

# 数据告诉你，上轮家电补贴那些事

## ——家电行业事件点评

行业动态

◆**事件：**国家发改委副主任宁吉喆1月8日表示，今年将制定出台促进汽车、家电等重点产品消费的措施。该消息引发市场广泛关注。

根据我们与行业的沟通和了解，目前政策细则尚未明确。所以，本报告会通过定量回顾上轮家电补贴的市场效果，来对本轮“犹抱琵琶半遮面”的刺激政策做出展望。

◆**三大补贴政策刺激下，农村家电需求量价齐升，企业充分分享补贴红利。**

2008-2013“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”，三大补贴相继登场。补贴额高峰出现在2011年。其中，“家电下乡”补贴金额近900亿元。在这轮补贴中，企业端通过加速用补贴产品对正价无补贴产品的替代，实现产品提价（更换型号等很多隐形的办法）充分分享到了政策补贴的红利。但虽然“家电下乡”产品均价提升幅度超过平均补贴幅度，消费者端实际享受的补贴有限，但政策的刺激带来的强大宣传效果切实带动了部分需求的释放和增长。同时，针对企业端的补贴则直接对财报利润产生了显著支撑。

◆**政策刺激过后的反思：存在一定的市场扰动。**通过保有量，人口，收入，价格，需求等多维度的数据分析，我们看出，家电这类耐用消费品整体需求的价格敏感度较低，真正对农村家电消费需求起到支撑作用的是农村整体消费能力的提升，政策刺激更多的是促进产品间的替代和部分更新需求的释放。而由于在补贴过程中，中小品牌相对更受益，所以对于市场的正常出清和龙头份额的集中产生了一定的扰动。

◆**政策横向对比，引导结构升级，促进良性竞争或为更好的补贴方式。**

目前政策的实施细节不得而知，但在前期政策的横向比较中，我们认为弱化单纯的总量刺激、引导产品结构升级的方式更可以有效避免劣币驱逐良币，有利市场良性竞争，同时会更加利好技术领先优势明显的龙头。

◆**投资建议：**2019年家电需求放缓趋势还在延续，基本面也依旧处在寻底的过程中，投资驱动力不是业绩的分歧，而是不同资金对分母的预期，家电投资将呈现“二元化”结构，一方面，国内投资者机构化、海外机构配置中国有增无减，长线资金比例增加，使得经济低增长环境下的“资产荒问题”更为突出，优质资产的弹坑逻辑依旧成立；另一方面，在宏观政策宽松的预期下，部分短线高风险偏好资金会顺政策变化布局成长品种。而本次事件和引发的关注度也说明政策面的拐点愈发明晰，市场对分母端的拐点预期更强，分母（政策）端的逻辑会强于分子（业绩）端。（1）一方面，低风险偏好的长线资金仍会选择拥抱龙头的确定性，推荐：格力电器、小天鹅A、美的集团、青岛海尔。（2）另一方面，在2019年宏观政策宽松的预期下，部分高风险偏好资金会顺政策变化布局成长品类，推荐：老板电器、华帝股份、三花智控、欧普照明。

◆**风险提示：**经济增速下滑，地产销量下滑，原材料成本上涨。

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
000651	格力电器	36.34	3.72	4.82	5.11	10	8	7	买入
000418	小天鹅A	42.56	2.38	2.74	3.14	18	16	14	买入
000333	美的集团	36.86	2.61	3.06	3.4	14	12	11	买入
600690	青岛海尔	13.26	1.09	1.21	1.35	12	11	10	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价为2019年1月9日收盘价

## 增持（维持）

### 分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

[jinxing@ebsec.com](mailto:jinxing@ebsec.com)

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

[ganjun@ebsec.com](mailto:ganjun@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

怀抱确定，博弈成长——家电行业2019年投资策略

..... 2019-1-6

短期地产因素仍有压制，博弈弹性优选厨电照明——家电行业每周观点20181223

..... 2018-12-23

从米家空调到洗烘一体机，产业变革正滚滚而来——小米生态链系列研究之二

..... 2018-12-09

◆**事件**：国家发改委副主任宁吉喆 1 月 8 日表示，今年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施。该消息引发市场广泛关注。

根据我们与行业的沟通和了解，目前政策细则尚未明确。所以，我们试图通过回顾上轮家电补贴的市场效果，来对本轮“犹抱琵琶半遮面”的刺激政策做出展望。

#### ◆2008-2013 “家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”，三大补贴相继登场

“家电下乡”是刺激家电消费最早、影响面最广、持续时间最长（各地区均为 4 年）的政策。从区域看，早在 2007 年 12 月开始就在山东河南和四川三个省试点，随后于 2008 年末和 2009 年初分两批在全国其他地区推广。从品类看，从冰箱、彩电，到白电、厨电、小家电、电脑全面开花。“以旧换新”政策从 09 年推出，11 年退出，通过交售旧家电并购买新家电进而享受补贴，标准为销售价格的 10%。

这一轮补贴以“节能惠民”政策收尾，执行时间 2012 年 6 月~2013 年 5 月，对“家电下乡”政策退出起到一定缓冲作用。新版“节能惠民”政策在补贴范围、产品类别等几方面都与“家电下乡”重合度高，补贴对象推广至全体城乡居民，补贴幅度比“家电下乡”更为灵活，用户有更多的产品选择空间。

#### ◆补贴额高峰期在 2011 年，然后刺激效果开始减弱

从 2007 年 12 月“家电下乡”试点开始算起，三大补贴依次登场，伴随着政府实施细则的出台，补贴额高峰出现在 2011 年。其中，“家电下乡”补贴金额近 900 亿元。

参考上一轮补贴的经验，除了补贴规模和补贴规则，中央财政和地方财政如何支付补贴、哪些部委来推动执行、补贴是否纳入考核、补贴流程是否便捷，都是影响补贴执行效果的重要因素。

**“家电下乡”政策刺激效果 2010 年最突出，2011 年开始减弱。**从受补贴“家电下乡”产品销量（后文简称为“补贴销量”）来看，“家电下乡”政策 2009 年 2 月进入全国推广期后，补贴销量在 2010 年春节后达到峰值，2012 年春节后补贴销量逐步下滑。从补贴销量同比增速来看，2011 年 3 月前，下乡产品销量增速明显快于行业增速，2011 年 3 月之后（除 2011 年国庆、2012 年春节）下乡产品销量增速均低于冰箱彩电等主要产品内销增速。

表 1：“家电下乡”政策梳理

实施范围	山东、河南、四川	江浙皖豫等 14 省市	全国其他地区
补贴对象	农村居民		
实施时间	2007-12~2011-12	2008-12~2012-12	2009-2~2013-2
补贴内容	补贴购买“家电下乡”中标产品的农村居民到个人		
补贴标准	售价的 13%		
基本补贴产品	基本产品：冰箱、彩电、手机、洗衣机、电脑、热水器、空调、微波炉、电磁炉		
基本补贴产品批次	第一批：冰箱彩电手机，2007-12 起实施	第二批：追加洗衣机，2008-12 起实施	第三批：追加电脑、热水器、空调、微波炉、电磁炉，2009-2 起实施
可选补贴产品	电动自行车 (山东、河南) 电饭煲 (四川)	电动自行车(安徽、湖北、陕西) 电饭煲(黑龙江、重庆) 油烟机(内蒙) DVD 影碟机(辽宁) 燃气灶(湖南) 电压力锅(广西)	电动自行车(河北、山西、江苏、江西、云南) 电饭煲(吉林、广东、海南) 油烟机(北京、天津、浙江、甘肃) DVD 影碟机(贵州) 燃气灶(上海、福建、宁夏、新疆) 电压力锅(西藏、青海)
受益人数	2 亿	2.94 亿	3.78 亿
人均净收入	5797.3 元	5391.2 元	6416.1 元

资料来源：政府网站，光大证券研究所

表 2：新“节能惠民”政策与“家电下乡”政策比较

	“家电下乡”	新版“节能惠民”
补贴范围	全国	全国
补贴对象	农村居民	城乡居民
补贴幅度	13%	3%~23%*
补贴产品	彩电、冰箱、洗衣机、空调、热水器等 16 余种	彩电、冰箱、洗衣机、空调、热水器等 12 种

资料来源：光大证券研究部根据政府网站资料整理

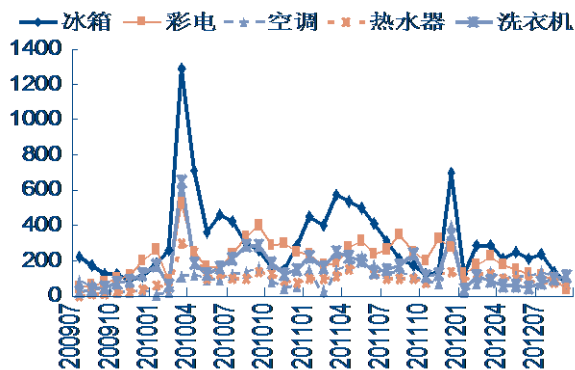
\*注：经过测算，空调补贴幅度 3%~12%，液晶电视 8%~12%，冰箱 7%~12%，洗衣机 5%~23%；

表 3：2009 年~2013 年各项政策补贴额度测算 (亿元)

	“家电下乡”	“以旧换新”	旧“节能惠民”	新“节能惠民”	合计	年差额
2009	90	14	10		114	
2010	225	99	78		401	287
2011	343	188	33		564	163
2012	240		9	76	325	(239)
2013E	18			189	207	(117)

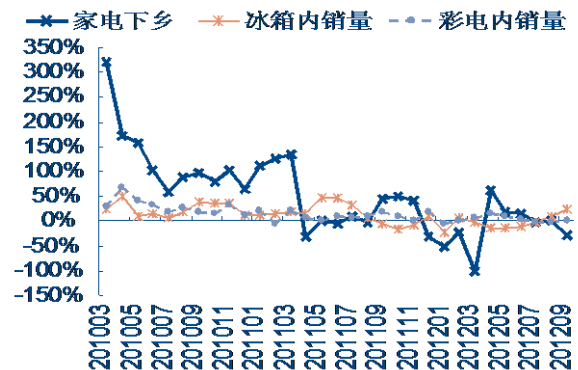
资料来源：光大证券研究部根据政府网站资料估算

图 1：“受补贴“家电下乡”产品销量 (单位：万台)



资料来源：商务部，光大证券研究所，截止 12 年 9 月数据

图 2：“家电下乡”销量增速 vs 冰箱、彩电内销量增速



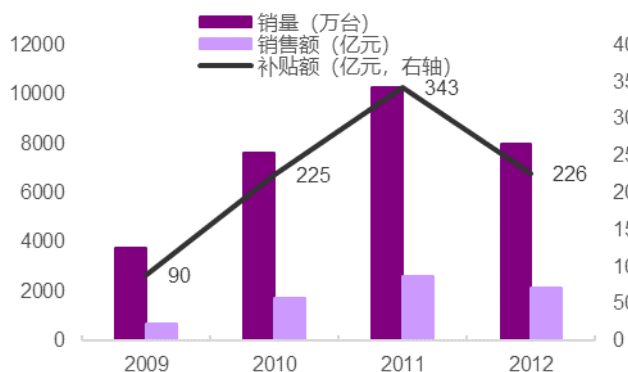
资料来源：商务部，光大证券研究所，截止 12 年 9 月数据

◆冰箱彩电成最大赢家，空调受政策退出影响最小

截至2012年10月，全国累计销售“家电下乡”产品2.8亿台，实现销售额6819亿，补贴金额886亿元，其中，2012年1-10月，全国（不含山东、河南、四川、青岛）“家电下乡”产品销量6522万台，实现销售额1752亿，补贴额约227亿，可比口径同比增长18%。

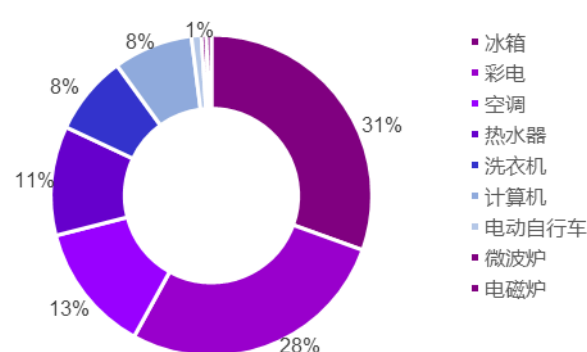
按照补贴额计算，冰箱彩电最受益。冰箱获得补贴252亿，占总补贴额的31%，其次是更新需求强烈的彩电（占比28%），然后是空调、热水器、洗衣机和计算机，分别占13%、11%、8%、8%。

图3：“家电下乡”销量，销售额及补贴



资料来源：商务部，光大证券研究所

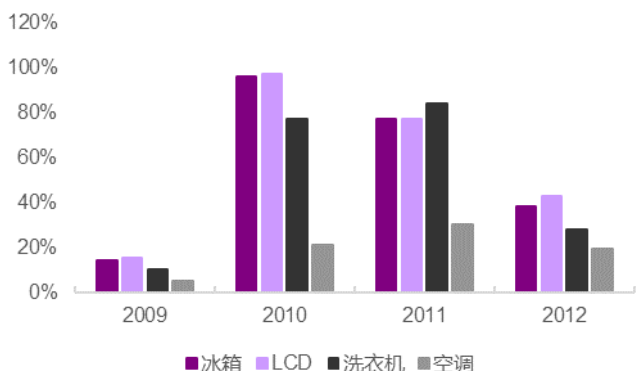
图4：“家电下乡”累计补贴金额构成



资料来源：商务部，光大证券研究所

企业端未雨绸缪降低政策产品占比，空调受政策退出影响最小。通过对比2009~2012年“家电下乡”销量占内销量的比重（产业在线数据），下乡产品占比在2010年快速达到峰值后，2011、2012年已经明显萎缩，截止“家电下乡”结束，彩电占比最高（43%），空调占比最低（19%）。主要家电厂商均表示已经在零售终端主动淡化“家电下乡”政策，在供货上降低下乡产品比例，同时引导消费者购买新节能政策产品。通过百度关键数据分析表明，消费者对“家电下乡”关注度已经进入淡忘期，当政策常态化以后，补贴也就不再是吸引眼球的卖点。下乡政策在白电消费淡季结束，从补贴占比、退出时间等方面考虑，对空调的负面影响最弱。

图5：“家电下乡”产品/内销量占比



资料来源：国家统计局，产业在线，光大证券研究所，截止12年9月数据。

图6：“家电下乡”关注度



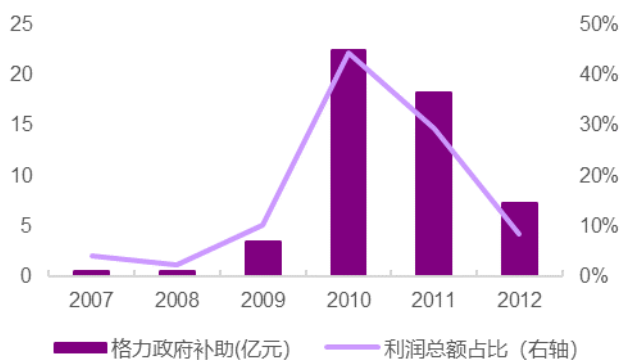
资料来源：百度指数，光大证券研究所

◆上一轮补贴优惠究竟利好了谁？

A、上市公司补贴收入占当期利润比重暴增。

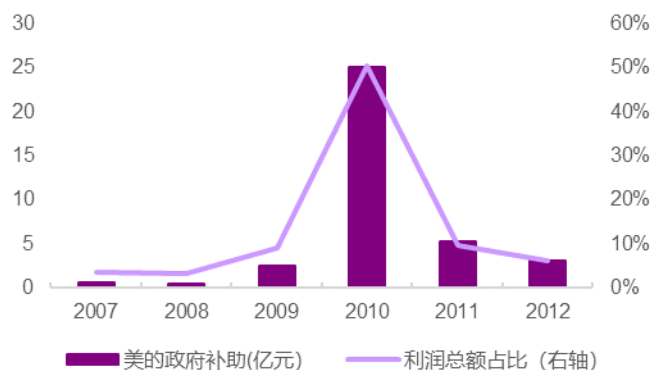
补贴高峰阶段，格力、美的获得的政府补贴可占当期净利润的 50%左右；美菱电器还出现过政府补贴超过当期利润总额（当期营业利润为负）的情况。所以，那个时期判断公司利润表现，最重要的判断因子是公司当季收到补贴款的情况。

图 7：格力电器上轮家电补贴中政府补助情况



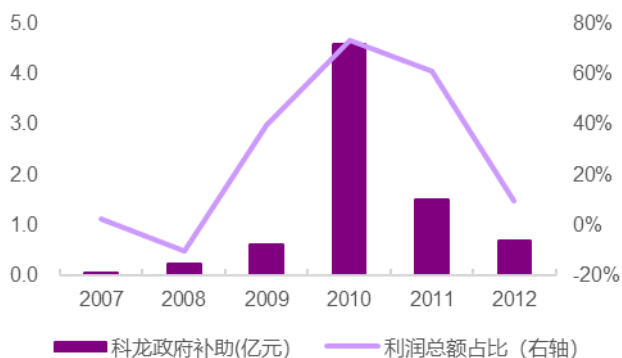
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：美的电器上轮家电补贴中政府补助情况



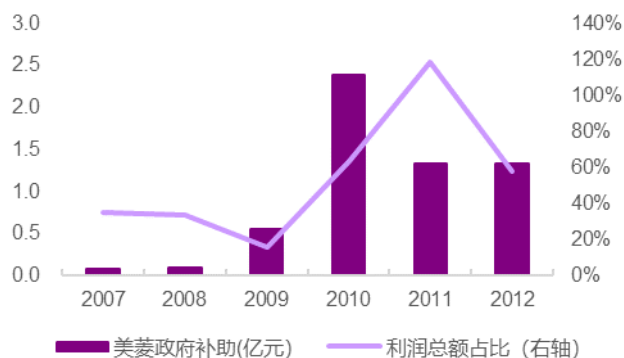
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：海信科龙上轮家电补贴中政府补助情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：长虹美菱上轮家电补贴中政府补助情况



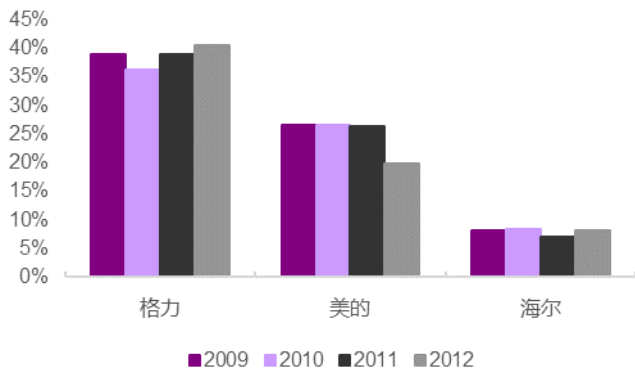
资料来源：Wind，光大证券研究所

B、行业集中度提升的趋势戛然而止。

政府的补贴同样延缓了行业产能的出清和龙头份额的集中趋势。虽龙头企业凭借自身产品、品牌、渠道的领先优势依份额表现依旧稳健，但部分已经濒临淘汰的中小企业借补贴逆势重来，甚至出现劣币驱逐良币的“柠檬市场”。

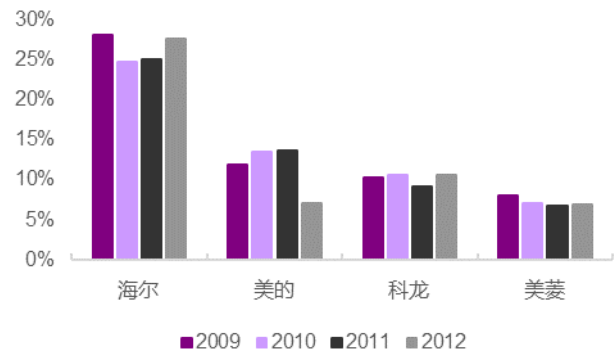
从产业在线内销数据来看，2008-2012 年间白电龙头份额也基本无提升。从活跃品牌数据看，在“家电下乡”政策推行前，冰箱行业活跃品牌已不及 30 个，但政策补贴结束后行业在售品牌数已数以百计。

图 11：补贴政策期间空调龙头内销市占变动情况



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 12：补贴政策期间冰箱龙头内销市占变动情况



资料来源：产业在线，光大证券研究所

### ◆下乡产品均价大幅提升，却不影响农村家电量价齐升，需求背后的真实密码是什么？

“家电下乡”产品均价提升幅度超过平均补贴幅度，也超全国内销零售均价增幅，一方面说明消费者对耐用消费品价格并不敏感，另一方面说明价格不是约束农村家电消费的掣肘因素。

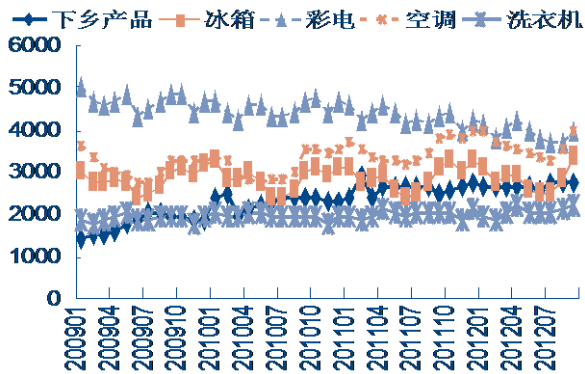
“家电下乡”政策在 2009 年 4 月上调了产品最高限价，“家电下乡”产品均价立刻随之上升，反映农村居民消费力水平之前被低估和压制。在下乡产品结构变化不大的情况下，2010~2012 年度“家电下乡”产品累计均价分别同比提高 22%、14%、6%（2012 年选取 1-10 月累计均价），提价幅度远超过同期主要家电产品内销提价幅度。

农村居民家电消费水平上升明显，家电补贴（补贴幅度 13%）更似顺水推舟，政策的宣传引导作用大于实际的价格优惠效果，也侧面反映出家电企业的终端推广调整迅速。

通过每月“家电下乡”产品均价和当月销售量关系可以看出，在 1500 元~2500 元价格区间，销量与价格正相关，反映出在该价格区间农村居民对家电价格并不敏感。以空调为例，我们采用 H 值（空调均价与居民可支配收入的比值）来表征居民家电消费能力，城镇保有量在 H 值<0.5 区间快速上升，截止 2012 年中国农村保有量已在 H 值 0.5 附近呈现快速上升趋势。

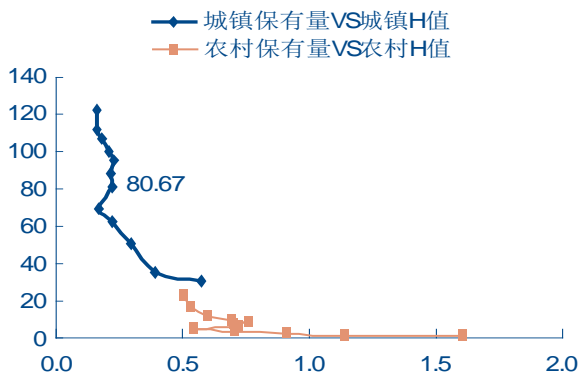
所以，虽然政策在前期有“提前预支”农村消费的嫌疑，但随着农村居民人均纯收入的上升，H 值会持续下降，农村居民家电消费能力会持续提升。

图 13: 下乡产品均价和主要家电产品零售均价



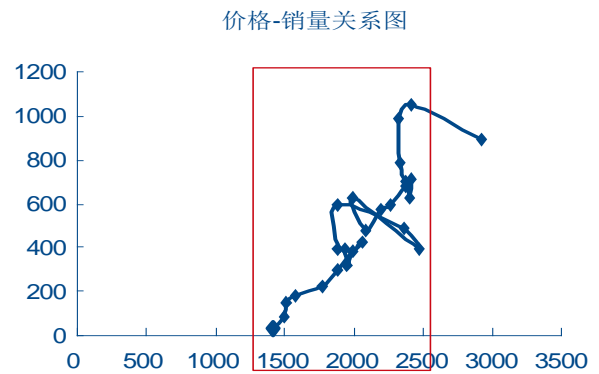
资料来源: 商务部, 光大证券研究所

图 15: H 值 (居民空调消费力, X 轴) VS 城乡家庭空调保有量 (台/百户, Y 轴)



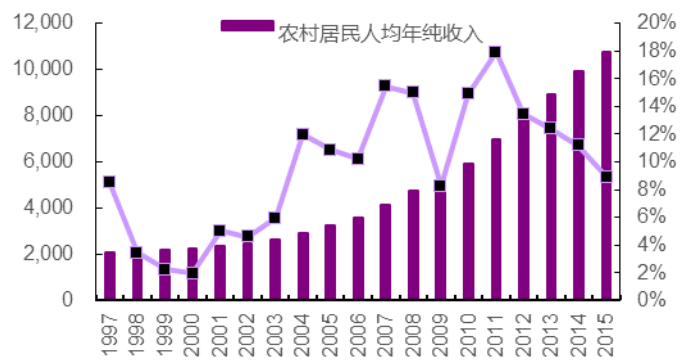
资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所, 数据区间 2000-2012

图 14: “家电下乡”产品均价 (X轴, 元)-销量关系图 (Y轴, 万台)



资料来源: 商务部, 光大证券研究所, 统计区间为 2008 年至 12 年 10 月

图 16: 农村居民人均年纯收入 (单位: 元)

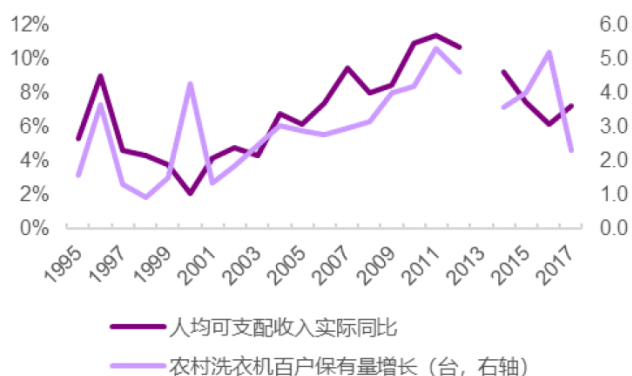


资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所, 数据截止 2015 年

从农村人均可支配收入增速与家电 (以洗衣机为例) 的百户保有量提升速度来看, 真正对农村家电消费需求起到支撑作用的是农村整体消费能力的提升。

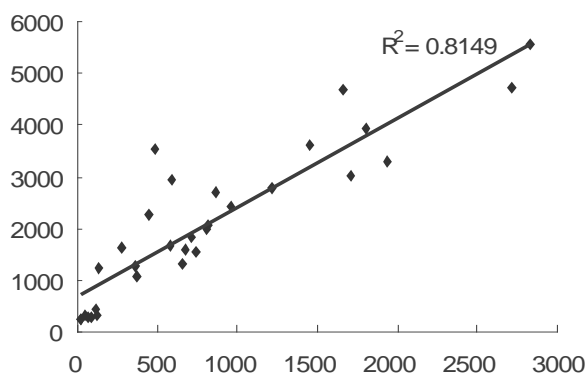
而从省份上比较, 河南、山东、安徽、河北、江苏分列补贴数量前五位; 回归分析显示, 下乡产品销量和农村人口数量正比关系显著 ( $R^2=0.815$ ), 趋势线左侧点代表的省份主要是收入偏低导致的购买力不足, 比如云南、贵州、新疆, 也有省份位于左侧是因为普及率已经够高, 比如广东和上海。

图 17: 农村人均可支配收入与洗衣机保有量增长拟合



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，数据截止 2017 年

图 18: 农村人口(万人/x)与“家电下乡”销量(万台/y)



资料来源：商务部，光大证券研究所，数据区间为家电下乡期间

因此，长期看，行业需求的提升依赖于收入和人口的增长。政策补贴更像是做了一次全国范围内的广而告之，企业端会加速用补贴产品对正价无补贴产品的替代，通过产品提价（更换型号等很多隐形的方法）分享到政策补贴的红利，以使消费者的部分更新需求的提前释放（代价是一定的透支，冰箱是最好的案例）。

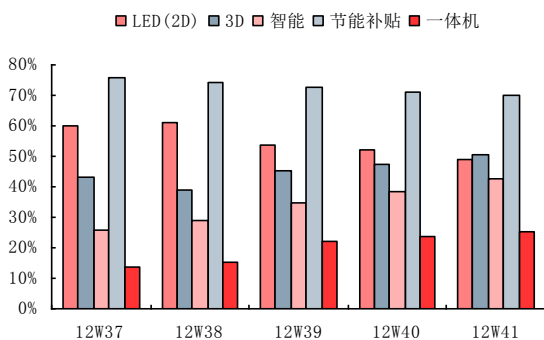
#### ◆ 引导结构升级，促进良性竞争或为更好的补贴方式。

进一步来看，我们认为，相比较前期的“家电下乡”政策，2012-2013 年推行的“节能惠民”政策对零售刺激不显著，但对整体的市场的良性发展更有帮助。

进一步还可以参考日本当年的“领跑者”计划，弱化销量刺激、侧重产品升级，利好技术领先优势明显的龙头。制度对“领跑者”产品的要求包括：达到 1 级能效水平且为可比产品中能源效率领先的产品；能效“领跑者”指标逐年提高；采用高效节能技术与零部件，全生命周期能耗较低；同时对产品认证、检测标准，以及企业的质量管理体系、供应体系、售后服务能力等均有全面的要求。我们认为，“领跑者”制度将促进家电产品升级进程，全面利好技术领先综合实力突出的行业龙头和上游核心零部件企业。

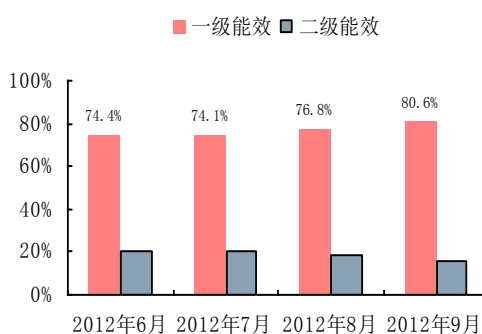
引导产品结构升级，有利市场良性竞争。通过比较节能惠民政策前后几个月的节能产品结构占比后发现，政策引导企业快速调整产品结构，节能产品占比趋势均上升（电视最为显著，从新政策前节能产品 10%~20% 的占比水平到 12 年产品比重已达到 70% 左右）。而相比较无差别的补贴，因为节能、新技术的产品门槛较高，这一补贴方式避免了劣币驱逐良币的缺点，同时可以加快产业升级速度，有利于市场的良性竞争。

图 19：节能产品结构变化-平板电视



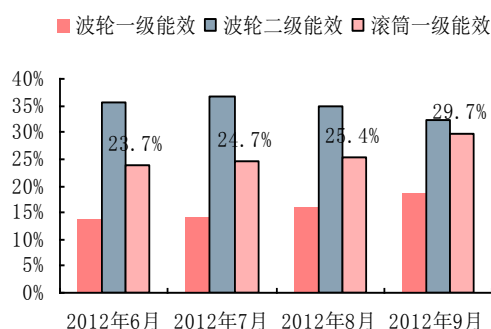
资料来源：奥维咨询，光大证券研究所

图 20：节能产品结构变化-冰箱



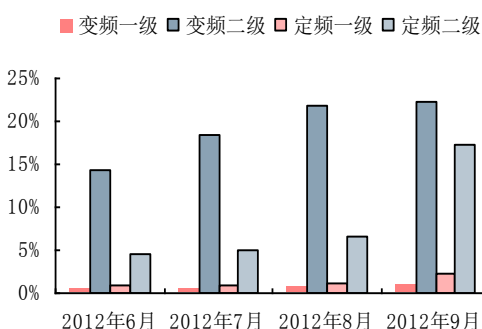
资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 21：节能产品结构变化-洗衣机



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 22：节能产品结构变化-空调



资料来源：中怡康，光大证券研究所

**不扰乱市场正常经营和企业财务表现。**新“节能惠民”政策补贴效率提高，补贴政策对上市公司报表扰动较小。根据2012年5月发布的《高效节能产品推广财政补助资金管理暂行办法》，按照推广企业在系统内录入的销售情况，财政部每月都会预拨资金到推广企业账户，年底审核后确认最终补贴金额。补贴政策不影响上市公司的销售价格，而在年末结算前，补贴资金到账也只对资产负债表的其他应收款账户产生影响。

### 投资建议：

通过对上一轮家电补贴政策和效果的回顾，我们不难看出：（1）企业通过产品提价分享到了很可观的补贴红利；（2）政策的刺激带来的强大宣传效果客观上也带来了需求的释放和增长；（3）针对企业端的补贴则直接对财报利润产生了显著支撑。但我们另一方面，我们也看到耐用消费品价格敏感度较低，所以新增量的刺激效果有限，同时由于补贴对三四线品牌的利好程度会高于龙头，所以对企业 and 市场的正常经营运转也产生了一定的干扰。从前期的政策的比较中，不难看出，弱化单纯的销量刺激、侧重产品升级和引领，会更有利市场的良性竞争。

但目前实际政策是否落地、补贴金额多少以及具体实施方式（侧重企业端还是消费者端，总量刺激还是结构升级）等因素均犹未可知，我们又应该如何看待家电板块的投资逻辑呢？

如我们在年度策略报告《拥抱确定，博弈成长——家电商业 2019 年投资策略》中所说的，2019 年家电需求放缓趋势还在延续，基本面也依旧处在寻底的过程中，投资驱动力不是业绩的分歧，而是不同资金对分母的预期，家电投资将呈现“二元化”结构，一方面，国内投资者机构化、海外机构配置中国有增无减，长线资金比例增加，使得经济低增长环境下的“资产荒问题”更为突出，优质资产的弹坑逻辑依旧成立；另一方面，在宏观政策宽松的预期下，部分短线高风险偏好资金会顺政策变化布局成长品种。而本次事件和引发的关注度也说明政策面的拐点愈发明晰，市场对分母端的拐点预期更强，分母（政策）端的逻辑会强于分子（业绩）端。

（1）一方面，低风险偏好的长线资金仍会选择拥抱龙头的确定性，推荐：格力电器、小天鹅 A、美的集团、青岛海尔。

（2）另一方面，在 2019 年宏观政策宽松的预期下，部分高风险偏好资金会顺政策变化布局成长品类，推荐：老板电器、华帝股份、三花智控、欧普照明。

## 风险因素

- 1.宏观经济不景气或加速下行给行业带来的系统性风险；
- 2.地产销量出现大幅度萎缩，影响行业新增需求，造成需求下降；
- 3.家电行业原材料价格大幅度上涨，造成企业成本压力上升，毛利率下降。

## 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
000333	美的集团	36.86	2.61	3.06	3.4	14	12	11	3.3	2.9	2.5	买入	维持
000418	小天鹅 A	42.56	2.38	2.74	3.14	18	16	14	3.8	3.3	2.9	买入	维持
000651	格力电器	36.34	3.72	4.82	5.11	10	8	7	3.3	2.3	2.4	买入	维持
600690	青岛海尔	13.26	1.09	1.21	1.35	12	11	10	2.6	2.2	1.9	买入	维持
002032	苏泊尔	51.00	1.62	2.08	2.55	31	25	20	7.9	6.5	5.4	买入	维持
603515	欧普照明	27.04	0.9	1.14	1.35	30	24	20	5.6	4.7	4.1	买入	维持
002050	三花智控	13.19	0.58	0.63	0.80	23	21	16	3.6	3.1	2.6	增持	维持
002242	九阳股份	16.35	0.9	1.02	1.15	18	16	14	3.6	3.2	3.1	增持	维持
002508	老板电器	20.61	1.54	1.66	1.84	13	12	11	3.7	3.2	2.7	买入	维持
002035	华帝股份	8.55	0.58	0.79	0.98	15	11	9	3.4	2.7	2.2	买入	维持
002705	新宝股份	9.54	0.5	0.55	0.8	19	17	12	2.0	1.9	1.8	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 1 月 8 日

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040  
总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lixu1@ebscn.com
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
国际业务	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
私募业务部	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com