

短期承压，看好边际改善

—三月行业动态报告

家用电器行业

谨慎推荐 维持评级

核心观点

● 最新观点

1) **消费利好政策频出，看好边际改善。**3月18日，商务部消费促进司负责人王斌表示将会同有关部门进一步研提促进汽车、家具、家电等重点商品消费的政策措施。多个地方政府也推出促消费政策，向市民发放消费券，释放居民消费潜力。我们认为随着家电促消费政策逐步落地，前期受疫情抑制的家电需求将得到释放，家电消费有望边际改善。

2) **家电社零数据断崖式下降。**根据国家统计局数字，2020年1-2月家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额805.2亿元，同比下降30%。我们认为家电社消总额下降的主要原因是新冠疫情冲击，随着疫情影响的逐步减弱加上各地促消费政策的推行，家电社零同比增速下滑幅度有望收窄。

3) **白电出货量大幅下滑，零售端有所改善。**根据产业在线数据，白电出货量在1、2月份下滑明显，外销好于内销。2020年1-2月空调、冰箱和洗衣机累计销售1548.2、776.3和765.7万台，同比增速为-35.1%、-24.63%和-25.45%。奥维云网数据显示白电线上和线下销售额同比增速从11周开始均有所好转。我们认为疫情在家电供应端和需求端均造成了较大影响，但影响最严重阶段已经过去，白电在零售端的改善将逐步明显。海外疫情的蔓延会影响海外需求和物流运输，导致订单下滑，外销增速可能会进一步下探。

4) **地产竣工承压，长期趋势不改。**受疫情影响，2020年1-2月份商品房住宅开竣工面积同比均有大幅下滑，下滑幅度分别为44.4%和24.3%，我们认为由于交房的强制性，商品房住宅竣工数据下滑是因为疫情带来的工人返工较难、物流受阻等原因，只是短期影响，长期回暖趋势不改。

● 投资建议

新冠疫情爆发期间，家电需求被抑制，但该部份需求不会消失，随着疫情影响的减弱及促消费政策的逐步落地，家电消费有望边际改善。建议关注现金储备充足、抗风险能力较强、业绩确定性强的白电龙头企业美的集团(000333)、格力电器(000651)和海尔智家(600690)。

● 核心组合(截至3.27)

证券代码	证券简称	年初至今涨幅	相对收益率	市盈率
002508.SZ	老板电器	-18.57%	-4.14%	16.51
000651.SZ	格力电器	-19.84%	-5.41%	11.63
600690.SH	海尔智家	-24.26%	-9.83%	10.70
000333.SZ	美的集团	-15.11%	-0.68%	14.61

● 风险提示:

原材料价格变动的风险; 房地产调控的风险; 疫情影响超预期的风险。

分析师

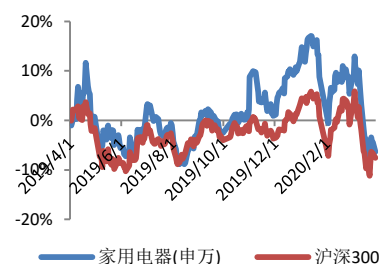
李冠华

☎: 8610-66568238

✉: liguanhua_yj@chinastock.com.cn

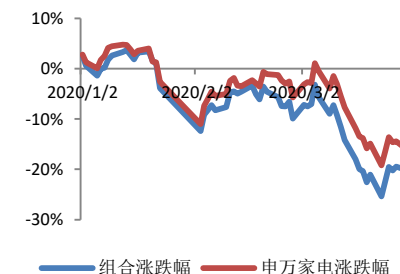
执业证书编号: S0130519110002

相对沪深300表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

正文目录

一、受疫情影响，家电行业景气度较低	2
(一) 家电行业国际影响力日增，国产品牌势头强盛	2
(二) 疫情不改地产竣工回暖趋势	2
(三) 消费利好政策频出，新能效标准即将实施	4
(四) 家电行业景气度回落	5
(五) 财务分析	7
二、家电业发展处于成熟期，技术催生新经营模式，马太效应愈加明显	9
(一) 行业成长空间有限，内部需按自身实况转型变革	9
(二) 产业发展环境变化，企业经营模式创新	10
(三) 技术创新问道行业新机遇，智能发展满足消费新需求	12
(四) 销售路径扩张，零售渠道融合，新模式重塑行业生态圈	13
(五) “马太效应”进一步激化，壁垒高筑促使小企业另辟蹊径.....	14
三、行业面临的问题及建议	15
(一) 现存问题	15
(二) 建议及对策	16
四、家电业在资本市场中的发展情况	17
(一) 家电企业整体上市时间较早，A股占比较少	17
(二) 年初至今板块表现较弱，估值处于历史中等偏低位置	18
(三) 行业 Beta 表现	19
(四) 板块表现分化	20
五、投资建议	21
(一) 最新观点：疫情压制短期需求	21
(二) 核心组合	21
六、风险提示	22
七、附录	23
(一) 港股公司估值及对比	23
(二) 行业数据跟踪	23

一、受疫情影响，家电行业景气度较低

(一) 家电行业国际影响力日增，国产品牌势头强盛

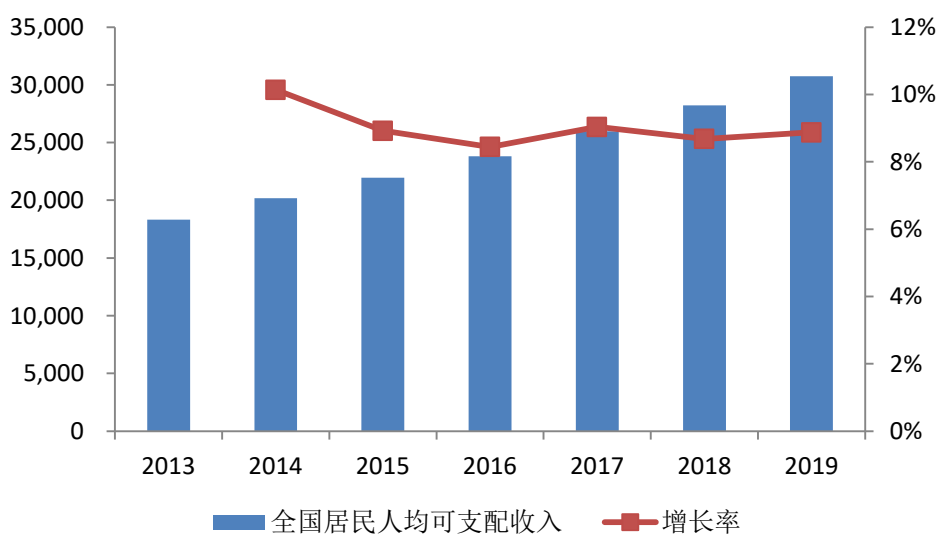
家用电器作为消费领域的重要组成部分，对我国经济增长有着十分关键的作用。我国家电行业经过四十年的发展，取得了卓越的成绩，在世界家电行业中占据着重要地位，已成为世界家电的最大制造基地和消费市场，在成本、质量方面领先国际同行，优势明显。产业在线数据显示，2019 冷年全球的空调产量规模是 1.87 亿台，中国的空调总产量是 1.49 亿台，占到全球 80% 的份额，冰箱、洗衣机、电视的产量占全球产量也超过 50%。出口量方面，目前我国彩电、家庭影院、微波炉等产品的出口量位居世界第一，小家电的生产规模和出口增长势头也十分明显。过去十年间，中国家电行业在稳固了世界家电最大制造地位的同时，也在消费升级的需求下完成了从价格、营销为主的初级竞争模式到技术、产品为主的高级竞争模式。

国内家电市场中，国产品牌表现出旺盛的生命力，市场份额快速提升。在传统大家电市场中，品牌集中度不断上升，其中 2018 年空调、冰箱、洗衣机市场的国产品牌份额分别达到 90.8%、76.8%、63.8%。新兴厨电和小家电市场中，以九阳、苏泊尔为代表的国内品牌力压国外品牌，深受消费者偏爱。

(二) 疫情不改地产竣工回暖趋势

家用电器属于可选消费，受宏观经济形势影响较大，与人均可支配收入相关度较高。2013 年以来，我国人均可支配收入不断提高，2019 年达到 30733 元，同比上涨 8.87%，增速相比 18 年上升了 0.19PCT。

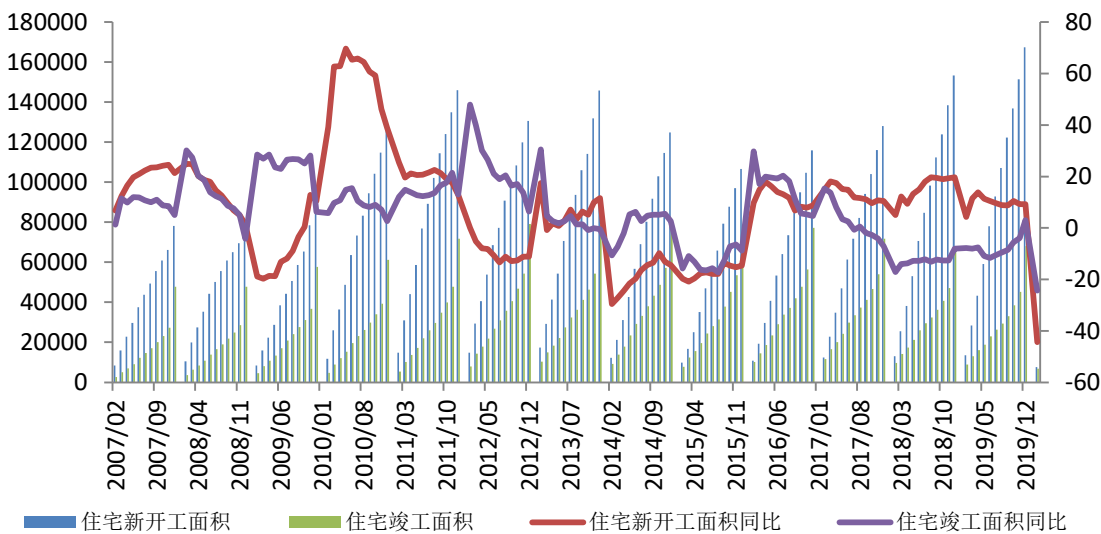
图 1：我国人均可支配收入（元）及增长率（%）



资料来源：wind、中国银河证券研究院

疫情不改地产竣工回暖趋势。家电行业为地产后周期行业，地产对家电产品销售，特别是对地产关联度高的空调和厨电产品销售影响较大。受疫情影响，2020年1-2月份房地产住宅开工面积同比均有大幅下滑，下滑幅度分别为44.4%和24.3%，我们认为目前竣工数据对应的为16-17年销售的期房，由于当时销量较大叠加交房的强制性，房地产竣工回暖趋势有望延续。短期内商品房住宅竣工数据下滑是因为疫情带来的工人返工较难、物流受阻等原因，对竣工长期回暖趋势影响不大。

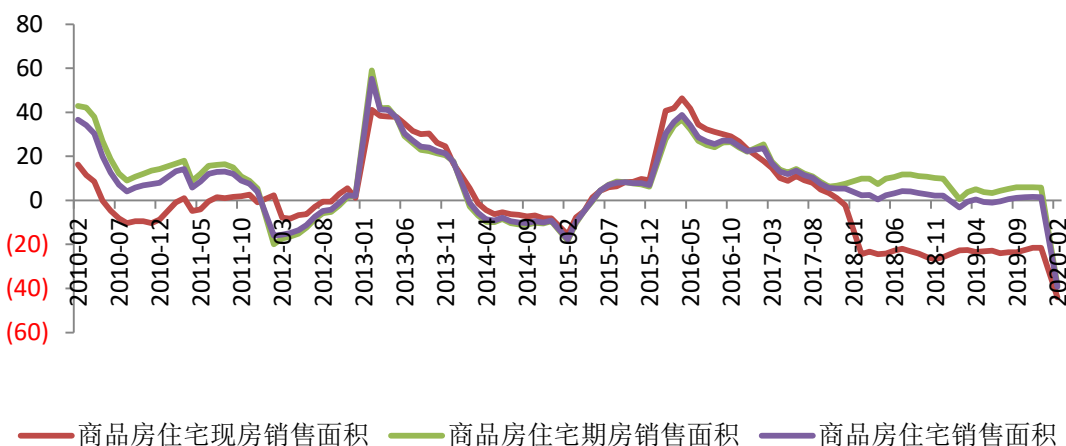
图 2：住宅新开工与竣工面积（万平方米）累计值及同比增长率（%）



资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究院

疫情对房地产销售影响较大，2020年1-2月份商品房住宅单月销售面积7489万平方米，同比下滑39.2%，我们认为由于房地产行业的需求具有特殊性，可能延后但不会消失，疫情对地产销售长期趋势的影响较小。

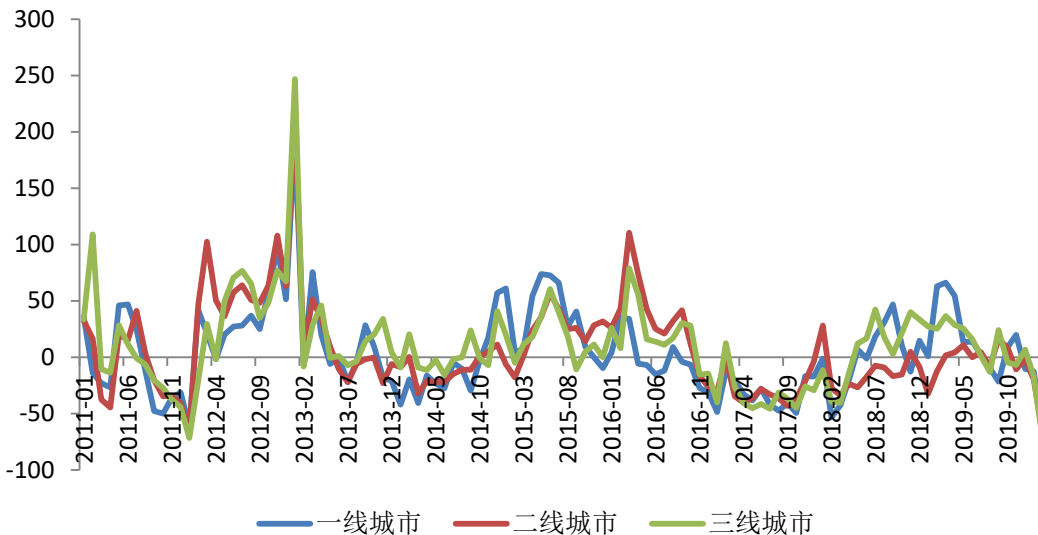
图 3：商品房住宅现房、期房销售面积同比增长率（%）



资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究院

从 30 大中城市商品房成交数据来看，2020 年 2 月份，由于疫情影响，一、二、三线城市商品当成交套数增速均有所下滑，下降幅度分别为 62.65%、68.34%和 73.61%。

图 4：30 大中城市商品房成交套数同比增长率（%）



资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究院

（三）消费利好政策频出，新能效标准即将实施

疫情爆发以来，消费行业遭受了较大冲击，为了提振消费，国家推出了一些促消费政策以应对疫情带来的负面冲击。3 月 13 日，发改委等 23 个部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，文件中提出加快完善机动车、家电、消费电子产品等领域回收网络。各地区结合实际制定奖励与强制相结合的消费更新换代政策，鼓励企业开展以旧换新，合理引导消费预期。3 月 18 日，商务部消费促进司负责人王斌表示将会同有关部门进一步研提促进汽车、家具、家电等重点商品消费的政策措施。除了出台促消费政策，多地方政府还积极向市民发放消费券，释放居民消费潜力。我们认为家电消费刺激政策有望逐步落实，行业消费有望恢复增长。

2019 年 12 月 31 日，国家市场监督管理总局（国家标准化管理委员会）批准了 32 项国家标准，并予以公布。其中，GB 21455-2019《房间空气调节器能效限定值及能效等级》包含其中，于 2020 年 7 月 1 日起施行。新标准将取代 GB12021.3-2010《房间空气调节器能效限定值及能效等级》和 GB21455-2013《转速可控型房间空气调节器能效限定值及能效等级》。

新能效标准中，房间空气调节器能效等级分为 5 级，1 级能效等级最高，标准不再为定频空调和变频空调单独设置评级体系，而是统一采用单冷式和热泵型房间空气调节器能效等级。具体指标中，新能效标准提升了各种能效等级的指标。

表 1: 空调新旧能效对比

标准	额定制冷量 (CC) W	冷暖型能效等级 (APF)					
		1 级	2 级	3 级	4 级	5 级	
GB 21455-2019	热泵型房间空	CC≤4500	5.00	4.50	4.00	3.50	3.30
	气调节器	4500<CC≤7100	4.50	4.00	3.50	3.30	3.20
		7100<CC≤14000	4.20	3.70	3.30	3.20	3.10
GB12021.3-2010	整体式	CC≤4500	3.60	3.40	3.20		
		4500<CC≤7100	3.50	3.30	3.10		
	分体式	7100<CC≤14000	3.40	3.20	3.00		
GB21455-2013	热泵型转速可 控型 分体式	CC≤4500	4.50	4.00	3.50		
		4500<CC≤7100	4.00	3.50	3.30		
		7100<CC≤14000	3.70	3.30	3.10		

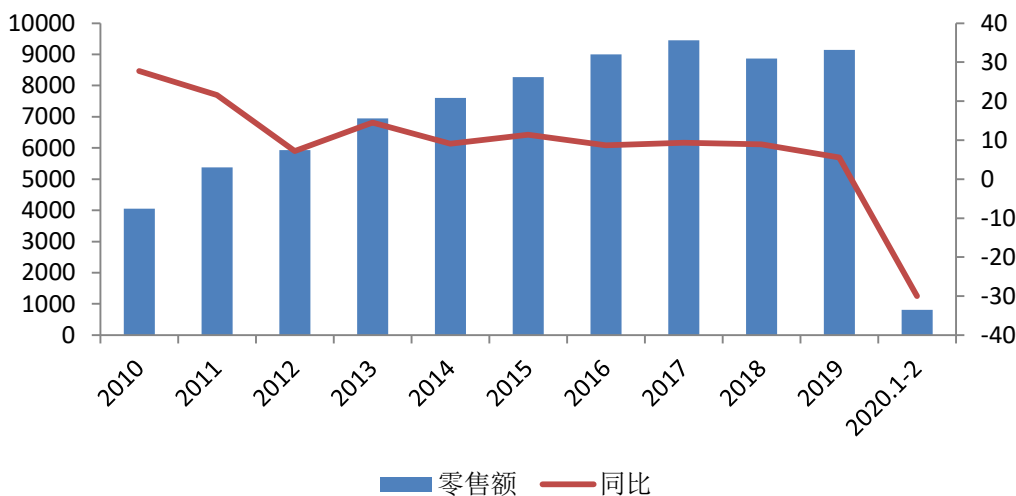
资料来源：国家标准化管理委员会、中国银河证券研究院

(四) 家电行业景气度回落

1. 家电行业销售额增速放缓

根据国家统计局数字，2020 年 1-2 月家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额 805.2 亿元，同比下降 30%。我们认为家电社消总额下降原因主要是受疫情影响，随着疫情影响的逐步减弱加上各地促消费政策的推行，家电社消同比增速下滑幅度有望收窄。

图 5: 家用电器和音像器材类零售额及增速

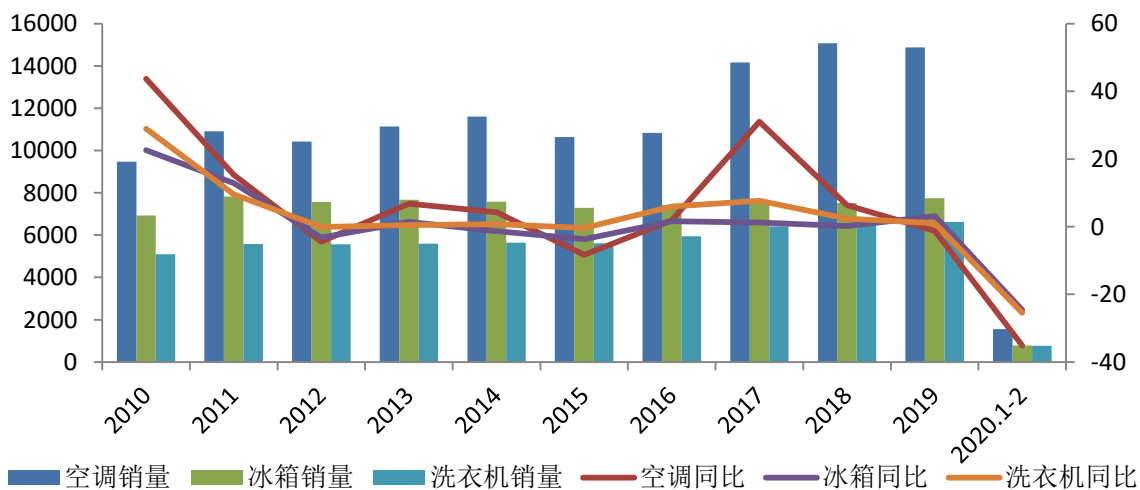


资料来源：国家统计局、wind、中国银河证券研究院

2. 主要家电内销量增速放缓

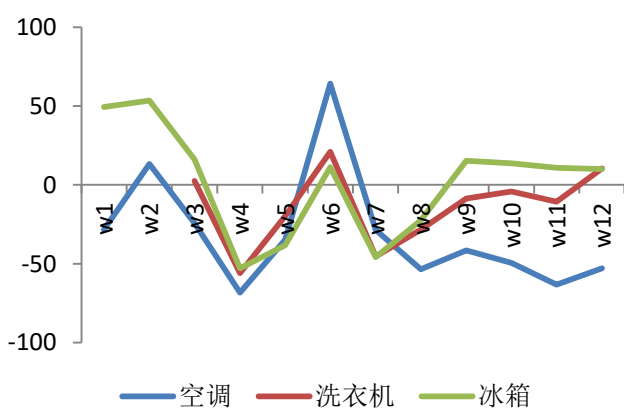
根据产业在线数据，2020年2月家用空调出货量下滑幅度加大，外销好于内销。总销量553万台，同比下降41.5%，其中内销161万台，同比下滑67.3%，外销391万台，同比下降13.2%，1-2月累计销售1548.2万台，同比-35.1%，其中内销653万台，同比-47.2%；外销895万台，同比-22.1%。由于冰箱和洗衣机的安装属性低于空调，受疫情影响弱于空调。1-2月份冰箱和洗衣机的累计销量为776.3和765.7万台，分别下降了24.63%和25.45%。奥维云网数据显示疫情对空调、洗衣机和冰箱的线上销售额影响弱于线下，从11周开始线上和线下销售额的同比增速均有所好转。我们认为疫情在供应端和需求端均造成了较大影响，家电出货量快速下降，随着疫情影响的逐步减弱，家电内销增速下滑趋势会边际好转。海外疫情的蔓延会影响海外需求和物流运输，导致订单下滑，外销增速可能会进一步下探。

图 6：我国白电主要销量（万台）及增速（%）



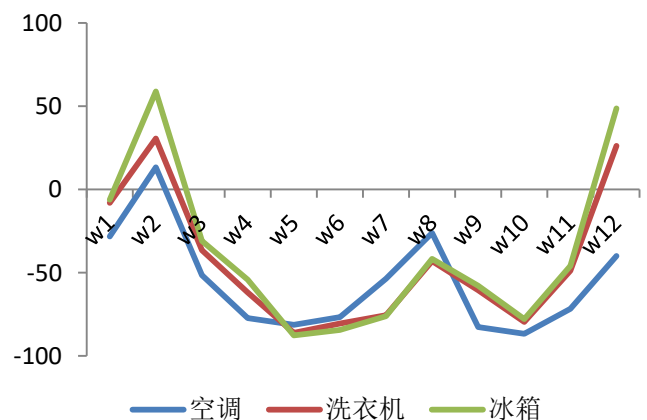
资料来源：产业在线、wind、中国银河证券研究院

图 7：家电产品线上销售额增长率（%）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图 8：家电产品线下销售额增长率（%）



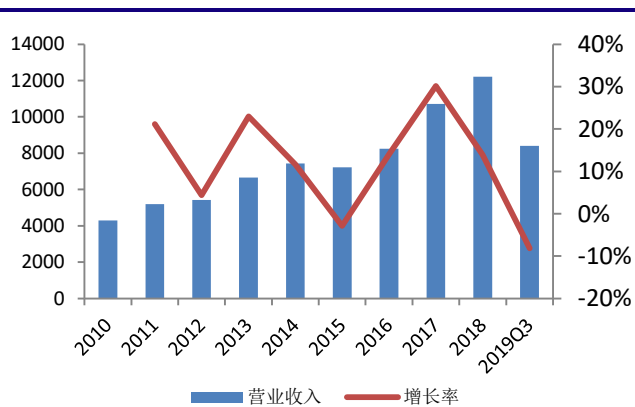
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

(五) 财务分析

1. 家电行业营收增长率和归母净利润增长率处于下降趋势

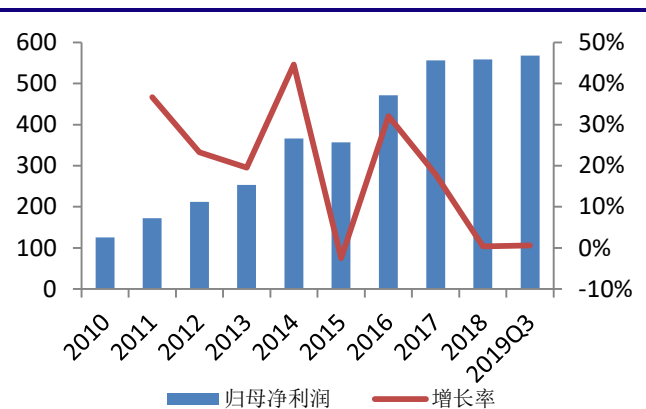
家电行业整体营收2019前三季度家电行业营业收入达到8400.49亿元,同比下降8.19%。扣非归母净利润同比增长0.59%。我们认为主要原因为经济下行、家电整体需求疲软。具体行业来看,三季度厨电和黑电营收下滑幅度较大。具体到公司层面,龙头公司由于规模优势明显、产业链议价能力加强,整体表现好于行业整体。由于2018年下半年基数较低,预计2019年全年营收下滑幅度会有所好转,盈利能力将会继续增强。

图 9: 家电营业收入 (亿元) 及增长率 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 10: 家电行业归母净利润 (亿元) 及增长率 (%)

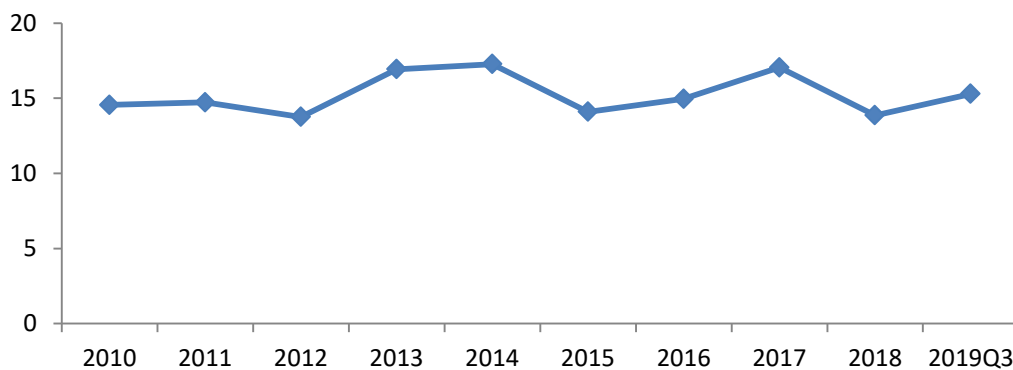


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

2. 家电行业杜邦分析

家用电器行业净资产收益率整体呈波动上升趋势,从2010年的14.56%上升到2017年的17.04%,2018年行业ROE下降到13.86%。2019前三季度的ROE为15.28%,相比去年同期的13.29%有所好转。

图 11: 家电行业净资产收益率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

根据杜邦分析法的分解，ROE 的变化主要受三个因素影响：权益乘数、资产周转率、销售净利率。从三个因素分开来看，家电行业 2018 年 ROE 收益率从 2017 年的 17.04 下滑至 13.86，主要为销售净利率下降所致，说明行业的盈利能力在 2018 年出现了下降。但 2019Q3 销售净利率从 2018Q3 的 7.15 上升到 8.25，主要原因为原材料价格下降和减税带来的盈利能力增强。近年来行业的权益乘数相对稳定，表明了行业整体的负债率变动较小。总体来看，家电行业资产周转率呈现下滑趋势，我们认为主要原因为行业景气度下滑造成的产能使用率不高所致。2019Q3 的资产周转率与去年同期相比下滑幅度减少，下滑趋势有所好转。

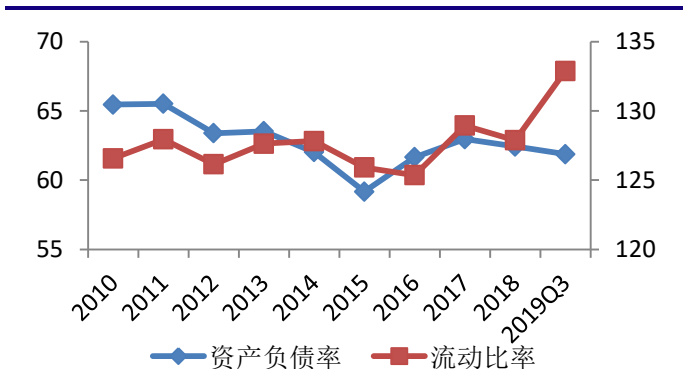
表 2：家电行业杜邦分析指标

	净资产收益率 ROE (%)	销售净利率 (%)	资产周转率	权益乘数
2010	14.56	4.15	1.21	2.89
2011	14.72	4.38	1.16	2.90
2012	13.75	4.80	1.05	2.73
2013	16.92	5.67	1.09	2.74
2014	17.26	6.25	1.05	2.63
2015	14.09	6.18	0.93	2.45
2016	14.95	7.05	0.81	2.61
2017	17.04	7.06	0.89	2.70
2018	13.86	5.64	0.92	2.66
2019Q3	15.28	8.25	0.71	2.62

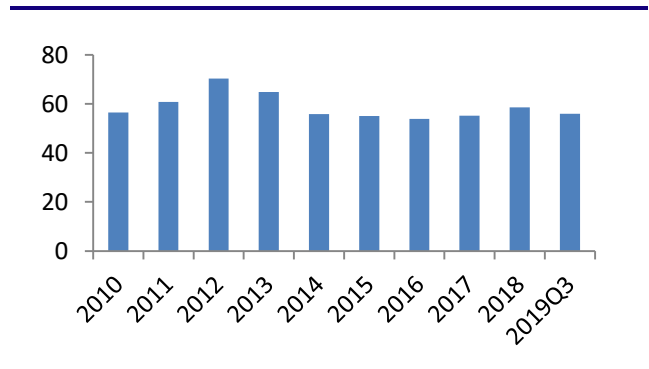
资料来源：wind、中国银河证券研究院

3. 家电行业偿债能力与存货周转率处于较高水平

家电行业资产负债率变动较小，围绕 62% 上下波动，2019Q3 达到 61.89%，较 2019H1 的 62.69% 有小幅下滑。流动比率一直大于 1，且自 2016 年起大幅上涨，2018 年虽有小幅下降，但 2019Q3 已回升至 1.33。流动比率升高表明家电行业流动性充足，偿债能力较强，风险偏低。2012 年以来家电行业存货周转率不断提高，周转天数呈下降趋势，我们认为主要原因为家电企业推行以单定产带来的存货减少，但近年来由于线上销售比例上升造成了厂商库存小幅提升。

图 12：家电行业资产负债率（左轴，%）与流动比率（右轴，%）


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 13：家电行业存货周转天数


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

二、家电业发展处于成熟期，技术催生新经营模式，马太效应愈加明显

(一) 行业成长空间有限，内部需按自身实况转型变革

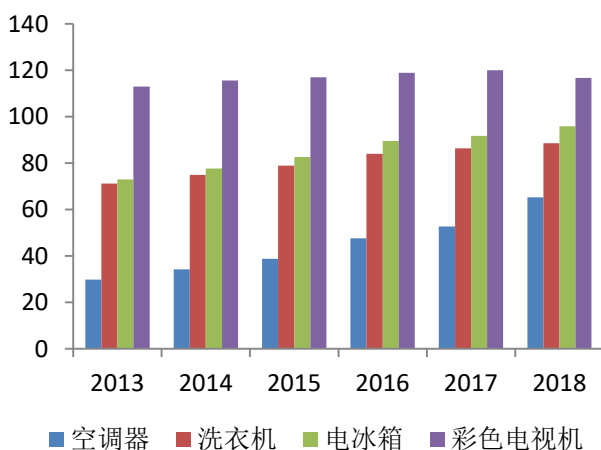
中国家电业近年来一直保持高速增长趋势，其中 2017 年更是取得了近 5 年来最好的增长业绩，厨电市场表现非常突出，市场规模超过千亿。但随着行业整体规模的提升，市场逐渐饱和，行业高速增长趋势较难持续，未来行业发展将主要转向高质量发展，高端、智能、健康等特点在家电产品上的显现将更加突出。

1. 白、黑电市场饱和度高，更新换代需求强烈，产品应向高质量方向发展

根据国家统计局数据，2018 年，我国城镇家庭的冰箱、洗衣机的百户拥有量达到 95.7 和 98，接近饱和水平，空调和彩色电视机的百户拥有量已达到 142.18 和 121.3，超过户均一台，虽与发达国家相比还有一定差距，但上升空间已较小。虽然农村家庭的彩色电视机、洗衣机和冰箱百户保有量不及城镇家庭，但也已处于较高水平，提升空间有限。农村家庭的空调百户拥有量还处于较低位置，不及城镇保有量的一半，未来发展空间较大。

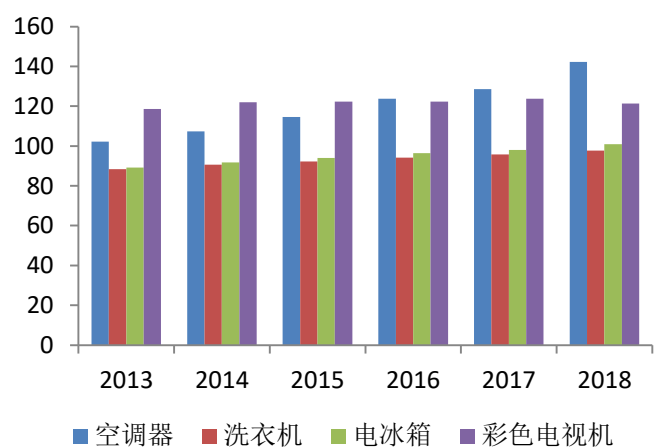
总体来看，我国目前白电的市场饱和度较高，新增空间有限，但更新换代需求较强。我国从 2008 年开始逐步推出了家电下乡、以旧换新和节能补贴三大刺激家电消费政策，较好地带动了家电的销售和普及，按照白电大概十年的使用寿命计算，居民在上次刺激消费时购买的家电已逐步进入到更新期，白电的更新换代需求较为强烈。

图 14：农村每百户耐用品拥有量



资料来源：国家统计局，WIND，中国银河证券研究院

图 15：城镇每百户耐用品拥有量



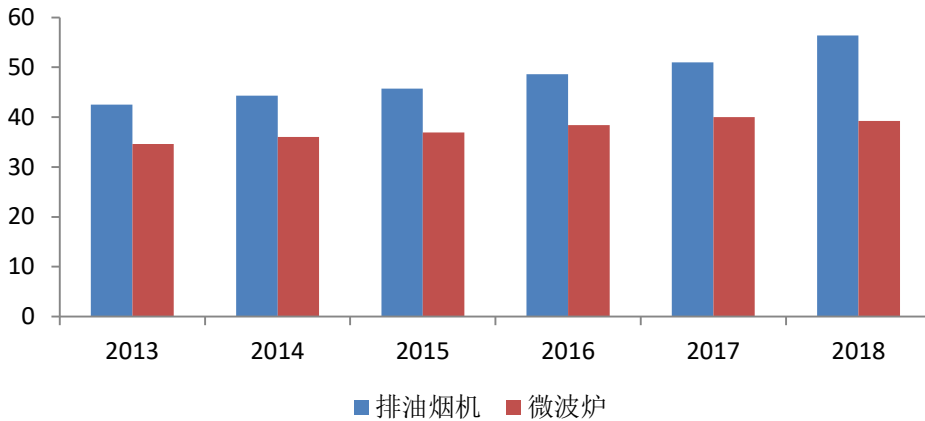
资料来源：国家统计局，WIND，中国银河证券研究院

2. 厨电普及率低，新兴厨电市场空间较大

与发达国家相比，我国厨房电器的市场普及率较低，仍处于起步成长阶段，特别是一些新兴厨电差别更大。根据国家统计局数字，2017 年底，排油烟机和微波炉的全国居民年末拥有量为 51 和 40，按照油烟机户均一台的属性来看，依然具有较大提升空间。相比排油烟机，我

国新兴厨电普及率更低，可提升空间更大。根据前瞻产业研究院数据，我国 2018 年大中城市家庭洗碗机的普及率不到 1%，而美、德、法等国家的洗碗机普及率已达 70%。

图 16: 全国居民年末耐用消费品拥有量



资料来源：国家统计局，WIND，中国银河证券研究院

3. 小家电渗透率有待提高，提升农村小家电保有量势在必行

我国小家电市场仍处在发展的初期阶段，普及水平与西方发达国家有着较大差距。欧美发达国家市场上小家电品类约为 200 种，我国仅有不到 100 种；我国家庭平均拥有小家电数量不到 10 件，远低于欧美国家每户 20-30 件的水平。

我国家庭拥有的小家电不但种类较少，而且主要集中在厨房小家电，比如豆浆机、热水壶、电磁炉等，其他种类小家电渗透率较低，刚性需求较高，未来发展前景较为广阔。中怡康数据显示，我国吸尘器产品的普及率约为 12%，而日本在 1994 年时每百户吸尘器保有量已达到 140 台。

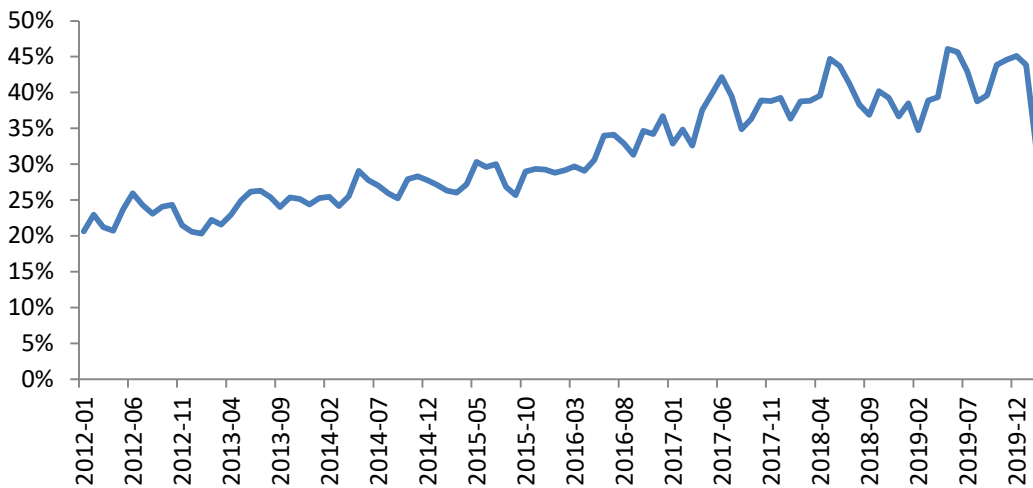
(二) 产业发展环境变化，企业经营模式创新

近些年，大数据、人工智能、物联网等技术迅速崛起，家电企业顺应时代潮流，将产品与技术不断融合，创新出一系列新型产品。如搭载 4K、OLED、量子点、人工智能等功能的彩电，能够识别上千种米并根据其特点自动选择模式的电饭煲，九阳推出的免清洗、无噪音、无渣的高颜值豆浆机 K 系列。

中怡康有关消费者家电购买调查发现，随着年轻消费群体的崛起，人们对于高端品质家电的选择排序发生了变化，其中技术含量高占比 61%、智能化操控占比 51%、产品品质精良占比 57%、品牌智能度占比 55%。消费者的消费理念不断转变，从平价消费过渡到品质消费，从基本功能诉求转向情感诉求，从盲目选择转向体验消费，品质、体验、服务成为消费者选择的关键。洗衣机选择方面，相比波轮洗衣机，滚筒洗衣机的洗涤方式使得衣物间及衣物与筒壁间摩擦减小，衣物不易产生缠绕，磨损减小，因此从 12 年起滚筒洗衣机销售量占比不断增加，2019 年 5 月达到 46%。冰箱选择方面，相较于容积较小的单门和双门冰箱，三门和多门冰箱销售占比更多，且多门冰箱销量增长迅速。产品功能的增加带动产品价格的提升，冰洗空三大

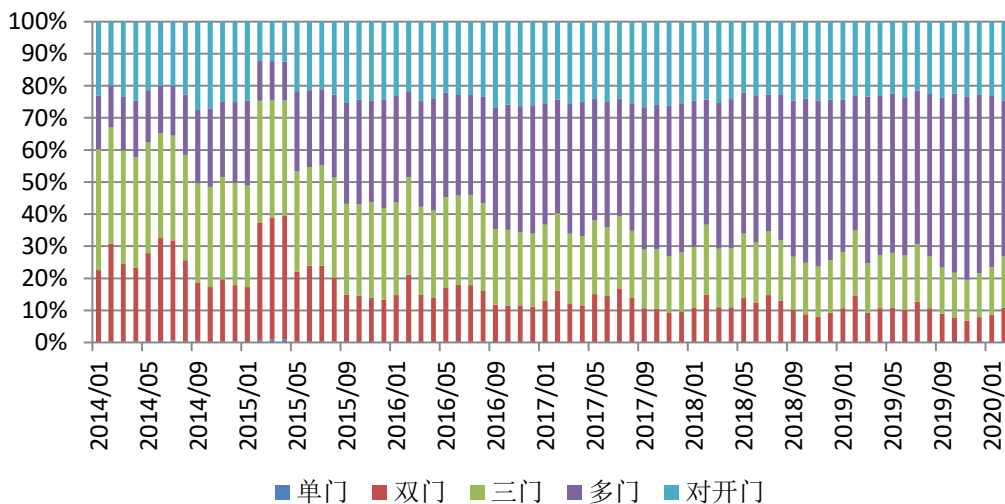
件的均价也在高质量高价格产品的带动下不断上升，且仍有上涨趋势。虽然受疫情和价格战影响，产品价格有所下滑，但随着绿色化和智能化产品占比的提升，家电产品均价上涨趋势有望继续延续。

图 17：滚筒洗衣机销售量占比



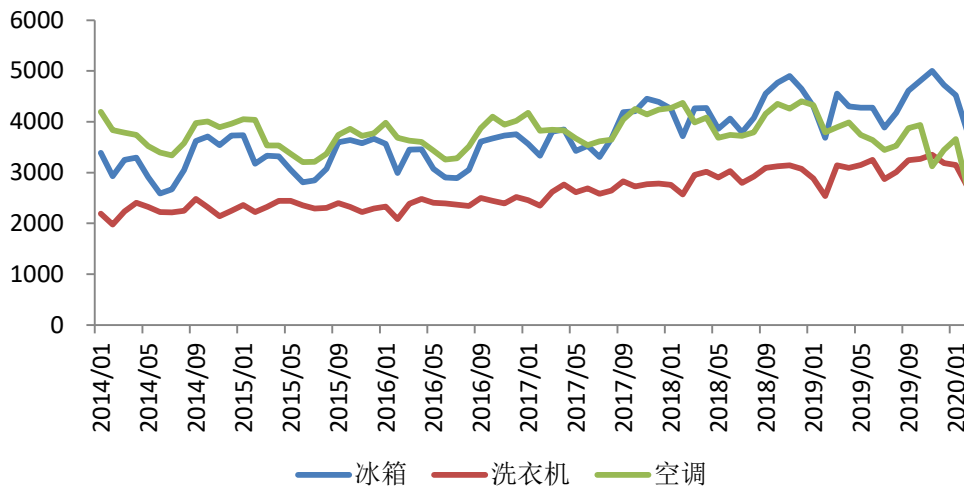
资料来源：产业在线，WIND，中国银河证券研究院

图 18：单门、双门、三门及多门冰箱销售额占比



资料来源：中怡康，中国银河证券研究院

图 19: 空调、冰箱、洗衣机市场均价



资料来源：中怡康，中国银河证券研究院

产业环境的变化进一步带动企业经营模式不断创新。在产品方面，出现更多满足个性化、定制化、多元化需求的 C2B 大数据定制产品，并应用到长租公寓、精装修住宅、机场、军警系统等领域。营销方面，利用大数据技术进行精准营销、饥饿营销，使用精准数据锁定标签人群，对其进行不同触点的沟通，极大提升信息转化率。用户体验方面，力推线上线下融合的新兴零售方式，如天猫在各大城市开设新零售智慧门店，京东家电推行双门头实体店形式。在服务方面，由传统的售后服务转变为售前、售中、售后全流程服务，京东家电 2017 年发力家电回收业务，苏宁易购旗下苏宁帮客也推出以旧换新服务，既规范家电回收市场，又创造了与家电需求者接触的机会，是多赢的正向循环。

(三) 技术创新问道行业新机遇，智能发展满足消费新需求

在制造业与互联网融合时代下的转型浪潮中，“智能”成为家电企业无法绕开的话题。智能化包括 3 个方面，一是机器能够自我检测，将数据传递给用户；二是机器之间互联互通，同时与客户端连接起来；三是人机对话，比如语音控制、面部识别等。家电供给侧不断改革，使得智能家电迎来黄金时代，目前搭载 APP、远程调控、智能云菜单的嵌入式厨电零售额份额占比 32.9%，白电和小家电智能化产品渗透率也在逐步提高，海尔推出 COSMOPlat 平台，将用户需求与整个智能制造体系连接起来，让用户可以全流程参与产品设计研发、生产制造、物流配送、迭代升级等环节，以“用户驱动”作为企业创新的源动力，提高用户体验感，充分满足客户需求，创造用户终身价值。随着虚拟现实 VR 产业链的发展，智能产品还将呈现爆发式增长，根据家电工业信息中心测算，到 2020 年，白色家电、生活电器、厨电的智能化率将分别达到 45%、28%和 25%，保守预计智能家电未来 3 年将累积带来 1.2 万亿元的市场需求。

人工智能推动智能家居产品突破。AWE2019 年展会的主题是“AI 上.智慧生活”，各大厂商契合主题纷纷推出带有 AI 基数的智能家电产品。美的推出的 COLMO 品牌主打人工智能，推出了客厅、厨房和浴室三大场景产品。京东、华为和一些家电企业都推出了 IoT 生态平台，开放入口，整合全屋智能家电，实现不同品牌智能设备的互联互通。人工智能技术的发展使得

智能家电的功能性更加强大，互联互通也容易实现。

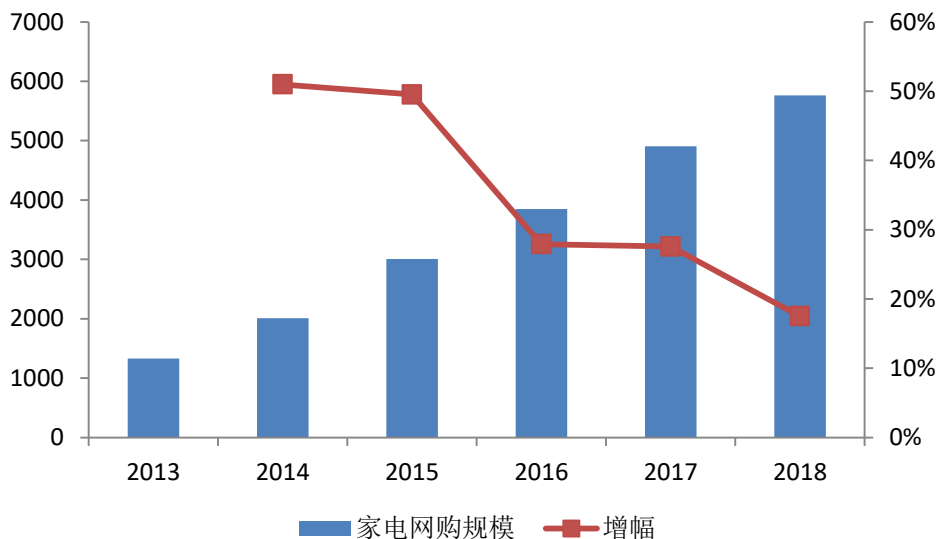
绿色健康家电异军突起。由于近些年我国空气质量有所下降，水污染问题日渐严重，人们对健康生活的追求日益明显，健康、绿色、高效成为家电产品研发推广的关键点，饮食保健、家居环境、个人护理等领域的家电产品也成为消费热点。空调市场健康化功能中的自清洁系统逐渐得到消费者认可，燃气灶产品向高效方面发展，一级能效产品比重线下市场达到 58.9%，同比上升约 5%，线上市场份额达到 34%，增加约 16%。洗衣机整机企业蓄势待发，纷纷推出健康、智能、大容量产品，加速产品结构升级，其中高温杀菌功能更是被消费者日益推崇。预期未来绿色健康家电比例将快速上升，以满足人们品质化的市场需求。

（四）销售路径扩张，零售渠道融合，新模式重塑行业生态圈

1. 网购市场规模扩张，家电零售进入电商时代

根据工业和信息化部赛迪研究院数据，我国 B2C 家电网购（含移动端）规模从 2013 年起快速增长，从 2013 年的 1332 亿元上涨到 2018 年的 5765 亿元，年复合增长率为 34.14%。虽然网购规模保持较快增长速度，但增速已有所放缓，2018 年网购规模同比增长 17.51%，相比 2017 年的 27.90% 下滑 10.05PCT，为 2014 年以来首次低于 20%。其中电视、空调、冰箱和洗衣机四大传统大家电的同比增长率为 19.42%，小家电的同比增长率为 39.47%。

图 20：我国 B2C 家电网购及增速



资料来源：赛迪研究院，中国银河证券研究院

由于赛迪研究院的网购数据包括手机和平板电脑等个人移动类产品，扣除手机和平板电脑产品销售额外，我国纯家庭用电子电器产品线上销售额为 3145 亿元，以国家统计局公布 2018 年我国家用电器和音像器材类产品零售总额为我国家电市场规模测算，线上纯家电零售规模占比 35.48%，超过 1/3，家电零售进入电商时代。

2. “线上+线下+物流+服务”模式对商品流通过程进行升级改造

近年来，电商企业以互联网为依托，加快线下渠道建设，力图打通线上线下渠道，提供线上销售、线下融合的销售新模式。在大城市，天猫开设新零售智慧门店，京东与家电零售商合作开设双门头实体店，与家电企业合作开设“品牌体验店”。电商企业除了在城市布局线下渠道，在农村市场也加快开设实体店节奏，将网购方式和家电产品带到四六级农村市场。其中淘宝在农村已经拥有3万个网点，京东在四六级市场拥有1万多家家电专卖店。

在线下服务方面，电商企业已不仅仅局限在提供快速的物流服务，而是上升到售前、售中、售后的全流程服务。京东家电在2018年提出从“买家电上京东”进化到“好服务上京东”，并发布多项服务承诺，开启家电行业服务升级之路。

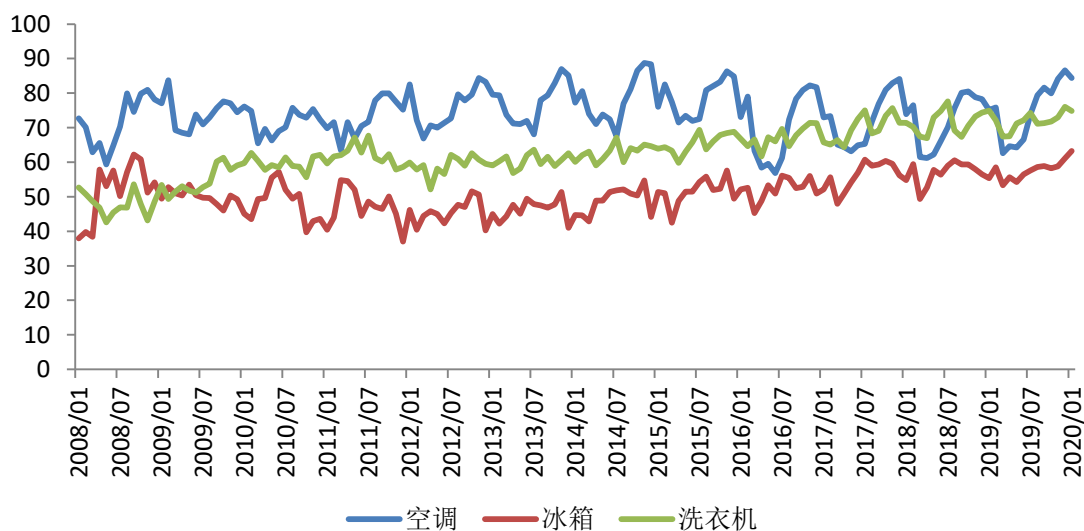
受需求和供给双重影响，家电网购逐步发生改变，消费者在购买家电时不仅仅看中家电产品自身，对服务也越来越看重。电商企业也积极推动线上线下渠道融合，提升服务，对商品的流通过程进行升级改造，进而重塑生态结构。

（五）“马太效应”进一步激化，壁垒高筑促使小企业另辟蹊径

1. 龙头企业优势明显

我国家电行业集中度处于较高水平，除了个别小家电产品外，多数产品都处于高寡占型，规模效应较为明显。产业在线数据显示，空调、冰箱和洗衣机的内销CR3从2008年起，多数情况下均超过50%，其中空调最高超过70%。作为厨电主要种类的油烟机和煤气灶的CR3相比白电较少，但也超过40%。

图 21：家电细分产品 CR3



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

2. 行业集中度高，龙头企业议价能力强。

家电行业市场集中度高且还在逐步提升。在原材料价格上涨时，龙头企业由于规模大，具有较强的成本议价能力，相比中小型企业，可以取得一定的成本优势。龙头企业也可以通过直接提价和间接提价的方式将原材料成本上升的压力转接到消费者身上，从而保持稳定的毛利率和净利率。

3. 中小企业细分市场，差异化精品与服务提升市占率

相比于美的、格力等大市值龙头企业，中小企业根据市场需求和自身优势专注个别细分市场，将细节做全做精，提升售前体验和售后服务质量，从而占据市场份额。如科沃斯发觉消费者对自动清扫地面的需求，从而专攻扫地机器人一个方向，通过一类产品做出名气，占领新兴市场，逐步提升盈利能力，将公司做大做强并于 18 年上市。

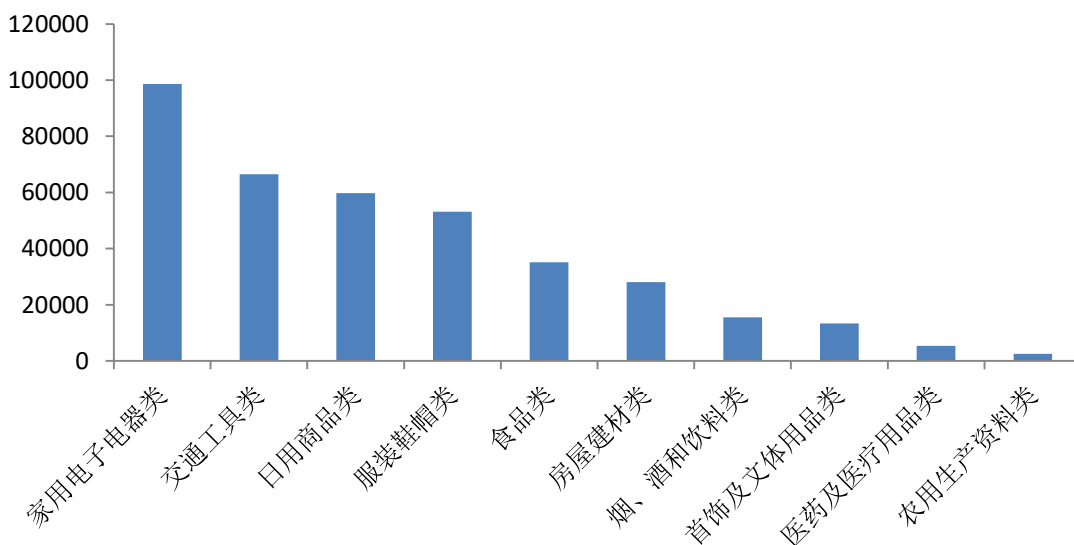
三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 售后服务差，行业投诉率居高不下

根据中消协数据,2019 年共受理家用电子电器类投诉 98659 件,占商品投诉总量的 28.11%,位居商品类投诉第一位,投诉比重较 2018 年下降 0.15PCT。消费者反映了诸多问题类别,其中以产品质量和售后服务为主。如售后服务方面存在家电售后不及时、不到位,部分厂商服务意识淡薄,对消费者投诉情况不重视,边远地区售后服务缺失,部分售后人员技术水平不足等现象,并且随着互联网的普及,网上山寨售后,小区“游击队”维修等乱象依然屡禁不止,其他方面也存在部分厂家零配件以次充好、价格不透明等问题。同时,厂商也面临消费者无病假修、小病大修的不文明现象。

图 22: 2019 年商品大类投诉数量对比



资料来源：中国消费者协会、中国银河证券研究院

表 3: 家用电子电器受理投诉统计

类别	质量	安全	价格	计量	假冒	合同	虚假宣传	人格尊严	售后服务	其他	合计
投诉数量	33904	4273	3319	358	3170	8910	5902	886	35023	2914	98659

资料来源：中国消费者协会、中国银河证券研究院

2. 海外自主品牌影响力弱

我国家电企业出口产品多停留在制造加工阶段，以代工为主，自主品牌影响力弱。虽然许多企业都有自己的海外阵地，销售量也有大幅增长，但整体销售量和销售额仍然较小，与当地龙头企业相比占比较低。同时由于地理位置的区别，当地企业更加熟悉本国消费需求，生产产品更加符合当地购买预期，我国企业很难面对客户精准研发，如新出的 8K 电视，我国企业产品多集中在 65 英寸左右，而海外厂商对于 82 英寸及 85 英寸等超大尺寸的规划更加积极。

3. 智能家居发展缺乏相应的标准

智能家居市场虽然已小有规模，但各产品之间不对外开放接口，或者限制条件开放接口，使得各系统之间无法同时联动，如果出现任何损坏或是更新都只能购买原厂设备，使得用户体验急剧下降，严重影响产品销量。它的主要原因不是技术上面临的挑战，而是国家还没有形成一个完整的体系标准和协议，各公司基本上都是靠自己设计控制系统、部件和零件，因此产品采用的技术标准和布线标准存在一定的差异，形成各自为政的局面，使得智能家居产业一直没有重大的突破。

4. 一些核心零部件需要进口

虽然我国家电行业总产值在全球的占比已经达到 60%，但在核心零部件及材料研发上与发达国家仍有差距，部分零部件仍需进口。以芯片为例，虽然它在整个家电产业产值占比中只有 2%，但由于我国家电企业“做不如买”的安逸心态，一直未能真正研发出所需种类的芯片。近些年来，国外断货、供货周期长导致的缺货以及对高新技术封锁都对我国家电产业经营带来隐性风险，后端的产品研发、制造端由于核心元器件供应跟不上，使企业很难发挥出市场优势。

(二) 建议及对策

1. 培养专业人才，提升从业人员素质，解决售后服务难题

家电行业存在较高的投诉率，且主要集中在质量和售后方面，主要是由于专业人才的缺失和没有形成一个综合性的服务体系。维修电器工作环境较差，加上现在电器形式多样，功能更加复杂，维修变得十分困难，人才断层比较严重。企业应该提升维修人员的专业水平，如学习欧洲成立家电维修工程师职业，能够解决多类电器的维修保养问题，使得行业更加有序，节省更多社会资源，同时为家电维修工程师建立清晰的职业规划，从而培养其职业自豪感，吸引更多人才加入。

2. 收购海外品牌，提升品牌影响力

相比于我国家电企业，外国本土企业更加了解当地居民的消费需求，通过对海外品牌的收购可以快速占领国外市场，提升销售量。例如美的集团收购东芝白电从而进入日本市场，收购

开利的空调业务，迅速增加巴西、阿根廷地区产品销量，通过收购、合资等方式，公司多品牌运营战略稳步推进，自主品牌影响力日益增强。

3. 国家制定相应标准，推动行业健康发展

目前智能家居还没能形成一个完整的体系，不同环节都存在多标准共存。国家虽然在 2012 年初就确定将智能家居列入十二五规划的九大产业之一，但并未制定统一标准。近年来，国家对智能家居产业的重视程度有所提高，《信息科技发展十一五规划及 2020 年中长期规划纲要》中指出，基于构建先进的国家信息基础设施和推进三网融合的需求，家庭网络研发及产业化进化、家庭网络的研发于产业化工作是信息产业十三个重大项目之一，预计 2020 年左右将出台相应标准。

4. 加大研发力度

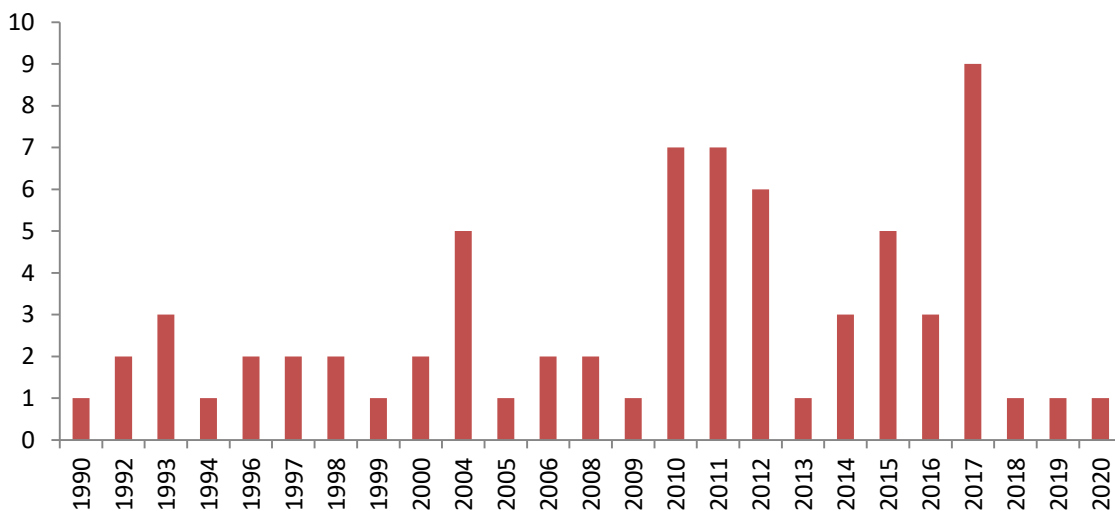
核心元器件已经不再是简单的市场行为，而是行业话语权、技术发展水准的体现。国家应该在顶层设计层面给予制度保障，由国家保障、公司实施，共同加大研发力度，培养研究人才，粘合上下游产业链，减少对国外产品的依赖。

四、家电业在资本市场中的发展情况

(一) 家电企业整体上市时间较早，A 股占比较少

目前我国家用电器行业上市公司共有 71 家，约占 A 股整体数量的 2%，按照 2020 年 3 月 27 日市值计算家电企业占比为 2.39%，与公司占比接近。大部分公司上市时间较早，处于 2013 年之前，上市时间最早的是飞乐音响，于 1990 年上市，最晚的是石头科技，于 2020 年上市。在上市公司中，白电企业占据着主要位置，以 3 月 27 日市值为基准，白电上市公司市值占据家电上市公司比例为 59.59%。

图 23：家电企业上市时间统计



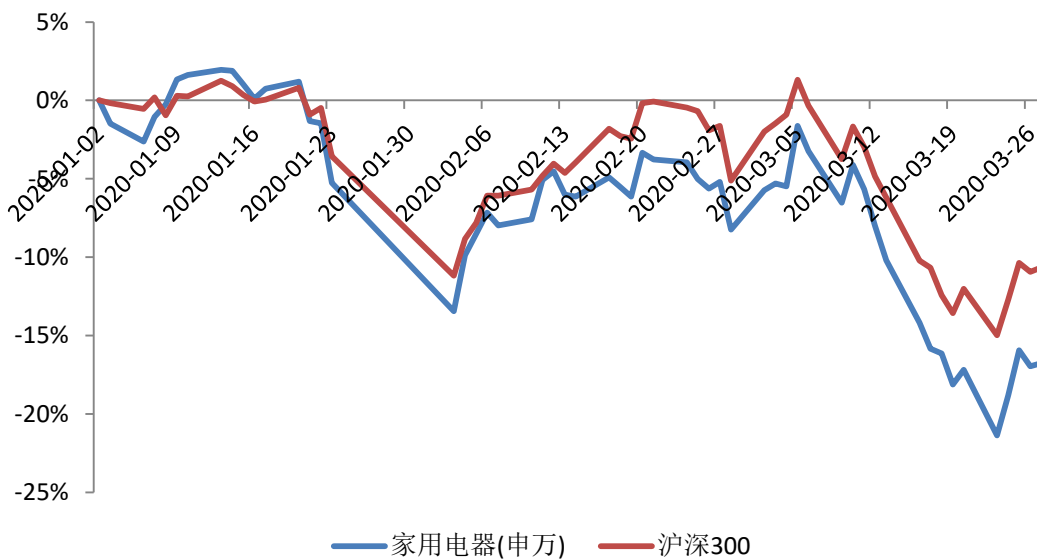
资料来源：wind、中国银河证券研究院

(二) 年初至今板块表现较弱，估值处于历史中等偏低位置

1. 家电板块估值处于历史中等偏低位置

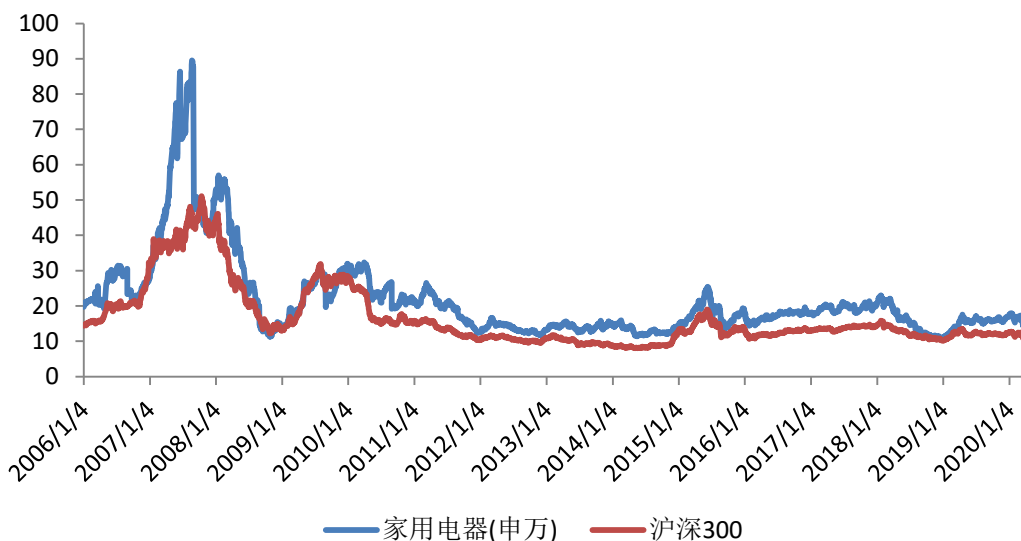
年初至3月27日，家电板块下跌16.74%，表现不及沪深300指数(-10.65%)。截至2020年3月27日，家电行业市盈率(TTM)为14.63，低于2006年至今历史平均水平21.60，处于中等偏低位置。

图 24：申万家电指数与沪深 300 年初以来表现



资料来源：wind、中国银河证券研究院

图 25：2005 年至今家电板块估值水平变化



资料来源：wind、中国银河证券研究院

2. 家电板块估值溢价率位于较低位置

截至 2020 年 3 月 27 日，家用电器行业市盈率 15.23 倍（TTM 整体法，剔除负值），较 2005 年以来的历史均值低 6.44 个单位。家电股估值溢价率（A 股剔除银行股后）为 -21.71%，历史均值为 -11.05%，行业估值溢价率较 2005 年以来的平均值下降 10.66PCT，位于相对较低位置。

图 26：家用电器股票估值溢价情况-剔除银行股

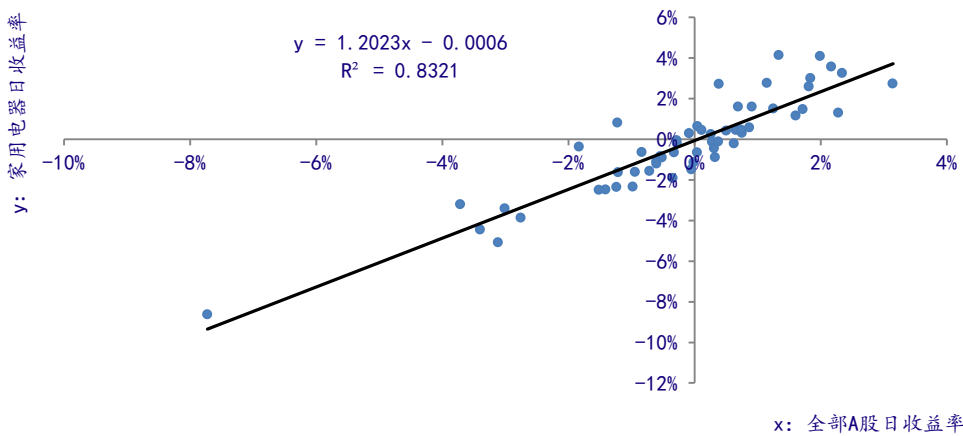


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

（三）行业 Beta 表现

年初至今，家用电器行业相对全部 A 股的 β 值为 1.2023，大于 1，表明家电行业对于全部 A 股的波动性越大，风险和收益均高于 A 股市场。在牛市或整个 A 股市场处于上涨时，行业表现领先于整个市场；但当熊市或整个 A 股市场处于下降时，可抵御市场风险，避免更多的额外损失。具体到实际情况，年初至今，家用电器行业和全部 A 股均有所下降，家电行业的表现不及全部 A 股。

图 27：年初至今家用电器板块相对全部 A 股 Beta 表现

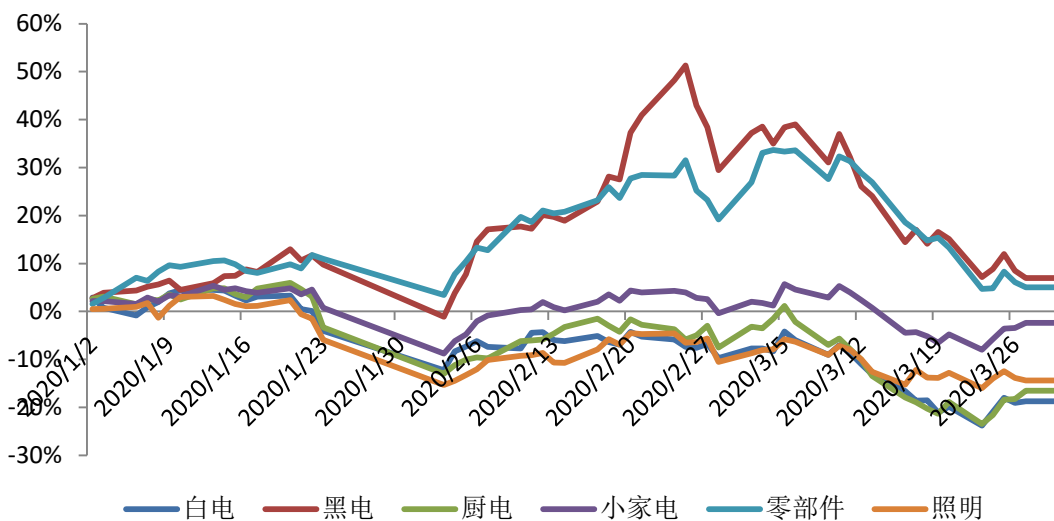


资料来源：wind、中国银河证券研究院

(四) 板块表现分化

年初至 3 月 27 日，家电行业各子板块表现差异较大，由于部分黑电企业涉及 5G 等高科技产业，受益于前期高科技股票走势较好，黑电板块表现就好，增幅为 6.96%，零部件板块涨幅次于黑电，为 5.06%。由于白电和厨电销售受疫情影响较大，行业整体表现不佳，白电板块跌幅最大，为 18.70%，厨电板块略好于白电。

图 28：家用电器子行业年初以来市场表现



资料来源：wind、中国银河证券研究院

五、投资建议

(一) 最新观点：疫情压制短期需求

短期来看，新冠疫情会压制家电需求，但需求并不会消失，在疫情结束后会得到释放。中长期来看，房地产竣工回暖带来的新增需求将逐步显现，行业景气度较低局面有望逐步改善。

分行业来看：

白电：2019年白电产品内销量总体与2018年接近，2020年行业受房地产调控和经济增速放缓的影响仍在，但地产竣工回暖趋势的延续有望带来销量的提升。短期来看，新冠疫情会影响家电产品的销售，但家电产品的必要性决定了疫情结束后，被抑制的需求将得到释放。新能效标准的实施将会改变产品的结构，高性能家电产品占比有望提升。总体来看，白电行业销量承压，但产品结构的改善带动价格上涨。从具体企业来看，白电龙头企业规模较大、现金流充分、技术实力较强，在消费市场整体羸弱和产品升级换代的背景下，抢占中小企业市场份额，提升市占率，业绩确定性及抗风险能力均较强。

厨电：厨电为家电行业中与房地产关联度最高的子行业，受房地产影响最大。短期来看，地产竣工回暖带来的厨电需求将会释放，厨电行业面临的压力将有所缓解。长期来看，厨电企业的新产品将会逐步发力，推动企业稳步发展。厨电龙头企业在布局烟灶传统厨电产品外，也积极加大洗碗机、消毒柜等嵌入式厨电新品的推广力度，寻找新的盈利增长点。厨电龙头企业借助其品牌优势开拓工程渠道，随着我国精装房占比的逐步提升，厨电龙头企业的优势将会更加明显。

黑电：随着电视面板产量的增加，黑电企业的原材料压力将有所缓和，但由于黑电行业竞争激烈，黑电价格会伴随面板价格下降而下降，黑电行业整体业绩改善空间有限。在消费升级的大背景下，电视将向更大尺寸、更高分辨率和更加智能的方向发展，从而进一步提升电视领域高端产品占比。龙头企业在高端产品竞争方面具有一定的优势，且高端产品受价格因素影响较小，因此龙头企业有望通过高端产品提升盈利能力。

小家电：相比其他家电子行业，小家电与地产相关性最低，受房地产调控影响最小。小家电的消费属性较强，且多数产品在国内市场普及率较低，因此销量有望伴随居民可支配收入的增加而稳步增长。在行业消费升级的大背景下，小家电可以依托线上渠道快速扩大市场，提高普及率，从而带动行业快速发展。

(二) 核心组合

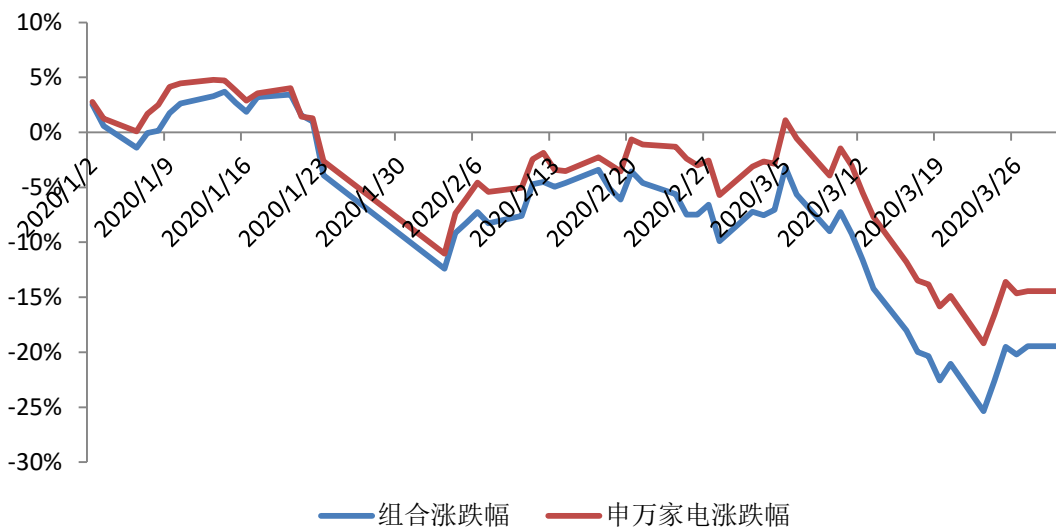
在家电行业的股票中，我们根据盈利质量、ROE、EPS、研发投入比、上市时间等指标筛选出8只股票，并根据业绩确定性和估值两条主线筛选出4只在智能、绿色家电布局较早，具有较强技术储备的家电龙头企业：**美的集团（000333）、海尔智家（600690）、格力电器（000651）和老板电器（002508）**构建投资组合。截至2020年3月27日，该投资组合自年初以来累计收益-19.44%，跑输SW家用电器指数5.01PCT；组合夏普比率为-2.53，低于SW家用电器的夏普比率-2.38。

表 4: 核心组合及推荐理由, 20200327

证券代码	证券简称	推荐理由	累计涨幅 年初至今	相对收益率 年初至今
002508.SZ	老板电器	厨电行业龙头之一, 布局高端厨电, 享受厨电消费高端化趋势带来的业绩增长。	-18.57%	-4.14%
000651.SZ	格力电器	公司为国内空调行业的标杆企业, 具有强大的品牌优势。空调行业的高毛利特性也使公司具有较强的盈利能力。	-19.84%	-5.41%
600690.SH	海尔智家	白电行业三龙头之一, 布局国际化和智能家居较早, 海外营收稳步增长。	-24.26%	-9.83%
000333.SZ	美的集团	产品覆盖面广, 有利于其布局一站式智能家居解决方案。市场占有率高, 冰洗空市占率均为行业第二位。采用 T+3 模式有效提升运营效率。	-15.11%	-0.68%

资料来源: wind、中国银河证券研究院

图 29: 核心组合年初至今收益率变动, 20200327



资料来源: wind、中国银河证券研究院

六、风险提示

原材料价格变动的风险; 房地产调控的风险; 疫情影响超预期的风险。。

七、附录

(一) 港股公司估值及对比

港股市场，我们列示了家用电器行业所有的家电上市公司如下表。从过去五年收入的 CAGR 来看，平均为 8.53%，中位数为 3.02%；其所对应估值 PE 平均数为 19.02 倍（剔除负值），PE 中位数为 4.71 倍。

表 5：港股家电行业公司业绩及估值（市值单位：亿元；截至 2020.03.27）

股票代码	股票简称	CAGR (过去五年)		净利润同比增速		收入同比增速		市盈率	市值 (亿元)
		收入增速	利润增速	19H1	Y18	19H1	Y18		
0229.HK	利民实业	1.72	9.76	-75.44	36.03	-9.72	28.89	10.53	4.10
0449.HK	志高控股	-0.08	20.10	-28573.71	-234.23	-58.53	-14.59	-0.29	3.80
0464.HK	建福集团	-7.35	-22.40	0.00	-32.44	0.00	-3.33	-9.27	3.97
0599.HK	怡邦行控股	3.02	10.84	-0.82	-58.47	1.43	-7.69	16.75	1.92
0669.HK	创科实业	10.30	17.16	11.87	17.00	8.67	15.79	19.13	915.93
0684.HK	亚伦国际	-9.65	-19.55	0.00	-121.43	0.00	-7.35	-64.51	4.49
0833.HK	华讯	10.74	17.97	124.82	-45.62	4.88	0.75	5.27	2.74
0921.HK	海信科龙	8.04	2.53	12.39	21.00	-6.98	7.68	5.27	92.67
0943.HK	意科控股	12.51	20.23	78.89	59.40	-14.72	50.15	-18.25	12.87
1169.HK	海尔电器	6.49	13.22	4.43	5.56	-2.68	8.27	7.15	587.04
1280.HK	汇银智慧社区	-20.10	-1.51	81.71	75.98	-59.69	-31.66	-1.83	2.16
1746.HK	万顺集团控股	0.00	0.00	-92.04	1.69	-52.17	30.02	95.21	4.25
2014.HK	浩泽净水	32.85	-5.88	-12.38	66.03	8.13	6.19	4.71	6.93
2222.HK	雷士照明	5.37	5.99	-326.14	-48.12	36.63	20.72	-21.41	10.99
8118.HK	豪亮环球	0.00	0.00	0.00	125.15	0.00	7.15	7.15	1.90
8151.HK	宝申控股	0.00	0.00	-114.16	58.76	-18.73	-5.09	-27.97	0.42
8192.HK	环球能源资源	91.10	49.09	38.12	-186.58	-2.96	-6.53	-0.25	0.32
	均值	8.53	6.91	-1,696.62	-15.31	-9.79	5.84	1.61	97.44
	中位数	3.02	5.99	0.00	5.56	-2.68	6.19	4.71	4.10
	最大值	91.10	49.09	124.82	125.15	36.63	50.15	95.21	915.93
	最小值	-20.10	-22.40	-28573.71	-234.23	-59.69	-31.66	-64.51	0.32

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

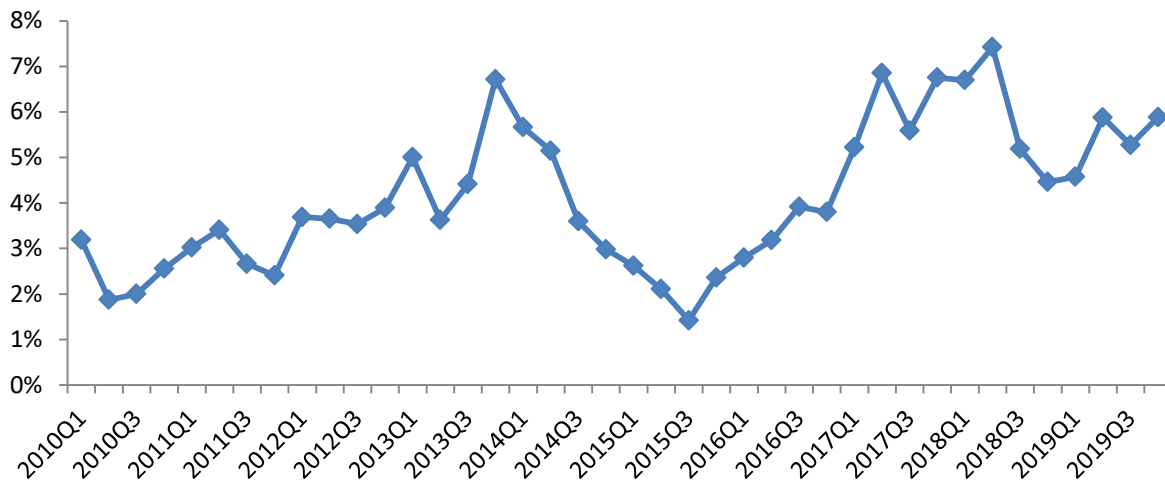
(二) 行业数据跟踪

1、基金增持家电股趋势明显

2019Q4 基金持家电重仓股比例为 5.89%，较 2019Q3 的 5.27% 上升了 0.62pct，处于历史相对高位。我们认为四季度基金配置家电比例环比上升主要原因为地产竣工持续回暖有望带来家电整体需求提升，从而改善公司业绩。长远来看，基金持家电重仓股比例自 2015Q3 到 2018Q2 震荡上升，在 2018Q2 达到最高点 7.42%。之后基金配置家电行业意愿持续减弱，持有家电股

票市值总和占基金持股总市值比不断下降，2018Q3 时期降幅达到 30%。2019Q1 以来家电板块行情得以改善，基金家电行业重仓持股比例下跌趋势开始扭转，预计随着家电促消费新政细则逐步落地，基金家电重仓持仓比例有望保持稳定。

图 30：家电行业基金持股市值占基金股票投资市值比(%)

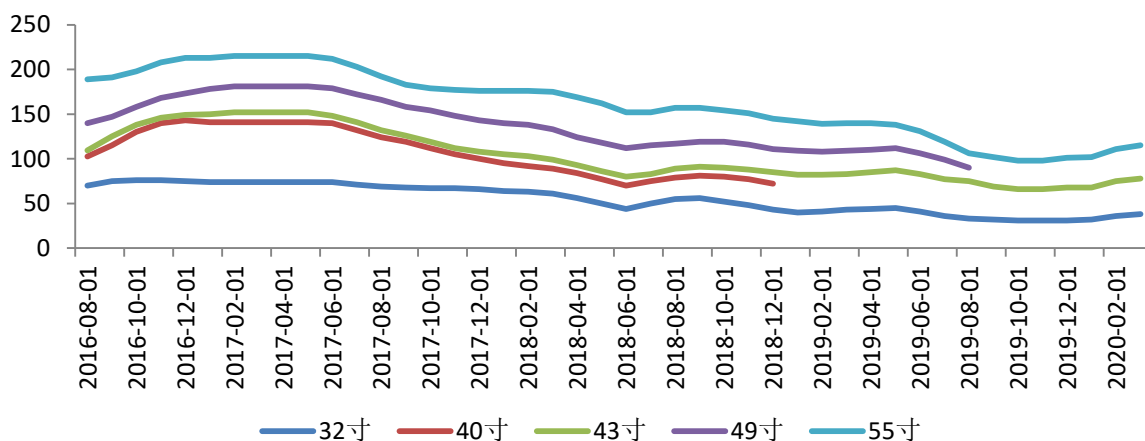


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

2、面板价格

不同尺寸的面板价格走势基本相同，在 2017 年 6 月时达到最高点，之后受我国产能的逐渐释放，面板价格逐步回落。受疫情影响，面板制造企业供给下滑，面板价格小幅上升。2020 年 3 月，32 寸、43 寸、55 寸面板的最新价格为 38、78 和 115 美元，和上月相比分别上升了 2、3、4 美元。

图 31：面板价格（美元）

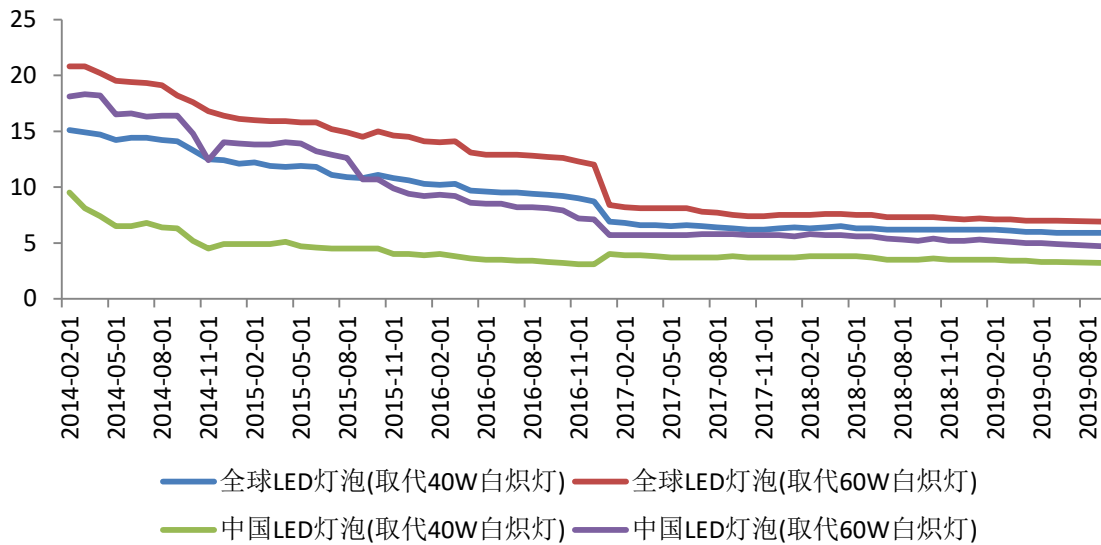


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

3、LED 灯价格

我国 led 灯泡价格整体低于全球价格，从 2016 年 12 月起，整体价格趋于稳定。2019 年 9 月价格与 6 月份相比小幅下降。

图 32：LED 灯平均价格



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 我国人均可支配收入 (元) 及增长率 (%)	2
图 2: 住宅新开工与竣工面积 (万平方米) 累计值及同比增长率 (%)	3
图 3: 商品房住宅现房、期房销售面积同比增长率 (%)	3
图 4: 30 大中城市商品房成交套数同比增长率 (%)	4
图 5: 家用电器和音像器材类零售额及增速	5
图 6: 我国白电主要销量 (万台) 及增速 (%)	6
图 7: 家电产品线上销售额增长率 (%)	6
图 8: 家电产品线下销售额增长率 (%)	6
图 9: 家电营业收入 (亿元) 及增长率 (%)	7
图 10: 家电行业归母净利润 (亿元) 及增长率 (%)	7
图 11: 家电行业净资产收益率	7
图 12: 家电行业资产负债率 (左轴, %) 与流动比率 (右轴, %)	8
图 13: 家电行业存货周转天数	8
图 14: 农村每百户耐用品拥有量	9
图 15: 城镇每百户耐用品拥有量	9
图 16: 全国居民年末耐用消费品拥有量	10
图 17: 滚筒洗衣机销售量占比	11
图 18: 单门、双门、三门及多门冰箱销售额占比	11
图 19: 空调、冰箱、洗衣机市场均价	12
图 20: 我国 B2C 家电网购及增速	13
图 21: 家电细分产品 CR3	14
图 22: 2019 年商品大类投诉数量对比	15
图 23: 家电企业上市时间统计	17
图 24: 申万家电指数与沪深 300 年初以来表现	18
图 25: 2005 年至今家电板块估值水平变化	18
图 26: 家用电器股票估值溢价情况-剔除银行股	19
图 27: 年初至今家用电器板块相对全部 A 股 Beta 表现	20
图 28: 家用电器子行业年初以来市场表现	20
图 29: 核心组合年初至今收益率变动, 20200327	22
图 30: 家电行业基金持股市值占基金股票投资市值比 (%)	24
图 31: 面板价格 (美元)	24
图 32: LED 灯平均价格	25

表格目录

表 1: 空调新旧能效对比	5
表 2: 家电行业杜邦分析指标	8
表 3: 家用电子电器受理投诉统计	16
表 4: 核心组合及推荐理由, 20200327	22

表 5：港股家电行业公司业绩及估值（市值单位：亿元；截至 2020.03.27）23

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李冠华，行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn