

家用电器行业

地产景气度上行，家电需求有望边际改善

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（2019.03.25-2019.03.29）

沪深 300 指数上涨 1.0%。本周家电板块表现优于大盘，申万家电指数上涨 1.1%，跑赢市场 0.1 个百分点，其中白电指数上涨 1.6%，视听器材指数下跌 2.4%。

本周行业要闻

行业动态

厨电企业走出沼泽地的道路变清晰

据前瞻产业研究院数据显示，2018 年厨电市场行业规模相较于 2017 年同比下降 2.7%，行业规模由 697 亿元缩至 678 亿元。为应对厨电市场放缓，厨电企业积极探索培育新品类，发展智能交互，转换跑道等全新道路。

老牌家电巨头入局厨电市场

据中国家电网报道，到目前为止，海尔、美的、格力都早已推出厨电产品。尤其是海尔与美的的厨电产品，销量不断扩张。海信、TCL、创维、长虹、康佳彩电五巨头，也都先后入局厨电行业，厨电行业竞争程度加大。

2018 中央空调大市场盘点

据产业在线监测数据显示，2018 年中央空调行业销售额 967.1 亿元，同比增长 10.3%，与 2017 年相比增速明显放缓。

行业月度数据回顾（2019 年 2 月）

产业在线洗衣机数据：销量下滑，海尔外销表现优异

产业在线冰箱数据：内销小幅下滑，开年整体外销表现较好，奥马外销表现优异

本周重点报告回顾

青岛海尔（600690.SH）深度报告：剑锋磨砺出，经营具备进一步改善潜力

海信家电（000921.SH/00921.HK）年报点评：外部承压下，依然实现稳健增长

苏泊尔（002032.SZ）年报点评：业绩增速领跑行业

飞科电器（603868.SH）年报点评：线下分销体系调整后，期待业绩改善

2 月行业数据点评：空调出货略超预期，地产景气度触底回升

汇率跟踪：本周人民币兑美元汇率小幅贬值。

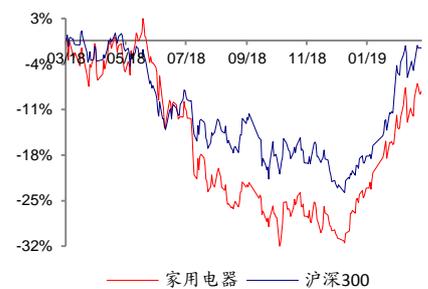
原材料价格：本周铝、铜、冷轧板卷、原油价格均上升。

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。

行业评级	持有
前次评级	持有
报告日期	2019-03-31

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		EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/03/29	合理价值 (元/股)	2018A/E	2019E	2018A/E	2019E	2018A/E	2019E	2018A/E	2019E
青岛海尔	600690.SH	买入	人民币	17.11	19.65	1.19	1.31	14.35	13.10	7.96	6.47	19.27	18.49
美的集团	000333.SZ	买入	人民币	48.73	46.24	3.11	3.39	15.67	14.37	12.94	11.25	24.23	23.53
格力电器	000651.SZ	买入	人民币	47.21	45.80	4.41	4.67	10.69	10.11	5.67	5.00	32.63	28.40
苏泊尔	002032.SZ	买入	人民币	75.03	78.40	2.03	2.45	36.90	30.69	21.32	23.76	28.27	27.86
飞科电器	603868.SH	买入	人民币	44.14	56.25	1.94	2.25	22.75	19.64	14.62	13.86	32.47	33.39
海信家电	000921.SZ	增持	人民币	13.46	14.35	1.01	1.12	13.33	12.02	5.47	11.87	18.74	17.20

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 海信家电、苏泊尔、飞科电器 2018 年 EPS 为其 2018 年年报公布数据

目录索引

投资建议	5
一周行情回顾 (2019.03.25-2019.03.29)	6
行业回顾	6
本周行业要闻回顾	6
产业在线月度洗衣机数据回顾 (2019 年 2 月)	10
产业在线冰箱数据回顾 (2019 年 2 月)	12
原材料价格变动跟踪	14
汇率跟踪	14
本周重点报告回顾	15
青岛海尔 (600690.SH) 深度报告: 剑锋磨砺出, 经营具备进一步改善潜力 (2019-03-27)	15
海信家电 (000921.SH/00921.HK) 年报点评: 外部承压下, 依然实现稳健增长 (2019-03-29)	16
苏泊尔 (002032.SZ) 年报点评: 业绩增速领跑行业 (2019-03-28)	17
飞科电器 (603868.SH) 年报点评: 线下分销体系调整后, 期待业绩改善 (2019-03-29)	18
风险提示	20

图表索引

图 1: 本周家电板块表现优于沪深 300.....	6
图 2: 洗衣机月度内销及增速 (万台, %)	11
图 3: 洗衣机月度外销及增速 (万台, %)	11
图 4: 洗衣机月度销量及增速 (万台, %)	11
图 5: 冰箱月度内销及增速 (万台, %)	13
图 6: 冰箱月度外销及增速 (万台, %)	13
图 7: 冰箱月度销量及增速 (万台, %)	13
图 8: 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.....	14
图 9: 面板价格: 截止 2019 年 3 月, 面板价格小幅回升.....	14
图 10: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅贬值.....	14
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元)	5
表 2: 本周家电指数跑赢市场 0.1 个百分点	6
表 3: 洗衣机 2019 年 2 月总产销情况及增速 (万台, %)	10
表 4: 洗衣机各品牌 2019 年 2 月内销情况及增速 (万台、%)	11
表 5: 洗衣机各品牌 2019 年 2 月外销情况及增速 (万台、%)	11
表 6: 冰箱各品牌 2019 年 2 月销量情况及增速 (万台、%)	12
表 7: 冰箱各品牌 2019 年 2 月内销情况及增速 (万台、%)	12
表 8: 冰箱各品牌 2019 年 2 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)

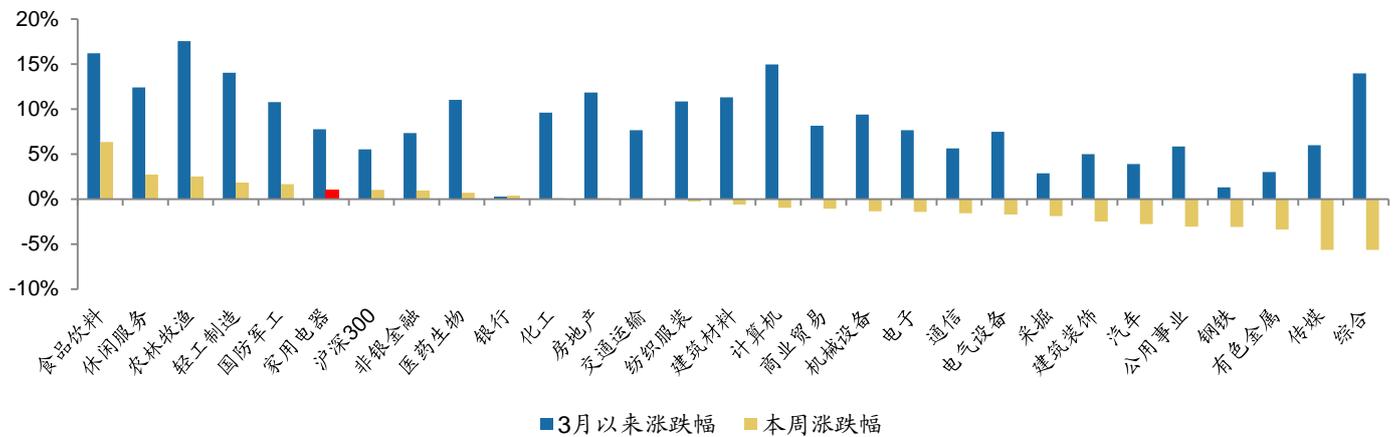
公司代码	公司简称	评级	股价 2019/03/29	EPS			净利润增速			PE	
				17A	18A/E	19E	17A	18A/E	19E	18A/E	19E
600690	青岛海尔	买入	17.11	1.14	1.19	1.31	38%	10%	10%	14.3	13.1
000333	美的集团	买入	48.73	2.63	3.11	3.39	18%	18%	9%	15.7	14.4
000651	格力电器	买入	47.21	3.72	4.41	4.67	45%	19%	6%	10.7	10.1
002032	苏泊尔	买入	75.03	1.61	2.03	2.45	23%	26%	20%	36.9	30.7
603868	飞科电器	买入	44.14	1.92	1.94	2.25	36%	1%	16%	22.8	19.6
000921	海信家电	增持	13.46	1.48	1.01	1.12	86%	-32%	11%	13.3	12.0
002705	新宝股份	增持	13.00	0.50	0.62	0.73	-5%	24%	17%	21.0	17.8
002677	浙江美大	增持	14.22	0.47	0.58	0.67	51%	24%	15%	24.3	21.1
603579	荣泰健康	增持	41.12	1.54	1.87	2.27	5%	21%	21%	21.9	18.1
603355	莱克电气	增持	26.35	0.91	1.19	1.35	-27%	30%	14%	22.2	19.5
002508	老板电器	增持	32.20	1.54	1.56	1.63	21%	1%	5%	20.6	19.7
600060	海信电器	增持	10.52	0.72	0.90	1.09	-46%	26%	21%	11.6	9.6
002615	哈尔斯	增持	6.25	0.27	0.31	0.38	-8%	17%	22%	20.0	16.4
002050	三花智控	买入	15.67	0.58	0.61	0.70	25%	5%	15%	25.8	22.4
000418	小天鹅 A	买入	56.93	2.38	2.84	3.32	28%	19%	17%	20.0	17.1
002429	兆驰股份	增持	3.27	0.13	0.17	0.21	61%	27%	27%	19.4	15.2
603515	欧普照明	增持	38.48	1.18	1.19	1.42	34%	33%	19%	32.2	27.0
002035	华帝股份	增持	14.03	0.88	0.78	0.85	56%	35%	9%	18.0	16.5
002403	爱仕达	增持	9.40	0.49	0.58	0.67	26%	18%	15%	16.1	14.1
603486	科沃斯	增持	60.92	0.94	1.24	1.47	636%	32%	19%	49.3	41.4
000100	TCL 集团	增持	4.06	0.10	0.23	0.27	-19%	137%	17%	17.9	15.3

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 浙江美大、海信家电、苏泊尔、飞科电器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 (2019.03.25-2019.03.29)

图 1: 本周家电板块表现优于沪深 300



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 本周家电指数跑赢市场 0.1 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	1.0%		5.5%
家用电器	1.1%	0.1	7.8%
视听器材 (申万)	-2.4%	-3.5	21.4%
白色家电 (申万)	1.6%	0.6	6.2%

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

➤ 厨电巨头走出沼泽地的道路变清晰

“变化太快”是 2018 年厨电业内人士深深的感受。纵观 2018 年，年初业内还高呼千亿在即，转瞬就被泼了一盆冷水。前瞻产业研究院数据显示，2018 年厨电市场行业规模相较于 2017 年同比下降 2.7%，行业规模由 697 亿元缩至 678 亿元。

多位业内人士表示，从产业的发展周期来看，传统厨电行业经历了几十年的中高速普及增长之后，正慢慢向“普及+置换”的方向发展。在这一阶段，市场竞争加大，行业洗牌加速。那么，如何突破销售“围城”？或许我们能从巨头动向身上找到答案。

扩军备战 蒸箱打造增长新引擎

为了应对厨电市场增速放缓的困境，业内整合动作频频。如，老板电器控股金帝公司，希望借此扩展集成灶的业务；华帝股份购买中山市华帝环境科技有限公司部分股权，有助

于华帝股份在净水器、空气净化器领域发展；九阳股份收购吸尘器企业“Shark” 51%的股权，延伸到吸尘器等环境生活电器；苏泊尔在浙江绍兴投资设立了全资子公司浙江苏泊尔厨卫电器制造有限公司，经营范围涵盖燃气具、吸油烟机、消毒柜、净水机等，为下一步扩展做铺垫。

面对传统家电品类市场的消费疲软、增长乏力，以及同质化竞争带来的白热化，寻找并培育新品类，是众多行业企业选择的一条持续发展道路。在这几年间的新品类推广引爆道路上，厨电企业投入的多，收获也还不错。

比如，大有可为的蒸箱市场。美的发力古法蒸制，格兰仕推出 360° 立体加热环流蒸汽技术，华帝主推“压力蒸”蒸箱，老板电器更是将中式蒸箱确立为具有战略意义的第二品类。据悉，老板电器的目标是使蒸箱品类的营收占比在未来从 10% 提升到 35%，占据 1/3 的份额。

各大企业发力蒸箱品类的背后，是蒸箱市场目前处于高速增长期。相关数据显示，2016、2017 两年时间里，蒸箱全行业零售增速高达年均 130% 以上。虽然在 2018 年蒸箱零售增速，同比出现下滑，但依旧保持着远超厨电行业整体的增速水平。在战略上确定其方向和趋势，在策略上加大创新和推广的投入，在市场上积极与用户的交互和沟通，业内人士认为，在开发、培育新品类的道路上，厨电企业并没有走错方向。

智能交互，突破空间界限

围绕科技、设计、创新等关键词，万家乐推出一款可升降式平面钢板燃气灶产品。这款灶具，在亮相之初，便迅速火爆于各大社交平台。使用过程中，通过全金属触控技术控制灶具升降，关机状态降下来便是一块严丝合缝的钢板，掀起了一阵热评。无独有偶，方太也于 AWE 发布一款概念产品——隐匿式智控灶 TCCA，将升降式结构、红外感应、手势操控等极具未来感的领先技术引入灶具，让用户对家居形态的未来多了一重想象。

从厨房延伸，我们甚至可以想象未来整个家居形态的变化。随着技术的进一步发展，与消费者需求的进阶，厨电、家电等产品的固有使用功能将逐渐弱化，而社交属性将会增强。厨房、客厅、卧室这些传统形态的物理空间界限将会变得模糊，最终可能会趋向融为一体。

转换跑道 高端厨电迎县镇市场红利期

厨电消费两极分化，引发品牌和企业竞争格局的分化已经基本完成。高端和性高价比的两大阵营，目前都在各自驰骋。其中方太、老板的高端阵营，面临着华帝、美的、海尔等企业的不断抢夺；而在高性价比市场上，包括万和、万家乐、名气，以及小米生态链米云，以及大量不知名的品牌和企业，都在积极抢夺。

“在消费升级如火如荼进行的同时，中国也在消费分级的路上加速前行。有消费者需要高性价比产品，也有消费者追求精品，愿意为建立在产品本身价值之上的品牌溢价和情感价值买单。”的确，就目前整体情况而言，中国的消费分级趋势愈加明显，企业需要投入更多技术和创意来造就出更丰富多样的产品和服务，进而满足不同的消费群体的需求。

转换跑道的方式当然不止分级化产品，麦肯锡预测，未来十年中国城市的家庭消费，中等收入及以上人群占比将大幅度提升，预计将在 2022 年达到 81%，成为中国消费升级的最主要贡献力量。

在增速回落，增长乏力，甚至是红利消失之后，所有厨电企业已经行动起来了，推动新兴品类的发展，思考并探索出全新的竞争手段、商业模式和创新体系。这些转化都会为厨电企业带来更多的商机，厨电市场依然存在很大的增长空间。（新闻来源：中国家电网）

➤ 老牌家电巨头入局厨电市场

三大原因导致 2019 厨电行业入局者明显增加

一是厨电行业市场空间整体优于家电行业，在后者集疲软时，厨电行业跑赢大市；二是厨电行业正以 AI 撬动物联网，再加上部分中高收入消费者对厨电的整体解决方案需求上扬，这或将成未来的利润增长点；三是随着启动家电下乡政策，部分地区的楼市松动之后，将在一定程度上激活家电消费；姑且抛开些杂牌小企业扎堆进入厨电行业不说，那些知名家电制造商开始在厨电市场频频发力，已经印证了这个行业的未来。

彩电巨头纷纷进军厨电

3月4日，在第十六届中国国际中小企业博览会智能家电展上，海信厨电携带多款新品入局。比如，海信烟机搭载海信独创的变频系统，无论是大火爆炒还是小火慢煎，烟机都可跟随油烟量和温度自动调节风量。同时，烟机搭载 7 寸触摸显示屏，WiFi 联网，音乐、电影、菜谱查询功能一应俱全。海信灶具在烹饪过程中，防干烧功能可检测锅底温度的变化，当锅底温度超过安全温度时，灶具将自动切断气源。

3月12日，TCL2019 春季新品发布会上，TCL 高调宣布在厨电领域的智能布局：TCL 新款智能吸油烟机拥有超大 10 寸智能触摸屏，内置菜谱及多款娱乐 APP；TCL 吸油烟机的 AI 语音识别系统，提供了多种操作环境下的人机交互模式。

3月13日，2019 创维以“AI 无界”为主题，拉开了进入厨电行业的序幕。创维表示将全力推进厨电事业，利用创维现有的强大资源作为后盾，在产品技术、市场支持、售后服务、内容资源等抢占厨电市场。

2019 年 AWE 期间，长虹展示的虹智慧厨房通过“i+智能”技术，实现了烟机、灶具、热水器、净水机等长虹智能产品的语音识别、互联互通。同期，康佳推出了 AI 90° 烟机。康佳 90° 烟机造型奇特，是因为烟机结合了传统的 T 型烟机和侧吸烟机的特点，通过顶部和侧面同时吸烟的工作原理，超高效清除油烟。拥有超薄的机身设计，不仅可以和橱柜平齐，形成一个整体，还解决了 T 型烟机容易碰头遮挡视线的用户痛点。

厨电行业形成三股势力

到目前为止，海尔、美的、格力都早已推出厨电产品。尤其是海尔与美的的厨电产品，由于销量不断扩张，他们给方太、老板带来了巨大的压力。海信、TCL、创维、长虹、康佳彩电五巨头，也都先后入局厨电行业。可见，厨电行业目前已形成三股势力：以方太老板为首的传统厨电企业；以海尔、美的、海信为首的老牌家电巨头在厨电行业不断快扩，形成一股不可忽视的重要力量；三是后进入的其他新兵，在缺少品牌、技术和用户基础的情况下，他们通过低价杀入市场。

厨电行业竞争加剧

人们常用“家电行业最后一款利润高地”来形容多年来持续增长的中国厨电市场。2012-2017 年，中国厨电市场零售额以平均每年 13.5% 的两位数高增长领先于所有家电品类。高利润、高增长空间，以及持续稳定的产业格局，也引得各大行业巨头先后加入厨电领域，加大了厨电市场的竞争程度。在厨电市场中，除了老板、方太等专业领军企业的持续推动，华帝、帅康等企业在积极寻求规模上的突破外，海尔、美的等家电巨头在厨电行业不断扩张，并且取得了不俗业绩。

然而到了 2018，受到房地产低迷的影响，厨电市场整体下滑。根据奥维云网数据显示，2018 年中国家电市场零售额规模累积 8327 亿元，同比增长 1.5%，为去年增速的七

分之一，其中厨电品类 2018 年中国市场零售额为 640 亿元，同比下滑 6.4%。尽管厨电品类整体出现下滑，但一些新兴品类增速依旧迅猛。根据蓝科技整理网络数据显示，2018 年国内洗碗机零售额国模为 56 亿元，同比增长 27.6%；微波炉零售额国模为 204 亿元，同比增长 30%；电烤箱零售额规模为 65 亿元，同比增长 10.6%。

有入局者，就会有出局者。根据网络数据显示，2017 年厨电各类品牌新进有 468 个，但有 347 个品牌被淘汰出局。随着厨电市场竞争加剧，老牌家电巨头重金投入厨电市场，他们有用户、渠道、品牌、服务等优势，这给方太、老板带来了巨大的压力。不过，从市场现有的格局来看，厨电市场品牌集中度优势逐渐明朗，但后进入者要想获得更多的空间，价格也是重要的一环。（新闻来源：中国国家电网）

➤ 2018 中央空调大市场终极盘点

2018 年的中央空调市场形势，用“喜忧参半”形容再合适不过，喜的是工程项目市场热度攀升、出口市场稳定增长，各产品的潜力增长点日渐显现；忧的是在贸易战冲突加剧、经济下行压力加大的整体环境下，家装零售市场发展受阻，投资增速放缓令中央空调产品需求显现滞后。

市场规模创新高 增速明显放缓

据产业在线监测数据显示，2018 年中央空调行业销售额 967.1 亿元，同比增长 10.3%，与 2017 年相比增速明显放缓。国内市场是中央空调的主力市场，销售规模 861.3 亿元，同比增长 10.0%，较去年下降 8.1%，下降的主要原因是：

(1) **房产限购政策出台**，新房成交量、毛坯房数量的急剧减少使家装配套产品失去部分应用市场，户式中央空调首当其冲；

(2) 在面对经济形势与行业竞争的双重考验时，**各企业纷纷采取价格战以期抢占市场份额**，致使行业整体的销售额进一步降低；

(3) **经济形势不明的情况下企业投资意愿降低**、银行贷款收紧等不利因素抑制了新兴项目的立项开工，令中央空调的市场需求显现滞后。

在主力市场增长受阻、品牌竞争加剧等不利因素影响下，中央空调市场步入转型调整时期。

聚焦潜力市场 四大领域前景可期

在经济形势动荡、相关政策布局尚未完全明朗的形势下，新一年的中央空调市场形势充满了不确定性。经营利润走低、宏观经济下行压力加大，企业投资意愿持续回落，对中央空调后续市场而言意味着需求收紧、市场拓展难度加大。

在市场竞争愈发激烈的格局之下，各品牌开始通过差异化布局满足更多领域的特定需求，四大潜力市场正在悄然显现：

(1) **改造市场**。家用领域，单元机及小多联将逐步替代传统壁挂机和柜机，在用户更加注重产品体验的背景下市场潜力将更快显现；商用领域，商业建筑、政府公建等项目愈发注重节能效益，公建、商业改造项目数量也将在节能减排的号召下稳定提升。

(2) **采暖市场**。两联供户式水机的销量高涨，令水系统温和舒适的供暖模式深入人心，迎合了用户对家居舒适体验的需求提升，对于集中供暖并未覆盖的南方地区，该产品的发展空间十分广阔。在商场、酒店等注重舒适体验的场所，一体化的冷暖解决方案在设备成本及利用率上均占有优势，风冷冷水机组不断拓展产品性能扩大适用范围，市场机会将在更多领域展现。

(3) 出口市场。国内市场出现增长压力,各企业开始加快海外市场布局以扩大营收。欧洲、北美洲、南美洲市场近三年增速均稳定保持在 10%左右,市场潜力仍有挖掘空间。内资品牌的技术合作、兼并收购动作频繁,在国际市场地位不断提高。随着各企业的海外基地、销售公司不断深入一线市场,产品将更加符合当地市场的需求,加之“一带一路”政策下沿线国家的项目市场带动,海外市场的利好黄金期即将到来。

(4) 细分市场。工程项目市场的快速发展主要源于中小型项目的机会增加,商业地产、电子工业、数据中心等细分应用领域出现较快发展。目前市场热点向强调生产工艺的特种应用领域延伸,非标定制化需求占比显著提升,部分品牌得益于工业制冷、医疗净化的深耕细作增速远超行业。

潜力市场需求显现的形势给予行业极大的信心提振,各企业均将市场的增速放缓视为发展提速的契机,纷纷开始组建专业团队入局开拓,也将加速更多市场需求的展露,成为中央空调市场的稳定增长点。更多的市场增长点必将带动整体行业实现快速发展,产业在线预计 2019 年中央空调整体市场增速将提升至 15%左右,呈现稳中有进的总体态势。

(新闻来源:产业在线)

产业在线月度洗衣机数据回顾(2019年2月)

销量下滑。行业,产量 370 万台, -1%(1-2 月 1011 万, +3%); 销量 395 万台, -11%(1-2 月 1027 万, -2%); 内销 295 万台, -0.3%(1-2 月 725 万, -2%); 外销 100 万台, -32%(1-2 月 302 万, -3%)。

海尔外销表现优异。分公司,美的系内销 96 万台, +5%(1-2 月 230 万, +5%), 外销 20 万台, -29%(1-2 月 57 万, +20%); 海尔内销 101 万台, +1%(1-2 月 267 万, +1%), 外销 14 万台, +12%(1-2 月 43 万, +26%); 惠而浦系内销 16 万台, -6%(1-2 月 38 万, -3%), 外销 4 万台, -46%(1-2 月 10 万, -25%)。

表 3: 洗衣机 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	370	-1.0%	374	-5.1%	394	1011	3.0%	982	2.2%	961	
2 销售	395	-10.9%	443	2.7%	432	1027	-2.2%	1050	6.4%	986	
3 出口	100	-32.3%	147	12.5%	131	302	-2.9%	311	3.8%	299	
4 内销	295	-0.3%	296	-1.6%	301	725	-1.9%	739	7.6%	687	
5 库存	195	-16.4%	233	-27.7%	322	195	-16.4%	233	-27.7%	322	
6 产销率	106.8%	-10.0%	118.7%	8.2%	109.7%	101.6%	-5.0%	106.9%	4.1%	102.7%	
7 内销比重	74.8%	11.9%	66.8%	-4.1%	69.7%	70.6%	0.3%	70.4%	1.1%	69.6%	

数据来源:产业在线,广发证券发展研究中心

表 4: 洗衣机各品牌 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	
美的集团	96	5.5%	91	7.1%	85	230	4.5%	220	18.3%	186	
青岛海尔	101	1.0%	100	7.5%	93	267	0.8%	265	20.2%	221	
惠而浦	16	-5.9%	17	-5.6%	18	38	-2.8%	39	-9.3%	43	

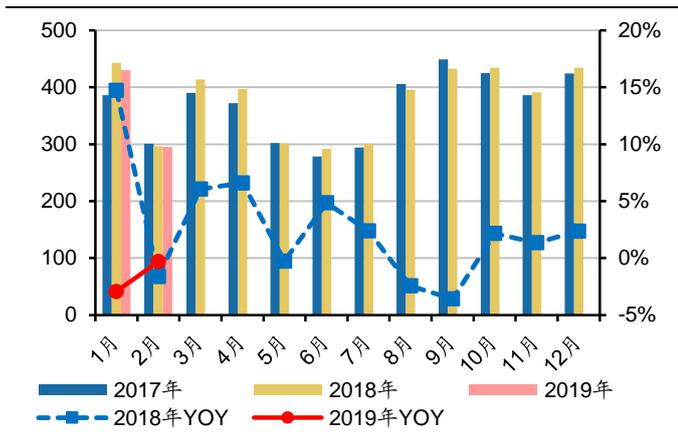
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 5: 洗衣机各品牌 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	
美的集团	20	-28.9%	28	-1.9%	29	57	20.4%	48	-18.5%	59	
青岛海尔	14	12.1%	13	17.9%	11	43	25.7%	34	4.2%	33	
惠而浦	4	-45.7%	8	47.7%	5	10	-24.6%	13	16.5%	11	

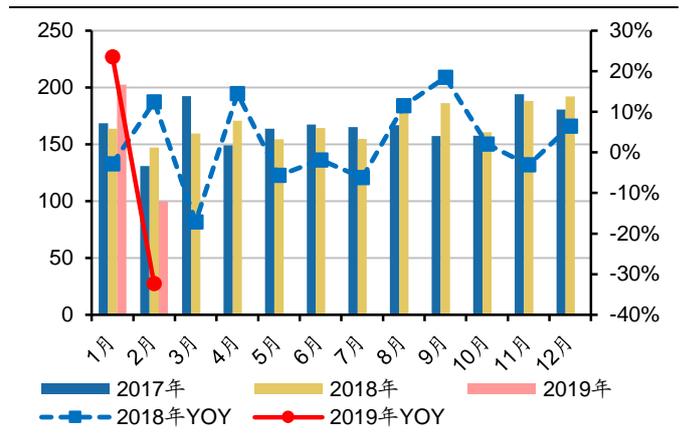
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 2: 洗衣机月度内销及增速 (万台, %)



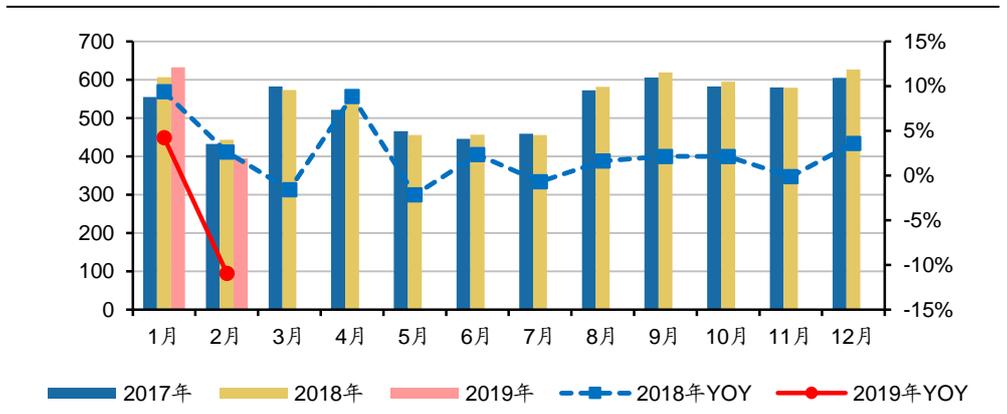
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 3: 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 4: 洗衣机月度销量及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

产业在线冰箱数据回顾（2019年2月）

内销小幅下滑，开年整体外销表现较好。行业：产量 392 万台，+5%（1-2 月 1042 万，+7%）；销量 422 万台，-7%（1-2 月 1030 万，+3%）；内销 257 万台，-3%（1-2 月 589 万，-2%）；外销 166 万台，-14%（1-2 月 441 万，+10%）。

奥马外销表现优异。分公司：海尔内销 84 万台，-1%（1-2 月 186 万，+1%），外销 3 万台，-49%（1-2 月 10 万，-48%）；美的内销 38 万台，-5%（1-2 月 80 万，+5%），外销 27 万台，-9%（1-2 月 65 万，+18%）；美菱内销 18 万台，-2%（1-2 月 41 万，-4%），外销 8 万台，-36%（1-2 月 25 万，-8%）；奥马内销 8 万台，-11%（1-2 月 20 万，-19%），外销 34 万台，+16%（1-2 月 91 万，+37%）；海信科龙内销 28 万台，-13%（1-2 月 68 万，-8%），外销 25 万台，-7%（1-2 月 60 万，+5%）。

表 6: 冰箱各品牌 2019 年 2 月销量情况及增速（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	392	5.4%	372	-26.7%	507	1042	7.3%	971	-10.1%	1081
2 销售	422	-7.5%	456	-6.2%	487	1030	2.9%	1001	-2.8%	1030
3 出口	166	-13.8%	192	5.2%	183	441	9.7%	402	3.2%	389
4 内销	257	-2.9%	264	-13.1%	304	589	-1.6%	599	-6.5%	641
5 库存	375	0.4%	374	-15.8%	444	375	0.4%	374	-15.8%	444
6 产销率	107.9%	-12.2%	122.8%	27.9%	96.0%	98.8%	-4.1%	103.1%	8.1%	95.3%
7 内销比重	60.8%	5.0%	57.9%	-7.3%	62.5%	57.2%	-4.4%	59.8%	-3.8%	62.2%

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 7: 冰箱各品牌 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
青岛海尔	84	-1%	85	4%	82	186	1%	185	5%	177
美的集团	38	-5%	40	-5%	42	80	5%	76	7%	71
长虹美菱	18	-2%	18	-14%	21	41	-4%	43	-8%	47
奥马电器	8	-11%	9	-7%	9	20	-19%	25	-4%	26
海信家电	28	-13%	32	-18%	39	68	-8%	74	-12%	85

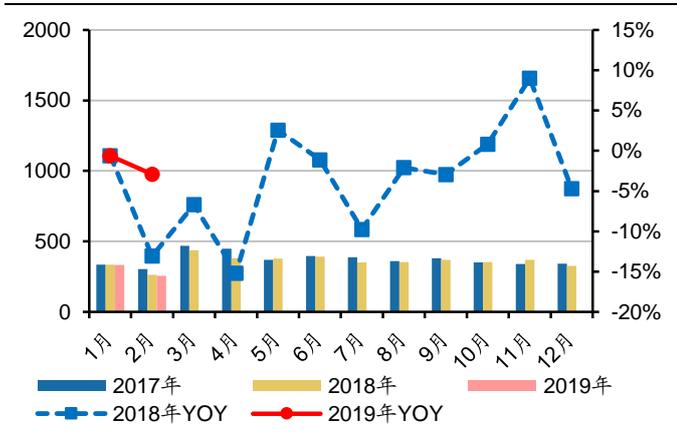
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 8: 冰箱各品牌 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
青岛海尔	3	-49%	7	-11%	8	10	-48%	20	5%	19
美的集团	27	-9%	30	-3%	31	65	18%	55	-7%	59
长虹美菱	8	-36%	13	-2%	13	25	-8%	27	-10%	30
奥马电器	34	16%	29	-26%	39	91	37%	67	-5%	70
海信家电	25	-7%	28	28%	22	60	5%	57	8%	53

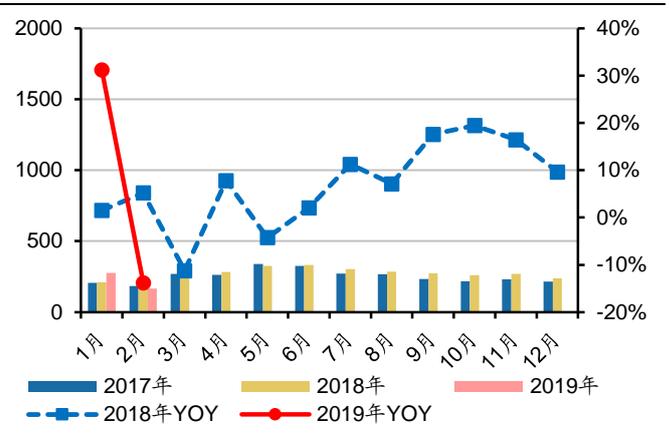
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 5: 冰箱月度内销及增速 (万台, %)



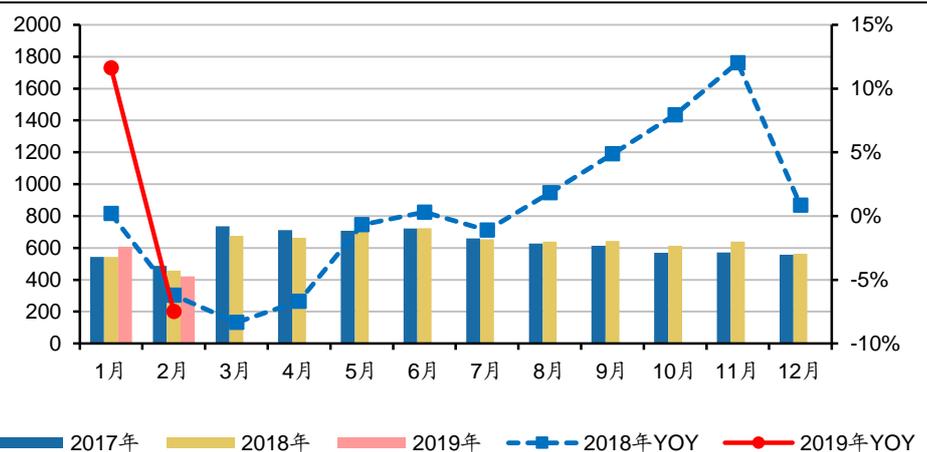
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 6: 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

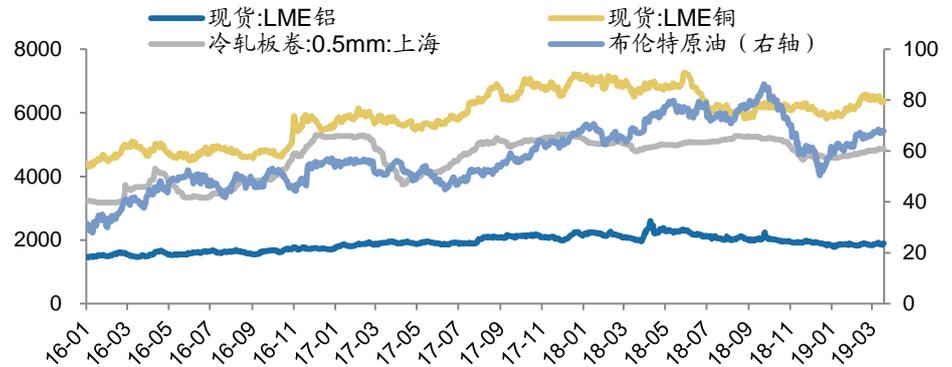
图 7: 冰箱月度销量及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

原材料价格变动跟踪

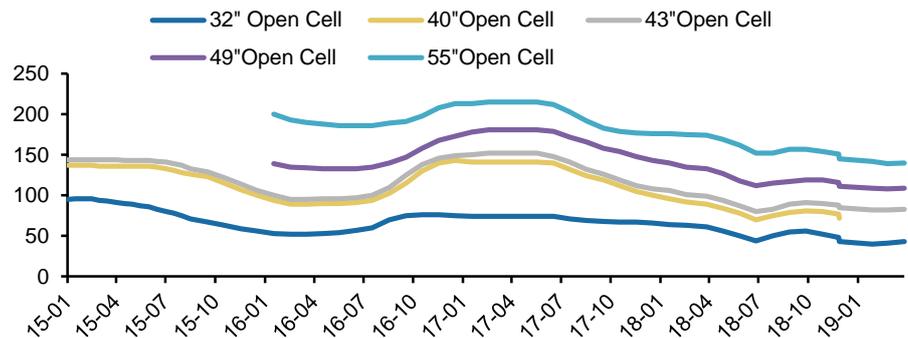
图 8: 白电主要原材料价格一览: 本周铝、铜、冷轧板卷、原油价格均上升



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 9: 面板价格: 截止 2019 年 3 月, 面板价格小幅回升

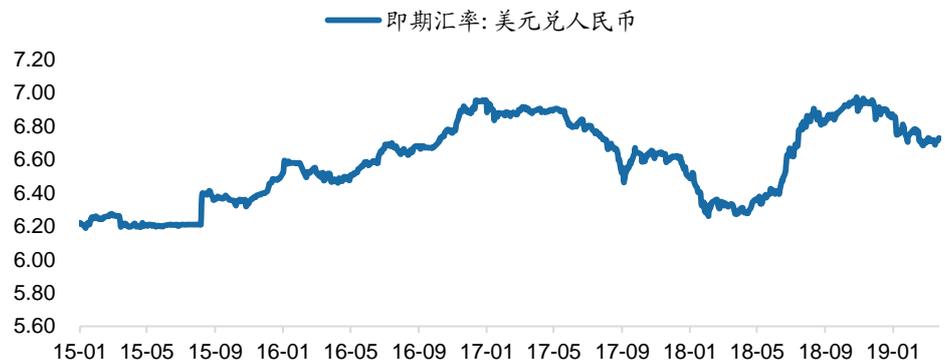


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位为美元/片

汇率跟踪

图 10: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅贬值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

本周重点报告回顾

青岛海尔（600690.SH）深度报告：剑锋磨砺出，经营具备进一步改善潜力（2019-03-27）

● 三方面改良因素已逐步形成，经营具备进一步改善潜力

- （1）业务结构：空调业务规模较小，业务结构更侧重于冰洗；
- （2）资产整合基本完成：控股股东海尔集团家电资产已陆续注入上市公司；
- （3）管理层股权激励：2008年起陆续建立起对管理层的长效激励机制。

时至今日，家电行业已经从跑马圈地为先转向精细化管理产品为王的时代，契合公司的战略选择；控股股东海尔集团白电资产已基本整合至上市公司，关联交易和同业竞争带来的低效问题已基本解决；同时对管理层的长效激励也通过股票期权、员工持股计划、员工持股平台等方式逐步建立完善。

● 技术创新与品牌升级，国内存量市场下的产品为王

随着国内冰洗等家电产品渗透率接近成熟，未来的竞争将从增量市场逐渐过渡到存量市场，产品品质、创新能力、企业经营效率等逐渐成为新常态下的核心竞争力。海尔前瞻性的布局正契合该市场特征的变化，从统帅、海尔到卡萨帝多品牌差异化分级定位的优势正逐步凸显；同时不压货轻库存、直接参与渠道管控的方式也更好的适应需求的快速变化。

● 全球化创牌持续推进，协同整合下开拓新增市场

海外将是国内家电公司未来发展的重要增长来源。青岛海尔 2011 年后陆续收购的 AQUA、GEA 等海外资产，并于 2019 年 1 月 8 日披露公告，完成对意大利公司 Candy S.p.A 收购的股权交割。海尔有望借助 Candy 的产能、品牌与渠道迅速打开销售通路，对欧洲地区的补强。海外收购在提升收入与利润规模的同时，也在产品与品牌矩阵、销售网络、研发与原材料采购等方面互相补足逐步产生协同效应，公司未来海外竞争力有望继续增强。

● 盈利预测

我们持续看好公司以自主品牌为主的全球多元化路径以及在全套智慧家庭解决方案上的新探索。预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 76.0、83.2、94.1 亿元，对应 EPS 为 1.19、1.31、1.48 元，最新收盘价对应 2019 年 PE 为 12.6x。我们参照与公司同样全球化经营、产品矩阵相似的美的集团，同时考虑到青岛海尔的改善预期，给予公司 2019 年 15.0x PE，对应合理价值为 19.65 元/股，维持“买入”评级。

● 风险提示

汇率波动；原材料价格波动；国内经济和消费增速放缓；代理风险。

海信家电 (000921.SH/00921.HK) 年报点评: 外部承压下, 依然实现稳健增长 (2019-03-29)

● 2018 年收入、业绩均保持稳健增长

公司披露 2018 年报, 2018 年公司实现营业收入 360.2 亿元 (YoY+7.6%), 归母净利润 13.8 亿元 (YoY-31.7%), 毛利率 19.0% (YoY-0.5pct), 归母净利率 3.8% (YoY-2.2pct)。Q4 单季营业收入 72.1 亿元 (YoY+1.7%), 归母净利 2.3 亿元 (YoY-20.1%), 毛利率 19.6% (YoY-0.1pct), 归母净利率 3.2% (YoY-0.9pct)。在 2018 年外部环境承压的背景下, 公司收入保持稳健增长, 业绩由于 2017Q4 出售资产获得非经常损益导致基数较高, 若按扣非口径, 2018 年实现扣非后归母净利 11.6 亿元 (YoY+12.4%), 净利率 3.2% (YoY+0.1pct); Q4 单季度扣非后归母净利 1.6 亿元 (YoY+27.5%), 净利率 2.2% (YoY+0.2pct), 表现同样稳健。

● 传统业务: 冰洗表现优异, 空调受制行业但收入依旧实现小幅增长

冰洗业务表现优异, 依托产品提升及线上渠道发力, 2018 年中怡康口径冰箱市占率同比提升 1.3pct, 实现收入 160.7 亿元 (YoY+13.9%), 毛利率 20.7% (YoY+1.3pct)。空调业务在下半年终端需求较弱的背景下全年依旧实现收入 148.9 亿元, 同比小幅增长 +2.1%, 毛利率 20.4% (YoY-2.3pct)。

● 中央空调: 继续贡献高投资收益, 海信日立并表将获估值重构

2018 年海信日立实现营业收入 109.9 亿元 (YoY+16.9%), 归母净利润 16.0 亿 (YoY+2.3%), 净利率 14.6% (YoY-2.1pct), 贡献投资收益 7.9 亿 (占公司归母净利比例 54.5%)。虽然中央空调市场受地产景气度下行影响, 家装零售市场增长停滞, 但海信日立收入依旧实现双位数增长, 利润增速小于收入增速的原因在于收购约克多联机的摊销影响。公司前期公告拟并表海信日立, 我们认为此举将改善公司整体的收入、资产、现金流、毛利率, 管理层也将更充分的把握海信日立的经营权, 并表将使公司成为 A 股中最纯正的中央空调概念股, 从而有望在估值端获得重构。

● 投资建议

我们预计 2019—2021 年公司归母净利 15.2 亿元、16.8 亿元、18.4 亿元, 最新收盘价对应 2019 年估值为 12.0xPE。传统白电与中央空调业务差别较大, 采用分部估值法分析公司价值。中央空调业务预计 2019 年贡献 8.6 亿元投资收益, 参照国际中央空调龙头大金工业估值, 鉴于目前尚未并表仅贡献投资收益, 折价给予 15xPE; 传统白电业务预计 2019 年贡献净利润 6.6 亿, 参考一线龙头平均估值水平并考虑各方面差距所导致的折价, 给予 10xPE, 两部分相加合理市值 196 亿元, 对应 A 股合理价值 14.35 元, 维持“增持”评级。H 股股价目前相对 A 股折价 30%, 考虑两市场流动性差异, 同样对合理市值折价 30%, 对应 H 股合理价值 11.71 港元, 给予 H 股海信家电“增持”评级。

● 风险提示

家用中央空调渗透率提升不及预期; 原材料价格大幅上涨。

苏泊尔 (002032.SZ) 年报点评: 业绩增速领跑行业 (2019-03-28)
● 收入、利润保持良好增长, 与业绩快报相符

2018 年公司实现营业收入 178.5 亿元 (YoY+22.8%), 归母净利 16.7 亿元 (YoY+25.9%), 毛利率 30.9% (YoY+0.4pct), 净利率 9.3% (YoY+0.1pct), 经营净现金流同比增长 83%。Q4 单季收入 44.6 亿元 (YoY+17.2%), 归母净利 5.7 亿元 (YoY+34.8%), 毛利率 32.8% (YoY-0.1pct), 净利率 12.7% (YoY+1.7pct)。年报与业绩快报相符, 全年收入、利润保持良好增长, 主要来源: 1) SEB 海外订单持续转移; 2) 国内小家电消费升级趋势持续, 量价齐升, 同时公司积极拓展新品类, 水杯、家居小家电等实现快速增长。经营净现金流同比大幅增加主要由于销货收到的现金流同比增速快于购买原材料等流出的现金流增速, 具体分析, 主要由于存货同比增速仅 7%、预付账款减少等, 带动整体营运能力提升。

● 内销增长靓丽, 外销逐步改善

分产品, 炊具品类收入 58.2 亿元, 同比增长 17.4%, 电器品类收入 118.7 亿元, 同比增长 25.9%。分地区, 内销收入 131.1 亿元, 同比增长 28.3%, 内销增长靓丽, 具体来看: 老品类市场份额持续提升, 我们预计老品类收入同比超 20%, 新品类如大厨电、保温杯收入同比增速超 50%; 外销收入 47.4 亿元, 同比增长 9.7%, 2018H2 外销同比增长 11.5%, 外销增速环比 2018H1 加快 4.2pct。在炊具、厨房小家电市场均拥有稳固的地位: 1) 据 GFK, 苏泊尔炊具七大品类的市场份额依然保持绝对的领先地位; 2) 据中怡康, 苏泊尔厨房小家电九大品类 2018 年市场份额达 29%, 居第二。

● 持续受益于消费升级, 品类扩张、高端市场的发展值得期待

苏泊尔在厨房小家电市场地位继续提升, 具体来看, 传统品类保持良好增长, 同时燃气灶、厨房用具、生活小家电等新品类快速增长, 带动苏泊尔在小家电领域领跑行业。我国小家电行业进入消费升级新阶段, 苏泊尔作为小家电行业龙头, 竞争优势明显, 将长期受益于消费升级所带来的量价齐升。同时, 未来公司在品类扩张、高端品牌布局方面, 也将为公司持续贡献增长动力。

● 投资建议

我们预计厨房小家电行业集中度持续提升, 同时海外市场复苏, 海外代工订单增加。根据以上假设, 我们预计 2019-21 年公司归母净利分别为 20.1、23.7、27.8 亿元, 同比分别增长 20.3%、17.8%、17.3%, 最新收盘价对应 2019 年 27xPE, 小家电可比公司平均 PE 估值 25 倍, 考虑公司是小家电公司龙头, 业绩增速显著快于相同子行业公司, 且消费升级中最为受益, 未来业绩有望稳健增长, 所以给予公司一定溢价, 给予公司 2019 年 32 倍 PE 估值, 对应合理价值 78.4 元人民币, 维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨; 消费升级不及预期; 海外市场疲软; 高端业务发展不顺利; 多品类业务发展不顺利。

飞科电器(603868.SH)年报点评: 线下分销体系调整后, 期待业绩改善(2019-03-29)

● 收入、利润增速放缓, 期待逐步改善

公司披露 2018 年年报, 2018 年公司实现营业收入 39.8 亿元 (YoY+3.2%), 归母净利 8.4 亿元 (YoY+1.1%), 毛利率 39.1% (YoY-0.2pct), 净利率 21.2% (YoY-0.4pct), 经营净现金流同比减少 35.5%。Q4 单季收入 11.6 亿元 (YoY-2.7%), 归母净利 2.2 亿元 (YoY-4.8%), 毛利率 37.8% (YoY-0.3pct), 净利率 19.4% (YoY-0.4pct)。

2018 年收入增速放缓, 主要是公司对线下渠道架构进行调整; 利润增速慢于收入增速, 主要由于销售费用率同比增加 1.1pct。经营净现金流同比下滑 35.5%, 主要原因: 1) 存货增加: 电动剃须刀、电吹风库存量同比分别上升 85%、63%; 2) 回款速度放慢: 期末应收账款同比增加 115%。

● 2018 年增长主要依靠传统品类剃须刀、吹风机

分渠道, 2018 年线上收入 21.6 亿元 (YoY+7.2%), 线下收入 18.2 亿元 (YoY-1.15%), 收入增长主要依赖线上渠道。分品类, 电动剃须刀收入 27.3 亿元 (YoY+4.6%), 其中销量同比增长 6.3%, 均价下降 1.6%, 主要原因在于中低端子品牌博锐高速增长, 实现收入 3.8 亿元 (YoY+50.4%); 电吹风收入 6.1 亿元 (YoY+3.2%), 其中销量同比上升 1.3%, 均价提升 1.9%; 其他品类收入 6.2 亿元 (YoY-2.9%)。整体来看, 收入的增长主要由传统品类的销量增长贡献。

● 线下渠道调整已经完成, 2019 年有望实现恢复性和改善性增长

2018 年公司对线下渠道架构进行调整, 将线下渠道调整为 KA 终端、区域分销和省区批发, 具体来看: 1) 公司将全国性批发渠道取消; 2) KA 终端从区域分销中独立出来, 单独运营管理。我们认为, 全国性批发渠道容易引起串货, 导致价格体系混乱, 取消全国性批发渠道对于运营的规范化有积极作用; KA 终端在线下渠道的收入占比较高, 公司对其实行精细化管理有利于增强渠道把控力, 对于公司的长远发展具有重要意义, 目前线下渠道调整已经完成, 线下分销体系得到完善, 我们预计, 2019 年有望实现恢复性和改善性的增长。中长期来看, 品类延伸、国际拓展也将是新的增长点。

● 投资建议

盈利预测基本假设: 1) 行业集中度将持续提升; 2) 消费升级趋势持续; 3) 新品类稳步上市。根据以上假设, 我们预计 2019-2021 年归母净利为 9.8、11.4 和 13.5 亿元 (同比增速分别为 15.8%、16.5%、18.2%), 最新收盘价对应 2019 年 PE 为 20.9 倍, 公司作为个护小家电龙头, 受益于消费升级, 公司主力产品稳健增长, 新品持续推进, 目前线下渠道调整已经结束, 预计 2019 年业绩将逐步改善, 参考与之接近的内销小家电龙头苏泊尔、九阳股份的估值, 给予合理价值 56.25 元人民币/股, 对应 2019 年 25xPE, 维持“买入”评级。

● 风险提示

内销需求低迷; 新品拓展不力; 行业竞争格局恶化; 消费升级趋势不达预期。

2月行业数据点评：空调出货略超预期，地产景气度触底回升（2019-03-29）

● 家电社零数据：增速有所回落

根据国家统计局数据，在2018年末连续2个月超预期增长后，家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额2019年1-2月增速有所回落，YoY+3.3%，反映了终端零售相对较为羸弱。

● 地产数据：房管局高频数据显示3月一二线城市地产景气度上行

根据国家统计局数据，2019年1-2月住宅新开工保持增长（YoY+4.3%）但增速回落，销售面积同比由正转负（YoY-3.6%），竣工面积同比也重回负增长（YoY-7.8%），反映开年之后地产整体景气度较为低迷。但3月份房管局高频数据显示一二线城市一手房、二手房成交同比均有显著提升，加之前期成交期房在2019年集中进入交房期，我们认为地产景气度上行有望对产业链后周期形成正向影响。

● 汇率、原材料数据：汇率、白电原材料价格稳定，面板价格触底回升

2019年1月份快速升值后人民币保持稳定。白电原材料价格自Q4显著下滑后在2019年趋稳。LCD面板价格自2018年9月连续下跌已接近成本线，3月各尺寸价格均有所回升。

● 白电、厨电出货端、零售端数据：春节期间终端零售较为羸弱

出货端：根据产业在线统计数据，空调：产量892万台，YoY-4.1%（1-2月2220万，YoY+2.2%）；销量924万台，YoY-3.0%（1-2月2337万，YoY+3.1%）；内销493万台，YoY-1.9%（1-2月1234万，YoY+2.9%）；外销431万台，YoY-4.3%（1-2月1104万，YoY+3.3%）；冰箱：内销257万台，YoY-2.9%（1-2月589万，YoY-1.6%）；外销166万台，YoY-13.8%（1-2月441万，YoY+9.7%）；洗衣机：产量370万台，YoY-1.0%（1-2月1011万，YoY+3.0%）；销量395万台，YoY-10.9%（1-2月1027万，YoY-2.2%）；内销295万台，YoY-0.3%（1-2月725万，YoY-1.9%）；外销100万台，YoY-32.3%（1-2月302万，YoY-2.9%）。

零售端：由于春节错期影响，综合看1-2月零售端数据更具参考意义：根据中怡康统计，白电：空调、冰箱、洗衣机零售量YoY：-14.0%、-12.2%、-11.9%，零售额YoY：-16.0%、-9.7%、-8.4%，均价YoY：-3.4%、+2.1%、+3.4%。厨电：油烟机、燃气灶、消毒柜零售量YoY：-7.4%、-5.9%、-18.3%，零售额YoY：-10.5%、-9.3%、-23.2%，均价YoY：-4.0%、-2.9%、-7.2%。微观数据与宏观数据一致，均有所恶化。但随着一二线城市地产景气度恢复，我们预计终端零售数据未来有可能边际向好。

● 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 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 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。