

家用电器行业

进入今年最强高温期，关注空调销售

● 投资建议：进入今年最强高温期，关注空调销售

本周，今年以来范围最大、强度最强、持续时间最长的高温闷热天气上线。我国多地持续高温高湿。中央气象台连发高温黄色预警，预计空调销售在全国范围内进入高峰期。从产业在线 2019H1 数据来看，空调销售情况好于年初市场预期，就竞争格局而言，行业双寡头竞争格局依然稳固。龙头依然具备定价权，从短期业绩确定性及长期竞争力角度，我们建议自下而上继续以龙为首配置长期竞争力显著的白马龙头：**美的集团、格力电器、海尔智家**；同时建议关注受益于消费升级的小家电龙头：**九阳股份、苏泊尔**。

● 一周行情回顾（2019.07.22-2019.07.26）

沪深 300 指数本周上涨 1.3%，本周家电板块表现强于大盘，申万家电指数上涨 1.5%，跑赢市场 0.2 个百分点，其中白电指数上涨 1.5%，视听器材指数上涨 0.5%。

● 2019W29（2019.7.15-2019.7.21）白电厨电主要品类线上线下数据

空调：线下销量 YoY-29.1%（环比+6.1pct），线上销量 YoY-23.5%（环比+8.6pct）。

冰箱：线下销量 YoY+18.3%（环比+48.4pct），线上销量 YoY+3.0%（环比+16.2pct）。

洗衣机：线下销量 YoY+25.1%（环比+54.7pct），线上销量 YoY+22.2%（环比+18.3pct）。

油烟机：线下销量 YoY+41.1%（环比+72.4pct），线上销量 YoY+22.0%（环比-3.0pct）。

● 本周行业要闻

行业动态

- 全国高温预警，多地区需开空调“续命”
- 北京消协抽检海尔、奥克斯、格力等 25 款空调，均有指标实测值未达到或超过额定值
- 格力关于北京市消协抽测新闻事件的声明
- 压缩机的技术方向
- 未来三年，中央空调市场会怎么走

● 行业月度数据回顾（2019 年 6 月）

➢ 产业在线冰箱数据回顾：内销景气回落，外销同比由正转负；海尔、奥马内销表现较好，美的、海尔外销表现优异。

产量 675 万台，YoY-1.1%（1-6 月 3887 万，YoY+2.4%）；销量 707 万台，YoY-2.2%（1-6 月 3874 万，YoY+2.8%）；内销 381 万台，YoY-2.6%（1-6 月 2140 万，YoY-2.1%）；外销 326 万台，YoY-1.8%（1-6 月 1734 万，YoY+9.7%）。

➢ 产业在线洗衣机数据回顾：销量连续两月实现正增长，内销景气依旧，外销增速有所收窄；惠而浦内外销表现优异。

产量 512 万台，YoY+11.7%（1-6 月 3147 万，YoY+4.6%）；销量 483 万台，YoY+5.9%（1-6 月 3157 万，YoY+1.8%）；内销 313 万台，YoY+7.2%（1-6 月 2139 万，YoY-0.2%）；外销 170 万台，YoY+3.5%（1-6 月 1019 万，YoY+6.1%）。

● 本周重点报告回顾

➢ **苏泊尔（002032.SZ）：**国内消费需求趋弱，Q2 维持较好增长

➢ **2019Q2 持仓分析：**家电龙头仍受青睐

● **汇率跟踪：**本周人民币兑美元汇率贬值。

● **原材料价格：**本周冷轧板卷、原油价格上涨，铜、铝下降。

● **面板价格：**截止 2019 年 6 月，各尺寸面板价格均有下滑。

● **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

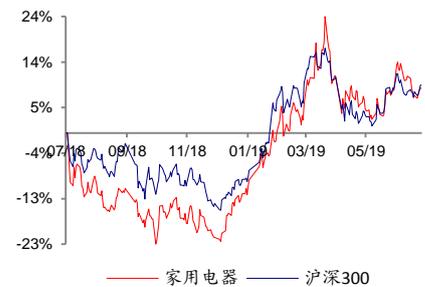
前次评级

持有

报告日期

2019-07-28

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：2019Q2 公募 2019-07-21

基金及北上资金持仓分析：

家电龙头仍受青睐

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
美的集团	000333.SZ	人民币	53.43	2019/4/30	买入	64.79	3.41	3.81	15.67	14.03	11.65	9.71	23.23	22.95
格力电器	000651.SZ	人民币	55.46	2019/4/30	买入	61.22	4.71	5.27	11.78	10.52	6.30	5.22	26.03	24.80
海尔智家	600690.SH	人民币	16.83	2019/4/30	买入	19.35	1.29	1.44	13.08	11.70	6.50	4.67	17.50	16.36
苏泊尔	002032.SZ	人民币	70.82	2019/7/23	买入	78.40	2.35	2.70	30.19	26.26	23.39	20.31	27.02	26.08
九阳股份	002242.SZ	人民币	20.49	2019/4/27	买入	27.25	1.09	1.25	18.78	16.45	17.51	15.35	21.22	23.31

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：进入今年最强高温期，关注空调销售	5
一周行情回顾（2019.07.22-2019.07.26）	7
2019W29（2019.7.15-2019.7.21）行业主要品类线上线下单周及累计数据回顾	7
行业回顾	9
本周新闻动态：全国高温预警，多地区需开空调“续命”；北京消协抽检海尔、奥克斯、格力等 25 款空调，均有指标实测值未达到或超过额定值；格力关于北京市消协抽测新闻事件的声明；压缩机的技术方向；未来三年，中央空调市场会怎么走	9
产业在线月度冰箱数据回顾（2019 年 6 月）	14
产业在线月度洗衣机数据回顾（2019 年 6 月）	16
原材料价格变动跟踪	19
汇率跟踪	20
本周重点报告回顾	20
苏泊尔（002032.SZ）：国内消费需求趋弱，Q2 维持较好增长（2019-07-23）	20
2019Q2 持仓分析：家电龙头仍受青睐（2019-07-21）	21
风险提示	22

图表索引

图 1: 本周家电板块表现优于沪深 300.....	7
图 2: 2019W29 (2019.7.15-2019.7.21) 单周销量同比数据: 冰洗烟线下同比大幅回升.....	7
图 3: 2019W29 (2019.7.15-2019.7.21) 单周线上线下均价.....	8
图 4: 2019W29 (2019.7.15-2019.7.21) 单周线上线下均价同比: 冰洗线下均价提升明显.....	8
图 5: 2019W1-W29 (2019.1.1-2019.7.21) 累计销量同比数据: 线上表现强势..	8
图 6: 2019W1-W29 (2019.1.1-2019.7.21) 累计线上线下均价.....	8
图 7: 2019W1-W29 (2019.1.1-2019.7.21) 累计线上线下均价同比: 冰洗线上线下均价同比表现分化.....	8
图 8: 冰箱月度销量及增速 (万台, %)	16
图 9: 冰箱月度内销及增速 (万台, %)	16
图 10: 冰箱月度外销及增速 (万台, %)	16
图 11: 洗衣机月度销量及增速 (万台, %)	18
图 12: 洗衣机月度内销及增速 (万台, %)	18
图 13: 洗衣机月度外销及增速 (万台, %)	18
图 14: 白电主要原材料价格一览: 本周冷轧板卷、原油价格上涨, 铜、铝下降	19
图 15: 面板价格: 截止 2019 年 6 月, 各尺寸面板价格均有小幅下降.....	19
图 16: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率贬值.....	20
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值.....	6
表 2: 本周家电指数跑赢市场 0.2 个百分点.....	7
表 3: 冰箱行业产量、销量、库存情况 (万台、%).....	15
表 4: 冰箱各品牌 2019 年 6 月内销情况及增速 (万台、%).....	15
表 5: 冰箱各品牌 2019 年 6 月外销情况及增速 (万台、%).....	15
表 6: 洗衣机行业产量、销量、库存情况 (万台、%).....	17
表 7: 洗衣机各品牌 2019 年 6 月内销情况及增速 (万台、%).....	17
表 8: 洗衣机各品牌 2019 年 6 月外销情况及增速 (万台、%).....	17

投资建议：进入今年最强高温期，关注空调销售

预计空调销售在全国范围内进入高峰期。本周，今年以来范围最大、强度最强、持续时间最长的高温闷热天气上线。我国多地持续高温高湿。中央气象台连发高温黄色预警，但高温并没结束的意思，预计7月底前高温都将继续肆虐。

我国北部等国内空调普及率相对较低的地区也进入高温天气，持续高温将促进空调渗透率提升。中央气象台预计，27-28日，西北地区东部、辽宁西部、华北大部、黄淮、四川盆地中东部、江淮、江汉、江南、华南及南疆盆地等地将出现35℃以上高温天气，部分地区最高气温可达37℃以上。

从产业在线2019H1数据来看，空调销售情况好于市场年初预期，就竞争格局而言，行业双寡头竞争格局依然稳固。龙头依然具备定价权，从短期业绩确定性 & 长期竞争力角度，我们建议自下而上继续以龙为首配置长期竞争力显著的白马龙头：美的集团、格力电器、海尔智家；同时建议关注受益于消费升级的小家电龙头：九阳股份、苏泊尔。

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值

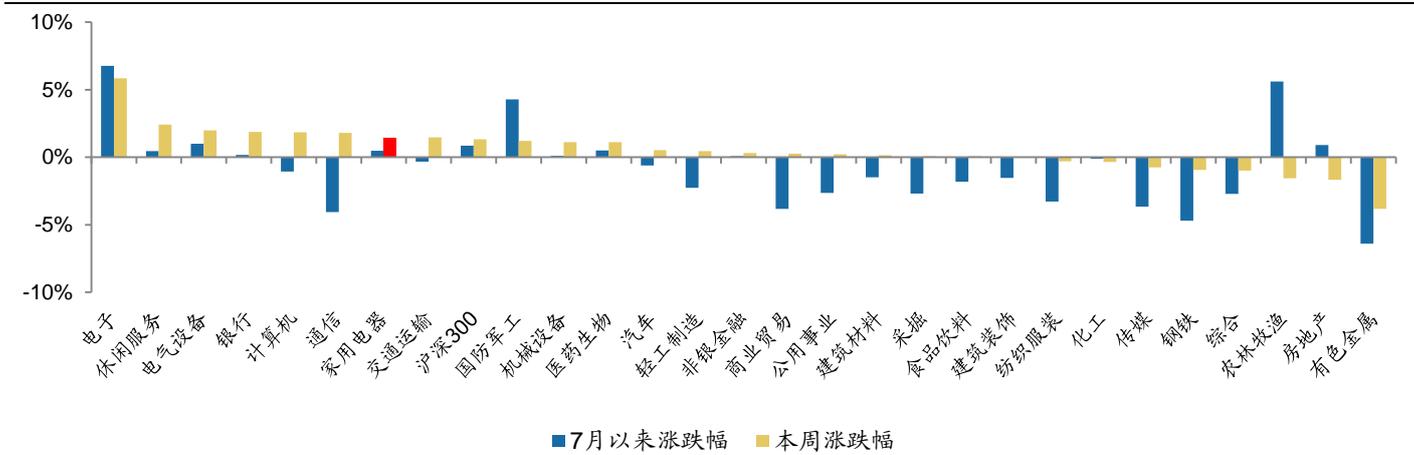
公司代码	公司简称	评级	股价 2019/07/26	货币	EPS			净利润增速			PE	
					18A	19E	20E	18A	19E	20E	19E	20E
000333.SZ	美的集团	买入	53.43	人民币	3.04	3.41	3.81	17%	11%	12%	15.7	14.0
000651.SZ	格力电器	买入	55.46	人民币	4.36	4.71	5.27	17%	8%	12%	11.8	10.5
600690.SH	海尔智家	买入	16.83	人民币	1.17	1.29	1.44	8%	10%	12%	13.1	11.7
002032.SZ	苏泊尔	买入	70.82	人民币	2.03	2.35	2.70	26%	15%	15%	30.2	26.3
002242.SZ	九阳股份	买入	20.49	人民币	0.98	1.09	1.25	9%	11%	14%	18.8	16.4
603868.SH	飞科电器	买入	36.14	人民币	1.94	2.12	2.36	1%	9%	11%	17.1	15.3
000921.SZ	海信家电	增持	11.42	人民币	1.01	1.15	1.27	-32%	14%	10%	9.9	9.0
00921.HK	海信家电	增持	8.38	港币	1.15	1.31	1.44	-32%	14%	10%	6.4	5.8
002705.SZ	新宝股份	增持	10.75	人民币	0.62	0.76	0.87	23%	22%	14%	14.1	12.4
002677.SZ	浙江美大	增持	12.88	人民币	0.58	0.69	0.80	24%	18%	15%	18.7	16.2
603579.SH	荣泰健康	增持	28.38	人民币	1.78	1.86	2.08	15%	4%	12%	15.3	13.7
603355.SH	莱克电气	增持	20.38	人民币	1.05	1.22	1.36	16%	16%	11%	16.7	15.0
002508.SZ	老板电器	增持	26.03	人民币	1.55	1.68	1.90	1%	8%	13%	15.5	13.7
600060.SH	海信电器	增持	8.41	人民币	0.30	0.31	0.35	-59%	5%	10%	26.7	24.2
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.75	人民币	0.24	0.31	0.37	-10%	28%	18%	18.5	15.7
002050.SZ	三花智控	买入	10.91	人民币	0.61	0.67	0.76	5%	10%	14%	16.3	14.3
002429.SZ	兆驰股份	增持	2.93	人民币	0.10	0.12	0.13	-26%	17%	15%	25.4	22.1
603515.SH	欧普照明	增持	30.49	人民币	1.19	1.44	1.74	32%	21%	21%	21.2	17.5
002035.SZ	华帝股份	增持	11.70	人民币	0.77	0.89	1.04	33%	16%	16%	13.1	11.3
002403.SZ	爱仕达	增持	8.34	人民币	0.42	0.47	0.53	-14%	10%	13%	17.9	15.8
603486.SH	科沃斯	增持	26.45	人民币	1.21	1.42	1.72	29%	18%	21%	18.6	15.4
002543.SZ	万和电气	增持	9.61	人民币	0.85	1.00	1.14	18%	17%	13%	9.6	8.5

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 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2019.07.26收盘价: 1港币=0.8801人民币。

一周行情回顾（2019.07.22-2019.07.26）

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 0.2 个百分点

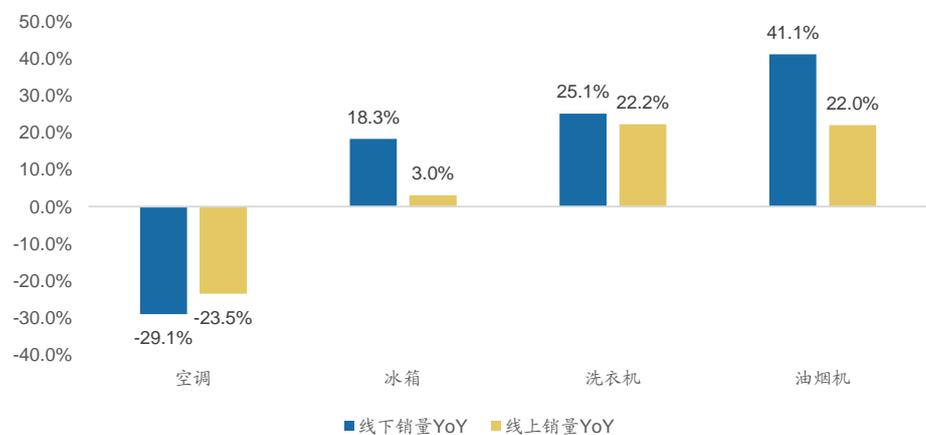
	本周涨跌幅	本周跑赢市场 (百分点)	7 月以来涨跌幅
沪深 300	1.3%		0.9%
家用电器	1.5%	0.2	0.5%
视听器材 (申万)	0.5%	-0.9	0.0%
白色家电 (申万)	1.5%	0.2	0.5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2019W29(2019.7.15-2019.7.21)行业主要品类线上线

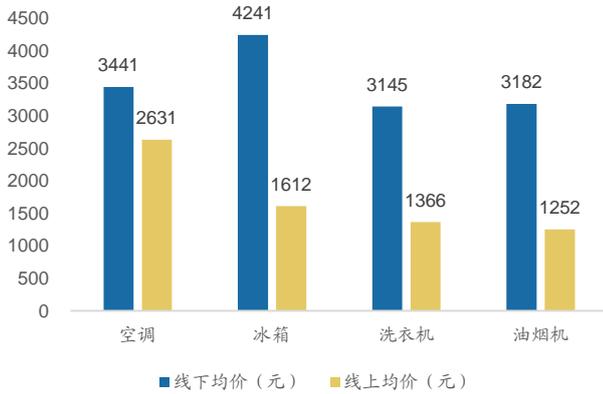
下单周及累计数据回顾

图 2: 2019W29 (2019.7.15-2019.7.21) 单周销量同比数据: 冰洗烟线下同比大幅回升



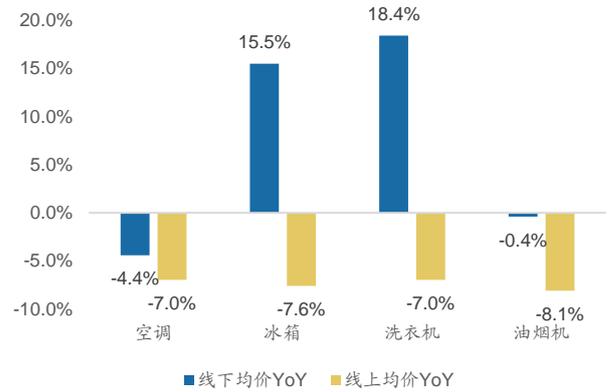
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 3: 2019W29 (2019.7.15-2019.7.21) 单周线上线下均价



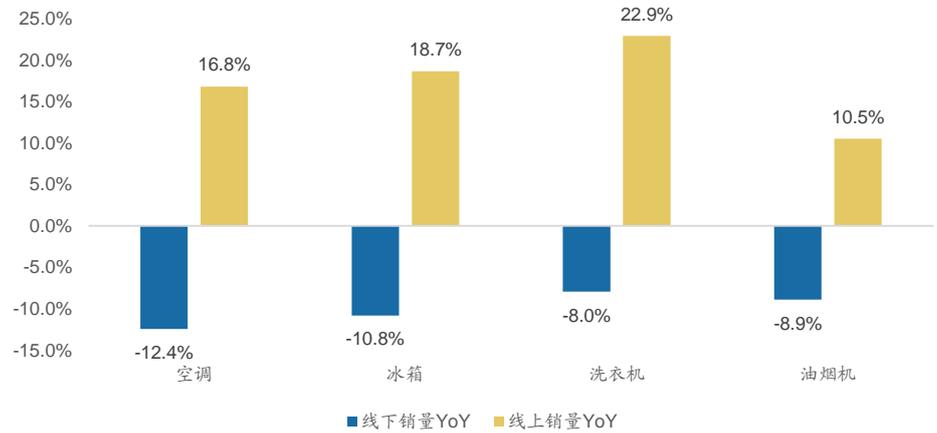
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 4: 2019W29 (2019.7.15-2019.7.21) 单周线上线下均价同比: 冰洗线下均价提升明显



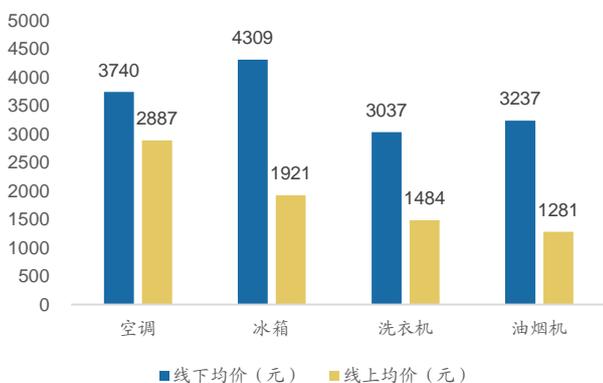
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 5: 2019W1-W29 (2019.1.1-2019.7.21) 累计销量同比数据: 线上表现强势



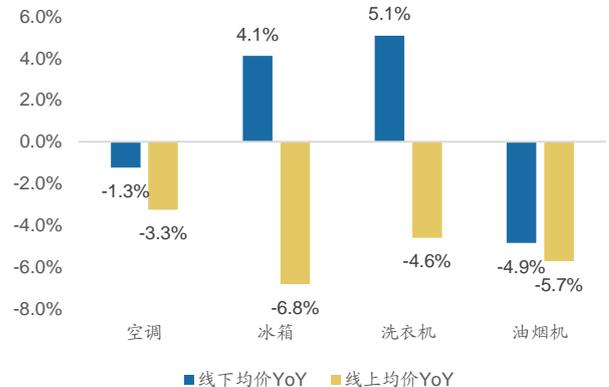
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 6: 2019W1-W29 (2019.1.1-2019.7.21) 累计线上线下均价



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 7: 2019W1-W29 (2019.1.1-2019.7.21) 累计线上线下均价同比: 冰洗线上线下均价同比表现分化



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

行业回顾

本周新闻动态：全国高温预警，多地区需开空调“续命”；北京消协抽检海尔、奥克斯、格力等 25 款空调，均有指标实测值未达到或超过额定值；格力关于北京市消协抽测新闻事件的声明；压缩机的技术方向；未来三年，中央空调市场会怎么走

➤ 全国高温预警，多地区需开空调“续命”

本周，今年以来范围最大、强度最强、持续时间最长的高温闷热天气上线。我国多地持续高温高湿。中央气象台连发高温黄色预警，**但高温并没结束的意思，预计七月底前高温都将继续肆虐**。据悉，26日是本轮高温范围最大的一天，波及人口约8亿人，部分地区的体感温度甚至超过55℃。

中央气象台预计，27-28日，西北地区东部、辽宁西部、华北大部、黄淮、四川盆地中东部、江淮、江汉、江南、华南及南疆盆地等地将出现35℃以上高温天气，部分地区最高气温可达37℃以上。

多地体感温度超50℃

26日，高温范围继续扩大，西南地区东部等地加入“高温战队”，高温波及人口约8亿人。27日，高温总体范围略有缩小，但“热到蒸发”区域却有所增加。除了湖南、江西、浙江这些顽固地区外，安徽、重庆体感55℃以上的范围扩大。广西东部、广东、海南、福建西部、湖北东部和南部等地将持续占领“热到融化”区域。天津、河北东部、河南南部和北部，四川东部、福建东部属于“热到扭曲”区域；辽宁、云南东部、新疆等地的部分地区体感温度也将在40℃以上。

28日，我国高温范围继续扩大，炎热程度有增无减。不仅东北地区开始跻身加入“热到膨胀”行列，华北，黄淮一带还会从“热到扭曲”过度到“热到融化”。

昼蒸夜煮，全国16省市区急需空调“续命”

中央气象台预计，**7月底前，全国多地持续蒸煮模式，高温蔓延全国16省市区，局地逼近40℃**。在如此炎热的夏天，空调已成为我们的标配。日前，全国空调开机地图发布，**全国16省市区急需空调“续命”**。

据悉，此次高温过程为今年以来我国范围最大、时间最长的高温高湿过程。高温范围覆盖北京、天津、河北、山东、上海、重庆、湖南、福建等16个省市区；北方高温呈阶段性变化，高温日数3-5天；江淮、江南及黄淮西部等地呈逐渐发展或持续态势，高温日数达6-8天。

这样的高温我们无法改变，但庆幸的是还有空调可以“续命”。在这轮“高温周”中，**27-28日，新疆大部、黄淮、江淮、江南等地酷热难耐，必须开空调**，不仅是白天开，晚上还要连轴转。而西北地区东部、西南地区东部及东北部分地区由于气温普遍在35℃以下，略感闷热，不开空调随心情；西藏、青海以及东北中北部等地天气舒适凉爽，完全不需要开空调，也是夏季避暑的好去处。

（新闻来源：人民日报）

➤ **北京消协抽检海尔、奥克斯、格力等 25 款空调，均有指标实测值未达到或超过额定值**

随着电器能效等级的认知深入人心，消费者选购空调产品时会有意选择高能效级别的产品。为了解家用空调产品能效标识标注的真实情况，指导引导消费，近日，北京市消费者协会对市售部分家用空调产品开展了商品比较试验。

据悉，比较试验样品由北京市消费者协会工作人员以普通消费者身份从京东商城、天猫商城、苏宁易购、国美在线等网购平台购买，涉及16个品牌的25款标称1.5匹的样品，其中标称1级能效的样品13款，标称2级能效的样品12款。样品委托第三方检测机构依据GB/T7725-2004《房间空气调节器》标准对样品的额定制冷量、额定制冷消耗功率、额定中间制冷量、额定中间制冷消耗功率、制冷季节能源消耗效率(SEER)指标进行测试。**该标准明确要求生产企业标示SEER值且实测不能小于明示值的90%，实测制冷量不应小于额定制冷量的95%，制冷消耗功率不应大于额定消耗功率的110%**。本次比较试验仅对空调的制冷季节能源消耗效率(SEER)进行测试。测试结果仅对购买的样品负责。

经测试，所有样品额定制冷量、额定制冷消耗功率、额定中间制冷量、额定中间制冷消耗功率、制冷季节能源消耗效率(SEER)指标均达到标准要求，但所有样品均有指标实测值未达到或超过额定值。虽然样品实测值未超出国家规定的误差范围，但对消费者选择低能耗产品还是有不利的影响。

具体来看，在制冷量实测值方面，所测商品全部达到标准要求，没有达到企业产品明示值，只有海尔牌一款样品达到产品额定值3500w。在制冷消耗功率方面，实测值全部达到标准要求，22款样品制冷消耗功率实测值超过产品明示值，只有三款样品实测值低于产品明示值。在额定中间制冷量方面，实测值全部达到标准要求，7款样品实测值低于产品明示额定值。**在额定中间制冷消耗率方面，实测值全部达到国家标准要求，19款样品实测值超过额定值。**

(新闻来源：新浪财经)

➤ **格力关于北京市消协抽测新闻事件的声明**

格力声称有部分媒体以“举报奥克斯后，格力空调自己也‘不达标’”为题进行曲解报道。对此，格力作出如下声明：

一、依据GB/T 7725-2004《房间空气调节器》国家标准第5.2.2条规定“空调器的实测制冷量不应小于额定制冷量的95%”；第5.2.3条规定“空调器的实测制冷消耗功率不应大于额定制冷功率的110%”；第E.5.2.17条规定“空调器季节能源消耗效率计算值不应小于空调器的季节能源消耗效率标示值的90%”。**此次北京市消协抽测公布的两款我司产品，各项性能参数均符合国家标准规定要求，属于允许上市销售的合格产品，不存在部分媒体所说的虚标问题。**

二、6月10日，我司公开举报奥克斯空调股份有限公司生产销售不合格空调产品。依据是：我司自行检测及第三方机构检测，奥克斯8个型号空调产品不满足国家强制性标准要求，这与国家标准所允许的工业生产中的合理波动性质完全不同，属于生产销售不合格产品。目前，市场监督管理部门对公开举报内容尚在调查核实中，我们期待早日公布调查结果，维护好国家能效标准和市场健康秩序，保障好广大消费者的切身利益。

三、北京市消协抽测结果公布后，部分媒体未能履行客观真实报道的义务和责任，以“北京市消协测试25款空调，奥克斯、格力均未达标”、“举报奥克斯后，格力空调自己也‘不达标’”等为题发布报道，这与测试结果及北京市消协“抽测样品实测值未超出国家规定的误差范围”的结论不符，对消费者产生重大误导，对公司品牌声誉造成直接影响。同时，有关媒体报道还混淆了“国家标准所允许的工业生产中的合理波动”与“能效达不到国家强制性标准”的性质，进而淡化了奥克斯产品虚标能效导致产品不合格的严重后果，也会使公众误认为奥克斯这种行为在空调领域具有普遍性。对此，我司希望相关媒体恪守新闻报道的真实性、客观性、准确性原则，实事求是进行宣传报道，营造清朗的舆论环境。

四、我司所有产品均严格按照国家标准设计、生产、检测，我们欢迎政府部门和社会各界的监督，同时希望国家相关监管部门严厉打击不合格产品和不诚信行为，共同为中国制造实现高质量发展营造良好的市场环境。

（新闻来源：格力电器公众号）

➤ 压缩机的技术方向

在2019制冷展上，主流的制冷和热泵压缩机均有展出，包括家用空调用压缩机、商用空调用压缩机、冷水机组用大型压缩机、冷冻冷藏用压缩机等；从型式上分为活塞压缩机、滚动活塞压缩机、涡旋压缩机、螺杆压缩机和离心压缩机；容量上包括制冷量几十瓦的滚动活塞压缩机到数千千瓦的离心压缩机。

压缩机类产品总体上呈现出来的特点是：

1、**制冷热泵压缩机型式多样化**。“煤改电”热泵机组和热泵热水器用压缩机的展品多、机型多，除了传统的强化补气的涡旋压缩机、滚动活塞压缩机、螺杆压缩机，以及单机二级的滚动活塞压缩机和螺杆压缩机外，各种机型容量均在扩大，如滚动活塞压缩机容量已扩大到5HP~8HP，涡旋压缩机扩大至50HP。

2、**低GWP工质压缩机发展快速**。特别是CO₂、R32、NH₃等环保工质压缩机，展商产品非常多。应用场合包括家用制冷空调领域，商用空调领域，也包括车用空调、冷冻冷藏等领域。

3、**磁悬浮离心压缩机发展迅速**。今年展出的磁悬浮离心压缩机及机组不但产品种类多，而且性能水平较前几年有所提高，容量范围扩大。

4、**车用空调压缩机种类增多**。今年展出的车用空调压缩机，包括小型轿车、房车用供暖制冷空调压缩机以及冷冻冷藏车用压缩机，型式有卧式和立式，采用的工质除了传统的R410A、R134a外，R407C、CO₂等工质的压缩机也很多。

主要特色产品：

热泵用压缩机（大、中、小型）

热泵专用压缩机依然是本届展会的热门产品，与往年展会相比，种类更多，容量范围更宽。复盛公司推出了单机双级低环温热泵螺杆压缩机，采用R134a工质，蒸发温度-20℃~15℃，冷凝温度40℃~85℃，适用于“煤改电”，节能效果显著。汉钟公司推出能在-30℃环境温度运行的单机双级超低环温LT-S-A系列热泵压缩机，启动负载与单级启动相当，能直接读取电机温度，对电机进行控制和保护。汉

钟同时推出的还有120℃出水超高温热泵压缩机RC2-T系列产品，用于高品位余热回收，最高被回收废热的温度达80℃，根据高温工质运行工况设计最合适的高效率电机，依据极限运行工况全新设计轴承。小型热泵压缩机针对宽温区需求推出了大量新产品。美芝推出了R410A带补气口的压缩机和环保工质R290压缩机，这类产品解决了常规空调器的低温性能衰减问题，扩大了空调制热的应用地域。谷轮额定4HP容量R290热泵热水专用压缩机，采用变频技术后制热量范围3.4~15.7kW，适用于热泵采暖或热水应用，尤其适合低环境温度高压比工况。此外，该产品不需要补气功能，系统和控制更加简单可靠。

变容多缸压缩机

美芝推出变频变容补气全能耦合空调压缩机，以R32为工质，名义工况下制冷量7967W，COP达到3.58。美芝的独立压缩二代空调压缩机同样以R32为工质，具有两对独立的吸气和排气口，COP 达到4.511。

冷冻冷藏卧式压缩机

针对冷冻冷藏领域，格力开发的采用中间喷液结构的卧式压缩机，能最大程度地降低排气温度，同时采用压差供油解决供油润滑系统，压缩机能够在-45℃蒸发温度下运行。谷轮推出R407C涡旋卧式变频运输用压缩机，整体高度低于200mm，运行范围25~100Hz，蒸发温度-30℃，冷凝温度65℃。

磁悬浮压缩机

磁悬浮压缩机的展品多于往年。主要厂家除了格力等国内知名品牌企业，也包括丹佛斯、麦克维尔、LG等外资企业以及柯茂等民营企业。大型磁悬浮压缩机技术逐渐成熟，产品性能更加优越。格力磁悬浮压缩机组，最大容量达到1300RT，满负荷COP高达7.19，综合部分负荷IPLV为12.06，远超国家一级能效。海尔的磁悬浮压缩机采用了新冷媒R1234ze。

车用空调压缩机

今年的车用空调压缩机展品数量明显多于往年。美芝推出24V驻车空调用卧式压缩机，采用R134a工质，功率628W，能效比达到3.25；美芝的房车空调用卧式压缩机，采用R410A工质，制冷量3900W，能效比达到3。浙江博阳压缩机技术有限公司推出双转子电动车用压缩机，比同类机型能效提升30%。巨能集团也推出了不同种类型号的电动车用压缩机。

二氧化碳压缩机

二氧化碳压缩机的产品类型更加丰富，美芝、谷轮、汉钟等都推出了二氧化碳压缩机。谷轮的二氧化碳压缩机分为卧式和立式两种，其中的二氧化碳ZO104KCE型全封闭涡旋压缩机，其应用工况为亚临界52bar，制冷量22.7kW，排气量11.7m³/h，主要在超市展示柜、冷冻食品加工设备、低温冷库等低温场合应用。汉钟推出亚临界半封闭二氧化碳螺杆压缩机，工作温度-55℃~15℃，排量范围从150m³/h到850m³/h，全面覆盖中大型冷冻冷藏要求。

大容量涡旋压缩机

丹佛斯在40RT机型上拓展冷量，生产出50HP大容量涡旋压缩机，采用独有中间排气阀技术提升部分负荷能效，采用油气分离管技术提升了系统的能效和可靠性

技术。谷轮推出以R32为工质的40HP大型商用空调涡旋压缩机，针对大型冷热水机组应用优化设计，秉承谷轮涡旋双柔性涡旋技术，效率达到3.36，噪声89dB。

总体而言，从本届制冷展会展出的产品可以看出，压缩机产品在未来将呈现如下发展趋势：

- 1、压缩机的国产化进程逐年加快，涉足这一领域的厂家会继续增多，其产品系列和型号会不断增加，销售份额会持续增长。
- 2、制冷压缩机产品会持续提升其全工况性能和全年运行的能效水平，因此，各类新型压缩机不断被开发出来，像磁悬浮压缩机、带多缸变容量压缩机等。
- 3、与国家政策和战略密切相关的应用领域会催生出新的压缩机产品，如新能源汽车空调用压缩机和适宜“煤改电”的低温热泵压缩机等。

（新闻来源：产业在线）

➤ 未来三年，中央空调市场会怎么走

2019年已经过半，从当前的发展形势来看，国内销售增长仍面临较大压力，增速将收窄。家装零售市场需求减弱是一个重要影响因素，此外大中型项目的萎缩也给冷水机组销售带来一定的压力。从未来三年的市场来看，需求将逐渐回暖，**产业在线预计2021年中央空调市场规模将达到1100亿以上。**

分产品看，采暖市场和节能性产品仍将具有较大的潜力，多联机、模块机、离心机以及户式水机将保持较高的增长，其他产品趋于平稳或小幅略增。各细分产品的差异化表现也昭示着中央空调行业未来的发展趋势。

能效不断升级

随着中央空调产品的不断升级，近几年国家陆续出台新的能效标准来引导高速发展的市场。2017年1月新的冷水机组能效标准正式实施。2019年4月最新的单元式空气调节机、风管送风式空调机组、低环境温度空气源热泵（冷水）机组的能效限定值及能效等级发布，将于2020年5月1日正式实施。当前，大部分政府采购已经开始按照新标准执行。

标准升级推动着行业更快发展，近三年，中央空调一级能效产品占比不断提升。三大品类中，**2016-2018年，单元机一级能效维持在15%左右，占比每年以0.6-0.7%的速度逐年上升；多联机一级能效达到98%以上，占比仍在提升；冷水机组受新能效标准升级的影响，2017年一级能效占比出现了明显下滑，2018年开始缓慢回升，占比达到9.5%。**

变频普遍提升

如何更有效地提高产品能效，目前的主要方法之一是提升压缩机性能，而提升压缩机性能最常见的就是变频转换。近两年，中央空调销售中的变频占比不断提升，**2017年的变频占比为45.7%，2018年升至49.3%，提升了3.6个百分点。**

细分产品看，在中央空调各品类中，单元机和离心机的变频化趋势最为明显。在新的能效标准推动下，后期单元机变频率必将得到进一步提升。而离心机是冷水机组变频占比最高且增长最快的产品。

磁悬浮差异发展

目前离心机产品的节能技术有很多，如永磁同步、降膜、磁悬浮等等，其中尤其以磁悬浮的发展引人瞩目。从近两年的发展情况看，磁悬浮离心机的增长远高于整体冷水机组。**2018年磁悬浮离心机销售金额为6.2亿元，同比增长超40%，而冷水机组整体增长率仅为10%左右。**

磁悬浮离心机市场的快速发展主要受三方面因素促进：一是国家层面，积极推动节能减排政策，鼓励采用高能效产品，对相关产品给予相应补贴以及税收减免；二是企业层面，研发生产磁悬浮离心机组的企业越来越多，技术不断发展，日益成熟；三是用户层面，磁悬浮离心机组高能效的优势越来越被消费者认可。

2018年，磁悬浮在冷水机组中的占比从2017年的**2.55%增至3.24%**。尽管规模占比增长很快，但从绝对数值来看，磁悬浮离心机目前的市场渗透率仍然很低，未来具有较大的发展空间。

工业空调快速增长

工业空调近几年发展迅速，据产业在线数据显示，每年以10%左右的增速快速成长。这是在整体工业领域需求严重萎缩的大背景下实现的，工业空调之所以能有如此高的增长，主要得益于数据中心的旺盛需求，机房空调成为工业空调增长的核心驱动力。

从机房空调的细分应用情况看，其中，因行业自身庞大的数据及处理需求，**电信行业与金融行业长期占据数据中心的较大比重，2018年占比达到50%以上。**而轨道交通行业正在迎来新一轮的发展高潮，2018年国家发改委批复的44个城市规划线路总投资达3.9万亿元，各城市线路规模持续扩大。

城市轨道交通当前已完成从单一线路化发展向网络化发展的转变。随着“互联网+城轨交通”模式的逐步成熟，物联网、大数据等技术将助力轨道交通行业大幅提升运维效率，机房空调也将在轨道交通领域迎来更多的市场机会。

（新闻来源：产业在线）

产业在线月度冰箱数据回顾（2019年6月）

内销景气回落，外销同比由正转负。行业，产量675万台，YoY-1.1%（1-6月3887万，YoY+2.4%）；销量707万台，YoY-2.2%（1-6月3874万，YoY+2.8%）；内销381万台，YoY-2.6%（1-6月2140万，YoY-2.1%）；外销326万台，YoY-1.8%（1-6月1734万，YoY+9.7%）。

海尔、奥马内销表现较好，美的、海尔外销表现优异。分公司，海尔内销129万台，YoY+6.4%（1-6月674万，YoY+0.1%），外销9万台，YoY+23.1%（1-6月49万，YoY-2.2%）；美的内销49万台，YoY+0.4%（1-6月284万，YoY+0.8%），外销55万台，YoY+18.2%（1-6月268万，YoY+19.0%）；美菱内销25万台，YoY-9.3%（1-6月141万，YoY-6.5%），外销20万台，YoY-10.5%（1-6月101万，YoY-3.3%）；奥马内销9万台，YoY+11.1%（1-6月59万，YoY-11.9%），外销67万台，YoY-2.9%（1-6月383万，YoY+26.4%）；海信内销37万台，YoY-26.7%（1-6月227万，YoY-12.7%），外销41万台，YoY+5.2%（1-6月

221万, YoY+0.8%)。

表3: 冰箱行业产量、销量、库存情况 (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
生产	675	-1%	683	-2%	696	3887	2%	3798	-3%	3923
销售	707	-2%	723	0%	721	3874	3%	3767	-4%	3908
出口	326	-2%	332	2%	325	1734	10%	1581	0%	1585
内销	381	-3%	392	-1%	396	2140	-2%	2186	-6%	2323
库存	376	-13%	434	6%	408	376	-13%	434	6%	408
产销率	104.7%	-1%	105.9%	2%	103.6%	99.7%	0%	99.2%	0%	99.6%
内销比重	54%	0%	54%	-1%	55%	55%	-5%	58%	-2%	59%

数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表4: 冰箱各品牌2019年6月内销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	6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
海尔	129	6%	121	4%	116	674	0%	673	5%	641
美的	49	0%	49	-4%	51	284	1%	282	6%	266
美菱	25	-9%	28	-7%	30	141	-6%	150	0%	151
奥马	9	11%	8	-21%	10	59	-12%	67	-14%	78
海信	37	-27%	51	2%	50	227	-13%	260	-7%	279

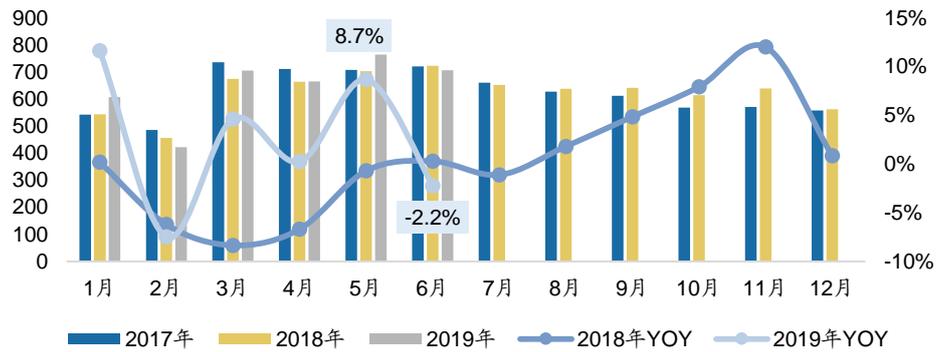
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表5: 冰箱各品牌2019年6月外销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	6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
海尔	9	23%	8	-49%	15	49	-2%	50	-33%	74
美的	55	18%	47	-1%	47	268	19%	225	-1%	228
美菱	20	-10%	22	-21%	28	101	-3%	105	-18%	128
奥马	67	-3%	69	14%	61	383	26%	303	3%	293
海信	41	5%	39	4%	38	221	1%	220	6%	207

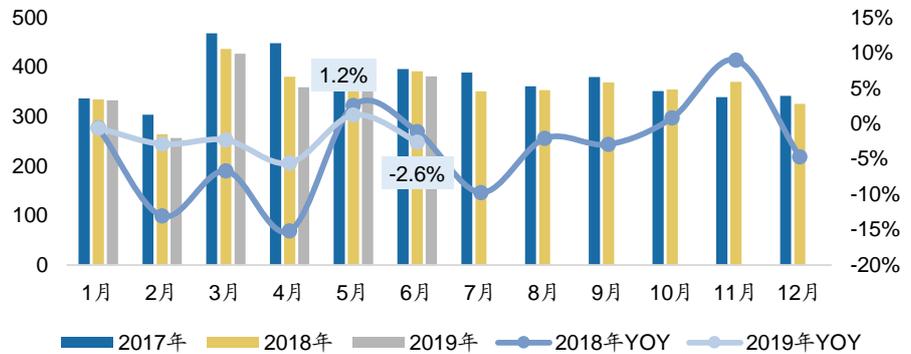
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图8: 冰箱月度销量及增速 (万台, %)



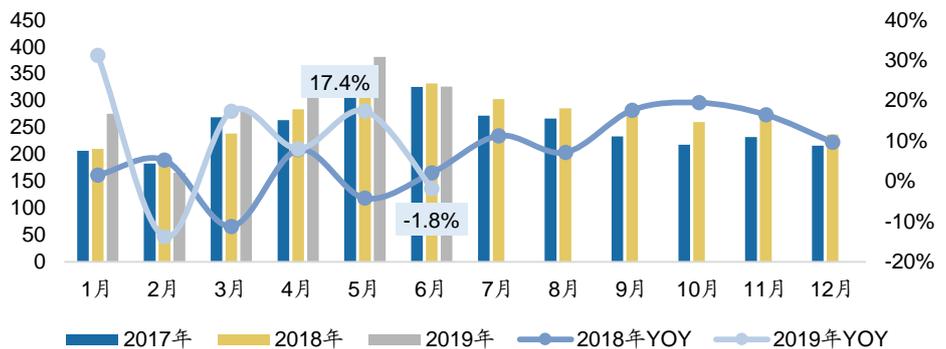
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图9: 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10: 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

产业在线月度洗衣机数据回顾 (2019年6月)

销量连续两月实现正增长, 内销景气依旧, 外销增速有所收窄。行业, 产量512万台, YoY+11.7% (1-6月3147万, YoY+4.6%); 销量483万台, YoY+5.9%

(1-6月3157万, YoY+1.8%); 内销313万台, YoY+7.2% (1-6月2139万, YoY-0.2%); 外销170万台, YoY+3.5% (1-6月1019万, YoY+6.1%)。

惠而浦内外销表现优异。分公司, 美的系内销95万台, YoY-1.7% (1-6月635万, YoY+2.5%), 外销35万台, YoY+11.2% (1-6月198万, YoY+12.8%); 海尔内销108万台, YoY+6.9% (1-6月759万, YoY-0.9%), 外销16万台, YoY-10.6% (1-6月117万, YoY+8.2%); 惠而浦系内销23万台, YoY+9.5% (1-6月121万, YoY-0.1%), 外销6万台, YoY+32.6% (1-6月35万, YoY-2.7%)。

表 6: 洗衣机行业产量、销量、库存情况 (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 产量	512	11.7%	459	2.7%	447	3147	4.6%	3009	0.8%	2985	
2 销量	483	5.9%	456	2.3%	446	3157	1.8%	3103	3.4%	3002	
3 出口	170	3.5%	164	-1.8%	168	1019	6.1%	960	-1.2%	972	
4 内销	313	7.2%	292	4.9%	279	2139	-0.2%	2143	5.6%	2030	
5 在庫	200	-3.0%	206	-37.8%	331	200	-3.0%	206	-37.8%	331	
6 产销率	94.3%	-5.2%	99.5%	-0.4%	99.9%	100.3%	-2.7%	103.1%	2.5%	100.6%	
7 内销比重	64.8%	1.3%	64.0%	2.5%	62.4%	67.7%	-1.9%	69.1%	2.1%	67.6%	

数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 7: 洗衣机各品牌 2019 年 6 月内销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	6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	95	-1.7%	97	16.4%	83	635	2.5%	620	11.8%	554	
海尔	108	6.9%	101	8.6%	93	759	-0.9%	766	14.9%	667	
惠而浦	23	9.5%	21	-19.2%	26	121	-0.1%	121	-12.2%	138	

数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

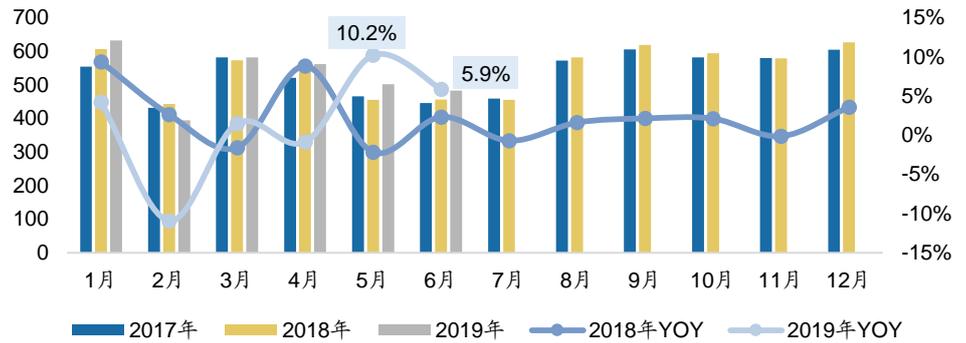
表 8: 洗衣机各品牌 2019 年 6 月外销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	6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	35	11.2%	32	1.8%	31	198	12.8%	175	-4.8%	184	
海尔	16	-10.6%	18	15.2%	16	117	8.2%	108	12.2%	96	
惠而浦	6	32.6%	5	8.5%	4	35	-2.7%	36	16.9%	31	

数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

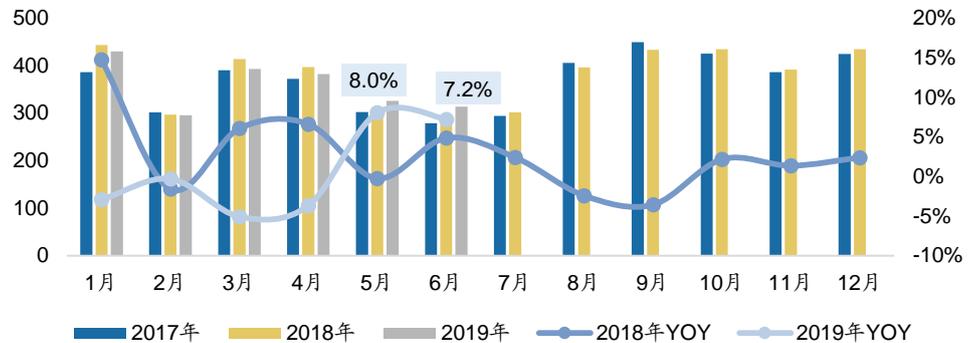
h

图11: 洗衣机月度销量及增速 (万台, %)



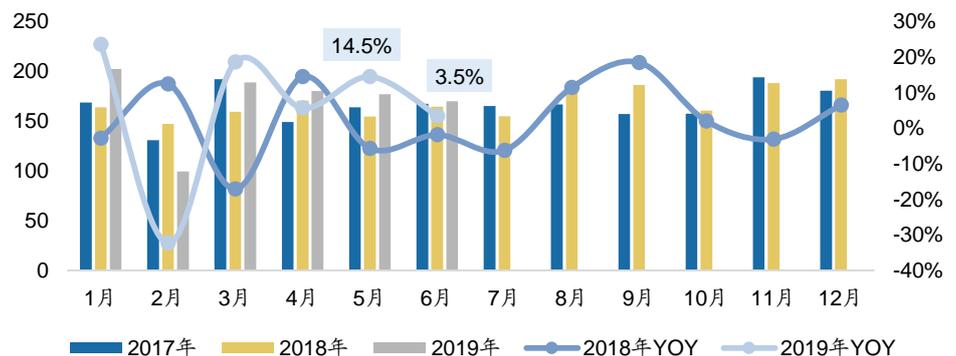
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图12: 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

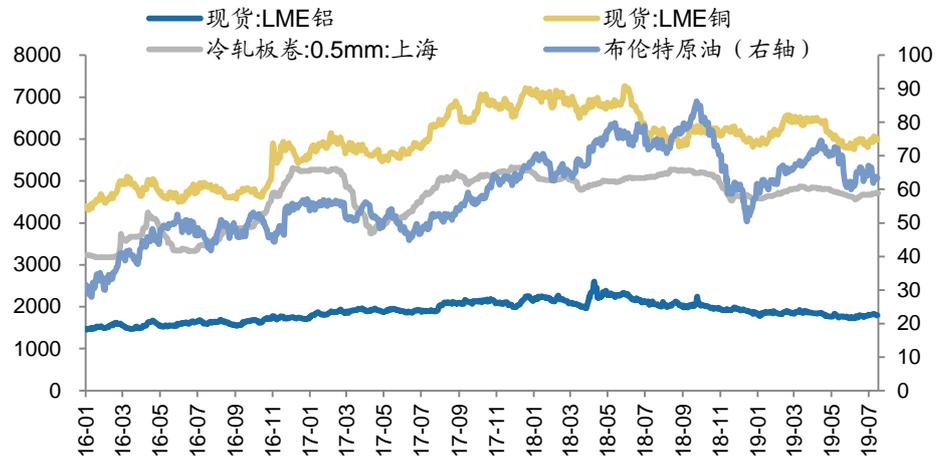
图13: 洗衣机月度外销及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

原材料价格变动跟踪

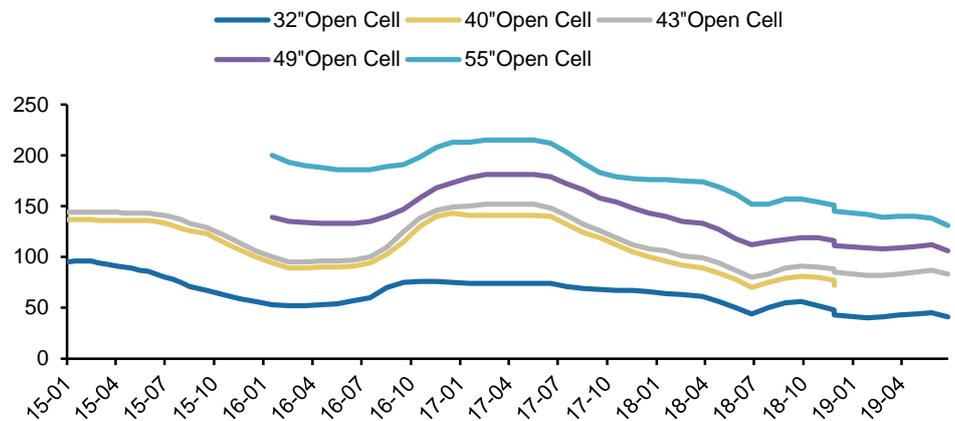
图 14: 白电主要原材料价格一览: 本周冷轧板卷、原油价格上涨, 铜、铝下降



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 15: 面板价格: 截止 2019 年 6 月, 各尺寸面板价格均有小幅下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位为美元/片

汇率跟踪

图 16: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率贬值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

本周重点报告回顾

苏泊尔 (002032.SZ): 国内消费需求趋弱, Q2 维持较好增长 (2019-07-23)

● 国内消费需求趋弱, Q2 维持较好增长

公司公布2019年中报业绩快报, 2019年上半年公司实现收入98.4亿元 (YoY+11.1%), 归母净利8.4亿元 (YoY+13.4%), 净利率8.5% (YoY+0.2pct)。

Q2单季实现收入43.6亿元 (YoY+10.1%), 归母净利3.2亿元 (YoY+12.6%), 净利率7.4% (YoY+0.2pct)。

Q2单季收入增速有所放缓2pct, 我们认为, 主要由于内销增速放缓, 具体来看: 1) 国内消费需求趋弱; 2) 2018年同期基数较高。

归母净利增速快于收入增速, 主要原因: 1) 原材料价格下降; 2) 销售费用率、管理费用率同比分别下降0.6pct、0.2pct; 3) 资金利用效率得到了进一步的提升, 整体资金的投资回报同比有较快的增长。

● 持续受益于消费升级, 品类扩张带来持续增长动力

短期来看, 国内消费需求趋弱, 在2018年高基数之下, 苏泊尔收入增速有所放缓, 但是苏泊尔在厨房小家电市场依然拥有稳固的行业地位, 随着行业市场集中度的提升, 市场份额有望持续提升。同时, 大厨电、保温杯、家居小家电等新品类依然保持良好增长。

长期来看, 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年公司归母净利润分别为19.3、22.2、25.3亿元，同比分别增长15.4%、15.0%、14.0%，考虑公司是小家电公司龙头，消费升级中最为受益，过去六年收入、利润均保持稳健增长，业绩稳定性高于其他小家电公司，且未来业绩有望持续稳健增长，维持合理价值78.4元人民币/股的判断不变，对应2019年29xPE，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。

2019Q2 持仓分析：家电龙头仍受青睐（2019-07-21）

● 公募基金重仓数据分析：配置家电板块比例环比提升

截止至最近一个交易日，公募基金2019年中报已经披露完毕。整体来看，公募基金重仓股配置再次向消费龙头集中，其中持有家电板块市值达626亿元，环比增加44%，对家电行业超配比例达3.9%（QoQ +1.5pct）。

分子行业来看：公募对白电、厨电、小家电行业的配置比例分别达到5.2% / 0.2% / 0.3%（QoQ +1.8pct / +0.0pct / -0.1pct），其中白电行业再次成为公募基金最为青睐的子行业之一，小家电配置比例则略有下降；

个股方面，公募基金重仓持股市值占个股总市值比例：

(1)白电：美的集团、格力电器、海尔智家分别+2.5pct / +2.3pct / +1.0pct，二线龙头海信电器有所下降-2.6pct；

(2)厨电：华帝股份大幅增持，+5.1pct，老板电器、浙江美大相对稳定分别提升+0.2pct / +0.5pct；

(3)小家电：按摩椅公司荣泰健康、奥佳华减持明显，重仓持股所占比例分别-8.3pct / -4.4pct，苏泊尔、九阳股份、飞科电器略有-0.8pct / -0.1pct / -0.3pct，新宝股份、科沃斯则略获增持+0.9pct / +0.6pct；

(4)照明&零部件：欧普照明减持较明显，占比-6.3pct，三花照明略有减少所占比例-0.5pct。

● 北上资金持仓数据分析：家电龙头仍受青睐

北上资金超配食品饮料、家电、医药、餐饮旅游、建材行业较多，超配比例分别达到15.0% / 8.2% / 2.8% / 1.7% / 1.1%（QoQ -0.4pct / -0.1pct / +0.5pct / +0.3pct / +0.2pct）。从家电板块的个股来看，持股占总股本比例TOP5的分别为美的集团、格力电器、海尔智家、老板电器、三花智控14.0% / 10.5% / 10.2% / 9.0% / 8.3%。

但整个二季度北上资金在家电龙头白马股中有所流出，持有市值占流通市值的比例：

(1)白电：持有美的集团、格力电器、海尔智家的占比分别14.3% / 10.6% / 10.6%（QoQ -1.5pct / -1.2pct +0.7pct）；

(2)厨电：持有老板电器、华帝股份、浙江美大的占比分别9.1% / 0.8% / 2.0% (QoQ -1.5pct / -1.2pct / +0.6pct)；

(3)小家电：持有苏泊尔、飞科电器、九阳股份、新宝股份的占比分别7.0% / 0.5% / 3.0% / 0.9% (QoQ -0.2pct / +0.2pct / +1.6pct / +0.5pct)；

(4)照明&零部件：持有三花智控、欧普照明的占比达到9.5% / 14.9% (QoQ +3.1pct / -0.8pct)。

● **风险提示：**

地产销售大幅下滑；国内消费力持续减弱；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

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。
- 黄 涛：研究助理，同济大学工学硕士，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。