

行业研究/年度策略

2017年11月30日

行业评级:

家用电器

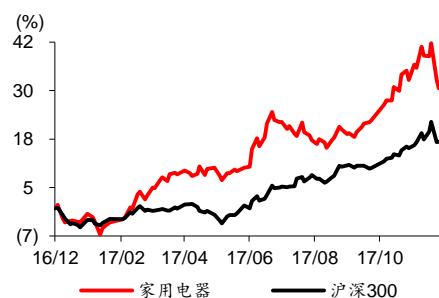
增持 (维持)

**王鹤岱** 执业证书编号: S0570517080003  
研究员 0755-82776413  
wanghedai@htsc.com

相关研究

- 1《格力电器(000651,买入): 空调龙头增势延续》2017.10
- 2《TCL 集团(000100,买入): 利润超预期, 继续推动架构调整》2017.10
- 3《苏泊尔(002032,增持): 收入增长稳定, 利润短期受拖累》2017.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 优质资产稀缺, 估值有望重构

### 家用电器 2018 年年度投资策略

#### 继续关注各细分领域龙头公司

家电龙头凭借不断强化的竞争优势, 内销市占率持续提升。随着国际化布局的完善, 龙头企业全球市场竞争力也在不断增强。作为业绩增长具有中长期支撑的低估值稀缺优质资产, 各细分领域龙头公司仍具备较强的配置价值。此外, 人民币升值对出口业务占比较高的公司形成短期拖累, 我们认为, 随着汇率持稳, 未来业绩弹性值得期待。

#### 龙头强者恒强, 稀缺的优质资产

家电龙头盈利稳健, 优质资产具备稀缺性。(1) 龙头企业凭借产品、品牌与渠道优势, 市占率领先; 同时, 通过投入产品研发、渠道建设与品牌推广, 竞争优势不断强化、市占率有望持续提升。(2) 放眼全球, 家电龙头的竞争力也在不断增强。美的收购 KUKA 与东芝白电、引入 AEG; 海尔收购 GEA; 海信收购东芝电视等等, 国际并购案例屡见不鲜。(3) 龙头企业的业绩增长具备较强的持续性与确定性, 渗透率提升、份额扩张、产品升级、电商渠道红利释放等因素将继续提供中长期的增长支撑。(4) 与利润增速相比, 估值水平较低, 按 2018 年利润水平测算, 家电龙头 PEG 普遍在 0.7-0.9 倍之间。

#### 外资涌入, 估值体系有望重构

由于稳健的基本面与较低的估值水平, 外资大量买入家电龙头。2017 年初至 11 月 29 日, 北上资金通过沪股通和深股通净买入格力电器 123 亿元、美的集团 218 亿元。截至 2017 年 11 月 29 日, 格力、美的、海尔、老板电器陆股通持有流通股比例达到 8%-10%, 持股比例最高的飞科电器高达 20.6%。如果考虑到通过 QFII 渠道持股, 外资实际持股比例应当高于此水平。我们预计, 外资大量买入家电龙头, 有助于估值水平逐渐向国际市场靠拢; 同时, 外资较长的持有期限也有望降低市场风格切换等原因所带来的估值波动。

#### 汇率干扰短期业绩, 未来弹性可期

人民币超预期升值, 由于出口业务占比较大公司大量持有美元资产, 人民币升值导致大幅汇兑亏损。以新宝股份与莱克电气为例, 2017H1 汇兑亏损分别达到 2543 万元、6290 万元, 利润增速均明显下滑。但如果剔除汇兑损益影响后 (以归母净利润+汇兑损益测算), 公司内生利润增长仍保持较高水平。我们认为, 随着汇率持稳, 人民币升值对公司业绩的负面影响将逐渐消退, 未来利润弹性值得期待。

#### 投资建议

家电龙头壁垒深厚, 预计未来领先优势将持续扩大。家电行业各细分领域龙头仍具备较强的配置价值, 推荐格力电器、美的集团、青岛海尔、小天鹅 A、老板电器、TCL 集团、苏泊尔、飞科电器、欧普照明。其次, 人民币升值对出口型公司影响较大, 利润短期拖累明显, 但内生增长较快, 未来弹性可期, 推荐新宝股份、莱克电气。

风险提示: 地产政策大幅收紧, 原材料价格大幅上涨, 人民币超预期升值。

## 正文目录

优质资产稀缺，估值有望重构 .....	3
龙头强者恒强，外资涌入重构估值体系 .....	3
稀缺的核心资产，家电龙头强者恒强 .....	3
外资涌入，估值中枢上移，波幅收窄 .....	6
汇率干扰短期业绩，未来弹性可期 .....	7
子行业分析：多点开花，众彩纷呈 .....	9
空调：炎夏推动销售高增长，渠道库存水平处低位 .....	9
洗衣机：滚筒替代，均价提升领跑全行业 .....	10
冰箱：出口增速快于内销，产品升级延续 .....	11
彩电：内销平淡，夏普异军突起 .....	12
厨电：产品普及率提升，龙头份额扩张，嵌入式打造新亮点 .....	13
小家电：寻找“隐形冠军” .....	15
个股推荐 .....	16
格力电器：空调龙头增势延续 .....	16
美的集团：全品类快速增长，国际竞争力持续提升 .....	16
青岛海尔：高端发力，整合 GEA 超预期 .....	17
小天鹅 A：滚筒替代，份额扩张 .....	17
老板电器：烟灶消领跑，渠道持续拓展 .....	17
TCL 集团：持续推动架构调整，面板价值有待重估 .....	17
苏泊尔：小家电龙头，确定性优选 .....	18
飞科电器：个护龙头正起航 .....	18
欧普照明：家居照明龙头，份额持续扩张 .....	18
新宝股份：未来弹性可期 .....	18
莱克电气：外销受益无线替代，内销自主品牌翻倍 .....	19
风险提示 .....	19

## 优质资产稀缺，估值有望重构

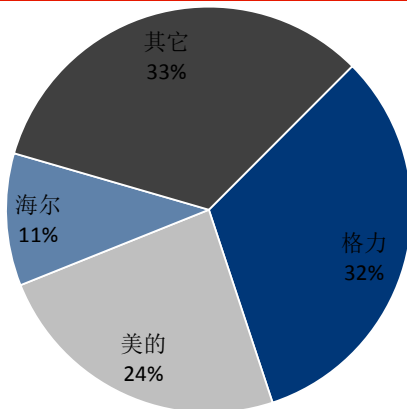
2017年，家电行业延续高景气度。前三季度36家上市公司整体收入规模7497.4亿元，YoY+32.1%；利润规模493.0亿元，YoY+24%；龙头公司强者恒强，业绩同比增速普遍在30%以上。同时，在市场风格演绎与北上资金大举买入的情况下，行业整体估值水平提升。截至2017年11月29日，“估值锚”美的/格力PE(TTM)较年初分别提升59%/21%。在业绩快速增长与估值水平提升共同推动下，家电行业涨幅明显，板块股价较年初整体上涨35.1%；各细分领域龙头公司领涨行业，格力、美的、海尔涨幅均在80%以上。

## 龙头强者恒强，外资涌入重构估值体系

### 稀缺的核心资产，家电龙头强者恒强

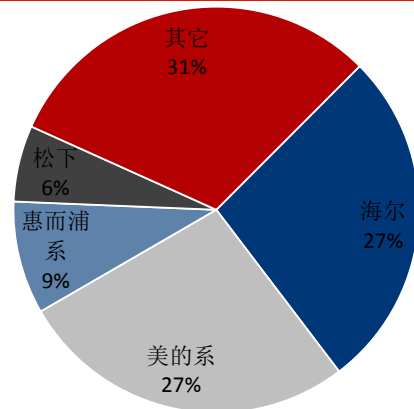
**龙头企业竞争力的自我强化。**龙头企业经过多年积累，已建立起多层次的产品体系、高覆盖率的销售渠道网络以及较高的品牌知名度。空调（格力/美的/海尔）、洗衣机（海尔/小天鹅）、厨电（老板/方太/美的/华帝）一线品牌均占据大部分内销市场份额，领先优势明显。同时，龙头企业不断投入新产品研发、渠道建设与支持、品牌维护与推广，中小企业在产品、品牌、渠道各个方面都不占优的情况，无资金支持渠道的扩张与品牌的推广，不仅无弯道超车的机会，与龙头企业的差距也会继续扩大。

图表1：2017前三季度空调零售量市场份额



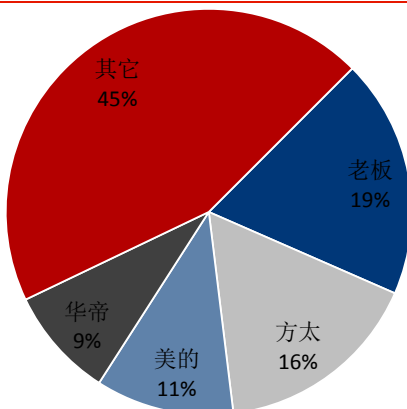
资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表2：2017前三季度洗衣机零售量市场份额



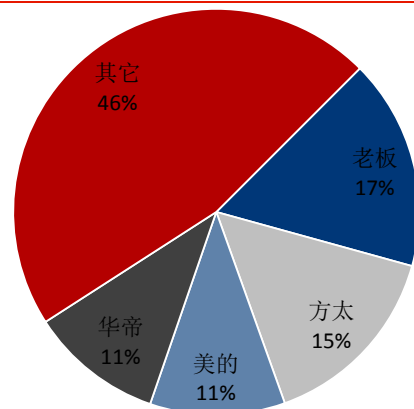
资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表3：2017前三季度油烟机零售量市场份额



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表4：2017前三季度燃气灶零售量市场份额



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

**全球市场竞争力不断增强。**经过多年积累与博弈，中国家电企业不仅在本土市场建立起无法逾越的领先优势，在国际市场的竞争力与影响力也在持续增强。近年来，中国家电企业收购国外企业的案例屡见不鲜，美的收购 KUKA 与东芝白电、引入 AEG；海尔收购 GEA；海信收购东芝电视等等。本土家电企业制造能力突出，但在开拓国际市场的过程中，品牌与渠道为短板。我们认为，国内家电巨头收购国外优质家电企业，将有效整合本土企业的制造优势与国外企业在国际市场的品牌渠道资源；不仅有助于丰富国内企业多层次的产品结构，同时也能够加速推进家电龙头的国际化战略布局。

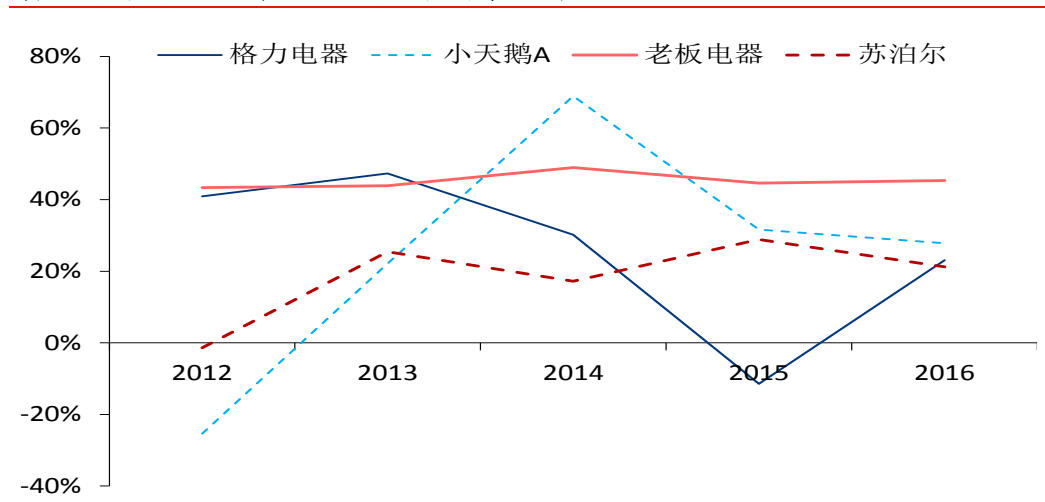
**图表5： 中国家电龙头国际化并购进程**

国际化并购进程	
海尔	三洋电机日本与东南亚白电业务、新西兰家电品牌 Fisher&Paykel、美国 GEA
美的	收购东芝白电、KUKA、Servotronic，引入 AEG
海信	收购东芝电视业务

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**利润增长的持续性与较强的确定性。**由于市占率提升，叠加研发与渠道优势基础上的产品升级，龙头企业的收入与利润增速高于行业整体。以空调/洗衣机/厨电/小家电龙头格力电器、小天鹅 A、老板电器、苏泊尔为例，2012-2016 年净利润复合增速分别为 15.9%/28.3%/35.1%/18.1%，均为行业领先水平。展望未来，由于渗透率提升、份额扩张、产品升级、电商渠道红利释放等前期支撑利润增长的关键因素仍将提供支撑；中长期来看，优质龙头的利润规模仍有望维持较高增长水平。

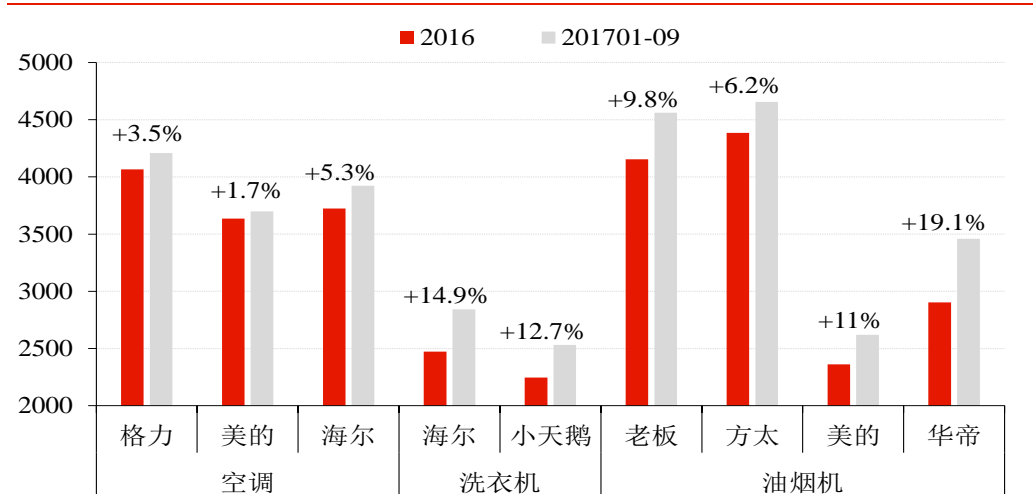
**图表6： 格力电器、小天鹅 A、老板电器、苏泊尔净利润增速**



资料来源：中怡康、华泰证券研究所（注：2012 年小天鹅增速下滑主要由于产品结构调整）

**原材料价格上涨、人民币升值等宏观经济环境相对不利时，龙头企业抗波动能力较强。**由于较高的市场份额与较强的渠道掌控力，龙头企业具备更强的定价权，能够通过产品升级所带来的均价提升来转移成本上涨压力。根据中怡康数据，与 2016 年相比，2017 前三季度空调厂商格力、美的、海尔均价提升 3.5%/1.7%/5.3%；洗衣机龙头海尔、小天鹅提价幅度分别为 14.9%/12.7%；油烟机厂商老板、方太、美的、华帝提价幅度分别为 9.8%/6.2%/11%/19.1%。

图表7：空调、洗衣机、油烟机产品均价与提升幅度（单位：元）



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

与二三线品牌相比，龙头厂商价格主导能力更强，能够通过产品均价提升转移原材料上涨的压力，因而毛利率普遍受影响较小。同时，龙头厂商品牌优势突出，具备较强的渠道掌控力，公司治理也更为优异，通过内部提质增效，期间费用率同比下降。整体来看，家电龙头盈利能力基本不受原材料与汇兑损益影响。2017 年前三季度，格力/海尔/老板/华帝/飞科/欧普归母净利率分别同比提升 0.3/0.1/1.7/1.2/4.5/0.3pct；小天鹅、苏泊尔基本持平；由于并购费用摊销以及 KUKA、东芝业务并表，美的归母净利率同比下滑 3.2pct。

图表8：家电行业公司毛利率、期间费用率、净利率同比变动情况

证券简称	2017 前三 季度毛利率	2016 前三 季度毛利率	同比变动 (pct)	2017 前三 季度费用率	2016 前三 季度费用率	同比变动 (pct)	2017 前三 季度净利率	2016 前三 季度净利率	同比变动 (pct)
飞科电器	39.9%	38.5%	1.3	10.5%	14.5%	-4.0	22.5%	18.0%	4.5
老板电器	56.1%	59.0%	-2.9	33.9%	37.9%	-4.0	19.3%	17.6%	1.7
华帝股份	44.2%	41.2%	3.0	34.2%	32.7%	1.5	7.9%	6.7%	1.2
欧普照明	40.6%	41.1%	-0.5	30.7%	31.2%	-0.5	8.6%	8.3%	0.3
格力电器	31.4%	34.1%	-2.7	14.6%	17.8%	-3.1	14.0%	13.7%	0.3
青岛海尔	29.9%	29.1%	0.8	24.3%	23.5%	0.8	6.0%	5.8%	0.1
苏泊尔	29.6%	30.1%	-0.5	18.8%	18.5%	0.2	8.5%	9.0%	-0.5
小天鹅 A	25.6%	26.8%	-1.2	16.8%	16.6%	0.2	8.2%	8.8%	-0.6
美的集团	25.3%	28.0%	-2.6	16.7%	15.0%	1.7	8.6%	11.8%	-3.2

资料来源：Wind、公司公告、华泰证券研究所

家电龙头估值水平普遍较低。与利润增速以及增长的确信性与持续性相比，家电龙头估值处于较低水平。如果按照 2018 年 Wind 一致预期的利润水平进行测算，格力/美的/海尔分别为 10.75/15.88/13.25 倍 PE；小天鹅/老板/苏泊尔分别为 20.11/20.35/26.84 倍 PE；PEG 普遍在 0.7-0.9 倍之间。

图表9：家电行业上市公司 PEG 水平测算

	利润增速 2018E	PE 2018E	PEG
格力电器	15%	10.75	0.70
美的集团	22%	15.88	0.71
青岛海尔	19%	13.25	0.69
小天鹅 A	22%	20.11	0.91
老板电器	28%	20.35	0.72
苏泊尔	35%	26.84	0.76

资料来源：Wind、华泰证券研究所（注：盈利预测均来自 Wind 一致预期，PE 根据 11 月 29 日收盘价测算）

### 外资涌入，估值中枢上移，波幅收窄

北上资金大幅度买入家电龙头。根据沪股通与深股通资金流动监测，前十大活跃个股中格力电器、美的集团、青岛海尔，均出现大量净买入。2017 年初至 11 月 29 日，外资根据沪股通净买入格力电器 123 亿元、美的集团 218 亿元、青岛海尔 9 亿元。

图表10：沪股通前十大活跃个股中家电公司资金流动监测

(单位：亿元)	格力电器			美的集团			青岛海尔		
	买入	卖出	净买入	买入	卖出	净买入	买入	卖出	净买入
2017Q1	42	16	26	43	17	26	3	4	-1
2017Q2	62	42	20	124	36	89	6	10	-4
2017Q3	110	48	62	125	43	83	17	15	2
20171001-1129	36	20	16	60	33	27	28	11	16
合计	250	127	124	353	129	224	53	39	14

资料来源：Wind、上交所、深交所、华泰证券研究所（注：由于官方只统计前十大活跃个股，部分交易尚未统计入内）

根据香港交易所统计，截至 2017 年 11 月 29 日，香港中央结算系统在家电公司的持股量均出现大幅提升。格力/美的/海尔持股量分别由 2017 年 3 月底的 2.5/1.4/4.3 亿股增加至 5.0/6.2/5.2 亿股；老板/华帝持股量由 2050/31 万股增加至 9262/429 万股；苏泊尔/飞科/欧普持股量由 374/2/0 万股增加至 3223/899/895 万股。格力/美的/海尔/老板陆股通持有流通股比例在 8%-10%左右，持股比例最大的飞科高达 20.6%；如果考虑到通过 QFII 渠道持股，外资实际持股比例应当高于此水平。

图表11：陆股通持股数量

(单位：万股)	20170330	20170630	20170930	20171129	占流通股比例
格力电器	24471	30267	46046	50160	8.3%
美的集团	13767	37925	57732	61906	9.4%
青岛海尔	42523	40323	46010	52236	8.6%
老板电器	2050	3358	6007	9262	9.8%
苏泊尔	374	1724	2586	3223	3.9%
华帝股份	31	151	408	429	0.7%
飞科电器	2	68	442	899	20.6%
莱克电气	46	136	148	179	2.7%
欧普照明	0	28	556	895	9.1%
九阳股份	295	582	555	500	0.7%
小天鹅 A	913	847	982	1389	3.1%

资料来源：Wind、港交所、华泰证券研究所

我们认为，外资买入家电龙头，一方面由于行业与公司本身未来的成长空间、业绩增长较强的持续性与确定性，另一方面则是由于与海外市场同类标的资产的估值差距。QFII 大量增持家电龙头，有助于提升估值中枢，A 股家电标的估值有望逐渐向国外靠拢；同时也有望降低地产后周期影响所带来的估值波动。

图表12：A 股市场家电行业上市公司 PE 估值

公司	股价 (元/股)	EPS			EPS YoY			PE		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
老板电器	44.51	1.27	1.71	2.19	2.79	34%	28%	28%	26.08	20.35
苏泊尔	40.65	1.31	1.60	1.93	2.29	22%	21%	19%	25.44	21.08
小天鹅 A	56.98	1.86	2.32	2.83	3.39	25%	22%	20%	24.56	20.11
美的集团	51.10	2.24	2.63	3.22	3.80	17%	22%	18%	19.45	15.88
九阳股份	18.16	0.91	0.98	1.13	1.31	7%	16%	16%	18.58	16.05
青岛海尔	17.57	0.83	1.11	1.33	1.57	35%	19%	18%	15.80	13.25
格力电器	42.45	2.56	3.43	3.95	4.51	34%	15%	14%	12.39	10.75

资料来源：Wind、华泰证券研究所（注：股价为 2017 年 11 月 29 日收盘价；盈利预测均来自 Wind 一致预期）

图表13: 国外市场可比上市公司 PE

公司	股价(美元/股)	EPS			EPS YoY			PE		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
德龙	29.15	1.40	1.54	1.67	19%	10%	9%	23.17	21.14	19.45
飞利浦	38.56	1.79	2.02	2.32	-42%	13%	15%	21.82	19.27	16.78
通用	18.48	1.07	1.18	1.37	-28%	10%	16%	19.13	17.38	15.00
联合技术	118.16	6.63	6.85	7.55	0%	3%	10%	17.82	17.25	15.64
伊莱克斯	32.75	2.16	2.33	2.46	18%	8%	6%	16.18	15.04	14.22
西门子	136.12	8.42	9.18	9.90	13%	9%	8%	16.09	14.77	13.69
惠而浦	168.99	13.72	15.87	17.73	-2%	16%	12%	11.81	10.21	9.14

资料来源: bloomberg、华泰证券研究所 (注: 股价为 2017 年 11 月 29 日收盘价; 盈利预测均来自 Wind 一致预期)

### 汇率干扰短期业绩, 未来弹性可期

人民币升值导致大幅汇兑亏损。2017 前三季度, 美元兑人民币中间价由年初的 6.95 调整至 6.64, 升值幅度超出预期。出口导向型企业持有大量美元资产, 截至 2017 年 6 月 30 日, 新宝股份货币资金项目美元资产为 1.1 亿美元、莱克电气为 4.1 亿美元。人民币升值导致大幅汇兑亏损, 2017H1 新宝股份与莱克电气汇兑亏损分别达到 2543 万元、6290 万元, 而去年同期汇兑收益则分别为 2117 万元、3446 万元。

图表14: 2017 中报披露新宝股份、莱克电气货币资金与应收账款外币构成

(单位: 万元)	新宝股份		莱克电气	
	货币资金	应收账款	货币资金	应收账款
美元	11051.4	10587.9	41070.8	7675.2
欧元	29.8	1.0	201.9	116.9
英镑	14.4	101.4	-	129.7

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表15: 新宝股份、莱克电气汇兑损益

(单位: 万元)	2014H1	2014H2	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1
新宝股份	-1131.8	867.0	-3195.0	-4299.9	-2117.1	-6548.8	2543.0
莱克电气	-536.3	395.9	-598.0	-8045.6	-3445.9	-8673.8	6290.1

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

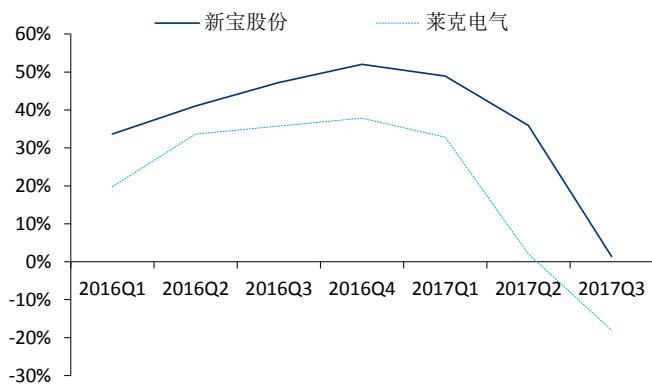
我们认为汇兑亏损虽然影响当期利润, 但剔除汇兑影响后内生增长确定, 未来业绩弹性值得期待。在主营业务与收入增长保持稳定的情况下, 由于汇兑亏损幅度较大, 新宝与莱克利润增速均明显下滑。但如果剔除汇兑损益影响后 (以归母净利润+汇兑损益测算), 公司内生利润增长仍保持较高水平。随着汇率持稳, 人民币升值对公司业绩的负面影响将逐渐消退, 未来利润弹性值得期待。

图表16: 新宝、莱克 2018 年 PE 估值测算

公司名称	股价 (元/股)	EPS 2017E	EPS 2018E	YoY	PE 2017E	PE 2018E
新宝股份	11.72	0.59	0.81	37.2%	20.0	14.6
莱克电气	45.13	1.27	2.03	59.6%	35.5	22.2

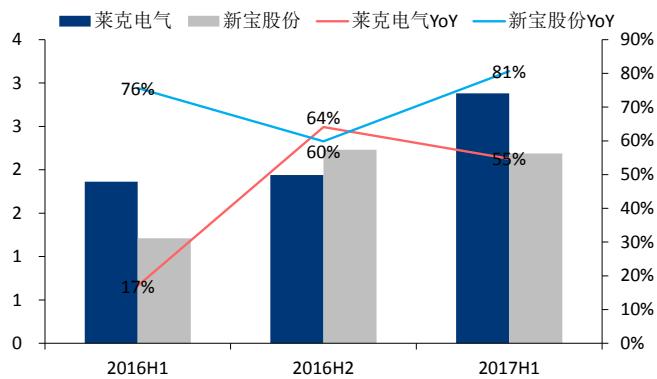
资料来源: Wind、华泰证券研究所 (注: 股价为 2017 年 11 月 29 日收盘价)

图表17: 新宝股份与莱克电气净利润增速



资料来源: Wind、公司公告、华泰证券研究所

图表18: 剔除汇兑损益影响后净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、公司公告、华泰证券研究所

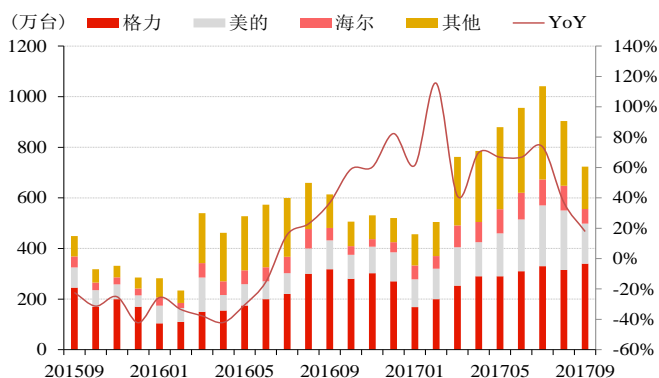


## 子行业分析：多点开花，众彩纷呈

### 空调：炎夏推动销售高增长，渠道库存水平处低位

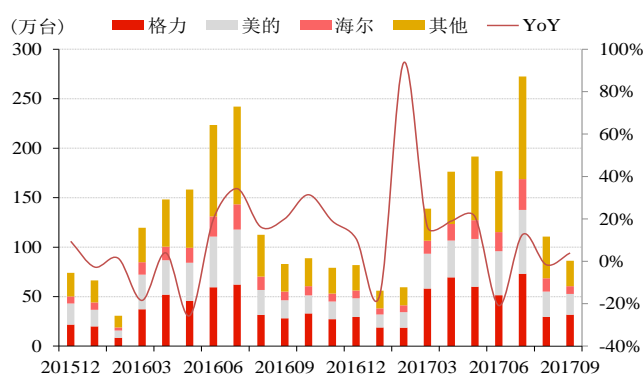
产业在线数据显示，2017年1-10月，空调行业内销实现7010万台，YoY+56.1%，创下历史新高水平。三大白电龙头格力/美的/海尔内销量分别实现2496/1525/730万台，YoY+44%/98%/57%。如果按照2016年同期测算Q4出货量，2017全年空调内销将大概率突破8500万台。空调销售超出市场预期，一方面由于天气炎热推升终端需求；另一方面也来自于保有量的稳步提升，假设2017年内销8500万台，与2013年6235万台相比，年均复合增速为8.1%。

图表19：空调内销量与合计同比增速



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

图表20：空调零售量与合计同比增速

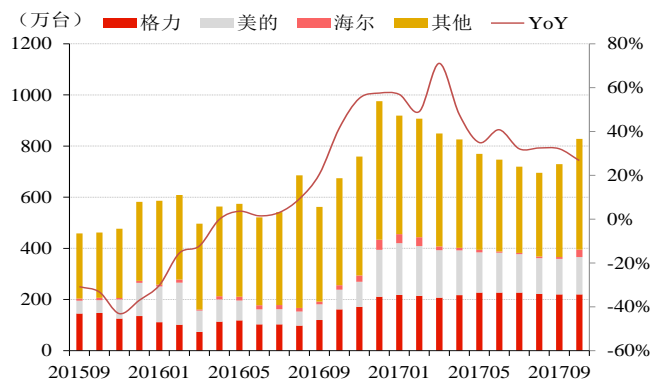


资料来源：中怡康、华泰证券研究所

库存水平仍处低位，“补库存”值得期待。经过炎夏带动的空调热销，渠道库存去化彻底；产业在线数据显示，自2017年5月开始，厂商库存增速持续回落。同时，根据公司与渠道调研情况，新冷年开盘渠道提货积极，终端安装卡与出货量增长较为匹配。我们认为，渠道库存处于较低水平，“补库存”将为出货量快速增长提供较强支撑。

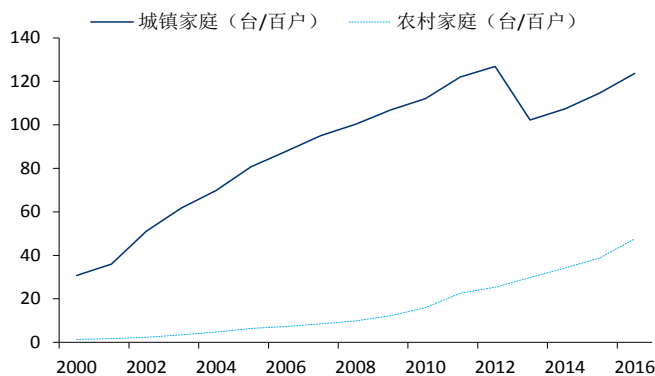
我国空调普及率仍有长期提升空间。根据国家统计局数据，2016年我国城镇/农村空调每百户保有量分别为123.7/47.6台，远低于日本等发达国家。同时，就区域结构来看，一线城市空调保有量水平（2015年上海191台/百户）高于中西部地区（河北/河南/山东/湖北/广西分别为118/136/109/128/121台/百户），城镇地区高于农村地区。随着中国消费者生活水平提升、城镇化推进以及农村需求的持续释放，空调保有量有望长期提升。

图表21：空调库存量与合计同比增速



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

图表22：中国空调户均保有量

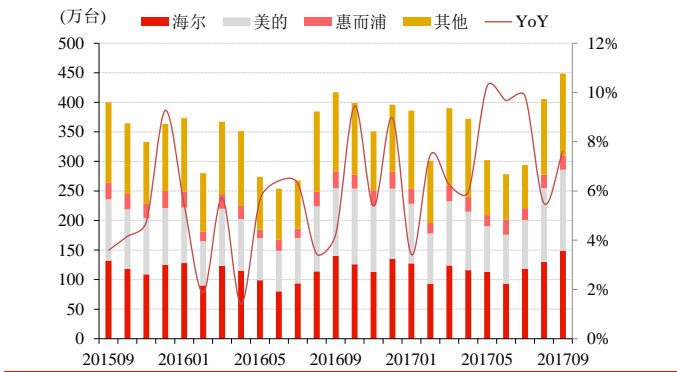


资料来源：国家统计局、华泰证券研究所（注：2013年城镇家庭下滑主要由于统计口径发生变化）

### 洗衣机：滚筒替代，均价提升领跑全行业

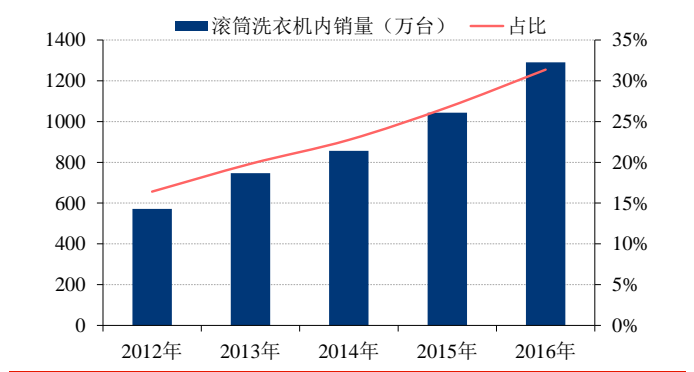
滚筒洗衣机占比快速提高。根据产业在线数据，2017前三季度洗衣机行业内销量3179万台，YoY+7.1%。行业整体销量增长稳定，但滚筒替代波轮趋势明显。2012-2016年，滚筒洗衣机内销量由571.3万台提升至1290.8万台，CAGR达到22.6%，增速明显高于行业整体。2017前三季度，滚筒洗衣机内销量占比继续提升至34.9%。与波轮洗衣机相比，滚筒洗衣机具有不损伤衣物、节水、洗净比高等优势，未来占比将持续提升。滚筒替代波轮，将促进行业更新需求持续释放。

图表23：洗衣机内销量与同比增速



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

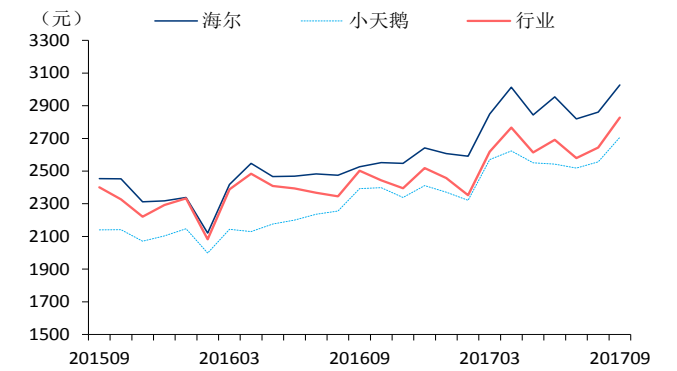
图表24：滚筒洗衣机内销量与占比



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

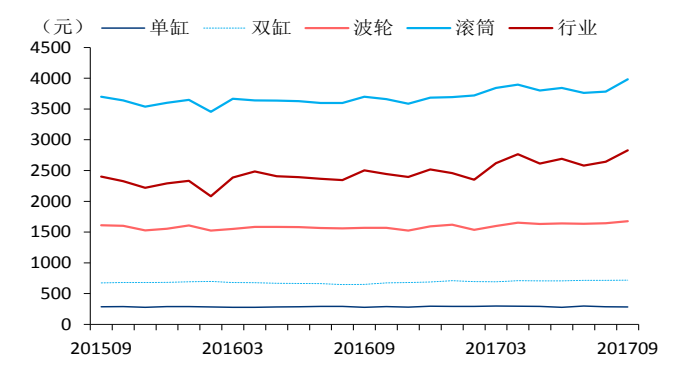
洗衣机均价提升幅度领跑行业。中怡康数据显示，与2016全年相比，2017前三季度海尔/小天鹅洗衣机均价提升14.9%/12.7%，高于空调、冰箱、油烟机等其它家电品类。洗衣机均价提升，一方面由于滚筒占比快速提高，滚筒洗衣机均价3500-4000元左右，远高于波轮洗衣机（1500元左右）。另一方面，滚筒洗衣机自身向大容量、变频升级的趋势也比较明显，2017前三季度9kg及以上产品占比达到45.1%，与2016年全年相比提升20.2pct。

图表25：按品牌洗衣机均价走势



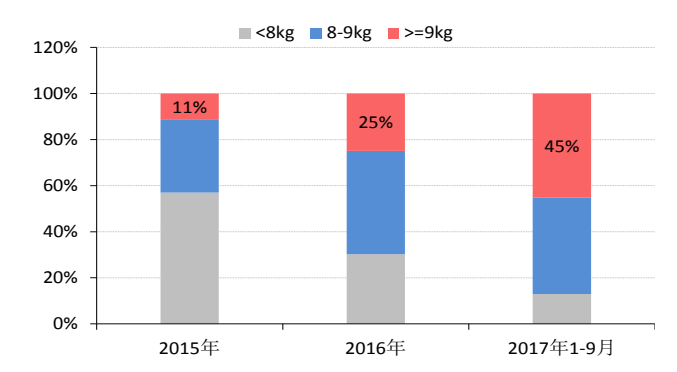
资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表26：按产品类型洗衣机均价走势



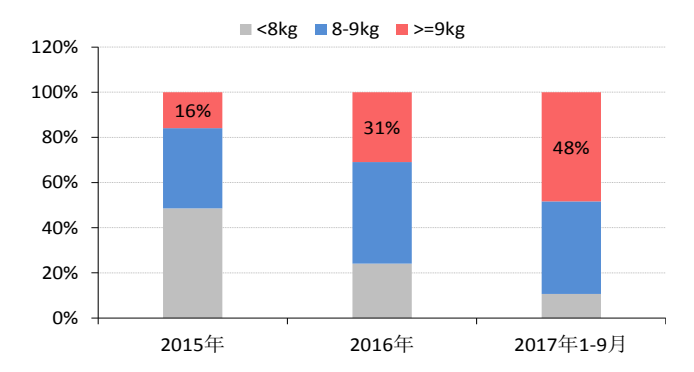
资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表27：按容量段滚筒洗衣机零售量占比



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表28：按容量段滚筒洗衣机零售额占比

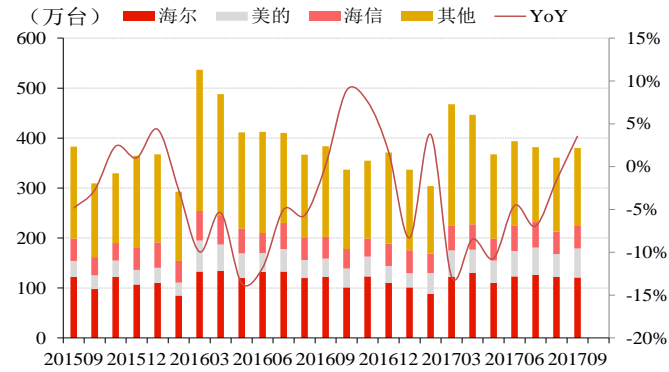


资料来源：中怡康、华泰证券研究所

**冰箱：出口增速快于内销，产品升级延续**

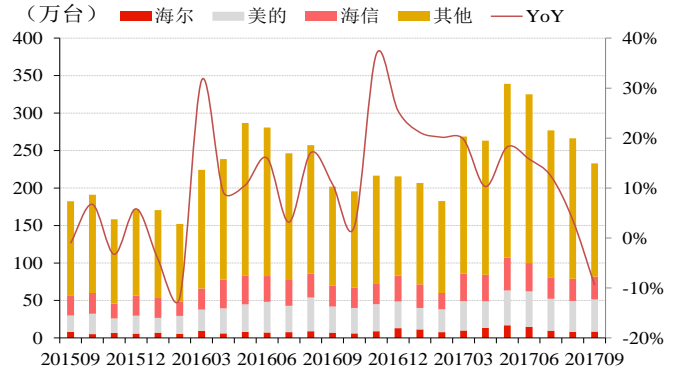
冰箱内销市场整体表现平淡。根据产业在线数据，2017 前三季度，我国冰箱整体内销量 3438 万台，YoY-6.3%；其中海尔/美的/海信内销量分别为 1043/425/421 万台，同比增速分别为-4.2%/12.8%/-4.1%。冰箱整体出口量 2362 万台，YoY+14.7%；由于国际化布局的逐步推进，海尔、美的海外业务快速增长，出口量分别实现 101/354 万台，YoY+49.8%/18.9%。

图表29： 冰箱内销量与合计同比增速



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

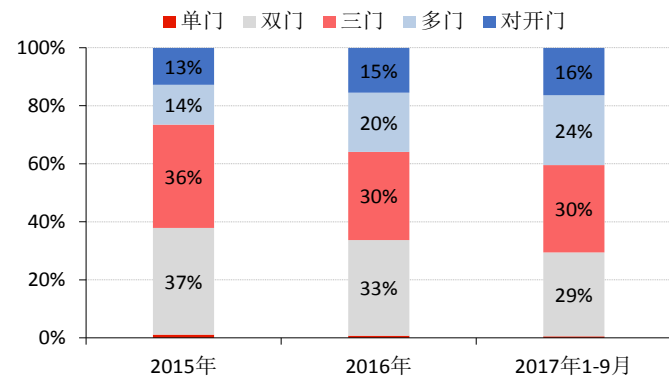
图表30： 冰箱出口量与合计同比增速



资料来源：产业在线、华泰证券研究所

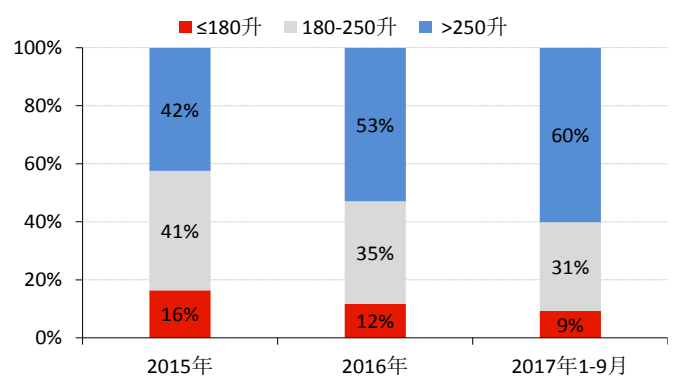
冰箱行业相对饱和，产品升级趋势延续。冰箱市场需求以更新换代为主，行业延续产品升级趋势。根据中怡康数据，2017 前三季度，多门/对开门冰箱零售量占比分别为 24.2%/16.3%，与 2016 全年相比提升 3.8/0.8pct；250 升以上大容量冰箱零售量占比 60.1%，提升 7.2pct。由于产品升级推动，行业整体均价保持提升。同时，国内一线品牌发力高端市场，海尔推出卡萨帝、美的引入 AEG；与 2016 年相比，2017 前三季度海尔、美的均价分别提升 11.8/15.0pct，提升幅度高于行业平均水平。海尔、美的产品均价仍远低于西门子、博世等国外品牌，我们预计高端占比将不断提高，产品均价有望维持提升趋势。

图表31： 冰箱分产品类型零售量占比



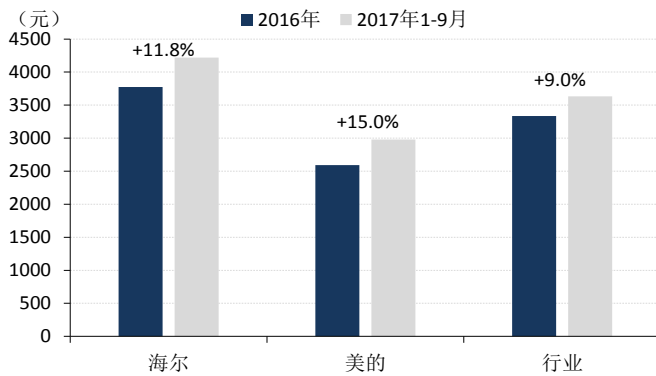
资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表32： 冰箱分容积段零售量占比



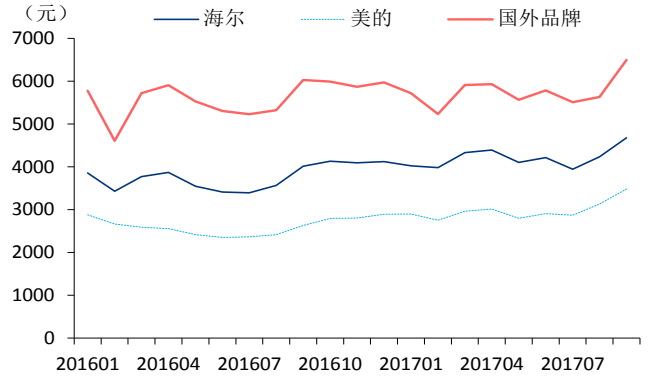
资料来源：中怡康、华泰证券研究所

**图表33: 海尔、美的均价提升幅度高于行业**



资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

**图表34: 冰箱市场国内外品牌整体均价对比**

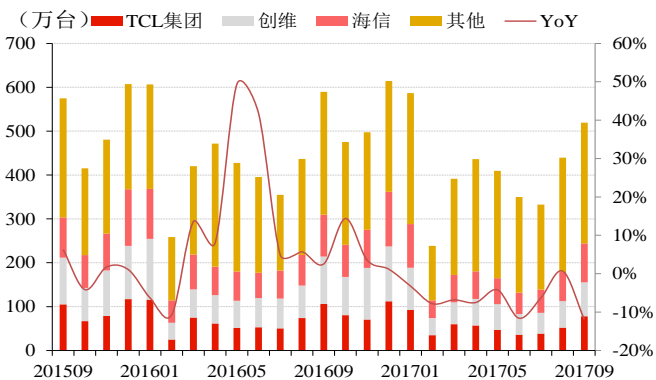


资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

### 彩电: 内销平淡, 夏普异军突起

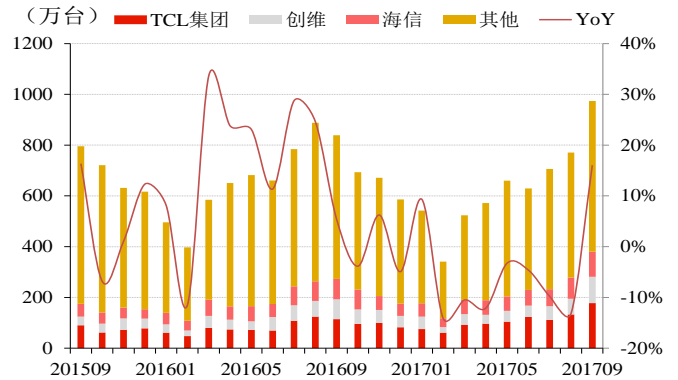
由于2017年为电视小年, 内销量与出口量均有所下滑。2017前三季度电视内销量与出口量分别为3704万台、5719万台, 同比下滑-6.5%、-4.4%。随着供应链掌控能力增强与全球业务布局的不断完善, TCL、创维、海信三大电视厂商前三季度出口量分别实现976/455/568万台, 同比增速分别为29.7%/6.4%/4.6%, 高于行业平均水平。

**图表35: 电视内销量与合计同比增速**



资料来源: 产业在线、华泰证券研究所

**图表36: 电视出口量与合计同比增速**

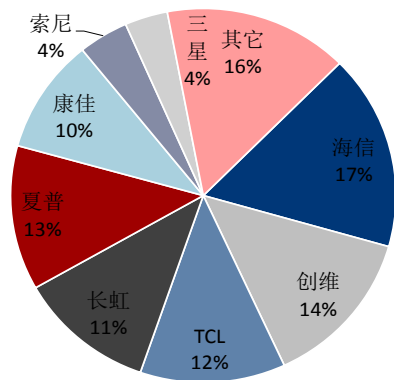


资料来源: 产业在线、华泰证券研究所

行业格局分散, 夏普异军突起。电视行业格局仍较为分散, 各大品牌厂商竞争优势并不十分明显, 2017年10月内销市场海信、创维、TCL合计市场份额仅为42.8%。同时, 值得注意的是, 鸿海收购夏普后, 凭借产业链垂直一体化优势, 在中国市场采取积极扩张策略, 市场份额快速提升。10月夏普零售量份额达到12.5%, 位列行业第三。

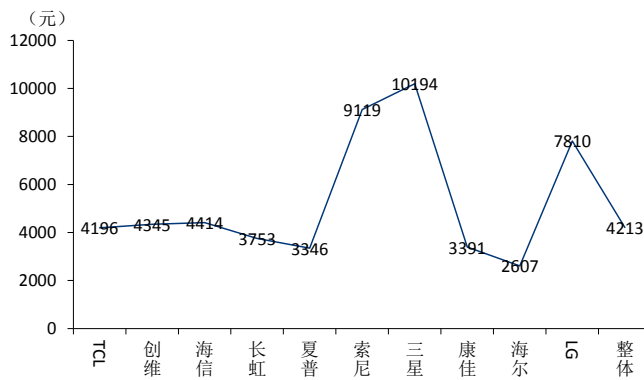
面板价格维持高位, 整机价格同比上行, 大尺寸化趋势延续。面板价格虽有小幅回调, 但仍维持较高水平; 2017W39 40/43/55吋电视线下零售均价同比分别提升17.3/7.8/6.8pct。同时, 产品继续延续升级趋势, 大尺寸占比不断提高。40吋线下零售量占比下降9.3pct至4.2%, 55吋占比继续提升5.6pct至31.7%。

图表37: 2017年10月电视线下零售量份额



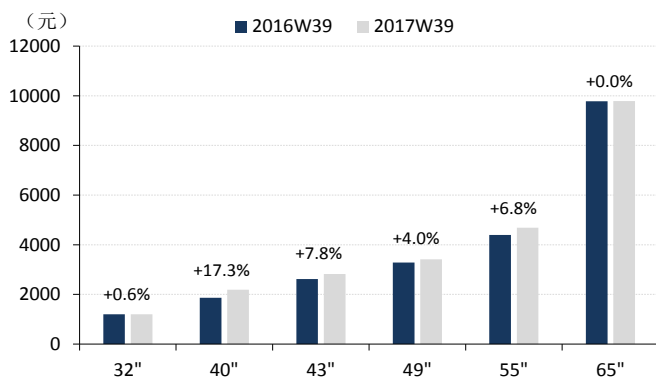
资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

图表38: 2017年10月不同品牌电视均价



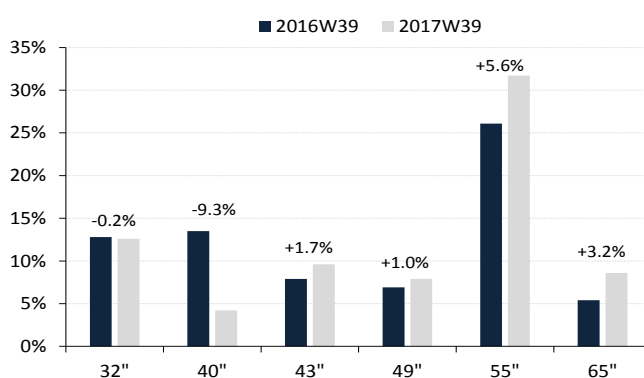
资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

图表39: 液晶电视线下不同尺寸段零售均价



资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

图表40: 液晶电视线下不同尺寸段零售量占比



资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

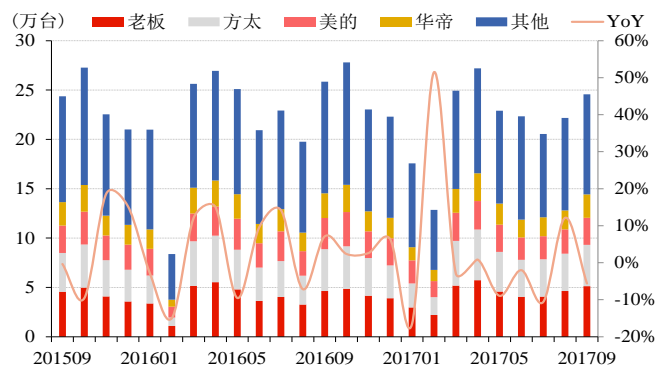
### 厨电: 产品普及率提升, 龙头份额扩张, 嵌入式打造新亮点

厨电保有量低, 未来普及率将持续提升。以吸油烟机为例, 根据国家统计局数据, 2016年我国城镇/农村家庭百户保有量分别为71.5/18.4台, 与达到饱和状态的冰箱保有量水平(城镇/农村保有量分别为96.4/89.5台)仍有较大差距。长期来看, 厨电行业仍将持续受益于产品普及率的提升。

均价提升推动行业扩容, 龙头份额持续扩张。中怡康数据显示, 2017年前三季度, 我国吸油烟机零售量与零售额同比增速分别为-1.9%、8.6%; 燃气灶零售量与零售额同比增速分别为-4.4%、6.0%。受地产后周期影响, 行业销量有所下滑; 但产品均价持续提升, 与2016全年相比, 2017前三季度油烟机产品老板/方太/行业均价分别提升6.8%/3.5%/10.0%, 均价提升推动行业整体零售额增长。同时, 龙头份额保持扩张, 2017前三季度油烟机行业老板、方太合计零售量份额35.6%, 与2016年相比提升3.4pct。在均价与份额共同提升推动下, 厨电龙头收入与利润增势有望延续。

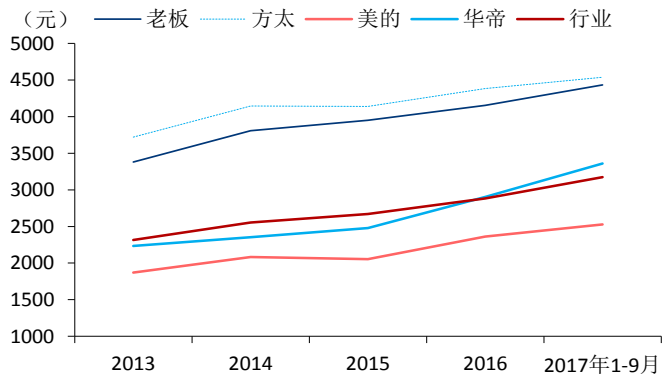
嵌入式产品打造新亮点。嵌入式微波炉、蒸箱、烤箱以及洗碗机等新品类保有量水平很低, 未来成长空间广阔。老板、方太等厨电领军企业依托原有成熟的品牌形象与渠道网络, 积极布局嵌入式新产品。2017年10月, 老板嵌入式微蒸烤线下零售量份额分别为36.7%/36.9%/37.5%, 继续扩张领先优势; 洗碗机零售量份额8.3%, 提升明显。我们认为, 随着领军企业加大推广力度, 消费者接受度逐步提升, 嵌入式产品有望成为厨电行业新的增长点。

**图表41: 油烟机线下零售量与同比增速**



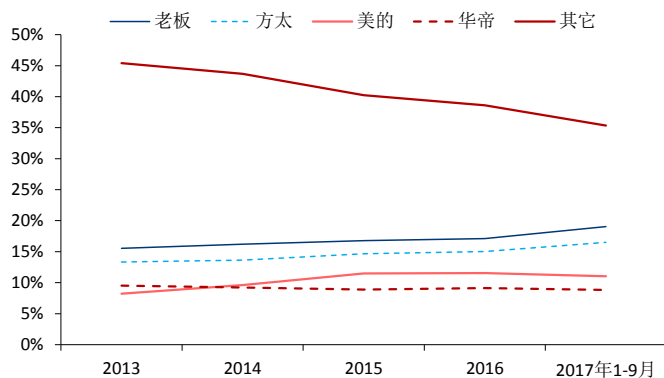
资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

**图表42: 油烟机线下零售均价走势**



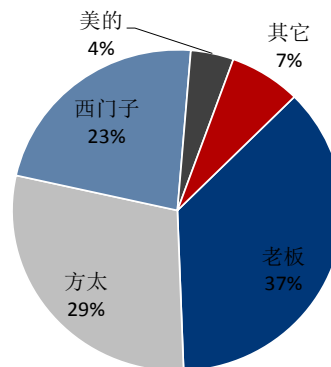
资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

**图表43: 老板、方太油烟机零售量份额持续提升**



资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

**图表44: 2017年10月嵌入式蒸汽炉线下零售量份额**



资料来源: 中怡康、华泰证券研究所

### 小家电：寻找“隐形冠军”

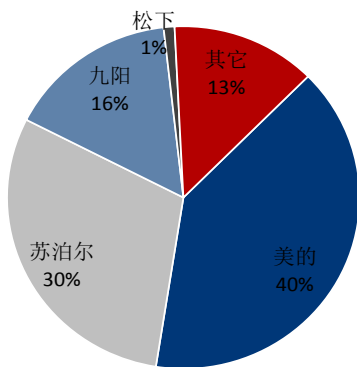
小家电细分领域较多，不同子行业均有其“隐形冠军”。

电饭煲、榨汁机等中式小家电品类，行业整体呈现寡头垄断局面，美的、苏泊尔、九阳三大厂商占据绝大部分市场份额。中怡康数据显示，2017 年 10 月，电饭煲 TOP3 线下零售量市场份额 85.7%、榨汁机 83.3%、电磁炉 91.9%。行业未来增长主要来自普通电饭煲向 IH 电饭煲、普通榨汁机/料理机向破壁料理机的产品升级。IH 电饭煲均价为普通电饭煲的 3-4 倍，销量占比不足 30%；破壁料理机均价为普通料理机的 5-6 倍，销量占比不足 10%；产品升级将推动行业规模持续扩张。

个护小家电领域，飞科“一家独大”。凭借深厚的品牌（高认知度，品牌形象深入人心）与渠道（终端高覆盖率）壁垒，飞科市占率持续扩张，零售量份额远远领先于飞利浦、松下等外资品牌以及奔腾、超人等内资品牌。飞科在个护领域已建立绝对优势，未来将持续受益于份额扩张、均价提升与品类拓展。

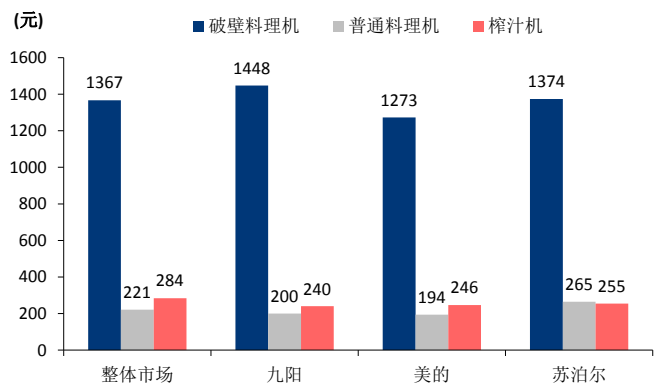
与厨房小家电、个护小家电相比，家居护理产品普及率较低。随着龙头企业加大产品推广力度，消费者接受度将持续提升。同时，行业格局也相对分散，2017 年 10 月，吸尘器 TOP3 品牌线下零售量份额 51.0%、空气净化器 42.6%。未来，在消费升级趋势下，消费者需求层次逐步上移（以吸尘器为例，无线手持式产品将逐步替代圆盘机、尘杯机），具备核心竞争优势的企业有望脱颖而出。

图表45： 2017 年 10 月电饭煲线下零售量市场份额



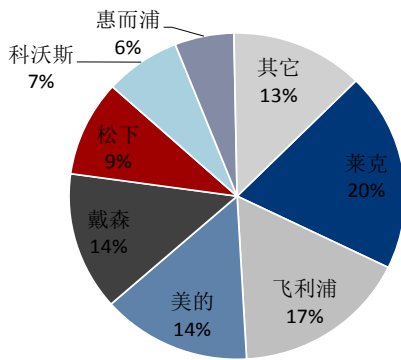
资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表46： 2017 年 10 月破壁料理机与普通料理机线下价格对比



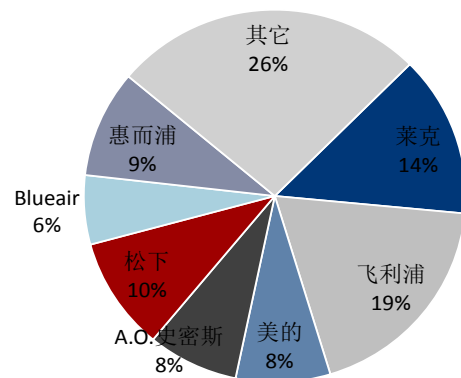
资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表47： 2017 年 10 月吸尘器线下零售量份额



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

图表48： 2017 年 10 月空气净化器线下零售量份额



资料来源：中怡康、华泰证券研究所

## 个股推荐

家电龙头强者恒强、领先优势持续扩张，推荐细分领域龙头企业，包括格力电器（空调龙头，受益空调热销，补库存值得期待）、美的集团（多元化与国际化布局完善，公司治理优异，并购 KUKA）、青岛海尔（高端发力，GEA 整合超预期）、小天鹅 A（滚筒替代波轮，份额持续扩张）、老板电器（厨电领军企业，嵌入式打造新亮点）、TCL 集团（持续投入产线建设，面板价值重估）、苏泊尔（小家电龙头，行业地位稳固）、飞科电器（剃须刀量价齐升，积极推动品类拓展）、欧普照明（行业整合龙头崛起，电商渠道放量）。其次，人民币升值对出口型公司影响较大，利润短期拖累明显，但内生增长较快，未来弹性可期，包括新宝股份（内生增长确定性强，出口份额持续扩张）、莱克电气（技术壁垒深厚，内销翻倍增长）。

图表49：推荐个股盈利预测与估值（按 2017 年 11 月 29 日收盘价、最新股本计算）

公司简称	EPS (元)				PE (倍)				股价 (元/股)
	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
格力电器	2.56	3.35	3.96	4.58	16.58	12.67	10.72	9.27	42.45
美的集团	2.27	2.74	3.49	4.3	22.51	18.65	14.64	11.88	51.10
青岛海尔	0.82	1.12	1.33	1.58	21.43	15.69	13.21	11.12	17.57
小天鹅 A	1.86	2.36	2.95	3.63	30.63	24.14	19.32	15.70	56.98
老板电器	1.27	1.77	2.29	2.92	35.05	25.15	19.44	15.24	44.51
TCL 集团	0.13	0.22	0.36	0.47	32.31	19.09	11.67	8.94	4.20
苏泊尔	1.31	1.58	1.89	2.24	31.03	25.73	21.51	18.15	40.65
飞科电器	1.41	1.88	2.47	3.21	50.41	37.81	28.78	22.14	71.08
欧普照明	0.87	1.14	1.46	1.85	49.44	37.73	29.46	23.25	43.01
新宝股份	0.75	0.59	0.81	1.02	15.63	19.86	14.47	11.49	11.72
莱克电气	1.25	1.42	1.99	2.55	36.10	31.78	22.68	17.70	45.13

资料来源：华泰证券研究所

### 格力电器：空调龙头增势延续

受炎夏影响，空调终端销售旺盛。根据产业在线数据，2017 年 1-9 月空调行业整体内销量 7010.4 万台，YoY+56.1%，创下历史新高。受益于空调热销，格力 2017 前三季度实现收入 1108.7 亿元，YoY+34.5%；归母净利润 154.6 亿元，YoY+37.7%。同时，终端需求旺盛导致库存去化较为彻底，新冷年开盘渠道轻装上阵，库存水平较低也将为公司出货保持快速增长提供重要支撑。

不惧成本上涨与人民币升值，盈利能力保持稳定。在原材料价格上涨与人民币升值双重压力下，格力作为龙头品牌，垄断优势显现。公司具备较强的成本转移能力，通过产品结构调整与均价提升，Q3 单季度毛利率同比仅小幅下滑 1.7pct 至 31.0%，环比持平。期间费用方面，汇兑收益大幅减少形成拖累，但公司调整返利方式，销售费用率同比大幅下降 5.9pct 至 7.9%，净利率同比持平，盈利能力保持稳定。

### 美的集团：全品类快速增长，国际竞争力持续提升

美的集团 2017 前三季度收入 YoY+60%，归母净利润 YoY+17%。扣除 KUKA 与东芝并表影响后，原有主业收入 YoY+39%，归母净利润 YoY+23%，增速环比加快。分品类来看，空冰洗、厨电、小家电增速均在 20% 以上。同时，公司持续推动精品战略，产品结构优化对冲原材料价格上涨，原有主业毛利率同比仍有提升。

美的经营海外市场多年，外销收入占比近 50%；生产基地遍布世界各大区，产品出口至 200 多个国家。为把握新兴市场的发展机遇，夯实成熟市场竞争基础，公司收购 KUKA 强化制造优势、收购东芝弥补品牌短板，国际化布局有序推进。我们认为，未来随着生产规模的持续扩张，效率与成本优势扩大，公司的国际竞争力有望持续提升。



### 青岛海尔：高端发力，整合 GEA 超预期

青岛海尔 2017 前三季度实现收入 1191.9 亿元，YOY+41%；实现归母净利润 56.8 亿元，YOY+48%。各个业务板块均实现大幅增长，冰冷/洗衣机/空调/厨电业务收入同比增速分别为 34%/41%/61%/76%。市占率持续提升，冰箱/洗衣机/空调零售额份额分别实现 31.1%/29.5%/11.1%，与 2016 全年相比分别提升 2.7pct/1.8pct/0.6 pct。高端产品发力，卡萨帝收入同比增长 47%，在高端空冰洗市场优势明显。产品结构优化效果显现，盈利能力同比改善，前三季度毛利率同比提升 0.8 pct 至 29.9%。

GEA 整合协同效应显现。2017 年前三季度 GEA 贡献营业收入 342 亿元、归母净利润 18.8 亿元，占合并报表口径 30% 左右。交割仅 1 年多时间，GEA 内部运营效率明显提升，产品创新与高盈利策略落地。随着产品、研发、供应链协同效应的逐步显现，我们预计海尔的全球竞争力有望进一步增强。

### 小天鹅 A：滚筒替代，份额扩张

滚筒占比持续提升。产业在线数据显示，2017 年 1-9 月，滚筒洗衣机内销量 1111.5 万台，YoY+23.5%；在洗衣机行业整体销量占比 34.9%，与 2016 全年相比提升 5pct。其中，小天鹅前三季度内销量 899 万台，YoY+13.0%，增速领先行业；市场份额达到 28.3%，同比提升 1.5pct。滚筒替代提升均价水平，2017 前三季度小天鹅品牌零售均价提升 12.7%；凭借较强的产品竞争力，公司均价提升幅度快于行业整体。

2017 前三季度公司收入 YoY+32.5%，归母净利 YoY+25.2%。原材料价格大幅上涨背景下，公司通过产品结构优化与均价提升，毛利率同比仅小幅下滑 1.2pct 至 25.6%；同时，内部运营效率提升，归母净利率仅下滑 0.4pct 至 7.2%。我们认为，在市场份额提升与产品结构优化共同推动下，公司业绩有望延续快速增长。

### 老板电器：烟灶消领跑，渠道持续拓展

主营烟灶消产品保持快速增长。中怡康数据显示，2017 前三季度老板油烟机、燃气灶、消毒柜线下零售额同比分别增长 15.1%、10.6%、14.0%，超越行业平均增速；零售额份额达到 26.6%、23.9%、23.6%，均保持行业第一。

推动多元渠道融合，加速渠道下沉。老板继续加强立体渠道建设，2017H1 电商渠道收入同比增长 40%，工程渠道同比增长 30% 以上。零售渠道方面，老板上半年新增 4 家城市公司，全国代理商数量增加至 86 家。同时，公司加大三四级市场渠道建设力度，新建 214 家专卖店。目前，老板在三线市场渠道覆盖率为 65%，我们认为仍有较大提升空间。

### TCL 集团：持续推动架构调整，面板价值有待重估

由于通讯业务的业绩拖累与不确定性，华星光电在集团内部价值较难体现，导致其被严重低估。为体现面板价值，公司计划将 TCL 集团作为半导体显示业务融资平台，并将白电、多媒体等终端业务逐步剥离至港股平台。继公告收购华星光电 10.04% 股权之后，集团拟引入产业战略投资者转让通讯科技 49% 股权。通讯持股比例降低，在大幅减少业绩拖累的同时，利润的最大不确定性也被消除，有助于推动集团整体资产价值重估。

面板价格虽仍处下跌周期，但已显现较多积极因素：32 吋京东方与华星光电强定价权、55 吋已下跌至周期上涨之前水平整机厂商盈利水平改善。同时，经过前期促销整机厂商库存水平回归合理，面板价格的周期性波动幅度或将收窄。2018 年世界杯举办将拉动电视整机销售与面板需求，大尺寸面板价格持稳；T3 LTPS 产线全面屏量产有望产生利润贡献，2018 年华星光电整体利润规模有望保持增长。

### 苏泊尔：小家电龙头，确定性优选

苏泊尔长期保持小家电行业龙头地位，依托现有较强的产品、品牌与渠道优势，积极推动厨房大电、家居护理与厨房工具类产品拓展。同时，原有主营电饭煲、料理机产品升级趋势明确，IH 电饭煲、破壁料理机将持续渗透。根据中怡康数据统计，2017 年 9 月 IH 电饭煲行业线上零售量整体占比仅为 32.4%，未来将不断提升。由于产品价格较高，普及率提升推动行业扩容，苏泊尔将长期受益。

苏泊尔小家电龙头地位稳固，产品、品牌与渠道优势明显，品类拓展与产品升级趋势明确。同时，公司深耕三四线市场，加大渠道建设投入，提升网点覆盖率，电商渠道与三四线放量持续提供支撑，规模扩张与利润长期增长确定性较强。

### 飞科电器：个护龙头正起航

剃须刀量价齐升。飞科为剃须刀龙头品牌，已建立起较高消费者认知度，市场份额保持领先。通过产品结构改善，2017H1 剃须刀产品均价由去年同期 36.5 元提升至 42.0 元，YoY+15%；销量 2855.0 万台，YoY+4.7%。与竞争对手相比，公司产品均价仍处于较低水平，未来仍有持续提升空间。同时，飞科兼具品牌高认知度与电商渠道本土优势，业务规模仍将持续扩张。

品牌优势凸显，品类拓展可期。依托现有品牌与渠道优势，飞科积极拓展产品品类。毛球修剪器、电动理发器分别实现收入 0.8/1.3 亿元，同比增长 54.3%/32.3%。公司已储备的电动牙刷产品，未来市场空间广阔。根据天猫平台数据统计，7 月电动牙刷行业整体销量已达到 49.4 万台。同时，行业品牌众多、集中度较为分散，飞利浦、OralB 与博朗合计成交量市场份额为 28.5%，未来集中度有待提升。整体来看，我国个人护理电器渗透率不高，飞科有望凭借现有品牌进行品类拓展，打造全品类个人护理龙头。

### 欧普照明：家居照明龙头，份额持续扩张

产品形态变化、消费升级与渠道变革共同驱动行业集中度提升。灯具行业有数万家厂商，市场集中度处于较低水平。生产端市场监管缺失、渠道终端分散、需求端消费者注重产品价格是行业市场份额分散的主要原因。LED 替代传统照明，产品更新换代速度快、生产壁垒提高，中小企业不具备持续竞争的基础照明行业集中度将持续提升。同时，消费者对光源频繁更换忍受度低，更倾向于购买高品质产品。渠道方面，线下终端品牌展示功能增强、电商高速放量，中小企业不具备独立的渠道建设能力，有利于市场份额向品牌企业集中。欧普为家居照明整体解决方案提供商，产品线覆盖家居灯具、光源与照明控制产品，能够满足消费者一站式采购需求。同时，公司已建立高覆盖率线下渠道网络，专卖店数量超过 3500 家，并积极推动渠道终端改造以提升品牌形象；叠加电商渠道放量，我们预计欧普的市场份额有望持续扩张。

### 新宝股份：未来弹性可期

龙头份额扩张、品类拓展与产品结构优化共驱，内生增长确定。新宝股份为行业龙头，客户包括飞利浦、伊莱克斯、Blueair 等国际一线品牌，客户认可度高，外销市占率有望持续提升。品类拓展成效显著，空净、水净、个护新品增长亮眼。同时，公司依托制造优势发力产业链研发设计环节，利润率水平有望持续提升。

依托国际化平台发力内销市场，自主品牌靓丽，打造细分领域“隐形冠军”。专业品牌 Donlim（东菱）同比增长 30%、Morphy Richards（摩飞）翻倍、以电动牙刷为主的个护品牌推出在即。根据中怡康数据，咖啡机、面包机等细分领域，线上零售量份额均位列行业第一，领先美的、飞利浦等巨头。受人民币升值影响，2017 前三季度汇兑损失 6200 万元，拖累短期利润。公司内生增长确定性较强，2018 年业绩弹性值得期待。

### 莱克电气：外销受益无线替代，内销自主品牌翻倍

创新驱动，技术壁垒深厚。莱克为目前世界上少数掌握 10 万转超高速直流无刷数码电机技术的企业之一，无线手持式吸尘器行业领先。海外市场无线手持吸尘器持续渗透，单价为原有产品 1 倍以上，莱克作为全球制造龙头，持续受益于无线替代趋势。

自主品牌全年有望实现翻倍。内销市场，公司推出莱克、碧云泉、吉米三大高端品牌，并已建立起具有较高覆盖率的渠道网络。同时，莱克持续推进市场推广与品牌宣传，自主品牌建设成效显著，全年收入有望翻倍。中怡康统计数据显示，2017 年 10 月吸尘器线下零售量市场份额 19.7%，位列行业第一；空气净化器零售量份额 14.0%，保持扩张态势。随着渠道建设与品牌推广力度加大，公司自有品牌高速增长态势有望延续。

### 风险提示

- 1) 原材料价格大幅上涨：钢、铜、铝等原材料成本占比较大，未来存在价格波动可能，有可能对家电公司的盈利能力造成影响。
- 2) 人民币大幅升值：家电公司出口业务占比较大、订单以美元计价，同时持有美元资产较多，人民币过快升值有可能导致汇兑亏损
- 3) 房地产销售大幅下滑：家电产品需求一方面来自于住房装修，一方面来自于已有住房的更新换代与保有量的提升，地产销售大幅下滑将对终端需求造成不利影响。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com