

家用电器行业

2019年三季报业绩前瞻：景气底部仍有稳健增长，环比改善为期不远

分析师：曾婵  SAC 执业证号：S0260517050002  SFC CE.no: BNV293  0755-82771936  zengchan@gf.com.cn	分析师：袁雨辰  SAC 执业证号：S0260517110001  SFC CE.no: BNV055  021-60750604  yuanyuchen@gf.com.cn	分析师：王朝宁  SAC 执业证号：S0260518100001  SFC CE.no: BNV055  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。

● 行业景气度基本见底，环比改善为期不远

2017年以来，受资金压力以及政策趋紧等多方面的影响，地产企业对销售回款的关注更甚，而对竣工交付的动力相对偏弱，新开工与竣工数据持续出现剪刀差导致竣工周期不断拉长。在地产弱周期之下，家电出货与终端景气度仍处于相对底部的区域。

Q3以来我们注意到商品房销售同比增速逐月回升，8月份单月商品房提竣工环比转正，其中商品房住宅降幅收窄，同时领先指标上游建材数据也持续多月改善，地产竣工集中交付逻辑或为期不远。考虑到新房交付后的装修周期，竣工拉动下的环比改善已为期不远。

基于基本面的改善预期，我们建议关注本轮景气度回升以及Q4估值切换的机会，继续配置长期竞争力显著的白马龙头：格力电器、海尔智家、美的集团。同时建议关注基本面触底有望回升的厨电龙头：老板电器、华帝股份。

● 白电：空调销售情况好于年初预期，冰洗销售有所改善

空调：内销出货端在连续三个月下滑后于8月实现了小幅正增长。目前来看渠道库存整体可控，龙头引流机型以及其他促销活动终端反馈良好，短期市占率有明显提升，品牌拉力彰显。促销之下行业整体零售均价略有下降，但考虑到原材料价格相对处于低位以及渠道效率提升带来的成本优势，预计盈利能力将得到保障。

冰箱、洗衣机：内销出货端增速环比均有所改善，但整体仍处于弱需求的阶段。价格方面依然有小幅增长，但相较前几年均价提升幅度收窄；考虑到同期原材料价格有所下降，预计盈利能力将有所改善。

● 小家电：均价持续提升，消费升级趋势持续

长期来看，小家电消费升级趋势持续，主要表现：1)小家电主要产品均价持续提升；2)破壁机、扫地机器人等消费升级新产品实现快速渗透。短期来看，受经济外部环境影响，行业增速有所放缓，但依然表现出较强的消费属性和穿越周期的能力。我们认为，未来小家电将保持良好增长潜力，龙头公司的业绩成长有望穿越周期。

● 厨电：零售量下滑，期待地产景气度回升后终端需求改善

受地产影响以及工程渠道挤占，今年前三季度厨电零售端依然下滑，但Q3单季度环比有所收窄。随着地产竣工交付的集中兑现，与地产相关性较大的厨电需求有望得到恢复及改善。盈利端2018Q4以来终端均价略有下滑，但考虑到原材料价格处于相对低位，盈利能力有望保持平稳。

● 黑电：面板价格重回下滑，黑电企业成本压力有望缓解

电视均价呈现回落趋势，但面板价格自2017H1以来进入下滑通道，2019年下半年再次加速下跌，预计黑电企业的成本压力将有所缓解，但鉴于行业竞争激烈零售均价亦同步下行，企业盈利能力改善有限。

● 风险提示：原材料价格上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；行业竞争格局恶化。

相关研究：

家用电器行业:冰洗内销出货环比改善，继续推荐龙头	2019-09-29
家用电器行业:出货零售环比均有所改善，龙头份额提升展现品牌拉力	2019-09-29
家用电器行业:家电海外专题(11):全球家电市场概览，中国企业灿然可观	2019-09-25

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：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	52.50	2019/8/31	买入	64.79	3.41	3.75	15.38	14.00	11.44	9.52	24.17	23.34
格力电器	000651.SZ	人民币	57.02	2019/8/31	买入	61.22	4.71	5.27	12.11	10.82	6.56	5.46	26.03	24.80
海尔智家	600690.SH	人民币	15.59	2019/8/30	买入	20.00	1.25	1.37	12.49	11.36	8.25	6.18	17.06	15.80
老板电器	002508.SZ	人民币	27.14	2019/8/27	增持	26.24	1.64	1.80	16.60	15.04	14.03	12.22	20.42	18.39
华帝股份	002035.SZ	人民币	10.32	2019/8/29	增持	12.28	0.89	1.01	11.66	10.25	8.00	6.43	23.19	20.87

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

一. 三季度业绩预测.....	5
二. 销售情况.....	7
2.1. 白电.....	7
2.2. 黑电.....	10
2.3. 厨电.....	10
2.4. 小家电.....	11
三. 地产情况.....	12
四. 汇率情况.....	13
五. 原材料价格情况.....	13
六. 风险提示.....	14

图表索引

图 1: 空调内销销量及同比增速 (万台、%) : 8 月内销环比略有改善	7
图 2: 空调外销销量及同比增速 (万台、%) : 8 月外销情况好转	7
图 3: 冰箱内销销量及同比增速 (万台、%) : 内销环比略有改善	7
图 4: 冰箱外销销量及同比增速 (万台、%) : 外销增速放缓	7
图 5: 洗衣机内销销量及同比增速 (万台、%) : 内销环比略有改善	8
图 6: 洗衣机外销销量及同比增速 (万台、%) : 外销增速波动较大	8
图 7: 电子膨胀阀内销销量及同比增速 (万只、%) : 内销环比有所改善	8
图 8: 静止阀内销销量及同比增速 (万只、%) : 内销环比有所改善	8
图 9: 四通阀内销销量及同比增速 (万只、%) : 内销环比有所改善	8
图 10: 白电零售量同比增速 (%) : 终端需求相对疲软	9
图 11: 白电均价同比增速 (%) : 冰洗均价重回增长, 空调促销均价短期略有下调	9
图 12: 白电 2019W1-W38 (2019.1.01-2019.9.22) 累计销量同比 (%) : 线上好于线下	9
图 13: 白电 2019W1-W38 (2019.1.01-2019.9.22) 累计线上线下均价同比 (%) : 冰洗线上线下均价分化	9
图 14: LCD 电视内销销量及同比增速 (万台、%) : 内销增速环比略有改善	10
图 15: LCD 电视外销销量及同比增速 (万台、%) : 外销相对低迷	10
图 16: 油烟机零售量及同比增速 (万台、%) : 零售环比逐步改善	10
图 17: 燃气灶零售量及同比增速 (万台、%) : 零售环比逐步改善	10
图 18: 厨电行业均价: 均价有所下滑	11
图 19: 油烟机 2019W1-W38 (2019.1.01-2019.9.22) 累计销量同比 (%) : 线上好于线下	11
图 20: 油烟机 2019W1-W38 (2019.1.01-2019.9.22) 累计线上线下均价同比 (%) : 线上线下均价下降	11
图 21: 厨房小家电传统品类零售均价: 产品均价提升	12
图 22: 2019M8 商品住宅销售同比继续回升, 竣工降幅继续收窄	12
图 23: 30 大中城市商品房成交面积环比下滑	12
图 24: 30 大中城市商品房成交面积同比增速触底回升	12
图 25: 人民币自 2019 年 9 月至今略有贬值	13
图 26: 白电原材料价格 9 月至今同比略有下降	13
图 27: 钢铁价格回落	14
图 28: 塑料价格回落	14
图 29: 液晶电视面板价格 (美元/片) : 持续下滑	14
表 1: 覆盖公司三季报收入、利润预测	5
表 2: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元)	6
表 3: 小家电各品类 2019 年 1-7 月累计销量、销售额数据	11

一. 三季度业绩预测

表 1: 覆盖公司三季度报收入、利润预测

行业	代码	简称	收入 (亿元)			收入增速 (%)			归母净利润 (亿元)			归母净利润增速 (%)		
			2019 H1	2019 Q3E	2019 Q1-3E	2019 H1	2019 Q3E	2019 Q1-3E	2019 H1	2019 Q3E	2019 Q1-3E	2019 H1	2019 Q3E	2019 Q1-3E
白电	000651.SZ	格力电器	983.4	609.5	1592.9	7%	5%	6%	80.8	87.3	168.1	12%	5%	8%
	000333.SZ	美的集团	1543.3	662.2	2205.5	7%	4%	6%	90.6	56.1	146.7	18%	13%	16%
	600690.SH	海尔智家	989.8	523.4	1513.2	9%	10%	10%	30.1	14.4	44.5	6%	7%	7%
	000921.SZ	海信家电	189.5	80.2	269.7	-7%	-5%	-6%	5.4	3.9	9.2	6%	5%	5%
	00921.HK	海信家电	189.5	80.2	269.7	-7%	-5%	-6%	5.4	3.9	9.2	6%	5%	5%
小家电	002032.SZ	苏泊尔	98.4	50.0	148.3	11%	10%	11%	3.2	4.1	7.3	13%	12%	12%
	002242.SZ	九阳股份	41.9	20.3	62.2	15%	13%	14%	2.4	2.2	4.6	9%	8%	8%
	603868.SH	飞科电器	17.2	9.5	26.8	-5%	-5%	-5%	1.7	2.1	3.8	-23%	-5%	-14%
	002705.SZ	新宝股份	40.4	26.6	67.1	7%	7%	7%	1.5	2.7	4.3	59%	25%	35%
厨电	002508.SZ	老板电器	35.3	20.9	56.1	1%	10%	4%	3.5	3.9	7.4	-2%	10%	4%
	002035.SZ	华帝股份	29.3	13.8	43.1	-8%	-6%	-7%	2.6	1.1	3.8	16%	15%	15%
	002677.SZ	浙江美大	7.0	4.5	11.5	25%	20%	23%	1.1	1.2	2.3	27%	20%	23%
照明	603515.SH	欧普照明	37.8	20.6	58.4	7%	0%	4%	3.2	2.1	5.3	11%	0%	6%
零部件	002050.SZ	三花智控	58.3	27.6	85.9	4%	3%	4%	4.3	3.6	8.0	1%	5%	3%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2019Q3、2019Q1-3收入、归母净利润为广发证券家电组预测数据, 海信家电H股收入、净利润币种为人民币。

表 2: 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 2019/10/09	货币	EPS			净利润增速			PE (倍)	
					18A	19E	20E	18A	19E	20E	19E	20E
000651.SZ	格力电器	买入	57.02	人民币	4.36	4.71	5.27	17%	8%	12%	12.1	10.8
600690.SH	海尔智家	买入	15.55	人民币	1.17	1.25	1.37	8%	7%	10%	12.5	11.3
000333.SZ	美的集团	买入	52.50	人民币	3.04	3.41	3.75	17%	17%	10%	15.4	14.0
002508.SZ	老板电器	增持	26.65	人民币	1.55	1.64	1.80	1%	5%	10%	16.3	14.8
002035.SZ	华帝股份	增持	10.16	人民币	0.77	0.89	1.01	33%	15%	14%	11.5	10.1
002032.SZ	苏泊尔	买入	72.61	人民币	2.03	2.35	2.70	26%	15%	15%	31.0	26.9
002242.SZ	九阳股份	买入	22.14	人民币	0.98	1.08	1.23	9%	10%	14%	20.5	18.0
603868.SH	飞科电器	增持	36.92	人民币	1.94	1.94	2.06	1%	0%	6%	19.0	17.9
000921.SZ	海信家电	增持	11.59	人民币	1.01	1.14	1.24	-32%	13%	9%	10.2	9.3
00921.HK	海信家电	增持	7.39	港币	1.11	1.25	1.37	-32%	13%	9%	5.9	5.4
002705.SZ	新宝股份	增持	13.06	人民币	0.62	0.80	0.91	23%	22%	13%	16.3	14.4
002677.SZ	浙江美大	增持	13.37	人民币	0.58	0.70	0.81	24%	20%	15%	19.1	16.6
603579.SH	荣泰健康	增持	25.22	人民币	1.78	1.84	1.86	15%	3%	1%	13.7	13.6
603355.SH	莱克电气	增持	21.54	人民币	1.05	1.20	1.33	16%	14%	11%	18.0	16.2
600060.SH	海信电器	增持	8.38	人民币	0.30	0.24	0.30	-59%	-21%	27%	35.4	27.9
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.70	人民币	0.24	0.31	0.37	-10%	28%	18%	18.4	15.6
002050.SZ	三花智控	买入	13.07	人民币	0.61	0.50	0.56	5%	6%	14%	26.3	23.2
002429.SZ	兆驰股份	增持	2.81	人民币	0.10	0.13	0.14	-26%	28%	10%	22.3	20.3
603515.SH	欧普照明	增持	26.38	人民币	1.19	1.30	1.46	32%	9%	12%	20.4	18.1
002403.SZ	爱仕达	增持	8.40	人民币	0.42	0.43	0.47	-14%	1%	11%	19.7	17.7
603486.SH	科沃斯	持有	22.19	人民币	1.21	0.85	0.97	29%	-2%	15%	26.2	22.8
002543.SZ	万和电气	增持	9.44	人民币	0.85	1.00	1.14	18%	17%	13%	9.4	8.3

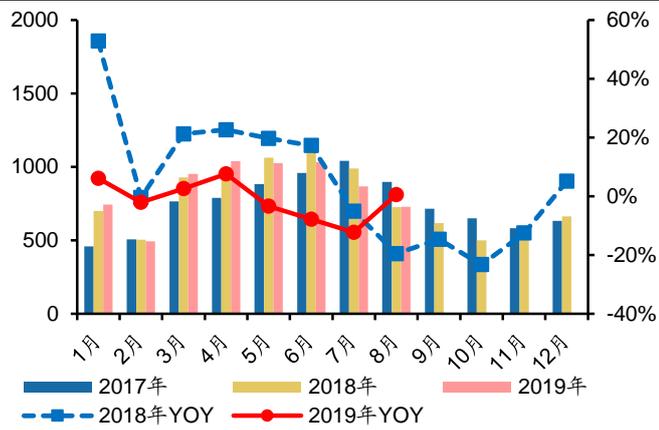
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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2019.10.08收盘价: 1港币=0.9086人民币。

二. 销售情况

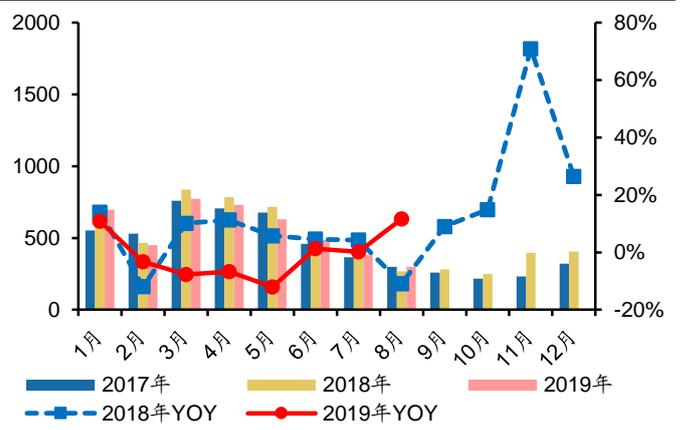
2.1. 白电

图 1: 空调内销销量及同比增速 (万台、%) : 8月内销环比略有改善



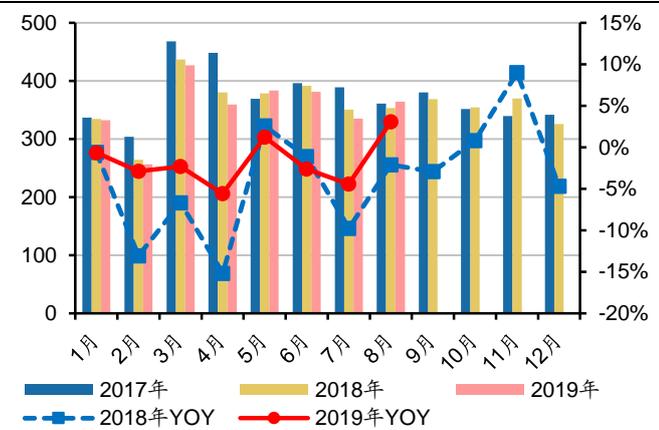
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 2: 空调外销销量及同比增速 (万台、%) : 8月外销情况好转



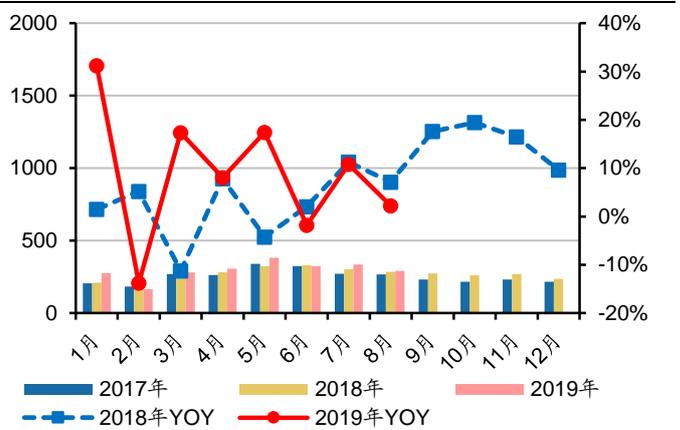
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 3: 冰箱内销销量及同比增速 (万台、%) : 内销环比略有改善



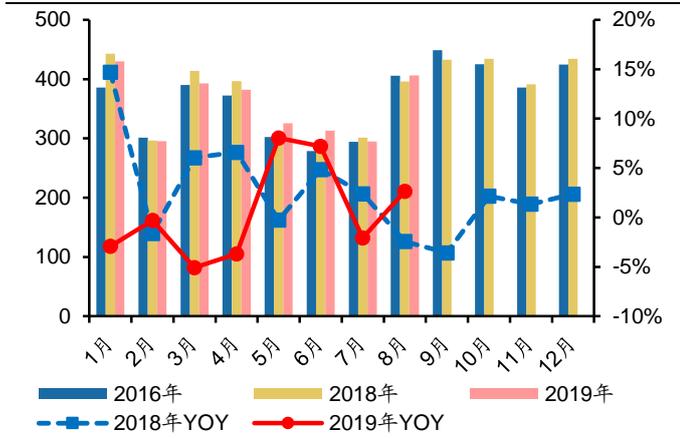
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 4: 冰箱外销销量及同比增速 (万台、%) : 外销增速放缓



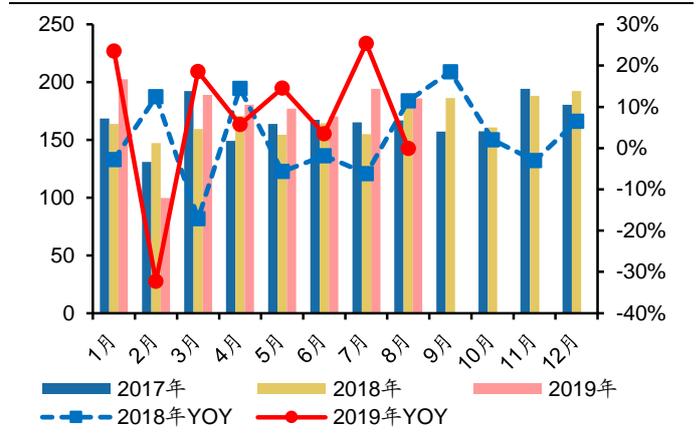
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 5: 洗衣机内销销量及同比增速 (万台、%) : 内销环比略有改善



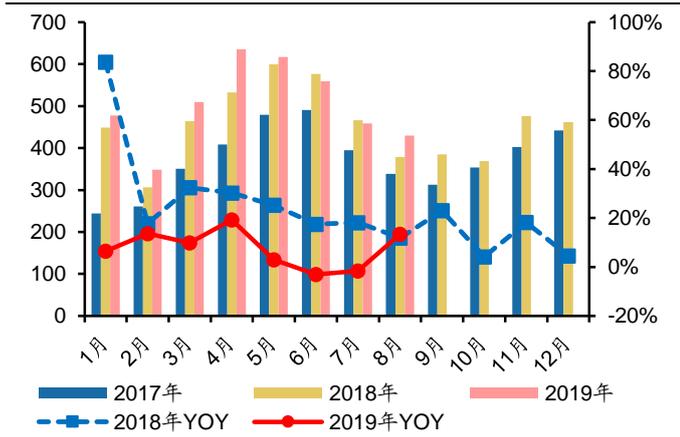
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 6: 洗衣机外销销量及同比增速 (万台、%) : 外销增速波动较大



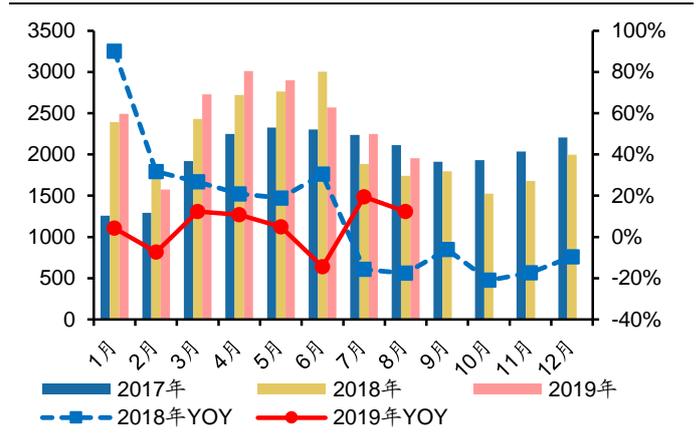
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 7: 电子膨胀阀内销销量及同比增速 (万只、%) : 内销环比有所改善



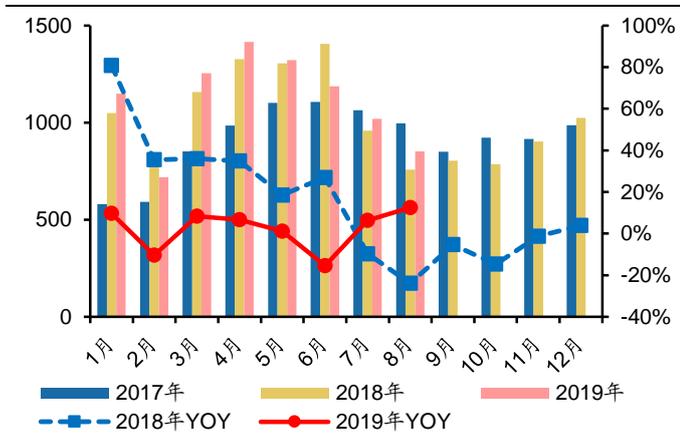
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 8: 静止阀内销销量及同比增速 (万只、%) : 内销环比有所改善



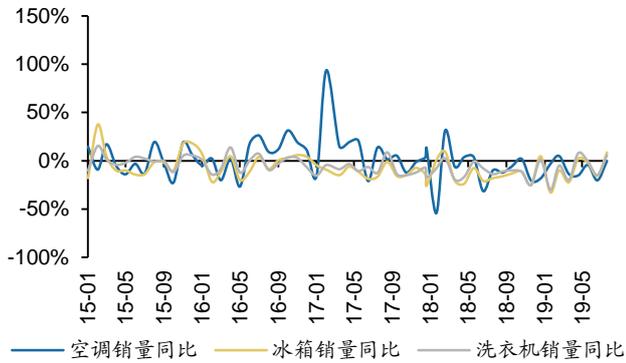
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 9: 四通阀内销销量及同比增速 (万只、%) : 内销环比有所改善



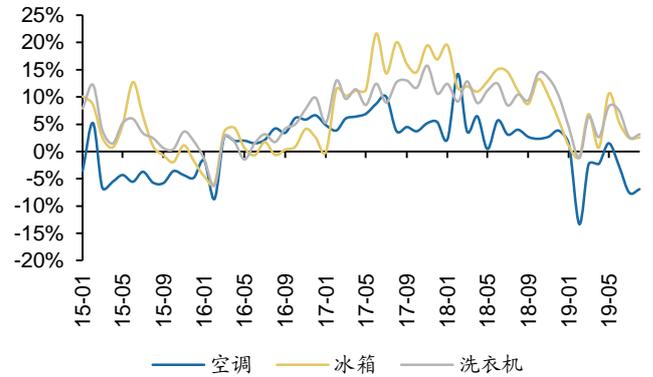
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 10: 白电零售量同比增速 (%) : 终端需求相对疲软



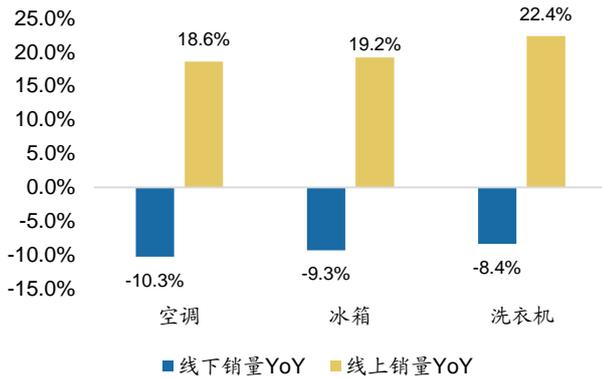
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 11: 白电均价同比增速 (%) : 冰洗均价重回增长, 空调促销均价短期略有下调



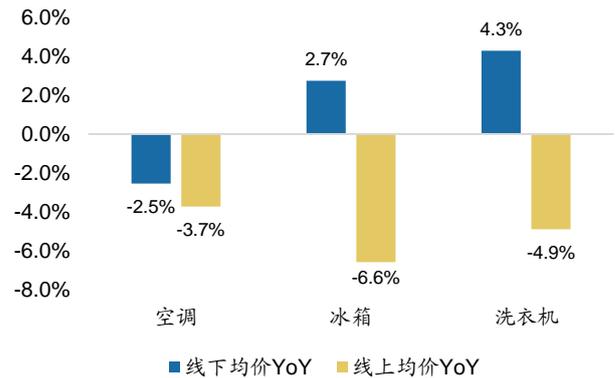
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 12: 白电2019W1-W38 (2019.1.01-2019.9.22) 累计销量同比 (%) : 线上好于线下



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

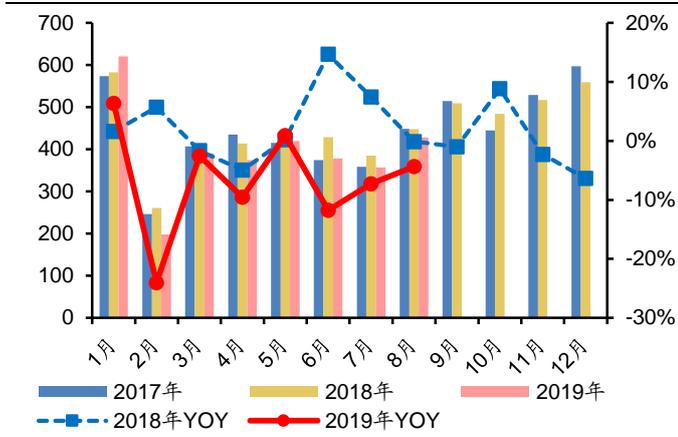
图 13: 白电2019W1-W38 (2019.1.01-2019.9.22) 累计线上线均价同比 (%) : 冰洗线上线均价分化



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

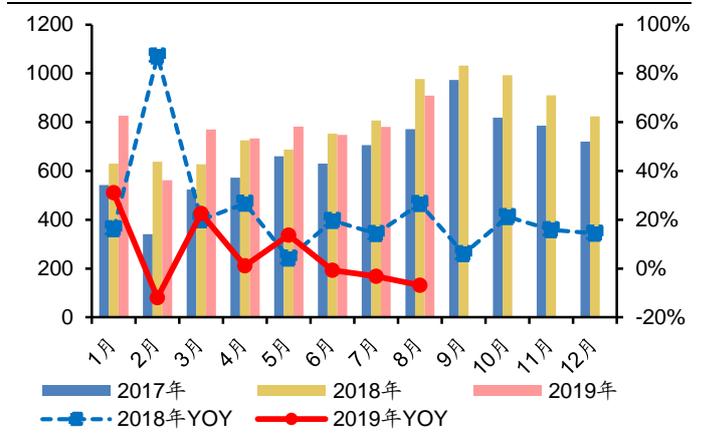
2.2. 黑电

图 14: LCD电视内销销量及同比增速(万台、%)：内销增速环比略有改善



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

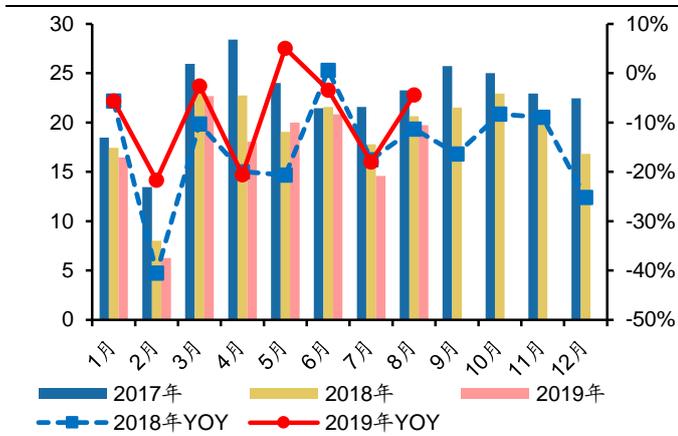
图 15: LCD电视外销销量及同比增速(万台、%)：外销相对低迷



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

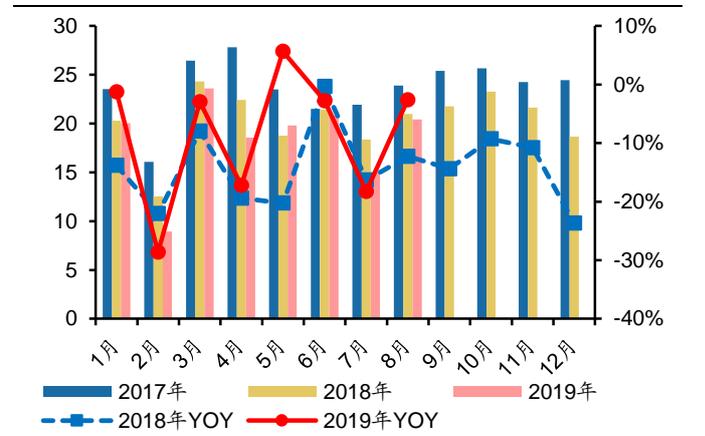
2.3. 厨电

图 16: 油烟机零售量及同比增速(万台、%)：零售环比逐步改善



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 17: 燃气灶零售量及同比增速(万台、%)：零售环比逐步改善



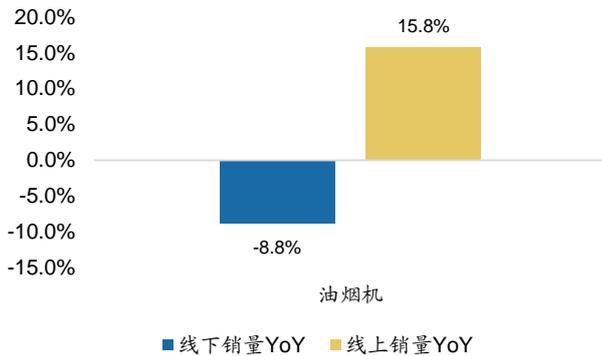
数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 18: 厨电行业均价: 均价有所下滑



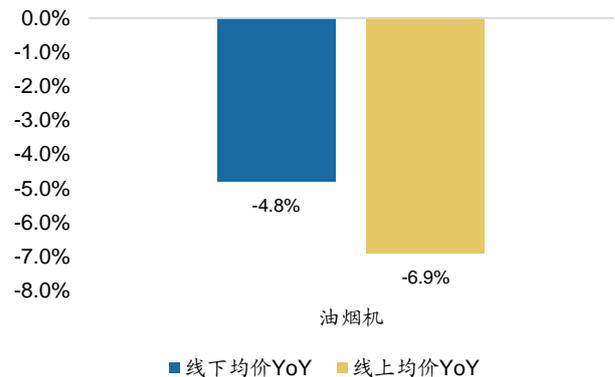
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 19: 油烟机2019W1-W38 (2019.1.01-2019.9.22) 累计销量同比 (%): 线上好于线下



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 20: 油烟机2019W1-W38 (2019.1.01-2019.9.22) 累计线上线下均价同比 (%): 线上线下均价下降



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

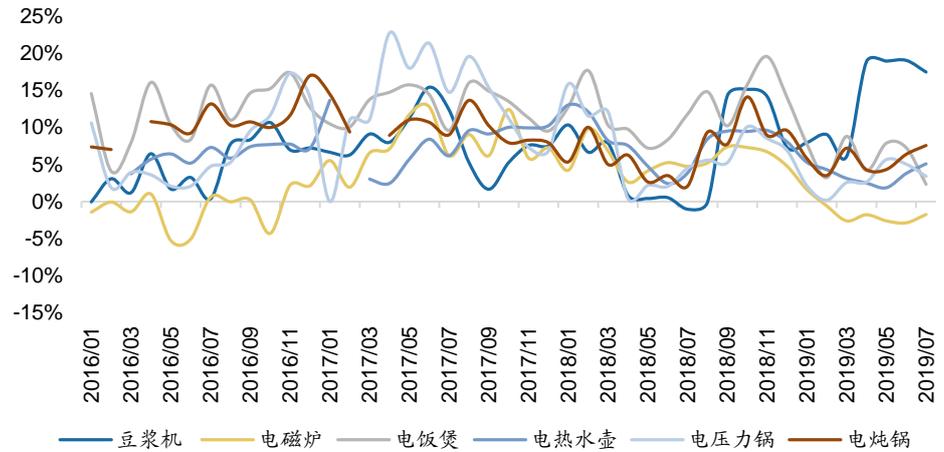
2.4. 小家电

表 3: 小家电各品类 2019 年 1-7 月累计销量、销售额数据

	零售额 (百万元)	零售额 YoY	零售量 (万台)	零售量 YoY
豆浆机	160	-30.1%	26	-38.8%
电磁炉	416	-15.6%	121	-14.2%
电饭煲	1269	-7.1%	254	-11.7%
电热水壶	393	-11.1%	236	-13.9%
电压力锅	597	-7.3%	108	-9.4%

数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

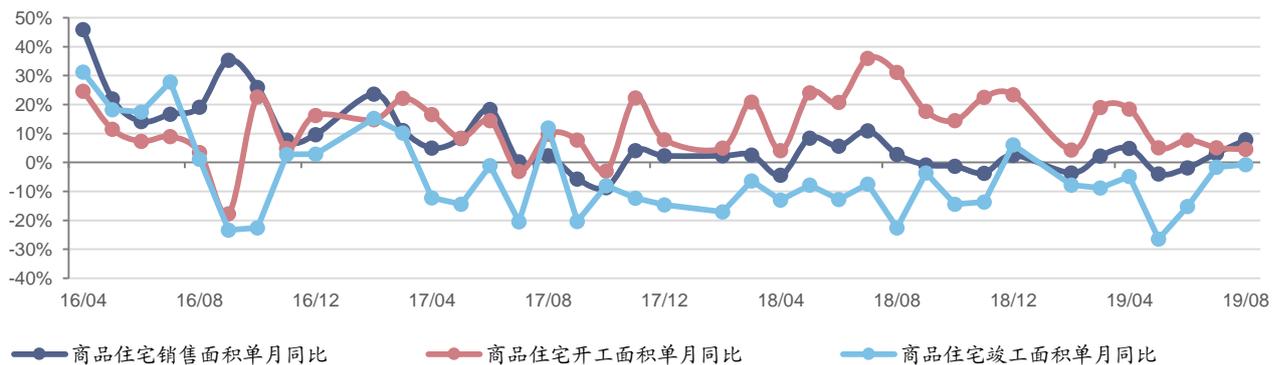
图 21: 厨房小家电传统品类零售均价: 产品均价提升



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

三. 地产情况

图 22: 2019M8 商品住宅销售同比继续回升, 竣工降幅继续收窄



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 30 大中城市商品房成交面积环比下滑



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

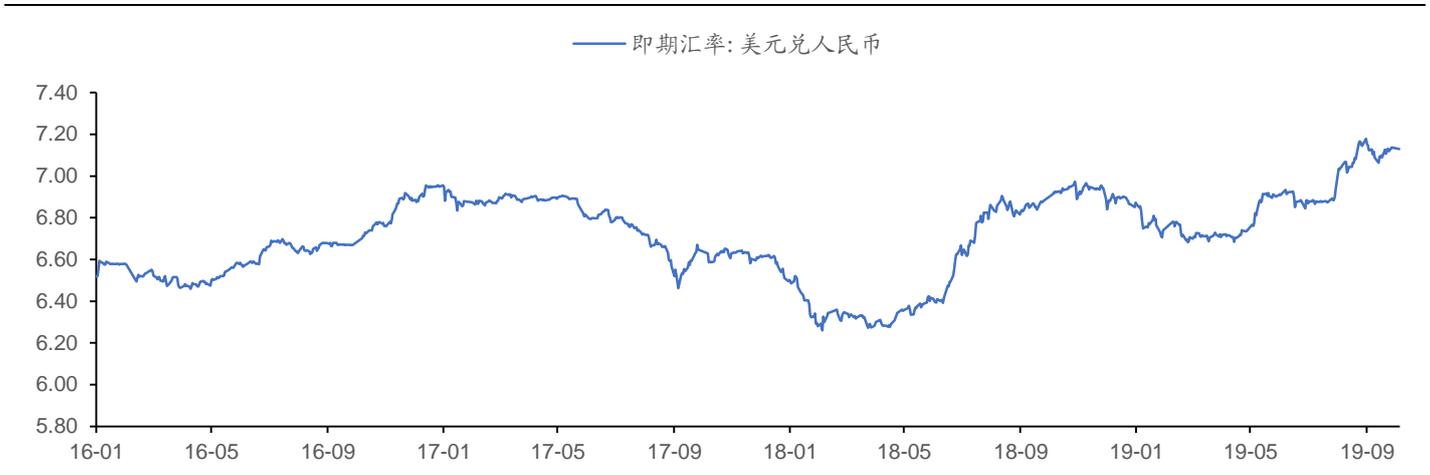
图 24: 30 大中城市商品房成交面积同比增速触底回升



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

四. 汇率情况

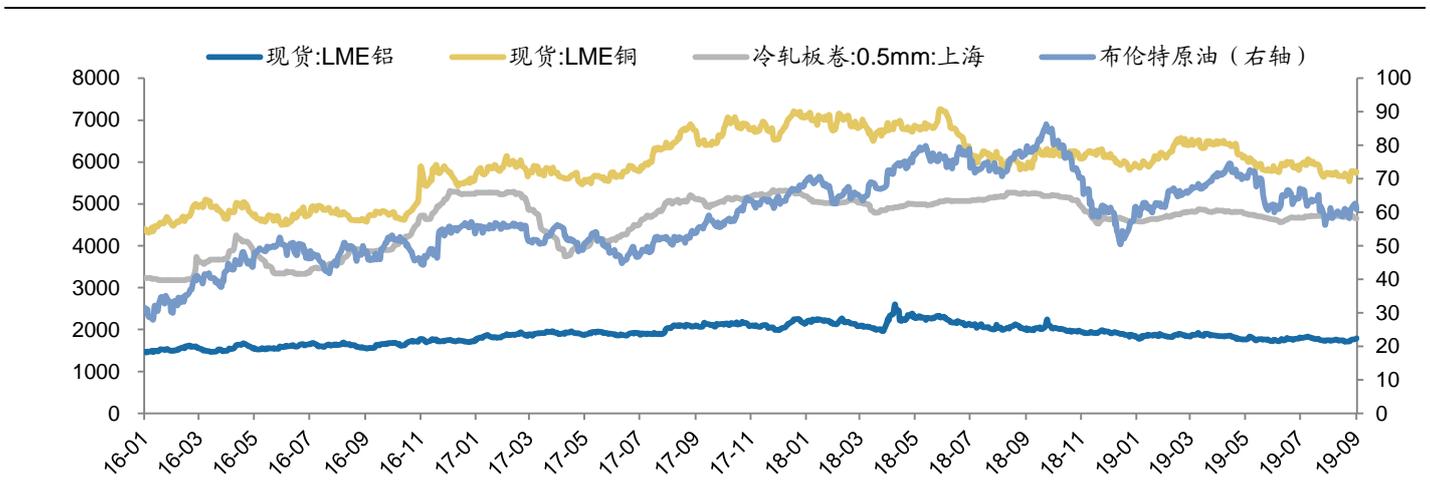
图 25: 人民币自 2019 年 9 月至今略有贬值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五. 原材料价格情况

图 26: 白电原材料价格 9 月至今同比略有下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 钢铁价格回落



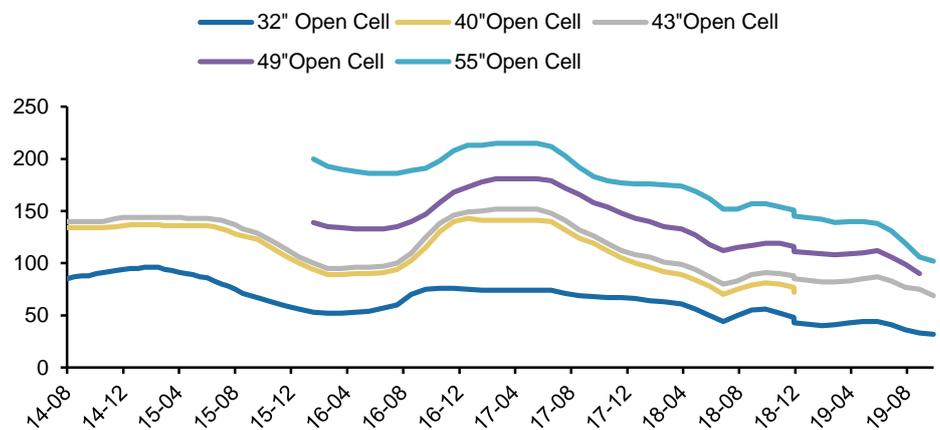
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 塑料价格回落



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 液晶电视面板价格(美元/片): 持续下滑



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

六. 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：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。