

家用电器行业

政策刺激促进产品升级与更新，龙头最为受益

● 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今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（2019.01.28—2019.02.01）

沪深 300 指数上涨 2.0%。上周家电板块表现较好，申万家电指数上涨 3.1%，跑赢市场 1.1 个百分点，其中白电指数上涨 3.5%，视听器材指数下跌 0.6%。

● 上周行业要闻

行业动态

➢ 春节期间家电热销：高端智能型家电最受青睐

从国美大数据反馈的信息来看，春节期间，高端、智能家电更加受到消费者的青睐，传统大家电同比销量提升明显。

➢ 春节农村市场高端家电走俏，空调与洗衣机热卖

根据天极网记者调查，春节期间，60%的农民在家电专卖店中购买大家电产品时更愿意入手品牌家电，洗衣机和空调的销量强于其它产品。

➢ 十部委发文促消费，家电补贴政策定位高品质消费“增量”

1月29日，发改委、工信部等十部门联合印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，支持绿色智能家电销售，积极推行绿色智能家电高端品质认证，支持以旧换新等。

➢ 2019年中国住宅供给总量有望迎来拐点，下游家居家电市场可期

据国家统计局数据，2018年国内房地产销售达14.79亿平方米，增幅2.17%。2019年住宅供给总量有望迎来拐点，缓解下游市场的经营压力。

● 行业月度数据回顾（2018年12月）

➢ 产业在线冰箱数据回顾：内销增速由正转负，外销增速表现优异；美的内外销表现均优于行业整体

➢ 产业在线洗衣机数据回顾：内外销增速均有所提高；美的系内外销均有出色表现

● 上周重点报告回顾

➢ 新宝股份 2018 业绩预告点评：Q4 收入增长环比加快，盈利能力同比大幅提升

➢ 家用电器行业：政策落地进行时，促进产品升级和更新换代

➢ 欧普照明 2018 业绩预告点评：收入保持稳定增长，利润略低于预期

➢ 12 月家用电器行业数据点评：社零超预期，出货平稳，零售赢弱

➢ 2018 年家电行业大数据专题：外部环境承压之下量价表现依旧稳健

● 汇率跟踪：最新数据显示，人民币兑美元汇率大幅升值。

● 原材料价格：最新数据显示，铝、铜、冷轧板卷、原油价格均上升。

● 面板价格：截止 2019 年 1 月，面板价格继续下降。

● 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

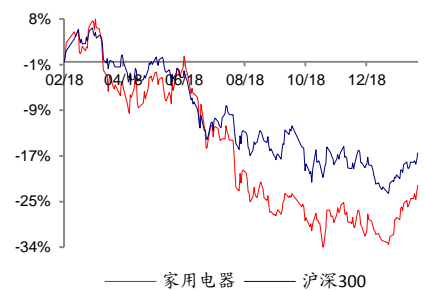
前次评级

持有

报告日期

2019-02-10

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：

家用电器行业:2018 年家电行业 2019-02-01

业大数据专题：外部环境承压

之下量价表现依旧稳健

联系人：

黄涛 021-6075-0604

szhuangtao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/02/01	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
青岛海尔	600690.SH	买入	人民币	16.19	-	1.19	1.31	13.56	12.38	14.05	12.47	19.11	17.29
美的集团	000333.SZ	买入	人民币	44.26	46.24	3.11	3.39	14.25	13.07	11.68	10.14	24.23	23.53
格力电器	000651.SZ	买入	人民币	41.96	45.80	4.41	4.67	9.51	8.98	4.71	4.08	32.63	28.40
苏泊尔	002032.SZ	买入	人民币	52.75	-	1.96	2.30	26.88	22.91	23.44	19.80	26.55	26.64
九阳股份	002242.SZ	买入	人民币	16.84	19.55	0.96	1.04	17.54	16.24	20.14	16.34	19.93	20.93
飞科电器	603868.SH	买入	人民币	37.48	-	2.04	2.28	18.34	16.44	14.64	13.29	34.20	35.31
新宝股份	002705.SZ	增持	人民币	10.05	10.54	0.62	0.73	15.93	13.60	6.71	5.50	12.80	14.05

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

投资建议	5
一周行情回顾 (2019.01.28-2019.02.01)	6
行业回顾	6
行业要闻回顾	6
产业在线冰箱数据回顾 (2018 年 12 月)	10
产业在线洗衣机数据回顾 (2018 年 12 月)	12
原材料价格变动跟踪	14
汇率跟踪	15
重点报告回顾	15
新宝股份 2018 业绩预告点评: Q4 收入增长环比加快, 盈利能力同比大幅提升 (2019-01-27)	15
家用电器行业: 政策落地进行时, 促进产品升级和更新换代 (2019-01-29)	16
欧普照明 2018 业绩预告点评: 收入保持稳定增长, 利润略低于预期 (2019-01-30)	17
家用电器行业: 12 月行业数据点评: 社零超预期, 出货平稳, 零售羸弱 (2019-01-30)	18
家用电器行业: 2018 年家电行业大数据专题: 外部环境承压之下量价表现依旧稳健 (2019-02-01)	19
风险提示	20

图表索引

图 1: 家电板块表现较好	6
图 2: 冰箱月度内销及增速 (万台, %)	11
图 3: 冰箱月度外销及增速 (万台, %)	11
图 4: 冰箱月度销量及增速 (万台, %)	12
图 5: 洗衣机月度内销及增速 (万台, %)	13
图 6: 洗衣机月度外销及增速 (万台, %)	13
图 7: 洗衣机月度总销量及增速 (万台, %)	13
图 8: 白电主要原材料价格一览: 上周铝、铜、冷轧板卷、原油价格均上升	14
图 9: 面板价格: 截止 2019 年 1 月, 面板价格继续下降	14
图 10: 汇率跟踪: 上周人民币兑美元汇率大幅升值	15

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元)	5
表 2: 家电指数跑赢市场 1.1 个百分点 (2019.01.28-2019.02.01)	6
表 3: 冰箱 2018 年 12 月的总产销情况及增速 (万台, %)	10
表 4: 冰箱各品牌 2018 年 12 月内销情况及增速 (万台, %)	11
表 5: 冰箱各品牌 2018 年 12 月外销情况及增速 (万台, %)	11
表 6: 洗衣机 2018 年 12 月的产销情况及增速 (万台, %)	12
表 7: 洗衣机各品牌 2018 年 12 月内销情况及增速 (万台, %)	13
表 8: 洗衣机各品牌 2018 年 12 月外销情况及增速 (万台, %)	13

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今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**。

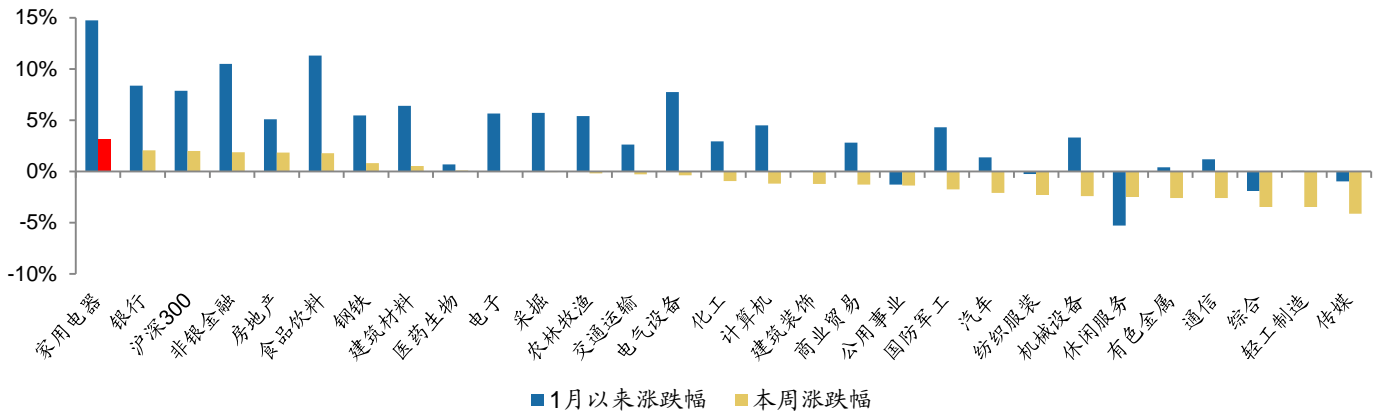
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元)

公司代码	公司简称	评级	股价 2019/02/01	EPS			净利润增速			PE	
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	18E	19E
600690	青岛海尔	买入	16.19	1.09	1.19	1.31	38%	10%	9%	13.6	12.4
000333	美的集团	买入	44.26	2.63	3.11	3.39	18%	18%	9%	14.3	13.1
000651	格力电器	买入	41.96	3.72	4.41	4.67	45%	19%	6%	9.5	9.0
002032	苏泊尔	买入	52.75	1.59	1.96	2.30	21%	23%	17%	26.9	22.9
002242	九阳股份	买入	16.84	0.90	0.96	1.04	-1%	7%	8%	17.5	16.2
603868	飞科电器	买入	37.48	1.92	2.04	2.28	36%	7%	12%	18.3	16.4
002705	新宝股份	增持	10.05	0.50	0.62	0.73	-5%	24%	17%	15.9	13.6
002677	浙江美大	增持	11.50	0.47	0.62	0.78	51%	32%	25%	18.5	14.8
603579	荣泰健康	增持	27.91	1.54	1.87	2.27	5%	21%	21%	14.9	12.3
603355	莱克电气	增持	21.73	0.91	1.19	1.35	-27%	30%	14%	18.3	16.1
002508	老板电器	增持	25.21	1.54	1.67	1.84	21%	9%	10%	15.1	13.7
600060	海信电器	增持	8.39	0.72	0.90	1.09	-46%	26%	21%	9.3	7.7
002615	哈尔斯	增持	5.22	0.27	0.31	0.38	-8%	17%	22%	16.7	13.7
002050	三花智控	买入	13.53	0.58	0.64	0.72	25%	9%	13%	21.3	18.9
000418	小天鹅 A	买入	51.02	2.38	2.84	3.32	28%	19%	17%	18.0	15.4
000921	海信家电	增持	8.99	1.47	0.93	1.08	84%	-36%	16%	9.6	8.3
002429	兆驰股份	增持	2.00	0.13	0.17	0.21	61%	27%	27%	11.9	9.3
603515	欧普照明	增持	27.75	1.18	1.19	1.42	34%	33%	19%	23.2	19.5
002035	华帝股份	增持	9.99	0.58	0.79	0.95	56%	37%	21%	12.6	10.5
002403	爱仕达	增持	7.99	0.49	0.58	0.67	26%	18%	15%	13.7	12.0
603486	科沃斯	增持	50.49	0.94	1.24	1.47	636%	32%	19%	40.9	34.3
000100	TCL 集团	增持	2.84	0.20	0.26	0.28	66%	31%	9%	11.0	10.1

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

一周行情回顾（2019.01.28-2019.02.01）

图 1：家电板块表现较好



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：家电指数跑赢市场 1.1 个百分点（2019.01.28-2019.02.01）

	一周涨跌幅	一周跑赢市场 (百分点)	1月以来涨跌幅
沪深 300	2.0%		7.9%
家用电器	3.1%	1.1	14.8%
视听器材 (申万)	-0.6%	-2.6	7.7%
白色家电 (申万)	3.5%	1.6	15.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

行业回顾

行业要闻回顾

行业动态

春节期间家电热销：高端智能型家电最受青睐

春节期间除了走亲访友，“买买买”也是重要的休闲方式。在用 42 亿元创造家电行业单日销售纪录后，国美继续以低价不打烊，以旧换新补贴迎战春节长假。从国美大数据反馈的信息来看，高端、智能家电更加受到消费者的青睐。

如今的消费者更趋向于品牌化、大容量、高端化的冰箱，同时对冷风无霜冰箱的需求有所提升。春节期间，中高端产品占冰箱品类整体份额的 63% 以上；多门、对开、三门高端产品同样增量明显，卡萨帝、三星、西门子等品牌占据了高端产品 90% 以上的销售份额。而随着消费者对健康生活需求的向往，健康型的风冷无霜冰箱已成为消费者的首选，春节冰箱品类销售排名前 20 的型号全部为风冷无霜产品。

波轮全自动洗衣机、滚筒全自动洗衣机仍然是消费者心中的购买首选，占据了

整个洗衣机品类 **72%销售份额**。此外，随着智能家电、变频节能、健康环保等概念的普及，国美为消费者量身定制的多元化洗衣机产品，也逐渐被认可。**彩电方面，55寸及以上大屏电视及智能、曲面/OLED电视增幅最大，同比提升226%以上。**

除了传统大家电，数码3C品类中，手机、相机、笔记本、平板电脑各有突破。春节期间，华为手机在国庆期间实现了销售同比提升超过500%的惊人成绩，带动了国产智能手机的市场份额，而苹果手机降价政策的推动下，苹果手机的整体销售量也突破了10万台。（新闻来源：新浪新闻）

➤ 春节农村市场高端家电走俏，空调与洗衣机热卖

每到春节，农村家电市场都会比以往更热闹。由于外出打工的农民返回家乡，很多消费者会在此期间入手大家电为家人减轻家务活。据调查，春节期间，**60%的农民在家电专卖店中购买大家电产品时更愿意入手品牌家电。其中，洗衣机和空调的销量要强于其它产品。**

对此，相关业内人士分析表示，相较于一二线城市大家电趋于饱和状态，农村家电市场消费者对大家电的刚需更明显，洗衣机等产品可以帮助用户解决实际问题，它们走俏也是理所当然。春节期间家电产品在均价上有所提升，家电走向更加节能、科技和智能化的产品销售方向，对于整个农村家电市场来说是一种良性表现。

“节前专卖店家电销售有一个明显的特点，那就是中、高端家电大热卖，特别是一些品牌洗衣机都卖断货了，我们还给用户进行了产品预定，年后货送到专卖店，就给用户拉倒家里去安装。在购买家电的人群中，又是以返乡农民为主，尤其是计划在年后结婚的村里人，全都在节前购买大宗家电。”南方某专卖店销售人员说道。

对于接下来的农村家电市场，相关业内人士分析表示，虽然大环境还是不乐观，但由于中国家电市场开始进入更新换代的一年，再加上新一轮家电下乡政策即将开展，新老消费者更替后，农村消费者更青睐中、高端机型。未来几年，农村家电市场可能不会有很大提升，但应该可以保持稳中有升的局面。（新闻来源：中国家电网）

➤ 十部委发文促消费，家电补贴政策定位高品质消费“增量”

1月29日，国家发改委、工信部、民政部、财政部、住建部、交通运输部、农业农村部、商务部、卫生健康委、市场监管总局等有关部门共同印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》（以下简称《实施方案》）。

《实施方案》指出，要多措并举促进汽车消费，补足城镇消费供给短板，促进农村消费提质升级，加强引导支持带动新品消费，扩大优质产品和服务供给，完善政策体系进一步优化消费市场环境。

四项措施促进家电消费优化升级

《实施方案》共涉及六大项24条举措，其中涉及家电方面的政策共有4条：

第四项第（十四）条指出，支持绿色、智能家电销售。有条件的地方可对产业链条长、带动系数大、节能减排协同效应明显的新型绿色、智能化家电产品销售，给予消费者适当补贴。

第四项第（十五）条指出，促进家电产品更新换代。有条件的地方可对消费者交售旧家电（冰箱、洗衣机、空调、电视机、抽油烟机、热水器、灶具、计算机）

并购买新家电产品给予适当补贴，推动高质量新产品销售。

第五项第（十九）条指出，加快推进超高清视频产品消费。加大对中央和地方电视台 4K 超高清电视频道开播支持力度，丰富超高清视频内容供给。支持广电网络和电信网络升级改造，提升超高清视频传输保障能力。有条件的地方可对超高清电视、机顶盒、虚拟现实、增强现实设备等产品推广应用予以补贴，扩大超高清视频终端消费。

第六项第（二十二）条指出，加强质量认证体系建设。充分发挥质量认证保障安全底线，对涉及人身健康、安全环保的产品实行强制性认证，将防爆电器、家用燃气具、500 升以上大冰箱等 3 类产品列入强制性产品认证目录范围，推进落实强制性产品认证改革方案，促进认证制度简捷便利。鼓励企业开展自愿认证，健全认证采信机制。

家电补贴政策定位高品质消费“增量”

1 月 29 日，国家发改委综合司巡视员刘宇南在专题新闻发布会上指出，十部门联合出台的《实施方案》，既是贯彻落实中央经济工作会议精神的一个具体体现，也是适应新形势需要，促进消费平稳增长所采取的一个具体行动。

刘宇南就《实施方案》六大项共 24 条具体举措对于促消费怎么干进行了解读：一是要以稳汽车消费来托住商品消费“大头”，更好地满足居民出行需要；二是以稳城镇的消费来稳住区域消费的“面”；三是以农村消费升级疏通城乡消费联动增长的“链条”；四是以新品消费打造高品质消费的“增量”；五是以优质产品和服务供给优化现有消费的“存量”；六是当前保持消费平稳增长要多方协同发力，完善政策体系，加大政策协调配合和落实力度，优化消费市场环境。

刘宇南解释称，新品消费打造高品质消费的“增量”，重点考虑是，支持绿色智能家电销售，积极推行绿色智能家电高端品质认证，支持有条件的地方对消费者交售旧家电并购买新家电产品，给予适当补贴。积极开展消费扶贫带动贫困地区产品销售，鼓励民营企业采取“以购代捐”、“以买代帮”等方式采购贫困地区的产品和服务。

2018 年家电消费占限额以上社会消费品零售总额的比重位列第五位，从总量上看我国现在已经是世界上最大的家电生产和销售的大国，从结构上看我国绿色、高效、智能产品的市场占比现在还不高。以空调为例，2017 年销售的家用空调当中，智能、舒适的一级能效的变频空调比例是比较低的。

刘宇南表示，拉动家电消费是促进商品消费的一个重要抓手，《实施方案》提出的鼓励家电消费的政策措施也是要把推动家电产业的整体转型升级，同满足居民高品质家电产品的需求更好地结合起来。

此外，以旧换新补贴措施对推动家电及相关零配件行业的高质量发展，形成强大的国内市场，同时促进节能减排，推进生态文明建设，都具有重要意义。

刘宇南指出，参照国家发改委、财政部曾经实施的“节能产品惠民工程”，采用财政补贴等方式推广高效节能智能产品，对购买一级能效的变频空调、冰箱、滚筒洗衣机、平板电视等产品的消费者给予适当补贴。若该政策在全国推广，在 2019 年至 2021 年期间，预计就可以增加 1.5 亿台高效节能智能家电的销售，拉动消费约 7000 亿元，全生命周期节电大概是 800 亿千瓦时。（新闻来源：中国家电网）

➤ 2019 年中国住宅供给总量有望迎来拐点，下游家居家电市场可期

1月下旬,国家统计局公布的2018年国内房地产市场销售数据累计达到14.79亿平方米,增幅2.17%。我们认为2019年国内楼市在低位窄幅徘徊的大势不变。

近几年房地产下游家装建材、家居家电市场,因住宅供给量持续下滑、经济结构调整、居民消费需求分化、市场竞争家居,企业经营发展面临巨大挑战。

奥维云网(AVC)地产大数据研究总监黄巍认为,2019年商品住宅竣工面积可能实现10-20个点的强劲反弹,住宅供给总量受此拉动有望迎来拐点,下游市场的经营压力也将得到一定缓解。

住宅建设:拟在建住宅集中在二线城市、华东地区

根据奥维云网(AVC)300+城市住宅工程项目大数据,截止到2018年底,中国拟在建住宅(及含住宅)工程项目累计3.36万个,住宅建筑面积累计28亿平方米。去除公摊面积,并按平均住宅建筑面积100平方米/套计算,总计可供新建住宅超过1700万套。其中包括商品住宅、保障房、公寓、别墅/洋房,以及教育、医疗、工业等领域含有宿舍的工程项目,大部分项目处于主体施工阶段。

在拟在建住宅工程项目中,二线城市是建设重点,全国占比接近50%,其中华东地区二线城市的全国占比接近20%,已经超过排名第二的西南地区的整体占比。住宅建设规模较少的区域除了东北、西北以外,华南地区也因为广西、海南等地住宅建设规模相对较小,整体占比低于10%。

从拟在建住宅工程项目的完工节奏来看,有望在2019年内完工的住宅建筑面积占比52%,总计可达14.76亿平方米,提供新建住宅将超过880万套,其中商品住宅在600万套左右。这其中也包括本应在2018年完工但延期的项目。

市场猜想:2019年有望迎来拐点,住宅供给总量或超1600万套

由于开发商受资金不到位、或对市场预期不乐观等因素影响,致使项目竣工、交付延期的情况较多,正常情况下3-6个月完成交付的项目,有可能延期到6-12个月交付。因此,2019年房地产下游家装建材、家居家电市场,至少会受到2018-2019年竣工住宅项目的影响,但2019年住宅竣工面积还存在不确定性。

我们分析国家统计局数据发现:1、2018年商品住宅竣工面积达到6.6亿平方米,是2011年以来的最低值;竣工面积增长率降为-8.1%,使得2012年以来的震荡下行趋势有望转变为窄幅震荡。2、与商品住宅新开工面积增长率对比发现,其2011-2015年的变化节奏,与竣工面积增长率2014-2018年的变化节奏非常吻合。

通过分析奥维云网(AVC)300+城大数据发现,国内住宅工程项目2-3年内竣工率接近70%,2-4年内竣工率可超过85%。因此,我们认为这种变化节奏的吻合是非常合理的。进一步分析可见,2016年住宅新开工面积增长率相比2015年大涨23个点,并就此持续上扬,形成一个稳健的“W底”形态。

奥维云网(AVC)黄巍认为,2019年很可能成为一个重要的拐点,商品住宅竣工面积有望实现10个点、甚至20个点的大幅增长,达到7.2-7.9亿平方米,商品住宅供给量达到430-480万套。

在商品住宅大幅反弹带动下,房地产市场供给总量扭转2015年以来的下滑态势,实现整体上扬的可能性较大。2019年各类住宅供给合计可达1510-1665万套,相对2018年的增长率在-1.3~8.8之间。

其中,国内保障房供给呈现震荡下行的态势,棚改政策的变化对供给也存在较大不确定性,预计2019年交付量可能在590-650万套之间;商品住宅现房成交量、

二手房成交量均处于下降态势，2019年商品住宅现房成交规模预计在100~115万套，二手房成交量在预计在390~420万套。

市场机会：江苏、山东住宅供给领先全国，重庆、泰安、遵义等地空间大

2019年内有望完工的住宅项目中，江苏、山东完工住宅面积可超过1.39亿平米、1.29亿平米，分别可提供新建住宅83万套、77万套，合计占当期住宅供给量的18%；而福建、江西、湖南、云南等地则成为建设热点区域中的冷静所在，完工住宅建筑面积均低于3000万平米。

在完工住宅面积TOP200城市中，重庆大幅领先其他城市，将完工住宅建筑面积近7600万平米，北京、天津、成都则在5000-5600万平之间。而在三四线城市中，泰安、遵义、菏泽均超过1000万平，而菏泽更是接近2000万平，超过众多二线城市。（新闻来源：奥维云网）

产业在线冰箱数据回顾（2018年12月）

内销增速由正转负，外销增速表现优异。行业，产量594万台，+6%（1-12月7479万，-1%）；销量563万台，+1%（1-12月7519万，+0.2%）；内销326万台，-5%（1-12月4310万，-4%）；外销237万台，+10%（1-12月3209万，+6%）。

美的内外销表现均优于行业整体。分公司，海尔内销108万台，-3%（1-12月1358万，+3%），外销8万台，-43%（1-12月90万，-31%）；美的内销36万台，0%（1-12月559万，+0%），外销36万台，+55%（1-12月494万，+10%）；美菱内销27万台，-4%（1-12月306万，0%），外销19万台，-9%（1-12月221万，-12%）；奥马内销12万台，-23%（1-12月132万，-12%），外销45万台，+7%（1-12月643万，+12%）；海信科龙内销40万台，-7%（1-12月521万，-6%），外销32万台，+21%（1-12月413万，+9%）。

表3：冰箱2018年12月的总产销情况及增速（万台，%）

项目	当月						财年累计				
	2018年		2017年		2016年		2018年		2017年		2016年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值	
1 生产	594	6%	559	-5%	589	7479	-1%	7516	1%	7460	
2 销售	563	1%	558	-5%	587	7519	0%	7507	1%	7418	
3 出口	237	10%	216	0%	216	3209	6%	3022	12%	2687	
4 内销	326	-5%	342	-8%	371	4310	-4%	4485	-5%	4731	
5 库存	363	-10%	403	2%	394	363	-10%	403	2%	394	
6 产销率	94.7%	-5%	99.8%	0%	99.7%	100.5%	1%	99.9%	0%	99.4%	
7 内销比重	58%	-6%	61%	-3%	63%	57%	-4%	60%	-6%	64%	

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 4: 冰箱各品牌 2018 年 12 月内销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	当月						财年累计			
	2018 年		2017 年		2016 年	2018 年		2017 年		2016 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
海尔	108	-3%	111	1%	110	1358	3%	1316	-8%	1423
美的	36	0%	36	6%	34	559	0%	558	14%	489
美菱	27	-4%	28	-13%	32	306	0%	306	-3%	316
奥马	12	-23%	16	-11%	18	132	-12%	150	-11%	169
海信科龙	40	-7%	43	-4%	45	521	-6%	556	0%	558

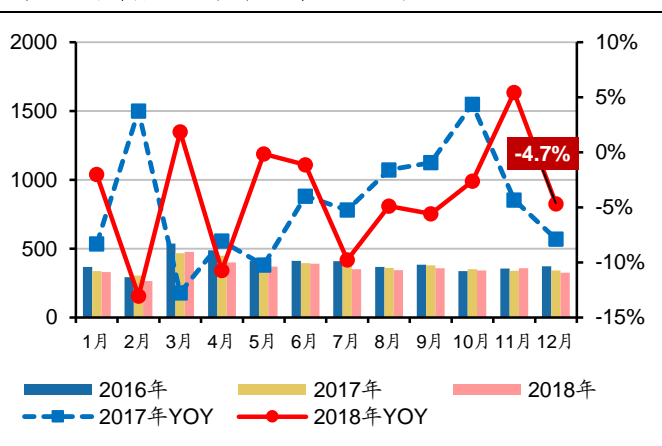
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 5: 冰箱各品牌 2018 年 12 月外销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	当月						财年累计			
	2018 年		2017 年		2016 年	2018 年		2017 年		2016 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
海尔	8	-43%	13	71%	8	90	-31%	130	45%	90
美的	36	55%	23	-34%	35	494	10%	449	11%	403
美菱	19	-9%	21	15%	18	221	-12%	250	14%	220
奥马	45	7%	42	18%	35	643	12%	574	17%	492
海信科龙	32	21%	26	-24%	35	413	9%	378	2%	370

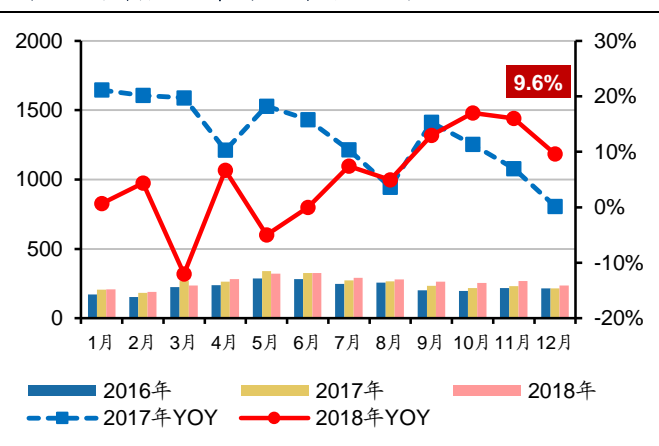
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 2: 冰箱月度内销及增速 (万台, %)



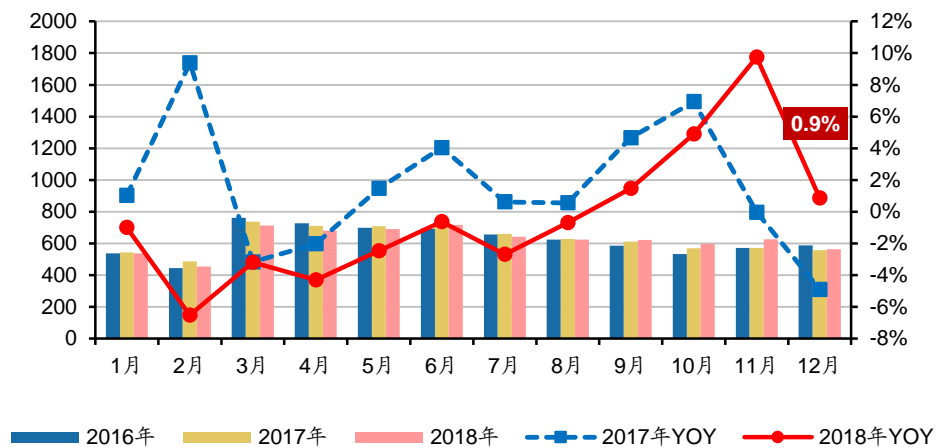
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 3: 冰箱月度外销及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 4: 冰箱月度销量及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

产业在线洗衣机数据回顾 (2018 年 12 月)

内外销增速均有所提高。行业, 产量 623 万台, +5%(1-12 月 6471 万, +2%); 销量 627 万台, +4%(1-12 月 6560 万, +2%); 内销 434 万台, +2%(1-12 月 4532 万, +3%); 外销 192 万台, +6%(1-12 月 2028 万, +2%)。

美的系内外销均有出色表现。分公司, 美的系内销 152 万台, +15%(1-12 月 1422 万, +7%), 外销 34 万台, +30%(1-12 月 357 万, +1%); 海尔内销 147 万台, +1%(1-12 月 1566 万, +6%), 外销 24 万台, -5%(1-12 月 243 万, +18%); 惠而浦系内销 24 万台, -4%(1-12 月 236 万, -14%), 外销 9 万台, +9%(1-12 月 71 万, +13%)。

表 6: 洗衣机 2018 年 12 月的产销情况及增速 (万台, %)

项目	当月						财年累计				
	2018 年		2017 年		2016 年	2018 年		2017 年		2016 年	
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值	
1 生产	623	5.4%	591	4.5%	565	6471	1.7%	6360	8.0%	5886	
2 销售	627	3.6%	605	7.8%	561	6560	2.4%	6407	7.7%	5951	
3 出口	192	6.5%	180	9.4%	165	2028	1.7%	1993	8.6%	1836	
4 内销	434	2.4%	424	7.1%	396	4532	2.7%	4414	7.3%	4115	
5 库存	211	-29.8%	301	-14.1%	350	211	-29.8%	301	-14.1%	350	
6 产销率	100.6%	-1.7%	102.4%	3.1%	99.3%	101.4%	0.6%	100.7%	-0.4%	101.1%	
7 内销比重	69.3%	-1.2%	70.2%	-0.6%	70.6%	69.1%	0.3%	68.9%	-0.4%	69.2%	

数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 7: 洗衣机各品牌 2018 年 12 月内销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	当月					财年累计				
	2018 年		2017 年		2016 年	2018 年		2017 年		2016 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
美的	152	15.2%	132	10.9%	119	1422	7.2%	1326	14.7%	1156
海尔	147	0.7%	146	8.1%	135	1566	6.1%	1476	8.8%	1357
惠而浦	24	-4.0%	25	-12.3%	29	236	-13.5%	273	2.0%	267

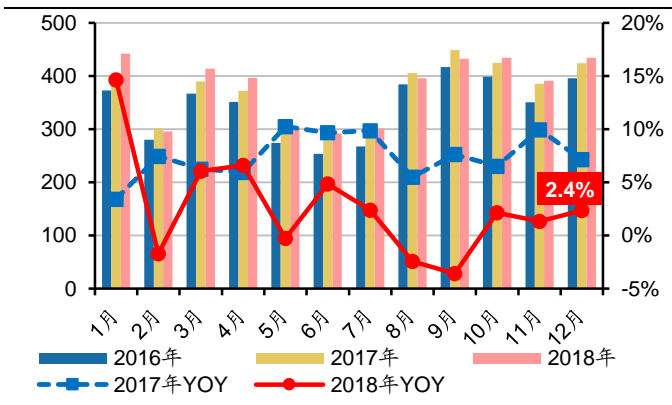
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 8: 洗衣机各品牌 2018 年 12 月外销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	当月					财年累计				
	2018 年		2017 年		2016	2018 年		2017 年		2016
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比	量值	同比	量值
美的	34	30.0%	26	-4.3%	27	357	0.7%	354	12.0%	316
海尔	24	-5.4%	25	44.4%	18	243	18.2%	205	28.4%	160
惠而浦	9	8.9%	8	100.2%	4	71	13.4%	63	9.3%	57

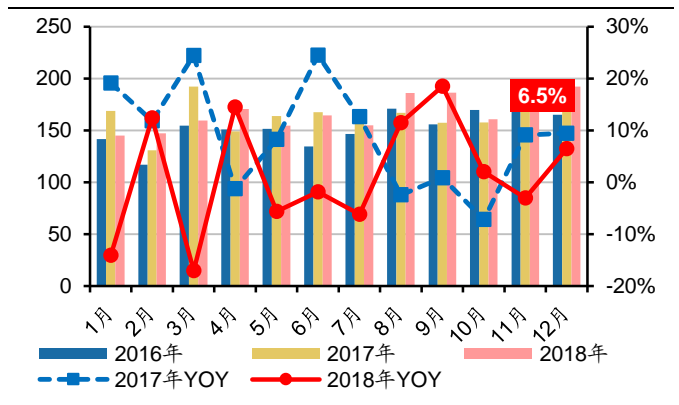
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 5: 洗衣机月度内销及增速 (万台, %)



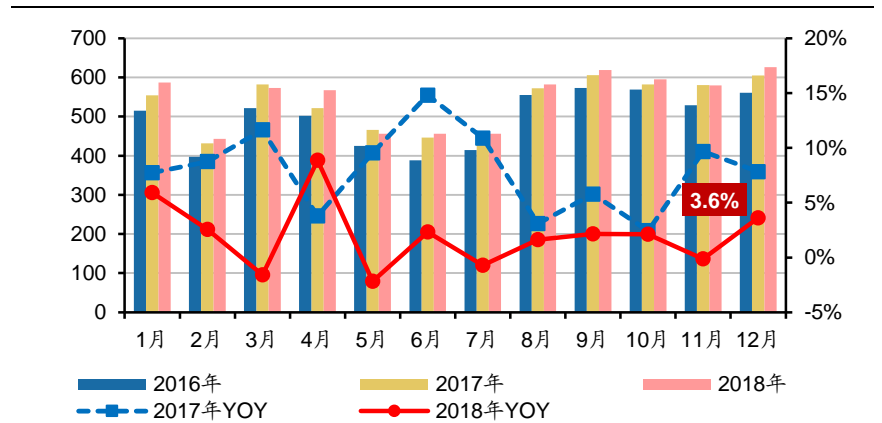
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 6: 洗衣机月度外销及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

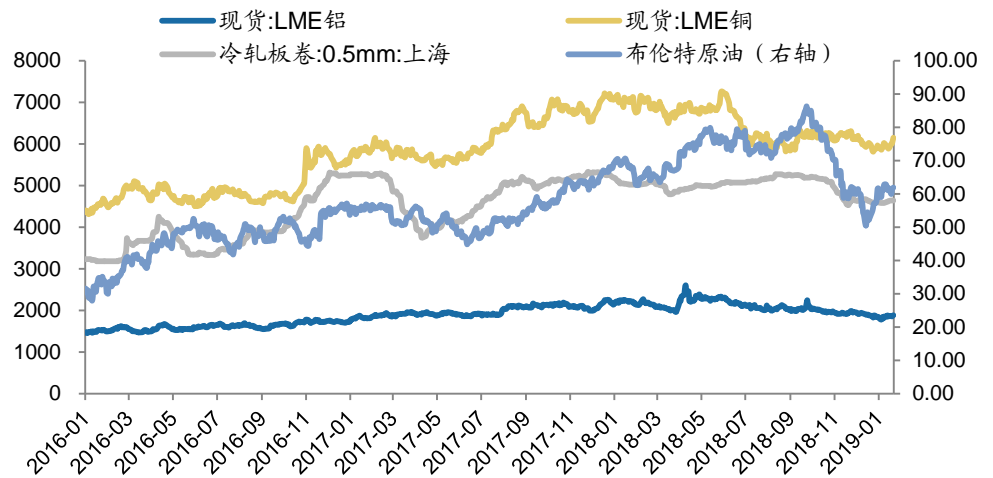
图 7: 洗衣机月度总销量及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

原材料价格变动跟踪

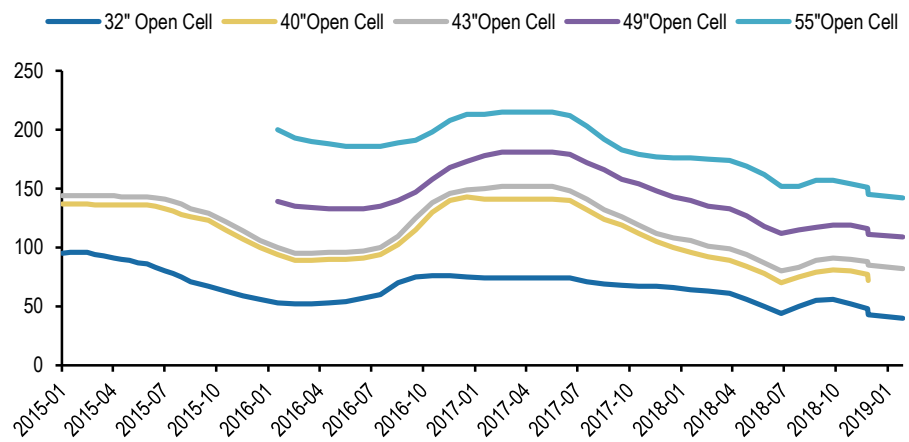
图 8：白电主要原材料价格一览：上周铝、铜、冷轧板卷、原油价格均上升



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 9：面板价格：截止 2019 年 1 月，面板价格继续下降

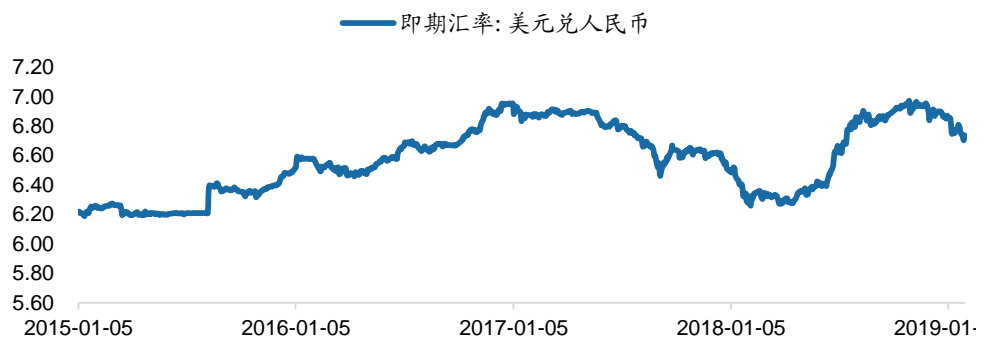


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：单位为美元/片

汇率跟踪

图 10: 汇率跟踪: 上周人民币兑美元汇率大幅升值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

重点报告回顾

新宝股份 2018 业绩预告点评: Q4 收入增长环比加快, 盈利能力同比大幅提升 (2019-01-27)

● Q4 收入增速环比加快, 盈利能力同比大幅提升

公司公告业绩快报, 2018年公司实现营业收入84.4亿元 (YoY+2.7%), 归母净利5.1亿元 (YoY+23.9%), 净利率6.0% (YoY+1.0pct)。Q4单季营业收入21.9亿元 (YoY+7%), 归母净利1.5亿元 (YoY+93%), 净利率6.8% (YoY+3.0pct)。

Q4收入环比增速改善, 主要原因: 1) 人民币兑美元处于相对低位, 外销市场环境宽松, 客户下单意愿增强; 2) 公司在2018年年初上调的产品单价在下半年有所体现。

盈利能力持续改善, 主要原因: 1) 公司通过产品技术创新及自动化建设带来效率提升, 产品盈利能力不断增强; 2) 2018年汇兑收益同比增加约1.06亿元 (2018年汇兑收益约2100万元, 2017年汇兑损失约8500万元); 同时在套期保值产品的影响下投资收益与公允价值变动收益相加仅减少约8400万。

● 看好公司作为出口龙头的长期竞争力

尽管在人民币贬值周期中, 中小型出口企业通常在抢单方面会更加激进地让渡部分利润给下游客户, 导致龙头短期市场份额方面可能会承受一定的压力, 但拉长时间维度来看, 真正决定出口企业市场格局的因素还在于公司研发、设计能力以及大规模制造下的品控能力, 牺牲利润抢占市场份额的做法终不是长久之道。因此随着时间抹平短期市场的波动, 我们依然期待西式厨房小家电外销市场集中度持续提升, 同时公司自有品牌建设能稳步推进, 在汇率、原材料价格逐步稳定的环境下实

现盈利能力改善。

● 投资建议

我们预计：外销市场需求来自于更新换代，较为稳定；内销市场，消费升级趋势持续，西式小家电逐步渗透，摩飞等保持良好增长；基于此，我们预计2018-2020年归母净利分别为5.1、5.9、6.7亿元，同比增长24%、17%、13%，最新收盘价对应2018年15.8xPE，小家电出口企业2018年平均估值约为17xPE，参考平均估值，给予公司合理价值10.54元（对应2018年17xPE），公司估值目前仍处于历史较低水平，且经营改善趋势有望持续，维持“增持”评级。（本段中PE估值指标均按照2019年1月26日收盘价计算）

● 风险提示

原材料价格上涨；人民币升值；海外需求减弱；内销市场竞争加剧；新品类拓展不利；贸易摩擦。

家用电器行业：政策落地进行时，促进产品升级和更新换代（2019-01-29）

● 刺激消费纲领性文件出台

2019年1月29日，发改委、工信部等十部委印发《进一步优化供给推动消费平稳增长，促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，提出补足城镇消费供给短板，更好满足城镇化和老龄化需求。

● 家电关键词：绿色、智能、以旧换新、超高清视频、质量认证

本次政策与家电相关的条目共有4条，涉及核心内容包括：（1）支持绿色、智能家电销售，有条件的地方可给予消费者补贴；（2）有条件的地方可对以旧换新进行补贴，产品涉及冰箱、洗衣机、空调、电视机、抽油烟机、热水器、灶具、计算机。对比以往政策的补贴品类，抽油烟机、灶具是首次进入政策补贴范围。（3）推广超高清电视，有条件的地方可补贴超高清电视、机顶盒的推广；（4）加强质量认证，包括500升以上大冰箱在内的3类产品列入强制性产品认证目录范围。我们认为政策将有力引导并促进家电市场整体消费升级。此外，在家电线上销售占比不断提升的背景下，我们认为引导电商进乡镇，着力挖掘农村网购潜力这一举措也将加速农村家电普及率的提升。

● 家电消费刺激的意义：消费基数大、节能协同效应显著

结合1月29日发改委综合司巡视员答记者问内容，我们认为政策刺激家电消费的意义主要有以下2点：（1）家电消费需求旺盛，拉动消费效应显著。空调、冰箱、洗衣机、电视四大品类2017年销售量约2.3亿台，销售额近8000亿元。发改委测算在给予四大品类适当补贴的情况下，2019-2021年预计将增加1.5亿台高效节能家电，拉动消费约7000亿元。历史上家电下乡、以旧换新、节能补贴（推广政策）三大政

策分别支出约**931亿元、300亿元、122亿元**，各自拉动消费约**7166亿元、3420亿元、2500亿元**。（2）节能协同效应显著，政策推广后节能家电全生命周期合计将节电800亿千瓦时。

● **政策执行具体措施方向：地方借鉴历史经验因地制宜出台相关政策**

十部委印出台方案仅是一个纲领性文件，具体的执行措施还需等后续细则出台。结合文件中“有条件的地方”这一提法及发改委综合司巡视员答记者问情况，我们认为最终政策将由各地方政府根据自身情况，并借鉴以往“节能产品惠民工程”等类似政策制定出台实施细则，各地的执行或存在差异。最终的补贴手段、持续时间、以及中央地方出资比例等目前仍有待最终执行细则出台。

● **投资建议**

自1月8日发改委副主任表示将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费措施到目前文件真正发布仅21天，政策落地速度小幅超市场预期。回顾历史经验，刺激政策对家电板块形成利好，基于家电行业良好的竞争格局，建议关注三大白电龙头：**美的集团、青岛海尔、格力电器**，冰箱占比高且业绩弹性大的**海信家电**。

● **风险提示**

政策实际执行不及预期；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。

欧普照明 2018 业绩预告点评：收入保持稳定增长，利润略低于预期（2019-01-30）

● **毛利率下降以及股权激励费用支出导致 Q4 归母净利同比增速放缓**

公司披露2018年业绩快报，2018年全年公司实现营业收入80亿元（YoY+15.1%），归母净利9亿元（YoY+32.5%），扣非后归母净利6亿元（YoY+3.2%），净利率11.3%（YoY+1.5pct）。Q4单季营业收入24.2亿元（YoY+13.3%），归母净利3.3亿元（YoY+25.4%），扣非后归母净利2亿元（YoY-14.8%），净利率13.8%（YoY+1.3pct）。

扣非后归母净利同比下滑，我们认为主要由于：1）毛利率延续2018年前三季度的下降趋势；2）公司2018年推行股权激励计划，费用支出增加。非经常性损益主要来自政府补贴和理财收益增加。

● **短期受地产影响，不改长期成长性**

短期来看，家居业务受房地产影响较大，导致整体收入增速放缓，但是公司已经采取相应措施：线下培育经销商从“坐商”向“行商”的能力转型，持续完善门店运营标准化，推动门店运营效率提升，未来收入增速有望恢复。

长期来看，行业增速放缓有利于行业洗牌，有利于推动照明行业集中度的提升，

公司作为照明行业B2C的龙头，公司的份额有望持续提升；同时公司积极拓展商用领域以及海外市场，有望为公司带来新的增长。

● 投资建议

我们认为：1) 市场集中度提升；2) 消费升级趋势持续，基于此，我们预计2018-2020年归母净利为9.0、10.8、12.9亿元，同比增速分别为33%、19%、20%。短期来看，受房地产市场影响，公司业绩增长放缓，欧普照明最新收盘价对应2018年估值22.9xPE，PEG在1附近，估值接近合理水平；长期来看，公司作为家居照明龙头企业，积极拓展家用和商用渠道，未来市场份额有望持续提升，业绩保持稳定增长，维持“增持”评级。（本段中PE估值指标均按照2019年1月29日收盘价计算）

● 风险提示

原材料大幅涨价；房地产市场出现大幅波动；行业竞争环境恶化。

家用电器行业：12月行业数据点评：社零超预期，出货平稳，零售羸弱（2019-01-30）

● 家电社零数据：连续两个月超预期

根据国家统计局数据，家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额2018年12月单月表现突出，YoY+13.9%（全年累计YoY+8.9%），连续2个月超市场预期，我们认为与上一年同期基数较低，价格敏感群体增加使“双十一”、“双十二”活动拉动效应增强、以及地产竣工数据改善有一定关系。

● 地产数据：2018年12月住宅竣工同比显著改善

根据国家统计局数据，2018年12月单月住宅新开工增速维持高位(YoY+23.4%)，销售面积同比由负转正(YoY+2.5%)，竣工面积更是自2017年9月以来首次转正(YoY+6.1%)，但地产数据改善是否具备持续性仍有待后续观察。

● 汇率、原材料数据：汇率低位回升，大宗材料价格稳中有降

2018年12月以来，汇率维持相对稳定，进入2019年1月份有所升值。大宗材料价格相对稳定，其中铜铝价格有所下降。LCD面板价格仍然持续下滑。

● 白电、厨电出货端、零售端数据：出货平稳，零售羸弱

出货端：根据产业在线统计数据，**空调：**内销663万台，YoY+5.1%（1-12月9281万，YoY+4.6%）；外销406万台，YoY+24.8%（1-12月5788万，YoY+9.3%）；**冰箱：**内销326万台，YoY-4.7%（1-12月4310万，YoY-3.9%）；外销237万台，YoY+9.6%（1-12月3209万，YoY+6.2%）；**洗衣机：**内销434万台，YoY+2.4%（1-12月4532万，YoY+2.7%）；外销192万台，YoY+6.5%（1-12月2028万，YoY+1.7%）。白电出货端整体表现相对较为平稳。

零售端: 根据中怡康统计数据, **白电:** 空调、冰箱、洗衣机零售量YoY: -20.4%、-25.0%、-25.3%, 零售额YoY: -17.1%、-21.7%、-19.6%, 均价YoY: +3.8%、5.8%、10.8%。**厨电:** 油烟机、燃气灶、消毒柜零售量YoY: -20.4%、-25.0%、-25.3%, 零售额YoY: -27.6%、-26.4%、-31.6%, 均价YoY: -0.7%、-1.7%、-0.2%。零售端白电、厨电环比11月均有明显恶化, 与家电社零数据存在背离, 我们认为与中怡康的统计口径以一二线城市KA、商超渠道为主, 且不包含电商有关。

● 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。

家用电器行业: 2018 年家电行业大数据专题: 外部环境承压之下量价表现依旧稳健 (2019-02-01)

● 行业运行概况: 外部环境承压背景下, 依旧有多品类实现量价齐升

内销端: 产品结构升级助推均价提升, 龙头市场份额仍稳步提高 (销量数据来自产业在线, 均价来自中怡康)。

- ◆ 家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售: 8863亿元(YoY+8.9%), 7月起回落, 年末有所反弹;
- ◆ 空调: 总销量15069万台 (YoY+6.3%), 内销9281万台 (YoY+4.6%), 零售均价3957元 (YoY+3.9%); 地产后周期、凉夏、多台风导致旺季终端需求羸弱使得下半年空调内销增速显著回落;
- ◆ 冰箱: 总销量7519万台 (YoY+0.2%), 内销4310万台 (YoY-3.9%), 零售均价4249元 (+12.0%);
- ◆ 洗衣机: 总销量6560万台 (YoY+2.4%), 内销4532万台 (YoY+2.7%), 零售均价2956元 (YoY+11.1%);
- ◆ 电视: 总销量15010万台 (YoY+11.7%), 内销5406万台 (YoY+0.2%), 零售均价3967元(YoY-0.9%), 上半年受世界杯等体育赛事拉动增速较高, 世界杯结束后增速回落;
- ◆ 厨电: 油烟机、燃气灶、消毒柜零售均价分别达到3316元(+3.9%)、1605元(+3.9%)、2294元(+3.8%);
- ◆ 小家电: 受益消费升级, 以代表性品类电饭煲、豆浆机、电磁炉为例, 均价同比提升11.9%、6.5%、5.6%。

出口端: 白电增速放缓, 黑电表现优异。 2018年空调、冰箱、洗衣机、电视的出口量为5788万台、3209万台、2028万台、9605万台, 同比增速分别为9.3%(-1.2pct)、6.2%(-5.8pct)、1.7%(-6.9pct)、19.4%(+18.0pct)。2018年在中美贸易战背景下, 白电出口仍实现正增长, 黑电更是在世界杯体育大年的拉动下出口显著提升。我们认为, 中国家电产业优势突出, 短期内订单转移至其他国家的可能性较小, 长期来看出口仍将保持稳健增长。

● **资金配置情况：北上资金配置比例创新高，优质龙头白马最受青睐**

截止至2019年1月25日，陆股通对家电板块的持股比例创新高，通过陆股通持有家电市值占家电股总市值的比例达到8.2%（较17年底+2.2pct）；另一方面，由于对于地产后周期及消费羸弱背景下家电公司基本面的担忧，2018Q4公募基金重仓家电配置比例下调至4.4%（较17年底-2.3pct）。从所持个股角度来看，机构配置依旧偏向于选择行业龙头的白马股。截至2019年1月25日，陆股通持股市值占个股总市值比例前五的个股分别为美的集团(13.7%)、老板电器(10.6%)、格力电器(8.2%)、青岛海尔(7.8%)、小天鹅(7.1%)；截至2018Q4公募基金所披露重仓股中，持股市值占个股总市值比例前五的个股分别为奥佳华（11.3%）、华帝股份（10.0%）、格力电器（6.0%）、荣泰健康（5.0%）、美的集团（4.6%）。

● **外部影响因素：地产、汇率、原材料**

2018全年来看，根据统计局数据，住宅新开工增速表现优异（YoY+19.7%），销售面积表现平稳（+2.2%），与后周期最相关的竣工面积表现羸弱（YoY-8.1%）；汇率受中美贸易摩擦影响显著贬值5.0%，利好出口企业；白电原材料铜、铝、冷轧卷板、原油价格分别下滑16.7%、16.6%、12.0%、19.5%，白电龙头基于优异的竞争格局有望最大程度享受成本红利。面板价格2018年继续下滑，但黑电行业由于竞争格局较差，相关企业受益有限。

● **投资建议：建议继续关注三大白电龙头及业绩有望维持稳定的小家电龙头**

我们建议继续关注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**。

● **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。

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 焯：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。