

行业研究

滞胀预期渐浓，家电开始跑赢

——家用电器研究周报（2021年第42周）

要点

盈利回升+估值回落，板块配置价值上升

滞胀预期渐浓，风格偏向防御。上周公布的CPI涨幅回落，PPI同比“破10”，社融信贷增速延续回落态势，“滞胀”预期渐浓。“限产限电”政策纠偏+季节轮动效应（前三季度高收益板块在Q4表现相对较弱），10月伊始的市场风格更为均衡，整体偏向防御，前期大幅上涨的上游板块出现回撤，防御性板块相对出彩。10月（截至15日）家电指数上涨1.7%，跑赢大盘1.3个百分点，为年内继9月后第二个月出现超额收益。我们选取17只关注度较高的家电股票作为研究对象，其整体ROE(ttm)自18年中报见顶后处于下降通道，20年三季报ROE为最低值17%，之后触底反弹，截至21年中报ROE回升至22%，略低于历史均值23%（2014年一季报-2021年中报），而同期21年中报17只家电股的整体PB为3.5倍，正好落在历史均值水平。板块估值回落+盈利能力改善，家电行业的配置性价比提升。展望第四季度，家电板块的利空逐渐钝化+估值偏低，较好的配置时点逐渐临近（Q4估值切换胜率较高）。（1）利空钝化：假设原材料价格高位震荡，叠加20H2基数上升，21H2上游成本压力边际递减。

（2）估值偏低：核心家电股整体PE相对大盘的估值快速回落至历史均值下方。

（3）配置价值上升：过去16年的经验表明Q4是全年胜率最高时段，期间家电取得超额收益的概率高达65%。建议关注三条主线：（1）受益于基本面复苏的传统龙头，关注格力电器、海尔智家、美的集团、老板电器、九阳股份、苏泊尔；（2）关注海信视像，股权改革催化+激光电视放量+产品走出国门；（3）景气度高位的新兴家电，相关标的有科沃斯、石头科技、极米科技、火星人。

基本面：8月地产销售降幅扩大，传统品类渐进复苏，清洁电器增速放缓

地产数据：1-8月全国商品房销售面积较2020年同比增长15.9%（较19年同期+12.1%），2021年8月单月较2020年同期下降16%，降幅进一步扩大，主因：1）高基数效应+疫情反复+极端天气扰动；2）地产调控加码，信贷政策收紧，房贷利率上行；3）6月年中房企冲销，叠加上半年销售热度偏高导致需求提前释放。1-8月竣工面积同比+26%，其中8月同比+30%，集中复工支撑竣工快速修复。

家电产销：（1）**空调：**出厂方面，1-8月空调内销同比+9%，相比19年同期-10%，8月单月内销同比-1%，主因生产淡季且需求疲软；1-8月出口同比+14%，相比19年同期+18%，8月单月出口同比+12%，增速相对坚挺主因货柜紧张经销商提前备货。零售方面，8月空调量/额同比-38%/-31%，较2019年同期分别-34%/-28%，空调需求复苏尚需时日。价格方面，20Q4起行业均价同比转正，8月线上/线下价格维持高增长，同比分别+15%/+9%；（2）**大厨电：**8月油烟机零售量/额同比-24%/-17%，相较2019年同期-27%/-21%，景气度不佳主因疫情反复+年初需求提前释放；（3）**厨小家电：**1-8月厨小家电量/额较2020年同期-11%/-11%，较19年同期+2%/-17%，其中破壁料理机1-8月零售量/额分别同比-14%/-28%，较19年同期+48%/+18%。（4）**清洁电器：**以扫/洗地机为例，1-8月科沃斯、添可、石头科技国内线上销售额同比涨幅明显，分别+55%、+874%、+34%，其中2021年8月销额同比分别为+43%、+528%、+37%。

风险分析：地产销售不及预期；原材料成本大幅上升；本币大幅升值。

家电行业

增持（维持）

作者

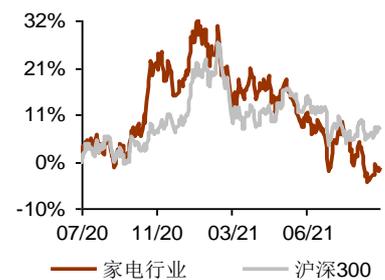
分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、投资逻辑：利空钝化，估值偏低，配置价值上升	5
2、基本面：内销增速修复，出口增长放缓	7
2.1、8月空调出厂：内销增速转负，出口相对积极	7
2.2、空调渠道库存&排产计划	8
2.3、1-8月零售：传统品类增长平淡，新兴品类量额稳升	9
2.4、家电出口金额：9月同比增速小幅回升	14
2.5、原材料：价格上涨或致毛利率承压	14
2.6、地产周期：1-8月商品房销售面积较19年同期+12%	16
3、估值水平：相对PE回落至历史均值以下	18
4、资金面：21Q2公募基金减仓家电	19
4.1、基金持仓分析：21Q2家电持仓环比-2.0个百分点	19
4.2、上周陆股通持仓变化	20
5、上周行业回顾	24
5.1、行情回顾	24
5.2、上周重要公告	26
6、风险分析	26

图目录

图 1: 2005 年至今家电板块相对万得全 A 的超额收益	6
图 2: 2017 年 1 月-2021 年 8 月家用空调月度内销量 (万台)	7
图 3: 2017 年 1 月-2021 年 8 月家用空调月度出口量 (万台)	7
图 4: 2017 年 1 月-2021 年 8 月冰箱月度内销量 (万台)	8
图 5: 2017 年 1 月-2021 年 8 月冰箱月度出口量 (万台)	8
图 6: 2017 年 1 月-2021 年 8 月洗衣机月度内销量 (万台)	8
图 7: 2017 年 1 月-2021 年 8 月洗衣机月度出口量 (万台)	8
图 8: 空调商业渠道库存规模 (万台) & 库存月份 (月, 右轴)	9
图 9: 空调行业排产同比 (%)	9
图 10: 格力空调排产同比 (%)	9
图 11: 美的空调排产同比 (%)	9
图 12: 空调行业零售量推总同比	11
图 13: 空调线上线下均价同比	11
图 14: 线下空调零售量占比 (%)	11
图 15: 线上空调零售量占比 (%)	11
图 16: 油烟机行业零售量推总同比	12
图 17: 油烟机线上线下均价同比	12
图 18: 线下油烟机零售量占比 (%)	12
图 19: 线上油烟机零售量占比 (%)	12
图 20: 冰箱行业零售量推总同比	13
图 21: 冰箱线上线下均价同比	13
图 22: 洗衣机行业零售量推总同比	13
图 23: 洗衣机线上线下均价同比	13
图 24: 家电出口金额: 9 月同比增速小幅回升	14
图 25: 钢材 (冷轧板卷) 价格 (元/吨)	14
图 26: 长江有色市场平均铜价 (元/吨)	14
图 27: 长江有色市场平均铝价 (元/吨)	15
图 28: 塑料 (ABS) 价格 (元/吨)	15
图 29: 空调零售均价和原料成本同比变化	15
图 30: 冰箱零售均价和原料成本同比变化	15
图 31: 洗衣机零售均价和原料成本同比变化	16
图 32: 油烟机零售均价和原料成本同比变化	16
图 33: 全国商品房销售面积累计增速	16
图 34: 各级城市单月销售面积增速	16
图 35: 新开工/竣工面积累计同比	17
图 36: 交房面积月度同比	17
图 37: 主要的传统家电品种相对 PE 回落至历史均值以下	18
图 38: PB-ROE 视角: ROE 回升, PB 向均值回调	18
图 39: 主动公募家电配置比例	19

图 40: 主动公募家电超配比例.....	19
图 41: 主动公募家电子行业配置比例.....	19
图 42: 主动公募家电细分行业超配比例.....	19
图 43: 21Q2 主动公募各行业超配比例.....	20
图 44: 21Q2 主动公募各行业增配比例.....	20
图 45: 各行业超配比例历史百分位.....	20
图 46: 家电子行业超配比例历史百分位.....	20
图 47: 格力电器陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股).....	22
图 48: 美的集团陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股).....	22
图 49: 海尔智家陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股).....	22
图 50: 老板电器陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股).....	22
图 51: 华帝股份陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股).....	22
图 52: 九阳股份陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股).....	22
图 53: 苏泊尔陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股).....	23
图 54: 飞科电器陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股).....	23
图 55: 莱克电气陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股).....	23
图 56: 三花智控陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股).....	23
图 57: 家电板块 2018 年初至今涨跌幅.....	24
图 58: 上周中信家电行业涨跌幅 (%).....	24
图 59: 申万一级行业涨跌幅 (%).....	24
图 60: 家电板块 PE(TTM, 倍).....	24

表目录

表 1: 家电板块部分公司 Wind 一致预期.....	6
表 2: 2021 年 1-8 月各品类累计增速.....	10
表 3: 2021 年 8 月各品类单月增速.....	10
表 4: 上周陆股通持仓情况变化.....	21
表 5: 上周个股涨幅前五位.....	25
表 6: 上周个股跌幅前五位.....	25
表 7: 上周重点公司公告.....	26

1、 投资逻辑：利空钝化，估值偏低，配置价值上升

盈利回升+估值回落，板块配置价值上升

滞胀预期渐浓，风格偏向防御。上周公布的 CPI 涨幅回落，PPI 同比“破 10”，社融信贷增速延续回落态势，“滞胀”预期渐浓。“限产限电”政策纠偏+季节轮动效应（前三季度高收益板块在 Q4 表现相对较弱），10 月伊始的市场风格更为均衡，整体偏向防御，前期大幅上涨的上游板块出现回撤，防御性板块相对出彩。10 月（截至 15 日）家电指数上涨 1.7%，跑赢大盘 1.3 个百分点，为年内继 9 月后第二个月出现超额收益。我们选取 17 只关注度较高的家电股票作为研究对象，其整体 ROE (ttm) 自 18 年中报见顶后处于下降通道，20 年三季报 ROE 为最低值 17%，之后触底反弹，截至 21 年中报 ROE 回升至 22%，略低于历史均值 23%（2014 年一季报-2021 年中报），而同期 21 年中报 17 只家电股的整体 PB 为 3.5 倍，正好落在历史均值水平。板块估值回落+盈利能力改善，家电行业的配置性价比提升。展望第四季度，家电板块的利空逐渐钝化+估值偏低，较好的配置时点逐渐临近（Q4 估值切换胜率较高）。（1）利空钝化：假设原材料价格高位震荡，叠加 20H2 基数上升，21H2 上游成本压力边际递减。

（2）估值偏低：核心家电股整体 PE 相对大盘的估值快速回落至历史均值下方。

（3）配置价值上升：过去 16 年的经验表明 Q4 是全年胜率最高时段，期间家电取得超额收益的概率高达 65%。建议关注三条主线：（1）受益于基本面复苏的传统龙头，关注格力电器、海尔智家、美的集团、老板电器、九阳股份、苏泊尔；

（2）关注海信视像，股权改革催化+激光电视放量+产品走向国门；（3）景气度高位的新兴家电，相关标的有科沃斯、石头科技、极米科技、火星入。

基本面：8 月地产销售降幅扩大，传统品类渐进复苏，清洁电器增速放缓

地产数据：1-8 月全国商品房销售面积较 2020 年同比增长 15.9%（较 19 年同期+12.1%），2021 年 8 月单月较 2020 年同期下降 16%，降幅进一步扩大，主因：1) 高基数效应+疫情反复+极端天气扰动；2) 地产调控加码，信贷政策收紧，房贷利率上行；3) 6 月中房企冲销，叠加上半年销售热度偏高导致需求提前释放。1-8 月竣工面积同比+26%，其中 8 月同比+30%，集中复工支撑竣工快速修复。

家电产销：（1）**空调：**出厂方面，1-8 月空调内销同比+9%，相比 19 年同期-10%，8 月单月内销同比-1%，主因生产淡季且需求疲软；1-8 月出口同比+14%，相比 19 年同期+18%，8 月单月出口同比+12%，增速相对坚挺主因货柜紧张经销商提前备货。**零售端** 8 月空调量/额同比-38%/-31%，较 2019 年同期分别-34%/-28%，空调需求复苏尚需时日。价格方面，20Q4 起行业均价同比转正，8 月线上/线下价格维持高增长，同比分别+15%/+9%；（2）**大厨电：**8 月油烟机零售量/额同比-24%/-17%，相较 2019 年同期-27%/-21%，景气度不佳主因疫情反复+年初需求提前释放；（3）**厨小家电：**1-8 月厨小家电量/额较 2020 年同期-11%/-11%，较 19 年同期+2%/-17%，其中破壁料理机 1-8 月零售量/额分别同比-14%/-28%，较 19 年同期+48%/+18%。（4）**清洁电器：**以扫/洗地机为例，1-8 月科沃斯、添可、石头科技国内线上销售额同比涨幅明显，分别+55%、+874%、+34%，其中 2021 年 8 月销额同比分别为+43%、+528%、+37%。

图 1：2005 年至今家电板块相对万得全 A 的超额收益

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2005	1.5	-0.6	-2.5	5.3	5.0	-2.6	-3.5	-0.7	-2.1	-0.1	1.4	-1.7
2006	-1.0	2.2	-1.5	-11.0	-1.8	-0.8	2.2	-2.9	-1.4	-1.2	3.5	-8.7
2007	5.5	5.3	2.4	5.7	-0.5	6.0	-6.1	-10.1	2.2	-6.8	5.0	5.9
2008	12.3	0.2	-0.7	-1.2	-6.3	-2.1	3.0	-3.0	6.4	3.5	2.8	4.2
2009	-11.0	10.2	-2.7	11.3	-3.7	-7.8	-6.2	9.6	5.0	9.6	4.1	2.6
2010	-0.2	4.3	-0.1	-7.0	2.3	0.9	4.9	2.3	-2.2	1.3	-0.6	3.0
2011	-2.2	13.0	-1.4	0.2	0.4	3.4	-1.3	-4.0	-0.9	-4.0	-5.2	1.1
2012	1.1	6.7	1.4	-1.3	3.1	-3.2	-1.7	0.1	0.9	4.0	3.5	-4.1
2013	4.0	-0.9	5.1	6.3	-6.1	2.2	2.2	-3.7	-0.5	13.3	-0.5	6.2
2014	-1.2	-3.8	0.2	0.8	-0.6	-2.2	-1.6	-2.6	-6.1	0.7	-4.3	-3.1
2015	8.4	0.2	-4.7	-0.3	-2.5	6.2	-2.8	1.3	-4.7	-3.3	-0.7	5.6
2016	5.9	-1.1	-3.9	2.4	1.0	0.6	3.8	-5.1	6.1	-2.4	5.4	-2.7
2017	2.2	3.0	5.8	3.0	4.2	7.7	-5.6	-3.6	1.7	9.3	0.5	4.2
2018	8.5	-1.9	-4.2	-1.9	4.9	4.4	-7.3	-5.8	-0.4	-0.9	0.1	1.4
2019	10.3	-7.5	-0.2	6.7	0.1	0.6	1.0	-1.0	-0.5	4.0	0.2	3.8
2020	-2.4	-3.1	-4.3	2.4	5.6	-6.0	-2.2	-1.3	4.1	6.2	4.8	1.2
2021	-3.0	-1.5	-0.2	-3.0	-6.5	-7.9	-6.1	-3.3	0.02	1.3		

资料来源：Wind，光大证券研究，截至 2021 年 10 月 15 日，单位：%

表 1：家电板块部分公司 Wind 一致预期

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2020 年 归母净利润 (亿元)	2021 年 盈利预测 (亿元)	2021 年 PE (倍)	2021 年 g	CAGR ¹	PE/G
000333.SZ	美的集团	4,956.7	272.2	293.3	16.9	8%	11.1%	1.5
000651.SZ	格力电器	2,349.1	221.8	245.1	9.6	11%	11.9%	0.8
600690.SH	海尔智家	2,305.0	88.8	126.4	18.2	42%	24.7%	0.7
603195.SH	公牛集团	975.4	23.1	29.6	32.9	28%	20.2%	1.6
603486.SH	科沃斯	875.1	6.4	19.4	45.2	202%	75.7%	0.6
002050.SZ	三花智控	874.8	14.6	19.5	45.0	33%	25.3%	1.8
688169.SH	石头科技	516.8	13.7	17.5	29.6	27%	28.0%	1.1
002032.SZ	苏泊尔	389.0	18.5	20.9	18.6	13%	12.9%	1.4
002508.SZ	老板电器	320.9	16.6	19.5	16.5	17%	15.8%	1.0
688696.SH	极米科技	239.0	2.7	4.7	50.5	76%	55.4%	0.9
300894.SZ	火星号	204.8	2.8	4.2	48.9	52%	38.3%	1.3
603868.SH	飞科电器	181.9	6.4	7.2	25.4	12%	12.0%	2.1
002242.SZ	九阳股份	172.6	9.4	10.1	17.1	7%	12.2%	1.4
002705.SZ	新宝股份	168.1	11.2	10.7	15.7	-4%	14.0%	1.1
603515.SH	欧普照明	161.2	8.0	9.8	16.4	23%	17.1%	1.0
600060.SH	海信视像	160.6	12.0	13.6	11.8	14%	18.1%	0.7
603355.SH	莱克电气	145.7	3.3	7.4	19.6	127%	53.5%	0.4
000921.SZ	海信家电	141.2	15.8	17.5	8.1	11%	12.2%	0.7
688007.SH	光峰科技	121.5	1.1	2.3	52.8	102%	55.0%	1.0
002677.SZ	浙江美大	101.8	5.4	6.7	15.2	23%	20.5%	0.7
002959.SZ	小熊电器	77.2	4.3	4.0	19.5	-8%	13.2%	1.5
300911.SZ	亿田智能	74.7	1.4	2.0	37.1	40%	33.0%	1.1
688793.SH	倍轻松	65.3	0.7	1.2	54.7	69%	59.8%	0.9
002035.SZ	华帝股份	60.2	4.1	5.7	10.6	39%	22.4%	0.5
605336.SH	帅丰电器	41.7	1.9	2.6	16.0	34%	29.2%	0.5
300824.SZ	北鼎股份	38.9	1.0	1.2	32.9	18%	23.3%	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所，盈利预测为 Wind 一致预期，截至 2021 年 10 月 15 日

¹ 统计时间段：2020 年至 2023 年

2、 基本面：内销增速修复，出口增长放缓

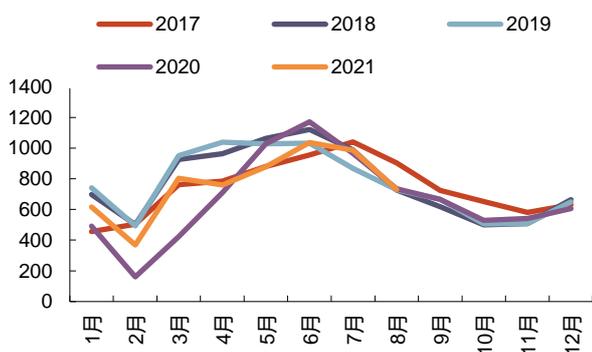
2.1、 8月空调出厂：内销增速转负，出口相对积极

8月空调：内销增速转负，出口相对积极。2021年8月家用空调出货1090万台(yoy+3.2%)，其中内销730万台(yoy-0.8%)，8月是新冷年和生产淡季的开始，同时终端需求疲软也抑制出货水平；8月空调出口360万台(yoy+12.3%)，增速保持高位，主因前期的货柜紧张，经销商提前备货。与19年同期相比，1-8月空调内销下降10%，1-8月出口增长18%。整体来看，2021年1-8月内销尚未恢复至2019年同期水平，主要由于龙头企业的备货模式变迁，线下消费能力恢复尚需时日，全国天气并无大面积持续高温。

8月冰箱：单月出口同比双位数下滑。8月冰箱出货量同比-11%，其中内销/外销分别同比-7%/-14%均有所下滑；出货量较2019年同期+9%，内销/外销分别较2019年-4%/+24%。内销下滑主因8月全国疫情多点反复和汛情影响运输和经销商拿货；出口方面，海运价格持续高企+人民币汇率持续上升+去年同期基数较高+德尔塔病毒海外多地扩散，冰箱下半年出口开启艰难模式。1-8月冰箱出货量累计同比+10%，其中内销累计同比+5%，外销累计同比+15%；与2019年相比，1-8月冰箱销量提升10%，其中内销/外销分别为-2%/+25%。

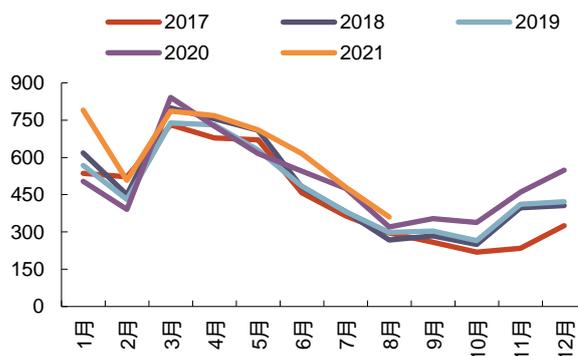
8月洗衣机：单月外销同比为负。8月洗衣机出货量同比-8%，其中内销/外销分别同比-6%/-11%；出货量较2019年同期-2%，内销/外销分别较2019年-7%/+6%。8月出口整体下滑的原因有二，一是疫情反复使得出口运价不断上升，各港口运力不足；二是去年下半年出口量快速上升，同期基数偏大，故洗衣机出口的全年增长率将在下半年慢慢回落。1-8月洗衣机累计出货量同比+14%，其中内销累计同比+8%，外销累计同比+22%；与2019年相比，1-8月洗衣机销量提升4%，其中内销/外销分别为-5%/+16%。

图 2：2017 年 1 月-2021 年 8 月家用空调月度内销量（万台）



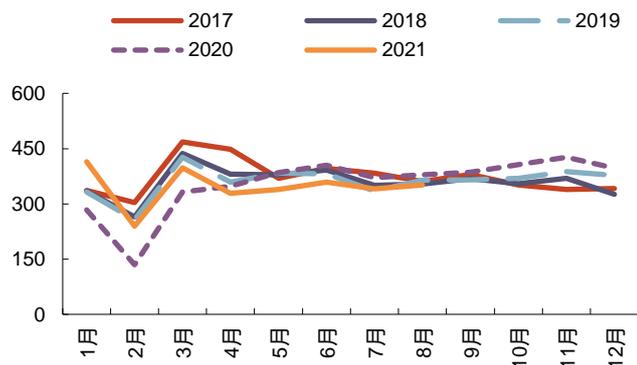
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 3：2017 年 1 月-2021 年 8 月家用空调月度出口量（万台）



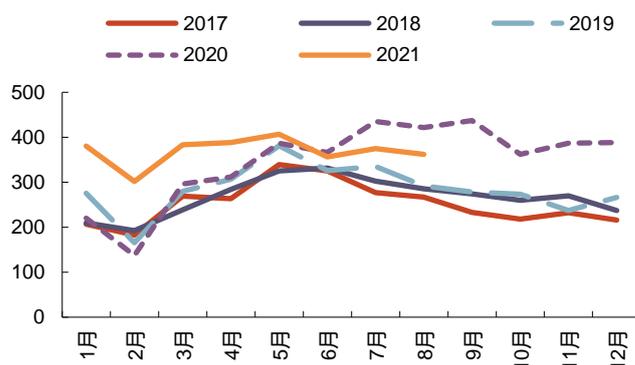
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 4：2017 年 1 月-2021 年 8 月冰箱月度内销量（万台）



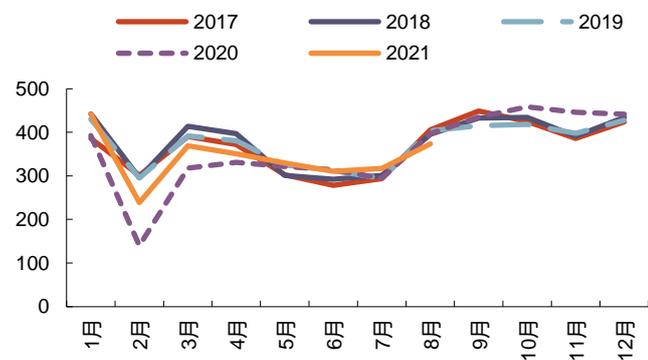
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 5：2017 年 1 月-2021 年 8 月冰箱月度出口量（万台）



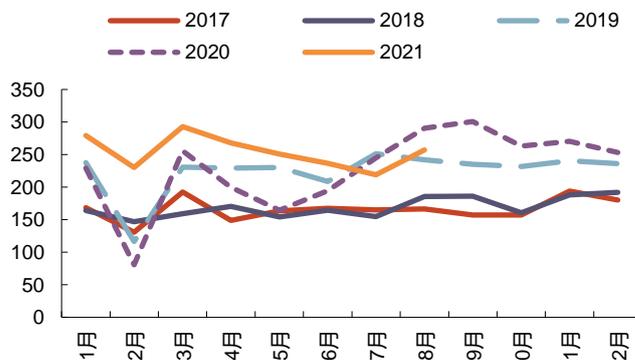
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 6：2017 年 1 月-2021 年 8 月洗衣机月度内销量（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 7：2017 年 1 月-2021 年 8 月洗衣机月度出口量（万台）

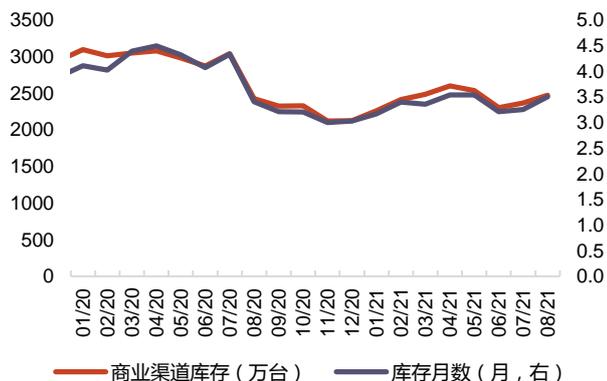


资料来源：产业在线，光大证券研究所

2.2、空调渠道库存&排产计划

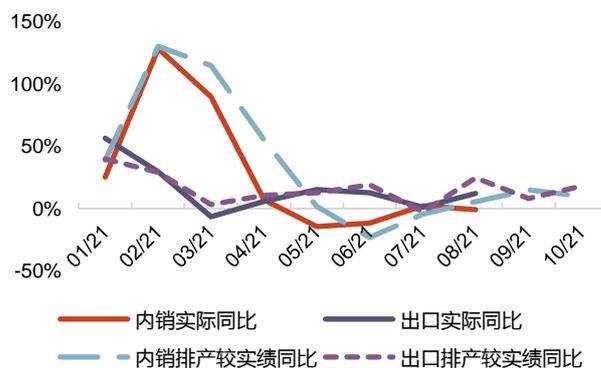
8 月空调渠道库存 2400+万台，环比略有提升。2021 年 1-8 月空调内销出厂同比+9%，同期终端零售累计同比-7%，终端需求不振导致渠道库存于今年被动抬升。但整体上，当前渠道库存仍处于近年较低水平，从库存月数测算来看，8 月库存月数为 3.5 个月，2020 年 7 月后老能效空调不再生产，老能效产品去库相对较为有效。分品牌来看，8 月渠道库存主要来自格力的 800 多万台，美的和奥克斯的体量都在 300 多万台。

图 8：空调商业渠道库存规模（万台）&库存月份（月，右轴）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

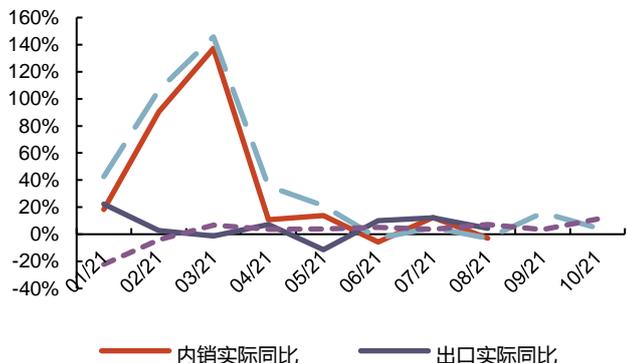
图 9：空调行业排产同比（%）



资料来源：产业在线，光大证券研究所，2021 年排产数据为计划数

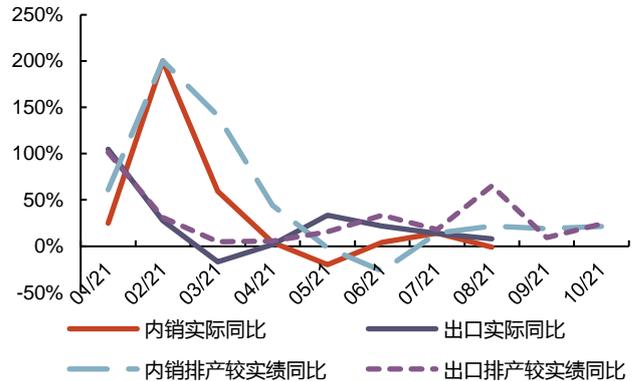
10 月空调行业预计总排产 981.5 万台，较去年同期生产实绩增长 5%。据产业在线排产数据显示，10 月行业总排产 981.5 万台，同比去年实绩+5%，其中 10 月内销排产较去年实绩增长 10%（主因库存压力较小+企业为新冷年开盘做准备），外销排产较去年实绩增长 18%，海外需求仍维持强韧性。分品牌来看，格力/美的 10 月排产较去年同期生产实绩同比分别为+2%/+11%，其中内销排产相比去年实绩分别为+4%/+21%，外销分别为+11%/+24%。

图 10：格力空调排产同比（%）



资料来源：产业在线，光大证券研究所，2021 年排产数据为计划数

图 11：美的空调排产同比（%）



资料来源：产业在线，光大证券研究所，2021 年排产数据为计划数

2.3、1-8 月零售：传统品类增长平淡，新兴品类量额稳升

1-8 月零售：传统品类增长持续疲软，新兴品类量额稳升。以 2019 年为基数，2021 年 1-8 月传统品类的增长略显乏力（或因更新需求主导，而居民收入恢复较慢），其中冰柜、洗衣机表现尚可（量额均超两位数增长），空调、彩电下滑明显，大厨电负增长态势延续，厨房小家电则因去年同期受益于疫情面临高基数。新兴品类方面，洗碗机、吸尘器、微蒸烤复合机的销额较 19 年提升显著，但因基数抬升，其相较 2020 年的增速回落。

表 2: 2021 年 1-8 月各品类累计增速²

	销量较 2020 年同期	销量较 2019 年同期	销额较 2020 年同期	销额较 2019 年同期
彩电	-16.1%	-23.0%	13.2%	-9.2%
冰箱	1.6%	-2.0%	13.5%	6.2%
冷柜	15.9%	10.7%	20.6%	3.3%
洗衣机	11.4%	-0.3%	20.0%	1.8%
空调	-7.0%	-20.4%	0.9%	-24.2%
厨电	-3.6%	-15.4%	8.4%	-8.6%
电热	4.3%	-7.9%	6.5%	-14.3%
集成灶	42.2%	48.5%	59.6%	63.8%
燃热	7.9%	-11.3%	14.6%	-13.8%
小家电	-11.0%	-11.1%	-11.4%	-27.4%
洗碗机	3.2%	38.1%	15.8%	43.3%
单功能微蒸烤	-21.9%	-4.8%	-17.0%	-20.6%
微蒸烤复合机	-6.4%	41.3%	14.0%	68.1%
净化器	6.6%	-16.5%	-1.5%	-36.8%
净水器	-0.7%	-15.5%	2.4%	-28.7%
清洁电器	9.0%	27.7%	34.9%	48.8%
扫地机器人	-3.8%	-2.0%	28.5%	40.3%
电风扇	-9.7%	2.2%	-5.3%	-13.7%
电暖器	54.2%	29.6%	45.1%	8.1%

资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

表 3: 2021 年 8 月各品类单月增速

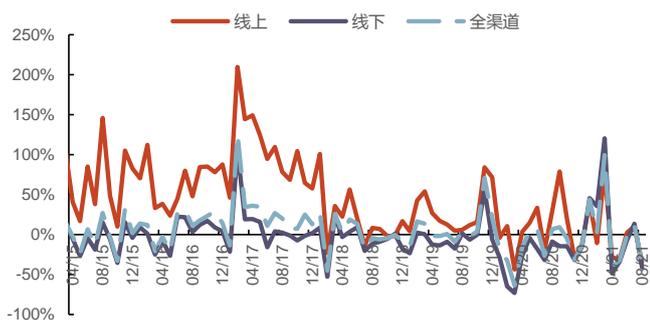
	销量较 2020 年同期	销量较 2019 年同期	销额较 2020 年同期	销额较 2019 年同期
彩电	-19.3%	-22.0%	7.1%	-1.6%
冰箱	-11.7%	-9.7%	-7.5%	-4.7%
冷柜	-24.2%	-10.7%	-20.6%	-15.8%
洗衣机	2.1%	-2.6%	5.8%	-0.6%
空调	-37.8%	-33.7%	-31.0%	-28.4%
厨电	-23.3%	-27.5%	-16.2%	-20.4%
电热	-21.7%	-29.7%	-17.0%	-29.3%
集成灶	13.0%	28.5%	36.1%	54.5%
燃热	-17.3%	-26.5%	-14.8%	-26.4%
小家电	-9.9%	-21.5%	-15.6%	-35.5%
洗碗机	-18.3%	4.9%	-12.4%	12.1%
单功能微蒸烤	-15.3%	-19.5%	-18.6%	-33.4%
微蒸烤复合机	-2.2%	20.2%	2.8%	43.5%
净化器	65.8%	41.6%	-2.3%	-29.7%
净水器	-14.4%	-30.0%	-17.0%	-36.8%
清洁电器	3.4%	19.6%	20.6%	49.9%
扫地机器人	28.0%	50.9%	58.9%	124.3%
电风扇	-23.1%	-15.9%	-27.3%	-30.3%
电暖器	-7.2%	42.2%	-13.2%	25.6%

资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

² 统计口径: 厨电包括油烟机、燃气灶、消毒柜; 小家电包括破壁机、搅拌机、榨汁机、电磁炉、电水壶、电饭煲、电压力锅、豆浆机

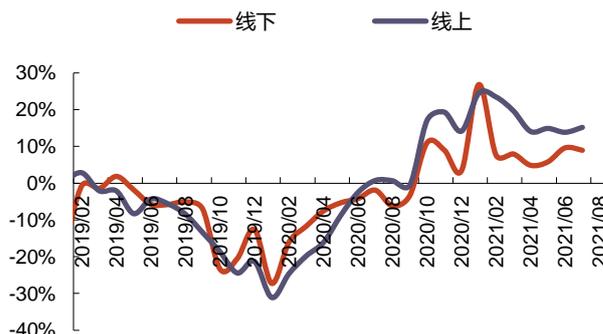
8月空调：需求较为疲弱，零售大幅下跌。奥维云网推总数据显示8月空调全渠道零售量/额同比-38%/-31%，较2019年同期分别-34%/-28%，主因终端景气度较弱，一方面原材料涨价导致产品提价压制需求，另一方面部分地区疫情反复叠加多地降温明显，需求受到影响。其中线上零售量145.4万台（同比-35%），零售额46.1亿元（同比-25%）；线下零售量138.4万台（同比-41%），零售额51.8亿元（同比-36%）。与19年同期相比，空调8月零售量/额同比-34%/-28%，零售端修复尚需时日。

图 12：空调行业零售量推总同比



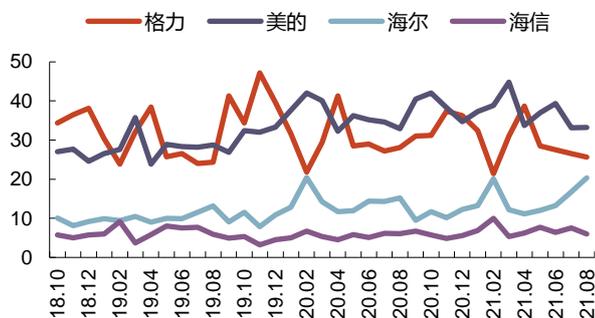
资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至2021年8月

图 13：空调线上线下均价同比



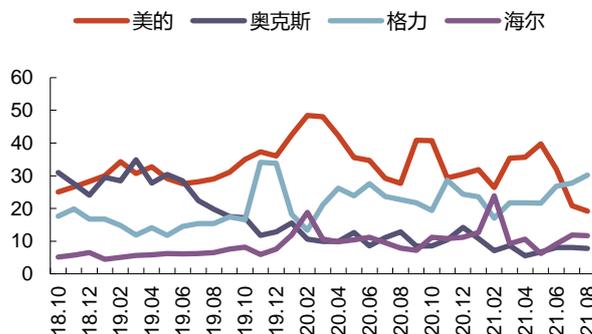
资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至2021年8月

图 14：线下空调零售量占比(%)



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至2021年8月

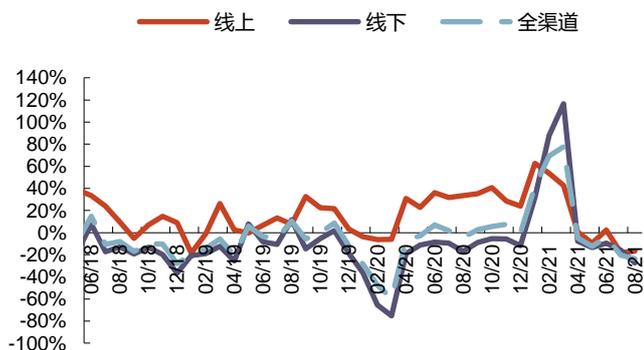
图 15：线上空调零售量占比(%)



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至2021年8月

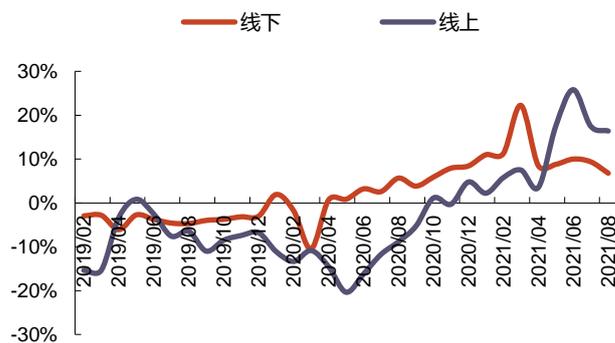
8月厨电：油烟机量/额下滑明显。奥维云网推总数据显示，8月油烟机全渠道零售量/额同比-24%/-17%，下滑主因年初需求过度释放叠加疫情反复。其中线上市场零售额9.3亿（同比-3%），零售量67.2万台（同比-17%），线下油烟机零售额17.1亿元（同比-23%），零售量107.5万台（同比-27%）。8月油烟机零售量/额相较19年同期-27%/-21%。

图 16: 油烟机行业零售量推总同比



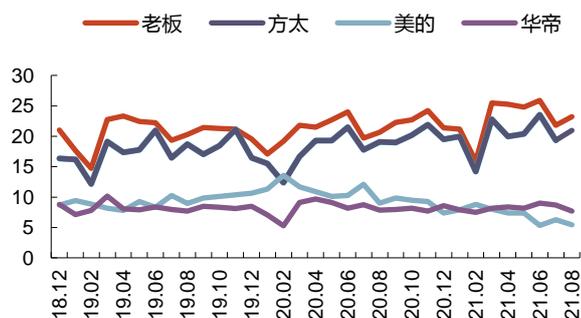
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 8 月

图 17: 油烟机线上线下均价同比



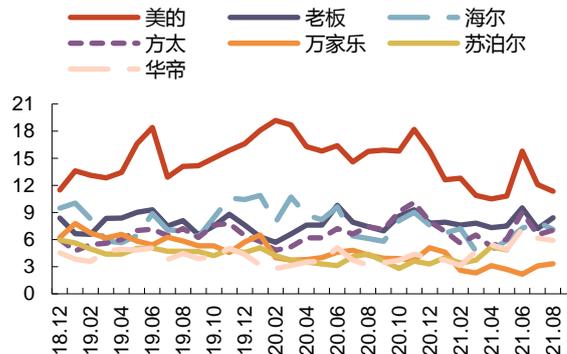
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 8 月

图 18: 线下油烟机零售量占比(%)



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 8 月

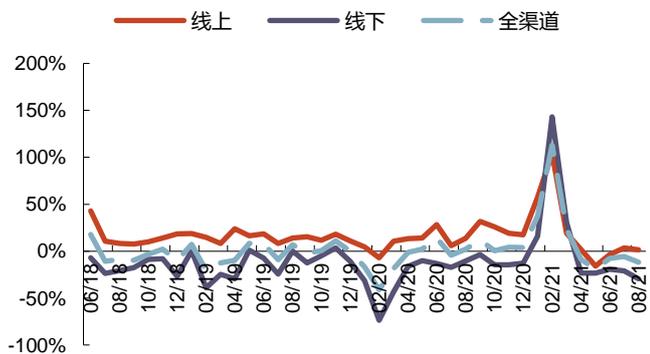
图 19: 线上油烟机零售量占比(%)



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 8 月

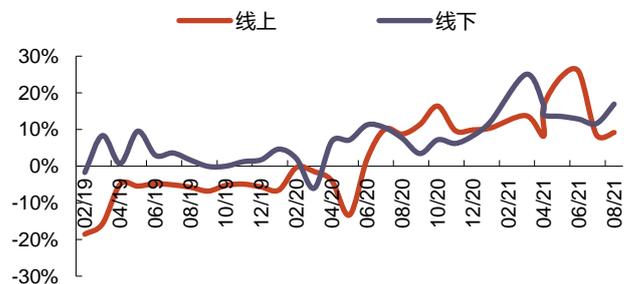
8月冰箱 & 洗衣机: 线下销售量/额降幅明显, 全渠道较19年仍未恢复。奥维云网推总数据显示, 8月冰箱全渠道量/额同比为-12%/-8%, 其中冰箱线上零售量/额 yoy+1%/+10%, 线下-30%/-19%, 全渠道量/额与19年相比-10%/-5%; 洗衣机全渠道量/额同比为+2%/+6%, 洗衣机线上零售量/额 yoy+19%/+36%, 线下为-23%/-16%, 全渠道量/额与19年相比-2.6%/-0.6%。

图 20: 冰箱行业零售量推总同比



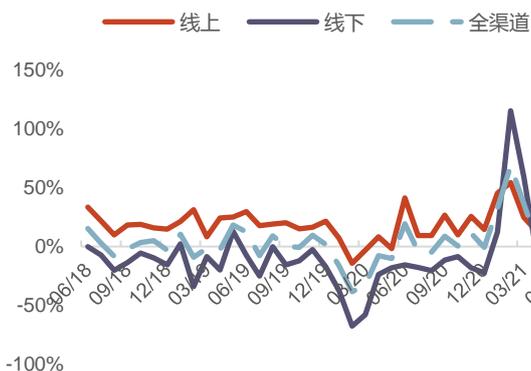
资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至 2021 年 8 月

图 21: 冰箱线上线下均价同比



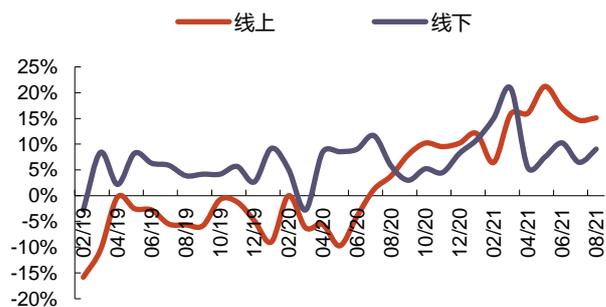
资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至 2021 年 8 月

图 22: 洗衣机行业零售量推总同比



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至 2021 年 8 月

图 23: 洗衣机线上线下均价同比



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至 2021 年 8 月

2.4、家电出口金额：9月同比增速小幅回升

9月家电出口金额同比增速小幅回升。海关总署数据显示，9月家用电器出口金额同比增速+38.83%，相较8月水平（+33.21%）小幅回升，该数据自2月至今趋势性回落，在下半年转为小幅上扬，或因海外德尔塔病毒反复导致。需求端看，随着欧美主要经济体逐步接近群体免疫状态，以及大流行病失业补贴发放结束，欧美耐用品消费逐步恢复至正常水位。供给端看，随着全球家电产能和物流运输恢复，自去年下半年开始的产能转移逐渐告一段落。

图 24：家电出口金额：9月同比增速小幅回升

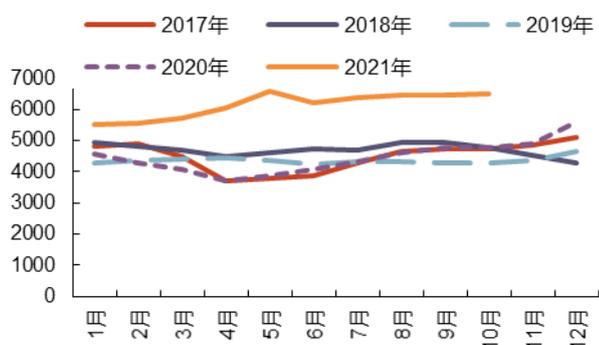


资料来源：海关总署，光大证券研究所，截至 2021 年 9 月

2.5、原材料：价格上涨或致毛利率承压

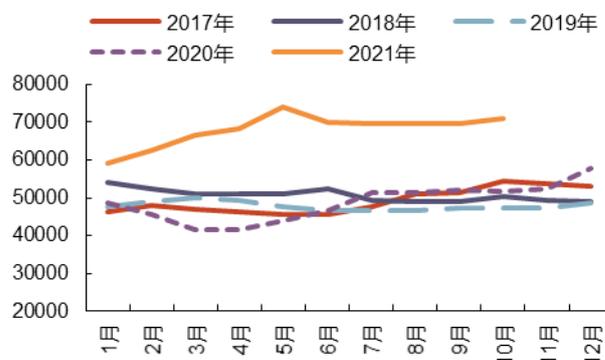
整体来看，家电主要原材料价格在 2021 年持续走高，5 月达到阶段性高点。2020 年下半年起家电成本端红利消失，20Q1 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比-1%、-8%、-2%、-11%；20Q2 的同比变化分别为-11%、-8%、-8%、-15%；20Q3 的同比变化分别为+6%、+10%、+4%、+5%；20Q4 的同比变化分别是+16%、+15%、+12%、+33%。21Q1 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比+31%、+40%、+22%、+44%，21Q2 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比+61%、+60%、+43%、+67%；下半年开始，在基数效应下，各原材料价格增速小幅回落，21Q3 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比+41%、+35%、+40%、+39%。

图 25：钢材（冷轧板卷）价格（元/吨）



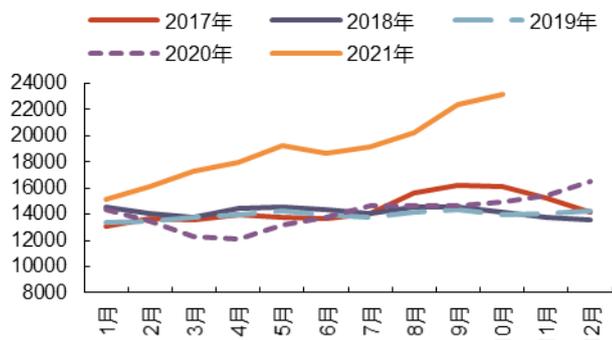
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 10 月 16 日

图 26：长江有色金属市场平均铜价（元/吨）



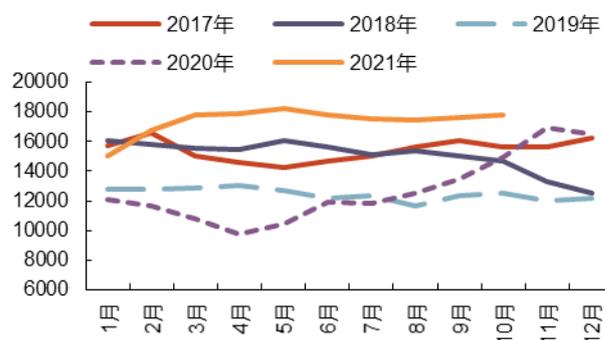
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 10 月 16 日

图 27: 长江有色市场平均铝价 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2021 年 10 月 16 日

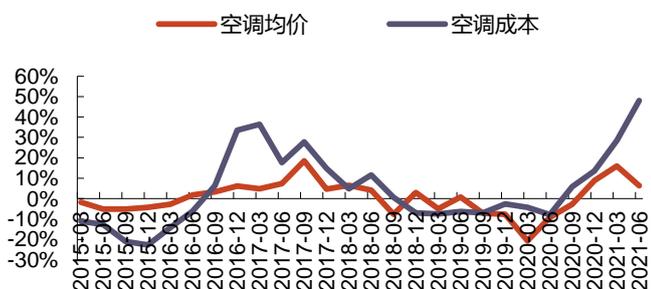
图 28: 塑料 (ABS) 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2021 年 10 月 16 日

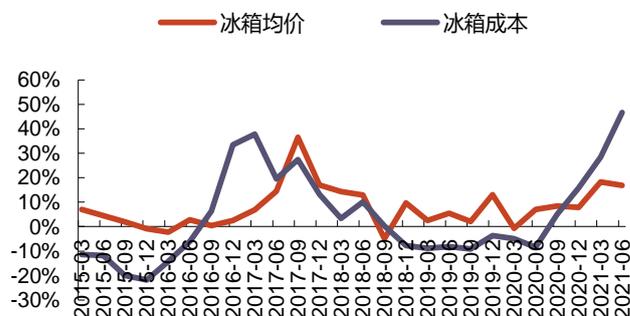
原材料价格高位, 21H1 家电利润率承压。家电行业的均价-成本剪刀差红利在 2015 年最为显著, 2016-17 年则见证了严峻的成本上涨, 2018 年均价和成本的同比增速同步向下。2019 年产品均价同比基本为正+原材料价格负增长, 其中冰箱和洗衣机享受更为明显的剪刀差红利, 空调价格在 19Q1 出现负增长后已经恢复同比增长, 油烟机价格持续下探导致该细分行业较难感受成本红利。2020 年家电产品均价由于疫情, 经历了 Q1 下降, Q2-Q3 持续回升的 V 字反弹, Q3-Q4 原材料价格同比大幅上升。2021 年上半年, 主要家电的成本显著承压, 其可变成本的同比压力已经超过了 2016-17 年。

图 29: 空调零售均价和原料成本同比变化



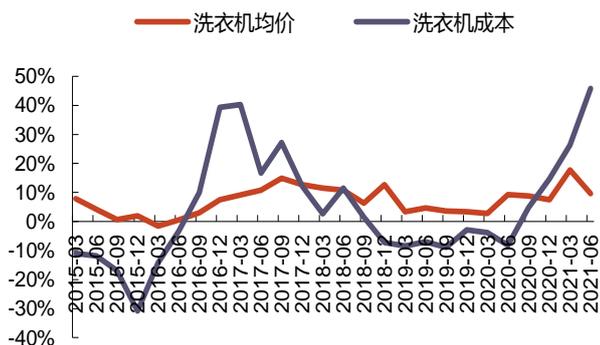
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 30: 冰箱零售均价和原料成本同比变化



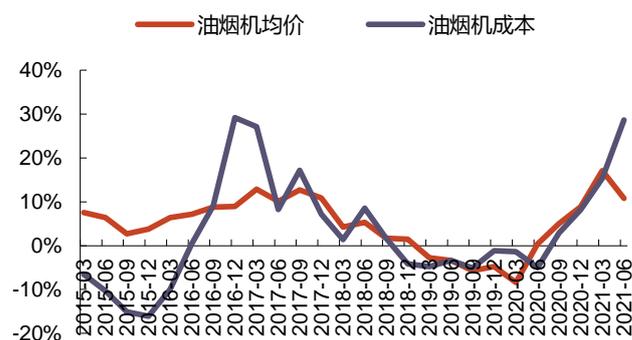
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 31: 洗衣机零售均价和原料成本同比变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 32: 油烟机零售均价和原料成本同比变化

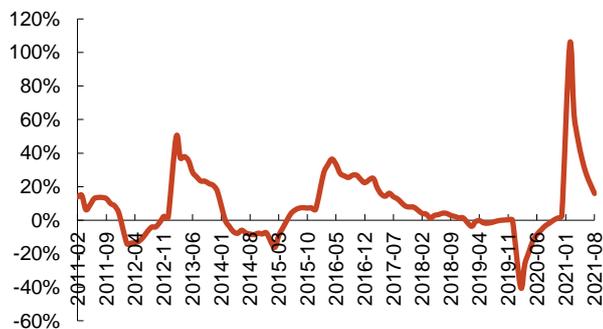


资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.6、地产周期: 1-8 月商品房销售面积较 19 年同期+12%

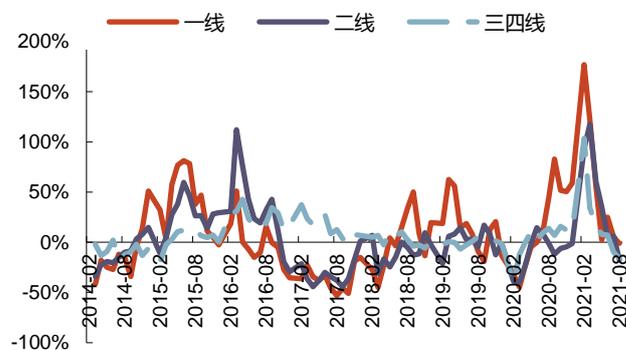
8 月新房销售面积增速同比-16%，降幅进一步扩大。1-8 月全国商品房销售面积较 2020 年同比增长 15.9%（较 19 年同期+12.1%），2021 年 8 月单月较 2020 年同期下降 16%，降幅进一步扩大，主因：1) 去年同期销售高基数效应+疫情及天气原因扰动；2) 近期地产管控加码，各地因城施策，信贷政策持续收紧，房贷利率上行；3) 6 月中房企冲销，叠加上半年销售热度偏高导致需求提前释放。随着调控政策不断深化，预计 9 月销售下滑趋势将继续维持。

图 33: 全国商品房销售面积累计增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2021 年 8 月

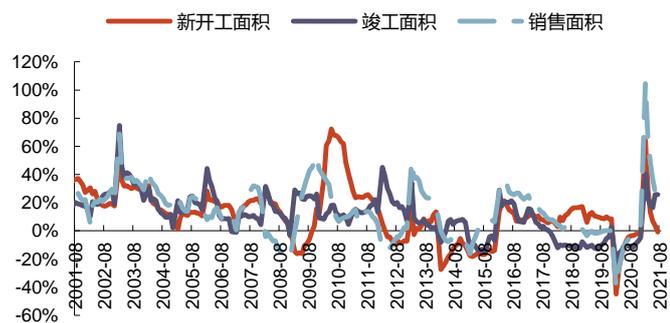
图 34: 各级城市单月销售面积增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2021 年 8 月

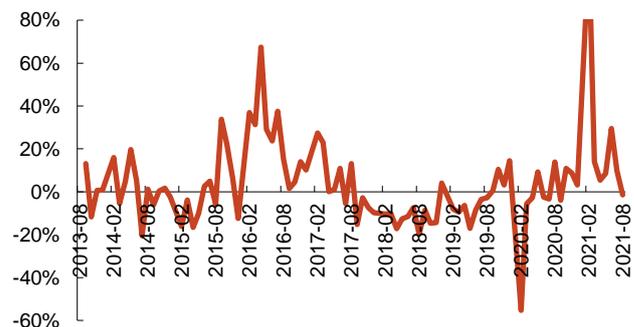
8 月房地产新开工增速回落，竣工维持相对高位。1-8 月房屋新开工面积较 2020 年下降 3.2%，较 19 年同期-5.8%，21 年 8 月单月同比为-14.6%，较 19 年 8 月-13.6%，主因地产政策收紧造成房企土地储备规模减少，此外融资受新规影响，房企资金面承压；1-8 月房屋竣工面积，较 2020 年增速为+26%，与上月累计同比基本持平，较 19 年同期+15.1%，21 年 8 月单月较去年同期+29.6%，较 19 年 8 月+23%，8 月单月竣工增速环比小幅增长。

图 35: 新开工/竣工面积累计同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 8 月

图 36: 交房面积月度同比

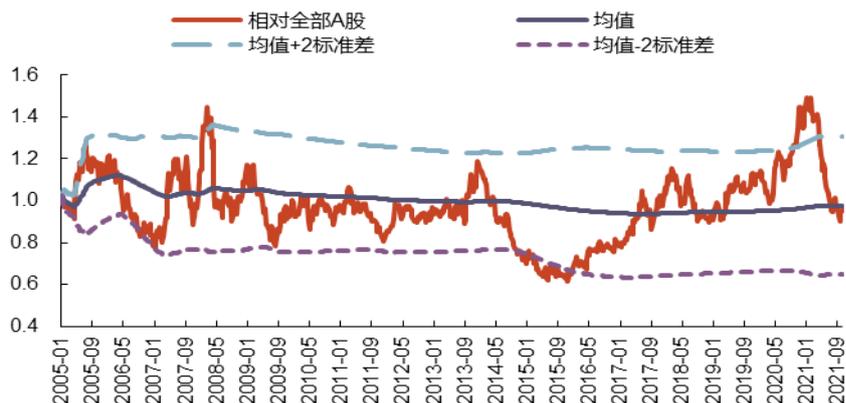


资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 8 月

3、 估值水平：相对 PE 回落至历史均值以下

传统家电相对全部 A 股估值回落至历史均值以下。我们选取了 17³家关注度较高的传统家电股票，并以此计算其整体 PE (TTM) 相对大盘的估值水平。数据显示，当前相对 PE 水位 0.96，落至历史均值以下，近年的阶段高点出现在 2021 年 1 月 (均值+2 标准差上方)。

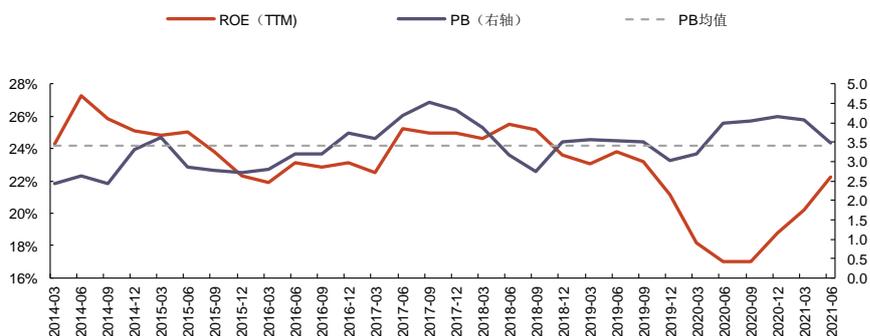
图 37：主要的传统家电品种相对 PE 回落至历史均值以下



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 10 月 15 日

PB-ROE 视角：ROE (ttm) 回升，PB⁴已经回归均值。我们选取 17 只家电股票作为研究对象 (样本同前)，其整体 ROE (ttm) 自 18 年中报见顶后处于下降通道，20 年三季报 ROE (ttm) 为最低值 17%，之后触底反弹，截至 21 年中报 ROE (ttm) 回升至 22%，仍低于历史均值 23% (2014 年一季报-2021 年中报)。与此同时，21 年中报 17 只家电股的整体 PB 为 3.5 倍，正好落在历史均值位置 (2014 年一季报-2021 年中报)。

图 38：PB-ROE 视角：ROE 回升，PB 向均值回调



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：3 月指一季报，6 月指中报，以此类推

³ 选取的 17 只家电股票为美的集团、格力电器、海尔智家、三花智控、海信家电、海信视像、长虹美菱、惠而浦、老板电器、华帝股份、浙江美大、万和电气、苏泊尔、九阳股份、新宝股份、飞科电器、莱克电气

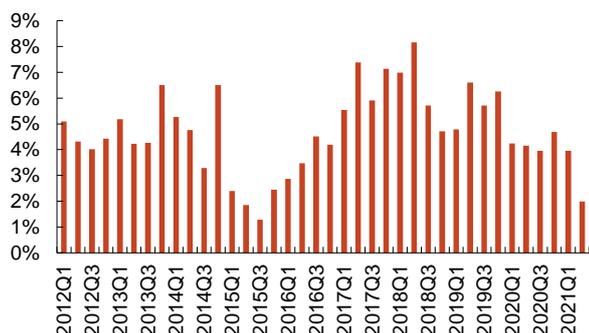
⁴ PB 指标中股价采用季报公布最后一日数据，即 4 月 30 日、8 月 31 日、10 月 31 日、3 月 31 日的数值进行计算

4、 资金面：21Q2 公募基金减仓家电

4.1、 基金持仓分析：21Q2 家电持仓环比-2.0 个百分点

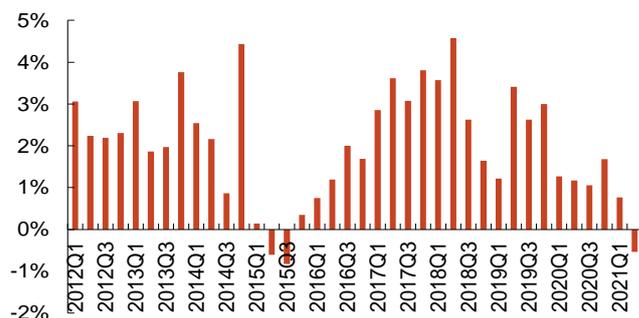
21Q2 主动公募继续减持白电龙头。整体来看，21Q2 主动公募基金减配家电，其配置比例为 2.0%，环比-2.0 个百分点，家电超配比例-0.5%，环比下降 1.3 个百分点。细分行业看，21Q2 公募基金减配白电 1.98 个点，减持小家电 0.07 个点，此外黑电、厨电、照明及其他仓位基本持平。2012Q1-2021Q2 百分位分析，白电、大厨电、小家电、照明及其他、黑电超配比例的历史百分位分别为 8%、3%、63%、26%、18%。

图 39：主动公募家电配置比例



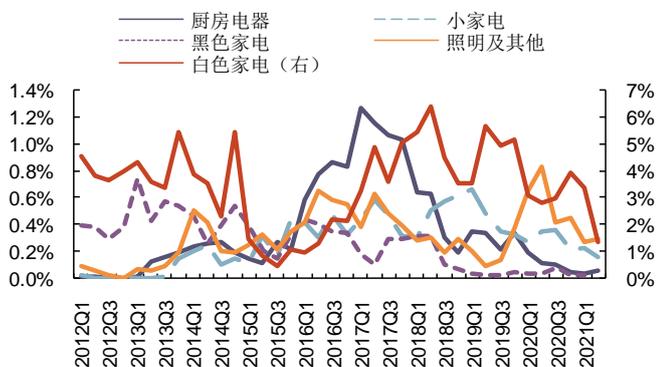
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021Q2

图 40：主动公募家电超配比例



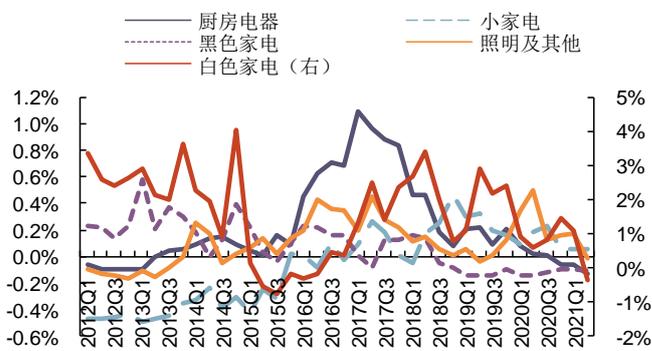
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021Q2

图 41：主动公募家电子行业配置比例



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021Q2

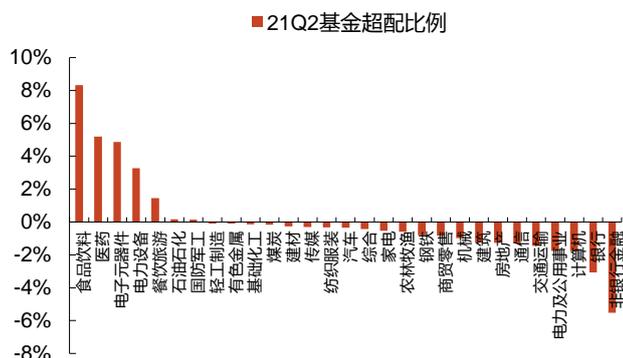
图 42：主动公募家电细分行业超配比例



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021Q2

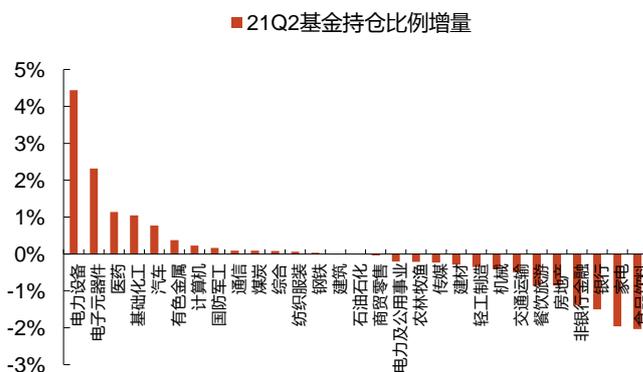
行业比较层面，21Q2 公募增配电力设备、电子元器件、医药，减配银行、家电、食品饮料。超配比例排序，21Q2 主动公募青睐食品饮料、医药、电子元器件，超配比例分别为 8.0、5.2、4.9 个百分点。增配比例排序，21Q2 公募基金加仓最多的行业是电力设备、电子元器件、医药，环比增配比例为 4.4、2.3、1.1 个百分点。从历史百分位分析，电力设备、石油化工、综合的超配水平处在历史高位，而家电、计算机、交通运输的超配比例位于较低水平。

图 43：21Q2 主动公募各行业超配比例



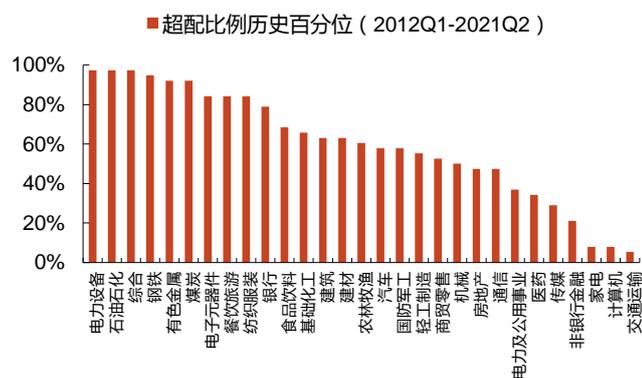
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021Q2

图 44：21Q2 主动公募各行业增配比例



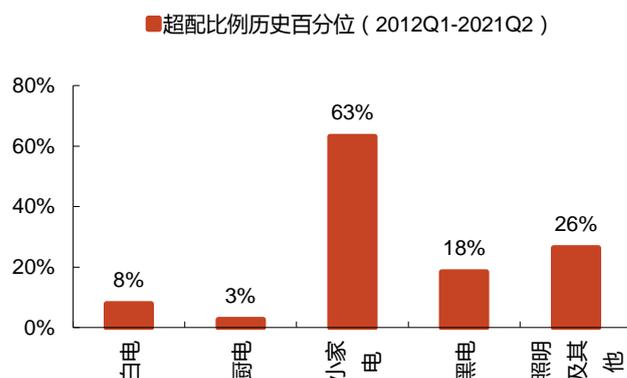
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021Q2

图 45：各行业超配比例历史百分位



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021Q2

图 46：家电行业超配比例历史百分位



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021Q2

4.2、上周陆股通持仓变化

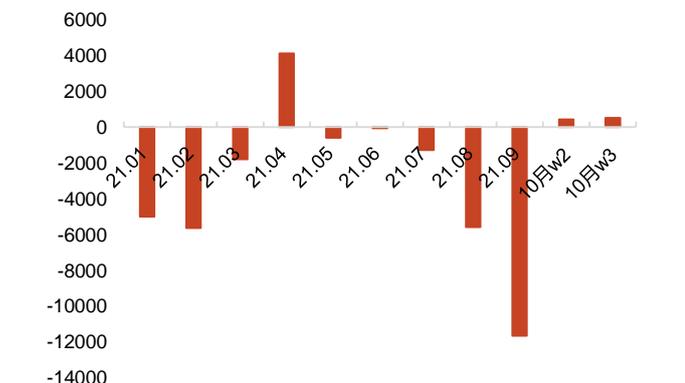
上周陆股通家电股持仓变化：从持股数量的绝对变化上看，上周（2021.10.11-2021.10.15）外资增持最多的三个标的为三花智控（+573.42 万股）、格力电器（+521.40 万股）、海尔智家（+474.23 万股），减持最多的三只标的为 TCL 科技（-3027.00 万股）、海信家电（-280.37 万股）、兆驰股份（-91.71 万股）。从流通股占比变化的角度，上周（2021.10.11-2021.10.15）陆股通增持前三位为三花智控（+0.16pcts）、苏泊尔（+0.13pcts）、格力电器（+0.09pcts），减持前三位是海信家电（-0.31pcts）、TCL 科技（-0.22pcts）、奥佳华（-0.09pcts）。

表 4：上周陆股通持仓情况变化

	持股变化 (万股)	持仓占流通股比例 (%)	持仓占流通股比例变化 (pct)
三花智控	573.42	20.91	0.16
苏泊尔	108.69	7.03	0.13
格力电器	521.40	13.73	0.09
九阳股份	57.38	11.97	0.08
海尔智家	474.23	8.9	0.07
欧普照明	46.06	3.16	0.06
美的集团	375.92	18.82	0.06
深康佳 A	28.93	0.63	0.02
银河电子	0.00	0.00	0.00
*ST 奥马	0.00	0.00	0.00
顺钠股份	0.00	0.00	0.00
*ST 同洲	0.00	0.00	0.00
秀强股份	0.00	0.00	0.00
融捷健康	0.00	0.00	0.00
*ST 德奥	0.00	0.00	0.00
盾安环境	0.00	0.00	0.00
四川长虹	0.00	0.02	0.00
惠而浦	0.00	0.00	0.00
海信视像	0.00	0.06	0.00
荣泰健康	-1.03	0.32	-0.01
飞科电器	-4.00	0.43	-0.01
兆驰股份	-91.71	1.12	-0.02
四川九洲	-13.97	0.01	-0.02
莱克电气	-8.58	2.14	-0.02
老板电器	-42.68	10.06	-0.04
创维数字	-62.25	0.69	-0.06
华帝股份	-72.37	4.55	-0.08
奥佳华	-55.27	3.39	-0.09
TCL 科技	-3027.00	2.51	-0.22
海信家电	-280.37	7.86	-0.31

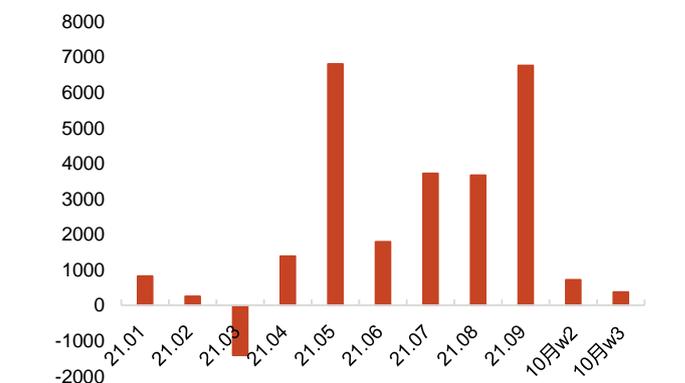
资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间段为 2021 年 10 月 11 日-2021 年 10 月 15 日

图 47：格力电器陆股通月度以及当月周度持股数变化（万股）



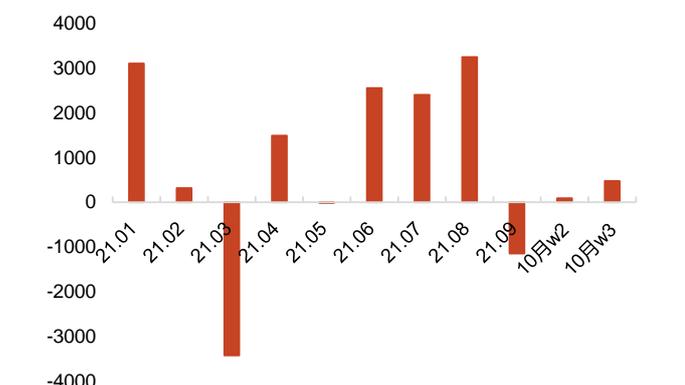
资料来源：Wind，光大证券研究所 *注：10月w1时间为8.30-9.3；w2为10.04-10.08；其他依次，下同

图 48：美的集团陆股通月度以及当月周度持股数变化（万股）



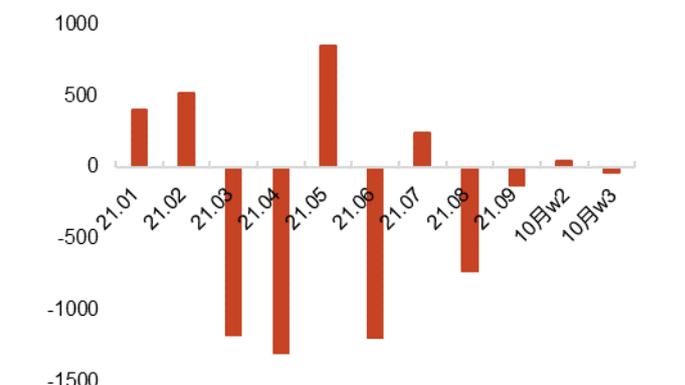
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 49：海尔智家陆股通月度以及当月周度持股数变化（万股）



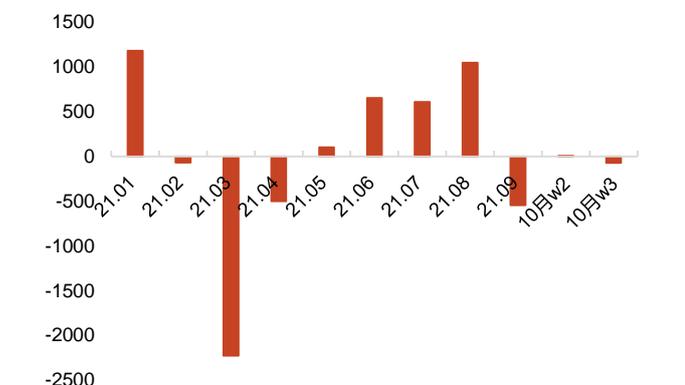
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 50：老板电器陆股通月度以及当月周度持股数变化（万股）



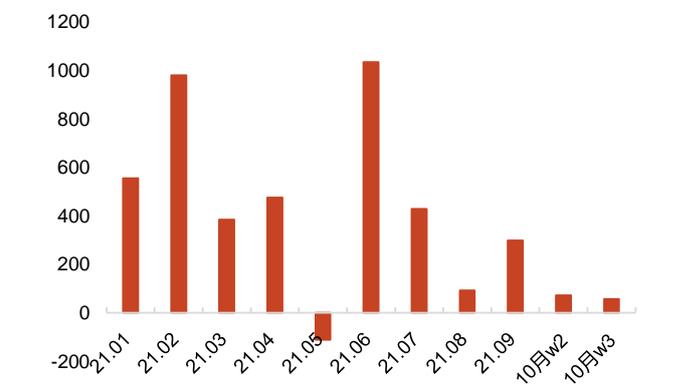
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 51：华帝股份陆股通月度以及当月周度持股数变化（万股）



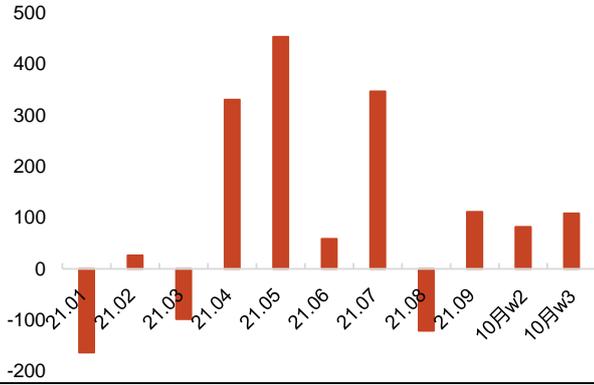
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 52：九阳股份陆股通月度以及当月周度持股数变化（万股）



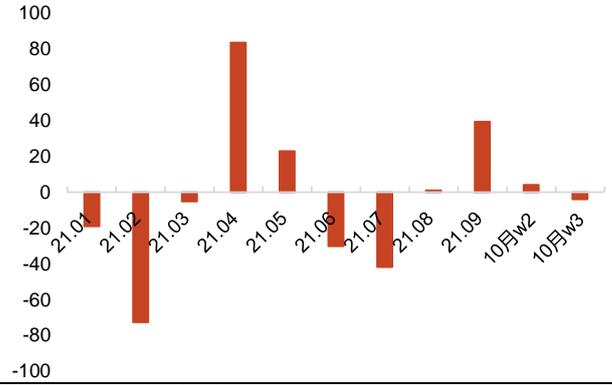
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 53: 苏泊尔陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股)



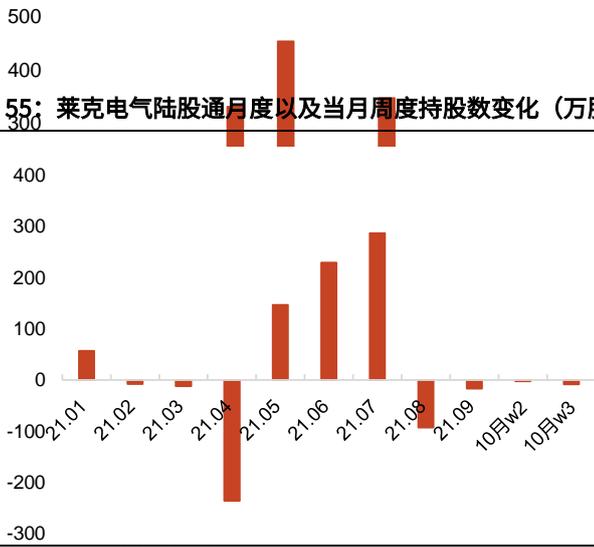
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 54: 飞科电器陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股)



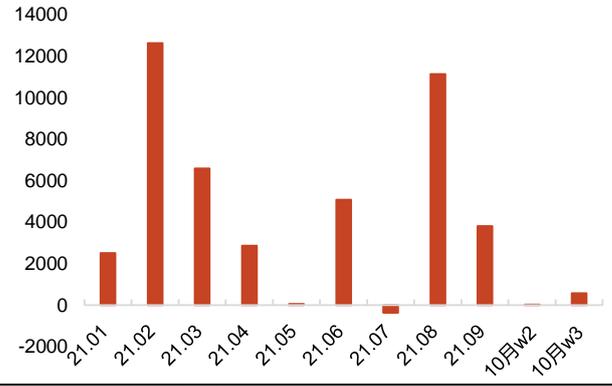
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 55: 莱克电气陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 56: 三花智控陆股通月度以及当月周度持股数变化 (万股)



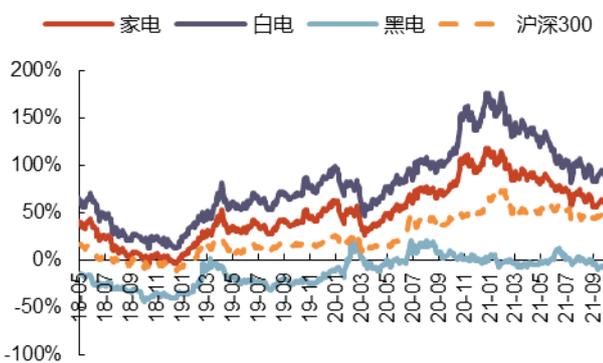
资料来源: Wind, 光大证券研究所

5、 上周行业回顾

5.1、 行情回顾

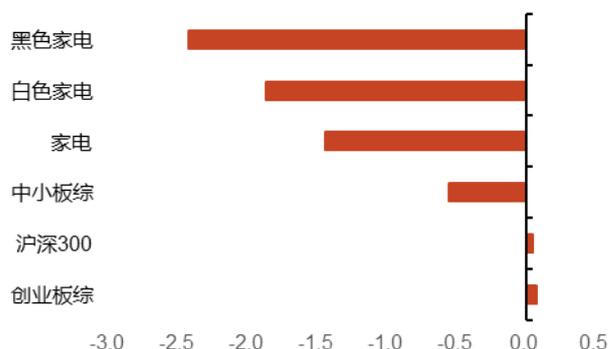
上周板块表现：上周申万家电行业-1.13%，位列 28 个申万一级行业第 15 位，同期沪深 300、中小板指、创业板指的涨幅分别为+0.04%、-0.56%、0.08%。细分板块来看，上周白色家电-1.18%，黑色家电-2.43%。行业内上市公司，上周涨幅前五为：聚隆科技(+17.84%)、*ST 中新(+15.36%)、澳柯玛(+14.02%)、立霸股份(+10.55%)、顺威股份(+9.86%)

图 57：家电板块 2018 年初至今涨跌幅



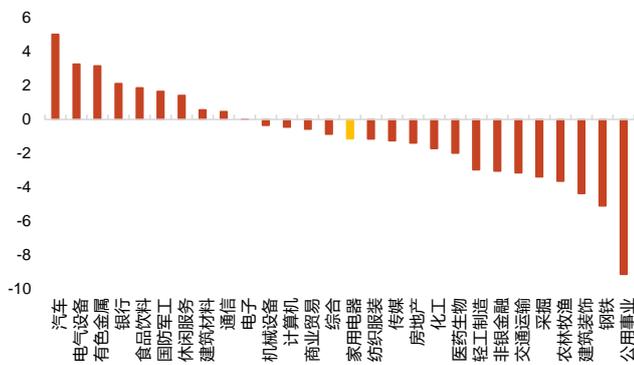
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 10 月 15 日

图 58：上周中信家电行业涨跌幅 (%)



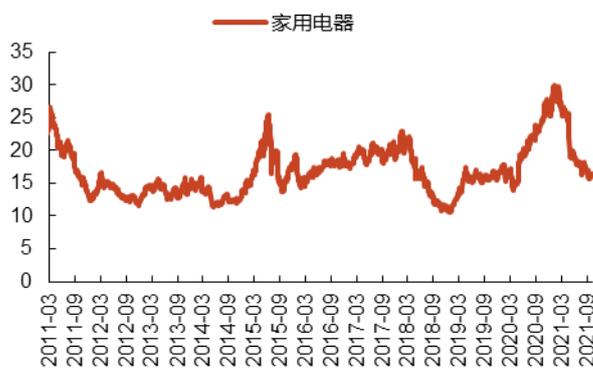
资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时段：2021 年 10 月 11 日-2021 年 10 月 15 日

图 59：申万一级行业涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时段：2021 年 10 月 11 日-2021 年 10 月 15 日

图 60：家电板块 PE(TTM, 倍)



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时段：2011 年 1 月 4 日-2021 年 10 月 15 日

表 5：上周个股涨幅前五位

代码	名称	周涨跌幅 (%)
300475.SZ	聚隆科技	17.84
603996.SH	*ST 中新	15.36
600336.SH	澳柯玛	14.02
603519.SH	立霸股份	10.55
002676.SZ	顺威股份	9.86

资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间段为 2021 年 10 月 11 日-2021 年 10 月 15 日

表 6：上周个股跌幅前五位

代码	名称	周涨跌幅 (%)
002420.SZ	毅昌股份	-19.60
300217.SZ	东方电热	-13.06
000533.SZ	顺钠股份	-11.71
300272.SZ	开能环保	-11.14
002616.SZ	长青集团	-10.06

资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间段为 2021 年 10 月 11 日-2021 年 10 月 15 日

5.2、上周重要公告

表 7：上周重点公司公告

公司名称	公告名称	公告内容
海尔智家	关于新增发行境外上市外资股（H 股）申请材料获得中国证券监督管理委员会受理的公告	2021 年 10 月 14 日公司收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》（受理序号：212607）。中国证监会依法对本公司提交的关于本次新增发行境外上市外资股（H 股）并在香港联合交易所有限公司主板上市（详见公司于 2021 年 9 月 15 日晚间披露的《海尔智家股份有限公司第十届董事会第二十三次会议决议公告》的相关内容）的申请材料进行了审查，认为该申请材料齐全，决定对该行政许可申请予以受理。
东方电热	东方电热向特定对象发行股票发行情况报告书	本次发行的股票为境内上市的人民币普通股（A 股），本次发行的股票面值为人民币 1.00 元/股。根据投资者申购报价情况，并严格按照认购邀请书中确定的发行价格、发行对象及获配股份数量的程序和规则，确定本次发行价格 3.63 元/股，发行股数 167,722,975 股，募集资金总额 608,834,399.25 元。本次发行对象最终确定为 21 家
爱仕达	2021 年前三季度业绩预告	公司前三季度预计盈利 448.46 万元-597.94 万元，比上年同期下降：96%~97%；其中第三季度亏损 1,496.71 万元-1,646.19 万元，同比-368%~-395%。造成业绩变动的主要原因是：1.报告期内公司不存在土地收储补偿事项。2.外销业务主要以美元结算，报告期内人民币汇率升值，影响销售收入，降低毛利率水平。3. 原材料价格大幅上涨。
深康佳 A	2021 年前三季度业绩预告公告	公司前三季度预计亏损 12,000.00 万元-15,500.00 万元，同比 -120%~-125%；其中第三季度亏损 20,500.00 万元-24,000.00 万元，同比-139%~-146%。受“科技+产业+园区”的长期发展战略、原材料价格大幅波动、市场竞争愈加激烈、国内消费疲软、海外疫情持续影响出口业务等因素影响，本公司主营业务毛利率下滑。

资料来源：Wind，光大证券研究所

6、 风险分析

地产销售不及预期；原材料成本大幅上升；本币大幅升值。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE