

家用电器行业

三月销售数据好转，继续推荐白电龙头

投资建议

我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：**格力电器、美的集团、青岛海尔、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**。

一周行情回顾（2019.04.15-2019.04.19）

沪深 300 指数上涨 3.3%。本周家电板块表现优于大盘，申万家电指数上涨 9.7%，跑赢市场 6.4 个百分点，其中白电指数上涨 10.7%，视听器材指数上涨 1.2%。

本周行业要闻

行业动态

国家统计局发布 2019 年一季度社零数据

2019 年一季度：

社会消费品零售总额 9.8 万亿元，同比增长 8.3%。其中，家用电器和音像器材类零售额 2028 亿元，同比增长 7.8%。

2019 年 3 月单月：

社会消费品零售总额 3.2 万亿元，同比增长 8.7%。其中，家用电器和音像器材类零售额 821 亿元，同比增长 15.2%。

家电消费刺激政策征求意见稿发布

据产业在线，新一轮家电消费刺激政策征求意见稿发布，主要内容包括：开展家电“以旧换新”、支持绿色智能家电发展、加快高清视频设备研发、规范废弃家电、消费电子产品的回收拆解、鼓励企业渠道下沉。

2019 年 3 月家电线上市场总结

据奥维云网，3 月份白电市场增长乏力；厨电市场表现良好，线上油烟机与洗碗机增长趋势明显；小家电线上市场零售额为 25.9 亿元，同比增长 20.2%，其中，传统品类电饭煲 IH 技术渗透率同比上涨，而电压力锅的 IH 技术渗透率同比下滑。

2019 年 3 月家电线下市场总结

据奥维云网，在传统装修季、频繁促销双重因素影响下，3 月份空调市场表现好于冰箱与洗衣机；厨电市场表现未达预期，油烟机零售额同比下跌 14.1%；小家电线下市场表现远低于线上，零售额同比下降 30.6%。

行业月度数据回顾（2019 年 3 月）

- 中怡康白电数据：业务结构有所差异，终端景气度回升，价格表现超预期，美的空冰洗全线表现优异
- 中怡康厨电数据：烟灶重回增长，消毒柜降幅收窄，油烟机、燃气灶、消毒柜均价均有所下降，华帝整体单月表现相对较好
- 产业在线空调数据：内销小幅上升，外销继续下滑，美的内销优异，海信科龙外销强势

本周重点报告回顾

- 美的集团（000333.SZ）年报点评：2018 年业绩符合预期，盈利能力提升
- 三花智控（002050.SZ）一季报点评：收入保持稳健增长，盈利能力略有下降

● 汇率跟踪：本周人民币兑美元汇率小幅升值。

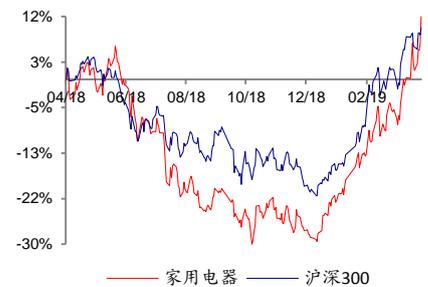
● 原材料价格：本周铝、铜、冷轧板卷价格下降，原油价格上升。

● 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	2019-04-21

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：

广发家电“科创”系列报告： 2019-04-12

石头科技：正在崛起的扫地

机器人新龙头

美的集团（000333.SZ）：转 2019-04-10

型全球科技集团，多元化龙

头再启航

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	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
格力电器	000651.SZ	人民币	65.00	2019/04/09	买入	61.00	4.79	5.39	13.58	12.07	7.88	6.53	29.10	27.37
美的集团	000333.SZ	人民币	55.08	2019/04/21	买入	64.79	3.41	3.81	16.15	14.46	12.02	10.04	23.23	22.95
青岛海尔	600690.SH	人民币	18.36	2019/03/27	买入	19.65	1.31	1.48	14.05	12.43	7.05	5.43	18.49	18.26
苏泊尔	002032.SZ	人民币	77.42	2019/03/28	买入	78.40	2.45	2.88	31.66	26.87	24.54	20.80	27.86	27.11
九阳股份	002242.SZ	人民币	23.92	2019/03/31	买入	27.25	1.09	1.24	21.93	19.24	20.64	18.12	21.21	23.28
飞科电器	603868.SH	人民币	44.31	2019/03/29	买入	56.25	2.25	2.62	19.72	16.93	13.92	11.89	33.39	34.60

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

投资建议	5
一周行情回顾 (2019.04.15-2019.04.19)	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 3 月)	11
中怡康月度厨电数据回顾 (2019 年 3 月)	13
产业在线月度空调数据回顾 (2019 年 3 月)	16
原材料价格变动跟踪	18
汇率跟踪	19
本周重点报告回顾	19
美的集团 (000333.SZ) 年报点评: 2018 年业绩符合预期, 盈利能力提升 (2019-04-21)	19
三花智控 (002050.SZ) 一季报点评: 收入保持稳健增长, 盈利能力略有下降 (2019-04-21)	20
风险提示	21

图表索引

图 1: 本周家电板块表现优于沪深 300.....	6
图 2: 空调分品牌月度零售均价同比增速 (%)	13
图 3: 冰箱分品牌月度零售均价同比增速 (%)	13
图 4: 洗衣机分品牌月度零售均价同比增速 (%)	13
图 5: 油烟机分品牌月度零售均价同比增速 (%)	15
图 6: 燃气灶分品牌月度零售均价同比增速 (%)	15
图 7: 消毒柜分品牌月度零售均价同比增速 (%)	15
图 8: 空调月度内销及增速 (万台, %)	17
图 9: 空调月度外销及增速 (万台, %)	17
图 10: 空调月度销量及增速 (万台, %)	17
图 11: 白电主要原材料价格一览: 本周铝、铜、冷轧板卷价格下降, 原油价格上升 ..	18
图 12: 面板价格: 截止 2019 年 3 月, 面板价格小幅回升	18
图 13: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅升值	19
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值	5
表 2: 本周家电指数跑赢市场 6.4 个百分点	6
表 3: 白电三件 2019 年 3 月销量、销售金额及增速 (万台, 亿元, %)	11
表 4: 空调各品牌 2019 年 3 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元) ..	12
表 5: 冰箱各品牌 2019 年 3 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元) ..	12
表 6: 洗衣机各品牌 2019 年 3 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元) ..	12
.....	12
表 7: 厨电三件 2019 年 3 月销量、销售金额及增速 (万台, 亿元, %)	14
表 8: 油烟机各品牌 2019 年 3 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元) ..	14
.....	14
表 9: 燃气灶各品牌 2019 年 3 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元) ..	14
.....	14
表 10: 消毒柜各品牌 2019 年 3 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元) ..	15
.....	15
表 11: 空调 2019 年 3 月总产销情况及增速 (万台, %)	16
表 12: 空调各品牌 2019 年 3 月内销情况及增速 (万台、%)	16
表 13: 空调各品牌 2019 年 3 月外销情况及增速 (万台、%)	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：**格力电器、美的集团、青岛海尔、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**。

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值

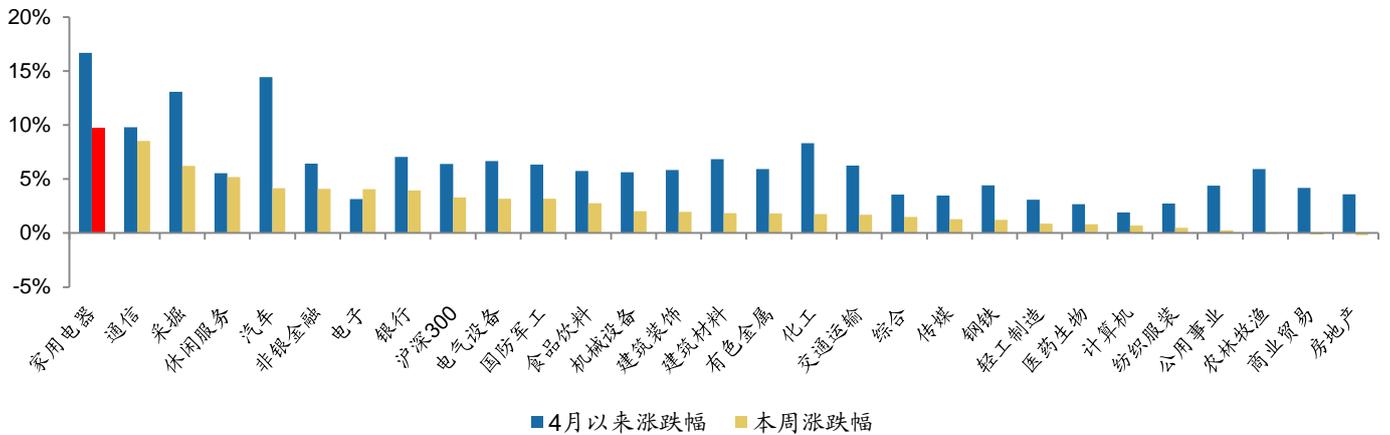
公司代码	公司简称	评级	股价 2019/04/19	货币	EPS			净利润增速			PE	
					17A	18A/E	19E	17A	18A/E	19E	18A/E	19E
000651.SZ	格力电器	买入	65.00	人民币	3.72	4.43	4.79	45%	19%	8%	14.7	13.6
000333.SZ	美的集团	买入	55.08	人民币	2.63	3.04	3.41	18%	17%	11%	18.1	16.2
600690.SH	青岛海尔	买入	18.36	人民币	1.14	1.19	1.31	38%	10%	10%	15.4	14.1
002032.SZ	苏泊尔	买入	77.42	人民币	1.61	2.03	2.45	23%	26%	20%	38.1	31.7
002242.SZ	九阳股份	买入	23.92	人民币	0.90	0.98	1.09	-1%	9%	11%	24.3	21.9
603868.SH	飞科电器	买入	44.31	人民币	1.92	1.94	2.25	36%	1%	16%	22.8	19.7
000921.SZ	海信家电	增持	14.81	人民币	1.48	1.01	1.12	86%	-32%	11%	14.7	13.2
00921.HK	海信家电	增持	11.16	港币	1.73	1.18	1.31	86%	-32%	11%	9.4	8.5
002705.SZ	新宝股份	增持	13.01	人民币	0.50	0.62	0.73	-5%	24%	20%	21.0	17.8
002677.SZ	浙江美大	增持	14.93	人民币	0.47	0.58	0.67	51%	24%	15%	25.5	22.2
603355.SH	莱克电气	增持	25.61	人民币	0.91	1.19	1.35	-27%	30%	14%	21.5	18.9
002508.SZ	老板电器	增持	32.34	人民币	1.54	1.56	1.63	21%	1%	5%	20.7	19.8
600060.SH	海信电器	增持	11.05	人民币	0.72	0.90	1.09	-46%	26%	21%	12.2	10.1
002615.SZ	哈尔斯	增持	6.80	人民币	0.27	0.31	0.38	-8%	17%	22%	21.8	17.9
002050.SZ	三花智控	买入	17.37	人民币	0.58	0.61	0.67	25%	5%	10%	28.5	26.0
000418.SZ	小天鹅 A	买入	65.40	人民币	2.38	2.94	3.32	28%	24%	13%	22.2	19.7
603515.SH	欧普照明	增持	37.36	人民币	1.18	1.19	1.42	34%	33%	19%	31.3	26.2
002035.SZ	华帝股份	增持	15.17	人民币	0.88	0.78	0.85	56%	35%	9%	19.4	17.8
002403.SZ	爱仕达	增持	9.71	人民币	0.49	0.58	0.67	26%	18%	15%	16.7	14.5
603486.SH	科沃斯	增持	55.02	人民币	0.94	1.24	1.47	636%	32%	19%	44.5	37.4
000100.SZ	TCL 集团	增持	3.82	人民币	0.10	0.23	0.27	-19%	137%	17%	16.8	14.4

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 浙江美大、海信家电(A、H)、苏泊尔、飞科电器、九阳股份、小天鹅A、美的集团、三花智控2018年EPS与净利润增速为其2018年年报公布数据, 海信家电H股EPS由人民币转换成港币所得, 港币兑人民币汇率取2019.04.19央行中间价: 1港币=0.8546人民币。

一周行情回顾 (2019.04.15-2019.04.19)

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 6.4 个百分点

	一周涨跌幅	一周跑赢市场 (百分点)	4月以来涨跌幅
沪深 300	3.3%		6.4%
家用电器	9.7%	6.4	16.7%
视听器材 (申万)	1.2%	-2.1	-1.0%
白色家电 (申万)	10.7%	7.4	19.1%

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

国家统计局发布 2019 年一季度社零数据

2019 年一季度:

社会消费品零售总额 9.8 万亿元, 同比增长 8.3%。其中, 家用电器和音像器材类零售额 2028 亿元, 同比增长 7.8%。

2019 年 3 月单月:

社会消费品零售总额 3.2 万亿元, 同比增长 8.7%。其中, 家用电器和音像器材类零售额 821 亿元, 同比增长 15.2%。

发改委发布家电消费刺激政策征求意见稿

1. 新一轮家电消费刺激政策征求意见稿发布, 这是一套旨在全面促进家电产业升级转型的组合拳, 主要包括:

开展家电“以旧换新”

鼓励消费者提前更新淘汰能耗高、安全性差的电冰箱（含冰柜）、洗衣机、空调、电视机、燃气热水器、电热水器、抽油烟机等家电产品。

中央财政将对购买国家能效 2 级以上且获得 3C 认证的新型绿色、智能化家电产品给予不高于产品价格 13% 的补贴，单台上限 800 元。

鼓励农村居民参与“以旧换新”活动，特别是对低保户、深度贫困地区群众，可以不交旧产品，直接享受补贴政策。

支持绿色智能家电发展

加大对节能、智能家电研发的支持力度，普及推广绿色节能技术，深化网络化、智能化技术在家电产品中的融合应用。

鼓励开发基于物联网、人工智能技术的家电组合产品和一体化产品。有条件的地方可结合当地实际情况出台购买节能、智能型家电产品的补贴优惠政策。

鼓励智慧家居跨行业试点应用。以家居智能化为目标，横向打通家电、照明、安防等行业，提供智慧家居综合解决方案，鼓励智慧家居企业加强与房地产、家装企业合作。

加快高清视频设备研发

加快超高清视频关键系统设备的产业化和推广应用，以产品创新带动更新消费。

鼓励加大彩电等新产品研制，加快突破超高清、柔性面板、新型背板等量产技术。

丰富 4K 超高清视频内容，创新电视互动节目。全面实现彩电的网络化服务，加快推进彩电智能化应用，增强双向人机交互功能。

规范废弃家电、消费电子产品的回收拆解

主要包括：完善回收网络体系，探索“互联网+”资源回收新模式新业态；回收企业按 6% 的三档税率征收增值税；支持生产企业成立拆解企业；规范废弃电器处置基金的征收和使用管理制度，将“定额补贴”转为“年度浮动补贴”等。

鼓励企业渠道下沉

鼓励家电企业及经销商搭建起高效的分销运营网络，让企业在欠发达地区特别是乡镇加强仓储物流服务，提供优质的上门安装、调试、维护等服务，为新建社区提供全屋家电定制服务。

鼓励家电企业加大与具备物流、仓储优势的企业合作，采用集约共享的发展模式，为乡村消费者提供高效便捷的产品与服务。

2. 发布《高效节能家电产品销售统计调查制度》

在发改委官网，还有一条 2019 年 4 月 4 日的消息值得关注：

为落实中共中央办公厅、国务院办公厅《生态文明建设目标评价考核办法》（厅字〔2016〕45 号）以及国家发展改革委、统计局、原环境保护部、中组部等部门印发《绿色发展指标体系》和《生态文明建设考核目标体系》（发改环资〔2016〕2635 号）要求，做好绿色产品（高效节能产品）市场占有率指标统计工作，经统计局批准，现将《高效节能家电产品销售统计调查制度》予以公告。

一年前，国家发展改革委公告了《高效节能家电产品销售统计调查制度（试行）》，

明确调查对象为全国大中型家电生产企业，以法人单位进行调查。《调查制度》明确以居民生活中较为普及的空调、冰箱、洗衣机、电视、燃气灶、油烟机等产品为重点，开展高效节能产品市场占有率统计工作。（新闻来源：产业在线）

➤ 2019年3月家电线上市场总结

冰箱：奥维云网（AVC）线上推总数据显示，2019年Q1冰箱线上市场零售额为58亿元，同比增长11.9%，零售量为283万台，同比增长18.9%。其中3月份市场表现不佳，产品结构环比2月不升反降，各细分市场均价同比大幅下降，中低端市场竞争加剧。从TOP机型看，内资企业包揽TOP10成常态，其中海尔独占半壁江山。

冷柜：2019年03月份冷柜线上市场量额同比下跌，均价同比增长。TOP5品牌零售额份额均同比下滑。结构上，冰吧、酒柜和大冷柜零售量份额同比上升。TOP10机型均价均同比下降，其中美的18年新机型入围TOP10。

洗衣机：奥维云网（AVC）线上推总数据显示，2019年一季度线上洗衣机市场零售额为57.7亿元，同比增长11.2%，增速环比18年四季度大幅放缓。一季度线上洗衣机市场均价表现低迷，奥维云网（AVC）监测数显示，2019年一季度线上市场均价同比下降7.0%，不仅如此，结构升级步伐也有所放缓，滚筒洗衣机渗透率仅环比增长0.1个百分点，变频波轮渗透率仅环比增长0.3个百分点。

空调：根据奥维云网（AVC）推总数据显示，3月份空调电商整体市场零售量规模为220.1万台，同比增长31.9%，零售额规模为70.5亿元，实现同比35.8%增长，与去年同期相比市场增速下滑明显。产品结构的升级带动行业价格同比提升3.0%，但细分市场价格受市场需求不足的影响下处于下行的通道中，其中变频、节能、智能产品渗透率同比分别提升5.9%、10.6%和1.5%。品牌方面，市场份额持续向头部品牌集中，TOP3品牌份额同比提升6.3%，同时跨界进入的品牌米家、苏宁等表现亮眼，其中米家零售额占比达到1.1%。

油烟机：据奥维云网（AVC）线上推总数据显示，2019年3月线上烟机总零售额6.8亿，同比上升9.9%；零售量51.5万台，同比增长26.2%，线上烟机增长趋势明显。从产品技术角度看，线上侧吸不断在低端市场发力，占比不断攀升，据奥维云网监测数据显示，其中1000元以下段占比同比增长7.05%，而同时在3000-4000段位侧吸类烟机占比提升较也很明显。T型在中低端市场和侧吸竞争胶着，中式烟机在价格战中依靠超低价勉强维持住市场。

洗碗机：据奥维云网（AVC）线上推总数据显示，洗碗机3月线上销额达2.0亿元，同比增长27.2%。但高端产品销额占比有所下跌，占比为3.9%，同比下跌0.9%。水槽式及嵌入式依然广受消费者欢迎，不过水槽式洗碗机均价同比下跌明显。

电热水器：据奥维云网（AVC）线上推总数据显示，电热3月份线上销额为7.5亿元，同比上升11.8%。50-79L低价段份额环比上升，智能占比上升2.2%，遥控、速热、预约、WIFI功能受欢迎。

燃气热水器: 据奥维云网 (AVC) 线上推总数据显示, 燃热 3 月线上销额为 5.9 亿元, 同比下降 3.8%, 在家电品类中下降幅度较大。13L 及以上高、低端产品环比上升, 零冷水占比上升 3.1%

小家电: 奥维云网 (AVC) 推总数据显示, 2019 年 3 月小家电 (电饭煲、电磁炉、电压力锅、豆浆机、料理机、榨汁机、电水壶) 线上市场零售额为 25.9 亿元, 同比增长 20.2%。从技术角度来看, 传统品类电饭煲 IH 技术渗透率同比上涨, 而电压力锅的 IH 技术渗透率同比下滑, 根据奥维云网 (AVC) 线上监测数据显示 IH 电饭煲零售额份额同比上涨 1.4%, IH 电压力锅零售额份额同比下降 1.9%。料理机在线上市场, 破壁机、搅拌机均价同比均下降, 加之破壁机零售额份额同比下滑, 导致料理机均价同比下滑明显。

净水器: 据奥维云网 (AVC) 线上推总显示, 2019 年一季度, 净水器线上市场总规模在 13.2 亿元, 同比增长 17.6%, 伴随净水企业对电商市场的重视程度加大以及各电商平台物流等服务体系的进一步完善, 净水器市场继续维持高位增长, 从 2019 年 3 月份销售情况来看, 线上市场目前仍以低价机销售为主, 且通过降价实现份额扩大化。

净化器: 据奥维云网 (AVC) 线上推总数据显示, 2019 年一季度, 净化器线上市场规模在 11.5 亿元, 同比增速 -8.2%, 线上行业降幅进一步放缓, 在 3 月份市场受行业促销影响, 同比实现微增。从销售结构来看, 目前净化器线上销售均价下调空间已相对较小, 目前部分高端除甲醛类产品逐渐上榜。

吸尘器: 2019 年 Q1 吸尘器市场规模增速放缓。据奥维云网 (AVC) 线上推总数据显示, 2019Q1 吸尘器线上市场零售额规模为 34 亿元, 同比上升 10.8%, 零售量规模为 450 万台, 同比上升 1.3%。细分品类来看, 机器人和推杆式同比增长均放缓。戴森 18 年 3 月上市新品 V10, 同时老品降价大促, 造成同期规模较高, 导致 19 年 3 月推杆式零售额同比下降 30%, 影响行业增速。

挂烫机: 2019 年 Q1 线上挂烫机市场增长较好。据奥维云网 (AVC) 线上推总数据显示, 2019Q1 线上零售额规模 4.3 亿元, 同比增长 23.7%, 零售量规模 221 万台, 同比增长 49.9%。其中手持式产品的增速较快, 其零售额份额达 27.3%, 同比增长 19%, 产品结构的变化, 导致行业均价呈下降趋势, 2019Q1 均价 193 元, 同比下降 -17.9%。(新闻来源: 奥维云网)

➤ 2019 年 3 月家电线下市场总结

冰箱: 3 月线下市场明显乏力, 规模同比大幅下滑。奥维云网 (AVC) 推总数据显示, 2019 年 3 月冰箱线下市场零售额为 58 亿元, 同比下降 6.9%。从产品端看, 产品结构有所回温, 但结构内部价格增长动力出现衰减, 对开均价同比增长仅 2.2%, 十字则基本持平, 整体价格增长回到个位数水平。从 TOP 机型看, 海尔各个门类全面包揽 TOP5, 寡头局面稳定; TOP20 中, 对开仅占 3 席, 结构占比明显收窄。

冷柜: 2019 年 03 月冷柜线下市场量额均同比下滑, 但均价同比上升。结构上, 冰吧和立式冷冻柜零售量市占同比上升较多, 小冷柜零售量市占同比下降较多。TOP 机型中, 海尔 2 款立式冷冻柜和 2 款冰吧进入 TOP10。与此同时, 上市较早的老机型竞争力下降,

出现均价和零售额份额双降的局面。

洗衣机：虽然摆脱了春节错位季节性因素，但3月线下洗衣机市场依旧面临压力，上年同期3月高增长背景下本期市场动力略显不足，奥维云网（AVC）推总数据显示，2019年3月线下洗衣机市场零售量为171.3万台，同比下降8.0%，零售额为47.3亿元，同比增长1.0%。洗烘一体大幅提升带动中高端市场复苏，监测数据显示，线下洗衣机市场均同比增长8.4%，其中洗烘一体均价同比提升10.6%。

空调：在传统装修季、频繁促销双重因素影响下，3月份空调市场实现正增长。根据奥维云网（AVC）全渠道推总数据显示，2019年3月份空调线下市场零售量规模为454万套，同比提升0.6%，零售额规模为169.8亿元，同比增长0.3%，行业以价换量保市场规模。分地区看，市场增长主要集中在北方保有量较低的省份和部分一线城市，其中东北地区增速领跑行业。品牌方面，美的、海尔3月份市场动作频繁带动份额上涨明显，整体看行业份额继续向头部企业集中，二线品牌的生存压力加大。

油烟机：据奥维云网（AVC）推总数据显示，3月份线下油烟机总零售额24.9亿，同比下跌14.1%；总零售量176.3万台，同比下跌12.2%。从市场大盘来看，3月线下家装拉升效果未达预期。从产品技术角度看，线下低端价格段基本被侧吸锁定，在中低端市场侧吸和T型持续发力拉动市场增长。而在6000以上的市场侧吸对塔型市场冲击效果明显，据奥维监测数据显示，线下6000-7000段侧吸机份额同比上涨1.65%，而塔型份额同比下降0.9%。从产品升级角度而言，侧吸表现出对高端市场强有力的冲击。

电热水器：根据奥维云网（AVC）线下推总数据显示，3月线下电热销售额为23.7亿元，同比下降13.5%。中高价位段销售额环比下跌，速热占比上升4.5%。遥控、速热、预约受消费者欢迎。

燃气热水器：根据奥维云网（AVC）线下推总数据显示，3月线下燃热销售额为27.3亿元，同比下降7.0%。其中大升数高端价位产品环比上升，零冷水占比上升7.6%，各品牌竞争激烈，防冻、恒温、电脑式功能受市场欢迎。

洗碗机：根据奥维云网（AVC）线下推总数据显示，3月线下洗碗机销售额达到4.2亿元，同比增加35.5%，其中高端占比28.8%，同比上升1.1%。台式均价同比下跌明显，嵌入式产品仍受消费者欢迎。

小家电：奥维云网（AVC）线下推总数据显示，2019年3月小家电（电饭煲、电磁炉、电压力锅、豆浆机、料理机、榨汁机、电水壶）线下市场零售额为20.5亿元，同比下降30.6%。从技术角度来看，传统品类电饭煲和电压力锅IH技术渗透率均同比上涨。奥维云网（AVC）线下监测数据显示，IH电饭煲零售额份额同比上涨9.0%，IH电压力锅零售额份额同比上涨7.2%。料理机线下市场，破壁机均价同比小幅上涨、加之破壁机零售量份额同比提升，结构升级带动料理机均价同比上涨。

净水器：据奥维云网（AVC）线下推总数据显示，2019年一季度净水器线下规模36.2亿元，同比增长1.6%，增速大幅度放缓，从一季度销售情况来看，受到春节影响，市场

活动减弱,各品牌会销投入减少,线下市场整体处于低增长状态。从3月份销售情况来看,各品牌市场活动开始复苏,同时会销也在逐步提上日程,未参与会销的品牌,各主销型号均价同样出现小幅下滑,预计价格战将在今年继续持续。

净化器: 据奥维云网(AVC)线下推总数据显示,2019年一季度净化器线下规模11.9亿元,同比下滑-29.8%,从市场增速来看,线下市场复苏迹象不明显,净化器仍然处于低位调整期。但从目前行业的主销机型情况来看,高端净化器占比逐渐提升,同时高效除甲醛类型产品销售占比提升,预计2019年净化器市场下滑幅度将持续缩窄,净化器市场结构调整将贯穿全年。

吸尘器: 2019年Q1吸尘器市场规模首次出现下滑,表现较差。分月度来看,主要为2、3月同比下降导致。据奥维云网(AVC)线下推总数据显示,2019Q1吸尘器线下市场零售额规模为11.4亿元,同比下降6.5%,零售量规模为61万台,同比下降5.5%。细分品类中仅机器人规模同比增长11.5%,推杆式同比微增1.0%,其余品类零售额同比均下降。戴森18年3月上市新品V10,同时老品降价大促,对19Q1吸尘器行业同比下降影响显著。(新闻来源:奥维云网)

中怡康月度白电数据回顾(2019年3月)

业务结构有所差异,终端景气度回升,价格表现超预期。根据2019年3月中怡康统计数据,空调、冰箱、洗衣机零售量分别同比+5.0%、-10.0%、-5.0%,空调由负转正,冰洗有所收窄。空调由于以美的为代表的品牌在终端主推高性价比产品抢占市场份额导致整体均价仍有回落,但降幅已显著收窄。冰洗均价重回正增长,表现略超预期。

美的空冰洗全线表现优异。根据2019年3月中怡康统计数据,美的在终端促销带动下,空调单月零售量同比高增29.9%,零售量市场份额达到34.7%,首次超过格力。美的冰箱单月零售量仅下滑2.7%,优于行业其他公司。洗衣机美的正积极将中端产品向美的品牌做引流,由此导致小天鹅品牌同比下滑,但美的品牌销量同比显著高增47.5%,美的系整体同比增长约6.1%,优于竞争对手。

表3: 白电三件2019年3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	68.0	-10.0%	31.0	-2.3%	174.0	-11.3%	74.3	-6.8%
空调	180.9	5.0%	70.4	4.6%	256.4	-1.5%	101.8	-2.8%
洗衣机	83.4	-5.0%	26.2	2.9%	215.1	-9.4%	62.7	-4.0%

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 3 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	57.5	-6.3%	78.8	-12.0%	25.5	-2.3%	36.0	57.5
美的集团	62.8	29.1%	82.1	15.5%	22.8	20.6%	30.7	62.8
青岛海尔	21.2	15.0%	29.6	5.1%	9.2	12.7%	12.9	21.2
奥克斯	5.5	-5.1%	9.4	-8.2%	1.8	-3.7%	3.1	5.5

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 3 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	21.8	-8.0%	53.5	-10.5%	11.6	2.4%	26.9	21.8
美的集团	8.8	-2.7%	23.0	-4.7%	3.7	5.5%	9.1	8.8
长虹美菱	6.4	-19.7%	17.9	-17.3%	2.5	-7.3%	6.8	6.4
容声	7.7	-7.9%	21.2	-12.3%	3.1	3.5%	8.2	7.7
西门子	3.2	-26.7%	9.2	-29.7%	1.1	-18.0%	3.1	3.2
海信家电	4.2	-17.8%	11.4	-13.7%	0.9	0.1%	2.6	4.2

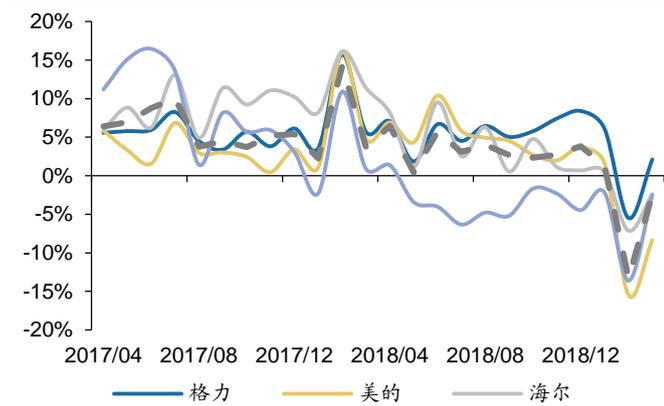
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

表 6: 洗衣机各品牌 2019 年 3 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	26.6	0.2%	68.6	-4.8%	9.5	13.2%	22.1	4.3%
美的系	美的集团	10.3	47.5%	28.5	47.1%	2.1	47.0%	5.8	47.7%
	小天鹅 A	13.9	-12.2%	34.6	-19.7%	4.7	4.1%	11.2	-6.2%
惠而浦系	惠而浦	1.6	15.5%	3.8	13.5%	0.7	28.3%	1.5	23.4%
	荣事达	0.9	13.7%	2.4	11.6%	0.1	-1.3%	0.3	-3.9%
	三洋	3.0	-23.0%	7.8	-27.2%	0.7	-29.3%	1.9	-31.8%

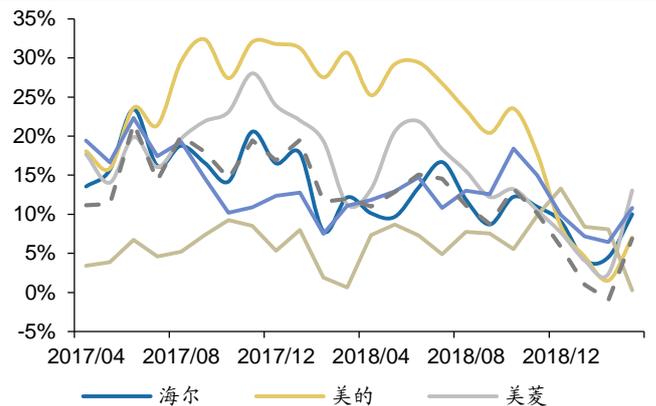
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 2: 空调分品牌月度零售均价同比增速 (%)



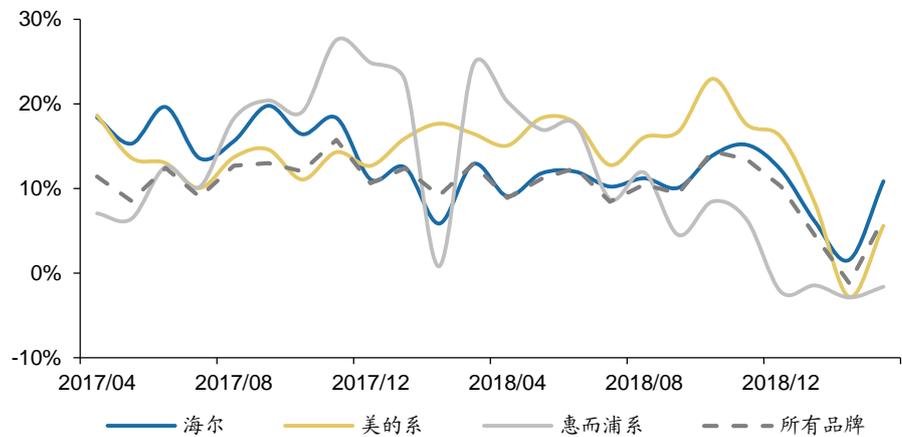
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

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 3 月)

烟灶重回增长, 消毒柜降幅收窄。根据中怡康 2019 年 3 月的统计数据, 油烟机、燃气灶单月零售量同比上升 5.1%、5.9%, 消毒柜单月零售量同比下降 5.3%, 2019 年 1-3 月累计同比分别下降 1.5%、1.0%和 13.1%。油烟机、燃气灶单月零售额同比上升 4.8%、5.3%, 消毒柜单月零售额同比下降 9.1% , 2019 年 1-3 月累计同比下降 2.8%、2.7%、16.9%。3 月单月烟灶重回增长, 消毒柜降幅收窄。我们推测 3 月数据回暖与消费整体景气度回升, 地产交房周期到来有关。

油烟机、燃气灶、消毒柜均价均有所下降。油烟机、燃气灶、消毒柜零售均价同比分别下降 2.3%、1.8%、6.2%, 2019 年 1-3 月累计均价同比分别下降 2.8%、2.1%、6.2%。烟灶行业零售均价相比上月由升转降, 虽然销量表现向好, 但价格端依然有所承压。

华帝整体单月表现相对较好。华帝 3 月整体表现较好, 烟灶单月销量同比分别增长 7%、8%、8%、表现均位居行业前列。综合 1-3 月数据来看, 华帝与万和在烟灶上的表现

相对较好，油烟机零售额同比仍有正增长，而燃气灶零售额同比仅有小幅下滑。万和在消毒柜品类上也表现尚可，同比下滑幅度小于其他品牌。

表 7: 厨电三件 2019 年 3 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	22.7	5.1%	7.7	4.8%	45.4	-1.5%	14.2	-2.8%
燃气灶	23.6	5.9%	3.9	5.3%	52.6	-1.0%	8.0	-2.7%
消毒柜	3.1	-5.3%	0.7	-9.1%	7.1	-13.1%	1.4	-16.9%

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 3 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	4.46	3%	7.91	-6%	1.98	0%	3.43	-9%
方太	4.08	8%	7.23	0%	1.85	6%	3.21	-3%
华帝股份	2.33	7%	4.01	-1%	0.85	9%	1.41	1%
美的集团	2.16	0%	4.58	-8%	0.66	11%	1.29	0%
万和	0.91	11%	2.04	0%	0.19	10%	0.42	2%
西门子	0.71	-11%	1.20	-13%	0.34	-1%	0.58	-6%

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 3 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	2.76	8%	5.50	-2%	0.51	11%	0.97	-1%
老板电器	4.21	4%	7.68	-6%	0.93	2%	1.68	-8%
方太	3.98	11%	7.30	3%	0.91	8%	1.64	-2%
美的集团	2.13	-7%	5.31	-11%	0.27	-1%	0.66	-9%
万和	1.06	0%	2.91	-5%	0.11	3%	0.31	-1%
西门子	0.70	-12%	1.27	-13%	0.17	-6%	0.30	-11%

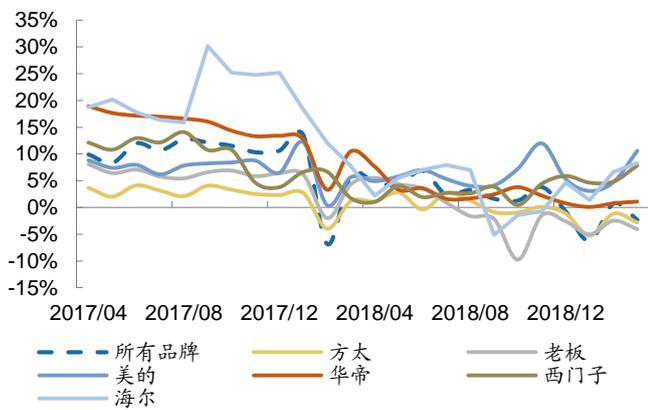
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

表 10: 消毒柜各品牌 2019 年 3 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	0.55	-13%	1.67	-12%	0.08	-13%	0.22	-12%
万和	0.21	14%	0.53	-4%	0.04	15%	0.09	-4%
老板电器	0.43	-21%	0.75	-28%	0.15	-22%	0.27	-29%
方太	0.51	-1%	0.87	-12%	0.18	-3%	0.32	-14%
康星	0.10	-12%	0.32	-19%	0.01	-7%	0.04	-15%
美的集团	0.24	-17%	0.59	-23%	0.04	-17%	0.10	-22%
华帝股份	0.20	8%	0.36	-12%	0.05	6%	0.10	-13%
西门子	0.10	-22%	0.19	-23%	0.03	-15%	0.05	-18%

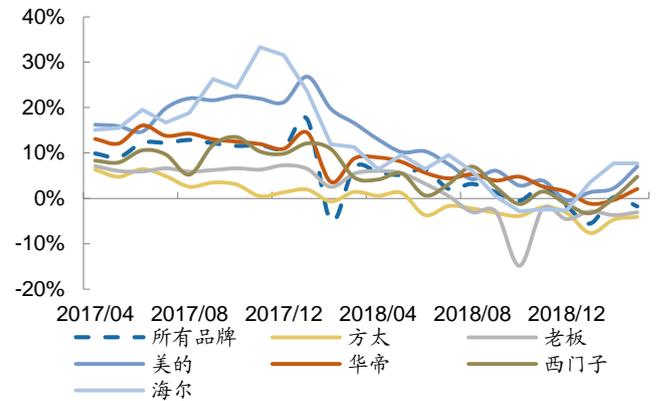
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 5: 油烟机分品牌月度零售均价同比增速 (%)



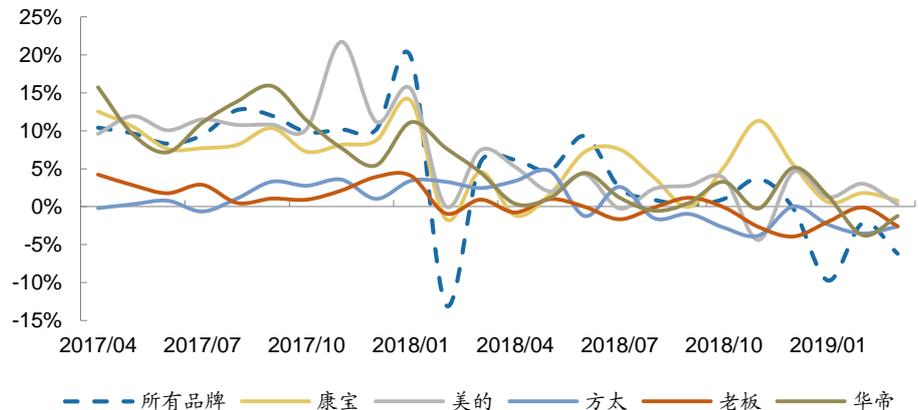
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

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3月）

内销小幅上升，外销继续下滑。行业，产量 1680 万台，+4%（1-3 月 3900 万，+3%）；销量 1690 万台，-2%（1-3 月 4027 万，+1%）；内销 952 万台，+3%（1-3 月 2185 万，+3%）；外销 738 万台，-8%（1-3 月 1842 万，-1%）。

美的内销优异，海信科龙外销强势。分公司：格力内销 280 万台，0%（1-3 月 756 万，+3%），外销 170 万台，-17%（1-3 月 423 万，-5%）；美的内销 220 万台，+29%（1-3 月 543 万，+14%），外销 242 万台，+1%（1-3 月 599 万，+13%）；海尔内销 96 万台，-19%（1-3 月 227 万，-12%），外销 30 万台，-55%（1-3 月 110 万，-36%）；奥克斯内销 116 万台，+1%（1-3 月 245 万，+5%），外销 75 万台，+3%（1-3 月 185 万，-2%）；海信科龙内销 61 万台，+2%（1-3 月 103 万，-3%），外销 50 万台，+47%（1-3 月 112 万，+22%）。

表 11: 空调 2019 年 3 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	1680	3.8%	1618	12.8%	1435	3900	2.9%	3791	10.1%	3444	
2 销售	1690	-2.0%	1724	15.5%	1493	4027	0.9%	3992	13.7%	3511	
3 出口	738	-7.6%	799	9.3%	731	1842	-1.4%	1868	4.4%	1789	
4 内销	952	2.9%	925	21.4%	762	2185	2.9%	2124	23.3%	1722	
5 库存	885	-1.2%	895	5.4%	849	885	-1.2%	895	5.4%	849	
6 产销率	100.6%	-5.6%	106.6%	2.4%	104.0%	103.3%	-1.9%	105.3%	3.3%	101.9%	
7 内销比重	56.3%	5.0%	53.7%	5.1%	51.0%	54.3%	2.0%	53.2%	8.5%	49.1%	

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 3 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	280	0.0%	280	10.7%	253	756	3.4%	731	17.7%	621	
美的集团	220	29.4%	170	11.8%	152	543	13.8%	477	24.9%	382	
青岛海尔	96	-18.6%	118	37.2%	86	227	-12.4%	259	35.6%	191	
奥克斯	116	0.9%	115	76.9%	65	245	4.7%	234	55.0%	151	

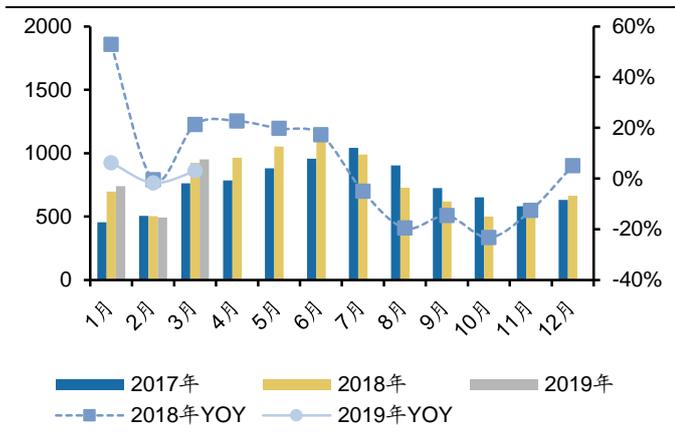
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 13: 空调各品牌 2019 年 3 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	170	-17.1%	205	17.8%	174	423	-5.2%	446	17.7%	379
美的集团	242	0.8%	240	5.7%	227	599	13.2%	529	-0.1%	530
青岛海尔	30	-54.5%	66	65.0%	40	110	-36.0%	172	48.3%	116
奥克斯	75	2.7%	73	17.7%	62	185	-2.1%	189	21.9%	155

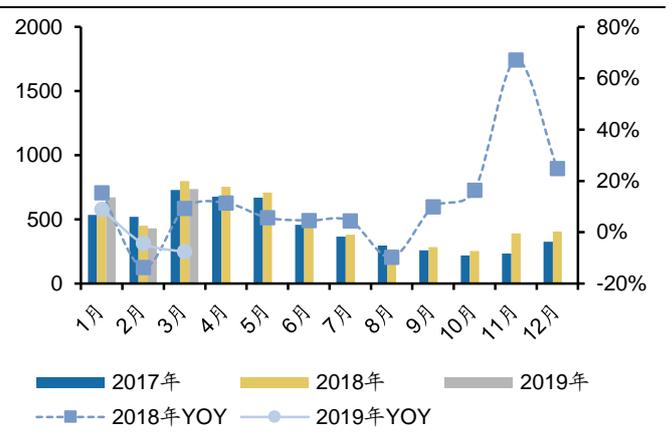
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 8: 空调月度内销及增速 (万台, %)



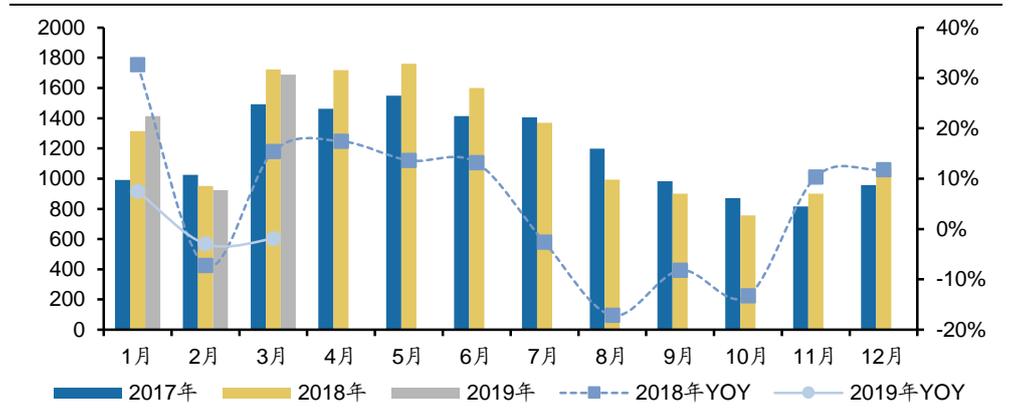
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

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

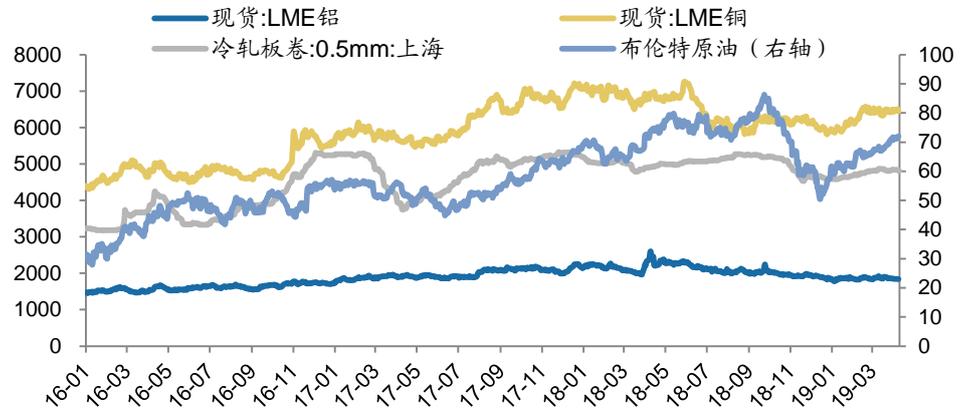
图 10: 空调月度销量及增速 (万台, %)



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

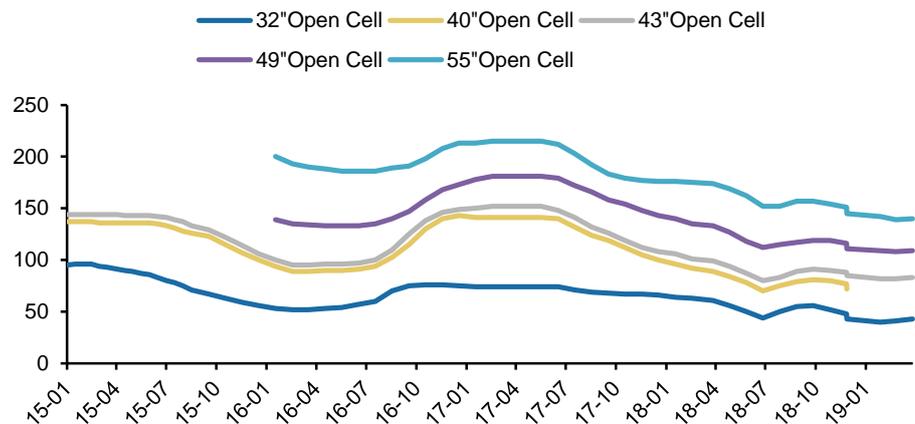
图 11: 白电主要原材料价格一览: 本周铝、铜、冷轧板卷价格下降, 原油价格上升



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、人民币元/吨、美元/桶

图 12: 面板价格: 截止 2019 年 3 月, 面板价格小幅回升

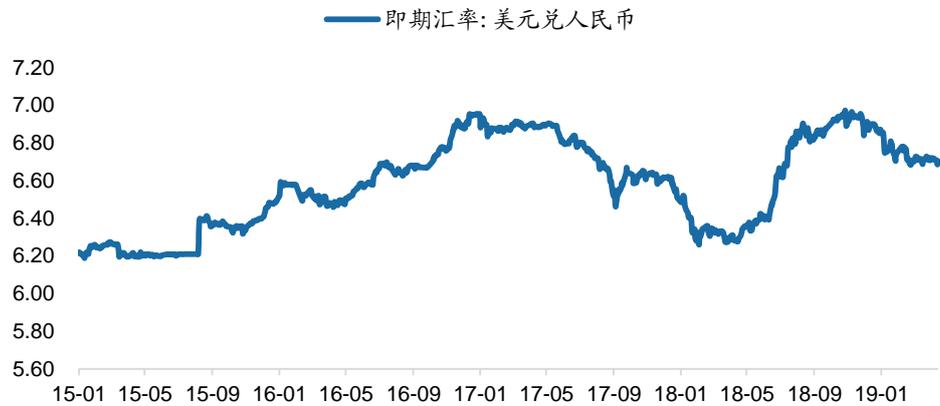


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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

美的集团(000333.SZ)年报点评: 2018 年业绩符合预期, 盈利能力提升(2019-04-21)

● 2018 年业绩符合预期, 现金分红+回购占净利润比例超 6 成

公司公布 2018 年报, 全年营业总收入 2618.2 亿元 (YoY+8.2%), 归母净利 202.3 亿元 (YoY+17.1%), 毛利率 28.1% (YoY+2.7pct), 净利率 7.7% (YoY+0.6pct)。Q4 单季营业收入 544.1 亿元 (YoY+0.5%), 归母净利 23.3 亿元 (YoY+2.0%), 毛利率 29.2% (YoY+4.8pct), 净利率 4.3% (YoY+0.1pct)。Q4 净利率提升幅度较少, 预计是由于库卡更换管理层导致费用增加, 根据库卡 2018 年报, Q4 当季库卡调整后净利润亏损 1350 万欧元 (约 1 亿人民币)。

2018 年公司现金分红 86 亿 (每 10 股派发现金 13 元 (含税)), 股份回购且注销 40 亿, 分红占归母净利润比例 (含回购) 62.1%。

● 家电业务增长稳健, 盈利能力提升, 电商是亮点

分业务来看, 2018 年暖通空调、家用电器、机器人及自动化系统分别实现营业收入 1093.9 亿 (YoY+14.7%)、1029.9 亿 (YoY+4.3%)、256.8 亿 (YoY-5.0%), 毛利率分别为 30.6% (YoY+1.6pct)、29.1% (YoY+1.8pct)、22.9% (YoY+8.4pct), 产品结构升级、均价提升带动公司家电业务盈利能力提升, 机器人业务毛利率大幅提升主要是由于收购库卡的摊销费用减少。

分区域来看, 国内、国外分别实现营业收入 1492.6 亿 (YoY+9.1%)、1104.1 亿 (YoY+6.2%)。其中内销电商全网收入超过 500 亿元, YoY 超过 22%, 成为内销主要增长动力。

● 家电地位稳固, 转型科技集团稳步推进, 团队激励充足

家电业务上, 公司在白电、小家电、厨电多品类均稳居行业前三, 龙头地位稳固, 消费升级趋势下, 未来有望持续稳健增长。机器人业务上, 通过与库卡合资成立子公司 (各

持股 50%) 的方式加强公司主导权, 推进工业机器人、医疗、仓储自动化三大领域在国内的拓展。长期战略上, 公司继续深化双智战略, 发布了工业互联网平台“M.IoT”, 并整合智慧家居业务成立了 IoT 公司。公司治理上, 发布了第六期股票期权激励计划、2019 限制性股票激励计划、核心管理团队持股计划等, 持续激励管理团队和核心骨干。

● **投资建议: 估值具备修复空间**

不考虑美的对小天鹅的吸收合并及限制性股票激励计划的费用摊销, 我们预测 2019-2021 年公司归母净利分别为 224.6、250.1、277.2 亿元, 同比分别增长 11.0%、11.7%、10.5%。公司龙头地位稳固, 同时正从家电集团向科技集团不断迈进; 股权激励继续强化, 业绩有望持续增长。考虑到公司业务多元, 故选取家电龙头作为可比公司, 参考可比公司平均估值 2019 年 19xPE, 给予合理价值 64.79 元人民币/股, 维持“买入”评级。

● **风险提示**

原材料价格大幅上涨; 房地产市场低迷; 行业竞争格局恶化。

三花智控 (002050.SZ) 一季报点评: 收入保持稳健增长, 盈利能力略有下降 (2019-04-21)

● **收入保持稳健增长, 盈利能力略有下降**

公司披露 2019 年一季报: 2019Q1 公司实现收入 27.8 亿元 (YoY+7.9%), 实现归母净利润 2.6 亿元 (YoY+4.2%), 对应净利率 9.3% (YoY-0.3pct)。

● **制冷业务下游需求或有收缩, 全球龙头彰显承压能力**

产业在线数据显示, 2019 年 1-2 月空调产量 2,163 万台 (YoY-0.5%), 同期截止阀、四通阀、电子膨胀阀累计内销量分别为 4,069 / 1,868 / 827 万只, 同比分别增长 -0.56% / 0.97% / 9.35%。除电子膨胀阀受益于渗透率提升获得了较好的增长外, 截止阀、四通阀的增长情况均有所放缓。在行业整体库存压力增大等因素驱动下游需求或有收缩时, 公司作为全球制冷零部件龙头的承压能力彰显无疑, 收入端的稳健增长表现出了良好的韧性。

● **景气度与原材料影响下毛利率承压, 汇率压力减小改善财务费用**

原材料价格回升, 行业景气度下滑: 部分公司成本占比较高的大宗原材料价格自 2018H2 大幅下降至低位后在 2019Q1 有所回升, 叠加上游景气度的下滑导致公司毛利承压水平, 2019Q1 实现毛利率 25.2% (YoY-2.3pct);

汇率压力减小改善整体费用率: 2019Q1 公司期间费用率分别达到 4.0% / 9.6% / 1.8%, 同比变动 -0.3 / +1.3 / -1.3pct, 同时外汇远期合约浮盈增加驱动公允价值变动收益同比增长, 占营收比例达到 1.3% (YoY +1.4pct)。

● **盈利预测**

预计公司 2019-2021 年归母净利润为 14.2、16.3、18.6 亿元, 同比增长 10.2%、14.4%、14.1%, 最新收盘价对应 2019 年 PE 26.0x。考虑新能源汽车业务订单持续增长并有望在未来两年放量, 同时制冷业务长期确定性高, 预计估值在切换至 2019 年后将有所修复, 给予公司 2019 年 PE 27x, 与 2018 全年收盘价中位数对应的当年静态估值保持一致, 对应合理价值 18.09 元/股。维持“买入”评级。

● **风险提示**

行业景气度下降; 原材料价格上升; 新能源汽车渗透率提升不及预期。

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

营业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。