

海淘新政会冲击免税吗

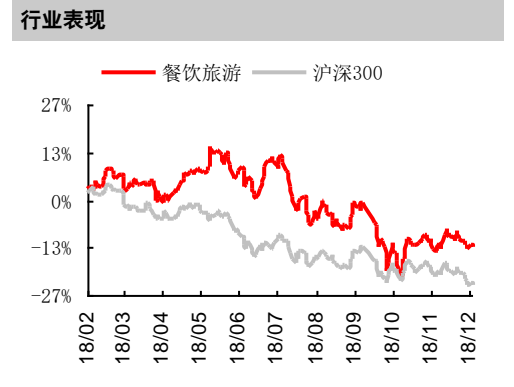


行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 餐饮旅游

报告发布日期 2019年02月19日



资料来源: WIND

2018 年底，跨境电商新政出台，此次政策主要包括提升单次购买及年度购买限值、增加试点城市名单以及放宽引进规定品类内新品要求等一系列变动，同时整体调整基调为积极引导跨境电商市场健康蓬勃发展。此次电商新政的出台，引发市场关注，同时由于市场之前对于免税、跨境电商、海淘等模式的比较性研究较少，关于跨境电商及海淘发展是否会对免税行业造成冲击也引发了市场的担忧。

我们在本篇报告中将围绕该核心问题，从定量测算免税行业税收优势、以及定性对比免税与跨境电商在各方面差异两个角度出发，分析免税相对跨境电商优势所在及未来趋势，供市场参考。

核心观点

- **免税、跨境电商及海淘、代购、保税的区别：**免税为经海关批准享有限额及名单内商品关税、消费税、增值税全免的优惠；跨境电商分属不同关境的交易主体，通过电子商务平台完成交易一种国际商业活动，四八新政后需按照关税+消费税+增值税的模式缴付税费，两者在税收结构上有较大不同。而海淘、代购及保税均是跨境电商的具体物流模式，可理解为广义跨境电商的子集合。
- **从定量角度测算免税相对跨境电商税收优势所在：税后价格仍是核心比较优势。** (1) **香化类：**对于低端香化产品（完税价格<10 元/ml）/高端香化产品（完税价格>=10 元/ml），免税渠道有 11.2%/25.52%的税收优势； (2) **钟表类：**对于价格属于 0~5000 元/5000~8000 元/8000~10000 元，免税渠道有 11.2%/24%/31%的税收优势，对于价格高于 10000 元的钟表，免税的税率始终低于跨境电商 60%的税率； (3) **珠宝类：**对于 0~5000 元/5000~8000 元的珠宝，免税渠道有 15.47%/57.11%的税收优势，对于高于 8000 元的珠宝，仅当单品珠宝价格超 16 万元时，免税渠道税收优势才消失； (4) **箱包类：**对于 0~5000 元/5000~8000 元，免税渠道有 11.2%/34%的税收优势。
- **从定性角度分析免税相对跨境电商的渠道优势。**免税与跨境电商在客源、销售商品以及承担使命上均存在较大的差别，其优势一定时期仍难以替代： (1) **客源：**对于免税而言，出境与否仍是购物门槛； (2) **销售商品：**跨境电商在销售高价奢侈品上面临诸多限制，非主要鼓励目标； (3) **承载使命：**跨境电商在商品结构及价格优势上竞争力较弱，免税在引导消费回流中仍旧扮演重要角色。

财务预测与投资建议

- 由于免税价格优势显著以及两者在终端销售、使命等方面的差异，我们认为新政对跨境电商发展的刺激作用不会对免税行业造成威胁。中长期看，免税行业规模增长带来毛利率提升的逻辑持续兑现，叠加政策端利好的不断落地，其中北京及上海市内店开放及国人市内免税店购物资格的可能放开等将成为业绩增厚的关键变量，免税行业未来格局和空间仍然明显，持续推荐中国国旅(601888, 买入)。

风险提示

- 免税行业政策实施效果不及预期，跨境电商的税费优惠及限额等获更大超预期放宽。

证券分析师 **王克宇**
021-63325888-5010
wangkeyu@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860518010001

联系人 **董博**
021-63325888-3045
dongbo1@orientsec.com.cn
徐椰香
021-63325888-6129
xuyexiang@orientsec.com.cn

相关报告

板块强势反弹，关注优质龙头及超跌个股 2019-02-17
春节旅游市场稳中有增 海南免税表现继续亮眼！ 2019-02-10
出境游月报：港澳游增速显著回升，韩国 2019-01-31
游低基数高增长继续

目 录

一、	详解跨境电商新政	4
1.1、	免税、跨境电商的差别区分	4
1.2、	跨境电商法发展历程及本次新政解析	7
二、	从定量/定性两维度深度拆解免税相对于跨境电商优势所在	11
2.1、	定量拆解免税相对跨境电商的税收优势	11
2.2、	定性分析免税相对跨境电商的核心优势	13
	风险提示	14

图表目录

表 1: 国内主要免税店经营信息	5
表 2: 国内主要跨境电商经营模式及经营状况	6
图 1: 跨境电商、代购及海淘关系	7
图 2: 跨境电商发展历程	8
图 3: 跨境零售电商发展历程	8
表 3: 跨境电商政策调整	10
表 4: 免税及跨境电商税收计算方法	12
表 5: 香化、钟表及珠宝品类免税及跨境电商税率测算	13

2018年11月30日，跨境电商新政出台，此次政策主要包括提升单次购买及年度购买限值、增加试点城市名单以及放宽引进规定品类内新品要求等一系列变动，同时整体调整基调为积极引导跨境电商市场健康蓬勃发展。此次电商新政的出台，引发了市场的关注，同时由于市场之前对于免税、跨境电商、海淘等模式的比较性研究较少，关于跨境电商发展是否会对免税行业造成挤出也引发了市场的担忧。

我们在本篇报告中将围绕该核心问题，从定量测算免税行业税收优势、以及定性对比免税与跨境电商在各方面差异两个角度出发，分析免税相对跨境电商优势所在及未来趋势，供市场参考。

一、 详解跨境电商新政

1.1、 免税、跨境电商的差别区分

首先，我们需要针对市场上现存的几个概念进行区分：免税，跨境电商，海淘，代购，保税。

免税即享有限额及名单内商品关税、消费税、增值税全免的优惠，我国免税店开设须经海关总署批准，由经营单位在中华人民共和国国务院或其授权部门批准的地点设立符合海关监管要求的销售场所和存放免税品的监管仓库，从而向规定的对象销售、供应免税品。目前国内有权经营免税业务的公司主要有中免、日上、中出服、海免、珠免、深免、中侨等。

表1: 国内主要免税店经营信息

经营商	免税店	类型
中免	三亚海棠湾	离岛免税
	博鳌市内免税	市内免税
	海口市内免税	市内免税
	首都机场 T2	机场免税
	广州白云机场	机场免税
	南京禄口机场	机场免税
	香港国际机场烟酒段（中免-拉格代尔）	机场免税
	杭州萧山机场	机场免税
	长沙黄花机场	机场免税
	武汉天河机场	机场免税
	成都双流机场	机场免税
	深圳湾口岸免税	边境免税
	福田口岸免税	边境免税
	皇岗口岸免税	边境免税
	广州东火车站	火车站免税
海免	海口美兰机场	机场免税/离岛免税
日上	浦东机场	机场免税
	首都机场 T3	机场免税
深免	罗湖口岸免税	口岸免税
	深圳宝安机场	机场免税
珠免	横琴出境免税店	边境免税
	天津滨海国际机场	机场免税
中出服	中出服上海店	入境市内免税
中侨	哈尔滨中侨免税	入境市内免税
东方航空	东航机上免税	机上免税
南方航空	南航机上免税	机上免税

资料来源：公司官网，东方证券研究所整理

跨境电商是指分属不同关境的交易主体，通过电子商务平台达成交易、进行支付结算，并通过跨境物流送达商品、完成交易的一种国际商业活动。跨境电商始于 1999 年，但真正实现转型在 2013 年，主要模式分为平台型和贸易型，前者主要通过提供平台并收取平台商户佣金获利，如亚马逊、淘宝等，后者主要通过贸易买卖价差获利，如小红书，网易考拉等。与免税不同，跨境电商仍面临税收，四八新政前跨境电商主要支付行邮税，四八新政后跨境电商贸易货物需按照关税+消费税+增值税的模式缴付税费。

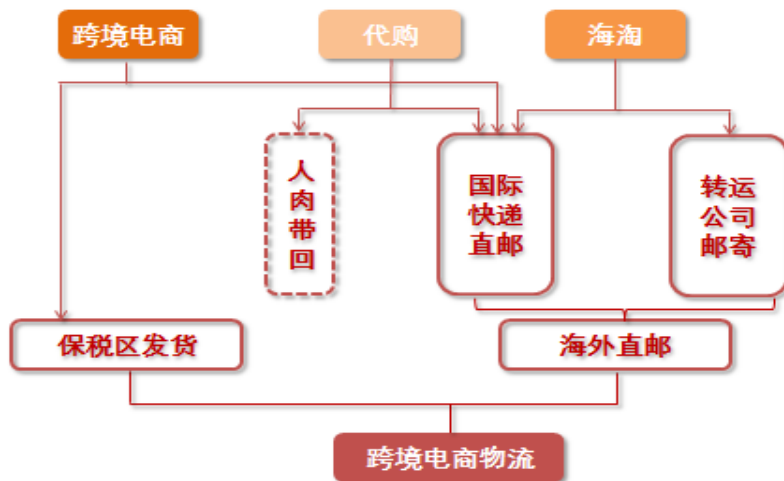
表2: 国内主要跨境电商经营模式及经营状况

名称	模式	经营状况
天猫国际	平台	覆盖国家和地区 68 个, 覆盖品类 3700 类, 引入品牌 16400 个, 2018 年 Q1 以 22% 的市场份额仅次于网易考拉
网易考拉	主打自营, 包括平台	2017 年网易电商实现营业收入 116.7 亿 /+156.9%, 2018 年 Q1 以 26% 的市场份额居于跨境电商首位
京东全球购	自营+平台	2018 年 Q1 以 13.34% 的市场份额居于跨境电商第三
小红书	自营+平台+社区	2017 年, 小红书海外购物神器月度活跃用户规模达 1539.47 万人, 位列跨境电商第一
洋码头	平台	2017 年月度活跃用户规模达 86.42 万人
唯品国际	自营	
亚马逊	平台	

资料来源: 艾瑞咨询, 公司财报, 东方证券研究所整理

海淘、代购、保税和跨境电商是什么关系? **他们是跨境电商的具体物流模式, 可理解为广义跨境电商的子集合。**跨境电商主要有两种物流模式: 海外直邮和保税进口。目前的主流大型跨境电商网站 (B2C) 主要为保税进口, 提供完善的交易支付物流信息, 采用货物模式征税; 而海淘、代购 (C2C 与 B2C 并存) 大部分属于海外直邮, 特别是 C2C 部分尽管也是贸易属性, 但大多不提供完整的交易支付物流凭证, 目前仍是以物品范畴做擦边处理, 按规定缴纳行邮税 (但仍有部分逃税的行为以保持价格竞争力), 跨境电商网站中白名单之外的商品, 也需采用海外直邮模式, 也要征收行邮税。

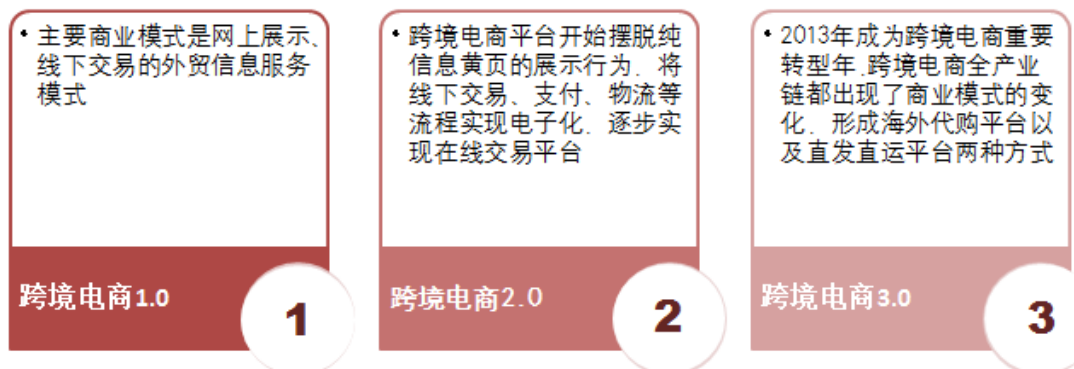
图1: 跨境电商、代购及海淘关系



资料来源：互联网，东方证券研究所

1.2、跨境电商法发展历程及本次新政解析

跨境电商在我国发展始于 1999 年，其主要发展阶段分为 1999-2003 年（跨境电商 1.0 时代）、2004-2012 年（跨境电商 2.0 时代）以及 2013 年至今（跨境电商 3.0 时代）。第一阶段，跨境电商针对 B2B 贸易，主要商业模式是网上展示、线下交易的外贸信息服务模式，因此线上不涉及任何产品交易，仅作为黄页展示所用；第二阶段，跨境电商将线下交易、支付、物流等流程实现电子化，逐步实现在线交易平台，但该阶段跨境贸易依旧主要针对 B2B 模式，实现企业供应链缩短，盈利能力提升的主要目的；2013 年起，伴随着个人网购逐步发展成熟，跨境电商正式进入 3.0 模式，行业全产业链都出现了商业模式的变化，形成了海外代购平台及直发直运平台等主要贸易模式，个人跨境贸易时代到来。

图2: 跨境电商发展历程


资料来源：互联网，东方证券研究所

我们所熟知的跨境电商主要为跨境零售电商，如网易考拉、天猫国际等跨境购物平台，目前网易考拉、天猫国际、京东全球购分别以 26%/22%/13.4% 的市占率居市场前三。跨境零售电商直面消费者，是传统跨境电商中的一部分，其发展相对较晚，2010 年以前主要以平台对接个人代购商与个人消费者为主要商业模式，10 年起，跨境零售电商平台逐步完善，出现专注垂直领域的 C2C 电商平台以及 B2C 电商运营，目前，跨境零售经历高速增长期进入成熟期，市场优势正逐步向巨头运营商进一步靠拢。

图3: 跨境零售电商发展历程


资料来源：CBNDData，东方证券研究所

随着跨境电商的逐步发展，相应法律法规为适应行业发展也经历了两次重要调整，包括 2016 年的四八新政及此次的新电商法，其政策调整的主要目标在于：（1）明确跨境电商的税收标准，四八新政前跨境电商邮寄商品按照邮寄行李、物品等征收行邮税，但由于跨境电商邮寄商品具有贸易性质，因此四八新政明确区分跨境电商商品与普通邮寄物品的税收区别；（2）规范跨境购物市场，修复市场逃税问题。跨境电商市场参与者既包含大型跨境电商平台，也包含大量个人代购工作者，

市场秩序混乱，商品质量层次不齐，同时存在较大的逃税漏税问题，电商法的一步步完善将促进市场供应者向 B 端靠齐，完善市场竞争秩序同时规范市场税收情况。

1. 四八新政

四八新政调整主要包括两方面：

- (1) **区分跨境电商贸易商品与普通邮寄物品的税收方式**：跨境电商依靠网络经营进出口商品贸易，其销售的东西官方界定为货物（明显的贸易属性，有交易、支付、物流信息的商品），与物品（个人自用为主要目的，较难提供相应的具体交易信息的商品）相区别。16 年 48 新政前，货物与物品均支付行邮税；新政后，只有物品仍支付行邮税，货物需按照关税+消费税+增值税的模式缴付税费，但同时提出了一定的优惠方案（商品类别在白名单内的、单次交易 2000 元以下的、全年未超过 2 万元的跨境电商销售的货物，可实行关税全免，消费税及增值税按 70% 的优惠）。
- (2) **调整行邮税率**：行邮税率由此前的 10%/20%/30%/50% 四档调整为 15%/30%/60% 三档，其中 15% 主要针对书报、刊物、教育用影视资料，信息技术产品，食品饮料，金银，家具，玩具及其他娱乐用品，60% 主要针对烟酒、贵重首饰及珠宝玉石、高尔夫球及球具、高档手表及化妆品，其余品类均适用 30% 的税率水平。

2. 新电商法

此次跨境电商新政调整主要包括三个方面：

(1) 跨境电商进口商品不执行首次进口许可批件、注册或备案需求

这是针对此前 48 新政的白名单内容的修改，过去跨境电商所售商品要求不能是第一次引进中国的商品，商家必须已将商品在国内销售、或有完善的注册备案需求，相关流程长，这是对跨境电商引进规定品类内新品的政策放松，是对货品范围的一定变相扩大。

(2) 从之前的 15 个试点城市，扩大至 37 个试点城市

(3) 在限额内零关税加增值税消费税 70% 基础上，扩大商品范围，新增 63 个税目商品，单次交易限额由 2000 提到 5000、年度限额 2w 提到 2.6w

表3: 跨境电商政策调整

时间点	商品分类	征收税种	税率		免征额度	征收方法
四八新政前	物品 货物	行邮税	10%、20%、30%、50%		50 元	按行邮税征收
四八新政后	物品	行邮税	15%	书包、刊物、教育用影视资料；计算机，摄录一体机、数字照相机等信息技术产品；食品饮料；金银；家具；玩具，游戏品、节日或其他娱乐用品	无	按行邮税征收
			30%	运动用品（不含高尔夫球具）、钓鱼用品；纺织品及其制成品；电视摄像机及其他电器用具；自行车；税目 1、3 未包含的其他商品		
			60%	烟酒；贵重首饰及珠宝玉石；高尔夫球及球具；高档手表；化妆品		
	货物	正常征税	对应品类关税、增值税、消费税税率			单价<2000 或者全年消费<20000，免征关税，征收增值税及消费税的 70% 单价>2000 或者全年消费>20000，按一般贸易全额征收
跨境电商新政	未作改变，新增 63 个税目商品					单价<5000 或者全年消费<26000，免征关税，征收增值税及消费税的 70% 单价>5000 或者全年消费>26000，按一般贸易全额征收

资料来源：财政部，东方证券研究所整理

此次跨境电商进口方面的新政，是承接 16 年 48 新政的具体实施补充，主要针对的是实行保税进口模式，征收 70% 消费税+增值税的标准 B2C 跨境电商货物，主要的影响和变化是受益的城市、货品品类更多及价值更高。但同时我们也需要注意到，**税收优惠的基础模式与之前一致，没有变化**；其次，对于多属物品范畴的走行邮包裹清关的代购和海淘，并没有任何利好和正面影响，反而新电商法下的严查严打趋势仍在，或将面临更大的挑战。

二、从定量/定性两维度深度拆解免税相对于跨境电商优势所在

基于前述对跨境电商与免税等概念差异以及跨境电商法要点梳理,本章节我们将主要针对跨境电商与免税两条主要奢侈品零售渠道进行对比分析,分析将定量及定性角度同时出发:**1.基于详实的税率数据,从定量角度分析跨境电商享受税收优惠后,免税相对跨境电商在税收上的价格优势有多少;****2.从定性角度对比两者在终端销售上的重叠性有多高,即跨境电商对免税行业是否存在挤出效应。**

2.1、定量拆解免税相对跨境电商的税收优势

根据前文已述,免税是国家特许经营的模式,享有限额及名单内商品关税、消费税、增值税全免的优惠,跨境电商是网络经营进出口商品的贸易模式,享有限额内的税收优惠,即限额内免征关税,征收消费税及增值税的70%,限额外将全额征收关税、消费税及增值税。

1. 主要结论:

市场对跨境电商与免税之间的税收差异量化数值一直存在空白,针对此问题,我们对同类型产品在免税渠道及跨境电商渠道的税收负担进行了详细拆解计算,结果显示,对于香化、钟表、珠宝及箱包类产品,免税渠道相对跨境电商税收价格优势在10-50%区间内不等。

2. 测算过程:

关键假设:由于我们需要对比跨境电商与免税在税收方面的差异,因此我们假设跨境电商和免税采购商品的原始成本相同,基于同样的价格从而更精准地衡量其税后价差。由于跨境电商的采购渠道并非直接与品牌洽谈,而是通过海外零售渠道进行采购,同时单个跨境电商一次采购规模有限,其成本控制相比集中采购的免税渠道没有竞争优势,因此如果叠加两者的采购成本差异,预计其价差将会更大。

由于不同品类涉及到较多的消费税及关税细项,我们仅挑选香化类、钟表珠宝及箱包类进行测算。对于免税商品而言,面临的主要税负为超过免税额度的部分征收行邮税,对于跨境商品,对不超过限额(总额度26000元/单品额度5000元)的商品征收消费税及增值税的70%,对超出限额的商品,按照其全价征收关税、消费税及增值税(2018年5月1日起增值税税率下调1pct至16%)。具体税收计算方法如下表所示:

表4: 免税及跨境电商税收计算方法

免税	单价≤8000	0
	单价>8000	应交税费 = [价格 - min(8000, 剩余额度)] * 行邮税率
跨境电商	单价<5000	应交税费 = (消费税 + 增值税) * 70%
	&	消费税 = $\frac{\text{商品价格}}{1 - \text{消费税率}} * \text{消费税率}$
	全年<26000	增值税 = (商品价格 + 消费税) * 增值税率
	单价>5000	应交税费 = 关税 + 消费税 + 增值税
&	消费税 = $\frac{\text{商品价格}}{1 - \text{消费税率}} * \text{消费税率}$	
	全年>26000	增值税 = (商品价格 + 消费税) * 增值税率

资料来源：东方证券研究所整理

根据上表的计算公式，结合具体品类的税率数值，我们计算出免税渠道以及跨境电商渠道在不同品类间税收的主要差异：

香化类：对于低端香化产品（完税价格<10 元/ml）/高端香化产品（完税价格≥10 元/ml），消费税率分别为 0%/15%，我们假设香化类产品单价均不超过 5000 元，基于此计算得出的跨境电商整体税率在 11.2%/25.53%，免税渠道相比之下，仅税负环节就享有 11.2%/25.53%的价格优势；

钟表类：对于钟表类产品，单品完税价格超 10000 元，则消费税率为 20%，低于 10000 元不征收消费税。同时我们需要额外考虑跨境电商渠道单品价格超 5000 元全额征税以及免税渠道单品价格超 8000 元对超出部分征收 60%的行邮税。通过表格分析，我们看到对于低于 10000 的钟表，免税渠道具有显著的价格优势。对于高于 10000 的钟表，跨境电商渠道面临 60%的税收，免税渠道税率始终小于 60%，但随着钟表价格上升，其税收价格优势将适度减少。

珠宝类：对于金银首饰、铂金首饰和钻石及钻石类饰品，其主要面临 5%的消费税，因此我们仅需分类测算 5000 限额内及高于 5000 限额的税负情况，分别为 15.47%/57.11%，对于 8000 元以内的珠宝产品，免税渠道有非常显著的价格优势，而对于 8000 元以上的珠宝产品，当单品价格超过 16 万元时，免税店的税收价格优势才会消失，我们认为此类极端价格较少出现在免税店，因此免税渠道价格优势依旧显著。

箱包类：由于箱包类产品不承担消费税，对于 5000 元以下的箱包，其跨境电商渠道税率为 11.2%，对于 5000 元以上箱包，其最惠国关税税率为 18%，计算得出跨境电商渠道税率 34%，因此对于 18461 元以下的箱包，免税渠道有明显的税收价格优势。

表5: 香化、钟表及珠宝品类免税及跨境电商税率测算

品类	价格区间	免税整体税率	跨境电商	
			消费税率	政策调整后整体税率
化妆品	完税价格<10 元/ml	0%	0	11.20%
	完税价格>=10 元/ml	0%	15%	25.53%
钟表	完税价格<=5000 元	0%	0%	11.20%
	5000 元<完税价格<=8000 元	0%	0%	24.00%
	8000 元<完税价格<10000 元	最高 12%	0%	31.00%
	完税价格>10000 元	0.6-8000*0.6/价格	20%	60.00%
金银首饰、铂	完税价格<=5000 元	0%	5%	15.47%
金首饰和钻石	5000 元<完税价格<=8000 元	0%	5%	57.11%
及钻石类	完税价格>8000 元	0.6-8000*0.6/价格	5%	57.11%
箱包	完税价格<=5000 元	0%	0%	11.20%
	5000 元<完税价格<=8000 元	0%	0%	34.00%
	8000 元<完税价格<10000 元	0.6-8000*0.6/价格	0%	34.00%

备注：由于欧盟诸国享受我国最惠国名单，钟表珠宝类商品多以法国、意大利等国为主，因此关税使用最惠国汇率计算

资料来源：全关通，东方证券研究所整理

2.2、 定性分析免税相对跨境电商的核心优势

基于上述价格差异分析，本小节我们将主要从定性层面出发，分析免税与跨境电商的差异。我们认为免税与跨境在客源、销售商品及承担使命上均有显著差异，因此跨境电商对免税行业的挤出效应有限：

1. 客源的差别：出境与否仍是门槛

由于免税的价格优势十分显著，因此具备出境能力的消费者，绝大多数会将在出境时免税店购买作为或境外购买作为奢侈品购买的第一选择。而跨境电商的主要购买群体，多为未有出境计划的购物群体。两者之间形成了天然的客群分化和路径依赖，尽管此次有一定的跨境电商品类拓张，但价格根基没有动摇，出境群体的选择仍然明确，对免税的影响较小。

2. 销售商品的差别：高价奢侈品并非跨境电商的主要鼓励目标

尽管此次限额有一定放宽，但对跨境电商而言，基本可以认为单价超过 5000 的奢侈类商品就要全部征税，相比国内有税渠道基本没有竞争力。因此，目前现有的各大跨境电商平台主要经营单价 5000 以下商品，很少有精品、手表、珠宝等高价奢侈品，较免税渠道有更大的局限性。

3. 承载使命不同：跨境电商目前恐仍难承担消费回流的任务

中国人每年的奢侈品购买额占全球近一半，5000 亿以上发生在海外，多为走出国门的中国人购买的。消费回流的顶层设计的落实，一方面需要一个奢侈品属性充分内容充足的渠道、另一方面需要渠道的价格具备国际竞争力。而跨境电商一方面并非以高价奢侈品为主要鼓励的销售目标，且仍时

常受困于奢侈品的真假货问题；另一方面，价格端仍无法与海外抗衡，目前来看并不具备将走出国门的中国人的海外消费拉回国内的充分能力，也无法替代免税在消费回流过程中起到的角色。

风险提示

海南免税额度放宽的政策对终端客单价提升影响不及预期，包括整体客单价提升幅度以及政策传导时间等因素不及预期；或新增的海口及博鳌市内免税店等运营不及预期；跨境电商的税费优惠及限额等获更大超预期放宽，带来免税优势地位的进一步削弱。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

