

## 增强定力 静待估值修复

### ⑤ 宏观经济下行压力加大，家电板块估值大幅下挫

18 年中国经济遭遇了近年少有的负面因素影响，经济下滑压力较大，家电行业整体虽然在收入及利润端取得了双增长的成绩，但是市场份额向龙头企业加速聚敛的分化情况显现。截止 18 年 12 月 23 日，中信家电指数在 18 年下跌 30.62%，位居中信一级行业的 17 位，较大盘整体指数表现更弱。细分子行业也是全军覆没，权重最大、业绩依然最为稳定的白电板块全年涨幅-29.35%，与 17 年的优质蓝筹行情形成强烈对比。

### ⑤ 冰洗空销量进入新常态，白电三巨头护城河优势明显

18 年 1-10 月空调、冰箱和洗衣机销量增速分别为 5.56%、-1.57% 和 2.53%，但是产品高端化进程没有打断，头部企业在市场份额、单品溢价方面优势愈发明显。黑电行业巨头鏖战的格局未发生显著变化，长虹逐渐掉队一线梯队。在大家电品类方面，我们依旧看好空调品种，受 18 年库存压力的客观存在，我们预计 19 年空调内销市场仍然能有 5% 左右的增幅。冰洗产品增速放缓，重点关注受益高端化产品迭代及精细化管理提升的龙头公司。重点推荐标的为格力电器 (000651)、美的集团 (000333) 和青岛海尔 (600690)。

### ⑤ 厨电受地产增速下滑压制，估值修复将是 19 年主题

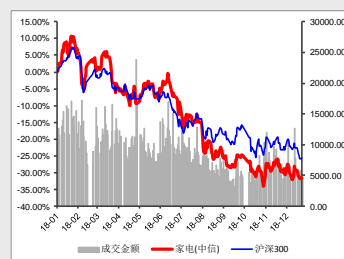
厨电因为“后地产”属性在时间周期与出货量两方面受到地产行业的扰动影响极大，地产竣工及销售面积过去连续 2 年下滑极大压制影响了厨电龙头业绩和估值。长期维度来看，城镇化进程叠加行业“大行业、小公司”竞争格局下集中度的提升是厨电行业成长的推动力，未来随着城镇化的纵深推进以及家庭进一步小型化，厨电行业依旧是家电中成长确定的细分子行业。展望 19 年，厨电行业最悲观恐慌时期已经过去，估值大幅下挫、同时基本面依然优质的公司将迎来一个估值修复的机会。重点推荐标的为华帝股份 (002035) 和浙江美大 (002677)。

### ⑤ 风险提示

- 1、终端零售市场需求大幅下挫；
- 2、上游铜铝、钢材、塑料等原材料价格上涨；
- 3、房地产市场投资和销售继续下滑；
- 4、宏观经济大幅放缓。

行业：家电  
评级：看好

市场表现 截至 2018.12.23



分析师：袁明  
执业证书号：S1490515090002  
电话：010-85556204  
邮箱：  
yuanmingsec@hrsec.com.cn

## 目 录

一、经济下行压力影响消费信心，家电板块遭遇估值下挫.....	4
1. 18 年宏观经济下行压力加大，消费信心不足.....	4
2. 家电行业营收利润增速均同比增长，板块出现估值大幅下滑.....	5
二、冰洗空销量进入新常态，白电三大龙头护城河优势明显.....	7
1. 空调销量前高后低，头部企业优势聚敛.....	7
2. 冰箱销量同比小幅下滑，海尔领先优势明显.....	9
3. 洗衣机销售增量市场平平，海尔领先优势明显.....	10
4. 彩电销量实现增长 13.23%，巨头鏖战待破局.....	12
5. 展望 19 年：空调销量或回落到 5%，冰洗行业精选受益高端化标的.....	14
(1) 格力电器（000651）——不确定性逐步消除，业绩稳健增长.....	14
(2) 美的集团（000333）——大象转型的成功典范.....	15
(3) 青岛海尔（600690）——高端化矢志不渝，国际化一以贯之.....	16
三、地产在政策压制下负重前行，厨电估值修复可期.....	17
1. 地产销售和竣工面积连续两年下滑，政策托底预期渐强.....	17
2. 城镇化催化因素并未改变，家庭小型化趋势不容忽视.....	18
3. 厨电天花板远未到来，估值修复将可能是 19 年的重大主题.....	20
(1) 华帝股份（002035）——高端化进攻，紧追一线.....	22
(2) 浙江美大（002677）——集成灶的创造者和领跑者.....	23
四、风险提示.....	24

## 图表目录

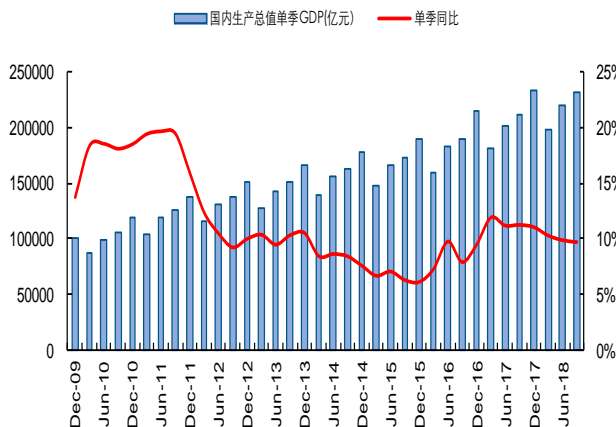
图表 1: 国内近两年 GDP 增速下滑压力加大.....	4
图表 2: 高基数背景下城镇居民可支配收入增速趋于平缓.....	4
图表 3: 社会消费品零售总额在 18 年出现大幅下滑.....	5
图表 4: 29 个中信一级市场表现全军覆没.....	5
图表 5: 家电各子板块 18 年跌幅均较为巨大.....	6
图表 6: 家电板块实现正增长只有两只个股.....	6
图表 7: 跌幅靠前公司风险充分暴露.....	6
图表 8: 白电巨头盈利情况依然最佳.....	7
图表 9: 18 年空调销量增速 5.56% 难言乐观.....	8
图表 10: 18 年空调库存出现升高趋向.....	8
图表 11: 格力美的内销市占率居高不下.....	9
图表 12: 格力单机价格保持高于市场均价 500 元.....	9
图表 13: 18 年冰箱销量增速小幅下滑.....	10
图表 14: 18 年冰箱库存保存合理水平.....	10
图表 15: 海尔冰箱内销市占率稳重有升.....	10
图表 16: 海尔冰箱单价已经提升到 5000 元以上.....	10
图表 17: 洗衣机销量增速勉强实现正增长 2.53%.....	11
图表 18: 洗衣机库存水位持续下降.....	11
图表 19: 美的系内销市占率快速靠近海尔.....	12
图表 20: 美的系下小天鹅单价也在快速靠近海尔.....	12
图表 21: 彩电单月内销量维持 10% 以内正增长.....	13
图表 22: 彩电单月出口量及增速均高于内销.....	13
图表 23: 长虹市占率逐渐与一线梯队拉开距离.....	13
图表 24: 海信仍能保持国内最高的单价价格.....	13
图表 25: 格力电器盈利预测表.....	15
图表 26: 美的集团盈利预测表.....	16
图表 27: 青岛海尔盈利预测表.....	17
图表 28: 地产竣工面积连续两年下滑.....	18
图表 29: 地产销售面积连续两年下滑.....	18
图表 30: 中国城镇化进程尚有较大提升空间.....	19
图表 31: 空调及烟机厨电产品市场潜力较大.....	19
图表 32: 18 年烟机零售量和零售额同比均下滑明显.....	20
图表 33: 烟机零售价格走高趋势依旧.....	20
图表 34: 18 年燃气灶零售量和零售额同比均下滑明显.....	21
图表 35: 燃气灶零售价格走高趋势依旧.....	21
图表 36: 烟机零售额市场占比格局仍有集中空间.....	22
图表 37: 燃气灶零售价走高趋势未变.....	22
图表 38: 华帝股份盈利预测表.....	23
图表 39: 浙江美大盈利预测表.....	24

## 一. 经济下行压力影响消费信心，家电板块遭遇估值下挫

### 1. 18 年宏观经济下行压力加大，消费信心不足

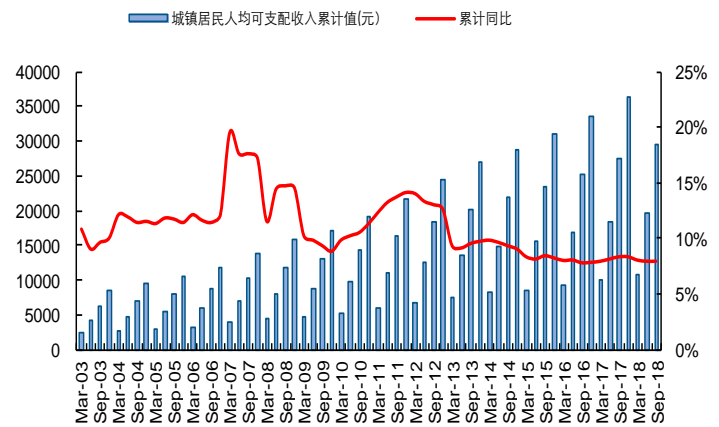
2018 年,中国经济遭遇了近年少有的负面因素的影响,随着自身经济体量不断壮大,较大基数因素致增速乏力,供给侧改革任重道远;外部与美国的贸易争端影响了相关产品的出口,技术知识产权的争端也逐渐浮出水面。但是从主要经济数据看,中国经济与主要经济体相比仍旧保持在较高的增长轨道之上。物价 CPI 指数 1-10 月上涨 2.1%,相比全年目标 3% 来看,相对平稳。10 月我国失业率为 4.9%,较去年同期下降 0.1%,全年目标 5.5%左右。前三季度我国居民收入增长 8.8%,扣除价格因素增长速度为 6.6%。国际收支方面,1-10 月增长稳定,贸易顺差为 447.4 亿美元。预计 2018 年我国全年 GDP 可达市场预期 6.5%。从以上几个评判宏观经济的指标来看,可以判定我国总体发展平稳,经济运行保持在合理区间。

图表 1: 国内近两年 GDP 增速下滑压力加大



数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

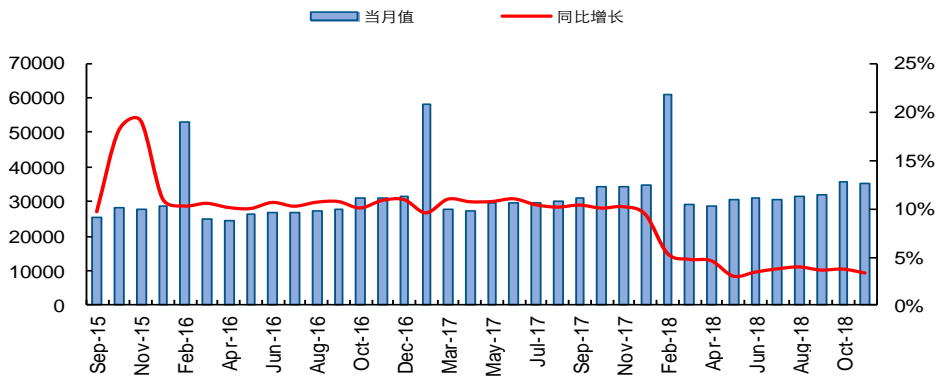
图表 2: 高基数背景下城镇居民可支配收入增速趋于平缓



数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

值得警惕的是,影响经济增速的负面因素日益突出。首先我国外部环境变化带来了较大的不确定性,中美贸易战对于全球产业链分工影响较大,企业家信心受损。其次,重要指标下行,压力较大,消费需求长期 10% 以上增长速度,而 2018 年下降幅度较大。最后,企业、行业区域分化严重,上游原材料产业的价格高企与中下游产业的提价乏力形成鲜明对比,19 年防范化解风险任务艰巨。

图表 3: 社会消费品零售总额在 18 年出现大幅下滑



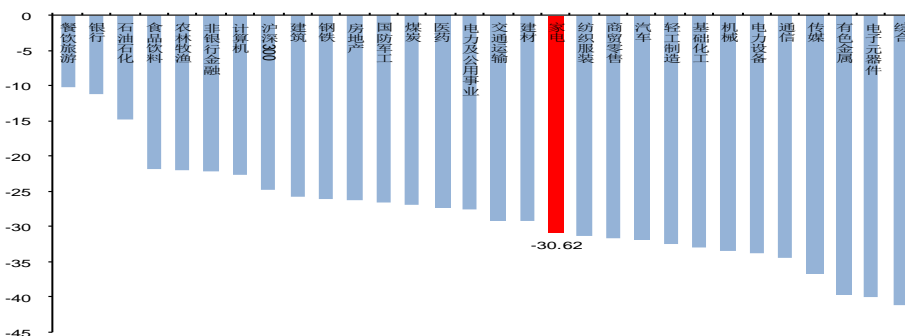
数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

## 2. 家电行业营收利润增速均同比增长, 板块出现估值大幅下滑

2018 年前三季度, 中信家电板块实现营收合计 8877.50 亿元, 同比增长 9.68%; 板块实现归属母公司净利润合计 614.16 亿元, 同比增长 16.23%; 单从收入和利润增速端来看, 行业在如此高的基数条件下还能实现如此增速是较为可贵的。但如果观察数据到上市公司层面, 不难发现, 随着家电行业集中度的增强和龙头话语权的增加, 行业的收入利润向头部企业聚敛的态势更为显著, 行业内部的经营业绩出现了一定分化。

市场表现方面, 18 年 A 股在 17 年的系统性蓝筹行情过后, 经历了深度下调。截止 18 年 12 月 23 日, 沪深 300 指数下跌 24.83%, 29 个中信一级行业全数下跌, 市场表现最优的餐饮旅游板块也下跌了 10.1%, 家电板块全年下跌 30.62%, 位居一级行业的 17 位, 较大盘整体指数表现更弱。

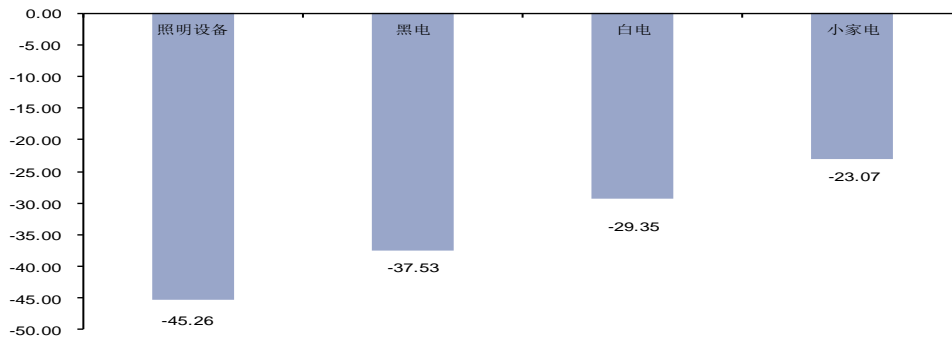
图表 4: 29 个中信一级市场表现全军覆没



数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

在细分板块中，也均呈现下跌态势。黑电全年涨幅-37.53%，表现最优的小家电全年涨幅-23.07%，权重最大、业绩依然最为稳定的白电行业全年涨幅-29.35%，与 2017 年的优质蓝筹行情形成鲜明对比。

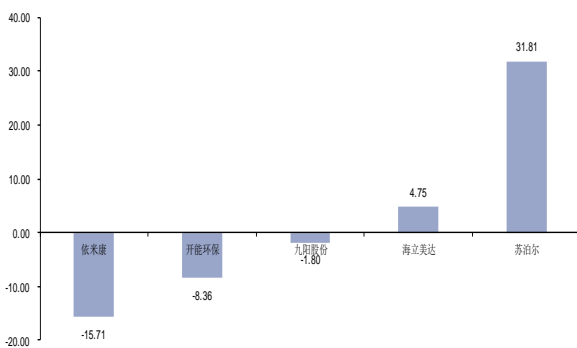
图表 5: 家电各子板块 18 年跌幅均较为巨大



数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

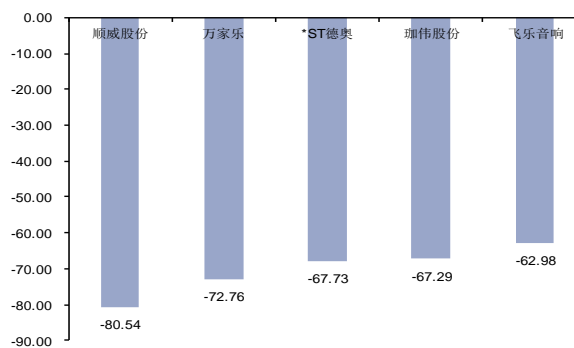
个股方面，家电板块只有 2 只个股年内实现上涨，其中苏泊尔(002032)涨幅最大，上涨 31.81%，海立美达(002537)上涨 4.75%，其他公司股价均下跌；跌幅最大的公司是顺威股份(002676)，跌幅达到 80.54%，万家乐(000533)、\*st 德奥(002260)等公司也出现了 60%以上的年内跌幅。部分上市公司还暴露出实际控制人涉案、业绩连续亏损标为 ST 的情况，反映出行业部分中小公司在宏观去杠杆大背景下风险逐步暴露。

图表 6: 家电板块实现正增长只有两只个股



数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

图表 7: 跌幅靠前公司风险充分暴露



数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

从重点上市公司跟踪的盈利情况来看，白电巨头盈利情况依然最佳：格力前三季度归母净利润增速达 33.94%，远超市场预期；美的集团完善提升内部管理效率逐渐发力，归母净利润增速达到 19.35%，显著高于收

入增速；海尔依旧在冰洗领域保持领先优势，也取得了收入和利润双增长。黑电企业整体表现不一，受基数影响较大；最引人注目的是此前最被市场看好的厨电龙头老板电器，在经历了连续多年 30% 以上的增速后，在 2018 年业绩突然遭遇滑铁卢，虽然还能保持 5% 的正增长，但显然距离市场的预期差距较大；与之形成对比的是，厨电二线品牌追赶者华帝股份以及以集成灶为核心产品的浙江美大则仍旧保持较为惊艳的业绩，二者业绩增速保持在 40% 上下。一定程度上说明了行业的竞争激烈与市场份额的变动趋势。

**图表 8：白电巨头盈利情况依然最佳**

公司代码	公司简称	2018 前 3 季度 收入增速 (%)	2018 前 3 季度归母 利润增速 (%)	当前股价(元)
000651.SZ	格力电器	33.94	36.59	36.07
000333.SZ	美的集团	10.46	19.35	37.92
600690.SH	青岛海尔	12.77	9.35	13.85
000921.SZ	海信家电	9.15	-32.33	7.06
000418.SZ	小天鹅 A	9.01	17.85	44.05
600983.SH	惠而浦	-5.34	725.90	5.46
000521.SZ	长虹美菱	0.53	-45.40	3.18
000100.SZ	TCL 集团	-0.03	30.62	2.40
600060.SH	海信电器	3.77	-39.26	8.59
600839.SH	四川长虹	5.48	43.92	2.36
002429.SZ	兆驰股份	34.99	-27.43	1.96
002508.SZ	老板电器	8.14	5.33	22.25
002032.SZ	苏泊尔	24.71	21.81	51.97
002035.SZ	华帝股份	13.78	41.91	9.10
002677.SZ	浙江美大	42.46	36.87	9.95

数据来源：WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

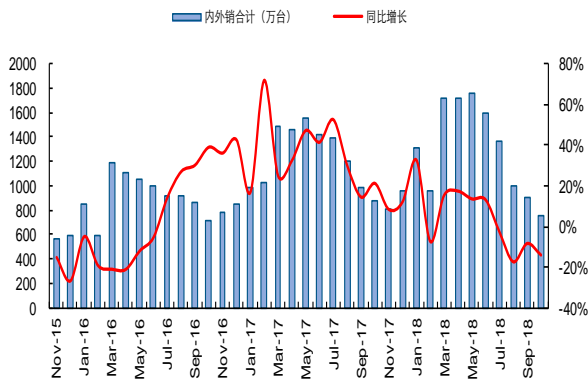
## 二、冰洗空销量进入新常态，白电三大龙头护城河优势明显

### 1. 空调销量前高后低，头部企业优势聚敛

18 年 1-10 月，空调全行业实现产量 12876.3 万台，同比增长 4.60%；全行业实现总销量 1.31 亿台，同比增长 5.56%，其中内销 8098.75 万台，同比增长 5.69%，出口 4988.17 万台，同比增长 5.35%；上市公司层面，

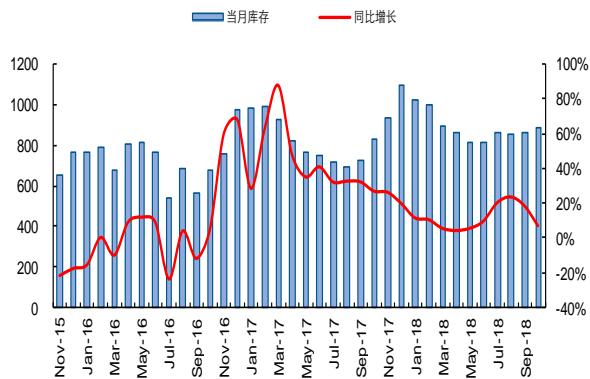
格力累计增长 9.86% (内销增长 7.35%，出口增长 16.65%)；美的累计增长 3.49% (内销增长 2.82%，出口增长 4.34%)；海尔累计增长 14.67% (内销增长 9.65%，出口增长 30.53%)；海信家电累计增长 1.72% (内销增长 0.63%，出口增长 3.57%)。从月度数据回溯来看，空调销量呈现出明显的前高后低态势，上半年出货量增速较高，月度增速普遍在 15% 上下浮动；但是进入下半年，出货量出现急剧下滑，从 7 月份开始，连续 4 个月累计销量出现下滑态势。出现这种情况，我们判断是主要基于两个因素：一是 17 年年因为高温气候极大催生了空调出货量的异常增速数据，18 年高温天气持续时间相对不如 17 年突出，高基数效应下出货量增速下滑受天气因素扰动较大；二是由于 17 年渠道库存水位较低，17 年旺季结束后行业内销同比增幅近 30%，而 18 年在较高库存的情况下，渠道吸纳能力有限，补库存的需求并不强烈。由于渠道库存缺乏权威数据，但是根据工厂库存与渠道的趋势同向性可以做定性推断，18 年渠道库存的实际水位应该是处于相对高位的。

图表 9：18 年空调销量增速 5.56% 难言乐观



数据来源：产业在线、华融证券市场研究部整理

图表 10：18 年空调库存出现升高趋向

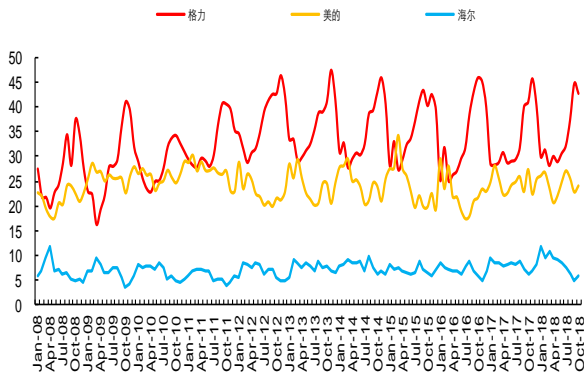


数据来源：产业在线、华融证券市场研究部整理

从行业格局变动及产品溢价的角度看，空调行业主要呈现出头部聚敛加剧及龙头品牌溢价优势明显两个特征：18 年 1-10 月份格力内销市场份额同比提升 0.57 个百分点至 37.17%，美的内销市场份额略下滑 0.65 个百分点至 21.60%。但是总体看，格力及美的两家的销量占比已经接近 60%，而空调行业自身具有极强的规模效应，双寡头垄断的局面短期内不会被打破，在行业景气度下滑的情况下，行业头部效应将长期持续。行业格局集中度优势也可以从品牌溢价的角度看到，目前格力单机价格虽然也会随季节及市场发生波动，但是始终保持高出市场均价 500 元的水平，显示终端市场对于品牌商溢价的认可度非常高。

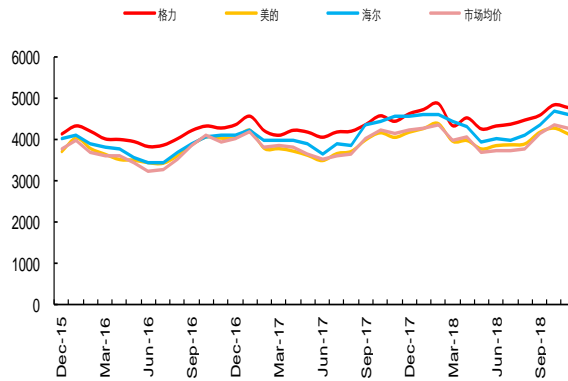


图表 11: 格力美的内销市占率居高不下



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部整理

图表 12: 格力单机价格保持高于市场均价 500 元

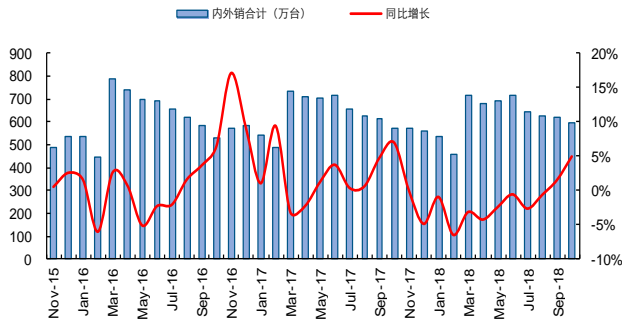


数据来源: 中怡康、华融证券市场研究部整理

## 2. 冰箱销量同比小幅下滑，海尔领先优势明显

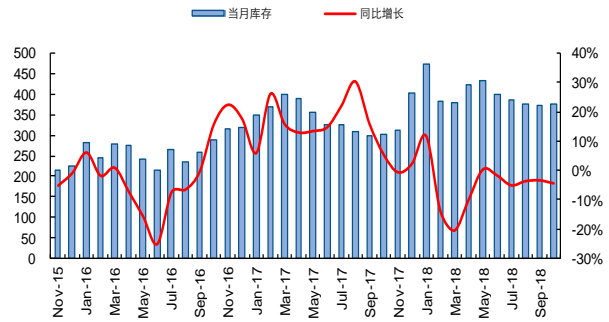
18 年 1-10 月，冰箱全行业总产量 6251.40 万台，同比下滑 1.96%；实现总销量 6278.31 万台，同比下滑 1.57%，其中内销 3625.97 万台，同比下滑 4.68%，出口 2652.34 万台，同比增长 3.03%；上市公司层面，海尔增长 1.06%（内销增长 3.94%，出口下滑 28.14%）；美的下滑 0.47%（内销下滑 1.04%，出口增长 0.22%）；海信下滑 1.48%（内销下滑 7.30%，出口增长 6.93%）。从月度数据来看，冰箱销量变动趋势不明显，全年内销数据月度同比基本呈现负增长，出口数据相对较好。从库存情况来看，10 月工厂库存保存在 374.57 万台水平，较 17 年同期下降 4.45%，但整体保持在合理水平，显示出企业对于冰箱终端市场的谨慎态度，会传导到排产以保持整体库存在合理水平。

图表 13: 18 年冰箱销量增速小幅下滑



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部整理

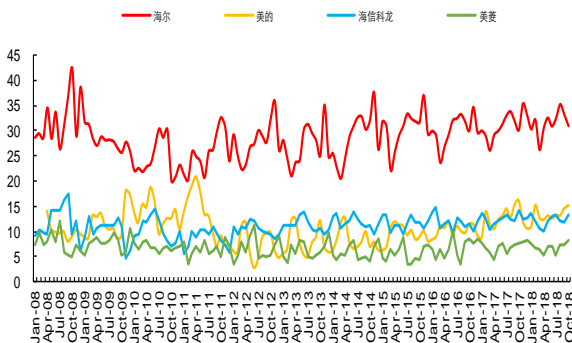
图表 14: 18 年冰箱库存保存合理水平



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部整理

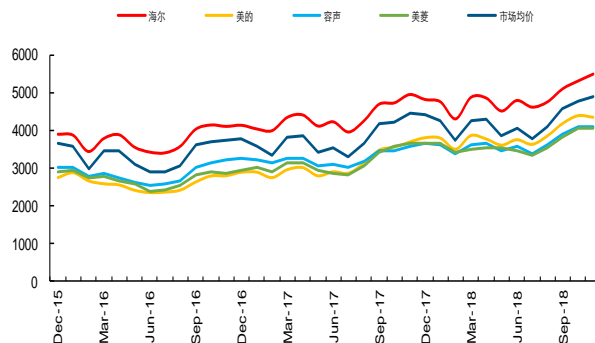
在行业格局上, 海尔、美的与海信三家保持在市占率前三水平, 其中海尔内销领先优势较大, 18 年 1-10 月内销市场份额提升一个百分点达到 31%, 同期美的与海信科龙的总出货量较为接近, 二者市场份额合计 25%。从零售终端价格变动来看, 海尔产品高端化战略落地较好, 产品平均单价持续提升已超过 5000 元, 保持高出市场平均售价 500 元左右的水平, 也同样显著高于美的及海信科龙。不难看出, 在冰箱销售增量市场平平的情况下, 海尔凭借综合实力能够在市场份额提升及价格提升两方面领先于对手。

图表 15: 海尔冰箱内销市占率稳重有升



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部整理

图表 16: 海尔冰箱单价已经提升到 5000 元以上



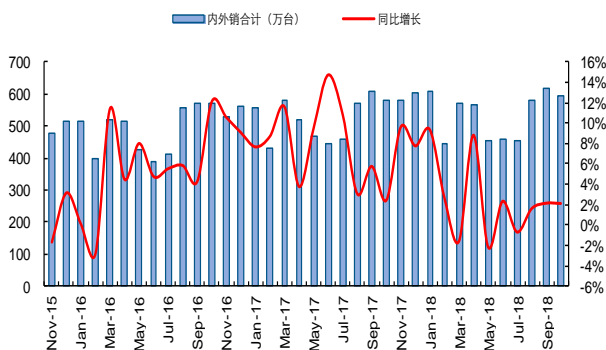
数据来源: 中怡康、华融证券市场研究部整理

### 3. 洗衣机销售增量市场平平, 海尔领先优势明显

18 年 1-10 月, 洗衣机全行业总产量 5266.23 万台, 同比增长 1.55%, 总销量 5354.23 万台, 同比增长 2.53%, 其中内销 3706.55 万台, 同比增

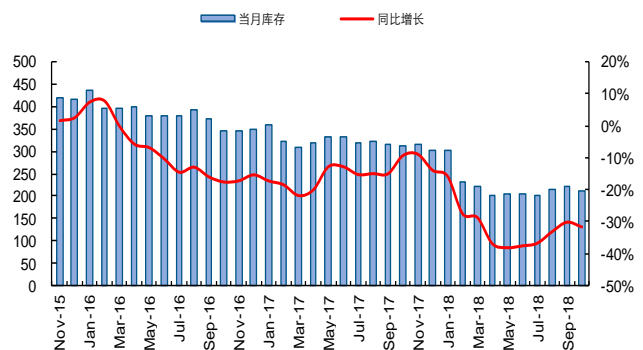
长 2.86%，出口 1647.68 万台，同比增长 1.79%；上市公司层面，海尔增长 9.07%（内销增长 7.42%，出口增长 21.38%）；美的增长 5.50%（内销增长 7.58%，出口下滑 1.85%）；惠而浦累计下滑 9.23%（内销下滑 14.81%，出口增长 18.22%）。从逐月数据来看，销量情况较为平稳，外销月度数据变动较大，但是全年看内外销市场均表现平淡，勉强实现正增长。从库存情况来看，10 月工厂库存 213 万台，较 17 年同期下滑 31.38%。拉长观察期来看，洗衣机行业的工厂库存自 16 年持续下降，目前处于近年来的历史相对低位。

图表 17：洗衣机销量增速勉强实现正增长 2.53%



数据来源：产业在线、华融证券市场研究部整理

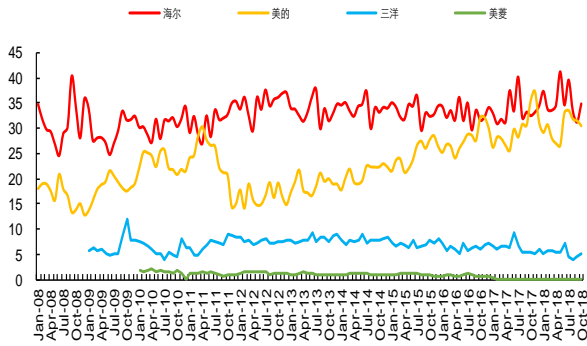
图表 18：洗衣机库存水位持续下降



数据来源：产业在线、华融证券市场研究部整理

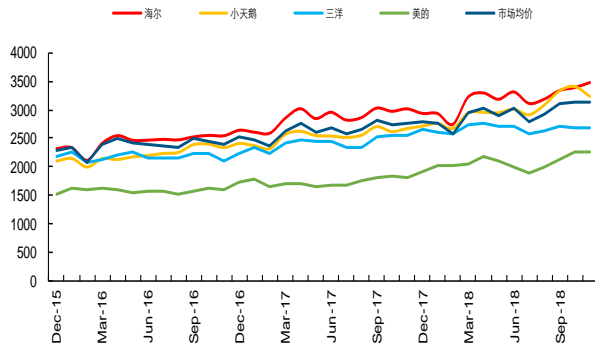
在行业格局上，海尔、美的与三洋（惠而浦）三家市占率保持在前三位，海尔依然占据内销市场第一的位置，但是美的系追赶速度很快，二者差距不断缩小，并与第三名拉开较大差距。18 年 1-10 月累计内销市场份额情况为海尔 34.82%，美的系 30.49%，二者内销出货量已经非常接近。从零售终端价格变动来看，海尔虽然继续保持价格在国内品牌第一位，但已经被美的系下的小天鹅追赶的非常紧密，二者价差持续缩小。在可预见的将来，洗衣机市场将主要由海尔及美的系为主导，二者的竞争策略将极大影响行业的发展态势。

图表 19: 美的系内销市占率快速靠近海尔



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部整理

图表 20: 美的系下小天鹅单价也在快速靠近海尔

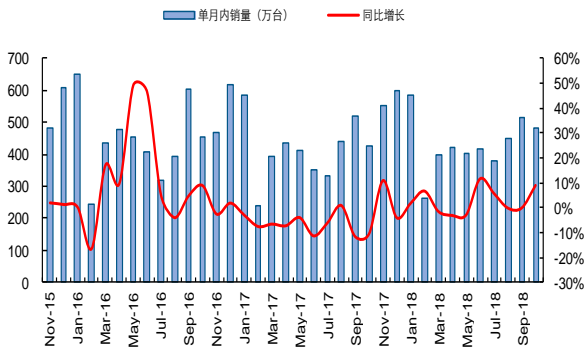


数据来源: 中怡康、华融证券市场研究部整理

#### 4. 彩电销量实现增长 13.23%，巨头鏖战待破局

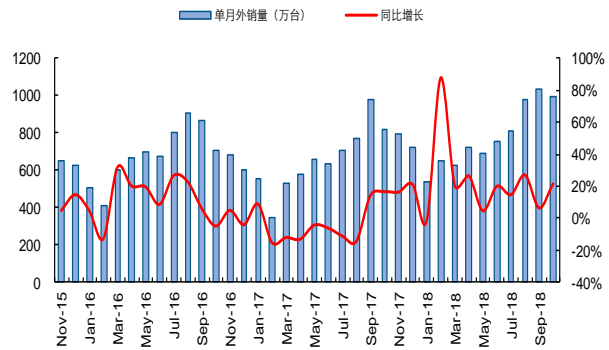
18 年 1-10 月，彩电行业总产量 12299.84 万台，同比增长 11.61%，总销量 12181.78 万台，同比增长 13.23%，其中内销 4310.80 万台，同比增长 2.13%，外销数据比较亮眼，达到 7870.98 万台，同比增长 20.40%。上市公司层面，海信增长 4.77%（内销下滑 0.01%，出口增长 9.79%）；TCL 增长 16.40%（内销下滑 4.88%，出口增长 28.27%）；创维下滑 9.29%（内销增长 6.30%，出口下滑 26.98%）；长虹下滑 11.50%（内销下滑 7.63%，出口下滑 19.02%）。从各个月份出货数据来看，出口情况增速均好于内销，反映了国内市场需求饱和度已经超过海外市场，在全球贸易一体化的背景下，彩电企业对出口市场的参与度将逐步提升，目前亟需改善产品结构，强化自有品牌的影响力，逐步减少代工量占比，提升出口产品利润率。

图表 21: 彩电单月内销量维持 10% 以内正增长



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部整理

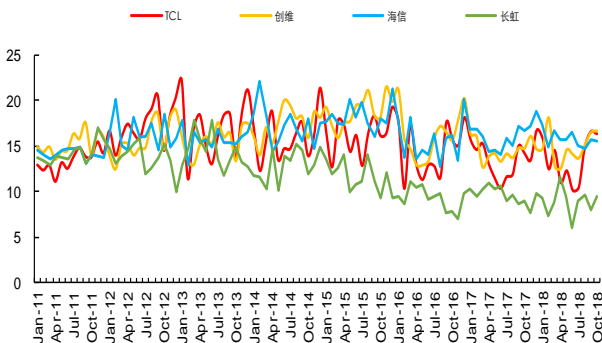
图表 22: 彩电单月出口量及增速均高于内销



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部整理

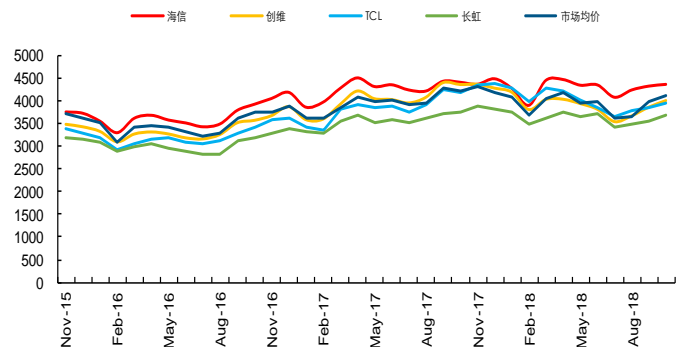
在行业格局上看, 海信、TCL、创维、长虹四家鏖战的格局并未发生显著改变, 较之而言, 长虹的市场份额逐步让给竞争对手, 目前在第一梯队中有掉队的迹象。18 年 10 月, 这四家的内销总市场份额达到 58%, 后面的康佳、海尔与一线龙头差距较大。从终端定价情况来看, 海信依然保持着国内品牌最高单价的记录, 目前保持高于市场均价 300 元的水平, 显示公司的定价能力优于对手。我们对于彩电市场的内销增速判断趋于中性, 主要是目前彩电行业早已经过了基本普及期, 家庭户均保有量趋于饱和, 虽然显示技术的迭代和创新频出, 但是对终端的拉动并不显著, 其背后的因素则是电视的开机率逐步下降, 手机、平板等其他终端显示设备大量侵蚀了用户对电视的使用时间, 虽然彩电目前与其他终端的网络互联程度大大加深, 但是受制于便携性及私密性等因素, 电视机作为固定使用的终端大屏仍处于下风。

图表 23: 长虹市占率逐渐与一线梯队拉开距离



数据来源: 产业在线、华融证券市场研究部整理

图表 24: 海信仍能保持国内最高的单价价格



数据来源: 中怡康、华融证券市场研究部整理

## 5. 展望 19 年：空调销量或回落到 5%，冰洗行业精选受益高端化标的

家电作为一种耐用消费品，最终决定其销售上限的因素在于两个核心因素：一是居民家庭的保有量潜力，二是居民消费能力的提升。前者主要是伴随城镇化而产生的需求在数量方面的扩张，这部分市场尚有部分潜力可待挖掘，如家庭小型化趋势带来的增量；而居民消费能力的提升则主要是产品性能和体验提升带来的更新性需求，这部分往往是单品溢价更高、客户体验更佳、性能更为出色的创新类产品，可在相当程度上替换普及期购置的前期产品。回顾过去十多年，家电产品设计越来越强调智能化和互联化，不断提高客户使用体验效果，在消费渠道方面，电商渠道异军突起，线上线下融合不断加深。在制造环节，龙头企业不约而同的开始强化智能制造的渗入；在市场方向上，越来越注重印度、拉美等人口密集度高的发展中国家，境外投资设厂屡见不鲜；在管理上，不断尝试创新管理思维，从供应链、库存和经销商管理等多处入手，不断提升管理效率。凡此种种，都在深刻的揭示中国家电企业正在不断夯实内功，逐步构筑起强大的品牌护城河。

在这个大的投资逻辑之下，在大家电品类中我们依然坚定看好空调品种，空调本身的多机属性决定了空调本身市场容量远大于冰箱洗衣机。考虑到即使保有量较高的城市目前也仅户均一台，农村市场保有量更低的状况，在快速城镇化的过程中，终端消费者的消费升级对于覆盖空调这种单品价值不算很高的产品，是有客观需求在支撑的。考虑到 18 年空调库存压力的客观存在，我们预计 19 年空调内销市场仍然能有 5% 左右的增幅。从行业竞争格局来看，空调行业双寡头的格局确保了格力美的对其他竞争对手的规模相对优势，二者不会轻易发动价格战。洗衣机及冰箱产品预计将继续维持在 2% 左右的内销增速，投资重点应该放在受益高端化产品迭代及精细化管理提升的龙头公司。

### （1）格力电器（000651）——不确定性逐步消除，业绩稳健增长

作为全球最大的家用空调生产厂商，国内空调行业的龙头和主导者，公司具有行业最强的竞争优势和渠道定价能力，主要投资逻辑：1）而公司专注空调业务（收入占比长期在 80% 以上），受空调市场转暖的业绩弹性更大，格力在终端消费市场相对其他品牌享有较高的品牌溢价，单品的毛利率和净利率水平都是行业最高；2）公司多元化发展为工业制造集团初见雏形，开发的电饭煲、冰箱等生活类电器历史销量基数较低，公司可借助强大的渠道控制力快速提升新品的推广，生活电器类销量有望保持较高增速；3）公司被市场重点关注的确定性事项也在逐步消除，公司在 18 年中期积极回应了投资者的分红要求，向全体股东每 10 股派发现金红利 6 元；积极参与参与上游芯片制造，设立芯片子公司珠海零边界，并合计出资 30 亿元参与闻泰科技收购安世半导

体的交易。未来格力可望借助闻泰科技的 5G 产业链战略性布局，实现在智能家居、智能装备、通信设备等领域的多赛道协同发展；公司最新一届董事会换届候选人名单出炉，董明珠为首的高管班子保持稳定，在很大程度上消除了市场对公司管理团队稳定性的相关疑虑。

公司充分掌握较高的行业定价权和市场渠道构筑了公司盈利的护城河，相关多元化布局有望提供额外增长动力。我们预计公司 19 年-20 年 EPS 分别为 5.18 元及 5.70 元，PE 对应当前股价分别为 7X 和 6.3X，给予“推荐”评级。

**图表 25: 格力电器盈利预测表**

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	150,020	186,579	202,345	221,689
同比增长 (+/-%)	36.24	24.37	8.45	9.56
归母净利润 (百万元)	22,402	28,342	31,146	34,297
同比增长 (+/-%)	44.87	26.52	9.89	10.12
每股收益 (元)	3.72	4.71	5.18	5.70
PE	9.69	7.7	7.0	6.3
PB	3.31	2.43	2.19	1.97

数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

## (2) 美的集团 (000333) ——大象转型的成功典范

公司近年来围绕“产品领先、效率驱动、全球运营”战略稳步推进内部转型，运营效率持续提升，同时公司通过收购优质资产实现合理外延扩张，目前公司转型战略已经取得初步成效，在过去两年成功收购库卡和东芝白电后，又在 18 年以大手笔的方案吸收合并上市公司小天鹅，公司资源整合更上层楼。公司主要投资逻辑在于：1) 公司盈利增速有望持续超过收入增速，18 年前三季度公司实现营业收入同比增长 10.06%，归母净利润同比增长 19.35%。公司收入趋缓有收购资产尚处于整合期的因素，也有家电行业市场平淡的因素，同时也有公司坚定转型升级、不刻意追求增速的内因，更应该看到公司产品结构升级拉动毛利率提升的亮点，公司前三季度毛利率同比提升 1.91 个百分点至 27.26%，我们认为，后续考虑到原材料端压力有望逐步缓解以及中高端产品占比持续提升，公司毛利率大概率将延续提升趋势；2) 私有化小天鹅强化协同：公司换股吸收合并小天鹅议案已经获得交易双方股东大会高票通过，整体看本次私有化洗衣机业务是美的集团致力于将旗下家电相关业务进一步整合的关键步骤，在事业部制基础上强化各品类间协作，有利于强化公司家电主业整体性及内生发展协同性，此前两家独立的上市公司之间在采购、资金往来等方面受到的限制过多，影响了资源整合的有效性；且换股方案中公司 EPS 被摊薄影响非常有限，而通过合并可注入 137 亿元自由资金；3) 公司在组织生产销售模式方

面更趋于灵活，不再采取传统向经销商压货的模式，通过推动“T+3”模式，严格控制渠道库存，产业链数据已经实现贯通，目前可以做到后端监控，从研发、制造、生产各环节都能实现有效数据化管理，公司已经发布 M.IoT 工业互联网战略并应用到实际生产中；依托美的数据化管理能力，美云智数也开始对外提供整体智能化数据化解决方案；包括渠道端的库存和销售数据都能进行实时的监控，从而有利于终端渠道的接纳和市场出清，维护公司与经销商之间和谐合作关系；4）在收购资产整合方面，由于库卡业务 50%来自于汽车行业，受行业全球景气度下降的影响较大，短期内库卡一是要逐步融合美的管理体系内，二是借助集团力量从一般工业和自动化新领域寻求机会；东芝在业务协同方面，将有望借助美的的集团优势有效降低非营业支出，实现降低费用率乃至实现扭亏目标。

鉴于公司成功战略转型的红利，基本面扎实稳健，其龙头地位更加稳定。我们预计公司 19-20 年的 EPS 可以达到 3.52 元及 4.09 元，PE 对应当前的股价分别为 10.8X 及 9.3X，给予“推荐”评级。

**图表 26: 美的集团盈利预测表**

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	241,919	269,885	298,358	335,145
同比增长 (+/-%)	51.35	11.56	10.55	12.33
归母净利润 (百万元)	17,284	20,471	23,455	27,236
同比增长 (+/-%)	17.70	18.44	14.58	16.12
每股收益 (元)	2.66	3.07	3.52	4.09
PE	14.58	12.3	10.8	9.3
PB	3.43	2.79	2.39	2.00

数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

### (3) 青岛海尔 (600690) —— 高端化矢志不渝，国际化一以贯之

公司在经营管理上具有相当程度的创新特色，能够将产品与管理高度融合：在国内市场方面，公司深化以零售为核心的运营体系建设，做到了优势品类的份额提升与高端化并重。公司的主要投资逻辑：1) 前三季度逆市增长，份额持续提升。前三季度营业收入同比增长 12.8%，归母净利润同比增长 9.4%。全线产品市场份额持续提升，冰箱、洗衣机、空调、热水器、烟机、灶具零售额份额较去年同期分别提升 4.03、3.87、0.49、1.27、0.67、1.07 个百分点；冰箱、洗衣机保持行业第一并持续扩大领先优势，零售额份额分别达到 35.17% 和 33.33%。同时产品高端化初见成效，高端品牌卡萨帝前三季度收入增长 49%，高端市场巩固绝对优势，万元以上冰箱份额达到 36%；万元以上滚筒洗衣机份额达到 77%；16000 元以上空调



市场份额达到 42.7%。2) 持续布局制造、营销、研发的“三位一体”本土化体系、提升全球市场竞争力、实现高端转型。18 年前 3 季度，公司北美市场实现美元收入增长 11.83%，南亚市场收入增长 24%，欧洲市场收入增长 21%、南美市场收入增长 55%、日本市场收入增长 10%；3) 致力于打造物联网时代的智慧家庭社群共创生态平台。夯实 4+7+N 智慧家庭解决方案体验，迭代融合的线上线下交付体系，打造全球化的互联互通平台，持续升级 AI 人工智能场景应用。持续推进 COSMOplat 工业互联网平台建设，将用户全流程参与的大规模定制模式落地。

我们看好海尔在冰洗领域的传统优势得到巩固，且在内部管理架构及生产体系方面的革命性创新，以卡萨帝为代表的高端化进程相当程度提升了公司的盈利空间，我们预计公司 19-20 年的 EPS 可以达到 1.35 元及 1.51 元，PE 对应当前的股价分别为 10.2X 及 9.2X，给予“推荐”评级。

**图表 27：青岛海尔盈利预测表**

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	159,254	179,098	203,007	224,323
同比增长(+/-%)	33.68	12.46	13.35	10.50
归母净利润（百万元）	6,926	7,636	8,618	9,605
同比增长(+/-%)	37.37	10.25	12.87	11.45
每股收益（元）	1.14	1.20	1.35	1.51
PE	12.74	11.6	10.2	9.2
PB	2.78	2.49	2.17	1.92

数据来源：WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

### 三、地产在政策压制下负重前行，厨电估值修复可期

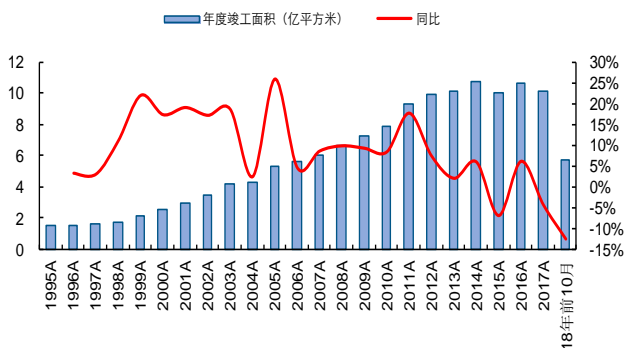
#### 1. 地产销售和竣工面积连续两年下滑，政策托底预期渐强

毫无疑问，地产行业增速变动是厨电投资者最为看重的一个扰动性因素。厨电产品具有非常强的“后地产”属性，即在消费品购置时间和数量相关度方面具有高度的联系。从购置时间来看，基本上厨电产品要先于冰洗空等白电产品，大致上厨电及白电较地产销售的滞后周期分别约为 3-4 个季度及 6-7 个季度，主要原因是厨电购置时机往往是在收楼装修前就要量尺寸定制，而冰洗空产品往往要等到业主入住前购置即可，且有部分住宅是开发商精装修交付，整体上也前置了厨电的购置周期；在相关度数量上看，厨电受地产因素影响更大，行业的普遍看法是，地产拉动冰洗空内

销出货比例在 30%-40%之间，而厨电内销出货比例分别可以达到 50%-70%，这也从侧面反映了 18 年以来，厨电公司的跌幅远远大于白电巨头的背后因素之一，主要是市场上对于地产受政策压制的预期较为强烈。

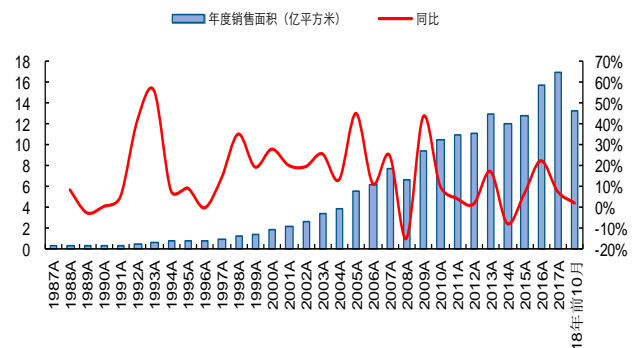
过去 16-17 两年，国内地产受限购政策和融资难的压制较为明显，18 年前 10 月，国内地产竣工面积 5.74 亿平米，同比下滑 12.53%；同期地产销售面积 13.31 亿平米，同比增长 2.2%。连续在“史上最严”调控政策下，全国整体的商品房竣工和销售自高点回落已两年有余。由于销售回款在房企开发资金来源中几乎占据半壁江山，因此销售下滑使得房企资金压力与日俱增。但是值得注意的是，从政策层面来看，在过去几轮房地产调控过程中，每当房价过快上涨时，政府通常采用限贷限购等一系列强有力的手段抑制需求快速扩张，其结果是销售下滑的同时伴随着库存回升。但与过去显著不同的是，本轮调控中政府在限购限贷从严调控的同时，还叠加了棚改货币化安置等去库存的刺激措施。在该政策组合下，购房需求受到抑制从而商品房销售如期回落，但去库存政策刺激却使得需求仍相对大于供给，最终造成了销售下滑而库存去化的“异常”现象。

图表 28：地产竣工面积连续两年下滑



数据来源：WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

图表 29：地产销售面积连续两年下滑



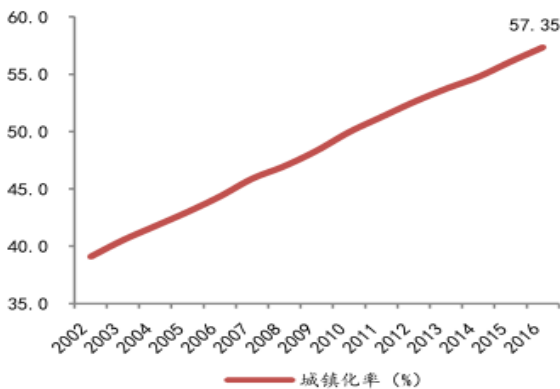
数据来源：WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

展望 19 年，尽管目前限贷限购等调控手段并无明显放松迹象，但近期政治局会议已不再提及房地产调控字眼。考虑到年初以来银行间市场利率持续下行，近期央行正式推出全面降准措施，可以预见，房贷相关利率也将筑顶下行。根据房贷利率领先商品房销售的历史规律，预计明年年中前后销售有望触底反弹，并带动建安投资企稳或小幅回升。预计明年房地产投资增速将下行至 5%-7% 的区间附近。随着近期各地政策微调逐渐范围扩展，地产投资仍有较强的托底预期。

## 2. 城镇化催化因素并未改变，家庭小型化趋势不容忽视

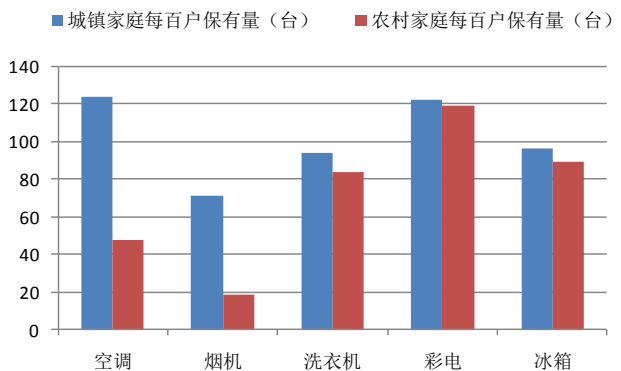
中国家电产业在过去 20 年的高速发展，其背后的原因主要在于产业链上的全球化制造成本优势以及国内市场崛起两大方面。前者与其他制造行业的共同性因素较多，比如中国劳动力丰富、基础设施完备、工业品类齐全、制造效率更高等等；而国内市场崛起则主要是伴随着工业化过程中的城镇化进程。2016 年，中国城镇化率已经达到了 57.35%。从农村和城镇家电保有量的差距来看，传统的彩电、洗衣机冰箱等产品的城乡保有量差距已经非常小，随着城镇化的继续纵深推进，城乡保有量目前差距较大的空调和烟机为代表的厨电则还有较大空间。

图表 30：中国城镇化进程尚有较大提升空间



数据来源：WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

图表 31：空调及烟机厨电产品市场潜力较大



数据来源：WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

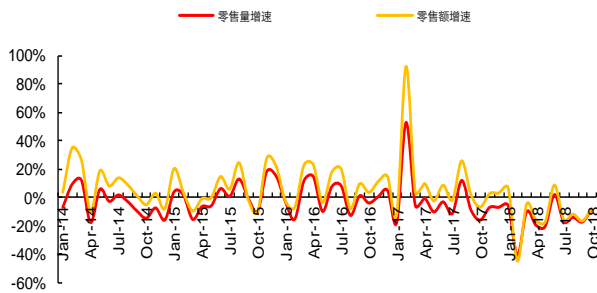
城镇化实际上是中国社会现代化的一部分，在这个意义上，社会学层面也会发生一些比较显著的变化，一个不容忽视的扰动变量即是家庭结构的小型化，今日的中国社会已经很难看到四世同堂的家庭，父母与成家子女分居、单身独居的情况越来越普遍，一个可以观察到的事实就是中国社会的离婚率在快速提高。统计资料显示，1978 年，全国有 28.5 万对夫妻离婚；1990 年，这一数字是 80 万，到了 2015 年，共有 384.14 万对夫妻选择离婚，38 年里增加了 1247.86%。目前，仅 2017 年第 1 季度就已经有 95.82 万对夫妻离婚。离婚率提高背后是中国女性经济独立、社会个体意识更加强烈以及寻偶机会更加丰富等原因，但是在客观上导致的一个结果就是加快了家庭结构的小型化裂变。根据最新的统计资料，我国家庭人口继续缩小，从 2000 年的每户 3.46 人缩小到 2016 年每户 3.11 人，该数据递减的规律十分明显。

但是中国还并不是家庭小型化的代表国，美国是家庭小型化的国际代表，据统计，美国家庭从战后的 5.6 人降低到 2006 年的 2.4 人，其中未婚家庭占家庭比例增长为 52%，首次超过已婚家庭。家庭户的小型化是一个非常清晰的指标，平均家庭规模下降，导致家庭户数总数反而持续增长。人口学家预测中国 2050 年家庭户数比 2010 年的家庭户数要增长约 37.5%。这样的家庭结构变化，客观上对于以房产、家电等为家庭为单位的消费品种构成了一个重要的支撑，因为人均居住面积的扩张与家庭小型化齐头并进，这或许在一定程度上可以解释中国房屋建成销售面积增速与中国总人口增速放缓的矛盾差。

### 3. 厨电天花板远未到来，估值修复将可能是 19 年的重大主题

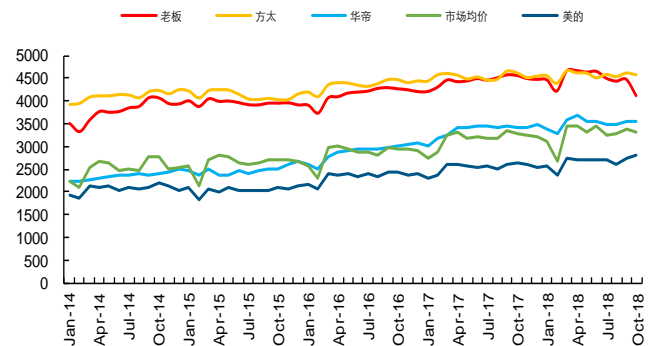
18 年厨电行业的增速确实出现了一定程度的下滑。从中怡康观测的终端数据看，烟机和燃气灶无论是零售量还是零售额均出现较大幅度的下滑，但是行业产品升级带动的单价提升进程并未受到太大影响，尤其是华帝持续的产品提价进程并未中断，在主要品牌中追赶前两强的趋势依旧。

图表 32: 18 年烟机零售量和零售额同比均下滑明显



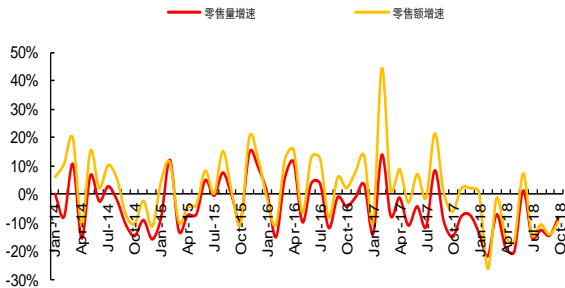
数据来源：中怡康、华融证券市场研究部整理

图表 33: 烟机零售价格走高趋势依旧



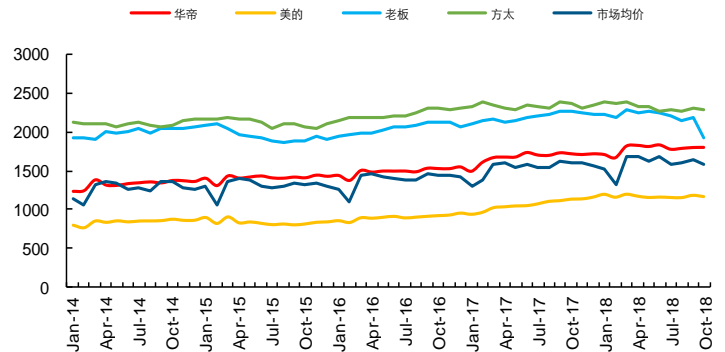
数据来源：中怡康、华融证券市场研究部整理

图表 34: 18 年燃气灶零售量和零售额同比均下滑明显



数据来源: 中怡康、华融证券市场研究部整理

图表 35: 燃气灶零售价格走高趋势依旧



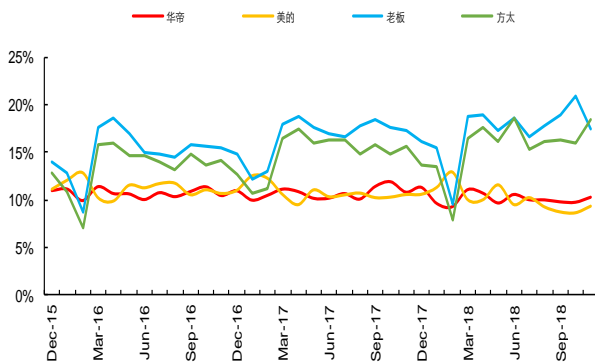
数据来源: 中怡康、华融证券市场研究部整理

厨电行业投资逻辑比较清晰,短期主要是看跟地产投资相关的装修拉动(存在时间滞后效应),前已述及;而从长期维度来看,主要是城镇化进程叠加行业“大行业、小公司”竞争格局下集中度的提升。从家庭保有量即消费潜力的角度看,市场普遍认为我国城镇市场厨电产品普及已基本完成,而事实上截止 2016 年底,我国城镇家庭每百户油烟机拥有量也仅为 71.5 台,而农村每百户家庭仅有 18.4 台,较饱和状态下的一户一台仍有较大差距(低于冰洗产品的户均保有量);从中国家庭消费习惯来看,在国内大家电购买顺序中,油烟机灶具排序靠后,因此其普及时间相对较短;另一方面与城镇市场住房环境有关,目前我国城镇之中仍普遍存在较多老式住房,该住房房屋结构下原先主要采用排气扇作为排油烟方式;此外,在保有量仍待提升背景下,厨电产品更新需求也非常可观,2006 年我国抽油烟机销量首次超过千万台,考虑到其 10 余年左右产品安全使用周期,目前该批产品已逐步迈入大规模更新换代期。从实际情况来看,中国家庭住房更新频率近年明显加快,带动该产品的更新周期事实上低于产品的正常使用寿命;综合来看,更新需求与普及需求共存有望确保城镇厨电市场稳健增长(目前国内厨电每年销量仅为冰洗大家电一半左右)。而农村市场更是有望成为厨电行业新的成长蓝海,未来随着城镇化的纵深推进以及家庭进一步小型化,我们认为厨电行业依旧是家电中成长最为确定的细分行业。

从竞争格局来看,目前国内厨电行业依旧较为分散。据中怡康终端监测数据,18 年 10 月国内油烟机行业龙头老板、方太、美的及华帝零售销量市场份额分别为 22.73%、17.28%、9.02%及 8.09%;而同期燃气灶的零售销售市场份额集中度更低,老板、方太、美的及华帝的市场份额分别为 17.73%、15.77%、10.15%及 10.04%。与其他家电品类横向比较看,油烟机行业 CR3 为 46.04%,燃气灶集中度为 43.65%,集中度仍低于其他大家电普遍 50%以上的水平;也

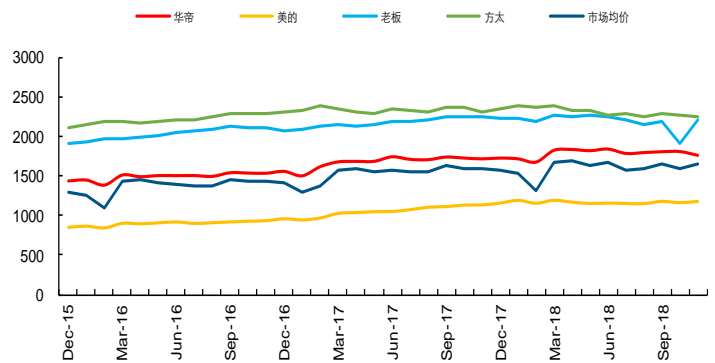
正是因为龙头企业集中度基数较低，而同时伴随着国内不同市场的快速消费升级，也才是以老板、方太等龙头企业快速稳健成长提供了良好的竞争环境和市场空间，未来行业内上市公司仍将继续依托市占率持续提升实现超越行业周期的快速增长。

图表 36: 烟机零售额市场占比格局仍有集中空间



数据来源: 中怡康、华融证券市场研究部整理

图表 37: 燃气灶零售价走高趋势未变



数据来源: 中怡康、华融证券市场研究部整理

18 年厨电行业在龙头业绩增速低于预期及地产政策的压制下大幅下挫。展望 19 年，我们认为市场或许正在发生积极的改变，厨电行业的增速放缓已经被市场充分预知并吸收，最悲观恐慌的时期已经过去。伴随着中国整体经济增速的放缓，我们的判断是与宏观经济增速放缓共振，各行业的业绩增速难言乐观，以往动辄 30% 以上增速的行业和公司将显著减少，投资者对于上市公司的业绩判断也将趋于理性，预期也将不断下调，市场更看重标的所在行业的空间和公司的竞争格局。由此，18 年估值大幅下挫、同时基本面依然优质的公司将迎来一个估值修复的机会，即市场的推动力估值因素或大于业绩增速因素。我们建议投资者重点关注基本面依旧坚实却遭估值大幅下挫的厨电优质公司。

### (1) 华帝股份 (002035) —— 高端化进击，紧追一线

自 15 年公司股权及管理层变更以来，新的管理领导团队重新聚焦高端化发展战略，内部经营稳步改善，业绩表现持续超出市场预期。主要投资逻辑 1) 2015 年以来公司产品中的客单价提升幅度较高，而净利率截止 18 年三季度仅有 9.74%，仍显著低于一线友商，后续提价空间仍然较大。2) 公司线上线下业务布局更趋合理，尤其是线上线下价格差较小，较好的维护了实体店经销商的利益，并带动实体店加大投入力度，以旗舰店为核心构筑商圈概念，提升产品辐射力及品牌影响力。3) 公司现金财务指标健康，18 年 3 季度经营性现金流净额为 1.5 亿元，同比增长 166.3%；华帝应收账款较 6 月底减少 1.3 亿元；

9 月底公司预收账款为 1.4 亿元，较二季度末增长 19.0%，说明尽管存在市场下行因素，经销商提货打款仍较为积极。4) 公司在品牌形象塑造上更趋近年轻人消费理念，18 年通过俄罗斯世界杯赞助活动极大提升了公司品牌的影响力。我们预计公司 19-20 年的 EPS 分别为 1.02 元及 1.26 元，PE 对应当前的股价分别为 8.9X 及 7.2X，给予“推荐”评级。

**图表 38: 华帝股份盈利预测表**

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	5,731	6,583	7,560	8,728
同比增长 (+/-%)	30.39	14.87	14.85	15.45
归母净利润 (百万元)	510	695	899	1,113
同比增长 (+/-%)	55.60	36.32	29.37	23.85
每股收益 (元)	0.88	0.79	1.02	1.26
PE	15.74	11.5	8.9	7.2
PB	3.67	2.34	1.65	1.26

数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

## (2) 浙江美大 (002677) ——集成灶的创造者和领跑者

浙江美大是集成灶行业的创造者与领导者，产品销量历年来位居全国首位，龙头地位稳固。主要投资逻辑：1) 集成灶产品本质是烟机和燃气灶的功能性优化合体设计，相对传统分体式产品具有节省空间及吸附力强的优势，作为对传统分体式烟机和燃气灶产品的创新品种近年来推广势头迅猛，但是目前整体渗透率仍不足 10%，行业市场空间非常广阔。2) 集成灶行业的竞争格局较为清晰，公司作为该产品的创制者享有先发品牌优势，市占率达到 30% 以上，且不断通过加大市场营销强化品牌效应，在集成灶单一品牌上市场认可度最高。3) 渠道不断优化，线上线下齐发力。公司在传统经销商模式的基础上建立了自有官方网上商城，并在天猫、京东等一线电商平台开设了旗舰店，电商渠道收入实现快速增长。同时，美大积极开拓工程渠道。随着新房全装修、精装修的比例不断提升，工程渠道的拓展将为公司产品销量打开新的增长空间。我们预计公司 19-20 年的 EPS 分别为 0.86 元及 1.12 元，PE 对应当前的股价分别为 11.6X 及 8.9X，给予“推荐”评级。

图表 39: 浙江美大盈利预测表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	1,026	1,422	1,938	2,489
同比增长 (+/-%)	54.18	38.56	36.25	28.45
归母净利润 (百万元)	305	419	555	723
同比增长 (+/-%)	50.60	37.26	32.47	30.23
每股收益 (元)	0.48	0.65	0.86	1.12
PE	21.06	15.3	11.6	8.9
PB	4.91	3.08	2.08	1.45

数据来源: WIND 资讯、华融证券市场研究部整理

#### 四、风险提示

- 1、终端零售市场需求大幅下挫;
- 2、上游铜铝、钢材、塑料等原材料继续价格上涨;
- 3、房地产市场投资和销售继续下滑;
- 4、宏观经济大幅放缓。



## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

表明,在此声明,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,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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告,但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播,不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用,不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠,但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务,敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址:北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 15 层(100020)

传真: 010-85556304

网址: [www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)