

三季度总结：地产边际指引复苏 供给后 续产能释放

——家用电器行业周报 W44



投资摘要：

本周板块表现：本周沪深 300 指数上涨 1.4%，申万家用电器指数上涨 8.7%，涨幅大于沪深 300 指数 7.3pct，位列申万 28 个一级行业涨跌幅榜首，较上周而言，市场整体上涨。从行业 PE (TTM) 看，家电行业 PE (TTM) 为 16.7 倍，位列申万 28 个一级行业的第 20 位，估值仍处较低位。

原材料市场，大家电主要原材料铜、塑料、冷轧板价格本周下跌，铝价上涨，铝价本周上涨 3.2%，铜价下跌 0.77%，冷轧卷板本周下跌 0.31%、塑料价格本周下跌 0.86%。**地产市场，**主要城市商品房市场成交面积短期震荡。上周成交面积一线同比上涨 21.6%，二线同比上涨 24.2%，三线同比降低 1.4%

每周一谈：三季度总结：地产边际指引复苏 供给后持续产能释放

19Q3 季报披露完毕后，本周家电板块大涨 8.5%，我们认为这一方面来自于地产端的边际上升预期，另一方面则与家电龙头业绩优化、竞争集中密不可分。

地产各环节指标与家电板块营收边际同步变化。由此前深度报告《理论-实战-远期，地产家电模型三部曲》，竣工指数 (7M)、期房销售指数 (6Q)、新开工指数 (13Q) 增速与家电板块营收变化在 2014 年后保持高度一致，证明其量化相关性，并由中长期指标预判到 20H1 地产驱动下家电销量增速提升明显。

主流房企销售数据回暖同样预示后续家电板块复苏。据克而瑞统计，主流 50 家房企 1-10 月销售额增速 16%，其中 10 月单月增速达 36.1%；1-10 月销售面积增速 15.7%，其中 10 月增速达 37%，地产边际突破大幅提升了家电等后周期产业的市场预期，也与我们的地产三部曲模型相互印证。

家电板块在建工程规模已处高位，白电固定资产高基数下影响有限，厨电供给端将进一步释放。历经家电在建工程 18Q4 增速峰值的 106%，至 19Q3 在建规模已达 183.7 亿元高位。其中白电虽在建规模高达 94.1 亿元，但其固定资产的 678.6 亿元，后续释放影响有限。而厨电在建历经 18Q4 增速峰值 658.8% 后，Q3 已达 7.8 亿元规模，较其固定资产 28.4 亿元，后续将有超 14 新产能释放，非传统烟灶产能扩张预期带来厨电供给端多元化。

家电板块营收增速低位，盈利边际改善显著。19Q3 主要家电企业去除异常后营收增速 3.1%，归母净利润增速 10.9% (海尔以扣非归母计算)，毛利率及净利率分别为 26.4% 和 7.1%，同比提升 0.3pct、0.4pct，盈利改善显著。

• 具体各子版块，**Q3 营收增速为：小家电>上游零部件>黑电>白电>厨电**，分为 5.5/4.4/3.6/2.9/-2.7%。小家电受地产关联较低业绩弹性较强，其中小厨电龙头超 10% 高增速拉动；上游零部件低迷景气后首次正增，高体量三花智控和长虹华谊保证业绩回暖；黑电市场前三季度国内零售额下滑，互联网企业竞争下黑电企业增速疲软；白电在空冰洗整体零售额 Q3 增速 -9.7%、-2.8%、-2.1% 下，龙头正向增速难能可贵；厨电在烟灶零售增速 -3.3% 背景下龙头老板电器以 10.6% 增速提涨显著。具体大家电终端市场影响参见此前报告《由零售市场看大家电龙头 Q3 业绩趋势》。

• **Q3 归母净利润增速为：黑电>厨电>上游零部件>白电>小家电**，分为 193.4/20.3/14.8/10.9/-2%。黑电 18Q3 净利率仅 0.7%，极低基数下原材料面板持续降价，及超高清增粗额推动结构高端转变，19Q3 净利率达 2%，带来盈利初步回归；厨电自 18Q3 失速后首次增速提升至超 20%，

评级 增持 (维持)

2019 年 11 月 03 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

秦一超 研究助理

qinyichao@shgsec.com

021-20639326

行业基本资料

股票家数	59
行业平均市盈率	15.87
市场平均市盈率	16.88

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《家用电器行业研究周报：烟机性能发展下近吸式已成主体品类》2019-10-27
- 2、《家用电器行业研究周报：由零售市场看大家电龙头 Q3 业绩趋势》2019-10-21
- 3、《家用电器行业研究周报：中央空调深入家用 国内龙头地位初成》2019-10-14

同时毛利率、净利率分别提升 2.6pct/2.9pct 至 48%/15.1%，一二梯队品牌均价稳定避免品牌价值损害，确保了后续回暖的强劲弹性；上游零部件主要得益原材料价格下探带来更高盈利空间同时低基数促成利润弹性；白电净利率提升 0.5pct 至 8.4%，美的海尔利润改善拉动板块；小家电在宏观消费下行下期间费用率提升 1.5pct 至 20.4% 确保了市场规模。

投资策略及组合：家电板块 Q3 营收仍处低位，多板块盈利改善显著，地产先行指标出现下家电有望迎来拐点突破，其中龙头在景气下行期夯实了产品、规模、渠道优势，大部分白电厨电小家电龙头实现高于产业平均的业绩增速、份额提升，在后续行业机遇中将带来更高弹性空间。推荐组合：美的集团、海尔智家、格力电器、老板电器、三花智控各 20%。

风险提示：原材料价格大幅波动；国际环境大幅恶化；地产修复不及预期。

内容目录

1. 三季度总结：地产边际指引复苏 供给后续产能释放.....	5
2. 本周家电板块行情回顾.....	16
3. 行业数据变化.....	17
3.1 原材料市场变化.....	17
3.2 地产数据变化.....	18
3.3 家电行业数据更新.....	19
4. 行业新闻及公司公告.....	23
4.1 行业新闻.....	23
4.2 公司公告.....	24
5. 风险提示.....	25

图表目录

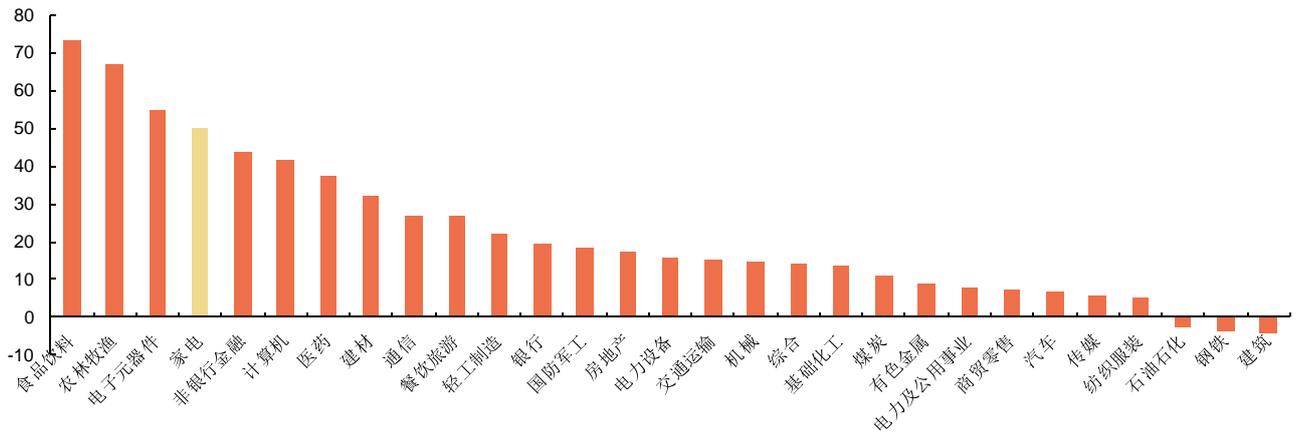
图 1: 2019 年初至今中信以及各版块涨跌幅一览 (%)	5
图 2: 年初至今及单三季度各版块归母净利润增速 (%)	5
图 3: 地产三部曲逻辑梳理.....	7
图 4: 地产三部曲各指数增速与家电营收增速关联.....	8
图 5: 19 年 1-10 月重点房企销售额及销售面积增速变化.....	8
图 6: 家电行业整体在建工程情况.....	9
图 7: 白电板块购固支出、在建工程、固定资产增速变化.....	9
图 8: 厨电板块购固支出、在建工程、固定资产增速变化.....	10
图 9: 家电及各子版块营收增速变化.....	12
图 10: 空冰洗厨产品市场零售额增速变化.....	12
图 11: 家电及各子版块归母净利润增速变化.....	13
图 12: 家电及各子版块近五年毛利率变化情况.....	13
图 13: 家电及各子版块近五年净利率变化情况.....	14
图 14: 空调线上均价变化 (元)	14
图 15: 空调线下均价变化 (元)	14
图 16: 冰箱线上均价变化 (元)	15
图 17: 冰箱线下均价变化 (元)	15
图 18: 洗衣机线上均价变化 (元)	15
图 19: 洗衣机线下均价变化 (元)	15
图 20: 油烟机线上均价变化 (元)	15
图 21: 油烟机线下均价变化 (元)	15
图 22: 本周各版块涨跌幅 (%)	16
图 23: 各版块 PE(TTM) 对比.....	16
图 24: 重点公司本周涨跌幅 (%)	17
图 25: 冷轧卷板价格略有下降 (1.0mm, 元/吨)	17
图 26: LME3 个月铜价下跌, 铝价有所上涨 (美元/吨)	17
图 27: 中国塑料价格指数有所下跌.....	18
图 28: 液晶面板价格有所下跌 (美元/片)	18
图 29: 简化指数季度增速.....	18
图 30: 30 大中城市商品房成交面积边际变化 (周至 2019.10.20)	19
图 31: 冰箱九月线上销量 128.6 万台 增速 20%.....	19

图 32: 冰箱九月线上销售额 25.1 亿元 增速 11.9%.....	19
图 33: 冰箱九月线上均价 1955.6 元 增速-6.8%.....	19
图 34: 冰箱九月线下销量 59.2 万台 增速-2.1%.....	19
图 35: 冰箱九月线下销售额 27.9 亿元 增速-2.1%.....	20
图 36: 冰箱九月线下均价 4717.8 元 增速-0.1%.....	20
图 37: 空调九月线上销量 65.7 万台 增速 16%.....	20
图 38: 空调九月线上销售额 18.6 亿元 增速 6.2%.....	20
图 39: 空调九月线上均价 2822.3 元 增速-8.4%.....	20
图 40: 空调九月线下销量 67.3 万台 增速-3.8%.....	20
图 41: 空调九月线下销售额 26.8 亿元 增速-8.7%.....	21
图 42: 空调九月线下均价 3977.4 元 增速-5.1%.....	21
图 43: 洗衣机九月线上销量 181.4 万台 增速 21.9%.....	21
图 44: 洗衣机九月线上销售额 23.9 亿元 增速 14.8%.....	21
图 45: 洗衣机九月线上均价 1317.4 元 增速-5.9%.....	21
图 46: 洗衣机九月线下销量 60.5 万台 增速-8.9%.....	21
图 47: 洗衣机九月线下销售额 19.9 亿元 增速-5.1%.....	22
图 48: 洗衣机九月线下均价 3294.5 元 增速 4.2%.....	22
图 49: 油烟机九月线上销量 30.2 万台 增速 49%.....	22
图 50: 油烟机九月线上销售额 3.6 亿元 增速 32.7%.....	22
图 51: 油烟机九月线上均价 1189.4 元 增速-11%.....	22
图 52: 油烟机九月线下销量 16.5 万台 增速-12.1%.....	22
图 53: 油烟机九月线下销售额 5.5 亿元 增速-15.6%.....	23
图 54: 油烟机九月线下均价 3349.3 元 增速-4%.....	23
表 1: 家电各子版块选取代表性公司一览.....	6
表 2: 整体家电公司各财务指标 (亿元)	6
表 3: 各版块财务指标 (亿元)	10

1. 三季度报总结：地产边际指引复苏 供给后续产能释放

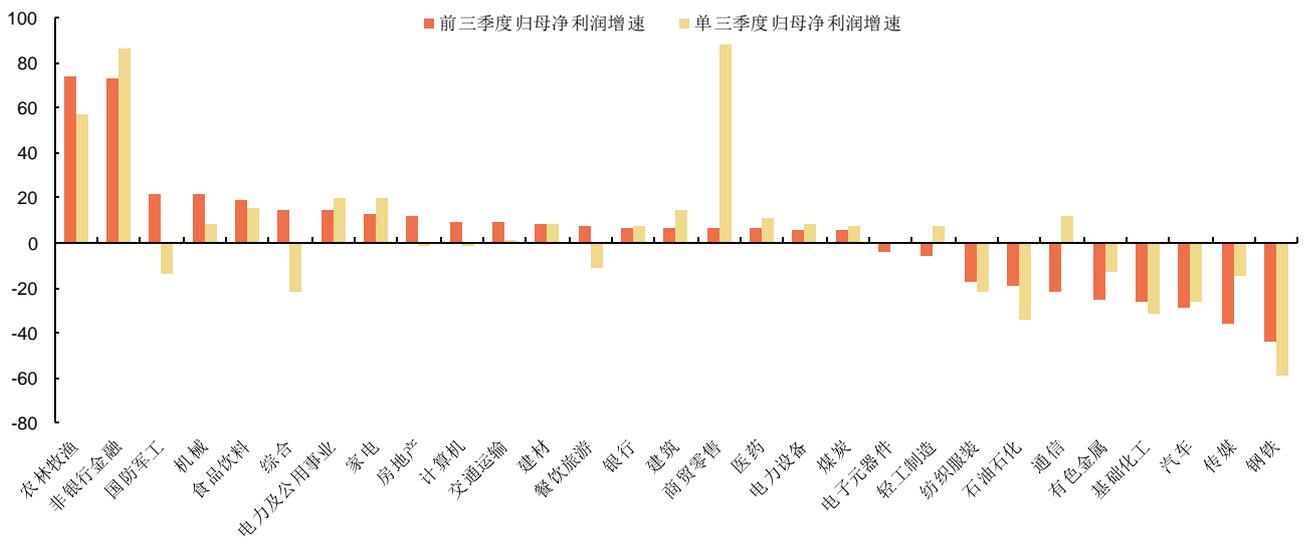
2019 年家电板块三季度报日前已全部发布，而本周后两天板块迎来大涨，最终中信家电指数本周大涨 8.5%，申万家用电器指数大涨 8.7%。全年来看，年初至今家电板块累计涨幅达 50.3%，位居中信 28 个行业第四位；而板块累计归母净利润增速为 12.5%位列第 8 位，其中单三季度归母净利润增速 19.8%，盈利能力边际优化趋势明显。我们判断，近期板块股市大涨一方面来自于地产端的边际上升预期，另一方面则与各家电龙头业绩持续集中、格局优化密不可分。

图1：2019 年初至今中信以及各版块涨跌幅一览 (%)



资料来源：wind，申港证券研究所

图2：年初至今及单三季度各版块归母净利润增速 (%)



资料来源：wind，申港证券研究所

本报告主要基于家电三季度报展开，共选取了 39 家家电板块公司，包括 9 家白电、5 家黑电、4 家厨电、11 家小家电和 10 家上游零部件公司，其中 TCL 因家电业务拆出原因不再计入黑电讨论。

表1：家电各子版块选取代表性公司一览

白电	黑电	厨电	小家电	上游零部件
美的集团	深康佳 A	老板电器	苏泊尔	三花智控
长虹美菱	创维数字	华帝股份	九阳股份	海立股份
格力电器	兆驰股份	浙江美大	爱仕达	汉宇集团
海信家电	海信电器	万和电气	奥佳华	长虹华意
奥马电器	四川长虹		新宝股份	盾安环境
澳柯玛			开能健康	天银机电
青岛海尔			飞科电器	聚隆科技
春兰股份			莱克电气	和晶科技
惠而浦			荣泰健康	康盛股份
			哈尔斯	星帅尔
			科沃斯	

资料来源：申港证券研究所

整体家电板块营收增速低位，盈利增速边际改善。

- ◆ 主要家电公司单三季度营收实现 2767.2 亿元，增速 4.2%，去除异常后为 3.1%，尚处于低增速阶段；
- ◆ Q3 归母净利润为 211 亿元，去除异常后增速为 17.4%，其中海尔智家因物流业务出表带来利润波动较大，如海尔以扣非归母净利润计算，则整体利润增速为 10.9%，盈利整体呈边际优化趋势；
- ◆ Q3 板块毛利率去除异常后为 26.4%，净利率为 8.1%（海尔以扣非归母计算则为 7.1%），处于近两年内中位水平，较 18Q3 分别提升 0.3pct、1pct（海尔扣非计 0.4pct）。
- ◆ Q3 期间费用率为 16.9%，整体处于中位，较环比略提升 0.4pct，同比下调 0.3pct。
- ◆ Q3 经营性现金流净额进一步改善，实现 358.2 亿元，同比增速 30.6%，延续年初至今的现金流强韧优化方向。
- ◆ 整体预收账款 Q3 为 318.6 亿元，同比下滑 18.8%，短期整体市场预期仍处地位。

表2：整体家电公司各财务指标（亿元）

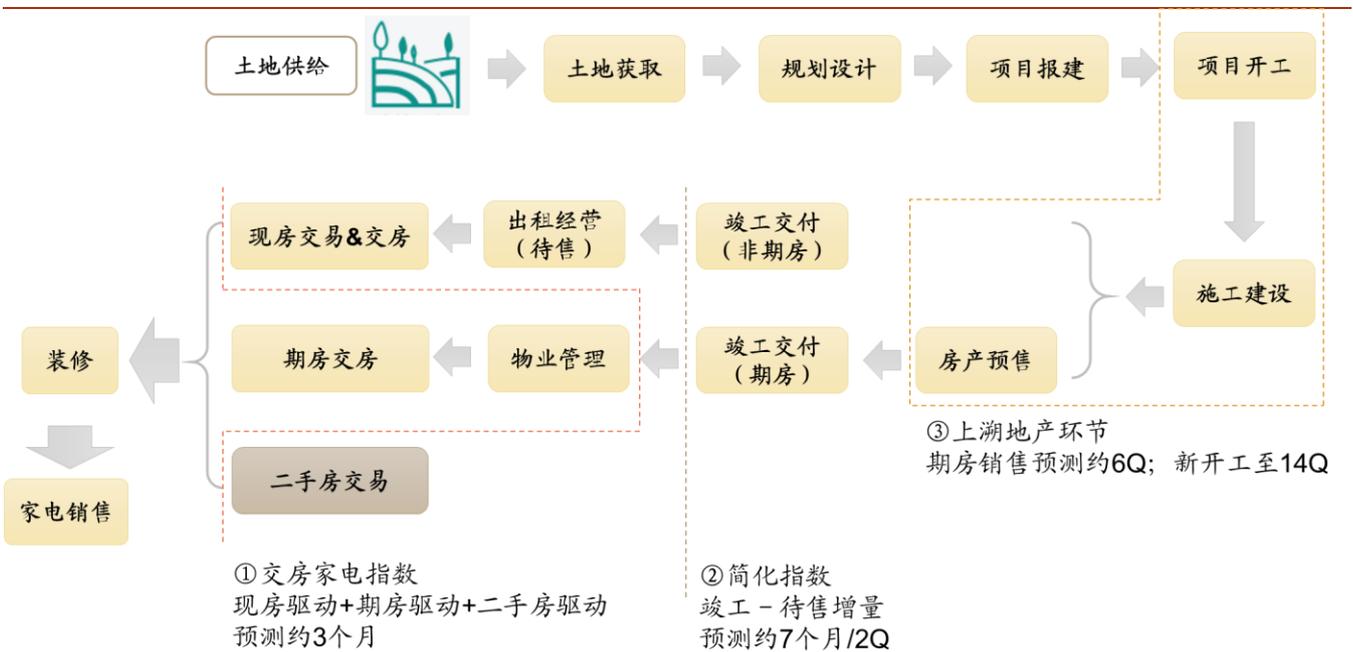
整体行业	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	2419.1	2655.6	2655.0	2580.1	2576.5	2887.3	2767.2
营收同比增速	20.9%	16.9%	12.0%	12.8%	6.5%	8.7%	4.2%
营收同比增速（去除异常）	19.7%	16.0%	11.1%	11.0%	5.5%	7.0%	3.1%
归母净利润	165.6	222.8	179.6	59.4	174.6	248.7	211.0
归母净利润增速	25.6%	23.9%	15.1%	-69.0%	5.4%	11.6%	17.5%
归母净利润增速（去除异常）	25.5%	22.5%	15.3%	-42.4%	5.2%	9.9%	17.4%
归母净利润增速（调海尔）	26.5%	24.1%	15.9%	-42.8%	5.1%	9.8%	10.9%
毛利率	24.7%	25.4%	25.0%	25.1%	25.5%	26.3%	25.1%
毛利率（去除异常）	25.3%	26.2%	26.1%	26.5%	26.5%	27.6%	26.4%
净利率	6.8%	8.4%	6.8%	2.3%	6.8%	8.6%	7.6%
净利率（去除异常）	7.1%	8.7%	7.1%	3.4%	7.1%	8.9%	8.1%

整体行业	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
期间费用率	16.6%	15.6%	17.2%	19.5%	17.4%	16.5%	16.9%
经营性现金流净额	157.6	68.0	274.3	372.8	198.2	272.2	358.2
预收账款	393.4	248.1	392.5	358.7	311.6	211.1	318.6

资料来源：申港证券研究所 注：异常公司为深康佳A，盾安环境，下文如无特殊说明，均指以上公司。

地产三环节指标具备联动性，与家电板块营收边际同步变化。我们在此前深度报告《理论-实战-远期，地产家电模型三部曲》中详细阐释了地产产业链与后周期的家电销售环节的轮动关系。基于新开工→期房预售→竣工→交房→家电购置的基本环节逻辑，我们可以分别以新开工、期房销售、竣工等数据为核心搭建交房指数模型，并分别与13-14Q、6Q及7个月后的家电销量数据高度关联。在证明地产各环节与家电销量之间的量化关系的同时，也实现了在不同时间范围的家电预测。

图3：地产三部曲逻辑梳理

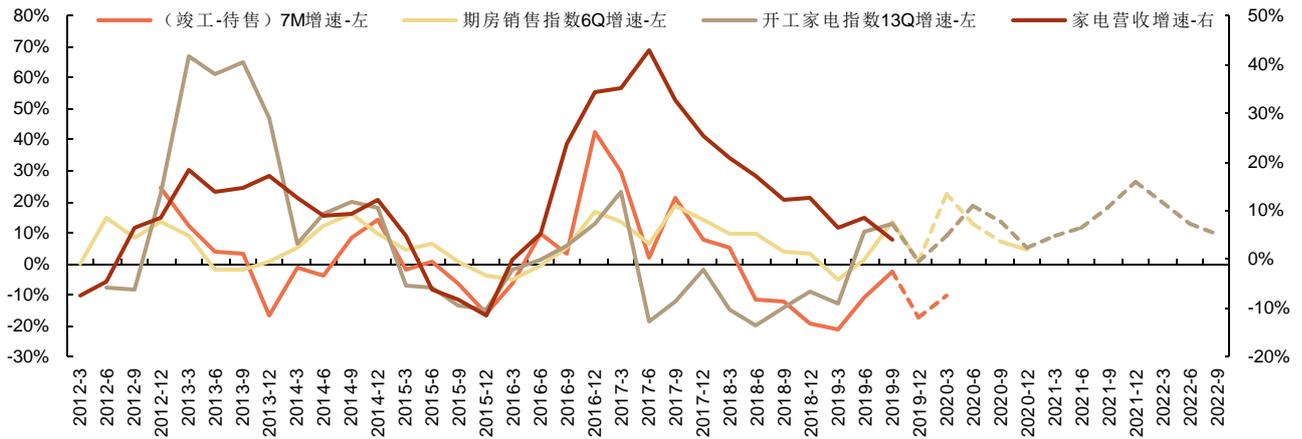


资料来源：申港证券研究所

在此基础上我们进一步看到，各环节交房指数增速与主要家电企业营收增速趋势保持高度一致。

- 对比延期7个月的（竣工-待售）指标、延期6Q的期房销售指数、延期13Q的新开工指标，其增速均与家电企业营收增速方向保持一致，尤其自2014年至今波动方向完全相同。
- 在此提及因地产环节存在逐步拉长现象，2014年及早期期房指数应为延期4Q，更上游的新开工指数延期周期前后被拉长的更为明显，详情请参见深度报告，此处仅为论证趋势。另一方面17Q2家电营收高增速与地产指标增速背离，主要因空调市场高温下的自身产业需求提升，与地产驱动无关。
- 中长期的期房销售、新开工指数均预判家电销售在明年后增速会持续波动提升，尤其20H1地产驱动下会强劲带动家电销售，对家电整个板块具备正向指引。

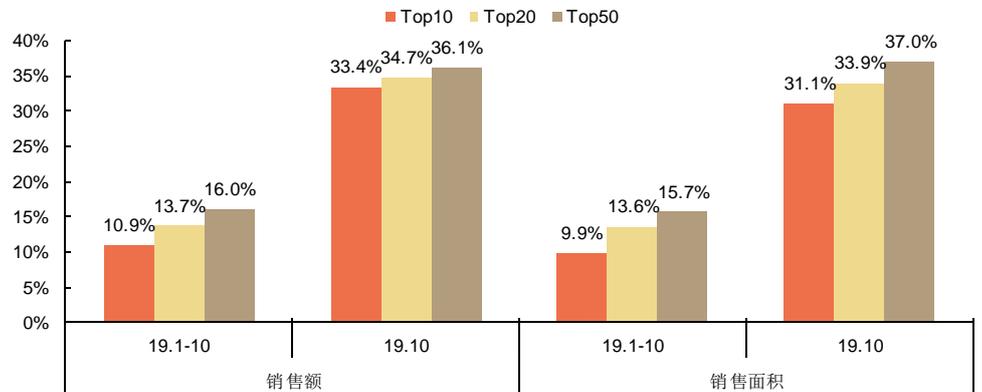
图4：地产三部曲各指数增速与家电营收增速关联



资料来源：国家统计局, wind, 申港证券研究所

另一方面，**边际上的地产信息同样预示后续家电板块的全面回暖**。根据克而瑞最新统计，主流房企销售数据持续回暖，且10月均出现了超预期的边际提升。整体主流的50家房企1-10月销售额实现72879亿元，增速16%，其中10月单月销售额达8892亿元，同比增速高达36.1%；1-10月销售面积达53649万平方米，同比增速15.7%，其中10月实现6793万平方米，增速达37%。主流房企10月销售数据的边际突破，大幅提高了后周期的各产业的后续市场预期，这也成为11月1日家电板块高涨的原因之一。

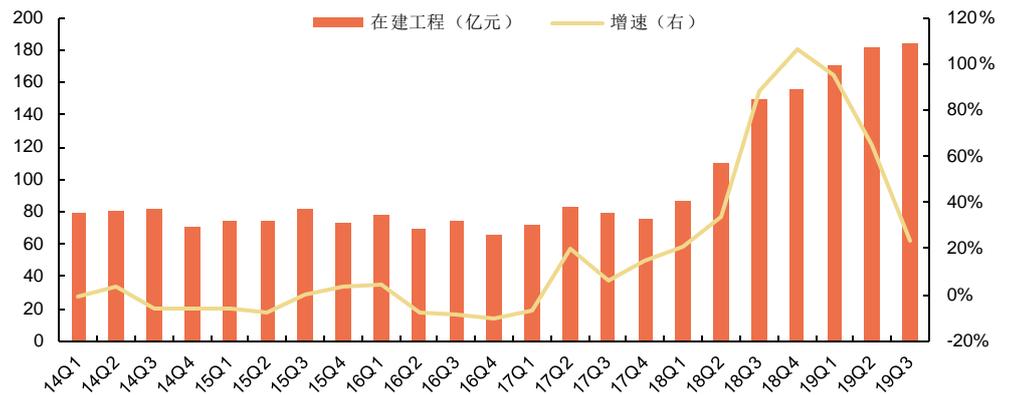
图5：19年1-10月重点房企销售额及销售面积增速变化



资料来源：克而瑞, 申港证券研究所

家电整体市场在建工程历经高速增长已处高位，后续供给端将迎释放期。家电板块18Q2-19Q2间在建工程持续高速增长，其中峰值18Q4在建增速达106%，至19Q3家电在建规模已达183.7亿元处于高位。后续供给侧升级、产能释放确定性较强。

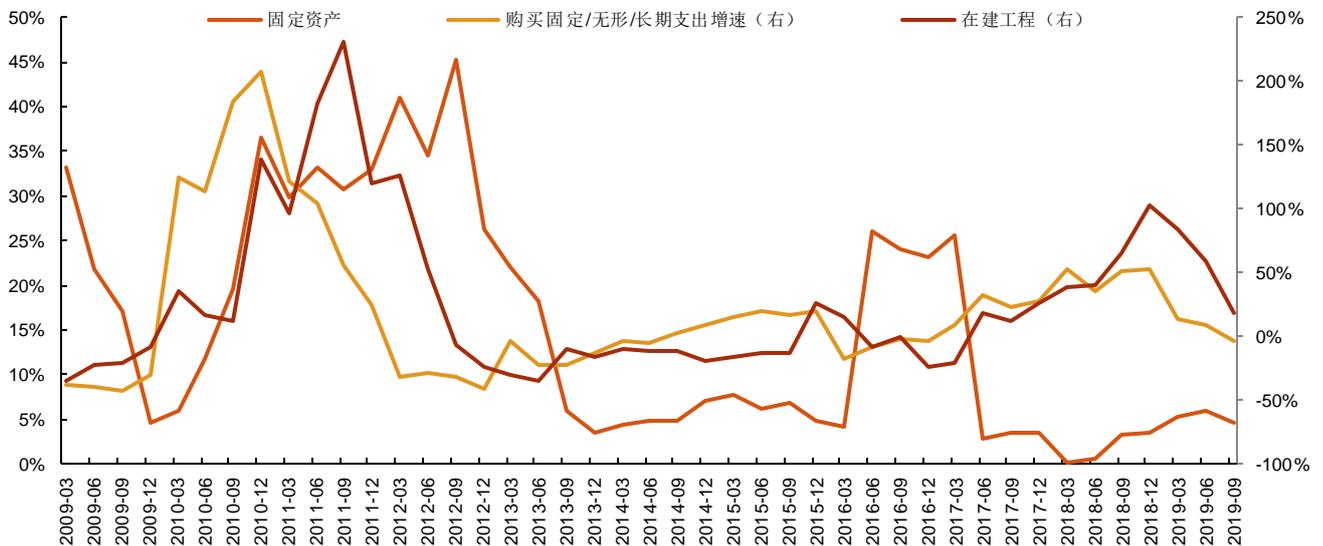
图6: 家电行业整体在建工程情况



资料来源: 申港证券研究所

白电板块在建转固定资产已逐步释放，高基数市场下影响有限。白电板块经历了18Q4 在建工程增幅峰值 103.4%的高增速后，19Q2、Q3 间白电龙的在建工程转固已开始逐步释放，19Q1-Q3 间白电固定资产规模增速在 4.6%-5.9%之间。Q3 报告期内美的格力海尔的在建工程分别为 14、23.3、41 亿元，整体白电在建规模 94.1 亿元，相较固定资产高基数的 678.6 亿元，在建后续转固对成熟的白电产业影响相对有限，并且龙头在建工程相当程度用于智能化工厂升级、其他产品多元化产线建立、高端化产线转移等，直接产品产能扩张的供需压力有限。

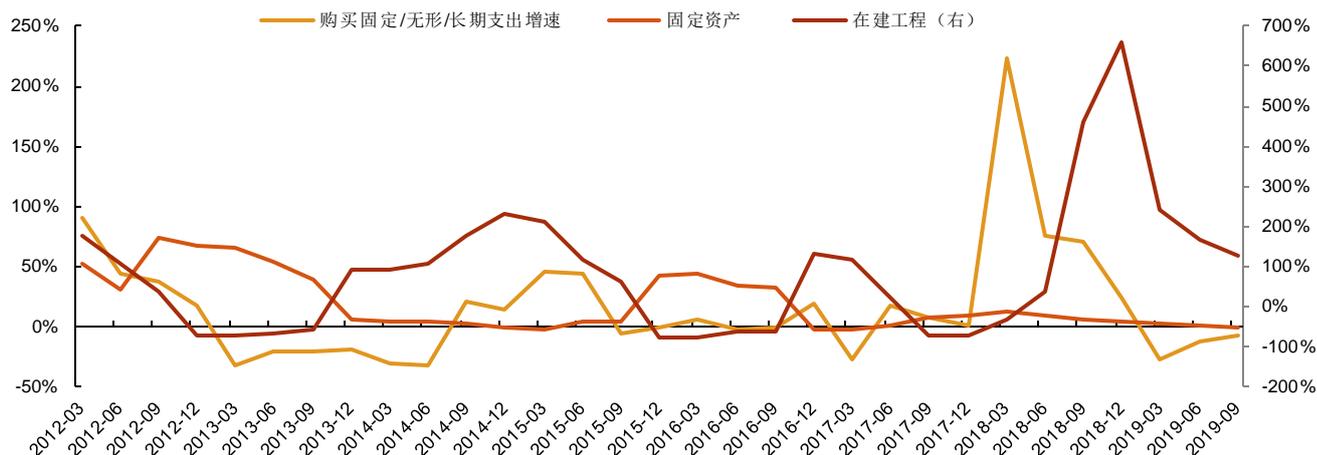
图7: 白电板块购固支出、在建工程、固定资产增速变化



资料来源: wind, 申港证券研究所

厨电在建工程已至高位，后续供给端将进一步释放。历经 18Q4 厨电板块在建增速峰值的 658.8%的高增长，目前厨电在建已至高位。19Q3 厨电板块中老板电器、浙江美大、华帝股份的在建工程均有增加，尤其老板和美大在建规模分别 2.5 亿元和 3.8 亿元。厨电整个板块 Q3 在建为 7.8 亿元，相较其固定资产 28.4 亿元，厨电板块后续将有超 1/4 新产能释放，除美大新产能仍集中于集成灶主营产品扩张外，老板与华帝主要因开展产品多元化而推进项目，非传统烟灶类的产能释放预期将带来厨电供给端的多元化扩张。

图8: 厨电板块购固支出、在建工程、固定资产增速变化



资料来源: wind, 申港证券研究所

营收回调盈利改善是主要趋势。家电板块 19Q3 营收增速为 3.1% (去除异常后), 较 18Q3 增速收窄了 7pct, 而 19Q3 归母净利润增速为 17.4%, 较 18Q3 增速增加了 2.1pct。

表3: 各版块财务指标 (亿元)

子版块	财务项	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
白电	营业收入	1701.1	1921.5	1861.2	1646.6	1814.0	2069.7	1914.6
	营收同比增速	19.0%	17.4%	13.4%	12.3%	6.6%	7.7%	2.9%
	归母净利润	133.6	188.2	150.5	66.2	145.3	209.5	175.2
	归母净利润增速	25.9%	24.9%	19.1%	-37.9%	8.7%	11.3%	16.4%
	归母净利润增速 (调海尔)	26.9%	26.9%	21.0%	-16.7%	8.6%	11.2%	8.7%
	毛利率	27.0%	28.0%	28.0%	28.6%	28.4%	29.4%	27.9%
	净利率	7.9%	9.8%	8.1%	4.0%	8.0%	10.1%	9.2%
	期间费用率	17.7%	16.3%	18.3%	22.2%	18.6%	17.6%	18.2%
	经营性现金流净额	187.2	29.0	259.4	269.5	196.5	244.1	317.5
	预收账款	325.3	175.0	312.5	273.4	243.6	141.1	241.0
黑电	营业收入	391.3	400.5	472.6	588.7	429.8	478.3	520.3
	营收同比增速	24.4%	13.0%	9.3%	20.0%	9.8%	19.4%	10.1%
	营收同比增速(除深康佳 A)	17.1%	5.1%	1.9%	11.8%	2.7%	7.8%	3.6%
	归母净利润	5.8	3.4	2.5	3.6	3.8	3.7	7.2
	归母净利润增速	26.6%	35.4%	-29.3%	-93.9%	-26.3%	1.6%	145.3%
	归母净利润增速 (去除深康佳 A)	21.8%	-25.8%	-34.4%	-49.3%	-34.0%	8.5%	193.4%
	毛利率	12.3%	10.7%	10.9%	11.9%	11.3%	10.7%	11.6%
	毛利率(去除深康佳 A)	13.4%	12.4%	13.2%	13.7%	13.2%	13.5%	14.7%
	净利率	1.6%	1.6%	0.7%	0.6%	1.1%	1.3%	1.6%
	净利率 (去除深康佳 A)	1.8%	1.1%	0.7%	0.9%	1.2%	1.1%	2.0%
期间费用率	10.3%	10.7%	11.3%	10.4%	10.8%	10.1%	10.4%	
经营性现金流净额	-33.6	17.1	0.3	35.5	-17.0	-0.1	-6.5	
预收账款	34.8	40.3	44.0	38.0	37.1	38.1	43.0	

子版块	财务项	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
厨电	营业收入	54.1	55.9	52.7	55.7	53.0	54.1	51.2
	营收同比增速	31.5%	6.9%	4.4%	-5.9%	-1.9%	-3.2%	-2.7%
	归母净利润	4.5	2.9	3.6	5.7	5.1	3.2	4.1
	归母净利润增速	26.1%	23.0%	10.9%	-1.5%	12.7%	9.1%	20.3%
	毛利率	40.3%	44.0%	45.4%	46.3%	44.5%	47.9%	48.0%
	净利率	11.6%	14.3%	12.2%	17.0%	13.3%	16.1%	15.1%
	期间费用率	27.5%	26.1%	31.7%	26.7%	29.1%	29.3%	30.6%
	经营性现金流净额	8.6	8.3	2.9	6.9	8.4	8.1	12.6
	预收账款	16.2	17.7	17.7	18.1	16.6	16.4	16.7
小家电	营业收入	148.8	147.9	160.1	180.1	158.5	156.2	168.9
	营收同比增速	25.3%	30.3%	14.9%	12.1%	6.5%	5.6%	5.5%
	归母净利润	14.1	13.8	15.1	16.7	12.5	13.5	14.8
	归母净利润增速	29.4%	28.4%	27.7%	21.1%	-11.0%	-1.7%	-2.0%
	毛利率	30.4%	31.0%	30.4%	32.9%	31.1%	31.3%	31.7%
	净利率	9.5%	9.3%	9.4%	9.3%	7.9%	8.7%	8.7%
	期间费用率	20.5%	20.3%	18.9%	22.9%	21.3%	20.7%	20.4%
	经营性现金流净额	6.7	4.7	4.5	35.4	6.1	9.3	18.8
	预收账款	14.2	11.8	12.7	23.4	10.6	10.2	11.5
上游零部件	营业收入	123.8	129.8	108.4	108.9	121.1	128.9	112.2
	营收同比增速	27.2%	13.4%	1.2%	-1.9%	-2.1%	-0.7%	3.5%
	营收同比增速(除异常)	26.2%	13.3%	1.0%	-5.2%	-2.7%	-0.6%	4.4%
	归母净利润	5.3	6.6	4.2	-36.5	5.1	10.6	5.1
	归母净利润增速	9.4%	-8.6%	-41.7%	-859.1%	-4.6%	61.2%	20.9%
	归母净利润增速(去除异常)	9.9%	-7.2%	-40.4%	-422.3%	-7.5%	-4.6%	14.8%
	毛利率	17.3%	17.4%	17.9%	18.4%	17.0%	19.2%	18.8%
	毛利率(去除异常)	17.8%	18.1%	18.4%	22.8%	17.3%	19.5%	19.1%
	净利率	4.3%	5.0%	3.9%	-33.5%	4.2%	8.2%	4.5%
	净利率(去除异常)	4.9%	6.1%	4.9%	-17.4%	4.6%	5.8%	5.4%
	期间费用率	11.8%	10.4%	13.2%	18.5%	12.3%	12.2%	12.3%
	经营性现金流净额	-11.3	8.8	7.2	25.5	4.2	10.9	15.7
	预收账款	2.8	3.4	5.6	5.8	3.6	5.4	6.4

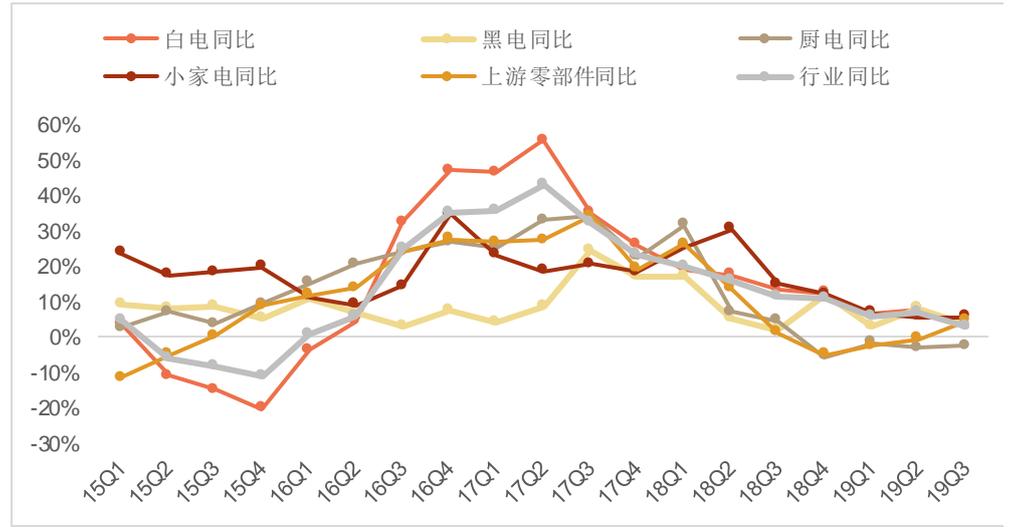
资料来源: wind, 申港证券研究所

具体看各子版块, 各子版块 Q3 营收增速均相对收窄去除异常后营收增速为: 小家电>上游零部件>黑电>白电>厨电。我们在两周前的周报《由零售市场看大家电龙头 Q3 业绩趋势》中已阐释了空冰洗厨终端市场对部分家电板块尤其龙头的三季度业绩影响, 在此仅做总结性梳理。

- ◆ 在各家电产品仍受地产抑制影响三季度, 小家电品类受地产关联度相对最低, 成长性最强, 因此保持较高增速弹性, 整体实现营收 5.5% 增速。其中具成长确定性和竞争优势的厨房小家电龙头苏泊尔和九阳 19Q3 分别保持 11.4% 和 15% 的高增长拉动子版块。

- ◆ 上游零部件子版块自 18Q3 后持续营收增速低迷后，自 19Q1 起跌幅收窄有回暖迹象，至 19Q3 首次边际正增速达 4.4%，其中高体量的三花智控和长虹华意分别增速 4.3%和 16.2%，保证了子版块的正向增长。这一上游板块的业绩回暖，或视为后续家电产品市场增速回暖上升的先行信号。
- ◆ 黑电市场 19Q3 增速保持在较低的 3.6%，本身国内彩电市场前三季度零售额持续下滑，且互联网企业竞争加强下黑电企业营收增速疲软。年初至今政策推行下超高清视频硬件销售结构略有所调整，至 9 月 4K 电视占比已达 68%，虽在营收方面提升仍有限，但低基数及原材料成本下降背景下黑电盈利大幅提升。

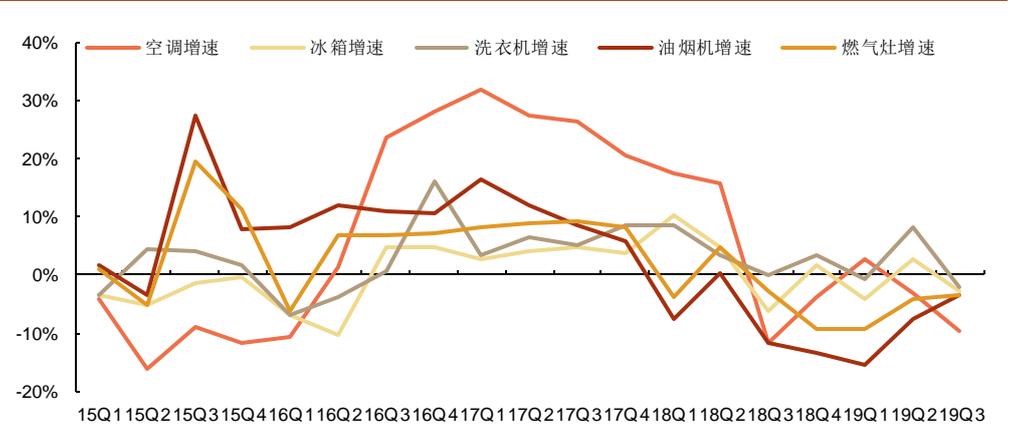
图9：家电及各子版块营收增速变化



资料来源：wind，申港证券研究所

- ◆ 白电子版块 19Q3 营收增速仅为 2.9%。根据奥维云网推总数据，空冰洗 Q3 零售额分别同比变化-9.7%、-2.8%、-2.1%，再考虑到 18Q3 时因格力激进战略而导致家电板块营收基数较高，那么当下的营收增速 2.9%已是难能可贵，其中三大龙头美的、格力、海尔 Q3 营收增速分别为 6.4%、0.03%和 4.6%。需求较弱的背景下美的由上半年的销量抢占市场转为下半年以盈利为重心，海尔高端品牌、海外布局均支撑其稳健提升，格力则在高基数下维持了收入平稳，且 9 月份额开始出现改善。

图10：空冰洗厨产品市场零售额增速变化



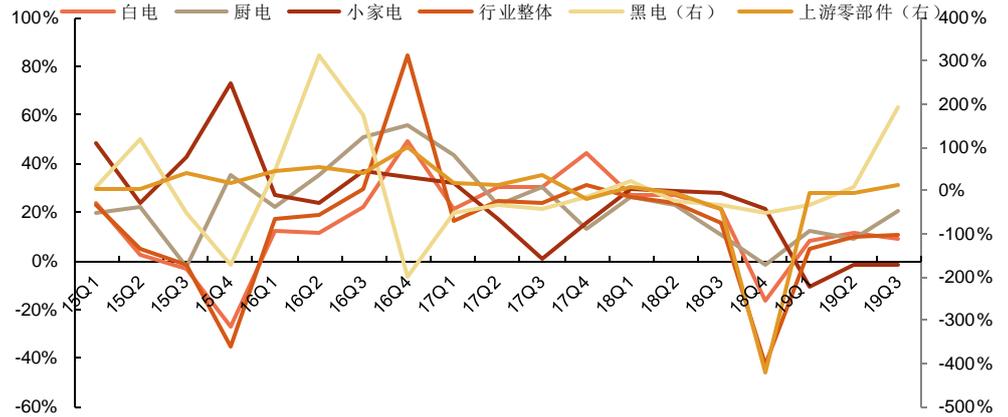
资料来源：奥维推总，申港证券研究所

- ◆ 厨电子版块 Q3 营收增速为-2.7%，而由零售终端看油烟机和燃气灶市场零售额

增速在 19Q1 后跌幅收窄持续回暖，至 19Q3 烟灶市场增速已均为-3.3%，初具边际改善信号，其中龙头老板电器尤以 Q3 增速 10.6% 引领自身年初至今营收 4.3% 的边际改善。

盈利方面，各子板块 Q3 归母净利润增速为：黑电>厨电>上游零部件>白电>小家电。其中白电中海尔智家因物流业务出表影响利润较大，对其采用扣非归母净利润来进行替代计算。

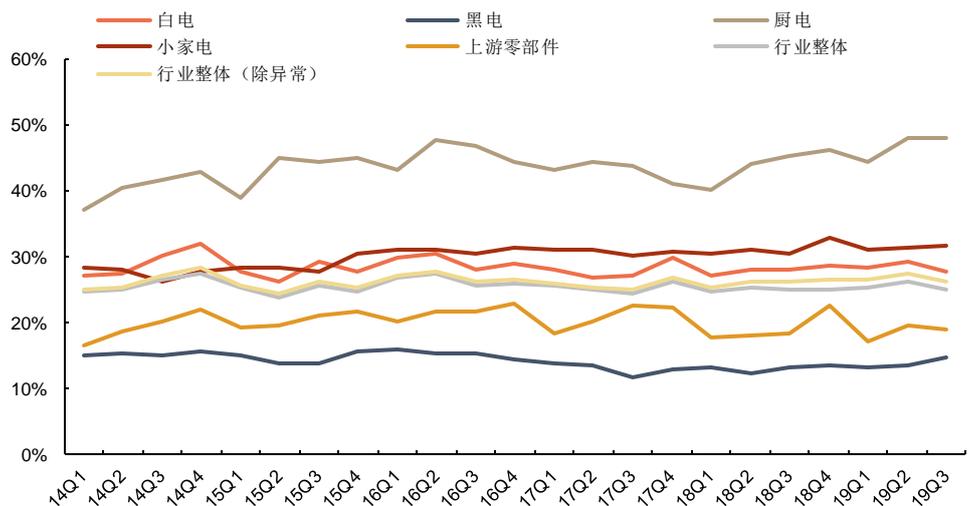
图 11：家电及各子版块归母净利润增速变化



资料来源：wind，申港证券研究所 注：海尔智家因物流业务出表，采用扣非归母净利润做替代计算

- ◆ 黑电子版块去除异常后，Q3 归母净利润增速高达 193.4%，毛利率为 14.7%，同比提升 1.5pct，净利率实现 2%，同比大幅提升 1.3pct。18Q3 竞争格局恶化情况下黑电子版块净利率仅为 0.7%，极低基数背景结合面板价格持续降低，以及超高清政策推动下销售结构高端转变，带来黑电子版块盈利初步回归。但在互联网企业近年竞争下，黑电盈利能力仍处于相对底部，黑电竞争格局仍待进一步改善。

图 12：家电及各子版块近五年毛利率变化情况



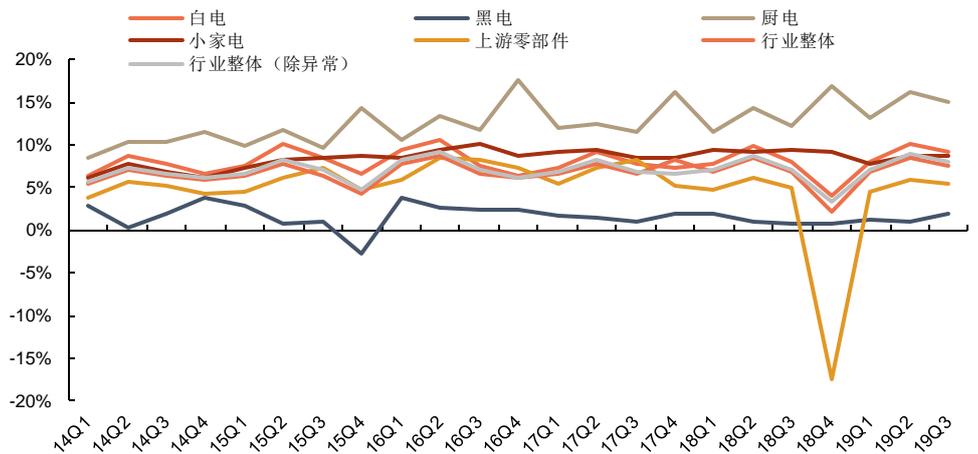
资料来源：wind，申港证券研究所

- ◆ 厨电子版块 Q3 归母净利润增速为 20.3%，自 18Q3 行业失速以来首次增速提升至超 20%，在行业景气度下行的背景下厨电板块盈利能力逆市持续改善。19Q3 毛利率实现 48%，同比提升了 2.6pct，净利率 15.1%，同比提升达 2.9pct。这与

各厨电企业良性的市场战略密不可分，厨电一二梯队品牌基本保持了均价的稳定性，一梯队部分均价小幅下滑也主要来自于消费端结构倾向低价产品，而没有通过大幅降价损害品牌价值。这也成为厨电在后续地产回暖时保持强劲弹性的基础。

- ◆ 上游零部件市场去除异常后 Q3 归母净利润增速为 14.8%，成为近两年盈利增速峰值，19Q3 毛利率为 19.1%，同比提升了 0.7pct；净利率 5.4%，同比提升 0.5pct。一方面年初至今的原材料冷轧板、铜铝、塑料市场持续低位（参见图 25-27）为零部件市场带来更高盈利空间，另一方面相较 18Q3 低净利率带来的低基数，19Q3 业绩带来一定利润弹性，但整体而言上游零部件市场盈利能力仅高于黑电板块，较下游话语权较弱，盈利能力仍待改善。

图 13：家电及各子版块近五年净利率变化情况



资料来源：wind，申港证券研究所

- ◆ 白电子版块中海尔以扣非归母净利润计，则 Q3 归母净利润增速为 10.9%，较 19Q3 收窄 5pct，相较白电营收增速的 2.9%，盈利能力提升显著。19Q3 毛利率 27.9%，同比基本持平略降 0.1pct，净利率为 9.2%，同比提升 1.1pct，如海尔以扣非归母计算则净利率为 8.4%，同比提升 0.5pct。盈利端改善主要来自龙头端拉动，以美的盈利提升最为显著，其除空调外各产品线均价稳步提升，结合原材料红利、增值税下调、汇率利好等推动，同时 KUKA 利润修复，综合带来盈利能力提升。海尔端高端卡萨帝 Q3 业绩增速突破，同时全球化、全屋方案布局下市场增速稳健。格力则在 9 月初线下竞争份额进一步改善，后续发展空间较大。
- ◆ 小家电版块 Q3 归母净利润增速为 -2%，毛利率为 31.7%，同比提升了 1.3pct，而净利率为 8.7%，同比下滑 0.7pct。在宏观消费趋势下滑背景下，小家电企业为确保市场格局期间费用率同比提升 1.5pct 至 20.4%，确保龙头市场份额提升。

图 14：空调线上均价变化（元）

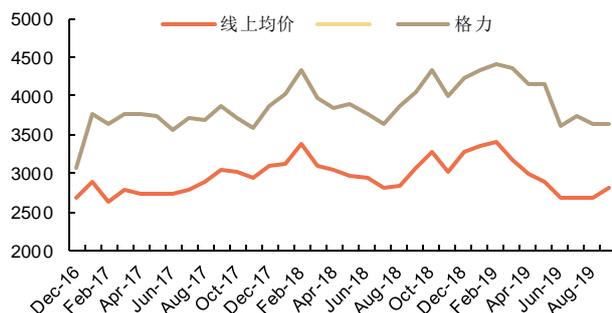
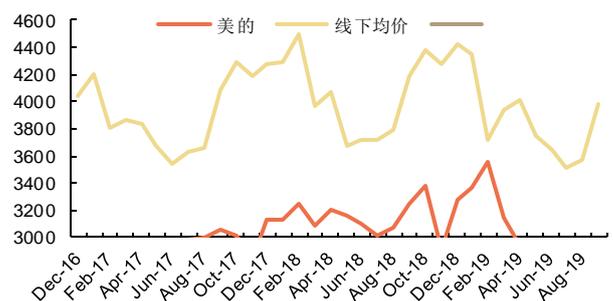
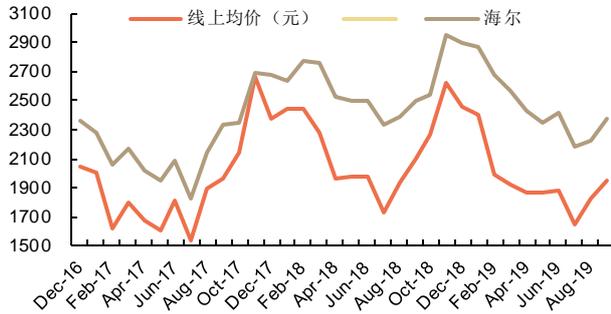


图 15：空调线下均价变化（元）



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

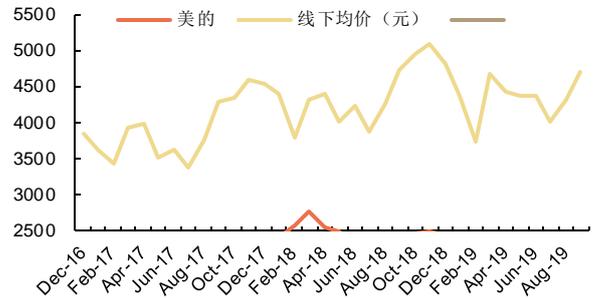
图16：冰箱线上均价变化（元）



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

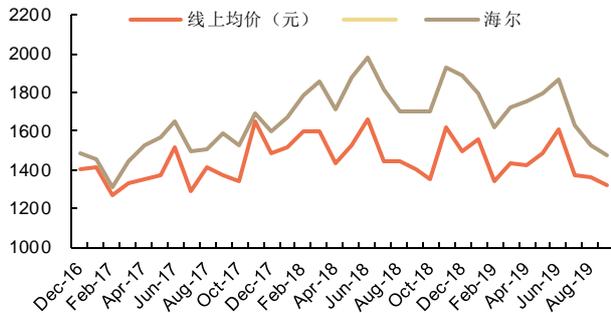
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图17：冰箱线下均价变化（元）



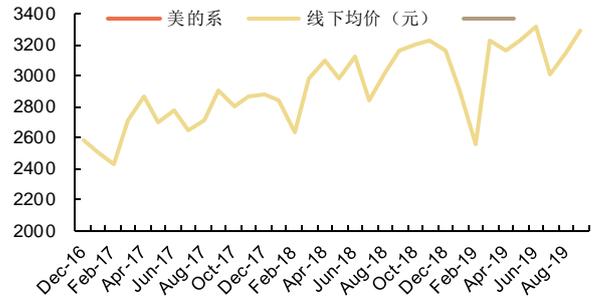
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图18：洗衣机线上均价变化（元）



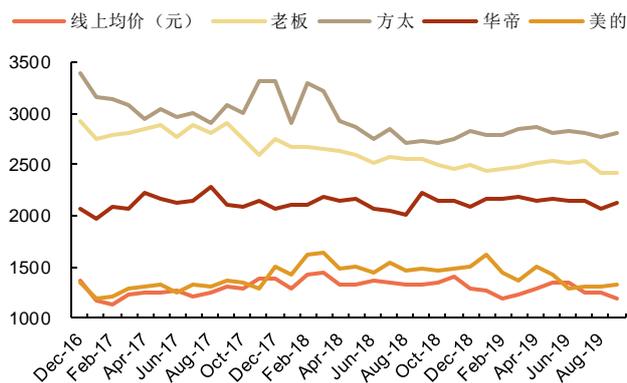
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图19：洗衣机线下均价变化（元）



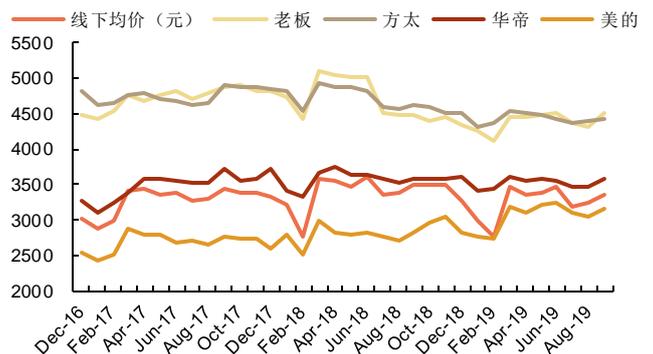
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图20：油烟机线上均价变化（元）



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图21：油烟机线下均价变化（元）



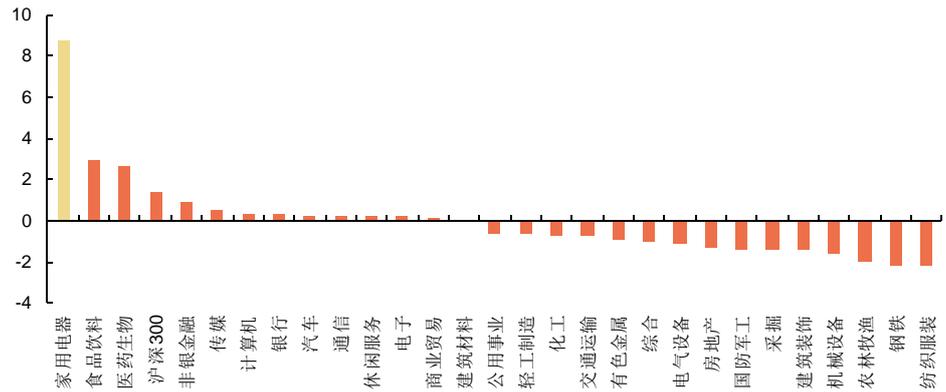
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

整体而言，家电板块 Q3 业绩仍处相对低位，多板块盈利能力改善显著，在地产行业的先行指标已出现的背景下，家电有望迎来拐点突破。其中龙头企业在当前景气下行背景中，进一步夯实了自身产品优势、规模优势、渠道优势，大部分白电厨电小家电龙头实现了高于行业平均的业绩增长、份额提升，在后续行业机遇中将带来更高弹性空间。

2. 本周家电板块行情回顾

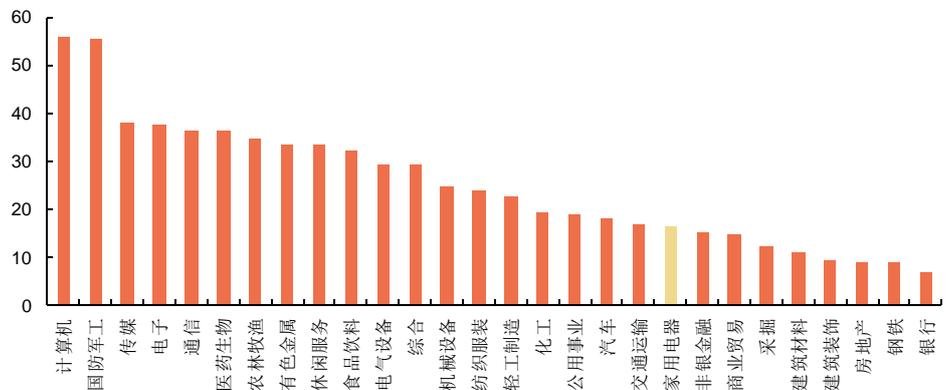
本周沪深 300 指数上涨 1.4%，申万家用电器指数上涨 8.7%，涨幅大于沪深 300 指数 7.3pct，位列申万 28 个一级行业涨跌幅榜首位，较上周而言，涨幅较大。从行业 PE (TTM) 看，家电行业 PE (TTM) 为 16.7 倍，位列申万 28 个一级行业的第 20 位，较上周提升 2 位，但估值仍处较低位。

图22: 本周各板块涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 申港证券研究所

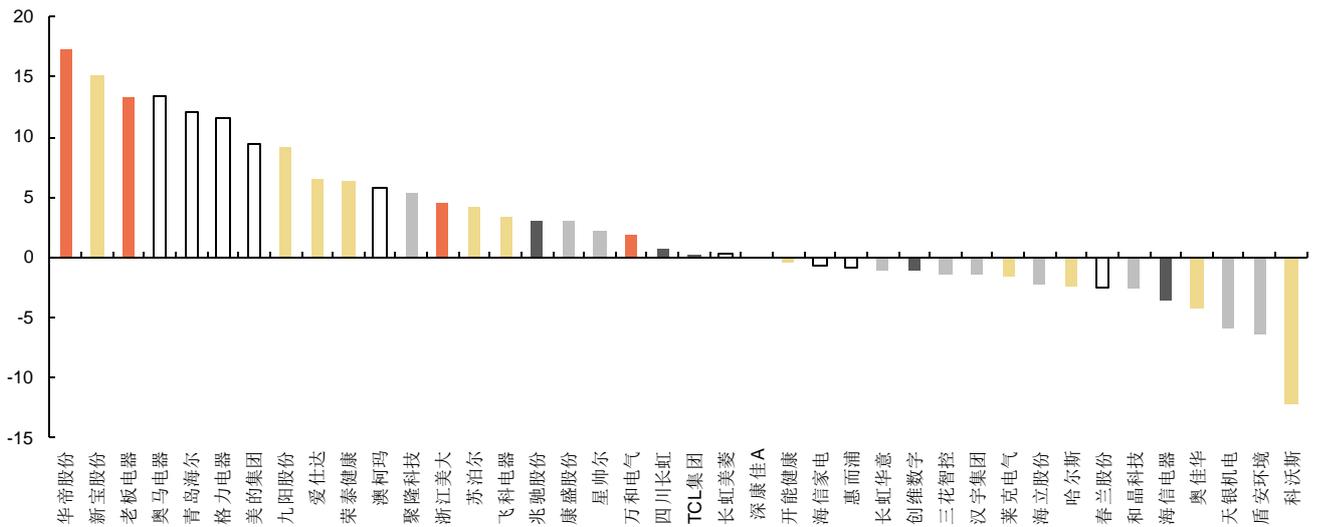
图23: 各版块 PE(TTM) 对比



资料来源: wind, 申港证券研究所

板块重点个股涨跌幅方面，涨幅前五：华帝股份 (17.2%)、新宝股份 (15.1%)、老板电器 (13.4%)、奥马电器 (13.4%)、青岛海尔 (12.0%)；跌幅前五：科沃斯 (-12.3%)、盾安环境 (-6.3%)、天银机电 (-6.0%)、奥佳华 (-4.2%)、海信电器 (-3.6%)。

图24: 重点公司本周涨跌幅 (%)



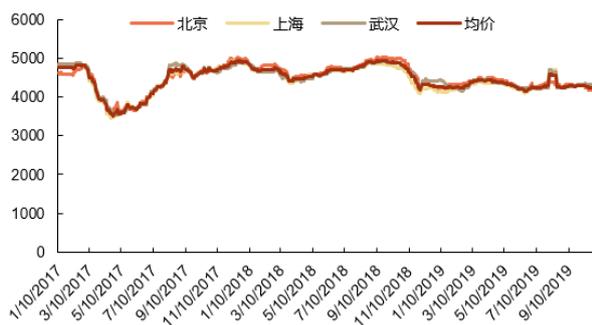
资料来源: wind, 申港证券研究所 注: 白色为白电, 黑色为黑电, 红色为厨电, 黄色为小家电, 灰色为上游零部件

3. 行业数据变化

3.1 原材料市场变化

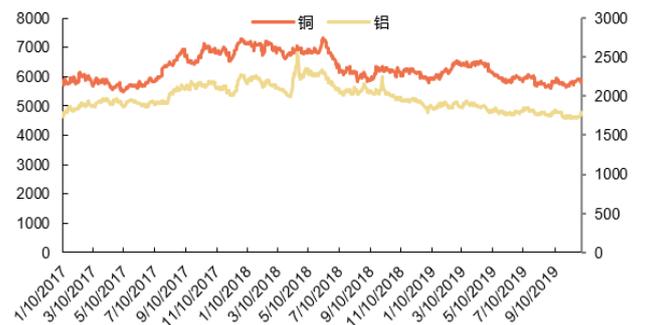
大家电主要原材料铜、塑料、冷轧板价格本周下跌, 铝价上涨, 铝价本周上涨 3.2%, 铜价下跌 0.77%, 冷轧卷板本周下跌 0.31%、塑料价格本周下跌 0.86%, 原材料材料小幅调整, 整体盈利空间仍居较高位置。液晶面板 10 月价格较上月 32 寸、43 寸、55 寸分别下降 1 美元/片、3 美元/片、4 美元/片, 面板上游降价利好黑电盈利修复。

图25: 冷轧卷板价格略有下降 (1.0mm, 元/吨)



资料来源: wind, 申港证券研究所

图26: LME3 个月铜价下跌, 铝价有所上涨 (美元/吨)



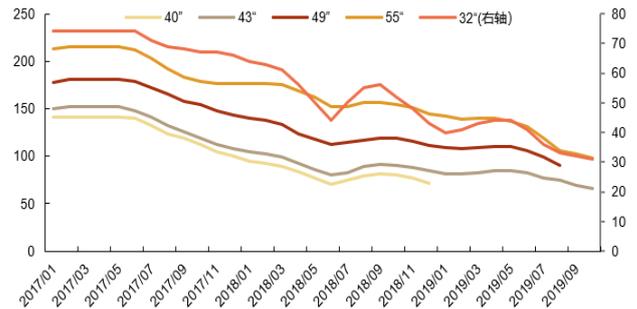
资料来源: LME, 申港证券研究所

图27：中国塑料价格指数有所下跌



资料来源：中塑资讯，申港证券研究所

图28：液晶面板价格有所下跌（美元/片）

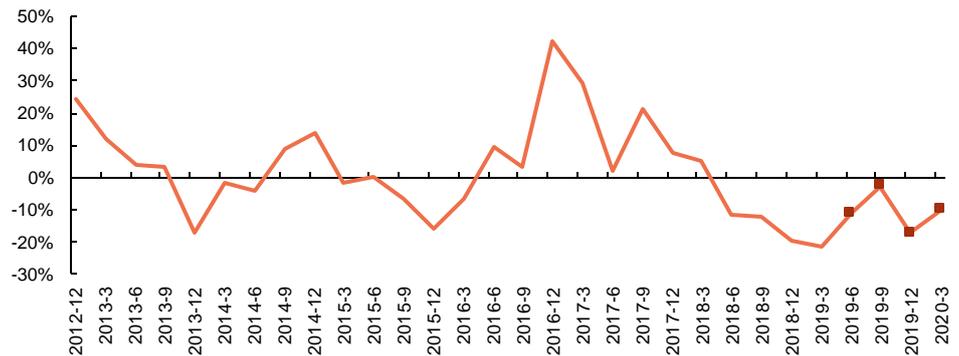


资料来源：wind，申港证券研究所

3.2 地产数据变化

本报告根据交房简化指数预测后续地产对家电的驱动影响，具体逻辑请参考前期报告《如何用低产值表预测家电销量变化？》和《再论地产由繁入简能否再进一步？》。简化指数显示后两季度地产驱动家电销量增速将显著回暖。

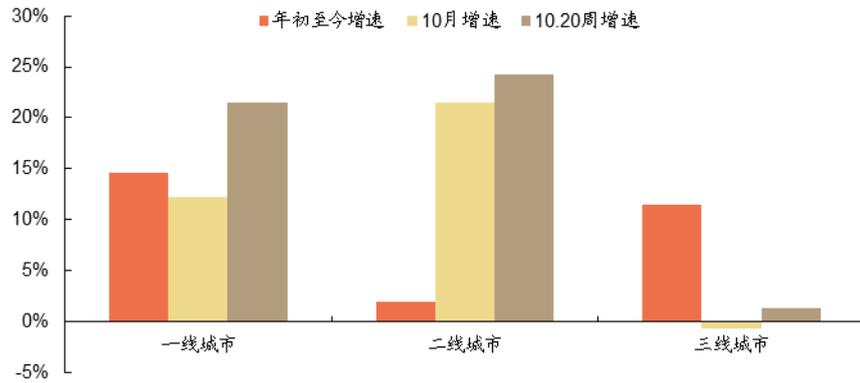
图29：简化指数季度增速



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

主要城市商品房市场成交面积短期震荡。上周成交面积一线同比上涨 21.6%，二线同比上涨 24.2%，三线同比降低 1.4%，一线、三线城市年初至今成交面积同比出现显著增长，待后续期房交房实现，家电销量将获得联动增速。

图30: 30大中城市商品房成交面积边际变化(周至2019.10.20)

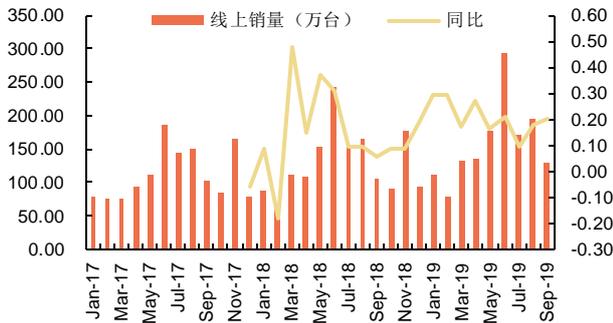


资料来源: wind, 申港证券研究所

3.3 家电行业数据更新

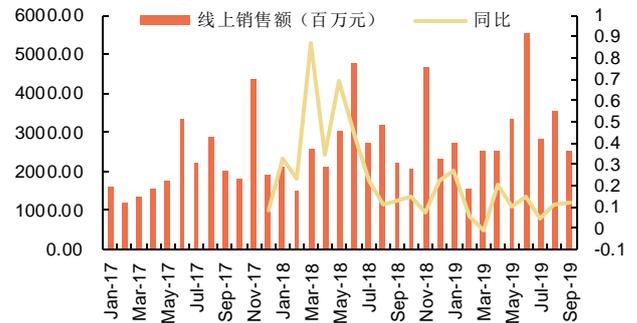
2019年9月冰箱线上销量128.6万台,同比增速20%,销售额25.1亿元,同比增速11.9%,均价1955.6元,同比增速-6.8%;冰箱线下销量59.2万台,同比增速-2.1%,销售额27.9亿元,同比增速-2.1%,均价4717.8元,同比增速-0.1%。

图31: 冰箱九月线上销量128.6万台 增速20%



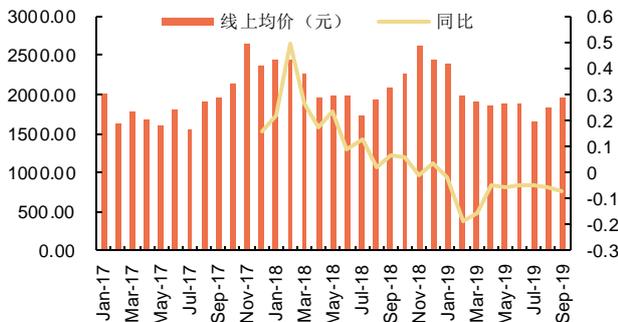
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图32: 冰箱九月线上销售额25.1亿元 增速11.9%



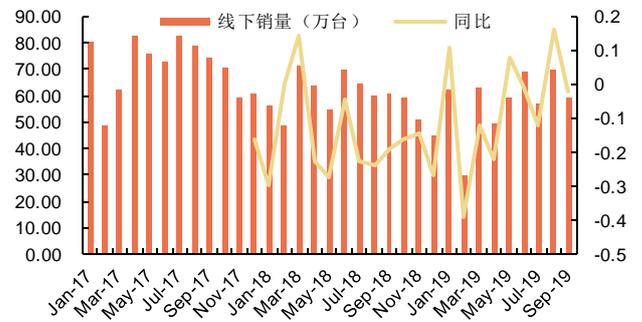
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图33: 冰箱九月线上均价1955.6元 增速-6.8%



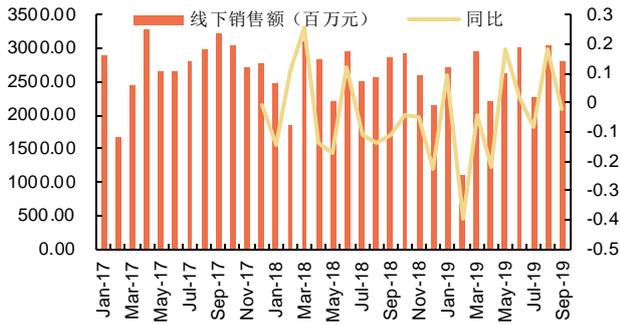
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图34: 冰箱九月线下销量59.2万台 增速-2.1%



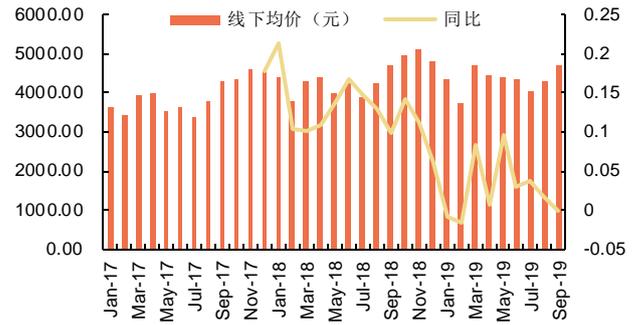
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图35: 冰箱九月线下销售额 27.9 亿元 增速-2.1%



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

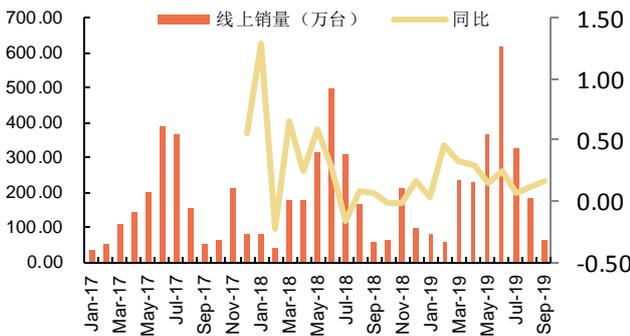
图36: 冰箱九月线下均价 4717.8 元 增速-0.1%



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

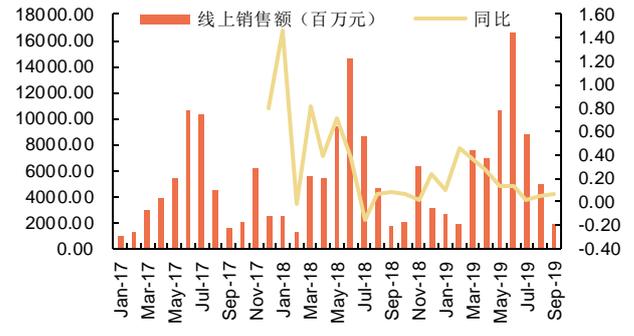
2019年9月家用空调线上销量65.7万台, 同比增速16%, 销售额18.6亿元, 同比增速6.2%, 均价2822.3元, 同比增速-8.4%; 家用空调线下销量67.3万台, 同比增速-3.8%, 销售额26.8亿元, 同比增速-8.7%, 均价3977.4元, 同比增速-5.1%。

图37: 空调九月线上销量 65.7 万台 增速 16%



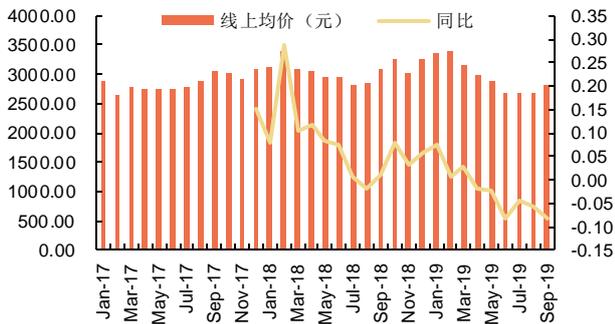
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图38: 空调九月线上销售额 18.6 亿元 增速 6.2%



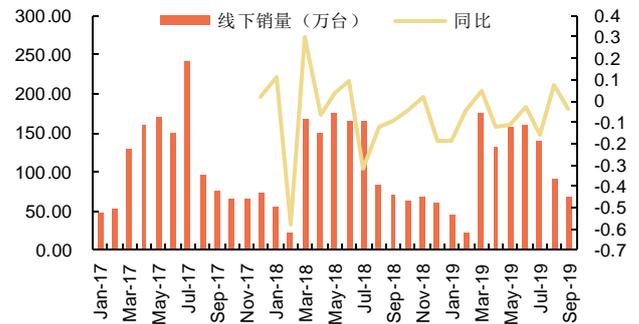
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图39: 空调九月线上均价 2822.3 元 增速-8.4%

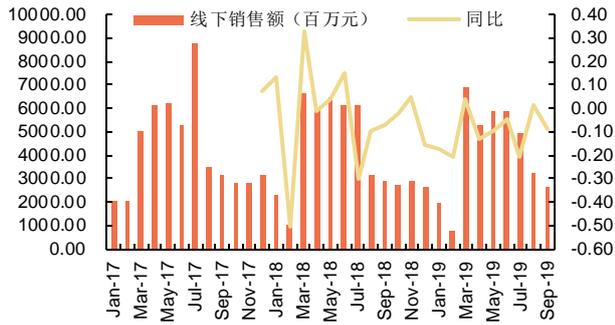


资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

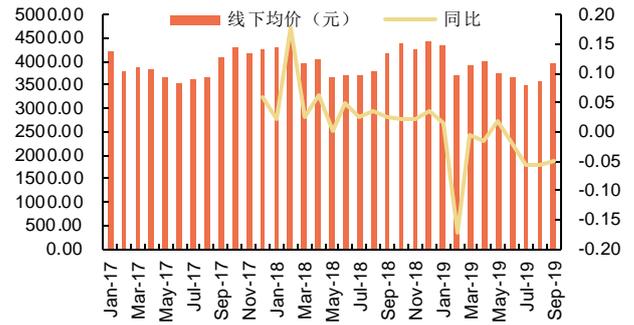
图40: 空调九月线下销量 67.3 万台 增速-3.8%



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

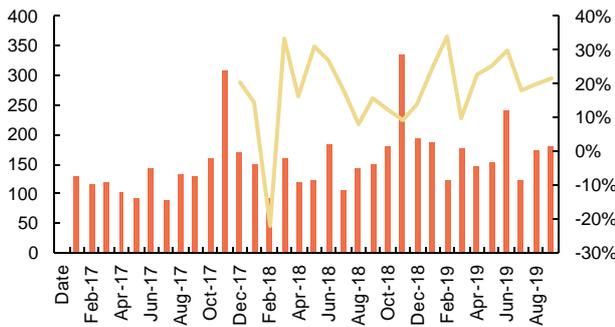
图41: 空调九月线下销售额 26.8 亿元 增速-8.7%


资料来源：奥维云网，申港证券研究所

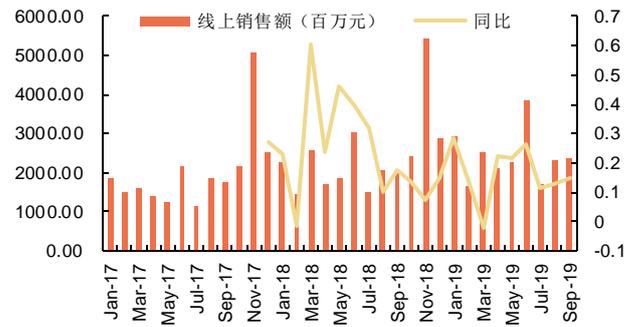
图42: 空调九月线下均价 3977.4 元 增速-5.1%


资料来源：奥维云网，申港证券研究所

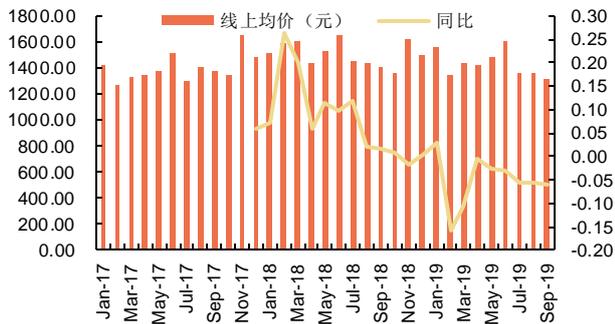
2019年9月洗衣机线上销量181.4万台，同比增速21.9%，销售额23.9亿元，同比增速14.8%，均价1317.4元，同比增速-5.9%；洗衣机线下销量60.5万台，同比增速-8.9%，销售额19.9亿元，同比增速-5.1%，均价3294.5元，同比增速4.2%。

图43: 洗衣机九月线上销量 181.4 万台 增速 21.9%


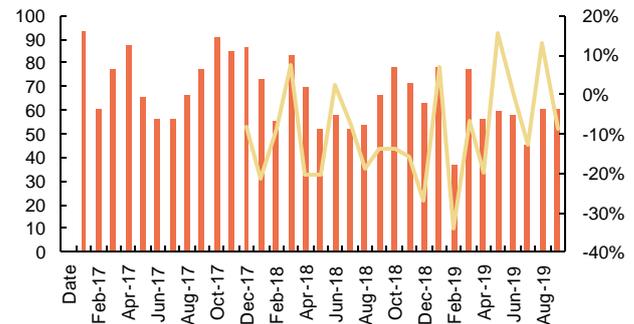
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图44: 洗衣机九月线上销售额 23.9 亿元 增速 14.8%


资料来源：奥维云网，申港证券研究所

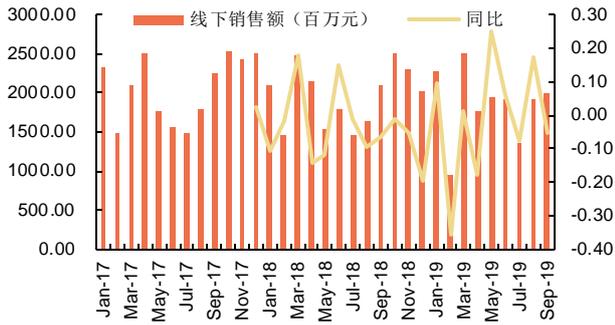
图45: 洗衣机九月线上均价 1317.4 元 增速-5.9%


资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图46: 洗衣机九月线下销量 60.5 万台 增速-8.9%


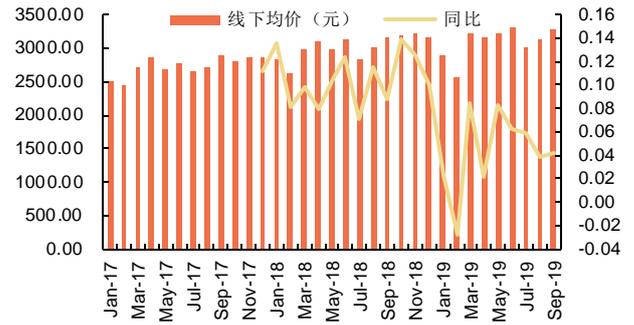
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图47: 洗衣机九月线下销售额 19.9 亿元 增速-5.1%



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

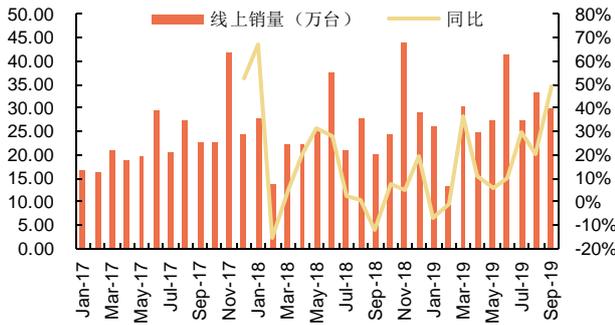
图48: 洗衣机九月线下均价 3294.5 元 增速 4.2%



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

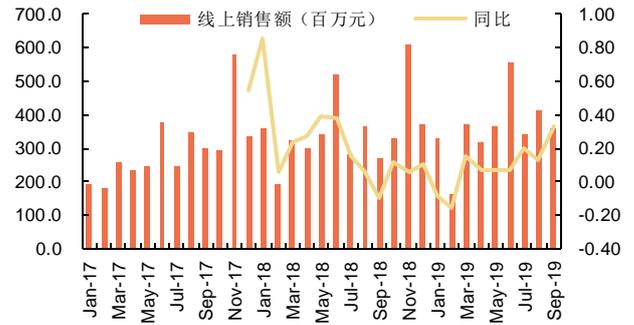
2019年9月油烟机线上销量30.2万台，同比增速49%，销售额3.6亿元，同比增速32.7%，均价1189.4元，同比增速-11%；油烟机线下销量16.5万台，同比增速-12.1%，销售额5.5亿元，同比增速-15.6%，均价3349.3元，同比增速-4%。

图49: 油烟机九月线上销量 30.2 万台 增速 49%



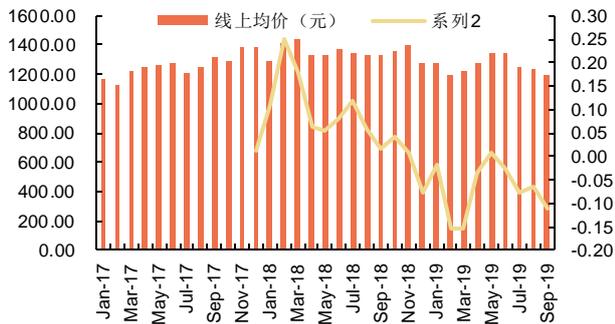
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图50: 油烟机九月线上销售额 3.6 亿元 增速 32.7%



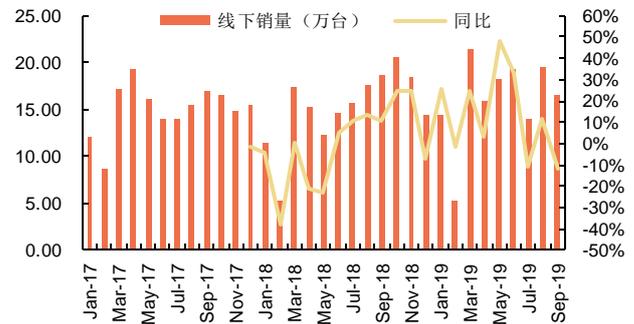
资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图51: 油烟机九月线上均价 1189.4 元 增速-11%

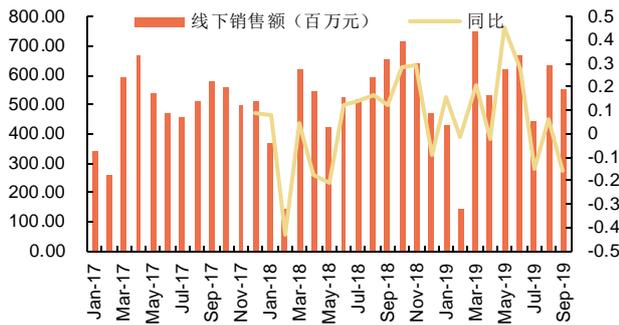


资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

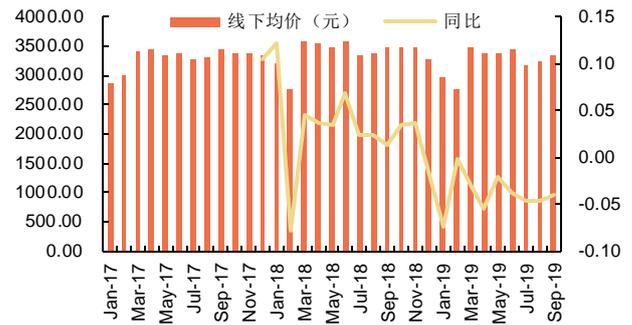
图52: 油烟机九月线下销量 16.5 万台 增速-12.1%



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图 53: 油烟机九月线下销售额 5.5 亿元 增速-15.6%


资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图 54: 油烟机九月线下均价 3349.3 元 增速-4%


资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

4. 行业新闻及公司公告

4.1 行业新闻

海尔智家 12 月将在富森美开设中国南区第一店

10 月 15 日, 海尔家电产业集团副总裁、全球超前研发总经理王晔率团造访富森美 (002818), 考察位于成都富森美城北建材馆的“海尔智家中国南区第一店”, 该店将在 12 月开业。据悉, 海尔智家中国南部首家超级体验中心落地成都富森美, 该店面积达 3500 平米。除了客厅与卧室的基本智慧设施外, 还设有烹饪、食材储鲜、用水、衣物护理的智慧解决方案体验空间, 首次为南部消费者带来了耳目一新的智慧体验。

科沃斯 (603486. SH): 向激励对象授予限制性股票数下调为 433.76 万股

科沃斯 (603486. SH) 公布, 公司向激励对象授予股份后, 在资金缴纳过程中, 5 名激励对象因个人原因自愿放弃公司向其授予的全部限制性股票, 1 名激励对象因个人原因自愿放弃认购部分限制性股票, 合计 7.09 万股, 激励对象由 283 人调整为 278 人, 首次授予的限制性股票数量由 440.85 万股调整为 433.76 万股, 预留限制性股票 134.35 万股不变。此调整由个别激励对象个人原因导致, 除激励对象名单及相应限制性股票数量的变动外, 不影响公司股权激励计划的其他事项及激励股份授予的有效性。

兆驰股份 (002429. SZ) 上修业绩预告 第三季度净利润预增 100%-180%

兆驰股份 (002429. SZ) 发布 2019 年前三季度业绩预告修正公告, 之前在 2019 年半年度报告中披露, 预计 2019 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 5.34 亿元至 6.41 亿元, 同比增长 50%至 80%; 2019 年 7-9 月归属于上市公司股东的净利润 1.743 亿元-2.092 亿元, 同比增长 50%-80%。修正后, 预计前三季度归属于上市公司股东的净利润 6.06 亿元-7.12 亿元, 同比增长 70%-100%; 其中, 第三季度归属于上市公司股东的净利润 2.32 亿元-3.25 亿元, 同比增长 100%-180%。

达华智能: 大幅上修业绩预期, 前三季度预计盈利 2.8 亿-3.2 亿元

达华智能公告称, 公司大幅上修业绩预期, 预计前三季度实现净利润 2.8 亿-3.2 亿

元，去年同期亏损 4 亿，此前预盈 0-1000 万元。

美的集团：全球研发中心增至 28 个

美的集团(000333)“科技月”活动上获悉，近期随着位于德国斯图加特的美的欧洲研发中心正式揭牌，美的在全球的研发中心数目已增至 28 个。

海信家电(00921.HK)：冰箱营销公司认购 6 亿元浙商银行理财产品

海信家电(00921.HK)宣布，于 2019 年 10 月 17 日，公司的非全资附属公司冰箱营销公司(作为认购方)订立(i)2019 浙商银行第三份理财协议以认购 2019 浙商银行第三项理财产品，认购金额为人民币 3 亿元；及(ii)2019 浙商银行第四份理财协议以认购 2019 浙商银行第四项理财产品，认购金额为人民币 3 亿元。。

苏泊尔(002032.SZ)拟每 10 股派中期股息 2.58 元 股权登记日为 10 月 24 日

苏泊尔(002032.SZ)发布 2019 年半年度权益分派实施公告，以公司 2019 年 6 月末总股本 821,243,960 股扣除已完成回购注销的限制性股票 124,050 股后 821,119,910 股为基数，向全体股东每 10 股派 2.58 元人民币现金(含税)。此次权益分派股权登记日为 2019 年 10 月 24 日，除权除息日为 2019 年 10 月 25 日。

长虹美菱(000521.SZ)：前三季净利 8075.20 万元 同比增 23.03%

长虹美菱(000521.SZ)披露三季报，公司 2019 年前三季度实现营业收入 130.41 亿元，同比下降 1.57%；归属于上市公司股东的净利润 8075.20 万元，同比增长 23.03%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1343.12 万元，同比增长 214.58%；经营活动产生的现金流量净额 2.01 亿元，同比下降 16.58%；基本每股收益 0.0773 元。

4.2 公司公告

【科沃斯】关于调整向激励对象授予限制性股票的公告

http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2019-10-15/603486_20191015_1.pdf

【小熊电器】关于全资子公司完成增资及工商变更登记的公告

<http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?1c3516cd-afab-4a68-b068-72df4fe23429>

【苏泊尔】2019 年半年度权益分派实施公告

<http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?bf2cf751-a257-436d-9603-0a1f248b98bb>

【长虹美菱】关于增加预计 2019 年日常关联交易的公告

<http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?4ce65a4f-f177-4369-aa35-b9eaf7224c59>

【海信电器】委托理财进展公告

http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2019-10-19/600060_20191019_1.pdf

【老板电器】关于使用部分自有闲置资金进行投资理财的公告

<http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?38bf4248-875f-4ed2-abdf-dbbf98e3deee>

5. 风险提示

原材料价格大幅波动；

国际环境大幅恶化；

房地产修复不及预期。

研究助理简介

秦一起，家电及轻工首席研究员，2018年wind平台影响力家电行业第三名。浙江大学学士及硕士学位，曾就职于德州仪器任职东亚区域国际家电企业客户经理，具备家电行业产业链深入实业经验及理解研究。2018年初于东兴证券负责家电行业研究。2019年3月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上