

海信家电(000921.SZ/00921.HK)

边际改善信号显现，多元布局成长可期

核心观点：

- **家电主业稳扎稳打，外延并购打开成长空间。**公司深耕白电业务三十余载，现已发展成全球性综合白电龙头。近年来先后收购欧洲高端家电品牌古洛尼（2018）、收购约克多联机中国区业务（2018）、并表海信日立（2019）、收购日本三电（2021），已初步实现传统白电+中央空调+新能源车热管理三大业务布局，其中优势家电主业稳扎稳打作为基本盘，汽车热管理业务则有望实现第二增长曲线。
- **家空&冰洗：内销聚焦细分市场，外销份额提升。**内销方面，家空聚焦新风产品，冰洗持续推进高端化、差异化。外销方面，加码体育营销提升品牌知名度，外延并购成效显著。总体来看，短期需求存在波动且盈利承压，但外部压力已边际减弱，三季度盈利修复弹性已有显现，长期预计保持稳健增长。
- **中央空调：强者恒强，成长性依旧。**2021年我国中央空调市场规模达1120亿元，近期政策边际放松，地产复苏+精装配套率提升+基建工装需求支撑有望驱动行业保持较好增长。海信日立龙头地位稳固，营收增速优于行业且盈利能力较强，为公司主要利润来源。
- **汽车热管理：行业扩容，打造第二增长曲线。**新能源车热管理市场空间广阔，2025年全球市场规模将突破千亿。公司2021年收购汽车压缩机龙头日本三电，布局新能源车热管理。短期虽然经营承压，但考虑行业发展前景及海信协同整合效应，有望困境反转并提供增长动能。
- **盈利预测与投资建议：**预计2022-23年归母净利润为14.0/16.5亿元，参考可比公司估值，给予23年PE15x，合理价值18.20元/股，维持“增持”评级。按照当前AH溢价比例，给予H股合理价值10.58港元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示：**地产竣工不及预期、行业竞争加剧、原材料成本上行。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	48,393	67,563	74,708	81,792	87,991
增长率（%）	29.2	39.6	10.6	9.5	7.6
EBITDA（百万元）	3,925	3,469	3,134	3,699	4,273
归母净利润（百万元）	1,579	973	1,404	1,654	1,882
增长率（%）	-12.0	-38.4	44.4	17.8	13.8
EPS（元/股）	1.16	0.71	1.03	1.21	1.38
市盈率（x）	12.44	21.23	12.78	10.85	9.54
ROE（%）	16.1	9.4	12.5	13.6	14.3
EV/EBITDA（x）	3.21	4.92	3.51	2.39	1.15

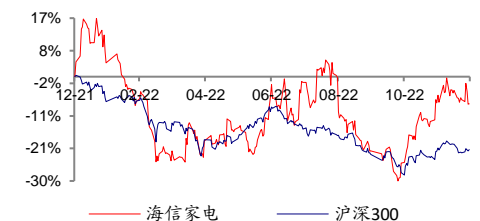
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	增持-A/增持-H
当前价格	13.17元/8.61港元
合理价值	18.20元/10.58港元
前次评级	增持/增持
报告日期	2023-01-03

基本数据

股票代码	000921.SZ	00921.HK
总股本（百万股）	1362.73	1362.73
流通股本（百万股）	902.83	459.59
总市值（百万）	17,947元	11,733港元
一年内最高/低价	17.00-9.95元	11.10-6.19港元
30日日均成交量（百万股）	9.49	0.52
30日日均成交额（百万）	129元	4港元
近3个月涨跌幅（%）	17.48	20.76

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

相关研究：

海信家电 2022-10-28

(000921.SZ/00921.HK):Q3

保持稳健增长，盈利能力提升

联系人：陈尧 021-38003800

shchenyao@gf.com.cn

目录索引

一、公司概况：边际改善信号显现，多元布局成长可期	5
二、家空&冰洗：内销聚焦细分市场，外销份额提升	10
三、中央空调：强者恒强，成长性依旧	14
四、汽车热管理：行业扩容，打造第二增长曲线	21
五、盈利预测和投资建议	25
六、风险提示	26

图表索引

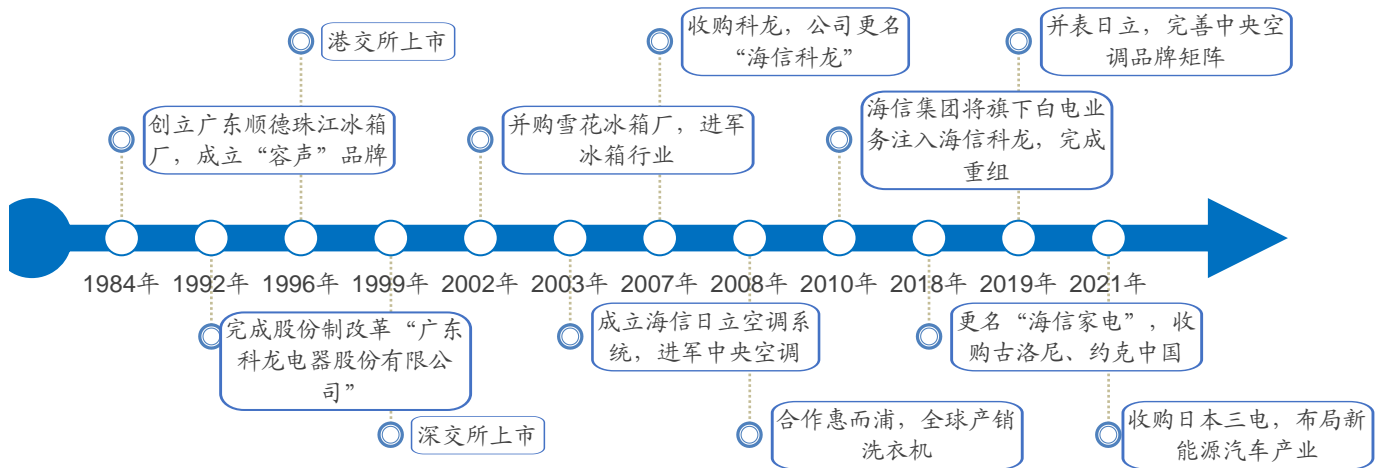
图 1: 海信家电发展历程梳理	5
图 2: 海信家电股权结构图 (截至 2022Q3)	5
图 3: 海信家电收入及同比增速 (亿元)	6
图 4: 海信家电归母净利润及同比增速 (亿元)	6
图 5: 海信日立收入、净利润情况 (亿元)	6
图 6: 海信家电净利润主要由海信日立贡献 (亿元)	6
图 7: 海信家电品牌矩阵及对应业务	7
图 8: 海信家电收入结构拆分 (亿元)	7
图 9: 海信家电分业务收入占比 (2021 年)	7
图 10: 海信家电分业务毛利率	8
图 11: 海信家电内外销收入拆分	8
图 12: 海信家电内外销业务毛利率	8
图 13: 海信家电家空业务收入及增速 (亿元)	10
图 14: 海信家电冰洗业务收入及增速 (亿元)	10
图 15: 空调内销量市场格局 (出货口径)	11
图 16: 海信系空调零售量市占率 (零售口径)	11
图 17: 新风空调线上销额市占率	11
图 18: 新风空调线下销额市占率	11
图 19: 新风空调零售额单月同比增速, 保持高速增长	11
图 20: 冰箱内销量市场格局 (出货口径)	12
图 21: 海信系冰箱零售量市占率 (零售口径)	12
图 22: 海信系洗衣机零售量市占率 (零售口径)	12
图 23: 冰箱零售均价变动 (元)	12
图 24: 空调外销量市场格局	13
图 25: 冰箱外销量市场格局	13
图 26: 海信家电原材料成本占比高于其他白电公司	13
图 27: 海信家电冰洗业务半年度毛利率变化	13
图 28: 原材料价格季度同比增速	14
图 29: 中央空调内销市场规模及同比增速 (亿元)	14
图 30: 2021 年中央空调细分类型市场规模 (亿元)	15
图 31: 中央空调细分类型规模占比	15
图 32: 2021 年我国中央空调渠道结构	15
图 33: 央空行业增速与商品房销售面积增速、房屋竣工面积增速拟合	16
图 34: 我国精装修渗透率情况	16
图 35: 我国精装房中央空调配套率	16
图 36: 海信日立旗下品牌矩阵	17
图 37: 海信日立收入规模及增速 (亿元)	18
图 38: 海信日立净利润规模及增速 (亿元)	18
图 39: 2021 年我国中央空调市场市占率	18

图 40: 2021H1 我国多联机市场市占率.....	18
图 41: 中国新能源车销量及增速.....	21
图 42: 中国新能源车渗透率(新能源车销量/总销量).....	21
图 43: 日本三电汽车业务主要产品.....	22
图 44: 日本三电分地区营收占比.....	22
图 45: 2019 年车用电动压缩机市场份额, 外资品牌合计占比 85%左右.....	23
图 46: 日本三电营收及增速(亿日元).....	23
图 47: 日本三电营业利润(亿日元).....	23
图 48: 三电振兴计划营收及增速(亿日元).....	24
图 49: 三电振兴计划营业利润(亿日元).....	24
图 50: 日本电装营收、营业利润(亿日元).....	24
图 51: 日本电装营业利润率、净利率.....	24
表 1: 海信家电单季度利润率变动.....	6
表 2: 股权激励主要内容.....	9
表 3: 股权激励考核指标.....	9
表 4: 各品牌家用中央空调一拖五多联机(6HP)性能对比.....	19
表 5: 日立针对房地产市场推出的创新产品.....	20
表 6: 电动化趋势下关键零部件实现量价齐升.....	21
表 7: 中国、全球热管理市场规模测算.....	22
表 8: 海信家电收入预测(亿元).....	25
表 9: 海信家电毛利率预测.....	26

一、公司概况：边际改善信号显现，多元布局成长可期

家电主业稳扎稳打，外延并购打开成长空间。公司深耕白电业务三十余载，现已发展成全球性综合白电龙头。近年来先后收购欧洲高端家电品牌古洛尼（2018）、收购约克多联机中国区业务（2018）、并表海信日立（2019）、收购日本三电（2021），已初步实现传统白电+中央空调+新能源车热管理三大业务布局，其中优势家电主业稳扎稳打作为基本盘，汽车热管理业务则有望实现第二增长曲线。

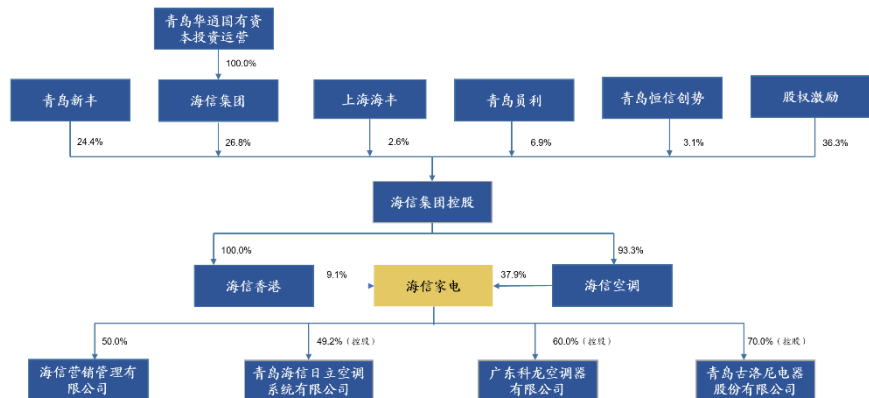
图 1：海信家电发展历程梳理



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

混改落地，有助于公司治理提效、形成产业协同。混改前海信家电实控人为青岛国资委，2020年混改以海信控股为主体引入战略投资者青岛新丰，完成混改后海信家电变更为非国有控股企业，且无实际控制人，股权结构更加多元化、市场化，一方面有助于改善国资阶段的管理效率，另一方面战投新丰（股东海丰国际为亚洲区领先的航运物流企业）的引入有望形成产业协同。

图 2：海信家电股权结构图（截至2022Q3）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

收入保持稳健增长，盈利短期承压。收入端，公司总营收由2017年335亿元提升至2021年676亿元，CAGR为19%。2020、2021年营收高增主要为海信日立、日本三电相继并表贡献，若剔除并表影响则2020、2021年营收分别同比+5%、+29%，整体保持稳健增长。盈利端，波动相对较大且主要由海信日立贡献。公司2020、2021年归母净利润分别同比-12%、-38%，主要为原材料价格高企、三电并表拖累（2021年表内亏损1.6亿元）。近期原材料价格回落、公司内部降本提效，盈利修复弹性显现，后续有望持续改善。

图 3: 海信家电收入及同比增速 (亿元)

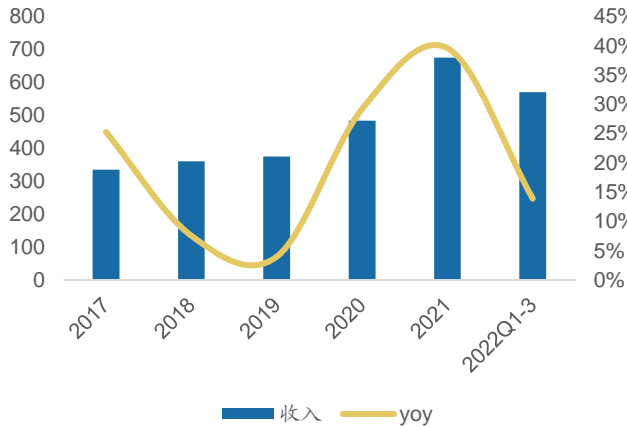
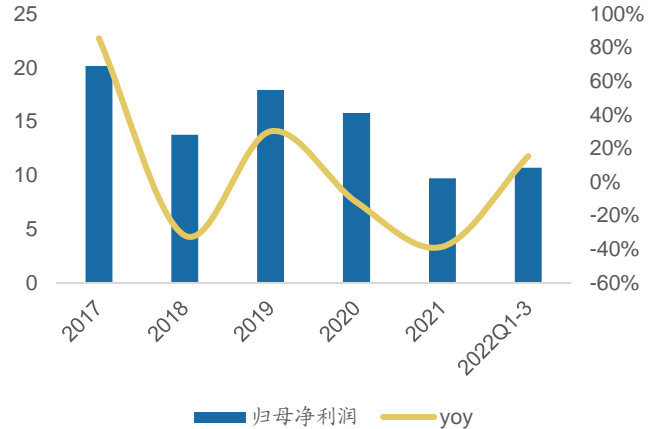


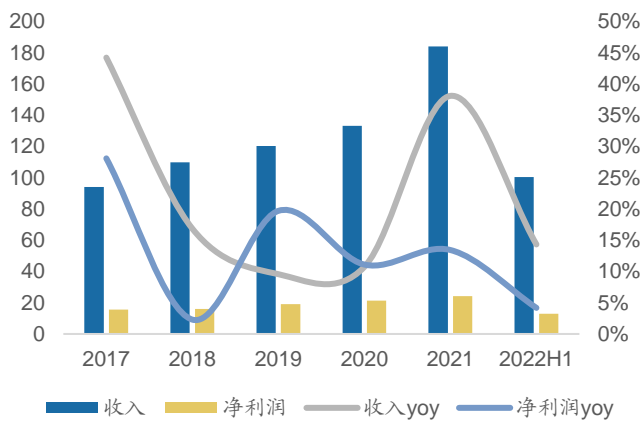
图 4: 海信家电归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

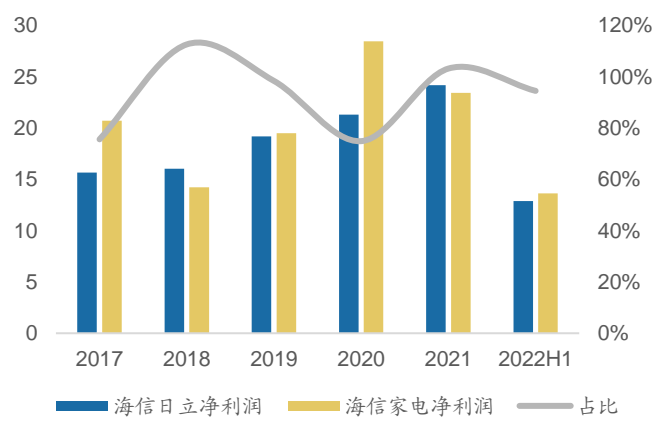
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 海信日立收入、净利润情况 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 海信家电净利润主要由海信日立贡献 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 1: 海信家电单季度利润率变动

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
毛利率	20.7%	21.1%	21.6%	15.5%	18.5%	19.9%	23.0%
净利率	1.6%	2.2%	1.8%	0.3%	1.5%	1.8%	2.4%
毛利率同比	+0.2pct	-3.2pct	-3.1pct	-9.6pct	-2.2pct	-1.2pct	1.4pct
净利率同比	+1.0pct	-1.3pct	-1.9pct	-4.0pct	-0.1pct	-0.4pct	0.6pct

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

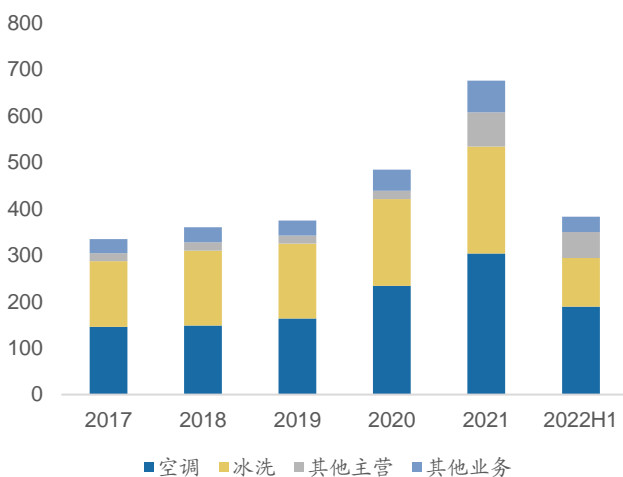
分业务看，公司已实现三大业务版图、八大品牌布局。经过历年发展以及外延并购，公司现已拥有海信、科龙、容声、日立、约克（中国区域）、gorenje古洛尼、ASKO、三电SANDEN八大品牌，产品涵盖了冰洗、家空、中央空调、厨房电器、环境电器、汽车空调压缩机等。具体拆分来看，2021年公司空调、冰洗、其他主营、其他业务收入占比分别为45%、34%、11%、10%，其中空调业务包括家空（18%）、中央空调（27%），其他主营业务主要包含日本三电。空调业务作为成长性更强、盈利能力较优的板块，收入占比稳步提升，冰洗业务规模保持增长但占比有所下滑。

图 7：海信家电品牌矩阵及对应业务



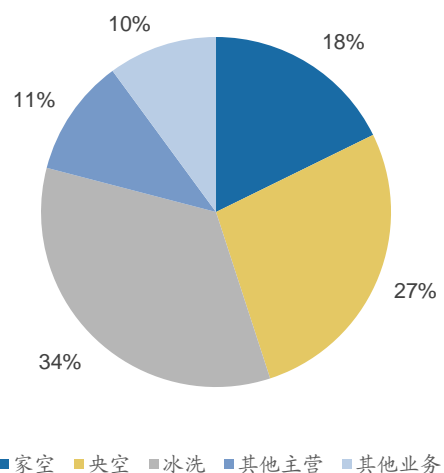
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 8：海信家电收入结构拆分（亿元）



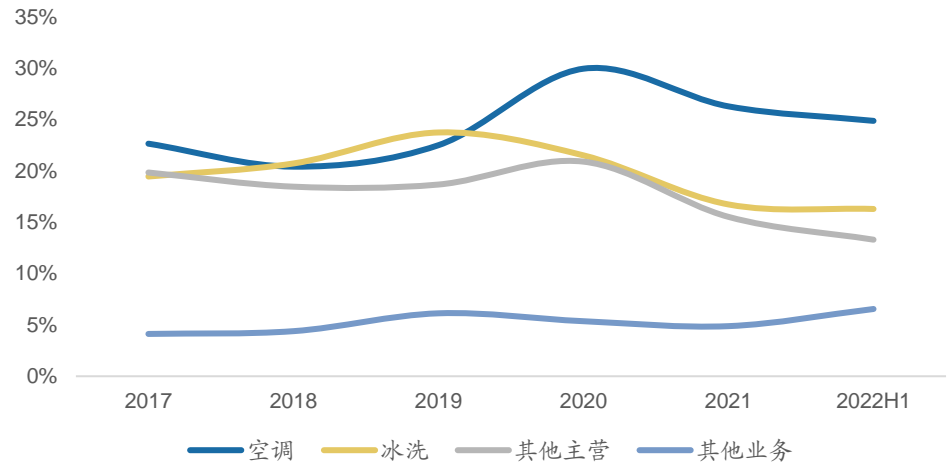
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 9：海信家电分业务收入占比（2021年）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 10: 海信家电分业务毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分地区看, 公司积极出海, 外销占比逐步提升。伴随国内大家电市场接近饱和, 家电龙头均积极布局出海寻求增量。海信家电一方面进行海外并购(古洛尼), 实现国际份额快速提升; 另一方面持续加码体育营销进行品牌建设, 赞助世界杯等世界顶级体育赛事, 大幅提升在国际市场的影响力。从收入拆分来看, 公司外销收入占比逐年提升, 由2017年29%提升至2022上半年37%(并购三电也有一定影响)。从盈利能力角度看, 外销业务代工占比较高导致毛利率偏低, 但需要说明的是, 公司的外销均是通过集团以关联交易的形式完成, 2017年以来公司外销毛利率下滑至大个数, 主要原因在于结算方式的改变, 以往外销还要分摊约8%左右的销售费用, 而2017年起外销无需分摊销售费用, 毛利率几乎约等于净利率, 故实际外销盈利能力基本维持平稳且没有特别低。

图 11: 海信家电内外销收入拆分

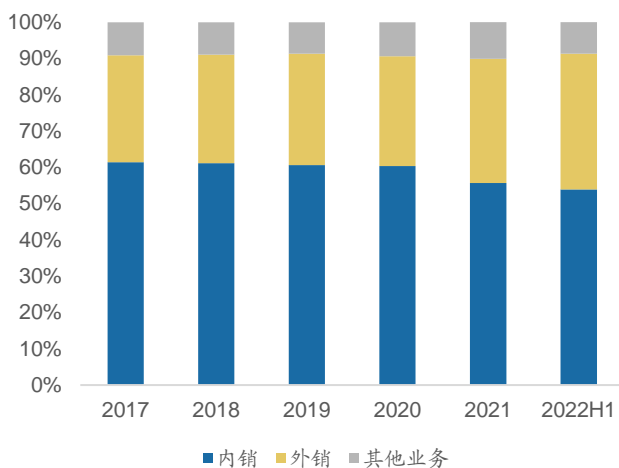
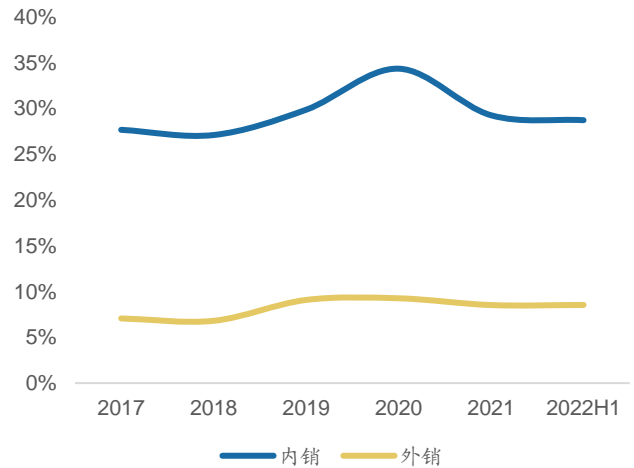


图 12: 海信家电内外销业务毛利率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (报表其他业务科目未拆分内外销)

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

公司推出股权激励计划，有助于促进核心人才队伍建设和稳定。2023年1月公司推出股权激励计划，激励对象为公司中层管理人员及核心骨干人员共计596人，拟授予限制性股票数量2961.80万股，约占激励计划公告时公司股本总额的2.17%，授予价格为每股6.64元。考核指标为归母净利润增长率，目标值为2023-2025年归母净利润较2021年增长62%、86%、109%，对应当年归母净利润规模分别15.8、18.1、20.3亿元；触发值2023-2025年归母净利润较2021年增长50%、69%、87%，对应当年归母净利润规模分别14.6、16.4、18.2亿元。公司健全完善激励机制，将促进核心人才队伍的建设稳定和稳定，从而有助于公司长远发展。

表 2: 股权激励主要内容

对象	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票 总数的比例	占本激励计划公告时 公司总股本的比例
中层管理人员及核心骨干人员 (596人)	2961.80	100.00%	2.17%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 股权激励考核指标

解除限售期	考核指标	归母净利润增长率			
		目标值	对应规模 (亿元)	触发值	对应规模 (亿元)
第一个解除限售期	2023 年度归母净利润较 2021 年增长率	62%	15.8	50%	14.6
第二个解除限售期	2024 年度归母净利润较 2021 年增长率	86%	18.1	69%	16.4
第三个解除限售期	2025 年度归母净利润较 2021 年增长率	109%	20.3	87%	18.2

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 净利润指标剔除本期及其他股权激励计划及员工持股计划(若有)实施所产生的股份支付费用的影响。

二、家空&冰洗：内销聚焦细分市场，外销份额提升

传统白电业务为基本盘，短期存在波动，长期有望保持稳健增长。考虑公司报表端空调业务收入包含了家空、中央空调业务，此处我们剔除中央空调部分，则2021年公司家空业务、冰洗业务分别实现收入120亿元（占比18%）、230亿元（占比34%），合计占比过半仍为公司核心基本盘。具体来看，家空业务规模有所下滑，主要为2019年、2020年受价格战、疫情影响，但近两年已恢复良好增长。冰洗业务增长势头较好，主要受益产品结构升级、出口高景气，今年上半年高基数影响下出现一定下滑，但长期看白电业务仍有望保持稳健增长。

图 13：海信家电家空业务收入及增速（亿元）

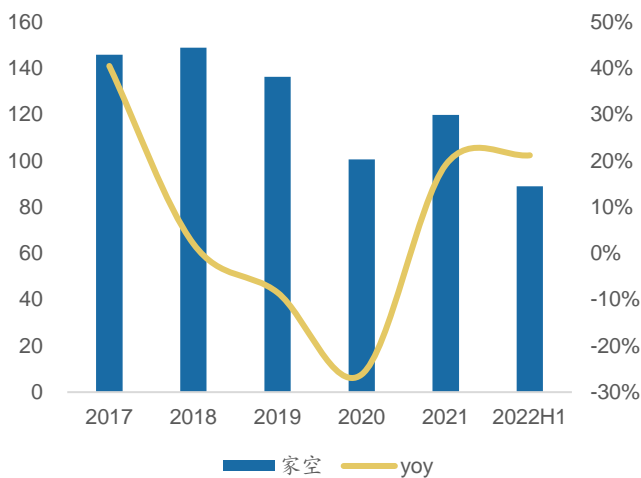
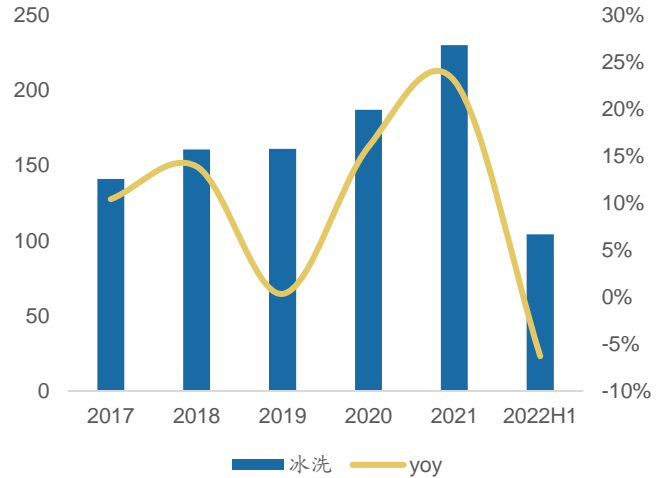


图 14：海信家电冰洗业务收入及增速（亿元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

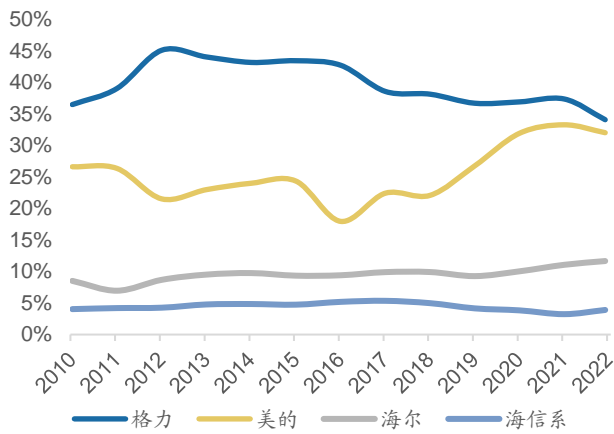
1.内销方面，份额较为稳定，公司聚焦细分市场，差异化竞争下价升驱动增长。

家空业务：细分赛道高成长性，海信引领新风市场。

从国内空调市场大盘来看，一方面行业增速趋缓，另一方面龙头份额稳固，多年来集中度保持在较高水平。海信系整体处于第二梯队，份额基本保持稳定，虽在价格战中出现一定下滑，但2022年以来有所回升，尤其零售端恢复较好。

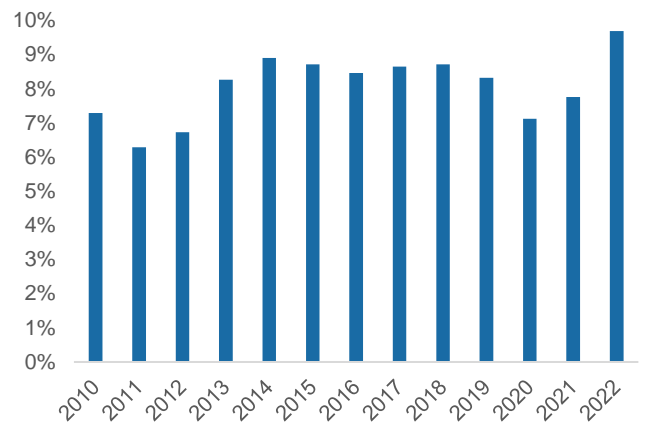
公司家用空调业务主要聚焦新风产品，持续引领行业发展。根据奥维云网数据，2021年新风空调线上、线下渠道零售额规模分别8.2亿元（+493%）、19.1亿元（+57%）；2022H1线上、线下渠道零售额规模分别12.2亿元（+249%）、11.1亿元（+18%），在空调行业整体景气度偏低的情况下，新风空调赛道实现了逆势高增，预计伴随消费者对空气健康重视度的不断提升，行业仍将有较大发展潜力。从市场格局看，新风空调市场一家独大，美的线上、线下销售额市占率均在60%以上，海信线上销售额市占率11%位居第三，线下销售额市占率24%位居第二，整体竞争力仅次于美的。

图 15: 空调内销量市场格局 (出货口径)



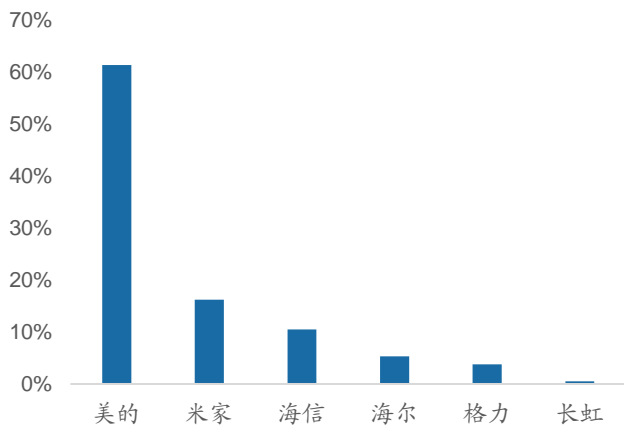
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 16: 海信系空调零售量市占率 (零售口径)



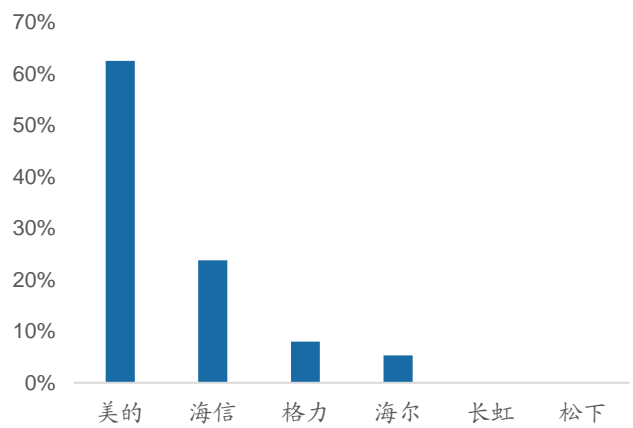
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 17: 新风空调线上销额市占率



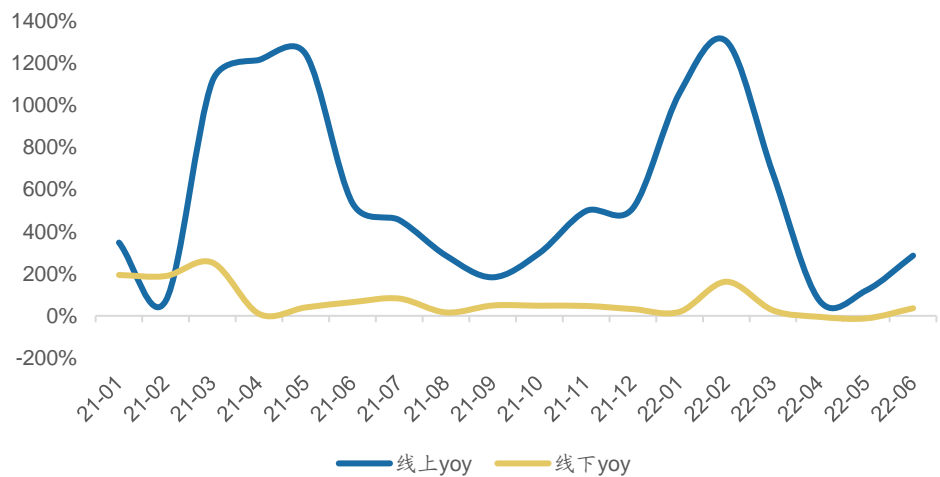
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 18: 新风空调线下销额市占率



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

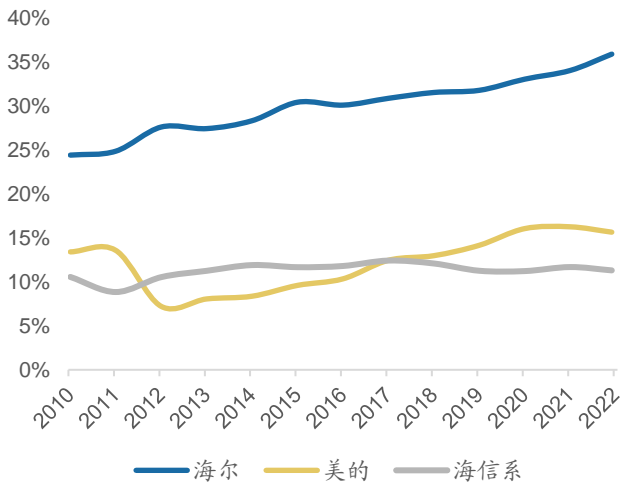
图 19: 新风空调零售额单月同比增速, 保持高速增长



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

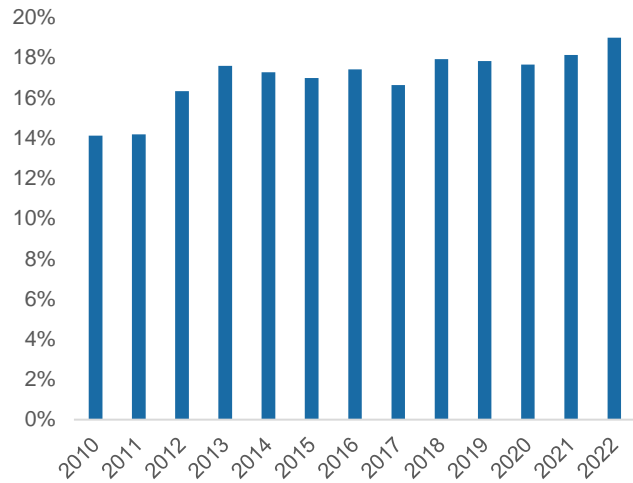
冰洗业务：地位稳固，高端升级驱动增长。公司冰洗业务主要由容声、海信双品牌运作，为优势起家业务。由于国内冰洗市场接近成熟，消费需求转向以更新需求为主，销量维度看或难以出现量级突破，行业扩容主要由结构升级驱动。公司积极推进产品高端化、差异化，围绕“真空”、“保鲜”、“超薄”等卖点打造产品，竞争策略成效显著，零售端份额稳步提升，并成功推动均价上行，但目前来看品牌均价仍略低于行业平均，长期看有较大提升空间。

图 20：冰箱内销量市场格局（出货口径）



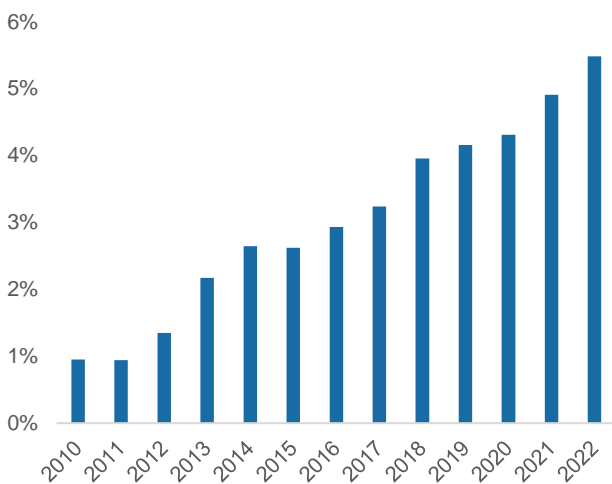
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 21：海信系冰箱零售量市占率（零售口径）



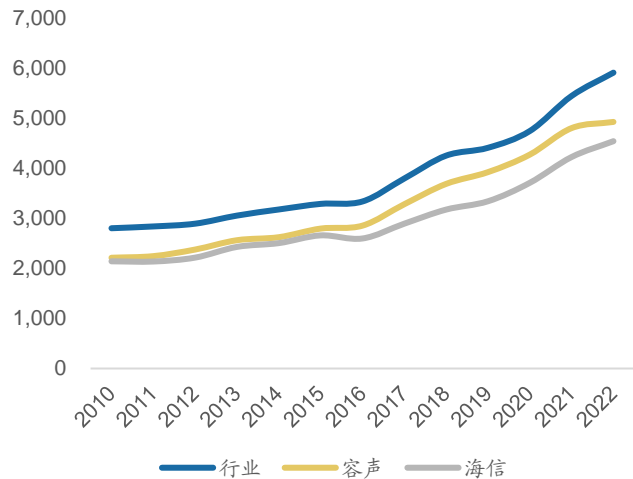
数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 22：海信系洗衣机零售量市占率（零售口径）



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 23：冰箱零售均价变动（元）

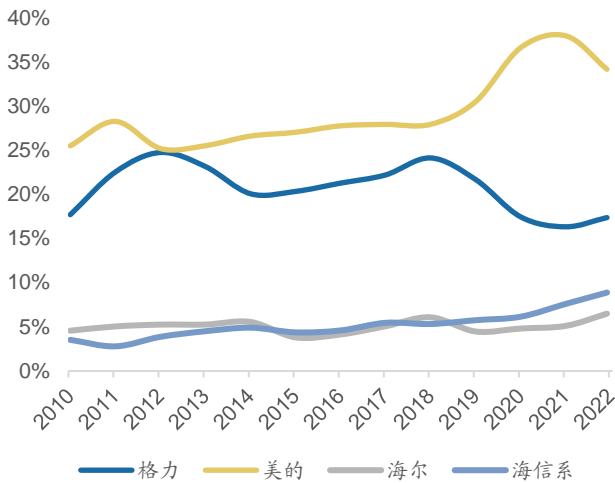


数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

2.外销方面，海外市场扩张顺利，份额提升显著。

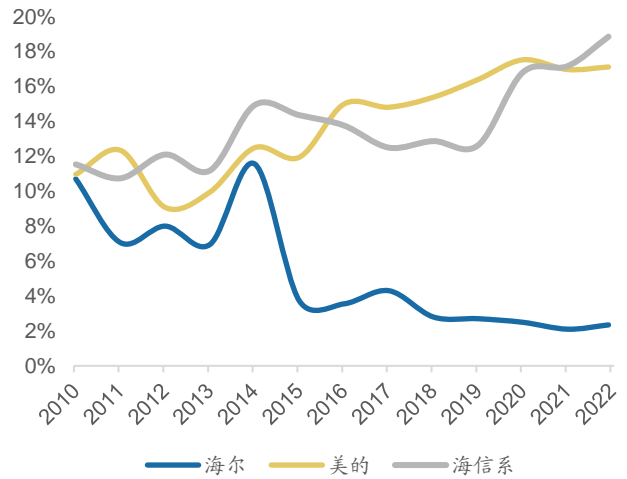
公司积极出海寻求增量，一方面通过加码体育营销提升自主品牌影响力，另一方面通过海外并购更快切入海外市场，实现本土份额快速提升以及渠道资源协同。相较四平八稳的内销市场，近年来海信出口份额提升显著，根据产业在线数据，海信系空调、冰箱出口份额分别由2010年4%、12%提升至2022年9%、19%（2022年数据统计1-11月累计）。虽然外销短期面临高基数压力，但仍看好长期份额提升。

图 24：空调外销量市场格局



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

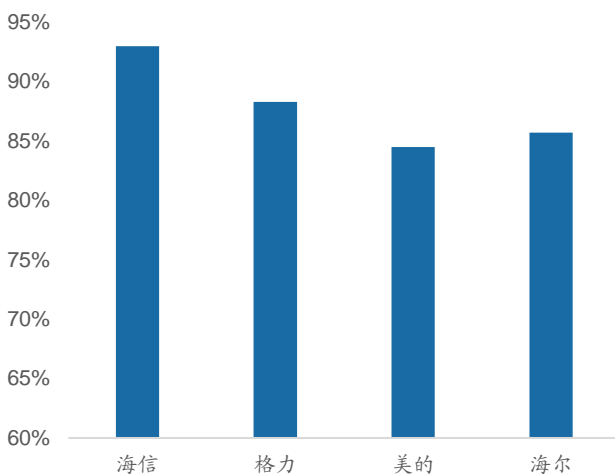
图 25：冰箱外销量市场格局



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

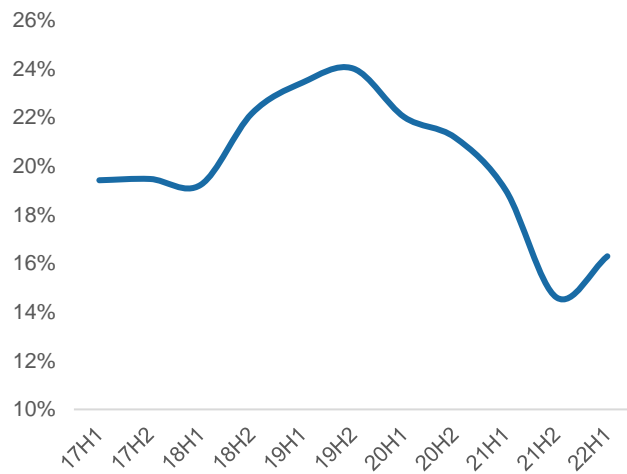
展望后续，规模稳步增长的同时，关注成本端边际改善带来的盈利弹性。海信家电白电业务占比较高，而白电品类生产成本中钢、铝、铜等大宗占比较高，因而本轮原材料上涨周期中海信盈利能力较其他白电龙头受损更为严重。今年二季度以来，不论是原材料价格，还是汇率、海运因素均出现边际向好，报表端也已出现积极变化，毛利率、净利率水平逐季提升，三季度净利率已高于去年同期，后续建议持续关注公司盈利改善，预计修复弹性将强于行业。

图 26：海信家电原材料成本占比高于其他白电公司



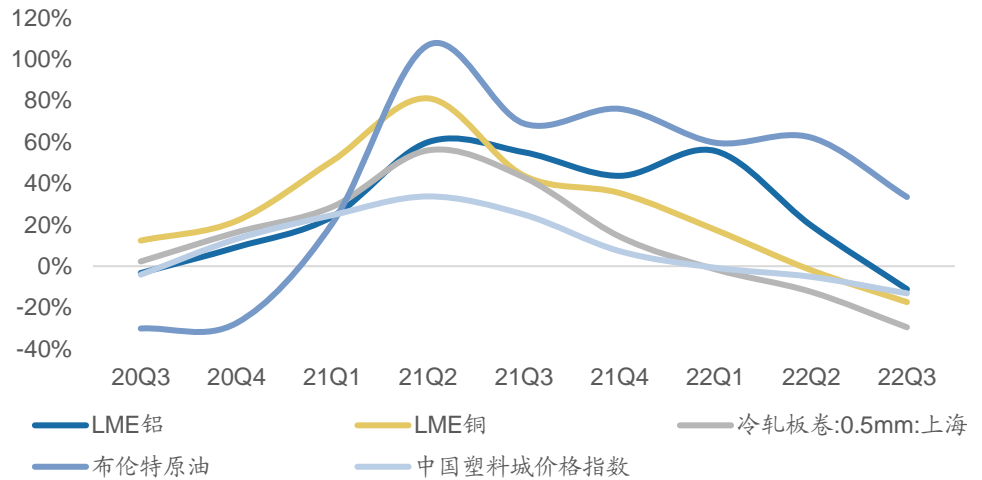
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 27：海信家电冰洗业务半年度毛利率变化



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 28: 原材料价格季度同比增速

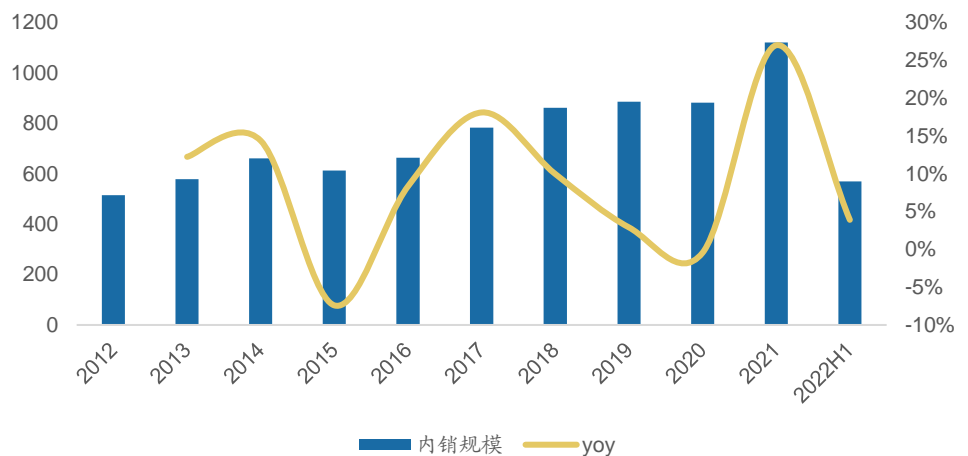


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、中央空调: 强者恒强, 成长性依旧

内销步入千亿市场, 景气度依然较好。2021年我国中央空调市场规模达1120亿元, 2012-2021年CAGR为9%; 2022H1市场规模570亿元, 同比+4%。今年在疫情、地产等外部因素干扰下, 主要大家电品类均出现不同程度下滑, 中央空调依然逆势实现增长, 景气度较好。

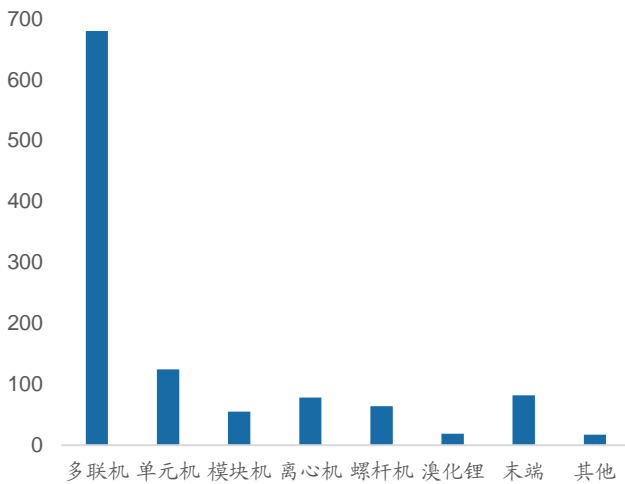
图 29: 中央空调内销市场规模及同比增速 (亿元)



数据来源: 华经产业研究院, 广发证券发展研究中心

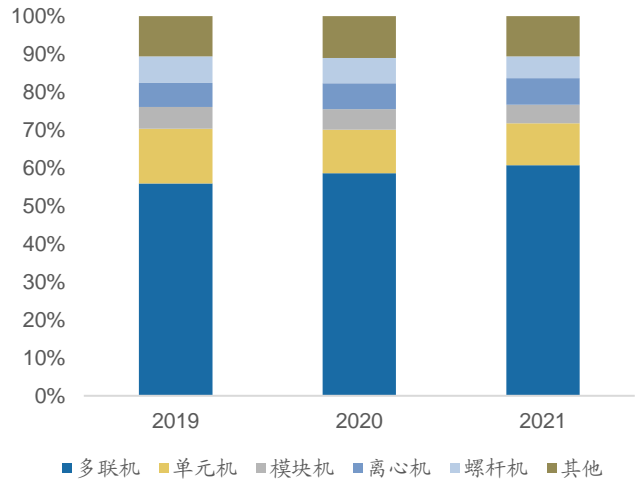
分产品来看，多联机占主导地位。中央空调可分为多联机、单元机、离心机、风冷螺杆机、水冷螺杆机、模块机、溴化锂机、末端以及热泵两联供机组（含户式水机）共九大类产品。2021年我国中央空调市场规模1120亿元，其中多联机市场规模680亿元，同比+32%、占比61%，增速、占比均为各子品类第一，且有逐年提升趋势。

图 30：2021年中央空调细分类型市场规模（亿元）



数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

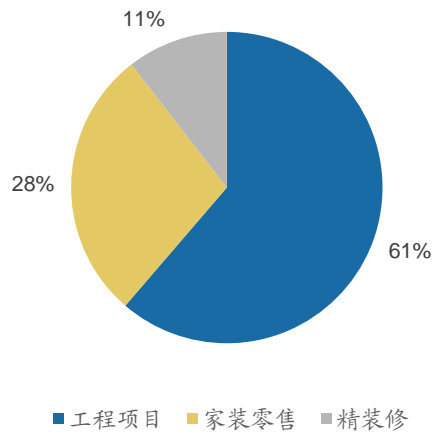
图 31：中央空调细分类型规模占比



数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

分渠道结构看，工程项目渠道占比过半。中央空调主要渠道可分为工程项目市场、家装零售市场、以及精装修市场，其中工程项目市场是中央空调市场出货的主要方向，应用场景主要为基建、工商业等。据统计，2021年中国工程项目市场、家装零售市场、精装修市场的占比分别为61%、28%和11%。

图 32：2021年我国中央空调渠道结构



数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

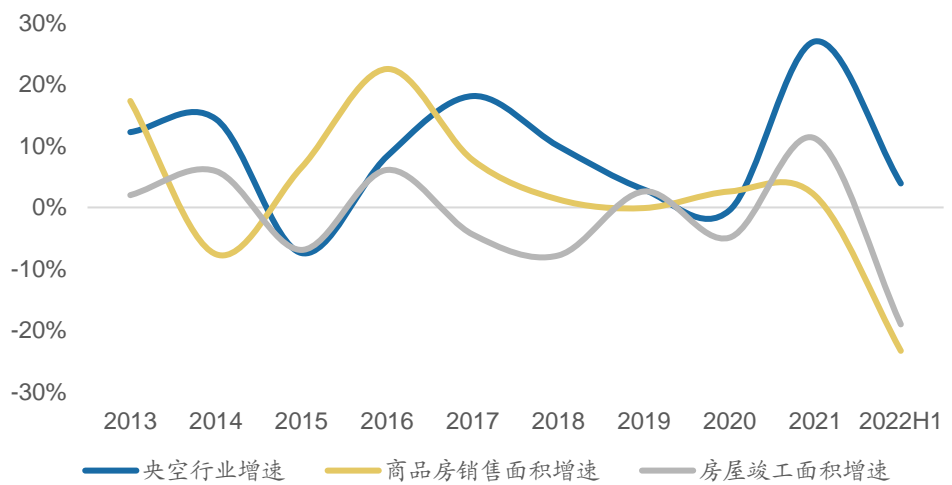
地产复苏+精装配套率提升推动行业增长。

首先，央空后周期属性强，近期地产政策边际放松，行业基本面有望向好。从数据拟合来看，央空行业的地产后周期属性较强，大约滞后销售一年左右，与竣工变动较为同步但增速要更快。虽然短期地产数据仍在底部波动，但近期政策边际放松有望形成托底，地产复苏将带动行业基本面向好。

其次，精装修渗透率及央空配套率逐年提升，亦将推动行业增长。虽然地产行业景气度较差，但精装修渗透率（39%）、精装房中央空调配套率（37%）均在逐年提升，且相距发达国家仍有较大提升空间，持续提升的过程将推动行业良好增长。

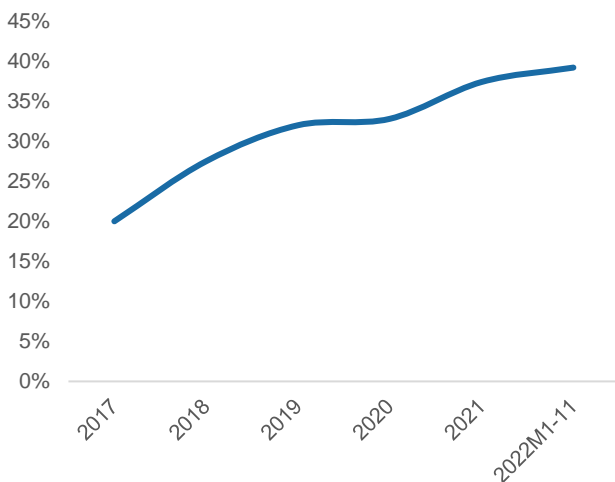
此外，央空渠道结构中工程占比较高，基建需求也将形成长期支撑作用。

图 33: 央空行业增速与商品房销售面积增速、房屋竣工面积增速拟合



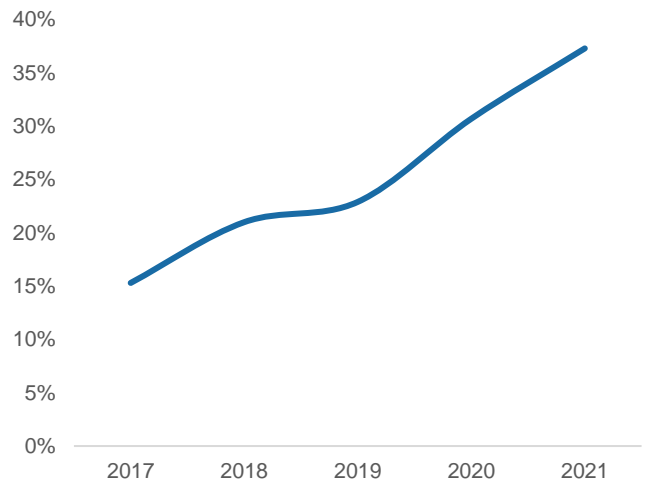
数据来源: wind、华经产业研究院, 广发证券发展研究中心 (央空增速为 2022H1 累计, 地产增速为 2022M1-11 累计)

图 34: 我国精装修渗透率情况



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 35: 我国精装房中央空调配套率



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

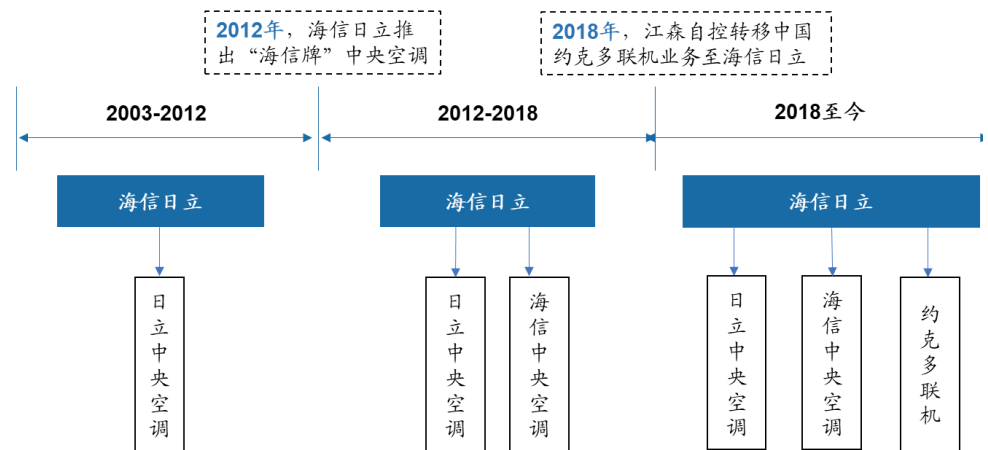
海信日立旗下共有“日立中央空调”、“海信中央空调”、“约克多联机”三大品牌矩阵。

日立是中国中央空调市场（尤其是多联机市场）的龙头品牌。日立牌是海信日立旗下的最核心的中央空调品牌，品牌主打产品为变频多联式商用空调系统和变频家用中央空调系统。

海信是国内多联机市场中唯一一个由合资平台出品的国产品牌。2012年，海信日立正式成立“海信事业部”，全面推出“海信中央空调”自主品牌。“海信牌”在技术上整合海信集团、日立空调的领先技术，在价格上相比“日立牌”的高端定位则更具性价比。

约克是国内冷水机组市场的老牌龙头，其多联机业务属于海信日立旗下。2018年2月1日，江森自控发布公告，将约克多联机中国区业务转移至海信日立旗下，此次业务转移有利于进一步提升海信日立在多联机领域的影响力与份额。

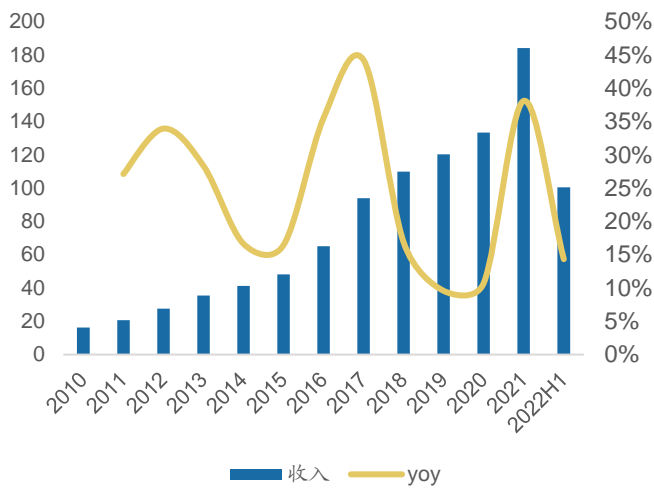
图 36: 海信日立旗下品牌矩阵



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

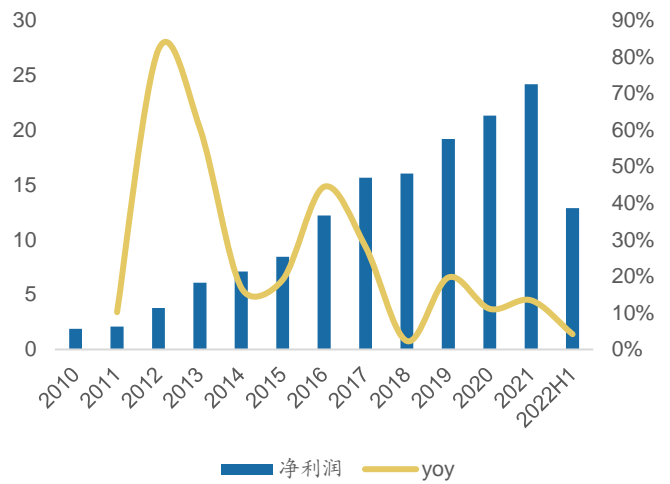
报表端看，海信日立增速优于行业，盈利能力较强。2010-2021年期间，海信日立收入规模由16亿元提升至184亿元，CAGR为25%；净利润规模由2亿元提升至24亿元，CAGR为26%，整体增速表现要优于中央空调行业表现。此外，海信日立盈利能力较强，2013-2020年期间净利率水平维持在15%以上，近两年受原材料的影响有所回落，但依然保持在13%以上，远高于公司整体净利率水平。近期原材料价格回落，海信日立盈利能力有望修复至过往水平，且随着海信日立营收规模逐步提升，对公司整体盈利能力的拉动作用也将更为明显。

图 37: 海信日立收入规模及增速 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

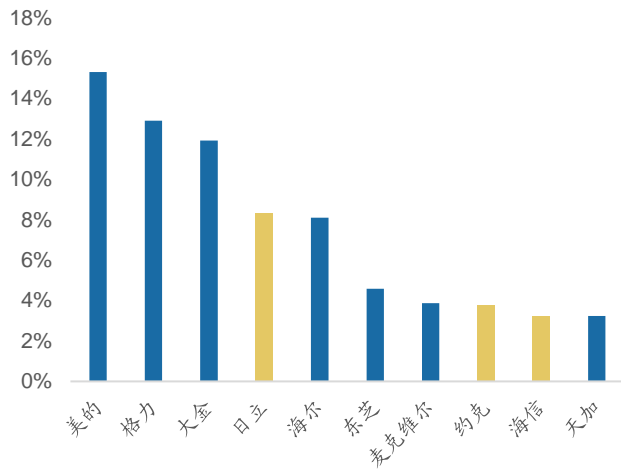
图 38: 海信日立净利润规模及增速 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

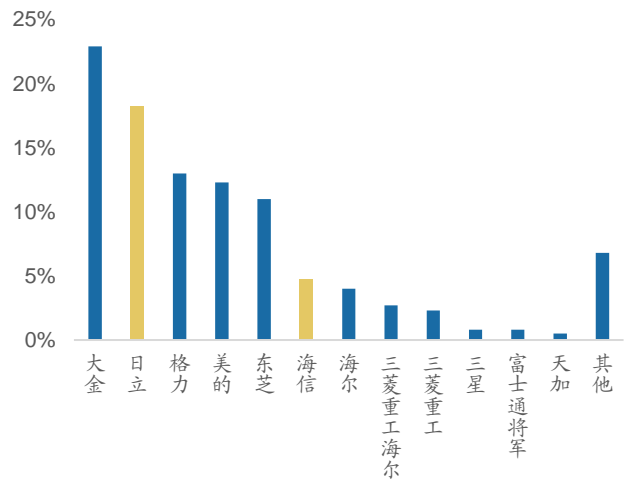
中央空调龙头地位稳固, 海信日立份额领先。公司为国内中央空调行业龙头, 通过三大品牌的技术互补、渠道协同, 市场份额保持领先优势。根据机电信息、艾肯制冷数据, 海信系 (海信+日立+约克) 在国内中央空调市场、多联机细分市场市占率分别为15%、23%, 均位列第一。

图 39: 2021年我国中央空调市场市占率



数据来源: 机电信息, 广发证券发展研究中心

图 40: 2021H1我国多联机市场市占率



数据来源: 艾肯制冷, 广发证券发展研究中心

产品力强、渠道布局广为海信日立核心竞争力。

1. 产品优势

“硬实力”方面：日立在压缩机、噪音、制冷制热能力等参数上多项优于其他品牌。对各品牌一拖五多联机（6HP）产品进行性能对比：

（1）压缩机：日立是唯一在小匹数多联机中采用涡旋式压缩机的品牌。压缩机是中央空调的心脏，其主要类型包括涡旋式、摆动式与转子式，其中涡旋式压缩机结构简单、体积小、重量轻，可靠性更高。从大匹数（7HP及以上）多联机来看，各主要品牌均已采用涡旋式压缩机；而从小匹数（7HP以下）多联机来看，日立是唯一采用涡旋式压缩机的品牌，大金、格力、美的则均采用转子式/摆动式等。

（2）噪音：日立噪音分贝小于大金、格力、美的。噪音量直接影响中央空调的使用体验，是影响消费者购买决策的一个重要因素。对比各品牌一拖五多联机（6HP），日立的噪音分贝为50/52dB，小于大金（53 dB）、格力（56 dB）、美的（56 dB）。

（3）制冷与制热范围：日立制冷能力优于大金、格力，制热能力优于美的。制冷与制热范围代表中央空调在极端温度下运行的能力，最高可制冷温度越高/最低可制热温度越低，能力越强。对比各品牌一拖五多联机（6HP），日立最高制冷温度达52℃，高于大金（50℃）、格力（50℃）；最低制热温度达-20℃，低于美的（-15℃）。（制冷范围指在外部高温环境下仍可制冷，故而指标对应温度越高，制冷能力越好，制热范围同理）。

（4）能效：日立能效表现优于格力。IPLV(C) 即制冷综合性能系数，用来衡量多联式空调在制冷季节的部分负荷效率，该比值越大，能效越高。日立的IPLV（C）值为6.6，高于格力（6），低于大金（7.1）。





表 4：各品牌家用中央空调一拖五多联机（6HP）性能对比

	大金 VRVN	日立 VAM mini	格力 GMV-H	美的 TR+
IPLV(C)	7.1	6.6	6	6.6
APF	5.1	4.7	4.5	5.3
压缩机品牌	大金	日立	珠海凌达	美芝
压缩机来源	自制	自制	自制	自制
压缩机产地	中国大陆	中国台湾	中国大陆	中国大陆
压缩机类型	全封闭双摆动式 压缩机	全封闭直流变速 涡旋压缩机	双转子式 压缩机	双转子式 压缩机
油控制技术	无内部油分离	内部油分离	无内部油分离	无内部油分离
室外机噪音（制冷）（dB）	53	50	56	56
室外机噪音（制热）（dB）		52		
制冷范围	最高 50℃	最高 52℃	最高 50℃	最高 55℃
制热范围	最低-20℃	最低-20℃	最低-20℃	最低-15℃
额定制冷量（KW）	15.5	15.5	16	15.5
额定制热量（KW）	18	18	18.5	18

数据来源：大金中央空调，日立中央空调，格力中央空调，美的中央空调，广发证券发展研究中心

“软实力”方面：在地产项目的实际操作中，由于地域、气候、环境的不同，会有因地制宜的产品需求。日立中央空调依托日立总部强大的技术研发资源，持续为合作地产企业定制个性化的产品：如超低温自动除湿室内机、防雾霾的新风机、零下15℃制热不衰减的寒冷地变频多联机以及智能家居远程控制等产品，多项均为业内唯一。

表 5: 日立针对房地产市场推出的创新产品

特殊情况	针对性产品	功能	产品图片
南方梅雨季节 室内极度潮湿	日立EX-PRO 超低温自动除湿室内机	多雨潮湿的梅雨季回南天室温不足 19℃，普通空调无法正常开启除湿功能，日立超低温自动除湿室内机即使室温低至 10℃，也能完美除湿，杜绝闷湿不适感。	
空气污染问题严重， 雾霾天气下室内空气 中也存在不同程度的 PM2.5 污染	日立NewAir系统 防雾霾新风机	NewAir 新风系统，特有 PM2.5 过滤箱，将雾霾空气进入室内的通道完全阻断。将室内污浊空气排出的同时，还能将输入的空气完全过滤，确保洁净。	
北方地区严寒气温	日立FLEXMULTI 寒冷地变频多联机	采用喷液增焓二级压缩以及专利除霜技术，保障机组低温强力的制热能力，实现-30℃超低温运转可能。	
出门忘关空调 / 找 不到遥控器	日立中央空调i-EZ II 智能远程控制系统	i-EZII 智能远程控制，实现 APP 语音控制，只需语音就能对空调开关机、模式、温度及风量进行调节。	

数据来源：海信日立官网，广发证券发展研究中心

2.渠道优势

外资企业在中国市场往往存在销售通路无法下沉的共性特征，而立立可以借助海信多年来在中国本土的渠道资源打通下沉市场。对比大金及日立的网点数量，日立2200余家销售网点，而大金仅有1500家左右。强大的销售网络和售后体系，一方面有助于建立更强的获客能力，另一方面对于中央空调这样安装属性较强的品类，及时响应、方便触达的售后网络也是消费者重要考量因素。

四、汽车热管理：行业扩容，打造第二增长曲线

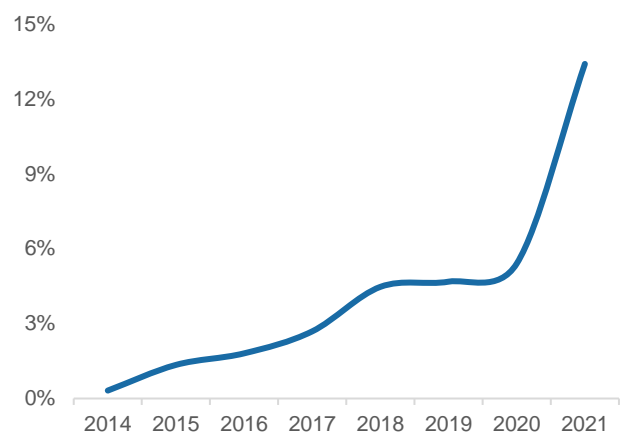
下游需求旺盛，新能源车加速渗透。据中汽协数据，2021年我国新能源车销量达352万台，同比增长158%，新能源车渗透率达13%，同比增长8pct。2022年前11个月我国新能源汽车销量达到607万辆，全年可望超过660万辆，比上一年的352万辆增长近一倍，渗透率也将达到25%。

图41：中国新能源车销量及增速



数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

图42：中国新能源车渗透率（新能源车销量/总销量）



数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

电动化趋势带动上游零部件量价齐升。与燃油车相比，新能源车在热管理系统构造、动力驱动原理方面变化较大，对相关零部件种类、数量、性能的要求均有提升。以热管理系统为例，新能源车需改用电动压缩机，同时新增电池、电机电控回路，使得阀泵类产品用量显著增加，换热类零部件也有不同程度增配。整体来看关键零部件实现量价齐升，汽零行业快速扩容。

表 6：电动化趋势下关键零部件实现量价齐升

品类	变化	燃油车单车价值 (元)	电动车单车价值 (元)	增量来源
阀类	热力膨胀阀→电子膨胀阀 新增换向阀	50~100	300~2000	新增品类、技术升级、 用量增加
换热类	除原有基本零部件外 新增 chiller、冷却板等	500~1000	1000~2000	新增品类、用量增加
泵类	机械水泵→电子水/油泵	50~150	500~1000	技术升级、用量增加
压缩机	机械压缩机→电动压缩机	300~500	1500~2000	技术升级

数据来源：车评网、盖世汽车网、汽车之家，广发证券发展研究中心

热管理市场空间广阔，2025年全球市场规模将达1300亿元。据中汽协、Canalys数据，2021年中国、全球新能源汽车销量分别达352万台、650万台，我们保守假设一套新能源车热管理系统约6000元，测算得中国、全球新能源车热管理市场空间分别为211亿元、402亿元。假设2025年中国、全球新能源车渗透率达到37%、25%，则对应市场规模715亿元、1300亿元。

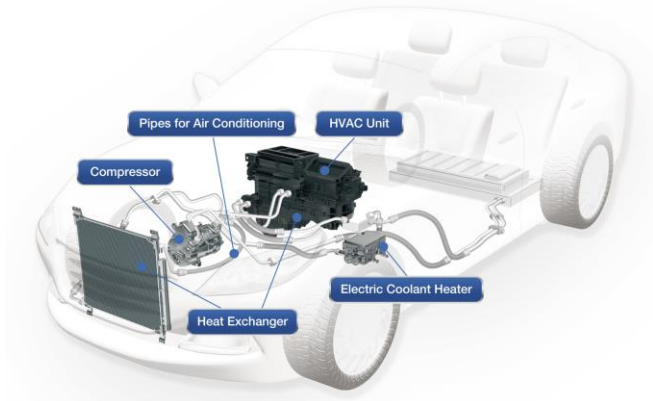
表 7: 中国、全球热管理市场规模测算

	2021	2025E
中国汽车销量(万台)	2628	3000
中国新能源车渗透率	13.4%	36.7%
中国新能源车销量(万台)	352	1100
全球汽车销量(万台)	7200	8000
全球新能源车渗透率	9.0%	25.0%
全球新能源车销量(万台)	650	2000
热管理系统整车价值(元)	6000	6500
中国新能源车热管理市场规模(亿元)	211	715
全球新能源车热管理市场规模(亿元)	402	1300

数据来源: 中汽协、Canalys, 广发证券发展研究中心

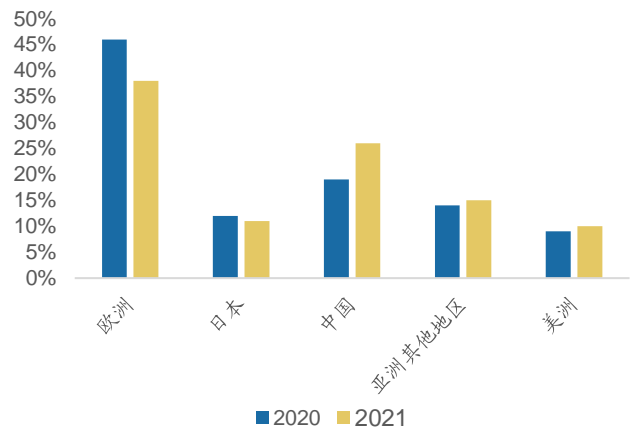
三电为汽车压缩机/空调系统龙头，业务遍布全球。三电控股成立于1943年，为全球领先的汽车空调压缩机和汽车空调系统一级制造供应商，相关业务提供产品主要有空调压缩机、换热器、电子冷却液加热器、空调管、HVAC总成、热泵系统等。2021年5月海信家电以214亿日元(约13亿人民币)认购三电控股定增股份成为控股股东。从业务分布来看，三电欧洲收入占比最高为38%，中国地区收入增速较快，占比已提升至26%。车企客户方面，2020年三电前两大客户分别为大众(占比14%)、戴姆勒(占比12%)。

图43: 日本三电汽车业务主要产品



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

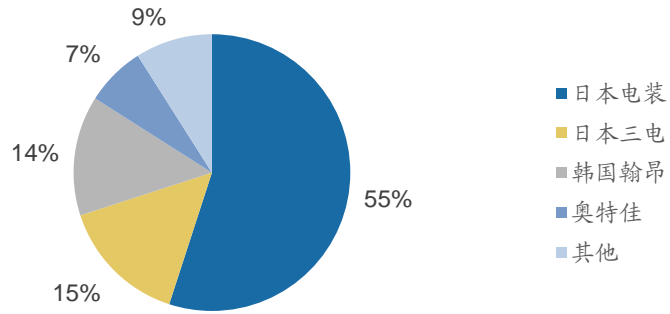
图44: 日本三电分地区营收占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

汽车空调压缩机领域，三电份额仅次于电装。新能源车热管理系统单车价值约6000~8000元，其中车用电动压缩机单价约1500~2000元，价值量占比较高，对应2021年国内市场规模60亿元左右。多数车企在选择压缩机供应商上具有地域性，因此目前车用压缩机市场仍为外资主导，根据华经产业研究院数据，外资汽配企业电装、三电、翰昂居中国车用电动压缩机市场份额前列，占比分别为55%、15%、14%。

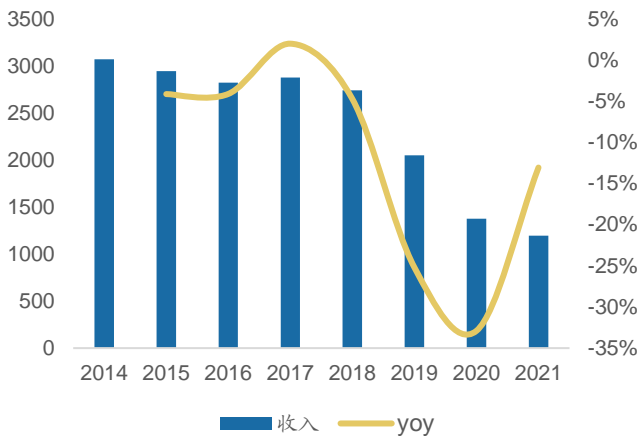
图45：2019年车用电动压缩机市场份额，外资品牌合计占比85%左右



数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

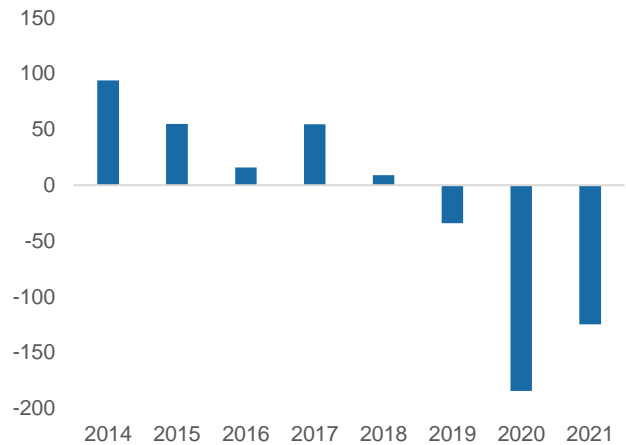
三电近年经营状况不佳，营收下滑并出现亏损。2018年以来全球汽车市场销量低迷（中美贸易摩擦、欧洲环保政策趋紧、疫情冲击等因素），公司业务与汽车行业景气度高度相关，叠加自身经营不善（管理效率较低、费用管控欠佳），营收规模逐年下滑、并连续三年出现亏损。海信于2021年并表三电，当年报表口径三电营收51.1亿元、净利润-1.6亿元。

图46：日本三电营收及增速（亿日元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图47：日本三电营业利润（亿日元）

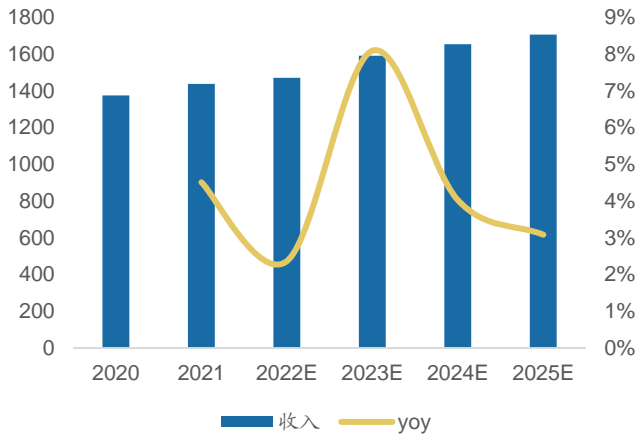


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

海信入主整合协同，三电有望扭亏。伴随海信入主三电，我们认为其大概率顺利走出经营困境：（1）海信拥有较丰富的海外并购经验，2018年并购Gorenje后15个月实现扭亏为盈；（2）股权结构、组织架构上的优化调整将有效提升三电管理效率；（3）形成产业协同，包括供应链资源、物流渠道资源的共享，都有利于三电实现成本优化。根据三电振兴计划预测，三电将于2022年实现扭亏为盈，2025年营收、营业利润有望达到1705亿日元、102亿日元，对应人民币大约89.2亿元、5.3亿元。长期维度，若对标可比公司如压缩机龙头日本电装，近几年同样受行业景气度影响出现收入规模下滑，但营业利润率也能维持在5%以上、净利率4%左右，若是2018年以前则可以实现营业利润率7%以上、净利率6%左右。

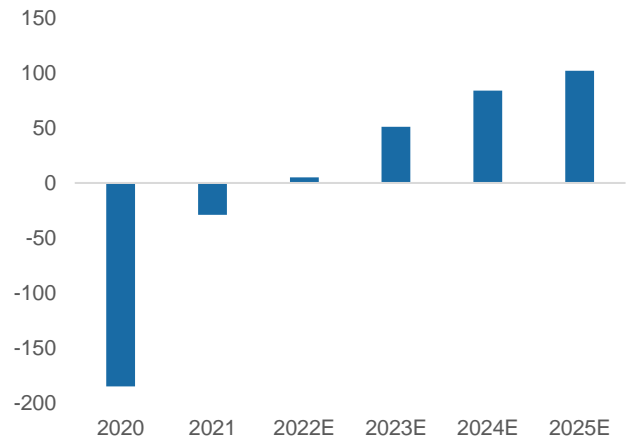
考虑汽车热管理行业较好发展前景，三电将为海信提供新的增长动能。根据我们上述测算，新能源车热管理将是千亿以上的朝阳行业，三电在电动压缩机、汽车空调系统领域深耕多年，在技术实力、客户资源方面具备先发优势，短期困境更多集中于管理层面，若得到良好解决，那么三电将为海信贡献重要增长动能。

图48: 三电振兴计划营收及增速 (亿日元)



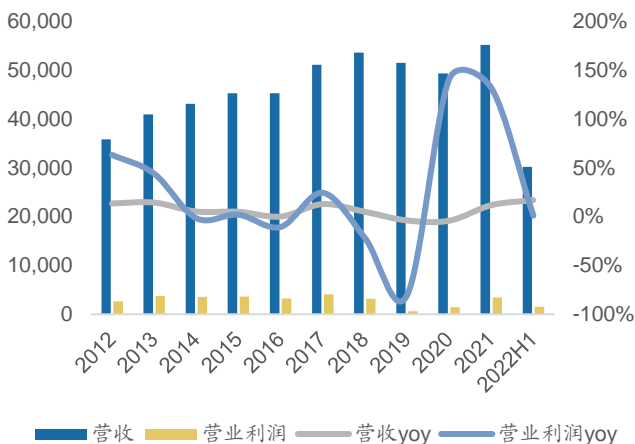
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图49: 三电振兴计划营业利润 (亿日元)



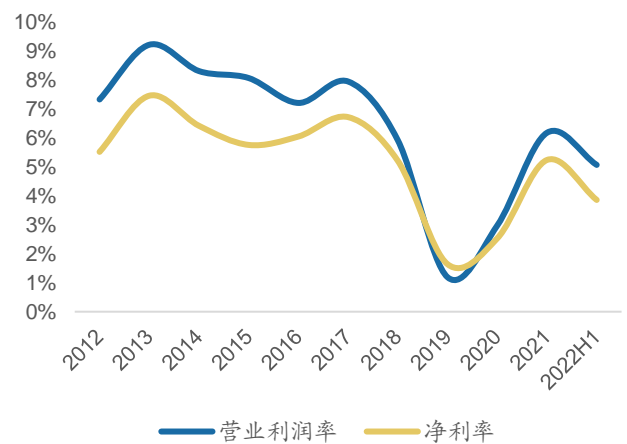
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图50: 日本电装营收、营业利润 (亿日元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图51: 日本电装营业利润率、净利率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

1.家用空调&冰洗业务: 传统白电业务作为公司基本盘,行业接近成熟,内销主要依靠高端化、差异化战略下的价升驱动,外销份额提升贡献增量,预计整体保持稳健增长,预计家空业务2022-24年收入增速分别为7%、7%、6%,冰洗业务2022-24年收入增速分别为2%、6%、5%。

2.中央空调业务: 虽然地产大盘景气度较低,但后续政策托底有望缓慢复苏,同时精装修渗透率、精装房央空配套率的提升也将有效拉动行业增长,当前时点看中央空调行业成长性依然较优,公司作为央空龙头有望享受行业成长红利,预计中央空调业务2022-24年收入增速分别为8%、12%、10%。

3.其他主营业务: 包含日本三电,2021年三电并表收入51亿元(仅并表2021年后7个月收入),2022年经营平稳预计恢复增长,预计其他主营业务2022-24年收入增速分别为57%、22%、14%。

4.毛利率&费用率: 2020年以来大宗原材料价格上涨、海运费用、汇率波动等因素影响,导致公司毛利率受损,近期成本端已有边际改善,预计公司2023年修复弹性较大、2024年在产品结构升级带动下实现小幅提升。费用率方面,预计保持平稳,其中销售费用率略低于往年(财务统计调整、主动控费),管理费用率、研发费用率小幅提升但总体稳定(三电并表影响)。

预计2022-23年归母净利润为14.0/16.5亿元,参考可比公司估值,给予23年PE15x,合理价值18.20元/股,维持“增持”评级。按照当前AH溢价比例,给予H股合理价值10.58港元/股,维持“增持”评级。

表 8: 海信家电收入预测 (亿元)

	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	676	747	818	880
yoy	40%	11%	9%	8%
家用空调	120	128	137	145
yoy	19%	7%	7%	6%
中央空调	184	199	223	245
yoy	38%	8%	12%	10%
冰洗	230	235	248	260
yoy	23%	2%	6%	5%
其他主营	73	115	140	160
yoy	320%	57%	22%	14%
主营外其他	68	70	70	70
yoy	50%	3%	0%	0%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 9: 海信家电毛利率预测

	2021	2022E	2023E	2024E
综合毛利率	19.6%	19.8%	20.7%	21.0%
冰箱	16.7%	17.0%	18.0%	18.5%
家用空调	15.0%	15.0%	16.0%	16.0%
中央空调	33.5%	34.0%	35.0%	35.0%
其他主营	15.5%	14.0%	14.0%	14.2%
主营外其他	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

六、风险提示

(一) 地产竣工不及预期

公司核心业务中央空调地产后周期属性较强, 地产竣工情况将较大程度影响行业景气度, 从而影响收入表现。

(二) 行业竞争加剧

白电龙头品牌壁垒、制造壁垒较强, 公司作为白电二线龙头, 盈利能力相对弱于一线龙头公司, 若行业竞争加剧, 将影响公司收入、利润表现。

(三) 原材料成本上行

公司白电业务占比较高, 盈利能力对原材料成本波动较为敏感, 若原材料价格上行, 则盈利能力将受损。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	30,231	39,700	43,041	46,791	52,139
货币资金	7,111	7,023	9,854	12,113	16,153
应收及预付	7,367	9,331	8,956	8,681	8,131
存货	4,295	8,437	7,393	8,006	8,578
其他流动资产	11,458	14,909	16,837	17,992	19,277
非流动资产	11,580	16,249	16,867	18,115	18,772
长期股权投资	524	1,436	1,436	1,436	1,436
固定资产	3,879	5,189	5,365	6,169	6,801
在建工程	229	666	846	1,034	809
无形资产	1,745	1,644	1,906	2,163	2,413
其他长期资产	5,203	7,313	7,313	7,313	7,313
资产总计	41,812	55,949	59,908	64,905	70,912
流动负债	26,719	38,012	40,003	42,765	46,303
短期借款	22	2,859	2,300	2,400	2,500
应付及预收	18,067	23,293	25,449	27,555	30,476
其他流动负债	8,630	11,860	12,254	12,811	13,327
非流动负债	686	2,345	2,345	2,345	2,345
长期借款	0	32	32	32	32
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	686	2,312	2,312	2,312	2,312
负债合计	27,405	40,357	42,348	45,110	48,648
股本	1,363	1,363	1,363	1,363	1,363
资本公积	2,062	2,069	2,069	2,069	2,069
留存收益	6,317	6,817	7,682	8,619	9,608
归属母公司股东权益	9,779	10,342	11,208	12,144	13,134
少数股东权益	4,627	5,249	6,352	7,651	9,130
负债和股东权益	41,812	55,949	59,908	64,905	70,912

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,963	4,314	5,123	4,762	6,266
净利润	2,846	2,343	2,507	2,953	3,360
折旧摊销	1,077	1,172	1,152	1,230	1,407
营运资金变动	2,411	1,405	2,045	1,177	2,137
其它	-371	-606	-581	-599	-639
投资活动现金流	-3,901	-4,423	-1,117	-1,815	-1,359
资本支出	-585	-1,104	-1,640	-2,388	-1,975
投资变动	38	67	0	0	0
其他	-3,354	-3,387	523	573	616
筹资活动现金流	-2,512	1,475	-1,175	-687	-866
银行借款	381	3,478	-559	100	100
股权融资	31	29	0	0	0
其他	-2,924	-2,032	-616	-787	-966
现金净增加额	-448	1,262	2,831	2,259	4,040
期初现金余额	2,065	1,617	7,023	9,854	12,113
期末现金余额	1,617	2,879	9,854	12,113	16,153

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	29.2%	39.6%	10.6%	9.5%	7.6%
营业利润增长	55.5%	-13.0%	6.3%	20.7%	14.2%
归母净利润增长	-12.0%	-38.4%	44.4%	17.8%	13.8%
获利能力					
毛利率	24.0%	19.7%	19.8%	20.7%	21.0%
净利率	5.9%	3.5%	3.4%	3.6%	3.8%
ROE	16.1%	9.4%	12.5%	13.6%	14.3%
ROIC	16.1%	9.7%	7.8%	8.7%	9.1%
偿债能力					
资产负债率	65.5%	72.1%	70.7%	69.5%	68.6%
净负债比率	190.2%	258.8%	241.2%	227.9%	218.5%
流动比率	1.13	1.04	1.08	1.09	1.13
速动比率	0.96	0.75	0.83	0.85	0.88
营运能力					
总资产周转率	1.16	1.21	1.25	1.26	1.24
应收账款周转率	7.34	7.72	9.13	10.43	12.17
存货周转率	11.27	8.01	10.10	10.22	10.26
每股指标 (元)					
每股收益	1.16	0.71	1.03	1.21	1.38
每股经营现金流	4	3	4	3	5
每股净资产	7.18	7.59	8.22	8.91	9.64
估值比率					
P/E	12.44	21.23	12.78	10.85	9.54
P/B	2.01	2.00	1.60	1.48	1.37
EV/EBITDA	3.21	4.92	3.51	2.39	1.15

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	48,393	67,563	74,708	81,792	87,991
营业成本	36,756	54,250	59,929	64,887	69,524
营业税金及附加	327	399	508	695	748
销售费用	6,891	7,672	8,330	9,242	9,943
管理费用	619	1,327	1,569	1,881	2,094
研发费用	1,285	1,987	2,391	2,617	2,816
财务费用	-110	57	8	-26	-54
资产减值损失	-19	-61	10	10	10
公允价值变动收益	21	34	0	0	0
投资净收益	196	507	523	573	616
营业利润	3,195	2,781	2,956	3,568	4,074
营业外收支	290	136	140	100	100
利润总额	3,485	2,917	3,096	3,668	4,174
所得税	639	574	588	715	814
净利润	2,846	2,343	2,507	2,953	3,360
少数股东损益	1,267	1,370	1,103	1,299	1,478
归属母公司净利润	1,579	973	1,404	1,654	1,882
EBITDA	3,925	3,469	3,134	3,699	4,273
EPS (元)	1.16	0.71	1.03	1.21	1.38

广发家电行业研究小组

- 曾 婫：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 高 润 鑫：资深分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 符 超 然：高级分析师，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 尧：研究员，新加坡国立大学金融工程专业硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。