

## 政策催化需求释放，家电行业有望受益

### —七月行业动态报告

家用电器行业

**推荐** 维持评级

#### 核心观点

- **地产竣工端持续释放，政策托底地产、促进消费，家电行业有望获益。** 2023年1-6月全国房屋住宅开工、竣工面积分别为36339.64和24,603.62万平方米，同比-24.9%和+18.5%。6月竣工面积4409.29万平方米，同比增长15.77%，增速相比5月回落1.41PCT。7月重要会议定调，稳地产、促销费政策信号密集发布，政策空间打开，家电行业作为地产后周期有望受益。
- **高温天气支撑空调内销延续高景气，冰洗出口持续增长。** 产业在线发布家用空调产销数据，6月家用空调生产1757.7万台，同比增长35.3%，销售1828.3万台，同比增长26.2%，其中内销出货1255.3万台，同比增长32.0%，出口出货573.1万台，同比增长15.0%。6月洗衣机销量为784万台，同比增长19%，其中内外销分别为362和421万台，同比增长6%和34%。冰箱销量633万台，同比增长21%，其中内外销销量分别为304万台和329万台，同比变动为-1%和51%。
- **家电指数七月上漲 0.38%，估值仍处于历史低位。** 2023年7月份申万家电指数上漲 0.38%，表现弱于沪深300指数（3.91%），截至7月28日，行业市盈率（TTM）为14.65，低于2006年至今历史平均水平（20.85）。家电板块估值溢价率为-17.12%，较均值低5.67PCT。行业估值低于历史平均水平及A股平均水平，性价比突显。随着市场逐步交易地产及消费改善预期，行业估值有一定提升空间。
- **投资建议：** 展望下半年，随着消费者信心逐步恢复，竣工拉动需求逐步释放，国内家电消费有望提升；海外市场面临一定的不确定性，但由于去年同期基数走低、海外库存逐步去化，出口有望逐季改善。从估值来看，板块估值依然处于较低位置，安全边际较高。建议关注三条投资主线，一、关注高景气度空调板块，推荐美的集团、格力电器和海尔智家。二、受益于地产竣工改善的厨电，推荐老板电器、火星人和亿田智能。三、景气度有望回升的清洁电器，推荐科沃斯和石头科技。
- **核心组合（截至7.28）**

证券代码	证券简称	年初至今涨幅	相对收益率	市盈率
002508.SZ	老板电器	5.12%	1.42%	17.38
000651.SZ	格力电器	19.93%	16.23%	8.87
600690.SH	海尔智家	0.98%	-2.71%	15.38
000333.SZ	美的集团	14.52%	10.82%	13.70

**风险提示：** 原材料价格变动的风险；房地产政策改善不及预期的风险；消费复苏不及预期的风险。

分析师

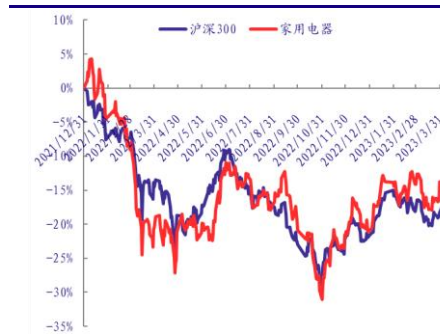
杨策

☎: 010-80927615

✉: yangce-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050005

相对沪深300表现图



资料来源: IFind, 中国银河证券研究院整理

## 目录

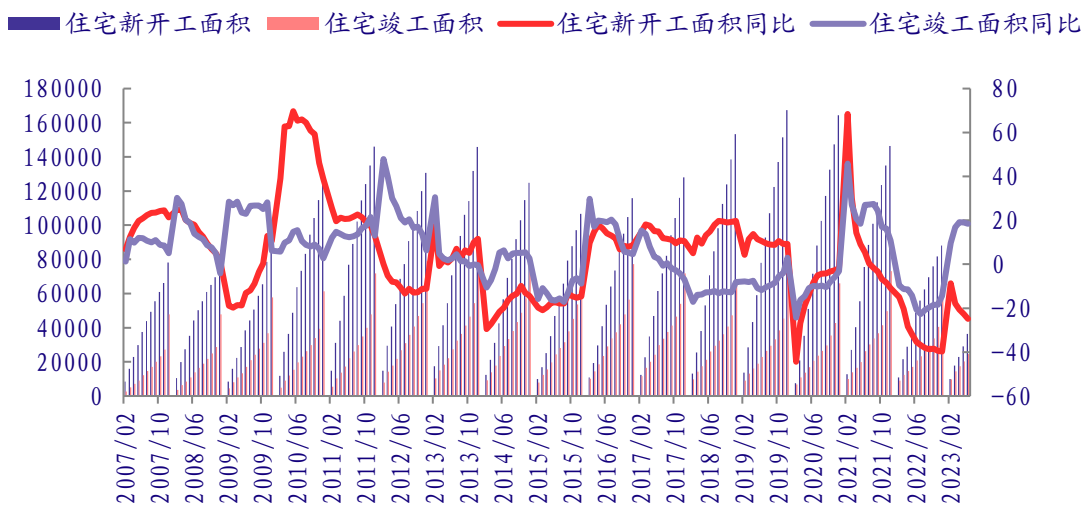
一、国内外需求企稳改善，家电产销延续增长.....	3
(一) 地产竣工端持续释放，政策托底地产支撑家电消费需求.....	3
(二) 原材料价格中枢下移助力利润释放，海运费持续回落叠加汇兑波动助力出口.....	5
(三) 高温天气驱动空调消费，带动 6 月家电社零延续增长.....	7
1. 国内需求逐步释放，家电社零 2023 年 6 月同比增加 4.5%.....	7
2. 高温支撑空调高景气，海外补库推动冰洗外销延续增长.....	8
(四) 行业收入同比转增，材料价格下移带动利润端改善.....	8
1. 家电行业 Q1 营收同比转增，成本压力缓解推动盈利改善.....	8
2. 家电行业杜邦分析：资产周转率下行拖累 ROE.....	9
3. 家电行业资产负债率基本稳定，流动比率处于较高水平.....	10
二、估值处于历史偏低水平，具备长期投资价值.....	10
(一) 估值低于历史均值.....	10
1. 家电板块估值低于历史均值.....	11
2. 家电板块估值溢价率较低.....	11
(二) 行业 Beta 表现.....	12
三、投资建议.....	13
(一) 行业观点及投资建议.....	13
(二) 核心组合及表现.....	13
四、风险提示.....	14

## 一、国内外需求企稳改善，家电产销延续增长

### (一) 地产竣工端持续释放，政策托底地产支撑家电消费需求

地产竣工端改善，住宅新开工数据依然承压。家电行业为房地产后周期行业，房地产行业对白电、厨电等产品销售拉动作用较大。2023年1-6月全国房屋住宅开工、竣工面积分别为36339.64和24603.62万平方米，同比-24.9%和+18.5%。单月来看，6月地产新开工面积7329.85万平方米，同比下降33.47%，降速环比扩大2.17Pct；竣工面积4409.29万平方米，同比增长15.77%，增速环比5月回落1.41Pct。

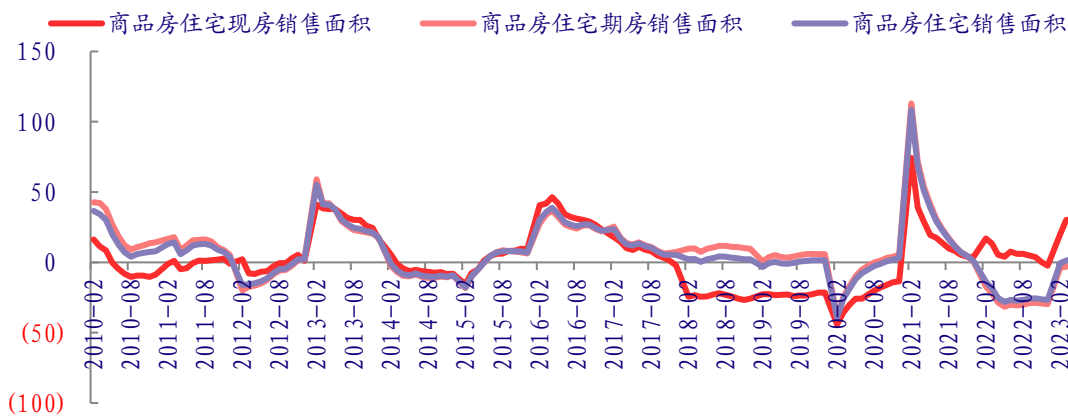
图 1：住宅新开工与竣工面积（万平方米）累计值及同比增长率（右轴-%）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

商品房住宅销售面积同比增速再度转负。2023年1-6月房地产住宅销售面积51,592.34万平方米，同比减少了2.8%，其中现房和期房销售面积同比+17.5%和-6.1%。

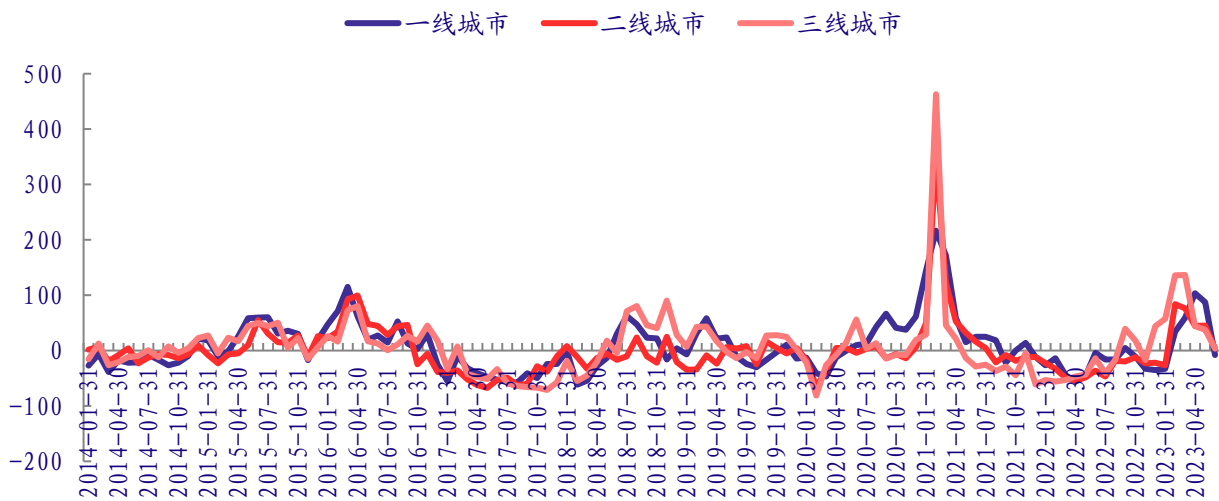
图 2：商品房住宅现房、期房销售面积累计同比增长率（%）



资料来源：iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

房地产销售端逐步筑底，利好政策频发，未来存在改善预期。从 30 大中城市商品房成交数据来看，2023 年 6 月份，一线、二线、三线城市成交套数同比变动幅度分别为-8.06%、+4.15%、+3.34%。从 2022 年 11 月份地产政策端“三箭齐发”强势托底开始，多项相关政策逐步落地。7 月来看，7 月 21 日国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，会议指出积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。7 月 24 日，中共中央政治局召开会议部署下半年经济工作，会议指出要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势。地产政策优化调整空间打开，地产后周期的家电行业有望受益。

图 3: 30 大中城市商品房成交套数同比增长率 (%)



资料来源: iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

表 1: 2022 年 11 月至今地产政策梳理

发布时间	发布方	政策名称	主要内容
2022 年 11 月 11 日	人民银行 银保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	一、保持房地产融资平稳有序，稳定房地产开发贷款投放。 二、积极做好“保交楼”金融服务，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构提供配套融资支持。 三、积极配合做好受困房地产企业风险处置，做好房地产项目并购金融支持。
2022 年 12 月 14 日	中共中央 国务院	《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》	一、促进居住消费健康发展。坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位。 二、完善住房保障基础性制度和支持政策，以人口净流入的大城市为重点，扩大保障性租赁住房供给。
2023 年 1 月 13 日	有关部门	《改善优质房企资产负债计划行动方案》	围绕“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面，重点推进“保交楼”、多渠道稳定优质房企融资、扩大租赁住房供给、完善金融政策等工作。
2023 年 2 月 20 日	证监会	《启动不动产私募基金试点工作》	在现有私募股权投资基金框架下，新设“不动产私募投资基金”类别，并采取差异化的监管政策，满足不动产领域合理融资需求。不

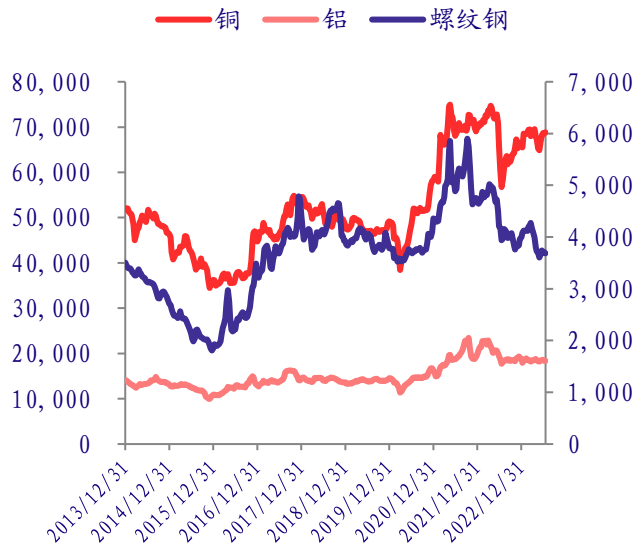
			动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）和商业经营用房以及基础设施项目等。
2023年3月24日	证监会	《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》	通知强调，研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施REITs。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs。
2023年3月31日	自然资源部 银保监会	《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》	一、以点带面，积极做好“带押过户” 二、因地制宜，确定“带押过户”模式
2023年4月25日	自然资源部	全国自然资源和不动产确权登记工作会议	实现不动产统一登记
2023年4月27日	住建部 市场监管总局	《关于规范房地产经纪服务的意见》	《意见》指出要：一、合理确定经纪服务收费：房地产经纪机构要合理降低住房买卖和租赁经纪服务费用。鼓励按照成交价格越高、服务费率越低的原则实行分档定价。 二、严格实行明码标价：房地产经纪机构应当在经营门店、网站、客户端等场所或渠道，公示服务项目、服务内容和收费标准，不得混合标价和捆绑收费。 三、严禁操纵经纪服务收费：具有市场支配地位的房地产经纪机构，不得滥用市场支配地位以不公平高价收取经纪服务费用。
2023年6月14日	自然资源部	《关于在经济发展用地要素保障工作中严守底线的通知》	一、强化土地利用计划管控约束。严禁无计划、超计划批准用地。 二、加大存量土地盘活处置力度。坚持以“存量”换“增量”，多措并举消化批而未供土地，盘活闲置土地和低效用地，充分挖掘存量土地潜力。
2023年7月21日	国务院	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	会议指出积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，鼓励和支持民间资本参与，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，有效结合把城中村改造与保障性住房建设。

资料来源：官方公告整理、中国银河证券研究院

## （二）原材料价格中枢下移助力利润释放，海运费持续回落叠加汇兑波动助力出口

原材料价格中枢下移。根据国家统计局发布的主要生产资料价格数据，2023年7月20日螺纹钢、铜、铝月末结算价环比上月同期分别-0.55%、0.20%、-1.28%，从同比增速来看，螺纹钢、铜、铝同比变化幅度分别为-6.38%、21.29%、3.37%。

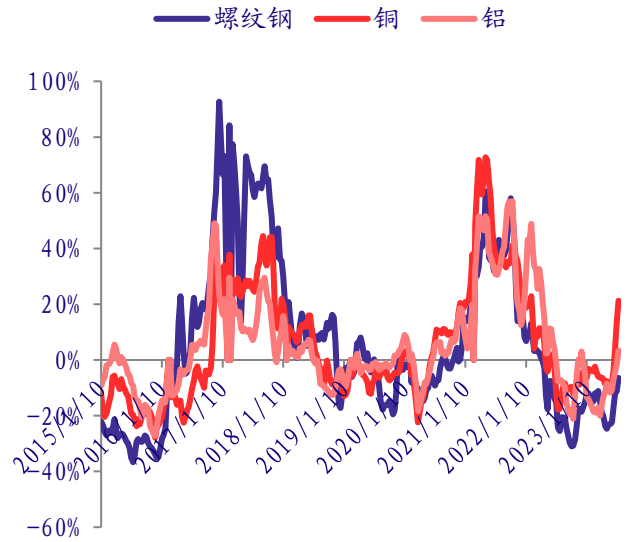
图 4: 原材料价格走势



资料来源: iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

备注: 此处分别选用螺纹钢(Φ20mm, HRB400)、电解铜(1#)、铝锭(A00)生产资料价格作为代表。

图 5: 原材料价格同比变化



资料来源: iFind、国家统计局、中国银河证券研究院

出口方面, 海运费回归正常水平, 人民币较美元贬值, 家电出口有望持续获益。7 月 CCFI 综合指数下降至 869.89 点, 环比下降 5.33%, 已回落至 2020 年初水平。汇率方面, 7 月 28 日美元兑人民币汇率 7.16, 较年初贬值 3.78%。海运费持续回落叠加人民币贬值, 有助于出口型家电企业订单、收入(以外币结算)增长, 进而推动利润端改善。根据海关总署, 2023 年 1-6 月我国家用电器累计出口 172893.07 万台, 同比增长 1.4%, 增速转正。

图 6: 中国出口集装箱运价指数

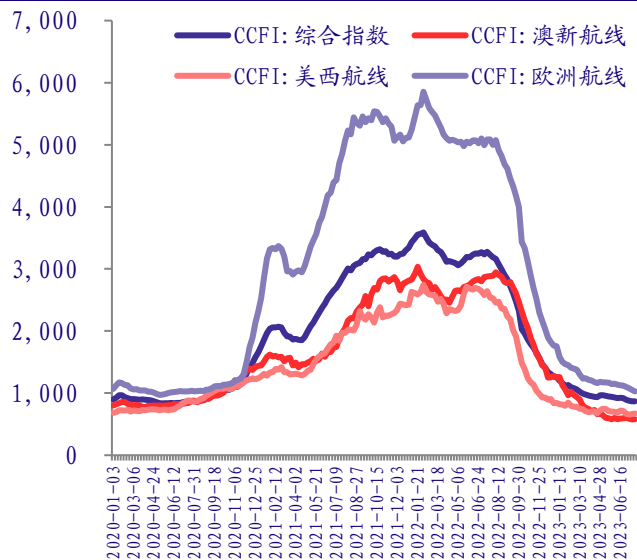
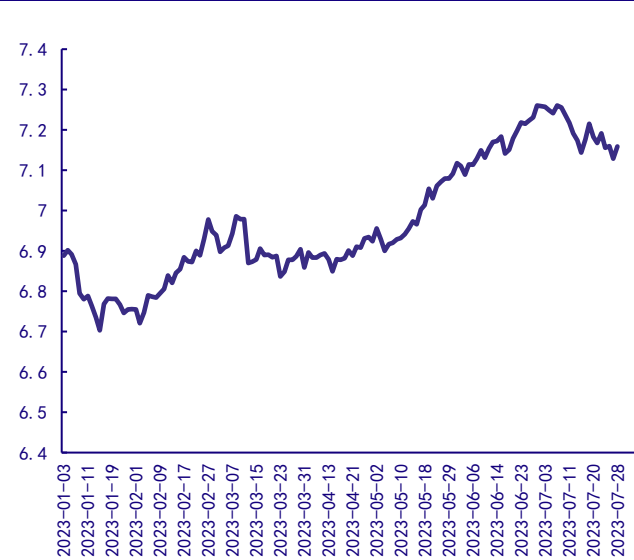


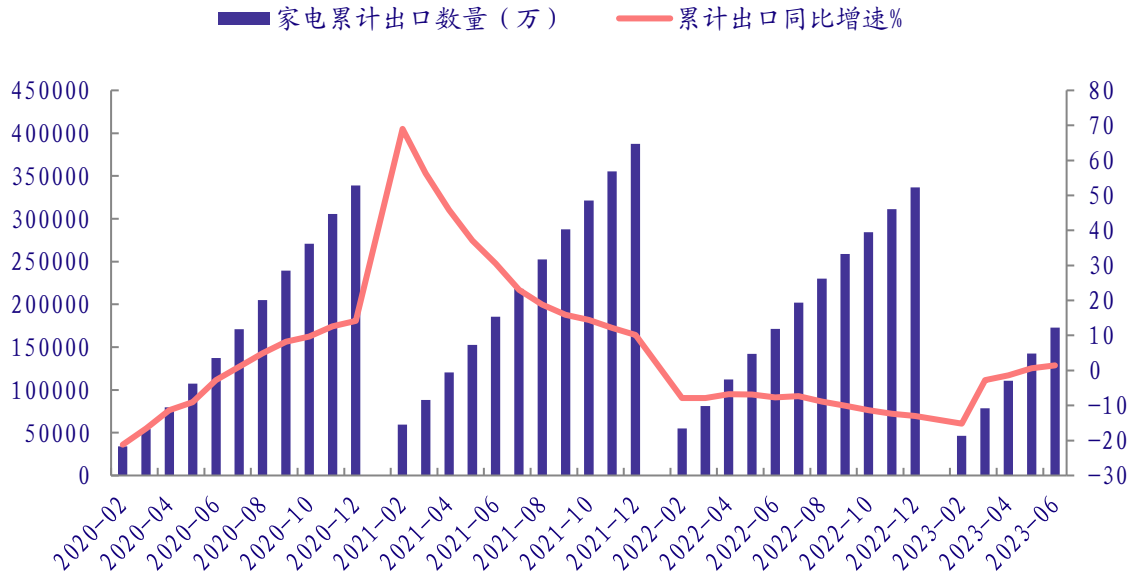
图 7: 美元兑人民币即期汇率: 离岸价



资料来源: iFind、中国银河证券研究院

资料来源: iFind、中国银河证券研究院

图 8: 家用电器季度出口数量(万台)及增速(%)



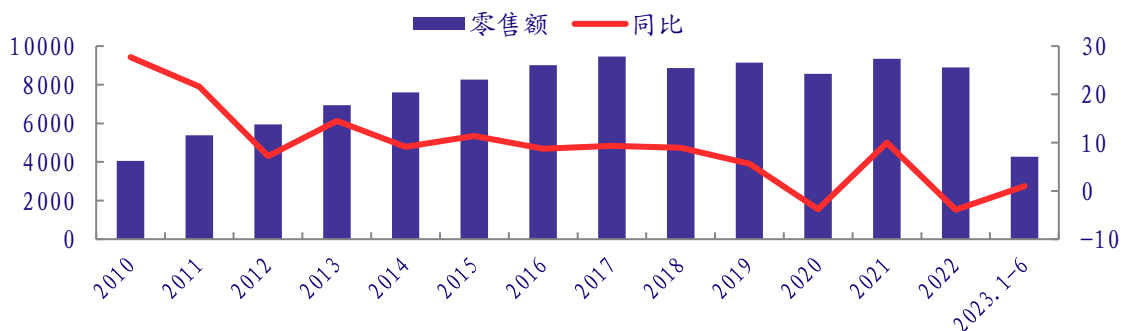
资料来源: 海关总署、iFind、中国银河证券研究院

### (三) 高温天气驱动空调消费, 带动 6 月家电社零延续增长

#### 1. 国内需求逐步释放, 家电社零 2023 年 6 月同比增加 4.5%

疫情对经济运行和居民收入增长的不利影响逐步消退, 家电消费活跃度有望回升。家电作为可选消费, 需求与人均可支配收入增长紧密相关。我国人均可支配收入多年来保持每季度约 5% 的增速, 稳步向好。根据国家统计局数据, 2023 年一季度我国人均可支配收入 10870 元, 同比增长 5.07%; 2022 年我国人均可支配收入为 36883 元, 其中农村居民人均可支配收入 20132.83 元, 同比增长 6.35%, 城镇居民人均可支配收入 49282.94 元, 同比增长 3.95%。根据国家统计局数据, 2023 年 1-6 月家用电器和音像器材类社会消费品零售总额 4270 亿元, 同比增加 1%, 6 月单月家电社零 1137 亿元, 同比增加 4.5%。

图 9: 家用电器和音像器材类零售额(亿元)及增速(%)



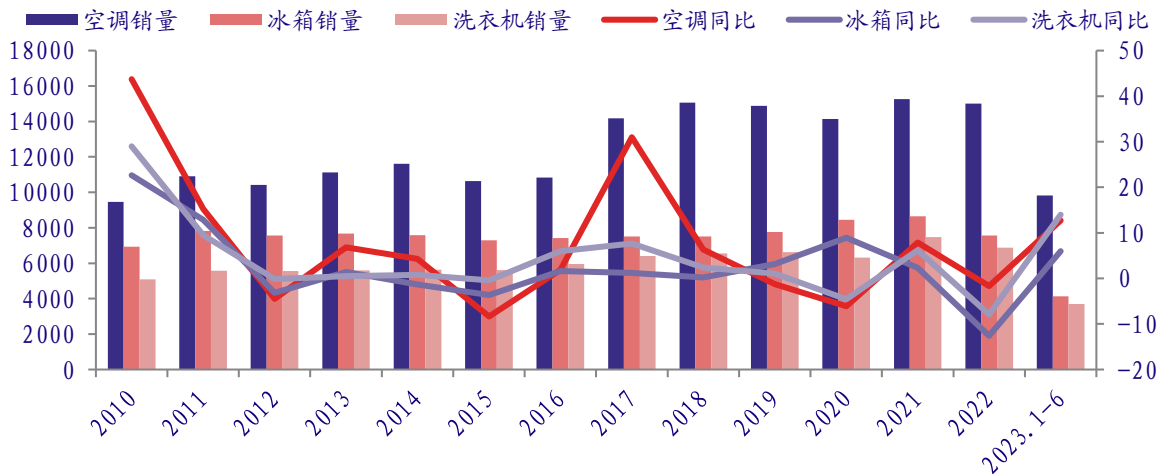
资料来源：国家统计局、iFind、中国银河证券研究院

## 2. 高温支撑空调高景气，海外补库推动冰洗外销延续增长

产业在线发布家用空调产销数据，据产业在线监测显示，2023年6月家用空调生产1757.7万台，同比增长35.3%，销售1828.3万台，同比增长26.2%，其中内销出货1255.3万台，同比增长32.0%，出口出货573.1万台，同比增长15.0%。工业库存1795.4万台，同比下降2.6%。六月在厄尔尼诺带来的酷热天气和618年中大促的双重推动下，生产、销售以及国内外出货均实现双位数的高增长。在高温的刺激下，出口市场也迎来难得的增长。从1-6月累计来看，家用空调生产9734.4万台，同比增长14.2%，销售9824.0万台，同比增长12.7%，其中内销出货5778.2万台，同比增长24.8%，出口出货4045.8，同比下降1.0%。随着全球多地出现厄尔尼诺现象引起的历史性高温，国外市场对空调采购量相应增加，中国空调企业出口国外市场得到提升。后续来看，出口市场自五月以来逐步改善，随着欧美经济软着陆，消费低迷也随着时间的推移逐步缓解，叠加人民币汇率下跌，海运成本回归正常位置，厄尔尼诺导致全球很多地区出现极端天气利于空调需求增加，预计下半年或明年的出口改善会愈加显著。

6月冰洗内外销整体延续增长，海外渠道补库带动外销高增。洗衣机销量为784万台，同比增长19%，其中内外销分别为362和421万台，同比增长6%和34%。冰箱销量633万台，同比增长21%，其中内外销量分别为304万台和329万台，同比变动为-1%和51%。1-6月冰箱销量4134万台，同比+6%，内销/外销分别为2049/2085万台万台，同比+5%/+7%；洗衣机销量3697万台，同比增加+14%，其中内/外销分别为1926/1771万台，同比+1.6%和+33%。

图 10：白电销量（万台）及增速（%）



资料来源：产业在线、中国银河证券研究院。

### （四）行业收入同比转增，材料价格下移带动利润端改善

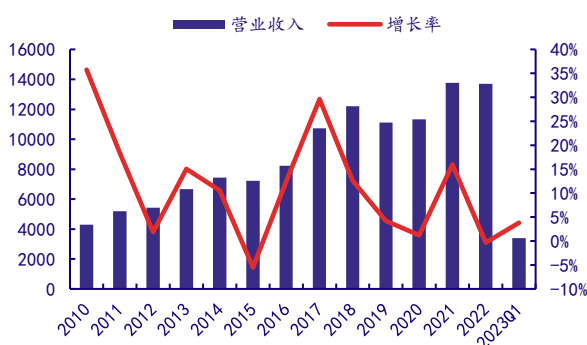
#### 1. 家电行业 Q1 营收同比转增，成本压力缓解推动盈利改善

2022 年家电行业营业收入 13375.35 亿元，同比下降 0.47%，归母净利润为 934.24 亿元，



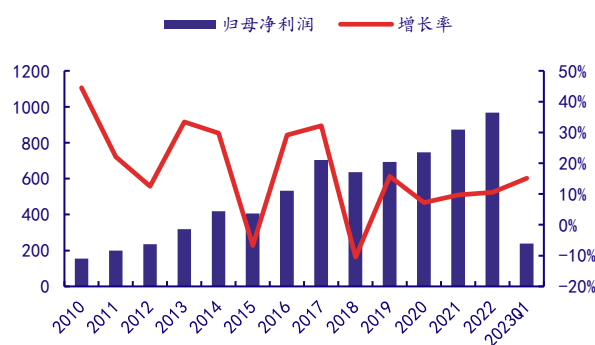
同比增长8.81%，毛利率和净利率分别为24.19%和7.17%，相比2021年增加了1.69和0.51PCT，2023Q1 家电行业营业收入3299.62亿元，同比增长3.23%。22Q4 受疫情达峰和出口下降影响，板块营收同比下降，进入2023年，先前疫情抑制的需求释放，国内消费复苏，板块营收同比转增。由于原材料价格下降，企业积极降本增效，板块盈利能力提升，2023Q1 板块归母净利润为231.86亿元，同比增长11.31%，毛利率和净利率分别为23.99%和7.15%。展望后续，原材料价格中枢下移，人民币对外币贬值有望增厚汇兑收益，盈利能力改善趋势有望延续。

图 11: 家电营业收入 (亿元) 及增长率 (%)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 12: 家电行业归母净利润 (亿元) 及增长率 (%)

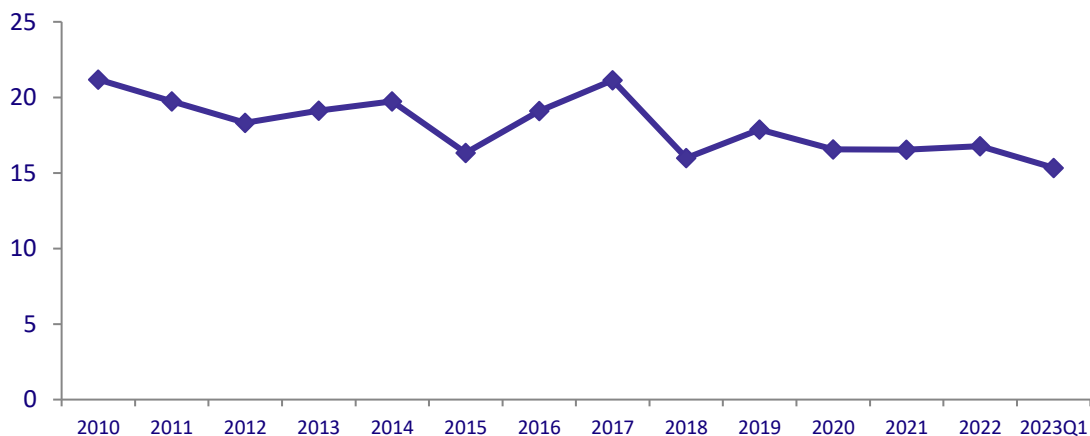


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

## 2. 家电行业杜邦分析: 资产周转率下行拖累 ROE

2022 家电行业 ROE 为 16.78%，同比小幅提升了 0.25PCT，主要原因为净利率提升。2023Q1 行业年化 ROE 为 15.34%。

图 13: 家电行业净资产收益率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

备注: 为便于趋势分析, 2023 年为年化 ROE 数据

根据杜邦分析法的分解, ROE 的变化主要受三个因素影响: 权益乘数、资产周转率、销售净利率。近年来行业的权益乘数相对稳定, 表明行业整体的负债率变动较小。总体来看,

家电行业资产周转率呈现下滑趋势。

表 2: 家电行业杜邦分析指标

	净资产收益率 ROE (%)	销售净利率 (%)	资产周转率	权益乘数
2012	18.33	5.50	1.16	2.65
2013	19.11	6.19	1.17	2.63
2014	19.74	6.73	1.12	2.53
2015	16.33	6.76	0.97	2.37
2016	19.10	7.88	0.96	2.54
2017	21.14	7.60	1.03	2.65
2018	15.98	5.83	1.03	2.58
2019	17.87	7.06	0.98	2.52
2020	16.55	7.25	0.90	2.53
2021	16.53	6.66	0.95	2.58
2022	16.78	7.17	0.87	2.57
2023Q1	15.34	7.15	0.81	2.56

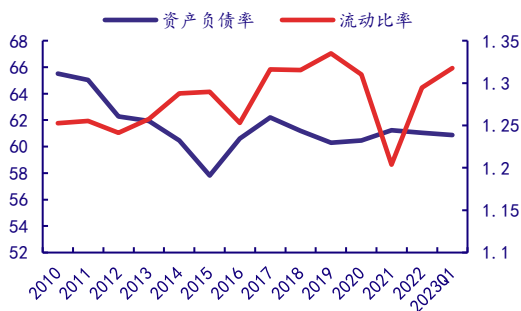
资料来源: iFind、中国银河证券研究院

备注: 为便于趋势分析, 2023 年为年化 ROE 数据

### 3. 家电行业资产负债率基本稳定, 流动比率处于较高水平

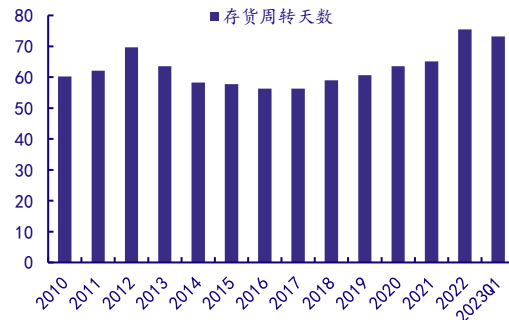
家电行业资产负债率变动较小, 在 61% 上下波动, 2022 为 61.04%, 同比有小幅下降。行业流动比率一直大于 1, 且自 2016 年起稳定上涨, 2022 为 1.29。虽然家电企业积极推行以单定产带来了存货减少, 但近年来由于线上销售比例上升造成了厂商库存小幅提升, 2022 年存货周转天数均有所增加。

图 14: 家电行业资产负债率 (左轴) 与流动比率 (右轴)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 15: 家电行业存货周转天数



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

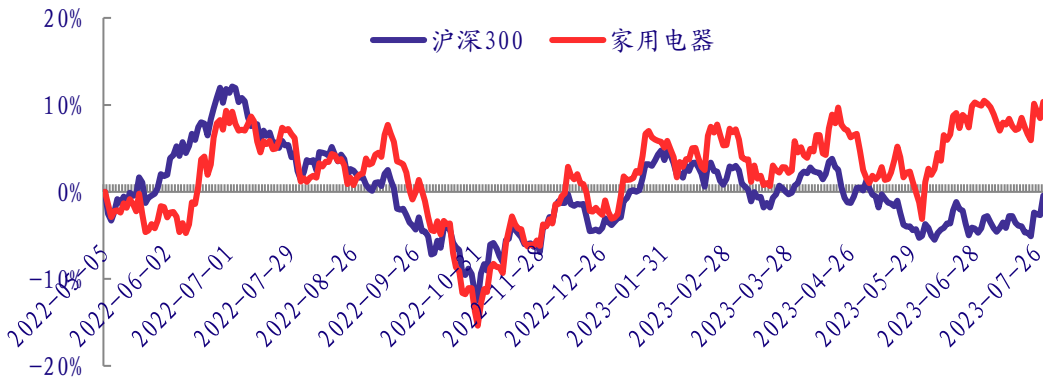
## 二、估值处于历史偏低水平, 具备长期投资价值

### (一) 估值低于历史均值

## 1. 家电板块估值低于历史均值

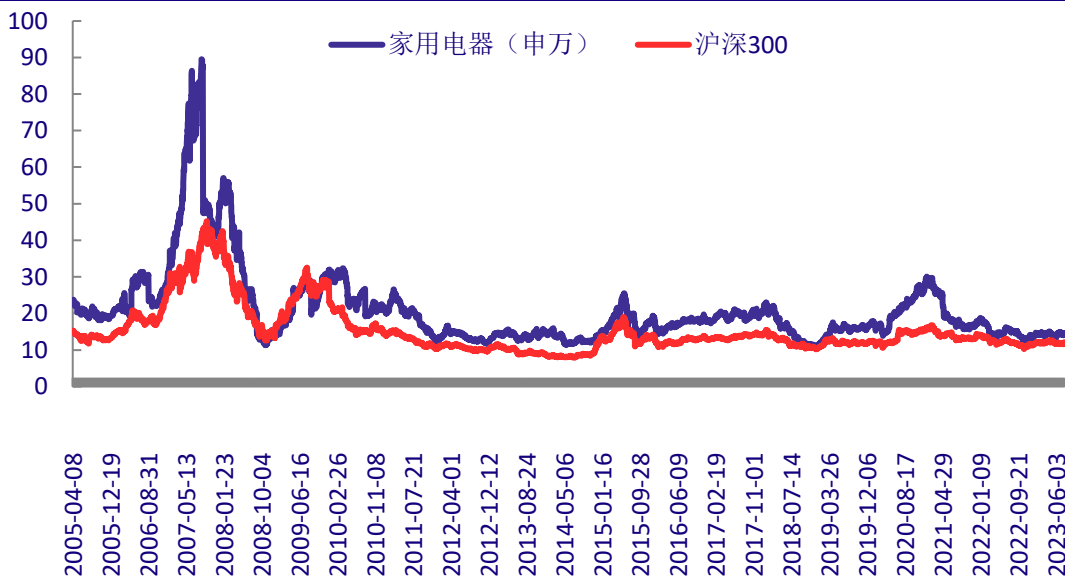
2023年6月份申万家电指数上涨0.38%，排在申万一级行业第22位，表现低于沪深300指数（3.91%），截至7月28日，行业市盈率（TTM）为14.65，低于2005年至今历史平均水平（20.85）。

图 16: 申万家电指数与沪深 300 指数收益率对比



资料来源: iFind、中国银河证券研究院

图 17: 2005 年至今家电板块估值水平变化

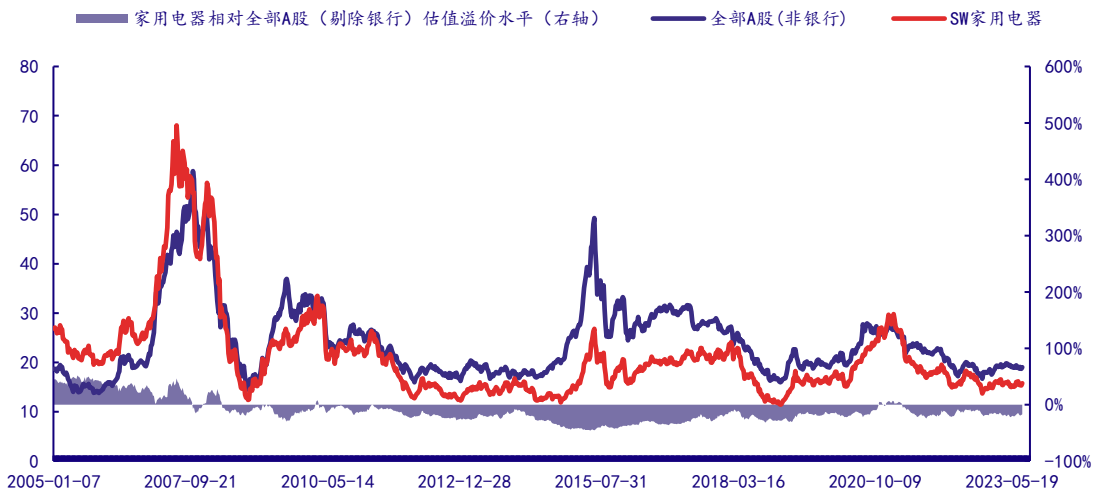


资料来源: iFind、中国银河证券研究院

## 2. 家电板块估值溢价率较低

截至2023年7月28日，家用电器行业市盈率（TTM 整体法，剔除负值）较2005年以来的历史均值低5.42个单位。家电板块估值溢价率（A股剔除银行股后）为-17.12%，历史均值为-11.45%，行业估值溢价率较均值低5.67PCT。

图 18: 家用电器股票估值溢价情况-剔除银行股

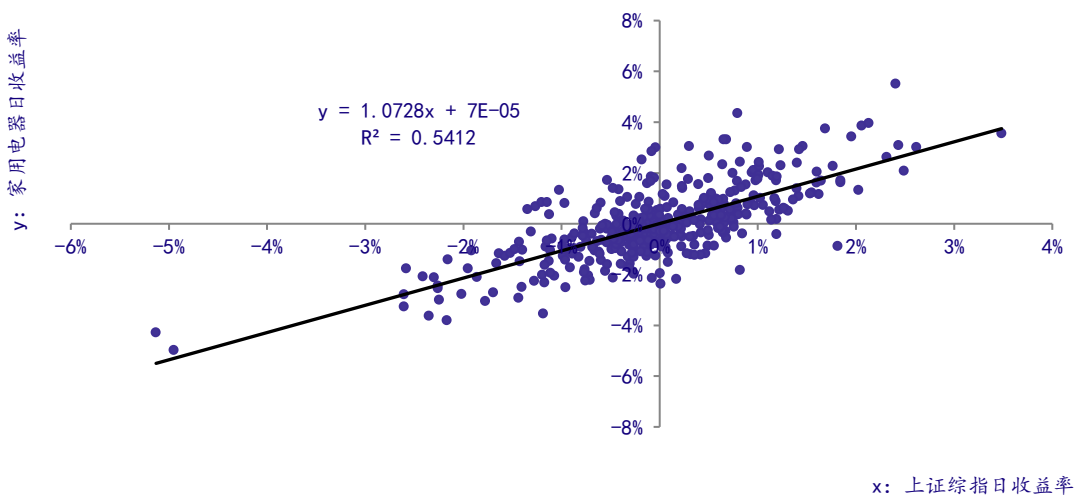


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

## (二) 行业 Beta 表现

2022 年年初至今家用电器行业相对上证综指的  $\beta$  值为 1.07, 表明家电行业相对上证指数数的波动性更大, 单位风险的收益更高, 在持续牛市或整个 A 股市场处于上涨时, 行业表现领先于整个市场。

图 19: 2022 年初至今家用电器板块相对全部 A 股 Beta 表现



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

### 三、投资建议

#### (一) 行业观点及投资建议

展望下半年，随着多条房地产相关政策新规密集出台，政策端持续发力，地产后周期的家电消费有望从中获益。七月，国务院、住建部等相继发布新政策，推动房地产政策优化、城中村改造、购房贷款制度优化等。新政策将促进各地存量房消化、引入新资金、改善居民购房负担，进而带动家电消费。海外市场随着欧美经济软着陆和历史性高温，出口有望逐季改善。从估值来看，板块估值依然处于较低位置，安全边际较高。

**白电：**高温催化下空调终端需求较为积极，冰洗在出口高增的带动下需求也有望改善，叠加去年出口基数较低，白电板块景气度有望向上。从盈利能力来看，成本红利有望继续释放，重点推荐格力电器、美的集团、海尔智家。

**厨电：**城中村改造等地产政策发力，利于提振居民搬迁、居家环境改造，释放家电消费需求，有助于推动品牌优势明显的厨电龙头提升市场份额，重点推荐老板电器。集成灶增速有所放缓，但长期维度来看，渗透率依然具有较大的提升空间，重点推荐集成灶龙头火星人。

**清洁电器：**展望未来，海内外市场均处于复苏阶段，下半年行业景气度有望继续改善。洗地机行业竞争加剧，价格下探，但销量实现了较高增长。总体来看，洗地机行业景气度较高，下半年高景气度有望延续，建议关注高成长性的细分品类，重点推荐科沃斯、莱克电气、石头科技。

#### (二) 核心组合及表现

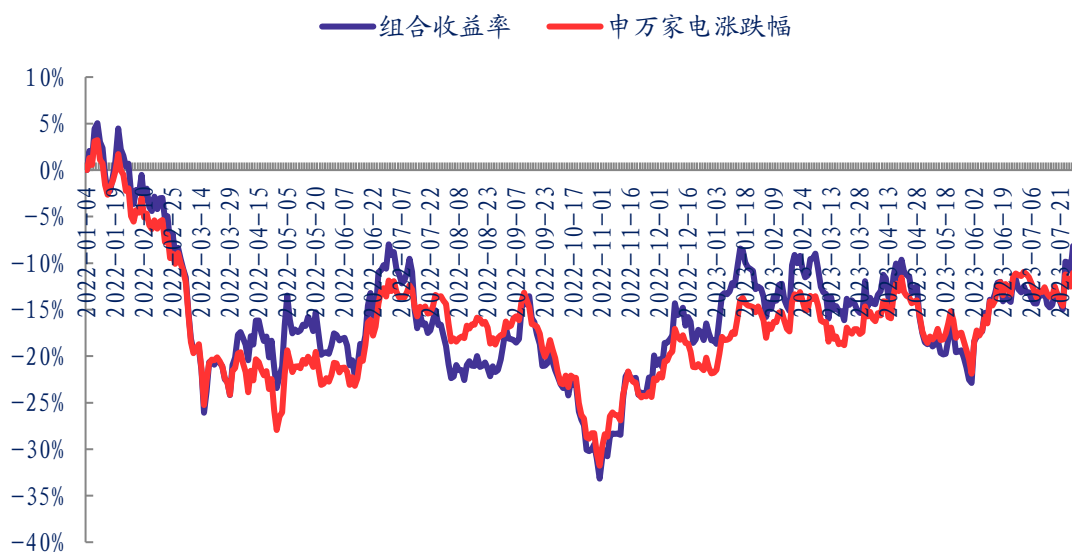
在家电行业的股票中，我们根据业绩确定性和估值两条主线筛选出 4 只家电龙头企业：**美的集团（000333）、海尔智家（600690）、格力电器（000651）和老板电器（002508）**构建投资组合。截至 2023 年 7 月 28 日，该投资组合自成立以来累计收益-8.14%，跑赢 SW 家用电器指数 2.90PCT；

表 3：核心组合及推荐理由（截至 20230728）

证券代码	证券简称	推荐理由	累计涨幅 年初至今	相对收益率 年初至今
002508.SZ	老板电器	厨电行业龙头之一，品牌护城河稳固。	5.12%	1.42%
000651.SZ	格力电器	公司为国内空调行业的标杆企业，具有强大的品牌优势。	19.93%	16.23%
600690.SH	海尔智家	布局国际化和智能家居较早，海外步入收获期	0.98%	-2.71%
000333.SZ	美的集团	C 端优势稳固，B 端市场广阔	14.52%	10.82%

资料来源：iFind、中国银河证券研究院

图 20: 核心组合成立至今收益率变动, 20230728



资料来源: iFind、中国银河证券研究院

#### 四、风险提示

原材料价格变动的风险; 房地产政策改善不及预期的风险; 消费复苏不及预期的风险。

## 插图目录

图 1: 住宅新开工与竣工面积 (万平方米) 累计值及同比增长率 (右轴-%) .....	3
图 2: 商品房住宅现房、期房销售面积累计同比增长率 (%) .....	3
图 3: 30 大中城市商品房成交套数同比增长率 (%) .....	4
图 4: 原材料价格走势 .....	6
图 5: 原材料价格同比变化 .....	6
图 6: 中国出口集装箱运价指数 .....	6
图 7: 美元兑人民币即期汇率: 离岸价 .....	6
图 8: 家用电器季度出口数量 (万台) 及增速 (%) .....	7
图 9: 家用电器和音像器材类零售额 (亿元) 及增速 (%) .....	7
图 10: 白电销量 (万台) 及增速 (%) .....	8
图 11: 家电营业收入 (亿元) 及增长率 (%) .....	9
图 12: 家电行业归母净利润 (亿元) 及增长率 (%) .....	9
图 13: 家电行业净资产收益率 .....	9
图 14: 家电行业资产负债率 (左轴) 与流动比率 (右轴) .....	10
图 15: 家电行业存货周转天数 .....	10
图 16: 申万家电指数与沪深 300 指数收益率对比 .....	11
图 17: 2005 年至今家电板块估值水平变化 .....	11
图 18: 家用电器股票估值溢价情况-剔除银行股 .....	12
图 19: 2022 年初至今家用电器板块相对全部 A 股 Beta 表现 .....	12
图 20: 核心组合成立至今收益率变动, 20230728 .....	14

## 表格目录

表 1: 2022 年 11 月至今地产政策梳理 .....	4
表 2: 家电行业杜邦分析指标 .....	10
表 3: 核心组合及推荐理由 (截至 20230728) .....	13

### 分析师简介及承诺

**分析师：杨策**，家电行业分析师，伦敦国王大学理学硕士，于2018年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun-yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun-yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi-yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi-yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang-yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang-yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru-yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru-yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 [tangmanling-bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling-bj@chinastock.com.cn)