

何时重塑格局，期待王者归来

——格力电器 (000651.SZ) 跟踪报告

公司动态

◆**波澜不惊的需求下，正在发生多年未见之变局。**2019年上半年的空调零售市场显得波澜不惊，不同品牌的内销增速却明显分化，美的和奥克斯份额逆势上升，曾经稳如泰山的“双寡头”格局能否被撼动？这种变化是长期趋势吗，抑或是短期波动？

◆**奥克斯/美的逆势增长，共通性是拥抱新渠道。**近两年的最新变化是新渠道红利，数据显示，奥克斯近两年崛起和美的2019H1表现优于行业，两者基本独占了新渠道红利。奥克斯2018年电商收入占比近7成；美的集团的T+3改革和2018H2去库存工作，为传统渠道效率升级、推出性价比产品做好了铺垫。总结两者的共通性：**提供高性价比产品，享受到了电商、网批等新渠道的增长红利。**

◆**渠道品牌放量源于先发优势，但无长期壁垒。**我们认为，空调龙头无论是出于短、中、长期考虑，都有必要出手重塑行业格局，理想的时间段是**2019-2020冷年**。从制造端来看，除了大规模制造管理优势，空调压缩机仍是空调制造的命门。从渠道端看，新渠道对龙头公司是欢迎的。若格力和美的在价格上持续施压，面对盈利能力和现金流强得多的“双寡头”，“奥克斯们”几乎无解。

◆**格力策略推演：防守转进攻，先重塑格局，再升级渠道。**从降低库存、重塑格局、升级渠道等多个维度，格力新冷年的竞争策略都有从防守转向进攻的可能性。格力依旧掌握定价权，手中有充足的牌可以打，若2019H2竞争策略更主动，完全有能力扭转短期份额的下滑。如果能借力混改东风，进一步强化渠道和上市公司的利益一致性，从而顺利推动渠道体系的升级，则凭借强大的品牌和制造壁垒，格力依然是家用空调领域的绝对龙头。

◆**投资建议：**当前格力估值距离历史估值底并不远，安全边际足够。如果格力的策略从防守转向进攻，市场有望扭转当前对格力较为谨慎的价值判断。维持19-21年EPS预测为4.88/5.35/5.94元，对应PE分别为10/9/8倍，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**行业需求低于预期；品牌竞争恶化；格力混改低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150,020	200,024	208,745	231,279	248,305
营业收入增长率	36.24%	33.33%	4.36%	10.80%	7.36%
净利润(百万元)	22,402	26,203	29,334	32,178	35,743
净利润增长率	45.27%	16.97%	11.95%	9.69%	11.08%
EPS(元)	3.72	4.36	4.88	5.35	5.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.15%	28.69%	26.35%	26.19%	26.28%
P/E	13	11	10	9	8
P/B	4.6	3.3	2.7	2.4	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月9日

买入(维持)

分析师

金星(执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebscn.com

甘骏(执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebscn.com

王奇琪(执业证书编号：S0930519050001)

021-52523880

wangqq@ebscn.com

市场数据

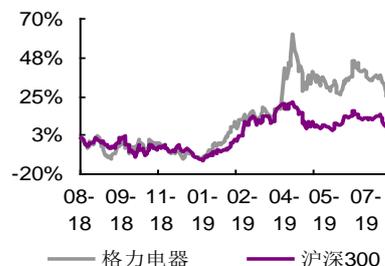
总股本(亿股)：60.16

总市值(亿元)：3246.09

一年最低/最高(元)：33.89/63.55

近3月换手率：44.60%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.00	-1.72	22.12
绝对	-8.21	-0.78	29.06

资料来源：Wind

相关研报

资产质量依旧上乘，期待混改优化治理——格力电器(000651.SZ)2019年一季度报点评

.....2019-04-30
分红非常态，仍是现金奶牛——格力电器(000651.SZ)2018年报点评

.....2019-04-29
国资转让股权，有望开启治理新时代——格力电器(000651.SZ)公告点评

.....2019-04-08

目 录

1、 波澜不惊的需求下，正在发生多年未见之变局.....	5
2、 奥克斯/美的逆势增长，共通性是拥抱新渠道	7
2.1、 奥克斯的崛起主要归功于线上渠道	7
2.2、 19 年至今美的高歌猛进，不仅仅是降价促销	8
2.3、 两者的共通性：提供高性价比产品，享受新渠道的增长红利	11
3、 渠道品牌放量源于先发优势，但无长期壁垒	12
3.1、 对“奥克斯们”的限制已势在必行.....	12
3.2、 以奥克斯为例，渠道品牌有哪些明显的短板？	14
4、 格力策略推演：防守转进攻，先重塑格局，再升级渠道	17
4.1、 竞争对手转变策略，价格竞争不再为去库存.....	18
4.2、 渠道壁垒受冲击，但格力依旧掌握定价权	19
4.3、 价差弥合有望迅速带动现有渠道份额回升	20
4.4、 借力混改东风，期待渠道体系再次升级.....	24
5、 风险提示.....	28

图表目录

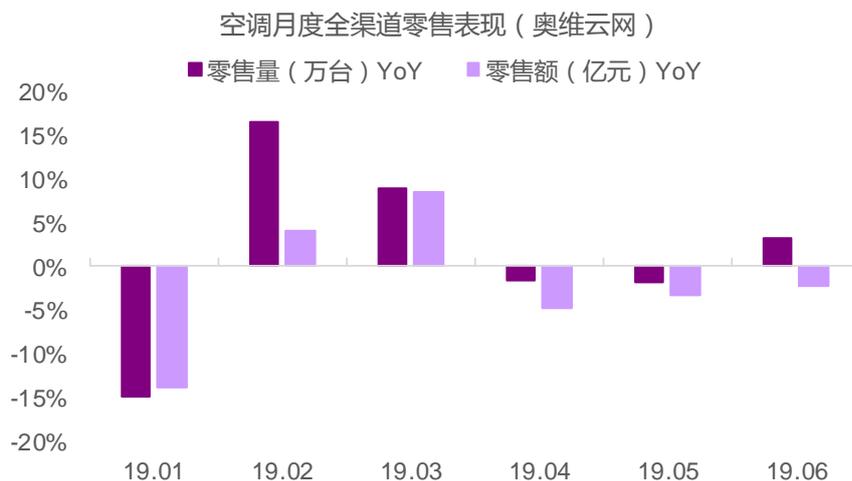
图 1：2019 上半年空调零售规模增长较为平淡.....	5
图 2：2019H1 不同公司的内销出货量增速千差万别.....	5
图 3：2016 年以前空调龙头坐享极其稳定的“双寡头”格局.....	6
图 4：奥克斯主要整合中小品牌份额，对“双寡头”格局影响不大.....	6
图 5：2019 年以来美的空调线上份额增幅一骑绝尘.....	7
图 6：19 年 2 月以来美的线下零售量份额一度反超格力.....	7
图 7：奥克斯选择全力拥抱线上渠道.....	7
图 8：奥克斯的出货量依靠线上渠道顺势崛起.....	8
图 9：奥克斯用高性价比整合价格敏感型的电商消费者.....	8
图 10：奥克斯空调内销收入中电商渠道贡献主要增量.....	8
图 11：零售巨头们开始加速向低线市场渗透.....	9
图 12：美的集团当前渠道模式一览.....	10
图 13：2019H1 美的空调内销出货量增速远超其他竞争对手.....	10
图 14：天猫优品成交额快速超过家电品牌旗舰店.....	11
图 15：奥克斯和美的占到天猫优品销售额的 65% 以上.....	11
图 16：性价比更高的品牌更符合低线市场的需求.....	11
图 17：2019H1 奥克斯空调销量已经接近格力销量的 40%.....	12
图 18：小米今年推出柜式和立式空调新品.....	13
图 19：苏宁极物今年推出柜式和立式空调新品.....	13
图 20：奥克斯压缩机外部供应商占比（2017 年）.....	14
图 21：全国空调压缩机产能基本被垄断（2017 年）.....	14
图 22：2017 年开始美的和格力加大在线上渠道的份额争夺（零售额份额）.....	14
图 23：2016-18 年各品牌空调线上均价变动（单位：元）.....	15
图 24：奥克斯空调业务毛利率近年来呈现下行趋势.....	15
图 25：美的今年把线上渠道和奥克斯的价差进一步收窄.....	15
图 26：可比挂机美的相对奥克斯溢价率仅为 5~7%.....	15
图 27：奥克斯线上份额从 19 年 6 月开始出现明显的同比下滑.....	16
图 28：格力和美的空调内销盈利能力遥遥领先（估算）.....	16
图 29：格力电器和美的集团净现金均超过 1000 亿元.....	16
图 30：随着竞争加剧，奥克斯本就吃紧的现金流和盈利能力压力会更大.....	17
图 31：本轮周期美的主动发起价格竞争，直指终端消费者.....	18
图 32：2019H1 各品牌线上零售量份额变化.....	19
图 33：2019H1 各品牌线下零售量份额变化.....	19
图 34：格力的制造端优势仍然领先其他竞争对手.....	19
图 35：格力的份额压力主要源于和美的短期价差迅速扩大.....	20
图 36：美的线下挂机价格同比降幅普遍在 10% 以上.....	21

图 37：格力线下挂机只有少数几款降价	21
图 38：2019H1 美的和格力不同价位段线下渠道零售量份额 YoY	21
图 39：2019H1 变频/定频挂机价差（格力-美的）扩大 300 元/150 元左右	22
图 40：空调综合成本年初以来同比下降 4~5%	23
图 41：格力电器拥有丰厚的盈利蓄水池	23
图 42：19 年 6 月格力在线上渠道跟进降价促销	24
图 43：19 年 6 月格力线上份额趋势反转	24
图 44：格力电器的渠道利润比竞争对手更为丰厚	25
图 45：格力线下渠道较线上渠道利润更为丰厚	26
图 46：格力电器销售公司股权关系梳理	27
图 47：格力对渠道的掌控力和混改落地有望保障渠道升级顺利推进	27
图 48：格力在行业需求周期底部的估值均为真实盈利 10 倍左右	28
表 1：新玩家的思路和奥克斯无本质区别	13
表 2：格力空调牢牢占据淘宝系空调相关热搜词榜首	20
表 3：为了将价差拉回前期水平格力所需降价幅度	22
表 4：2019H1 唯独格力未跟随成本下行而下调空调零售价	23

1、波澜不惊的需求下，正在发生多年未见之变局

和前两年零售市场的波澜壮阔、屡超预期相比，2019 年上半年的空调零售市场显得波澜不惊，空调全渠道零售量 19Q1 增长 4.4%，19Q2 和去年同期持平。但波澜不惊的需求下，行业竞争正在发生多年未见之变局。

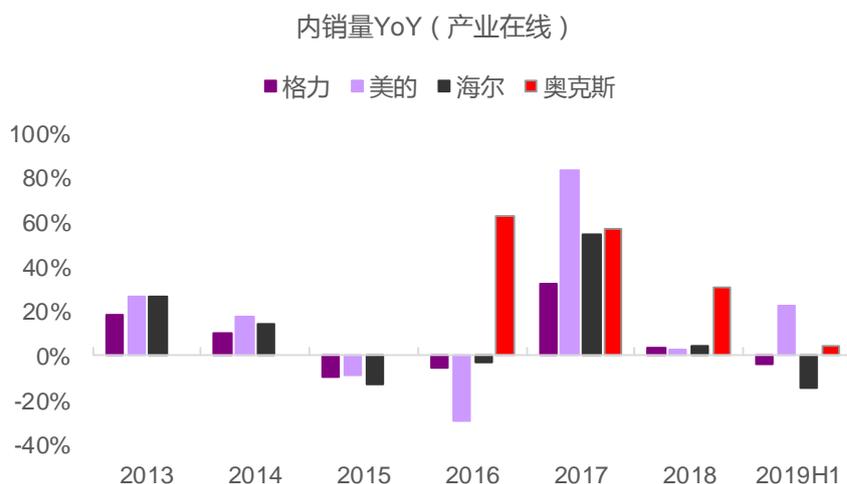
图 1：2019 上半年空调零售规模增长较为平淡



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

2019H1 平淡的需求之下，不同品牌的内销出货量增速明显分化，从产业在线内销出货量统计来看，除了奥克斯同比+4%，持续强于行业之外，美的内销量异军突起，同比+23%，而格力、海尔内销量同比下滑。

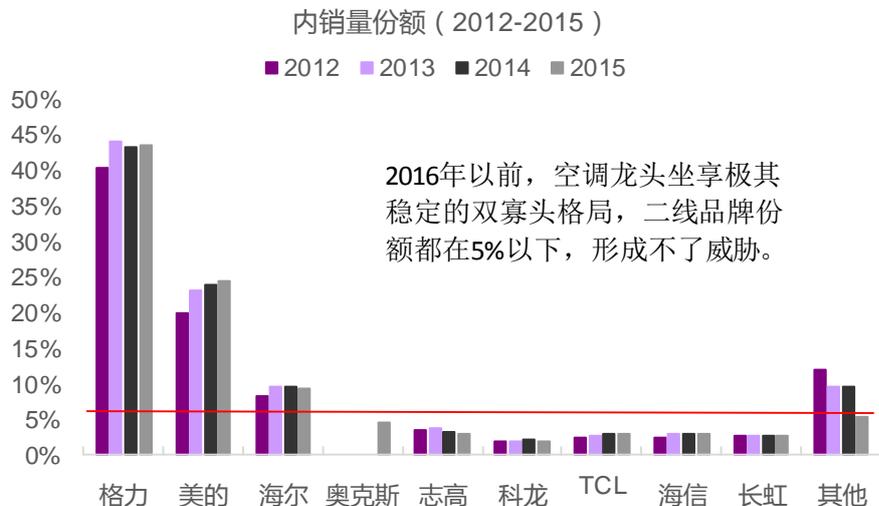
图 2：2019H1 不同公司的内销出货量增速千差万别



资料来源：产业在线，光大证券研究所

2016 年以前，空调龙头坐享极其稳定的“双寡头”格局。格力内销量份额保持在 40%左右，美的稳定在 20~25%，一直保持强者恒强的趋势；除了海尔份额达到 10%以外，其他二线品牌份额都在 5%以下，对格局形成不了威胁。

图 3：2016 年以前空调龙头坐享极其稳定的“双寡头”格局

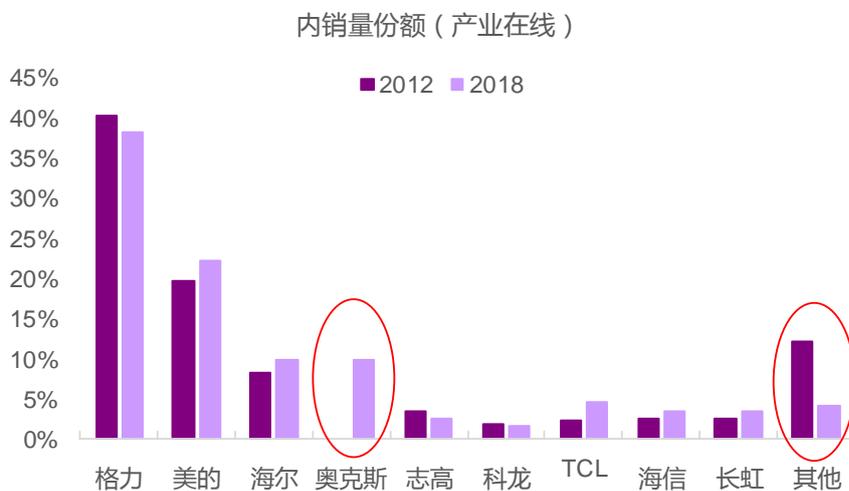


资料来源：产业在线，光大证券研究所

2016 年之后行业格局开始出现扰动，先有奥克斯异军突起。

奥克斯的内销量份额快速突破 5%，2018 年接近 10%，从份额变化来看，奥克斯主要完成了对中小品牌份额的整合，而其他厂商几乎都错过了这一机会。

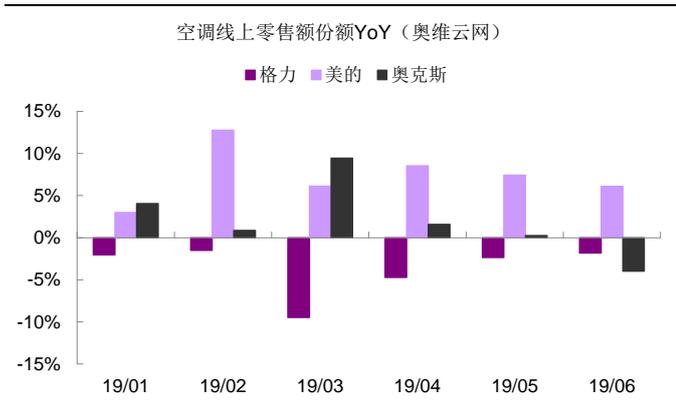
图 4：奥克斯主要整合中小品牌份额，对“双寡头”格局影响不大



资料来源：产业在线，光大证券研究所

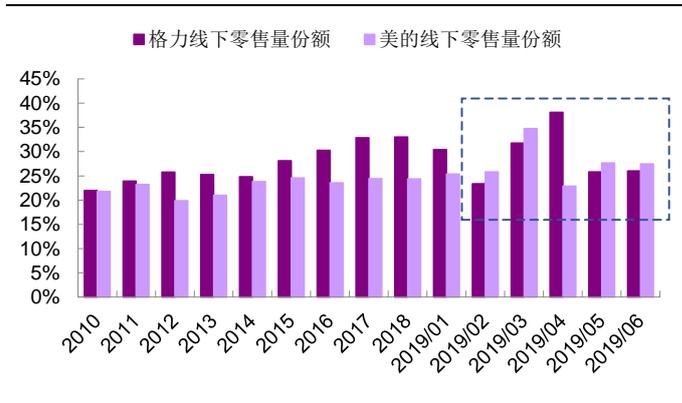
2019 年春节后美的主动出击，再掀波澜。美的反常规地在 19 年春节后就开启降价促销，份额随之快速走高，线上份额同比增幅保持在 5pct 以上，一骑绝尘，线下零售量份额（中怡康监测口径）甚至阶段性反超格力。

图 5：2019 年以来美的空调线上份额增幅一骑绝尘



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 6：19 年 2 月以来美的线下零售量份额一度反超格力



资料来源：中怡康，光大证券研究所

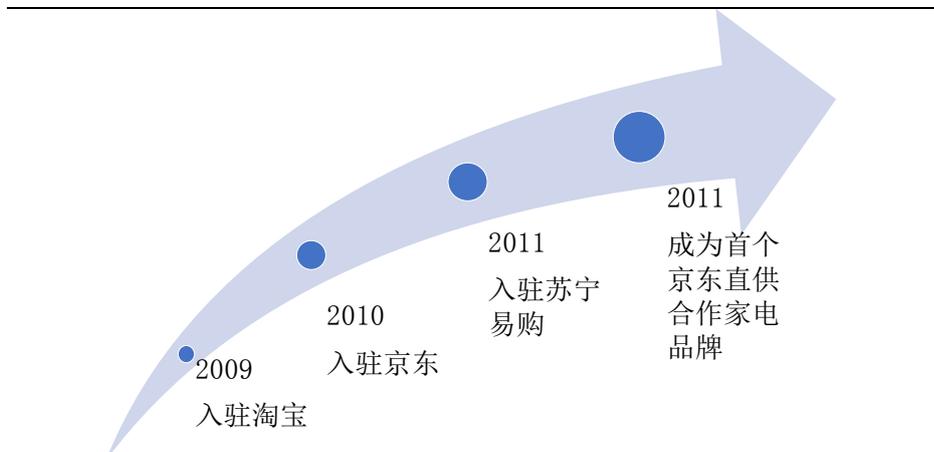
奥克斯和美的何以能撼动之前稳如泰山的空调格局，为什么是奥克斯和美的，而不是其他厂商？这会变成长期趋势吗，抑或仅仅是短期波动？

2、奥克斯/美的逆势增长，共通性是拥抱新渠道

2.1、奥克斯的崛起主要归功于线上渠道

当格力、美的还在犹豫，奥克斯选择全力拥抱线上渠道。当时尚不起眼的奥克斯对新渠道的嗅觉不可谓不灵敏，奥克斯空调 2009 年开始和淘宝合作，2010 年正式入驻京东，2011 年成为首个和京东实现总部直供合作的家电品牌，并且登陆苏宁电商。本来就没有庞杂线下渠道体系的奥克斯选择全力拥抱线上渠道，而格力、美的囿于对线下渠道利益的保护，前期对全面扩张线上渠道的态度始终犹豫。

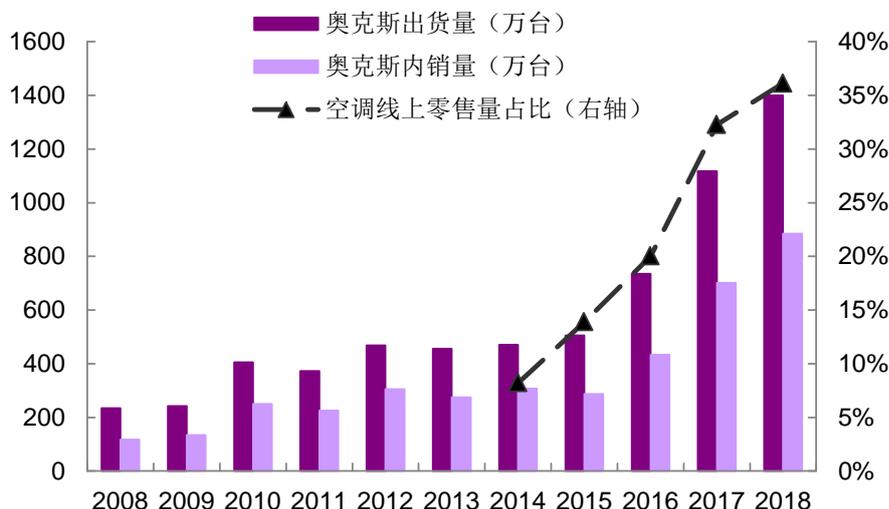
图 7：奥克斯选择全力拥抱线上渠道



资料来源：搜狐新闻，光大证券研究所整理

线上渠道的崛起速度可能也超过了奥克斯的预期。2014年，线上渠道空调零售量只占总零售量的8%，当时的奥克斯内销加上出口的总出货量才471万台，占当年行业总销量的4.1%。到2018年，线上渠道空调零售量占总零售量的比例已经突破36%，而奥克斯的出货量达到1400万台，仅次于格力和美的。

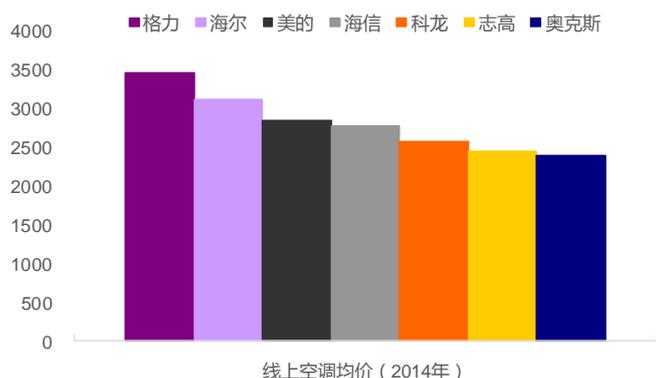
图 8：奥克斯的出货量依靠线上渠道顺势崛起



资料来源：奥克斯集团公告，奥维云网，光大证券研究所

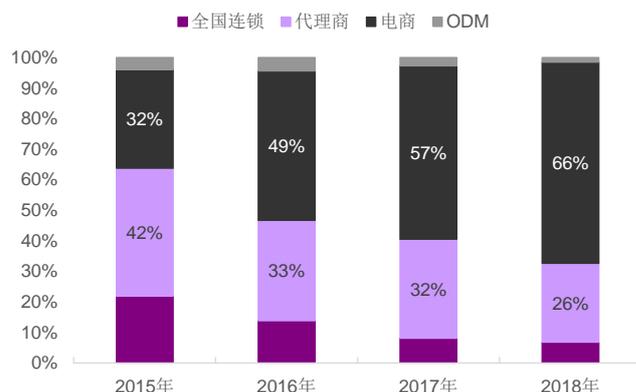
借力电商渠道+采取相匹配的高性价比定价，成为“千万台量级”的新贵。借助线上渠道的流量和效率优势，奥克斯成功整合部分中小品牌的份额，从不同渠道的收入占比来看，电商渠道是奥克斯空调最近几年收入大幅增长的主要来源，2018年电商渠道在奥克斯空调内销收入中占比达到66%。

图 9：奥克斯用高性价比整合价格敏感型的电商消费者



资料来源：中怡康，光大证券研究所，注：单元：元

图 10：奥克斯空调内销收入中电商渠道贡献主要增量



资料来源：奥克斯集团公告，光大证券研究所

因此，奥克斯的成功是渠道策略的成功，归功于对线上渠道的前瞻布局 and 2015年后线上空调销售规模的快速增长。

2.2、19 年至今美的高歌猛进，不仅仅是降价促销

我们已在 2019 年 5 月 21 日的专题思考《从美的高歌猛进看空调行业的变化》中分析过美的空调业务 2019 年春节后快速增长的行业和个体因素：

行业因素：与前两年“消费升级”是主旋律不同，随着经济增速放缓，尤其是商品流通成本下降，以追求“性价比”为主要特征的低线需求崛起。

1) 需求层面，当前正是三四线城市商品房，2017-18 年棚改交房的高峰期；

2) 供给层面，流通成本的下降使得产品以更低价格触达消费者，是低线需求释放的另一层驱动力。

图 11：零售巨头们开始加速向低线市场渗透



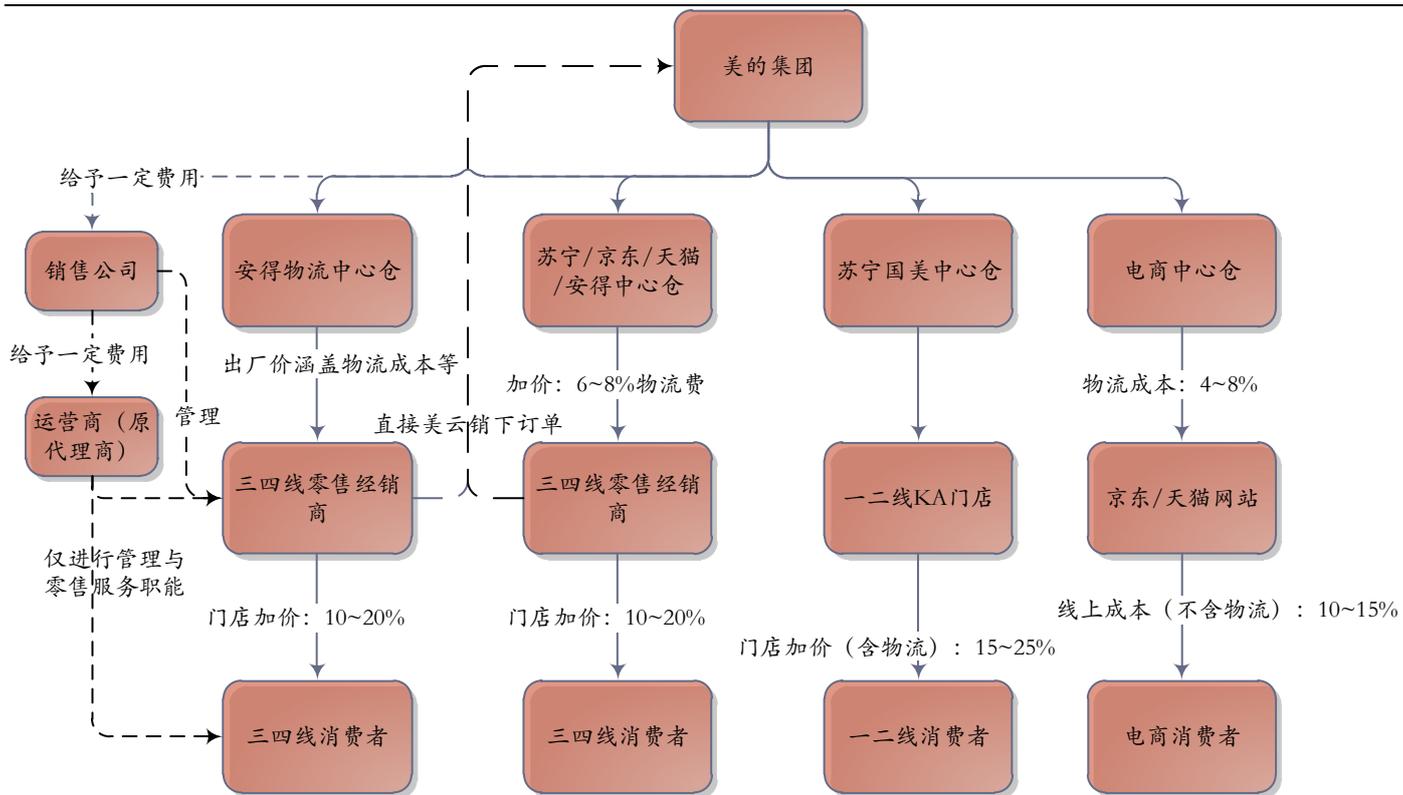
资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

个体因素：

- 1) 集团推动 T+3 模式，为空调业务渠道变革做了能力上的准备。
 - a、信息化：实现以预测订单驱动生产、对渠道库存全面掌控；
 - b、安得物流实现工厂到经销商仓库的直配。渠道层级缩短，渠道成本下降。
- 2) 2018H2 主动压缩渠道库存、回笼现金流，轻装上阵，为短期零售调价扫除了障碍。

因此，2019 年可以快速灵活地利用大宗商品走低，率先实现高性价比定价，抢占性价比需求。

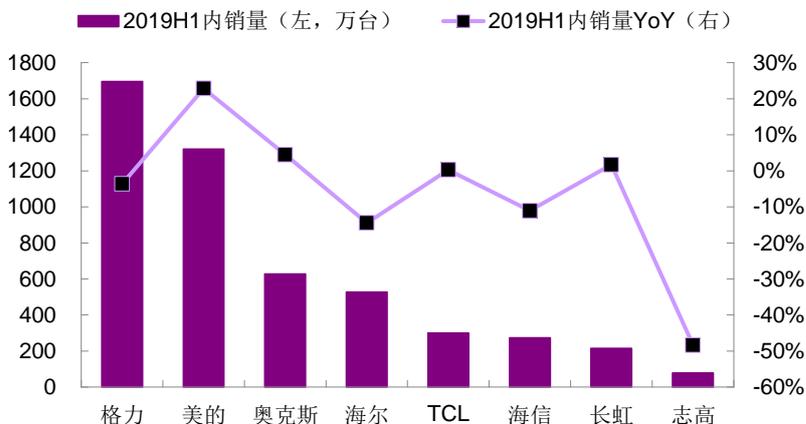
图 12：美的集团当前渠道模式一览



资料来源：公司调研，光大证券研究所绘制

完成上述两点准备，美的空调今年双线作战，线上线下份额均大幅提升，2019H1 美的空调内销出货量增速远超其他竞争对手。线下渠道效率升级，勤进快出，2019-2020 年冷年开盘也于7月底提前启动。放手拥抱电商、网批等各类新渠道。

图 13：2019H1 美的空调内销出货量增速远超其他竞争对手



资料来源：产业在线，光大证券研究所

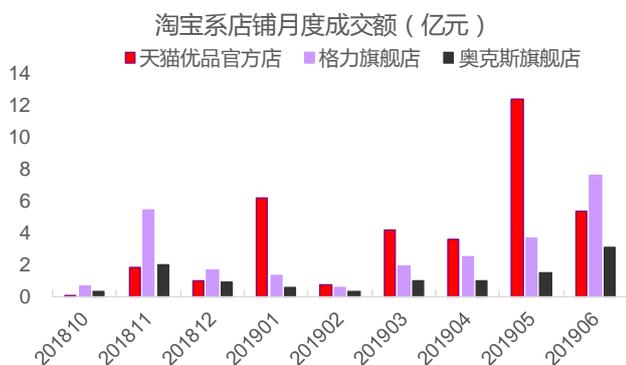
(更多关于美的的分析可以参考我们前期报告《从美的高歌猛进看空调行业的变化》，此处不再详细论述。)

2.3、两者的共通性：提供高性价比产品，享受新渠道的增长红利

奥克斯近两年前期的崛起和美的 2019H1 再次发力、表现优于行业，两者背后有一个共同原因：**提供高性价比产品，享受到了电商、网批等新渠道的增长红利。**

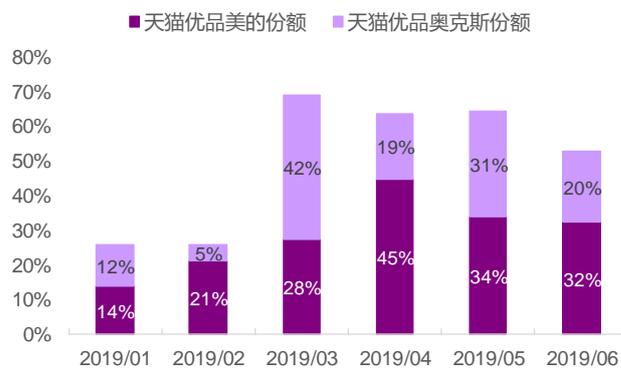
今年的新变化是低线市场的新渠道红利，天猫优品（农村淘宝官方平台）今年快速增长，是淘宝系重要的增量，奥克斯与美的都选择积极跟进，凭借高性价比的产品，奥克斯和美的在天猫优品整体销售额中合计能占到 65%左右的份额，基本独占了这一新渠道的增长红利。

图 14：天猫优品成交额快速超过家电品牌旗舰店



资料来源：淘数据，光大证券研究所

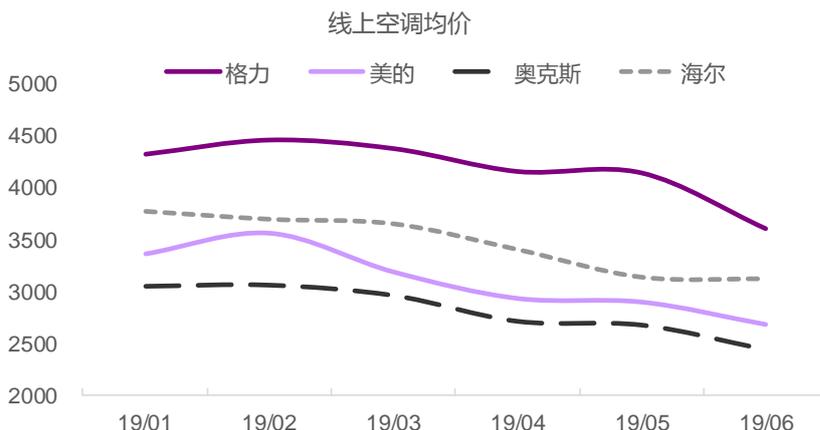
图 15：奥克斯和美的占到天猫优品销售额的 50%以上



资料来源：淘数据，光大证券研究所

除了天猫优品以外，苏宁零售云和京东家电专卖店**向低线市场的快速下沉也需要性价比更高、定价更符合低线市场需求的产品**，美的和奥克斯自然也更受青睐。

图 16：性价比更高的品牌更符合低线市场的需求



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，注：单位：元

为何美的空调发力晚了几年？**和奥克斯不同的是，传统品牌往往都有传统线下渠道的利益需要权衡。**美的空调近年来放手拥抱各类新渠道，是因为美的集团前几年的 T+3 改革提供了能力上的准备，尤其强化了信息化和物流配送两方面的能力。

线上线下产品区隔只是权宜之计，帮助传统渠道实现效率升级才是根本之策，从而避免新老渠道的效率差异过大而导致的定价差异和利益冲突。

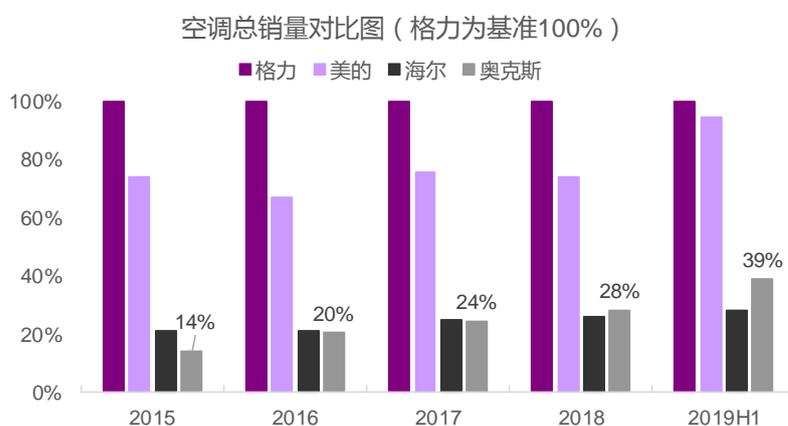
3、渠道品牌放量源于先发优势，但无长期壁垒

3.1、对“奥克斯们”的限制已势在必行

2018年初，奥克斯集团董事长郑坚江在采访中表示：“2018年预计总产能突破2200万套。”根据产业在线统计，2019H1奥克斯空调销量972万台，已经接近格力销量的40%，上升势头依然强劲。

更大的产销规模将意味着对渠道和供应商议价能力的进一步增强，对“双寡头”格局的威胁上升，格力和美的不太可能还放任不管。

图 17：2019H1 奥克斯空调销量已经接近格力销量的 40%



资料来源：产业在线，光大证券研究所

除此之外，空调领域近1年来可谓热闹非凡，渠道代表苏宁和小米纷纷入场。小米继发布米家互联网空调1代之后，又在今年升级了米家互联网空调C1，并且推出了立式空调。苏宁旗下苏宁极物也已经相继推出自有品牌柜式和立式空调新品。

图 18：小米今年推出柜式和立式空调新品



资料来源：小米商城，光大证券研究所

图 19：苏宁极物今年推出柜式和立式空调新品



资料来源：苏宁易购，光大证券研究所

新玩家的做法和奥克斯无本质区别：借力新兴渠道+搭载传统制造。既然奥克斯依附新渠道就可以成功，那零售商为什么不能自己做呢？小米和苏宁极物在制造端选择跟长虹、TCL、扬子等二线工厂合作，并通过自身新渠道的流量和效率优势，快速推出高性价比的产品线，市场反响良好。

表 1：新玩家的思路和奥克斯无本质区别

品牌商	制造商	渠道	定价
小米米家	长虹、TCL	小米商城等	高性价比
苏宁极物	扬子	苏宁易购	高性价比

资料来源：小米商城，苏宁易购，中国质量认证中心，光大证券研究所

一方面，格力、美的在品牌制造端的壁垒依然稳固，另一方面，新品牌层出不穷，搅乱一江春水。我们分析后认为，空调龙头无论是出于短、中、长期考虑，都有必要出手重塑行业格局，并且尽早出手，理想的时间段是**2019-2020 冷年**。

短期看，稳定格局是稳定盈利的基础，要趁着新品牌根基尚浅，尽早出手。反面的案例可以参考电视产业，新模式新势力不作遏制，一旦壮大，对格局的影响呈摧枯拉朽之势。

中期看，奥克斯崛起的本质是渠道的新一轮升级，类似于当年志高的崛起是受益于 KA 的扩张。没有奥克斯，未来也会有张克斯、马克斯。打压奥克斯不是终极目标，是要起到以儆效尤的作用，给其他新玩家一个信号。

长期看，只有稳定的格局，才能为战略升级赢得时间。今年行业格局生变，需求放缓只是导火索，内核还是中国消费者在变化、家电渠道在变化。（详见前期渠道报告《家电家居的下一个十年：从深度分销走向高效零售》）

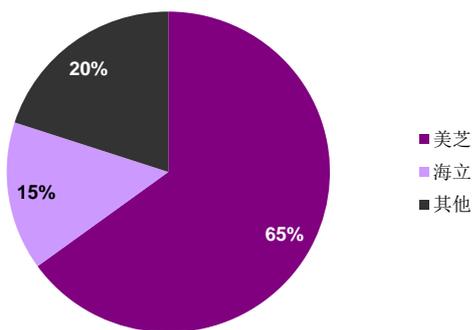
格力和美的重塑空调格局的可能性有多大？我们需要简单看看渠道品牌模式的短板。

3.2、以奥克斯为例，渠道品牌有哪些明显的短板？

A. 从制造端来看，格力和美的依然遥遥领先其他竞争对手，除了大规模制造管理优势，空调压缩机仍是空调制造的命门。

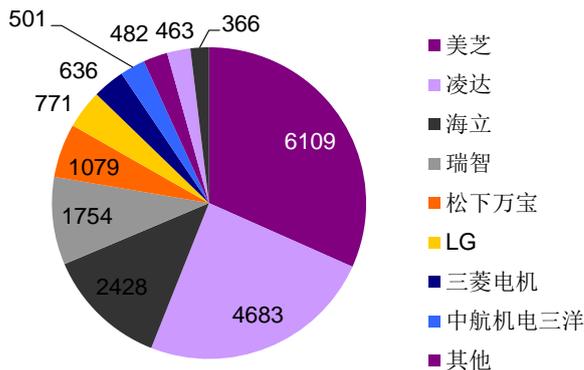
虽然随着团队的壮大和规模的快速增长，奥克斯的制造能力有进步，但其空调压缩机全部外购，2017 全年美芝供货占总采购额的 65%，海立占 15%，合计 80%，美的和格力通过对这两家有关联关系的压缩机企业施加影响，可以通过控制核心零部件压缩机的供应限制对手发展。

图 20：奥克斯压缩机外部供应商占比（2017 年）



资料来源：奥克斯集团公告，光大证券研究所

图 21：全国空调压缩机产能基本被垄断（2017 年）



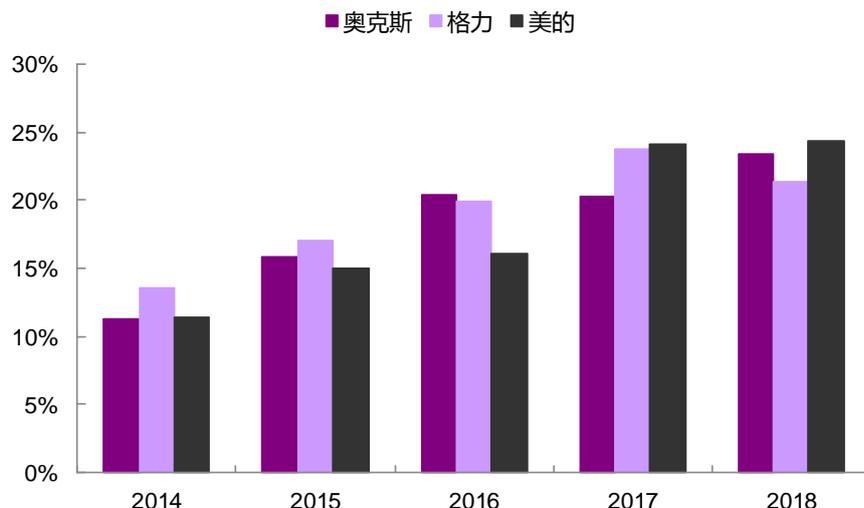
资料来源：产业在线，光大证券研究所，注：单位：万台

B. 从渠道端看，新渠道是开放的，仅仅依靠新渠道很难形成壁垒。

渠道品牌在新渠道的先发优势难以变成长期壁垒，如果龙头公司把资源向新渠道倾斜，是新渠道乐于看到的。

以 2016-2017 年为例，当格力、美的看到线上渠道的快速发展后，只是利用 618、双 11 等电商促销节点跟进促销，就迅速限制住了其他互联网品牌在线上渠道的份额。

图 22：2017 年开始美的和格力加大在线上渠道的份额争夺（零售额份额）



资料来源：中怡康线上监测数据，光大证券研究所测算

C. 在产品+渠道无明显壁垒的情况下，奥克斯面对“空调双寡头”的施压基本无解。

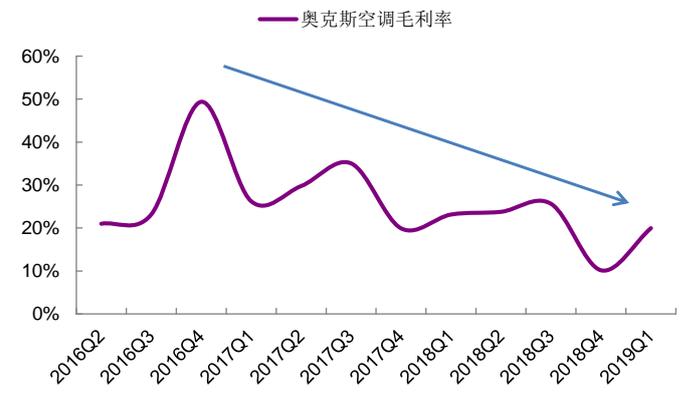
从奥维监测的零售均价来看，2018 年格力、美的和海尔的零售均价均有明显提升，但奥克斯的价格是同比下降的，奥克斯空调毛利率在 2017Q4 到 2019Q1 期间的也随之快速下行。

图 23: 2016-18 年各品牌空调线上均价变动 (单位: 元)



资料来源: 中怡康线上监测数据, 光大证券研究所

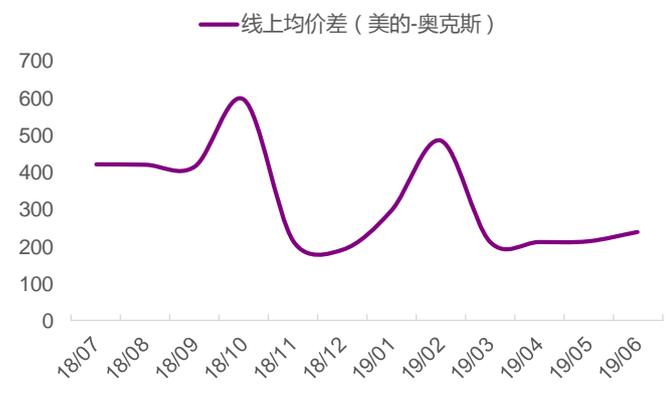
图 24: 奥克斯空调业务毛利率近年来呈现下行趋势



资料来源: 奥克斯集团公告, 光大证券研究所

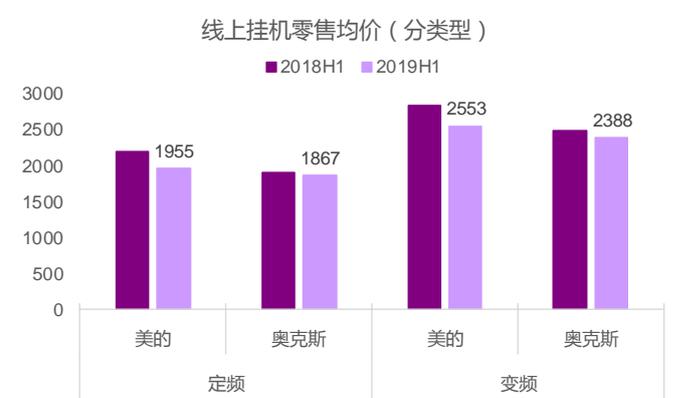
2019 年以来，美的通过降价把线上渠道和奥克斯的价差进一步收窄。因为美的主动大幅降价，美的和奥克斯线上均价差收窄至 200 元左右，如果单看挂机，则定频挂机价差才不到 100 元，变频挂机价差 165 元，即挂机产品线美的品牌相对奥克斯品牌的溢价率仅为 5~7%。

图 25: 美的今年把线上渠道和奥克斯的价差进一步收窄



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 注: 单位: 元

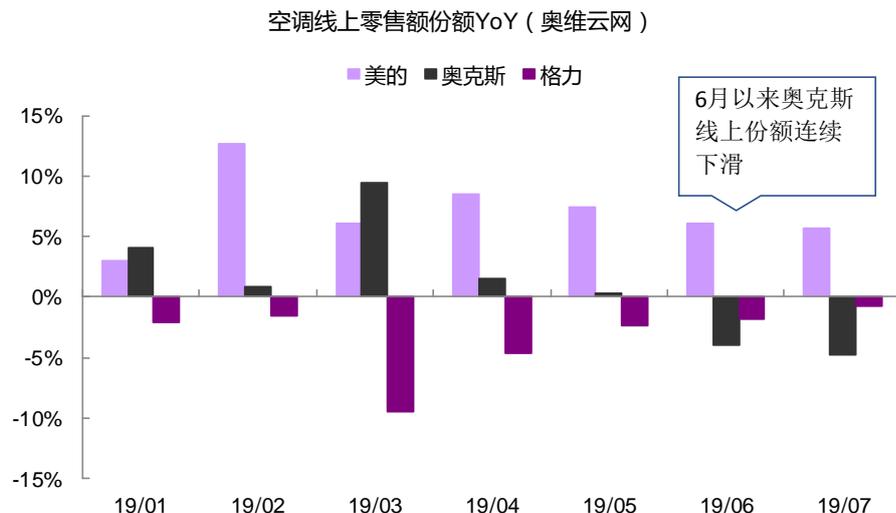
图 26: 可比挂机美的相对奥克斯溢价率仅为 5~7%



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 注: 单位: 元

美的空调价格的持续下压，叠加格力在 618 之前的实名举报，奥克斯线上份额从 19 年 6 月开始出现明显的同比下滑，但奥克斯能做什么呢？继续降价吗？

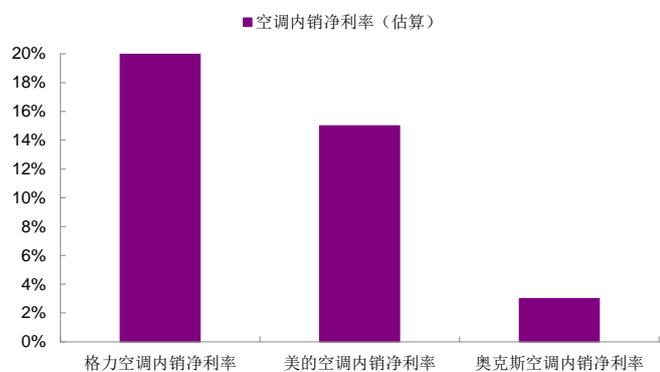
图 27：奥克斯线上份额从 19 年 6 月开始出现明显的同比下滑



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，19.07 数据为周度推总数据，其余为月度数据

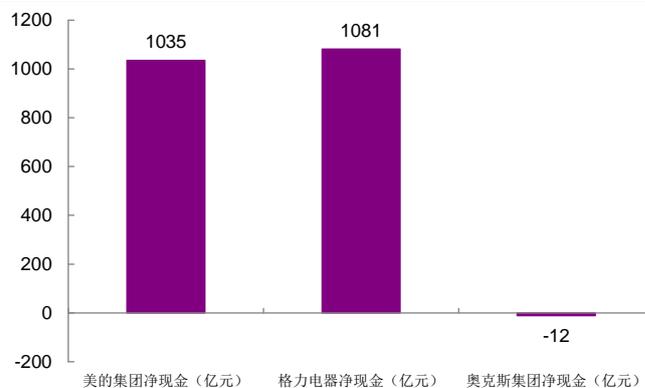
价格竞争对奥克斯来说是一道无解的命题。据光大家电估算，格力和美的 2018 年空调内销净利率分别为 20%和 15%左右，相比之下，奥克斯空调业务净利率不到 5%。并且格力电器和美的集团的账上净现金均超过 1000 亿元，而奥克斯账上“余粮”很少，奥克斯没有展开进一步价格竞争的底气，如果美的和格力持续施压，奥克斯几乎无解。

图 28：格力和美的空调内销盈利能力遥遥领先（估算）



资料来源：Wind，光大证券研究所估算

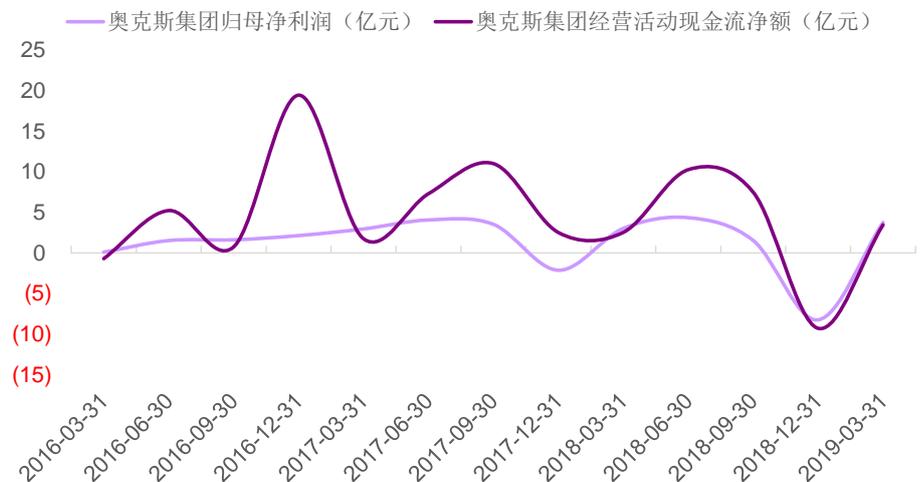
图 29：格力电器和美的集团净现金均超过 1000 亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所，净现金=货币资金+其他流动资产-长短期借款-应付债券-长期应付款

随着竞争加剧，奥克斯空调盈利和现金流压力可能加大。也正因为依附于快速崛起的强势零售商，和格力、美的相比，奥克斯的盈利和现金流压力要大很多，随着竞争加剧，奥克斯本来就吃紧的现金流和盈利能力压力会更大，比如因 2018 年四季度空调业务压力增大，奥克斯集团单季归母净利润为-8.3 亿元，奥克斯集团全年仅盈利 7000 万元。

图 30：随着竞争加剧，奥克斯本就吃紧的现金流和盈利能力压力会更大



资料来源：奥克斯集团公告，光大证券研究所

因此，“奥克斯们”的快速崛起对过去空调行业稳定的“双寡头”格局已是不能忽视的威胁，“双寡头”到了不得不出手的时候，我们看好“双寡头”重塑格局的能力：

- 真正构成竞争壁垒的顶级品牌和制造能力依然掌握在格力、美的手中；
- 对于格力和美的来说，电商和网批等新渠道也是开放的，“奥克斯们”的先发优势很难成为竞争壁垒。
- 面对“双寡头”施压，奥克斯无解，短期来看“双寡头”格局很难撼动。若格力和美的在价格上持续压制“奥克斯们”，面对盈利能力和现金流优势强得多的“双寡头”，“奥克斯们”几乎无解，高速扩张可能要告一段落了。

4、格力策略推演：防守转进攻，先重塑格局，再升级渠道

年初以来，新玩家的入场和竞争对手的积极促销，对格力的份额有所冲击，并且渠道库存去化不太理想，投资者担忧格力是否有能力：

- 1) 扭转短期份额下滑趋势，实现库存去化？
- 2) 在渠道结构快速变化的大背景下保持长期竞争力？

基于短期渠道库存去化的需要，基于中期重塑行业格局的需要，基于长期继续升级产品/升级渠道的需要，我们认为，格力 2019-2020 冷年的竞争策略有从防守转向进攻的可能性。

4.1、竞争对手转变策略，价格竞争不再为去库存

我们首先应该对本轮价格竞争的起因、经过和后续发展下一个判断，才能评估格力对于本轮价格竞争的应对能力。

上轮周期中，龙头启动价格竞争源于低增长下的渠道库存压力。

2012-2014年，在补贴退坡、地产走弱、需求透支等多重因素拖累下，空调需求较弱，但格力为完成收入目标，持续向渠道压货，美的也被迫跟进，最终渠道库存水平平均超过半年，经销商财务压力已接近临界值，2014年秋季格力率先发起降价促销，引发全行业跟进。

本轮周期中，库存不是导火索，价格竞争直指终端消费者。

和上一轮周期相似，2018H2以来的需求开始走弱。但不同的地方是，行业库存/渠道现金流远没有上一轮周期紧张。美的全产业链库存一直在低位，格力的渠道库存水平也相对安全，2019Q2一直处于去化周期。

可见，本轮价格竞争背后的导火索不是“低增长+高库存”组合，低增长只是一个催化剂，核心是企业经营策略发生变化。

以美的为例，从小天鹅洗衣机开始，公司就尝试放弃压货模式，走向渠道扁平化的高周转模式，前年小天鹅管理层殷总调任负责美的空调的转型升级，2018-2019冷年是美的高性价比+高周转模式在空调上的应用年。

美的主动降价一方面通过价格让利吸引现有渠道消费者，另一方面用适合新渠道的高性价比产品争夺增量消费者，这是美的基于对渠道结构和竞争环境的变化，在竞争策略上所做出的长期转变，并非短期行为。

图 31：本轮周期美的主动发起价格竞争，直指终端消费者

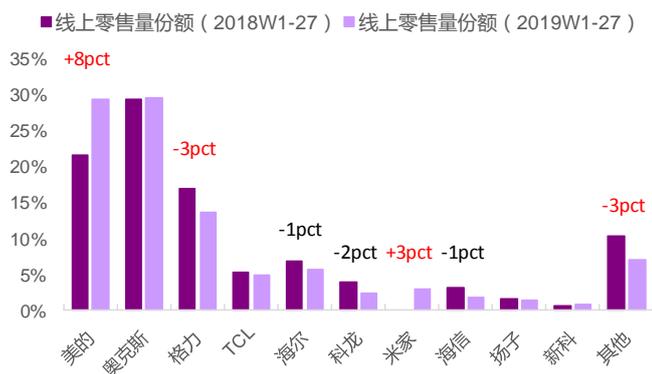


资料来源：光大证券研究所绘制

因此，2019H1 格力较弱的终端份额表现主要有两方面原因：

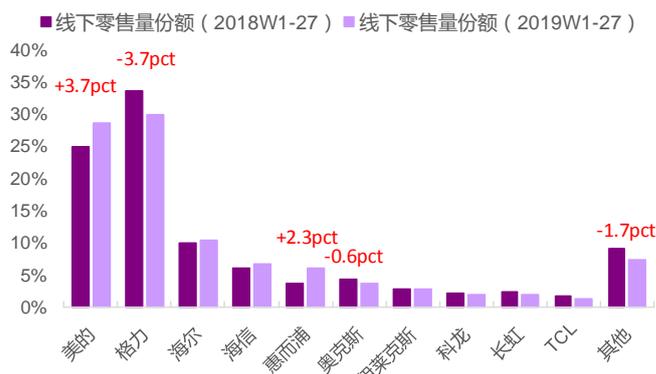
- 1) 在现有渠道和竞争对手的价差快速扩大，短期份额受冲击；
- 2) 较高的价格定位在价格敏感型的低线市场不受欢迎，未享受到新渠道红利。

图 32：2019H1 各品牌线上零售量份额变化



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 33：2019H1 各品牌线下零售量份额变化



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

4.2、渠道壁垒受冲击，但格力依旧掌握定价权

新进入者和竞争对手利用成本红利和渠道变化争夺格力的份额，格力之所以能够在过去十年始终保持 40% 的市场份额，离不开稳定可控的深度分销体系，但一切的根本是极致产品+极致品牌，只要这两点没有变化，格力依然能够掌握行业定价权。

格力通过高度垂直一体化的制造体系和明显的规模优势，在制造端依然领先其他竞争对手。主要体现在：1) 自产核心零部件保障性能和成本领先；2) 对上游供应商的议价能力更强，钣金、铜管等原材料采购成本更低；3) 长期积淀的供应商管理和品控体系保障品质稳定性更优。

图 34：格力的制造端优势仍然领先其他竞争对手



资料来源：光大证券研究所

制造端优势直观地体现为：在生产成本相同的情况下，格力空调用料最扎实，产品品质最好且品控最稳定。新零售玩家自然无法找到与之匹敌的外部制造能力，因此只能错位竞争，主攻入门级市场，很难撼动格力的份额。

长期积累的品牌口碑粘性很强，格力毫无疑问仍是第一品牌。空调的质量和稳定性是非常重要的，1%的返修率与使用寿命的差异放大到千万级别销量上，就会形成品质与品牌口碑的差异。并且因为消费频次低，往往口碑

的改变很慢，品牌在代际间具有很强的粘性。这也是格力这么多年在空调领域保持领先地位，形成很强的品牌壁垒的核心要素之一。

表 2：格力空调牢牢占据淘宝系空调相关热搜词榜首

热搜词	热搜指数
格力空调	50850
3匹立式空调	32222
中央空调	29775
空调立式	22466
空调奥克斯	20820
格力	19695
1.5匹冷暖空调	18347
gree	18068
tcl 空调	17784
美的空调	17202

资料来源：淘数据，光大证券研究所，统计时间段为7月28日-8月3日。

虽然过去深度分销体系构建的渠道壁垒正在被高效的新渠道消解，但凭借制造端优势和品牌积淀，格力依旧掌握行业定价权，只要格力能够及时调整应对竞争变化，不给竞争对手留下太多机会，行业格局依然尽在格力掌握。

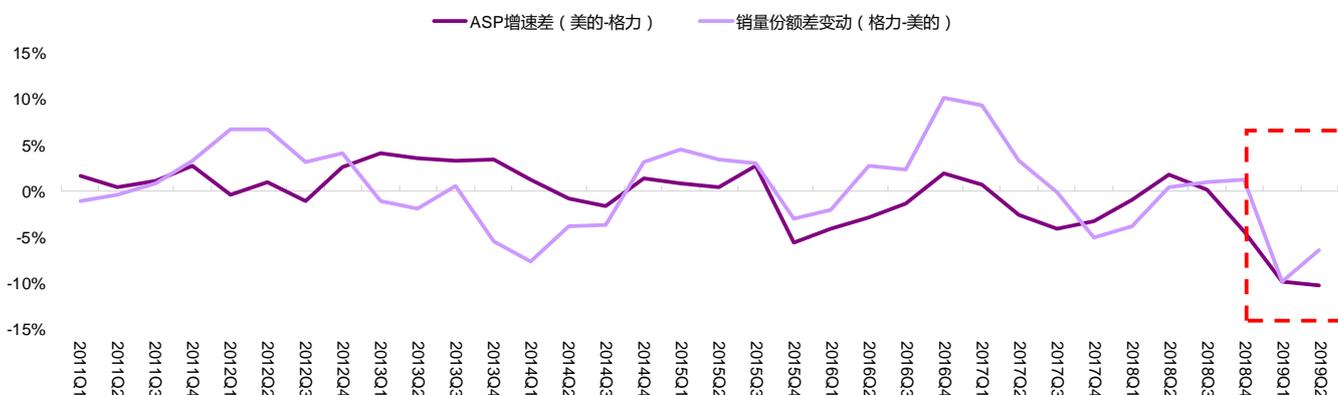
4.3、价差弥合有望迅速带动现有渠道份额回升

4.3.1、和竞争对手的价差迅速扩大影响了格力的短期份额

2019H1 格力在现有渠道的份额变化主要是因为和竞争对手的价差快速扩大，格力有能力弥合价差，从而挽回短期份额颓势吗？

虽然格力品牌影响力依然领先，但过高的价差影响了消费者购买决策。2019H1 美的主动降价，其他品牌跟进降价的情况下，格力基本未作反应，均价仍同比上行，短期价差迅速扩大。

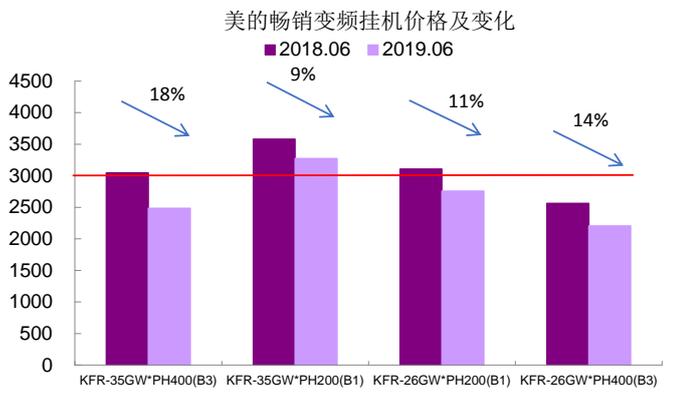
图 35：格力的份额压力主要源于和美的短期价差迅速扩大



资料来源：中怡康线下监测数据，光大证券研究所

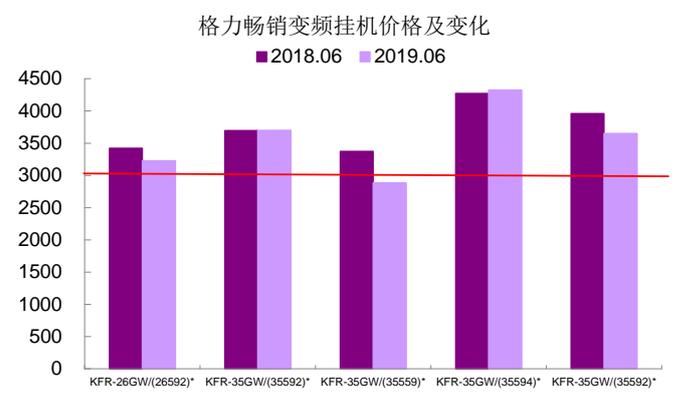
以变频挂机为例，美的线下型号同比降幅普遍在 10% 以上，而格力只有少数几款降价。2019 年 6 月美的热销的挂机前 4 款价格同比下降幅度在 9~18% 之间，小 1 匹和 1.5 匹变频挂机价格都下探到 2000-2500 元价位段，促销力度很大，而格力线下变频挂机只有少数几款降价，且几乎没有 2800 元以下的型号，可比型号价差普遍达到 500 元甚至更高。

图 36：美的线下挂机价格同比降幅普遍在 10% 以上



资料来源：中怡康，光大证券研究所，注：单位：元

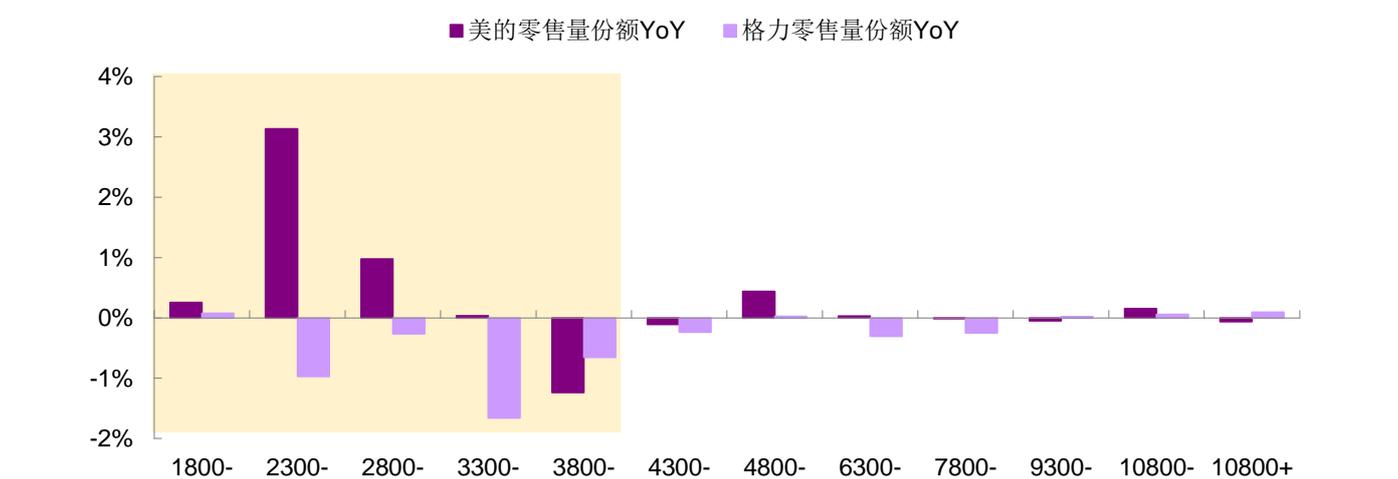
图 37：格力线下挂机只有少数几款降价



资料来源：中怡康，光大证券研究所，注：单位：元

若仔细观察相同渠道下（中怡康监测口径），美的和格力不同价位段零售量份额的同比变动情况，美的零售量份额的提升主要集中在 1800~2300 元价位段，而格力在 2800~3300 元价位段零售量份额下降最多，即格力的挂机存在被抢份额的情况。

图 38：2019H1 美的和格力不同价位段线下渠道零售量份额 YoY

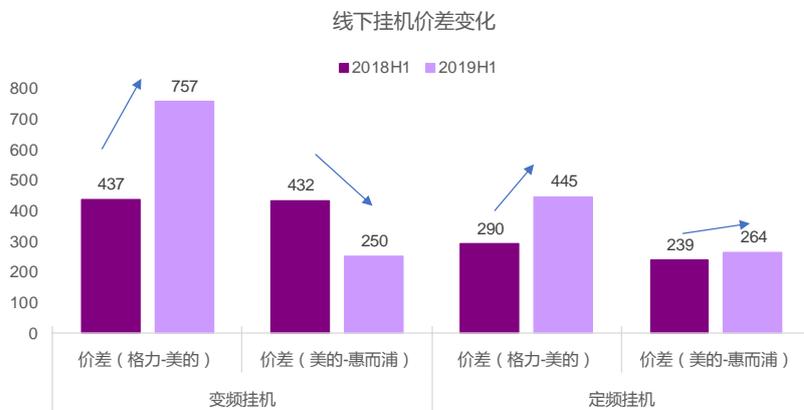


资料来源：中怡康，光大证券研究所，备注：2300-价位段表示 1800-2300 元

4.3.2. 为弥合价差，格力所需降价幅度在 6~7%

如果观察品牌价差变化，2019H1 变频挂机价差（格力-美的）扩大 300 元左右，定频挂机价差（格力-美的）扩大 150 元左右，对应格力零售均价的比例在 6~9%之间。

图 39：2019H1 变频/定频挂机价差（格力-美的）扩大 300 元/150 元左右



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，注：单位：元

若格力想要在 2019H2 使得挂机和竞争对手的价差收窄，所需降价幅度在 6~9%之间（变频挂机>定频挂机），由于柜机的份额比较稳定，降价压力较小，综合来看，格力为了将价差拉回 2018 年同期水平，所需的降价幅度也就是 6~7%左右。

表 3：为了将价差拉回前期水平格力所需降价幅度

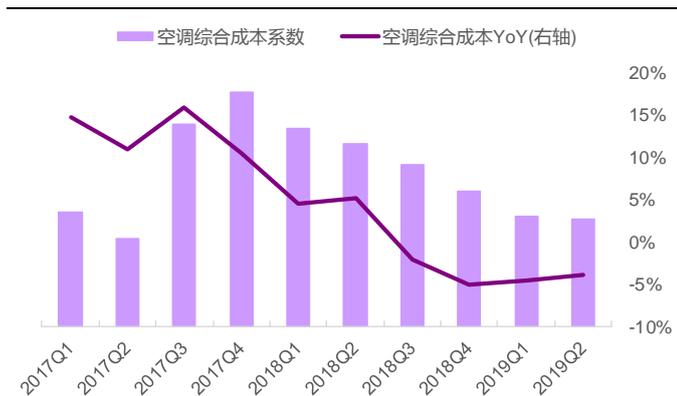
单位：元	2018H1	2019H1	价差扩大金额	相对格力现价降价幅度
变频挂机价差	437	757	319	9%
定频挂机价差	290	445	155	6%
变频柜机价差	1099	1364	265	3%
定频柜机价差	645	1083	437	8%
综合降价幅度（考虑格力各品类销售占比）				6~7%

资料来源：奥维云网线下监测数据，光大证券研究所

4.3.3、格力有能力在 2019H2 弥合价差并抢回份额

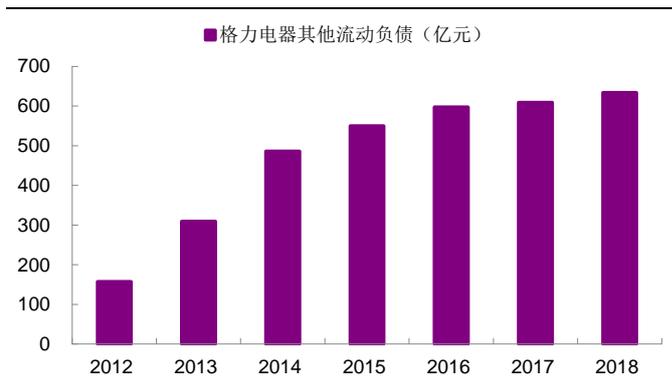
成本红利与丰厚蓄水池将保障格力有充足的弹药发动竞争。市场担忧格力降价会对盈利能力有所损伤，事实上，年初以来空调综合成本较去年下降约 4~5%。前期因库存较高，成本红利尚未体现，后续随着库存下降，格力可以充分利用成本红利。此外，格力有丰厚的利润蓄水池可供调度（19Q1 期末账面其他流动负债（留存返利）高达 643 亿元）。

图 40：空调综合成本年初以来同比下降 4~5%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 41：格力电器拥有丰厚的盈利蓄水池



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

2019H1 空调成本同比下降 4~5%，各个厂商的价格策略既要考虑终端竞争力，也受到全产业链库存周转速度的影响，比如美的就受益于较快的周转率先享受到成本红利，同时采取了积极的竞争策略，降价幅度最大，其余大部分品牌也在降价，唯独格力均价同比增长，可能部分受到渠道库存周转较慢的影响。

表 4：2019H1 唯独格力未跟随成本下行而下调空调零售价

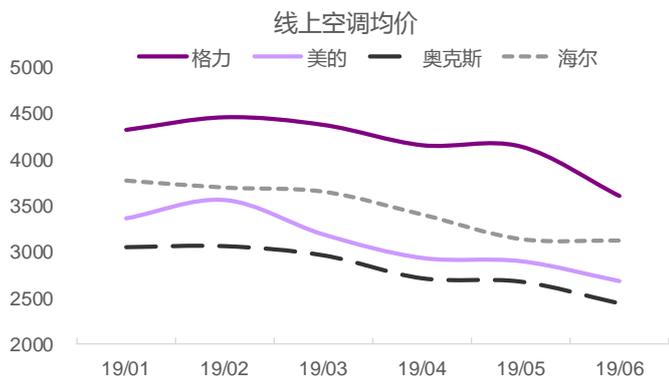
	19H1 线上 YoY	19H1 线下 YoY
空调单位成本	-5%~-4%	-5%~-4%
美的空调均价	-7%	-6%
格力空调均价	+3%	+5%
奥克斯空调均价	-2%	-3%
海尔空调均价	-2%	-1%

资料来源：奥维云网，光大证券研究所测算

因此，等旺季过后，前期的渠道库存消耗殆尽，格力并非没有降价空间，仅仅考虑将成本红利让渡给消费者，就有 4~5% 的降价空间，若再考虑动用“余粮”，格力在保障盈利状况下的短期降价空间就在 5% 以上，落实到具体的促销型号，则降价幅度更大，将价差拉回 2018 年同期水平并不难做到。

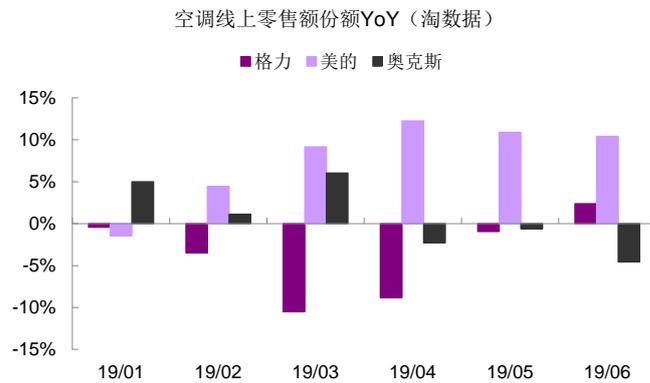
19 年 6 月格力线上跟进促销，份额趋势立即反转。根据奥维线上监测数据，年初以来一直淡定的格力终于选择跟进价格促销，单月零售均价同比下降 5%，环比下降 13%。促销效果立竿见影，奥维监测线上份额下滑幅度收窄，淘宝系份额同比增长 2.4pct。

图 42：19 年 6 月格力在线上渠道跟进降价促销



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，注：单位：元

图 43：19 年 6 月格力线上份额趋势反转



资料来源：淘数据，光大证券研究所

格力完全有能力在 2019H2 弥合扩大的价差，若格力的价格策略更积极，短期份额颓势和库存去化问题都将迎刃而解：

1) 随着价差逐步回到前期水平，格力的市场份额就有望迅速回升。若价格竞争升级，压力将向下传导，有望进一步重塑市场格局，短期份额将进一步向 top 2 集中。

2) 随着零售端份额快速回升，格力目前不到 5 个月的渠道库存将快速去化，库存问题无需过虑。

4.4、借力混改东风，期待渠道体系再次升级

格力份额受冲击的另一个重要原因是未享受到新渠道的增长红利。并不是格力没看到新渠道的增长潜力，而是传统品牌往往都有传统线下渠道的利益需要权衡。

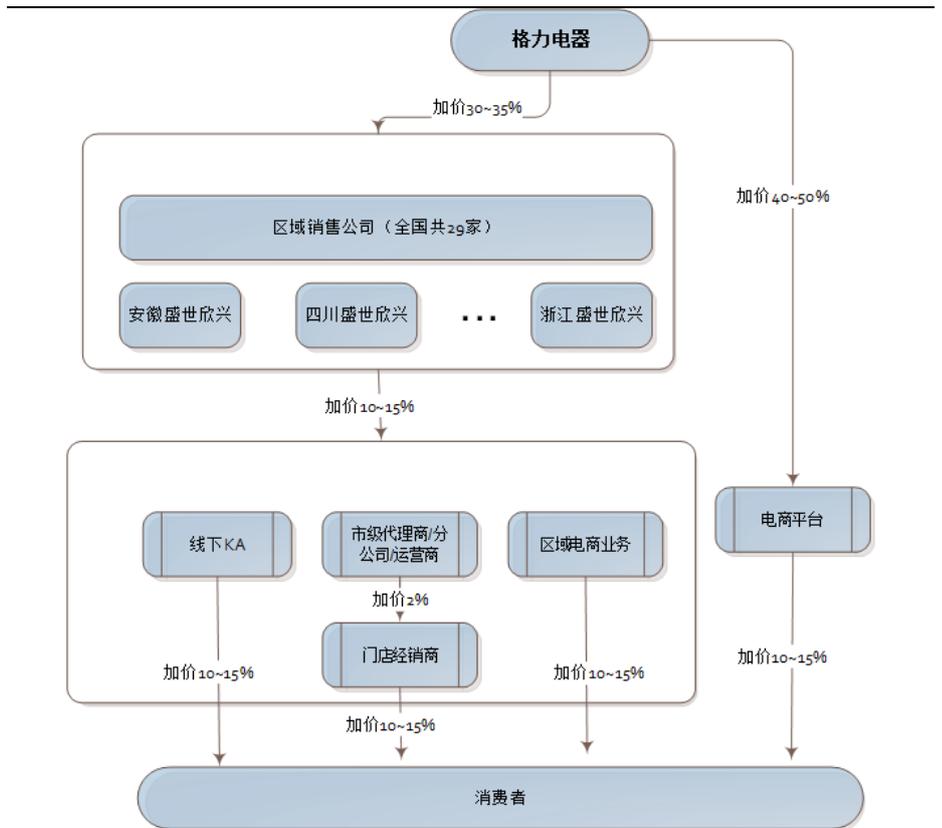
部分投资者担心格力复杂的线下渠道利益将阻碍格力的渠道升级。

我们不这么看，利益是可以协调的，比如格力借着对渠道的掌控力和混改落地的契机，有可能进一步绑定经销商利益，为后续渠道改革铺路，逐步实现渠道升级。

4.4.1、渠道体系升级将保障格力的长期竞争力

如果仔细比较格力和美的的渠道加价，格力渠道利润更为丰厚，但格力更强的品牌力、实力更强的代理商，意味着格力的渠道管理成本反而比竞争对手更低。因此只要渠道利润未来能够适度让渡给消费者，格力空调的价格竞争力仍有提升空间。

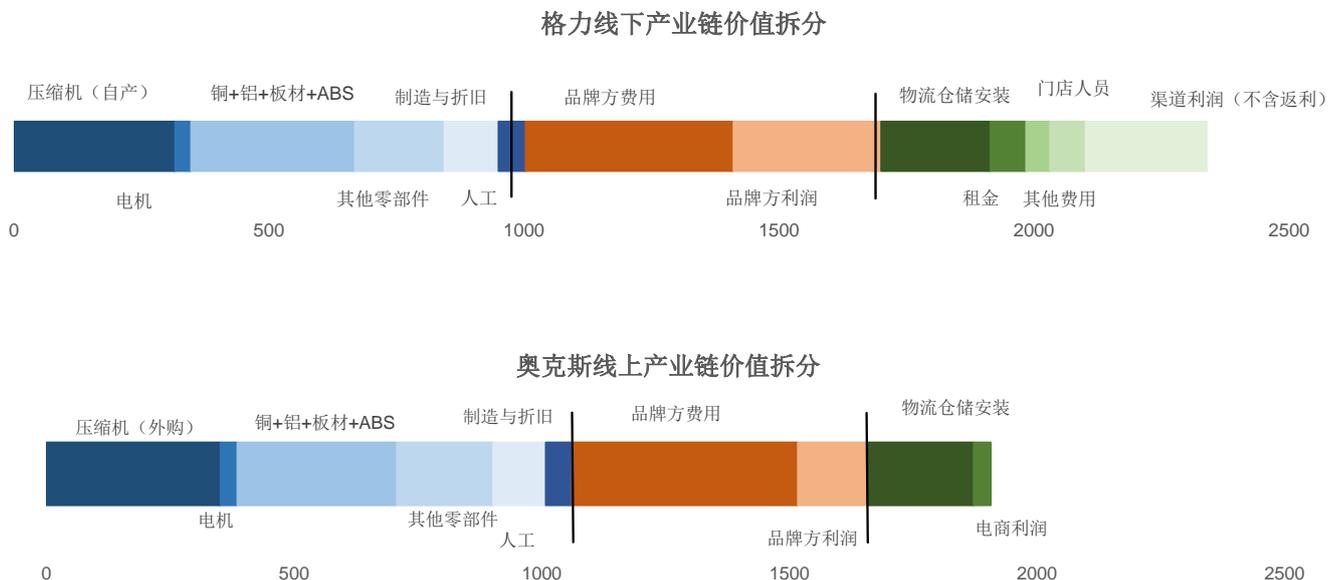
图 44：格力电器的渠道利润比竞争对手更为丰厚



资料来源：公司调研，光大证券研究所绘制

这也是我们一直强调的渠道体系从粗放的分销模式向“高效零售”模式的升级，即以更便捷的方式、更低的流通成本，将产品与服务送达消费者，同时保证渠道环节（经销商）的投资回报。

图 45：格力线下渠道较线上渠道利润更为丰厚



资料来源：光大证券研究所根据公司公告、招股说明书等公开资料整理测算，注：单位：元

具体的方向可能体现在：

- 1) 打通消费者端数据，实现**全产业链信息化**；
- 2) **强化品类协同**，降低单位渠道成本；
- 3) **供应链打通、管理下沉**，实现“类直营”。这一过程也伴随着组织架构的变革与精细化管理能力的提升。

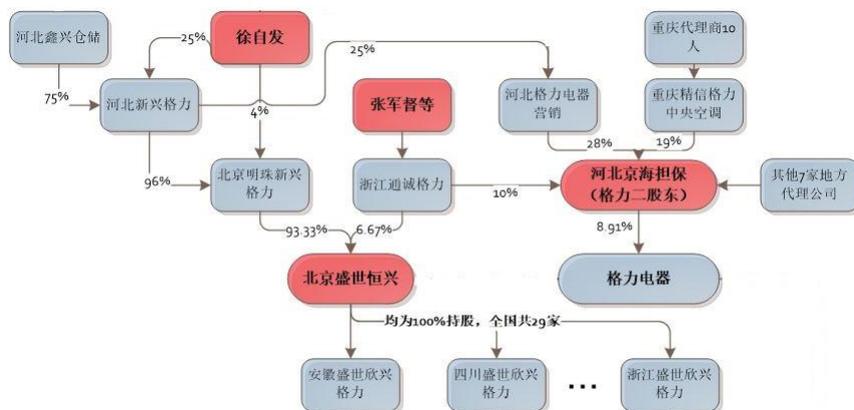
当然，渠道的升级并非一蹴而就。以美的为例，将销司、代理商职能均转变为只做区域管理的成本中心（而基本取消了加价），是经过了多年的信息化与自有物流体系建设，以及跟代理商的利益博弈，从而能够实现总部对经销商的直接赋能，目前仍不能说已经 100% 完成。

4.4.2、渠道改革的前奏：借力混改东风，进一步绑定经销商利益

至于市场普遍担心的，格力电器销售公司话语权较强，利益根深蒂固，渠道改革可能难以推进。我们不这么看，利益分配机制也是可以协调和升级的，比如，格力借着对渠道的掌控力和混改落地的契机，有可能进一步绑定渠道利益，为后续渠道改革铺路。

首先，格力的销售公司独立于上市公司存在，但格力对销售公司的掌控力很强，每年的返利政策都需要销售公司和上市公司商定，主导权在格力电器手中，掌握了销售公司的盈利，格力电器对渠道的掌控力自然就很强。

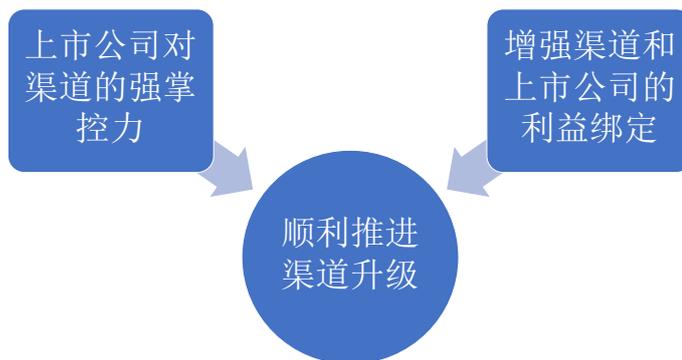
图 46：格力电器销售公司股权关系梳理



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制，注：Wind 平台显示最新股权关系。

其次，趁着混改落地的契机，格力还可以通过提高渠道对格力电器的持股比例等方式，进一步强化渠道和上市公司的利益一致性，只要渠道升级有利于上市公司竞争力的提升，则销售公司对渠道的升级改造将更为配合。

图 47：格力对渠道的掌控力和混改落地有望保障渠道升级顺利推进



资料来源：光大证券研究所绘制

未来，若格力能够借力混改的东风，进一步强化渠道和上市公司的利益一致性，从而顺利推动渠道体系的升级，将解决渠道变革这一近年来对格力的行业龙头地位威胁最大的变化。凭借强大的品牌和制造壁垒，格力依然是家用空调领域的绝对龙头。

5、投资评级

当前格力估值距离历史估值底并不远，安全边际足够。部分投资者会担心旺季零售不好、库存压力以及后续的降价对股价产生负面影响，我们复盘了格力在行业需求周期底部的估值，均为真实盈利（剔除多余渠道库存带来的收入与利润）的 10 倍左右见底。

图 48：格力在行业需求周期底部的估值均为真实盈利 10 倍左右



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制，注：前复权股价，单位：元。

虽然 2019 年收入因基数较高有可能出现下滑，但 2018 年公司利润基数较低（18Q4 提前确认大量费用），我们预计公司 2019 实现 280~290 亿利润水平的确定性依旧较高，再考虑到混改预期，当前股价仍具有较强安全边际。

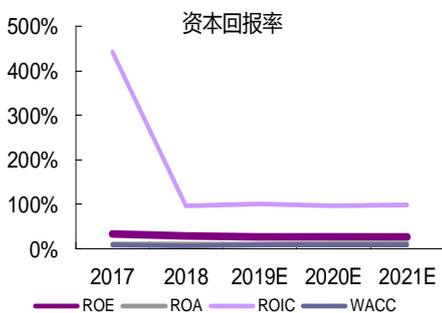
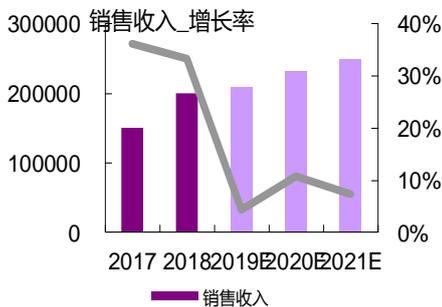
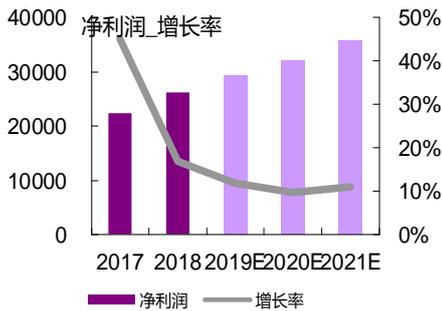
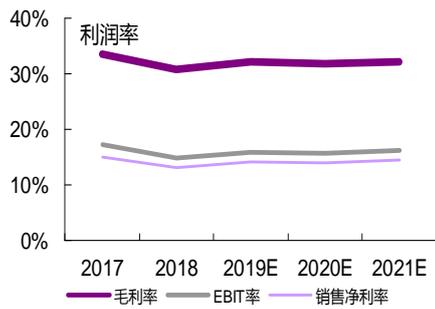
近年来空调行业表现突出的品牌的共通性是提供高性价比产品，享受新渠道的增长红利。但以奥克斯为代表的渠道品牌在制造端和渠道端都无法形成壁垒，空调龙头无论是出于短、中、长期考虑，都有必要出手重塑行业格局，并且尽早出手。

我们预计，格力 2019-2020 冷年的竞争策略有从防守转向进攻的可能性。格力依旧掌握全产业链定价权，手中有充足的牌可以打，若 2019H2 竞争策略更主动，完全有能力扭转短期份额的下滑。如果能借力混改东风，进一步强化渠道和上市公司的利益一致性，从而顺利推动渠道体系的升级，则格力依然是家用空调领域的绝对龙头。

如果新冷年格力的竞争策略从防守转向进攻，市场有望扭转当前对格力较为谨慎的价值判断。我们维持 2019-21 年 EPS 预测为 4.88/5.35/5.94 元，对应 PE 分别为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。

6、风险提示

行业需求低于预期；品牌竞争恶化；格力混改低于预期。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	150,020	200,024	208,745	231,279	248,305
营业成本	99,563	138,234	141,608	157,587	168,153
折旧和摊销	2,033	3,110	2,813	3,047	3,259
营业税费	1,513	1,742	2,087	2,313	2,483
销售费用	16,660	18,900	21,605	23,475	24,831
管理费用	6,071	11,354	10,437	11,564	12,415
财务费用	431	-948	-974	-1,335	-1,462
公允价值变动损益	9	46	0	0	0
投资收益	397	107	100	100	100
营业利润	26,127	30,997	34,358	37,724	41,943
利润总额	26,617	31,274	34,833	38,199	42,418
少数股东损益	107	176	100	100	100
归属母公司净利润	22,402	26,203	29,334	32,178	35,743

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	214,968	251,234	252,567	271,535	289,389
流动资产	171,535	199,711	201,583	220,588	238,891
货币资金	99,610	113,079	112,200	123,422	136,129
交易型金融资产	602	1,012	0	0	0
应收帐款	5,814	7,700	8,173	9,277	10,197
应收票据	32,256	35,912	39,662	43,943	47,178
其他应收款	253	2,096	417	463	497
存货	16,568	20,012	20,816	22,850	24,046
可供出售投资	2,175	2,216	1,300	1,300	1,300
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	110	2,251	2,261	2,271	2,281
固定资产	17,467	18,386	18,995	19,058	18,657
无形资产	3,604	5,205	5,139	5,077	5,018
总负债	148,133	158,519	139,771	147,065	151,671
无息负债	129,487	136,452	139,771	147,065	151,671
有息负债	18,646	22,068	0	0	0
股东权益	66,835	92,715	112,796	124,470	137,718
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
公积金	3,604	3,593	3,593	3,593	3,593
未分配利润	55,740	81,940	102,250	113,824	126,973
少数股东权益	1,240	1,388	1,488	1,588	1,688

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	16,359	26,941	30,729	33,401	36,549
净利润	22,402	26,203	29,334	32,178	35,743
折旧摊销	2,033	3,110	2,813	3,047	3,259
净营运资金增加	17,341	15,024	1,216	3,869	3,545
其他	-25,417	-17,397	-2,635	-5,693	-5,998
投资活动产生现金流	-62,253	-21,846	-1,162	-2,910	-2,710
净资本支出	-2,421	-3,831	-3,200	-3,000	-2,800
长期投资变化	110	2,251	-10	-10	-10
其他资产变化	-59,943	-20,265	2,048	100	100
融资活动现金流	-2,269	2,514	-30,447	-19,269	-21,132
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	7,945	3,422	-22,068	0	0
无息负债变化	12,742	6,965	3,320	7,294	4,606
净现金流	-49,962	7,413	-880	11,222	12,707

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	36.24%	33.33%	4.36%	10.80%	7.36%
净利润增长率	45.27%	16.97%	11.95%	9.69%	11.08%
EBITDA 增长率	78.81%	16.66%	10.58%	8.97%	10.94%
EBIT 增长率	87.60%	13.81%	12.70%	9.03%	11.28%
估值指标					
PE	13	11	10	9	8
PB	5	3	3	2	2
EV/EBITDA	9	7	6	5	5
EV/EBIT	9	8	7	6	5
EV/NOPLAT	11	9	8	7	6
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	49	9	8	7	6
盈利能力 (%)					
毛利率	33.63%	30.89%	32.16%	31.86%	32.28%
EBITDA 率	18.65%	16.32%	17.29%	17.01%	17.58%
EBIT 率	17.30%	14.76%	15.94%	15.69%	16.26%
税前净利润率	17.74%	15.63%	16.69%	16.52%	17.08%
税后净利润率 (归属母公司)	14.93%	13.10%	14.05%	13.91%	14.39%
ROA	10.47%	10.50%	11.65%	11.89%	12.39%
ROE (归属母公司) (摊薄)	34.15%	28.69%	26.35%	26.19%	26.28%
经营性 ROIC	442.88%	97.01%	101.00%	96.83%	98.18%
偿债能力					
流动比率	1.16	1.27	1.45	1.50	1.58
速动比率	1.05	1.14	1.30	1.35	1.42
归属母公司权益/有息债务	3.52	4.14	-	-	-
有形资产/有息债务	10.75	10.63	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	3.72	4.36	4.88	5.35	5.94
每股红利	0.00	1.50	3.43	3.76	4.17
每股经营现金流	2.72	4.48	5.11	5.55	6.08
每股自由现金流(FCFF)	0.74	1.57	4.36	4.47	5.17
每股净资产	10.90	15.18	18.50	20.43	22.61
每股销售收入	24.94	33.25	34.70	38.45	41.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼