

# 增值税税率调整对公用事业影响几何？

## ——公用事业增值税测算专题报告

行业动态

◆**报告导读：**近年来增值税改革持续推进。本报告通过模型构建及上市公司测算，分析了增值税税率调整对于公用事业（火电、水电、燃气）的影响。

◆**增值税改革呼之欲出：**增值税为我国第一大税种。自2017年简化增值税税率结构后，2018年以来增值税改革持续推进。随着2017年以来增值税税率的两轮调整，目前公用事业主要适用税率为16%和10%两档。此外，公用事业部分子行业在一定阶段内可享受一定程度的增值税优惠政策，包括即征即退、先征后退等。

◆**增值税税率调整对公用事业影响几何？**在公用事业领域，在其他因素不变的情况下，增值税税率调整将直接影响营业收入、营业成本和增值税税额，间接影响税金及附加、和其他收益科目。模型公司测算表明，在含税价格不做调整的情况下，增值税税率的下调将导致不含税价格实质性提升。当增值税税率下调1个百分点时，火电、水电、燃气模型公司的净利润分别增长3.5%、1.9%、3.0%。上市公司测算表明，不同上市公司的利润总额对增值税下调的敏感性不尽相同，盈利状况较差、进税项抵扣比例较低的公司，更多受益于增值税税率下调。在当前盈利水平条件下，总体而言，降低增值税税率对火电公司业绩提升的影响较大。火电龙头公司（华能国际、华电国际）、以及二、三线火电标的（赣能股份、皖能电力、京能电力、建投能源等）弹性较强。

◆**投资建议：**在当前盈利水平条件下，总体而言，降低增值税税率对火电公司的业绩弹性较强。结合中长期煤价下行预期判断，推荐火电龙头华能国际、华电国际，以及二、三线火电公司赣能股份、皖能电力、建投能源等。

### ◆风险分析：

电力行业：增值税降税幅度低于预期，上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，水电来水不及预期，电力行业改革进度低于预期的风险等。

燃气行业：增值税降税幅度低于预期，天然气销售量低于预期，新用户接驳数量下滑或接驳费用降低的风险，购气成本超预期上涨，管输费、配气费进一步下行的风险等。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
600011	华能国际	7.09	0.11	0.14	0.36	62	51	20	买入
600027	华电国际	4.65	0.04	0.18	0.33	107	26	14	买入
000543	皖能电力	5.53	0.07	0.16	0.25	75	35	22	增持
000600	建投能源	6.75	0.09	0.14	0.20	72	48	34	增持
000899	赣能股份	5.57	0.02	0.20	0.27	330	28	21	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年03月04日

## 增持（维持）

### 分析师

王威 (执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

[wangwei2016@ebcn.com](mailto:wangwei2016@ebcn.com)

### 联系人

于鸿光

021-52523819

[yuhongguang@ebcn.com](mailto:yuhongguang@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

与其苟延残喘，不如从容燃烧——公用事业2019年度投资策略

..... 2018-12-26

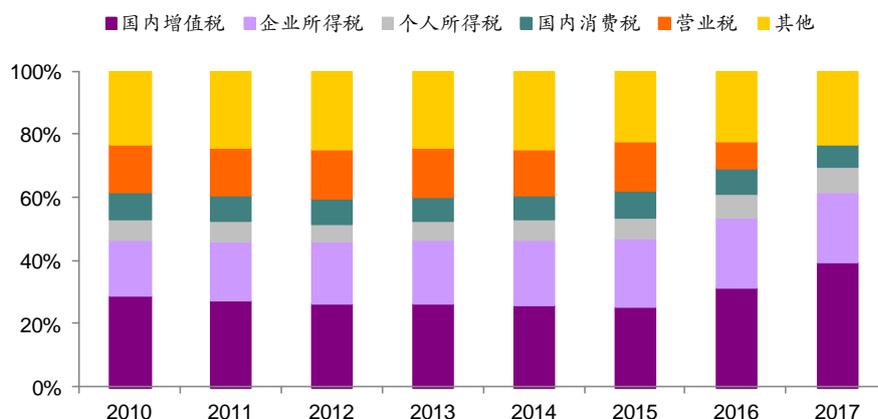
## 目 录

1、 增值税改革呼之欲出 .....	3
2、 增值税税率调整对公用事业影响几何? .....	4
2.1、 模型公司分析 .....	5
2.2、 上市公司分析 .....	8
3、 投资建议 .....	10
4、 风险分析 .....	11

## 1、增值税改革呼之欲出

增值税为我国第一大税种。2017 年国内增值税总额 5.6 万亿元，占全国公共财政税收收入占比 39.1%。自 2017 年简化增值税税率结构后，2018 年以来增值税改革持续推进。2018 年政府工作报告提出“进一步减轻企业税负。改革完善增值税制度，按照三档并两档方向调整税率水平”；2018 年 8 月《全国深化“放管服”改革转变政府职能电视电话会议重点任务分工方案》中进一步强调“深化税制改革，继续推进结构性减税，研究进一步深化增值税改革”。

图 1：公共财政税收收入结构



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们对公用事业各子行业的增值税执行情况进行了梳理，详见表 1。随着 2017 年以来增值税税率的两轮调整，目前公用事业主要适用税率为 16% 和 10% 两档。此外，公用事业部分子行业在一定阶段内可享受一定程度的增值税优惠政策，包括即征即退、先征后退等。

表 1：公用事业主要项目增值税税率情况

项目	增值税税率 (%)		
	2017/07/01 前	2017/07/01 ~2018/04/30	2018/05/01 至今
电力	17%	17%	16%
热力	13%	11%	10%
煤炭	17%	17%	16%
煤气、石油液化气、天然气	13%	11%	10%
自来水	13%	11%	10%
污水处理	17%	17%	16%

资料来源：国家税务总局，光大证券研究所整理

表 2：公用事业主要项目增值税优惠政策

项目	增值税优惠政策	执行期限
火电	无	
水电	装机容量超过 100 万千瓦的水力发电站（含抽水蓄能电站）销售自产电力产品，自 2013 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，对其增值税实际税负超过 8% 的部分实行即征即退政策；自 2016 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对其增值税实际税负超过 12% 的部分实行即征即退政策。	2013/01/01~2017/12/31
核电	核力发电企业生产销售电力产品，自核电机组正式商业投产次月起 15 个年度内，统一实行增值税先征后退政策，返还比例分三个阶段逐级递减。	2008/01/01 至今
风电	对纳税人销售自产的利用风力生产的电力产品，实行增值税即征即退 50% 的政策。	2015/07/01 至今
光伏	对纳税人销售自产的利用太阳能生产的电力产品，实行增值税即征即退 50% 的政策	2013/10/01~2018/12/31
天然气	在经国家准许的进口天然气项目进口天然气价格高于国家天然气销售定价的情况下，将相关项目进口天然气（包括液化天然气）的进口环节增值税按该项目进口天然气价格和国家天然气销售定价的倒挂比例予以返还。	2011/01/01~2020/12/31
煤层气	对煤层气抽采企业的增值税一般纳税人抽采销售煤层气实行增值税先征后退政策。	2007/01/01 至今
污水处理	污水经加工处理后达标，污水处理劳务享受增值税即征即退 70% 的优惠。	2015/07/01 至今

资料来源：财政部、国家税务总局，光大证券研究所整理

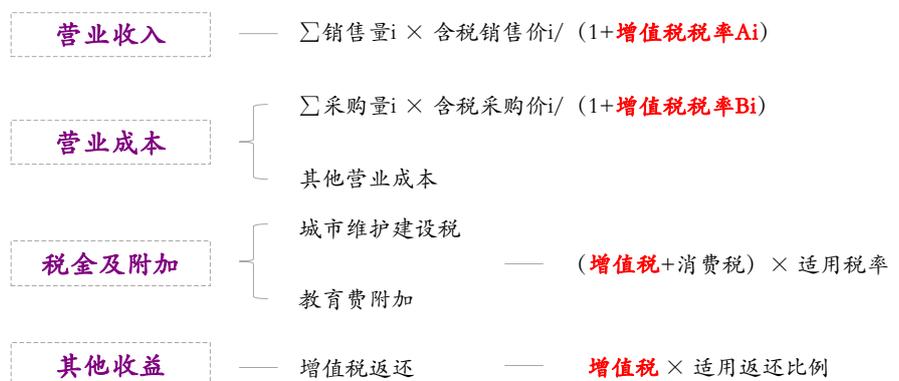
## 2、增值税税率调整对公用事业影响几何？

增值税本质为价外税、流转税，由消费者实际承担。

理论上增值税应纳税额为销项税额与进项税额的差值。其中销项税额指公司提供应税服务按照销售额和增值税税率计算的增值税额；进项税额指公司购进货物或者接受加工修理修配劳务和应税服务，支付或者负担的增值税税额。

在公用事业领域，在其他因素不变的情况下，增值税税率调整将直接影响营业收入、营业成本和增值税税额。此外，由于城市维护建设税和教育费附加以实际缴纳的增值税和消费税作为计费依据，增值税返还额同样与实际缴纳的增值税额直接相关，因此增值税税率的调整将间接影响税金及附加、和其他收益科目。

图 2：增值税对利润表科目的影响



资料来源：光大证券研究所

## 2.1、模型公司分析

由于公用事业子行业各公司业务不尽相同，我们构建了盈利属于正常范围的火电、水电、燃气模型公司，用于模拟各子行业的情况。

考虑到水务公司业务较为复杂（自来水销售、污水处理、工程收入等）且各业务增值税税率及优惠政策不尽相同，本报告未构建水务公司模型。

需要说明的是，与实际业务不同，火电、水电模型公司的业务只包括电力销售，而燃气公司的业务只包括（常规）天然气销售。由于大型水电站增值税优惠政策已于 2017 年底到期，本报告中的模型公司不考虑增值税优惠的影响。

模型公司的测算备考数据如下：

**表 3：火电、水电、燃气模型公司测算备考数据**

项目	火电	水电	燃气
<b>主营业务经营</b>			
业务类型	电力销售	电力销售	天然气销售
销售增值税税率 (%)	16%	16%	10%
采购增值税税率 (%)	16%	16%	10%
营业收入 (亿元)	100	100	100
营业成本 (亿元)	80	45	81
可抵扣项占比 (%)	70%	10%	90%
利润总额 (亿元)	12	48	9
所得税税率 (%)	25%	25%	25%
<b>净利润 (亿元)</b>	<b>9.00</b>	<b>36.00</b>	<b>6.75</b>
<b>固定资产投资</b>			
固定资产投资类型	新建或改扩建发电项目	新建或改扩建发电项目	新建或改扩建输配气项目
固定资产投资增值税税率 (%)	10%	10%	10%
新增固定资产投资 (亿元)	15	14	10
设备等可抵扣项占比 (%)	50%	10%	70%

资料来源：光大证券研究所

通过上述模型公司的构建，我们对增值税税率下调 1 个百分点的条件下，火电、水电、燃气子行业的盈利弹性进行静态测算。

测算假设如下：

(1) 假设新增固定资产投资额（不含增值税）不发生变化。由于增值税税率的调整将引起销售价及采购价的变化，考虑到公司对上下游的议价能力差异，我们按照含税与不含税价格的变化情况分为 4 种情景。考虑到实际情况，我们主要针对情景 1 和情景 2 进行测算（即含税销售价格与含税采购价格均不变或均下调）。

表 4：增值税税率下调的不同情景假设

项目	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4
含税销售价格	不变	下调	不变	下调
不含税销售价格	上调	不变	上调	不变
含税采购价格	不变	下调	下调	不变
不含税采购价格	上调	不变	不变	上调

资料来源：光大证券研究所

(2) 公用事业公司通常无需缴纳消费税，城市维护建设税及教育费附加的计税依据只考虑增值税；城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加的税率分别为 7%、3%、2%。

(3) 所得税税率按 25% 计。

经测算，增值税税率下调不同百分点时，模型公司净利润增厚幅度基本随之线性增长。当增值税税率下调 1 个百分点时，模型公司的测算结果详见表 5~表 7。

表 5：增值税税率下调 1 个百分点对火电模型公司利润的影响

项目	原值	情景 1	情景 2
<b>相关税费</b>			
销售增值税税率 (%)	16%	15%	15%
采购增值税税率 (%)	16%	15%	15%
固定资产投资增值税税率 (%)	10%	9%	9%
增值税税额 (亿元)	6.29	5.98	5.93
城市维护建设税+教育费附加 (亿元)	0.75	0.72	0.71
<b>增值税税负率 (%)</b>	<b>6.3%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.9%</b>
<b>利润影响</b>			
营业收入 (亿元)	100.00	100.87	100.00
营业成本 (亿元)	80.00	80.49	80.00
毛利 (亿元)	20.00	20.38	20.00
<u>毛利率 (%)</u>	20.0%	20.2%	20.0%
<b>净利润 (亿元)</b>	<b>9.00</b>	<b>9.31</b>	<b>9.03</b>
<u>净利率 (%)</u>	9.0%	9.2%	9.0%
<b>净利润变化 (%)</b>		<b>3.5%</b>	<b>0.4%</b>

资料来源：光大证券研究所

表 6：增值税税率下调 1 个百分点对水电模型公司利润的影响

项目	原值	情景 1	情景 2
<b>相关税费</b>			
销售增值税税率 (%)	16%	15%	15%
采购增值税税率 (%)	16%	15%	15%
固定资产投资增值税税率 (%)	10%	9%	9%
增值税税额 (亿元)	15.14	14.32	14.20
城市维护建设税+教育费附加 (亿元)	1.82	1.72	1.70

<b>增值税税负率 (%)</b>	<b>15.1%</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.2%</b>
<b>利润影响</b>			
营业收入 (亿元)	100.00	100.87	100.00
营业成本 (亿元)	45.00	45.04	45.00
毛利 (亿元)	55.00	55.83	55.00
<u>毛利率 (%)</u>	55.0%	55.3%	55.0%
<b>净利润 (亿元)</b>	<b>36.00</b>	<b>36.70</b>	<b>36.08</b>
<u>净利率 (%)</u>	36.0%	36.4%	36.1%
<b>净利润变化 (%)</b>		<b>1.9%</b>	<b>0.2%</b>

资料来源：光大证券研究所

**表 7：增值税税率下调 1 个百分点对燃气模型公司利润的影响**

项目	原值	情景 1	情景 2
<b>相关税费</b>			
销售增值税税率 (%)	10%	9%	9%
采购增值税税率 (%)	10%	9%	9%
固定资产投资增值税税率 (%)	10%	9%	9%
增值税税额 (亿元)	2.01	1.83	1.81
城市维护建设税+教育费附加 (亿元)	0.24	0.22	0.22
<b>增值税税负率 (%)</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.8%</b>
<b>利润影响</b>			
营业收入 (亿元)	100.00	100.92	100.00
营业成本 (亿元)	81.00	81.67	81.00
毛利 (亿元)	19.00	19.25	19.00
<u>毛利率 (%)</u>	19.0%	19.1%	19.0%
<b>净利润 (亿元)</b>	<b>6.75</b>	<b>6.95</b>	<b>6.77</b>
<u>净利率 (%)</u>	6.8%	6.9%	6.8%
<b>净利润变化 (%)</b>		<b>3.0%</b>	<b>0.3%</b>

资料来源：光大证券研究所

通过上述测算，我们可以得到如下结论：

在含税价格不做调整的情况下（即**情景 1**），增值税税率的下调将导致不含税价格实质性提升。当增值税税率下调 1 个百分点时，火电、水电、燃气模型公司的净利润分别增长 **3.5%、1.9%、3.0%**。

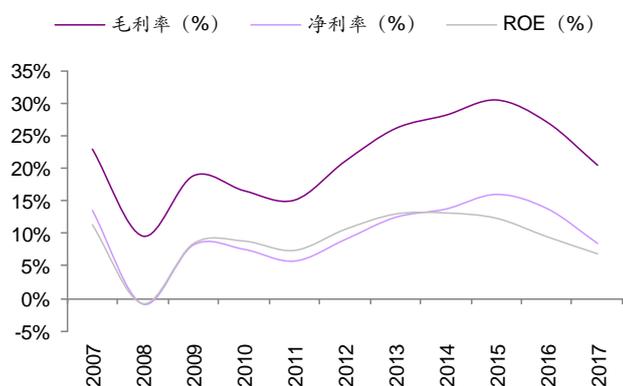
在含税价格根据增值税税率变化同步调整的情况下（即**情景 2**），增值税税率的下调时，不含税价格不发生变化。当增值税税率下调 1 个百分点时，模型公司的营业收入、营业成本不发生变化，但城市维护建设税和教育费附加将发生变化，进而影响利润。当增值税税率下调 1 个百分点时，火电、水电、燃气模型公司的净利润分别增长 **0.4%、0.2%、0.3%**。可见此情景下增值税调整对公用事业公司的影响有限。

## 2.2、上市公司分析

我们进而测算了增值税调整对公用事业火电、水电、燃气子板块上市公司利润的影响。各上市公司的经营情况和财务状况各异，我们的测算假设如下：

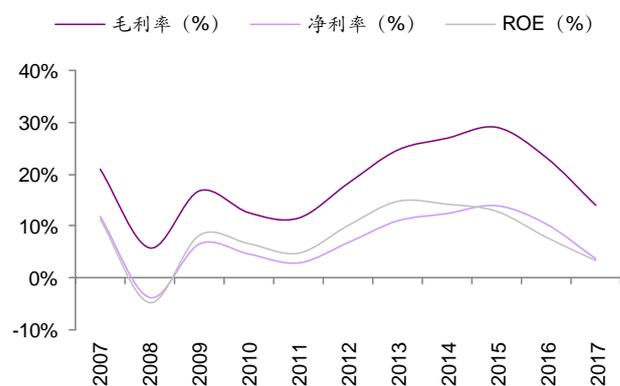
(1) 对于水电、燃气行业，由于其盈利水平的周期性变化相对较弱，我们以 2017 年各公司的财务数据为基数测算。考虑到火电行业的强周期性特征，我们分别以 2017、2015 年各公司的财务数据为基数测算（分别为火电行业业绩弱与强的代表年份）。为避免数据异常，各测算情景下亏损或微利（归母净利率<0.2%）的公司暂不纳入测算名单。

图 3：CS 电力及公用事业盈利情况



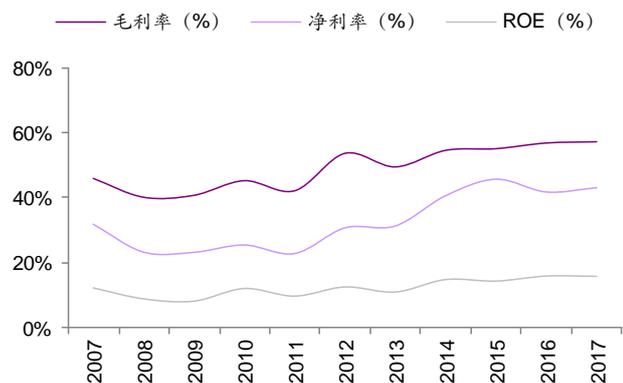
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：CS 火电盈利情况



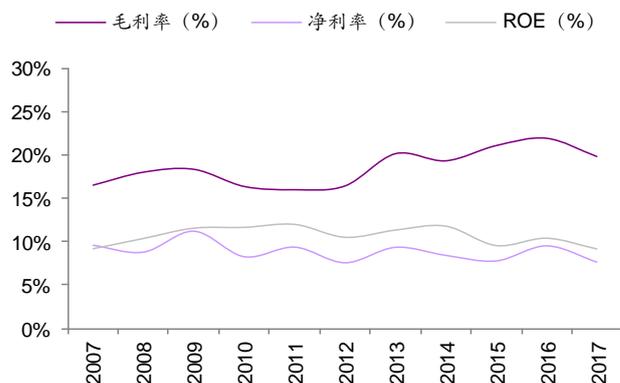
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：CS 水电盈利情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：CS 燃气盈利情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

(2) 火电、水电、燃气公司的营业收入全部缴纳增值税，营业成本中缴纳增值税的比例分别为 70%、10%、90%，增值税税率分别为 17%、17%、11%（注：考虑到财务数据选自 2015、2017 年，选用历史增值税税率为基准测算）。

(3) 因模型公司的测算影响有限，在测算实际公司影响不考虑固定资产投资中采购设备等项目对增值税的影响，不考虑城市维护建设税和教育费附加的影响。

(4) 仅考虑在含税价格不做调整的情况下(即情景1), 增值税税率下调1个百分点时, 公用事业上市公司归母净利润的变化。

经测算, 增值税税率下调不同百分点时, 上市公司业绩增厚幅度基本随之线性增长。增值税税率下降1个百分点时, 火电、水电、燃气公司的业绩弹性测算详见表8~10。

表8: 增值税税率下降1个百分点对火电公司的业绩影响测算

公司名称	归母净利润率 (%)	归母净利润变化额 (亿元)	归母净利润变化率 (%)	公司名称	归母净利润率 (%)	归母净利润变化额 (亿元)	归母净利润变化率 (%)
2017A				2015A			
豫能控股	0.6%	0.39	72.9%	华电能源	0.3%	0.07	30.0%
大连热电	0.4%	0.02	57.3%	大连热电	1.6%	0.02	16.4%
赣能股份	0.8%	0.05	32.3%	吉电股份	2.7%	0.12	10.1%
皖能电力	1.1%	0.43	32.3%	*ST 新能	2.5%	0.05	6.4%
华电国际	0.5%	1.06	24.6%	华银电力	5.1%	0.24	6.3%
华能国际	1.2%	3.85	21.5%	通宝能源	6.5%	0.16	4.4%
通宝能源	1.6%	0.14	16.9%	金山股份	3.6%	0.11	4.2%
京能电力	4.4%	0.56	10.5%	大唐发电	4.5%	1.19	4.2%
建投能源	1.6%	0.15	8.9%	天富能源	9.0%	0.13	4.0%
东方能源	2.7%	0.06	8.6%	漳泽电力	4.5%	0.17	4.0%
天富能源	4.2%	0.15	8.2%	广州发展	6.2%	0.41	3.1%
宝新能源	4.1%	0.08	7.5%	申能股份	7.4%	0.59	2.8%
大唐发电	2.6%	1.22	7.1%	内蒙华电	6.5%	0.18	2.6%
国电电力	3.7%	1.56	7.0%	宁波热电	9.2%	0.02	2.5%
广州发展	2.7%	0.46	6.8%	国电电力	8.0%	1.09	2.5%
粤电力 A	2.8%	0.44	5.9%	上海电力	7.8%	0.33	2.5%
深圳能源	4.8%	0.44	5.9%	华能国际	10.7%	3.30	2.4%
穗恒运 A	6.2%	0.08	4.1%	华电国际	10.8%	1.82	2.4%
内蒙华电	4.4%	0.21	4.0%	长源电力	15.6%	0.20	2.1%
上海电力	4.9%	0.35	3.7%	福能股份	14.9%	0.23	2.1%
宁波热电	6.2%	0.04	3.7%	豫能控股	15.3%	0.12	2.1%
申能股份	5.4%	0.59	3.4%	宝新能源	18.0%	0.13	2.0%
浙能电力	8.5%	1.16	2.7%	粤电力 A	12.6%	0.63	1.9%
福能股份	12.4%	0.19	2.3%	东方能源	17.4%	0.09	1.9%
江苏国信	10.8%	0.44	2.0%	深圳能源	16.1%	0.33	1.9%
湖北能源	18.8%	0.39	1.8%	皖能电力	10.2%	0.21	1.8%
联美控股	38.8%	0.10	1.1%	穗恒运 A	20.2%	0.08	1.7%
				湖北能源	22.2%	0.27	1.7%
				联美控股	23.3%	0.03	1.7%
				赣能股份	22.5%	0.09	1.6%
				浙能电力	17.6%	1.12	1.6%
				建投能源	21.2%	0.30	1.5%
				京能电力	24.0%	0.36	1.4%

资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 2017A 上市公司所得税税率按 25% 计)

表 9：增值税税率下降 1 个百分点对水电公司的业绩影响测算

公司名称	归母净利率 (%)	归母净利润变化额 (亿元)	归母净利润变化率 (%)	公司名称	归母净利率 (%)	归母净利润变化额 (亿元)	归母净利润变化率 (%)
闽东电力	2.5%	0.03	13.6%	桂冠电力	28.6%	0.53	2.1%
韶能股份	12.4%	0.22	4.8%	湖南发展	36.4%	0.02	1.9%
华能水电	17.0%	0.82	3.8%	长江电力	44.4%	3.47	1.6%
国投电力	10.2%	1.10	3.4%	梅雁吉祥	47.9%	0.02	1.5%
黔源电力	13.2%	0.10	3.2%	川投能源	408.3%	0.06	0.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所（注：以 2017A 财务数据为基数）

表 10：增值税税率下降 1 个百分点对燃气公司的业绩影响测算

公司名称	归母净利率 (%)	归母净利润变化额 (亿元)	归母净利润变化率 (%)	公司名称	归母净利率 (%)	归母净利润变化额 (亿元)	归母净利润变化率 (%)
长春燃气	3.9%	0.04	7.8%	ST 升达	1.2%	0.00	2.5%
胜利股份	1.6%	0.03	5.0%	深圳燃气	8.0%	0.22	2.5%
贵州燃气	4.9%	0.07	4.8%	佛燃股份	8.1%	0.06	1.8%
大通燃气	5.0%	0.01	4.3%	新疆火炬	23.6%	0.01	1.7%
南京公用	4.1%	0.05	3.3%	大众公用	10.1%	0.08	1.7%
皖天然气	4.8%	0.03	2.8%	新疆浩源	20.8%	0.01	1.6%
陕天然气	5.2%	0.11	2.8%	东方环宇	21.7%	0.01	1.5%
重庆燃气	6.4%	0.10	2.7%	百川能源	28.9%	0.11	1.3%
金鸿控股	6.4%	0.06	2.6%	新天然气	25.9%	0.03	1.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所（注：以 2017A 财务数据为基数）

从测算结果可见：

不同上市公司的利润总额对增值税下调的敏感性不尽相同，盈利状况较差、进税项抵扣比例较低的公司，更多受益于增值税税率下调。

此外，对于火电公司而言，在盈利较差时降低增值税税率对业绩改善较为明显，在盈利较好时降低增值税税率对业绩的弹性相对较弱。

根据我们的测算，在当前盈利水平条件下，总体而言，降低增值税税率对火电公司业绩提升的影响较大。火电龙头公司（华能国际、华电国际）、以及二、三线火电标的（赣能股份、皖能电力、京能电力、建投能源等）弹性较强。

### 3、投资建议

在本篇报告中，我们对于公用事业细分子行业的模型公司及上市公司分别进行了增值税税率下调的弹性测算，在当前盈利水平条件下，总体而言，降低增值税税率对火电公司的业绩弹性较强。结合中长期煤价下行预期判断，推荐火电龙头华能国际、华电国际，以及二、三线火电公司赣能股份、皖能电力、建投能源等。

表 11：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	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
600011	华能国际	7.09	0.11	0.14	0.36	62	51	20	买入
600027	华电国际	4.65	0.04	0.18	0.33	107	26	14	买入
000543	皖能电力	5.53	0.07	0.16	0.25	75	35	22	增持
000600	建投能源	6.75	0.09	0.14	0.20	72	48	34	增持
000899	赣能股份	5.57	0.02	0.20	0.27	330	28	21	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019-03-04

## 4、风险分析

电力行业：增值税降税幅度低于预期，上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，水电来水不及预期，电力行业改革进度低于预期的风险等。

燃气行业：增值税降税幅度低于预期，天然气销售量低于预期，新用户接驳数量下滑或接驳费用降低的风险，购气成本超预期上涨，管输费、配气费进一步下行的风险等。

## 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达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达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

上海市南京西路 1266 号恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

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
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	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
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@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
	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
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com