

# 家用电器行业

## 格力电器混改推进，继续推荐龙头

行业评级	持有
前次评级	持有
报告日期	2019-09-08

### 核心观点：

#### ● 投资建议：格力电器混改推进，继续推荐龙头

本周格力电器发布《关于控股股东拟协议转让公司部分股份公开征集受让方的进展公告》，最终参与的两名意向受让方实际分别为高瓴资本和厚朴投资两大财团，混改目前处于稳步推进中，未来治理结构改善可期。美的集团高端品牌 COLMO 的空调产品亮相 IFA（德国柏林国际电子消费展）并斩获奖项，旗下机电事业部 GMCC 稳居全球空调压缩机市场份额第一，各条线发展良好。海尔智家欧洲首个互联工厂在俄罗斯开业，侧面体现其在全球化与智能化两个维度均取得实质进展。结合白电龙头优异的中报业绩表现，我们认为龙头基于规模、产品、渠道、品牌、产业链布局等多维度竞争优势，具备短期业绩确定性及长期竞争力，因此我们建议继续配置长期竞争力显著的白电龙头：格力电器、美的集团、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（2019.09.02-2019.09.06）

沪深 300 指数本周表现优异，上涨 3.9%，本周家电板块表现略好于大盘，上涨 4.1%，其中白电指数上涨 4.0%，视听器材指数上涨 4.8%。

#### ● 2019W35（2019.8.26-2019.9.01）白电厨电主要品类线上线下数据

**空调：**线下销量 YoY+88.4%（环比+89.2pct），线上销量 YoY+23.7%（环比-26.9pct）。

**冰箱：**线下销量 YoY+96.4%（环比+111.0pct），线上销量 YoY+19.1%（环比+6.3pct）。

**洗衣机：**线下销量 YoY+85.4%（环比+101.2pct），线上销量 YoY+14.9%（环比+8.1pct）。

**油烟机：**线下销量 YoY+96.4%（环比+107.7pct），线上销量 YoY+52.8%（环比+22.0pct）。

#### ● 行业回顾

##### 行业动态：

- 市场渗透率仅为 1.3%，洗碗机行业的机会在哪里
- 洗衣机的 2019：这些区域市场变化值得关注
- 产业在线 7 月冷暖产业链核心品类月评

##### 公司动态：

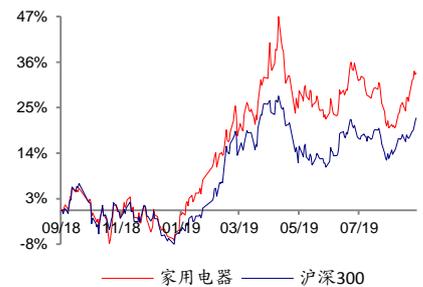
- 接近格力混改人士：美的实控人、格力经销商已被排除在混改项目之外
- COLMO 图灵空调 AI 首秀斩获殊荣，AI 科技家电释放国际化魅力
- 欧洲首个 COSMOPlat 互联工厂—海尔俄罗斯洗衣机互联工厂举行开业典礼
- GMCC 的 5 亿台，中国制造的典范

● 原材料价格及汇率变动跟踪：本周铜、铝、冷轧板卷板价格上涨，原油价格下滑；8 月面板价格继续下探；汇率维持低位震荡。

#### ● 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：中报披露完毕，弱需求下白电龙头彰显韧性	2019-09-01
家用电器行业：底部已现，期待改善	2019-09-10

#### 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	54.21	2019/8/31	买入	64.79	3.41	3.75	15.88	14.45	11.83	9.87	24.17	23.34
格力电器	000651.SZ	人民币	58.80	2019/8/31	买入	61.22	4.71	5.27	12.49	11.15	6.87	5.74	26.03	24.80
海尔智家	600690.SH	人民币	16.02	2019/8/30	买入	20.00	1.25	1.37	12.84	11.67	8.50	6.40	17.06	15.80
苏泊尔	002032.SZ	人民币	70.40	2019/8/30	买入	78.40	2.35	2.70	30.01	26.10	23.25	20.19	27.02	26.08
九阳股份	002242.SZ	人民币	23.46	2019/8/14	买入	27.25	1.08	1.23	21.71	19.07	20.45	17.88	21.06	23.20

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：格力电器混改推进，继续推荐龙头.....	5
一周行情回顾（2019.09.02-2019.09.06）.....	6
2019W35（2019.8.26-2019.9.01）行业主要品类线上线下单周及累计数据回顾.....	6
行业回顾.....	8
行业动态：洗碗机市场机会；全球洗衣机产业；产业在线7月冷暖产业链核心品类月评；.....	8
公司动态：格力混改进程；美的 IFA 参展；海尔欧洲互联工厂；GMCC 的里程碑与新品发布；.....	11
原材料价格及汇率变动跟踪.....	19
风险提示.....	20

## 图表索引

图 1: 本周家电板块表现排名全行业中游, 略好于沪深 300 指数.....	6
图 2: 2019W35 (2019.8.26-2019.9.01) 单周销量同比数据: 线下销量显著改善.....	6
图 3: 2019 W35 (2019.8.26-2019.9.01) 单周线上线均价.....	7
图 4: 2019 W35 (2019.8.26-2019.9.01) 单周线上线均价同比: 空调油烟机线上均价明显承压.....	7
图 5: 2019W1-W35 (2019.1.01-2019.9.01) 累计销量同比数据: 线上整体优于线下, 洗衣机表现最好.....	7
图 6: 2019W1-W35 (2019.1.01-2019.9.01) 累计线上线均价: 空调线上线差价最小.....	7
图 7: 2019W1-W35 (2019.1.01-2019.9.01) 累计线上线均价同比: 冰洗线下均价提升, 油烟机承压.....	7
图 8: 产业在线 7 月冷暖产业链 18 核心品类内销量、外销量 YoY.....	10
图 9: COLMO 发布空调产品.....	14
图 10: COLMO 整体品牌形象及定位.....	14
图 11: LME 铜价格 (美元/吨) 本周上涨 1.0%.....	19
图 12: LME 铝价格 (美元/吨) 本周上涨 2.4%.....	19
图 13: 冷轧卷板价格 (人民币元/吨) 本周小幅上涨 0.6%.....	19
图 14: 布伦特原油期货价格 (美元/桶) 本周小幅下滑 0.2%.....	19
图 15: 面板价格: 截至 2019 年 8 月, 主要尺寸面板价格 (美元/片) 继续低位深度下探.....	19
图 16: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率略有升值 (本周末 1 美元=7.1459 人民币, 上周末 1 美元=7.1670 人民币), 维持低位振荡.....	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 0.2 个百分点.....	6

## 投资建议：格力电器混改推进，继续推荐龙头

本周格力电器发布《关于控股股东拟协议转让公司部分股份公开征集受让方的进展公告》，最终参与的两名意向受让方实际分别为高瓴资本和厚朴投资两大财团，混改目前处于稳步推进中，未来治理结构改善可期。美的集团高端品牌COLMO的空调产品亮相IFA（德国柏林国际电子消费展）并斩获奖项，旗下机电事业部GMCC稳居全球空调压缩机市场份额第一，各条线发展良好。海尔智家欧洲首个互联工厂在俄罗斯开业，侧面体现其在全球化与智能化两个维度均取得实质进展。结合白电龙头优异的中报业绩表现，我们认为龙头基于规模、产品、渠道、品牌、产业链布局等多维度竞争优势，具备短期业绩确定性及长期竞争力，因此我们建议继续配置长期竞争力显著的白电龙头：**格力电器、美的集团、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

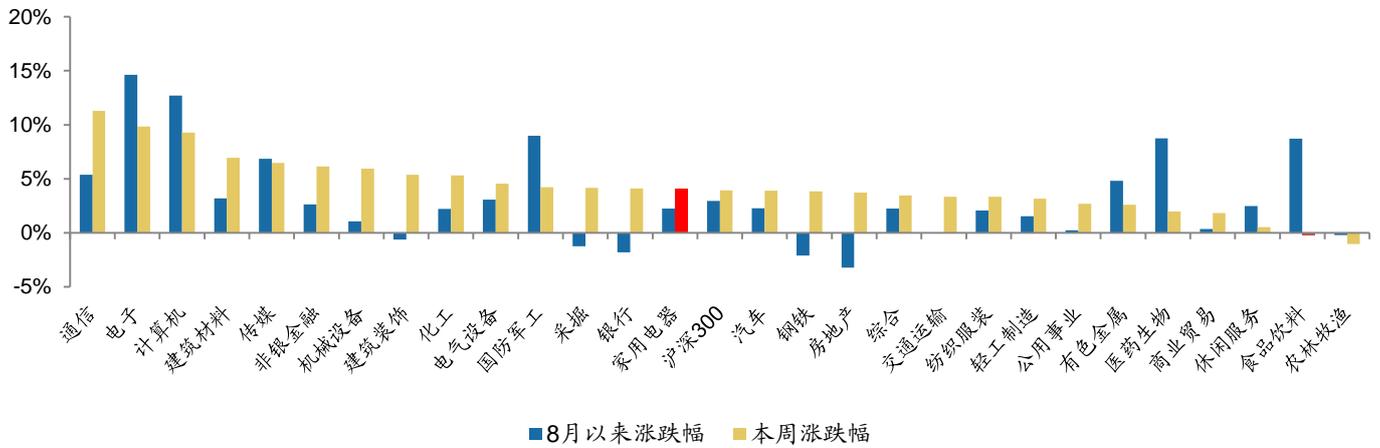
公司代码	公司简称	评级	股价 2019/09/06	货币	EPS			净利润增速			PE	
					18A	19E	20E	18A	19E	20E	19E	20E
000333.SZ	美的集团	买入	54.21	人民币	3.04	3.41	3.75	17%	17%	10%	15.9	14.5
000651.SZ	格力电器	买入	58.80	人民币	4.36	4.71	5.27	17%	8%	12%	12.5	11.2
600690.SH	海尔智家	买入	16.02	人民币	1.17	1.25	1.37	8%	7%	10%	12.8	11.7
002032.SZ	苏泊尔	买入	70.40	人民币	2.03	2.35	2.70	26%	15%	15%	30.0	26.1
002242.SZ	九阳股份	买入	23.46	人民币	0.98	1.08	1.23	9%	10%	14%	21.7	19.1
603868.SH	飞科电器	买入	36.42	人民币	1.94	1.94	2.06	1%	0%	6%	18.8	17.7
000921.SZ	海信家电	增持	11.64	人民币	1.01	1.14	1.24	-32%	13%	9%	10.2	9.4
00921.HK	海信家电	增持	8.30	港币	1.11	1.25	1.37	-32%	13%	9%	6.6	6.1
002705.SZ	新宝股份	增持	12.17	人民币	0.62	0.80	0.91	23%	22%	13%	15.2	13.4
002677.SZ	浙江美大	增持	13.92	人民币	0.58	0.70	0.81	24%	20%	15%	19.9	17.3
603579.SH	荣泰健康	增持	26.69	人民币	1.78	1.84	1.86	15%	3%	1%	14.5	14.4
603355.SH	莱克电气	增持	24.05	人民币	1.05	1.20	1.33	16%	14%	11%	20.1	18.1
002508.SZ	老板电器	增持	26.99	人民币	1.55	1.64	1.80	1%	5%	10%	16.5	15.0
600060.SH	海信电器	增持	7.97	人民币	0.30	0.24	0.30	-59%	-21%	27%	33.7	26.5
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.94	人民币	0.24	0.31	0.37	-10%	28%	18%	19.1	16.2
002050.SZ	三花智控	买入	12.31	人民币	0.61	0.50	0.56	5%	6%	14%	24.8	21.8
002429.SZ	兆驰股份	增持	3.02	人民币	0.10	0.13	0.14	-26%	28%	10%	24.0	21.8
603515.SH	欧普照明	增持	29.48	人民币	1.19	1.30	1.46	32%	9%	12%	22.7	20.2
002035.SZ	华帝股份	增持	10.94	人民币	0.77	0.89	1.01	33%	15%	14%	12.4	10.9
002403.SZ	爱仕达	增持	8.23	人民币	0.42	0.43	0.47	-14%	1%	11%	19.3	17.4
603486.SH	科沃斯	持有	24.76	人民币	1.21	0.85	0.97	29%	-2%	15%	29.3	25.4
002543.SZ	万和电气	增持	9.68	人民币	0.85	1.00	1.14	18%	17%	13%	9.7	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2019.09.06收盘价：1港币=0.9077人民币。

## 一周行情回顾（2019.09.02-2019.09.06）

图 1：本周家电板块表现排名全行业中游，略好于沪深 300 指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

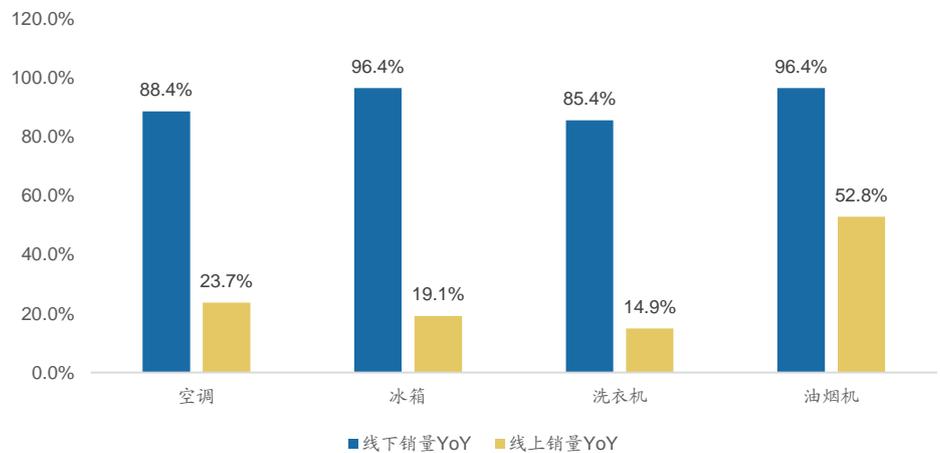
表 2：本周家电指数跑赢市场 0.2 个百分点

	本周涨跌幅	本周跑赢市场（百分点）	8 月以来涨跌幅
沪深 300	3.9%		3.0%
家用电器	4.1%	0.2	2.2%
视听器材（申万）	4.8%	0.9	1.0%
白色家电（申万）	4.0%	0.1	2.3%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

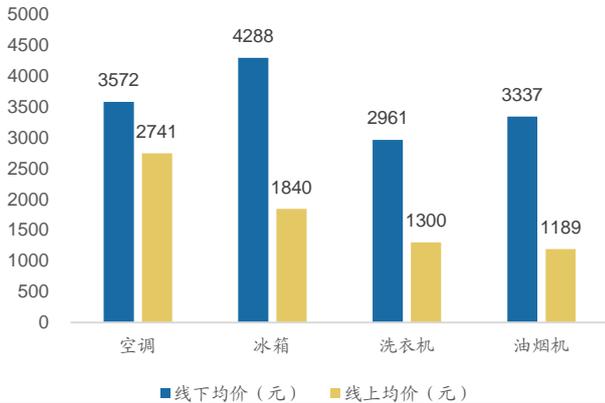
## 2019W35(2019.8.26-2019.9.01)行业主要品类线上线 下单周及累计数据回顾

图 2：2019W35（2019.8.26-2019.9.01）单周销量同比数据：线下销量显著改善



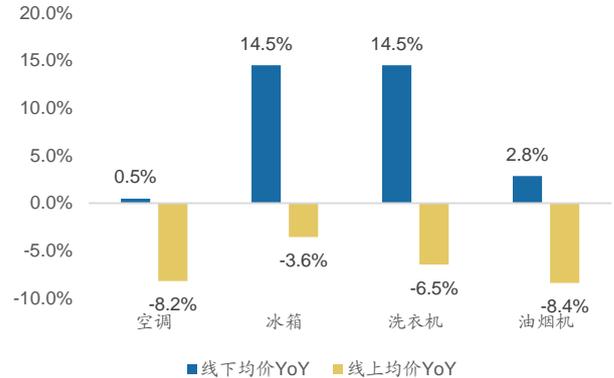
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 3: 2019 W35 (2019.8.26-2019.9.01) 单周线上线下均价



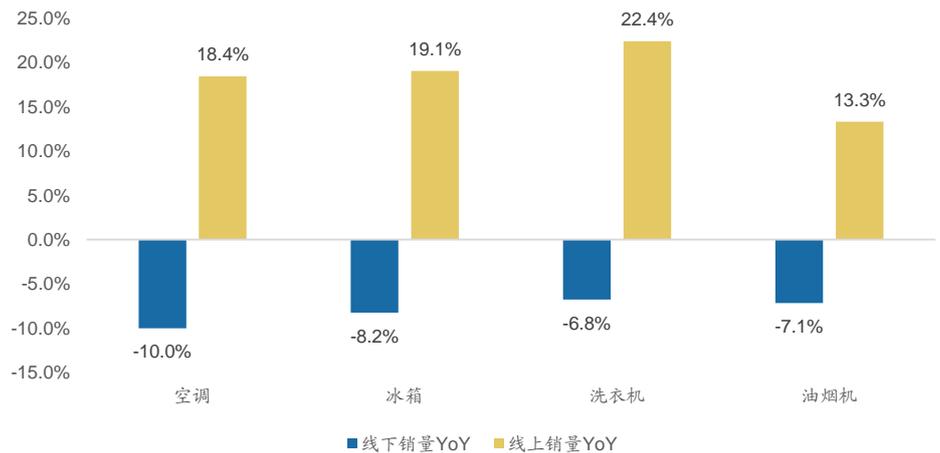
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 4: 2019 W35 (2019.8.26-2019.9.01) 单周线上线下均价同比: 空调油烟机线上均价明显承压



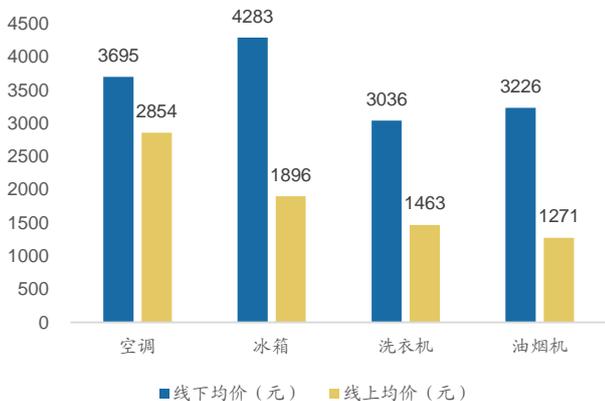
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 5: 2019W1-W35 (2019.1.01-2019.9.01) 累计销量同比数据: 线上整体优于线下, 洗衣机表现最好



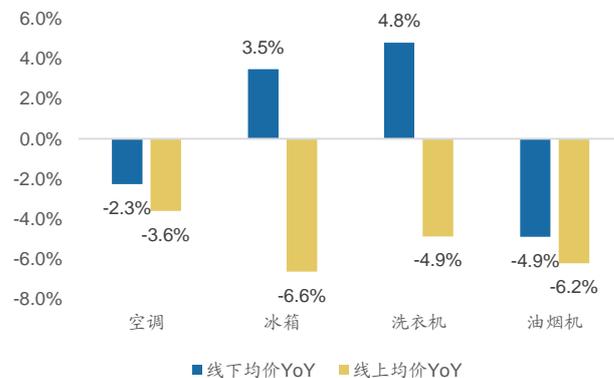
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 6: 2019W1-W35 (2019.1.01-2019.9.01) 累计线上线下载价: 空调线上线下价差最小



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 7: 2019W1-W35 (2019.1.01-2019.9.01) 累计线上线下载价同比: 冰洗线下均价提升, 油烟机承压



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

## 行业回顾

**行业动态：洗碗机市场机会；全球洗衣机产业；产业在线7月冷暖产业链核心品类月评；**

### ➤ 市场渗透率仅为 1.3%，洗碗机行业的机会在哪里

相比去年同期，今年洗碗机行业零售额、零售量增速都出现了一定的下滑。奥维云网数据显示，今年 1-7 月洗碗机零售额达 34.6 亿元，同比增长 24.9%，零售量达 72.5 万台，同比增长 24.9%。不过，考虑到厨电产业的增速明显放缓，它可以视作是厨电产业今年上半年主要家电品类中惟一的亮点，也说明仍然市场层面还有很大的发展潜力。

在近期洗碗机行业调研采访中，多家企业相关负责人也向国家电网表露出类似的想法。目前相比发达国家 60%-70% 的普及率，中国市场仅达到 1.3%，洗碗机在成为中国家庭厨房的必需品的道路上，还有很大的发展空间。那么，洗碗机行业的机会在哪里？

### 嵌入式洗碗机占比持续增长，已成厂商布局重点

奥维云网数据显示，2018 年上半年、2018 年下半年和 2019 年上半年的线上洗碗机产品类型零售额构成中，嵌入式洗碗机的占比连续保持增长，台式洗碗机的占比连续保持下滑，反映出越来越多的消费者在房屋新装时将洗碗机纳入到需求之中，受访企业均表达了对嵌入式洗碗机发展前景的看好。

从受访企业的反馈来看，节省空间是嵌入式洗碗机的其中一个优势。相比欧美国家家庭 15 平米以上的厨房面积，中国家庭的厨房面积大多在 3-6 平米之间，很大程度上限制了厨电产品的摆放数量，因此嵌入式洗碗机成为洗碗机行业中最受关注的品类。此外，随着消费者对于品质生活的要求不断提高，不少消费者对于洗碗机的需求，从此前的健康、消毒、护手等因素转变为单纯不想洗碗，在新房装修时便预设洗碗机的位置，也成为嵌入式洗碗机份额不断增长的原因之一。

虽然受访企业对于布局洗碗机行业的原因包含迎合国内用户需求、补足厨电品类空白、完善厨房洗涤环境等诸多因素，但嵌入式洗碗机均成为这些企业的关注重点，说明目前这一品类存在着很大的市场机会。

### 产品同质化趋势显现，企业积极寻找差异化方向

洗碗机行业的高增速发展，也吸引了不少品牌入局，产品同质化的趋势也愈加明显。针对这一情况，受访企业分别布局新产品类型、推出新技术等方面提高产品创新度，以保证产品能够在市场竞争中保持相对的优势。

一些符合中国消费者使用习惯的洗碗机品类，就在产品的同质化竞争中取得自己的优势。传统洗碗机存在安装适配性不佳、改水改电、占用空间、使用时需弯腰屈背等问题，针对中国消费者的使用习惯，方太就发明了水槽式洗碗机，并在很大

程度上促成了洗碗机行业在 2015 年的市场规模激增；海尔则根据国人厨房使用场景及大小，设计出能够完美嵌入中国厨房的**亚式直嵌洗碗机**；华帝则结合中国消费者在家居、办公场景中频繁使用抽屉的情况，推出了**抽屉式洗碗机**。

技术方面，企业凭借自身在研发端的经验积累，推出了具备烘干、除菌、净水等功能和简化操作步骤的洗碗机，逐渐形成了品牌在洗碗机行业中的优势。比如卡萨帝推出的蒸气式洗碗机，行业首创蒸汽沁润洗涤，呵护高端餐具，同时 DS 净化系统，农残去除率达到 99%；华帝推出了可维持内腔干燥的干态技术，可以替代消毒柜，实现洗碗机的抑菌和长久存放，同时 AI 语音智能可控制洗碗机的自动打开，方便用户使用；美的在覆盖了嵌入式、抽屉式、水槽式、台式、独嵌两用式等多个洗碗机形态外，还渐渐发展出了洗消烘存一体的中式灭菌洗碗机，除菌率高达 99.99%；欧琳今年推出的水槽式洗碗机则将净水模块和洗碗机模块结合，解决洗碗过程中的水质问题；西门子家电最新推出的晶蕾洗碗机则是利用晶蕾这种天然矿石吸湿放热的特性，腔体内温度可达 80 度，轻松实现 99.99% 的除菌率，6 小时的长效储存，真正做到洗烘净存护多维一体。万家乐除了产品附带的除菌功能外，也在洗碗机的流体系统和腔体内都有内嵌式的抗菌材料，使除菌效果达到 99.99%，其喷臂喷淋水压可达 20000Pa，可轻松清除顽固污垢。考虑到洗碗机行业正处于成长期，一些企业对于产品研发上的持续投入，形成了在产品类型、技术的差异化体现，在很大程度上能够促成行业的健康发展。

此外，洗碗机行业的发展也离不开渠道商的积极推广。比如苏宁易购就借助线上线下全场景智慧零售布局的优势，通过消费者大数据分析，推出一系列用户体验活动，携手品牌厂商共同推动洗碗机行业快速普及。

（新闻来源：中国家电网）

### ➤ 洗衣机的 2019：这些区域市场变化值得关注

进入第三季度的尾声，产业在线本年度的第一份年报——《2019 年全球家用洗衣机产业及市场年度研究报告（预测版）》已经新鲜出炉。

报告显示，2019 年全球贸易局势持续紧张，主要经济体经济增速放缓，消费者对耐用消费品需求继续受到抑制。与此同时，全球货币政策转向宽松，各国实行降息政策刺激消费。在多重因素影响下，洗衣机市场的全球销量将实现小幅增长，**预计 2019 全年同比增长 1.2%**。

不过各区域间因人口、经济发展、消费习惯等差异，市场表现大不相同。**2019 年，亚洲、欧洲、大洋洲的洗衣机销量将实现同比增长，北美洲、中南美洲、非洲则会出现不同幅度的下滑**；从市场份额来看，**2019 年亚洲的销量占比超过 40%，欧洲超过 30%，二者合计占比接近 80%**；在对产品的偏好方面，东亚、欧洲、北美洲的消费者更关注智能产品。

**中日需求增长带动亚洲销量攀升。**亚洲既是全球洗衣机销量最大的区域，也是全球洗衣机的重要生产基地，其中中国产量占比接近70%，泰国、印度等紧随其后，值得注意的是2016年以来越南洗衣机产量大幅攀升。销售方面以东亚为主，中国、日本、韩国是全球洗衣机重要市场，2019年中国、日本需求增长较快，西亚部分国家恢复性增长，带动整体亚洲洗衣机销量攀升。

**智能新品推动欧洲市场增长。**欧洲是洗衣机销售的第二大区域市场，销售区域较为分散，市场份额东欧最高，其次是西欧，中欧与南欧较为接近，北欧份额最小。另一特点是产品主要由欧洲国家生产，欧洲内部热销。德国在欧洲产地中依然亮眼，但产量低于土耳其和波兰。2019年欧洲经济形势并不理想，但越来越多的欧洲人开始关注智能家居新品，推动了洗衣机的销量增长。

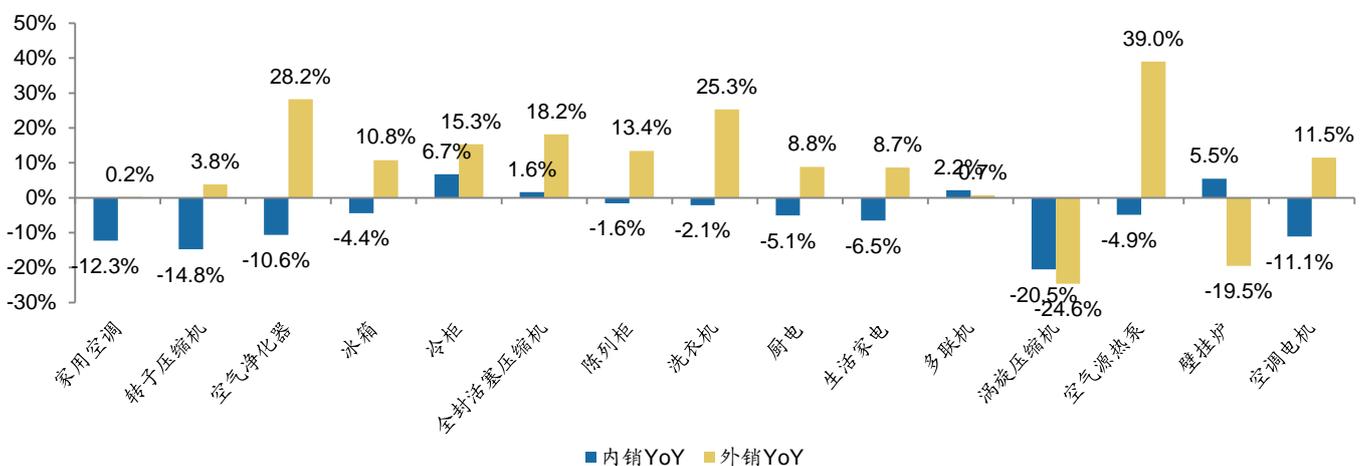
**韩资加入北美洲生产大军。**2018和2019年北美洲市场变化较大。影响较大的是LG和三星加入美国生产大军，以美国本土化产品供应当地市场；海尔肯塔基工厂也扩大了洗衣机产能。而本土企业惠而浦2018年被钢铝税拖累，当前更多是致力于技术发展，在注重产品研发的同时也更加重视宣传，着力打造自己的品牌形象。

(新闻来源：产业在线)

➤ 产业在线7月冷暖产业链核心品类月评

7月份，整体产业链大体保持内减外增，外销表现总体好于内销。细分内外销市场来看，内销方面，冷柜、壁挂炉表现相对良好。7月，冷柜行业继续保持增长，内销出货同比增长6.7%，前十企业基本都呈增长趋势。壁挂炉内销量实现小幅上升走势，“煤改气”项目平稳推进，安装落地量也有较快增长，较去年同期大有起色。

图 8：产业在线7月冷暖产业链18核心品类内销量、外销量 YoY



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

外销市场，产业链整体表现良好，其中空气净化器、洗衣机、空气源热泵表现相对较为出色。7月，空气净化器出口市场表现较好，同环比同步上涨，同比增长达28.2%。洗衣机7月份出口增势迅猛，同比增长25.3%。空气源热泵出口市场亦表现相对较好，以近1.5万台规模实现39%的高增长。

(新闻来源：产业在线)

### 公司动态：格力混改进程；美的IFA参展；海尔欧洲互联工厂；GMCC的里程碑与新品发布；

#### ➤ 接近格力混改人士：美的实控人、格力经销商已被排除在混改项目之外

“预计1个月左右的时间，格力混改的最终结果将正式揭晓。”9月6日下午，一位接近格力混改的人士对第一财经独家透露。

从今年4月格力发布公告，到今年5月包括百度、淡马锡、厚朴投资、高瓴资本等资本巨头领衔的25家投资机构参与股权转让项目意向投资者见面会，再到今年9月的“25进2”：格力混改终于进入“决赛阶段”。

通过穿透格力电器混改公布最终入选的两名意向受让方：珠海明骏投资合伙企业（下称“明骏投资”），以及格物厚德股权投资（珠海）合伙企业（下称“格物厚德”）与GENESIS FINANCIAL INVESTMENT COMPANY LIMITED组成的联合体，其背后分别是高瓴资本和厚朴投资两大财团。

值得注意的是，珠海明骏投资合伙企业(有限合伙)主要股东为珠海贤盈和深圳高瓴瀚盈。其中，珠海贤盈主要股东包括珠海高瓴天成二期股权投资管理中心(有限合伙)与珠海毓秀，公司控股股东均为珠海高瓴，股东有马翠芳、李良、曹伟等高瓴高管。而深圳高瓴瀚盈主要股东为珠海高瓴天成二期股权投资基金(有限合伙)，该公司背后有高瓴资本、兴业银行、太平洋人寿保险、上海汽车集团、清华大学教育基金会等身影。

深圳高瓴瀚盈也就是引发业界巨大争议的地方之一。工商信息显示，持有深圳高瓴瀚盈13.79%份额的珠海高聆泽远资产管理中心(有限合伙)，背后有美的何享健、国美杜鹃等身影，而且格力电器经销商的身影也出现在这家公司。

工商资料显示，珠海高聆泽远资产管理中心的股东张金龙是天津渤海格力电器营销有限公司、天津格力空调销售有限公司、天津格力电器销售有限公司的法定代表人和股东。珠海高聆泽远资产管理中心的股东杜鸿飞是多家格力电器经销商公司的股东和法定代表人或高管，包括北京明珠盛兴格力中央空调销售有限公司、河北新兴格力电器销售有限公司等。

而在最新发布的美的集团2019年半年报中，高瓴资本管理有限公司-HCM中国基金位列美的集团第8大股东，持股0.89%。最新发布的格力电器2019年半

年报同样显示，高瓴资本管理有限公司-HCM 中国基金位列格力电器第 8 大股东，持股 0.72%。

一位接近交易的人士对第一财经记者独家透露，美的以及格力经销商并不是为了参与格力混改而突然加入的。

上述人士称，高瓴天成二期基金早在 2013 年就在珠海注册基金管理公司，也是较早在珠海投资的国内基金之一，其中二期募资是在 2017 年 7 月，当时包括国美杜鹃、美的何享健等均为高瓴天成二期长期的 LP，至于珠海高聆泽远资产管理中心(有限合伙)股东出现格力经销商，是其作为高净值人群，是其在几年前购买了高瓴相关理财产品，额度约在 2000 万-3000 万左右级别，并不带有产业资本的色彩。

该人士还透露，高瓴天成二期基金在成立之初，在与投资人（LP）签订的协议里，就有约定，如果投资人在未来会对某个投资项目产生利益冲突或不利影响，高瓴可以排除该投资人（LP）参与该投资项目。目前，高瓴已启动相应条款，与美的、格力经销商等投资人沟通，对方表示理解并接受，这意味着已经把所谓美的、格力经销商等投资人排除在格力混改项目之外。

记者了解到，若成功参与格力混改，高瓴将不会参与格力管理层具体事务。

（新闻来源：第一财经）

### ➤ COLMO 图灵空调 IFA 首秀斩获殊荣， AI 科技家电释放国际化魅力

2019 年 9 月 6 日-9 月 11 日，柏林国际电子消费品展览会(IFA)在德国柏林盛大开幕，中国 AI 科技家电高端品牌 COLMO 携旗下空调、洗衣机、冰箱等场景新品参展。

本次 IFA COLMO 空调品类在 IFA 首发，发布的 COLMO 空调系列产品包括，具备自动清洗滤网及室内换新风功能的 COLMO 图灵挂机、具备微气候管理功能的 COLMO 柜机，以及具备 AI 智能空气管理系统的 COLMO 家用中央空调。其中 COLMO 挂机新品在空调技术领域完成诸多突破性创新，成功斩获室内空气技术创新金奖(IAQ Technology Innovation Gold Award)，点亮 IFA 家电展区的高光时刻。

#### “AI+产品”赋能空调未来

当 AI 进入普惠阶段，就家电领域而言，现阶段大多智能家电仍然停留在增加了联网、远程操控等简单功能，远远没有达到所谓真正的人工智能，当前智能家电行业存在的痛点和挑战在于交互。

此次首秀就获得室内空气技术创新金奖的 COLMO 图灵空调就在与用户交互领域成为了行业的创新先驱。IFA 现场人员介绍，COLMO 图灵空调新品搭载了

**AI 天使眼**，可以通过红外检测算法检测出人体位置、表面温度、环境辐射温度、被褥覆盖率、床温度，结合用户附近空气温度、湿度、风速，通过自主冷热感计算模型，计算出人体冷热感，图灵空调根据人体冷热感实时自动调整运行状态(包括对微孔导风板的控制)，使人体始终处于舒适环境当中，实现空调真正意义上的智能化制冷热。

COLMO 图灵空调通过超大弯角大导风板+双层微孔导风板不同角度搭配，可以实现**无风感模式、柔风感模式和防直吹模式**三大风感，让用户不仅可以享受有凉感无风感的舒适体验，更能有效防护空调风直吹带来的不适感可能，满足用户对空调对空气多维度调节的多元化需求。

此外，图灵空调针对用户室内空气健康也追求极致，不仅搭载的双混动新风系统，采用吸入式换新风，并于进风口处设有 H13 等级 HEPA 网对空气进行过滤；还有自动模拟真实人工刷洗滤网过程，让滤网焕然一新，为用户提供干净健康空气。

高颜值外观与硬核实力互相融合，使得图灵空调成为至臻至美的家电典范。在本届 IFA 现场，不仅俘获了众多消费者的目光，更是斩获专业领域的点赞。在全球知名家电品牌参展商、全球家电领域媒体、及近万名参展人士的见证下，COLMO 图灵空调荣获空气技术创新金奖(IAQ Technology Innovation Gold Award)，以表彰其内在技术所实现的突破性创新。

### “AI+场景”演绎科技人居新图景

顺应物联网与智能家居的兴起，中国 AI 科技家电高端品牌 COLMO 从设计之初，就非常强调产品基于场景多样性的「COLMO 科技人居生活图景」的完美演绎。通过 AI 能够带来的极致家居生活，应该让消费者无需成为生活专家，而是通过科技赋予温情和互动，让人机关系从基础交互走向情感交互，最终让家电成为智慧生活的触发点，在家庭生活中的卫浴、客厅、厨房、卧室等不同场景，通过 COLMO 套系化解决方案，为用户带来多场景解决方案的连贯家居生活体验。

例如，在卧室场景，汇聚 11 大功能的 COLMO 空调，在满足用户节能环保超静音等基础使用需求的基础上，使用体验上更是加强了现代家居生活在个性风感定制、层递柔化气流、室内新风系统等舒适度方面的考量；当然，随着智能化时代到来，智慧家电已成为新时尚和新航标，COLMO 空调独用的智慧天使眼功能充满人情味，可以实现“智慧知冷暖，智慧防着凉，智慧风识人”，可谓体贴入微。

在众多家电企业的 AI 运用还聚焦在单一性能点上，尚未形成线状联动和全面场景铺设的当下，COLMO 套系化 AI 科技家电率先实现跨技术跨场景的升级，深度演绎“场景+AI”科技人居新图景，将引领家电行业进入“人性化交互”时代，秉承“生而非凡”的品牌理念，COLMO 空调成功融合了产品外部设计美感与内在技术特质，旨在满足消费者对科技与美感高阶追求的同时，打造家居生活中的 AI 微生态。

### “AI+用户”围绕定制化精准服务

AI 和高端是 COLMO 品牌的两大核心关键词，COLMO AI 科技家电主要包括三个方面：一是 AI 技术赋能，二是产品与服务，三是以用户为中心的定制化。要实现这样的图景，需要强大的技术平台。据了解，COLMO 高端品牌的 AI 技术平台包括底层 AI 基础架构、AI 感知、AI 云大脑和 AI 服务四方面，其中，视觉感知、语音交互系统和 AI 云大脑是技术核心。

以 COLMO AI 云大脑为例，可以通过 1000 亿条多维睡眠数据分析，经过超大规模自学习，为用户定制个性化睡眠曲线。AI 科技家电所特有的感知能力的突破是以前家电传感器无法实现，可以通过大数据为用户定制更为个性化的服务，以 AI 为依托，重新规划产品发展路径，聚焦真正精准、简洁、智慧的 AI 应用体验，给用户和市场带来的全新场景，从而让个性化极致体验成为可能。

以 COLMO 空调产品为代表的 AI 科技家电在本届 IFA 的首次亮相，便展现出其高端产品 AI 科技与理性美学相融合的科技人居新图景，推动 AI 科技与家电产业高质量融合发展，定义 AI 科技家电全新标准便以出众的技术与外观，吸引了来自全球各地无数的参展观众的目光，由内而外完美诠释了“生而非凡”独特气质，展示出中国制造的魅力。

(新闻来源：艾肯家电网)

图9: COLMO发布空调产品



数据来源：艾肯家电网，广发证券发展研究中心

图10: COLMO整体品牌形象及定位



数据来源：艾肯家电网，广发证券发展研究中心

### ➤ 欧洲首个 COSMOPlat 互联工厂——海尔俄罗斯洗衣机互联工厂举行开业典礼

欧洲首个 COSMOPlat 互联工厂——海尔俄罗斯洗衣机互联工厂，于当地时间 8 月 28 日，在切尔内市海尔俄罗斯工业园举行了开业典礼。该厂于 2018 年 5 月举行奠基仪式，目前已正式投产。这是中国洗衣机行业在欧洲的首个基于 COSMOPlat 大规模定制模式打造的智慧洗衣机互联工厂。它将直接面向俄罗斯消费者，连带辐射中亚、欧洲国家的用户。

COSMOPlat 是海尔打造的工业互联网平台。工厂配置规划 1 条总装线，5 个前工序区域，2 个智能物流系统，**相比传统工厂人均效率提升 40%，全流程用人数量下降 30%**。

这也是海尔智研院虚拟现实技术工业应用联合实验室成果在海外的首次应用落地。在该厂，工人遇到设备调试、维修等技术难题，只需戴上 AR 眼镜连线在中国青岛的海尔总部，远在青岛的技术人员通过音视频进行指导，并在上面做标记、标注、传文件等操作，从而帮助工人实时解决技术难题。这副 AR 眼镜的背后应用的是 AR 远程专家系统。该系统让海外技术沟通问题迎刃而解，而且全程录影记录，最终可以形成海尔技术问题案例库。

多年来，海尔集团在俄积累了丰富的管理运营经验。2014 年，海尔洗衣机互联工厂的“兄弟企业”海尔俄罗斯冰箱工厂在切尔内市正式立项，并于 2016 年正式投产。2018 年冰箱销售额突破 1 亿美元，2019 年二季度也迎来了第 50 万台当地化制造的冰箱下线，在高端多门冰箱市场，海尔冰箱份额达到 48%。

海尔通过雇佣当地研发人员，来研究俄罗斯用户的生活习惯、风俗喜好等，量身打造适合当地市场的产品，吸收当地制造和营销人才，打造地道的本土企业，促进区域经济发展，提升就业率。**目前海尔俄罗斯直销员超过 1200 名。**

海尔重视海外用户需求和市场的区域特点。在俄罗斯的海尔洗衣机互联工厂的建设过程中，该团队针对俄罗斯市场，开始“区域专属”产品的定制研发。

“我们的房子为了保暖，普通家庭一般会建造的面积比较小，大的洗衣机放在家里很占地方”，俄罗斯用户亚历山大说。他家里正在用海尔专为俄罗斯小户型设计的超薄洗衣机——体积只有纸箱子大小，容量却能达到 8 公斤。这类“区域专属”产品还有不少。

中国企业在海外成功发展，不仅可以通过一家工厂，还可以通过产业生态，带动当地经济，促进民生就业。

海尔俄罗斯冰箱工厂目前已经提供 800 多个直接就业岗位。海尔洗衣机互联工厂的投产运营也将为切尔内市提供了更多的就业岗位，该项目规划岗位为 350 个，二期项目会增加至 600 个，有效减轻了当地的就业压力。

海尔积极推动俄罗斯本土化采购，促进产业生态建设。截至 2018 年底，冰箱零部件当地化比例已经达到 68%，预计到 2019 年底，将达到 70% 以上。目前，已有 23 家当地供应商为海尔进行配套生产，有力地带动了当地生产和就业，促进了当地的经济的发展。

（新闻来源：中国家电网）

## ➤ GMCC 空压的 5 亿台，中国制造的典范

家用空调新能效专用变频压缩机智慧芯系列、家用空调新能效专用 BLDC 电机凤之灵系列、高能效变频冰箱专用压缩机鲜活芯系列、商用空调喷气变频涡旋压缩机蔚蓝芯系列，尽管在此之前的二十多年中，GMCC & Welling 每个年度都有新技术和新产品亮相，在笔者的印象中，从来没有像在三亚举行的“五亿偕行、同芯致远” GMCC & Welling 空调压缩机 5 亿台下线暨新品发布会上一举公开推出这么多系列的新品。

上述新品固然是 GMCC & Welling 技术研发和产品创新能力的一种体现，不过相比于此，GMCC 第 5 亿台空调压缩机的下线之于整个中国制造的意义则显得更为非凡。中国家电电器核心部件领域内，很少有公司能够像 GMCC & Welling 这样在全球范围内掌控市场、技术、产品等等多个方面的主导地位。而第 5 亿台空调压缩机的下线之于 GMCC & Welling 公司也仅仅是一个全新的起点，按照当下 GMCC & Welling 的发展速度，或许第 10 亿台很快就会到来。

### 5 亿台凸显出的全球市场地位

改革开放这一时代红利对我国制造产业所带动的巨大推动力是 GMCC 诞生的关键，GMCC & Welling 公司总裁伏拥军对过去该企业的发展历史用了四个“8”来划分和总结。

从立项到第一台空调压缩机的下线，GMCC & Welling 公司用了 8 年的时间。伏拥军还说：“从第一台到 1000 万台，同样花了 8 年时间，从 1000 万台到 1 亿台，也是 8 年的时间。我们今天是从 1 亿台到 5 亿台，还是 8 年时间。”这是历史惊人的巧合之处。

而在 2006 年的时候，GMCC 自主研发产销空调压缩机的规模便攀上了行业第一的高峰，在过去十三年的发展过程中，这个第一的位置 GMCC 一直就没有旁落过。现在的 GMCC & Welling 公司及其产品已经覆盖 50 多个国家和地区，所服务的企业超过了 420 家。

还有一组数据也可以证明 GMCC & Welling 的市场地位。现如今全球范围内每个年度所有的空调产品每三台就有一台是应用了 GMCC & Welling 公司所生产的压缩机，同样，每三台也有一台还应用了 GMCC & Welling 所生产的电机。

第 5 亿台只是 GMCC 在空调压缩机领域内产业形象的外在展露，同时，GMCC & Welling 还累计生产并销售了 1.3 亿台的冰箱压缩机和 20 亿只电机。从此次会议上 GMCC & Welling 公司所发布的新品也可以看出，其所涉及的产品范畴也在逐步扩展。

### 创新驱动的核心部件企业

GMCC 这么多年以来之所以能够在全全球压缩机市场中处于持续引领的地位，除了这家企业与产业链合作方形成了紧密的共生关系之外，更为核心的原因在于 GMCC 在产品和技术上的创新能力，这不仅仅是带动自身的竞争力不断提升，同时也是在带动整个空调产业链在节能、环保等方面不断进步。

据伏拥军透露，过去二十多年来，GMCC 空调压缩机(以制冷量在 4500W 以下产品为例)节能水平提升了 30%以上；并勇于践行环保化的社会责任，逐步淘汰对环境破坏较重的 R22 冷媒，大面积应用 R410A、R32 冷媒，后期还将在 R290 和液态二氧化碳冷媒上进行规模化突破。

值得一提的是，在二十年前国内压缩机产品的供应均价在 700 元左右，而在 GMCC 的市场规模化拉动作用下，**现如今的均价降到了 400 元以下**，空调产品能够普惠广大消费者，GMCC 作为上游部件企业，作出了巨大贡献。

“我们 GMCC & Welling 公司的愿景就是要致力于成为创新驱动的核心部件企业，”伏拥军还谈到：“我们公司每年的技术研发费用都是以 20% 的速度在增长。”笔者还了解到，近年来 GMCC & Welling 公司每年在研发方面的投入几乎都在 1 亿美元以上，累计授权的专利数量也达到了 3683 项。

正是因为对技术研发有如此慷慨的投入，所以自 2000 年交流变频压缩机成功研发以来，GMCC 已先后开发出直流变频、双缸变频、变频变容、喷气变频等技术，在变频技术创新方面持续领先，也积累了丰厚的技术成果。如今，GMCC 卓越创新的压缩机技术已走在制冷行业低碳节能发展的前沿，为行业提供优质的能效解决方案。

在技术能力得到持续强化的同时，制造效率的快速提升也给整机企业提供了生产保障。伏拥军还提及，如果排除掉运输时间，**现在的 GMCC & Welling 交货周期基本可以控制在 5 天以内，单条生产线的产品生产效率可以达到 8 秒一台**。如果没有 GMCC & Welling 如此高的产品制造效率，空调行业内最近几年流行的“T+3”、网批、互联网直卖等等产销模式就失去了上游部件的供应保障。

### 聚焦机电的产业拓展

作为美的集团旗下的事业部之一，**GMCC & Welling 公司所在的机电事业部(前不久由部品事业部更名为机电事业部)**近年来的发展耦合了美的集团“产品领先、效率驱动、全球经营”的三大战略主轴。而 GMCC & Welling 公司本身也在进行着以聚焦机电为内核的产品多元化拓展。

此次商用空调喷气变频涡旋压缩机蔚蓝芯系列就表明了 GMCC & Welling 公司在大功率压缩机领域内进击的雄心。笔者了解到，当下的 GMCC & Welling 公司已经在**旋转式压缩机、空调电机、冰箱往复压缩机、洗衣机电机、涡旋压缩机、汽车部品**等等产品形成了广泛布局。

“我们要在每个部品产业中都要做到头部企业，”伏拥军还透露：“不瞒你说，我们还将做**新能源汽车的电机和家电芯片**。”他这个后半句话中所折射出的远景，会进一步丰满 GMCC & Welling 公司的科技化形象。

面对来自全球的合作客户，伏拥军在 8 月 30 日的此次会议上，畅叙了更为宏大的市场构想。他表示，在未来 **GMCC & Welling 公司希望在旋转式压缩机产品上全球市场份额由现在的 32% 提升到 45% 左右，往复压缩机能够达到 30% 以**

上，而空调电机相应的占比将突破 40%，在洗衣机电机产品领域中则希望实现 25%以上的份额。

但整机市场会给 GMCC & Welling 公司带来阻力和挑战，众所周知的是，国内空调市场在 2019 冷冻年度出现了下滑，未来一年的境况也不会尽如人意；冰箱和洗衣机市场早就陷入了规模化增长的泥淖。对此，伏拥军在接受笔者访问时表示：“明年的市场是可能是悲观的，但是，明年是一定要增长的。”

### 国内外市场的双轮驱动

在此次会议上，GMCC & Welling 公司除了本土的技术精英讲述了新产品、新技术和新功能之外，来自奥地利、日本的技术人员还介绍了往复式压缩机和涡旋式压缩机的产品技术概况。这一现象的背后，是 GMCC & Welling 公司技术研发和全球化和市场拓展的全球化。

据了解，GMCC & Welling 公司已经在上海、合肥、顺德、奥地利、日本建立了五大技术研发中心，并在顺德、芜湖、印度等地建立了智能化制造基地。在国内市场 GMCC & Welling 公司已经构建了无出其右的市场领先优势，在今年如此恶劣的产业环境下，上半年 GMCC 空调压缩机的出货量依然增长了 15% 以上，而伏拥军还表示，下半年依然可以保持这种增速。

在冰箱压缩机产品的出货增长幅度更大，上半年的同比增幅达到了 100%。如此优异的增长势头并没有让伏拥军感到轻松，他对笔者反复强调，国内市场无论是空调、冰箱还是洗衣机等等主要家电产品短期内都会面临增长瓶颈。所以，GMCC & Welling 公司后期的规模化突破除了上文所提及到产品矩阵不断扩展之外，对国际市场的拓展是必有路径，事实上，全球经营本身就是美的集团的战略主轴之一，而伏拥军对 GMCC & Welling 公司未来市场经营的构想用了“国内外市场双轮驱动”来形容。

“空调压缩机我们会实现全球市场全覆盖，”伏拥军还说：“海外市场空调压缩机直接应用的规模大概在 3000 万台左右，依然有着足够的增长潜质。”笔者还获悉，除了进行产品出口形式的全球化拓展之外，GMCC & Welling 公司在印度的工厂将于明年 3 月份投产。

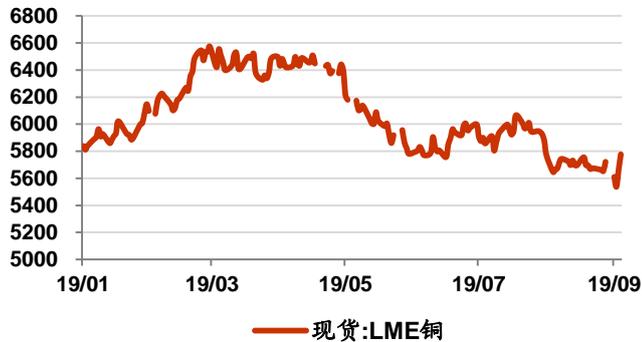
而国内市场结构性增长的机会也较为充裕，全新的空调能效标准将于今年年底颁布，从 GMCC & Welling 公司此次会议上发布的新品就可以看出，应对新能效的空调压缩机，GMCC & Welling 公司已经做好了充分的准备。

“但关键还是要落在产品上，”伏拥军的这句话透露了制造企业的本质，再好的产业链共生关系也是以优质的产品和持续升级的技术为基础，而这也是 GMCC 压缩机向着 10 亿台乃至更高目标进发的支点。

（新闻来源：艾肯家电网）

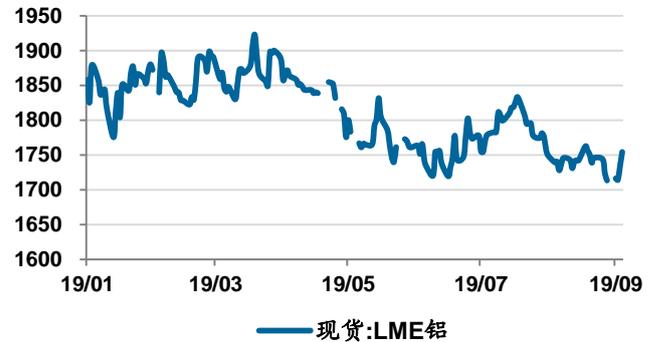
原材料价格及汇率变动跟踪

图11: LME铜价格(美元/吨)本周上涨1.0%



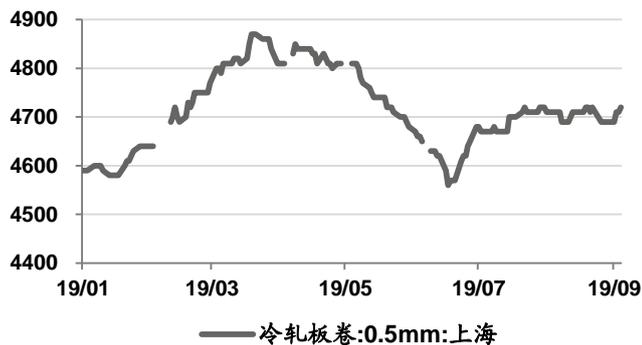
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心  
注: 本周指 2019.08.30-2019.09.05, 下同

图12: LME铝价格(美元/吨)本周上涨2.4%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 冷轧卷板价格(人民币元/吨)本周小幅上涨0.6%



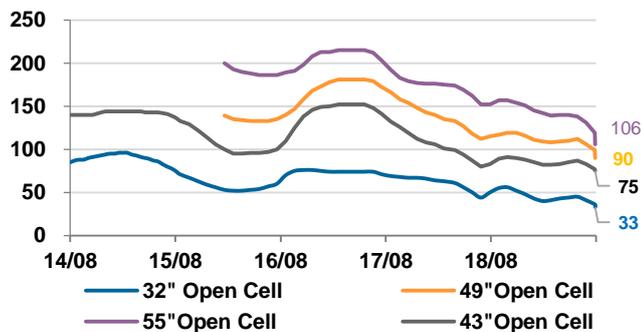
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 布伦特原油期货价格(美元/桶)本周小幅下滑0.2%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 面板价格: 截至2019年8月, 主要尺寸面板价格(美元/片)继续低位深度下探



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率略有升值(本周末1美元=7.1459人民币, 上周末1美元=7.1670人民币), 维持低位振荡



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 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 婫：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：资深分析师，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：资深分析师，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。