

## 宏观经济专题

## 七大服务行业“营改增”受益估算

2013年6月3日

## 报告要点

- ❖ 本文测算了“营改增”对7大行业的影响。本文首次采用上市公司的财务数据, 研究“营改增”政策实施后, 7个服务业的税收变动情况, 并进一步分析“营改增”对于企业盈利的影响。
- ❖ “营改增”是基于税改顶层设计的考虑。“营改增”背后的逻辑在于: 一是“营改增”完善了现有税收链条, 是1994年分税制改革的收尾工作; 二是将重新平衡中央和地方的财权、事权关系; 三是促进企业的投资与流转, 鼓励服务业发展。
- ❖ “营改增”的推进顺序。一是先生产型服务业, 后生活型服务业: 例如先行改革的物流行业作为制造业的下游, 在完成“营改增”后, 就可以顺利地将增值税的抵扣链条延伸至物流行业; 二是先改革产业集中度低的行业, 避免税改过渡期, 行业实际税负大幅提高; 三是先推进小行业的“营改增”, 银行、非银行金融等大行业的营改增将较晚推进。
- ❖ 建筑业和房地产行业将最受益。静态测算, 即使在17%的增值税率下, 行业上市公司减税规模分别为482亿和446亿。其中建筑业营改增可以增厚利润49.3%, 铁路相关的中国中铁、中国铁建利润增厚都在100%左右; 房地产行业能够增厚利润37.9%, 行业龙头“招保万金”的利润增幅都在35%以上。
- ❖ 交通运输行业和传媒文化行业受影响有限。静态测算, 在17%的增值税率下, 交运行业的减税规模仅29亿元, 在实际进项抵扣不充分的情况下, 全行业甚至是加税状态, 因此目前大多试点实行的是11%的优惠税率。子行业层面, 航空公司略好于高速与其他物流业。17%的增值税率下, 上市公司实际增税了7.4亿元, 对2012年利润的负贡献为6.1%。如果按照6%的试点税率计算, 传媒行业减税规模在9.6亿左右。
- ❖ 即将改革的通信行业受影响有分化。静态测算, 营改增完成后, 通信上市公司减税规模约66.6亿元, 增厚2012年利润39%。这里需要说明的是, 通信行业中, 中国联通占比过大, 全行业减税66.6亿的情形下, 中国联通减税达73.4亿, 也就是说如果剔除中国联通, 行业其他公司实际加税6.8亿, 对利润的影响反而是-9%。为了改革的顺利推进, 预计增值税的优惠税率将会下调至11%甚至6%。
- ❖ 生活性服务业和金融行业现有税率下可能有负面影响, 但预计其税率将调整。以商贸零售行业为例, 如果实行“营改增”的税制改革, 在17%的现有增值税率下, 全行业小幅增税2.5亿。排名前几位的苏宁云商、友谊股份、大商股份甚至都是加税的状态。从扶持服务业发展的角度看, 预计其增值税率将有所调整, 至少保证改革不造成行业税负的加重。同样的, 现有税率下, 银行业处于全面加税的状态, 加税规模在699亿元。因此, 我们认为银行业增值税税率也会相应下调, 同时我们认为银行业的市场化改革应快于税制改革, 税制改革将在明后年进行。



## 中信证券研究部

## 诸建芳

电话: 010-60838756  
 邮件: zhujf@citics.com  
 执业证书编号: S1010510120003

## 孙稳存

电话: 010-60838015  
 邮件: sunwc@citics.com  
 执业证书编号: S1010510120052

## 董利

电话: 010-60838405  
 邮件: dongli@citics.com  
 执业证书编号: S1010511080001

## 吴玉立

电话: 010-60838230  
 邮件: wuyli@citics.com  
 执业证书编号: S1010511080003

## 刘霖林

电话: 010-60838023  
 邮件: liull@citics.com  
 执业证书编号: S1010511080002

## 联系人: 郭廓

电话: 010-60836734  
 邮件: guokuo@citics.com

## 联系人: 顾弦

电话: 010-60836756  
 邮件: guxian@citics.com

## 相关研究

1. 宏观经济专题“安倍经济学”的债务黑洞 ..... 2013-5
2. 中长期经济系列研究之新贸易框架——自贸区新“棋局” ..... 2013-5
3. 宏观经济专题: 崩溃还是常态? ——关于社会融资总量的几点分析 ..... 2013-5
4. 中长期经济系列研究——“老龄化”的行业机会 ..... 2013-5
5. 中长期经济系列研究之财税改革上篇——中国的宏观税负与改革方向 2013-5

## 目录

引言 .....	1
“营改增”不仅仅是减税 .....	1
顶层设计，“营改增”的逻辑路径 .....	2
营改增对行业的影响测算 .....	2
建筑业测算 .....	3
交运行业测算 .....	3
通信行业测算 .....	4
传媒行业测算 .....	4
餐饮旅游行业测算 .....	5
商贸零售行业测算 .....	5
房地产行业测算 .....	5
银行业测算 .....	6
总结 .....	6

## 插图目录

图 1：2007~2012 主要税种占比情况 .....	2
图 2：2013 主要税种占比情况 .....	2

## 表格目录

表 1：中国的地方支出比重过大 .....	1
表 2：建筑业营改增减税规模影响 .....	3
表 3：交运行业营改增减税规模影响 .....	3
表 4：通信行业营改增减税规模影响 .....	4
表 5：通信行业营改增减税规模影响 .....	4
表 6：餐饮旅游行业营改增减税规模影响 .....	5
表 7：商贸零售行业营改增减税规模影响 .....	5
表 8：房地产行业营改增减税规模影响 .....	5
表 9：银行业营改增减税规模影响 .....	6
表 10：行业营改增减税汇总 .....	7

## 引言

未来 5 年，经济持续增长的动力将源于改革所释放的红利，而财税改革正是经济改革的重要一环。财税改革中，“营改增”又是税制改革的重要突破口，目前营改增已经在物流行业和部分现代服务业试点，根据国务院规划，8 月 1 日起，“营改增”还将陆续推广至传媒、影视等行业，预计未来将涵盖所有服务业，实现全行业、全区域的“营改增”。

目前市场上关于“营改增”的讨论大多为定性探讨。本文将首次基于上市公司的财务数据研究“营改增”后，7 个服务业的税收变动情况，并进一步分析“营改增”对于企业盈利的影响。

## “营改增”不仅仅是减税

目前市场对“营改增”的解读大多体现为对企业的减负。诚然“营改增”背景下，部分企业税负会降低，但基于税改的顶层设计，“营改增”的意义不仅仅是减税。

一是“营改增”完善了现有税收链条，是 1994 年分税制改革的收尾工作。总所周知，1994 年的分税制改革极大程度补充了中央财政，并建立了以增值税为主的“75-25”分税结构。但在当时的经济条件下，部分服务业不具备改革增值税的条件，因此依然保持了营业税的增收方式。增值税的核心是进项抵扣，从税率上比较，增值税率一般为 17%和 13%（小型纳税人为 3%），高于营业税 5%和 3%的水平。也就是说，如果不存在进项抵扣，增值税就达不到应有效果，税负反而可能增加。因此，目前征收营业税的行业恰恰成为了税制链条上的“断裂点”，使得上下游的税收抵扣无法顺利进行。目前推行的“营改增”则能改善这一格局。

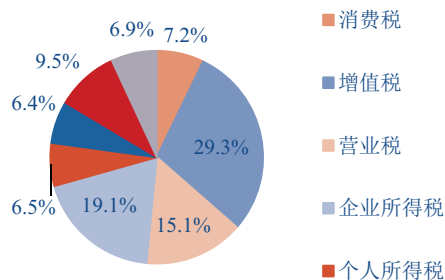
二是“营改增”将重新平衡中央和地方的财事权关系。目前增值税是国家第一大税种，占全国税收比重约 27%，是中央税种，而营业税占全国税收比重 15%左右，是国家第三大税种，也是地方第一大税种。虽然目前为了鼓励地方推进“营改增”，改革后的增值税全额返还给了地方，但长期看，税改实际上是中央财政的进一步收权。目前事权比例上，地方占据 85%，中央仅有 15%，国际比较来看，中央有必要调整事权比例，因此在财权上也会进行相应的调整，即逐步取消地方政府能 100%收取的营业税，推行分税制的增值税，同时增加一般性转移支付，重构中央和地方的财权。

表 1：中国的地方支出比重过大

国别	地方政府支出占国家总支出比重 (%)
中国 (2012)	85
发展中国家	14
转轨国家	26
印度	46
俄罗斯	38
巴基斯坦	29
美国	46
德国	40
日本	61
OECD 国家	32

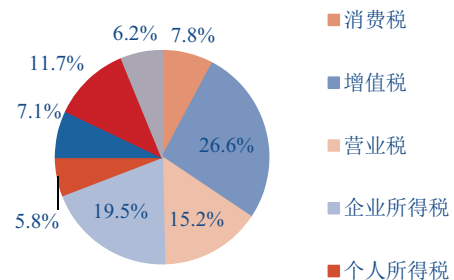
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 1: 2007~2012 主要税种占比情况



资料来源: 财政预算报告, 中信证券研究部

图 2: 2013 主要税种占比情况



资料来源: 财政预算报告, 中信证券研究部

三是“营改增”将促进企业的投资与流转。目前制造业基本都是增收增值税, 不存在营改增的问题, 而与之相匹配的服务业, 特别是生产型服务业, 依然征收营业税。营业税是针对营业额征收, 不利于企业的投资与流转运行, 客观上也会阻碍企业的发展, 因此从鼓励服务业发展的角度看, “营改增”也势在必行。

## 顶层设计, “营改增”的逻辑路径

正如上一节的分析, “营改增”的重要目的是理顺整个税收链条, 使得企业能够完整开具进项和销项增值税发票。因此我们认为, “营改增”会遵循以下三条原则:

一是先生产型服务业, 后生活型服务业。目前制造业基本是在增值税的框架下运行, 因此与其相匹配的生产型服务业的改革能够相对容易推进。例如制造业下游的物流行业, 在完成“营改增”后, 就可以顺利地将增值税的抵扣链条延伸至物流行业, 制造业上游的设计、外包行业也是这个道理。因此我们看到, 这部分行业成为第一批试点的行业。相比而言, 产业链条较为独立的餐饮、旅游等生活型服务业, “营改增”的步伐会相对慢一些。

二是先改革产业集中度低的行业。例如同为服务业的建筑业和房地产业, 两者分处上下游, 其中建筑业的产业集中度相对更低。如果先在房地产业推行营改增, 那么房地产企业将无法开具建筑业的进项发票, 其或将面临税负大幅提高的问题, 推进难度加大。因此, 我们认为行业集中度较低的行业将优先推进“营改增”。

三是先推进小行业的“营改增”。本质上, “营改增”属于存量改革, 而营业税是地方第一大税种, 其改革的影响冲击不容忽视, 因此银行、非银行金融等大行业的营改增将较晚推进。

## 营改增对行业的影响测算

目前宏观层面较难获得营业税和增值税的分行业细项数据, 这也是目前关于营改增的测算都只能简单估算的原因。统计数据相对完整的上市公司数据给了我们一个很好的研究蓝本, 这里我们可以更精确地估算“营改增”后, 各行业乃至各公司的税负变动情况。具体测算的逻辑如下:

1. **假定“营改增”完成，测算公司的销项税。**根据公司的年报，获得 2012 年的营业收入，考虑 17% 的增值税率（部分改革企业过渡期执行的是 6% 的优惠税率，直接换算即可，这里不再赘述），计算理论销项税。
2. **假定“营改增”完成，测算公司进项税。**根据年报，考虑 2012 年的营业成本，剔除员工工资支出，以 17% 的增值税率计算，得到购进原材料的进项税负；同时根据年报附注，考虑固定资产的增加额（这部分也可抵扣），测算出原材料购进和固定资产投资的进项税。
3. **用销项税减进项税计算出理论上该公司应缴增值税额。**与年报公布的公司已缴营业税对比，得到公司的减税（加税）幅度。
4. **两个修正处理。**一是剔除 2012 年亏损的公司，二是由于部分企业 2012 年进项税很多，导致理论增值税为负，将此类企业实际税负标准化为零。

我们认为，最终“营改增”将推行至所有服务业和建筑业，因此根据中信证券行业分类标准（CS 分类），我们重点测算了以下 6 个行业，**建筑业、交运业、通信、传媒、房地产、餐饮旅游、商贸零售**。除此之外，我们还尝试计算了营改增对于银行业的影响。

## 建筑业测算

建筑行业由于固定资产投资较多，进项抵扣额大，如果营改增全面完成，进项发票顺利开出，企业减税规模较大，全行业减税规模达到 482 亿元，静态测算，能够增厚 2012 年行业利润 49.3%，铁路相关的中国中铁、中国铁建利润增厚都在 100% 左右，中国建筑也有 50% 以上的增厚。

表 2：建筑业营改增减税规模影响（亿元）

股票代码	前 10 大公司	利润总额	减税规模	增厚利润 (%)
601668.SH	中国建筑	301.61	158.1	52.4
601800.SH	中国交建	151.49	35.71	23.6
601186.SH	中国铁建	108.96	101.47	93.1
601390.SH	中国中铁	105.91	107.72	101.7
601669.SH	中国水电	55.16	16.71	30.3
601117.SH	中国化学	38.82	2.27	5.8
600068.SH	葛洲坝	23.81	7.88	33.1
600170.SH	上海建工	20.69	11.83	57.2
600820.SH	隧道股份	16.12	6.13	38
002081.SZ	金螳螂	13.23	1.84	13.9
建筑业全行业合计		979.03	482.54	49.3

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

## 交运行业测算

从 2012 年主要公司情况看，交运物流行业进项抵扣额有限，营改增全面完成后，上市公司减税规模约 29 亿元，静态增厚利润约 3.4%。大秦铁路、上港集团都是增税状态，航空公司减税情况略好。需要指出的是，实际操作过程中，进项抵扣不会像理论测算一样充分，因此如果实施 17% 的增值税率，对于全行业可能是增税的状态，因此在目前改革试点的区域中，大多是实施 11% 的增值税率。

表 3：交运行业营改增减税规模影响（亿元）

股票代码	前 10 大公司	利润总额	减税规模	增厚利润 (%)
601006.SH	大秦铁路	147.01	-15.04	-10.2
600018.SH	上港集团	71.88	-10.01	-13.9
601111.SH	中国国航	70.38	17.28	24.6



股票代码	前 10 大公司	利润总额	减税规模	增厚利润 (%)
600029.SH	南方航空	47.48	24.64	51.9
600153.SH	建发股份	35.99	7.25	20.1
600115.SH	东方航空	35.16	6.7	19.1
601018.SH	宁波港	34.54	2.65	7.7
600377.SH	宁沪高速	31.46	-2.89	-9.2
600221.SH	海南航空	26.54	8.75	33
600350.SH	山东高速	25.98	-2.12	-8.2
交运业合计		850.51	29.19	3.4

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

## 通信行业测算

从 2012 年主要公司情况看，营改增完成后，上市公司减税规模约 66.6 亿元，增厚 2012 年利润 39%。这里需要说明的是，通信行业中，中国联通占比过大，全行业减税 66.6 亿的情形下，中国联通减税达 73.4 亿。也就是说，如果剔除中国联通，其他行业实际加税 6.8 亿，对利润的影响反而是-9%。根据国务院规划，下一批试点改革的企业可能包括通信行业，为了改革的顺利推进，预计增值税的优惠利率将下调至 11%，甚至 6%。

表 4：通信行业营改增减税规模影响（亿元）

股票代码	前 10 大公司	利润总额	减税规模	增厚利润 (%)
600050.SH	中国联通	95.44	73.39	76.9
600498.SH	烽火通信	6.22	-0.87	-14
600522.SH	中天科技	5.37	-0.68	-12.7
600487.SH	亨通光电	4.64	0.29	6.2
002309.SZ	中利科技	3.82	0.25	6.5
002396.SZ	星网锐捷	3.68	-0.89	-24.1
600198.SH	大唐电信	2.73	0.26	9.7
002467.SZ	二六三	2.7	-0.09	-3.5
600804.SH	鹏博士	2.44	0.83	34.2
002491.SZ	通鼎光电	2.12	-0.19	-8.9
通信业合计		170.89	66.61	39.0

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

## 传媒行业测算

从 2012 年主要公司情况看，营改增完成后，上市公司实际增税了 7.4 亿元，对 2012 年利润的负贡献为 6.1%。因此，对于传媒行业而言，即便全额顺利抵扣，17%的增值税率也明显偏高，目前试点实施的 6%低增值税率预计将长期执行。由于传媒行业的进项税率细则未出，如果也按照销项税率 6%计算，传媒行业的减税规模在 9.6 亿左右，从而增厚利润 7.9%。

表 5：传媒行业营改增减税规模影响（亿元）

股票代码	前 10 大公司	利润总额	减税规模	增厚利润 (%)
601928.SH	凤凰传媒	9.36	-1.45	-15.49
601098.SH	中南传媒	9.21	-1.76	-19.12
000917.SZ	电广传媒	6.94	0.79	11.33
000793.SZ	华闻传媒	6.6	-0.17	-2.61
600637.SH	百视通	5.83	-0.15	-2.56
600373.SH	中文传媒	5.22	-0.84	-16.1
601801.SH	皖新传媒	5.07	-0.95	-18.67
601929.SH	吉视传媒	4.02	0.44	11.03
300251.SZ	光线传媒	3.92	-0.43	-10.97
600880.SH	博瑞传播	3.79	-0.33	-8.7
传媒业合计		121.55	-7.41	-6.10

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

## 餐饮旅游行业测算

正如之前的分析, 餐饮旅游行业的“营改增”试点可能要在通信、建筑等之后。改革完成后, 如果执行 17% 的增值税率, 对行业的减税影响并不明显, 静态测算, 全行业减税 3 亿左右, 增厚利润仅 5.7%。其中中国国旅、丽江旅游等旅游行业还是增税状态。

表 6: 餐饮旅游行业营改增减税规模影响 (亿元)

股票代码	前 10 大公司	利润总额	减税规模	增厚利润 (%)
601888.SH	中国国旅	15.63	-1.3	-8.3
600138.SH	中青旅	7.24	1.52	21
600754.SH	锦江股份	4.69	0.14	3
600054.SH	黄山旅游	3.58	0.8	22.3
300144.SZ	宋城股份	3.41	0.13	3.9
002033.SZ	丽江旅游	2.36	-0.15	-6.5
000888.SZ	峨眉山 A	2.23	0	-0.1
002186.SZ	全聚德	2.16	0.02	1
600640.SH	号百控股	2.08	0.77	37.1
600258.SH	首旅股份	1.85	-0.41	-22
餐饮旅游合计		57.38	3.26	5.7

资料来源: Wind, 中信证券研究部测算

## 商贸零售行业测算

与餐饮旅游行业类似, 属于生活型服务业的商贸零售行业如果实行“营改增”的税制改革, 在 17% 的增值税率下, 行业基本不受影响, 全行业小幅增税 2.5 亿, 对利润的静态影响在 1 个百分点以内。排名前几位的苏宁云商、友谊股份、大商股份甚至都是加税的状态。

表 7: 商贸零售行业营改增减税规模影响 (亿元)

股票代码	前 10 大公司	利润总额	减税规模	增厚利润 (%)
002024.SZ	苏宁云商	32.42	-5.05	-15.58
600827.SH	友谊股份	21.31	-2.7	-12.68
600694.SH	大商股份	13.97	-0.4	-2.89
600655.SH	豫园商城	11.35	0.48	4.2
600612.SH	老凤祥	10.67	-0.37	-3.47
002344.SZ	海宁皮城	9.73	1.87	19.2
600739.SH	辽宁成大	9.6	0.28	2.89
600415.SH	小商品城	9.35	-0.41	-4.36
600859.SH	王府井	9.17	-0.36	-3.92
600778.SH	友好集团	9.11	1.7	18.63
商贸零售		336.42	-2.52	-0.75

资料来源: Wind, 中信证券研究部测算

## 房地产行业测算

房地产行业的改革是“营改增”的难点, 一般应在其他行业基本改革完成后实施, 作为投资为主的重资产行业, 其“营改增”的受益也非常明显, 行业层面仅次于建筑业。即便按照 17% 的增值税率, 全行业减税规模依然达到 447 亿, 静态测算, 能够增厚 2012 年利润 37.9%。行业龙头“招保万金”的利润增幅都在 35% 以上。

表 8: 房地产行业营改增减税规模影响 (亿元)

股票代码	前 10 大公司	利润总额	减税规模	增厚利润 (%)
000002.SZ	万科 A	210.7	75.88	36
600048.SH	保利地产	135.32	61	45.1
000024.SZ	招商地产	62	32.13	51.8
600383.SH	金地集团	58.89	20.72	35.2
000069.SZ	华侨城 A	53.4	27.23	51

000402.SZ	金融街	36.63	12.15	33.2
600208.SH	新潮中宝	32.85	-2.11	-6.4
002146.SZ	荣盛发展	27.89	7.6	27.3
600340.SH	华夏幸福	25.2	3.05	12.1
600376.SH	首开股份	20.36	14.81	72.7
	房地产业	1177.04	446.59	37.9

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

## 银行业测算

我们认为银行业的“营改增”将相对较慢，一是因为银行是中国金融体系的支柱，并且大多跨区域运行，改革需要逐步推进；二是银行业“原材料购进”的指向不明确，进项抵扣难以统计。如果用营业支出代替营业成本，营改增后，银行业反而处于全面加税的状态，加税规模在 699 亿元。因此，我们认为银行业的市场化改革应快于税制改革，短期而言，利率和汇率的市场化改革是银行改革的主要方向。

表 9：银行业营改增减税规模影响（亿元）

股票代码	前 9 大公司	利润总额	减税规模	增厚利润 (%)
601398.SH	工商银行	3086.87	-205.83	-6.7
601939.SH	建设银行	2514.39	-132.11	-5.3
601288.SH	农业银行	1879.27	-114.03	-6.1
601988.SH	中国银行	1873.8	-105.99	-5.7
601328.SH	交通银行	752.16	-14.47	-1.9
600036.SH	招商银行	595.64	-35.75	-6
600016.SH	民生银行	506.52	-13.83	-2.7
601166.SH	兴业银行	461.93	-22.75	-4.9
600000.SH	浦发银行	447.54	-20.31	-4.5
	银行业合计	13446.61	-699.16	-5.2

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

## 总结

汇总上面的测算结果，营改增完成后，在 17% 增值税率的前提下，2012 年全行业税负可以减少 1015 亿元。其中，重资产的建筑业和房地产行业将最受益于营改增的税制改革。已经改革的物流和传媒行业受益程度有限，需要进一步的降低增值税率至 11% 甚至 6% 才能享受到“营改增”的优惠。下一步即将推进的通信行业营改增对于中国联通减税明显，但对其他公司则会产生不同程度的增税效应。

从宏观层面来看，“营改增”不仅仅是对企业税负的降低。由于增值税的抵扣特征，税制的转变也会改变企业的生产与投资行为，特别是打通制造业和生产型服务业的壁垒，使得产业链条更为顺畅。因此，动态来看，未来 5 年，营改增将促使生产型服务业快速发展，成为转型期中国经济的重要推动力。



表 10：行业营改增减税汇总（亿元）

行业	减税规模
建筑业	482.5
交运物流	29.2
通信	66.6
商贸零售	-2.5
传媒	-7.4
房地产	446.6
餐饮旅游	3.3
<b>总减税额</b>	<b>1015</b>

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

## 分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明: (i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法; (ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

### 一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构(以下统称“中信证券”)违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定, 本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权, 不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的, 只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用, 不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠, 但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外, 中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断, 可在不发出通知的情形下做出更改, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域, 以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定, 但是, 分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下, 中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系, (2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下, 中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下, 中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易, 向有关公司提供或获取服务, 及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议, 中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2013 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 中信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。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。	买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准;	增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间;
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间;
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上;
2. 投资建议的评级标准	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;
报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅;	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦(100125)	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼(200122)	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦(518048)	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

### Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司(简称“中信证券”, 受中国证监会监管, 经营证券业务许可证编号: Z20374000)制作。按照《1934年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则, 在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。