

家用电器行业

三方面浅析《超清视频产业发展行动计划》落地对家电行业之影响

分析师: 曾婵  SAC 执业证号: S0260517050002  SFC CE.no: BNV293  0755-82771936  zengchan@gf.com.cn	分析师: 袁雨辰  SAC 执业证号: S0260517110001  SFC CE.no: BNV055  021-60750604  yuanyuchen@gf.com.cn	分析师: 王朝宁  SAC 执业证号: S0260518100001  SFC CE.no: BNV055  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。

● 《超清视频产业发展行动计划》落地, 总体规模目标超 4 万亿

2019年3月1日工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台联合印发了关于《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》的通知。通知中提出了“4K先行, 兼顾8K”的总体技术路线, 2022年相关产业总体规模超过4万亿的目标, 并将计划分为至2020年、至2022年两个阶段, 并给出了相应的具体发展目标及重点任务。

我们认为《通知》是2019年1月29日发改委印发的《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)》中提到的“加快推进超高清视频产品消费”的详细说明与后续补充, 为黑电行业景气度边际改善提供了政策端的方向指导, 而黑电产业链上的相关企业可能会从三方面受益:

- (1) 产业生态体系的全面发展有望解决原本4K“设备先行, 内容不足”的主要矛盾, 有望激发终端更新需求释放;
- (2) HDR、宽色域、三维声、高频率、高色深等高性能标准的提出有望促进产品进一步升级, 带动均价结构性提升;
- (3) 设施普及与付费意识已逐步完善, 内容供给的释放或促付费意愿再次提升, 加强主要流量入口的变现能力。

● 电视保有量居于高位, 补贴实际落地情况将影响更新需求释放速度

黑电作为早期娱乐生活的主要载体, 市场在经历过多轮刺激性政策的拉动后保持了相对平稳, 但仍存在结构性的替代空间。国家统计局、产业在线、奥维云网的数据显示: 截止至2018年末, 全国电视总保有量约5.6亿台, 其中4K电视保有总量约1.1亿台, 对应渗透率仅19.6%, 仍有约4.5亿台非4K电视有待更新。

我们认为, 短期非4K电视存量更新需求是否能够快速释放, 进而带动内销量的整体上行仍需观察在《通知》、《方案》印发后, 各地方政策的实际落地以及最终实施的情况, 若出现较大力度的补贴政策预计内销市场将会短期收益。

● 性能指标要求提高, 结构性升级或带来均价提升空间

本次印发的《通知》中对4K电视的具体性能指标也提出了相应的要求, 例如HDR、宽色域、三维声、高频率、高色深等。根据对电商平台上相同品牌、相同尺寸, 但不同性能指标的4K电视进行对比的结果来看, 具备这些高性能特征的4K电视均价普遍高于普通4K电视。预计随着后续相关机构、协会及有关单位按照《通知》指导方向制定出统一的行业标准后, 市场产品结构有望持续升级, 均价提升空间或有望打开。

● 设施普及度与付费意识逐步完善, 超高清优质内容供给的释放或促付费意愿再次提升

工信部、奥维云网的数据显示, 目前国内高速率宽带、OTT终端设备(智能电视+机顶盒)整体的普及率在近年来快速提升; OTT行业广告与会员+点播收入规模也呈现出了较好的向上趋势。我们认为, 在设施普及度与付费意识逐步完善的情况下, 《通知》推动超高清优质内容供给的释放将促进消费者付费意愿再次提升, 掌握流量入口的龙头企业的变现能力或在这样的过程中得到进一步的加强。

● 风险提示

政策落地推进速度不及预期; 零部件价格大幅上行; 消费者付费意愿提升不及预期; 竞争格局持续恶化。

相关研究:

家用电器行业:MSCI提高A股权重, 建议继续持有龙头	2019-03-03
家用电器行业:小米家电专题研究(5): 由绿米透视智能家居小组件背后的大生态	2019-03-01
九阳股份(002242.SZ):Q4收入超预期, 进入加速增长期	2019-02-26

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 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(%)	
				2019/3/8	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
海信电器	600060.SH	增持	人民币	11.13	-	0.90	1.09	12.3	10.2	5.1	3.3	8.0	8.8
TCL 集团	000100.SZ	增持	人民币	3.63	-	0.23	0.27	15.9	13.7	8.8	7.7	9.9	10.8
兆驰股份	002429.SZ	增持	人民币	3.32	-	0.17	0.21	19.7	15.5	23.0	17.6	8.5	9.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2019年3月1日，工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台联合印发了关于《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》的通知。

《通知》基于市场主导、企业主体；系统布局，统筹推进；整机带动，重点突破；应用牵引，融合创新；开放发展、合作共赢等原则，提出了“4K先行，兼顾8K”的总体技术路线，2022年我国超高清视频产业总体规模超过4万亿元的目标，拟大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。

表 1: 《通知》中所规划的总体及两阶段发展目标

	总体技术路线	4K 先行、兼顾 8K
整体规划	发展方式	支持超高清视频企业与金融机构加强对接合作 通过市场机制引导多方资本参与
	总体目标	至 2022 年，我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元 4K 产业生态体系基本完善
发展目标		8K 关键技术产品研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业
	第一阶段 ——至 2020 年	4K 摄像机、监视器、切换台等采编播专用设备形成产业化能力 符合 HDR、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的 4K 电视销量占比超 40%
		中央广播电视总台、有条件的地方电视台开办 4K 频道 不少于 5 个省市有线电视网络和 IPTV 平台开展 4K 直播频道传输业务和点播业务 实现超高清节目制作能力超过 1 万小时/年
	4K 超高清视频用户数达 1 亿	
发展目标		文娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等 开展基于超高清视频的应用示范
	第二阶段 ——至 2022 年	CMOS 图像传感器、光学镜头、专业视频处理芯片、编解码芯片等核心元器件取得突破 8K 前端核心设备形成产业化能力
		符合 HDR、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的 4K 电视终端全面普及 8K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 5%
	4K 频道供给能力大幅提升，有线电视网络升级改造和监测监管系统建设不断完善 实现超高清节目制作能力超过 3 万小时/年 开展北京冬奥会赛事节目 8K 制播试验	
超高清视频用户数达到 2 亿		
文娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等 实现超高清视频的规模化应用		

数据来源：《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，广发证券发展研究中心

整体来看，《通知》是对发改委2019年1月29日印发的《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）》中提出的“加快推进超高清视频产品消费”的详细说明与后续补充。同时《方案》中还提到有条件的地方可以对“智能化家电产品销售”、“交售旧家电并购买新家电”等给予适当的补贴，也是积极促进消费者更新需求释放、提升产品性能要求的有力手段。

表 2: 《通知》发展超高清产业的重点任务与保障措施

重点任务	核心关键器件	坚持整机带动，突破关键技术，支持核心关键器件的开发和量产 加强 4K/8K 显示面板创新，发展关键配套器件
	重点产品产业化	加大超高清电视关键制播设备的研发力度 推动超高清电视、机顶盒、VR/AR 设备等产品普及，发展商显
	网络传输能力	发展网络设备与软件系统，提升通信网络速率与服务质量，探索 5G 应用
	支撑服务保障	标准先行，制定综合标准化体系，鼓励国标、行业、团体标准协同发展
保障措施	创新应用	广播电视、文娛娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造
	丰富节目供给	推进超高清电视内容建设，创新内容生产，丰富有效供给 支持体育赛事、纪录片、影视剧、文化科技等超高清电视节目制作
	加强统筹协调	建立超高清视频产业发展部门协调机制，加强协调配合和统筹规划
	加大创新力度	聚焦产业链薄弱环节，通过设置产业投资基金等方式支持创新发展
	完善资金投入机制	支持行业协会联合彩电企业开展“汰旧换优”，加大推广力度
	加快人才培养	培养与引进相结合，加强产业人才队伍建设
	推动部省合作	充分发挥地方积极性，调动地方资源，形成部省合力，支持地方打造产业集群
	加强行业应用推广	按照企业主体、市场化运作模式在重点领域展开试点应用，总结经验并全行业推行
	发挥社团作用	发挥行业联盟、协会等社会团体的积极作用，整合优势资源推动协同发展
	深化国际交流合作	积极跟踪国际发展趋势，拓展国际合作渠道
	建立反哺机制	发挥内容产业的上游拉动作用、相关设备制造业的下游促进作用 建立下游对上游的反哺机制，缓解内容生产高投入、低产出的资金压力

数据来源：《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，广发证券发展研究中心

我们认为，《通知》为黑电行业景气度的边际改善提供了政策端的方向指导，其中对于产业链上相关企业的主要潜在影响可以归纳为以下两点：

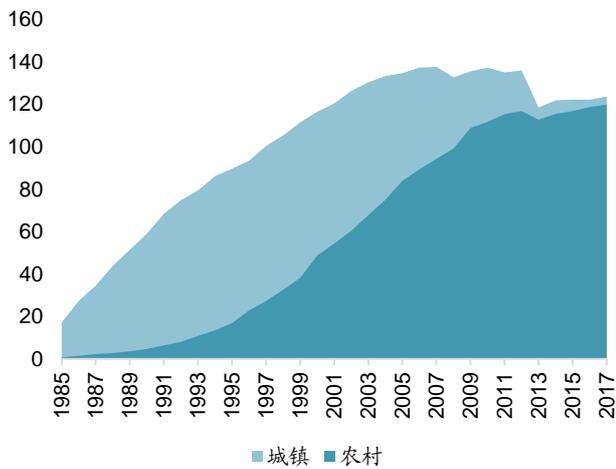
- 丰富超高清内容供给有望解决产业发展主要矛盾：** 高清视频产业整体生态体系的全面发展，尤其是超高清视频内容制作能力、传输分发能力的发展将改善产业中设备先行但内容不足的主要矛盾。或有望激发消费者对电视分辨率与解析能力更高的要求，促进电视整机存量更新需求的释放；
- 高性能要求有望倒逼产业链升级：** 《通知》中对 4K 电视分辨率外的一些特征，例如 HDR、宽色域、三维声、高频率、高色深等提出了要求，而目前市面上的 4K 电视不完全具备相关特征。随着对分辨率以外的性能特征要求提高，终端产品均价、上游产业链或也具备进一步提升的空间。
- 内容供给的释放或可进一步提升付费意愿：** 目前基本没有 4K 直播内容，仅部分视频平台拥有一定的点播内容。在政策的驱动下高品质内容供给的释放有望优化观影体验，提升观影热情、对 4K 内容的认可度以及对优质内容的付费意愿。

电视保有量居于高位，补贴实际落地情况将影响更新需求释放速度

保有量居于高位，内销市场规模相对稳定。电视作为早期国民娱乐生活的主要载体，经历过国内家电下乡、以旧换新、节能补贴等刺激性政策后，截止至 2017FY 我国城镇与农村居民的电视机百户保有量在分别为 123.8 台/百户、120.0 台/百户；内销市场

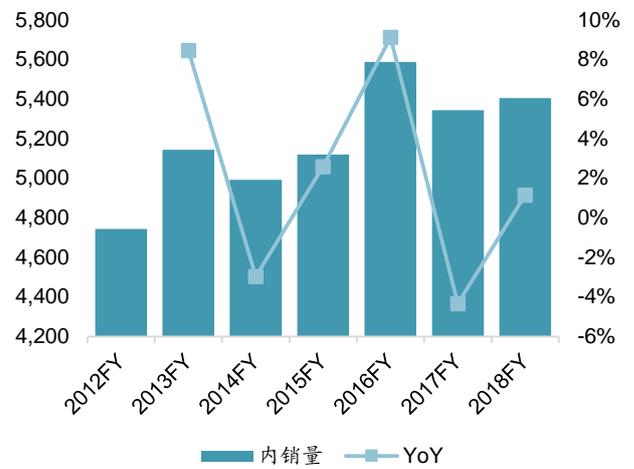
规模也进入相对稳定的状态，过去5年内销量基本在5,300万台的水平上下波动。

图 1: 我国居民彩色电视机每百户保有量 (台)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 2: LCD TV 内销量 (万台) 及同比增速 (%)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 3: 全国居民电视机保有总量测算

	人口 (亿人)	家庭规模 (人/户)	家庭数量 (亿户)	百户保有量 (台)	保有总量 (亿台)
城镇	8.1	3.0	2.7	123.8	3.3
农村	5.8	3.0	1.9	120.0	2.3
全部					5.6

数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

存量更新市场空间仍大，静待补贴政策落地实施。奥维云网的数据显示，截止至2018年底，4K电视的保有总量约为1.1亿台，销量占比约69%。而根据测算，全国电视的保有总量约为5.6亿台，4K渗透率仅19.6%，更新需求存在较大释放空间。

根据《通知》中提出的到2022年“4K电视终端全面普及”的要求，我们提出两种情景假设，并依次测算对近年来电视市场规模的影响：

(1) 若《通知》中是指2022年达到4K电视保有的全面普及，则在最乐观假设下：

- a. 假设未来4年4K电视内销量占比为100%；
- b. 假设未来四年存量非4K被全部替代。

表 4: 对电视市场规模影响的测算 - 情景1

	非 4K 电视存量 (亿台)	4K 电视内销量占比 (%)	电视内销规模 (万台)
2018 年末	~4.5	69%	5,405.8
2019 年-2022 年平均 E	0	100%	11,268.2

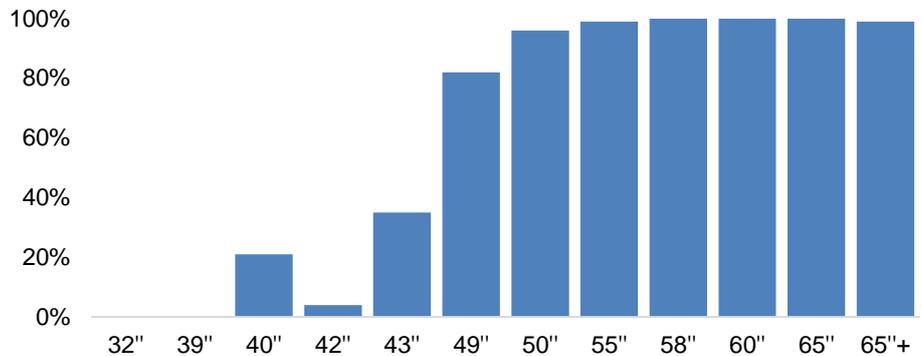
数据来源: 产业在线, 中怡康, 《超高清视频产业发展行动计划 (2019-2022 年)》, 广发证券发展研究中心

情景-1的最乐观假设下，完成完成目标仍需在未来四年内电视内销规模达到并

保持在目前规模的2x以上，明显不具备实际操作性。

(2) 若《通知》中是指2022年4K电视内销量占比的全面普及，则在中性假设下：

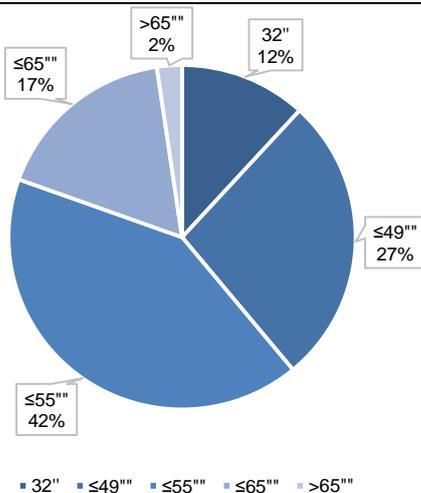
图 3：2018FY不同尺寸4K电视销量占比（%）



数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

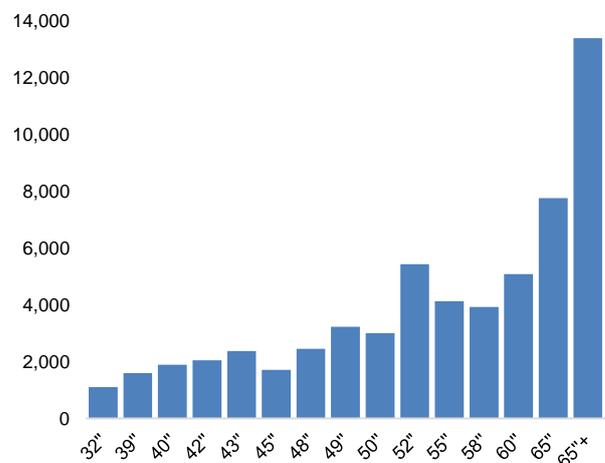
- a. 假设目前产品结构不变，不考虑《通知》中高性能要求对均价的影响；
- b. 目前非4K屏幕主要应用在小尺寸屏幕上，考虑到电视通常观看距离较远，小尺寸4K屏幕过高的ppi没有存在的意义。因此，假设4K电视内销量占比的全面普及主要依靠大尺寸屏幕占比的提升；
- c. 当下的面板产能以存量8.5代线+增量11代线为主，其经济切割尺寸分别为55寸、65/75寸。因此，假设未来相应尺寸电视销量占比上升幅度最快。
- d. 假设同型号产品均价维持目前水平。

图 4：分尺寸电视零售量占比（%）



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 5：分尺寸电视零售均价（元）



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

表 5: 对电视市场规模影响的测算 - 情景2

	分型号零售量占比				行业均价	平均尺寸	尺寸变化	4K 渗透率	CAGR
	55"	65"	65"+	其他					
2018 年末	32.5%	10.4%	2.3%	54.8%	¥ 3,805	50.0"	1.9"/年	96.2%	≈10.1% +
2022 年末 E	45.0%	20.0%	10%	25%	¥ 5,587	57.4"			规模增速%

数据来源: 产业在线, 中怡康, 奥维云网, 《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》, 广发证券发展研究中心

在情景-2的假设下, 完成《通知》中的任务目标相对合理, 有望推动产品的结构性升级。对应未来4年复合增长率约等于**10.1%+(行业内销量规模增速)**。

我们认为, 短期内存量更新需求是否能够快速释放仍需观察在《通知》、《方案》印发后, 各地方对家电消费补贴政策的实际落地、最终实施情况。若最终落地的补贴力度较大, 电视内销市场的规模在短期内有望受更新需求释放的拉动有所增长。

4K 销量占比水平不低, 性能要求提高或将打开产品结构性升级空间

分辨率外性能要求提高, 产品均价或具备结构性提升的空间。奥维云网的数据显示, 2018FY内销市场中, 4K电视的整体销售占比已经达到了69%, 其中屏幕尺寸在50寸以上的产品基本都采用了4K屏幕, 非4K屏幕主要使用在43寸及以下的电视。考虑到目前电视大屏化趋势的确定性, 4K电视销售占比的进一步提高在预期之内。

但另一方面, 《通知》中对4K电视的其他具体性能也做出了相应要求: 例如需要符合HDR、宽色域、三维声、高帧率、高色深等, 但未提出具体的参数要求。

表 6: 《通知》中对4K电视分辨率外的性能要求

简介	技术标准	效果
<p>HDR 高动态范围</p> <p>通过调节显示器屏幕亮度, 增强画面暗处与亮处的对比度, 使得画面层次更加丰富, 最终同时呈现出亮处不出现过曝, 暗处细节更加清晰的效果。</p> <p>需要 HDR 片源的支持</p>	<p>Dolby Vision</p> <p>HDR 10</p> <p>HDR 10+</p> <p>...</p>	
<p>宽色域</p> <p>色域即能够显示、还原的颜色总和。通常显示器的颜色无法显示全部可见光的范围, 而广色域电视的颜色显示范围更多。</p> <p>LCD 色域取决于背光的光谱 高色域需要片源的支持</p>	<p>NTSC</p> <p>sRGB</p> <p>Adobe RGB</p> <p>DCI P3</p> <p>Rec 2020</p> <p>...</p>	<p>广色域更多是一个相对的概念, 不同的色域标准实际上所覆盖的肉眼可见光范围不尽相同, 因此不同标准之间难以直接比较。</p> <p>通常 LCD TV 中所提到的广色域一般指使用 LED 背光的色域远高于老式 CCFL 背光, 同时市面上的量子点电视通常色域更广。目前, 更广的色域通常更多用于专业图像处理显示器。</p>

**三维声
(全景声)**

相比于立体声、环绕声而言，三维声加入了垂直方向的声音。

三维声需要片源的支持
需要音响硬件设备的支持
目前在影院应用较多

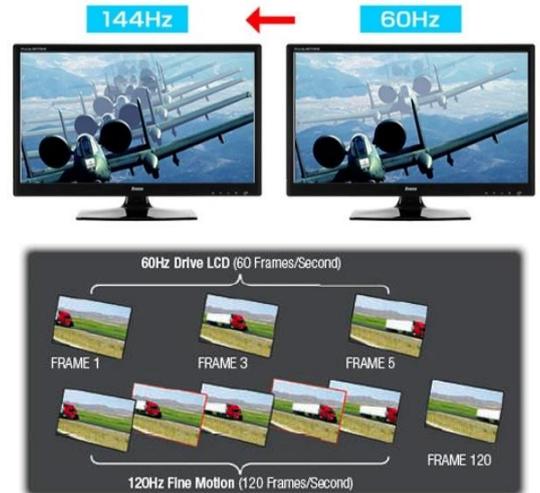
Dolby Atmos
Auro-3D
DTS:X
MPEG-H Audio
...



高频率

指画面的刷新频率。市面上液晶显示器刷新频率通常在 60Hz，也就是每秒刷新 60 次。在播放高速运动物体的画面是可能产生拖影现象，而提高显示器的刷新频率可以有效解决这样的问题。

高频率需要片源支持
目前高频率显示器通常用于对 FPS 要求高、画面实时运算、理论上没有 FPS 上限的游戏显示



高色深

指每个像素点用来显示颜色的位数 (bits)，通常色深越高，显示器不同颜色的过度越平滑自然。

高色深用于专业图像处理显示器



数据来源: Wikipedia, 京东, 天猫商城, 广发证券发展研究中心

从《通知》对4K电视的具体性能要求出发，我们对目前市面上销售的主力机型进行了对比分析。目前大部分采用4K屏幕的LCD电视：

- (1) 基本已匹配了HDR功能
- (2) 色域基本达到100% Rec.709 (≈72%NTSC)
- (3) 三维声(全景声)通常需要单独配备独立音响或Soundbar(部分自身支持Dolby Atmos全景声的型号如TCL 55Q2等采用了嵌入式独立音响)
- (4) 刷新频率以60Hz为主，外资品牌偶有刷新频率在100Hz及以上型号
- (5) 主流产品基本没有对色深做特别标示

表 7: 主流品牌热销机型性能与售价对比

品牌	型号	尺寸	HDR	广色域	三维声	高频率	高色深	售价
TCL	55L2	55	√	100% Rec. 709 ≈72% NTSC	x	60Hz	NA	¥ 2,099
	55Q2	55	√	136% Rec. 709	Dolby Atmos	60Hz	NA	¥ 3,999

				≈98% NTSC				
SONY	55Q960C 量子点	55	√	157% Rec.709 ≈113% NTSC	×	60Hz	NA	¥ 4,999
	55X8566F	55	√	√	×	100/120Hz	14bit	¥ 5,099
	55X9500G	55	√	√	Dolby Atmos	√	NA	¥ 9,999
海信	55E5A	55	√	100% Rec. 709 ≈72% NTSC	×	60Hz	NA	¥ 3,598
	55E8A 量子点	55	√	145% Rec.709 ≈104% NTSC 99% DCI-P3 ≈95% NTSC	Dolby Atmos	60Hz	NA	¥ 5,499

数据来源：京东，天猫商城，广发证券发展研究中心

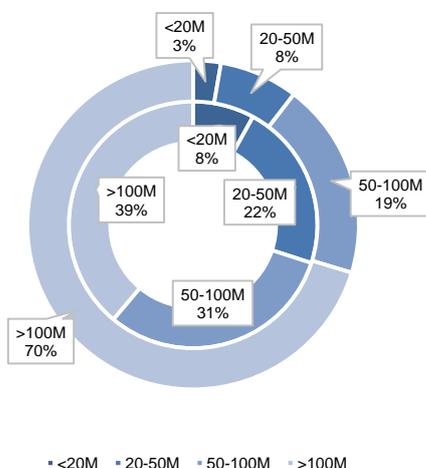
在对同品牌、同尺寸各型号之间的对比中，是否具备广色域（尤其是量子点技术下的超广色域）、三维声、高刷新频率与高色深这样四个高性能特征的确决定着各型号之间的价差，普遍对价格的影响在50%以上。预计随着市场上产品结构依据《通知》的指导方向继续升级，各终端厂商有望受益于销售均价的结构性提升。

但需要注意的是，各厂家之间广色域、高色深、高频率的判定标准复杂多样，《通知》中未对其作出统一规范。后续相关机构、协会及有关单位能否按照《通知》指导方向对高性能特征制定出清晰、统一的行业标准仍是决定市场走向的关键性因素。

设施普及度与付费意识逐步完善，内容供给释放或促付费意愿再次提升

近年来，电信部门大力拓展光纤宽带接入业务，带动家庭智能网关、视频通话、IPTV等融合服务，为超高清视频的普及工作打下了坚实的基础。

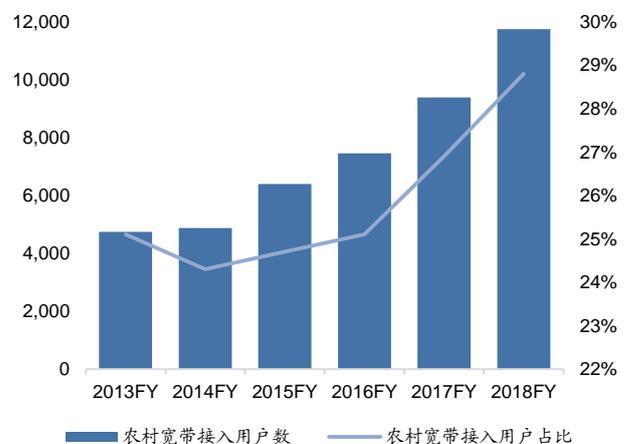
图 6：固定宽带接入速率占比（%）



数据来源：工信部，广发证券发展研究中心

*内圈为2017FY、外圈为2018FY

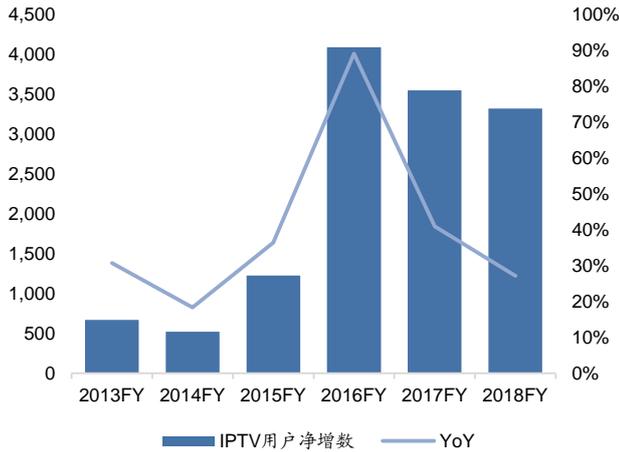
图 7：农村宽带接入用户数及占比（万户，%）



数据来源：工信部，广发证券发展研究中心

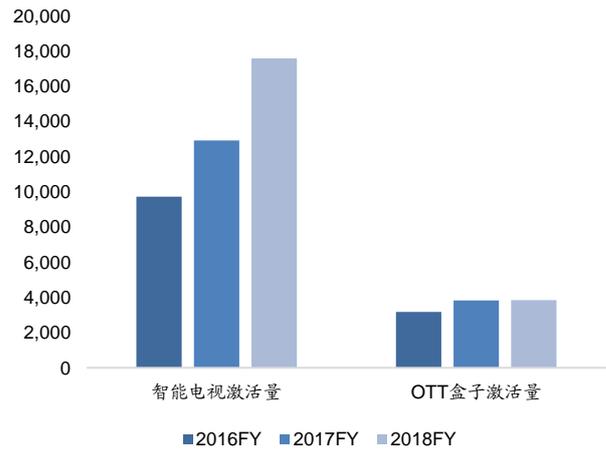
高速率宽带普及度快速提升，互联网电视逐步完成市场教育。工信部数据显示，2018FY固定互联网宽带接入用户净增5,884万户，总数达4.1亿户，90.4%为光纤接入；其中农村接入净增2,364万户，总数达1.2亿户。整体接入速率在100M以上的用户占比达到70.3%，同比增加31.4pct。

图 8: IPTV 用户净增加数 (万户) 及增速



数据来源: 工信部, 广发证券发展研究中心

图 9: OTT 激活终端数量 (万台 1.9)



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

高速率宽带的快速发展为互联网电视提供了成长的沃土。工信部与奥维云网数据显示，2018年末IPTV、智能电视、OTT机顶盒激活数量分别达到1.6亿台、1.8亿台、0.4亿台。其中激活量增长最快的智能电视中，国产五大品牌（海信、创维、长虹、TCL、康佳）激活终端量达1.1亿台，占总量的63.5%，占据了流量入口的绝对优势。

OTT终端整体运营数据持续向好，用户付费意识走向成熟。基础设施的普及推动着消费者对互联网电视的认知度与付费意识逐步走向成熟。2018FY，OTT行业广告收入的规模达到60亿元（YoY+130.8%）；另外，爱奇艺会员规模达8,740万，付费用户占比98.5%，会员服务收入32亿元；腾讯视频订购用户数也达到8,200万。

表 8: OTT运营数据对比

	DAU (万台)	日均收视时长(h)		OTT 广告规模 (亿元)	智能电视优爱腾 APP 累计装机量(万台)		
		点播	直播		银河奇异果	云视听极光	酷喵影视
2017FY	6,430	3.95	3.60	26	6,266	6,364	4,293
2018FY	8,108	4.80		60	11,773	11,225	10,465

数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

我们认为，OTT终端的快速普及以及目前广告与会员服务收入规模的快速膨胀，体现了互联网电视行业在设施普及与消费者教育方面正逐步走向完善。随着《通知》

指导思想推进，超高清优质内容供给的释放有望优化消费者的观影体验，提升观影热情、对4K内容的认可度以及对优质内容的付费意愿。而掌握流量入口的龙头企业的变现能力或得到进一步加强。

风险提示

政策落地推进速度不及预期

目前黑电市场规模以及供需关系处在相对稳定的状态，若相关政策落地推进速度不及预期可能会影响更新需求的释放。

零部件价格大幅上行

黑电行业的主要零部件LCD面板价格主要由供需情况决定，面板价格的大幅变动对黑电企业的盈利能力有显著影响。

消费者付费意愿提升不及预期

内容端目前主要依靠开机、嵌入、植入等广告，以及通过收取会员或点播费等形式进行变现。若消费者付费意愿提升不及预期则会对相关收入增长产生负面影响。

竞争格局持续恶化

黑色家电行业由于产品同质化严重，除TCL外的终端厂家不掌握核心零部件的制造技术（液晶屏幕等），因此整体市场的整个数据相对较差，行业集中度不高。若竞争格局持续恶化，则尽管产品性能要求的提高有利于推动均价的上行，但未来价格战的风险仍难以规避。

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—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	北京市西城区月坛南街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。