

行业研究

12月空调外销排产饱满

——家用电器研究周报（2021年第49周）

要点

盈利回升+估值回落，板块配置价值上升

地产销售下行压制家电估值，11月板块跑输大盘3个百分点。10月宏观经济出现反弹，消费、制造业、出口起到重要支撑作用，但其持续性均有待观察，短期看地产和基建难有起色，尤其是地产销售仍存下行风险。10月全国商品房销售面积的同比降幅扩大至22%，其快速下行压制家电板块估值，11月家电指数上涨0.1%，跑输大盘3.0个百分点。基本面方面，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年三季报ROE（ttm）回升至21%，仍低于历史均值23%（2014年一季报-2021年三季报）。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12月，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：10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：1-10月商品房销售面积同比增长7.3%，2021年10月销售面积同比下降22%，降幅进一步扩大，主因受地产调控带来的按揭贷款额度紧张以及居民购房热情下降，各地新房市场销售进一步下行。1-10月房屋竣工面积同比+16.3%，其中10月竣工同比-21.3%，竣工面积增速大幅回落。展望后续，调控政策已出现了边际放松迹象，但部分房企流动性问题持续发酵，金融机构对房企信贷的信心仍有不足，预计接下来两个月楼市降温态势仍将继续。

家电产销：（1）**空调：**出厂方面，1-10月空调内销同比+7%，相比19年同期-8%，10月单月内销同比+1%，主因国庆节和双十一备货需求回暖；1-10月出口同比+13%，相比19年同期+19%，10月单月出口同比+10%，主因海外需求旺盛。零售端：10月空调全渠道零售量/额同比+7%/+14%，节假日以及双十一线上销售火热。价格方面，10月线上/线下价格维持高增长，同比分别+16%/+7%；（2）**大厨电：**10月油烟机全渠道零售量/额同比-20%/-11%，景气度不佳主因年初需求过度释放以及地产销售低迷；（3）**厨小家电：**1-10月厨小家电量/额较2020年同期-12%/-13%，其中破壁料理机1-10月零售量/额分别同比-18%/-28%。（4）**清洁电器：**以扫/洗地机为例，1-10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+52%、+740%、+51%，其中2021年10月销额同比分别为+52%、+409%、+174%。

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

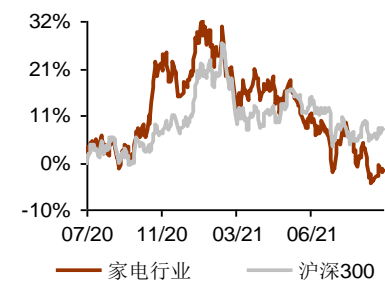
分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebsec.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、10月基本面：空调内销修复，大厨电仍然承压	7
2.1、10月空调出厂：内销回暖，出口积极	7
2.2、空调渠道库存&排产计划	8
2.3、1-10月零售：传统品类增长平淡，新兴品类销额趋稳	9
2.4、家电出口金额：10月同比增速小幅回升	13
2.5、原材料：价格开始下降，毛利率已度过艰难时刻	14
2.6、地产周期：1-10月商品房销售面积较19年同期+7%	16
3、估值水平：相对PE回落至历史均值以下	18
4、资金面：21Q3公募基金减仓家电	19
4.1、基金持仓分析：21Q3家电持仓环比-0.2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 (单位: pcts)	6
图 2: 2017 年 1 月-2021 年 10 月家用空调月度内销量 (万台)	7
图 3: 2017 年 1 月-2021 年 10 月家用空调月度出口量 (万台)	7
图 4: 2017 年 1 月-2021 年 10 月冰箱月度内销量 (万台)	8
图 5: 2017 年 1 月-2021 年 10 月冰箱月度出口量 (万台)	8
图 6: 2017 年 1 月-2021 年 10 月洗衣机月度内销量 (万台)	8
图 7: 2017 年 1 月-2021 年 10 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: 10 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: 三季度 ROE 小幅回落, 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 (单位: pcts)	19
图 41: 主动公募家电子行业配置比例 (单位: pcts)	19
图 42: 主动公募家电细分行业超配比例 (单位: pcts)	19
图 43: 21Q3 主动公募各行业超配比例 (单位: pcts)	20
图 44: 21Q3 主动公募各行业增配比例 (单位: pcts)	20
图 45: 21Q3 各行业超配比例历史百分位	20
图 46: 21Q3 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 1-10 月各品类累计增速.....	10
表 3: 2021 年 10 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

地产销售下行压制家电估值，11月板块跑输大盘3个百分点。10月宏观经济出现反弹，消费、制造业、出口起到重要支撑作用，但其持续性均有待观察，短期看地产和基建难有起色，尤其是地产销售仍存下行风险。10月全国商品房销售面积的同比降幅扩大至22%，其快速下行压制家电板块估值，11月家电指数上涨0.1%，跑输大盘3.0个百分点。基本面方面，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年三季报ROE(ttm)回升至21%，仍低于历史均值23%（2014年一季报-2021年三季报）。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12月，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、火星人。

基本面：10月地产销售降幅扩大，传统品类渐进复苏，清洁电器增速较快

地产数据：1-10月全国商品房销售面积较2020年同比增长7.3%（较19年同期+7.4%），2021年10月单月较2020年同期下降22%，降幅进一步扩大，主因受地产调控带来的按揭贷款额度紧张以及居民购房热情下降，各地新房市场销售进一步下行。1-10月房屋竣工面积同比+16.3%，其中10月同比-21.3%，竣工面积增速大幅回调。展望后续，为避免房地产陷入硬着陆，调控政策已出现了边际放松的迹象，但部分房企流动性问题持续发酵，叠加经济整体下行的压力，金融机构对房企房贷仍显信心不足。预计接下来的两个月，虽然政策面对于刚需与房企融资需求有松动，但楼市降温态势将仍会继续。

家电产销：（1）空调：出厂方面，1-10月空调内销同比+7%，相比19年同期-8%，10月单月内销同比+1.2%，主因受国庆节和双十一备货需求而回暖；1-10月出口同比+13%，相比19年同期+19%，10月单月出口同比+10%，主因海外需求旺盛。零售端：10月空调全渠道零售量/额同比+7%/+14%，较2019年同期分别+2.0%/+1.1%，总体基本恢复。价格方面，20Q4起行业均价同比转正，10月线上/线下价格维持高增长，同比分别+16%/+7%；（2）大厨电：10月油烟机全渠道零售量/额同比-20%/-11%，较19年同期-15.6%/-2%，景气度不佳主因年初需求过度释放以及地产销售不景气；（3）厨小家电：1-10月厨小家电量/额较2020年同期-12%/-13%，较19年同期-13%/-28%，其中破壁料理机1-10月零售量/额分别同比-18%/-28%，较19年同期+17%/-34%。（4）清洁电器：以扫/洗地机为例，1-10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+52%、+740%、+51%，其中2021年10月销额同比分别为+52%、+409%、+174%。

图 1: 2005 年至今家电板块相对万得全 A 的超额收益 (单位: pct)

	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	-1.0	-3.0	0.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2021 年 12 月 3 日

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	4,690.1	272.2	293.7	16.0	8%	11.1%	1.4
600690.SH	海尔智家	2,526.0	88.8	127.9	19.7	44%	25.0%	0.8
000651.SZ	格力电器	2,068.9	221.8	239.7	8.6	8%	10.7%	0.8
603195.SH	公牛集团	931.3	23.1	29.4	31.7	27%	19.9%	1.6
603486.SH	科沃斯	929.5	6.4	20.5	45.4	219%	77.6%	0.6
002050.SZ	三花智控	863.7	14.6	18.6	46.4	27%	25.3%	1.8
688169.SH	石头科技	490.9	13.7	15.8	31.1	15%	24.5%	1.3
002032.SZ	苏泊尔	485.2	18.5	20.5	23.7	11%	12.6%	1.9
688696.SH	极米科技	296.1	2.7	4.5	65.9	67%	52.2%	1.3
002508.SZ	老板电器	295.4	16.6	19.4	15.2	17%	16.2%	0.9
002705.SZ	新宝股份	193.6	11.2	8.7	22.3	-22%	6.6%	3.4
300894.SZ	火星人	193.2	2.8	4.2	46.2	52%	38.3%	1.2
603355.SH	莱克电气	178.6	3.3	7.0	25.6	113%	52.0%	0.5
603868.SH	飞科电器	176.1	6.4	6.9	25.4	9%	11.8%	2.2
600060.SH	海信视像	171.8	12.0	13.5	12.7	13%	19.2%	0.7
002242.SZ	九阳股份	168.7	9.4	9.7	17.3	4%	10.3%	1.7
603515.SH	欧普照明	150.8	8.0	9.2	16.4	15%	15.4%	1.1
000921.SZ	海信家电	135.5	15.8	14.1	9.6	-11%	7.3%	1.3
688007.SH	光峰科技	133.9	1.1	2.5	54.3	117%	56.1%	1.0
002677.SZ	浙江美大	100.1	5.4	6.7	14.9	24%	20.4%	0.7
002959.SZ	小熊电器	89.0	4.3	3.3	27.1	-23%	7.9%	3.4
300911.SZ	亿田智能	72.8	1.4	2.1	34.0	49%	35.8%	0.9
688793.SH	倍轻松	58.4	0.7	1.2	50.5	64%	57.8%	0.9
002035.SZ	华帝股份	51.4	4.1	5.0	10.3	23%	18.3%	0.6
605336.SH	帅丰电器	46.9	1.9	2.6	17.8	36%	31.2%	0.6
300824.SZ	北鼎股份	42.8	1.0	1.1	38.9	10%	21.1%	1.8

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 12 月 3 日

¹ 统计时间段: 2020 年至 2023 年

2、 10月基本面：空调内销修复，大厨电仍然承压

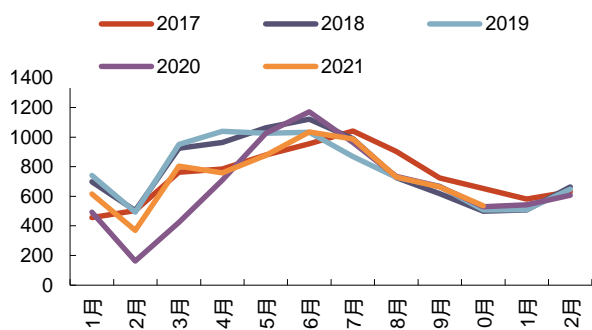
2.1、 10月空调出厂：内销回暖，出口积极

10月空调：内销逐渐回暖，出口相对积极。2021年10月家用空调出货909万台(yoy+4.8%)，其中内销536万台(yoy+1.2%)，随着入冬开始，叠加国庆和双十一备货需求，内销逐步回暖；10月空调出口372万台(yoy+10.1%)，主因北美市场启动，同时其他地区为明年旺季需求提前备货。与19年同期相比，1-10月空调内销下降8%，1-10月出口增长19%。整体来看，2021年1-10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。

10月冰箱：内外销增长乏力。10月冰箱出货量同比-4.6%，其中内销/外销分别同比-8%/-1%；出货量较2019年同期+14%，内销/外销分别较2019年-1%/+35%。内销下滑主因十一期间主流群体谨慎消费，厂家重心更偏向于之后的超级品牌日、双十一等促销活动；出口方面，10月欧美以及大洋洲等地区受黑五圣诞季影响出口量同比略有增长，其他地区均有不同程度的下滑，其中亚洲特别是东南亚地区随着疫情的相对好转、供应的恢复以及当地生产的恢复出口下降较多，另外由于成本以及海运价格影响，出口单价同比继续增长，但与前几个月相比，增幅略有收窄。1-10月冰箱出货量累计同比+5%，其中内销累计同比+2%，外销累计同比+9%；与2019年相比，1-10月冰箱销量累计提升11%，其中内销/外销分别为-2%/+26%。

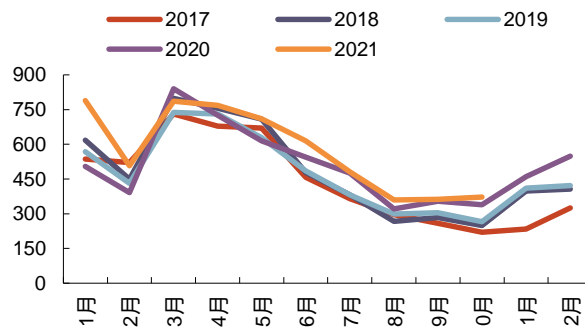
10月洗衣机：单月外销同比下滑7%。10月洗衣机出货量同比-3%，其中内销/外销分别同比-0.5%/-7%；出货量较2019年同期+8%，内销/外销分别较2019年+9%/+6%。10月出口同比下滑的原因有三，一是疫情反复使得出口运价上升，各港口运力不足；二是去年下半年出口量快速上升，同期基数偏大；三是出口价格受成本压力而提升，进一步压制需求。1-10月洗衣机累计出货量同比+9%，其中内销累计同比+6%，外销累计同比+13%；与2019年相比，1-9月洗衣机销量累计提升4%，其中内销/外销分别为-2%/+14%。

图2：2017年1月-2021年10月家用空调月度内销量（万台）



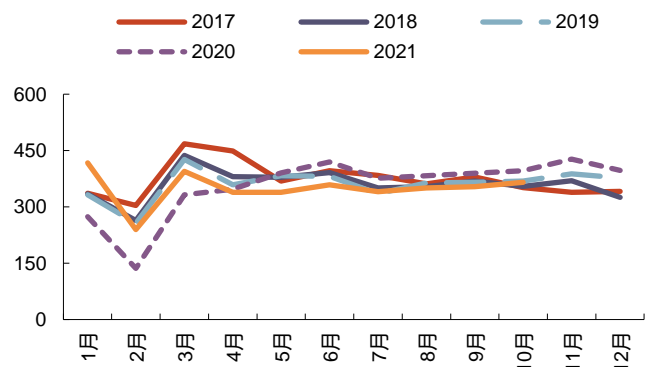
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图3：2017年1月-2021年10月家用空调月度出口量（万台）



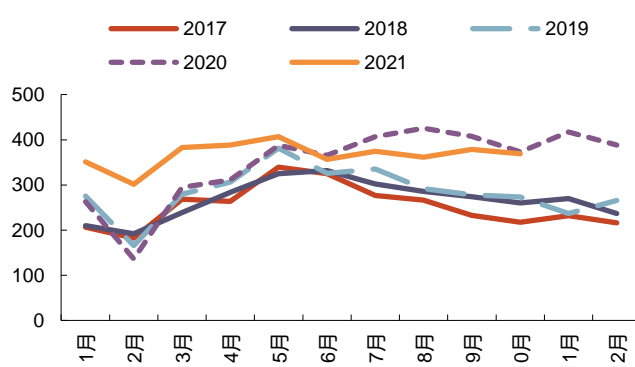
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 4：2017 年 1 月-2021 年 10 月冰箱月度内销量（万台）



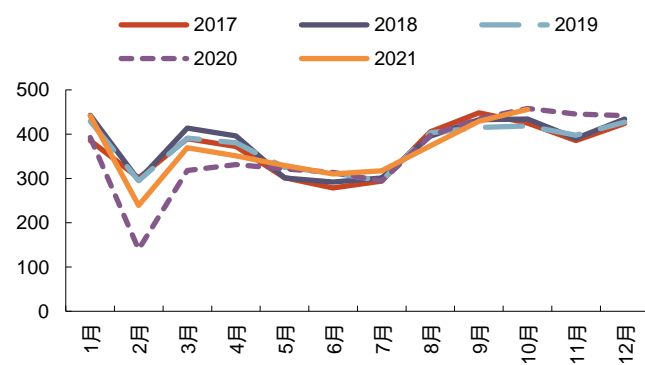
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 5：2017 年 1 月-2021 年 10 月冰箱月度出口量（万台）



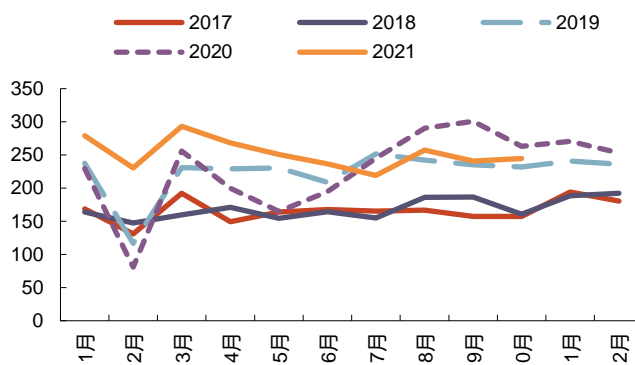
资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 6：2017 年 1 月-2021 年 10 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 10 月洗衣机月度出口量（万台）

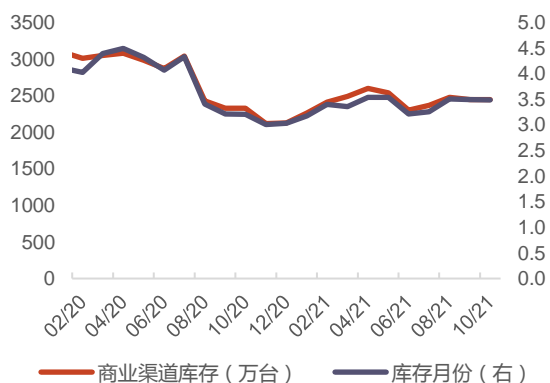


资料来源：产业在线，光大证券研究所

2.2、空调渠道库存&排产计划

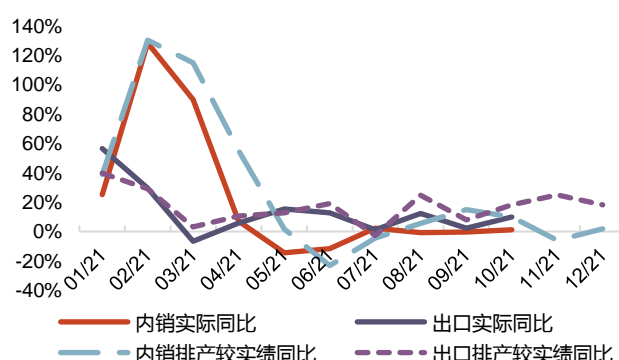
10 月空调渠道库存 2400+万台，环比持平。2021 年 1-10 月空调内销出厂同比 +7%，同期终端零售量累计同比 -6.3%，终端需求不振导致渠道库存于今年被动抬升。但整体上，当前渠道库存仍处于近年较低水平，从库存月数测算来看，10 月库存月数为 3.5 个月，2020 年 7 月后老能效空调不再生产，老能效产品去库相对较为有效。分品牌来看，10 月渠道库存主要来自格力的 950 多万台，美的体量约 230 万台，奥克斯的体量在 340 多万台。

图 8：空调商业渠道库存规模&库存月份（月）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

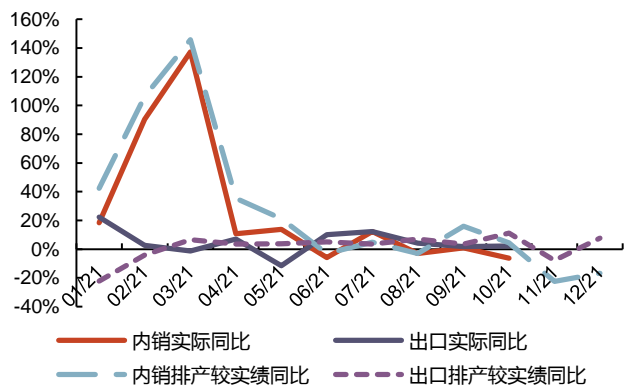
图 9：空调行业排产同比（%）



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

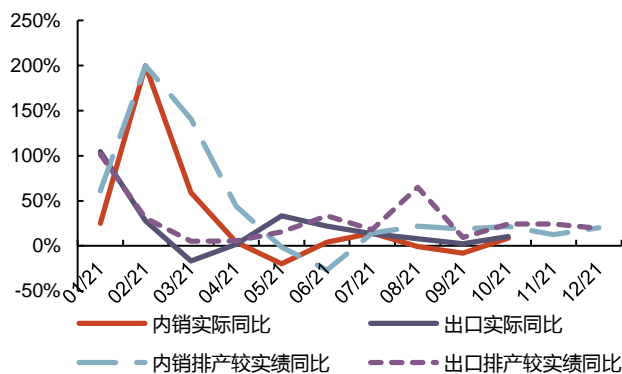
12 月空调行业预计总排产 1267 万台，较去年同期生产实绩-1.4%。据产业在线排产数据显示，12 月行业总排产 1267 万台，同比去年同期实绩-1.4%，其中 12 月内销排产较去年实绩+2%，需求较弱；外销排产较去年实绩增长 18%，海外需求仍维持强韧性，主因企业提前备货防止春节后产能跟不上+临近年底企业业绩冲刺。分品牌来看，格力/美的 12 月排产较去年同期生产实绩同比分别为-21%/+11%，其中内销排产相比去年实绩分别为-17%/+20%，外销分别为+8%/+19%。

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、1-10 月零售：传统品类增长平淡，新兴品类销额趋稳

1-10 月零售：传统品类增长持续疲软，新兴品类销额趋稳。以 2019 年为基数，2021 年 1-10 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，空调、彩电销量下滑明显，大厨电销量负增长态势延续，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、清洁电器、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 1-10 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	-14.3%	-22.1%	10.3%	-8.1%
冰箱	-0.2%	-1.9%	10.6%	7.2%
冷柜	8.8%	9.6%	13.0%	2.3%
洗衣机	8.3%	0.6%	15.3%	3.2%
空调	-6.3%	-18.3%	1.7%	-21.5%
厨电	-7.5%	-15.8%	3.8%	-7.4%
电热	-0.2%	-8.9%	1.8%	-14.4%
集成灶	33.6%	45.0%	51.1%	64.9%
燃热	3.3%	-11.3%	8.9%	-13.1%
小家电	-12.4%	-12.7%	-13.1%	-27.5%
洗碗机	3.3%	36.6%	15.1%	44.7%
单功能微蒸烤	-24.7%	-11.0%	-19.6%	-23.5%
微蒸烤复合机	-7.3%	34.1%	11.0%	63.7%
净化器	2.6%	-17.9%	-3.9%	-36.4%
净水器	-4.2%	-16.1%	-1.4%	-26.1%
清洁电器	7.1%	23.5%	33.3%	49.9%
扫地机器人	-6.1%	-3.2%	26.8%	43.2%
电风扇	-8.9%	2.6%	-4.6%	-13.1%
电暖器	27.5%	14.6%	19.9%	2.7%

资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

表 3: 2021 年 10 月各品类单月增速

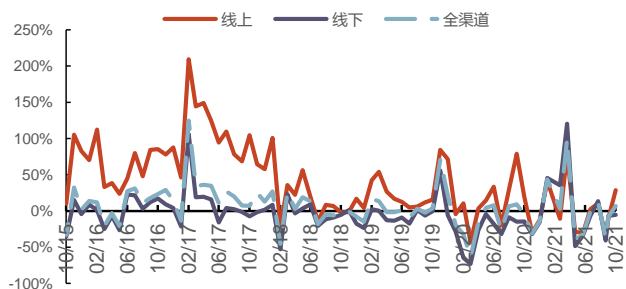
	销量较 2020 年同期	销量较 2019 年同期	销额较 2020 年同期	销额较 2019 年同期
彩电	0.3%	-15.6%	1.6%	-6.5%
冰箱	-3.3%	-2.9%	6.2%	11.7%
冷柜	-17.1%	6.9%	-14.8%	-0.7%
洗衣机	8.5%	8.9%	7.3%	10.8%
空调	7.0%	2.0%	14.4%	1.0%
厨电	-20.1%	-18.2%	-10.9%	-0.6%
电热	-9.4%	-6.6%	-10.5%	-10.9%
集成灶	22.2%	48.8%	42.9%	84.0%
燃热	-6.2%	-4.3%	-4.7%	-5.2%
小家电	-22.1%	-19.0%	-23.4%	-28.5%
洗碗机	5.9%	35.5%	14.0%	52.3%
单功能微蒸烤	-38.3%	-37.0%	-30.8%	-36.0%
微蒸烤复合机	-11.7%	12.8%	2.9%	61.1%
净化器	-18.5%	-32.6%	-20.8%	-40.5%
净水器	-12.0%	-15.5%	-10.3%	-14.4%
清洁电器	3.8%	7.6%	30.0%	61.4%
扫地机器人	-13.5%	-6.6%	32.1%	70.2%
电风扇	62.8%	17.3%	26.5%	2.2%
电暖器	-2.7%	-3.5%	-7.4%	-0.9%

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; 厨房小家电包括破壁机、搅拌机、榨汁机、电磁炉、电水壶、电饭煲、电压力锅、豆浆机

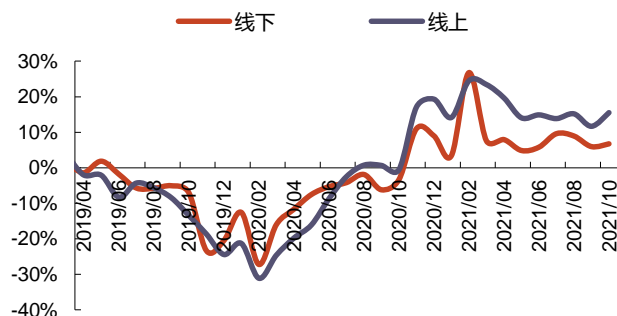
10月空调：需求回暖，零售同比提升较大。奥维云网推总数据显示10月空调全渠道零售量/额同比+7%/+14%，较2019年同期分别+2.0%/+1.1%，主因国庆以及双十一线上销售火热。其中线上零售量110.56万台（同比+29%），零售额35.69亿元（同比+48%）；线下零售量144.29万台（同比-5%），零售额59.91亿元（同比+1%）。与19年同期相比，空调10月零售量/额同比+2.0%/+1.1%，零售端逐步恢复。

图 12：空调行业零售量推总同比



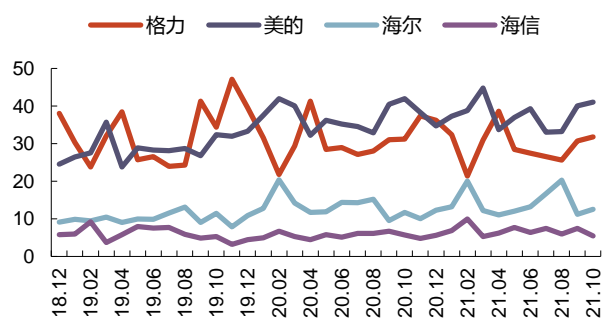
资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至2021年10月

图 13：空调线上线下均价同比



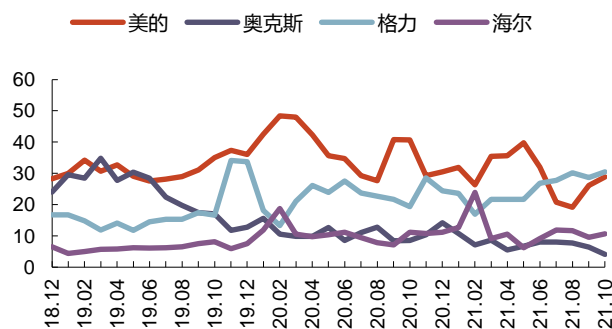
资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至2021年10月

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10月

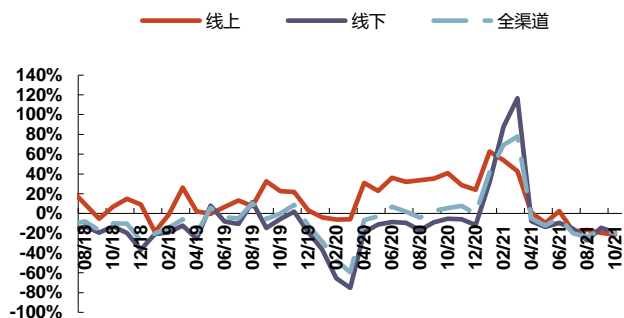
图 15：线上空调零售量占比(%)



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至2021年10月

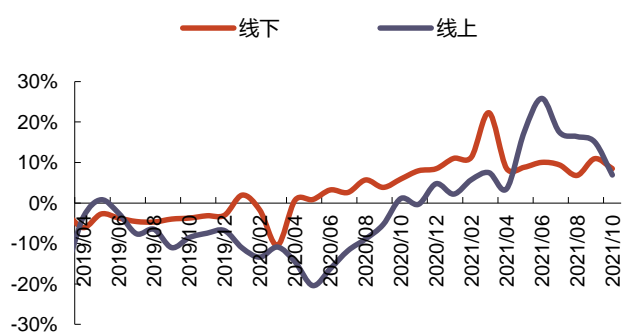
10月厨电：油烟机量/额下滑明显。奥维云网推总数据显示，10月油烟机全渠道零售量/额同比-20%/-11%，下滑主因年初需求过度释放以及地产销售不景气。其中线上市场零售额9.8亿（同比-6%），零售量65.8万台（同比-21%），线下油烟机零售额24.6亿元（同比-13%），零售量147.9万台（同比-19%）。10月油烟机零售量/额相较19年同期-15.6%/-2%。

图 16: 油烟机行业零售量推总同比



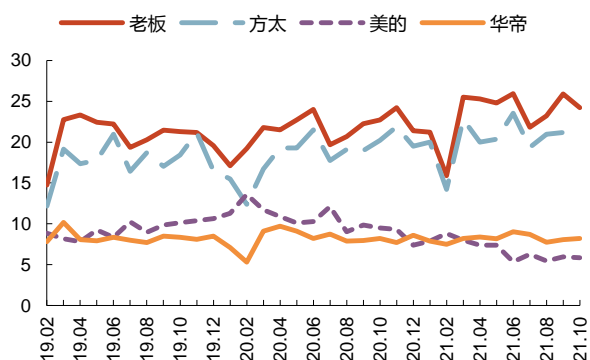
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 10 月

图 17: 油烟机线上线下均价同比



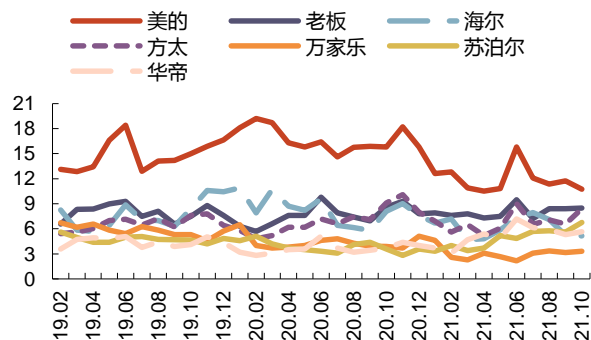
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 10 月

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 10 月

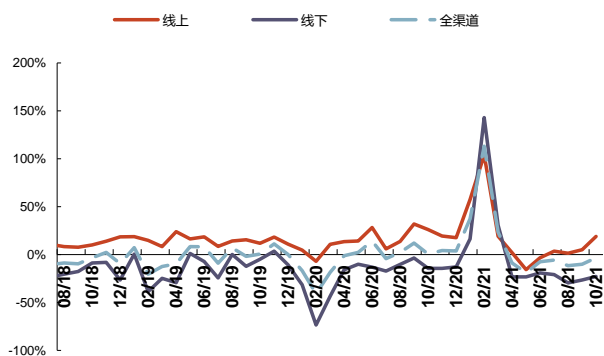
图 19: 线上油烟机零售量占比(%)



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所, 数据截至 2021 年 10 月

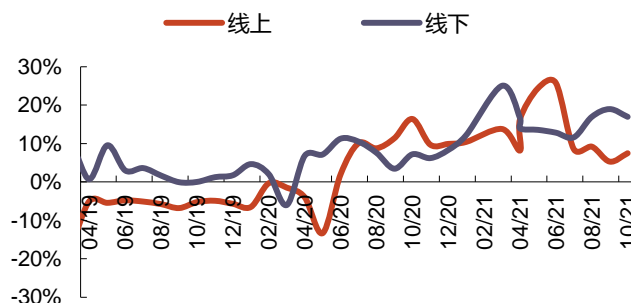
10月冰箱 & 洗衣机: 线下销售量/额降幅明显, 全渠道较19年稍有恢复。奥维云网推总数据显示, 10月冰箱全渠道量/额同比为-3.5%/+6.5%, 其中冰箱线上零售量/额 yoy+19%/+34%, 线下-23%/-3.5%, 全渠道量/额与19年相比-3%/+13%; 洗衣机全渠道量/额同比为+8%/+7%, 洗衣机线上零售量/额 yoy+45%/+55%, 线下为-33%/-19%, 全渠道量/额与19年相比+8.9%/+11%。

图 20：冰箱行业零售量推总同比



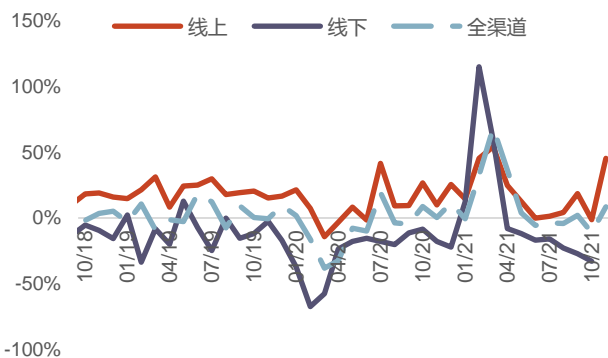
资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至 2021 年 10 月

图 21：冰箱线上线下均价同比



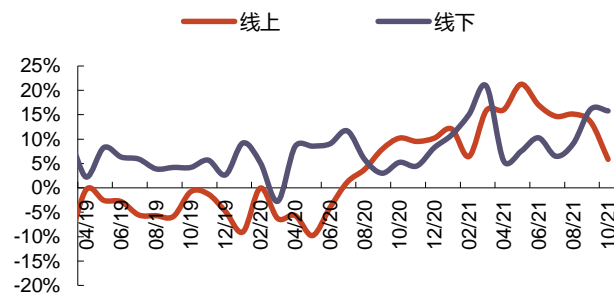
资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至 2021 年 10 月

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 10 月

图 23：洗衣机线上线下均价同比

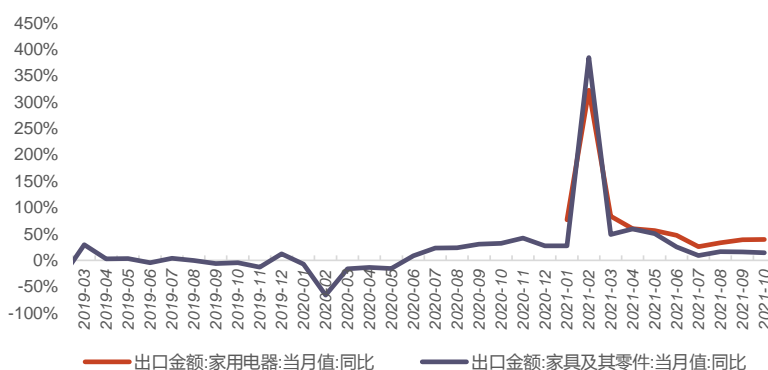


资料来源：奥维云网，光大证券研究所，数据截至 2021 年 10 月

2.4、家电出口金额：10 月同比增速小幅回升

10 月家电出口金额同比增速小幅回升。海关总署数据显示，10 月家用电器出口金额同比增速+39.35%，相较 9 月水平 (+38.83 %) 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：10 月同比增速小幅回升

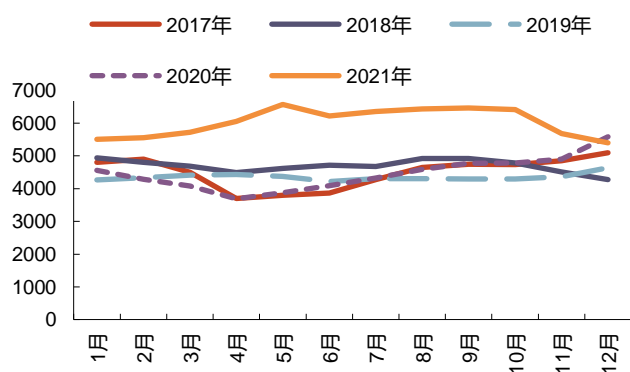


资料来源：海关总署，光大证券研究所，截至 2021 年 10 月

2.5、原材料：价格开始下降，毛利率已度过艰难时刻

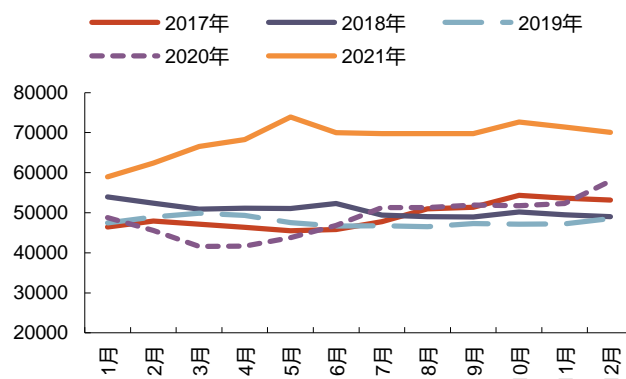
整体来看，家电主要原材料价格在 2021 年持续走高，5 月达到阶段性高点。2020 年下半年起家电成本端红利消失，20Q1 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比-1%、-8%、-2%、-11%；20Q2 的同比变化分别为-11%、-8%、-8%、-15%；20Q3 的同比变化分别为+6%、+10%、+4%、+5%；20Q4 的同比变化分别是+16%、+15%、+12%、+33%。21Q1 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比+31%、+40%、+22%、+44%，21Q2 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比+61%、+60%、+43%、+67%；下半年开始，在基数效应下，各原材料价格增速小幅回落但依旧维持高位，21Q3 钢材、铜、铝、塑料价格分别同比+41%、+35%、+40%、+39%；截至 12 月 3 日，21Q4 以来主要原材料价格均有不同程度下降，后续毛利率压力有望因此缓解。

图 25：钢材（冷轧板卷）价格（元/吨）



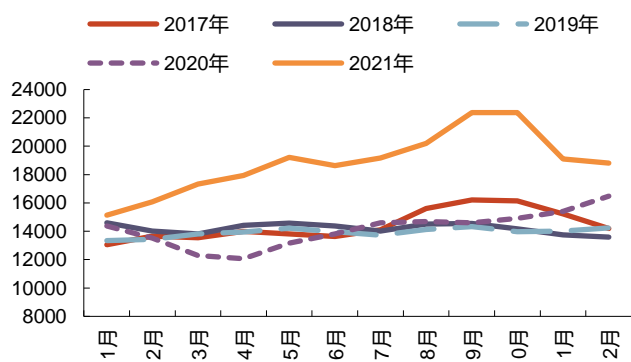
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 12 月 3 日

图 26：长江有色市场平均铜价（元/吨）



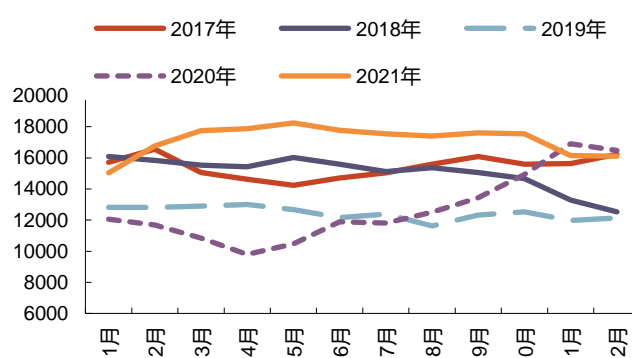
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 12 月 3 日

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 12 月 3 日

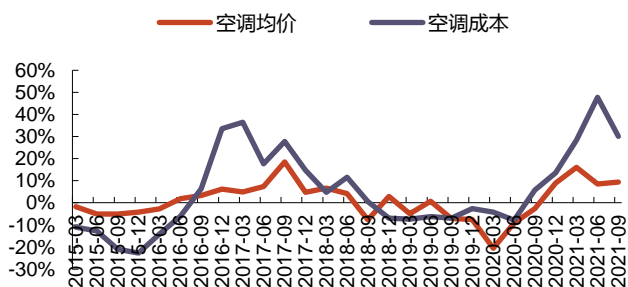
图 28: 塑料 (ABS) 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2021 年 12 月 3 日

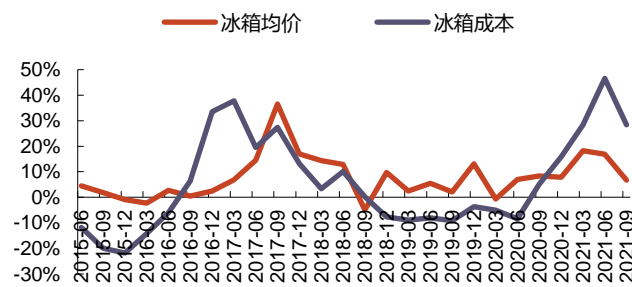
原材料价格高位, 21H1 家电利润率承压, 下半年开始改善。家电行业的均价-成本剪刀差红利在 2015 年最为显著, 2016-17 年则见证了严峻的成本上涨, 2018 年均价和成本的同比增速同步向下。2019 年产品均价同比基本为正+原材料价格负增长, 其中冰箱和洗衣机享受更为明显的剪刀差红利, 空调价格在 19Q1 出现负增长后已经恢复同比增长, 油烟机价格持续下探导致该细分行业较难感受成本红利。2020 年家电产品均价由于疫情, 经历了 Q1 下降, Q2-Q3 持续回升的 V 字反弹, Q3-Q4 原材料价格同比大幅上升。2021 年上半年, 主要家电的成本显著承压, 其可变成本的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

图 29: 空调零售均价和原料成本同比变化



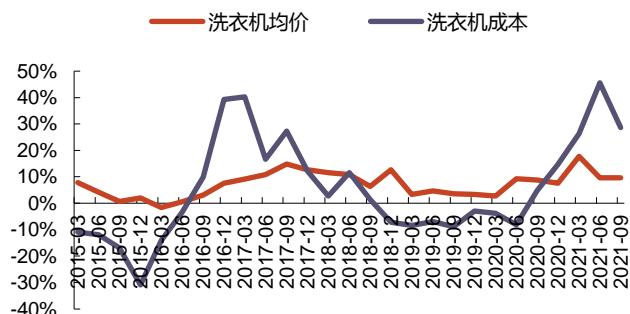
资料来源: Wind, 奥维云网, 光大证券研究所

图 30: 冰箱零售均价和原料成本同比变化



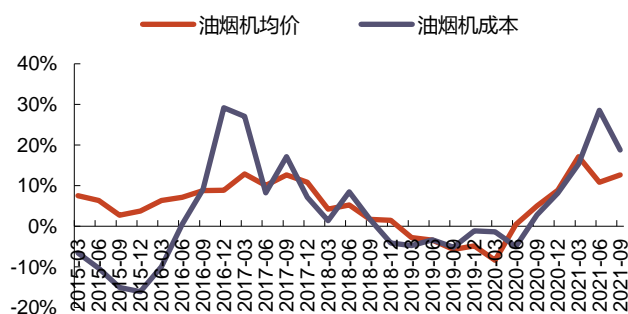
资料来源: Wind, 奥维云网, 光大证券研究所

图 31：洗衣机零售均价和原料成本同比变化



资料来源：Wind，奥维云网，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

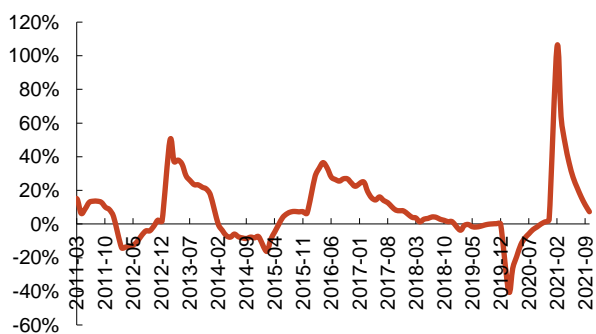


资料来源：Wind，奥维云网，光大证券研究所

2.6、地产周期：1-10 月商品房销售面积较 19 年同期+7%

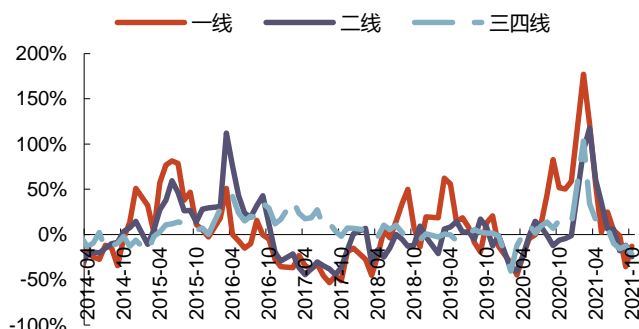
10 月新房销售面积增速同比-22%，降幅进一步扩大。1-10 月全国商品房销售面积较 2020 年同比增长 7.3%（较 19 年同期+7.4%），2021 年 10 月销售面积同比下降 22%，降幅进一步扩大，主因受地产调控带来的按揭贷款额度紧张以及居民购房热情下降，各地新房市场销售进一步下行。展望后续，为避免房地产陷入硬着陆，调控政策已出现了边际放松的迹象，但部分房企流动性问题持续发酵，叠加经济整体下行的压力，金融机构对房企房贷仍显信心不足。预计接下来的两个月，虽然政策面对于刚需与房企融资需求有松动，但楼市降温态势将仍会继续。

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 10 月

图 34：各级城市单月销售面积增速

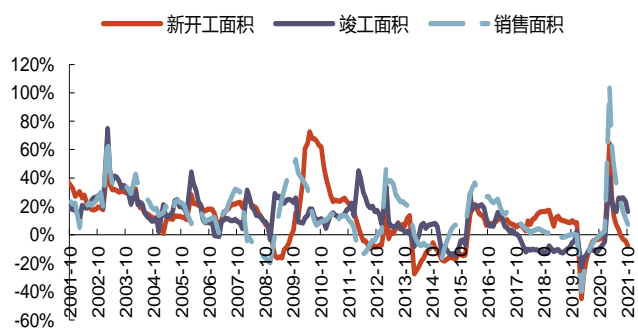


资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 10 月

10 月房地产新开工增速回落，竣工维持相对高位。1-10 月房屋新开工面积较 2020 年下降 7.7%，较 19 年同期-10.1%，21 年 10 月单月同比为-33.9%，较 19 年 10 月-30.9%，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；1-10 月房屋竣工面积同比+16.3%，比 1-9 月累计同比下降 7.1pcts，较 19 年同期+5.6%，21 年 10 月单月较去年同期-

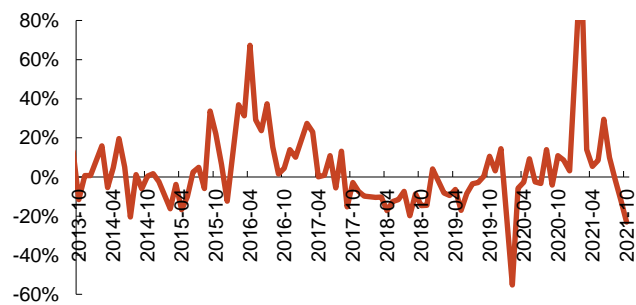
21.3%，较 19 年 10 月-14.7%，10 月单月竣工增速环比大幅下降，或受到短期资金链趋紧影响。

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 10 月

图 36：交房面积月度同比

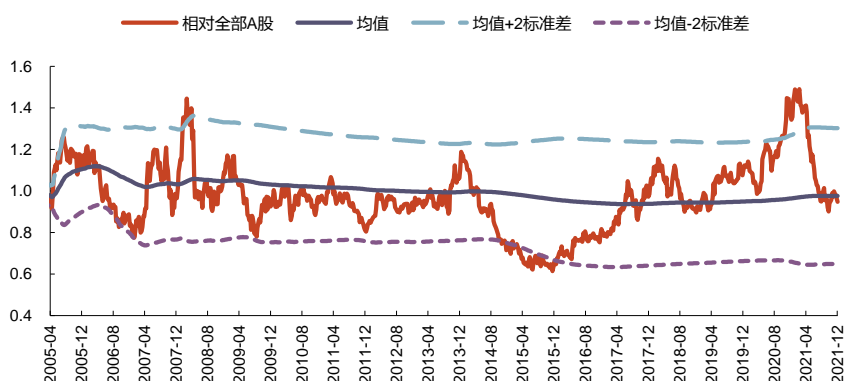


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 10 月

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 股估值回升至历史均值以下。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 0.95，回升至历史均值以下，近年的阶段高点出现在 2021 年 1 月 (均值+2 标准差上方)。

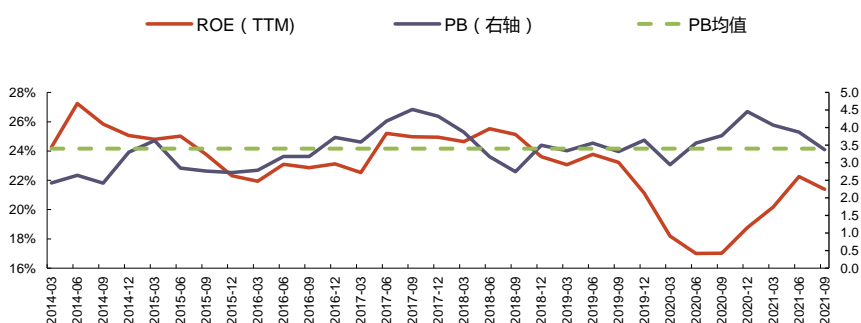
图 37：主要的传统家电品种相对 PE 回落至历史均值以下



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 12 月 3 日

PB-ROE 视角：三季度 ROE (ttm) 环比小幅回落，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 年三季报 ROE (ttm) 回升至 21%，仍低于历史均值 23% (2014 年一季报-2021 年三季报)。与此同时，21 年三季报 17 只家电股的整体 PB 为 3.4 倍，正好落在历史均值位置 (2014 年一季报-2021 年三季报)。

图 38：PB-ROE 视角：三季度 ROE 小幅回落，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

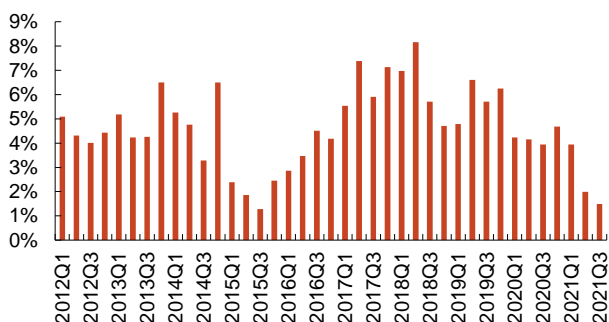
⁴ PB 指标中股价采用季报公布最后一日数据，即 4 月 30 日、8 月 31 日、10 月 31 日、3 月 31 日的数值进行计算

4、 资金面：21Q3 公募基金减仓家电

4.1、 基金持仓分析：21Q3 家电持仓环比-0.2 个百分点

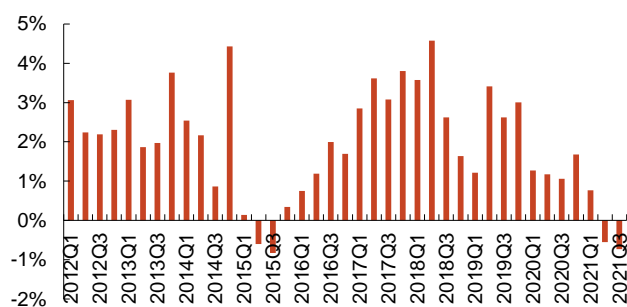
21Q3 主动公募继续减持白电龙头。整体来看，21Q3 主动公募基金减配家电，其配置比例为 1.5%，环比-0.2 个百分点，家电超配比例-0.7%，环比下降 0.2 个百分点。细分行业看，环比 21Q2 来看，21Q3 公募基金减配白电 0.18 个点，减持小家电 0.11 个点，减持照明及其他 0.16 个百分点，此外黑电、厨电仓位基本持平。2012Q1-2021Q3 百分位分析，白电、大厨电、小家电、照明及其他、黑电超配比例的历史百分位分别为 8%、15%、56%、77%、3%。

图 39：主动公募家电配置比例



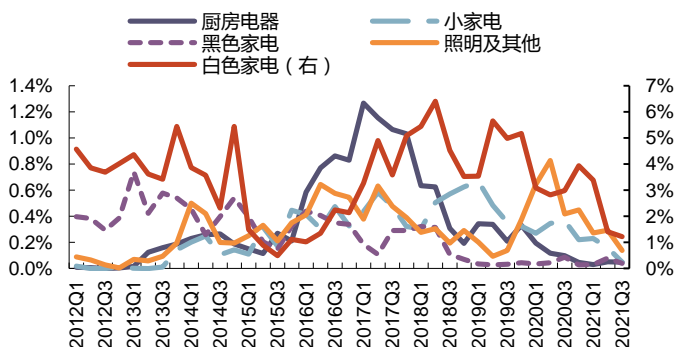
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021Q3

图 40：主动公募家电超配比例（单位：pcts）



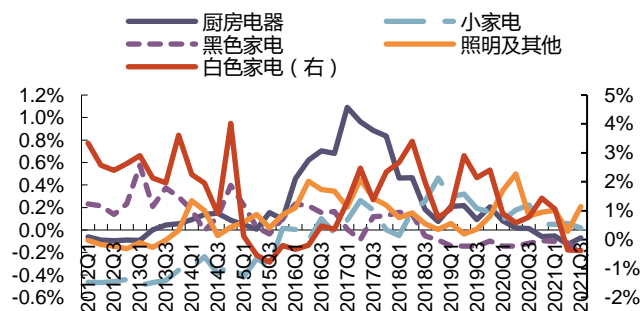
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021Q3

图 41：主动公募家电行业配置比例（单位：pcts）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021Q3

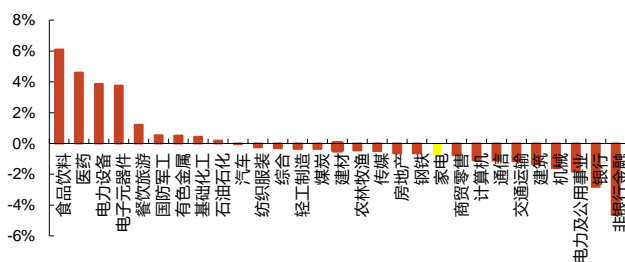
图 42：主动公募家电细分行业超配比例（单位：pcts）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021Q3

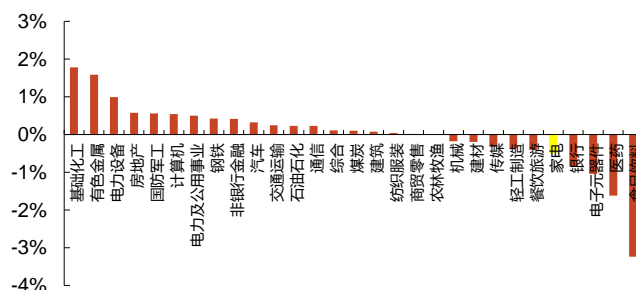
行业比较层面，21Q3 公募增配基础化工、有色金属、电力设备，减配食品饮料、医药、电子元器件。超配比例排序，21Q3 主动公募青睐食品饮料、医药、电力设备，超配比例分别为 6.1、4.9、3.9 个百分点。增配比例排序，21Q3 公募基金加仓最多的行业是基础化工、有色金属、电力设备，环比增配比例为 1.8、1.6、1.0 个百分点。从历史百分位分析，电力设备、石油化工、有色金属的超配水平处在历史高位，而家电、计算机、传媒的超配比例位于较低水平。

图 43: 21Q3 主动公募各行业超配比例 (单位: pcts)



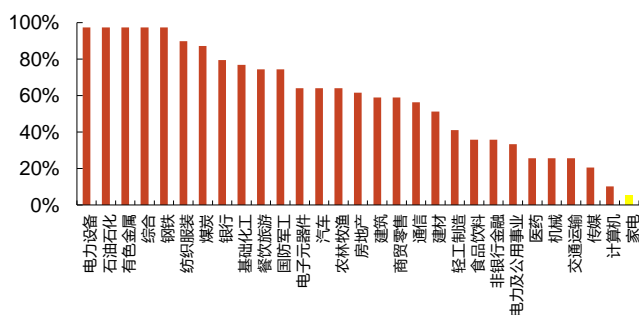
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 时间范围为 2012Q1-2021Q3

图 44: 21Q3 主动公募各行业增配比例 (单位: pcts)



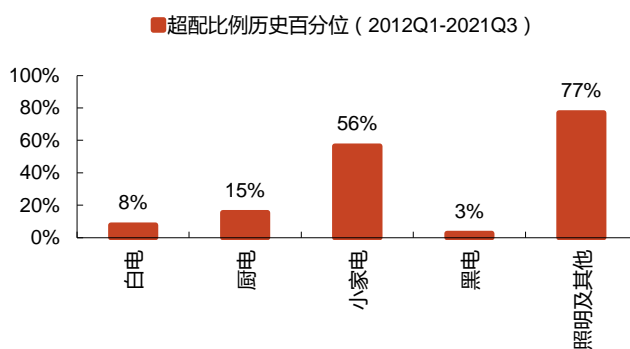
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 时间范围为 2012Q1-2021Q3

图 45: 21Q3 各行业超配比例历史百分位



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 时间范围为 2012Q1-2021Q3

图 46: 21Q3 家电子行业超配比例历史百分位



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 时间范围为 2012Q1-2021Q3

4.2、上周陆股通持仓变化

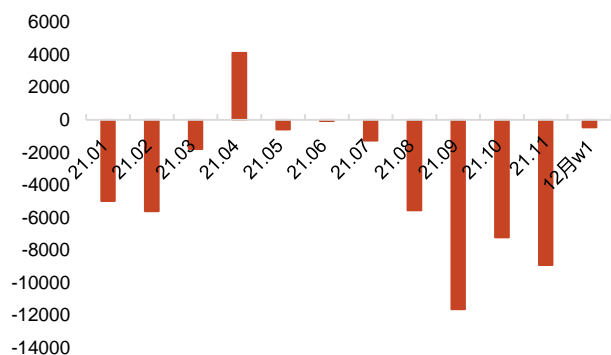
上周陆股通家电股持仓变化: 从持股数量的绝对变化上看, 上周 (2021.11.29-2021.12.3) 外资增持最多的三个标的为海尔智家 (+3270 万股)、老板电器 (+275 万股)、海信家电 (+141 万股), 减持最多的三只标的为 TCL 科技 (-2755 万股)、美的集团 (-769 万股)、格力电器 (-462 万股)。从流通股占比变化的角度, 上周 (2021.11.29-2021.12.3) 陆股通增持前三位为海尔智家 (+0.52pcts)、老板电器 (+0.29pcts)、海信家电 (+0.16pcts), 减持前三位是九阳股份 (-0.51pcts)、TCL 科技 (-0.19pcts)、美的集团 (-0.10pcts)。

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)
海尔智家	3270.25	9.72	0.52
老板电器	274.74	10.52	0.29
海信家电	140.86	8.76	0.16
三花智控	126.38	22.39	0.04
荣泰健康	0.00	0.33	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
银河电子	0.00	0.00	0.00
*ST 奥马	0.00	0.00	0.00
四川九洲	0.00	0.01	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
莱克电气	-10.33	1.10	-0.02
飞科电器	-6.93	0.41	-0.02
创维数字	-32.63	0.62	-0.03
深康佳 A	-59.91	0.54	-0.04
欧普照明	-33.07	3.11	-0.05
华帝股份	-51.06	3.75	-0.06
奥佳华	-40.65	1.75	-0.07
苏泊尔	-62.81	7.11	-0.08
格力电器	-461.62	11.26	-0.08
兆驰股份	-423.21	1.17	-0.09
美的集团	-768.84	17.71	-0.10
TCL 科技	-2754.57	3.26	-0.19
九阳股份	-397.70	12.00	-0.51

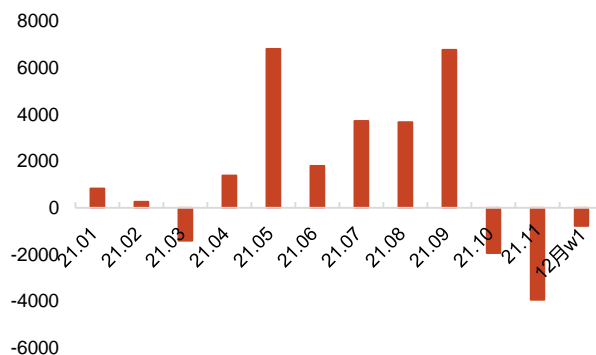
资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间段为 2021 年 11 月 29 日-2021 年 12 月 3 日

图 47：格力电器陆股通月度以及当月周度持股数变化（万股）



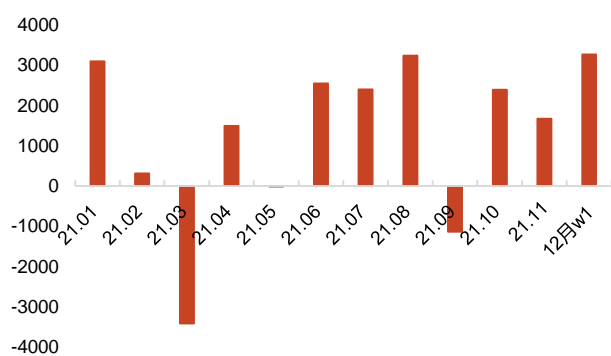
资料来源：Wind，光大证券研究所 *注：12月w1时间为11.29-12.3，下同

图 48：美的集团陆股通月度以及当月周度持股数变化（万股）



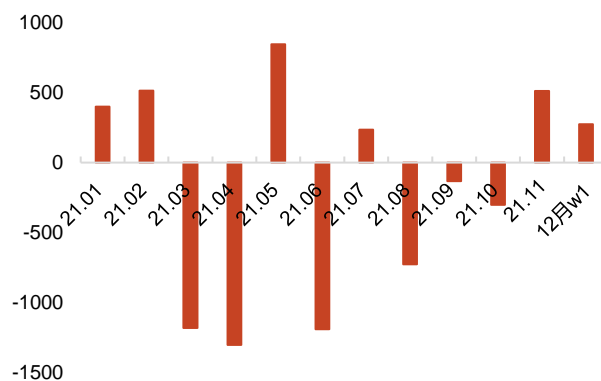
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 49：海尔智家陆股通月度以及当月周度持股数变化（万股）



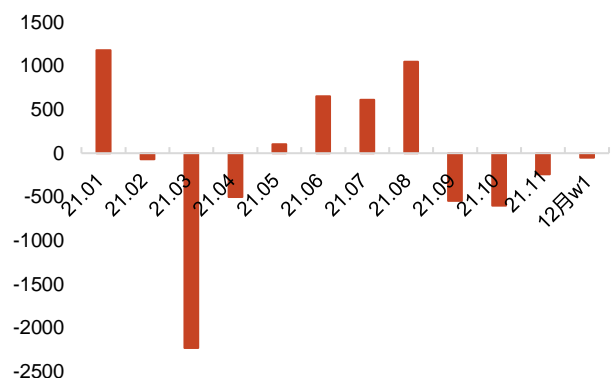
资料来源：Wind，光大证券研究所

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）



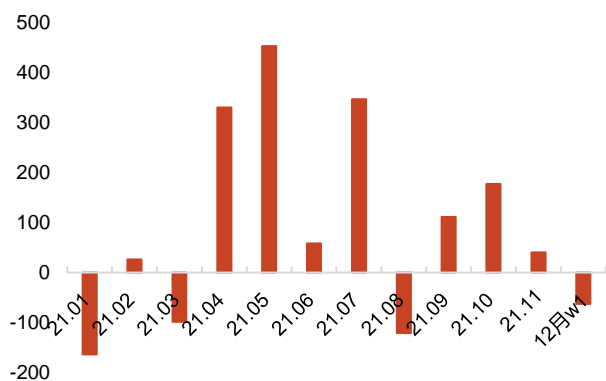
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 52：九阳股份陆股通月度以及当月周度持股数变化（万股）



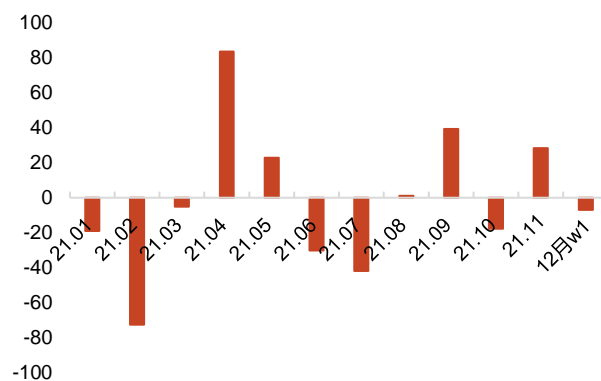
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 53：苏泊尔陆股通月度以及当月周度持股数变化（万股）



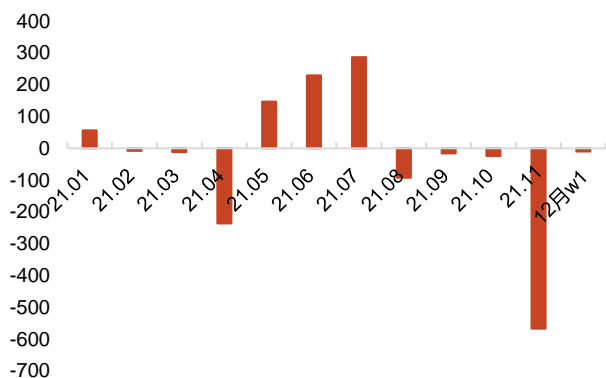
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 54：飞科电器陆股通月度以及当月周度持股数变化（万股）



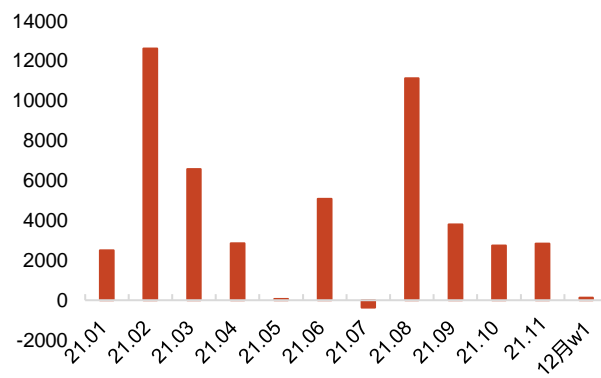
资料来源：Wind，光大证券研究所

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）



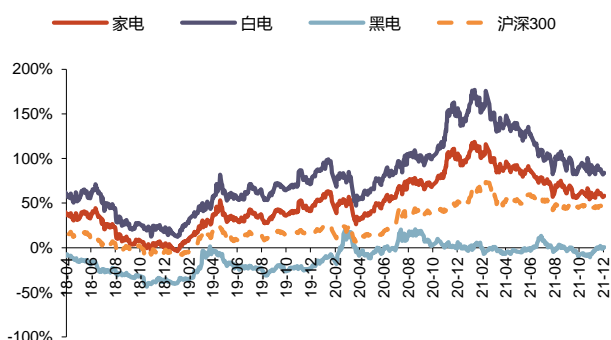
资料来源：Wind，光大证券研究所

5、 上周行业回顾

5.1、 行情回顾

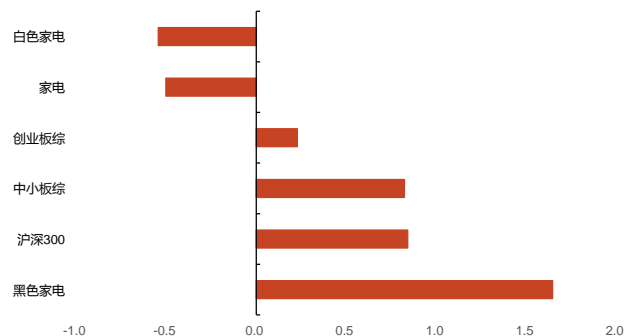
上周板块表现：上周申万家电行业-0.5%，位列 28 个申万一级行业第 21 位，同期沪深 300、中小板指、创业板指的涨幅分别为+0.84%、+0.82%、+0.23%。细分板块来看，上周白色家电-0.55%，黑色家电+1.65%。行业内上市公司，上周涨幅前五为：盾安环境（+39.28%）、春兰股份（+33.76%）、乐金健康（+12.39%）、海立股份（+6.55%）、深康佳 A（+6.37%）。

图 57：家电板块 2018 年初至今涨跌幅



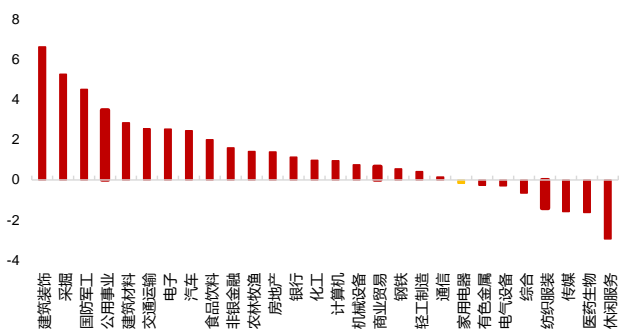
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 12 月 3 日

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 11 月 29 日-2021 年 12 月 3 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 11 月 29 日-2021 年 12 月 3 日

图 60：家电板块 PE(TTM，倍)



资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时段截至 2021 年 12 月 3 日

表 5：上周个股涨幅前五位

代码	名称	周涨跌幅 (%)
002011.SZ	盾安环境	39.28
600854.SH	春兰股份	33.76
300247.SZ	乐金健康	12.39
600619.SH	海立股份	6.55
000016.SZ	深康佳 A	6.37

资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间段为 2021 年 11 月 29 日-2021 年 12 月 3 日

表 6：上周个股跌幅前五位

代码	名称	周涨跌幅 (%)
000533.SZ	顺钠股份	-9.40
002242.SZ	九阳股份	-8.18
300475.SZ	聚隆科技	-7.15
603355.SH	莱克电气	-7.14
002723.SZ	金莱特	-6.63

资料来源：Wind，光大证券研究所，统计时间段为 2021 年 11 月 29 日-2021 年 12 月 3 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
四川长虹	关于预计 2022 年度日常关联交易的公告	公司 2021 年日常关联交易核定总额为 2,675,655 万元，2021 年 1-10 月实际发生额为 1,269,707 万元，预计 2021 年全年发生额为 1,840,647 万元；公司及下属子公司预计 2022 年度与长虹控股集团及其子公司之间的日常关联交易总额不超过 2,636,598 万元；公司下属子公司四川虹信软件股份有限公司与华鲲振宇之间的日常关联交易总额不超过 112,000 万元。
金莱特	关于全资子公司对外转让参股公司股权的公告	为进一步聚焦主营业务，公司拟转让下属全资子公司国海建设持有的江西中盛的 9% 股份。
兆驰股份	关于全资子公司增资扩股的进展公告	兆驰供应链已收到 30 亿元增资款，并完成增资扩股的注册资本工商变更手续。公司的持股比例由 100.0000% 变更为 14.7727%，兆驰供应链变成公司的参股子公司，将不再纳入公司合并报表范围。截至本公告出具日，公司与兆驰供应链不存在任何债权债务关系。

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