

家用电器行业

建议关注业绩有望加速增长的九阳股份

投资建议

我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：**青岛海尔、美的集团、格力电器、苏泊尔**。同时建议关注与房地产相关度较低且明年上半年业绩有望维持稳定的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**以及出口龙头**新宝股份**。

一周行情回顾（2019.01.02—2019.01.04）

沪深 300 指数上涨 0.8%。本周家电板块表现强于大盘，申万家电指数上涨 1.1%，跑赢市场 0.3 个百分点，其中白电指数上涨 0.9%，视听器材指数上涨 3.1%。

本周行业要闻

行业动态

➢ 2018 年 11 月精装修市场空调配套规模持续高增长

据奥维云网（AVC）数据监测，2018 年 11 月全国精装修市场空调项目 101 个，同比增长 98.0%，配套数量 7.82 万套，同比增长 78.9%。空调精装修市场依然以中央空调为主。

➢ 扫地机器人逐渐走进千家万户，线上线下销售增速明显

根据中怡康监测数据，2018 年 1-11 月，扫地机器人零售额规模线上同比增长超 60%，线下同比增长超 40%，均高于吸尘器整体市场的增长；2018 年 11 月，具有自主规划的机器人均价为 1640 元。

➢ 智能电视从内容比拼回归到如何为用户创造价值

根据中怡康时代的测算，目前中国智能电视的保有量已经超过 2 亿台；2018 年前 11 个月，人工智能电视零售量占比 23.0%，零售额占比 20.9%，在 2018 年年底，人工智能电视的渗透率会达到四成。

本周重点报告回顾

➢ 广发证券-家电行业重点公司增值税减税影响定量模拟测算

中央经济工作会议强调更大规模的减税降费，增值税减税预计将是重要一环。定性分析：增值税减税影响含税价格，减税实际受益方取决于上下游实际议价能力。定量测算：净利润弹性视角下，增值税减税对内销占比高、净利率较低的企业利好程度最大。

行业竞争格局好，产业链地位高，具备议价权的龙头才能真正享受增值税减税带来的利好。基于此，我们推荐受益减税利好程度较大的龙头标的：白电龙头**青岛海尔**、小家电龙头**九阳股份**、照明龙头**欧普照明**。

➢ 广发证券-九阳股份：善品类，利渠道，重回增长通道

九阳不仅仅做豆浆机，在豆浆机业务影响越来越小、食品加工系列优势保持的同时，多品类共同发展，产品结构日趋均衡。渠道方面，线上渠道发力早，占比高；线下经销商调整后实力大幅提升，门店改善。此外，创始人王旭宁专注产品研发，股东资源增厚。

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 7.4、8.0、9.1 亿元，同比增长分别为 7%、8%、14%，最新收盘价对应 2018 年估值 16.0xPE，低于小家电可比公司 2018 年平均估值 21.9xPE，维持“买入”评级。

● **汇率跟踪**：本周人民币兑美元汇率小幅升值。

● **原材料价格**：本周铝、铜、冷轧板卷降价，原油价格上升。

● **面板价格**：截止 2018 年 12 月，面板价格继续回落。

● **风险提示**：原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；市场竞争环境恶化。

行业评级

持有

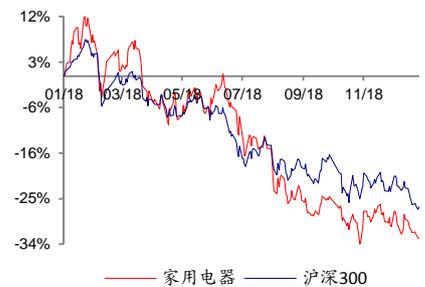
前次评级

持有

报告日期

2019-01-06

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001



SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

2019 Household Appliances Sector Investment 2018-12-24

Strategy: Await the right

timing

家用电器行业:空调外销表现

2018-12-23

靓丽，建议继续持有龙头

家用电器&轻工制造行业:智能

2018-12-18

能家居专题系列(2):智能

门锁,爆发在即的现象级智能

家居单品

目录索引

投资建议	4
一周行情回顾（2019.01.02-2019.01.04）	5
行业回顾	5
本周行业要闻回顾	5
本周重点报告回顾	8
家用电器行业：家电行业重点公司增值税减税影响定量模拟测算	8
九阳股份：善品类，利渠道，重回增长通道	9
原材料价格变动跟踪	10
汇率跟踪	11
风险提示	11

图表索引

图 1: 本周家电板块表现强于大盘	5
图 2: 白电主要原材料价格一览: 本周铝、铜、冷轧板卷降价, 原油价格上升 ..	10
图 3: 面板价格: 截止 2018 年 12 月, 面板价格继续回落	10
图 4: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅升值	11
表 1: 重点公司盈利预测及估值 (单位: 元)	4
表 2: 本周家电指数跑赢市场 0.3 个百分点	5

投资建议

我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：**青岛海尔、美的集团、格力电器、苏泊尔**。同时建议关注与房地产相关度较低且明年上半年业绩有望维持稳定的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**以及出口龙头**新宝股份**。

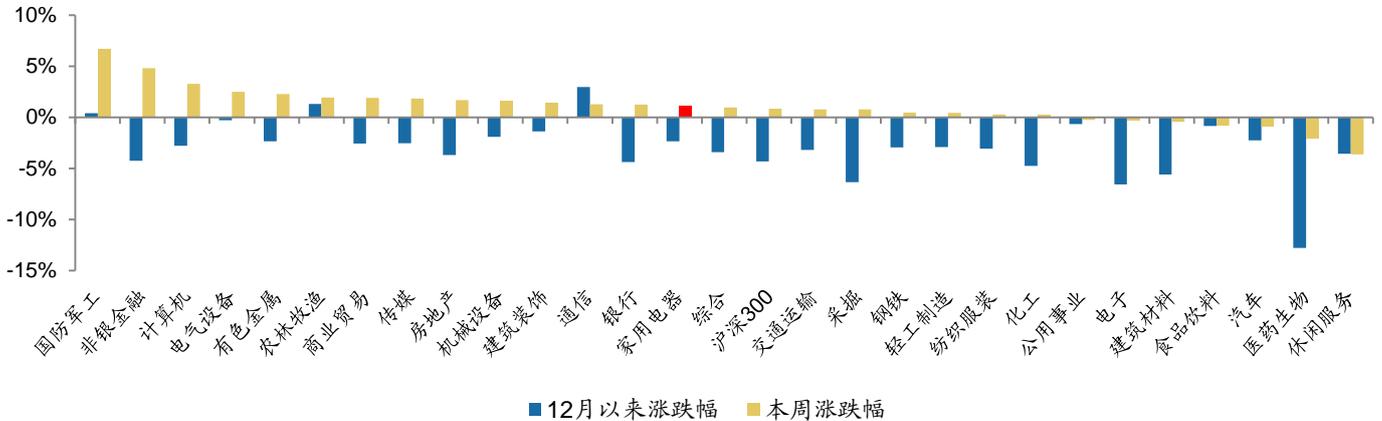
表 1: 重点公司盈利预测及估值 (单位: 元)

公司代码	公司简称	评级	股价 2019/01/04	EPS			净利润增速			PE		
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
600690	青岛海尔	买入	13.59	1.09	1.19	1.31	38%	10%	9%	12.5	11.4	10.4
000333	美的集团	买入	36.99	2.59	3.06	3.37	18%	18%	10%	14.3	12.1	11.0
000651	格力电器	买入	36.65	3.72	4.85	5.42	45%	30%	12%	9.8	7.6	6.8
002032	苏泊尔	买入	50.07	1.59	1.96	2.30	21%	23%	17%	31.4	25.5	21.7
002242	九阳股份	买入	15.50	0.90	0.96	1.04	-1%	7%	8%	17.3	16.1	14.9
603868	飞科电器	增持	36.24	1.92	2.04	2.28	36%	7%	12%	18.9	17.7	15.9
002705	新宝股份	增持	8.98	0.50	0.59	0.68	-5%	18%	14%	17.9	15.2	13.3
002677	浙江美大	增持	10.15	0.47	0.62	0.78	51%	32%	25%	21.5	16.3	13.1
603579	荣泰健康	增持	28.55	1.54	1.87	2.27	5%	21%	21%	18.5	15.2	12.6
603355	莱克电气	增持	22.17	0.91	1.19	1.35	-27%	30%	14%	24.3	18.6	16.4
002508	老板电器	增持	20.37	1.54	1.67	1.84	21%	9%	10%	13.2	12.2	11.1
600060	海信电器	增持	8.34	0.72	0.90	1.09	-46%	26%	21%	11.6	9.2	7.6
002615	哈尔斯	增持	5.30	0.27	0.31	0.38	-8%	17%	22%	19.8	17.0	13.9
002050	三花智控	买入	12.60	0.58	0.64	0.72	25%	9%	13%	21.7	19.8	17.6
000418	小天鹅 A	买入	42.99	2.38	2.84	3.32	28%	19%	17%	18.0	15.1	12.9
000921	海信家电	增持	7.12	1.47	0.93	1.08	84%	-36%	16%	4.9	7.6	6.6
002429	兆驰股份	增持	1.94	0.13	0.17	0.21	61%	27%	27%	14.6	11.5	9.0
603515	欧普照明	增持	26.19	0.90	1.20	1.44	34%	33%	20%	29.1	21.9	18.2
002035	华帝股份	增持	8.73	0.58	0.79	0.95	56%	37%	21%	15.1	11.1	9.2
002403	爱仕达	增持	8.14	0.49	0.58	0.67	26%	18%	15%	16.5	14.0	12.2
603486	科沃斯	增持	47.79	0.94	1.24	1.47	636%	32%	19%	50.9	38.7	32.5
000100	TCL 集团	增持	2.57	0.20	0.26	0.28	66%	31%	9%	13.1	9.9	9.1

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

一周行情回顾 (2019.01.02-2019.01.04)

图 1: 本周家电板块表现强于大盘



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 本周家电指数跑赢市场 0.3 个百分点

	一周涨跌幅	一周跑赢市场 (百分点)	12月以来涨跌幅
沪深 300	0.8%		-4.3%
家用电器	1.1%	0.3	-2.3%
视听器材 (申万)	3.1%	2.2	-0.1%
白色家电 (申万)	0.9%	0.0	-2.6%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

行业回顾

本周行业要闻回顾

行业动态

➤ 2018 年 11 月精装修市场空调配套规模持续高增长

据奥维云网(AVC)数据监测,2018 年 11 月全国精装修市场空调项目 101 个,同比增长 98.0%, 配套数量 7.82 万套, 同比增长 78.9%。其中分体空调配套项目 15 个, 同比增长 7.1%, 配套数量 8.4 千套, 同比降低 52.7%, 中央空调配套项目 83 个, 同比增长 137.1%, 配套数量 6.4 万套, 同比增长 174.0%。空调精装修市场依然以中央空调为主。

中档装修楼盘份额稳步增长, 低档与高档份额不稳定

2018 年 11 月精装修空调配套市场从楼盘类型来看以住宅为主, 占比 87.0%。从装修标准来看, 11 月中档装修楼盘配套数量占比 87.1%, 高档装修楼盘配套数

量占比 8.7%，低档装修楼盘份额较少。其中分体空调配套市场从楼盘类型来看，住宅规模较大，占比 58.8%，中档装修楼盘份额占比达到 73.2%，低档装修楼盘份额有所上升，占比 26.8%。中央空调配套市场以住宅为主，占比 90.8%，中档装修楼盘配套数量占比 89.4%，高档装修楼盘配套数量份额有所减少，占比 8.2%，低档装修楼盘配套数量份额占比较小，产品结构逐渐优化。

品牌竞争激烈，TOP3 集中度下降，国产品牌份额下滑

2018 年 11 月精装修空调配套市场品牌表现中，TOP3 品牌份额总计 64.2%，其他品牌份额均不足 10%。2018 年 11 月内资累计份额 54.8%，同比增加 180%，外资累计份额 45.2%，同比增加 72%，top10 中内资累计份额 60%，同比增加 178%，外资累计份额 40%，同比增加 60%。其中分体空调配套市场品牌表现中，TOP3 品牌份额总计 90.2%，内资累计份额 90.2%，外资累计份额 9.8%。中央空调配套市场品牌表现中，TOP3 品牌份额总计 64.6%，内资累计份额 50.5%，外资累计份额 49.5%。

华东地区领跑全国，占据半壁江山

2018 年 11 月精装空调从地区分布来看，华东地区配套量 3.9 万套，配套量占比 50.5%，配套量份额有所下降，但仍远超其他区域，华南地区配套量占比有所增长，达到 19.4%。其中分体空调从城市分布来看，湛江、深圳、郑州优势明显，市场份额总计 55.1%，领先其他城市。中央空调从城市分布来看，杭州市场份额最高，达到 15.4%，深圳成都市场份额增长较快。

50 强开发商融创、万科遥遥领先，非 50 强开发商规模有所增长

2018 年 11 月空调 50 强房地产开发商中，融创与万科占比均超过 15%，其中融创中国占比 16.0%，万科紧随其后。2018 年 11 月非 50 强房地产开发商规模有所减小，TOP10 开发商配套数量占比共计 43.1%，非 50 强房地产开发商之间差距不大，规模偏小。（新闻来源：奥维云网）

➤ 扫地机器人逐渐走进千家万户，线上线下销售增速明显

随着互联网在国内的井喷式发展，购买一台合适的机器人吸尘器成为众多 80、90 后津津乐道的话题。根据中怡康的监测数据，2018 年 1-11 月从零售额规模来看，线上同比增长超过 60%，线下同比增长超过 40%，均高于吸尘器整体市场的增长。

扫地机器人技术不断升级迭代

扫地机器人的技术围绕三个方面：人机交互、环境感知、运动路径的规划。简单来说就是完成“我是谁”“我在哪”“我要去哪”三个问题的解答。其核心的技术壁垒就在于环境感知部分，早期机器人所采用的路径基本为随机式，技术成本低，但与此同时也带来了清扫效率低下，漏扫等问题。

而 LDS 与 VSLAM 技术的应用从根本上解决了重复清扫、遗漏清扫等问题。目前主流的品牌小米、石头运用的是 LDS 技术，Dyson、irobot 多为 VSLAM 技术，同时也有科沃斯这样的双技术线并行的企业。两种技术各有利弊，LDS 是依靠激光雷达感应，精准程度高，识别速度快。但问题是针对落地窗等无法形成较好的光线反射的场景难以识别。而 VSLAM 是通过摄像头定位视觉点完成测距，从成本的角

度上来说更耐用，清扫效率上也可以和 LDS 相媲美。但是在黑暗场景下精准程度也有所下降。建议消费者结合家庭的装修风格与使用场景来选择适合的技术分类。

互联网品牌的进入推动行业向大众市场渗透

机器人在国内市场是由电商拉动线下市场发展的，其中互联网品牌的进入对价格起到了较为关键的影响，同时也推动了行业向大众市场的进一步渗透。小米在 2016 年 9 月推出的小米扫地机器人，运用了 LDS 规划技术且将价格定位在 1699 元，在此之前具有精确规划技术的扫地机器人价格基本在 3000 元以上，较为亲民的价格加上更好的使用体验，使得扫地机器人的口碑一路高涨，也推动了行业的良性竞争，真正具有研发实力的企业得以在此期间得到份额的扩张及可观的增长。直到 2018 年 11 月，从中怡康线上的监测数据来看，具有自主规划的机器人均价为 1640 元。

同时，智能家居的意识逐渐在消费者心中生根发芽，扫地机器人通过手机、智能音响等终端实现的人机交互，是其走向家庭必需品扮演较为关键的角色。

手持市场助攻，手持增长快于立式

在今年 3 月份，戴森正式宣布从此停止开发所有有线吸尘器的研究，戴森依靠其手持产品的专利技术在全球各区域市场攻城略地，发出此种声明也是情理之中，我们也看到无论欧洲还是日韩市场都呈现从有线市场到无线市场的重心快速转移。国内市场同样如此，同时表现出手持增长快于立式的局面，一定程度上源于国内家庭用户地毯使用率低，居住环境相对较为复杂，多样化清扫需求更大。手持市场的高速增长在教育了用户的同时，同时为地面清扫留出部分空白，给了扫地机器人成长的空间。（新闻来源：中怡康时代）

➤ 智能电视从内容比拼回归到如何为用户创造价值

根据中怡康时代的测算，目前中国智能电视的保有量已经超过 2 亿台。回顾智能电视的发展，经历了从内容比拼到重新回归到如何为用户创造价值。

过去互联网品牌以内容为卖点吸引消费者

2013 年下半年，正值智能电视的发展初期，乐视电视横空问世。乐视电视硬件产品定价极低，仅推出 40 寸、50 寸等热门尺寸，乐视高调宣称硬件不盈利，倡导内容盈利模式，并且乐视的产品在宣传上侧重宣传影视体育的内容优势。在智能电视普及的大背景下以及乐视的带动下，消费者和行业开始关注智能电视内容，随后进入彩电市场的互联网品牌纷纷以内容为切入点，智能电视运营成为双边市场，品牌从广告主和用户两方都可以获利。用户从原本的被动接受内容到可以主动选择内容，用户对于电视的粘性增加。广告主通过智能电视了解到更多用户使用数据，可以更加有针对性地投放广告。一时间，内容成为各彩电厂商比拼焦点，竞争激烈时，乐视与小米的内容之争曾经引发媒体和行业的广泛关注。

互联网品牌销售产品时以内容为卖点吸引消费者，在内容方面，互联网品牌占据一定优势，然而阶段优势不代表未来趋势，传统品牌意识到内容的重要性后纷纷与内容方进行合作，补足内容短板，智能电视产业链随之拓宽。随着时间的发展，传统企业积累了更多的智能电视用户，在运营上有了更多细分空间。而当年为了 3 年之后甚至 5 年之后的内容而付费的用户，见证了内容的不确定性，现在这批用户

的电视所收看的免费内容或者有价值的内容越来越少。

人工智能电视崛起，未来将与智慧家庭共同发展

无论是智能电视还是非智能电视，产品都是根本，内容是加分项。任凭内容再多，用户无法方便的找到内容也是徒劳，目前智能电视已经进化到了人工智能电视，用户可以用语音遥控人工智能电视，调取喜欢的内容，人工智能电视也可以为用户推荐其可能喜欢的内容。根据中怡康时代测算，2018年前11个月，人工智能电视零售量占比23.0%，零售额占比20.9%，在2018年年底，人工智能电视的渗透率会达到四成。

一方面，现在智能电视的内容发展更为广泛，包括电视剧、电影、综艺、体育、教育、健康、音乐、游戏等。另一方面，用户越来越愿意为内容付费，尤其是电影的点播与体育内容，考虑到用户的需求，未来内容的开放共享或成为趋势。硬件与内容完美的配合才会为用户创造价值。畅想智能电视的下一个发展阶段，是与智慧家庭共同发展，配合用户家中智能家电的互联互通，为用户创造内容之外的更多价值。（新闻来源：中怡康时代）

本周重点报告回顾

家用电器行业：家电行业重点公司增值税减税影响定量模拟测算

- **背景：中央经济工作会议强调更大规模的减税降费，增值税减税预计将是重要一环**

2018年12月19日-21日，中央经济工作会议在北京召开，李克强总理在2019年经济工作部署中强调要实施更大规模的减税降费。在当下，增值税是我国的第一大税种，占总税收收入的比重超过39%，增值税减税预计将是2019年减税降费的重要一环。

- **定性分析：增值税减税影响含税价格，减税实际受益方取决于上下游实际议价能力**

增值税以商品（含应税劳务）流转过程中产生的增值额为计税依据而征收，是一种流转税。由于增值税是价外税，不会直接反应到利润表的收入和成本端，而是间接影响含税价格。减税的利好取决于竞争格局、商品供求关系、产业链地位所形成的议价能力。此外，增值税调整也会导致附加费用变化从而影响利润。

- **定量测算：净利润弹性视角下，增值税减税对内销占比高、净利率较低的企业利好程度最大**

选取家电板块16家重点公司进行测算，核心假设包括：（1）16%税率下调至14%，10%税率下调至8%；（2）附加费用税率取值合计为增值税的12%；（3）仅有原材料成本存在进项税抵扣；（4）仅内销收入会产生增值税；（5）期间费用绝对值均保持不变；（6）含税下游卖价不变，含税上游买价下降，但实际成本不变。衡量增

值税对企业净利润的影响公式可表示为： $\text{净利润增加} = (\text{收入增加} - \text{成本增加} - \text{增值税附加税费变化}) * (1 - \text{所得税率})$ 。

以重点公司2017年营业收入与净利润作为基数进行测算，内销占比越高且净利率越低的企业，由减税导致的收入增加带来的净利润弹性越大。排名前五的企业净利润弹性均在20%以上，由高到低分别为：**华帝股份、海信家电、九阳股份、青岛海尔、欧普照明**。由于存在部分厂商让渡利益给终端消费者，进行敏感性测算，当厂商获益比例为50%时，以上5家企业的净利润弹性仍在11%以上。

● 投资建议

行业竞争格局好，产业链地位高，具备议价权的龙头才能真正享受增值税减税带来的利好。基于此，我们推荐受益减税利好程度较大的龙头标的：**白电龙头青岛海尔、小家电龙头九阳股份、照明龙头欧普照明**。

● 风险提示

房地产市场下行；宏观经济影响导致终端消费需求羸弱；行业竞争格局恶化，厂商议价权下降；增值税实际减税幅度低于预期；定量测算假设与实际政策及执行存在偏差。

九阳股份：善品类，利渠道，重回增长通道

● 不仅仅做豆浆机，产品结构日趋均衡

九阳不仅仅定位为豆浆机龙头企业，近年来公司积极推动向“品质生活小家电”的品牌转型，一方面，目前豆浆机业务收入占比已不足30%，对业绩的影响减小，同时料理机发力，带动九阳的优势品类——食品加工系列持续领跑行业；另一方面，多品类战略卓有成效，传统厨房小家电市场份额提升、西式小家电新品收入快速增长，带动九阳综合产品力持续提高，产品结构日趋均衡。

● 线上+线下销售网络完善，渠道竞争力增强

九阳在小家电行业深耕多年，形成了覆盖不同市场的立体化渠道网络。线上渠道，公司对新渠道敏感度高，抓住电商契机率先发展，积累了品牌人气和用户口碑，线上收入占比高于竞争对手；线下渠道，对经销商实行汰弱留强，同时进行门店升级，探索shopping mall、自有品牌旗舰店等新渠道，为推广高端产品奠定基础。

● 创始人专注产品研发，与尚客宁家（香港）合作，有望协同

九阳创始人王旭宁先生重视产品创新，截至2017年年末，公司已累计拥有专利技术4013项，在行业内领先。同时九阳股份和SharkNinja（Hong Kong）成立合资公司，合作伙伴实力强劲，将给予九阳产品技术支持，也可丰富九阳原有品类，有望实现协同。

● 投资建议

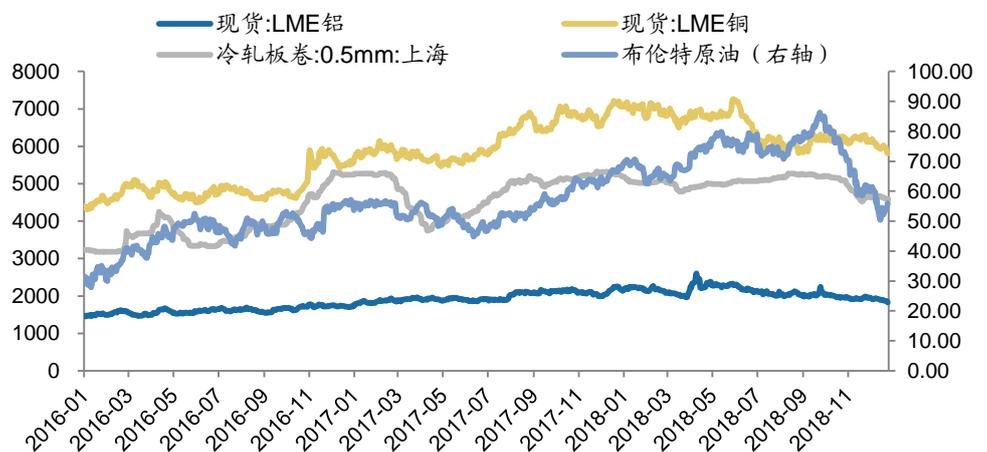
我们预测公司2018-2020年归母净利润分别为7.4、8.0、9.1亿元，同比增长分别为7%、8%、14%，最新收盘价对应2018年估值16.0xPE，低于小家电可比公司2018年平均估值21.9xPE，公司作为小家电创新龙头，产品力、渠道力持续提升，业绩逐步改善，长期受益于小家电消费升级，维持“买入”评级。

● 风险提示

新品推广低于预期；渠道布局进展不顺；原材料价格上涨；行业竞争环境恶化

原材料价格变动跟踪

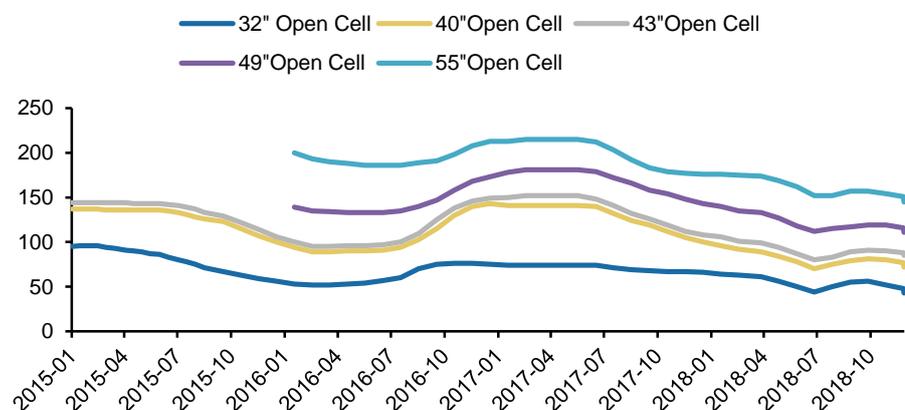
图 2：白电主要原材料价格一览：本周铝、铜、冷轧板卷降价，原油价格上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：单位分别为美元/吨、美元/吨、元/吨、美元/桶

图 3：面板价格：截止 2018 年 12 月，面板价格继续回落



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：单位为美元/片

汇率跟踪

图 4: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅升值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本, 公司盈利能力会下降, 从而影响公司业绩。

汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损, 影响公司利润。

行业需求趋弱

家电行业整体需求趋弱将影响上市公司收入和利润的增长。

行业竞争格局恶化

行业内竞争格局将影响公司的盈利能力, 竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。