

家用电器行业

家电内销量影响因素定量分析，未来更新换代将成为主要拉动力

分析师：曾婵

分析师：袁雨辰

分析师：王朝宁



SAC 执证号: S0260517050002



SAC 执证号: S0260517110001



SAC 执证号: S0260518100001



0755-82771936



021-60750604



021-60750604



zengchan@gf.com.cn



yuanyuchen@gf.com.cn



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。

● 我们将家电内需量分为三个影响因素：地产、更新换代需求、消费升级需求，进行定量分析

为更好的分析影响家电内销量的影响因素，我们分为地产、更新换代需求、消费升级需求进行定量分析。

● 地产拉动需求测算

测算方法：地产拉动需求=商品住宅年销售套数*城镇户均家电保有量；

测算结果及结论：2017年地产拉动占内销量的比例，空调、冰箱、洗衣机、电视、油烟机分别为：20%、30%、29%、31%、43%。其中空调、油烟机测算结果相对偏低，原因是我们以空调、油烟机保有量作为配套率进行计算，忽略了当年地产新购买人群对空调、油烟机的配套率高于存量，我们认为这部分也是消费升级的一个体现，因而在消费升级需求中进行考虑。因此，实际地产对空调拉动效应应大于测算结果。综合分析2010-2017年地产对各品类的拉动占比，对油烟机的拉动效应始终是最显著的。

● 更新换代拉动需求测算

测算方法：第n年更新换代拉动需求=[(n-12)年内销量+...+(n-8)年内销量]/5；

测算结果及结论：2017年更新换代需求拉动占内销量的比例，空调、冰箱、洗衣机、电视、油烟机分别为：34%、56%、48%、75%、47%。我们同时测算了未来10年各品类的更新换代潜在需求，随着更新换代需求绝对值的提升，其占比也将不断提升，其中弹性由大到小依次为：冰箱、电视、空调、洗衣机（这与上一轮政策刺激也有较大关系），我们预计未来更新换代将成为家电需求的主要拉动力。

● 消费升级拉动需求测算

消费升级拉动因素分析：房地产刺激下，购房需求导致新装修时产品配比率高于保有量；天气因素；政策因素。

测算方法：城镇消费升级的拉动量=(当年城镇户均保有量-前一年城镇户均保有量)*前一年城镇户数；

农村消费升级的拉动量=(当年农村户均保有量-前一年农村户均保有量)*前一年农村户数；

测算结果及结论：2017年消费升级需求拉动占内销量的比例，空调、冰箱、洗衣机、电视、油烟机分别为：24%、18%、18%、11%、33%。2010-2017年消费升级对各品类的拉动占比下降，原因在于保有量的提升放缓，该部分需求逐渐被更新需求所替代。

● 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；行业竞争格局恶化。

相关研究：

家用电器行业:建议关注业绩有望加速增长的九阳股份

2019-01-06

九阳股份(002242.SZ):善品类，利渠道，重回增长通道

2019-01-02

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

2019-01-02

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：黄涛 021-6075-0604 szhuangtao@gf.com.cn

目录索引

家电内销拉动力定量分析.....	4
地产拉动需求测算.....	4
更新换代拉动需求测算.....	8
消费升级拉动需求测算.....	8
结论及误差说明.....	11

图表索引

图 1: 2010—2017 年房地产对销量拉动占内销量的比例	7
图 2: 2017 年房地产对销量拉动占内销量的比例	7
表 1: 2010—2017 年城镇家电保有量数据 (台/百户)	4
表 2: 2010—2017 年商品住宅销售情况 (单位: 万平方米、平方米/套、万套)	4
表 3: 地产对空调销售的拉动 (单位: 万套、万台、百户/台、万台)	5
表 4: 地产对冰箱销售的拉动 (单位: 万套、万台、百户/台、万台)	5
表 5: 地产对洗衣机销售的拉动 (单位: 万套、万台、百户/台、万台)	6
表 6: 地产对电视销售的拉动 (单位: 万套、万台、百户/台、万台)	6
表 7: 地产对油烟机的拉动 (单位: 万套、万台、百户/台、万台)	6
表 8: 地产对家电的拉动占比测算	7
表 9: 2016—2025 年家电更新换代销量测算 (单位: 万台)	8
表 10: 更新换代需求对家电的拉动占比测算	8
表 11: 2010—2017 年城镇家电保有量数据 (台/百户)	9
表 12: 2010—2017 年农村家电保有量数据 (台/百户)	9
表 13: 2008—2017 年城镇人口及家庭户数数据 (单位: 人、万人、万人、万户)	10
.....	10
表 14: 2008—2017 年农村人口及家庭户数数据 (单位: 人、万人、万人、万户)	10
.....	10
表 15: 城镇消费升级的拉动量测算结果 (单位: 万台)	11
表 16: 农村消费升级的拉动量测算结果 (单位: 万台)	11
表 17: 消费升级对家电的拉动占比测算	11
表 18: 三大因素对家电的拉动占比加总核对	12

家电内销拉动力定量分析

家电销售主要由三大因素拉动：地产、更新换代需求、消费升级需求。我们分别对这三个因素进行定量分析，研究其对家电内销情况的影响。

地产拉动需求测算

测算方法：地产拉动需求=商品住宅年销售套数*城镇户均家电保有量

表 1：2010—2017年城镇家电保有量数据（台/百户）

	空调	彩电	冰箱	洗衣机	油烟机
2010	79.71	116.17	82.07	82.85	61.01
2011	86.88	117.31	84.46	84.75	62.73
2012	94.05	118.45	86.85	86.65	64.45
2013	102.20	118.60	89.20	88.40	66.10
2014	107.40	122.00	91.70	90.70	68.20
2015	114.60	122.30	94.00	92.30	69.20
2016	123.70	122.30	96.40	94.20	71.50
2017	128.60	123.80	98.00	95.70	73.05

数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

注：由于 2013 年之后，保有量统计口径发生变化，故基于以下两点假设，回溯 2010—2012 年历史数据：

- （1）假设保有量变动与时间符合简单线性关系
- （2）假设保有量变动趋势于 2012 年调整统计口径前后保持一致

此外，油烟机 2017 年保有量根据 2013-2016 年保有量线性递推。

表 2：2010—2017年商品住宅销售情况（单位：万平方米、平方米/套、万套）

	商品住宅销售面积	每套平均面积	商品住宅住宅销售套数
2010	93377	105.9	882
2011	97030	106.2	914
2012	98468	104.2	945
2013	115723	104.8	1105
2014	105182	104.1	1010
2015	112406	106.3	1058
2016	137540	107.3	1282
2017	144789	107.6	1346

数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

注：2017 年住宅销售套数根据商品房销售面积/每套平均面积得到；2017 年每套平均面积根据 2012-2016 年数据线性递推算得。

表 3：地产对空调销售的拉动（单位：万套、万台、百户/台、万台）

	地产新销售套数	空调销量	城镇空调每百户保有量	地产对空调销量的拉动量	占比
2010	882	5150	79.71	703	14%
2011	914	6060	86.88	794	13%
2012	945	5716	94.05	888	16%
2013	1105	6235	102.20	1129	18%
2014	1010	7017	107.40	1085	15%
2015	1058	6269	114.60	1212	19%
2016	1282	6046	123.70	1586	26%
2017	1350	8875	128.60	1736	20%

数据来源：产业在线，国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

需要注意的是，空调、油烟机测算结果相对偏低，原因是我们以空调、油烟机当年的保有量（过去累积的存量）作为配套率进行计算，而忽略了当年地产新购买人群对空调、油烟机的配套率高于存量，这部分我们认为也是消费升级的一个体现，在后文中会有阐述。因此，在此部分体现出来地产对空调、油烟机的销售的影响只是一部分，还有一部分体现在消费升级中。地产实际对空调、油烟机销售的拉动效应大于以上测算结果。综合分析2010-2017年地产对各品类的拉动占比，对油烟机的拉动效应始终是最显著的。

表 4：地产对冰箱销售的拉动（单位：万套、万台、百户/台、万台）

	地产新销售套数	冰箱销量	城镇冰箱每百户保有量	地产对冰箱销量的拉动量	占比
2010	882	5097	82.07	724	14%
2011	914	5897	84.46	772	13%
2012	945	5567	86.85	820	15%
2013	1105	5577	89.20	985	18%
2014	1010	5277	91.70	927	18%
2015	1058	4894	94.00	994	20%
2016	1282	4732	96.40	1236	26%
2017	1350	4480	98.00	1323	30%

数据来源：产业在线，国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

表 5：地产对洗衣机销售的拉动（单位：万套、万台、百户/台、万台）

	地产新销售套数	洗衣机销量	城镇洗衣机每百户保有量	地产对洗衣机销量的拉动量	占比
2010	882	3398	82.85	731	22%
2011	914	3636	84.75	775	21%
2012	945	3481	86.65	819	24%
2013	1105	3769	88.40	976	26%
2014	1010	3763	90.70	916	24%
2015	1058	3905	92.30	976	25%
2016	1282	4115	94.20	1208	29%
2017	1350	4414	95.70	1292	29%

数据来源：产业在线，国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

表 6：地产对电视销售的拉动（单位：万套、万台、百户/台、万台）

	地产新销售套数	电视销量	城镇电视每百户保有量	地产对电视销量的拉动量	占比
2010	882	4013	116.17	1024	26%
2011	914	4491	117.31	1072	24%
2012	945	4743	118.45	1119	24%
2013	1105	5145	118.60	1310	25%
2014	1010	4992	122.00	1233	25%
2015	1058	5120	122.30	1294	25%
2016	1282	5615	122.30	1568	28%
2017	1350	5345	123.80	1671	31%

数据来源：产业在线，国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

表 7：地产对油烟机的拉动（单位：万套、万台、百户/台、万台）

	地产新销售套数	油烟机内销量	城镇油烟机每百户保有量	地产对油烟机销量的拉动量	占比
2010	882	1328	61.01	538	41%
2011	914	1221	62.73	573	47%
2012	945	1396	64.45	609	44%
2013	1105	1823	66.10	730	40%
2014	1010	2170	68.20	689	32%
2015	1058	2121	69.20	732	35%
2016	1282	2223	71.50	917	41%
2017	1350	2298	73.05	986	43%

数据来源：产业在线，国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

注：（1）油烟机 2017 年保有量根据 2013-2016 年保有量线性递推。

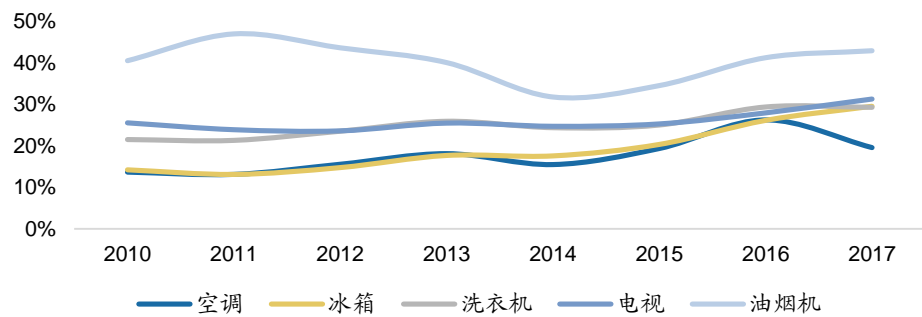
（2）油烟机内销量由产量（来自于统计局）代替销量，产量与出口（来自于 Wind）做差所得；其余来自于产业在线。

表 8: 地产对家电的拉动占比测算

	空调	冰箱	洗衣机	电视	油烟机
2010	14%	14%	22%	26%	41%
2011	13%	13%	21%	24%	47%
2012	16%	15%	24%	24%	44%
2013	18%	18%	26%	25%	40%
2014	15%	18%	24%	25%	32%
2015	19%	20%	25%	25%	35%
2016	26%	26%	29%	28%	41%
2017	20%	30%	29%	31%	43%

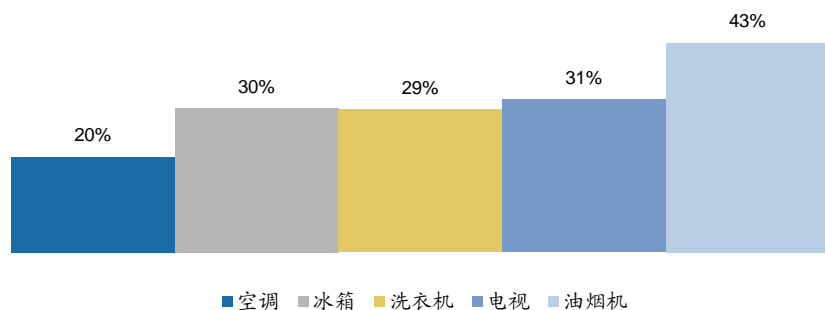
数据来源: 产业在线, 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图 1: 2010—2017年房地产对销量拉动占内销量的比例



数据来源: 产业在线, 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 2017年房地产对销量拉动占内销量的比例



数据来源: 产业在线, 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

更新换代拉动需求测算

测算逻辑：根据家电各产品的生命周期进行更新换代需求的计算。假设个产品更新换代周期均为10年，那么当年更新换代需求量即为10年前的销售量，考虑到现实生活中，不一定恰好在使用了10年的时候更换产品，所以在计算过程中以8-12年前的平均内销量作为当年的更新换代需求进行计算。

测算方法：第n年新换代拉动需求=[(n-12)年内销量+...+(n-8)年内销量]/5

表 9：2016—2025年家电更新换代销量测算（单位：万台）

内销量	空调	冰箱	洗衣机	电视	油烟机
2016	2879	2108	2037	4146	986
2017	3066	2473	2189	3955	1070
2018	3569	3203	2431	3970	1134
2019	4227	4001	2839	4074	1152
2020	4732	4620	3109	4179	1271
2021	5386	5213	3386	4393	1401
2022	6036	5483	3609	4677	1587
2023	6259	5442	3711	4898	1746
2024	6256	5209	3807	5123	1947
2025	6888	4992	3993	5243	2127

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 10：更新换代需求对家电的拉动占比测算

占比	空调	冰箱	洗衣机	电视	油烟机
2016	47%	45%	49%	75%	44%
2017	34%	56%	48%	75%	47%

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

注：在计算时更新换代需求占比时，以8-12年前销量均值作为当年更新需求量，但是由于冰箱和洗衣机2004年数据缺失，故2016年更新换代需求计算值偏大；由于电视、油烟机2004-2006年内销量数据缺失，故2016-2017更新需求数值均偏大。

消费升级拉动需求测算

存在多个因素可能促进消费升级，例如：

- 1) 房地产刺激下，购房需求导致新装修时产品配比率高于保有量；
- 2) 天气因素；
- 3) 政策因素。

表 11: 2010—2017年城镇家电保有量数据 (台/百户)

城镇居民平均每百户拥有量	空调	冰箱	洗衣机	彩电	油烟机
2010	79.71	82.07	82.85	116.17	61.01
2011	86.88	84.46	84.75	117.31	62.73
2012	94.05	86.85	86.65	118.45	64.45
2013	102.20	89.20	88.40	118.60	66.10
2014	107.40	91.70	90.70	122.00	68.20
2015	114.60	94.00	92.30	122.30	69.20
2016	123.70	96.40	94.20	122.30	71.50
2017	128.60	98.00	95.70	123.80	73.05

数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

注: 由于 2013 年之后, 保有量统计口径发生变化, 故基于以下两点假设, 回溯 2010—2012 年历史数据:

- (1) 假设保有量变动与时间符合简单线性关系
- (2) 假设保有量变动趋势于 2012 年调整统计口径前后保持一致

此外, 油烟机 2017 年保有量根据 2013-2016 年保有量线性递推。

表 12: 2010—2017年农村家电保有量数据 (台/百户)

城镇居民平均每百户拥有量	空调	冰箱	洗衣机	彩电	油烟机
2010	16.00	45.19	57.32	111.79	11.11
2011	22.58	61.54	62.57	115.46	13.23
2012	25.36	67.32	67.22	116.90	14.69
2013	29.80	72.90	71.20	112.90	12.40
2014	34.20	77.60	74.80	115.60	13.90
2015	38.80	82.60	78.80	116.90	15.30
2016	47.60	89.50	84.00	118.80	18.40
2017	52.60	91.70	86.30	120.00	20.50

数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

注: 油烟机 2017 年保有量根据 2013-2016 年保有量线性递推。

表 13：2008—2017年城镇人口及家庭户数数据（单位：人、万人、万人、万户）

	城镇平均每户家庭人口	城镇人口比重	总人口	城镇人口数	城镇户数
2008	2.91	47%	132,802	62,404	21445
2009	2.89	48%	133,450	64,510	22322
2010	2.88	50%	134,091	66,978	23256
2011	2.87	51%	134,735	69,079	24069
2012	2.86	53%	135,404	71,182	24889
2013	2.85	54%	136,072	73,111	25653
2014	2.84	55%	136,782	74,916	26379
2015	2.83	56%	137,462	77,116	27250
2016	2.82	57%	138,271	79,298	28120
2017	2.81	59%	139,008	81,347	28949

数据来源：Wind，国家统计局，广发证券发展研究中心

注：2013-2017年城镇平均每户家庭人口根据2008—2012年数据线性外推预测。

表 14：2008—2017年农村人口及家庭户数数据（单位：人、万人、万人、万户）

	农村平均每户家庭人口	农村人口比重	总人口	农村人口数	农村户数
2008	4.01	53%	132,802	70,398	17556
2009	3.98	52%	133,450	68,940	17322
2010	3.95	50%	134,091	67,113	16991
2011	3.90	49%	134,735	65,656	16835
2012	3.88	47%	135,404	64,222	16552
2013	3.86	46%	136,072	62,961	16311
2014	3.84	45%	136,782	61,866	16111
2015	3.82	44%	137,462	60,346	15797
2016	3.80	43%	138,271	58,973	15519
2017	3.78	41%	139,008	57,661	15254

数据来源：Wind，国家统计局，广发证券发展研究中心

注：2013-2017年农村平均每户家庭人口根据2008—2012年数据线性外推预测。

测算方法：

$$\text{城镇消费升级拉动量} = (\text{当年城镇户均保有量} - \text{前一年城镇户均保有量}) * \text{前一年城镇户数}$$

$$\text{农村消费升级拉动量} = (\text{当年农村户均保有量} - \text{前一年农村户均保有量}) * \text{前一年农村户数}$$

表 15: 城镇消费升级的拉动量测算结果 (单位: 万台)

	空调	冰箱	洗衣机	彩电	油烟机
2011	1,667	556	442	265	400
2012	1,726	575	457	274	414
2013	2,028	585	436	37	411
2014	1,334	641	590	872	539
2015	1,899	607	422	79	264
2016	2,480	654	518	0	627
2017	1,378	450	422	422	436

数据来源: Wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

表 16: 农村消费升级的拉动量测算结果 (单位: 万台)

	空调	冰箱	洗衣机	彩电	油烟机
2011	1,118	2,778	892	624	360
2012	468	973	783	242	246
2013	735	924	659	-662	-379
2014	718	767	587	440	245
2015	741	806	644	209	226
2016	1,390	1,090	821	300	490
2017	776	341	357	186	326

数据来源: Wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

表 17: 消费升级对家电的拉动占比测算

	空调	冰箱	洗衣机	电视	油烟机
2011	46%	57%	37%	20%	62%
2012	38%	28%	36%	11%	47%
2013	44%	27%	29%	-12%	2%
2014	29%	27%	31%	26%	36%
2015	42%	29%	27%	6%	23%
2016	64%	37%	33%	5%	50%
2017	24%	18%	18%	11%	33%

数据来源: Wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

结论及误差说明

由定量测算结果有如下结论:

- 1) 随着住宅销售套数的增加, 房地产对家电内销的拉动比例逐渐提升, 但提升幅度相对有限;

- 2) 更新换代需求绝对值提升推动更新换代需求占比提升，我们预计未来更新换代需求将成为家电需求的主要拉动力；
- 3) 消费升级需求占比逐渐降低，原因是随着保有量提升放缓，该部分需求被更新需求所替代。

表 18: 三大因素对家电的拉动占比加总核对

	空调	冰箱	洗衣机	电视	油烟机
2016	138%	108%	111%	107%	136%
2017	78%	102%	97%	117%	123%

数据来源：Wind，国家统计局，广发证券发展研究中心

误差说明：

- 1) 空调由于渠道库存变化，出货量与实际零售量偏差最大，2016年合计值大于100%，主要是去库存的原因（即当年内销量数据偏小）；2017年合计值小于100%，主要是压库存的原因（即当年内销量数据偏大）；
- 2) 在计算更新换代需求时，以8-12年前销量均值作为当年更新需求量，但是由于冰箱和洗衣机2004年数据缺失，故2016年更新换代需求计算值偏大；由于电视、油烟机2004-2006年内销量数据缺失，故2016-2017更新需求数值均偏大；
- 3) 其他统计数据误差等。

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。