

宏观周报 20230827

下调印花税率：秤砣虽小，但是否能压千斤？

2023年08月27日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 近日证监会公开表示“已关注到市场对调降证券交易印花税税率的呼吁和关切”，新一轮印花税调整政策终于在今天“千呼万唤始出来”。历次印花税率改革如何展开？改革政策推出后对股市活跃度的刺激作用又有多大？以史为鉴，历次印花税率调整均发生在股市过热或过冷的情况之下，政策推出后极短期内可以对股市起到一定提振作用，但资本市场信心的完全恢复仍需更多政策的释放。

■ 印花税率调整是否能起到“星星之火，可以燎原”之用途？其实证券交易印花税税额占税收收入比重比较低，因此若下调印花税率后导致印花税额下降，那对经济以及财政的冲击也并不大。但同时证券交易印花税规模有限也意味着印花税率调整对于股市的调节性功能或很难发挥出来。那印花税率调整政策能否起到“以小博大”的作用，成功撬动起投资者信心的重启？

■ 以史为鉴，印花税政策推出之际正迎股市过热或过冷时期。继1990年沪深两大证券市场建立之后，我国印花税共经历了13次调整，其中包括5次上调印花税率、8次下调印花税率。历次印花税调整均发生在股市走势趋于极端的情况之下：比如在2006至2007年的大牛市中后期阶段，2007年5月将印花税率从1%提升至3%；2008年熊市中后期阶段又推出了两轮降低印花税率的政策。

■ “价”与“量”的博弈，谁更胜一筹？降低印花税率后对印花税的影响途径主要有两种结果：第一种形式是降低印花税率后的确对提振投资者信心起到一定作用，投资者将更多资金流入股市，使得政府所征印花税不减反增；第二种形式表现更直接明了：降低印花税率对股市的提振作用“微不足道”，导致政府所征印花税降低。我们可以把这两条路径简单理解为，价与量的博弈中，第一种形式为“量”胜，而第二种形式为“价”胜。

“价”与“量”的博弈，可能是“价”胜出。根据证券交易印花税同比增速走势来看，历次印花税率经历下调之后，政府所征印花税呈现出下降趋势。这可能意味着降低印花税率不足以完全提振投资者信心，“量”的提升并未弥补“价”的下调。

■ 降低印花税率后仅在极短期内提振股市活跃度。我们以近四次降低印花税（即2001年11月、2005年1月、2008年4月及2008年9月）前后市场的反应为例进行讨论，发现调降印花税仅能使股市在极短期内止跌、带来日度或周度级别的回涨。若要真正提振资本市场信心，仅靠降低印花税进行支撑是不够的，证券交易印花税并不会影响股市的基本发展趋势。

■ 降低印花税率可能“醉翁之意不在酒”。印花税率调整并不能完全改变市场的长期趋势，但我们认为降低印花税率的真正目的可能并不在于短期救市。从长远来看，降低印花税释放了两大信号：（1）可以降低交易成本、提高交易效率；（2）让投资者意识到市场的呼声产生了效果，体现政策端对股市的关切，促使其良性发展。

■ 调降印花税率或许只是稳定市场的第一步。降低印花税似乎只能初步表明政策端对资本市场的呵护和判断，但若真正提振股市、恢复投资者信心，仅靠降低印花税这一政策进行支撑仍是不够的。也许提振资本市场政策“组合拳”的进一步推出，政策的累计效应才会逐步开始显现。或者是在宏观政策上有所作为、经济尽快走出“困境”，才能真正地使市场保持向好。

■ 本周高频数据显示，车市热度不减，假期收尾为出行热度再“充电”；三

相关研究

《Jackson Hole 会议，鲍威尔“透露”了什么？》

2023-08-26

《5.8%! 美国三季度经济再加速靠谱吗？【勘误版】》

2023-08-24

线城市引领新房销售小幅回暖，而二手房销售表现略显逊色。高温下的工业生产难逃放缓节奏，但建筑业生产形势有改观、汽车业继续在高温之际“迎难而上”。受地产链利好政策不断影响，国内工业品价格普涨。票据利率临近月末回升。

■ **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放不及预期。

内容目录

1. 下调印花税率：秤砣虽小，但是否能压千斤？	5
2. 周度高频跟踪	9
3. 风险提示	20

图表目录

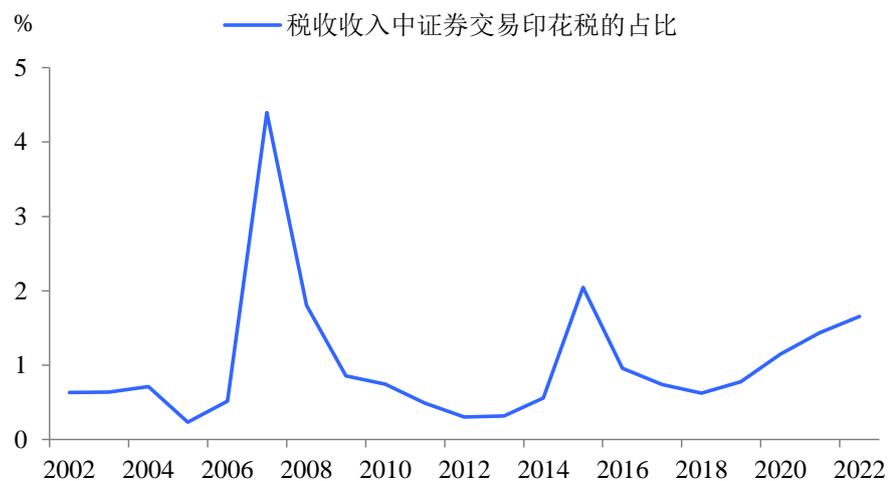
图 1:	证券交易印花税在税收收入中的占比并不高	5
图 2:	1990 年以来历次印花税调整背景及调整方向	6
图 3:	历次印花税调整时对应的股市走势	6
图 4:	调整印花税率对印花税的传导作用机制	7
图 5:	下调印花税率之后, 政府所征印花税增速下降	7
图 6:	降低印花税率后可在极短期内提振股市活跃度	8
图 7:	近一周 (8.21-8.27) 国务院领导活动轨迹一览	9
图 8:	暑期观影热度为历史同期高位	10
图 9:	地铁客运量保持近 5 年高位	10
图 10:	地面交通小幅上升	10
图 11:	国内航班执飞班次平稳增长	11
图 12:	国际航班执飞班次持续攀升	11
图 13:	整车货运稳中向好	11
图 14:	三线城市引领的新房销售回升	12
图 15:	二手房销售小幅下降	13
图 16:	二线城市二手房市场活跃度更高	13
图 17:	土地成交面积仍不乐观	14
图 18:	土地溢价率持续下跌	14
图 19:	本周高炉开工率小幅下滑	14
图 20:	沿海七省电厂负荷率下行	14
图 21:	铁路货运量继续回升, 但上升斜率放缓	15
图 22:	煤炭吞吐量有所下滑	15
图 23:	近期粗钢生产节奏继续加快	15
图 24:	螺纹钢去库速度稳中略有加快	15
图 25:	磨机运转率上升明显	16
图 26:	沥青开工率趋稳	16
图 27:	水泥发运率稳中有增	16
图 28:	汽车钢胎生产节奏稳中有增	16
图 29:	本周 PTA 开工率总体上升	17
图 30:	本周江浙织机开工率稳中有增	17
图 31:	猪价回升告一段落	17
图 32:	农产品价格走平	17
图 33:	铁矿石价格回升显著	18
图 34:	螺纹钢表需边际回升	18
图 35:	水泥价格低位企稳	18
图 36:	国际油价继续回落	18
图 37:	一周广谱利率变动	19
图 38:	票据利率本周回升	19
图 39:	近期央行逆回购投放量偏高	19
图 40:	质押式回购成交量	20
图 41:	债市杠杆率大幅回落	20

1. 下调印花税率：秤砣虽小，但是否能压千斤？

近日证监会公开表示“已关注到市场对调降证券交易印花税税率的呼吁和关切”，新一轮印花税调整政策终于在今天“千呼万唤始出来”。历次印花税率改革如何展开？改革政策推出后对股市活跃度的刺激作用又有多大？以史为鉴，历次印花税率调整均发生在股市过热或过冷的情况之下，政策推出后极短期内可以对股市起到一定提振作用，但资本市场信心的完全恢复仍需更多政策的释放。

印花税率调整是否能起到“星星之火，可以燎原”之用途？其实证券交易印花税税额占税收收入比重比较低，因此若下调印花税率后导致印花税额下降，那对经济以及财政的冲击也并不大。但同时证券交易印花税规模有限也意味着印花税率调整对于股市的调节性功能或很难发挥出来。那印花税率调整政策能否起到“以小博大”的作用，成功撬动起投资者信心的重启？

图1：证券交易印花税在税收收入中的占比并不高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

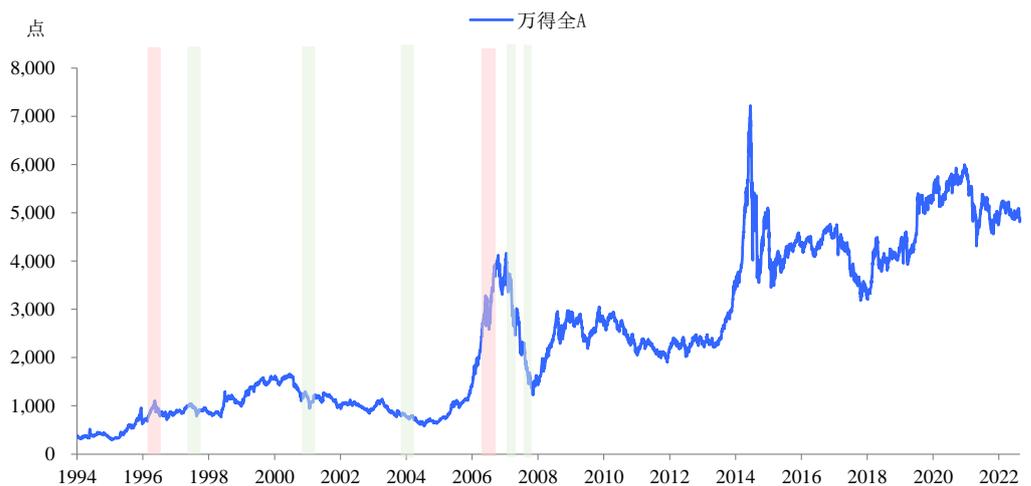
以史为鉴，印花税政策推出之际正迎股市过热或过冷时期。继1990年沪深两大证券市场建立之后，我国印花税共经历了13次调整，其中包括5次上调印花税率、8次下调印花税率。历次印花税调整均发生在股市走势趋于极端的情况之下：比如在2006至2007年的大牛市中后期阶段，2007年5月将印花税率从1‰提升至3‰；2008年熊市中后期阶段又推出了两轮降低印花税率的政策。

图2: 1990年以来历次印花税调整背景及调整方向

时间	背景	调整方向	调整政策内容	
			买入税率	卖出税率
1990.6.28	深市开征印花税	升	0% (深市)	0% → 6‰ (深市)
1990.11.23		升	0% → 6‰ (深市)	6‰ (深市)
1991.10.1	深圳股市交易冷淡	降	6‰ → 3‰ (深市)	6‰ → 3‰ (深市)
1991.10.10	沪市开征印花税	升	0% → 3‰ (沪市)	0% → 3‰ (沪市)
1997.5.10	短短4个月上证指数涨幅约达70%	升	3‰ → 5‰	3‰ → 5‰
1998.6.12	亚洲金融危机袭来	降	5‰ → 4‰	5‰ → 4‰
1999.6.1	B股交易冷淡	降	4‰ → 3‰ (B股)	4‰ → 3‰ (B股)
2001.11.16	股市成交量与经济同步遇冷	降	3‰ → 2‰ (B股)	3‰ → 2‰ (B股)
2001.11.16		降	4‰ → 2‰ (A股)	4‰ → 2‰ (A股)
2005.1.24	股指偏低, 股市交易趋冷	降	2‰ → 1‰	2‰ → 1‰
2007.5.30	指数高位单向上涨	升	1‰ → 3‰	1‰ → 3‰
2008.4.23	指数低位单项下跌	降	3‰ → 1‰	3‰ → 1‰
2008.9.19	指数低位单项下跌	降	1‰ → 0‰	1‰

数据来源: 中国证监会官网, 财政部, 新华社, 东吴证券研究所

图3: 历次印花税调整时对应的股市走势

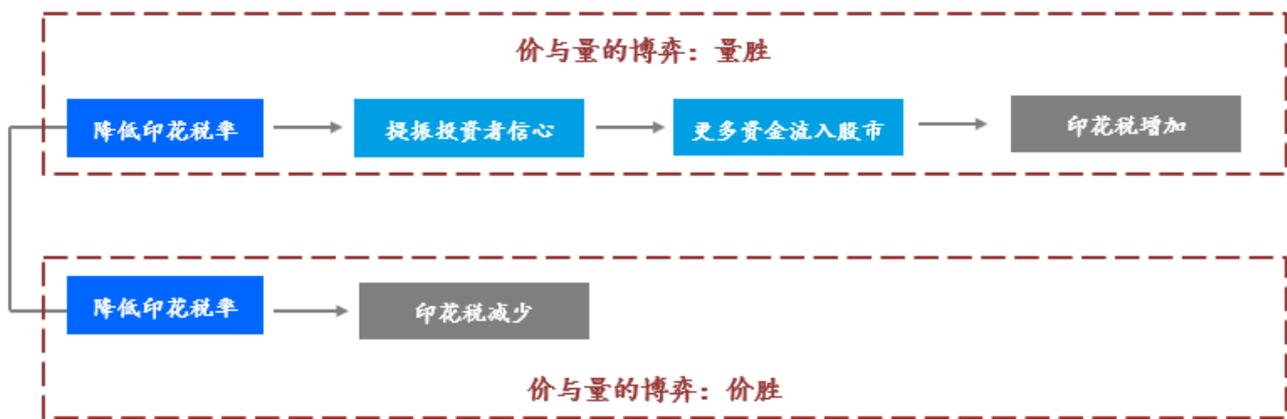


注: 红色阴影表示提高印花税率, 绿色阴影表示降低印花税率。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

“价”与“量”的博弈，谁更胜一筹？降低印花税率后对印花税的影响途径主要有两种结果：第一种形式是降低印花税率后的确对提振投资者信心起到一定作用，投资者将更多资金流入股市，政府所征印花税不减反增；第二种形式表现更直接明了：降低印花税率对股市的提振作用“微不足道”，导致政府所征印花税降低。我们可以把这两条路径简单理解为，价与量的博弈中，第一种形式为“量”胜，而第二种形式为“价”胜。

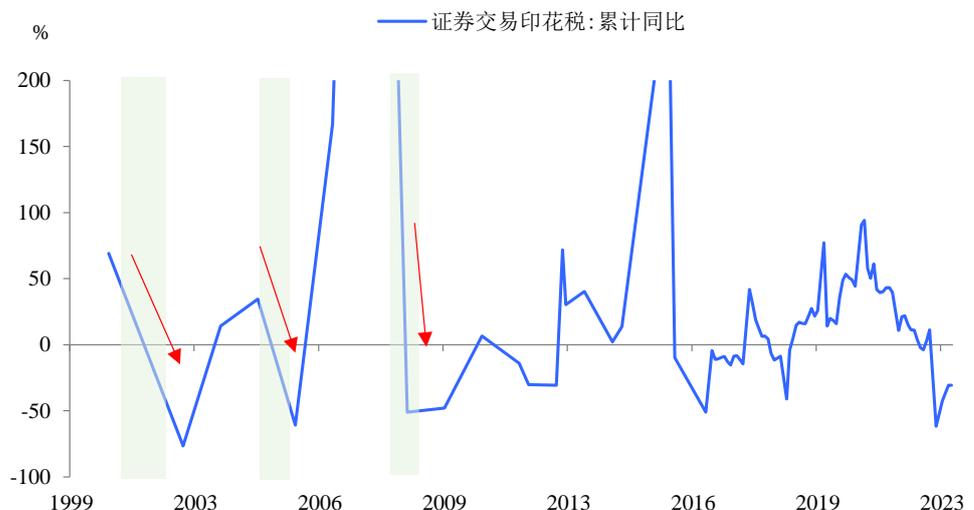
图4：调整印花税率对印花税的传导作用机制



数据来源：东吴证券研究所绘制

“价”与“量”的博弈，可能是“价”胜出。根据证券交易印花税同比增速走势来看，历次印花税率经历下调之后，政府所征印花税呈现出下降趋势。这可能意味着降低印花税率不足以完全提振投资者信心，“量”的提升并未弥补“价”的下调。

图5：下调印花税率之后，政府所征印花税增速下降

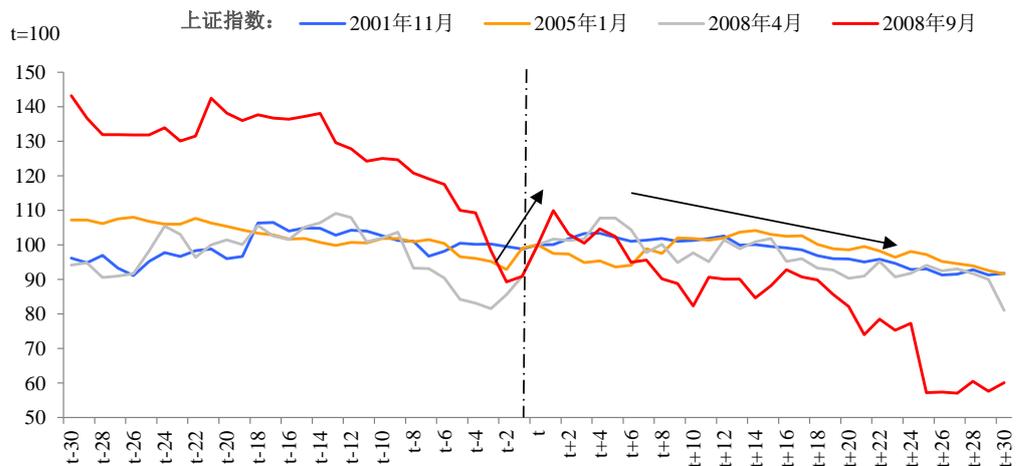


注：绿色阴影表示降低印花税率。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

降低印花税率后仅在极短期内提振股市活跃度。我们以近四次降低印花税（即 2001 年 11 月、2005 年 1 月、2008 年 4 月及 2008 年 9 月）前后市场的反应为例进行讨论，发现调降印花税仅能使股市在极短期内止跌、带来日度或周度级别的回涨。若要真正提振资本市场信心，仅靠降低印花税进行支撑是不够的，证券交易印花税并不会影响股市的基本发展趋势。

图6：降低印花税率后可在极短期内提振股市活跃度



注：t 表示印花税政策推出当天，t 时刻标准化为 100；t 后面的数字表示天数。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

降低印花税率可能“醉翁之意不在酒”。印花税率调整并不能完全改变市场的长期趋势，但我们认为降低印花税率的真正目的可能并不在于短期救市。从长远来看，降低印花税释放了两大信号：（1）可以降低交易成本、提高交易效率；（2）让投资者意识到市场的呼声产生了效果，体现政策端对股市的关切，促使其良性发展。

调降印花税率或许只是稳定市场的第一步。降低印花税似乎只能初步表明政策端对资本市场的呵护和判断，但若真正提振股市、恢复投资者信心，仅靠降低印花税这一政策进行支撑仍是不够的。也许提振资本市场政策“组合拳”的进一步推出，政策的累计效应才会逐步开始显现。或者是在宏观政策上有所作为、经济尽快走出“困境”，才能真正地使市场保持向好。

2. 周度高频跟踪

本周(8.21-8.27, 下同)高频数据显示,车市热度不减,假期收尾为出行热度再“充电”;三线城市引领新房销售小幅回暖,而二手房销售表现略显逊色。高温下的工业生产难逃放缓节奏,但建筑业生产形势有改观、汽车业继续在高温之际“迎难而上”。受产业链利好政策不断影响,国内工业品价格普涨。票据利率临近月末回升。

本周关键词: 营商环境、数字经济与房地产。“优化营商环境”也是本周的最大亮点:李强总理在广东调研、会见美中贸易全国委员会成立50周年访华团和泰国正大集团资深董事长谢国民时均提及这一议题,再现今年吸引外资这一政策主线的重要性。此外,本周召开的国务院第三次专题学习会议上强调要促进数字技术与实体经济融合发展。总理还在国常会上重申“促进房地产市场平稳健康发展”的重要性,我们预计房地产方面还有一系列优化调整政策待释放。

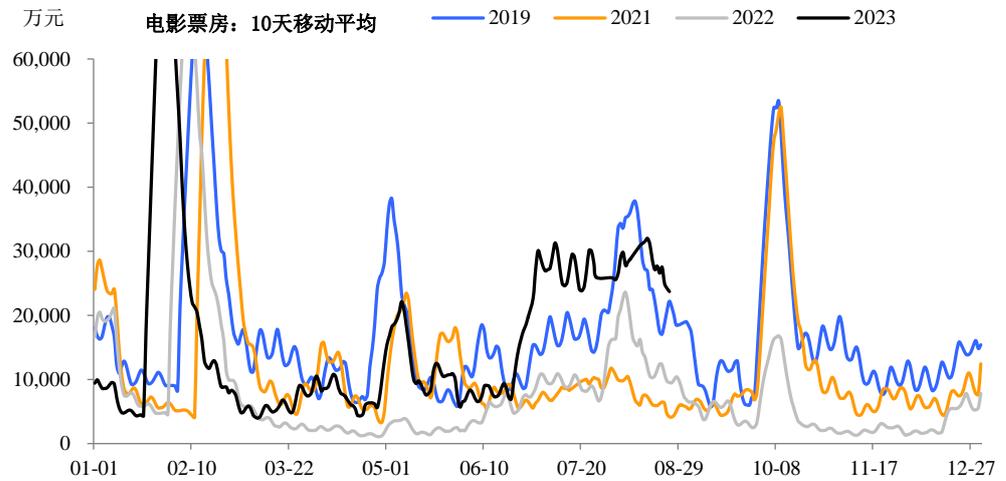
图7: 近一周(8.21-8.27)国务院领导活动轨迹一览

时间	活动形式	部门(及相关领导)	活动所在地	调研对象/活动内容	内容
2023/8/25	会议	国务院总理李强	/	国务院常务会议	提高医药工业和医疗装备产业韧性和现代化水平,着眼医药研发创新难度大、周期长、投入高的特点,发挥我国中医药独特优势。推进保障性住房建设,促进房地产市场平稳健康发展,建立房地产业发展新模式。
2023/8/23	调研	国务院总理李强	广东	改革开放	大力推进科技创新,深化改革开放,加快建设全国统一大市场、营造一流营商环境,塑造高质量发展新优势。
2023/8/23	调研	国务院副总理刘国中	辽宁、内蒙	秋季农业生产	抓好秋季农业生产,确保粮食和重要农产品稳定安全供给,为推动经济运行持续向好提供保障。
2023/8/21	会议	国务院总理李强,国务院副总理丁薛祥、张国清、刘国中等	/	国务院第三次专题学习	把握新一轮科技革命和产业变革新机遇,促进数字技术和实体经济深度融合。我国数字经济发展具有广阔空间,要统筹发展和安全,主动参与数字经济国际合作,更好助力经济总体回升向好。
2023/8/21	会见	国务院总理李强	北京	美中贸易全国委员会成立50周年访华团	当前中美关系和经贸合作面临一些困难,中国愿与美国一道,共同维护国际贸易规则。中国将持续扩大市场准入,优化营商环境,维护和促进公平竞争。
2023/8/21	会见	国务院总理李强	北京	泰国正大集团资深董事长谢国民	全面推进中国式现代化建设,打造市场化、法治化、国际化一流营商环境,常态化听取外资企业诉求和建议。

数据来源: 中国政府网, 国务院官网, 新华社, 东吴证券研究所

消费方面, 车市热度不减。8月第三周乘联会口径汽车零售销量同比增长3%,较上周涨幅收窄。目前支撑汽车消费的暑期出行需求因素接近尾声,近期油价上涨或利于新能源车销售。乘联会预测8月全月乘用车零售预计185.0万辆,同比-1.3%。本周电影票房较暑期高位回落,受传统节日因素支撑下仍居历史同期高位。

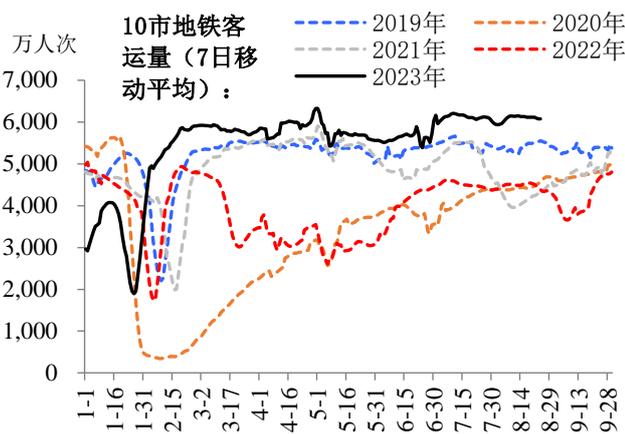
图8：暑期观影热度为历史同期高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

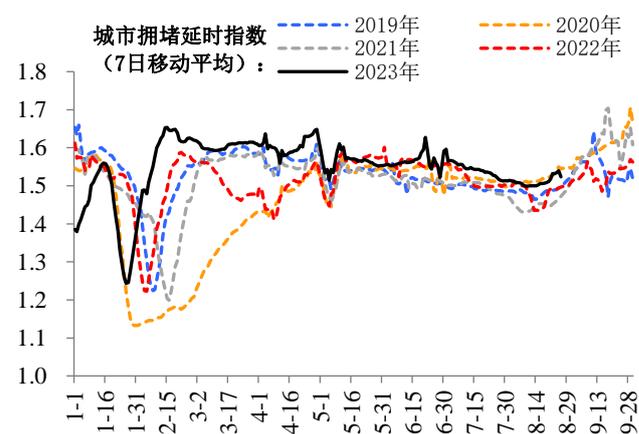
出行：客运保持高位，货运平稳运行。本周轨道交通人流量仍维持在近五年最高水平，整体表现较为稳定，其中10市地铁客运量周度环比在高基数情况下小幅下降0.7%。开学季来临，伴随着家长陪同、校车运营等特殊需求，高校集中地区人流量有所提高，30省会拥堵延时指数周度环比上升了3.5%。

图9：地铁客运量保持近5年高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

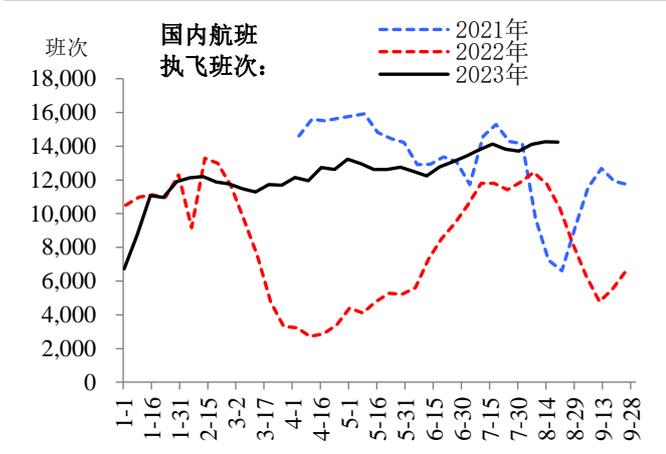
图10：地面交通小幅上升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

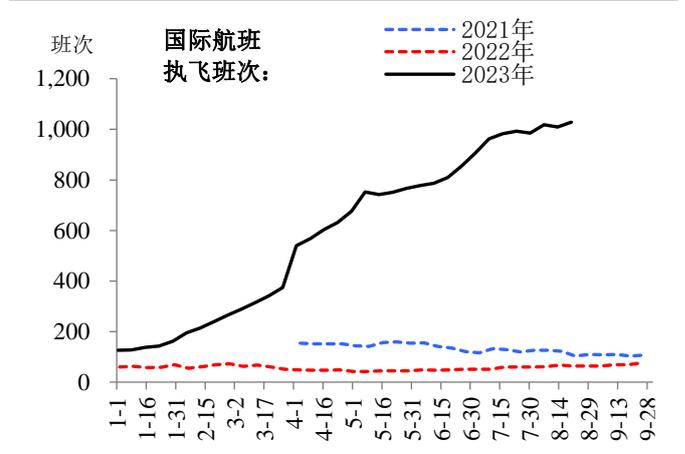
近期国内航班执飞班次整体表现平稳，与历史同期水平间的差距进一步扩大，留学、出游以及探亲等需求促使国际航班执飞班次持续增长。整体来看，目前居民出行意愿仍处于较高水平。

图11: 国内航班执飞班次平稳增长



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

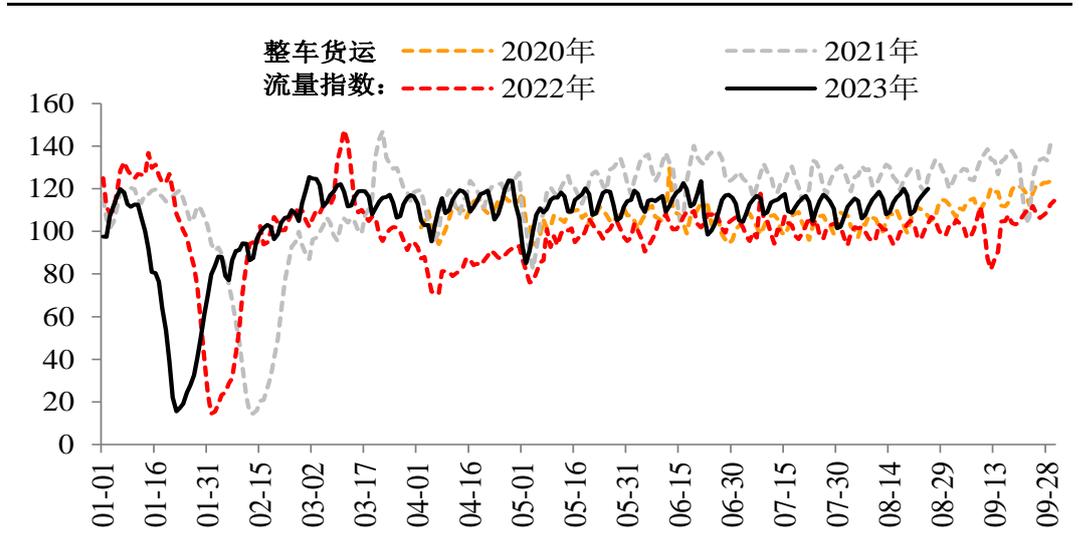
图12: 国际航班执飞班次持续攀升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

货运方面, 环比来看, 本周整车货运流量指数上升 0.5%; 同比来看, 货运流量稳定在近四年的同期平均水平。8 月 24 日交通运输部召开的例行新闻发布会中提出将推进货运业高质量发展, 若有需求端的改善加以辅助, 我们预计货物运输的发展形势有望进一步改善。

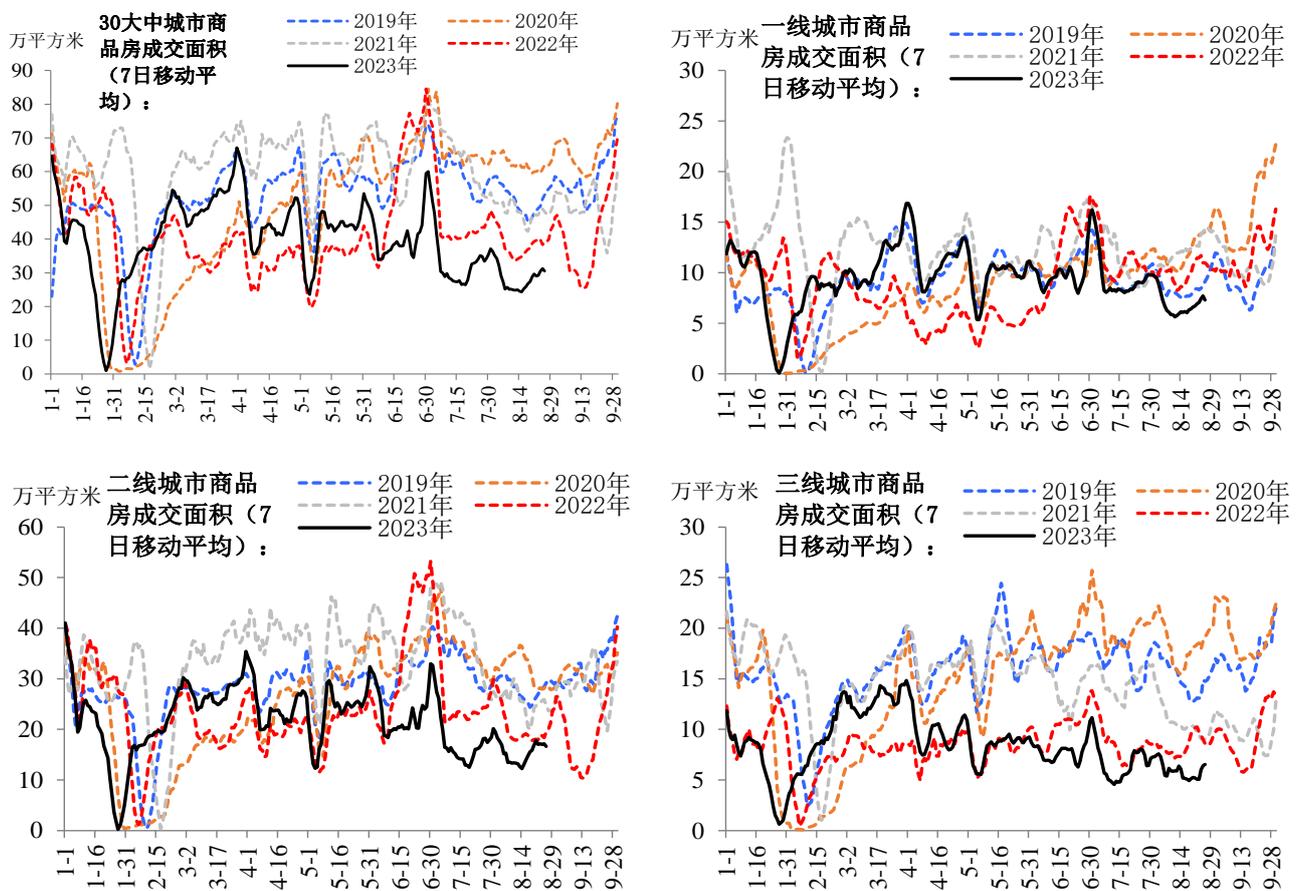
图13: 整车货运稳中向好



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

地产：新房销售季节性回暖，二手房市场表现平平；土地成交状况持续低迷。本周新房销售有所好转，环比来看，30城商品房成交面积较前值提高11.2%。其中三线城市表现最为亮眼，其新房销售面积周度环比增长27.1%，一二线城市新房销售也分别上升13.8%和5%。不过与历史同期相比，商品房销售依然低迷，30城商品房成交面积仍处于近五年以来的最低同期水平。

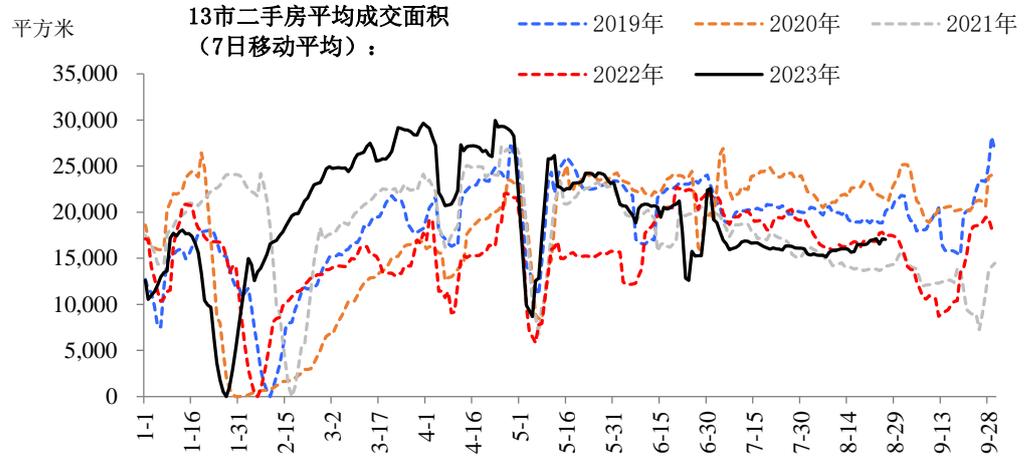
图14：三线城市引领的新房销售回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

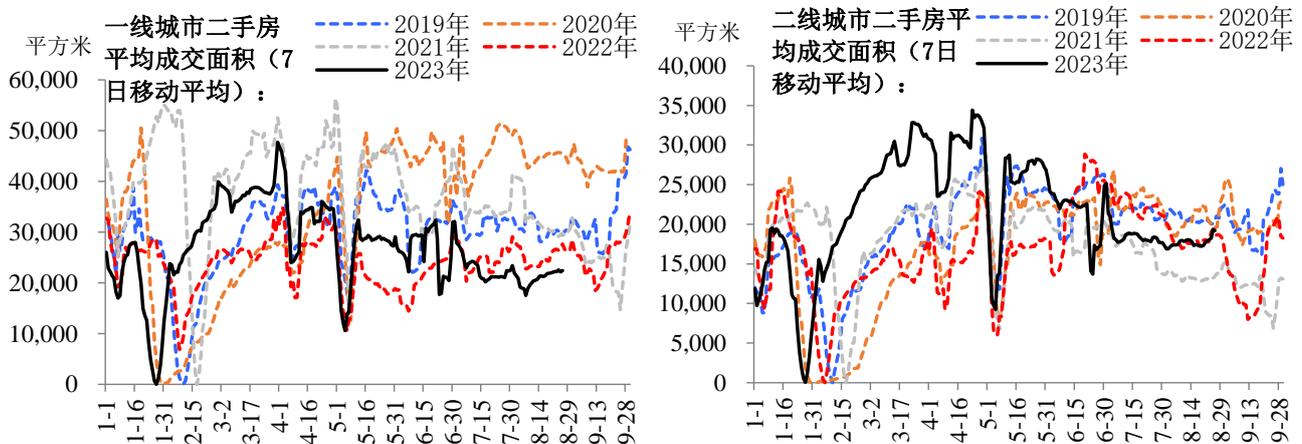
与商品房相比，本周二手房交易略显逊色。本周13市二手房成交面积环比小幅减少0.3%，这主要是一线城市二手房销售不佳所致。

图15: 二手房销售小幅下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

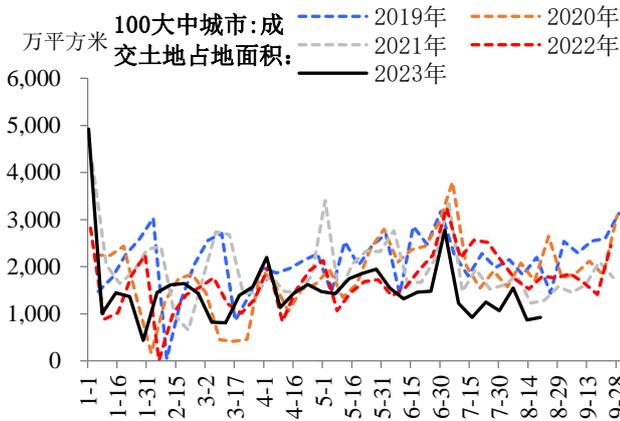
图16: 二线城市二手房市场活跃度更高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

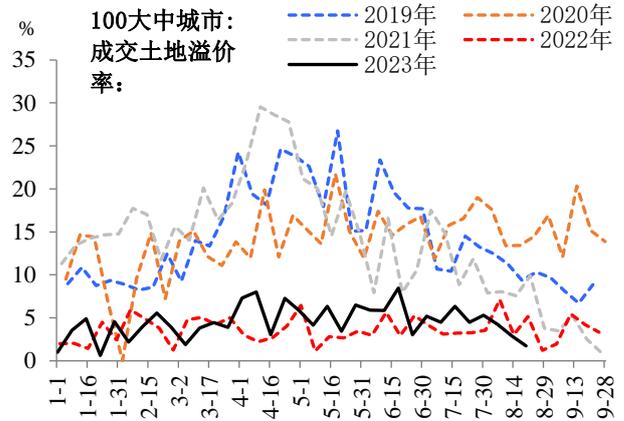
土地市场表现不佳, 8月以来土地成交面积比2022年同期下降34.7%, 且仍处于历史最低同期水平。土地溢价率也持续下降, 最新数据(8.20数据)显示土地溢价率较前值减少1.2pct。在土地市场并不乐观的情形下, 地方政府收入继续承压, 而面对愈发突出的偿债压力, 我们认为“一揽子化债方案”将加速出台。

图17: 土地成交面积仍不乐观



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

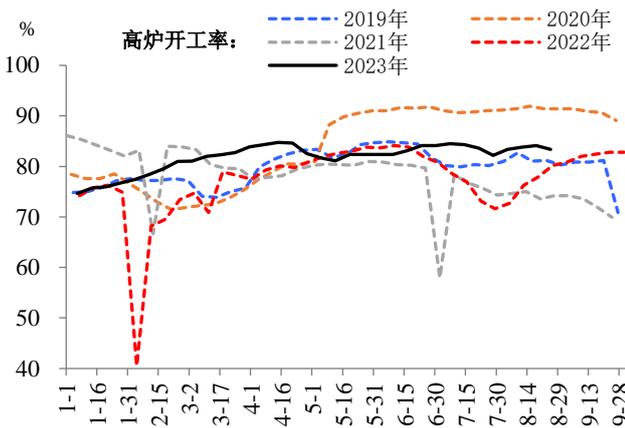
图18: 土地溢价率持续下跌



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

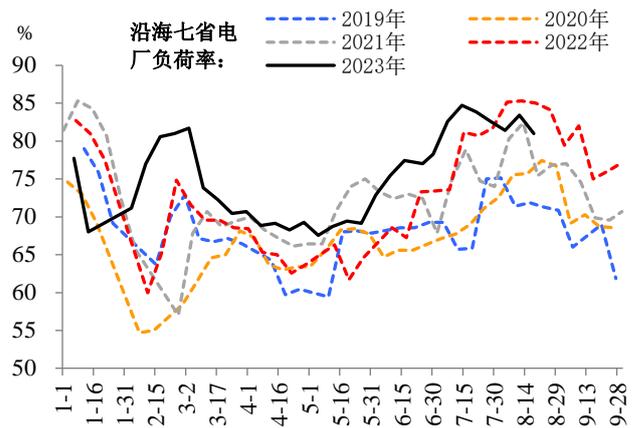
生产: 工业生产重返趋缓形势。上周工业生产多项指标转降为升的“好消息”未能维持,我们重点观测的指标中除铁路货运量外其余指标皆有所下滑,不过铁路货运量的上升斜率也有放缓。具体来看,本周高炉开工率周度环比小幅下降0.7pct,煤炭吞吐量周度环比下降2.2%;同时近期沿海七省电厂负荷率下行也较为明显。整体来看,高温下的工业生产难逃放缓节奏。

图19: 本周高炉开工率小幅下滑



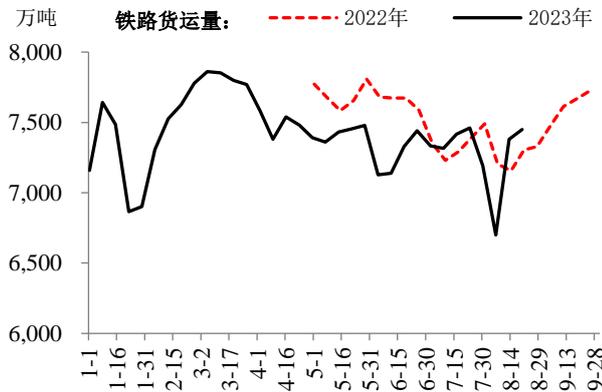
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 沿海七省电厂负荷率下行



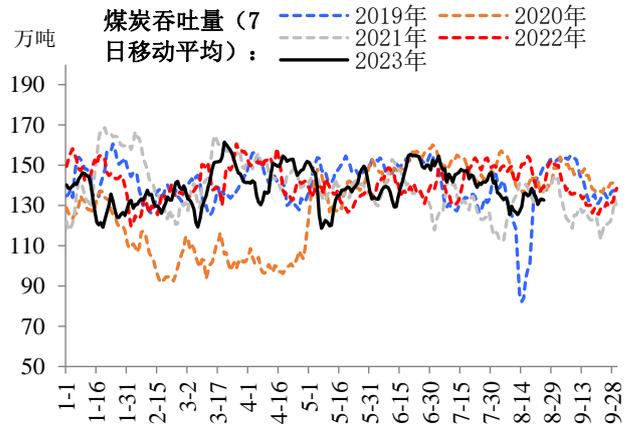
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 铁路货运量继续回升, 但上升斜率放缓



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

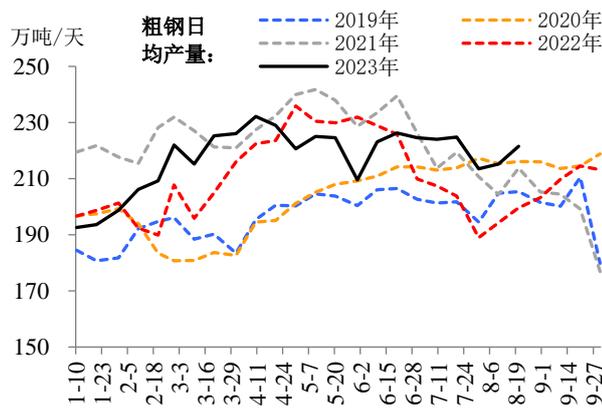
图22: 煤炭吞吐量有所下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

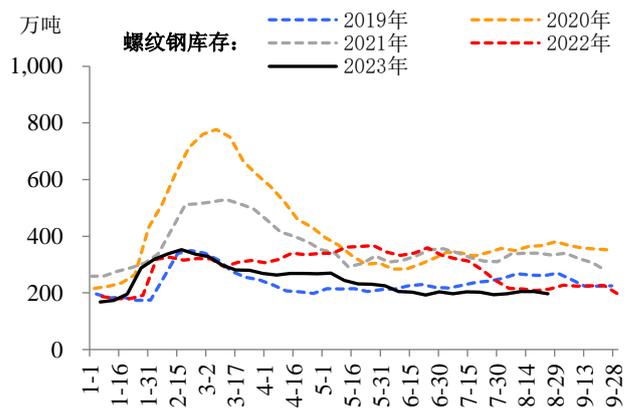
分行业来看, 建筑业生产节奏有所加快。极端天气影响过后, 本周多项基建指标均有所回升。本周粗钢产量环比增速录得 2.9%; 同时螺纹钢再续去库状态, 其库存环比下降 3.6%。沥青(更偏向交通基建)和水泥生产也呈现回升态势: 沥青方面, 虽然本周沥青开工率趋缓, 但磨机运转率的触底回升更加明显, 本周磨机运转率环比增长 3.7pct; 水泥方面, 由于灾害天气所致影响的转弱, 目前水泥发运率也是稳中有增。

图23: 近期粗钢生产节奏继续加快



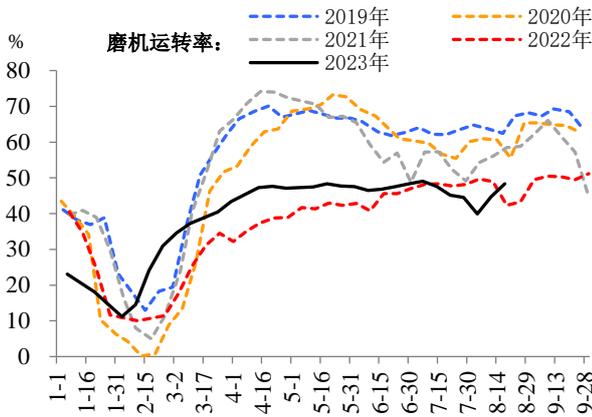
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 螺纹钢去库速度稳中略有加快



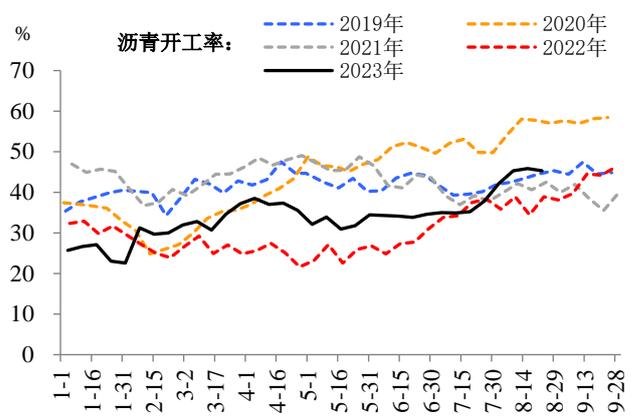
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 磨机运转率上升明显



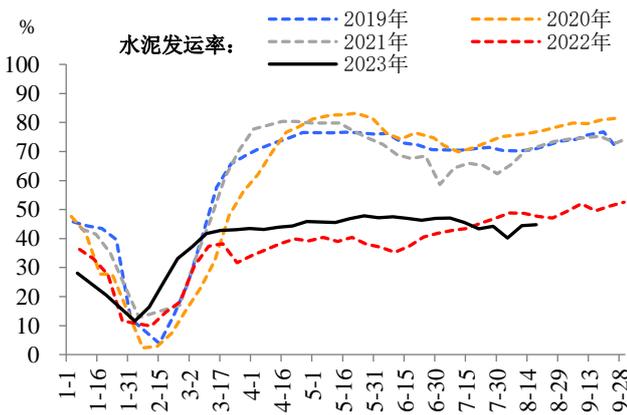
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 沥青开工率趋稳



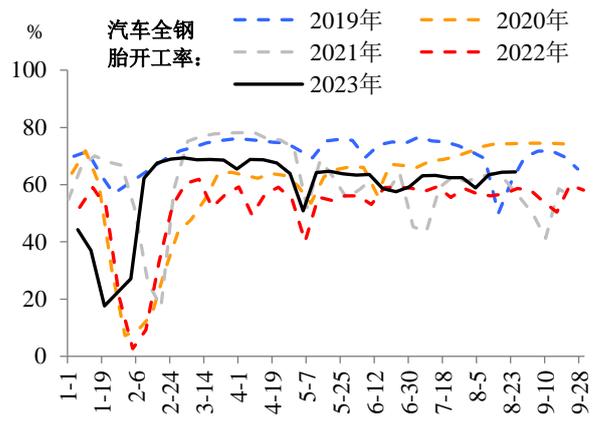
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 水泥发运率稳中有增



数据来源: ifind, 东吴证券研究所

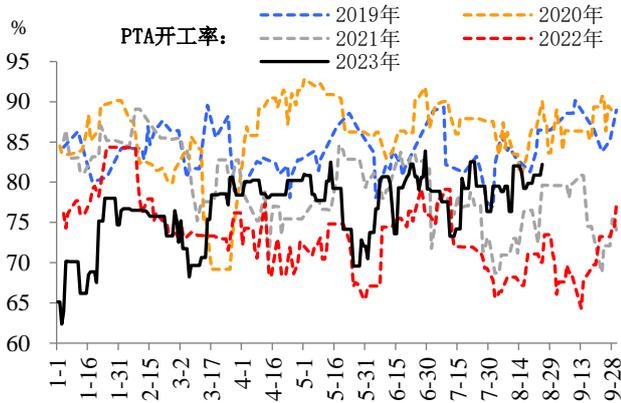
图28: 汽车钢胎生产节奏稳中有增



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

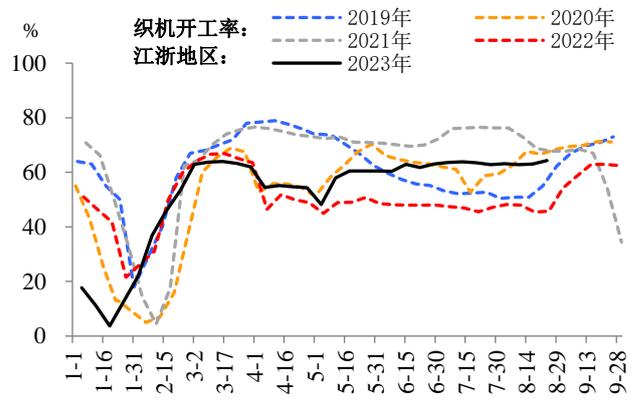
汽车业生产仍是高温下的“孤勇者”。在较高基数的情况下，本周全钢胎开工率环比又小幅上升了 0.1pct，现已基本实现对 2019 年同期水平的追赶，整体来看汽车生产端仍具韧性。纺服业生产稳中有升，本周 PTA 开工率、聚酯开工率均值分别录得 81.6%、90.8%，其中 PTA 开工率较上周上行 3.3pct。同时江浙织机开工率也稳中有增，再次证明纺服业开工整体而言并不弱。

图29: 本周 PTA 开工率总体上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

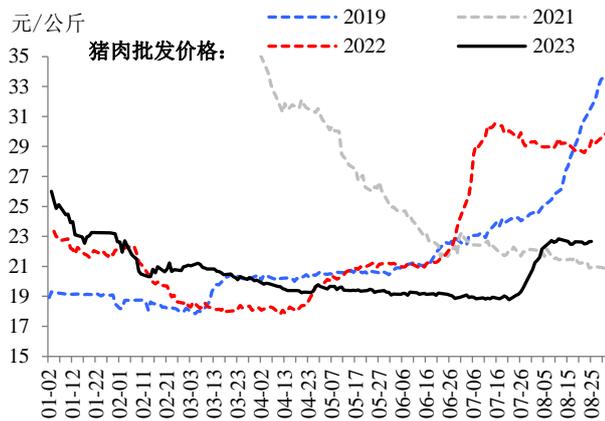
图30: 本周江浙织机开工率稳中有增



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

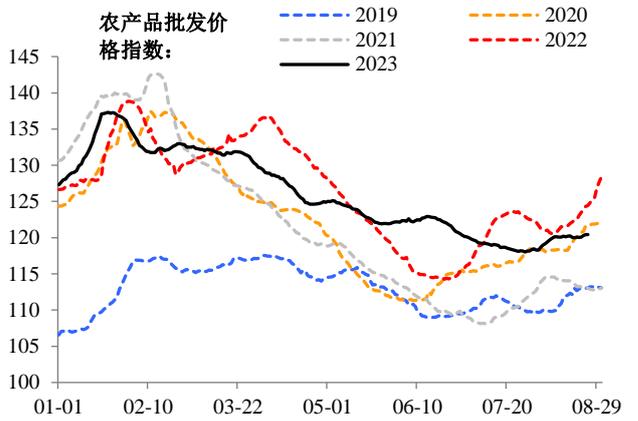
通胀: 预计 8 月 CPI 同比回正。 本周农产品价格周环比持平, 8 月至今同比下降 1.8%。本周猪肉价格同样周环比持平, 8 月初的价格回升更多是极端天气等短期因素的扰动。本周鲜菜、鲜果价格周环比分别上涨 1.6%、下降 2.0%。8 月整体食品价格或继续拖累 CPI, 不过在基数走低以及服务出行价格上涨的情况下, 8 月 CPI 同比预计回正。

图31: 猪价回升告一段落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 农产品价格走平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

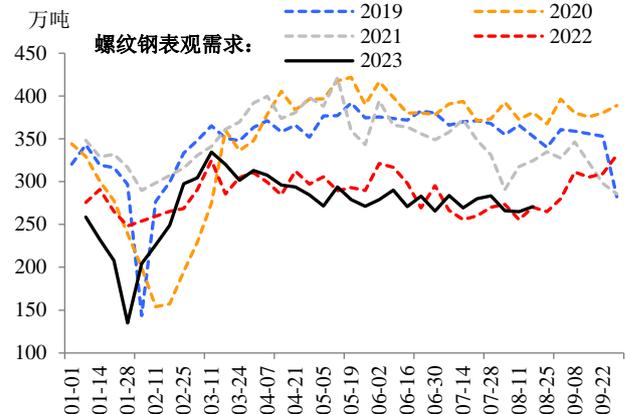
国内工业品价格普涨。 本周地产链利好政策不断, 周五三部门发文推进落实“认房不认贷”措施, 并于同日宣布延续改善性住房换购税费减免。受政策落地情绪驱动, 本周铁矿石、玻璃价格周环比上涨 7.9%、3.5%, 螺纹钢与水泥价格继续企稳。海外方面, 本周欧洲 PMI 低于预期, 且美元指数略涨, 本周布伦特原油价格周环比下跌 1.6%。

图33: 铁矿石价格回升显著



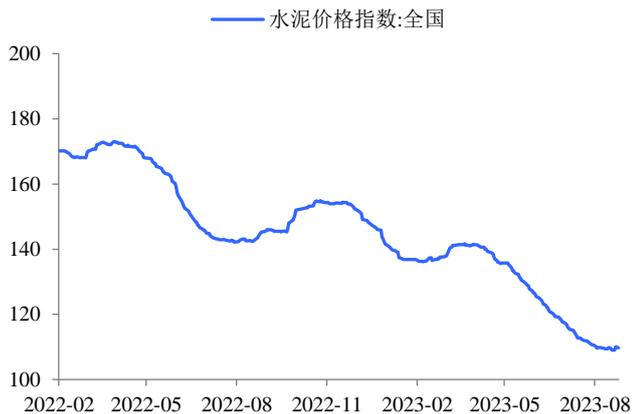
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 螺纹钢表需边际回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 水泥价格低位企稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

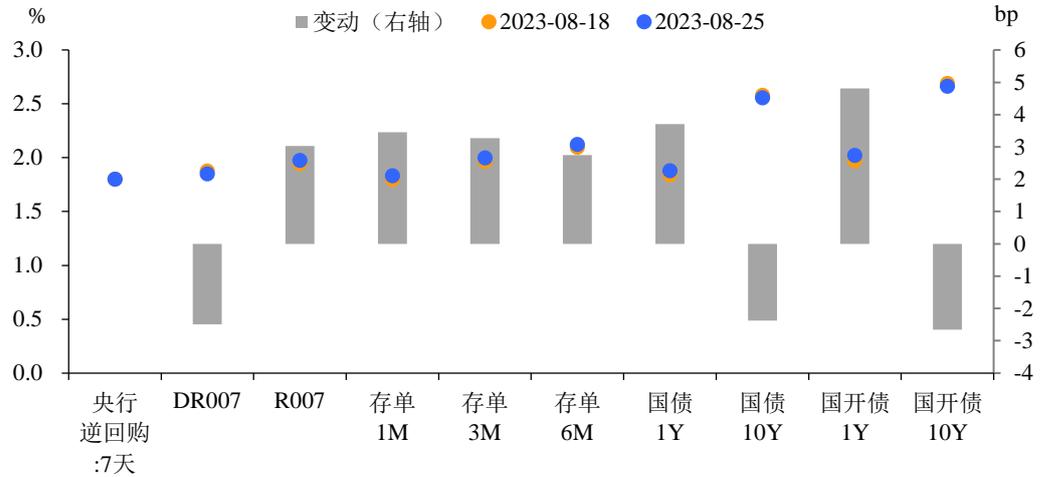
图36: 国际油价继续回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

流动性方面, 票据利率临近月末回升。税期过后资金面转松, 本周 DR007 周均值环比下降约 2.5bp。周一 5 年期 LPR 降幅不及预期, 周五多项地产政策落地, 本周 10 年期国债利率先降后升。本周流动性回笼量较大, 央行整体逆回购小幅缩量续作, 票据利率本周自低位回升, 需观察月末走势。本周质押式回购成交量维持 7 万亿元左右的低位, 税期过后债市杠杆率同样维持低位, 周五小幅升至 108.3% 水平。

图37：一周广谱利率变动



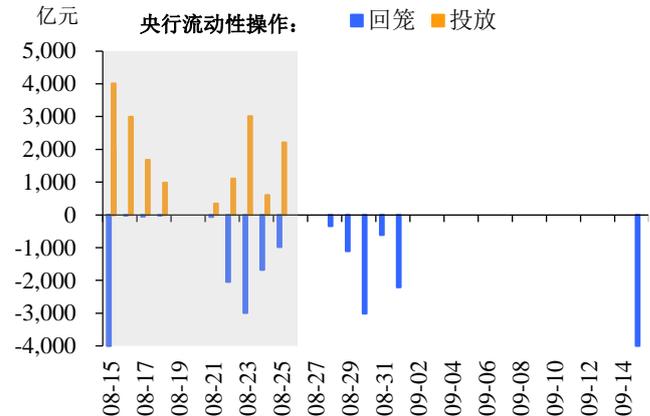
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图38：票据利率本周回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

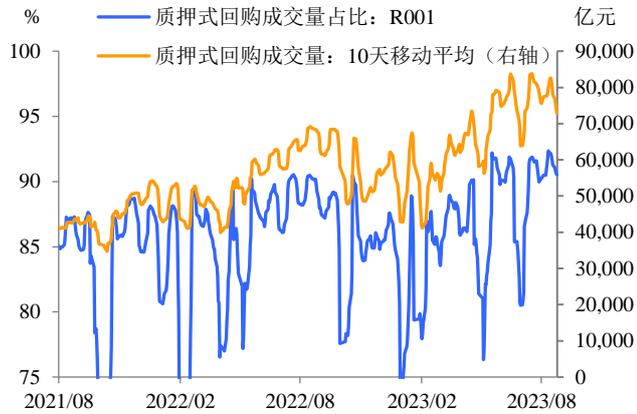
图39：近期央行逆回购投放量偏高



注：灰色区域为历史操作

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图40: 质押式回购成交量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图41: 债市杠杆率大幅回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风险提示

政策定力超预期; 出口超预期萎缩; 信贷投放不及预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>