

## 家用电器行业

前瞻三季报业绩，继续配置白电龙头，关注厨电龙头

### 核心观点：

● **投资建议：景气底部仍增长稳健，继续配置白电龙头、关注厨电龙头**  
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电龙头：**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**。

#### ● 本周重点报告回顾

➢ **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**

#### ● 一周行情回顾（2019.10.08-2019.10.11）

沪深300指数本周涨幅为2.5%，家电板块表现处于全行业中上游水平，上涨2.9%，其中白电指数上涨2.8%，视听器材指数上涨4.4%。

● **2019W40（2019.9.30-2019.10.06）白电厨电主要品类线上线下数据**  
空调：线下销量YoY-17.2%（环比-20.5pct），线上销量YoY+15.6%（环比+33.0pct）。

冰箱：线下销量YoY-8.3%（环比-13.8pct），线上销量YoY+20.4%（环比+8.4pct）。

洗衣机：线下销量YoY-18.7%（环比-12.9pct），线上销量YoY+11.3%（环比-3.6pct）。

油烟机：线下销量YoY-18.2%（环比-30.4pct），线上销量YoY+37.4%（环比-3.3pct）。

#### ● 行业回顾

##### 行业动态：

➢ **冷暖产业链17个核心品类8月月评：整体产业链基本保持平稳增长，出口表现总体好于内销**

➢ **产业在线2019年8月空调阀与电机市场点评**

##### 公司动态：

➢ **格力电器18名高管成立合伙公司，董明珠领衔，新老团队形成利益共同体**

➢ **美的IoT开发者平台发布上线 生态开放共赢未来**

➢ **小米米家发布四款新冰箱 推3年整机质保**

● **原材料价格及汇率变动跟踪：**本周铜、铝、原油价格上涨，冷轧板卷价格持平；9月面板价格继续下探；本周汇率略有升值。

#### ● 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。

持有

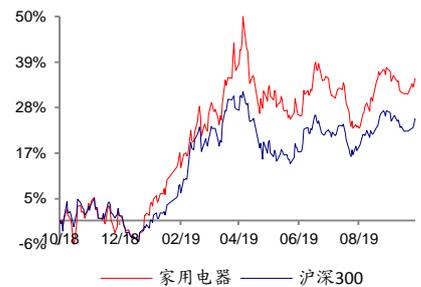
前次评级

持有

报告日期

2019-10-13

### 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:2019年三季报 2019-10-10

业绩前瞻：景气底部仍有稳健增长，环比改善为期不远

家用电器行业:冰洗内销出货 2019-09-29

环比改善，继续推荐龙头

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<br>收盘价 | 最近<br>报告日期 | 评级 | 合理价值<br>(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 | 58.57     | 2019/8/31  | 买入 | 61.22         | 4.71   | 5.27  | 12.44 | 11.11 | 6.83         | 5.70  | 26.03  | 24.80 |
| 海尔智家 | 600690.SH | 人民币 | 15.77     | 2019/8/30  | 买入 | 20.00         | 1.25   | 1.37  | 12.64 | 11.49 | 8.36         | 6.27  | 17.06  | 15.80 |
| 美的集团 | 000333.SZ | 人民币 | 52.92     | 2019/8/31  | 买入 | 64.79         | 3.41   | 3.75  | 15.50 | 14.11 | 11.53        | 9.61  | 24.17  | 23.34 |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中收盘价为 2019/10/11 收盘价

## 目录索引

|  |    |
|--|----|
| 投资建议：景气底部仍增长稳健，继续配置白电龙头、关注厨电龙头 .....                   | 5  |
| 一周行情回顾（2019.10.08-2019.10.11） .....                    | 7  |
| 2019W40（2019.9.30-2019.10.06）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  |
| 行业动态：冷暖产业链 17 个核心品类 8 月月评；8 月空调阀与电机市场 .....            | 9  |
| 公司动态：格力电器 18 名高管成立合伙公司；美的 LOT 开发者平台；小米发布冰箱。<br>.....   | 10 |
| 原材料价格及汇率变动跟踪 .....                                     | 16 |
| 本周重点报告回顾 .....   | 17 |
| 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 .....                | 17 |
| 风险提示 .....   | 18 |

## 图表索引

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 本周家电板块表现好于沪深 300 指数且处于行业中上游 .....                                    | 7  |
| 图 2: 2019W40 (2019.9.30-2019.10.06) 单周销量同比数据: 线下销量同比下降, 线上销量同比上升 .....    | 7  |
| 图 3: 2019W40 (2019.9.30-2019.10.06) 单周线上线下均价 .....                        | 8  |
| 图 4: 2019W40 (2019.9.30-2019.10.06) 单周线上线下均价同比: 仅洗衣机线下均价同比上涨 .....        | 8  |
| 图 5: 2019W1-W40 (2019.1.01-2019.10.06) 累计销量同比数据: 线上优于线下 .....             | 8  |
| 图 6: 2019W1-W40 (2019.1.01-2019.10.06) 累计线上线下均价: 空调线上线下价差最小 .....         | 8  |
| 图 7: 2019W1-W40 (2019.1.01-2019.10.06) 累计线上线下均价同比: 空调油烟机线上线下价格均承压 .....   | 8  |
| 图 8: 冷暖产业链核心品类 2019 年 8 月内销同比增速 .....                                     | 9  |
| 图 9: 冷暖产业链核心品类 2019 年 8 月外销同比增速 .....                                     | 9  |
| 图 10: LME 铜价格 (美元/吨) 本周上涨 1.3% .....                                      | 16 |
| 图 11: LME 铝价格 (美元/吨) 本周上涨 2.4% .....                                      | 16 |
| 图 12: 冷轧卷板价格 (人民币元/吨) 本周持平 .....  | 16 |
| 图 13: 布伦特原油期货价格 (美元/桶) 本周上涨 2.4% .....                                    | 16 |
| 图 14: 面板价格: 截至 2019 年 9 月, 主要尺寸面板价格 (美元/片) 继续低位深度下探 .....                 | 17 |
| 图 15: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率升值 (本周末 1 美元=7.1246 人民币, 上周末 1 美元=7.1381 人民币) ..... | 17 |
| <br>  |    |
| 表 1: 覆盖核心公司三季报收入、利润预测 .....   | 5  |
| 表 2: 覆盖公司盈利预测及估值 .....  | 6  |
| 表 3: 本周家电指数高于市场 0.3 个百分点 .....  | 7  |

## 投资建议：景气底部仍增长稳健，继续配置白电龙头、 关注厨电龙头

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。

本周我们发布了家电行业2019年三季报业绩前瞻，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。

表 1：覆盖核心公司三季报收入、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%       |
| 厨电  | 002705.SZ | 新宝股份 | 40.4    | 26.6     | 67.1       | 7%       | 7%       | 7%         | 1.5        | 2.7      | 4.3        | 59%         | 25%      | 35%        |
|     | 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

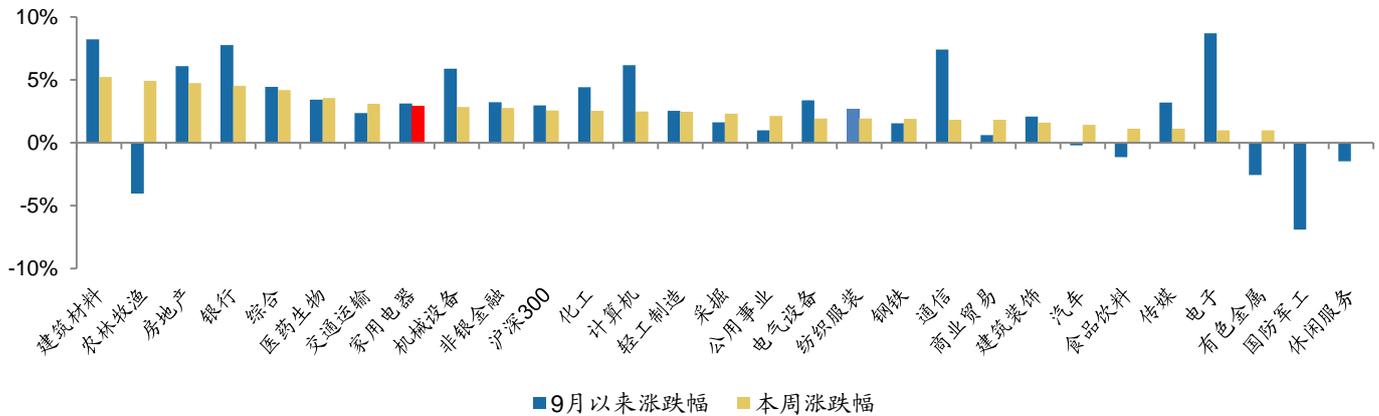
| 公司代码      | 公司简称 | 评级 | 股价<br>2019/10/11 | 货币  | EPS  |      |      | 净利润增速 |      |     | PE   |      |
|-----------|------|----|------------------|-----|------|------|------|-------|------|-----|------|------|
|           |      |    |                  |     | 18A  | 19E  | 20E  | 18A   | 19E  | 20E | 19E  | 20E  |
| 000651.SZ | 格力电器 | 买入 | 58.57            | 人民币 | 4.36 | 4.71 | 5.27 | 17%   | 8%   | 12% | 12.4 | 11.1 |
| 600690.SH | 海尔智家 | 买入 | 15.77            | 人民币 | 1.17 | 1.25 | 1.37 | 8%    | 7%   | 10% | 12.6 | 11.5 |
| 000333.SZ | 美的集团 | 买入 | 52.92            | 人民币 | 3.04 | 3.41 | 3.75 | 17%   | 17%  | 10% | 15.5 | 14.1 |
| 002508.SZ | 老板电器 | 增持 | 28.25            | 人民币 | 1.55 | 1.64 | 1.80 | 1%    | 5%   | 10% | 17.3 | 15.7 |
| 002035.SZ | 华帝股份 | 增持 | 10.37            | 人民币 | 0.77 | 0.89 | 1.01 | 33%   | 15%  | 14% | 11.7 | 10.3 |
| 002242.SZ | 九阳股份 | 买入 | 20.79            | 人民币 | 0.98 | 1.08 | 1.23 | 9%    | 10%  | 14% | 19.2 | 16.9 |
| 002032.SZ | 苏泊尔  | 买入 | 73.31            | 人民币 | 2.03 | 2.35 | 2.70 | 26%   | 15%  | 15% | 31.3 | 27.2 |
| 002050.SZ | 三花智控 | 买入 | 13.20            | 人民币 | 0.61 | 0.50 | 0.56 | 5%    | 6%   | 14% | 26.6 | 23.4 |
| 603868.SH | 飞科电器 | 增持 | 35.72            | 人民币 | 1.94 | 1.94 | 2.06 | 1%    | 0%   | 6%  | 18.4 | 17.4 |
| 000921.SZ | 海信家电 | 增持 | 11.69            | 人民币 | 1.01 | 1.14 | 1.24 | -32%  | 13%  | 9%  | 10.3 | 9.4  |
| 00921.HK  | 海信家电 | 增持 | 7.55             | 港币  | 1.11 | 1.25 | 1.37 | -32%  | 13%  | 9%  | 6.0  | 5.5  |
| 002705.SZ | 新宝股份 | 增持 | 13.28            | 人民币 | 0.62 | 0.80 | 0.91 | 23%   | 22%  | 13% | 16.6 | 14.6 |
| 002677.SZ | 浙江美大 | 增持 | 13.72            | 人民币 | 0.58 | 0.70 | 0.81 | 24%   | 20%  | 15% | 19.6 | 17.0 |
| 603579.SH | 荣泰健康 | 增持 | 26.14            | 人民币 | 1.78 | 1.84 | 1.86 | 15%   | 3%   | 1%  | 14.2 | 14.1 |
| 603355.SH | 莱克电气 | 增持 | 21.99            | 人民币 | 1.05 | 1.20 | 1.33 | 16%   | 14%  | 11% | 18.4 | 16.6 |
| 600060.SH | 海信电器 | 增持 | 8.69             | 人民币 | 0.30 | 0.24 | 0.30 | -59%  | -21% | 27% | 36.7 | 28.9 |
| 002615.SZ | 哈尔斯  | 增持 | 5.67             | 人民币 | 0.24 | 0.31 | 0.37 | -10%  | 28%  | 18% | 18.3 | 15.5 |
| 002429.SZ | 兆驰股份 | 增持 | 2.88             | 人民币 | 0.10 | 0.13 | 0.14 | -26%  | 28%  | 10% | 22.9 | 20.8 |
| 603515.SH | 欧普照明 | 增持 | 26.21            | 人民币 | 1.19 | 1.30 | 1.46 | 32%   | 9%   | 12% | 20.2 | 18.0 |
| 002403.SZ | 爱仕达  | 增持 | 8.69             | 人民币 | 0.42 | 0.43 | 0.47 | -14%  | 1%   | 11% | 20.4 | 18.3 |
| 603486.SH | 科沃斯  | 持有 | 22.11            | 人民币 | 1.21 | 0.85 | 0.97 | 29%   | -2%  | 15% | 26.1 | 22.7 |
| 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: 盈利预测均为广发家电组预测。海信家电H股EPS由人民币转换成港币所得, 汇率取2019.10.10收盘价: 1港币=0.9069人民币。

## 一周行情回顾（2019.10.08-2019.10.11）

图 1：本周家电板块表现好于沪深 300 指数且处于行业中上游



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 3：本周家电指数高于市场 0.3 个百分点

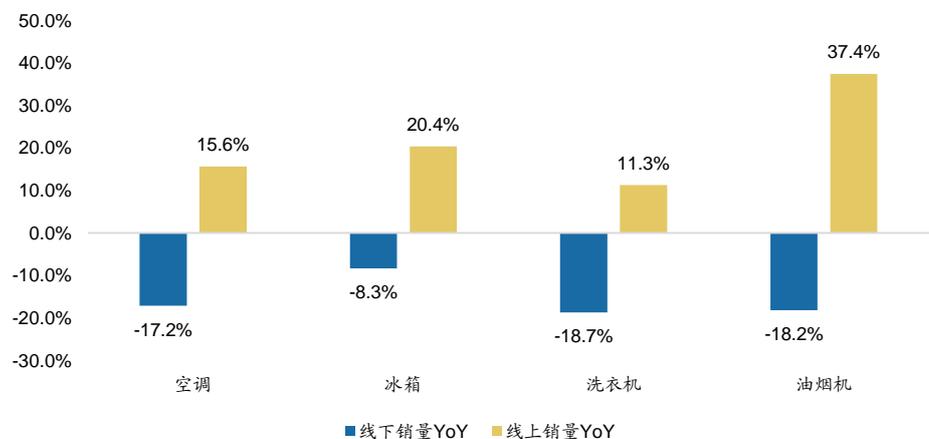
|          | 本周涨跌幅 | 本周跑赢市场（百分点） | 9 月以来涨跌幅 |
|----------|-------|-------------|----------|
| 沪深 300   | 2.5%  |             | 3.0%     |
| 家用电器     | 2.9%  | 0.3         | 3.1%     |
| 视听器材（申万） | 4.4%  | 1.9         | 4.3%     |
| 白色家电（申万） | 2.8%  | 0.3         | 3.0%     |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 2019W40（2019.9.30-2019.10.06）行业主要品类线上线下单周及累计数据回顾

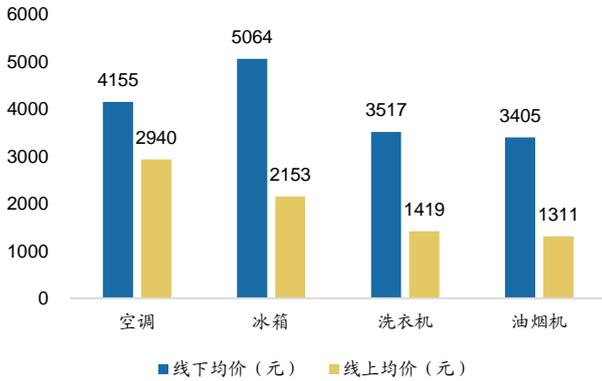
### 线上线下单周及累计数据回顾

图 2：2019W40（2019.9.30-2019.10.06）单周销量同比数据：线下销量同比下降，线上销量同比上升



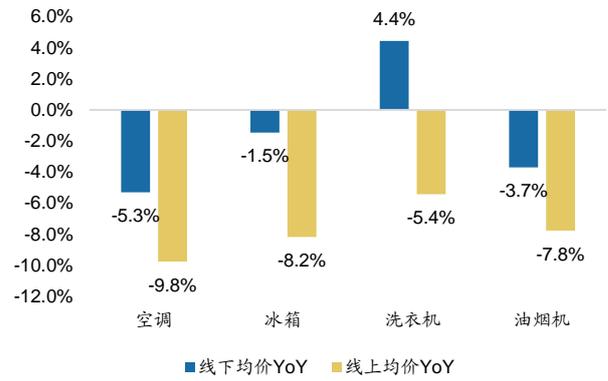
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 3: 2019W40 (2019.9.30-2019.10.06) 单周线上线下均价



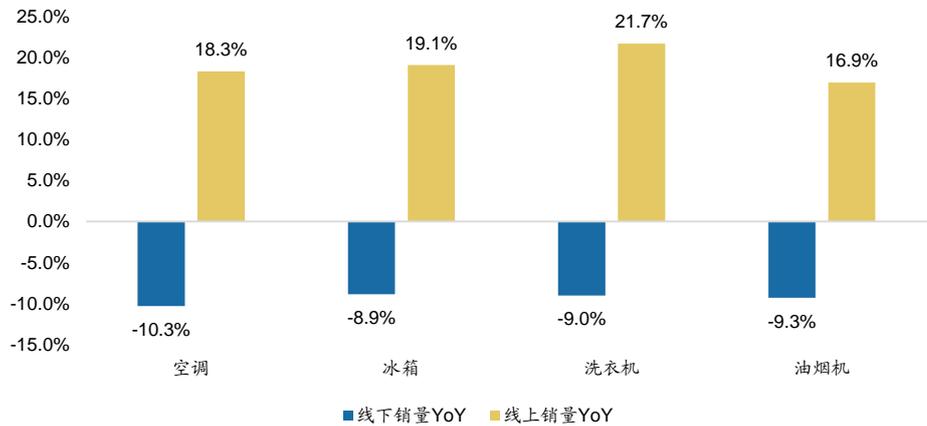
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 4: 2019W40 (2019.9.30-2019.10.06) 单周线上线下均价同比: 仅洗衣机线下均价同比上涨



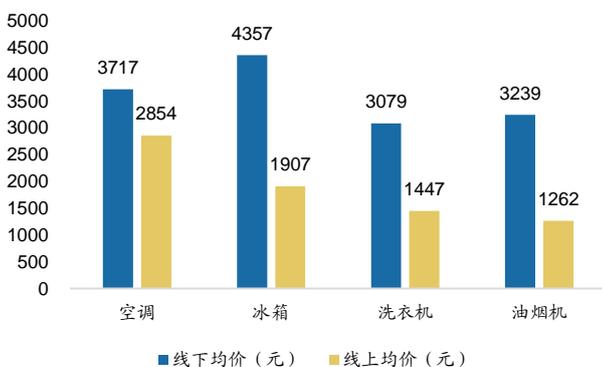
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 5: 2019W1-W40 (2019.1.01-2019.10.06) 累计销量同比数据: 线上优于线下



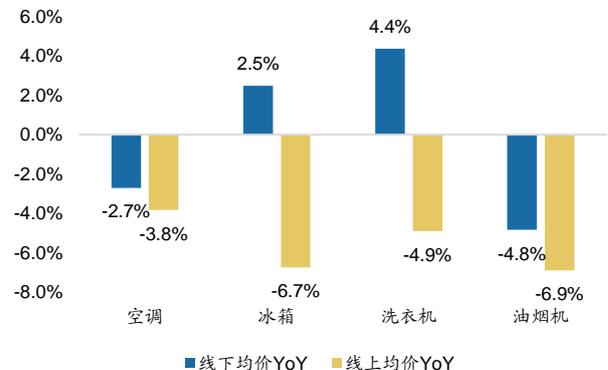
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 6: 2019W1-W40 (2019.1.01-2019.10.06) 累计线上线均价: 空调线上线均价差最小



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 7: 2019W1-W40 (2019.1.01-2019.10.06) 累计线上线均价同比: 空调油烟机线上线价格均承压



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：冷暖产业链 17 个核心品类 8 月月评；8 月空调阀与电机市场

- 冷暖产业链 17 个核心品类 8 月月评：整体产业链基本保持平稳增长，出口表现总体好于内销

细分内外销市场来看，内销方面，壁挂炉、全封活塞压缩机表现相对良好。8 月燃气壁挂炉内销量同比增长 20.2%，内销量进一步激增，更多归功于“煤改气”项目逐渐进入集中出货期阶段。全封活塞压缩机市场内销方面需求有所增长，8 月冰箱冷柜整机生产增幅 7% 左右。外销市场，产业链整体表现相对较好，空气源热泵、陈列柜、多联机等表现较为突出。8 月空气源热泵出口市场继续保持良好增长，企业在出口市场的表现越来越好，出口企业逐渐增多，但出口产品单价逐渐走低。陈列柜 8 月份出口表现不俗，同比增长高达 49%，实现了三个月连续增长。多联机出口规模也实现了迅速增长，同比增速达 13.6%。

图 8：冷暖产业链核心品类 2019 年 8 月内销同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：冷暖产业链核心品类 2019 年 8 月外销同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(新闻来源：产业在线)

## ➤ 产业在线 2019 年 8 月空调阀与电机市场点评

### 空调阀：购销两淡 弱势运行为主

据产业在线监测数据显示：2019年8月，空调截止阀内销1953万只，环比下滑13.2%，同比上涨12.2%；财年内销量为19481万只，同比增长4.5%；冷年累计内销量为1953万只，同比增长12.2%。空调四通阀内销852万只，环比下滑16.4%，同比增长12.4%；财年内销量为8917万只，同比上涨1.8%；冷年累计内销量为852万只，同比增长12.4%。空调电子膨胀阀内销429.6万只，环比下滑6.3%，同比增长13.4%；财年内销量为4035.3万只，同比上涨6.9%；冷年累计内销量为429.6万只，同比上涨13.4%。

2019年8月，空调阀件内销市场销售环比续跌，同比小幅增长，呈同升环降趋势。从下游市场来看，随着淡季市场的深入，8月产销环比继续小幅下滑，加之大量的市场库存导致生产需求缩减。从9月下游排产数据来看，家用空调行业排产945万台，较去年同期生产实绩增长4.3%，环比8月实际生产有7%的下滑。从上游阀件市场来看，本月同比增长，主要是受到去年下半年整体市场开始弱势运行，整个产销谨慎，所以同期基数较低，导致本月阀件同比均增，但从近月整个阀件市场的发展趋势来看，市场需求购销两淡，出货已经连续5个月下滑，空调上下游产业弱势运行为主。后市来看，空调阀件市场短时间内仍面临下跌。

### 空调电机：新冷年弱势开盘

根据产业在线监测数据显示：2019年8月中国空调电机行业总产销量为2404.9万台，同比增长2.4%，环比下滑16.5%；2019年财年累计销量25914.6万台，同比下滑1.3%；2020冷年累计2404.9万台，同比增长2.4%。

内销市场：8月空调电机内销出货量1963.4万台，环比下滑18.4%，同比微增2.7%。8月新冷年开盘，空调电机内销市场产销环比大幅下滑，同比微增。总体市场来看，下调整机市场受今年以来“旺季不旺”的态势影响，导致库存始终处于相对高点，虽然生产端本月同比仍有4%的微幅增长，但主要是受2019冷年市场开始，整个市场步入下滑趋势，导致同期基数较低所致。而上游空调电机企业发展趋势基本与需求市场一直，在较低的基数上本月同比微增，但巨大的库存压力使得需求市场控产严重，对电机采购订单不断减少。后市来看，需求端市场在库存重压下，必将实行控产促销战略，对电机实际采购量将持续减弱，整个行业在无明显利好提振下，将继续低迷运行。

出口市场：本月空调电机出口量为441.5万台，同比增长0.8%，环比下滑6.5%。今年以来出口市场在相对较低的基础上，同比始终保持正增，但随着出口淡季的不断深入，环比始终呈小幅下探趋势，预计9月出口市场仍将弱势运行。

（新闻来源：产业在线）

### 公司动态：格力电器 18 名高管成立合伙公司；美的 IoT 开发者平台；小米发布冰箱

#### ➤ 格力电器 18 名高管成立合伙公司，董明珠领衔，新老团队形成利益共同体

在高瓴资本与厚朴投资竞逐格力电器（000651.SZ）控制权的关键时刻，董明珠领衔格力电器高管层近日首次设立合伙制的投资管理公司，格力电器“十八罗汉”

的核心团队也随之正式浮出水面。新公司将在格力电器推进“混改”过程中，成为新的变量。

第一财经记者发现，这家新公司名为**珠海格臻投资管理合伙企业（有限合伙）（下称格臻投资）**，跟高瓴资本、厚朴投资旗下分别参与本次格力电器15%股权竞购的企业——珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）（下称明骏投资）、格物厚德股权投资（珠海）合伙企业（有限合伙）（下称格物厚德），注册地点一样，均是珠海市横琴新区宝华路6号105室。

格臻投资的18个股东大多是格力电器总裁助理以上的核心高管层，他们在格力电器迅速扩张的业务版图中扮演重要角色。可以说，谁握住了这批人，谁就握住了格力电器的命脉和核心资源。下一步，格臻投资与明骏投资或者格物厚德之间，会发生什么关系，引人遐想。

### 格力电器“混改”新变量

第一财经记者从天眼查看到，格臻投资成立于2019年9月26日，经营范围是投资管理、股权投资、投资咨询。

在股东名单中，董明珠认缴12.1万元，控股新公司95.2%；王凯认缴1200元，参股0.94%；黄辉认缴1000元，参股0.79%；庄培认缴800元，参股0.63%；谭建明认缴700元，参股0.55%；望靖东、赵志伟、胡余生分别认缴300元及参股0.24%；方祥建、张辉、刘华、胡文丰、文辉分别认缴200元及参股0.16%；谢东波、陈伟才、李绍斌、夏光辉、张龙分别认缴100元及参股0.08%。

格力电器董事长兼总裁董明珠在“十八罗汉”中犹如一位女王，统领着后面17位男子汉。不过，与以往大多数场合由董明珠发言“镇场”相比，新公司首次以资本为纽带，呈现格力电器高管层“老中青结合”的团队力量。

一位接近格力的业内人士向第一财经记者分析说，由于格力集团公开转让所持格力电器15%股权已公布了两个分别具有厚朴投资和高瓴资本背景的竞标意向受让方，因此格力电器管理层设立的新公司成为格力电器控制方的可能性不大。“董明珠把中高层捆绑在她身上，这是未来与格力电器新的大股东博弈的一张牌。”

但是，从格臻投资与明骏投资、格物厚德在同一注册地来看，格力电器高管的合伙企业与高瓴资本或者厚朴投资旗下的合伙企业之间，会不会有合作关系？如果格臻投资今后成为明骏投资或者格物厚德的合伙方之一，那么以董明珠为首的高管团队即使没有成为格力电器的控制方，是否也可以在混改中增加对格力电器的持股比例和话语权呢？

对此，大成律师事务所合伙人律师张飞鹏向第一财经记者表示，珠海有虚拟注册地，多家投资公司在同一注册地，不能说明什么。

另一位业内人士认为，管理层“捆绑”，可能是为下一步的管理层激励。从新公司股权比例看，股权比例与他们现在在格力电器的职位和收入不完全一致，可能存在不同意见。

### “十八罗汉”背后产业链

格臻投资的成立，不仅是格力电器“混改”的一个新变量，而且首次让格力电器18人组成的核心管理团队浮出水面。第一财经记者通过搜索天眼查的数据库，还顺藤摸瓜，发现格力电器“十八罗汉”背后的产业链正在快速扩张，他们担任要职

的新公司近年大量涌现。

作为格力电器的领军人，董明珠持有四家企业的股权。她在格力电器持有4448.85万股、0.74%股权；她控股格臻投资95.2%，并在珠海喜马明珠新媒体有限公司（负责董明珠自媒体运营）持股42%；她还在银隆新能源股份有限公司（下称银隆）持股17.46%，是银隆的第二大股东。

格臻投资的第二大股东王凯，是格力电器总裁助理。他曾在今年7月格力电器冠名赞助“超幼杯”的仪式上，代表格力电器签约并讲话。目前，王凯分管格力电器的安全工作。

而格臻投资中的第三、第四、第五及并列第六大股东黄辉、庄培、谭建明、望靖东，都已经是外界熟悉的格力电器高管。黄辉是格力电器的董事、执行总裁，庄培是格力电器分管生产的副总裁，谭建明是格力电器分管研发的副总裁兼总工程师，望靖东是格力电器的董事、副总裁、财务负责人和董事会秘书。

庄培之前已担任多家公司的董事长兼法人，这些公司包括格力暖通制冷设备（武汉）有限公司、格力电器（重庆）有限公司、格力电器（成都）有限公司、珠海格力大金精密模具有限公司、格力电器（杭州）有限公司、格力大松（宿迁）生活电器有限公司、格力大松生活电器有限公司等。

第一财经记者发现，今年庄培担任董事长兼法人的新公司明显增多，意味着格力电器今年加快完善在全国的白电生产和供应链布局。2019年3月，格力物资供应（合肥）有限公司、格力物资供应（武汉）有限公司、格力物资供应（重庆）有限公司、格力物资供应（郑州）有限公司成立，格力电器（洛阳）洗衣机有限公司也在当月成立；2019年7月，珠海格力绿色再生资源有限公司设立。

谭建明担任董事长兼法人的公司则有格力电器（南京）有限公司、珠海格力绿控科技（下称格力绿控）有限公司。作为谭建明的副手，格力电器总裁助理、副总工程师刘华，在格力绿控任董事兼经理，该公司2018年9月成立。而2019年7月，格力绿控曾发布格力智慧幼儿园整体解决方案，该公司正在发展格力智能楼宇管理平台。

望靖东在两家公司担任法定代表人，包括珠海横琴格力华钛能源发展有限公司（下称华钛能源）、珠海格力能源环境技术有限公司（下称格力能源）。华钛能源2019年8月成立，涉及新能源、节能、电力等业务，包括新能源发电项目、太阳能发电及新能源产品生产制造、户用储能及充电桩制造等。华钛能源由格力能源控股51%，由华泰慧能（北京）能源技术有限公司参股25%，银隆参股24%。

2019年8月，格力电器还设立了国创能源互联网创新中心（广东）有限公司，由董明珠任董事长，赵志刚任董事总经理，谭建明任董事。该公司主要发展局域能源互联网，由格力电器控股75%，株洲中车参股8%，浙江三花参股5%，东莞中睿智能设备有限公司参股5%，银隆参股5%，南京国臣直流配电科技有限公司参股2%。可见，格力电器正积极发展太阳能等新能源业务、家庭储能技术及局域能源互联网，相关子公司多数有银隆参股，银隆成为格力电器涉足新能源领域的“拐棍”。

### 新老团队利益共同体

格臻投资的股东中，除了资深高管，还有大批新生代的格力电器高管，他们大部分是格力电器总裁助理，成为董明珠和公司在某方面的得力助手，还有的是格力

电器重要业务或部门的负责人。

赵志伟是格力电器总裁助理兼质量控制部部长，分管精密装备业务。他担任法定代表人的公司包括格力（武安）精密装备制造有限公司、芜湖格力精密制造有限公司，这两家公司分别成立于2017年、2014年。前者由格力电器控股70%，河北新峰精密装备制造有限公司参股30%；后者是格力电器全资子公司。赵志伟还在格力机器人有限公司任董事。

胡余生是格力电器总工程师助理、空调设备及系统运行节能国家重点实验室副主任，该实验室藏有格力的“秘密武器”，他曾代表格力电器介绍磁悬浮技术在大型中央空调中的研究及应用。

方祥建是助理总裁，分管质量。张辉、刘华、胡文丰均是格力电器总裁助理，依次分管技术、研发（如前所述，刘华还是副总工程师）、销售。其中，胡文丰还是合肥晶弘电器有限公司的董事长兼法人，该公司负责格力的晶弘冰箱业务，2018年被格力电器收购入上市公司。胡文丰还在格力电器（洛阳）洗衣机有限公司、珠海格力运输有限公司、珠海横琴格力商业保理有限公司担任董事。

文辉也是格力电器总裁助理，分管智能制造。他担任董事长兼法人的公司有凌达压缩机、格力电工、凯邦电机、新元电子、格力智能装备技术研究院、格力精密模具、格力机器人有限公司、格力智能装备、格力数控机床、格力荣誉铜业、广东国创智能科技有限公司等。从他任职的公司看，格力电器今年在智能制造领域加快扩张，2019年2月设立格力精密模具（安吉）有限公司，3月设立湖州凌达压缩机有限公司、广东国创智能科技有限公司、格力荣誉铜业（南京）有限公司。

谢东波是珠海格力大金精密模具有限公司的法人，该公司成立于2009年，由格力电器控股51%，大金工业株式会社参股49%，业务主要是模具以及成型品的开发、生产、销售、售后服务；他目前分管格力电器的海外业务。

陈伟才是原格力电器副总裁，任期满离职。他曾分管人力资源，现为珠海格力运输有限公司的法定代表人兼董事长。有公安系统任职背景的他，被视为保障格力庞大物流运输系统顺利运转的理想人选。

李绍斌任珠海零边界集成电路有限公司、珠海联云科技有限公司的董事兼经理，这两家格力电器全资子公司均成立于2018年下半年，分别从事集成电路设计、工业互联网平台软件开发和销售业务。

夏光辉是格力电器总裁助理，去年7月曾出席由中国家用电器标准与技术产业联盟主办、格力电器承办的《房间空气调节器安全使用年限》联盟标准发布会，他目前分管家用空调和出口空调的技术。而张龙是格力电器总裁助理、总工程师助理，他曾是格力电器标准管理部部长，现分管标准和知识产权。

10多位格力电器管理层的“少壮派”，随着格臻投资公司的成立，与格力电器的资深高管结成利益共同体。在这次格力电器的混改中，珠海国资委希望核心管理层保持稳定，格力电器管理层的老团队利益捆绑之后，即使董明珠退休、年轻人上位，仍能使大家的利益一致，她作为重要股东还有发言权，这将有利于格力电器未来交接班的平稳过度。

（新闻来源：第一财经）

## ➤ 美的 IoT 开发者平台发布上线 生态开放共赢未来

2019年10月10日，围绕美的集团科技月“开放突破，体验领先”主题，美的IoT公司举办了AIoT创新成果发布会，发布了多项行业领先的智能家居创新技术，其中就包括了自主研发搭建的IoT开发者平台。

美的IoT公司近年来致力于深度布局智能家居领域，不断推出引领行业的智能技术，应用到包括生态拓展、大数据运营、智能产品赋能及云平台服务在内的核心业务中。此番发布的开发者平台其所具有的开放属性对生态拓展的实现极具价值。同时，开发者平台所提供的一揽子解决方案是企业间IoT应用的“纽带”，可帮助合作伙伴低成本实现智能化，加速智能产品在家庭空间的成熟可用，让千万家庭体验到智能家居生活的美好。

### 践行平台智能化 生态开放更便捷、高效、安全

美的“IoT开发者平台”最大特性是基于美的M-Smart协议下的开放性，既能更好的为入口型、产品型、服务型、技术型等外部伙伴实现创新合作的科技赋能；又能通过共建生态、共享资源、开放系统，为用户提供全智能的价值服务和便捷体验。最终达成美的“全面开放生态共赢，共建家居生态圈”的目标。

这些优势集中体现为开发者平台的便捷高效及安全性，具体来看：

首先，在物联网通信模组方面，美的拥有成熟生产供应链，足以打造业界低成本高效能的物联网家电通信模组。同时，美的IoT模组可支持多种协议，且获得SRRC等相关认证；

其次，美的IoT已经建立起全球分布式部署的高并发、高可用物联网云平台。该平台已支持了美的集团各事业部数以千万的设备激活及用户连接，可为合作伙伴提供完善的运维SLA保障；

再次，通过美居App，平台支持Android/iOS/小程序多入口，减少了应用商店审核、发布的繁琐流程。同时，平台开放生态属性可支持京东、阿里等智能渠道对接、智能音箱平台对接、智慧屏、车联网等新兴行业对接，更具包容开放性；

最后，美的IoT开发者平台还展示了完善的大数据分析系统。该系统已积累超过6500亿条数据记录，同时平台已通过ISO27001信息安全管理认证，符合GDPR相关规范，无论是数据加密，还是配置及服务都更加安全。

### 打造开放式平台 赋能生态从业者共建繁荣

随着AI和5G技术不断突破，越来越多企业加入到智能家居浪潮中，但智能家居场景痛点仍未完全解决。不同的操控终端和家电如何统一通信标准，如何实现智能化生态的互通？美的IoT发布的开发者平台，打通了连接中的障碍与壁垒，让不同合作伙伴的智能产品在技术开发层面，能共享一个统一、成熟、高效的平台，最终实现“智能+”。

今年以来，美的IoT已在智能家居领域全面开放生态圈，与亚马逊、阿里、腾讯、华为、百度、OPPO、vivo、创维、公牛等企业开展互联互通的物联网合作，实现云云对接，打破智能家居连接壁垒。

对于这些合作伙伴而言，美的IoT开发者平台的存在无异于技术加持的一次赋能：不仅享受完善的一站式接入平台，能快速、低成本实现产品智能化开发及量产运营，

还被提供了丰富的家庭场景及设备联动能力，从而能引入更多有价值的场景化服务，并且这些生态从业者还能借助美的所提供的用户精准画像开展智能化企划与用户运营，并能共享美的强大的供应链和渠道资源。此举对于打破不同品牌和服务供应商之间数据传递的孤岛效应，打通商业模式闭环，共建繁荣的家居生态圈，具有重要意义。

放眼潜力巨大的智能家居蓝海，美的开发者平台的全新推出，消除了行业生态从业者对于数据传递、互通过程中安全性、隐私性和保密性诸多因素的担忧，为其提供了更简单、更安全、也更便捷的一站式智慧解决方案。谈及未来，美的IoT公司首席技术官奉飞表示，“美的IoT开发者平台将不断拓展新的开发者合作模式，提供更丰富的开发工具、生态内容及智能化场景服务，旨在打造无界智慧生活。”

（新闻来源：国家电网）

### ➤ 小米米家发布四款新冰箱 推3年整机质保

小米宣布进军冰箱领域，补齐小米大家电战略的重要一环。小米此次发布四款冰箱新品：**米家风冷十字四门冰箱486L、风冷对开门冰箱483L、风冷三门冰箱210L和两门冰箱160L**，基本完成对不同的尺寸、容积和价位的全面覆盖。四款冰箱均采用钛空灰外观，前三款为风冷无霜冰箱，除了风冷以外，四款冰箱设计上也注重节能静音和精准控温。米家风冷十字四门冰箱还接入小爱同学语音控制和米家APP，方便用户调整冰箱设置和管理食材。

#### 冰箱新品定价厚道极具性价比

米家冰箱与目前市面上价位高端的风冷冰箱相比具有极高的性价比优势。米家风冷十字四门冰箱**486L**首发价**2999元**，正式售价为**3299元**，米家风冷对开门冰箱**483L**首发价**1999元**（限**10.15**开售当天），正式售价为**2499元**，米家风冷三门冰箱**210L**首发价**1599元**，正式售价为**1699元**，米家两门冰箱**160L**首发价仅**999元**，正式售价为**1099元**。四款冰箱于10月11日上午10点在小米商城、小米有品、天猫、小米之家上线，10月15日上午10点同步首卖。

#### 补齐大家电战略重要一环，引领风冷无霜冰箱普及浪潮

进军冰箱领域是小米大家电战略的重要一环，是推进“手机+AIoT”双引擎战略的重要一步。风冷冰箱本身技术比较成熟，市场认知度在慢慢增加，很多使用传统直冷冰箱的家庭具有升级换代需求。相比于直冷冰箱，风冷冰箱最大的优点是无霜，避免结霜需要手动除冰的难题，但高品质风冷冰箱一般处于中高端价位。米家冰箱立足高端产品大众化，将普及风冷无霜作为重要突破点。

在这次发布的四款冰箱中，米家风冷十字四门冰箱、米家风冷对开门冰箱、米家风冷三门冰箱均采用风冷技术，蒸发器自动化霜，食物不易粘连。整体内舱均匀出风，避免食材被直吹。价格方面，以风冷对开门冰箱为例，市面上相近配置和容积的冰箱产品普遍价格在3000元上下，国外品牌甚至定价在5000元以上，而米家风冷对开门冰箱首发价仅1999元。

#### 节能静音功能与售后超长质保诚意满满

在节能静音方面，四款冰箱均能保持39dB低噪声运行，十字四门冰箱和对开门冰箱均为新国标能效2级，日常耗电量分别为1.05 kWh/24h和0.99 kWh/24h，三门冰箱和两门冰箱则为新国标能效3级，日常耗电量分别为0.78 kWh/24h和0.58

kWh/24h。此外，三款米家风冷冰箱还都配备自动恒温校准功能，通过内置的4枚感知温探头，检测环境温度变化自动匹配合适温度，无需手动调温。售后方面，小米对所有米家冰箱型号2019年购买用户提供3年整机超长质保，远超1年整机质保的行业标准。

### 智能互联，支持小爱语音控制、米家APP操控

作为米家冰箱中的旗舰款，米家风冷十字四门冰箱支持小爱同学语音控制和米家APP等多种智能操控方式。除了冰箱自带的智能控制面板，用户也能轻松通过小爱调整冰箱的温度和制冷模式，实现好冰感、好口感。出门在外时，用户还可以用米家APP查看冰箱各室的实时温度，调节冰箱温度，或是一键开启假日模式，更为节能省电。

(新闻来源：艾肯家电网)

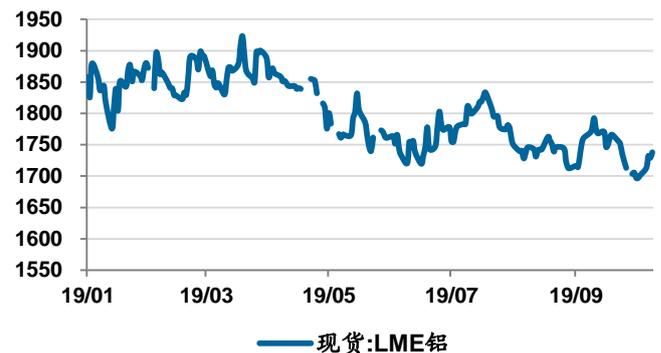
## 原材料价格及汇率变动跟踪

图10: LME铜价格(美元/吨)本周上涨1.3%



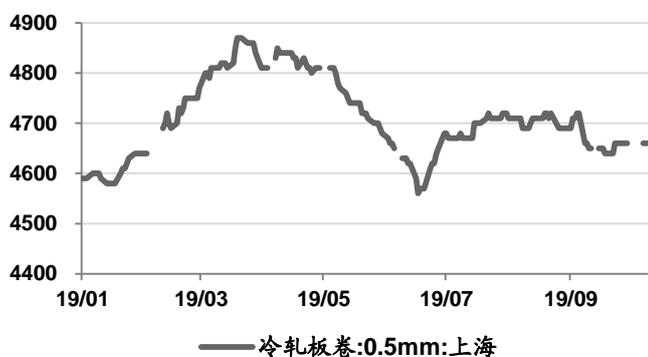
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心  
注: 本周指 2019.10.04-2019.10.10, 下同

图11: 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12: 冷轧卷板价格(人民币元/吨)本周持平



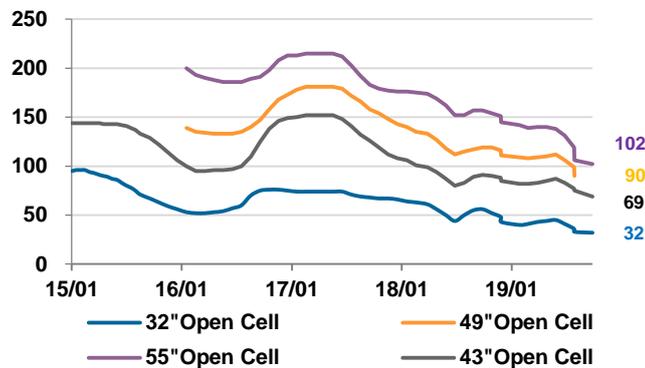
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 布伦特原油期货价格(美元/桶)本周上涨2.4%



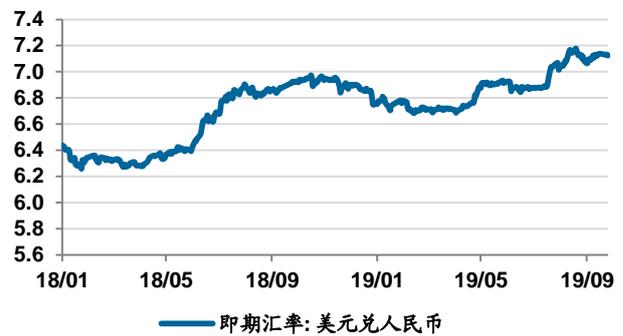
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 面板价格: 截至2019年9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15: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率升值(本周末1美元=7.1246人民币, 上周末1美元=7.1381人民币)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 上周末指 2019.09.30

## 本周重点报告回顾

### 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

#### ● 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

九阳股份在国内市场深耕多年, 凭借良好的创新力和品牌力在国内厨房小家电

领域长期处于龙头地位，据中怡康数据，九阳在国内市场份额排名位居行业第三，在豆浆机、榨汁机等食物料理领域份额排名第一。2018年收入11.8亿美元（81.7亿人民币）、归母净利润16.3亿人民币，预计公司未来将持续受益于中国市场的消费升级。

- **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。

## 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<br>26号广发证券大厦35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北<br>街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪<br>大道8号国金中心一<br>期16楼 | 香港中环干诺道中<br>111号永安中心14楼<br>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。