

家用电器行业

外资持续流入，建议继续持有龙头

行业评级
持有

前次评级

持有

报告日期

2019-02-17

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（2019.02.11—2019.02.15）

沪深 300 指数上涨 2.8%。本周家电板块涨幅与沪深 300 持平，申万家电指数上涨 2.8%，其中白电指数上涨 2.0%，视听器材指数上涨 9.9%。

本周行业要闻

行业动态

中国彩电市场春节促销：零售量止跌回暖

据奥维云网数据显示，2019 年元春促销期中国彩电市场零售量规模达 488 万台，同比增长 0.7%，零售额规模达 149 亿元，同比下降 13.6%。整体而言，1-2 月中国彩电市场在品牌拉动和低价刺激的影响下，开年良好，预计市场零售量规模为 894 万台，同比增长 4.4%。

2019 年政府推出相关政策鼓励家电消费，对电视市场而言，绿色、智能、超高清产品的消费潜力将被激发，农村新一轮换购有望来临。

国内市场遇冷，今年国产家电将强化进军海外

据全国家用电器工业信息中心公布的数据显示，2018 年三季度中国家电市场整体规模同比下跌 5.6%，电视机、冰洗、空调、厨卫等家用电器均出现下滑势头，显示出国内家电市场正遭遇寒潮。

面对国内家电市场遇冷以及激烈的价格战，美的、海尔、TCL 等家电企业选择通过收购国际知名家电品牌，或是直接在海外建厂的方式进军海外市场。

2018 年大陆电视出口创历史新高，2019 年重点将由量变转质变

据 AVC《大陆 TV 制造商出口数据报告》显示，2018 年中国大陆 TV 制造商共出口 1.25 亿台（数据包含整机、散件及面板）电视，同比增长 23.3%，为历年来出口量最多的一年。

预计 2019 年中国大陆 TV 出口规模总量为 1.24 亿台，与 2018 年整体持平，同时各大出口品牌及企业或将出口重点由量变转向质变。

汇率跟踪

本周人民币兑美元汇率大幅贬值。

原材料价格

本周冷轧板卷、原油价格上升，铜、铝价格下降。

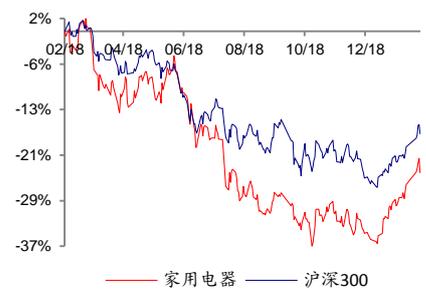
面板价格

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。

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:政策刺激促进 2019-02-10

产品升级与更新，龙头最为受益

联系人：

黄涛 0755-82771936

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(%)	
				2019/02/15	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
青岛海尔	600690.SH	买入	人民币	15.78	-	1.19	1.31	13.21	12.07	13.67	12.09	19.11	17.29
美的集团	000333.SZ	买入	人民币	45.27	46.24	3.11	3.39	14.60	13.39	11.97	10.39	24.23	23.53
格力电器	000651.SZ	买入	人民币	42.75	45.80	4.41	4.67	9.68	9.15	4.22	3.46	32.63	28.40
苏泊尔	002032.SZ	买入	人民币	54.63	-	1.96	2.30	27.83	23.72	24.29	20.51	26.55	26.64
九阳股份	002242.SZ	买入	人民币	16.57	19.55	0.96	1.04	17.26	15.97	19.80	16.06	19.93	20.93
飞科电器	603868.SH	买入	人民币	41.53	-	2.04	2.28	20.32	18.21	16.28	14.77	34.20	35.31
新宝股份	002705.SZ	增持	人民币	10.49	10.54	0.62	0.73	16.63	14.19	7.26	5.95	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（2019.02.11-2019.02.15）	6
行业回顾	6
本周行业要闻回顾	6
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: 本周家电板块涨幅与沪深 300 持平	6
图 2: 白电主要原材料价格一览: 本周冷轧板卷、原油价格上升, 铜、铝降价 ..	10
图 3: 面板价格: 截止 2019 年 1 月, 面板价格继续下降	11
图 4: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率大幅贬值	11
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元)	5
表 2: 本周家电指数涨幅与市场持平	6

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**。

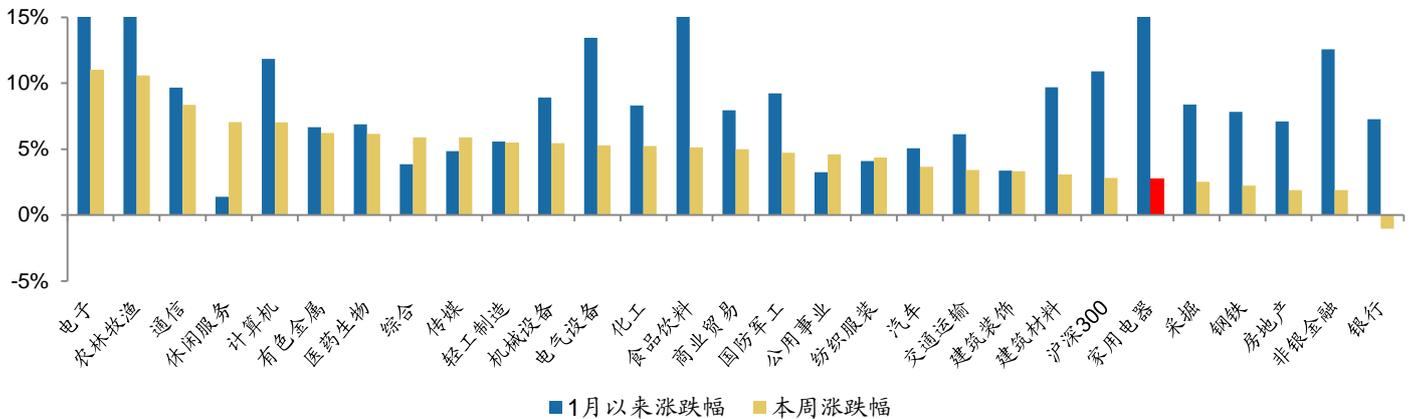
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元)

公司代码	公司简称	评级	股价 2019/02/15	EPS			净利润增速			PE		
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
600690	青岛海尔	买入	15.78	1.09	1.19	1.31	38%	10%	9%	14.5	13.2	12.1
000333	美的集团	买入	45.27	2.63	3.11	3.39	18%	18%	9%	17.2	14.6	13.4
000651	格力电器	买入	42.75	3.72	4.41	4.67	45%	19%	6%	11.5	9.7	9.2
002032	苏泊尔	买入	54.63	1.59	1.96	2.30	21%	23%	17%	34.3	27.8	23.7
002242	九阳股份	买入	16.57	0.90	0.96	1.04	-1%	7%	8%	18.5	17.3	16.0
603868	飞科电器	增持	41.53	1.92	2.04	2.28	36%	7%	12%	21.7	20.3	18.2
002705	新宝股份	增持	10.49	0.50	0.62	0.73	-5%	24%	17%	20.6	16.6	14.2
002677	浙江美大	增持	11.42	0.47	0.62	0.78	51%	32%	25%	24.2	18.3	14.7
603579	荣泰健康	增持	30.78	1.54	1.87	2.27	5%	21%	21%	19.9	16.4	13.6
603355	莱克电气	增持	23.10	0.91	1.19	1.35	-27%	30%	14%	25.3	19.4	17.1
002508	老板电器	增持	24.73	1.54	1.67	1.84	21%	9%	10%	16.1	14.8	13.4
600060	海信电器	增持	8.73	0.72	0.90	1.09	-46%	26%	21%	12.1	9.7	8.0
002615	哈尔斯	增持	5.80	0.27	0.31	0.38	-8%	17%	22%	21.7	18.6	15.2
002050	三花智控	买入	14.26	0.58	0.64	0.72	25%	9%	13%	24.6	22.5	19.9
000418	小天鹅 A	买入	52.70	2.38	2.84	3.32	28%	19%	17%	22.1	18.5	15.9
000921	海信家电	增持	8.80	1.47	0.93	1.08	84%	-36%	16%	6.0	9.4	8.1
002429	兆驰股份	增持	2.18	0.13	0.17	0.21	61%	27%	27%	16.4	12.9	10.1
603515	欧普照明	增持	29.83	1.18	1.19	1.42	34%	33%	19%	33.1	25.0	20.9
002035	华帝股份	增持	10.17	0.58	0.79	0.95	56%	37%	21%	17.6	12.9	10.7
002403	爱仕达	增持	8.61	0.49	0.58	0.67	26%	18%	15%	17.5	14.8	12.9
603486	科沃斯	增持	54.86	0.94	1.24	1.47	636%	32%	19%	58.4	44.4	37.3
000100	TCL 集团	增持	3.22	0.20	0.26	0.28	66%	31%	9%	16.4	12.5	11.4

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

一周行情回顾 (2019.02.11-2019.02.15)

图 1: 本周家电板块涨幅与沪深 300 持平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 本周家电指数涨幅与市场持平

	一周涨跌幅	一周跑赢市场 (百分点)	1月以来涨跌幅
沪深 300	2.8%		10.9%
家用电器	2.8%	0.0	18.0%
视听器材 (申万)	9.9%	7.1	18.3%
白色家电 (申万)	2.0%	-0.8	17.9%

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

中国彩电市场春节促销: 零售量止跌回暖

2019 年元春促销期中国彩电市场零售量规模达 488 万台, 同比增长 0.7%, 零售额规模达 149 亿元, 同比下降 13.6%。春节促销期提前, 1 月和 2 月的市场表现冰火两重天, 预计 2019 年 1 月中国彩电市场零售量规模达 623 万台, 规模达到 6 年最高, 同比增长 18.5%; 2 月中国彩电市场零售量规模达 271 万台, 同比下降 18%。整体而言, 1-2 月中国彩电市场在品牌拉动和低价刺激的影响下, 开年良好, 预计市场零售量规模为 894 万台, 同比增长 4.4%。

产品结构升级持续, 大尺寸市场份额提升, 其中 65 寸电视产品的份额提升最快; 高端机型增长强劲, AI 电视、超轻薄电视、全面屏电视的份额提升均超 10 个百分点。

2019 年政府推出相关政策鼓励家电消费，对电视市场而言，绿色、智能、超高清产品的消费潜力将被激发，农村新一轮换购有望来临。另一方面，2019 年上半年面板价格还将处于低位，2019 年下半年面板价格存在上升的可能性，加之元春促销、308 电商节、315 促销、五一促销、618 促销等节点刺激，预计 2019 年上半年中国彩电市场规模将同比增长 4%。（新闻来源：奥维云网）

➤ 国内市场遇冷，今年国产家电将强化进军海外

2018 年对于中国家电企业来说不算一个好年，上半年回暖，但是到了三季度却出现量价齐跌的局面，这是因为国内家电市场已趋于饱和进入换机阶段，红利消失导致国产家电企业开始瞄准海外市场以取得业绩的增长。

国内家电市场遇冷

据全国家用电器工业信息中心公布的数据显示，2018 年三季度中国家电市场整体规模同比下跌 5.6%，电视机、冰洗、空调、厨卫等家用电器均出现下滑势头，**显示出国内家电市场正遭遇寒潮。**

导致中国家电市场遇冷除了经济大环境影响之外，也与中国房地产市场处于调控中导致销量下滑的影响有关，同时上半年的家电促销获得透支了部分市场需求，导致家电销量出现下滑。

以空调为例，2018 年上半年空调销量增速尚超过两成，接近 2017 年增速的三分之二，但是本来属于热销旺季的三季度却出现了连续下雨的天气，导致国内的空调库存积压，据相关数据显示，2018 年中国市场的空调库存高达 4000 万台，处于历史峰值水平。

2018 年国内家电市场的主要亮点是线上市场，在线下市场出现停滞甚至下滑的情况下，线上市场则显示出高速增长的势头，不过由于线上市场重视性价比，而且价格较为透明，导致家电企业不得不进行激烈的价格战。空调行业近两年快速崛起的奥克斯，正是在线上市场以猛烈的价格攻势不断抢夺空调行业前两强格力和美的的市场份额，其售价大约只有两强的三分之二，凭借极强的价格优势与空调行业两强在线上市场形成三足鼎立之势。

家电企业在线上市场展开激烈的价格战也是导致家电行业销售规模出现下滑的原因，为了摆脱价格战，部分家电企业以推出中高端产品的形式试图摆脱。例如在电视行业国内家电企业开始主推 50 寸甚至更大尺寸的电视，即使如此依然避免不了价格战，2018 年电视行业的搅局者小米正是以猛烈的价格攻势在该行业快速崛起，最终导致电视行业的净利润率低至 1.5% 左右。

今年国产家电将强化进军海外市场

面对国内家电市场遇冷以及激烈的价格战，部分家电企业选择开拓国际市场，它们或是通过收购国际知名家电品牌，或是直接在海外建厂的方式进军海外市场。

其中佼佼者如美的、海尔等通过收购国际知名家电企业进军国际市场。美的在 2016 年收购东芝家电，到去年它正式整合东芝家电；海尔则先后收购了美国 GE 家电、新西兰雪派克和意大利 Candy 公司等。通过收购的方式，借助原有品牌在海外市场的的影响力，帮助它们迅速拓展国际市场。

另一个家电巨头 TCL，早年也通过收购汤姆逊等家电企业的方式进军海外市场，不过由于种种原因遭受一些挫折，近年来它进军国际市场转变了策略。眼见着小米

在印度市场以互联网营销方式已在印度智能电视市场取得第一名的成绩，TCL 也将其互联网电视品牌雷鸟推售至印度市场，目前它更已在印度投资建设模组整机一体化智能制造产业园，希望通过在印度本地生产的方式降低成本进一步提升在印度的市场份额。

除了印度市场，东南亚市场也是备受中国家电企业重视的市场，美的收购的东芝家电在东南亚市场本来就有一定的知名度，其正式整合东芝家电可以提升整体运营效率，强化在东南亚市场的扩张，帮助它在国际市场取得更大的成绩。

对于中国家电企业来说，海外新兴市场确实也相当适合，中国已成为全球最大的面板生产地，京东方是全球最大的液晶面板生产企业，拥有较强的成本优势，不过在高端电视技术方面存在弱点，韩国三星掌握着 QLED 电视技术，LG 则掌握着 OLED 电视技术，拥有面板成本优势和产能优势的中国面板企业可以帮助中国电视企业在海外新兴市场发展。

面对国内家电市场停滞局面，国产家电企业正各出奇谋开拓国际市场，这对于中国家电产业链和中国家电企业来说都是一件好事，毕竟它们依托中国这个全球最大的家电市场已发展起来，进入国际市场已是它们必须迈出的步伐，而今年对于它们来说将是重大考验。（新闻来源：中国家电网）

➤ 2018 年大陆电视出口创历史新高，2019 年重点将由量变转质变

伴随着电视面板价格的持续走低，2018 年中国大陆电视出口创历史新高。AVC《大陆 TV 制造商出口数据报告》显示，2018 年中国大陆 TV 制造商共出口 1.25 亿台（数据包含整机、散件及面板）电视，同比增长 23.3%，为历年来出口量最多的一年。

价格、赛事、促销备货成为 2018 年中国大陆电视出口量走高的主要推动力，电视面板价格持续下行牵引整机价格下降；国际大型赛事拉动上半年的市场换机需求；海外传统旺季备货对出口量的持续刺激。此外，全球经济复苏、需求回暖、美元走强等因素也是刺激 2018 年中国大陆电视出口增加的主要原因。

2018 年大陆 TV 出口均价 164 美元，同比下降 4.1%

中国大陆代工 TV 出货量占全球比重高达一半以上，借助面板价格持续下降的有利优势，全球 TV 整体市场销量拉高，品牌采购商摆脱 2017 年面板价格高位带来的销量收窄，采购成本过高的窘境，纷纷加大代工订单量，而作为以价格优势为主要竞争力的大陆代工厂成为其首要代工输出口。

从 2017 年 10 月以来，面板价格持续下跌使得居高不下的 TV 制造成本开始得到缓解，大陆 TV 企业纷纷开始调低整机价格以抢占出口订单份额。随着第三季度北美地区为旺季市场备货，及中大尺寸出口占比的提升，出口均价出现迅速反弹。进入第四季末，海外备货以及各品牌中大尺寸部署完毕，整体出口均价开始回落。2018 年整体出口均价为 164 美元，同比下降 4.1%。

出口均价的降低让消费者市场开始回暖。不断刷新的低价促销，刺激海外消费者的购买欲望。采购商也趁此机会快速出清手中积压的高价库存以获得流动资金，从而加大新价整机的采购量。这点在中小尺寸比较集中的中南美、东欧市场体现得十分明显，另外，欧洲、北美、亚洲地区的中大尺寸占比也相继增长。

从出口量走势来看，2018 年中国大陆 TV 出口市场呈现淡季不淡、旺季更旺的特征，出口量同比均有不同程度的增长。1-2 月，即春节备货期间，因 2017 年同

期基数较低，导致同比增幅较大。3-4月，各区域出口开始呈现大屏化趋势，尺寸结构调整期间，出口量同比增长呈现小幅波动；5-6月，受中国电商节备货影响，代工企业调整部分资源和产能给国内订单，出口量同比增长率趋于稳定；7-9月，北美、澳洲、东欧地区受传统旺季备货推动，出货量呈现持续增长态势；进入第四季，随着北美、东欧等地区促销季备货进入尾声，出口量开始降温。

大陆 TV 出口美国占比首次超 6 成，新兴国家表现抢眼

从出口区域来看，在北美市场，中国大陆 TV 出口美国占比首次超过六成。受美国税改方案实施以及美国经济复苏大环境影响，美国民众消费力增强，加之大陆 TV 代工出口的整机价格持续走低，各渠道商与新兴品牌纷纷与大陆代工企业积极合作，加入到与 Vizio 等北美本土资深品牌的竞争中来。进入下半年传统旺季，“黑五”、“圣诞”促销备货量超往年水平，特别是 TCL、Hisense，以及韩系品牌 LG、Samsung 开始加大在北美旺季的投入。以上因素促使北美整机出口量激增，同比增长 34%。

在西欧市场，受持续的高库存积压影响，2018 年采购需求走低，虽第四季有所回升，但全年整体同比下滑 12.7%。

在中东非市场，随着整机出口价格下降，潜在中型尺寸换机市场潜力被深入挖掘，增量主要集中在 40~50 英寸尺寸段。虽然第四季整体出口量有所下降，但整体同比保持增长 18.9%。

在其他区域市场，2018 年上半年中南美地区国家整体经济好转，低于 2017 年同期水平的 TV 整机价格拉动了整个市场需求，但第三季开始在国际间贸易博弈加剧背景下，各南美国家经济趋缓，货币风险事件频发，一定程度上抑制了该地区此前超五成的增速水平，全年同比增长 9.9%。

在以 2018 年世界杯东道主俄罗斯为代表的东欧市场，受世界杯带动，TV 整体消费需求增长明显，同比增长 31.6%。

亚洲市场保持正常淘换率，对整机价格较为敏感的东南亚消费需求增长迅速，同比增长 21.4%。

对于澳洲这样的成熟市场而言，机型迭代需求是促进该地区出口增长的主要动力。2018 年上半年，各品牌采购量主要以低端中小尺寸机型为主，澳洲市场反应平平。进入下半年各家新品高端机发布相对集中，对于其市场需求增长有正向推动作用，全年澳洲市场同比小幅增长 3.2%。

大陆 TV 出口平均尺寸增长 1.8 英寸，达 38.2 英寸

从出口尺寸特征来看，2018 年中国大陆 TV 出口平均尺寸为 38.2 英寸，较 2017 年同期增加 1.8 英寸。在面板价格全线下挫趋势下，一方面各大品牌在中小尺寸加大比例参与竞争，希望借整机价格下行的红利快速抢占市场；另一方面力推中大尺寸高端机种加强自身品牌影响力，以及确保整体产品线利润比良性化。此外，大陆代工 TV 的价格优势对于出口结构大尺寸化推进作用明显。

大陆 TV 代工企业排行出炉，TCL/海信/TPV 排前三

TCL 在 2018 年大陆 TV 主要出口企业中位列第一，出口规模 18.2M，同比增长 29.1%。借助全球布局的国际化战略和全产业链优势，持续提升产品力和品牌力，以及进行多元化的业务转型，2018 年 TCL 代工业务表现十分亮眼，在北美实现翻

倍式快速增长。

海信、TPV 分列二、三位，出口规模均为 9M。其中 TPV 受其国内代工品牌出口订单量减少，以及自有牌 Philips、AOC 等订单转到其海外代工厂等因素影响，同比下滑 15.1%。海信受益于面板价格的持续下降，积极布局东欧新兴市场，以及海信品牌逐步打开澳洲及北美中高端机市场，2018 年出口量同比增长 16%。

2019 年中国大陆 TV 出口将达 1.24 亿台

在出口区域方面，中南美地区强大的市场需求背后，经济动荡下的货币风险，将影响出口量增长，中东非及东欧地区经济受制于复杂的国际形势，市场增长仍充满不确定性。北美地区在现有出口水平下，2019 年的出口将重点扩大大尺寸渗透率，50 英寸、55 英寸及以上尺寸将持续增长。亚洲地区最大 TV 消费国印度关税问题将使大陆 TV 制造重心转移东南亚以降低成本。

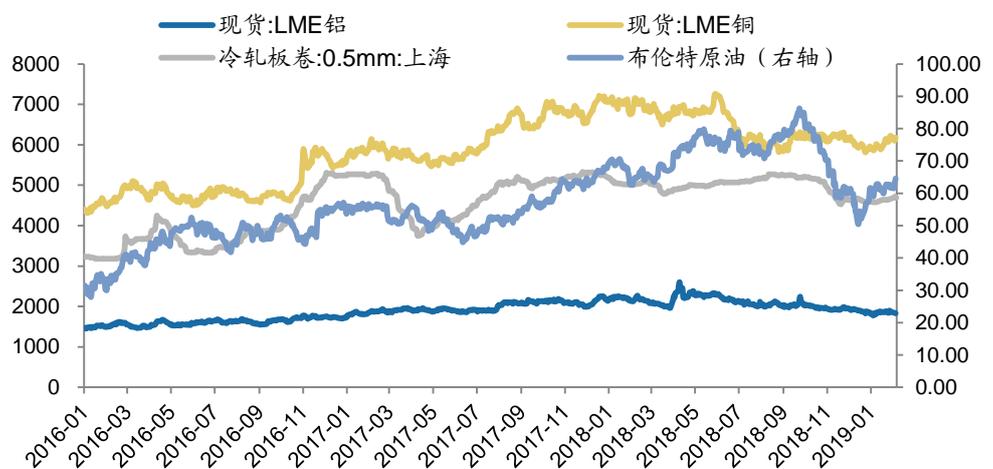
在产品结构方面，2018 年各品牌及出口企业通过中小尺寸机种迅速占领市场，市场现有产品趋近饱和，面临同质化加剧，利润趋薄，需求刺激不足等问题。2019 年各家面板企业现有产线产能提升与新高世代线陆续释放，上游供给结构的改变将推进下游整机大尺寸化，出口产品将由量变转向质变，2019 年 55 英寸、65 英寸 TV 出口量有望分别突破 980 万台、350 万台。

在制造工厂分布方面，海外关税风险加剧、国内用工成本上涨等背景下，2019 年无论是对以 TCL、Hisense 为首的中国品牌，还是国内 TV 代工龙头 BOE VT、HKC，都将加快制造全球化进程。完善的全球化制造将抑制国内 TV 出口总量增长。

综合以上因素，预计 2019 年中国大陆 TV 出口规模总量为 1.24 亿台，与 2018 年整体持平，同时各大出口品牌及企业或将出口重点由量变转向质变。（新闻来源：奥维云网）

原材料价格变动跟踪

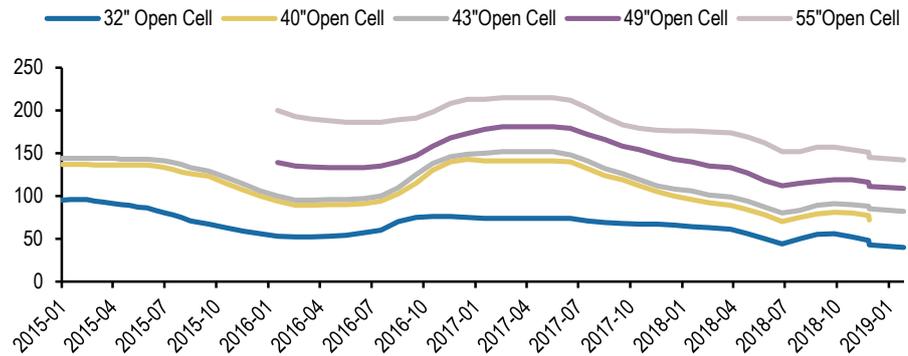
图 2：白电主要原材料价格一览：本周冷轧板卷、原油价格上升，铜、铝降价



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 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 4: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率大幅贬值



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 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。