

## 【消费瞭望录】梳理消费税改革三十年

休闲服务

评级：看好

日期：2024.08.01

分析师 何晓敏

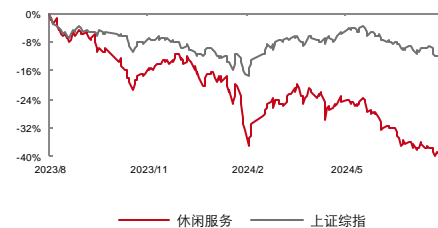
登记编码：S0950523110001

☎：(021) 6110 2521

✉：hexiaomin@wkzq.com.cn

行业表现

2024/7/31



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《【消费瞭望录】新消费格局：从商品迈向服务消费》(2024/7/12)
- 《消费行业月报：服务消费“正升级”》(2024/7/3)
- 《端午出游点评：“微”度假受追捧 出入境游火爆》(2024/6/14)
- 《消费行业月报：社消增速表现平淡，旅游工作重要指示推动建设旅游强国》(2024/6/5)
- 《2024年五一旅游数据点评 出行人数创新高，“下沉式旅游”吸睛》(2024/5/10)

### 事件描述

2024年3月《关于2023年中央和地方预算执行情况与2024年中央和地方预算草案的报告》财政预算报告中，明确在深化财税体制改革中提出“在保持宏观税负和基本税制稳定的前提下，进一步完善税收制度、优化税制结构，研究健全地方税体系，推动消费税改革，完善增值税制度”。

本文意在梳理消费税改革历史及国内消费税特征，并阐述对此次消费税改的重点。

### 国内消费税改革历经四大阶段

我国消费税历经设立（1994年）、调整（2006年）、优化（2014年）和推进（2021年）四个阶段，税目从最初的11大类扩展到当前的15大类，且主要在生产环节征收，主要来自烟、油、车、酒四大类商品的贡献，从2022年消费税分行业结构来看，烟草制造（38.8%）、燃料加工（35.5%）、批发（12.2%）、汽车制造（6.9%）、酒饮茶（4.6%）五大行业占比居前，也对应了烟草大省——云南，以及炼化厂集中地——山东，均位于当年消费税缴纳额前列。

### 本次消费税改革要点：“下划”“后移”及“扩展”

7月21日，新华社授权全文发布党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，表示要增加地方自主财力，拓展地方税源，适当扩大地方税收管理权限。推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例。

**“下划”**：指现行消费税全部由中央所有，改革后将会下方部分税收收入给地方政府；**“后移”**即消费税征收环节由生产和加工后移到批发和零售环节缴纳。我们认为，消费税改革有望对地方进行促销费引导，改变过往“重生产”、“轻消费”的思路。征收环节后移将影响产地与消费地的税收分配，促进地方政府推出更多配套政策鼓励本地消费，同时完善基础设施建设来改善消费环境，通过消费量带动地方税收收入提升，百货公司、大型商超等零售地可能因此将持续受益。

**“扩展”**：即拓展收税品类，对行业来说，征收环节后移将直接减轻生产企业的税负压力，但同时或将推高终端产品销售价格，影响消费者购买意愿。同时，在消费环境疲软的大环境下，高端消费需求将萎缩加剧，促使企业调整售价以及提升服务水平，以价换量，吸引消费者；**对终端消费来说**，部分商品和服务终端价格将上涨，尤其是高端消费品终端价格，因此，免税业商品性价比提升，行业景气度或将提升。

- 风险提示：**
- 1.宏观经济波动：经济增速放缓、居民可支配收入增长不及预期导致整体消费需求增长势头下滑的风险；
  - 2.政策反向引导风险：“后移”政策变相增加商品终端价格，导致商品销售萎缩加剧。

## 事件点评

### 1. 什么是消费税

根据各种税收的目的和作用不同，我国税收大致有以下几种类型：

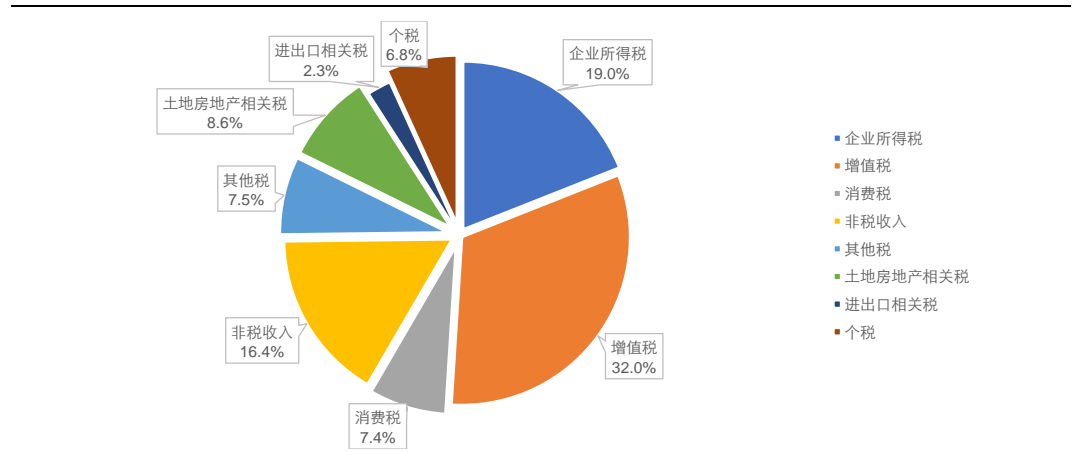
图表 1：国内税收概况归纳

依据	名称	详细
征税对象	货物劳务税 (流转税)	货物劳务税是指在生产、流通和服务领域中，以销售商品或提供劳务而取得的销售收入额或营业收入额为征税对象的税收，主要包括增值税、消费税、车辆购置税、关税。
	所得税	所得税是指以各种所得额为征税对象的税收,主要包括两大税种，即个人所得税和企业所得税。
	资源税	资源税是以各种应税自然资源为征税对象、为了调节资源级差收入并体现国有资源有偿使用而征收的一种税。
	财产行为税	财产行为税是指以纳税人所拥有或支配的财产数量或财产价值为征税对象，或者为了某些特定目的以某些特定行为为征税对象的税收。在我国现行税制体系中，属于财产行为税的有契税、土地增值税、印花税、房产税、城市维护建设税、城镇土地使用税、车船税等。
计税依据	从量税	从量税是指以征税对象的自然计量单位(重量、面积、件数等)为依据，按固定税额计征的税收。从量税实行定额税率，具有计算简便等优点，如我国现行的耕地占用税、车船税和城镇土地使用税。
	从价税	从价税是指以征税对象的价值量为依据，按一定比例计征的税收。从价税实行比例税率和累进税率，税收负担比较合理，如我国现行的增值税、关税和所得税等。
税收与价格关系	价内税	价内税是指税款包含在应税商品价格内，作为商品价格组成部分的税收，如消费税、关税等。
	价外税	价外税是指税款独立于商品价格之外，不作为商品价格的组成部分，如增值税。
税收管理和支配 权限的归属不同	中央税	中央税是指由中央政府征收和管理使用或由地方政府征收后全部划归中央政府所有并支配使用的税收，如关税。
	地方税	地方税是指由地方政府征收和管理使用的税收，如财产行为税。地方税一般收入稳定，并与地方经济利益关系密切。
	中央与地方 共享税	中央与地方共享税是指税收的管理权和使用权属中央政府和地方政府共同拥有的税收，如增值税、资源税等。
税收负担是否容 易转嫁	直接税	直接税是指税负不易转嫁，纳税主体直接承担税负的税收，即纳税人与负税人为同一人，如企业所得税。
	间接税	间接税是指纳税主体通过一定方式，将缴纳税收的部分或全部转嫁给他人负担的税收，如增值税、关税等。

资料来源：国家税务总局，五矿证券研究所

2023年，我国前五大税种分别是：增值税（32.0%）、企业所得税（19.0%）、土地房产相关税（8.6%）、消费税（7.4%）、个税（6.8%）。

图表 2：我国各税目占比情况



资料来源：中央人民政府网，五矿证券研究所

按照分类标准，消费税分别属于货物劳务税（流转税）、价内税、中央税、间接税，且从量征收、从价征收均有。

### 消费税定义：

《中华人民共和国消费税暂行条例》中并未对消费税进行严格界定，条例称“在中华人民共和国境内生产、委托加工和进口本条例规定的消费品的单位和个人，以及国务院确定的销售本条例规定的消费品的其他单位和个人，为消费税的纳税人。”

根据财政部的解释：“我国的消费税是对过度消耗资源和危害生态环境的商品（如汽油、柴油、汽车、轮胎），过度消费不利于人类健康的商品（如烟、酒）以及只有少数富人才能消费得起的商品（如贵重首饰）等征收的一种税。”

### 税额的计算公式：

从价定率办法计算：应纳税额=销售额×比例税率

从量定额办法计算：应纳税额=销售数量×定额税率

复合计税办法计算：应纳税额=销售额×比例税率+销售数量×定额税率

## 2. 消费税发展及改革历史

我国消费税自 1994 年税制改革设立以来，经历了一系列改革，均反映了国家经济调控的意志。

消费税历经设立、调整、优化和推进四个阶段。以下梳理了我国消费税自 1994 年设立以来的改革历史，1994 年、2006 年、2014 年和 2021 年分别是消费税的设立、调整、优化、推进的标志性年份，在这四个阶段中，消费税主要围绕征收范围、征收税率和征税环节做了调整与优化：

图表 3：国内消费税改革历史

阶段	年份	内容
设立	1994-2005	实施大规模税制改革，建立了以增值税为核心的流转税体系同时引入消费税制度，对特定商品和服务征税
调整	2006-2013	实施大规模消费税调整，包括税率和税目的变化，以适应经济发展和环境保护的需要
优化	2014-2020	消费税针对不同类型的消费品设置了不同的税率，如对烟类产品征收最高达50%-100%的税率，对高档消费品和高污染消费品征收30%-50%的税率，对中档消费品征收1%-20%的税率
推进	2021-至今	开始试点“营改增”，即营业税改征增值税，营业税逐步退出历史舞台，这也影响到了消费税的征收范围和机制

资料来源：财务部，五矿证券研究所

我国消费税税目从最初的 11 大类扩展到当前的 15 大类，且主要在生产环节征收。具体有：

- 1) 2006 年，新增了高尔夫球及球具、高档手表、游艇、木质一次性筷子、实木地板等税目，增列成品油税目，取消护肤品税目，经过调整后，消费税的税目由原来的 11 个增至 14 个；
- 2) 2008 年，提高各类卷烟税率，并且卷烟批发环节加征了一道从价税，税率为 5%，取消养路费，提高成品油消费税单位税额；
- 3) 2014 年，取消小排量摩托车、车用含铅汽油、酒精消费税，取消汽车轮胎税目；
- 4) 2015 年，调整卷烟制品批发环节税率，并首次将各类涂料、各类电池列入征税范围，同时，分三次提高了成品油消费税税率；
- 5) 2016 年，取消了对普通化妆品的消费税征收，并降低高档化妆品税率，对超豪华小汽车加征消费税。

图表 4：国内消费税税目税率表

消费税税目税率表			
税目	税率		
	生产（进口）环节	批发环节	零售环节
一、烟			
1. 卷烟			
(1) 甲类卷烟	56%加 0.003 元/支	11%加 0.005 元/支	
(2) 乙类卷烟	36%加 0.003 元/支		
2. 雪茄烟	36%		
3. 烟丝	30%		
4. 电子烟（2022 年 11 月 1 日起征收）	36%	11%	
二、酒			
1. 白酒	20%加 0.5 元/500 克（或者 500 毫升）		
2. 黄酒	240 元/吨		
3. 啤酒			
(1) 甲类啤酒	250 元/吨		
(2) 乙类啤酒	220 元/吨		
4. 其他酒	10%		
三、高档化妆品	15%		
四、贵重首饰及珠宝玉石			
1. 金银首饰、铂金首饰和钻石及钻石饰品			5%
2. 其他贵重首饰和珠宝玉石	10%		
五、鞭炮焰火	15%		

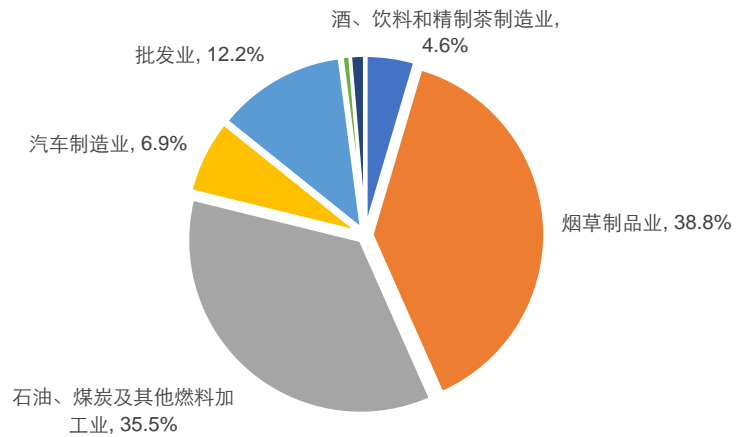
六、成品油			
1. 汽油	1.52 元/升		
2. 柴油	1.2 元/升		
3. 航空煤油	1.2 元/升		
4. 石脑油	1.52 元/升		
5. 溶剂油	1.52 元/升		
6. 润滑油	1.52 元/升		
7. 燃料油	1.2 元/升		
七、摩托车			
1. 气缸容量 250 毫升	3%		
2. 气缸容量在 250 毫升 (不含) 以上的	10%		
八、小汽车			
1. 乘用车			
(1) 气缸容量 (排气量, 下同) 在 1.0 升 (含 1.0 升) 以下的	1%		
(2) 气缸容量在 1.0 升以上至 1.5 升 (含 1.5 升) 的	3%		
(3) 气缸容量在 1.5 升以上至 2.0 升 (含 2.0 升) 的	5%		
(4) 气缸容量在 2.0 升以上至 2.5 升 (含 2.5 升) 的	9%		
(5) 气缸容量在 2.5 升以上至 3.0 升 (含 3.0 升) 的	12%		
(6) 气缸容量在 3.0 升以上至 4.0 升 (含 4.0 升) 的	25%		
(7) 气缸容量在 4.0 升以上的	40%		
2. 中轻型商用客车	5%		
3. 超豪华小汽车	按子税目 1 和子税目 2 的规定征收		10%
九、高尔夫球及球具	10%		
十、高档手表	20%		
十一、游艇	10%		
十二、木制一次性筷子	5%		
十三、实木地板	5%		
十四、电池	4%		
十五、涂料	4%		

资料来源：中国政府网，国税总局广东省税务局，五矿证券研究所

### 3. 消费税类别对应缴税省份

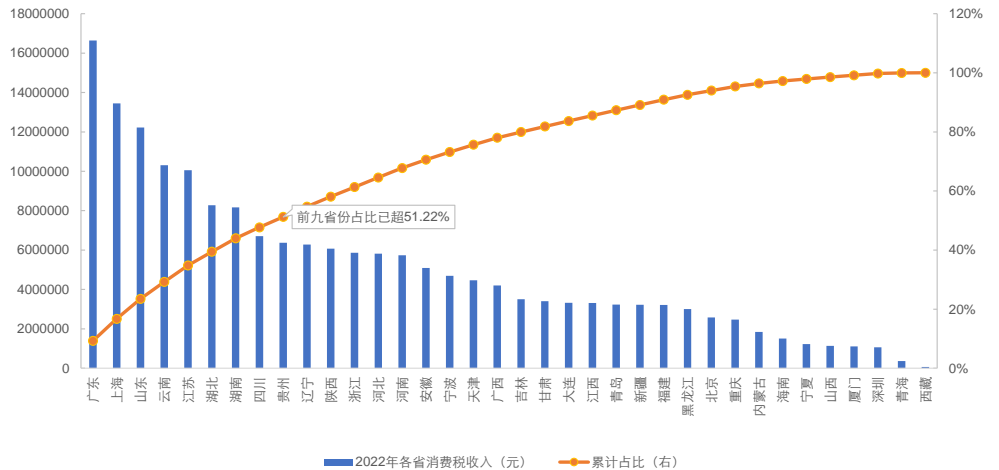
国内消费税主要来自烟、油、车、酒四大类商品的贡献，分别对应生产缴税大省。从 2022 年消费税分行业结构来看，烟草制造 (38.8%)、燃料加工 (35.5%)、批发 (12.2%)、汽车制造 (6.9%)、酒饮茶 (4.6%) 五大行业占比居前，也对应了烟草大省--云南，以及炼化厂集中地--山东消费税缴纳税额，均在缴税省份排行居前。

图表 5：我国消费税分行业占比情况



资料来源：税务局，五矿证券研究所

图表 6：我国消费税分地区税收情况



资料来源：税务局，五矿证券研究所

#### 4. 本次消费税改革三要点：“下划”、“后移”及“扩展”

本次消费税改革方向：1) 扩大征收范围；2) “后移”征收环节并稳步“下划”到地方。

##### 1) “后移”及“下划”到地方

国务院 2019 年发布的《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》曾提出，后移消费税征收环节并稳步下划地方。按照健全地方税体系改革要求，在征管可控的前提下，将部分在生产(进口)环节征收的现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收，拓展地方收入来源，引导地方改善消费环境。改革调整的存量部分核定基数，由地方上解中

央，增量部分原则上将归属地方，确保中央与地方既有财力格局稳定。具体办法由财政部会同税务总局等部门研究制定。

7月21日，新华社授权全文发布党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，表示要增加地方自主财力，拓展地方税源，适当扩大地方税收管理权限。推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例。

如何理解消费税的“后移”和“下划”？

“后移”即消费税征收环节由生产和加工后移到批发和零售环节缴纳。例如，以前茅台在出厂时就由茅台集团缴纳了消费税，然后按照含税价格设定出厂价后进入批发零售环节，改革后，茅台出厂时不再缴纳消费税，即按照不含消费税价格进入批发零售环节，由后续售卖地经销商缴纳消费税。

“下划”指现行消费税全部由中央所有，改革后将会下划部分税收收入给地方政府。

## 2) 扩大征收范围

消费税改革或率先通过将高档消费品、奢侈品、高档服务以及部分目前尚未纳入消费税征收范围的商品纳入新的消费税税目；可以直接增加税源，为地方政府提供更多的财政收入。

我们认为此次消费税改革总体影响如下：

1. 行业：以白酒为例，征收环节后移将直接减轻生产企业的税负压力，但同时或将推高终端产品销售价格，影响消费者购买意愿。
2. 消费：部分商品和服务终端价格将上涨，尤其是高端消费品。在消费环境疲软的大环境下，高端消费需求将萎缩加剧，同时促使企业调整售价以及提升服务水平，以价换量，吸引消费者。
3. 地方政府：消费税下划至地方将显著提升地方财政实力，缓解财政压力。地方政府会更加积极促进本地消费，实现真正的“各显神通”，同时，地方政府将有更多财力用于基础设施建设、公共服务等方面，提升城市综合竞争力。

我们认为，本次消费税改革将利好两大领域：

- 1) **零售领域**：消费税改革有望对地方进行促销费引导，改变过往“重生产”、“轻消费”的思路。征收环节后移将影响产地与消费地的税收分配，促进地方政府推出更多配套政策鼓励本地消费，同时完善基础设施建设来改善消费环境，通过消费量带动地方税收收入提升，百货公司、大型商超等零售地可能因此将持续受益。
- 2) **免税领域**：本次消费税改革的重要预期方向是征税环节后移和扩充奢侈品等商品的征税范围，从扩充征税范围角度看，设置和高端服务征税范围的扩充，意味着增加了有税渠道下该类商品服务的实际税负，由于消费税价内税的特征，最终转换为商品和服务终端售价的提升；从征收后移角度看，相同税率下征税环节向批发或者零售端的后移，相当于应税金额的增加，在从价定率下或导致有税渠道下终端价格的提升。

因此，各角度看，或都将提升有税渠道下的终端价格，预计免税渠道的同种商品性价比将有明显边际提升，进一步加大免税渠道价格竞争力，提振免税业业绩表现。

## 风险提示

1. 宏观经济波动：经济增速放缓、居民可支配收入增长不及预期导致整体消费需求增长势头下滑的风险；
2. 政策反向引导风险：“后移”政策变相增加商品终端价格，导致商品销售萎缩加剧。



## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;	
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;	
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。	

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing  
Postcode: 100037