

历史视角下看新一轮“以旧换新”

2024年03月13日

► **政策定调积极，新一轮“以旧换新”落地可期。**2024年2月23日习近平总书记在中央财经委员会第四次会议提出鼓励汽车、家电等传统耐用消费品以旧换新，3月1日国常会审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。不同于过去几年主要以鼓励“有条件的地方”配套出台相关政策的基调，我们认为，对于本轮家电政策落地可以更乐观一些，一方面本次是由习近平总书记召开的中央财经委会议提出，会议级别更高，此外会议也明确提出坚持中央财政和地方政府联动，全国性补贴政策落地可期。

► **历史视角看上一轮家电政策。**1) 家电下乡 (2007.12-2013.1)，以山东、河南和四川三省作为试点，后推广至全国，截止2012年12月，全国已累计销售家电下乡产品2.98亿台，实现销售额7204亿元。按13%补贴力度来计算的话，国家在“家电下乡”政策中补贴金额将近千亿元。2) 以旧换新 (2009.6-2011.12)：据商务部统计，全国家电以旧换新共销售五大类新家电9248万台，拉动直接消费3420多亿元，中央财政累计向各地预拨家电以旧换新补贴资金约300亿元。3) 节能惠民 (2009.5-2013.5)：从2009年到2012年的两轮节能惠民政策共计拉动消费2000多亿元，截止2012年底，中央财政累计安排补贴222亿。复盘上一轮家电政策，2009-2011年为政策密集出台期，中央财政资金支持力度大，对于家电消费的提振作用也十分明显，农村大家电品类保有量快速提升，空冰洗销量呈现较快增速，主要公司基本面与股价表现亮眼，申万家电指数在政策期间持续且大幅跑赢沪深300。

► **投资建议：**上一轮政策密集发布是在2009-2011年，白电产品更新周期基本在10-12年，我们认为上一轮家电政策带动的产品正好进入更新需求释放期，后续随着本轮家电以旧换新政策落地，有望带来规模较大的更新换代需求与潜力。不同于上一轮政策期，目前国内大家电保有量除空调之外接近饱和，更新需求已占主导。根据我们测算，假设以大家电更新周期为10年，对应的2022年空冰洗彩电理论更新需求分别为8754/4123/4077/4102万台，而2022年对应的年销量为7171/3810/3772/3817万台。从测算结果来看，近年来大家电品类实际更新需求较理论有较大差距，尤其冰洗和彩电。因此我们认为，如果新一轮“以旧换新”政策落地，更新需求会得到有效释放，冰洗和彩电需求释放会更明显。推荐海尔智家、海信家电、海信视像、奥马电器，建议关注美的集团、格力电器、长虹美菱。

► **风险提示：**政策落地不及预期、原材料价格大幅波动、需求复苏不及预期

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
000527	美的集团	64.07	4.22	4.8	5.31	15	13	12	/
600690	海尔智家	24.31	1.80	2.03	2.28	14	12	11	推荐
000651	格力电器	39.48	4.35	4.91	5.32	9	8	7	/
000921	海信家电	28.56	1.05	2.11	2.45	27	14	12	推荐
600060	海信视像	24.74	1.28	1.71	2.08	19	14	12	推荐
000521	长虹美菱	8.86	0.24	0.68	0.81	37	13	11	/
002668	奥马电器	8.26	0.39	0.67	0.77	21	12	11	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年03月13日收盘价；未覆盖公司数据采用wind一致预期）

推荐

维持评级



分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang_yj@mszq.com

相关研究

1. 家电行业深度报告：Mini LED 电视放量前夕，市场空间几何？-2024/03/06
2. 家电行业周报 20240225：空调3月排产延续高增，5年期LPR下调-2024/02/25
3. 家电行业周报 20240129：空调2月排产发布，2023M12热泵出口降幅缩窄-2024/01/29
4. 家电行业周报 20240121：2023M12 家电出口高增长，空调延续正增-2024/01/21
5. 家电行业周报 20240115：CES 消费展上周举行，石头科技发布扫地机新品-2024/01/15

目录

1 政策定调积极，新一轮“以旧换新”落地可期	3
2 历史视角看上一轮家电政策	5
2.1 上一轮三大家电政策复盘	5
2.2 上一轮家电政策影响几何?	7
3 投资建议	10
4 风险提示	12
插图目录	13
表格目录	13

1 政策定调积极，新一轮“以旧换新”落地可期

近期中央密集表态支持家电以旧换新。2024年2月23日习总书记在中央财经委员会第四次会议强调，加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，明确提出鼓励汽车、家电等传统耐用消费品以旧换新，同时**坚持中央财政和地方政府联动，统筹支持全链条各环节**。3月1日，国常会审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，会议提到积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，**加大财税、金融等政策支持**。3月6日，十四届全国人大二次会议经济主题记者会召开，商务部部长王文涛表示，今年在扩内需方面，将推动汽车、家电、家装、厨卫等消费品以旧换新。

本轮不一样，全国性政策落地预期可以更积极一些。2020年以来，在外部环境和内需承压背景下，国家各部委也多次提出促进家电消费、开展绿色家电下乡和以旧换新等政策，但主要定调为鼓励有条件的地方配套相应的支持政策，并未看到出台全国性政策。我们认为，对于本轮家电政策可以更乐观一些，一方面本次是由习总书记召开的中央财经委会议提出，会议级别更高，此外会议也明确提出坚持中央财政。

表1：2022年以来家电政策一览表

主体	时间	文件/会议	内容
国务院	2022年3月5日	2022年政府工作报告	鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新
	2022年4月25日	关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	鼓励有条件的地区对绿色智能家电、绿色建材、节能产品等消费予以适当补贴或贷款贴息，开展新能源汽车和绿色智能家电下乡；鼓励消费者更换或新购绿色节能家电，加强家电回收利用
	2022年5月31日	扎实稳住经济一揽子政策措施	稳定增加汽车、家电等大宗消费，鼓励家电生产企业开展回收目标责任制行动
	2022年7月13日	全国人大常委会	1) 全国开展家电以旧换新和家电下乡，鼓励有条件地方予以资金政策支持； 2) 完善绿色智能家电标准，推进安装、维修等全链条服务标准化； 3) 支持发展废旧家电回收利用
商务部等	2024年3月1日	全国人大常委会	通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，加大财税、金融政策支持，发挥能耗、排放、技术等标准引领作用，积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应
	2022年7月28日	促进绿色智能家电消费若干措施	1) 开展家电“以旧换新”活动，全面促进智能冰箱洗衣机空调、超高清电视等绿色智能家电消费，鼓励有条件的地方通过现有资金渠道给予政策支持； 2) 推进绿色智能家电下乡； 3) 优化绿色智能家电供给； 4) 实施家电售后服务提升行动

	2023年5月22日	关于做好2023年促进绿色智能家电消费工作的通知	1) 统筹组织绿色智能家电消费促进活动; 2) 深入开展家电以旧换新,鼓励有条件的地方组织提升废旧家电交售和补贴领取便利性,促进绿色智能家电升级换新消费,积极推进绿色家电、智能家电认证; 3) 推进绿色智能家电下乡; 4) 实施家电售后服务提升行动; 5) 加强废旧家电回收工作
	2024年1月23日	商务部等9部门关于健全废旧家电家具等再生资源回收体系的通知	因地制宜、分类施策,典型探索、以点带面,加快健全废旧家电家具等再生资源回收体系。到2025年,在全国范围内建设一批废旧家电家具等再生资源回收体系典型城市,培育一批回收龙头企业,推广一批典型经验模式,形成一批政策法规标准
中共中央政治局	2023年12月12日	中央经济工作会议	稳定和扩大传统消费,提振新能源汽车、电子产品等大宗消费,以提高技术、能耗、排放等标准为牵引,推动大规模设备更新和消费品以旧换新
中央财经委员会	2024年2月23日	中央财经委员会第四次会议	鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新,坚持市场为主、政府引导,中央财政和地方政府联动,加强“换新+回收”物流体系和新模式发展

资料来源:中国政府网,中华人民共和国商务部,民生证券研究院

地方政策促销费补贴率先落地,期待全国性政策落地。3月2日,上海市宣布启动新一轮绿色智能家电消费补贴,实施时间为2024年3月30日至12月31日,将对16大类一级能效家电产品进行补贴,包括空调、冰箱、洗衣机、电视机、吸油烟机、灶具、热水器、洗碗机、计算机、打印机、空气净化器、电饭煲、微波炉、电磁炉、电风扇、净水机等。消费者按照成交价格的10%享受一次立减补贴,补贴金额不超过1000元。与上一轮家电补贴相比,此轮消费补贴的时间跨度更大,时间为3月底至12月底,且参与品类扩容至小家电等产品。

表2:上海市绿色智能家电补贴2024年与2022年对比

	2024年绿色智能家电补贴	2022年绿色智能家电补贴
政策时间	2024年3月20日至12月31日	2022年10月1日至2023年12月22日
补贴品类	16类:空调、冰箱、洗衣机、电视机、吸油烟机、灶具、热水器、洗碗机、计算机、打印机、空气净化器、电饭煲、微波炉、电磁炉、电风扇、净水机	8类:空调、电冰箱(含冰柜)、洗衣机(含干衣机)、电视机、热水器(含壁挂炉)、吸油烟机、燃气灶(含集成灶)、洗碗机
补贴方式	消费者按照成交价格的10%享受一次立减补贴,补贴金额不超过1000元	按照剔除所有折扣优惠后成交价格的10%享受一次立减机会,最高不超过1000元
能效要求	产品须达到一级能效	产品须达到一级能效
补贴金额限制	未限制	总额2亿元

资料来源:上海市商务局,上海市发改委,民生证券研究院

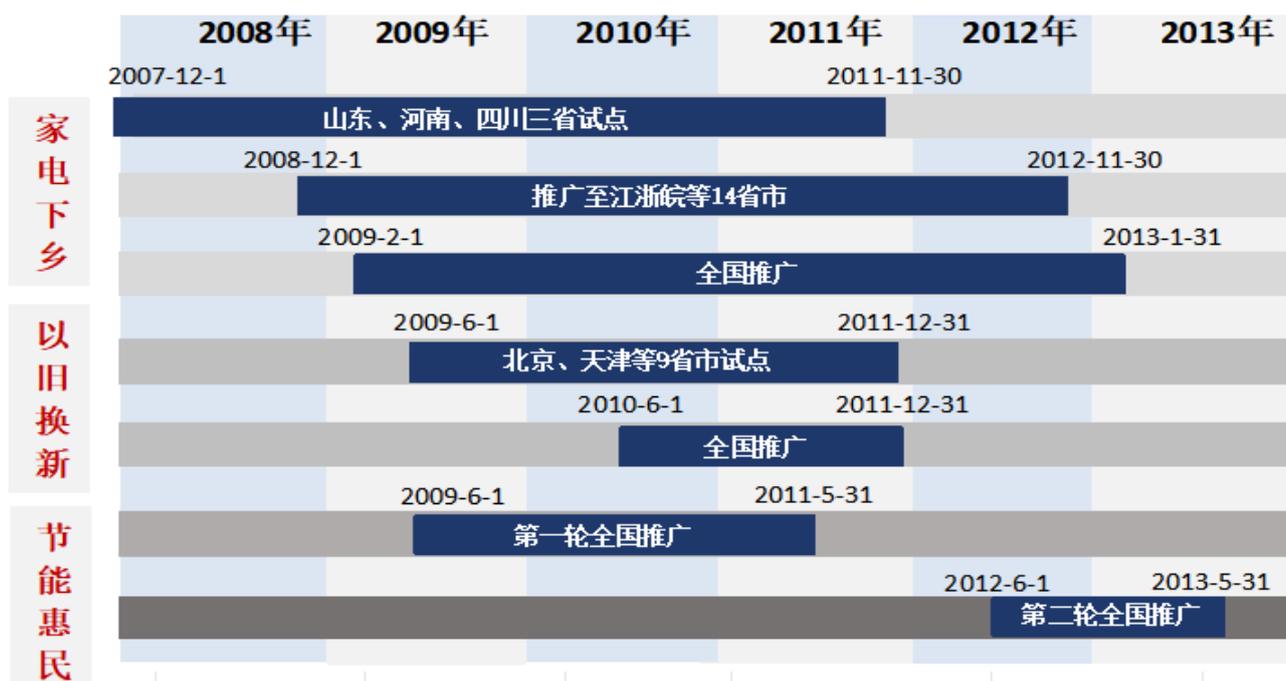
2 历史视角看上一轮家电政策

2.1 上一轮三大家电政策复盘

上一轮家电补贴政策需追溯到 2007-2013 年，当时主要为了应对全球经济危机、刺激内需，于 2007 年末推出家电下乡政策，而后又于 2009 年 6 月推出以旧换新和节能惠民的家电补贴政策。

家电下乡：2007 年 12 月，财政部和商务部正式启动实施家电下乡工作，以山东、河南和四川三省作为试点，而后于 2008 年和 2009 年陆续推广至全国，并将补贴的家电品类从 3 类增加至 9 类。截止 2012 年 12 月，**全国已累计销售家电下乡产品 2.98 亿台，实现销售额 7204 亿元。**按 13% 补贴力度来计算的话，国家在“家电下乡”政策中补贴金额将近千亿元。

图1：家电补贴政策时间轴



资料来源：中国政府网，民生证券研究院

表3：家电下乡政策细则

	2007.12-2011.11	2008.12-2012.11	2009.2-2013.1
实施范围	山东、河南、四川	江浙皖等 14 省市	全国其他地区
补贴对象	农村居民		
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%		

补贴政策

中央财政承担 80%、地方财政承担 20%

补贴产品	第一批：冰箱、彩电、手机 (2007.12 实施)
	第二批：冰箱、彩电、手机、 洗衣机 (2018.12 起实施)
	第三批：冰箱、彩电、手机、洗衣机、 电脑、热水器、空调、微波炉、电磁炉 (2009.2 起实施)

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

表4：上海市绿色智能家电补贴 2024 年与 2022 年对比

	2009	2010	2011	2012
销量(亿台)	0.34	0.77	1.03	0.80
YOY		130%	33%	-22%
销额 (亿元)	641.59	1732.3	2641	2145.2
YOY		170%	52%	-19%

冰箱、彩电销额分别为 567.4 亿元和 488.5 亿元，合计占比 61%。	彩电、冰箱、热水器、空调销售额均超过 300 亿元，同比+10%+	彩电、冰箱、空调、热水器 4 类产品销额均超过 300 亿元，合计占 83.3%
---	-----------------------------------	--

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

以旧换新：2009 年 6 月，财政部、发改委等七部门联合发布《家电以旧换新实施办法》，并于 2010 年 6 月推广至全国。据商务部统计，全国家电以旧换新共销售五大类新家电 9248 万台，拉动直接消费 3420 多亿元，中央财政累计向各地预拨家电以旧换新补贴资金约 300 亿元。

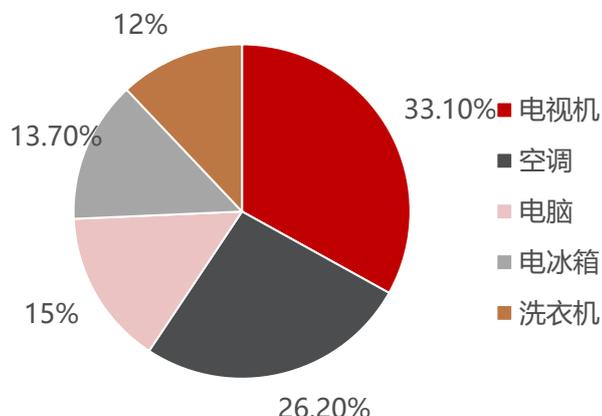
截至 2011 年 11 月 30 日，家电以旧换新五大类产品中，电视机销售 2690.6 万台，占总销售量的 33.1%；空调销售 2130 万台，占总销售量的 26.2%；电脑销售 1217.5 万台，占总销售量的 15%；电冰箱销售 1115.5 万台，占总销售量的 13.7%；洗衣机销售 976 万台，占总销售量的 12%。销售量排名前五位的地区分别是江苏省、山东省、上海市、浙江省和广东省。

表5：家电以旧换新细则

实施时间	2009.6-2011.12	2010.6-2011.12
实施范围	北京、天津、上海、江苏、浙江、广东、福州、长沙	全国其他地区
补贴内容	交售旧家电并购买新家电即可享受家电补贴	
补贴标准	售价的 10%	
补贴产品	电视机、冰箱、洗衣机、空调、电脑	
补贴政策	中央财政 80%、地方财政 20%	

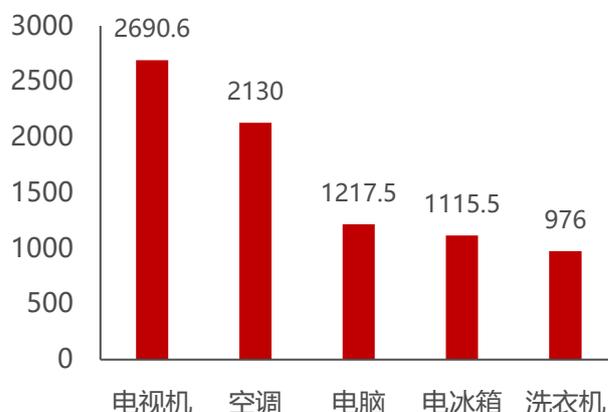
资料来源：中国政府网，民生证券研究院

图2：以旧换新产品销售结构（截止 2011 年 11 月）



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：以旧换新分品类累计销量（单位：万台；截止 2011 年 11 月）



资料来源：wind，民生证券研究院

节能惠民：2009 年 5 月，财政部、发改委推出“节能产品惠民工程”，旨在以财政补贴的方式加快高效节能产品的推广。从 2009 年到 2012 年的两轮节能惠民政策共计拉动消费 2000 多亿元，截止 2012 年底，中央财政累计安排补贴 222 亿元。

表6：节能惠民政策细则

	第一轮节能惠民		第二轮节能惠民
实施时间	2009.6-2010.5	2010.6-2011.5	2012.6-2013.5
实施范围	全国		
补贴标准	补贴 300-850/台	补贴 150-250 元/台	补贴 150-850 元/台
补贴产品	能效等级二级以上，制冷 14000W 以下的空调	能效等级更严苛，制冷量 7500W 以下	五类高效节能家电（空调、平板电视、冰箱、洗衣机、热水器）
补贴政策	主要由中央财政承担补贴资金		

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

2.2 上一轮家电政策影响几何？

(1) 需求刺激层面

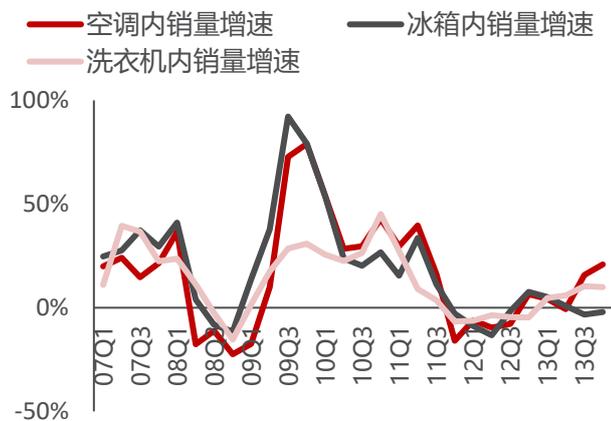
2007-2013 年农村大家电品类保有量快速提升，空调、冰箱、洗衣机农村百户保有量分别提升 21、47、25 台。其中三大政策密集期 2008-2011 年空冰洗销量复合增速分别为 27%、31%、18%。

表7：节能惠民政策细则

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
空调	内销量 (万台)	3193	2965	3767	5150	6060	5725	6235
	YOY	21%	-7%	27%	37%	18%	-6%	9%
	农村百户保有量 (台)	9	10	12	16	23	25	30
冰箱	内销量 (万台)	2476	2608	3930	5097	5897	5567	5577
	YOY	30%	5%	51%	30%	16%	-6%	0%
	农村百户保有量 (台)	26	30	37	45	62	67	73
洗衣机	内销量 (万台)	2133	2187	2604	3398	3636	3460	3729
	YOY	26%	3%	19%	30%	7%	-5%	8%
	农村百户保有量 (台)	46	49	53	57	63	67	71

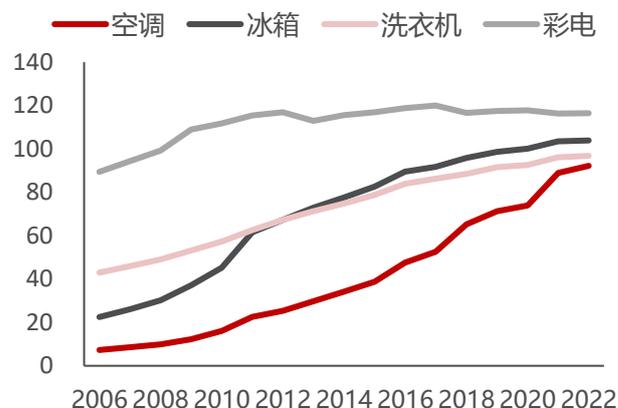
资料来源：中国政府网，民生证券研究院

图4：家电政策期空冰洗季度内销销量增速



资料来源：产业在线，民生证券研究院

图5：空冰洗彩电农村百户保有量持续提升（单位：台）



资料来源：产业在线，民生证券研究院

(2) 板块估值层面

在一系列政策刺激出台后，时值各类家电保有量均较低的普及时期，市场对后续业绩预期持乐观态度，投资情绪高涨，家电行业主要上市公司估值均有明显提升，带动股价大幅上涨。市场由于政策范围主要集中在白电和黑电板块，因而这一阶段冰洗和黑电股价表现最为抢眼。到了2010和2011年，政策刺激持续拉动业绩，但由于2009年后估值升至高位，且市场对政策透支后家电需求降速有所预期，导致上市公司估值明显回调。

表8：家电政策期相关个股股价表现

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
白电	格力电器	316%	-40%	126%	-4%	-3%	51%	33%
	美的电器	530%	-66%	182%	13%	-29%	-22%	/
	海尔智家	146%	-59%	179%	15%	-36%	52%	50%
	海信家电	271%	-71%	258%	-9%	-51%	79%	72%
	长虹美菱	157%	-60%	309%	-13%	-53%	4%	32%
黑电	海信视像	109%	-51%	308%	-32%	4%	28%	17%
	盾安环境	333%	-49%	143%	48%	-28%	5%	0%
零部件	三花智控	290%	-59%	89%	51%	-25%	-26%	26%
	长虹华意	279%	-65%	154%	7%	-51%	31%	5%

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：美的集团与美的电器换股后于2013年9月18日实现整体上市

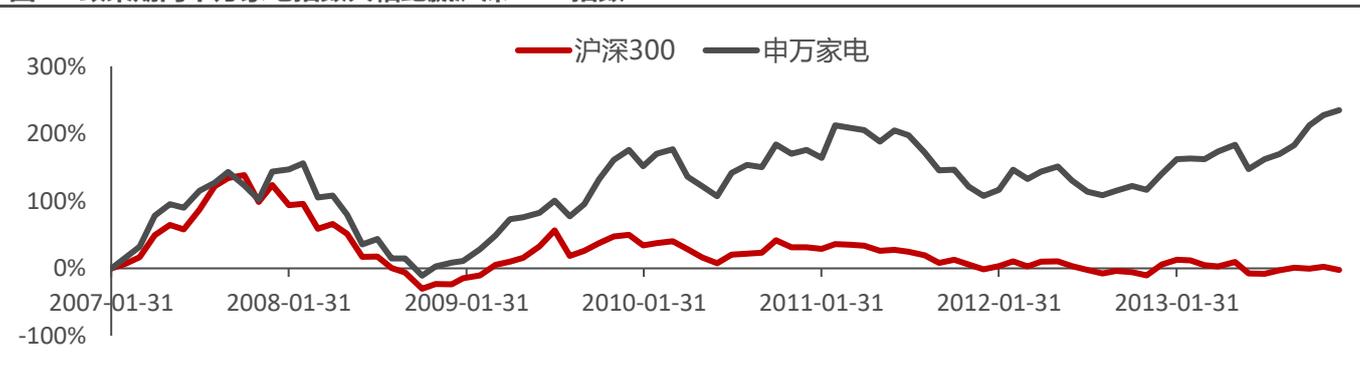
表9：家电政策期相关个股业绩表现

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
白电	格力电器	84%	55%	48%	47%	22%	41%	47%
	美的电器	123%	-13%	83%	65%	18%	-6%	/
	海尔智家	16%	19%	50%	77%	32%	22%	27%
	海信家电	495%	-191%	-166%	290%	-61%	216%	73%
	长虹美菱	105%	46%	1073%	8%	-67%	80%	43%
黑电	海信视像	56%	10%	121%	68%	102%	-5%	-1%
	盾安环境	166%	-7%	7%	36%	34%	2%	-29%
零部件	三花智控	6%	425%	-8%	33%	16%	-26%	19%
	长虹华意	-8%	232%	233%	-78%	60%	236%	57%

资料来源：wind，民生证券研究院

注：美的集团与美的电器换股后于2013年9月18日实现整体上市

图6：政策期间申万家电指数大幅跑赢沪深300指数

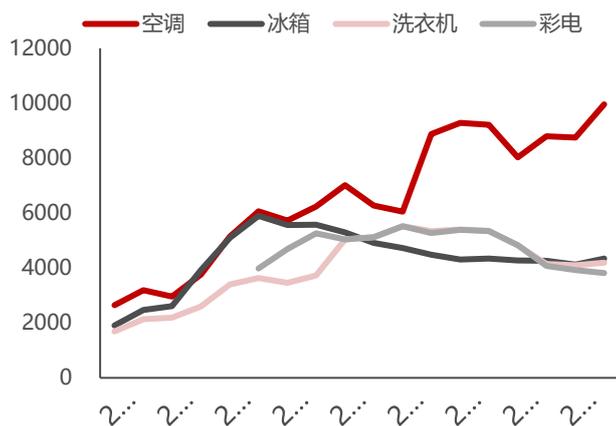


资料来源：中国政府网，民生证券研究院

3 投资建议

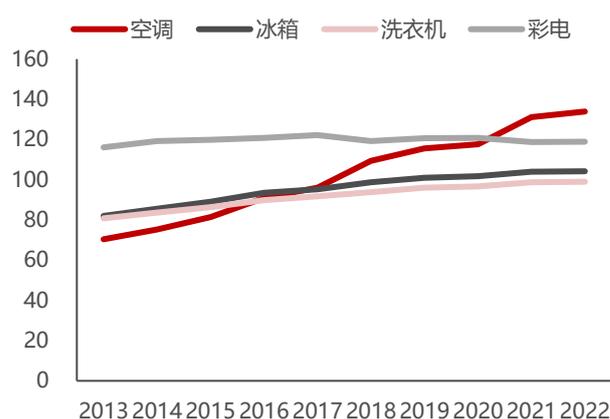
上一轮政策密集发布是在 2009-2011 年，白电产品更新周期基本在 10-12 年，我们认为上一轮家电政策带动的产品正好进入更新需求释放期，后续随着本轮家电以旧换新政策落地，有望带来规模较大的更新换代需求与潜力。不同于上一轮政策期，目前国内大家电保有量除空调之外接近饱和，更新需求已占主导。根据我们测算，假设以大家电更新周期为 10 年，对应的 2022 年空冰洗彩电理论更新需求分别为 8754/4123/4077/4102 万台，而 2022 年对应的年销量为 7171/3810/3772/3817 万台。从测算结果来看，近年来大家电品类实际更新需求较理论有较大差距，尤其冰洗和彩电。因此我们认为，如果新一轮“以旧换新”政策落地，更新需求会得到有效释放，冰洗和彩电更新需求或释放更明显。推荐海尔智家、海信家电、海信视像、奥马电器，建议关注美的集团、格力电器、长虹美菱。

图7：冰洗彩电在政策期年销量达到顶峰（单位：万台）



资料来源：产业在线，民生证券研究院

图8：家电主要品类保有量接近饱和（单位：台）



资料来源：产业在线，民生证券研究院

表10：大家电更新需求测算

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
平均家庭户规模 (人/户)	3.0	3.0	3.1	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8
总人口 (万)	136726	137646	138326	139232	140011	140541	141008	141212	141260	141175
户数	45881	46345	44621	44769	46208	46847	48290	49375	50996	51150
百户保有量 (台/百户)										
空调	70	75	82	91	96	109	116	118	131	134
冰箱	82	86	89	94	95	99	101	102	104	104
洗衣机	81	84	86	90	92	94	96	97	99	99
彩电	116	119	120	121	122	119	121	121	119	119
总保有量 (亿台)										
空调	3.2	3.5	3.6	4.1	4.4	5.1	5.6	5.8	6.7	6.8

冰箱	3.8	4.0	4.0	4.2	4.4	4.6	4.9	5.0	5.3	5.3
洗衣机	3.7	3.9	3.9	4.0	4.2	4.4	4.6	4.8	5.0	5.1
彩电	5.3	5.5	5.4	5.4	5.6	5.6	5.8	6.0	6.1	6.1
更新需求 (万台, 以 10 年更新假设)										
空调	3230	3485	3637	4070	4441	5120	5582	5811	6691	6849
冰箱	3762	3963	3971	4186	4404	4627	4873	5026	5299	5330
洗衣机	3707	3879	3855	4020	4237	4393	4636	4775	5033	5064
彩电	5327	5524	5350	5408	5647	5587	5824	5964	6053	6082
内销量 (万台)										
空调	6235	7017	6269	6049	8876	9281	9216	8028	8796	8754
冰箱	5601	5299	4916	4731	4480	4310	4338	4270	4265	4123
洗衣机	3769	3763	3905	4115	4414	4532	4493	4291	4453	4077
彩电	5350	5041	5120	5525	5344	5406	5356	4817	4141	4102

资料来源: 产业在线, Wind, 民生证券研究院

4 风险提示

1) 政策落地不及预期: 目前以旧换新政策仅在中央会议中提及, 若最终中央未实际出台强有力的政策支持, 或对市场情绪带来一定影响

2) 原材料价格大幅波动: 家电产品原材料成本占公司主营业务成本比例较高, 其价格波动将会影响公司产品成本, 从而影响公司盈利能力

3) 需求复苏不及预期: 主要家电品类接近饱和, 若行业整体需求走弱, 政策效果或不及预期

插图目录

图 1: 家电补贴政策时间轴	5
图 2: 以旧换新产品销售结构 (截止 2011 年 11 月)	7
图 3: 以旧换新分品类累计销量 (单位: 万台; 截止 2011 年 11 月)	7
图 4: 家电政策期空冰洗季度内销销量增速	8
图 5: 空冰洗彩电农村百户保有量持续提升 (单位: 台)	8
图 6: 政策期间申万家电指数大幅跑赢沪深 300 指数	9
图 7: 冰洗彩电在政策期年销量达到顶峰 (单位: 万台)	10
图 8: 家电主要品类保有量接近饱和 (单位: 台)	10

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2022 年以来家电政策一览表	3
表 2: 上海市绿色智能家电补贴 2024 年与 2022 年对比	4
表 3: 家电下乡政策细则	5
表 4: 上海市绿色智能家电补贴 2024 年与 2022 年对比	6
表 5: 家电以旧换新细则	6
表 6: 节能惠民政策细则	7
表 7: 节能惠民政策细则	8
表 8: 家电政策期相关个股股价表现	9
表 9: 家电政策期相关个股业绩表现	9
表 10: 大家电更新需求测算	10

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026