

白电看龙头，厨电看弹性， 小家电看成长

本周核心观点：

业绩端回顾：2018 年营收增速稳健，产品结构升级保证盈利能力。历史上来看，按照近十年营收增速可划分为三部分，2011 年之前行业整体增速保持在 20% 以上，家电下乡政策性因素驱动以及大地产周期的促进作用下，家电全品类保有量迅速提升；2012-2015 年基本保持个位数增长，由于家电刺激政策退出以及前期需求提前释放等作用因素下，家电行业进入低增速时代；2016 年开始由于保有率的不断提高存量市场博弈加剧，消费升级背景下产品结构升级带动下部分行业均价上升明显，行业增速进入新阶段。

股价表现：家电板块超额收益具备明显优势。我们整理了一级行业过去十年股价表现，确定性消费板块超额收益具备明显优势，其中家电行业以 461% 的收益率稳居各行业第一，行业指数复合增长率达到 16.5%。过去十年年度指数数据来看，家电行业仅两年 2014 和 2018（1-11 月份）跑输沪深 300，其余 8 年均跑赢指数。从板块上来讲，家电行业有穿越牛熊的潜力，而且拉长投资周期，超额回报显著。

影响 2018 年家电板块表现的主要中观因素。原材料压力不断释放：原材料价格基本回落到 17 年上半年水平，17 年毛利率水平呈现前高后底，18 年维持原材料高位依然保持较低的毛利率，在原材料价格大幅改善趋势下，对标 16 年下半年的原材料价格（即对标 17 年上半年白电公司毛利率水平），19 年盈利改善可期。人民币汇率贬值与贸易摩擦：汇率方面，2018 年人民币对美元约贬值 10%，对家电企业外销业务有较明显的促进作用。贸易摩擦方面，关税影响可通过转移产能来化解，同时转移的产能对汇率的敏感性也将有所减弱，风险总体可控。

坚定看好白电龙头中长期配置逻辑。白电行业竞争格局基本稳定，巨头市场集中度较高。盈利能力方面，汇率和原材料压力缓解，趋势向好，在销量、利润的上升趋势基本形成，结构性的优化需求快速增长，具备技术优势龙头受益。短期内空调增速缓和，但是长期依然具备成长空间，龙头企业通过价格挤压小企业空间，市场份额依然在提升；冰洗白电产品结构优化升级，推动高端需求，均价上移表现明显，差异化竞争的优势开始体现；家电下乡及节能惠民政策期间出售的产品生命周期到期，将释放更新红利。

优质小家电具备穿越牛熊潜质。小家电产品具有更换周期短，单价低等特点，较其他家电产品更具备消费品属性，受地产因素影响较弱，在地产周期走弱甚至经济趋缓的背景下，小家电企业具备穿越牛熊的潜质。在小家电领域我们更看好有渠道先发优势以及强大母公司资源的龙头苏泊尔，以及具备细分领域依托爆品实现爆发增长的奥佳华、科沃斯等。

厨电领域竞争格局教优，盈利空间弹性大。厨电板块，由于房地产后周期的影响，三季度受到的影响较大，但厨电板块由于龙头方太发展策略主要对标海外高端品牌，价格战可能性较低，对厨电整体价格天花板起到良好的支撑作用，二线及以下企业拥有更好的价格拉扯空间以及盈利空间，并且厨电行业目前也在进行渠道效率的整合，我们看好厨电板块在后续如若房地产回暖时的业绩弹性。

彩电市场得海外者得天下。彩电市场国内家电企业通过较强的品牌力和渠道取得了一定海外市场份额，而且过硬的品质和较低的成本在欧美市场不断取得市场占有率。在国内市场趋于稳定的前提下，家电企业纷纷布局海外市场，谋求份额的提升。总的来讲彩电市场海外是增量。海外市场布局中，TCL 电子表现出优质潜力。

本周家电板块表现低迷。本周家电指数下跌 1.36%，同期上证指数上涨 0.34%，家电板块跑输大盘 1.70pct。年初至今，家电指数下跌 28.98%，落后上证综指 7.24pct。

原油价格下行趋势不改，原材料成本端压力放缓。大宗原材料价格方面，原油价格继续下跌，铜铝价格企稳。虽然美国对伊朗的石油出口全面禁运，但美国给予中国、韩国等 8 个伊朗石油进口国家和地区 180 天临时性豁免，石油供给缺口低于预期，布油连八周下跌，收于 59.07 美元/桶，周涨幅-11.85%。LME 铜价收于 6198.5 美元/吨，本周下跌 0.14%；铝收于 1950.0 美元/吨，微涨 0.05%。**11 月上旬面板数据公布，价格较前期略有下滑。**55 尺 Open Cell 面板价格 11 月上旬均价收于 151 美元/片，较前期下降 1 美元/片；43 尺均价 89 美元/片，较前期下降 1 美元/片；32 尺均价 53 美元/片，较前期下降 2 美元/片。

家用电器

维持

买入

陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

执业证书编号：S1440518100004

花小伟

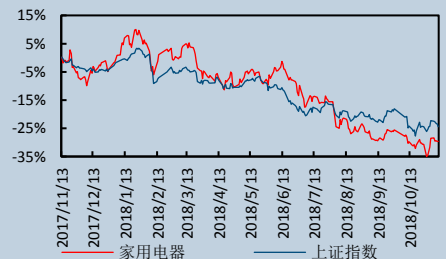
huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2018 年 12 月 4 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|---------------------------------|
| 18.11.26 | 10 月空调数据格力集中度大幅提升，彩电市场量价同比改善 |
| 18.11.19 | “双十一”彩电单周销量下滑，看好龙头 TCL 电子海外市场表现 |
| 18.11.12 | “双十一”大尺寸彩电成明星产品，集成灶接受度不断提高 |
| 18.10.29 | 苏泊尔穿越周期小家电龙头，Q3 业绩高速增长 |
| 18.09.27 | 新冷年开局超预期，龙头长期配置价值 |

目录

一、本周核心观点：2019 策略报告家电篇	3
(一) 业绩端回顾：2018 年营收增速稳健，产品结构升级保证盈利能力	3
(二) 股价表现：家电板块超额收益具备明显优势	4
(三) 影响 2018 年家电板块表现的主要中观因素	5
(四) 坚定看好白电龙头中长期配置逻辑	10
(五) 优质小家电具备穿越牛熊潜质	10
(六) 厨电领域竞争格局教优，盈利空间弹性大	12
(七) 彩电市场得海外者得天下	12
二、小家电涨幅居前，家电板块整体表现低迷	14
(一) 本周家电板块表现低迷	14
(二) 小家电公司表现强势，科沃斯、苏泊尔居前	14
三、原油价格下行趋势不改，原材料成本端压力放缓	15
(一) 大宗原材料价格：原油价格继续下跌，铜铝价格企稳	15
(二) 上游面板价格：11 月上旬面板数据公布，价格较前期略有下滑	15
四、行业动态	16
五、公司动态	16
(一) 公司新闻	16
(二) 公司公告	17
(三) 重点公司盈利预测	18
六、投资建议	18
七、风险提示	19

图表目录

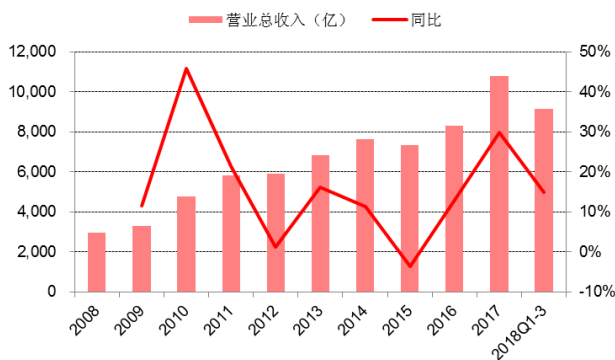
图表 1: 家电行业历史营业总收入及同比	3
图表 2: 家电行业历史净利润及同比	3
图表 3: 空冰洗零售均价走势 (单位: 元)	4
图表 4: 厨电零售均价走势 (单位: 元)	4
图表 5: 过去十年各行业指数总体表现	4
图表 6: 家电行业与沪深 300 年度行情对比.....	4
图表 7: 家电指数点位和 PE 走势.....	5
图表 8: 家电行业表现及其与家电行业指数对比.....	5
图表 9: LME 铝价格走势 (单位: 美元/吨)	6
图表 10: LME 铜价格走势 (单位: 美元/吨)	6
图表 11: 白电毛利率水平	6
图表 12: 小家电毛利率水平	6
图表 13: 电视液晶面板均价 (单位: 美元/片)	7
图表 14: 人民币汇率走势	7
图表 15: 家电板块汇兑损益情况	8
图表 16: 家电板块海外收入占比情况	8
图表 17: 商品房销售面积 (单位: 万平方米, 当月值)	9
图表 18: 中国小家电行业规模及增速	11
图表 19: 2017 年小家电品类规模及增速	11
图表 20: 双渠道销售额及占比	11
图表 21: 小家电品类 2017 年双渠道增速.....	11
图表 22: 苏泊尔渠道收入构成	12
图表 23: SEB 历史业绩.....	12
图表 24: TCL 电子历史业绩.....	13
图表 25: 板块涨跌幅度 (单位: %)	14
图表 26: 本周各板块涨跌幅: (单位, %)	14
图表 27: 家电板块股价涨跌幅表现	14
图表 28: 油价与线材价格 (单位: 美元/桶, 元/吨)	15
图表 29: 铜价与铝价 (单位: 美元/吨)	15
图表 30: 各尺寸 Open-Cell 面板价格走势 (单位: 美元)	16
图表 31: 重点公司盈利预测: (单位: 元)	18

一、本周核心观点：2019 策略报告家电篇

（一）业绩端回顾：2018 年营收增速稳健，产品结构升级保证盈利能力

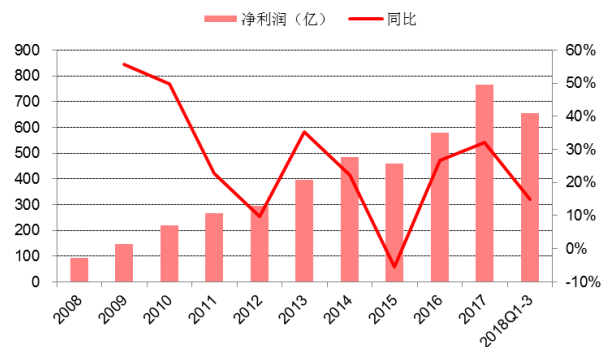
历史上来看，按照近十年营业收入增速可划分为三部分，2011 年之前行业整体增速保持在 20% 以上，家电下乡的政策性因素驱动以及大地产周期的促进作用下，家电全品类保有量迅速提升；2012-2015 年基本保持个位数增长，由于家电刺激政策退出已经前期需求提前释放等作用因素下，家电行业进入低增速时代；2016 年开始由于保有率的不断提高存量市场博弈加剧，消费升级背景下产品结构升级带动下部分行业均价上升明显，行业增速进入新阶段。

图表 1：家电行业历史营业总收入及同比



资料来源：奥维云网 中信建投证券研究发展部

图表 2：家电行业历史净利润及同比

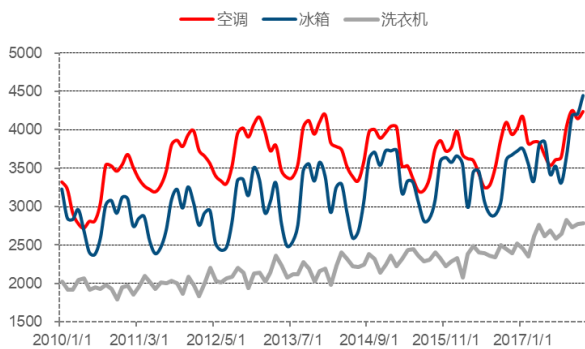


资料来源：奥维云网 中信建投证券研究发展部

家用电器板块 2018 年业绩总体表现为：家电企业仍保持成长趋势，盈利稳定，龙头企业业绩稳定增长，原材料成本压力趋缓、汇率波动对冲贸易战影响、短期渠道调整、地产行业进入调整期等因素的影响，家电行业业绩表现出现一定程度分化。我们采用申万家电一级指数剔除 ST 股票得到如下行业数据，2018 年 Q1-Q3，营业总收入 9173.46 亿，同比增长 14.98%，净利润 654.86 亿，同比增长 17.54%，归母净利润 612.81 亿，同比增长 19.84%。单三季度，营业总收入 3164.92 亿，同比增长 10.68%，净利润 208.41 亿，同比增长 9.96%，归母净利润 193.42 亿，同比增长 12.24%。

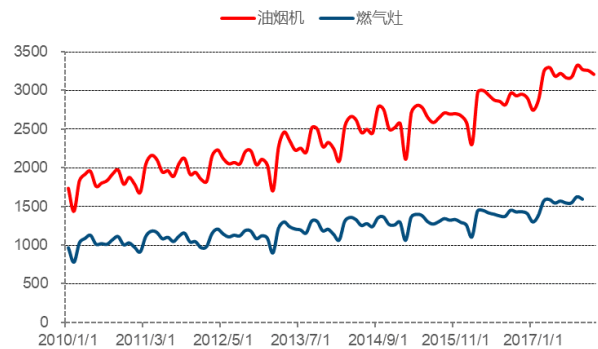
随着消费升级趋势不断推进，家电企业通过产品结构调整，提升高端产品占比提高均价，从而实现营收增长。中怡康数据显示，传统白电冰洗空及烟灶两大厨电历史均价呈现上行趋势。变频冰空产品具备温控精准，节能环保的特性，相对定频产品定价较高，近年来销量占比逐渐提升。青岛海尔加大高端子品牌卡萨帝的营销力度，扩大产品线，2018 年前三季度卡萨帝增速 49% 充分展现了高端品牌的高增速需求，同时也体现了海尔在高端品类的重要布局。在高端市场上遥遥领先。随着高端销售占比提升，卡萨帝有望成为青岛海尔未来增长主动力。小天鹅 A 上自 2018 年一季度开启战略转型，优化产品结构，提高中高端产品占比，通过子系列比佛利打造高端化、智能化、差异化的洗衣机产品阵容。市场定位调整初显成效。华帝股份坚持“高端智能厨电”品牌定位，上半年将读书软件嵌入智能语音烟机 v2，增加高端产品溢价能力。

图表 3：空冰洗零售均价走势（单位：元）



资料来源：中怡康 中信建投证券研究发展部

图表 4：厨电零售均价走势（单位：元）

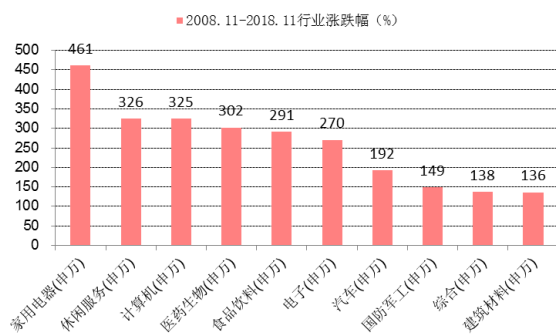


资料来源：中怡康 中信建投证券研究发展部

（二）股价表现：家电板块超额收益具备明显优势

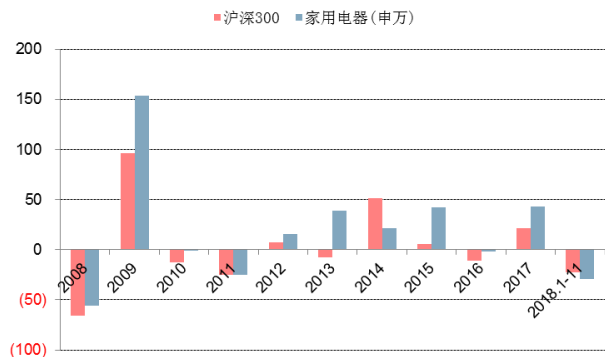
我们整理了一级行业过去十年股价表现，确定性消费板块超额收益具备明显优势，其中家电行业以 461% 的收益率稳居各行业第一，行业指数复合增长率达到 16.5%。过去十年年度指数数据来看，家电行业仅两年 2014 和 2018（1-11 月份）跑输沪深 300，其余 8 年均跑赢指数。从板块上来讲，家电行业有穿越牛熊的潜力，而且拉长投资周期，超额回报显著。

图表 5：过去十年各行业指数总体表现



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

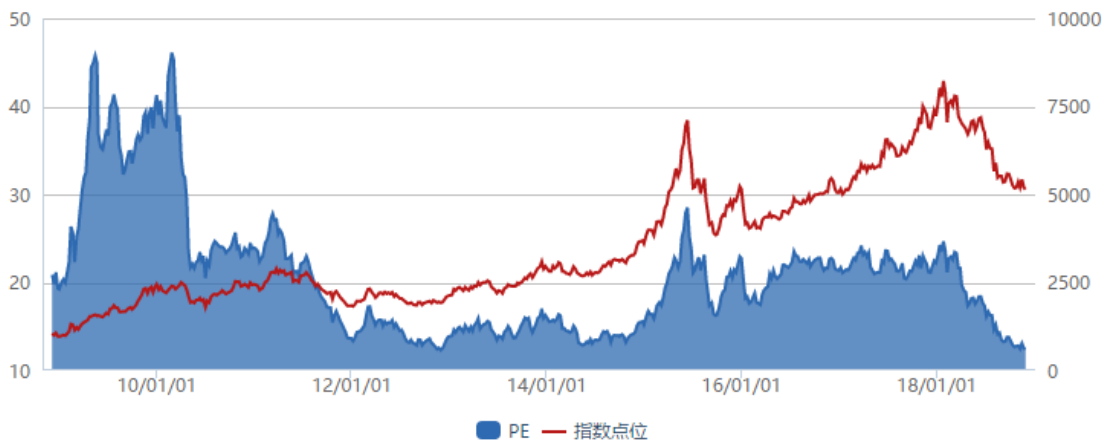
图表 6：家电行业与沪深 300 年度行情对比



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

在 12 年之前存在较强的板块估值溢价（20-45 倍），受益于当时的家电下乡政策，对行业的刺激极大的激发了行业估值的提升。政策退出以后，估值经历了低迷的业绩期 2012-2015（对应上一部分的营收和净利润个位数增速）此期间只有 15 年大盘整体风险偏好提升带动下突破了 20 倍估值，随后 16、17 年行业增速回暖估值维持 20 倍以上。18 年受地产后周期的影响以及行业渠道库存高企的客观现象，业绩增速放缓是行业普遍现象，同样估值也遭到了重创，伴随市场偏好下行家电板块估值也回到了历史底部区域。回顾历史上家电板块的表现我们也可以看出，业绩增速的提高对估值的修复能力是很强的。

图表 7：家电指数点位和 PE 走势



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

对家电行业拆分，对应申万二、三级子行业行业白电、小家电、家电零部件和彩电，分别得到如下数据，发现在过去的十年指数收益率中，白电跑赢家电指数最多，成为最亮眼子版块。

图表 8：家电子行业表现及其与家电行业指数对比

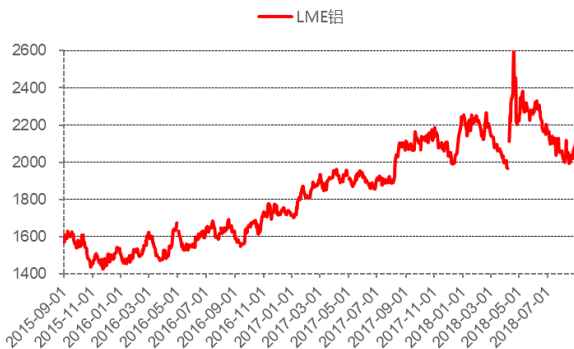
	白电	小家电	家电零部件	彩电	白电跑赢指数	小家电跑赢指数	家电零部件跑赢指数	彩电跑赢指数
2008	-53.8	-38.6		-57.3	1.6	16.8	55.4	-1.8
2009	156.3	123.6	29.1	143.9	2.5	-30.2	-124.7	-10.0
2010	7.2	19.7	35.2	-22.3	7.2	19.7	35.2	-22.3
2011	-28.4	-40.4	-52.5	-9.2	-3.6	-15.7	-27.7	15.6
2012	15.7	-6.6	-10.0	16.2	-0.1	-22.4	-25.8	0.4
2013	42.2	66.6	16.9	21.2	2.8	27.3	-22.4	-18.2
2014	17.4	18.5	41.0	38.4	-3.9	-2.8	19.7	17.1
2015	43.8	105.2	97.3	35.0	1.1	62.5	54.6	-7.8
2016	3.6	-8.8	-14.6	-21.2	5.5	-7.0	-12.7	-19.3
2017	55.1	15.6	-10.0	-0.6	12.1	-27.4	-53.1	-43.7
2018.1-11	-27.9	-40.3	-37.8	-35.6	0.9	-11.5	-8.9	-6.7

（三）影响 2018 年家电板块表现的主要中观因素

1、原材料压力不断释放

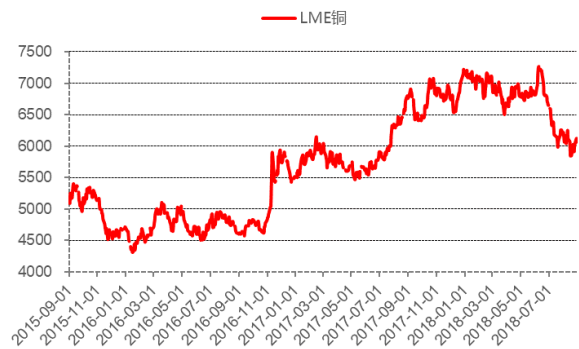
成本压力逐步释放，而且在原油市场大幅下挫的背景下家电原材料市场有望在此带动下继续下行，盈利能力有望不断提高。白电方面，铜、铝、钢及塑料成本占比超过 50%，18 年 5 月份原材料期货结算价格有所回落。我们认为原材料成本压力的释放，在 C 端消费市场的议价能力偏弱的背景下，将直接作用于毛利率的改善，进而提升整体盈利能力。

图表 9：LME 铝价格走势（单位：美元/吨）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

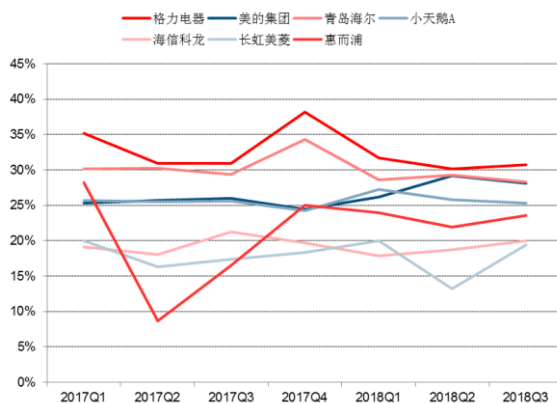
图表 10：LME 铜价格走势（单位：美元/吨）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

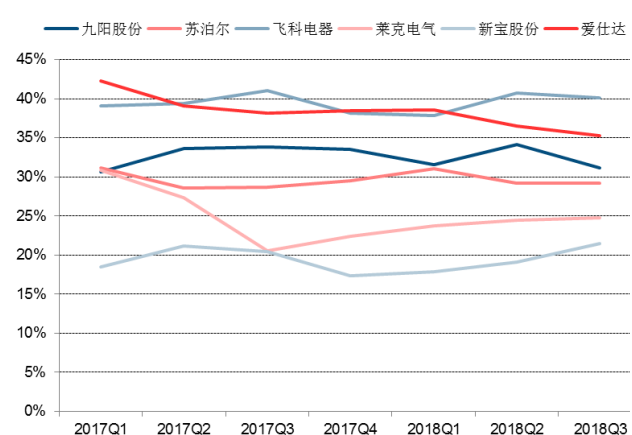
原材料价格基本回落到 17 年上半年水平，整个 17 年毛利率水平呈现前高后底，18 年维持原材料高位依然保持较低的毛利率，所以在原材料价格大幅改善的趋势下，对标 16 年下半年的原材料价格（即对标 17 年上半年白电公司毛利率水平），19 年毛利率平均水平白电将提高 1.15pct，小家电将提高 1.74pct。

图表 11：白电毛利率水平



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

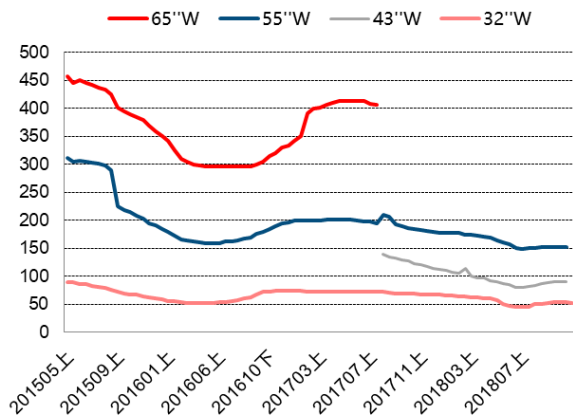
图表 12：小家电毛利率水平



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

我们认为随着面板供给提升，面板价格区间进入下移周期，黑电行业随着 2017 年 6 月以来面板价格趋于缓慢下滑，在液晶电视成本构成中 LED 屏幕占据 60% 以上，预期成本端压力缓解与终端价格提升叠加，盈利能力边际改善将为趋于明显。国内整机市场依然偏弱，但在产品结构上龙头企业优势更为明显，同时预计短期内具备面板供给优势的龙头公司业绩依然将好于行业平均。在海外需求领先的背景下，海外销售竞争力与盈利能力均有望改善。随着 2019 年大尺寸液晶面板的生产能力将继续扩大，供应提升成为市场最为重要的影响因素。

图表 13: 电视液晶面板均价 (单位: 美元/片)



资料来源: WitsView 中信建投证券研究发展部

2、人民币汇率贬值与贸易摩擦

国内家电企业不仅基本完成了海外的替换, 而且在海外市场获得了一定的市场占有率或者代工份额, 总体来看海外销售占比较其他行业较高。所以家电板块对汇率和关税的变动敏感度较高。分汇率和关税两方面我们分别总结下 2018 年的市场变现。

汇率方面, 2018 年人民币对美元约贬值 10%, 对家电企业外销业务有较明显的促进作用。经营层面, 家电海外销售结算以美元居多, 兑美元汇率短期的快速贬值, 导致外销记账折算期间产生一定汇兑收益。人民币的贬值对于以外币计算的产品, 将产生较大的价格优势, 产品的竞争优势不断凸显, 有助于外销业务增长。另一方面, 持有较多美元货币性资产企业, 在整个报告期间人民币贬值也会产生较大金额的汇兑收益, 在报表角度给海外资产较多企业, 带来净利润溢价。汇兑损益的提振下, 惠而浦、莱克电气、三花智控等在财务费用率上同比改善幅度较大。

图表 14: 人民币汇率走势



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 15: 家电板块汇兑损益情况

	汇兑损益 2018H1 亿元	汇兑损益 2017H1 亿元	同比
美的集团	-5.8587	3.3609	-274%
格力电器	2.3755	4.9072	-52%
青岛海尔	0.5925	1.7227	-66%
TCL 集团	-1.7393	2.0173	-186%
四川长虹	0.7196	-1.3891	-152%
海信家电	0.0175	0.1758	-90%
海信电器	0.0848	0.0916	-7%
小天鹅 A	-0.1867	0.3078	-161%
长虹美菱	-0.0847	0.1214	-170%
苏泊尔	0.0065	0.0240	-73%
万家乐	-0.0459	-0.0063	629%
海立股份	0.1766	0.1928	-8%
兆驰股份	0.3456	-0.2343	-248%
三花智控	-0.2103	0.3452	-161%
长虹华意	0.0232	-0.1833	-113%
盾安环境	-0.0947	0.1018	-193%
中新科技	0.2978	-0.0175	-1802%
万和电气	0.1211	0.1643	-26%
新宝股份	0.2010	0.2543	-21%
创维数字	-0.0676	0.1710	-140%
惠而浦	-0.2548	0.2314	-210%
莱克电气	0.2564	0.6290	-59%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

贸易摩擦方面,刚刚结束的 G20"习特会"暂缓了将 2000 亿美元商品的关税由 10%提高至 25%,前提条件是中方需要向美方进口大量的商品。风险尚未全面解除,在 10%的关税条件下,汇率贬值刚好对冲关税风险,若再增至 25%,对部分在 2000 亿名单中的家电出口业务将带来显著影响。总的来说,关税的影响可以通过转移产能来化解,同时转移的产能对汇率的敏感性也将有所减弱,所以整体上 2018 年的贸易摩擦与汇率的两方面影响基本对冲,未来汇率若继续保持低位,且贸易摩擦升级的假设下,出口业务影响将保持在一定可控范围内。

图表 16: 家电板块海外收入占比情况

	海外收入	营业总收入	占比		海外收入	营业总收入	占比
新宝股份	70.40	82.22	86%	苏泊尔	39.75	141.87	28%
沃施股份	3.01	3.84	78%	四川九洲	8.55	31.65	27%
金莱特	7.06	9.86	72%	长虹美菱	38.40	167.97	23%
地尔汉宇	5.29	7.78	68.0%	秀强股份	2.87	13.78	20.8%
莱克电气	38.13	57.10	66.8%	小天鹅 A	42.70	213.85	20.0%
中新科技	41.84	66.55	62.9%	四川长虹	142.27	776.32	18.3%
荣泰健康	9.67	19.18	50.4%	瑞丰光电	2.75	15.84	17.4%
长青集团	9.34	18.93	49.3%	海立股份	14.12	104.47	13.5%

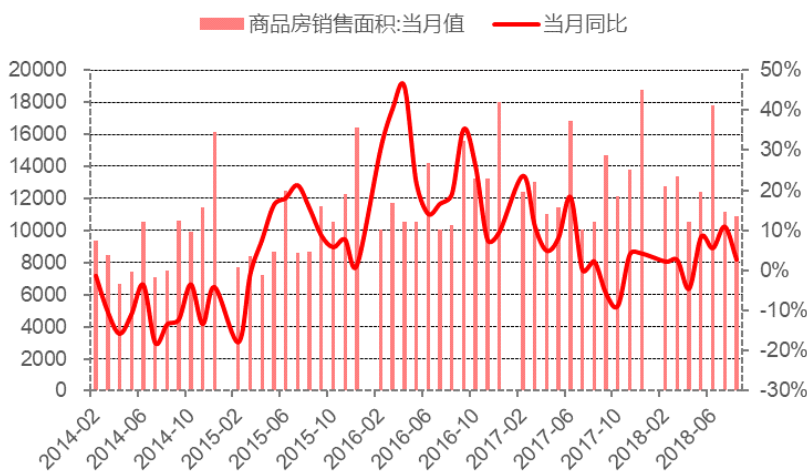
三花智控	46.74	95.81	48.8%	格力电器	184.94	1,500.20	12.3%
深康佳 A	151.96	312.28	48.7%	盾安环境	9.57	82.79	11.6%
TCL 集团	541.89	1,117.27	48.5%	中科新材	1.62	14.32	11.3%
美的集团	1,039.56	2,419.19	43.0%	顺威股份	1.76	15.55	11.3%
开能健康	3.03	7.08	42.9%	毅昌股份	4.38	56.98	7.7%
青岛海尔	670.40	1,592.54	42.1%	东方电热	1.18	17.30	6.8%
乐金健康	4.77	12.18	39.2%	康盛股份	1.83	33.39	5.5%
惠而浦	24.17	63.64	38.0%	日出东方	1.37	27.84	4.9%
同洲电子	2.53	6.73	37.6%	朗迪集团	0.58	13.08	4.4%
海信电器	123.84	330.09	37.5%	九阳股份	1.41	72.48	1.9%
创维数字	27.09	72.55	37.3%	天际股份	0.13	8.53	1.6%
万和电气	23.43	65.32	35.9%	飞科电器	0.23	38.53	0.6%
长虹华意	28.45	81.14	35.1%	万家乐	0.45	82.67	0.5%
爱仕达	10.64	30.72	34.6%	老板电器	0.16	70.17	0.2%
兆驰股份	32.82	102.29	32.1%	浙江美大	0.02	10.26	0.2%
海信家电	98.55	334.88	29.4%	春兰股份	0.01	8.19	0.1%
立霸股份	3.53	12.23	28.9%				

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

3、房地产市场对家电行业影响几何

中长期看, 家电板块的增速将长期收敛于存量替换的增速, 地产的增量需求对家电的拉动作用将逐渐减弱, 2018 年地产继续趋严的背景下, 新房拉动的作用正在不断减弱, 短期内对大家电尤其是保有量较高的产品影响是显著的, 促进了市场集中度的不断提升, 加速了行业出清。

图表 17: 商品房销售面积 (单位: 万平方米, 当月值)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

（四）坚定看好白电龙头中长期配置逻辑

白电行业竞争格局基本稳定，巨头市场集中度较高。其中，以空调为代表的寡头格局基本形成，三大龙头市场份额 60% 以上，局部市场份额波动，但不影响竞争格局的整体优势。盈利能力方面，汇率和原材料压力正在不断解除，趋势向好，在销量、利润的上升趋势基本形成，结构性的优化需求快速增长，具备技术优势龙头受益。短期内空调增速缓和，但是长期依然具备成长空间，龙头企业通过价格挤压小企业空间，市场份额依然在提升；冰洗白电产品结构优化升级，推动高端需求，均价上移表现明显，差异化竞争的优势开始体现；家电下乡及节能惠民政策期间出售的产品生命周期到期，将释放更新红利。

（五）优质小家电具备穿越牛熊潜质

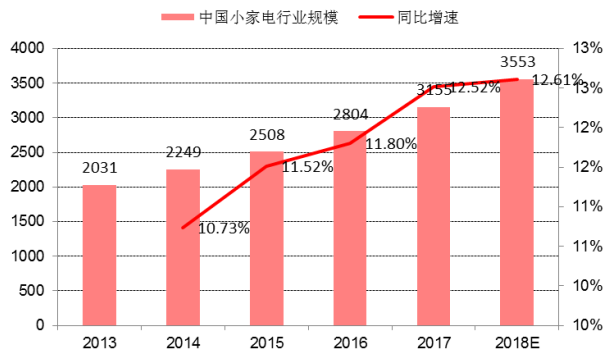
小家电产品具有更换周期短，单价低等特点，较其他家电产品更具备消费品属性，受地产因素影响较弱，所以在地产周期走弱甚至经济趋缓的背景下，小家电企业具备穿越牛熊的潜质。在小家电领域我们更看好有渠道先发优势以及强大母公司资源的龙头苏泊尔。

苏泊尔业绩情况：营收规模加速向上，盈利能力稳步提升。（1）2015~2017 年公司营业收入分别为 109.10 亿元、119.47 亿元、141.87 亿元，同比增长+14.42%、+9.51%、+18.75%，年复合增长率为+14.03%；2018H1 实现营业收入 88.49%，同比增长+28.07%。（2）电器业务增速快于炊具板块。2015 年，公司进军环境电器市场，将产品品类延伸至客厅。随即 2016 年开始，电器业务增速加快。2016 年和 2017 年，电器业务实现营业收入 74.66 亿元、90.77 亿元，同比增长+17.10%、+21.59%；2018H1 电器业务营收 59.71 亿元，同比增长+31.21%。（3）作为 SEB 集团中国区业务布局点，苏泊尔国内收入稳定高增，占比逐渐提升。2018H1 国内营收 68.79 亿元，同比增长+31.70%，占比由 2013 年的 62.76% 提升为 77.73%。（4）毛利率处于行业领先水平。2014~2016 年，公司毛利率为 29.03%、28.97%、30.53%。2017 年原材料成本上升，公司整体毛利率小幅下滑至 29.56%。但随着公司引入 WMF 品牌，以及此前高端产品在国内市场铺开，2018H1 毛利率回升至 30.23%。

行业情况：增速稳健，线上渠道占比提高，产品升级驱动价格提升。2017 年中国小家电行业市场规模达到 3155 亿元，同比增长 12.52%，近 5 年复合增长率达 12.52%，预计 2018 年突破 3500 亿元。（1）子品类方面，传统小家电 2017 年保持个位数增长，个别传统品类增速下滑；新兴品类方面，料理机 2017 年营收规模增速达到 78.31% 领跑小家电电子品类。整体来看，新兴品类增速远好于传统品类（2）双渠道增速显著分化，线上渠道占比提高。2017 小家电线上渠道销售额 920 亿，同比增长 21.05%，占销售总额 25.89%，同比提升 1.80pct。小家电品类有体积小，安装简单的特点，线上渠道比其他家电品类有天然优势，导致线上渠道销售比例不断提高。

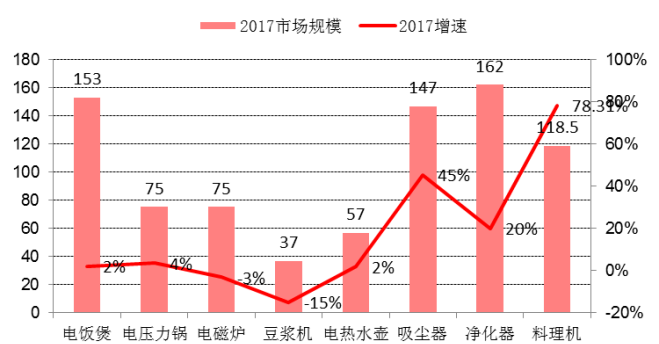
（3）产品升级驱动传统小家电价格提升，传统小家电保证稳增长的痛点在于技术创新，人们日益增长的美好生活的需要不断驱动着厂商由规模导向转变为效率渠道导向和技术革命。

图表 18：中国小家电行业规模及增速



资料来源：中商产业研究院 中信建投证券研究发展部

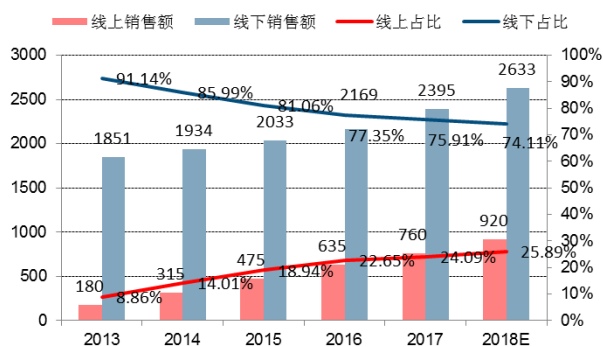
图表 19：2017 年小家电品类规模及增速



资料来源：奥维云网 中信建投证券研究发展部

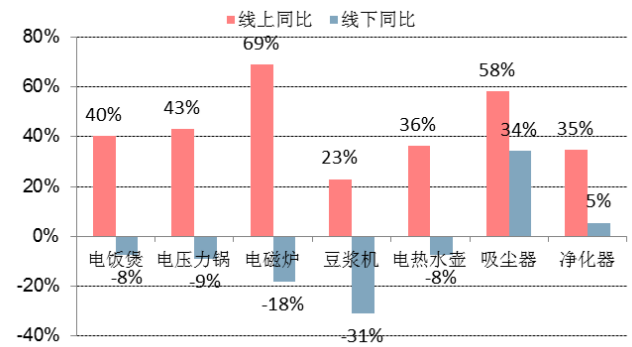
竞争优势：（1）产品品类广泛，引入外资品牌进军高端市场。目前已形成炊具、厨房小家电、厨卫电器和环境家居电器四大产品线。2017 年电器收入占比 63.98%，其中厨房小家电、厨房大电和环境电器分别占比约 58%、5%、1%。品牌方面，目前拥有苏泊尔、Krupps、Lagostina 和 WMF 四大品牌。未来可能通过 SEB 集团引入更多高端品牌，提升市场定位。（2）SEB 股东支持下，研发效率高。苏泊尔不断向炊具及小家电产品注入新技术，筑起行业壁垒。相对于其他小家电企业及炊具企业，苏泊尔研发投入占总营收比率中等偏低。（3）一二线渠道覆盖率较高，三四线和线上渠道增速更快，高端品牌渠道协同效应可期。一二级市场渠道覆盖率超过 90%，三四级网点覆盖率超过 50%。WMF 百家门店叠加苏泊尔线上渠道，将多个高端品牌整合，有望提升运营效率。

图表 20：双渠道销售额及占比

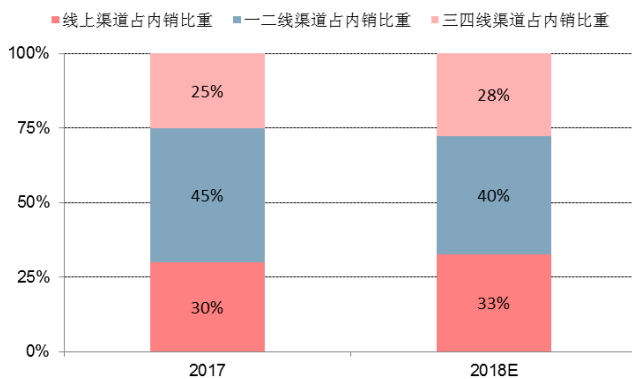


资料来源：中商产业研究院 中信建投证券研究发展部

图表 21：小家电品类 2017 年双渠道增速



资料来源：中怡康 中信建投证券研究发展部

图表 22：苏泊尔渠道收入构成


资料来源：公开资料 中信建投证券研究发展部

大股东 SEB：（1）依靠外延并购发展壮大，集团拥有 29 个品牌，在全球 150 个国家通过并购扩张的战略发展壮大。（2）为苏泊尔持续输送品牌，SEB 集团旗下 LAGOSTINA、KRUPS、WMF 高端品牌不断输送下，苏泊尔完成了在厨房领域对中高端品牌的全覆盖，在厨房领域多品牌、多品类的布局已形成了其相对于其他竞争者独特的竞争优势。（3）外贸订单转移绝对量和相对量均大幅提高，订单定价年初预先设定，通过预测原材料价格，以毛利率 18% 设定价格，整体趋势量升价稳。

图表 23：SEB 历史业绩

(亿元)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
SEB 营业收入	321.6	323.5	337.67	350.34	317.09	338.42	365.32	505.95
同比(%)	14.97	8.53	2.43	2.5	2.21	12.15	4.82	29.7
净利润	19.41	19.15	16.15	16.82	12.67	14.61	18.9	29.26
同比(%)	50.96	6.44	-17.22	2.88	-14.91	21.12	25.59	45.01
毛利率(%)	41.22	39.56	38.91	38.89	37.95	37.9	39.57	39.97
净利率(%)	5.4	5.25	4.38	4.27	3.44	3.58	4.53	5.26
苏泊尔营业收入	56.22	71.26	68.89	83.83	95.35	109.10	119.47	141.87
占比	17.48%	22.03%	20.40%	23.93%	30.07%	32.24%	32.70%	28.04%

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

（六）厨电领域竞争格局教优，盈利空间弹性大

厨电板块，由于房地产后周期的影响，三季度受到的影响较大，但厨电板块由于龙头方太发展策略主要对标海外高端品牌，价格战可能性较低，对厨电整体价格天花板起到良好的支撑作用，二线及以下企业拥有更好的价格拉扯空间以及盈利空间，并且厨电行业目前也在进行渠道效率的整合，我们看好厨电板块在后续如若房地产回暖时的业绩弹性。

（七）彩电市场得海外者得天下

彩电市场国内家电企业通过较强的品牌力和渠道取得了一定海外市场份额，而且过硬的品质和较低的成本

在欧美市场不断取得市场占有率。在国内市场趋于稳定的前提下，家电企业纷纷布局海外市场，谋求份额的提升。总的来讲彩电市场海外是增量。

海外市场布局中，TCL 电子表现出优质的潜力。2015-2017 年公司收入分别为 345.63 亿港元、337.18 亿港元、414.56 亿港元，同比增长 1.04%、-2.45%、23.61%，2018 前三季度营收 327.90 亿港元，同比增长 11.0%。2015-2017 年公司净利润 0.26 亿港元、1.83 亿港元、8.15 亿港元，净利润率分别为 0.03%、0.52%、1.92%。

图表 24：TCL 电子历史业绩

	2014	2015	2016	2017	2018Q1-3
营业收入（亿港元）	342.09	345.63	337.18	414.56	327.90
同比（%）	-15.29	1.04	-2.45	23.61	11.00
净利润（亿港元）	2.35	0.26	1.83	8.15	
同比（%）	587.78	-88.99	608.09	345.73	
毛利率	16.41%	16.91%	17.43%	15.44%	15.10%
净利率	0.72%	0.03%	0.52%	1.92%	
销售费用率	12.25%	11.85%	11.78%	9.94%	
管理费用率	2.91%	4.00%	3.40%	3.14%	
研发费用率	1.26%	1.62%	1.91%	1.55%	
财务费用率	0.58%	0.55%	0.28%	0.56%	

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

体育赛事催化+大屏化趋势+显示技术迭代，驱动行业增长。（1）彩电销量受体育赛事影响显著，逢世界杯年份 2010、2014，增速分别为 28.26%、21.64%，2018 年数据亦十分靓丽。（2）彩电大屏化趋势明显。2013 年电视零售平均尺寸为 40 寸，2017 年上升至 48 寸，复合增长率 20%。2018 年上半年 55 寸彩电占有率达到 31%，销量占比居首。（3）显示技术更新迭代加快，CRT 已逐渐退出市场，液晶电视进入成熟阶段，新技术层出，OLED、量子点和激光电视技术目前占据高端市场主要份额。

竞争优势：（1）品牌优势驱动业绩增长，本土化建厂提供产能保障。国内品牌 TCL、XESS、乐华、雷鸟形成有效互补，逐渐实现高中低端全覆盖。北美欧洲地区分别通过本地品牌与 TCL 双品牌运营。此外，TCL 较早布局全球化生产，本土化建设加快终端市场响应速度，且有效减免海外市场关税影响。（2）全球渠道成熟催化业绩高增。国内市场线上渠道占比提升显著，2017 年线上占比 26.2%，+6.2pct；北美零售市场覆盖率九成，欧洲渠道覆盖率逐月提升；巴西市场与 SEMP 成立的联营公司，双方共用渠道及资源；截止到 2018H1，TCL 在印度已经有超过 3000 家门店，销量增长 120%。（3）“雷鸟科技”卡位互联网电视新生态。截至 2018 年 H1 雷鸟科技累计激活用户已达 2735 万，日均活跃用户数为 1281 万，2017 年实现收入 1.4 亿元，2018 年 H1 营收 1.26 亿，同比增长超过 3 倍。

大股东 TCL 集团实力强劲，上游面板形成强力支撑。（1）集团业务多元化，协同效应逐渐体现。TCL 集团 2018 前三季度收入 823 亿，同比下滑 0.03%，归母净利润 24.9 亿，同比增长 30.62%。TCL 集团旗下华星光电实现营收 190.5 亿，t1、t2 两条 8.5 代线出货量全球前五。（2）面板龙头华星光电与 TCL 电子供应链垂直整合。黑电竞争格局激烈，价格战频发。产业链垂直整合较竞争对手拥有更大的缓冲空间。华星光电是全球第 5 大、国内第 2 大液晶面板厂，其中 32 寸液晶面板出货量排名全球第二，55 寸液晶面板出货量排名全球第三。TCL 电子背靠 TCL 集团，成为国内唯一拥有上游面板资源的电视机厂商。

二、小家电涨幅居前，家电板块整体表现低迷

（一）本周家电板块表现低迷

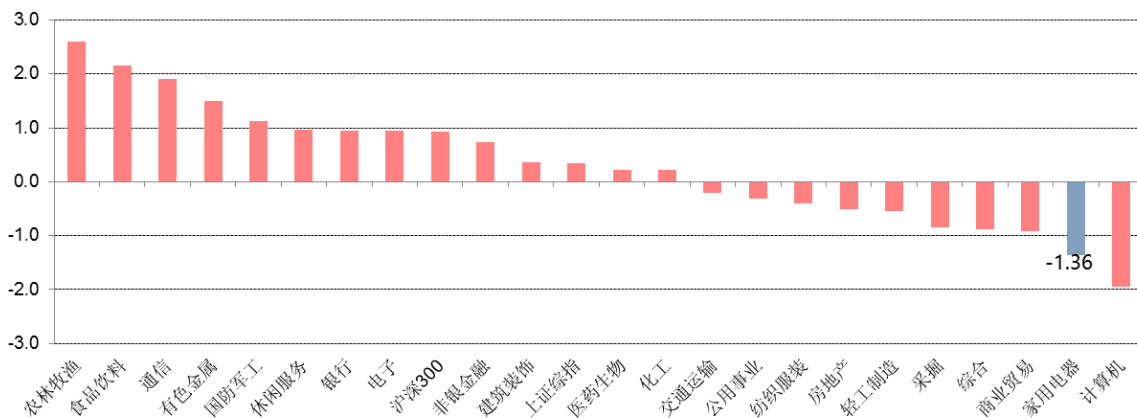
本周家电指数下跌 1.36%，同期上证指数上涨 0.34%，家电板块跑输大盘 1.70pct。年初至今，家电指数下跌 28.98%，落后上证综指 7.24pct。

图表 25：板块涨跌幅度（单位：%）

证券代码	证券简称	最新股价	本周涨幅	本月涨幅	本季涨幅	年初至今涨跌幅
000300.SH	沪深 300	3172.69	0.93	0.60	-7.74	-21.29
000001.SH	上证综指	2588.19	0.34	-0.56	-8.26	-21.74
801110.SI	家用电器	5130.72	-1.36	2.23	-8.00	-28.98

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 26：本周各板块涨跌幅：（单位，%）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

（二）小家电公司表现强势，科沃斯、苏泊尔居前

小家电公司逆势上涨，房地产调控周期下，厨电白电的后周期属性拖累影响较大，小家电有快消属性受地产影响较弱，本周大盘下挫背景下，小家电公司表现稳健，科沃斯、苏泊尔涨幅居前。

图表 27：家电板块股价涨跌幅表现

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	2018 年 12 月 1 日 收盘价（元）	一周涨跌幅 （%）	月初至今涨跌 幅（%）	本季度涨跌幅 （%）	年初至今涨跌 幅（%）
涨幅排行榜							
603366.SH	日出东方	36.6	4.58	13.09	33.14	16.84	-22.29
603486.SH	科沃斯	198.6	49.63	6.96	20.37	13.96	72.15
002032.SZ	苏泊尔	441.0	53.70	4.76	10.45	0.42	36.19

请参阅最后一页的重要声明

000521.SZ	长虹美菱	34.6	3.31	4.42	13.36	-0.60	-33.67
0921.HK	海信家电	82.4	6.05	3.95	6.89	-14.67	-29.79
跌幅排行榜							
600854.SH	春兰股份	19.9	3.84	-3.27	6.37	-4.48	-30.85
002508.SZ	老板电器	198.0	20.86	-3.65	-0.67	-10.93	-55.76
000418.SZ	小天鹅 A	287.7	45.48	-3.95	7.52	-2.19	-31.90
002035.SZ	华帝股份	77.5	8.79	-6.09	-1.24	-15.56	-55.61
002668.SZ	奥马电器	60.3	5.56	-15.24	-41.78	-52.84	-50.58

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

三、原油价格下行趋势不改，原材料成本端压力放缓

(一) 大宗原材料价格：原油价格继续下跌，铜铝价格企稳

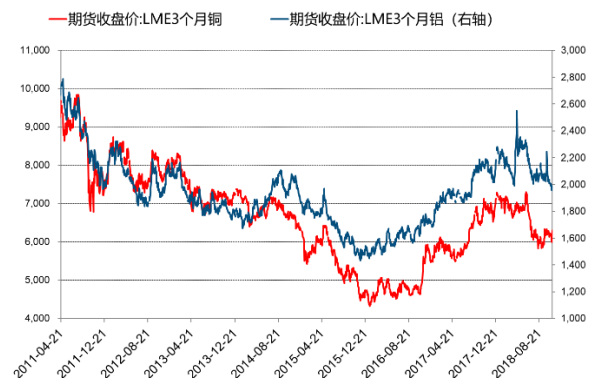
虽然美国对伊朗的石油出口全面禁运，但美国给予中国、韩国等 8 个伊朗石油进口国和地区 180 天临时性豁免，石油供给缺口低于预期，布油连八周下跌，收于 59.07 美元/桶，周涨幅-11.85%。LME 铜价收于 6198.5 美元/吨，本周下跌 0.14%；铝收于 1950.0 美元/吨，微涨 0.05%。

图表 28：油价与线材价格（单位：美元/桶，元/吨）



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 29：铜价与铝价（单位：美元/吨）

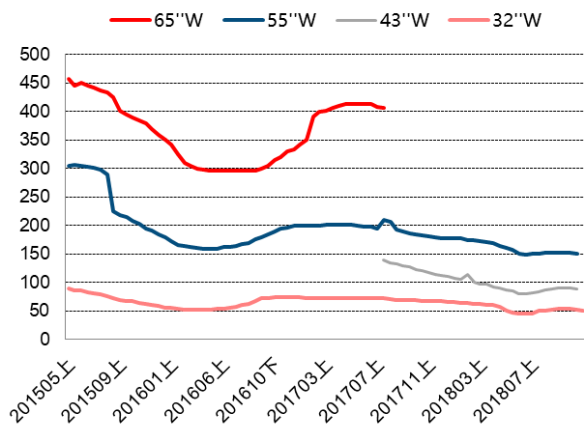


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

(二) 上游面板价格：11 月上旬面板数据公布，价格较前期略有下滑

55 尺 Open Cell 面板价格 11 月上旬均价收于 151 美元 / 片，较前期下降 1 美元 / 片；43 尺均价 89 美元 / 片，较前期下降 1 美元 / 片；32 尺均价 53 美元 / 片，较前期下降 2 美元 / 片。

图表 30：各尺寸 Open-Cell 面板价格走势（单位：美元）



资料来源：Witsview 中信建投证券研究发展部

四、行业动态

中怡康：干衣机市场增长空间大，中高端机型增长明显

中怡康数据显示，2018年1~10月洗干一体滚筒洗衣机在滚筒中的零售量比重已达到31%，线下干衣机零售量同比增长率为22.8%。我国目前的干衣机规模才20多万台，相对于洗衣机市场3800多万台的市场规模，市场空间较大。

产业在线：10月全封活塞压缩机略有下滑

产业在线统计数据显示，2018年10月，全封活塞压缩机生产1296.5万台，同比增长7.9%，环比下降7.6%；销售1298万台，同比增长4.7%，环比下降9.6%。

中怡康：家庭“二台”需求推动“迷你”洗衣机市场增长

根据奥维云网监测，2018年1-10月线上“迷你”洗衣机市场零售量135万台，同比增长48.3%；零售额达8.3亿元，同比增长42.9%。200元以下低端产品零售量占比同比增长4.2 pct，800-1000元销售量占比提高6.7 pct。带烘干功能的“迷你”洗衣机销售量同比增长293.2%。

五、公司动态

（一）公司新闻

国家电网：云米科技 Q3 净营收 5.65 亿元

小米生态链公司云米科技(VIOT.US) 2018 财年第三季度财报显示，净营收为 5.653 亿元人民币(约合 8230 万美元)，同比增长 170.9%。净亏损为 5980 万元人民币(约合 870 万美元)，上年同期实现净利润 2730 万元。

国家电网：惠而浦应用 3D 增材技术改善家电产品零部件备件体系

美国惠而浦方面称，公司与新加坡 3D 打印机构 Spare Parts 3D 达成伙伴关系，共同致力于惠而浦的零部件数字化工作，通过 3D 技术为公司提供过时或部分短缺部件的供应。

奥维云网：2018 年上半年集成灶市场竞争格局

根据各公司财报显示，2018 年上半年浙江美大总收入为 5.62 亿元，同比增长 50.79%。火星人上半年销售 3.7 亿元，共销售 7.5 万台集成灶。

国家电网：库卡 CEO 将于 12 月提前卸任

库卡官网 11 月 26 日发布消息称，现任库卡首席执行官的 Till Reuter 博士已与库卡监事会达成协议，将于 12 月提前终止其 CEO 职务。将由 Peter Mohnen 担任临时首席执行官，Andreas Pabst 担任临时首席财务官。

(二) 公司公告

海信家电：

公司与青岛海信金融控股有限公司签署了《金融业务框架协议之补充协议》，对原保理业务进行补充约定。公司与海信财务公司签署《金融服务协议》公司将接受海信财务公司在其业务范围内提供的一系列金融服务。公司与香港海信签署《代理融资采购框架协议》，拟于 2019 年委托香港海信为本公司代理融资采购原材料及设备。公司拟以自有资金不超过 50 亿元自有闲置资金进行委托理财。

TCL 集团：

公司拟发行第一期中期票据，发行额为 20 亿元，期限为 3 年。

莱克电气：

公司财务总监朱福县先生申请辞职。

乐金健康：

公司因法定代表人变更，已完成工商变更登记并取得换发的营业执照。

顺威股份：

佛山市顺德区土地储备发展中心拟收回公司位于佛山市顺德区容桂街道办事处海尾居委会茶树东路 19 号的房地产权，并就本次收储土地事项对公司进行一次性补偿约 2,133.75 万元。

九阳股份：

公司控股股东上海力鸿新技术投资有限公司名称变更为上海力鸿企业管理有限公司，类型变更为有限责任公司（台港澳与境内合资），住所、注册资本、经营期限和经营范围也发生变更。

日出东方：

公司全资子公司北京四季沐歌太阳能技术集团有限公司因业务发展及经营管理需要已更名为“四季沐歌科技集团有限公司”，已完成工商变更登记。

朗迪集团：

公司收到证监会关于公司非公开发行股票申请文件反馈意见，并作出回复。

金莱特：

公司对部分存货及固定资产进行处置，处置存货账面价值约 2,300 万元，固定资产账面净值 614.17 万元。公司向 42 名激励对象授予 159 万份股票期权与 446 万股限制性股票，授予日为 2018 年 11 月 28 日。

（三）重点公司盈利预测

图表 31：重点公司盈利预测：（单位：元）

	重点公司	EPS18	EPS19	EPS20	股价	PE18	PE19	PE20
					2018/11/24			
	000333.SZ 美的集团	3.26	3.86	5.88	38.69	11.87	10.02	6.58
	000651.SZ 格力电器	4.92	6.54	7.77	36.85	7.49	5.63	4.74
白电	600690.SH 青岛海尔	1.32	1.56	1.80	13.75	10.42	8.81	7.64
	000418.SZ 小天鹅 A	2.91	3.53	4.25	45.48	15.63	12.88	10.70
	000921.SZ 海信家电	1.01	1.19	1.40	7.19	7.12	6.04	5.14
	002508.SZ 老板电器	1.76	2.07	2.41	20.86	11.85	10.08	8.66
厨电	002035.SZ 华帝股份	0.80	1.03	1.29	8.79	10.99	8.53	6.81
	002677.SZ 浙江美大	0.69	0.97	1.31	10.39	15.06	10.71	7.93
	002032.SZ 苏泊尔	1.99	2.40	2.85	53.70	26.98	22.38	18.84
小家电	002242.SZ 九阳股份	0.97	1.10	1.27	14.14	14.58	12.85	11.13
	002705.SZ 新宝股份	0.53	0.68	0.85	8.53	16.09	12.54	10.04
	603486.SH 科沃斯	1.16	1.43		49.63	42.78	34.71	
黑电	000100.SZ TCL 集团	0.28	0.33	0.38	2.47	8.82	7.48	6.50
	600060.SH 海信电器	0.97	1.15	1.33	9.10	9.38	7.91	6.84
上游	002050.SZ 三花智控	0.70	0.84	0.99	13.30	19.00	15.83	13.43

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

六、投资建议

我们对家用空调行业中长期维度仍持有乐观态度，原因如下：其一，空调的行业空间家电领域最高，一户多机成趋势，对标日本目前保有量，空调向上空间最大；其二，配置家电行业的根本逻辑在于城镇化，13 亿人的城镇化过程拉动了巨大需求，农村市场的城镇化进程正在提速，厂商通过不断下沉渠道抢占市场；其三，消费升级大背景下，产品价格伴随能效提高而上涨，高端品牌不断受市场青睐，提高龙头企业盈利能力，同时受原材料提价影响，厂商提价意识提高，龙头产业链上下游传导能力极强，待成本企稳回调，厂商定价策略相对刚性，又增厚了企业毛利率。

我们维持行业“买入”评级，公司方面我们更看好行业龙头：

格力电器（空调龙头地位稳固，业绩增长强劲）；

美的集团（白电龙头，各线业务发展均衡，机器人业务有望成为新增长点）；

青岛海尔（白电龙头经营回暖，智能物联网领域布局值得期待）；

苏泊尔（高端布局协同效用显著，SEB 支持下外销无忧）；

TCL 电子（品牌优势+成熟渠道+本土化建厂，驱动全球化布局多点开花）。

七、风险提示

房地产销售大幅下滑，行业竞争加剧，汇率波动。

分析师介绍

陈伟奇：中信建投家电消费行业分析师，厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

花小伟：中信建投大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

报告贡献人

肖垚 0755-82533319 xiaoyao@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859