低能效产品面临淘汰，在新标准实施之前，空调厂商通过降价来消化低能效产品库存。

新能效标准实施在即。2019 年 12 月底，新版空调能效标准正式发布，将于 2020 年 7 月 1 日正式实施，新标准相较旧标准的变化主要有三点：

第一，将此前独立的定频、变频两个标准进行合并，能效的计算方法统一为 APF（冷暖）或 EER（单冷）；

第二，定频空调能效等级由 3 个变为 5 个，变频空调保持 3 个（变频空调不能低于新标准三级能效）；

第三，能效水平提升明显，其中定频空调原 3 级能效已低于新的标准，将被彻底淘汰，变频空调（主流的冷暖挂机）准入门槛由 3.5 提升到 4、提升幅度 14%，APF 能效一级标准由 4.5 提升到 5、提升幅度 11%。

表 2：2019 新版空调能效标准与现行标准对比

版本	类型	计算方法	额定制冷量	能效等级					
				1 级	2 级	3 级	4 级	5 级	
新标准									
2019 版	定频和变频	单冷	SEER	CC ≤ 4500W	5.8	5.4	5	3.9	3.7
				4500W < CC ≤ 7100W	5.5	5.1	4.4	3.8	3.6
				7100W < CC ≤ 14000W	5.2	4.7	4	3.7	3.5
		冷暖	APF	CC ≤ 4500W	5	4.5	4	3.5	3.3
				4500W < CC ≤ 7100W	4.5	4	3.5	3.3	3.2
				7100W < CC ≤ 14000W	4.2	3.7	3.3	3.2	3.1
现行标准									
2010 版	定频	整体式	SEER	-	3.3	3.1	2.9		
		分体	SEER	CC ≤ 4500W	3.6	3.4	3.2		

2013 版	变频	单冷	SEER	4500W < CC ≤ 7100W	3.5	3.3	3.1
				7100W < CC ≤ 14000W	3.4	3.2	3
				CC ≤ 4500W	5.4	5	4.3
				4500W < CC ≤ 7100W	5.1	4.4	3.9
	冷暖	APF		7100W < CC ≤ 14000W	4.7	4	3.5
				CC ≤ 4500W	4.5	4	3.5
				4500W < CC ≤ 7100W	4	3.5	3.3
				7100W < CC ≤ 14000W	3.7	3.3	3.1

资料来源：国家标准委，浙商证券研究所

通过降价以消化旧能效产品的必要性下降。虽然新能效标准给予市场一年过渡期，即旧能效产品销售可延迟至 2021 年 7 月 1 日，不过，在新能效正式实施的 2020 年 7 月 1 日之后，空调厂商将不得生产旧能效产品；因此，随着新能效标准实施的临近，各大空调厂商纷纷布局高能效产品，旧能效三级产品经过大力度促销后库存得到消化、将逐步退出市场，通过降价以消化旧能效产品的必要性大大下降。

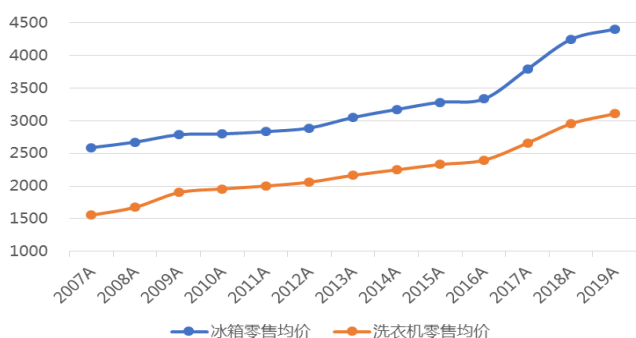
3. 结论：把握龙头布局时点

3.1. 均价提升，有望成为中长期逻辑

随着空调内销量超过 9000 万台，市场对于空调未来增长前景有所担忧，我们在深度报告《空调涨价周期将至？》中就有论述，随着销量逐步接近天花板，均价提升有望成为行业新的增长逻辑。

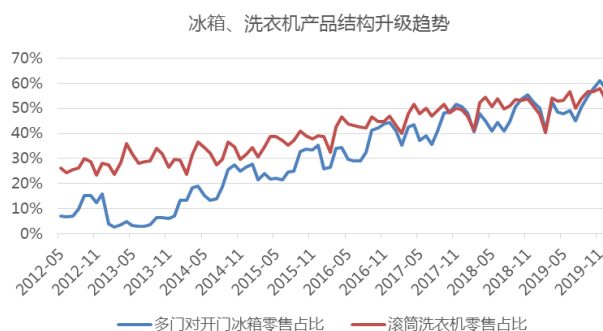
存量时代，价格有望引领空调进入下一轮增长。借鉴来看，涨价是冰洗存量阶段的核心增长点，12-18 年空冰洗零售均价分别上涨 15%、50%、48%，对比来看空调涨幅明显落后，空调均价有较大上涨空间；此外，空调行业寡头垄断、竞争格局更好，且经过 19Q4 价格战之后市场集中度进一步提升，具备了良好基础。

图 19：2012-2019 年冰洗线下零售均价累计涨幅均高达 55%



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

图 20：行业步入存量阶段后，冰洗产品升级趋势明显

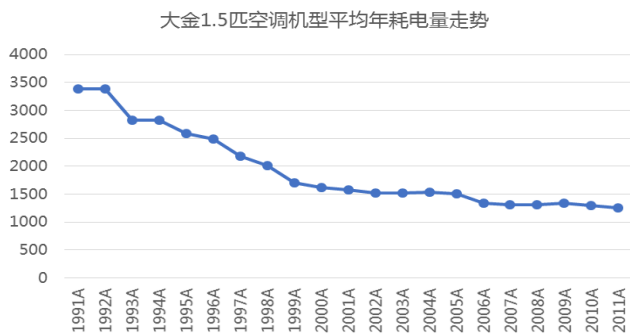


资料来源：中怡康，浙商证券研究所

复盘来看，冰洗均价上涨，是以大容量冰箱、滚筒洗衣机为代表的产品升级实现，我们认为，未来空调涨价的核心方向也将是产品升级。

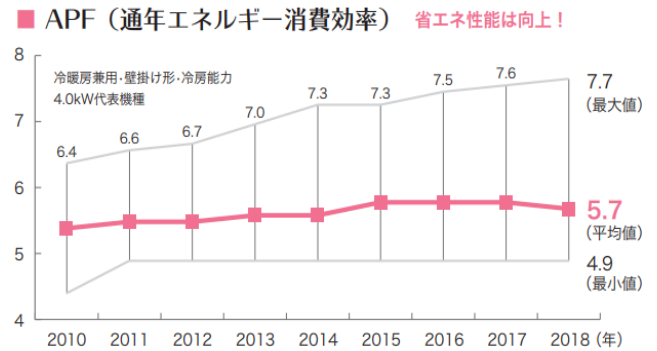
考虑到变频占比已达 60%、未来提升空间有限，我们认为，**能效将是空调的核心涨价路径**：首先，政府注重家电能耗问题，通过数次提升能效准入门槛来逐步提升空调能效水平；其次，消费者对空调耗电问题也较为重视；第三，从日本经验来看，变频普及之后，家用空调最终升级方向也是高能效。

图 21：1991 年以来日本空调能效水平持续提升



资料来源：大金官网，浙商证券研究所

图 22：2010 年以来日本空调最高能效不断提升



资料来源：日本经济产业省，浙商证券研究所

我国能效提升空间超过 60%，空调均价提升空间巨大。通过测算，目前我国空调平均能效水平大约为 3.65，落后日本 60%，结合政府制定 2030 年我国空调能效准入门槛将提高 50% 以上的目标，预计未来 10 年我国能效水平将提升超过 60%；随着今年新能效标准实施，通过能效提升推动空调均价上涨的逻辑有望逐步兑现。

3.2. 基本面向好，把握高股息龙头

价格战有望走向终结，基本面逐步向好。短期空调终端动销已逐步回归正常，展望后市，天气因素难以预判，考虑到 18-19 年连续两年凉夏、基数偏低，对于今年旺季需求我们谨慎乐观，价格层面，我们预计价格战有望逐步结束，龙头盈利压力有望大幅缓解；长期来看，基于能效提升拉动的产品升级，均价上涨有望推动空调龙头业绩维持 10% 增长。

龙头积极应对新零售，有望迎来渠道变革红利。龙头正积极应对渠道变革，尤其是格力，从去年成立电商子公司到“双十一”线上线下同时促销，格力渠道调整动作不断，而近期董明珠称正在研究如何实现线下经销商与线上融合，我们认为，此举意味着格力将调整以线下为主的渠道模式，以应对新零售渠道变革，公司品牌壁垒突出、规模优势显著、余粮丰厚，有望迎来渠道变革红利。

全球低利率环境，龙头高股息价值凸显。作为高股息白马，在全球低利率环境下，家电龙头价值更加凸显；其中格力层面，虽然 19 年度分红低于预期，不过公司可能在 2020 年中期进一步分红，而混改方案规划最低 50% 现金分红比例，未来格力股息率将超过 4%，而实际分红比例有望更高；美的方面，2019 年现金分红加回购占净利润比重接近 60%，股息率接近 3%。

综上，建议把握龙头布局良机，推荐格力电器、美的集团、海尔智家。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn