

家用电器行业

空调 1-2 月销量小幅增长

行业评级	持有
前次评级	持有
报告日期	2019-03-24

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改善的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**以及有望充分受益中央空调行业发展红利的**海信家电**。

一周行情回顾 (2019.03.18-2019.03.22)

沪深 300 指数上涨 2.4%。本周家电板块表现弱于大盘，申万家电指数上涨 1.1%，跑输市场 1.3 个百分点，其中白电指数上涨 0.3%，视听器材指数上涨 7.0%。

本周行业要闻

行业动态

➤ 家电业智能化浪潮席卷 AWE2019

据中国家电网报道，在 2019 中国家电及消费电子博览会 (AWE2019) 上，各大家电厂商争相展示了各自在智能化方面的成果，伴随着人工智能、物联网、大数据等新一代信息技术的驱动，人工智能正逐渐成为家电产品的标配。

➤ “互联网+回收”或激活家电回收的新动能

据中国家电网报道，在国家发改委目前正在草拟旧家电的回收政策，推动循环经济进一步发展。嗨回收、爱博绿等互联网平台企业也正在依托互联网思维和信息化技术推进旧家电回收行业发展。

行业月度数据回顾 (2019 年 2 月)

➤ **中怡康白电数据**：春节错期导致行业单月降幅均有扩大，空调单月均价下滑显著

➤ **中怡康厨电数据**：烟灶行业单月均价略有提升，消毒柜均价降幅收窄

➤ **产业在线空调数据**：由于过年原因，综合考虑 1、2 月情况，1-2 月累计内外销同比均保持小幅增长。

本周重点报告回顾

➤ **浙江美大 (002677.SZ) 年报点评**：收入增速环比有所放缓，多因素拉低短期盈利能力

➤ **家电外资持股专题**：符合外资配置风格，外资持有白马蓝筹比例较高

➤ **2019 年一季报业绩前瞻**：外部压力下，龙头保持稳健增长

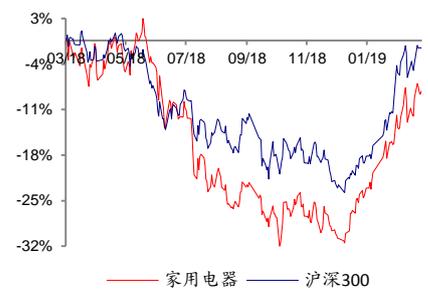
● **汇率跟踪**：本周人民币兑美元汇率小幅升值。

● **原材料价格**：本周铝、铜、冷轧板卷、原油价格均上升。

● **面板价格**：截止 2019 年 3 月，面板价格小幅回升。

● **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:家电外资持股 2019-03-19

专题：符合外资配置风格，
外资持有白马蓝筹比例较高

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(%)	
				2019/03/22	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
青岛海尔	600690.SH	买入	人民币	16.67	-	1.19	1.31	13.95	12.75	14.59	13.00	19.11	17.29
美的集团	000333.SZ	买入	人民币	48.60	46.24	3.11	3.39	15.70	14.39	12.90	11.22	24.23	23.53
格力电器	000651.SZ	买入	人民币	46.16	45.80	4.41	4.67	10.46	9.88	5.47	4.82	32.63	28.40
苏泊尔	002032.SZ	买入	人民币	64.81	-	2.00	2.36	32.45	27.45	28.90	24.41	26.55	26.64
九阳股份	002242.SZ	买入	人民币	22.60	19.55	0.98	1.08	22.97	20.92	22.26	18.09	20.13	20.92
飞科电器	603868.SH	买入	人民币	45.56	54.28	2.04	2.36	22.35	19.34	16.39	14.20	33.52	35.40
海信家电	000921.SZ	增持	人民币	13.13	11.90	1.07	1.19	12.28	11.04	19.81	17.33	18.46	17.03

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 (2019.03.18-2019.03.22)	6
行业回顾	6
本周行业要闻回顾	6
中怡康月度白电数据回顾 (2019年2月)	9
中怡康月度厨电数据回顾 (2019年2月)	11
产业在线月度空调数据回顾 (2019年2月)	14
原材料价格变动跟踪	16
汇率跟踪	16
本周重点报告回顾	17
浙江美大 (002677.SZ) 年报点评: 收入增速环比有所放缓, 多因素拉低短期盈利能力 (2019-03-22)	17
家电外资持股专题: 符合外资配置风格, 外资持有白马蓝筹比例较高 (2019-03-19) ..	18
2019年一季报业绩前瞻: 外部压力下, 龙头保持稳健增长 (2019-03-18)	19
风险提示	20

图表索引

图 1: 本周家电板块表现弱于沪深 300.....	6
图 2: 空调分品牌月度零售均价同比增速 (%)	11
图 3: 冰箱分品牌月度零售均价同比增速 (%)	11
图 4: 洗衣机分品牌月度零售均价同比增速 (%)	11
图 5: 油烟机分品牌月度零售均价同比增速 (%)	13
图 6: 燃气灶分品牌月度零售均价同比增速 (%)	13
图 7: 消毒柜分品牌月度零售均价同比增速 (%)	13
图 8: 空调月度内销及增速 (万台, %)	15
图 9: 空调月度外销及增速 (万台, %)	15
图 10: 空调月度销量及增速 (万台, %)	15
图 11: 白电主要原材料价格一览: 本周铝、铜、冷轧板卷、原油价格均上升.....	16
图 12: 面板价格: 截止 2019 年 3 月, 面板价格小幅回升.....	16
图 13: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅升值.....	16
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元)	5
表 2: 本周家电指数跑输市场 1.3 个百分点	6
表 3: 白电三件 2019 年 2 月销量、销售金额及增速 (万台, 亿元, %)	10
表 4: 空调各品牌 2019 年 2 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)	10
表 5: 冰箱各品牌 2019 年 2 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)	10
表 6: 洗衣机各品牌 2019 年 2 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)	10
表 7: 厨电三件 2019 年 2 月销量、销售金额及增速 (万台, 亿元, %)	12
表 8: 油烟机各品牌 2019 年 2 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)	12
表 9: 燃气灶各品牌 2019 年 2 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)	12
表 10: 消毒柜各品牌 2019 年 2 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)	13
表 11: 空调 2019 年 2 月总产销情况及增速 (万台, %)	14
表 12: 空调各品牌 2019 年 2 月内销情况及增速 (万台、%)	14
表 13: 空调各品牌 2019 年 2 月外销情况及增速 (万台、%)	15

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改善的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**以及有望充分受益中央空调行业发展红利的**海信家电**。

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元)

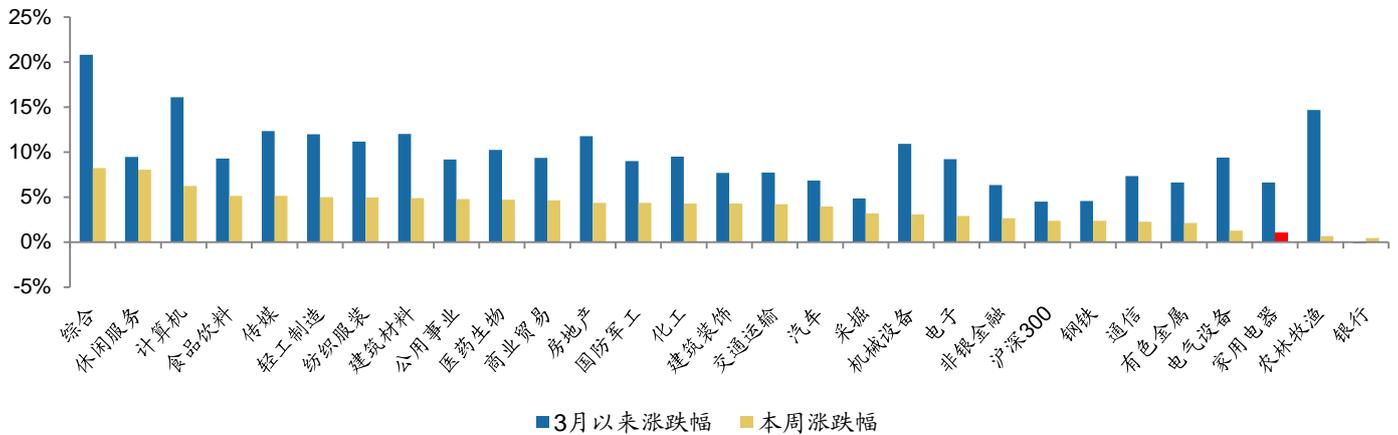
公司代码	公司简称	评级	股价	EPS			净利润增速			PE	
			2019/03/22	17A	18E	19E	17A	18E	19E	18E	19E
600690	青岛海尔	买入	16.67	1.09	1.19	1.31	38%	10%	9%	14.0	12.7
000333	美的集团	买入	48.60	2.63	3.11	3.39	18%	18%	9%	15.7	14.4
000651	格力电器	买入	46.16	3.72	4.41	4.67	45%	19%	6%	10.5	9.9
002032	苏泊尔	买入	64.81	1.59	2.00	2.36	21%	25%	18%	32.5	27.4
002242	九阳股份	买入	22.60	0.90	0.98	1.08	-1%	10%	10%	23.0	20.9
603868	飞科电器	买入	45.56	1.92	2.04	2.36	36%	6%	16%	22.3	19.3
000921	海信家电	增持	13.13	1.47	1.07	1.19	84%	-27%	11%	12.3	11.0
002705	新宝股份	增持	12.00	0.50	0.62	0.73	-5%	24%	17%	19.0	16.2
002677	浙江美大	增持	13.13	0.47	0.58	0.67	51%	24%	15%	22.4	19.5
603579	荣泰健康	增持	37.70	1.54	1.87	2.27	5%	21%	21%	20.1	16.6
603355	莱克电气	增持	26.34	0.91	1.19	1.35	-27%	30%	14%	22.1	19.5
002508	老板电器	增持	28.36	1.54	1.56	1.63	21%	1%	5%	18.2	17.4
600060	海信电器	增持	11.09	0.72	0.90	1.09	-46%	26%	21%	12.3	10.2
002615	哈尔斯	增持	6.44	0.27	0.31	0.38	-8%	17%	22%	20.6	16.9
002050	三花智控	买入	16.14	0.58	0.61	0.70	25%	5%	15%	26.6	23.2
000418	小天鹅 A	买入	56.44	2.38	2.84	3.32	28%	19%	17%	19.9	17.0
002429	兆驰股份	增持	3.31	0.13	0.17	0.21	61%	27%	27%	19.6	15.4
603515	欧普照明	增持	33.66	1.18	1.19	1.42	34%	33%	19%	28.2	23.6
002035	华帝股份	增持	12.34	0.88	0.78	0.85	56%	35%	9%	15.8	14.5
002403	爱仕达	增持	9.81	0.49	0.58	0.67	26%	18%	15%	16.9	14.7
603486	科沃斯	增持	60.91	0.94	1.24	1.47	636%	32%	19%	49.3	41.4
000100	TCL 集团	增持	4.04	0.10	0.23	0.27	-19%	137%	17%	17.8	15.2

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 浙江美大2018年EPS与净利润增速为其2018年年报公布数据

一周行情回顾 (2019.03.18-2019.03.22)

图 1: 本周家电板块表现弱于沪深 300



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 本周家电指数跑输市场 1.3 个百分点

	一周涨跌幅	一周跑赢市场 (百分点)	3 月以来涨跌幅
沪深 300	2.4%		4.5%
家用电器	1.1%	-1.3	6.6%
视听器材 (申万)	7.0%	4.6	24.4%
白色家电 (申万)	0.3%	-2.1	4.5%

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

➤ 家电业智能化浪潮席卷 AWE2019

在 2019 中国家电及消费电子博览会 (AWE2019) 上, 各大家电厂商争相展示了各自在智能化方面的成果, 伴随着人工智能、物联网、大数据等新一代信息技术的驱动, 人工智能正逐渐成为家电产品的标配。

中国家用电器协会理事长姜风表示, 智能化正在赋予“中国家电”更大的创新升级空间, 新模式、新业态、新产品不断涌现, 为行业高质量发展提供了新动能。随着家电及消费电子产业与互联网、大数据、人工智能等技术进一步深度融合, 未来将有更多跨界创新产品出现, 展现更加令人向往的美好生活场景。

家电业上演智能化浪潮

毋庸置疑, AI (人工智能) 成为本次 AWE 的主要看点, 也将成为家电未来发展的新

风口。AI 与产品的结合将会带给用户更简便的操作、更完善的解决方案以及更优化的使用体验。本次展会，众多品牌开推智能产品，如智能影音，智能出行，智能医疗，智能厨房等，比如华帝推出的可以用手机 APP 远程操控的华帝瀑布浴热水器、松下推出镜面情绪识别技术、海信带来了全新智能物联冰箱、惠尔浦发布 W 系列智能烤箱和蒸箱，从中可以看出，目前的智能应用更多关注的是用户使用的舒适度、便利性和更好的体验感。

家电行业观察人士刘步尘告诉记者，人工智能作为升级转型大风口，众厂商自然希冀把握住这一机遇。行业统计数据显示，到 2020 年全球人工智能系统将为家电企业带来超过 470 亿美元的收入，智能电视市场渗透率将达到 90%。

可以说，AI 是一个新的机遇，也是一个好的开始，它正引导中国的品牌与企业走向新一轮的蜕变，也为改善产品与用户生活的关联性提供了强大的推力。

针对当前的家电人工智能潮流，莱克电气董事长倪祖根向记者表示，目前很多传统家电产品在性能上已触碰到了天花板，缺少创新空间，大家都在积极寻找新的产品“卖点”。正是在这种情况下，人工智能成为了新的行业趋势。

IoT 物联网家电成热点

在本次 AWE2019 展会上，AI 赋能加持之下的智能家居、智慧家庭将会是与消费者联系最为紧密的领域。无论是家电品牌还是科技企业，在这两年于智能家居上都有不小的布局。

海尔近些年推行智能化，构建整套智能家庭平台，以海尔 U+ 平台涵盖的云平台、互联互通、人工智能、大数据、优家 APP、UHomeOS、海极网、海尔生态资源为基础，构建了全球首个全开放、全兼容、全交互的智慧生活平台。长虹 CHI Q Life 智慧家庭就着重呈现 AI 与 IoT 深度融合的应用场景体验，涵盖电视、冰箱、空调、小家电等全线智能终端产品，并扩展到家庭安防、环境监测等相关传感器设备，以及门锁、猫眼、窗帘等相关家庭智能设备都全面物联网化。

TCL 智能终端业务群 CEO 王成接受采访时表示，将来随着 AI 赋能各种硬件，IoT 的万物互联越来越成熟，越来越稳定，传感器的大量应用一定会带来非常多的新的应用场景。而今天所谓的智能家居的产品，往往都还不能够进行互联，或者连接还不太稳定，一些应用场景还是相对比较单一，没有办法为用户创造连接的融合的价值。这个 AI 和 IoT 会带来新的机会。未来会怎么样？AI 和 IoT 会推动家电操控由繁至简，逐步的走向无感智能。

业内人士指出，IoT 物联网家电是智能家居的重要一环，通过物联网平台（IoT OS）来连接和管理家居，包括传统的家电设备生产厂商，格力美的海尔等，也包括互联网企业小米、360、百度、阿里、华为等都在布局，用户方面则经过了 2017 年 2018 年这两年的食材教育将在 2019 年迎来集中爆发，伴随人工智能（AI）的迅速发展，IoT+AI 的家庭服务势必成为今年的重头戏。（新闻来源：中国家电网）

➤ “互联网+回收”或激活家电回收的新动能

国家发改委目前正在草拟旧家电的回收政策，推动循环经济进一步发展。此前，苏宁易购计划拿出 10 亿元补贴用户家电以旧换新。嗨回收、爱博绿等互联网平台企业也正在依托互联网思维和信息化技术推进旧家电回收行业发展，互联网+回收模式或能成为激活家电回收行业的新动能。

旧家电回收痛点多

无论是传统还是新兴的家电回收模式，消费者在使用旧家电回收服务中的痛点非常

明显。

首先，价格不透明。对于价格敏感的消费者，最终选择哪家服务商，取决于家电回收价格高低。然而市场调查发现，许多消费者认为家电回收市场价格不规范，选择服务商费时费力，体验不佳。**其次，入户不放心。**消费者对于旧家电回收的入户作业产生担忧，降低了行业整体运行效率。**第三，操作不规范。**运送和拆解二手家电具有一定的专业性，消费者担忧由于服务方施工不规范，给自己带来不必要的纠纷。**第四，成本过高。**家电回收存在物流成本高、线上线下交易响应时间过长、交易匹配率低、智能化水平不高，同时人工参与存在回收精确度不足、工作时长受限、人力成本过高等问题。**第五，回收质量不保证，正规拆解率偏低。**我国家电回收暂时没有统一的管理机制，有些会经过暴力拆解，极易对环境产生严重污染，也有可能以坏充好再次流入家电市场。**第六，回收处置链条不规范。**回收商希望增加销售渠道，层层加价，缺乏高效的供应链运营管理能力。拆解处理企业则迫切希望控制回收家电的渠道来源及回收价格。

一方面，广大消费者很难从混乱的回收市场中了解最新、最公平的再生资源回收市场价格，选择服务体验良好的环保回收服务商。

另一方面，再生资源回收服务提供商如何让自身服务信息从海量数据中脱颖而出并得到消费者认可也是亟待解决的问题。

“互联网+回收”成为新探索

2016年5月，商务部、国家发改委、环保部等6部门联合发布《关于推进再生资源回收行业转型升级的意见》，明确鼓励企业利用互联网、大数据和云计算等现代信息技术和手段，并通过信息服务平台智能回收设备、线下回收网点和激励、互联网企业四条路径实现信息流与物质流的统一。

鉴于家电回收产业链的现状，利用互联网思维和信息化技术来重塑家电回收产业链的构想并付诸实践，成为促进家电回收行业发展的新探索。当下，苏宁易购等电商平台，嗨回收、爱博绿等互联网平台企业都在尝试“互联网+回收”模式，为再生资源回收领域的前后端搭建信息共享平台。嗨回收品牌部总监史昱琼在接受《中国电子报》记者采访时表示，建立专业的回收服务平台和交易服务平台是“互联网+回收”模式的重要支撑。

她告诉记者，嗨回收通过和大型电商建立战略合作关系，实现了“大数据精准估价+下单立减+专业施工+平台保障”的服务模式。来自京东等国内主要家电销售平台大量的二手家电回收订单，为线下服务团队提供了订单保证。嗨回收希望借助互联网工具建立一套高效运转的二手家电回收系统。

记者在采访中了解到，“互联网+回收”模式通过行业效率的整体提升确实实现了更多让利给消费者，具体表现为家电回收价格更高；通过建立专业高效的平台，施工更加规范化、标准化，为人身安全和收入提供更好保障。而对于家电销售平台而言，专业配套的家电回收服务，有利于改善新家电的购买体验，有效提升新家电的销量。

“互联网+回收”模式推广仍有难度

“互联网+回收”模式正逐渐被越来越多的青年群体接受，但是偏好处理废旧产品的最大群体却是老年人，这一矛盾使“互联网+回收”模式的服务对象受到限制。

“互联网+回收”模式仍未完全孕育成形，面临诸多的发展困境。史昱琼归纳为“线下回收设施布局较少，宣传推广还未深入人心，信息极度不对称”，消费者面对各类回收渠道、五花八门的回收价格、参差不齐的上门回收服务体验，往往感到迷茫。

“互联网+回收”模式需要政策层面扶持

比如家电回收商定价缺乏依据，造成市场定价失衡，影响回收市场有序发展。由于从消费者家中回收旧家电需要支付回收金，消费者不具有开票资质，导致很难从源头建立起行业增值税抵扣链条体系。对此，史昱琮呼吁政策针对未达到废弃标准的家电产品以及二手家电出台评估定价标准，并针对互联网回收企业推出一定的税务优惠政策。

“互联网+回收”模式需要得到正规家电拆解企业的支持

数据显示，目前我国家电回收仍是以第三方回收商为主，一些有实力的家电拆解企业努力构建回收渠道，但整体占比较小。史昱琮认为，未来正规家电拆解企业有望携手互联网家电回收平台，探索“拆解厂+回收商”的合作模式。

据调研，我国主要大中城市家庭购买家电产品时，以旧换新的比例已达到七成，挖掘存量市场、以旧换新带动新机销售既符合消费需求，又符合政策导向。对于家电厂商和大型电商来说，回收环节规范化，能够解决消费者在置换新机中的种种痛点，让消费者更乐意及时更新换代，使用新家电，从而对家电销量产生带动效应。

只有在政策推动、技术带动、市场拉动等多方合力下，“互联网+回收”模式才能破解痛点，成为促进家电回收行业更规范、更高效、更环保发展的一大助力。

在政策推动、技术带动、市场拉动等多方利好下，互联网+回收模式有望成为促进家电回收行业发展的新动能，成为促进家电回收行业更规范、更高效、更环保发展的一大助力。（新闻来源：中国家电网）

中怡康月度白电数据回顾（2019年2月）

春节错期导致行业单月降幅均有扩大，空调单月均价下滑显著。根据2019年2月中怡康统计数据，空调、冰箱、洗衣机零售量分别同比下滑3.3%、32.9%、30.2%，由于春节错期效应，2月份冰箱与洗衣机的零售量降幅有所扩大，空调由于部分品牌促销活动零售量降幅有所收窄。综合1、2月来看，2019年1-2月空调、冰箱、洗衣机累计零售量分别同比下滑12.2%、14.0%、11.9%。从均价来看，冰箱均价同比提升1.0%，洗衣机均价同比下降1.2%，价格相对稳定，而空调均价同比下降13.3%，降幅较为显著。综合1、2月情况，冰箱洗衣机均价同比+2.0%、+3.4%，均价仍有稳定提升。而空调价格同比下降3.3%，空调在渠道库存压力下行业整体均价表现承压。

综合1、2月情况，奥克斯空调、美的冰箱、海尔洗衣机表现相对尚可。综合1、2月情况，空调，奥克斯累计零售量同比小幅下滑12.3%，美的、海尔降幅与其相似。冰箱美的的零售表现较好，零售量同比降幅仅5.8%，显著优于其它公司。海尔洗衣机零售量同比下滑7.6%，降幅相对较小

表 3: 白电三件 2019 年 2 月销量、销售金额及增速 (万台, 亿元, %)

项目	单月零售				累计零售			
	销量	YoY	销售金额	YoY	累计销量	YoY	累计金额	YoY
冰箱	36.2	-32.9%	13.3	-32.2%	105.9	-12.2%	43.3	-9.7%
空调	23.8	-3.3%	9.0	-13.6%	75.5	-14.0%	31.4	-16.0%
洗衣机	43.4	-30.2%	11.0	-29.6%	131.4	-11.9%	36.4	-8.4%

数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

表 4: 空调各品牌 2019 年 2 月累计销量、销售金额及增速 (万台, 亿元、%、元)

企业	零售量				零售额			
	当月	YOY	累计	YOY	当月	YOY	当月	YOY
格力电器	5.6	-27.3%	21.3	-24.4%	2.6	-29.2%	10.5	-21.6%
美的集团	6.2	-2.4%	19.3	-13.9%	2.3	-14.6%	7.9	-16.4%
青岛海尔	2.7	1.6%	8.4	-13.2%	1.1	-3.5%	3.8	-14.4%
奥克斯	1.1	-19.1%	3.9	-12.3%	0.3	-25.9%	1.3	-15.2%

数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

表 5: 冰箱各品牌 2019 年 2 月累计销量、销售金额及增速 (万台, 亿元、%、元)

企业	零售量				零售额			
	当月	YoY	累计	YoY	当月	YoY	累计	YoY
青岛海尔	9.9	-33.7%	31.7	-12.1%	4.5	-29.4%	15.2	-6.4%
美的集团	4.7	-34.5%	14.2	-5.8%	1.7	-32.6%	5.4	-1.0%
长虹美菱	3.5	-43.7%	11.5	-15.9%	1.2	-41.3%	4.3	-11.2%
容声	4.4	-36.9%	13.4	-14.6%	1.6	-31.5%	5.1	-6.5%
西门子	1.4	-47.8%	5.0	-32.3%	1.0	-42.9%	3.6	-26.0%
海信家电	2.1	-35.1%	5.9	-11.3%	0.7	-25.3%	2.0	2.6%

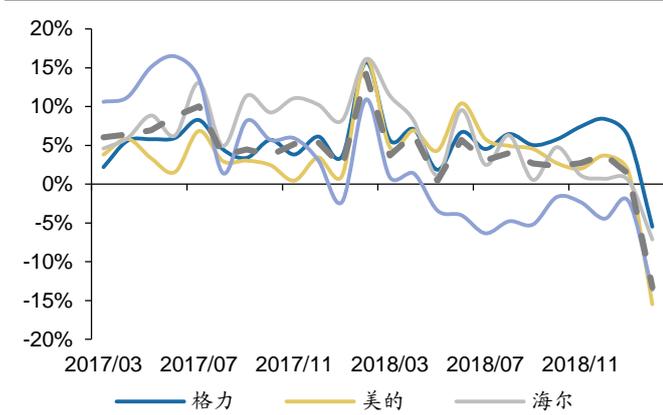
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

表 6: 洗衣机各品牌 2019 年 2 月累计销量、销售金额及增速 (万台, 亿元、%、元)

企业		零售量				零售额			
		当月	YoY	累计	YoY	当月	YoY	累计	YoY
海尔	青岛海尔	13.3	-27.2%	41.8	-7.6%	3.7	-23.9%	12.6	-1.4%
	美的系	6.1	14.7%	18.1	46.9%	1.2	10.2%	3.7	48.0%
惠而浦系	小天鹅 A	6.5	-42.1%	20.7	-24.2%	1.8	-38.0%	6.5	-12.5%
	惠而浦	0.7	-16.8%	2.2	11.9%	0.3	-6.8%	0.8	19.8%
	荣事达	0.6	-12.4%	1.5	10.4%	0.1	-21.9%	0.2	-5.2%
	三洋	1.7	-44.2%	4.8	-29.6%	0.4	-48.9%	1.2	-33.2%

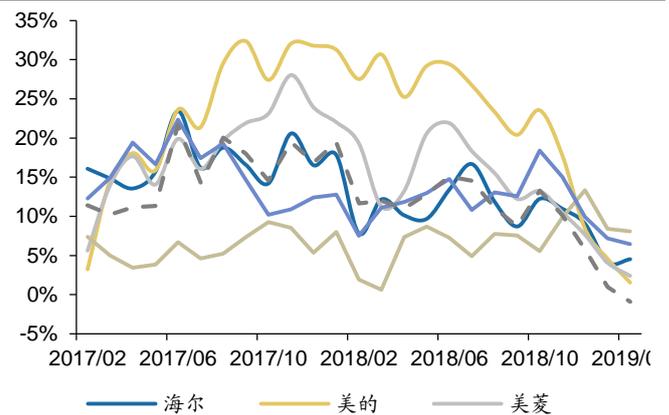
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 2: 空调分品牌月度零售均价同比增速 (%)



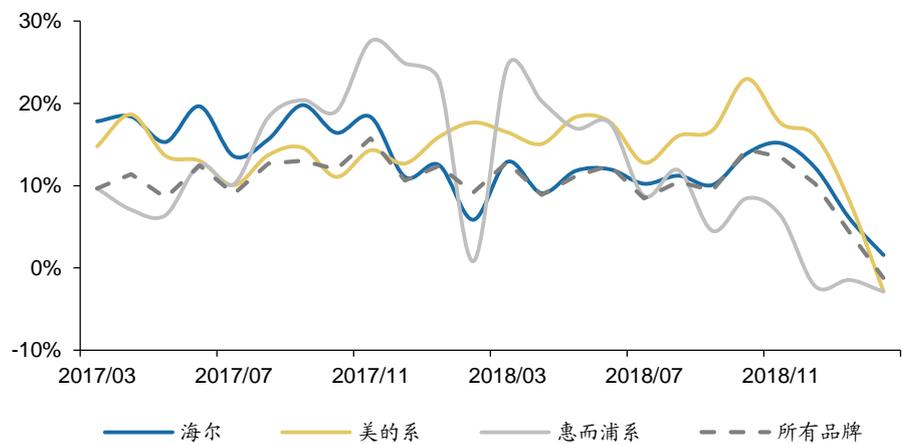
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 3: 冰箱分品牌月度零售均价同比增速 (%)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 4: 洗衣机分品牌月度零售均价同比增速 (%)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

中怡康月度厨电数据回顾 (2019 年 2 月)

烟灶消零售规模同比下滑幅度增大。根据中怡康 2019 年 2 月的统计数据, 油烟机、燃气灶、消毒柜单月零售量同比分别下降 16.6%、21.4%和 21.2%, 零售额同比下降 13.8%、20.8%和 21.2%。由于春节错期, 今年节前促销集中于 1 月, 因此 1 月销售表现相对尚可, 而 2 月单月对比上月降幅均有所增大。综合 1、2 月情况, 2019 年 1-2 月累计零售量同比分别下降 7.4%、5.9%和 18.3%, 累计零售额同比下降 10.5%、9.3%、23.2%。

烟灶行业单月均价略有提升, 消毒柜均价降幅收窄。烟灶行业零售均价同比分别上升 0.7%、0.2%, 消毒柜零售均价同比下滑 2.2%, 房地产销售景气度下行导致厨电行业整体均价相对承压, 但 2 月单月表现有所好转。综合 1、2 月情况来看, 2019 年 1-2 月累计均价同比分别下降 3.4%、3.6%、6.0%。

综合 1、2 月情况，万和、方太烟灶、康宝消毒柜表现尚可。综合 1、2 月情况，万和、方太烟灶表现相对尚可，零售量 1-2 月累计降幅均只有个位数。康宝消毒柜 1-2 月零售量同比降幅 11%，优于行业其它公司。

表 7: 厨电三件 2019 年 2 月销量、销售金额及增速 (万台, 亿元, %)

项目	单月零售				累计零售			
	销量	YoY	销售金额	YoY	累计销量	YoY	累计金额	YoY
油烟机	6.3	-16.6%	1.7	-13.8%	22.7	-7.4%	6.5	-10.5%
燃气灶	9.0	-21.4%	1.2	-20.8%	29.0	-5.9%	4.1	-9.3%
消毒柜	1.3	-21.2%	0.2	-21.2%	4.1	-18.3%	0.8	-23.2%

数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

表 8: 油烟机各品牌 2019 年 2 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)

企业	零售量				零售额			
	当月	YOY	累计	YOY	当月	YOY	当月	YOY
老板电器	0.84	-13%	3.44	-16%	0.34	-14%	1.45	-19%
方太	0.70	-9%	3.15	-8%	0.30	-9%	1.36	-12%
华帝股份	0.47	-15%	1.68	-10%	0.15	-14%	0.57	-9%
美的集团	0.71	-26%	2.42	-14%	0.18	-21%	0.63	-10%
万和	0.33	-11%	1.13	-7%	0.06	-11%	0.22	-5%
西门子	0.14	-8%	0.49	-17%	0.06	1%	0.23	-12%

数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

表 9: 燃气灶各品牌 2019 年 2 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)

企业	零售量				零售额			
	当月	YoY	累计	YoY	当月	YoY	累计	YoY
华帝股份	0.83	-25%	2.75	-10%	0.14	-24%	0.46	-11%
老板电器	0.89	-17%	3.46	-16%	0.19	-19%	0.75	-18%
方太	0.75	-14%	3.31	-5%	0.17	-17%	0.73	-12%
美的集团	1.03	-31%	3.17	-14%	0.12	-30%	0.38	-13%
万和	0.65	-20%	1.85	-8%	0.07	-17%	0.20	-3%
西门子	0.16	-15%	0.56	-15%	0.04	-10%	0.13	-16%

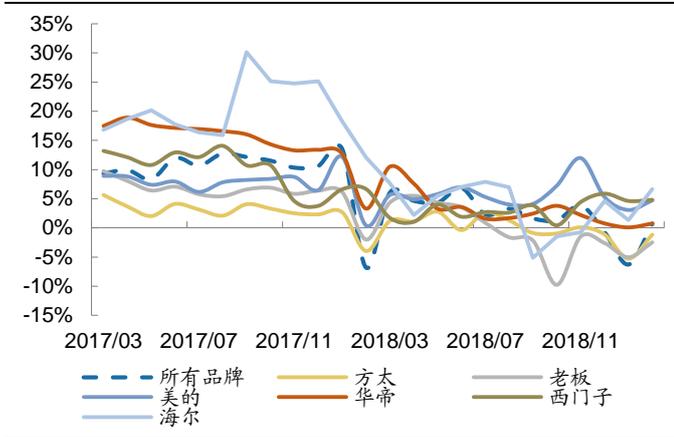
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

表 10: 消毒柜各品牌 2019 年 2 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)

企业	零售量				零售额			
	当月	YoY	累计	YoY	当月	YoY	累计	YoY
康宝	0.39	-26%	1.12	-11%	0.05	-27%	0.15	-11%
万和	0.10	-16%	0.32	-13%	0.02	-20%	0.05	-14%
老板电器	0.08	-15%	0.33	-36%	0.03	-15%	0.12	-36%
方太	0.08	-3%	0.36	-24%	0.03	-4%	0.13	-25%
康星	0.08	-37%	0.22	-22%	0.01	-35%	0.02	-18%
美的集团	0.11	-29%	0.35	-27%	0.02	-27%	0.06	-26%
华帝股份	0.04	-28%	0.16	-30%	0.01	-30%	0.04	-29%
西门子	0.02	-28%	0.10	-24%	0.01	-24%	0.03	-22%

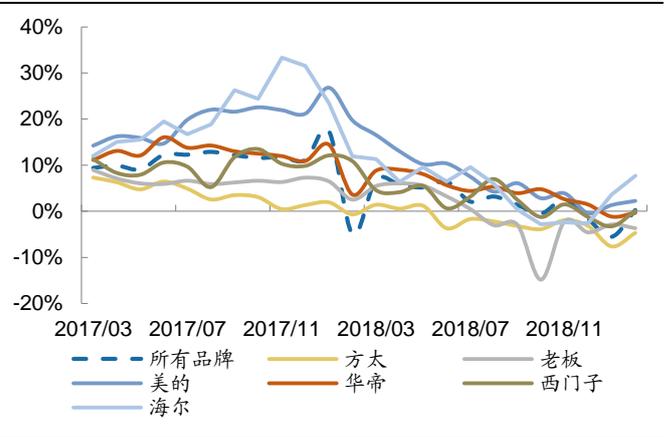
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 5: 油烟机分品牌月度零售均价同比增速 (%)



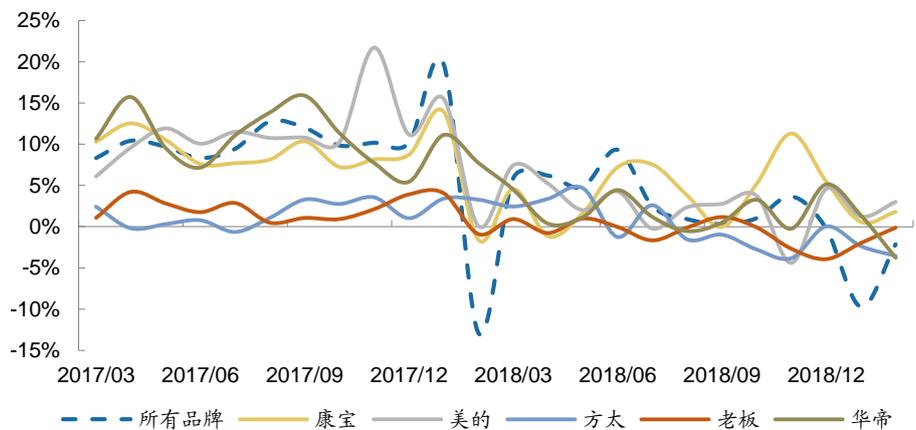
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 6: 燃气灶分品牌月度零售均价同比增速 (%)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 7: 消毒柜分品牌月度零售均价同比增速 (%)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

产业在线月度空调数据回顾（2019年2月）

由于过年原因，综合考虑1、2月情况，1-2月累计内外销同比均保持小幅增长。行业，产量892万台，-4%（1-2月2220万，+2%）；销量924万台，-3%（1-2月2337万，+3%）；内销493万台，-2%（1-2月1234万，+3%）；外销431万台，-4%（1-2月1104万，+3%）。

奥克斯内销表现较好，美的外销表现优异。分公司：格力内销204万台，+0.5%（1-2月476万，+6%），外销100万台，+5%（1-2月253万，+5%）；美的内销133万台，+2%（1-2月323万，+5%），外销135万台，+9%（1-2月357万，+23%）；海尔内销37万台，-27%（1-2月131万，-7%），外销30万台，-25%（1-2月80万，-25%）；奥克斯内销35万台，+3%（1-2月129万，+8%），外销40万台，-13%（1-2月110万，-5%）；海信科龙内销23万台，-18%（1-2月42万，-9%），外销30万台，+7%（1-2月62万，+7%）。

表 11: 空调 2019 年 2 月总产销情况及增速（万台，%）

项目	当月						财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年	
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值	
1 生产	892	-4.1%	930	-8.3%	1015	2220	2.2%	2173	8.1%	2009	
2 销售	924	-3.0%	953	-7.2%	1026	2337	3.1%	2267	12.4%	2018	
3 出口	431	-4.3%	450	-13.7%	522	1104	3.3%	1069	1.0%	1058	
4 内销	493	-1.9%	503	-0.4%	504	1234	2.9%	1199	24.8%	960	
5 库存	895	-10.7%	1001	10.4%	907	895	-10.7%	1001	10.4%	907	
6 产销率	103.5%	1.1%	102.4%	1.2%	101.2%	105.3%	0.9%	104.4%	3.9%	100.4%	
7 内销比重	53.4%	1.2%	52.8%	7.3%	49.2%	52.8%	-0.2%	52.9%	11.1%	47.6%	

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 12: 空调各品牌 2019 年 2 月内销情况及增速（万台、%）

企业/项目	当月						财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年	
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值	
格力电器	204	0.5%	203	1.5%	200	476	5.5%	451	22.6%	368	
美的集团	133	2.3%	130	8.3%	120	323	5.2%	307	33.5%	230	
青岛海尔	37	-27.5%	51	2.0%	50	131	-7.1%	141	34.3%	105	
奥克斯	35	2.9%	34	0.0%	34	129	8.4%	119	38.4%	86	

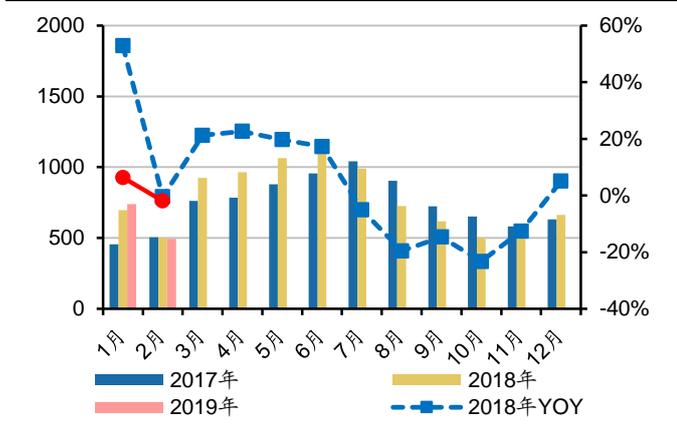
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 13: 空调各品牌 2019 年 2 月外销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	当月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
格力电器	100	5.3%	95	5.6%	90	253	5.0%	241	17.6%	205
美的集团	135	8.6%	124	-26.0%	168	357	23.4%	289	-4.5%	303
青岛海尔	30	-25.0%	40	11.1%	36	80	-24.5%	106	39.5%	76
奥克斯	40	-13.0%	46	-9.8%	51	110	-5.2%	116	24.7%	93

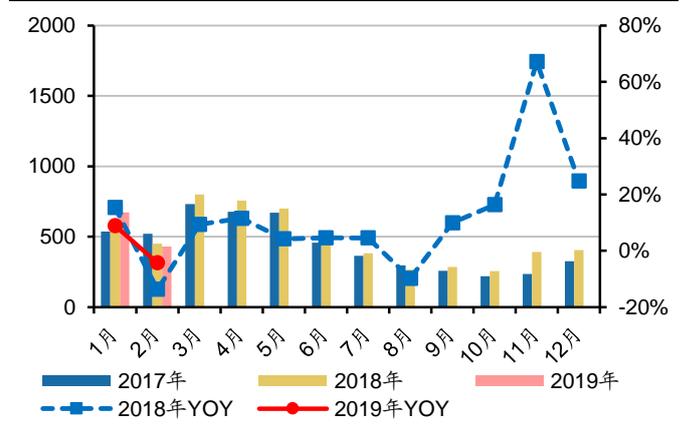
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 8: 空调月度内销及增速 (万台, %)



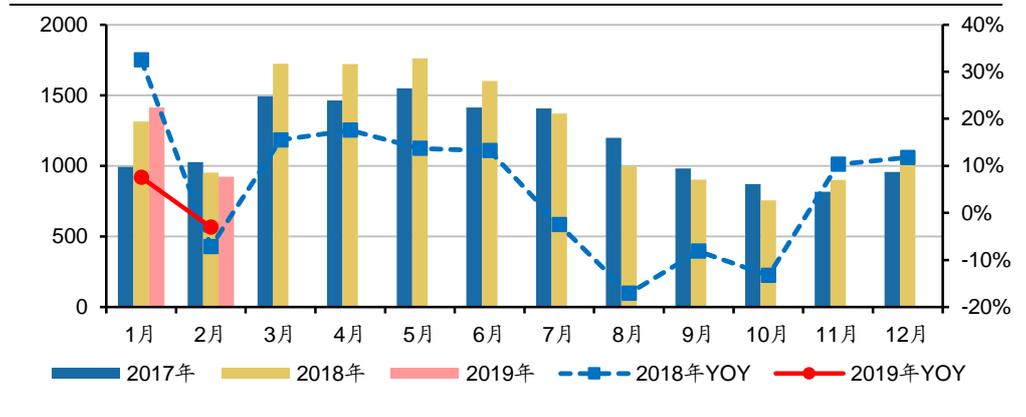
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 9: 空调月度外销及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

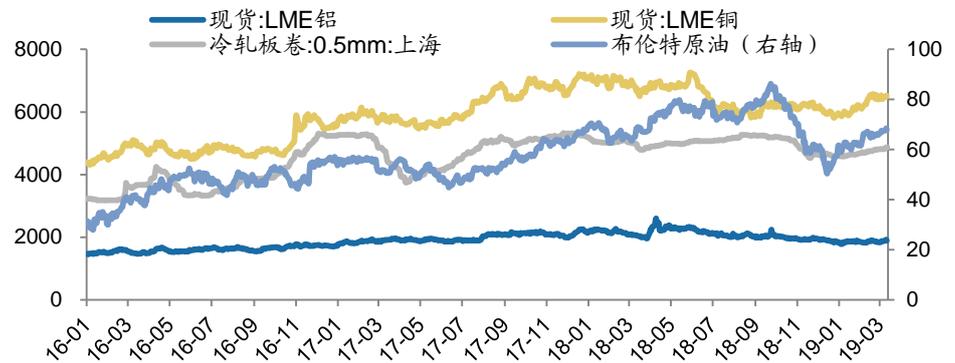
图 10: 空调月度销量及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

原材料价格变动跟踪

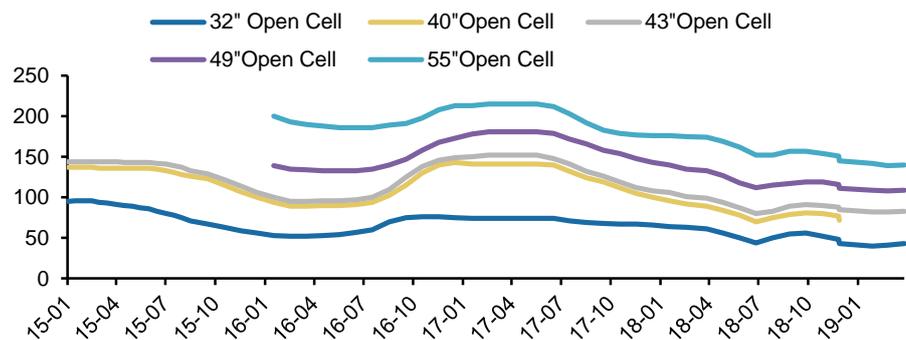
图 11: 白电主要原材料价格一览: 本周铝、铜、冷轧板卷、原油价格均上升



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 12: 面板价格: 截止 2019 年 3 月, 面板价格小幅回升

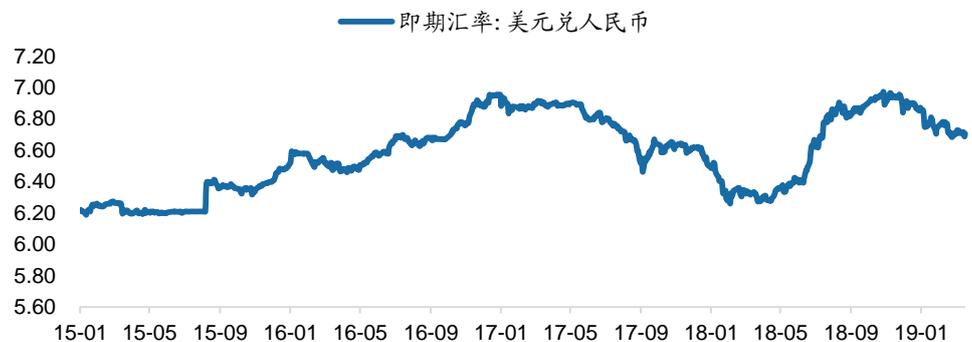


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位为美元/片

汇率跟踪

图 13: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅升值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

本周重点报告回顾

浙江美大 (002677.SZ) 年报点评: 收入增速环比有所放缓, 多因素拉低短期盈利能力 (2019-03-22)

● 收入维系较快增长但环比有所放缓, 业绩增长略低预期

公司披露2018年年报: 2018年公司实现收入14.0亿元 (+36.5%), 实现归母净利润3.8亿元 (YoY +23.7%), 对应净利润率26.9% (YoY -2.8pct); 其中Q4单季度实现收入4.7亿元 (YoY +26.0%), 实现归母净利润1.3亿元 (YoY +4.6%), 对应净利润率27.8% (YoY -5.7pct)。同时, 公司拟向全体股东每10股派发现金红利4.65元, 共计派发现金3.0亿元。

● 原材料、营销投入、现金管理等多重因素下, 公司短期盈利能力承压

毛利率略有压力: 公司2018年实现毛利率51.5% (YoY -2.4pct)。集成灶主要原材料不锈钢板的价格在2018年一直保持在相对高位, 尽管Q4略有下调, 但由于原材料的库存周期, 价格的变化传导到报表端仍需一定时间;

费用率各有波动: 公司兑现加大营销投入承诺, 全年销售费用率达到11.0% (YoY +1.2pct); 同时由于限制性股票股份支付费用计提全年仅达898万元 (YoY -1,769万元), 推动管理+研发费用率下降至8.7% (YoY -2.7pct);

投资收益减少: 公司2018年理财产品为主的其他流动资产为0, 导致投资净收益全年仅实现1,086万元 (YoY -2,114元), 对当期利润有所影响。

● 渠道拓展持续推进, 产能扩张着眼未来

2018年全年公司新开发一级经销商近200家, 终端门店400多个, 截止至2018年12月底已拥有一级经销商1,300多家, 营销终端近2,500个, 同时公司KA的建店计划与电商的发展也在继续推进, 扁平化的多元渠道布局正逐步完善; 公司新增110万台产能项目中生产厂房、立体仓库的建设已进入收尾阶段, 预计2019Q1可基本完工; 配套用房预计在Q2-Q3末可完工; 3条生产线在安装调试后2019年7月可望进入试生产阶段。

● 盈利预测

我们认为厨电在长周期维度上仍然具备确定的成长空间。集成灶有着功能性上的差异化优势, 渗透率仍有着由低向高提升的大趋势, 美大作为行业龙必将持续受益。考虑到目前公司渠道布局更偏向于三四线城市以及地产短期竣工依旧承压等因素, 行业短期仍面临着需求端的压力。预计2019-2021年公司归母净利润分别为4.4、4.9、5.5亿元, 同比增速分别为15.1%、13.3%、11.1%, 最新收盘价对应2019年PE为19.4x, 给予合理价值为14.0元, 对应2019年PE为20.9x, PEG为1.4, 低于厨电行业可比公司, 维持“增持”评级。

● 风险提示

地产景气度持续下降; 广宣费用投放收获不及预期; 行业竞争格局恶化。

家电外资持股专题：符合外资配置风格，外资持有白马蓝筹比例较高（2019-03-19）

● 外资总持股比例触发上限，历史上相关政策要求曾有调整

香港交易所于2019年3月5日发布公告，大族激光（002008.SZ）由于总境外持股比例超过28%，深港通将暂停接受该股票的买盘。受此影响，MSCI发布公告称将大族激光自MSCI China All Shares Indexes中剔除，同时调整总持股比例接近28%阈值的美的集团（000333.SZ）的纳入因子（Foreign Inclusion Factor）。目前监管机构对外资投资者在A股上市公司中持股占总股本比例的要求有以下几个重要阈值：

- (1) 单个境外投资者持股比例不得超10%，所有境外投资者持股比例不得超30%；
- (2) 所有境外投资者持股比例达26%后，交易所将在次一交易日公布该比例；
- (3) 所有境外投资者持股比例达到28%后，港交所将暂停中华通（陆股通）买盘。

而对照来看，此前证监会在2002年下发的《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》（已废止）中规定所有境外投资者持股比例的上限仅为20%。参照中国台湾证券市场的经验，随着A股开放进程不断推进，外资对A股的参与度也将逐渐提升。

● 家电板块符合外资配置风格

Wind数据显示，目前QFII、陆股通持有家电行业股票的市值分别达到176亿元 / 1,108亿元，其配置比例（持有家电市值占持仓总市值中的比例）分别达到11.9% / 11.3%，超配比例分别达到9.7% / 9.1%，排名位列第二。拉长维度来看，北上资金持有家电板块在2016年底深港通正式启动后快速上行，总共经历了三个阶段：

- (1) 2017年3月初至2018年1月底：陆股通持有家电公司的市值从176亿元增长至953亿元；
- (2) 2018年2月初至2018年底：在持股占比（持有家电市值占家电股总市值的比例）保持相对稳定的同时，超配比例从13.1%下降至8.0%（-5.0pct）；
- (3) 2019年初至今：根据测算（加总各期家电板块成分股外资持股数量变化乘以当期与前期收盘价的均值），家电行业净流入213.5亿元，仅次于食品饮料行业，超配比例从8.0%上升至9.1%（+1.1pct）。

近两周在陆股通停止接受大族激光买盘、MSCI调整权重事件后北上资金整体的净流入速度明显收窄，但家电行业净流入速度收窄幅度相对较小，近两周流入金额仍分别达到24.1亿元/10.9亿元。

● 外资配置龙头蓝筹的比例较高

个股方面，家电板块的龙头蓝筹股陆股通持股比例均在2017年大幅上升，在2018年保持基本稳定，在2019年年初至今再次上行，与行业整体保持一致。

● 风险提示

MSCI纳入因子调整不及预期；外资A股配置意愿不及预期；汇率大幅波动。

2019 年一季报业绩前瞻：外部压力下，龙头保持稳健增长（2019-03-18）

● 消费、地产压力下，龙头依然保持稳健增长，维持家电行业“持有”评级，推荐白电和小家电龙头

在消费、地产后周期的双重压力下，家电行业内销整体增速放缓，冰洗和电视进入成熟期、需求以更新换代为主，空调和厨电在高基数和地产影响下依然压力大，消费升级品类如洗烘一体机、大容量冰箱、部分成长小家电产品，我们认为依然能表现出穿越周期增长的潜力。未来随着家电刺激政策的逐步落地，我们预计2019H2需求端有望边际改善。

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改善的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**以及有望充分受益中央空调行业发展红利的**海信家电**。

● 白电：传统品类进入以更新需求为主的存量市场，销量增速放缓

内销：延续2018年下半年趋势，白电销量增速放缓，空调压力大于冰洗。

外销：由于中美贸易摩擦导致美国市场提前进行采购，出口节奏前移，根据产业在线数据，2019年1月，外销增速较快，其中冰箱、洗衣机则均实现两位数增长，而空调由于2018年基数较高出现销量增速同比下滑。

盈利：白电消费升级趋势持续，均价依然有小幅增长，而同期原材料价格有所下降，预计盈利能力略有改善。

● 厨电：销量降幅收窄，盈利依旧承压

厨电销量降幅有所收窄，均价持续下滑。受地产影响，2017年下半年以来厨电销量、均价提升幅度均放缓。2018Q4以来，虽然地产销售依然低迷，但是一二线地产销售有所回暖，预计老板电器收入端有望逐步改善。

● 黑电：面板价格持续下滑，黑电企业成本压力继续缓解

电视均价呈现回落趋势，但面板价格自2017H1以来进入下滑通道，当前面板价格已由高位下降至低位，对黑电企业的成本压力有所缓解，但鉴于行业竞争激烈，盈利能力改善有限。另外，《超清视频产业发展行动计划》有望拉动产品升级、促进更新换代需求提前释放。

● 小家电：均价持续提升，消费升级趋势持续

小家电消费升级趋势持续，主要表现：1)小家电主要产品均价持续提升；2)破壁机、扫地机器人等消费升级新产品实现快速渗透。我们认为，未来小家电将保持良好增长潜力，龙头公司的业绩成长有望穿越周期。

● 风险提示

原材料价格上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；行业竞争格局恶化。

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 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	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。