

## 通信行业

# 减税明显利好海能达、中兴通讯、中国联通

## ——行业专题

✉：张建民 执业证书编号：S1230518060001  
 ☎：  
 ✉：zhangjianming1@stocke.com.cn

### 事件

3月5日上午，第十三届全国人民代表大会第二次会议在北京人民大会堂开幕，国务院总理李克强在作政府工作报告时说，要实施更大规模的减税，深化增值税改革，**将制造业等行业现行16%的增值税税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的增值税税率降至9%，**确保主要行业税负明显降低；保持6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。

### 投资要点

#### □ 税率降幅为历年最大，制造业最为受益

近年来我国持续深化增值税改革。2017年，我国将增值税税率由四档并为三档，取消了13%的增值税税率。2018年3月28日，将制造业等行业增值税税率从17%降至16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从11%降至10%。对比来看，今年我国增值税税率的降幅明显加大，制造业等行业增值税税率甚至下降3个百分点。

#### □ 通信行业整体减税规模超30亿元，14%公司净利润弹性在10%以上

我们根据税金及附加倒推实缴增值税来计算减税规模，考虑增值税对城建税和教育附加费的影响，增值税率下调带来的通信行业整体减税规模约为30.3亿元。在我们测算的127家上市公司中，增值税调整带来净利润弹性>15%、10%~15%、5%~10%、0%~5%的公司数量分别为6家、12家、30家、79家，占比分别为4.7%、9.4%、23.6%、62.2%。

#### □ 近期推荐标的中，海能达、中国联通、中兴通讯弹性较大

在我们重点推荐公司中，海能达、中兴通讯、中国联通受增值税下调的影响较大，减税金额分别为5775万元、96444万元、20311万元，带来的净利润弹性分别为23.4%、14.4%、8.5%。中国联通位于产业链更下游位置，议价能力较强，有望明显受益。

### 风险提示

公司业务涉及多项增值税率、进项税与销项税的税率不等会产生测算偏差；增值税是价外税，企业不一定能直接从增值税减税中获利，实际效果还要看企业对上下游和消费者的议价能力。如果企业不具有议价能力，则减税利好将由上下游企业和消费者获得。

### 细分行业评级

主设备商	看好
光模块/器件	看好
车联网	看好

### 公司推荐

数码科技	增持
数知科技	买入
烽火通信	增持

### 相关报告

- 《优化VGPP模型，推荐5G、北斗、专网、运营商投资机会》2018-09-03.
- 《频谱分配在即，运营商加速布局5G》2018-09-17.
- 《研发费用税前加计扣除比例提高利于通信公司业绩改善》2018-9-25
- 《基于VGPP模型推荐5G、运营商、专网投资机会》2018-10-08
- 《53家公司预期三季报增长，国务院发文推进5G商用》2018-10-15

报告撰写人： 张建民  
 数据支人： 张建民

## 正文目录

1. 制造业税率由 16%降至 13% .....	3
2. 通信行业的影响测算 .....	3
2.1. 采用倒推法测算减税额 .....	3
2.2. 14%公司净利润弹性在 10%以上，海能达、联通、中兴弹性较大 .....	4
3. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 18 公司净利润弹性在 10%以上 .....	4
图 2: 14%的公司净利润弹性在 10%以上 .....	4
图 3: 增值税调整带来净利润弹性最大的十家公司 .....	5
图 4: 重点推荐的公司减税额及净利润弹性 .....	5
表 1: 我国持续深化增值税改革 .....	3
表 2: 增值税下调对通信行业上市公司的影响 .....	5

## 1. 制造业税率由 16% 降至 13%

**减税方案确定，增值税率由 16%-10%-6% 改为 13%-9%-6%。**2019 年 3 月 5 日上午，第十三届全国人民代表大会第二次会议在北京人民大会堂开幕，国务院总理李克强在作 2019 年政府工作报告时说，普惠性减税与结构性减税并举，重点降低制造业和小微企业税收负担。深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低；保持 6% 一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增。

**税率降幅为历年最大，制造业最为受益。**近年来我国持续深化增值税改革。2017 年，我国将增值税税率由四档并为三档，取消了 13% 的增值税税率。而后，我国又降低了部分行业的增值税税率，2018 年 3 月 28 日的国务院常务会议决定，自当年 5 月 1 日起，将制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从 11% 降至 10%，降幅分别为 1 个百分点。对比来看，今年我国增值税税率的降幅明显加大，制造业等行业增值税税率甚至下降 3 个百分点，交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%。

**表 1：我国持续深化增值税改革**

时 间	增值税改革内容
2017 年	税率由四档并为三档，取消了 13% 的增值税税率
2018 年 3 月	自 2018 年 5 月 1 日起，将制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%，将交通运输业、建筑业等行业增值税税率从 11% 降至 10%
2019 年 3 月	将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%

资料来源：浙商证券研究所

## 2. 通信行业的影响测算

### 2.1. 采用倒推法测算减税额

增值税为价外税，不直接反映在企业利润表的营业收入中。由于我国商品销售多以含税价报价，假设最终商品售价和供求关系不变，则增值税减税的收益可形成企业税前所得。

我们根据税金及附加倒推实缴增值税来计算减税规模，主要测算假设及测算方法如下：

#### 1、测算假设

- (1) 含税收入不变，即产品价格不变，且产品供求不变；
- (2) 进项税和销项税的税率一致。
- (3) 不考虑企业涉及多项增值税率的情况，按证监会行业分类对企业采用单一增值税率。

#### 2、测算方法

(1) 当期实缴增值税=教育费附加/5%-消费税；

因为，

教育费附加=(实际缴纳增值税+消费税)\*教育费附加合计税率；其中教育费附加税率为 5% (教育费附加的费率为 3%、地方教育费附加为 2%，二者合计为 5%)；

(2) 增值税减税增厚利润计算：

① 增值税调整后减税额=当期实缴增值税-当期实缴增值税÷当前适用税率×(1+当前适用税率)÷(1+调整后

税率) × 调整后税率;

其中,

“当期实缴增值税 ÷ 当前适用税率” 为不含税收入;

“当期实缴增值税 ÷ 当前适用税率 × (1 + 当前适用税率)” 为含税收入;

“当期实缴增值税 ÷ 当前适用税率 × (1 + 当前适用税率) ÷ (1 + 调整后税率)” 为增值税率调整后的不含税收入;

“当期实缴增值税 ÷ 当前适用税率 × (1 + 当前适用税率) ÷ (1 + 调整后税率) × 调整后税率” 为增值税率调整后的增值税缴纳额;

② 增值税减税规模 = 增值税调整后减税额 × (1 + 12%);

假设企业供给和销售价格不变, 则增值税减税部分则为利润增厚部分; 此外, 增值税下降将带来城建税和教育费附加下降, 城建税 7% + 教育费附加 5%, 合计 12%。

(3) 企业净利润弹性 = 增值税减税规模 × (1 - 所得税率) / 净利润

其中, 所得税率采用 2017 年企业实际所得税率, 实际所得税率为负数时以 15% 计算。

### 3、数据说明

深信服、润建通信采用 2018 年半年报数据, 其余公司数据以 2017 年年报为准。

### 4、局限之处

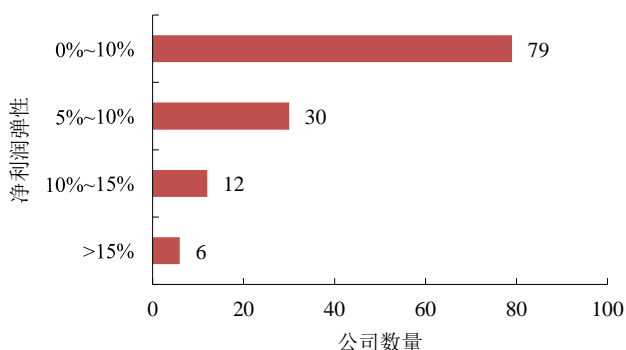
公司业务涉及多项增值税率、进项税与销项税的税率不等会产生测算偏差。

## 2.2. 14% 公司净利润弹性在 10% 以上, 海能达、联通、中兴弹性较大

通信行业整体减税规模超过 30 亿元。根据我们的测算, 考虑增值税对城建税和教育附加费的影响, 增值税率下调带来的通信行业整体减税规模约为 30.3 亿元。

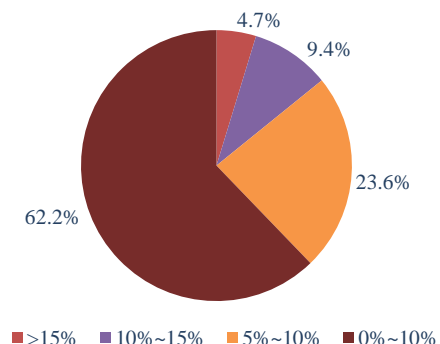
14.1% 的公司净利润弹性在 10% 以上。在我们测算的 127 家上市公司中, 增值税调整带来净利润弹性 >15%、10%~15%、5%~10%、0%~5% 的公司数量分别为 6 家、12 家、30 家、79 家, 占比分别为 4.7%、9.4%、23.6%、62.2%。

图 1: 18 公司净利润弹性在 10% 以上



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

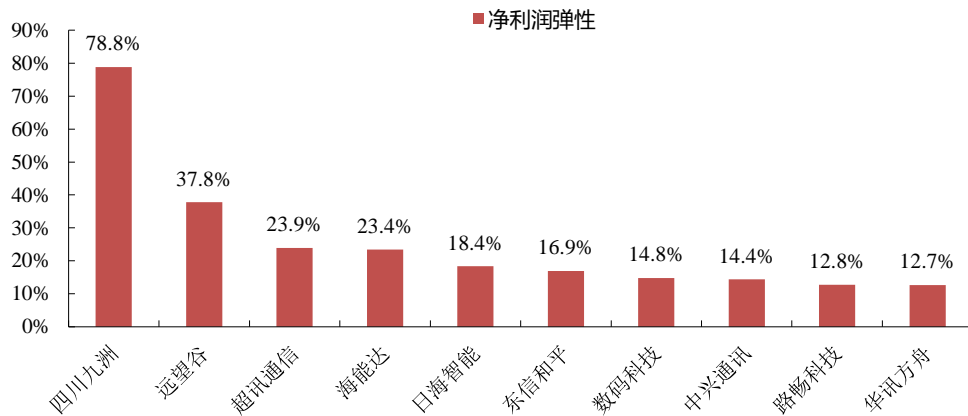
图 2: 14% 的公司净利润弹性在 10% 以上



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

根据我们的测算, 增值税率下调带来净利润弹性最大的十家公司是: 四川九洲、远望谷、超讯通信、海能达、日海智能、东信和平、数码科技、中兴通讯、路畅科技、华讯方舟。

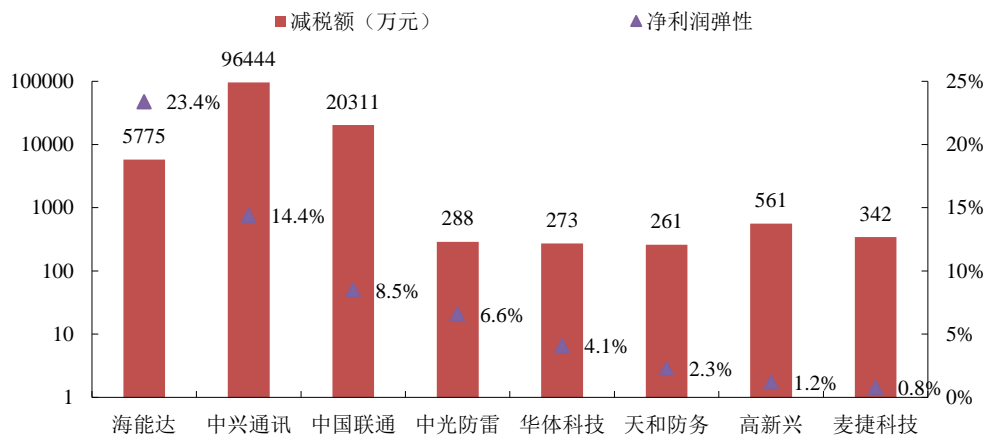
图 3：增值税调整带来净利润弹性最大的十家公司



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们重点推荐的得公司中，海能达、中兴通讯、中国联通受增值税下调的影响较大，减税金额分别为 5775 万元、96444 万元、20311 万元，带来的净利润弹性分别为 23.4%、14.4%、8.5%，尤其中国联通位于产业链更下游位置，议价能力较强，有望明显受益。

图 4：重点推荐的公司减税额及净利润弹性



资料来源：Wind，浙商证券研究所

测算具体过程和结果如下：

表 2：增值税下调对通信行业上市公司的影响

证券简称	证监会行业分类	现行增值税税率	增值税率下调	实缴增值税(万元)	增值税减税(万元)	实际所得税率	增厚净利润(万元)	净利润(万元)	净利润弹性
四川九洲	制造业	16%	-3%	3,960	736	91.3%	64.2	81.4	78.8%
远望谷	制造业	16%	-3%	1,374	255	75.0%	63.8	168.8	37.8%
超讯通信	技术服务业	10%	-1%	5,123	526	2.9%	510.9	2137.9	23.9%
海能达	制造业	16%	-3%	31,076	5,775	0.7%	5734.1	24486.2	23.4%
日海智能	制造业	16%	-3%	11,906	2,213	17.2%	1831.8	9943.8	18.4%
东信和平	制造业	16%	-3%	3,828	711	11.3%	631.3	3744.7	16.9%
数码科技	制造业	16%	-3%	5,034	935	28.9%	665.2	4493.3	14.8%
中兴通讯	制造业	16%	-3%	518,960	96,444	19.8%	77315.9	538634.2	14.4%
路畅科技	制造业	16%	-3%	1,926	358	13.0%	311.4	2434.3	12.8%
华讯方舟	制造业	16%	-3%	11,293	2,099	23.8%	1599.8	12609.1	12.7%
中海达	制造业	16%	-3%	7,206	1,339	19.2%	1082.5	8716.5	12.4%
南京熊猫	制造业	16%	-3%	12,384	2,301	16.2%	1929.4	15617.1	12.4%
科信技术	制造业	16%	-3%	4,266	793	10.5%	709.6	5882.1	12.1%
东方通信	制造业	16%	-3%	7,999	1,487	10.0%	1337.3	11977.2	11.2%
深信服	技术服务业	10%	-1%	13,187	1,355	2.8%	1317.2	12485.6	10.5%
深南电路	制造业	16%	-3%	28,128	5,227	11.0%	4651.6	44881.6	10.4%
特发信息	制造业	16%	-3%	18,511	3,440	12.3%	3017.1	29756.3	10.1%
星网锐捷	制造业	16%	-3%	40,246	7,479	6.2%	7017.6	70003.2	10.0%
太辰光	制造业	16%	-3%	5,931	1,102	14.0%	948.0	10003.1	9.5%
飞荣达	制造业	16%	-3%	6,331	1,177	12.8%	1026.3	11026.6	9.3%
通宇通讯	制造业	16%	-3%	6,407	1,191	17.5%	982.0	11305.3	8.7%
中国联通	技术服务业	10%	-1%	197,668	20,311	29.2%	14383.8	168395.8	8.5%
盛路通信	制造业	16%	-3%	4,777	888	11.9%	782.1	9165.1	8.5%
东土科技	制造业	16%	-3%	6,589	1,225	17.2%	1013.7	12479.5	8.1%
紫光股份	制造业	16%	-3%	130,326	24,220	12.4%	21215.3	263087.0	8.1%
华阳集团	制造业	16%	-3%	12,511	2,325	8.3%	2132.8	27938.2	7.6%
拓邦股份	制造业	16%	-3%	10,383	1,930	11.7%	1703.8	22472.4	7.6%
德赛西威	制造业	16%	-3%	25,807	4,796	10.9%	4271.4	61589.0	6.9%
佳讯飞鸿	制造业	16%	-3%	5,094	947	13.7%	817.0	11984.1	6.8%
三川智慧	制造业	16%	-3%	3,489	648	13.7%	559.8	8230.6	6.8%
中光防雷	制造业	16%	-3%	1,547	288	17.2%	238.0	3595.5	6.6%
华工科技	制造业	16%	-3%	13,063	2,428	15.7%	2045.4	32064.4	6.4%
友讯达	制造业	16%	-3%	2,877	535	14.3%	457.9	7186.2	6.4%
欣天科技	制造业	16%	-3%	1,258	234	16.2%	195.9	3101.6	6.3%
北斗星通	制造业	16%	-3%	4,608	856	18.5%	697.9	11500.8	6.1%
杰赛科技	技术服务业	10%	-1%	14,161	1,455	12.3%	1276.2	21205.7	6.0%
广东榕泰	制造业	16%	-3%	4,888	908	11.4%	804.6	13394.8	6.0%
富通鑫茂	制造业	16%	-3%	4,698	873	7.6%	806.7	13721.9	5.9%
思特奇	技术服务业	10%	-1%	4,077	419	8.4%	383.6	6545.2	5.9%
沪电股份	制造业	16%	-3%	8,845	1,644	29.8%	1154.6	20351.8	5.7%

广和通	制造业	16%	-3%	1,410	262	7.8%	241.6	4385.7	5.5%
高鸿股份	批发和零售业	16%	-3%	6,941	1,290	23.7%	984.7	18654.1	5.3%
中新赛克	技术服务业	10%	-1%	7,373	758	8.5%	692.9	13233.1	5.2%
星网宇达	制造业	16%	-3%	2,623	488	11.2%	433.0	8428.2	5.1%
烽火通信	制造业	16%	-3%	26,472	4,920	6.0%	4622.3	90345.7	5.1%
春兴精工	制造业	16%	-3%	11,649	2,165	2.7%	1840.2	-36270.9	5.1%
天孚通信	制造业	16%	-3%	3,377	628	13.1%	545.3	10941.4	5.0%
晨曦航空	制造业	16%	-3%	1,559	290	17.0%	240.5	4852.1	5.0%
东山精密	制造业	16%	-3%	15,343	2,851	8.6%	2607.0	53044.0	4.9%
神州数码	批发和零售业	16%	-3%	22,396	4,162	15.2%	3530.5	72318.9	4.9%
思创医惠	制造业	16%	-3%	4,079	758	15.8%	638.3	13117.5	4.9%
二六三	技术服务业	10%	-1%	1,285	132	20.9%	104.4	2156.5	4.8%
亨通光电	制造业	16%	-3%	65,024	12,084	12.9%	10531.2	223576.0	4.7%
通鼎互联	制造业	16%	-3%	17,480	3,249	10.8%	2897.8	61811.1	4.7%
宜通世纪	技术服务业	10%	-1%	11,876	1,220	16.7%	1016.5	21703.0	4.7%
光库科技	制造业	16%	-3%	1,699	316	12.9%	275.1	6019.7	4.6%
神州泰岳	技术服务业	10%	-1%	5,294	544	18.6%	443.0	9705.8	4.6%
光迅科技	制造业	16%	-3%	8,805	1,636	10.8%	1459.0	32727.1	4.5%
科陆电子	制造业	16%	-3%	12,340	2,293	12.4%	2008.2	46238.0	4.3%
中天科技	制造业	16%	-3%	48,296	8,975	14.0%	7717.0	179754.7	4.3%
华力创通	制造业	16%	-3%	1,968	366	5.6%	345.4	8150.0	4.2%
生益科技	制造业	16%	-3%	28,858	5,363	14.5%	4583.3	111334.2	4.1%
佳都科技	技术服务业	10%	-1%	9,428	969	8.5%	886.6	21556.5	4.1%
华体科技	制造业	16%	-3%	1,466	273	20.8%	215.7	5287.8	4.1%
永鼎股份	制造业	16%	-3%	7,891	1,467	8.0%	1349.0	33576.9	4.0%
海格通信	制造业	16%	-3%	7,870	1,463	7.6%	1351.3	34108.4	4.0%
全信股份	制造业	16%	-3%	3,128	581	14.0%	499.9	12827.8	3.9%
世纪鼎利	技术服务业	10%	-1%	4,565	469	20.6%	372.3	9942.1	3.7%
美亚柏科	技术服务业	10%	-1%	10,403	1,069	11.6%	944.6	26230.5	3.6%
航天信息	制造业	16%	-3%	56,654	10,529	20.9%	8329.8	243835.8	3.4%
金信诺	制造业	16%	-3%	3,706	689	19.9%	551.5	16210.9	3.4%
振芯科技	制造业	16%	-3%	906	168	16.0%	141.3	4195.6	3.4%
神州信息	技术服务业	10%	-1%	12,370	1,271	16.8%	1057.1	31813.2	3.3%
东软载波	技术服务业	10%	-1%	7,604	781	0.4%	778.1	23607.8	3.3%
宝信软件	技术服务业	10%	-1%	15,379	1,580	8.4%	1447.8	46059.5	3.1%
浙江富润	制造业	16%	-3%	4,483	833	15.2%	706.3	22698.6	3.1%
新海宜	制造业	16%	-3%	1,799	334	-3.4%	284.2	-9210.0	3.1%
亚联发展	技术服务业	10%	-1%	1,728	178	13.9%	152.8	4992.0	3.1%
大富科技	制造业	16%	-3%	9,809	1,823	12.0%	1603.7	-52406.9	3.1%
三孚股份	制造业	16%	-3%	3,079	572	24.6%	431.6	14274.4	3.0%
国睿科技	制造业	16%	-3%	3,086	574	12.2%	503.7	16936.0	3.0%

航天发展	制造业	16%	-3%	5,267	979	12.2%	859.3	30889.4	2.8%
华星创业	技术服务业	10%	-1%	4,629	476	-4.9%	404.3	-15036.6	2.7%
三联虹普	技术服务业	10%	-1%	2,680	275	14.0%	236.9	9029.2	2.6%
烽火电子	制造业	16%	-3%	1,299	241	4.7%	230.1	8891.0	2.6%
四维图新	技术服务业	10%	-1%	6,645	683	21.2%	538.0	21232.2	2.5%
科大讯飞	技术服务业	10%	-1%	14,031	1,442	17.0%	1197.2	47918.0	2.5%
ST 九有	商务服务业	16%	-3%	410	76	23.5%	58.3	2382.1	2.4%
初灵信息	技术服务业	10%	-1%	2,097	215	12.0%	189.6	7766.0	2.4%
博创科技	制造业	16%	-3%	1,229	228	14.9%	194.5	7980.0	2.4%
天源迪科	技术服务业	10%	-1%	4,302	442	1.4%	435.8	17934.0	2.4%
中国卫星	制造业	16%	-3%	7,190	1,336	12.3%	1172.4	49313.3	2.4%
数字政通	技术服务业	10%	-1%	4,734	486	10.3%	436.2	18445.7	2.4%
科华恒盛	制造业	16%	-3%	6,101	1,134	8.8%	1034.2	44040.5	2.3%
天和防务	制造业	16%	-3%	1,406	261	31.7%	178.5	7695.1	2.3%
恒为科技	制造业	16%	-3%	1,012	188	9.9%	169.5	7500.6	2.3%
鼎信通讯	技术服务业	10%	-1%	7,258	746	7.4%	690.4	30668.9	2.3%
金卡智能	技术服务业	10%	-1%	8,748	899	16.2%	753.2	34077.9	2.2%
合众思壮	制造业	16%	-3%	3,077	572	7.4%	529.8	24427.7	2.2%
纵横通信	技术服务业	10%	-1%	1,453	149	12.6%	130.6	6029.9	2.2%
亿联网络	制造业	16%	-3%	6,710	1,247	9.3%	1131.0	59079.0	1.9%
中富通	技术服务业	10%	-1%	830	85	14.2%	73.2	3903.2	1.9%
国脉科技	技术服务业	10%	-1%	2,982	306	13.9%	264.0	15815.0	1.7%
创意信息	技术服务业	10%	-1%	2,964	305	14.2%	261.3	17359.6	1.5%
迅游科技	技术服务业	10%	-1%	1,665	171	13.7%	147.7	10075.5	1.5%
梦网集团	技术服务业	10%	-1%	3,858	396	14.1%	340.3	24841.0	1.4%
*ST 凡谷	制造业	16%	-3%	4,256	791	-7.7%	672.2	-51443.4	1.3%
龙宇燃油	批发和零售 业	16%	-3%	565	105	9.1%	95.4	7404.7	1.3%
海兰信	制造业	16%	-3%	1,332	248	18.5%	201.7	15677.5	1.3%
七一二	制造业	16%	-3%	1,344	250	3.7%	240.7	19423.2	1.2%
高新兴	技术服务业	10%	-1%	5,459	561	12.2%	492.5	40009.3	1.2%
润建通信	技术服务业	10%	-1%	1,417	146	17.3%	120.3	10269.7	1.2%
浙大网新	技术服务业	10%	-1%	4,192	431	15.5%	364.1	32657.1	1.1%
东方国信	技术服务业	10%	-1%	4,976	511	11.5%	452.5	43937.2	1.0%
移为通信	制造业	16%	-3%	606	113	12.3%	98.8	9693.8	1.0%
数知科技	技术服务业	10%	-1%	5,128	527	10.2%	472.9	49552.2	1.0%
北讯集团	技术服务业	10%	-1%	2,838	292	35.7%	187.4	21708.0	0.9%
麦捷科技	制造业	16%	-3%	1,842	342	-1.3%	290.9	-35069.8	0.8%
荣之联	技术服务业	10%	-1%	1,640	169	2.1%	165.0	-20245.2	0.8%
剑桥科技	制造业	16%	-3%	261	49	0.0%	48.6	6060.1	0.8%
中际旭创	制造业	16%	-3%	707	131	21.6%	103.0	16150.5	0.6%
光环新网	技术服务业	10%	-1%	2,937	302	13.0%	262.6	44427.8	0.6%
高升控股	技术服务业	10%	-1%	559	57	16.6%	48.0	15673.9	0.3%



网宿科技	技术服务业	10%	-1%	2,447	251	3.9%	241.6	81679.2	0.3%
新易盛	制造业	16%	-3%	186	34	12.9%	30.0	11109.1	0.3%
长江通信	制造业	16%	-3%	301	56	3.1%	54.2	25647.9	0.2%
数据港	技术服务业	10%	-1%	63	6	15.0%	5.5	11489.5	0.0%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. 风险提示

1、测算方法偏差：公司业务涉及多项增值税率、进项税与销项税的税率不等会产生测算偏差；

2、增值税是价外税，企业不一定能直接从增值税减税中获利，实际效果还要看企业对上下游和消费者的议价能力。如果企业不具有议价能力，则减税利好将由上下游企业和消费者获得。

## 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>