

新一轮家电补贴政策力度或不如前，产品升级优化是主基调

——家电行业专题报告

✍️：陈曦 执业证书编号：S1230516070003
☎️：021-80106027
✉️：chenx@stocke.com.cn

事件：

发改委等十部门于1月29日共同印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》，其中与家电相关政策主要包括：

- 1、支持绿色、智能家电销售。有条件的地方可对产业链条长、带动系数大、节能减排协同效应明显的新型绿色、智能化家电产品销售，给予消费者适当补贴。
- 2、促进家电产品更新换代。有条件的地方可对消费者交售旧家电（冰箱、洗衣机、空调、电视机、抽油烟机、热水器、灶具、计算机）并购买新家电产品给予适当补贴，推动高质量新产品销售。
- 3、加快推进超高清视频产品消费。加大对中央和地方电视台 4K 超高清电视频道开播支持力度，丰富超高清视频内容供给。支持广电网络和电信网络升级改造，提升超高清视频传输保障能力。有条件的地方可对超高清电视、机顶盒、虚拟现实/增强现实设备等产品推广应用予以补贴，扩大超高清视频终端消费。

我们认为，

- 1、上一轮补贴刺激政策带动销售的家电产品已经到了10年的更换周期，所以客观上已经具备了再次通过政策实施来促进家电消费的基础。此轮新家电刺激政策和之前08-12年那轮相比，不包括家电下乡，主要是促进家电产品更新换代、支持绿色智能家电销售的“以旧换新+节能惠民”政策，更注重结构化的消费升级，且政策内容需根据各地方条件因地制宜。我们认为，政策刺激从无到有和从有到更新的边际影响力度是减弱的，目前看来新一轮补贴刺激政策不如前一轮，也看后续是否会有新的配套政策出台。
- 2、具体影响还是需要看政策的具体实施情况来测算，此轮家电以旧换新政策较之前新增了厨电品类。根据我们的测算，黑电内销量大多是更新需求，白电中的冰洗60%以上、空调50%多内销量来自更新需求，厨电产品因为没有进入到之前四年间的三轮强刺激名录，是个相对市场化的品类，目前内销量的20%来自更新需求。我们从更新比例占比来推算刺激政策的边际影响程度，由大到小排序是电视、冰洗、空调、厨电。
- 3、家电补贴政策的出台对今年家电低迷的内销市场和市场情绪无疑是个提振，但目前还未见到家电整体基本面的改善，实际的业绩利好将有所滞后。整体来看，以旧换新、节能惠民政策更有利于家电产品结构的升级优化，这样对白电行业一线龙头格力、美的、海尔以及二线龙头海信家电利好更多，此外，黑电行业龙头海信电器也有望受益于加快推进超高清视频产品消费的相关政策。

行业评级

家用电器行业

看好

行业走势图



相关报告

- 1 《Q4基金家电板块重仓持股比例持续下滑，格力投资洗衣机生产基地》2019.1.27
- 2 《家电行业周报：12月空调内销重返正增长，静待厨电度过寒冬》2019.1.20
- 3 《家电行业周报：新一轮补贴刺激政策或不如前，需看政策具体实施情况》2019.1.13
- 4 《家电行业周报：美的T+3变革部分区域效果有待提升，行业渠道库存压力趋缓还需时日》2019.1.7
- 5 《家电行业11月数据报告：空调黑电内销疲软，冰箱表现良好》2019.1.2

报告撰写人：陈曦

数据支持人：陈曦，周衍峰

正文目录

1. 回首十年前家电三大补贴政策	3
1.1 家电下乡	4
1.2 以旧换新	4
1.3 节能产品惠民工程	5
2. 补贴政策透支未来需求，行业龙头集聚效应趋缓	7
3. 新一轮补贴刺激政策或不如前，需看政策具体实施情况	9
4. 风险提示	10

图表目录

表 1 家电补贴三大政策	3
表 2：“节能产品惠民工程”补贴细则	5
图 1：2007-2018 年空调内销量（万台）及增速（%）	7
图 2：2007-2018 年冰箱内销量（万台）及增速（%）	7
图 3：2007-2018 年洗衣机内销量（万台）及增速（%）	7
图 4：2007-2018 年电视机内销量（万台）及增速（%）	7
图 5：2010-2012 年格力电器节能惠民补贴占净利润比重（%）	8
图 6：2010-2012 年美的集团节能惠民补助占净利润比重（%）	8
图 7：2010-2012 年青岛海尔节能惠民补助占净利润比重（%）	8
图 8：2010-2012 年海信科龙节能惠民补助占净利润比重（%）	8
图 9：2010-2012 年四川长虹节能惠民补助占净利润比重（%）	8
图 10：2007-2013 年空调行业 CR3 内销市占率变动情况（%）	9
图 11：2007-2013 年冰箱行业 CR3 内销市占率变动情况（%）	9
图 12：2007-2013 年洗衣机行业 CR3 内销市占率变动情况（%）	9

1. 回首十年前家电三大补贴政策

2007 年以后，由美国起源的全球金融海啸逐渐蔓延到国内，为应对由此引发的消费性电子产品外销需求急速衰退，2008 起，中国政府相继提出“家电下乡”、“以旧换新”及“节能产品惠民工程”等政策来应对，意图扩大内需市场。

表 1 家电补贴三大政策

	家电下乡	以旧换新	节能产品惠民工程	新节能产品惠民工程												
补贴产品	彩电、空调、冰箱等 9 类	彩电、冰箱等 5 类	1、2 级节能空调（最先实施）	1、2 级以上的空调、冰箱等 10 类节能产品												
补贴方式	凭票向当地政府申领	从产品售价中扣除	中央财政对生产企业给予补助，再由生产企业按补助后的价格进行销售	中央财政对生产企业给予补助，再由生产企业按补助后的价格进行销售												
补贴细则	售价的 13%，中央财政负担 80%，省级财政负担 20%。	售价的 10%，中央财政负担 80%，试点省市财政负担 20%	中央财政：2 级能效空调补贴 300-650 元/台；1 级能效空调补贴 500-850 元/台。	以家用电冰箱为例： <table border="1"> <tr> <td>冷冻箱、冷藏/冷冻箱</td> <td>总有效容积≤120 L 补贴 70 元/台</td> </tr> <tr> <td></td> <td>120 L < 总有效容积≤300 L 补贴 130 元/台</td> </tr> <tr> <td></td> <td>总有效容积>300 L 补贴 180 元/台</td> </tr> <tr> <td>冷藏冷冻箱、无霜冷藏冷冻箱</td> <td>总有效容积≤240 L 补贴 260 元/台</td> </tr> <tr> <td></td> <td>240 L < 总有效容积≤300 L 补贴 330 元/台</td> </tr> <tr> <td></td> <td>总有效容积>300 L 补贴 400 元/台</td> </tr> </table>	冷冻箱、冷藏/冷冻箱	总有效容积≤120 L 补贴 70 元/台		120 L < 总有效容积≤300 L 补贴 130 元/台		总有效容积>300 L 补贴 180 元/台	冷藏冷冻箱、无霜冷藏冷冻箱	总有效容积≤240 L 补贴 260 元/台		240 L < 总有效容积≤300 L 补贴 330 元/台		总有效容积>300 L 补贴 400 元/台
冷冻箱、冷藏/冷冻箱	总有效容积≤120 L 补贴 70 元/台															
	120 L < 总有效容积≤300 L 补贴 130 元/台															
	总有效容积>300 L 补贴 180 元/台															
冷藏冷冻箱、无霜冷藏冷冻箱	总有效容积≤240 L 补贴 260 元/台															
	240 L < 总有效容积≤300 L 补贴 330 元/台															
	总有效容积>300 L 补贴 400 元/台															
限购数量	每户农民限购 2 台	2009.6.1-2010.5.31: 不限 2010.6-2011.12: 个人≤5 台；单位≤50 台	不限	不限												
实施周期	2008 年部分省市试点 2009-2012 年逐步全国推广	2009 年北京天津等试点，2010-2011 年全国推广	2009.6.1-2011.5.31	2012.6.1-2013.5.31												
政策效果	中央财政累计补贴资金 900 亿元	中央财政累计补贴资金约 300 亿元，以旧换新共销售五大类新家电 8130 万台，拉动直接消费 3004 亿元。	截至 2010 年底，中央财政安排 116 亿元，支持推广 3400 多万台高效节能空调，直接拉动消费 700 多亿元。	中央财政拨付补贴资金 122 亿元，推广五类节能家电 6500 多万台，拉动消费需求超过 2500 亿元。												

资料来源：国资委、财政部、浙商证券研究所

1.1 家电下乡

“家电下乡”是刺激家电消费最早的政策。自2007年12月起在山东、河南、四川、青岛三省一市进行了家电下乡试点，对彩电、冰箱（含冰柜）、手机三大类产品给予产品销售价格13%的财政资金直补。2008年12月1日起，在试点的3省1市继续实施的同时，山东、青岛、河南、四川、内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西等14个省市自治区开始推广家电下乡。为保持政策公平，家电下乡在各地实施的时间（含三省一市的试点时间）统一暂定为4年。从2009年2月1日起，家电下乡在原来14个省市的基础上，开始向全国推广，产品也增加到八个，除了之前推出的“彩电、冰箱、手机、洗衣机”之外，本次家电下乡又新增了摩托车、电脑、热水器和空调，同享受国家13%的补贴。

在补贴方面，“家电下乡”采用财政资金直补的方式，按照家电销售价格的13%予以补贴，中央财政负担80%，省级财政负担20%（新疆、内蒙古、宁夏、西藏、广西等5个少数民族自治区及“5.12”汶川地震51个重灾县，补贴资金全部由中央财政全额承担）。该补贴最初是由老百姓直接凭发票到财政部门申领，后来（2009年9月起）改由流通企业垫付代领。

中央财政累计补贴资金900亿元，通过招标方式选择厂商和流通企业，并实施最高限价，2009年12月前实施以下限价：彩电3500元、冰箱2500元、手机1000元、洗衣机2000元、挂壁式空调2500元、落地式空调4000元、电脑3500元、电磁炉600元、微波炉1000元、太阳能热水器4000元、储水式电热水器1500元、燃气热水器2500元；2009年12月后变更为彩电7000元、冰箱4000元、手机2000元、洗衣机3500元、挂壁式空调3500元、落地式空调6000元、电脑5000元、电磁炉1000元、微波炉1500元、太阳能热水器5000元、储水式电热水器2500元、燃气热水器3500元。

1.2 以旧换新

“以旧换新”政策，是在国务院领导的亲自推动下，相关部门共同研究推出来的一项利国利民利企的好政策。2009年5月起，“以旧换新”政策在北京、天津、上海等9个省市开始试点，主要针对彩电、冰箱、洗衣机、空调、电脑五类家电。2010年6月扩大至23个省市，2011年4月扩大至全国，2011年12月全国整体以旧换新政策结束。

在补贴方面，该政策采用财政直补的方式，补贴力度为家电销售价格的10%，从销售价格中直接扣除（中央财政负担80%，试点省市财政负担20%）。将根据回收旧家电类型、规格、运输距离分类分档给予定额运费补贴；根据拆解处理企业实际完成的拆解处理以旧换新旧家电数量给予定额拆解处理补贴，具体补贴标准为：电视机15元/台、电冰箱（含冰柜）20元/台、洗衣机5元/台、电脑15元/台，空调不予补贴。以旧换新也是流通企业垫付代领，设补贴上限：电视400元/台，冰箱（含冰柜）300元/台，洗衣机250元/台，空调350元/台，电脑400元/台。

中央财政累计补贴资金约300亿元，以旧换新共销售五大类新家电8130万台，拉动直接消费3004亿元，通过招标方式选择销售企业和回收企业，并设置补贴上限。2009年6月1日-2010年5月31日期间，不设置限购数量；2010年6月1日起，个人购买新家电的，总量不超过5台；单位购买新家电的，总量不超过50台，购买新家电不受交售旧家电品种对应限制。

1.3 节能产品惠民工程

“节能产品惠民工程”首先在空调品类中推出，2009年6月-2011年5月，将能效等级2级及以上水平的高效节能定频空调纳入推广补贴范围，中央财政按照不同制冷量和能效等级设定了相应的补助标准，2级能效空调补贴300-650元/台；1级能效空调补贴500-850元/台。

2012年6月1日起，家电节能补贴政策更新，产品大类扩展到空调、平板电视、电冰箱等五大类，消费者购买这五类节能家电即可享受70-550元不等的补贴。其补贴方式为中央财政将对能源效率等级为1级或2级产品的生产企业给予补助，再由生产企业按补助后的价格进行销售，并鼓励有条件的地方安排一定资金支持高效节能产品推广，具体补贴细则详见表2。

节能惠民工程，中央财政安排116亿元，支持推广3400多万台高效节能空调，直接拉动消费700多亿元。新节能产品惠民工程，中央财政拨付补贴资金122亿元，推广五类节能家电6500多万台，拉动消费需求超过2500亿元。

表 2：“节能产品惠民工程”补贴细则

品类		补贴金额	
家用热 水器	燃气热水器	14 kW ≤ 额定热负荷 ≤ 20 kW：补贴 200 元/台	
		额定热负荷 > 20 kW：补贴 300 元/台	
		燃气采暖热水炉：额定热负荷 > 20 kW：补贴 400 元/台	
	太阳能热水 器	紧凑型	0.08 ≤ 贮热水箱容积 < 0.14：一级补贴 150 元/台；二级补贴 100 元/台
			0.14 ≤ 贮热水箱容积 < 0.25：一级补贴 260 元/台；二级补贴 210 元/台
			0.25 ≤ 贮热水箱容积 ≤ 0.60：一级补贴 350 元/台；二级补贴 300 元/台
		分体式	0.08 ≤ 贮热水箱容积 < 0.14：一级补贴 300 元/台；二级补贴 200 元/台
			0.14 ≤ 贮热水箱容积 < 0.25：一级补贴 430 元/台；二级补贴 330 元/台
			0.25 ≤ 贮热水箱容积 ≤ 0.60：一级补贴 550 元/台；二级补贴 450 元/台
	空气源热泵 热水器	静态加热式	能效 3.4 ≤ COP < 4.0：额定制热量 ≤ 4500 补贴 300 元/台；额定制热量 > 4500 补贴 350 元/台； 能效 COP ≥ 4.0：额定制热量 ≤ 4500 补贴 500 元/台；额定制热量 > 4500 补贴 550 元/台；
一次加热式和 循环加热式		能效 3.7 ≤ COP < 4.4：额定制热量 ≤ 4500 补贴 350 元/台；额定制热量 > 4500 补贴 400 元/台；	
		能效 COP ≥ 4.4：额定制热量 ≤ 4500 补贴 550 元/台；额定制热量 > 4500 补贴 600 元/台；	
电动洗 衣机	波轮式全自动洗衣机	额定容量 ≤ 3.5 kg，能效 2 级及以上补贴 100 元/台	
		额定容量 > 3.5 kg，能效 1 级补贴 200 元/台	
	波轮式双桶洗衣机	能效 2 级及以上补贴 70 元/台	
	滚筒式洗衣机	能效 1 级，洗净比 ≥ 1.03，用水量 ≤ 10 L/cycle/kg，耗电量 ≤ 0.17 kWh/cycle/kg 补贴 260 元/台	
家用电 冰箱	冷冻箱、冷藏/冷冻箱 (BD、BC/BD)	总有效容积 ≤ 120 L 补贴 70 元/台	
		120 L < 总有效容积 ≤ 300 L 补贴 130 元/台	

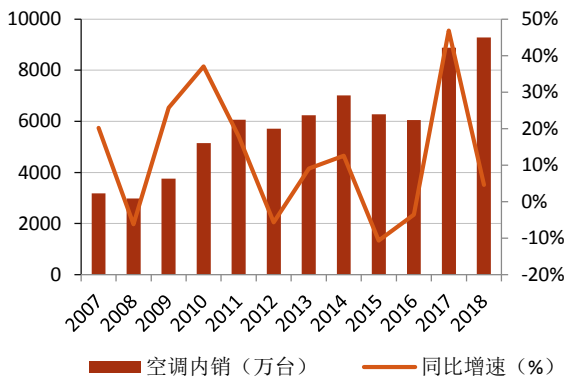
品类		补贴金额	
冷藏冷冻箱、无霜冷藏冷冻箱 (BCD、BCDW)			总有效容积>300 L 补贴 180 元/台
			总有效容积≤240 L 补贴 260 元/台
			240L<总有效容积≤300L 补贴 330 元/台
			总有效容积>300 L 补贴 400 元/台
空调	额定制冷量≤4500	定速空调	1 级能效补贴 240 元/台；2 级能效补贴 180 元/台
		转速可控性空调	1 级能效补贴 300 元/台；2 级能效补贴 240 元/台
	4500<额定制冷量≤7100	定速空调	1 级能效补贴 280 元/台；2 级能效补贴 200 元/台
		转速可控性空调	1 级能效补贴 350 元/台；2 级能效补贴 280 元/台
	7100<额定制冷量≤14000	定速空调	1 级能效补贴 330 元/台；2 级能效补贴 250 元/台
		转速可控性空调	1 级能效补贴 400 元/台；2 级能效补贴 330 元/台
平板电视	19≤尺寸<32	液晶电视	能效指数≥1.7 补贴 100 元/台；能效指数≥1.9 补贴 150 元/台
		等离子电视	—
	32≤尺寸<42	液晶电视	能效指数≥1.7 补贴 250 元/台；能效指数≥1.9 补贴 300 元/台
		等离子电视	能效指数≥1.4 补贴 250 元/台；能效指数≥1.7 补贴 300 元/台
	尺寸≥42	液晶电视	能效指数≥1.7 补贴 350 元/台；能效指数≥1.9 补贴 400 元/台
		等离子电视	能效指数≥1.4 补贴 300 元/台；能效指数≥1.7 补贴 400 元/台

资料来源：国资委，财政部，浙商证券研究所

2. 补贴政策透支未来需求，行业龙头集聚效应趋缓

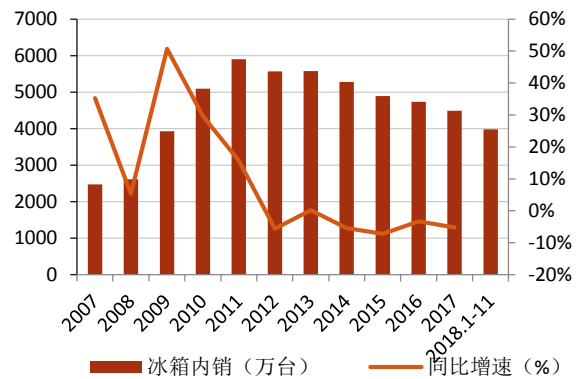
2008-2012 年家电下乡、以旧换新、节能惠民三轮强刺激带动家电牛市，拉动家电内销大幅增长的同时，也提升了家电各品类的保有量，这四年间空冰洗内销量复合增速在 15% 左右，不过客观上来说也透支了之后几年的内销需求。

图 1：2007-2018 年空调内销量（万台）及增速（%）



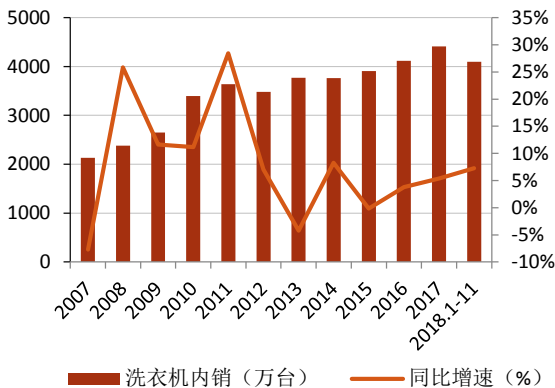
资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 2：2007-2018 年冰箱内销量（万台）及增速（%）



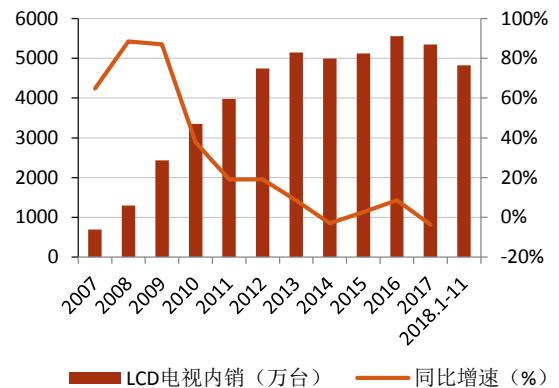
资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 3：2007-2018 年洗衣机内销量（万台）及增速（%）



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 4：2007-2018 年电视机内销量（万台）及增速（%）

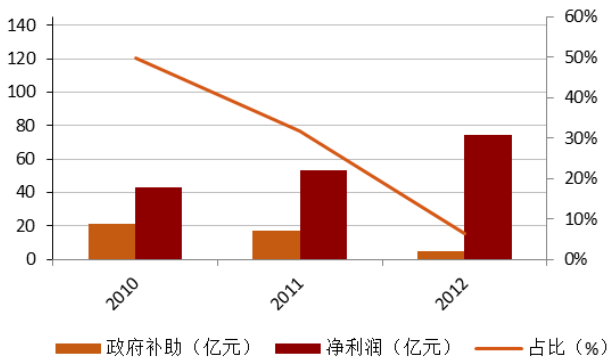


资料来源：产业在线，浙商证券研究所

家电下乡最初是由老百姓直接到政府申领，后来（2009 年 9 月起）改由流通企业垫付代领；以旧换新也是流通企业垫付代领；节能补贴是政府给生产企业而非消费者，因此 2010 年起的政府补助主要来自“节能产品惠民工程”的补贴。

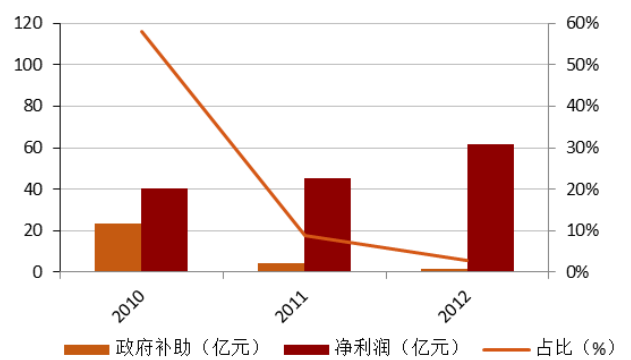
总体来看，无论是补助金额还是所占比重来看，2010 年家电企业受政府补助的影响最为明显，格力、美的、长虹、海信科龙等企业获得的政府补贴占净利润的比例超 50%，之后逐年有所下降，政策刺激对企业存在边际效用递减效应。综合整个补贴期间，政府补贴对企业净利影响大致可以有以下排序：四川长虹>海信科龙>格力集团>美的集团>青岛海尔，从中也可以体现政府补贴对企业净利的的影响程度并不完全依赖与企业实力，一些二线品牌或通过政府补贴获得比龙头企业更大的优势。

图 5：2010-2012 年格力电器节能惠民补贴占净利润比重 (%)



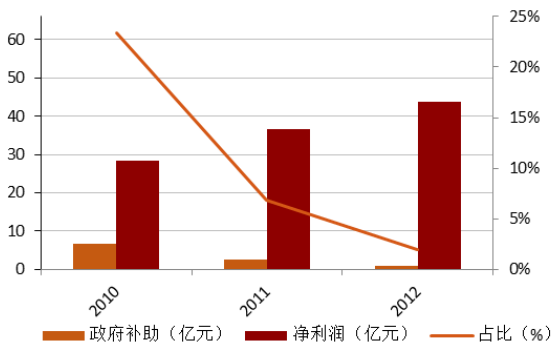
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 6：2010-2012 年美的集团节能惠民补贴占净利润比重 (%)



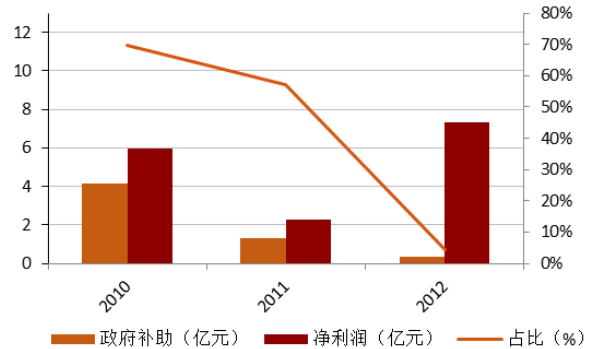
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 7：2010-2012 年青岛海尔节能惠民补贴占净利润比重 (%)



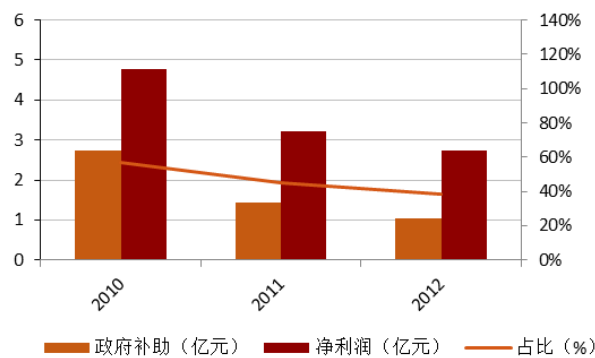
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 8：2010-2012 年海信科龙节能惠民补贴占净利润比重 (%)



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

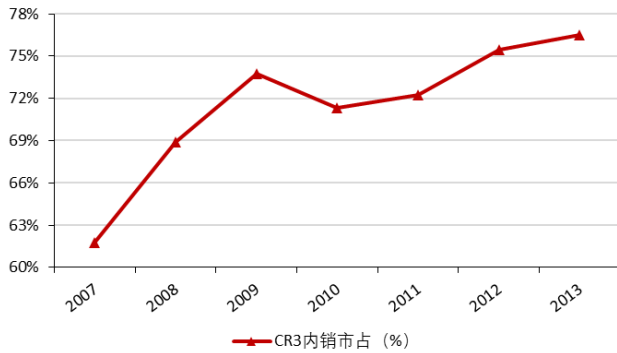
图 9：2010-2012 年四川长虹节能惠民补贴占净利润比重 (%)



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

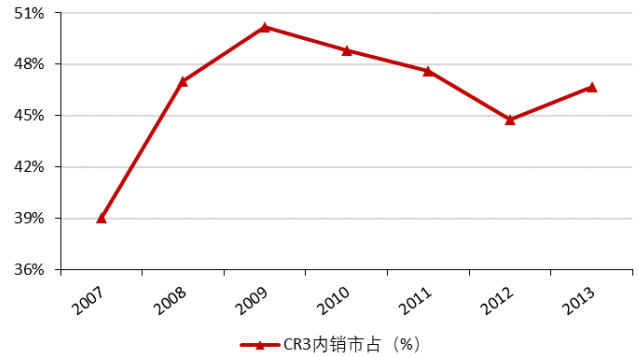
家电补贴政策期间，行业龙头集聚效应有所趋缓。虽然龙头企业内销市占率总体趋于稳中有升，但其增长速度有所放缓，我们认为，在家电补贴政策实施期间，一些中小品牌借此获得了“死灰复燃”的机遇，导致行业内呈现“强者份额被弱者挤占”的趋势。

图 10：2007-2013 年空调行业 CR3 内销市占率变动情况 (%)



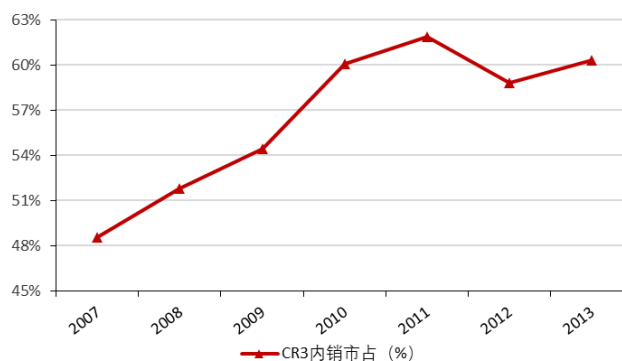
资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 11：2007-2013 年冰箱行业 CR3 内销市占率变动情况 (%)



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 12：2007-2013 年洗衣机行业 CR3 内销市占率变动情况 (%)



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

3. 新一轮补贴刺激政策或不如前，需看政策具体实施情况

发改委、工信部、民政部、财政部、住建部、交通运输部、农业农村部、商务部、卫生健康委、市场监管总局等有关部门于 1 月 29 日共同印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》，其中与家电相关政策主要包括：

(十四) 支持绿色、智能家电销售。有条件的地方可对产业链条长、带动系数大、节能减排协同效应明显的新型绿色、智能化家电产品销售，给予消费者适当补贴。

(十五) 促进家电产品更新换代。有条件的地方可对消费者交售旧家电(冰箱、洗衣机、空调、电视机、抽油烟机、热水器、灶具、计算机)并购买新家电产品给予适当补贴，推动高质量新产品销售。

(十九) 加快推进超高清视频产品消费。加大对中央和地方电视台 4K 超高清电视频道开播支持力度, 丰富超高清视频内容供给。支持广电网络和电信网络升级改造, 提升超高清视频传输保障能力。有条件的地方可对超高清电视、机顶盒、虚拟现实/增强现实设备等产品推广应用予以补贴, 扩大超高清视频终端消费。

上一轮补贴刺激政策带动销售的家电产品已经到了 10 年的更换周期, 所以客观上已经具备了再次通过政策实施来促进家电消费的基础。此轮新家电刺激政策和之前 08-12 年那轮相比, 不包括家电下乡, 主要是促进家电产品更新换代、支持绿色智能家电销售的以旧换新+节能惠民政策, 更注重结构化的消费升级, 且政策内容需根据各地方条件因地制宜。我们认为, 政策刺激从无到有和从有到更新的边际影响力度是减弱的, 目前看来新一轮补贴刺激政策不如前一轮, 也看后续是否会有新的配套政策出台。

具体影响还是需要看政策的具体实施情况来测算, 此轮家电以旧换新政策较之前新增了厨电品类。根据我们之前的测算, 黑电内销量大多是更新需求, 白电中的冰洗 60% 以上是更新, 空调 50% 多来自更新, 厨电产品因为没有进入到之前四年间的三轮强刺激名录, 是个市场化的品类, 现在内销量的 20% 来自更新需求。我们从更新比例占比来推算刺激政策的边际影响程度, 由大到小排序是电视、冰洗、空调、厨电。

家电补贴政策的出台对今年家电低迷的内销市场和情绪无疑是个提振, 但目前还未见到家电整体基本面的改善, 实际的业绩利好将有所滞后。整体来看, 以旧换新、节能惠民政策更有利于家电产品结构的升级优化, 这样对白电行业一线龙头格力、美的、海尔以及二线龙头海信家电利好更多, 此外, 黑电行业龙头海信电器也有望受益于加快推进超高清视频产品消费的相关政策。

4. 风险提示

宏观经济不景气导致国内外需求不及预期; 汇率大幅波动风险; 原材料价格大幅波动风险

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路1111号新世纪办公中心16层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>