

家电行业 2011 年投资策略

瑕不掩瑜，整体看多 11 年家电板块行情

惠毓伦 分析师

电话: 020-87555888-615

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260200010112

乐观中略有谨慎

我们对于2011年家电板块投资机会的总体观点是：乐观中略有谨慎。如果以百分制来衡量，可以给明年的家电板块打到75分。

出口及以旧换新政策将可能短暂影响行业估值水平

明年上半年家电行业外销增长率，以及“以旧换新”政策的持续性将可能是短期内影响板块估值水平的不利因素。

瑕不掩瑜，整体看多 11 年家电板块行情

权衡可能出现的多空因素后，我们看多家电板块在 11 年的行情。理由如下：第一，地产调控对家电影响小，而未来保障房建设提速将极大改善住宅供应结构，有效缓和住宅供需矛盾。家电板块的估值中枢有望随之提升。

第二，家电下乡政策效用“厚积薄发”。我们看好家电下乡未来对家电销量的拉动作用。预计未来2~3年，家电下乡的政策效用都将显著。

第三，“十二五规划建议”中提出要居民收入与经济增长同步。“十二五”期间中低收入居民的收入提升，将能有效提升家电板块估值水平。

第四，消费升级背景下，家电产品均价将上行；同时我们预计11年市场竞争将维持常态，故我们认为原材料价格企业盈利产生不利影响的可能性较小。

第五，目前家电板块 TTM 估值不管是同其他大消费类板块作横向比较，还是同自身历史数据作纵向比较，都处于偏低的位置，板块估值存在向上空间。

投资建议

预计明年行业估值中枢为 30XPE（TTM 整体法），波动幅度 $\pm 10\%$ ，对应区间 27X~33X，当前估值水平较安全。依次看好空调、冰箱与小家电板块。上市公司层面，依次推荐美的电器、格力电器、九阳股份与青岛海尔。

风险提示

家电下乡增长速度低于预期。家电企业竞争加剧，毛利率存在下降的风险。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
美的电器	16.93	0.61	1.10	1.28	27.92	15.39	13.23	0.34	22.40	买入
格力电器	17.22	1.03	1.35	1.53	16.66	12.76	11.25	0.59	22.95	买入
九阳股份	17.37	0.80	0.85	1.03	21.68	20.44	16.86	1.53	20.06	买入
青岛海尔	26.21	0.86	1.43	1.76	30.52	18.33	14.89	0.42	29.92	买入
盾安环境	27.00	0.43	0.59	0.99	62.69	45.76	27.27	0.89	29.17	买入
TCL	3.67	0.11	0.09	0.12	33.09	40.78	30.58	10.16	4.13	持有
小天鹅 A	19.90	0.41	0.83	1.06	48.54	23.98	18.77	0.39	23.56	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

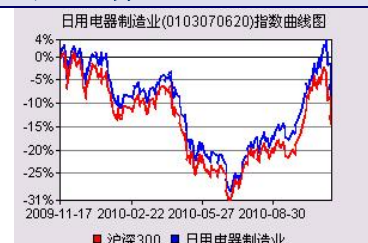
行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-3.11%	10.08%	-8.61%
沪深 300	-6.72%	5.49%	-14.45%

目录索引

一、2011 年家电行业投资思路	4
(一) 我们对出口以及刺激政策持续性存有疑虑	4
(二) 瑕不掩瑜，整体看多 11 年家电板块行情	4
(三) 依次看好白电中的空调、冰箱，以及小家电	5
二、2010 年行业运行情况概述	5
(一) 白电各品类产销两旺	5
(二) 黑电销量增速减缓	6
(三) 主要家电毛利率略有下降，但依旧处在正常的波动范围	7
三、出口与以旧换新将可能是影响业绩与估值的不利因素	8
(一) 11 年上半年出口将可能成为影响行业业绩的重要因素	8
(二) 下半年以旧换新政策到期预期将会短期影响板块估值	8
四、瑕不掩瑜，总体看多 11 年家电板块行情	9
(一) 盈利能力之惑——毛利率往上还是往下	9
(二) 房地产调控对家电销量的影响小	11
(二) 看好行业的逻辑之一：保障房建设提速带来板块估值提升机会	13
(三) 看好行业的逻辑之二：家电下乡政策效应持续显现	15
(四) 看好行业的逻辑之三：中低收入居民的收入提升将增加耐用消费品的家庭保有量	16
(五) 看好行业的逻辑之四：板块估值——横比纵比，家电最低	17
五、子板块与上市公司投资逻辑	18
(一) 依次看好空调、冰箱、小家电	18
(二) 黑电行业拐点尚未来临	19
(三) 上市公司投资选择	19
六、重点公司点评	19
(一) 美的电器	19
(二) 格力电器	20
(三) 九阳股份	20
(四) 青岛海尔	21
(五) 盾安环境	21
(六) TCL 集团	22
六、风险提示	23

图表索引

图 1: 家用空调月度产量 (单位: 万台)	5
图 2: 家用空调月度内销出货量 (单位: 万台)	5
图 3: 冰箱月度内销出货量 (单位: 万台)	6
图 4: 冰箱月度外销出货量 (单位: 万台)	6
图 5: 洗衣机月度内销出货量 (单位: 万台)	6
图 6: 滚筒洗衣机销量占比	6
图 7: LCD 月度内销出货量 (单位: 万台)	7
图 8: LCD 月度外销出货量 (单位: 万台)	7
图 9: 主要家电产品企业毛利率变化 (当季值)	7
图 10: 10 年主要家电销量增速与出口增速	8
图 11: 主要家电销量增速结构	8
图 12: 08 年以来沪铜期货合约价格与美元指数存在较强的负相关性	10
图 13: 11 年白电价格增长与成本增长比较	10
图 14: 商品房月度销量同比增速曲线——10 年出现了高波动性的特征	12
图 15: 10 年前三季度冰箱内销量与同比增速	15
图 16: 全国家电下乡销售额与同比增速	16
图 17: 河南省家电下乡销售额与同比增速	16
图 18: 大消费行业板块估值比较之一: 估值现值最接近历史最低值的板块	17
图 19: 大消费行业板块估值比较之二: 唯一一个估值现值低于历史中值的板块	17
图 20: 家电板块历史 PE (TTM, 整体法)	18
表 1: 空调整体价格的变频空调份额弹性分析	11
表 2: 洗衣机整体价格的滚筒份额弹性分析	11
表 3: 冰箱整体价格的三门冰箱份额弹性分析	11
表 4: 07 年~10 年 10 月全国期房与现房成交量估算 (单位: 万套)	12
表 5: 家用空调销量增速的房地产成交量弹性分析 (以 09 年数据为基础)	13
表 6: 不同保障性住房计划增速与实际完成比例假设下对应空调消费量 (单位: 万台)	13
表 7: 不同保障性住房计划增速与实际完成比例假设下对应冰箱消费量 (单位: 万台)	14
表 8: 不同保障性住房计划增速与实际完成比例假设下对应洗衣机消费量 (单位: 万台)	14
表 9: 不同保障性住房计划增速与实际完成比例假设下对应彩色电视机消费量 (单位: 万台)	14
表 10: 核心假设下保障房建设引致家电销量与 09 年总销量对比	14
表 11: 家电下乡区域基本情况	16

一、2011年家电行业投资思路

我们对于2011年家电板块投资机会的总体看法是：乐观中略有谨慎。这样的描述有别于“谨慎乐观”的传统提法，如果这样定义我认为更为合适——以百分制来衡量，明年的家电板块打75分。

（一）我们对出口以及刺激政策持续性存有疑虑

今年出口的高基数以及明年国外主要经济体经济增长的不确定性，使我们对明年家电行业外销增长存有疑虑。同时我们认为下半年市场可能对以旧换新政策未来的持续性产生担忧，进而短期内影响板块整体估值水平。

（二）瑕不掩瑜，整体看多11年家电板块行情

家电板块因为上半年出口增速下降以及下半年政策退出预期，将会短暂影响到上市公司业绩与板块估值，但我们在对可能出现的多空因素进行权衡后，依旧整体看多家电板块在2011年的行情。

第一，房地产调控对家电销量的影响非常小，而未来保障性住房建设的提速将极大的改善住宅供应结构，有效缓和长期以来的住宅供需矛盾。长时间来受到压制的低层次居住刚需将在未来形成对家电，特别是大型家电的新增需求。家电板块的估值中枢有望提升。

第二，用“厚积薄发”来形容家电下乡政策的效用毫不为过。我们看好家电下乡未来对家电整体销量的拉动作用。从首批开展家电下乡省份的经验来看，政策效用在较长时间内都在持续贡献高额的销售增长率。考虑到第二批和第三批家电下乡区域的人均纯收入、人口总量以及家电保有量等因素，我们预计未来2~3年，家电下乡的政策效用都将显著。

第三，“十二五规划建议”中提出，十二五期间要实现居民收入增长与经济增长同步、显著提升低收入居民的可支配/纯收入。这两个表述对家电行业的意义是显而易见的——中低收入人群的收入提升将直接带动耐用消费品与生活必需品的消费；对应到家电行业，就直接体现为家电保有率的上升与家电更新换代周期的缩短；进一步对应到家电板块，就体现为板块估值的提升。

第四，消费升级背景下，家电产品整体均价将会上行，而我们预计明年市场竞争将维持常态，发生大范围价格战的可能性较小，在良性的竞争环境下，家电企业具备向下游传导通胀的能力，家电单品价格将可能随原材料价格的上涨而上调。所以原材料价格的不利变动将较难影响到企业的盈利能力。

第五，从估值的角度看，目前家电板块TTM估值不管是同其他大消费类板块作横向比较，还是同自身历史数据作纵向比较，都处于偏低的位置，板块估值存在向上空间。预计明年行业估值中枢为30XPE（TTM整体法），波动幅度 $\pm 10\%$ ，对应区间27X~33X，当前估值水平安全。

（三）依次看好白电中的空调、冰箱，以及小家电

我们依次看好空调、冰箱以及小家电。

看好空调的理由有四：估值低、未来增长空间大，销售旺季或有多个政策性因素推动估值上行，同时两个行业龙头明年都将实施增发（格力为公开增发，而美的为定增），公司基本面向好趋势明确。

看好冰箱的理由有二：首先是家电下乡未来2~3年内都将持续拉动整体家电销售，而冰箱是最受益于家电下乡政策的大家电品种；其次是冰箱出口占比最小，出口下降对冰箱销量影响最小。

看好小家电的理由是：产业前景广阔，上市公司在渠道、研发等方面具备竞争优势。同时小家电毛利率水平较高且稳定，通胀环境下毛利率下降的压力小。

对于黑色家电，我们认为11年行业仍然难以迎来行业健康增长的拐点，依旧建议予以回避。

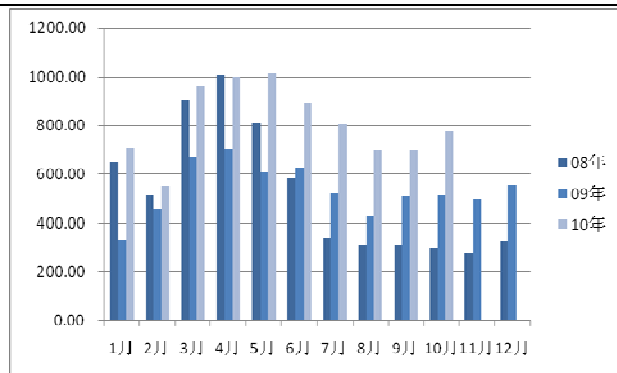
二、2010年行业运行情况概述

（一）白电各品类产销两旺

1、空调行业：出口复苏显著，酷暑延长旺季时段

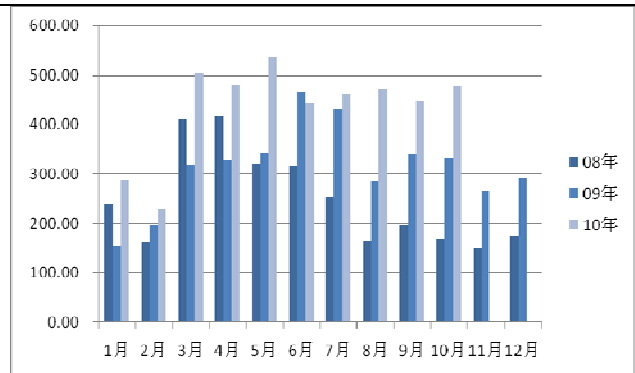
2010年1~10月，家用空调行业实现产量7432万台，同比增长25.38%，产销率依旧大于100%。受益于新兴经济体空调进口量的大幅增长以及国内7~9月全国范围内的酷暑天气，空调外销3404万台，同比大增30.51%，内销4072万台，同比增长17.16%。

图 1：家用空调月度产量（单位：万台）



数据来源：产业在线

图 2：家用空调月度内销出货量（单位：万台）

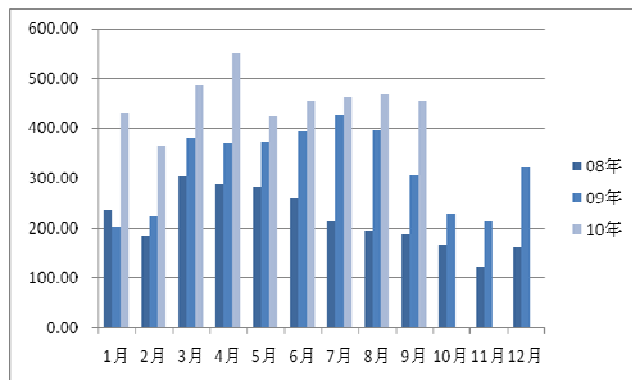


数据来源：产业在线

2、冰箱行业：家电下乡销量贡献巨大

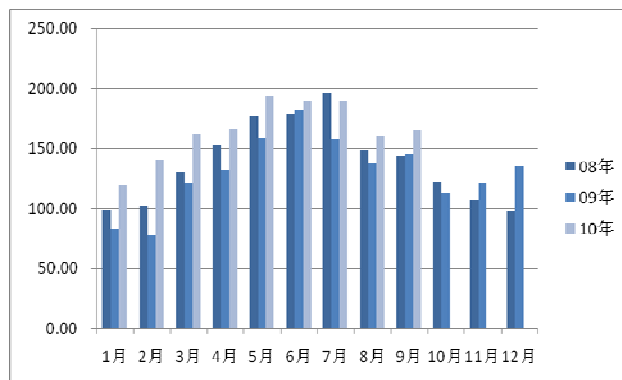
2010年1~9月，冰箱产量5502万台，同比增长26.38%。产销比率达到100%。出口1435万台，同比增长7.87%，内销4093万台，同比增长31.28%。内销的高增速源于家电下乡中冰箱的热销。家电下乡政策的持续发酵对冲09年冰箱销量的基数，9月冰箱内销同比增速达到40%。

图 3：冰箱月度内销出货量（单位：万台）



数据来源：产业在线

图 4：冰箱月度外销出货量（单位：万台）

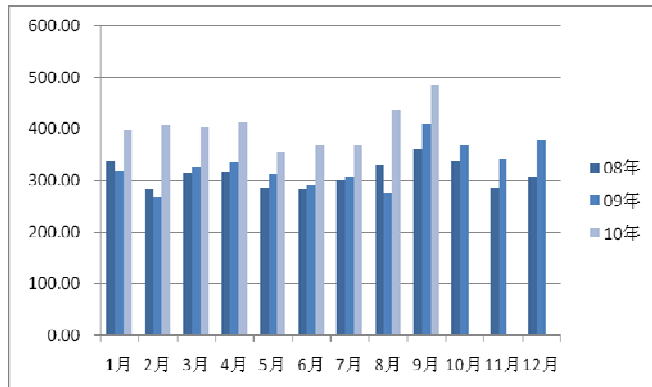


数据来源：产业在线

3、洗衣机行业：总体增长平稳，滚筒替代波轮的趋势明显

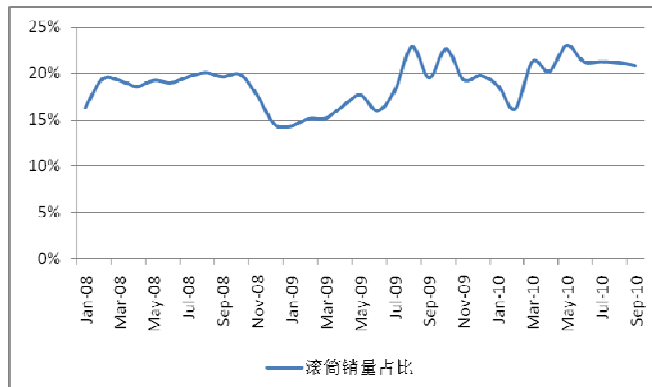
2010年1~9月，洗衣机销量达到3574万台，其中出口1230万台，同比增长33.61%；内销2345万台，同比增长20.99%。滚筒替代波轮的趋势明显：滚筒内销同比增速34.60%，外销增速更是达到62.33%，两者皆快于洗衣机整体销量的增长。

图 5：洗衣机月度内销出货量（单位：万台）



数据来源：产业在线

图 6：滚筒洗衣机销量占比

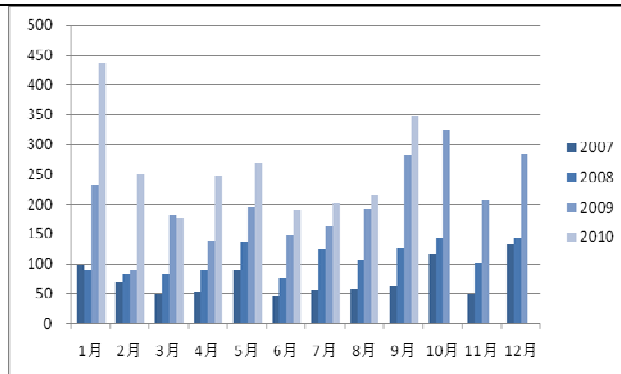


数据来源：产业在线

（二）黑电销量增速减缓

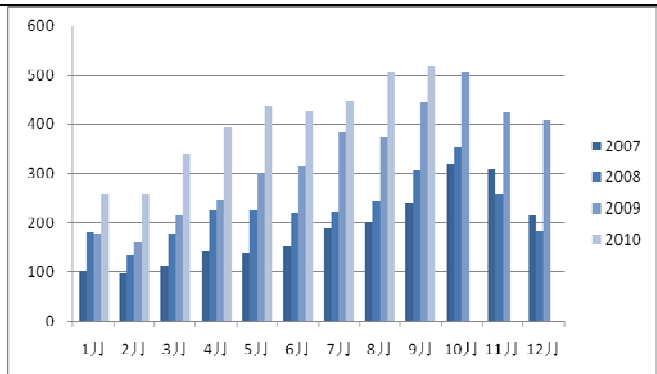
继09年行业实现高增长之后，10年黑电行业的销量增速向正常范围内回归。前三季度，LCD电视内销2332万台，同比增长44.12%；外销3588万台，同比增长36.57%。而09年的内外销同比增速则达到87.16%和45.05%。

图 7: LCD 月度内销出货量 (单位: 万台)



数据来源: 产业在线

图 8: LCD 月度外销出货量 (单位: 万台)



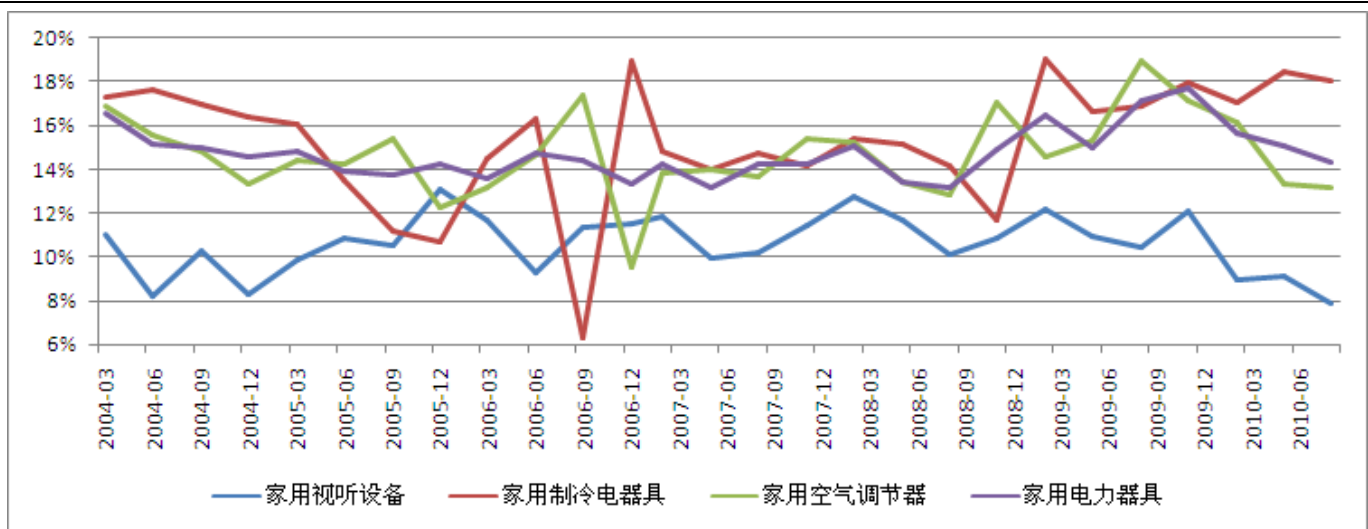
数据来源: 产业在线

(三) 主要家电毛利率略有下降, 但依旧处在正常的波动范围

10年前三季度, 受铜、钢及ABS等主要原材料价格大幅上涨的影响, 白电企业毛利率皆出现了不同程度的下滑; 而虽然主要面板价格持续走低, 但受到外资品牌集体降价的影响, 黑电企业毛利率在三季度达到历史低点。

总的来讲, 白电企业向下游传导通胀的能力较强, 当前毛利率尚处于合理的区间内; 而黑电领域, 目前外资品牌的降价趋势有缓和的迹象, 内资品牌毛利率有望小幅下降后启稳。

图 9: 主要家电产品企业毛利率变化 (当季值)



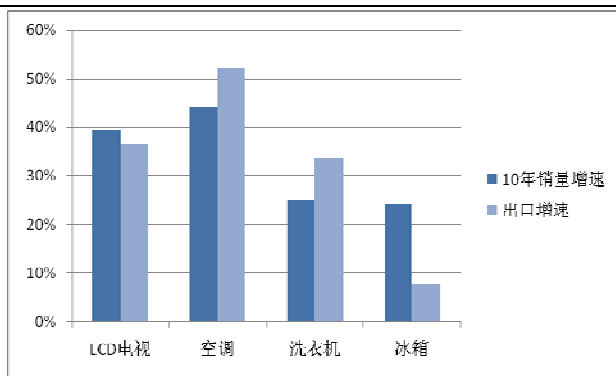
数据来源: 国家统计局

三、出口与以旧换新将可能是影响业绩与估值的不利因素

（一）11年上半年出口将可能成为影响行业业绩的重要因素

截至目前，家电各个子行业2010年的增速中，出口增速的贡献占据了重要部分。

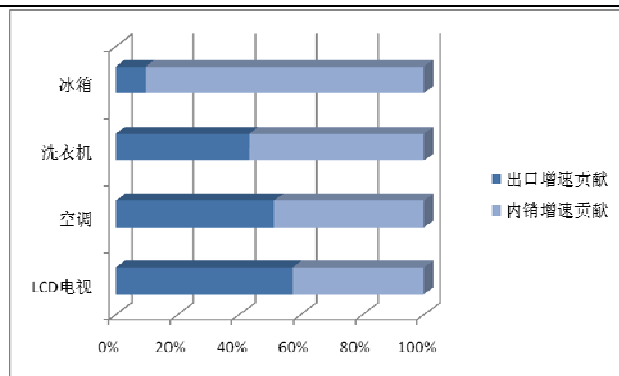
图 10: 10 年主要家电销量增速与出口增速



数据来源：产业在线

注：空调为 1~10 月数据，其他为 1~9 月数据

图 11: 主要家电销量增速结构



数据来源：产业在线

然而，出于对明年出口两方面的担忧，我们对明年家电行业的出口能否贡献正效用存有疑虑。

首先是基数问题。10年出口大幅增长使得明年出口增长面临较大的基数压力。

其次是区域结构问题。主要外围经济体经济前景依旧存在较大不确定性，而快速增长的新兴市场依旧体量较小。以空调为例，家用空调对北美与欧洲的出口额占到了总出口额的近30%，这两个区域市场的增长乏力将显著拉低整体的出口增长率。当前美国失业率维持高位，同时近期IMF下调了美国11年经济增速的预期；而欧洲在爱尔兰债券危机及银行危机之下，经济增长似乎依旧遥遥无期。两个消费拉动型经济体皆面临经济减速、进口消费减速的风险。事实上，09年空调出口同比下降28%，其中79%的贡献源于上述两个区域消费的疲软。拉丁美洲、大洋洲及非洲等新兴经济体，虽然增速较快，但出口额占比较低。

（二）下半年以旧换新政策到期预期将会短期影响板块估值

另一个可能对家电板块产生不利影响的因素是以旧换新政策的延续性。

1、以旧换新政策旨在刺激庞大的城市更新需求市场

以旧换新政策始于2009年6月，在京沪等9省市试点一年后进入全国推广阶段，推广实施期为10年6月至11年12月。

以旧换新政策对应的是城市家电消费的更新需求，而这部分需求是内销重要组成部分。以家用空调为例，09年家用空调销量6569万台，其中内销3756万台，占比57.18%，

而内销中家电下乡销量301万台，城市由房地产销售带动的新增需求850万台（考虑房地产期现房、一二手房对空调消费带来的差异化影响，同时按107%的城镇家用空调保有率计算），由此城市更新需求约为2605万台。对于占到内销量约69%的空调消费细分市场而言，以旧换新政策具有一定的刺激作用。

2、从决策者角度考虑，以旧换新政策到期后延期的可能性较低

我们认为以旧换新政策在到期后延期的可能性较低。

首先是政策在实施两年半后，政策的边际效用必然递减，政府也必然会权衡政策的效用与成本。以旧换新政策不同于家电下乡政策，家电下乡针对的是农村新增需求，抓住了价格是制约农村家电推广难、保有率低的关键点，通过低价家电来换取农村居民对家电的依赖度。而以旧换新针对的是城镇家电的更新换代市场，政策的着眼点在于通过行政化降价手段缩短居民对旧家电的使用周期，加快居民对耐用品的更换频率。在政策实行之初，政策效果将非常明显。例如对于使用周期一般为十年的空调产品而言，政策实行的初期，使用年限在七至十年的空调都将存在被更换的可能，以旧换新政策效果将十分显著；但在政策进入平稳期后，被更换的空调将主要为使用了七年的产品，以旧换新的销量也将会回落。而在政策结束之后，居民会倾向于将家电的使用周期重新调回到较为划算的状态，这时更新消费将经历一段时间的断层。

其次是虽然通过消费刺激政策，鼓励居民消费、实现经济增长方式的转变将是未来政府促进经济社会转型的一条重要路径，但针对一个行业实施长期的刺激政策并不利于行业的健康发展。政府将有可能考虑以其他形式或是针对其他消费领域出台新的政策。

基于上述分析，我们预计以旧换新政策将难以在2011年后延续，进而我们判断11年下半年在市场形成“政策将不会持续”的预期下，家电板块的估值将受到一定程度的影响。但这样的估值调整将只是暂时的。因为虽然从短期来看，以旧换新政策的取消将使居民延长旧家电的使用年限，使得短期内销量下降，但从长期来看，家电销量并不会因为政策的取消而出现变化，也就是说，家电板块的估值中枢将并不会因此而发生移动。

四、瑕不掩瑜，总体看多11年家电板块行情

虽然家电板块因为上半年出口增速下降以及下半年政策退出预期会分别影响到上市公司业绩与板块整体估值，但我们在对可能出现的多空因素进行权衡后，依旧整体看多家电板块在2011年的行情。

（一）盈利能力之惑——毛利率往上还是往下

影响10年家电行业利润的一个重要因素是毛利率的下降，这其中既有原材料价格大幅增长的因素（主要为白电企业），又有竞争环境恶化，市场增速下降的因素（主要为黑电企业）。

对于11年家电企业的盈利状况（以毛利率指标为衡量标准），我们认为白电不会比10年更差，而黑电则更可能在小幅下降后启稳。

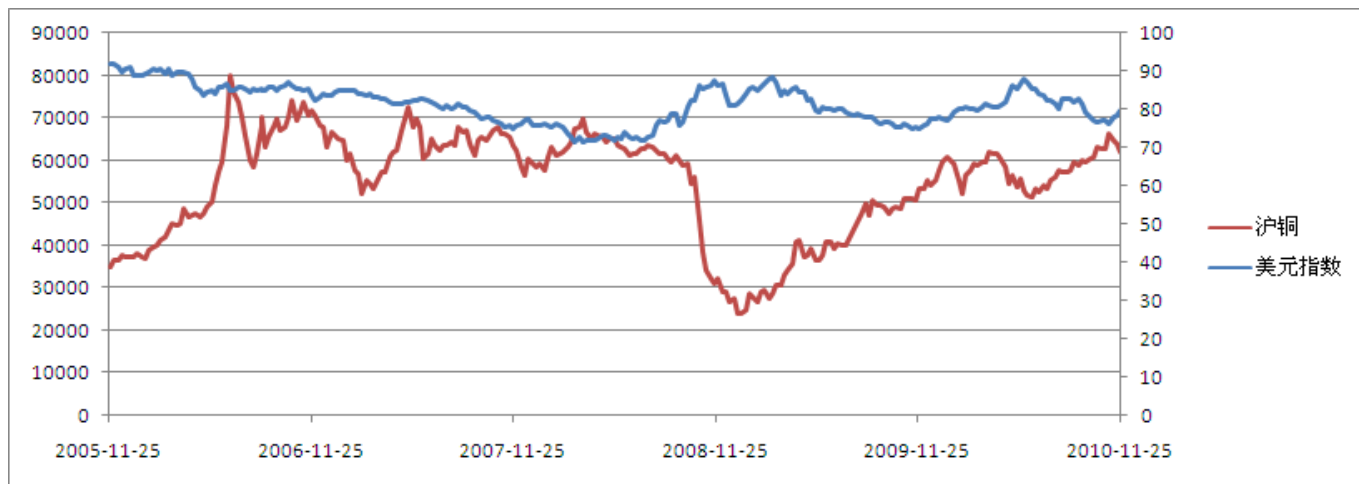
1、白电行业毛利率：不会比10年更差

影响企业毛利率的因素主要有两个方面：成本和销售价格。而销售价格跟产品结构和竞争环境有关。我们就上述三个指标一一展开讨论。

首先，我们认为11年铜、板材以及ABS等白电主要原材料的价格将走出高位震荡并

在当前价格基础上微幅下降的格局。国际大宗商品价格以美元标价，而美元的反弹将相应带来大宗商品价格的下降，特别是自08年以来，铜的期货价格与美元指数呈较高的负相关关系。根据广发证券策略小组的判断，随着QE2投放后美国经济的复苏，明年美元指数将有望在年中达到82~84的水平，而在年末则可能达到87的高度。以此结论为前提，并假设其他原材料增长4%（预期的11年通胀率），我们测算空调成本将相较10年上升4.07%，洗衣机成本上升6.54%，冰箱成本上升5.32%。

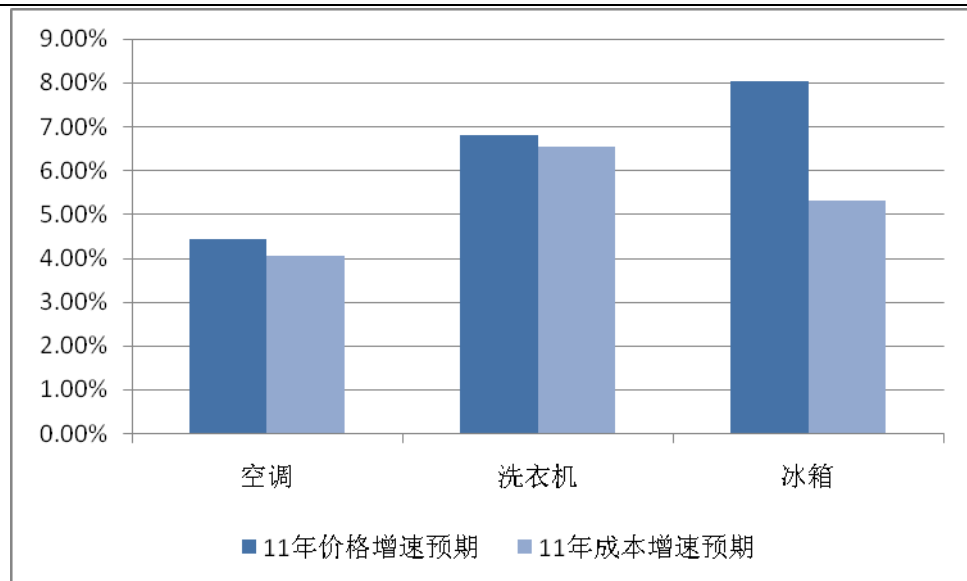
图 12: 08 年以来沪铜期货合约价格与美元指数存在较强的负相关性



数据来源: wind 资讯

其次, 11年白电产品升级的态势将依旧明显, 产品结构的变化带来产品均价的上升。变频空调、滚筒洗衣机以及三门冰箱的销量增速以及销量占比都有望持续走高, 这些中高端产品销量占比的增加将拉高全产品线的均价。通过我们的测算, 当变频空调、滚筒洗衣机以及三门冰箱销售量占比在11年分别提升10个、5个、5个百分点时, 空洗冰的均价将分别上升4.44%、6.82%、8.03%。

图 13: 11 年白电价格增长与成本增长比较



数据来源: 广发证券发展研究中心

表 1: 空调整体价格的变频空调份额弹性分析

变频空调 11 年市场份额上升额	5.00%	7.50%	10.00%	12.50%	15.00%
整体价格上升比例	2.22%	3.33%	4.44%	5.56%	6.67%

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 2: 洗衣机整体价格的滚筒份额弹性分析

滚筒洗衣机 11 年市场份额上升额	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	9.00%
整体价格上升比例	1.36%	4.09%	6.82%	9.55%	12.28%

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 3: 冰箱整体价格的三门冰箱份额弹性分析

三门冰箱 11 年市场份额上升额	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	9.00%
整体价格上升比例	0.71%	2.14%	3.57%	5.00%	6.43%

数据来源: 广发证券发展研究中心

再次,对于2011年白色家电的竞争环境,我们认为维持常态的可能性较高,白电产品发生大范围价格战的可能性较小,在良性的竞争环境下,家电企业具备向下游传导通胀的能力,家电单品价格将可能随原材料价格的上涨而上调。

综合上述三个方面,我们认为11年白电行业的毛利率将较10年有小幅的提升。

2、黑电行业毛利率: 小幅下降后启稳

明年由外资带动的LCD电视降价风潮还将持续,但是从近期外资品牌降价的力度来看,价格下调空间已经有限,而随着LED电视、3D电视销售的铺开,彩电销售的整体价格将有望上涨。同时考虑到面板价格依旧处在下降通道中的事实,我们认为明年黑电行业的毛利率将在小幅下降后启稳,以11年全年的平均水平来看,毛利率将基本与现阶段持平。

另一方面,从彩电企业的历史毛利率数据来看,10年前三季度已经处于历史上的低点,毛利率持续下降的可能较小(如图9)。

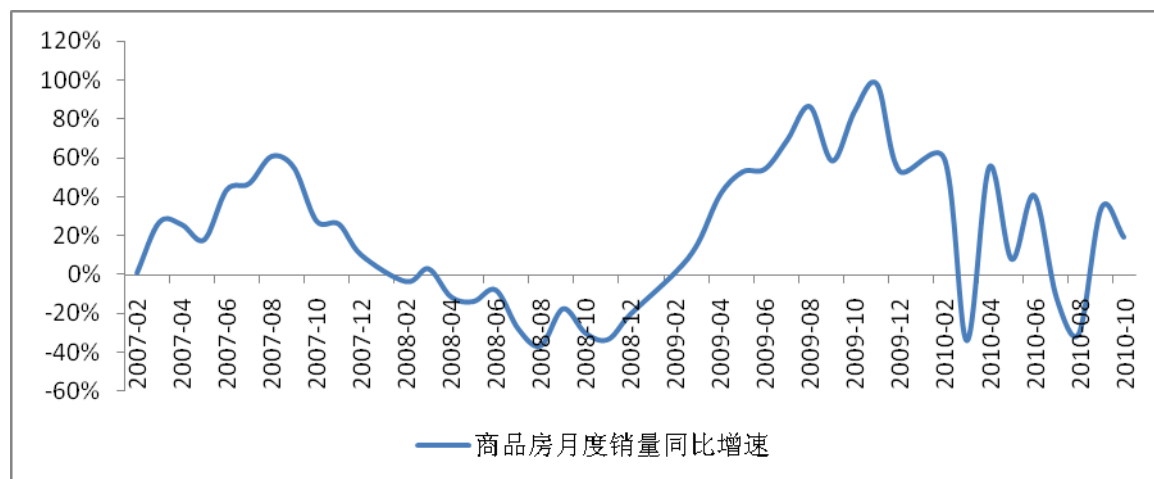
(二) 房地产调控对家电销量的影响小

我们对家电内销按需求区域进行划分,可以分为农村新增需求、城市更新需求,以及城市新增需求等三个需求部分。其中前两部分需求受居民收入、产品使用周期以及产品普及程度等长期因素的影响,短期内实现大幅变动的可能性较小,这两部分需求具有典型的消费属性。而城市新增需求除受上述长期因素的影响外,还有另一驱动因素——房地产成交量。市场上普遍的看法是:房地产成交量增加,将显著拉动家电的消费需求,反之亦然。这使得家电板块具备了一定的周期性板块的特性。但是这个“一定”有多大,是关乎家电板块短期内走势的重要因素之一。我们认为,房地产调控政策对家电销量有影响,但影响极为有限。

首先,目前购房需求依然较为旺盛,调控政策只是将部分需求从当期递延到了未来,由新购住房引致的城镇家电新增需求并未消减。不同于08年的房产熊市(表现为成交量全年维持负增长)和09年的房产牛市(表现为全年保持高增速),10年年初以来商品房销量同比增速呈现出高波动性的特征。这样的增长曲线或许为我们说明一个事实——号

称“史上最强”的房产政策也很难以“从量到价”这样一个路径对房地产市场实施有效的调控，因为房产市场上已经积累了太多的住房刚性需求，这些需求不管是放在现在还是挪到未来，都会引致对家用电器的消费。

图 14: 商品房月度销量同比增速曲线——10 年出现了高波动性的特征



数据来源：国家统计局

其次，从房地产的成交结构来看，由于期现房、一二手房成交后，引致的家电需求存在时间差异，所以调控政策对家电行业的不利影响已经部分反映在当期的家电销量中，而对板块估值的影响已经打了折扣；而放到长期来看，调控政策并不能影响到居民的长期居住需求，房产调控对家电板块的估值中枢基本无影响。

商品房住宅分为一手房和二手房。一手房包含了期房和现房，而二手房则基本为现房。平均来看，期房交易会在1~1.5年后形成家电消费，而现房交易则会在当期形成家电消费。对于期现房结构，我们作出如下的假设：

- ◇ 一线城市一手房成交量占全国一手房成交量的20%。而一线城市一手房成交量约为总成交量的50%（即一手房与二手房大致相当）。
- ◇ 非一线城市的商品房成交量基本为一手房成交量。
- ◇ 一手房成交量中期房占70%。

在以上假设下，我们得出全国一手房占比约为83%，二手房占比约为17%；期房交易量占比约为58%，而现房占比约为42%。对应07~09年，以及10年（前十个月）的房地产销量，期房与现房的成交量估算值如下表：

表 4: 07 年~10 年 10 月全国期房与现房成交量估算（单位：万套）

	2007	2008	2009	2010 (M1~M10)
商品房成交套数（一手房）	625	557	804	627
期房（一手&二手）	437	389	562	438
现房（一手&二手）	316	282	407	317
总数	753	671	969	755

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

注：蓝底数字为国家统计局数据，其余为估算数据

上述结果表明，房地产调控对家电行业的影响约有40%已反映在当期的销量中，而

只有60%会对板块估值形成短期影响。如果再考虑到调控政策的暂时性，以及政策并不能影响到居民长期的自住需求，房产调控对家电板块的估值中枢基本无影响。

再次，从房地产的成交总量来看，由房地产销售带动的家电消费只占家电总体销售的一小部分，房地产成交量的萎缩对家电销售的影响极小。依旧以空调为例来加以说明。09年家用空调销量6569万台，其中内销3756万台，占比57.18%。而08、09年商品房（一手房）成交套数分别为557万套与804万套，考虑到期、现房与一手、二手房交易对家电消费的差异性影响（主要体现在期房交易带来的家电消费时滞上），估计09年因房地产交易带来的空调销量约为850万台，这仅仅占到09年空调总销量的12.94%。当商品房住宅成交量下滑20%时，家用空调销量仅下滑1.33%。所以房地产市场成交量的变化，对空调消费的影响微乎其微。

表 5：家用空调销量增速的房地产成交量弹性分析（以 09 年数据为基础）

房地产成交量增速	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%
对应家用空调销量增速	-1.33%	-0.67%	-0.33%	0.00%	0.33%	0.67%	1.33%

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

（二）看好行业的逻辑之一：保障房建设提速带来板块估值提升机会

需要特别说明的是，上一部分分析中一个重要的假设前提是：不考虑商品房成交中投资和投机性购房的部分，即假设所有的商品房销售都会引致家电的消费。如果把自住与投机这个因素考虑其中，房地产调控对家电消费的影响将更小。

未来保障性住房建设的提速，对家电行业的积极影响将远超房地产调控的不利影响。

1、首先，在国家大力强调民生工程建设的背景下，我们预计未来中央对保障性住房的建设不管是计划还是实际完成比例都会加强，明后两年的保障性住房新开工面积存在超预期增长的可能性。

计划方面：09年中央计划解决260万户城市低收入住房困难家庭的住房问题，10年计划完成580万套保障性住房的建设；实际完成比例方面：08年经适房实际完成比例为23%，09年保障房投资完成比例在61%，而10年前三季度，全国城镇保障性住房与各类棚户区改造开工520万套，已经占到全年计划的90%。可以看到，保障性住房不管是计划总量，还是落实程度都在逐年加强。在加强民生工程建设的背景下，我们预计未来几年这一趋势还将持续。

以下是在不同的保障性住房建设计划与实际完成比例的假设下，保障性住房建设为主要家电产品带来的消费增量。

表 6：不同保障性住房计划增速与实际完成比例假设下对应空调消费量（单位：万台）

		11 年保障性住房建设计划增速						
		40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
实际完成比例	60%	521	559	596	633	670	707	745
	70%	608	652	695	739	782	825	869
	80%	695	745	794	844	894	943	993
	90%	782	838	894	950	1005	1061	1117

100%	869	931	993	1055	1117	1179	1241
------	-----	-----	-----	------	------	------	------

数据来源：广发证券发展研究中心

表 7：不同保障性住房计划增速与实际完成比例假设下对应冰箱消费量（单位：万台）

		11 年保障性住房建设计划增速						
		40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
实际完成比例	60%	465	498	531	564	597	630	664
	70%	542	581	619	658	697	736	774
	80%	619	664	708	752	796	841	885
	90%	697	747	796	846	896	946	995
	100%	774	830	885	940	995	1051	1106

数据来源：广发证券发展研究中心

表 8：不同保障性住房计划增速与实际完成比例假设下对应洗衣机消费量（单位：万台）

		11 年保障性住房建设计划增速						
		40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
实际完成比例	60%	468	501	535	568	601	635	668
	70%	546	585	624	663	702	741	780
	80%	624	668	713	757	802	846	891
	90%	702	752	802	852	902	952	1002
	100%	780	835	891	947	1002	1058	1114

数据来源：广发证券发展研究中心

表 9：不同保障性住房计划增速与实际完成比例假设下对应彩色电视机消费量（单位：万台）

		11 年保障性住房建设计划增速						
		40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
实际完成比例	60%	661	708	755	803	850	897	944
	70%	771	826	881	936	991	1046	1101
	80%	881	944	1007	1070	1133	1196	1259
	90%	991	1062	1133	1204	1275	1345	1416
	100%	1101	1180	1259	1338	1416	1495	1574

数据来源：广发证券发展研究中心

表 10：核心假设下保障房建设引致家电销量与 09 年总销量对比

	保障房建设引致家电销量（单位：万台）	09 年总销量（单位：万台）	占比
家用空调	950	6569	14.46%
冰箱	846	5536	15.28%
洗衣机	852	3933	21.66%
彩色电视	1204	9062	13.29%

数据来源：产业在线、广发证券发展研究中心

2、其次，保障性住房的大量建设将使其在未来成为一种重要的住宅形式，其对家电销售的绝对贡献量将会越来越大。

3、再次，保障性住房申请具有严格的审核手续，基本杜绝投资投机购房需求的进

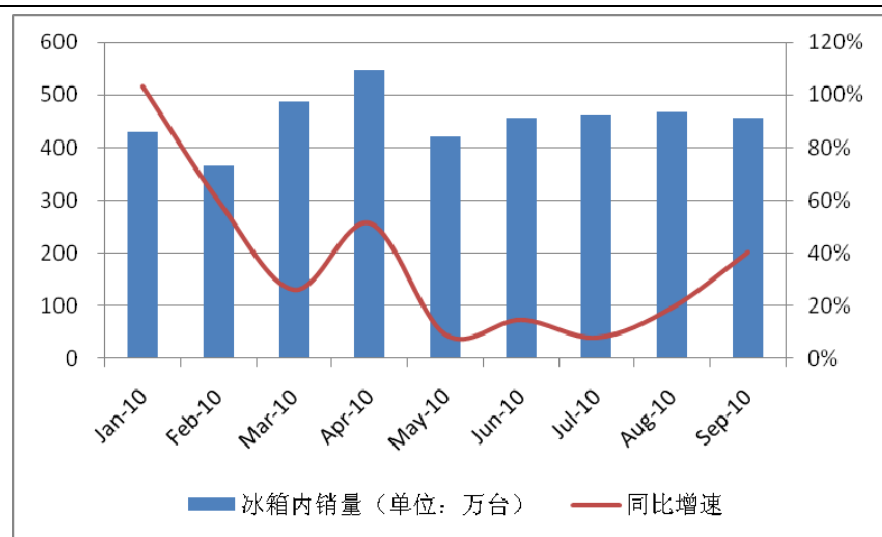
入，保障性住房建设所形成的住房需求将都是切切实实的自住需求，相对应的也必然产生对家电消费切切实实的需求。

由于从土地划拨到住户最终入住存在时间差，我们认为保障性住房建设提速对11年家电行业的影响更多体现在估值的上升而非短期业绩的提升上。事实上，在房地产市场长期供需失衡的情况下，未来保障性住房将会成为一种越来越重要的住宅供应补充形式，一定程度上弥补其他形式住宅的供应不足，因此得以满足的住房刚性需求也必然形成新的家电消费需求。城市居民居住率的提升必然提升整个家电板块的估值。

（三）看好行业的逻辑之二：家电下乡政策效应持续显现

2010年四季度策略中，我们认为冰箱下半年销售增速将可能超预期的逻辑就是家电下乡对冰箱销售的拉动作用将能够对冲09年高基数的影响。从已有的数据来看，正是因为下乡家电的持续热销，使得10年三季度在高基数的情况下依旧实现了平均21%的增长，9月份的增长率更是达到40%。

图 15：10 年前三季度冰箱内销量与同比增速

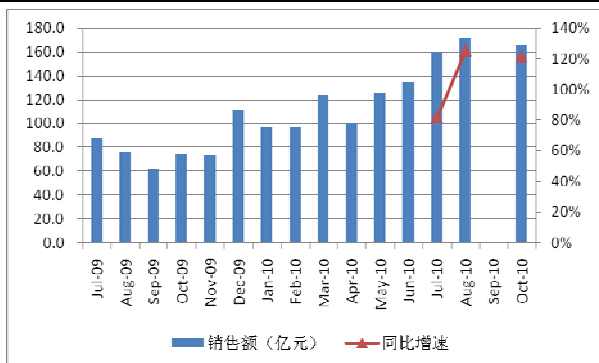


数据来源：产业在线

2011年，我们依然看好家电下乡对家电销量的拉动作用。逻辑与四季度策略一致——下乡政策经过一段时间的试行磨合后，农村居民对政策的关注度和接受度上升，政策效用持续发酵，未来2~3年内下乡家电的销售都将维持高增速。事实上，家电下乡前期的销量高增速源于低基数，而持续保持高增速则主要受益于群众基础的扩大，用“厚积薄发”来形容家电下乡政策的效用毫不为过。家电下乡针对农村新增需求，政策着眼点在通过家电价格补贴换取农村居民对家电的依赖度，进而提高农村家电的保有率，这个过程必然是一个下乡政策被“逐步认识，逐步接受，逐步推广”的过程。

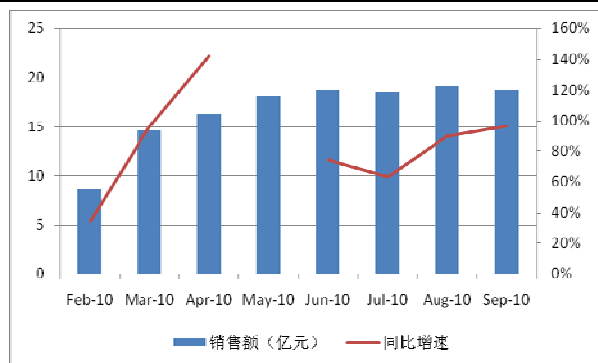
以首批施行家电下乡政策的河南省为例，从当前的销售情况来看，尽管政策实施已进入第三年，但销量增速依然维持高位。

图 16: 全国家电下乡销售额与同比增速



数据来源: 商务部

图 17: 河南省家电下乡销售额与同比增速



数据来源: 商务部

第二批和第三批家电下乡省市在人口规模或人均纯收入方面具有优势, 参照首批下乡区域的经验, 我们认为第二批和第三批区域的下乡家电高销量将显著拉动家电产品的销售。

表 11: 家电下乡区域基本情况

家电下乡区域	政策实行时间	人均纯收入 (元, 按各省市人数加权)	农村人口规模 (万人, 09 年)
第一批 山东、青岛、河南、四川	07 年 12 月~ 11 年 11 月	5,080.52	16,060.75
第二批 内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西	09 年 01 月~ 12 年 12 月	4,663.46	21,642.41
第三批 其余省市及新疆建设兵团	09 年 02 月~ 13 年 01 月	5,583.65	31,647.27

数据来源: 商务部、国家统计局、广发证券发展研究中心

(四) 看好行业的逻辑之三: 中低收入居民的收入提升将增加耐用消费品的家庭保有量

“十二五规划建议”中提到在十二五期间, 经济社会发展的主要目标之一是实现城乡居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步, 低收入者收入明显增加, 中等收入群体持续扩大。

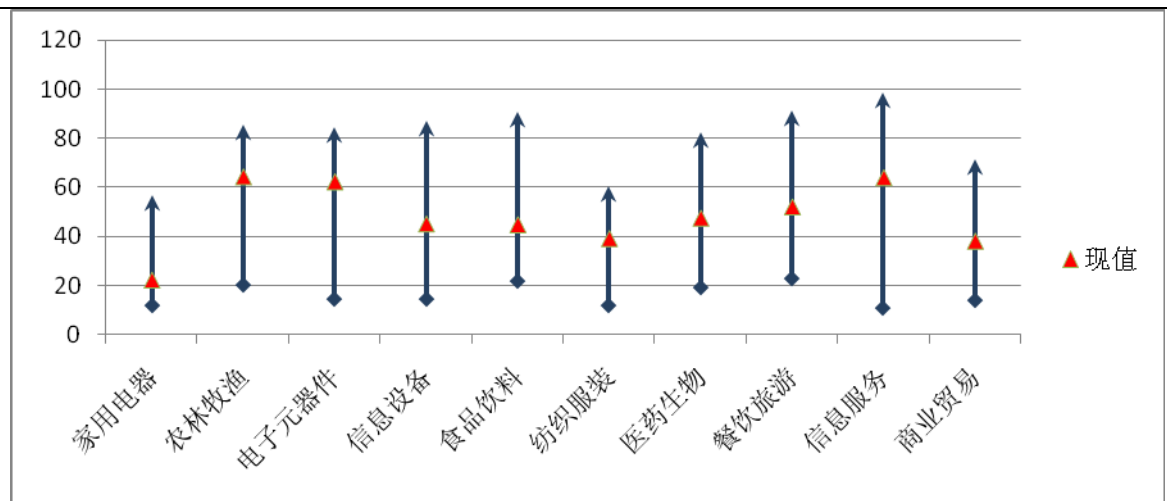
参照“十一五规划纲要”的具体内容, 我们认为在明年一、二季度推出的“十二五规划纲要”中, 上述表述将可能以预见性指标的形式加以量化。

居民收入增长与经济增长同步、显著提升低收入居民的可支配/纯收入, 这两个表述对家电行业的意义是显而易见的——中低收入人群的收入提升将直接带动耐用消费品与生活必需品的消费; 对应到家电行业, 就直接体现为家电保有率的上升与家电更新换代周期的缩短; 进一步对应到家电板块, 就体现为板块估值的提升。

（五）看好行业的逻辑之四：板块估值——横比纵比，家电最低

就估值而言，不管是与其他板块作横向比较，还是和历史估值作纵向比较，家电板块当前的估值水平都处于较低位置。

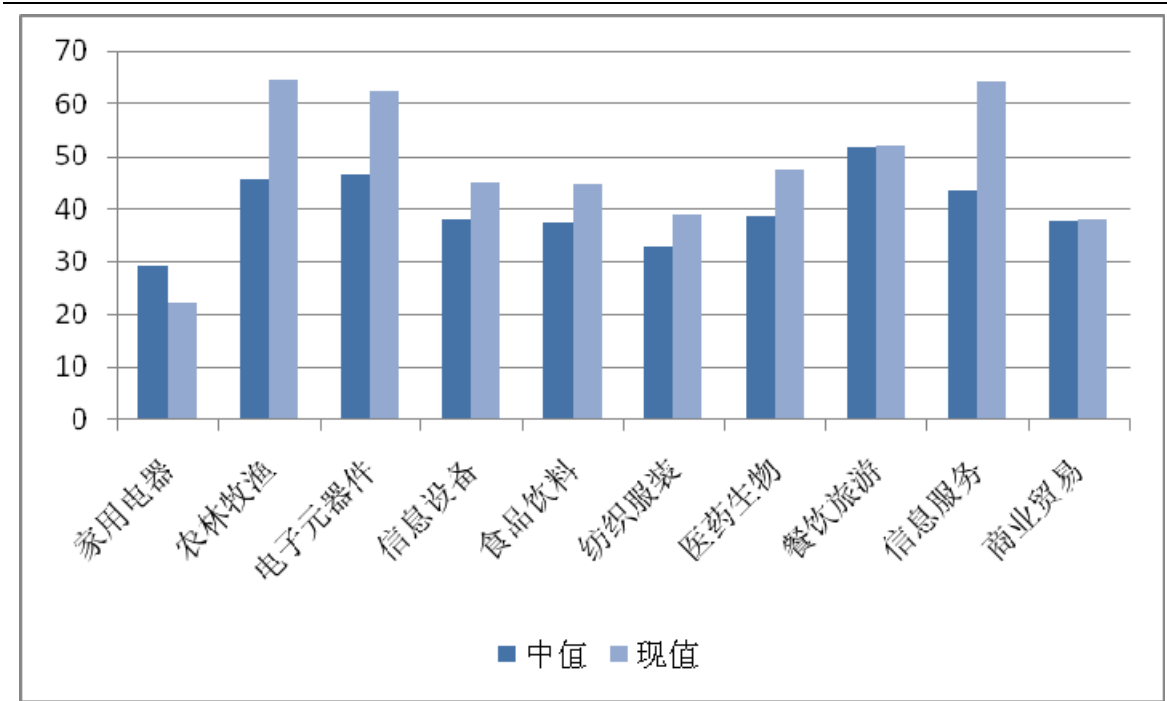
图 18：大消费行业板块估值比较之一：估值现值最接近历史最低值的板块



数据来源：wind 资讯

注：数据范围 2001~2010；数据频率 week；数据类型 PE (TTM)

图 19：大消费行业板块估值比较之二：唯一一个估值现值低于历史中值的板块

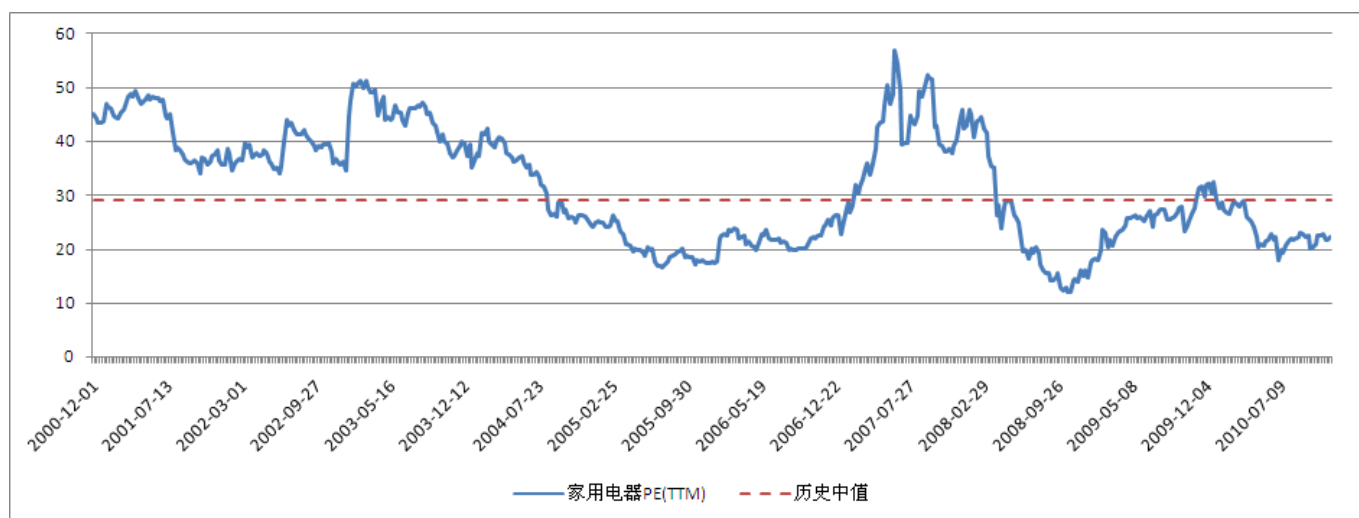


数据来源：wind 资讯

注：数据范围 FY2001~FY2010；数据频率 week；数据类型 PE (TTM)

当然，对于板块间的估值比较，我们需要辩证地来看，高估值反映了投资者对板块未来成长性的高预期，反之则反是。那我们不禁要问，当前家电板块的低估值是否是未来行业成长性的真实反映？我们进一步考察家电估值的几个关键时点，会发现——历史上估值处于中值以下的时段有两个，第一个时段是04~06年，这一时段的低估值反映了市场对于行业整合前景不确定性的担忧，另一个时段出现在08年~09年上半年，板块估值的最低点就出现在08年10月，那时的估值反映了市场对于海外经济复苏以及出口环境恶化的悲观预期。对比前两个阶段，目前的估值显然没有合理反映未来行业的成长性和良好的向好趋势，估值被不公正的低估了。基于前面对行业基本面的判断，我们认为明年家电行业合理的估值中枢在30X的水平，波动幅度 $\pm 10\%$ ，对应区间27X~33X，当前的估值水平安全。

图 20：家电板块历史 PE（TTM，整体法）



数据来源：wind 资讯

五、子板块与上市公司投资逻辑

（一）依次看好空调、冰箱、小家电

对于2011年家电行业的子板块选择，我们依次看好白电中的家用空调与冰箱，其次是小家电。

1、看好空调的原因主要有以下四个方面：

（1）从估值水平上来看，目前空调板块的估值处于历史低位。

（2）保障性住房建设计划、十二五规划纲要中关于居民收入增长的指标性表述，这两者都有望在明年4月左右推出，而这期间正是家用空调的出货旺季，上述两个政策性因素将有望成为推动空调板块估值上行的催化剂。

（3）定频空调的惠民补贴将于11年5月到期，由于今年5月该项补贴的整体金额已经大幅下调，所以预计补贴到期并不会引发市场对该板块估值的向下调整。相反，市场将可能形成对变频空调惠民补贴政策推出的强烈预期，进而拉动板块估值向上。

（4）两个行业龙头明年都将实施增发（格力为公开增发，而美的为定增），公司

基本面向好趋势明确。

2、看好冰箱的逻辑有两点，首先是家电下乡政策效用的持续发酵。下乡家电中，下乡产品销售量占总销量比例最高的家电是冰箱。在看好未来2~3年家电下乡政策将对家电销售量产生持续拉动作用的前提下，我们看好11年冰箱的销售增速。其次是冰箱出口占比最小，出口下降的影响最小。

3、我们依然看好小家电板块明年的表现。产业前景广阔，毛利率较高且较为稳定，上市公司在渠道、研发等方面的竞争优势是我们看好小家电板块的主要理由。

（二）黑电行业拐点尚未来临

我们对于2011年黑电行业的看法依旧较为谨慎。表面上看，2010年在行业需求整体性收缩的背景下，制约黑电内资企业经营的主要问题是，外资品牌通过降价夺得了部分城镇市场的销售份额。然而问题的实质在于内资企业尚无能力对上游的面板产业实现掌控。而对这一核心问题，内资品牌短期内依旧无解。

（三）上市公司投资选择

基于前述对行业以及各个子板块基本面的分析，再结合上市公司当前的估值水平，我们依次推荐美的电器、格力电器、九阳股份以及青岛海尔。

六、重点公司点评

（一）美的电器

白电与相关领域的拓展支撑公司长期稳定增长

公司最成熟的核心业务——家用空调将是公司未来实现稳定增长的保证。当前家用空调市场的寡头式竞争格局已经形成，而未来刺激政策退出带来的行业集中度进一步集中，以及公司家用空调募投项目的达产，两方面因素将推动公司市场份额的提升。而冰洗业务借助成熟的渠道体系，有望实现销售突破。同时我们对公司在中央空调领域的发展同样充满信心。一是即将迎来发展增速拐点，二是公司在进口替代及行业整合的背景下具备较大优势。

渠道整合仍在继续，营运效率仍有提升空间

渠道整合源于组织结构调整，前两次组织结构调整皆收获了良好效果。目前渠道整合仍在继续中，冰箱的渠道整合接近尾声，而洗衣机的整合进程则稍慢于冰箱，如果冰洗业务对强大的渠道体系加以更深程度的利用，公司整体销售费用率将仍存在下降空间。预计完全完成后费率还将下降0.4%~0.5%。

“再造美的”只需3~4年

公司自己的说法是需要五年，对应15%的五年复合增长率，而通过我们的测算，再造美的只需3~4年就可完成，对应20%的五年复合增长率。我们预测10~12年EPS分别为1.10、1.15、1.48元。在PEG=1的假设下，分别给予11年15倍和20倍市盈率，合理股价范围19.20~25.60元，给予公司22.40元的目标价，同时给予其“买入”评级。

（二）格力电器

业绩持续向好

7、8月份的持续高温、海外需求保持强劲，以及公司市场份额持续回升，这三方面因素造就了公司10年前三季度营业收入实现三连跳，公司业绩持续向好。

公司仍有相当部分的节能惠民补贴尚未到账，增加未来业绩超预期可能性

公司三季度实现营业外收入6.14亿，前三季度共实现营业外收入17.43亿。三季度业绩实现大幅增长，其中一个重要原因是上半年部分节能惠民补贴到账。根据前三季度的公司内销出货量判断，公司仍有相当部分的节能惠民补贴未到账。这增加了公司10年业绩超预期的可能性。

10年底至11年初有望实施公开增发，行业龙头地位有望进一步巩固

公司10年8月发布公开增发A股的预案，计划募集不超过32.6亿的资金，用于商用空调、家用空调及新型家用空调压缩机等五个项目。项目完成后，公司在家用空调领域的龙头地位，以及空调配套能力将进一步增强。而在中央空调领域的竞争力有望得以提升，我们判断未来2~3年中央空调将迎来行业爆发式增长的拐点，行业资源整合以及进口替代趋势将推动内资品牌龙头的出现，公司通过增发增强在中央空调领域的实力，将为未来的竞争奠定基础。

盈利预测

根据09年4季度至10年3季度公司的内销量判断，公司前三季度17.43亿的营业外收入依然没有完全反映公司惠民机型的销量情况。我们上调公司10~12年EPS预测分别为1.35、1.53、1.79元。对应当前股价市盈率分别为13X、11X、10X（按2010-11-25收盘价计）。给予11年15倍市盈率，目标价22.95元。给予其“买入”评级。

（三）九阳股份

豆浆产业的深度挖掘是公司长期的增长动力

从长期来看，家用豆浆机在城镇家庭的普及是公司在该业务领域保持增长的核心逻辑。而豆料业务与商用豆浆机业务不仅将为公司开拓竞争蓝海，还有望对传统的家用豆浆机业务形成支撑，有效促进家用豆浆机业务的发展。两项创新业务有望在未来发展成为公司毛利率高、竞争压力小，同时能与传统业务形成良性互动、市场空间巨大的优质业务。

近期公司核心业务市场份额启稳，龙头地位将能持续

从公司推出豆浆机新品“营养王”后的市场反应来看，公司在其核心业务领域的优势依旧明显。5、6月份的数据显示，公司在豆浆机领域的市场份额已经启稳，而结合公司三季度营业收入的大幅增长（35%），我们推断6月份以来公司市占率已经开始显著回升。我们相信通过“新品战略”，同时依托技术优势开拓高端市场的营销思路，公司将能稳固其在豆浆机领域的龙头地位。

电饭煲业务与小电跨越式发展有望成为公司近期股价催化剂

公司8月开始进入电饭煲行业。目前公司产品主要走中低端路线。300元以下价位段，来自行业领先企业的竞争相对薄弱，公司借助品牌张力，有望复制其他小电的成功。同时公司在渠道方面的网点优势以及对渠道的掌控力将有助于公司复制其他小电产品的成功。

除了内生式的发展模式外，外延式的发展方式或能完成公司在小电领域的多元化布

局，实现在该领域的跨越式发展。

盈利预测与估值

我们预计公司10~12年EPS分别为0.85、1.03、1.31元，对应当前股价市盈率分别为20X、17X、13X（按2010-11-25收盘价计）。考虑到豆浆机行业的成长性和公司的龙头地位，我们给予公司11年20XPE，对应目标价20.06元。我们给予公司“买入”评级。

（四）青岛海尔

冰箱行业的龙头，最受益于家电下乡的上市公司

从上文的论述中，我们一直在强调家电下乡政策对于家电行业估值，以及家电企业业绩的重要意义。而最受益于家电下乡政策的产品就是冰箱，作为行业龙头，青岛海尔将充分受益于家电下乡政策效用持续发酵带来的业绩估值双提升。

费用率持续下降，源于渠道优势与管理流程再造

公司10年三季度销售与管理费用率分别为13.31%和4.58%，相较10H1分别下降2.16个和1.71个百分点；同比分别下降3.82个和2.54个百分点。销售费用率的持续下降，源于子公司海尔电器在渠道方面的强劲实力：通过完善的物流网络和营销网络平台，公司销售效率持续提高。而通过管理流程的再造，公司管理费用率也得以显著降低，我们预计未来还有下降的空间。

盈利预测与估值

我们预计10~12年公司EPS分别为1.43、1.76、2.15元，给予11年17倍PE，微调目标价至29.92元，维持其“买入”评级。

（五）盾安环境

延伸核心优势领域，兼具价值性与成长性

业务核心是制冷产品链，在制冷配件、整机以及工程领域具备较强的竞争优势，公司兼具优秀的价值性与成长性。

公司价值性体现在传统业务与煤矿投资，安全边际高

首先，传统的阀门制造业是公司业绩平稳增长的稳定器，下游消费市场的稳定增长为公司价值提供了足够的安全边际与业绩保证。其次，参股优质煤矿开发，价值未被市场完全预期。

成长性来自于核电HVAC与污水源热泵业务

公司的成长性来自于两个方面：1、核电HVAC如获中广核总包订单，实现销售收入与毛利率的双重提升；2、子公司炬能受益于行业的高速发展与国家对EPC模式的大力扶持，未来销售收入与利润增速显著。

新建冷配子公司，夯实传统主业

公司将在南昌设立全资子公司中昊机械，从事家用空调压缩机用配件（储液器、消音器、端盖以及集成管路组件）的制造与销售。主要用以配套上海日立电器在南昌的压缩机产能扩张。随着南昌海立（上海日立子公司）的产能扩张，未来中昊机械将获得稳定的成长契机。

定增募资投向污水源热泵与核电HVAC，未来前景一片光明

公司此前发布定增方案，预计募集不超过10.5亿元的资金，主要用于可再生能源供

热（冷）系统（主要为污水源热泵生产与销售业务）与核电站暖通系统集成（主要为核电HVAC业务）这两个项目的建设，两个募投项目计划占用资金达到总募集资金的90%左右。

公司目前的污水源热泵业务拓展主要采取BOT模式，这就必然造成公司业务的一个发展瓶颈将出现在资金方面。通过二级市场所募集的新增资金，公司将有望实现之前所制定的10~12年污水源热泵业务收入1.3亿元、3亿元、5亿元的目标。

而公司作为一家具备整套核电中央空调生产能力的企业，目前尚缺一个核电HAVC总包订单。而进入总包商序列后，公司将面临业务规模的急剧扩充，新增产能将迫在眉睫。而公司此次提前布局核电HAVC产能，也为我们展示了公司在核电方面成功拓展的强大信心。

盈利预测与估值

我们调整10~12年盈利预测：0.59、0.99、1.20元，我们按照分部估值法重新调整公司的合理价值至29.17元。给予其“买入”评级。

（六）TCL集团

多媒体业务：9月份产品存货清理接近完成，不利局面有望扭转

前三季度集团多媒体业务收入增速低于预期以及毛利率水平下降主要源于两个方面：一是09年集团对来年彩电市场的整体性增长过于乐观进而导致较高的存货水平。二是10年具备全产业链的海外品牌通过降低产品价格，进而在一二级市场获得了较大的市场份额。

市场整体的增长低于预期，同时集团市场份额出现下滑，使得集团在多媒体业务领域收入负增长。

虽然当前市场竞争环境依旧未有改变，但集团9月已基本完成库存清理，同时随着多媒体科技控股公司新CEO赵总的上任，集团在前三季度多媒体方面的不利局面将有望在四季度得以改观。

通讯业务异军突起，未来高速增长可期

集团通信业务在前三季度实现了强劲的增长，主要源于四个方面：一是美国、非洲等低基数市场实现突破；二是公司产品力有所提升；三是在一些国家进行开放式渠道的探索较为成功；四是ODM方面实现大客户突破。集团对通讯业务抱以厚望，同时通讯科技控股积极向中端市场（包括平板电脑市场）进行拓展，我们认为未来两年集团通讯业务还将保持较高速的增长。

8.5代线项目前景依然有待时间检验

集团8.5代线的建设较为顺利，目前主设备已经发出，技术与管理团队已搭建完成，同时12.8亿的银团贷款也已基本到位，明年8月有望试生产。然而集团在该部分投资依旧存在盈利的变数。

盈利预测与估值

基于对集团基本面的判断，我们预测10~12年集团EPS分别为0.09、0.12、0.15元，给予集团11年35倍市盈率，目标价4.13元，给予集团“持有”评级。

六、风险提示

家电下乡增长速度低于预期。

家电企业竞争加剧，毛利率存在下降的风险。

广发家电行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，26 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

王俊爽，研究助理，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wjs2@gf.com.cn, 020-87555888-615。

相关研究报告

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。