

制造业增值税率下调影响

降低附加税，实际影响取决于企业议价能力

分析师：李莎



SAC 执业证号：S0260513080002

SFC CE.no: BNV167



020-87574792



lisha@gf.com.cn

核心观点：增值税率下调将使得附加税下降，实际影响取决于企业议价能力

2019年3月5日，国务院总理李克强代表国务院向十三届全国人大二次会议作《政府工作报告》。《政府工作报告》中提出，将制造业等行业现行16%的税率降至13%。以增值税为税基的附加税（一般包括城市建设维护税7%、教育费附加3%、地方教育费附加2%）则体现在利润表中的“税金及附加”项目中，从而影响利润表。因此其他条件不变情况下，增值税率下降将减少以增值税为税基的附加税的缴纳，从而降低上市公司营业总成本，提高利润总额。

一、钢铁行业：增值税率降低助力附加税下降，实际影响取决于企业议价能力

对作为产业链中游的钢铁行业而言，其受益于增值税率降低的程度将由其对终端消费者和上游原材料之间的议价权博弈决定，我们在本文中讨论两种极端情形，具体而言：

情形 1：最正面影响：对上、下游议价能力均较强，即钢材产品价格保持不变，对上游原材料价格挤压，则计入利润表的钢企购销差价增加，且附加税负降低进一步增厚利润。预计这种情形下，钢企利润总额增厚幅度为28.55%；

情形 2：最负面影响：对上、下游议价能力均较弱，即钢材产品价格降低，上游原材料价格不变，则虽然附加税负降低，但计入利润表的购销差价缩窄，利润总额下降。预计这种情形下，钢企利润总额的增厚幅度为-12.63%。

因此我们预计在制造业的增值税率由16%下降至13%后，以增值税为税基的城市维护建设税、教育费附加和地方教育费附加将降低，从而增厚钢企利润，而钢企购销差价变动取决于议价能力。我们预计，根据钢企对产业链上下游议价能力的不同，增值税率下调对钢企利润总额影响为-12.63%~28.55%之间。

二、上市公司：附加税占利润总额比重越高，增值税率下降的正面影响越大

对上市公司影响看，增值税率下降对上市公司利润的影响主要体现在以增值税为税基的附加税缴纳的下降。理论上讲，附加税占当期利润总额的比重越高，增值税率下降的正面影响相对越大；反之，附加税占当期利润总额的比重越低，增值税率下降的正面影响相对越小。另外，若钢企某些品类产品在下游客户中供不应求或处于垄断地位，则该钢企或会利用该优势对下游客户进行议价，从而将增值税率降低的红利保留下来，进一步增厚当期利润。

三、结论：增值税率降低助力附加税下降，实际影响取决于议价能力

综上所述，我们预计在制造业的增值税率由16%下降至13%后，以增值税为税基的城市维护建设税、教育费附加和地方教育费附加将降低，从而增厚钢企利润，而钢企购销差价变动取决于议价能力。我们预计，根据钢企对产业链上下游议价能力的不同，增值税率下调对钢企利润总额的影响为-12.63%~28.55%之间；另外，附加税占上市公司当期利润总额比重越高，增值税率下降的影响越大，建议关注增值税率降低对此类企业利润的正面作用。

四、风险提示：增值税率下降进程不及预期；钢铁企业对上、下游议价能力超预期弱化；附加税降低后，部分钢企收到的政府补贴相应下降，从而影响当期利润总额。

相关研究：

2019年3月投资策略:旺季钢材价、利中枢或逐步抬升，建议关注开工旺季机会

2019-03-03

钢铁行业全景观察（第7期）:产量、库存、价格、盈利与估值

2019-03-02

钢铁行业周报（2019年第8周）:社会库存增速放缓，开工旺季需求逐步释放

2019-03-02

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：刘洋 021-87570852 gzly@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/7	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
三钢闽光	002110.SZ	买入	CNY	17.07	-	4.44	4.77	3.84	3.58	1.58	0.76	33.7	26.6
方大特钢	600507.SH	买入	CNY	14.47	16.60	2.02	1.73	7.18	8.38	4.15	4.78	45.4	28.0

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 方大特钢已公布 2018 年年报, 其 2018E 数据为 2018 年年报数据。

目录索引

前言：2019 年制造业增值税率拟由 16%降至 13%，对钢铁行业影响几何？	5
一、钢铁行业：增值税率降低助力附加税下降，实际影响取决于企业议价能力	6
（一）情形 1：最正面影响--钢材价格不变、原材料价格下降，钢铁行业利润总额将增加 1150 亿元、占 18 年的 28.55%	6
（二）情形 2：最负面影响--钢材价格下降、原材料价格不变，钢铁行业利润总额将减少 509 亿元、占 18 年的 12.63%	7
二、上市公司：附加税占利润总额比重越高，增值税率下降的正面影响越大	10
三、结论：增值税率降低助力附加税下降，实际影响取决于企业议价能力	12
四、风险提示	13

图表索引

表 1: 制造业的增值税率由 16%下降至 13%对钢铁行业利润总额的影响测算	8
表 2: 2016~2018H 申万钢铁上市公司由增值税产生的附加税占当期利润总额的比重以及均值情况	10

前言：2019年制造业增值税率拟由16%降至13%，对钢铁行业影响几何？

2019年3月5日，国务院总理李克强代表国务院向十三届全国人大二次会议作《政府工作报告》。《政府工作报告》中提出，2019年将实施更大规模的减税，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，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。

以增值税为税基的附加税则体现在利润表中的“营业税金及附加”科目中，从而影响利润表。以增值税为税基的附加税，一般包括三大项：城市建设维护税=增值税*7%，教育费附加=增值税*3%，地方教育费附加=增值税*2%，则以增值税为税基产生的附加税=增值税*12%。其他条件不变情况下，增值税率下降将减少以增值税为税基的附加税的缴纳，进而降低企业的营业总成本，提高利润总额。

在本文中，我们将从钢铁行业和上市公司两个角度，探讨增值税率若从现行16%的税率降至13%对钢铁行业整体利润总额的影响，以及对申万钢铁上市公司利润总额的影响。

一、钢铁行业：增值税率降低助力附加税下降，实际影响取决于企业议价能力

对作为产业链中游的钢铁行业而言，受益于增值税率降低的程度将由其对下游消费者和上游原材料之间的议价权博弈决定，我们讨论两种极端情形，具体而言：

情形1-最正面影响：对上、下游议价能力均较强，即终端产品含税价格可保持不变，而对上游原材料价格进行挤压，则计入利润表的钢企购销差价增加，其他条件不变下利润总额增厚，且附加税负降低进一步增厚利润总额。

情形2-最负面影响：对上、下游议价能力均较弱，即终端产品含税价格因增值税率降低而降低，但上游原材料含税价格保持不变，则虽然附加税负降低，但计入利润表的钢企购销差价将缩窄，利润总额下降。

在下文中我们将针对以上两种情况，探讨制造业的增值税率若由现行16%的降至13%对钢铁行业整体利润总额的影响。

首先我们首先做如下假设：

(1) 国内钢铁行业主要原材料为进口铁矿石、焦炭和废钢。根据《中华人民共和国增值税暂行条例》，纳税人销售货物、劳务、有形动产租赁服务或者进口货物，除本条第二项、第四项、第五项另有规定外，税率为16%。进口铁矿石、焦炭、废钢均不在另有规定条目中，因此增值税率均为16%。

(2) 2018年铁矿石进口均价473元/吨（不含税），二级冶金焦含税均价2143元/吨，废钢不含税均价2308元/吨，钢材含税均价4321元/吨。

(3) 吨钢原材料成本 = $0.96 \times (1.6 \times \text{铁矿石} + 0.5 \times \text{焦炭}) + 0.15 \times \text{废钢}$ 。

(一) 情形 1：最正面影响--钢材价格不变、原材料价格下降，钢铁行业利润总额将增加 1150 亿元、占 18 年的 28.55%

(1) 增值税率调整前：

进项税 = $(0.96 \times (1.6 \times 473 + 0.5 \times 2143 / 1.16) + 0.15 \times 2308) \times 16\% = 314 \text{元/吨}$ ；

销项税 = $4321 / 1.16 \times 16\% = 596 \text{元/吨}$ ；

增值税 = 销项税 - 进项税 = 284元/吨；

附加税 = 增值税 * 12% = 34元/吨；

吨钢购销差价 = $4321 / 1.16 - (0.96 \times (1.6 \times 473 + 0.5 \times 2143 / 1.16) + 0.15 \times 2308)$
= 1763元/吨。

(2) 增值税率调整后：

进项税 = $(0.96 \times (1.6 \times 473 + 0.5 \times 2143 / 1.16) + 0.15 \times 2308) \times 13\% = 255 \text{元/吨}$ ；

$$\text{销项税} = 4321/1.13 * 13\% = 497 \text{元/吨};$$

$$\text{增值税} = \text{销项税} - \text{进项税} = 242 \text{元/吨};$$

$$\text{附加税} = \text{增值税} * 12\% = 29 \text{元/吨};$$

$$\begin{aligned} \text{吨钢购销差价} &= 4321/1.13 - (0.96 * (1.6 * 473 + 0.5 * 2143/1.16) + 0.15 * 2308) \\ &= 1862 \text{元/吨}。 \end{aligned}$$

(3) 增值税率调整前后变化:

$$\text{吨钢购销差价变化} = \text{税改后} - \text{税改前} = 99 \text{元/吨};$$

$$\text{增值税变化} = \text{税改后} - \text{税改前} = -42 \text{元/吨};$$

$$\text{附加税变化} = \text{税改后} - \text{税改前} = -5 \text{元/吨};$$

$$\begin{aligned} \text{若其他条件不变, 增值税率下降后利润总额变动} &= \text{购销差价变动} - \text{附加税变动} \\ &= 99 + 5 = 104 \text{元/吨}。 \end{aligned}$$

根据国家统计局统计数据, 2018年全年钢铁行业实现利润总额达到**4029.3亿元**。以2018年全国**11.06亿吨**钢材产量简单估算, 最正面影响情形下, 增值税率由16%降至13%后, 钢铁全行业利润总额将增加**1150亿元**, 占2018年全行业利润总额的**28.55%**。

(二) 情形 2: 最负面影响--钢材价格下降、原材料价格不变, 钢铁行业利润总额将减少 **509 亿元**、占 18 年的 **12.63%**

(1) 增值税率调整前:

$$\text{进项税} = (0.96 * (1.6 * 473 + 0.5 * 2143/1.16) + 0.15 * 2308) * 16\% = 314 \text{元/吨};$$

$$\text{销项税} = 4321/1.16 * 16\% = 596 \text{元/吨};$$

$$\text{增值税} = \text{销项税} - \text{进项税} = 284 \text{元/吨};$$

$$\text{附加税} = \text{增值税} * 12\% = 34 \text{元/吨};$$

$$\begin{aligned} \text{吨钢购销差价} &= 4321/1.16 - (0.96 * (1.6 * 473 + 0.5 * 2143/1.16) + 0.15 * 2308) \\ &= 1763 \text{元/吨}。 \end{aligned}$$

(2) 增值税率调整后:

$$\text{进项税} = (0.96 * (1.6 * 549/1.13 + 0.5 * 2143/1.13) + 0.15 * 2677/1.13) * 13\% = 262 \text{元/吨};$$

$$\text{销项税} = 4321/1.16 * 13\% = 484 \text{元/吨};$$

$$\text{增值税} = \text{销项税} - \text{进项税} = 222 \text{元/吨};$$

$$\text{附加税} = \text{增值税} * 12\% = 27 \text{元/吨};$$

$$\text{吨钢购销差价} = 4321/1.16 - (0.96 * (1.6 * 549/1.13 + 0.5 * 2143/1.13))$$

$$+0.15 \times 2677 / 1.13 = 1710 \text{元/吨}。$$

(3) 增值税率调整前后变化

$$\text{吨钢购销差价变化} = \text{税改后} - \text{税改前} = -53 \text{元/吨};$$

$$\text{增值税变化} = \text{税改后} - \text{税改前} = -62 \text{元/吨};$$

$$\text{附加税变化} = \text{税改后} - \text{税改前} = -7 \text{元/吨};$$

若其他条件不变，增值税率下降后利润总额变动 = 购销差价变动 - 附加税变动 = $-53 + 7 = -46 \text{元/吨}$ 。

根据国家统计局统计数据，2018年全年钢铁行业实现利润总额达到4029.3亿元。以2018年全国11.06亿吨钢材产量简单估算，最负面影响情形下，增值税率由16%降至13%后，钢铁全行业利润总额将缩减509亿元，占2018年全行业利润总额的-12.63%。

表 1: 制造业的增值税率由 16%下降至 13%对钢铁行业利润总额的影响测算

情形 1: 最正面影响--对上、下游同时具备议价能力 (钢材含税价格保持不变, 原材料含税价格相应下降)	增值税率调整前后变动
购销差价变动 (元/吨)	99
附加税变动 (元/吨)	5
利润总额变动 (元/吨)	104 = 99 + 5
全行业利润总额变动 (亿元)	1150 = 104 * 11.06
全行业利润总额变动幅度	28.55% = 1150 / 4029
情形 2: 最负面影响--对上、下游均无议价能力 (钢材含税价格下降, 原材料含税价格不降)	增值税率调整前后变动
购销差价变动 (元/吨)	-53
附加税变动 (元/吨)	7
利润总额变动 (元/吨)	-46 = -53 + 7
全行业利润总额变动 (亿元)	-509 = -46 * 11.06
全行业利润总额变动幅度	-12.63% = -509 / 4029

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

对上、下游议价能力的相对强弱是决定增值税率下降对钢铁行业影响程度的关键因素。对下游，从目前钢铁行业实际情况看，钢铁企业多采取以销定产的经营策略，销售仍是重中之重，且热卷、中厚板等部分产品还存在着产能过剩的情况。因此我们预计增值税率下降后，钢铁企业将会同步降低含税售价，让利于下游；对上游，焦炭企业与钢企的议价能力相对强弱往往随供需关系发生变化；我国铁矿石多依赖进口，随着四大矿山扩产周期开启以及长协谈判定价机制破裂，全球铁矿石供

需出现供大于求局面，因此钢企对铁矿石端也有一定议价能力。综上所述，我们认为目前钢企整体对下游议价能力相对较弱，对上游焦炭议价能力一般，对进口铁矿石有一定议价能力。因此我们预计在制造业的增值税率由16%下降至13%后，以增值税为税基的城市维护建设税、教育费附加和地方教育费附加将降低，从而增厚钢企利润，而钢企购销差价变动取决于议价能力。根据钢企对产业链上下游议价能力的不同，预计增值税率下调对钢企利润总额影响为-12.63%~28.55%之间。

二、上市公司：附加税占利润总额比重越高，增值税率下降的正面影响越大

根据上文所述，制造业的增值税率下降对上市公司利润的影响主要体现在以增值税为税基的附加税（包括教育费附加、城建税等）缴纳的下降。我们在表2中统计了2016~2018H申万钢铁上市公司附加税占当期利润总额的比重以及均值情况。如表2所示，2016~2018H，酒钢宏兴、西宁特钢、安阳钢铁、首钢股份四家公司附加税占其当期利润总额比重的均值均超过了10%，附加税缴纳下降对其利润总额影响较大；三钢闽光、沙钢股份、方大特钢和包钢股份附加税占其当期利润总额比重的均值均不到3%，附加税缴纳下降对其利润总额影响相对较小。

表 2：2016~2018H 申万钢铁上市公司由增值税产生的附加税占当期利润总额的比重以及均值情况

上市公司	教育费附加(亿元)			城建税(亿元)			附加税占利润总额比重			
	2016	2017	2018H	2016	2017	2018H	2016	2017	2018H	平均
酒钢宏兴	0.34	0.30	0.14	0.81	0.66	0.31	17.18%	27.80%	7.38%	15.79%
西宁特钢	0.03	0.04	0.02	0.06	0.09	0.05	9.24%	13.64%	102.68%	14.91%
安阳钢铁	0.37	0.59	0.32	0.51	0.81	0.44	77.85%	8.65%	7.33%	10.99%
首钢股份	0.73	1.31	0.56	1.01	1.82	0.75	28.97%	9.35%	6.34%	10.28%
山东钢铁	0.42	0.55	0.35	0.59	0.77	0.49	-20.89%	6.59%	4.72%	9.65%
华菱钢铁	0.78	1.37	0.93	1.08	1.92	1.30	-11.19%	6.19%	5.00%	9.11%
本钢板材	0.34	0.52	0.35	0.47	0.72	0.49	7.87%	6.47%	10.87%	7.77%
新兴铸管	0.28	0.60	0.41	0.38	0.75	0.50	8.18%	8.70%	5.75%	7.41%
太钢不锈	0.97	0.97	0.58	1.36	1.36	0.81	22.47%	5.32%	4.27%	6.97%
八一钢铁	0.13	0.18	0.06	0.18	0.25	0.09	81.27%	3.96%	7.06%	6.60%
马钢股份	0.90	1.51	0.76	1.28	1.97	1.00	15.93%	5.99%	4.20%	6.52%
鞍钢股份		1.35	0.96	1.56	1.88	1.34	9.63%	5.89%	4.94%	6.03%
永兴特钢	0.04	0.06	0.06	0.08	0.15	0.15	4.01%	5.26%	7.99%	5.62%
河钢股份	0.34	0.78	0.56	0.49	1.09	0.79	5.13%	6.14%	4.97%	5.49%
南钢股份	0.41	0.70	0.46	0.55	0.97	0.65	21.36%	4.64%	3.34%	5.07%
久立特材	0.04	0.02	0.03	0.06	0.04	0.05	5.34%	3.98%	4.96%	4.82%

新钢股份	0.24	0.44	0.35	0.55	1.03	0.72	12.97%	3.63%	3.75%	4.44%
杭钢股份	0.17	0.25	0.19	0.37	0.55	0.42	6.83%	3.60%	3.92%	4.27%
宝钢股份	2.32	4.35	1.86	2.56	5.40	2.39	4.23%	4.05%	3.02%	3.80%
韶钢松山	0.15	0.36	0.18	0.20	0.51	0.25	34.46%	3.48%	2.40%	3.76%
凌钢股份	0.08	0.11	0.12	0.17	0.26	0.28	11.00%	2.16%	4.01%	3.46%
常宝股份	0.03	0.02	0.02	0.05	0.03	0.03	5.73%	3.17%	2.28%	3.39%
金洲管道	0.02	0.02	0.01	0.04	0.03	0.01	6.97%	2.38%	2.07%	3.31%
大冶特钢			0.14			0.21	0.00%	0.00%	11.49%	3.18%
武进不锈	0.03	0.01	0.01	0.04	0.01	0.02	5.23%	1.03%	3.12%	3.11%
三钢闽光	0.23	0.63	0.50	0.33	0.89	0.65	4.55%	2.87%	2.68%	2.99%
沙钢股份	0.11	0.19	0.16	0.15	0.27	0.23	4.38%	2.44%	2.39%	2.69%
方大特钢	0.15	0.17	0.15	0.33	0.26	0.36	5.33%	1.26%	2.86%	2.33%
包钢股份	0.23	0.08	0.05	0.30	0.11	0.06	16.12%	0.69%	0.60%	1.67%

数据来源：Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

值得注意的是，我们此处的测算并未考虑公司特定产品对上下游的议价能力。若钢企某些品类产品在下游客户中供不应求或处于垄断地位，则该钢企或会利用该优势对下游客户进行议价，从而将增值税率降低的红利保留下来，进一步增厚当期利润。

三、结论：增值税率降低助力附加税下降，实际影响取决于企业议价能力

对作为产业链中游的钢铁行业而言，受益于增值税率降低的程度将由其对终端消费者和上游原材料之间的议价权博弈决定，我们在本文中讨论了两种极端情形：

情形1：最正面影响：对上、下游议价能力均较强，即终端产品含税价格可保持不变，而对上游原材料价格进行挤压，则计入利润表的钢企购销差价增加，其他条件不变下利润总额增厚，且附加税负降低进一步增厚利润总额。经测算，我们预计这种情形下，增值税率降低对钢企利润总额的增厚幅度为28.55%；

情形2：最负面影响：对上、下游议价能力均较弱，即终端产品含税价格因增值税率降低而降低，但上游原材料含税价格保持不变，则虽然附加税负降低，但计入利润表的钢企购销差价将缩窄，利润总额下降。经测算，我们预计这种情形下，增值税率降低对钢企利润总额的增厚幅度为-12.63%。

从目前钢铁行业实际情况看，对下游，钢铁企业多采取以销定产的经营策略，且热卷、中厚板等部分产品还存在着产能过剩的情况，因此我们预计增值税率下降后，钢铁企业将会同步降低含税售价，让利于下游。对上游，焦炭企业与钢企的议价能力相对强弱往往随供需关系发生变化；我国铁矿石多依赖进口，随着四大矿山扩产周期开启以及长协谈判定价机制破裂，全球铁矿石供需出现供大于求局面，因此钢企对铁矿石端也有一定议价能力。我们预计在制造业的增值税率由16%下降至13%后，以增值税为税基的城市维护建设税、教育费附加和地方教育费附加将降低，从而增厚钢企利润，而钢企购销差价变动取决于议价能力。根据钢企对产业链上下游议价能力的不同，预计增值税率下调对钢企利润总额影响为-12.63%~28.55%之间。

对上市公司影响看，增值税率下降对上市公司利润的影响主要体现在以增值税为税基的附加税（包括教育费附加、城建税等）缴纳的下降。理论上讲，附加税占当期利润总额的比重越高，增值税率下降的正面影响相对越大；反之，附加税占当期利润总额的比重越低，增值税率下降的正面影响相对越小。另外，若钢企某些品类产品在下游客户中供不应求或处于垄断地位，则该钢企或会利用该优势对下游客户进行议价，从而将增值税率降低的红利保留下来，进一步增厚当期利润。

四、风险提示

- 1、增值税率下降进程不及预期;
- 2、钢铁企业对上、下游议价能力超预期弱化;
- 3、附加税降低后,部分钢企收到的政府补贴下降,从而影响当期利润总额。

广发钢铁行业研究小组

- 李 莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第三名，2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 陈 潇：研究助理，中山大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队），2016年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第二名（团队）。
- 刘 洋：研究助理，清华大学材料科学与工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队）。
- 李 衍 亮：研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。