

國企分紅專題之一：

公共財政的視角

概要。國企兌現向全民股東的分紅，是國有資本最主要的基本功能之一。在中國這樣一個以公有制為基本經濟制度的國家，分析國企部門對公共財政的貢獻，探究規模龐大的國企部門究竟向全民股東分配了多少紅利，關乎每個國民可能享受到的公共產品和公共服務，因而具有特別重大的意義。

- **“減稅降費”帶來財政收支平衡的壓力。**今年我國採取了較為積極進取的財政政策，近兩萬億的“減稅降費”使得各級財政收支面臨很大的平衡壓力，拓展資金來源也就成為當下財政最為迫切的需求。政府通過大規模發債或借融資平臺繼續加杠杆籌資，無疑將進一步加大宏觀債務風險。相較之下，盤活資金存量，優化資金配置顯然是更為穩妥的方式。“減稅降費”有利於實體部門，特別是國有企業，凸顯出國企上繳分紅支持公共財政收入的重要性。
- **國企分紅：獨特的“兩次分配”機制。**所謂“一次分配”指國企部門向廣義財政上繳的分紅，“二次分配”指實業類國企分紅進入國有資本經營預算後的再分配。而最終流向一般公共預算的部分才能用於支持廣泛公共事業、公共產品和公共服務，滿足社會共同需要，其本質是國企向全民的分紅。
- **“一次分配”測算：**2017年金融類國企上繳分紅接近4,191億元，分紅率為30%。2017和2018年實業類國企向國有資本經營預算的分紅金額為2,581億元（決算數）和2,900億元（預算數），分紅率為18.2%和19%。2017年整個國企部門向國家上繳利潤的總規模為6,772億元，分紅率為24%。
- **“二次分配”測算：**實業類國企分紅進行二次分配調出部分資金流向公共預算，2018年只有754億元調出資金，僅占歸屬國有母公司1.53萬億元淨利潤的4.9%，即使占比最高的2016年也僅為7.8%。
- **問道於盲：國企分紅的改革目標。**十八屆三中全會提出將國有資本收益上繳公共財政比例至2020年提高到30%。根據運行情況判斷，30%指的是“二次分配”，而沒有“一次分配”比例的提高，“二次分配”就成了無源之水、無本之木。國企分紅“體內循環”特徵明顯，有悖於國有資本的全民所有制屬性，以及應當承擔的惠及全民的民生支出責任。
- **國企上市公司分紅率的啓示。**央企下屬上市公司以36%的分紅率向央企集團公司分紅，而央企集團公司向國家上繳的平均分紅率為20%，說明有一部分國有資本經營利潤的分紅被“截留”在央企集團公司層面。近年來，國企的經營狀況已大幅改善，為國企向財政上繳利潤創造了良好的條件，國企分紅自然成為了可供彌補財政收支缺口的重要資金來源。
- **提高國企分紅比例。**假設2020年國企歸屬國有母公司淨利潤達3.75萬億元（金融類國企2萬億元，實業類國企1.8萬億元），按一次分配30%、40%、50%的三種情景，二次分配按50%測算，估計公共財政將分別獲得到8,700、11,600、14,500億元的支助。當前形勢下，進一步深化國企改革，提高國企向廣義財政分紅（一次分配）比例，儘快改革國有資本經營預算制度（二次分配），疏通國企分紅直接進入公共財政的渠道，已成當務之急。

丁安華，首席經濟學家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

目錄

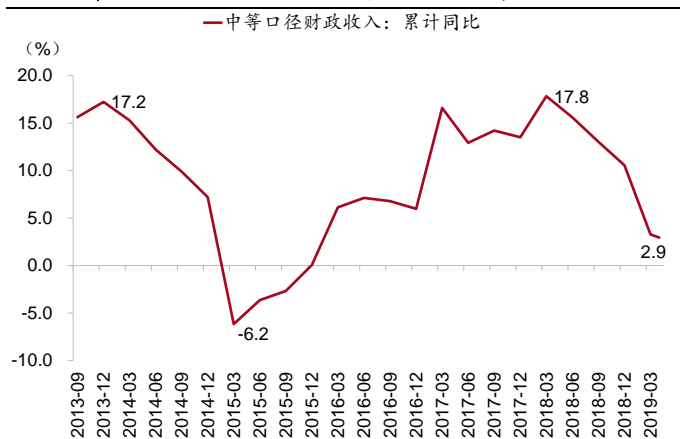
一、	“減稅降費”帶來財政收支平衡的壓力	3
二、	“減稅降費”有利於實體部門，特別是國有企業	4
三、	國企分紅：獨特的“兩次分配”機制	5
四、	一次分配：分紅規模和分紅率測算	6
五、	二次分配：國企分紅流向公共預算的規模和分紅率測算	9
六、	問道於盲：國企分紅的改革目標	10
七、	國企上市公司分紅率的啓示	12
八、	結語：提高國企分紅比例	14

本文講的國企分紅，是指國有企業向公共財政上繳的各項稅後收益，主要是利潤分紅。國企兌現向全民股東的分紅，是國有資本的最主要的基本功能之一。在中國這樣一個以公有制為基本經濟制度的國家，分析國企部門對公共財政的貢獻，探究規模龐大的國企部門究竟向全民股東分配了多少紅利，具有特別重要的意義，因為它關乎每個國民可能享受到的公共產品和公共服務。

一、“減稅降費”帶來財政收支平衡的壓力

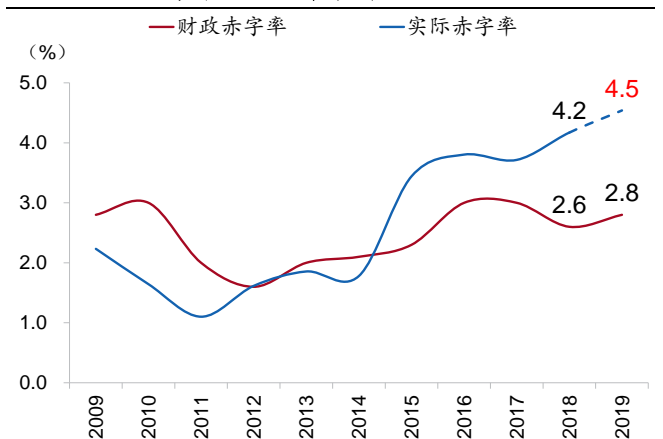
今年我國採取了較為積極進取的財政政策，近兩萬億的“減稅降費”使得各級財政收支面臨很大的平衡壓力。中等口徑下的財政收入（一般公共預算收入+政府性基金收入）累計同比增速從去年開始持續下滑，到今年四月增速更是降至 2.9%，創下 2016 年以來的新低（圖 1）。而且，疊加經濟增速的放緩，財政收入下行的趨勢可能還將持續下去。收入下滑而開支加大，財政預算的赤字率被迫進一步上調至 2.8%，預計實際赤字率¹升高至 4.5%，達到十年來新高（圖 2）。

圖 1：中等口徑下財政收入累計同比增速持續下滑



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 2：實際赤字率創下十年來新高



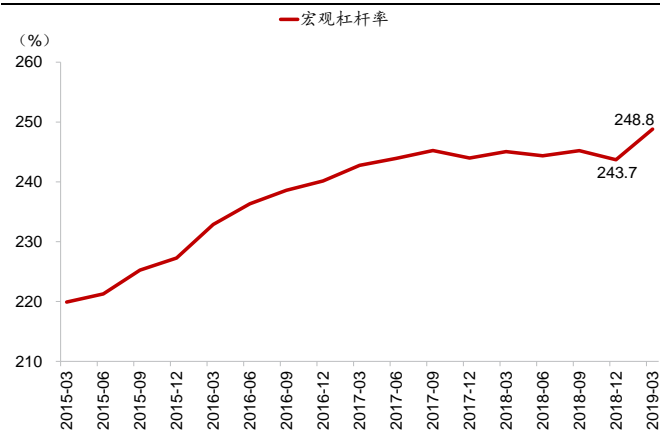
注：2019 年實際赤字率是以財政部發布的《關於 2018 年中央和地方預算執行情況與 2019 年中央和地方預算草案的報告》中的預算數計算而得。

資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

如此背景下，各級政府面臨極大的財政壓力，拓展資金來源也就成為當下財政最為迫切的需求。政府只能通過發債加杠杆的方式籌措資金，但隨著今年逆周期政策發力，一季度的宏觀杠杆率環比上升 5.1 個百分點至 248.8%，使得近兩年受到抑制的宏觀杠杆率再度爬升，創下新高（圖 3），其中政府部門杠杆率同比上升 1.9 個百分點，環比上升 0.7 個百分點（圖 4）。可見，政府通過大規模發債或借融資平臺繼續加杠杆籌資，雖然可以在一定程度上緩解財政壓力，但無疑將進一步加大宏觀債務風險。相較之下，盤活資金存量，優化資金配置顯然是更為穩妥的方式。

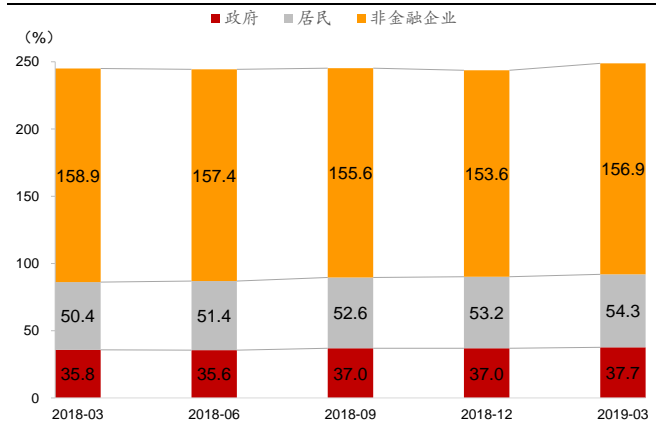
¹ 實際赤字率 = (一般公共預算支出 - 一般公共預算收入) / 名義 GDP

圖 3：一季度宏觀杠桿率跳升 5.1 個百分點



資料來源：國家資產負債表研究中心、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 4：一季度政府部門杠桿率上升 0.7 個百分點



資料來源：國家資產負債表研究中心、招商銀行研究院、招銀國際研究

二、“減稅降費”有利於實體部門，特別是國有企業

“減稅降費”措施有利於實體企業，特別是龐大的國企部門，這是由我國的基本經濟制度所決定的。進一步細究起來，“減稅降費”對我國廣義財政的四套“預算賬本”（一般公共預算、政府性基金預算、社會保險基金預算和國有資本經營預算）將產生差異化的影響。

下調增值稅稅率會對一般公共預算收入的增長形成一定拖累²；下調社保費率會對社會保險基金預算收入產生負面影響³；隨著房地產調控政策的持續，土地出讓收入增長放緩，已經導致政府性基金預算收入增速較去年有較大幅度的下滑⁴。

唯一受益於“減稅降費”政策的是廣義財政預算中的“國有資本經營收入”。道理很簡單，下調增值稅稅率及社保費率有利於企業減負，特別是對國有企業將產生明顯的有利影響，可以降低經營成本進而提高國有資本經營的效益。

“減稅降費”政策對財政預算收入的不對稱影響，凸顯出國企上繳分紅支持公共財政收入的重要性。這一結論，應該沒有什麼爭議。2019年，為了落實好兩萬億減稅降費政策，各級財政都需要開源節流，而財政開源的一個有效渠道就是國企利潤的上繳。李克強總理在今年的《政府工作報告》中就指出將“增加特定國有金融機構和央企上繳利潤”。

² 增值稅收入多年來一直佔到我國稅收收入的四成左右，而稅收收入又佔到一般公共預算收入的八成左右，因此，作為今年財政政策的“主菜”，下調增值稅率將會對一般公共預算收入的增長形成拖累。

³ 受老齡化加速影響，我國社會保險基金預算收入增收難度越來越大，需要其他“賬本”對其進行持續“輸血”。

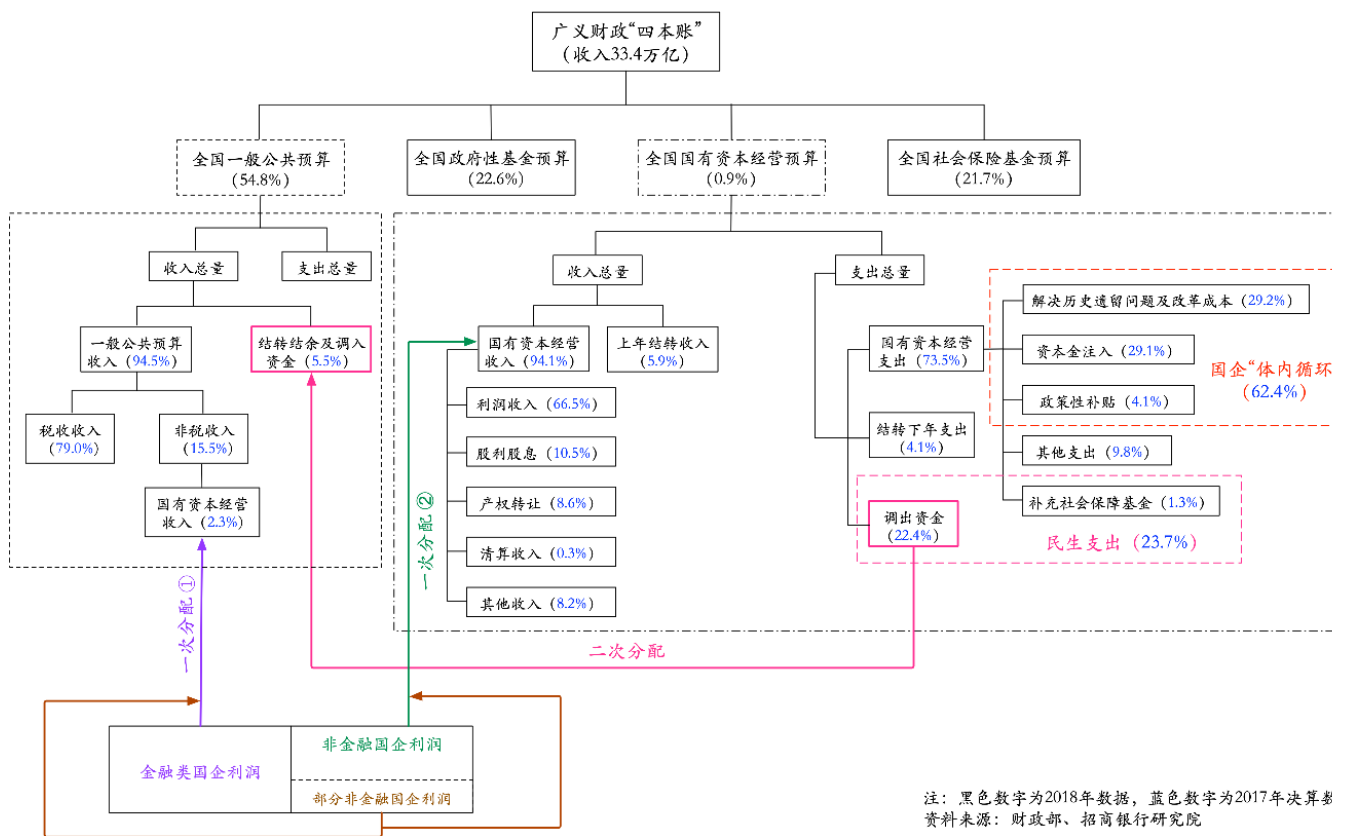
⁴ 2018年，政府性基金預算收入累計增速達到22.6%。但今年一季度增速却大幅下滑至-9.5%，如果房地產調控政策持續從緊，那麼政府性基金預算收入增速預計將會進一步下滑。

三、 國企分紅：獨特的“兩次分配”機制

我國的廣義財政預算體系是由一般公共預算、政府性基金預算、國有資本經營預算和社會保險基金預算“四本賬”組成，那麼國企上繳財政的分紅究竟流向哪個賬本呢？這個問題并不像字面意思那麼簡單，原因就在於，我國逐步形成了世間獨有的制度安排。

首先，從國有資產管理的體制上，我國將金融類國企和非金融類國企（即實業類國企）區分開來，金融國有資產由財政部管理，實業國有資產由國資委管理。與此相應，從國企向財政分紅的流向看，也形成兩股資金上解的路徑：金融類國企的分紅直接進入“一般公共預算”；實業類國企的分紅進入單列的“國有資本經營預算”，其中部分再由“調出資金”的方式流向“一般公共預算”。這樣一來，就形成了我們稱之為“兩次分配”的國企分紅機制（圖 5）。

圖 5：國企分紅的流向：“兩次分配”機制



資料來源：Wind、財政部、招商銀行研究院、招銀國際研究

所謂“一次分配”，即國企部門向廣義財政上繳的分紅。“一次分配”由兩部分構成：一部分是金融類國企上繳的分紅（含部分實業類國企的專項特別分紅）直接進入一般公共預算；另一部分是實業類國企上繳的分紅進入國有資本經營預算⁵。在以往的分析中，大多側重於討論實體類國企分紅形成的國有資本經營預算收入。相對其它三套預算賬本，國有資本經營預算規模偏小，其中一個原因就在於它不包含金融類國企分紅，這顯然低估了國企部門整體對公共財政的貢獻。

而所謂“二次分配”，指的是實業類國企分紅進入國有資本經營預算後的再分配。我們關心的是最終流向一般公共預算的部分，因為這部分財政收入用於支持廣泛的公共事業、公共產品和公共服務，滿足社會共同需要，其本質是國企向全民的分紅。中國的特色在於，由於實業類國企分紅的“一次分配”并非完全流入公共預算，而是通過國有資本經營預算再向一般公共預算調出部分資金⁶，因而若只觀察“一次分配”就會高估國企分紅對公共財政的貢獻。

四、 一次分配：分紅規模和分紅率測算

由於四套預算賬本之間複雜的勾稽關係，透明度有限，高質量的底層數據難以獲得，使得精確計算國企分紅對財政的貢獻變得困難。儘管如此，我們還是可以通過多種方法來近似估算國企分紅對廣義財政的貢獻程度。

首先是金融類國企的分紅規模和分紅率測算。

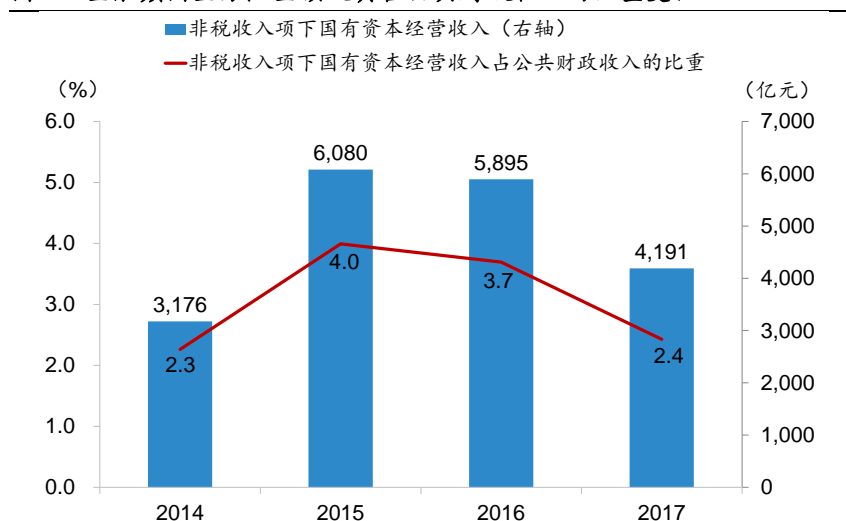
金融類國企分紅流向一般公共預算中非稅收入項下“國有資本經營收入”科目，但是這個科目還包括其它實業類國企的特別（專項）分紅，細項沒有公布。因此，我們用非稅收入中的“國有資本經營收入”作為金融類國企分紅的替代指標，這當然在某種程度上誇大了金融類國企向公共財政的分紅規模⁷。據此，近年來非稅收入中“國有資本經營收入”金額及其占公共財政收入的比重呈現出先升後降的變化特徵，2017年上繳分紅金額達到4,191億元，占一般公共財政收入的比重為2.4%（圖6）。

⁵ 金融類國企分紅記入一般公共預算中“非稅收入”項下的“國有資本經營收入”科目；非金融類國企分紅記入國有資本經營預算的“利潤收入”等科目。此外，少部分非金融類國企（如中國烟草總公司）還會向一般公共預算繳納“專項收入”，記在“非稅收入”項下。

⁶ 具體體現在資金從國有資本經營支出表“調出資金”科目向一般公共預算收入表“使用結轉結餘及資金調入”科目的轉移。

⁷ 按照財政部下發的《2019年政府收支分類科目》的規定，非稅收入包括專項收入、行政事業性收費收入、罰沒收入、國有資本經營收入、國有資源（資產）有償使用收入、捐贈收入、政府住房基金收入、其他收入。其中，國有資本經營收入又包括利潤收入、股利股息收入、產權轉讓收入、清算收入、國有資本經營收入退庫、國有企業計劃虧損補貼、烟草企業上繳專項收入、其他國有資本經營收入。

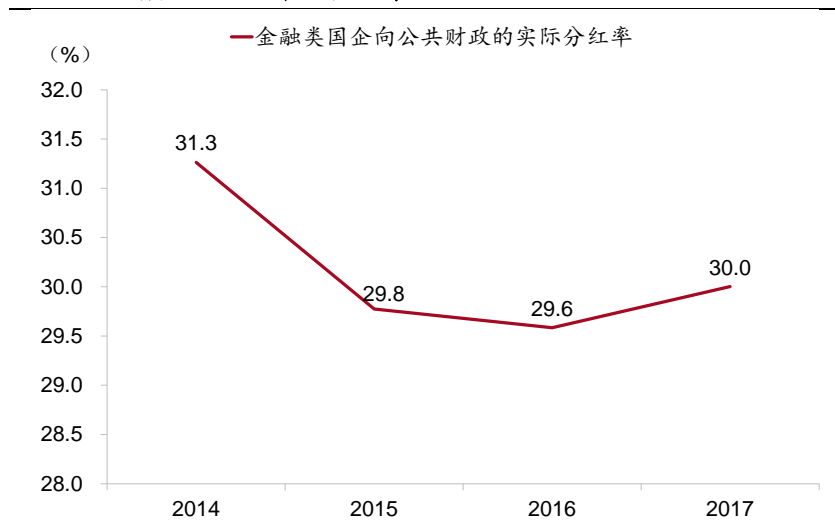
圖 6：金融類國企分紅金額及其占公共財政收入的比重變化



資料來源：Wind、財政部、招商銀行研究院、招銀國際研究

我們再來測算金融類國企向財政的分紅率。由於金融類國企歸屬全民股東的淨利潤數據不可得，我們選取財政部和中央匯金公司直接持股的 14 家 A 股上市金融機構⁸作為樣本，根據年報數據加權計算國有金融機構的分紅率，以此替代我國金融類國企的分紅率。據此，2017 年金融類國企的分紅率為 30%（圖 7）。當然這個分紅率也可能誇大了實際的分紅率水平，一個佐證是財政部長劉昆在去年 10 月向人大常委報告金融企業國有資產管理情況時，指出中央國有金融企業“2017 年平均分紅比率 28.9%，較 2013 年提高 2.8 個百分點”⁹。

圖 7：金融類國企分紅率總體保持穩定



資料來源：Wind、財政部、招商銀行研究院、招銀國際研究

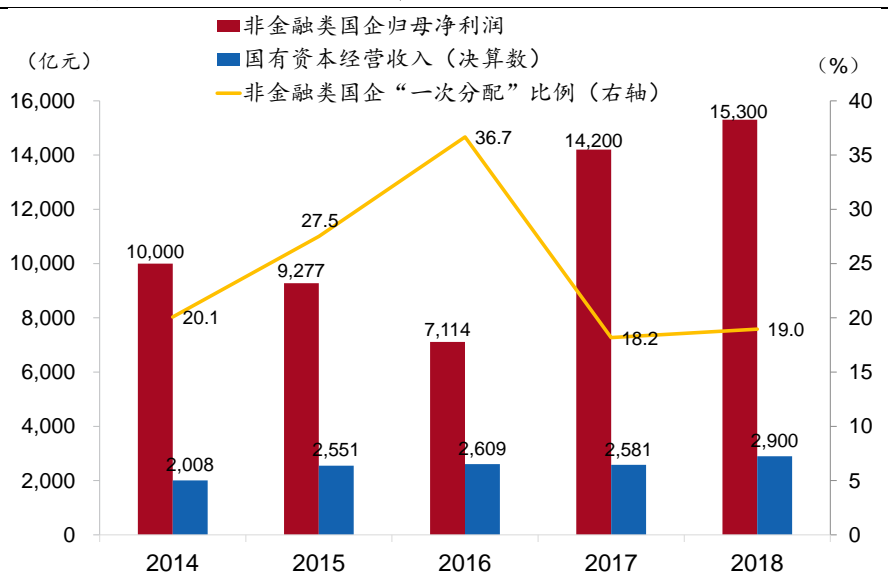
⁸ 包括工商銀行、建設銀行、中國銀行、農業銀行、交通銀行、光大銀行、中信銀行、浦發銀行、平安銀行、申萬宏源、中國平安、中國人壽、中國太保、新華保險。

⁹ 《國務院關於 2017 年度金融企業國有資產的專項報告》

然後，我們再來計算實業類國有企業的分紅規模和分紅率。

實業類國企的分紅數據主要來源於國資委和國有資本經營預算，數據質量較高。我們以國有資本經營預算的收入決算數作為國企分紅金額¹⁰。據此，2017和2018年實業類國企向國有資本經營預算的分紅金額為2,581億元（決算數）和2,900億元（預算數），分紅率（分紅金額占該年國企歸母淨利潤的比重）為18.2%和19%。實業類國企近五年分紅率的平均值為24.3%，低於金融類國企。此外，與金融類國企分紅率總體穩定的特徵不同，實業類國企的分紅率呈現出更大的波動性，最高的2016年與最低的2017年相差18.5個百分點，近五年均值為24.3%（圖8）。要說明的是，近年來實業類國企分紅金額呈穩定上升的格局，2016年度分紅率偏高主要是因為當年部分傳統行業虧損導致分母減小，并非非常態。

圖8：國資委口徑實業類國企分紅率波動較大



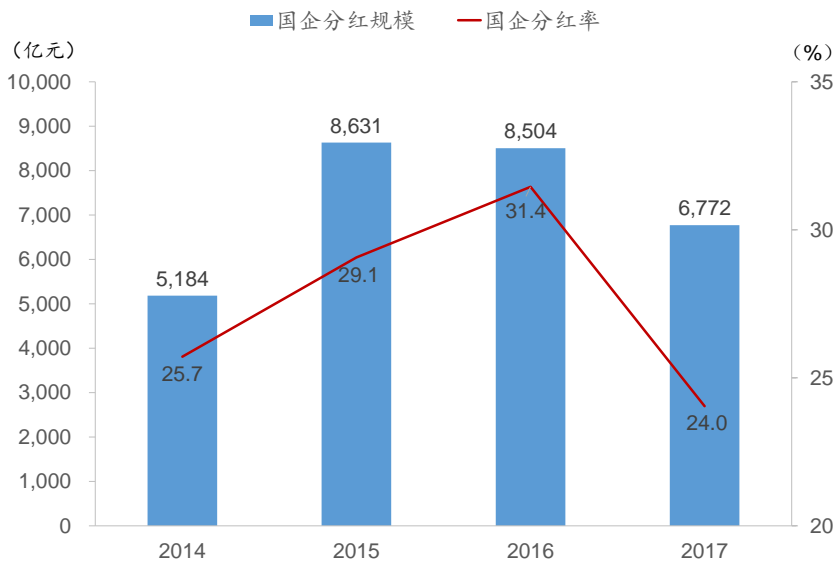
注：1.2018年國有資本經營收入中的利潤收入為估算值，其餘為決算數。2.非金融類國企分紅率 = 國有資本經營收入（決算數）/ 非金融類國企歸屬母公司所有者淨利潤。

資料來源：Wind、財政部、《中國國有資產監督管理年鑒》、招商銀行研究院、招銀國際研究

最後，我們將金融類和實業類國企合并起來觀察整個國企部門分紅的全景。從國企部門向廣義財政一次分配的角度，可以估算出整個國企部門向國家上繳利潤的總規模，2017年為6,772億元，分紅率為24%（圖9）。

¹⁰ 具體包括利潤收入、股利、股息收入、產權轉讓收入、清算收入、其他國有資本經營預算收入五項。

圖 9：國企部門（金融類+實業類）分紅規模和分紅率測算（一次分配）

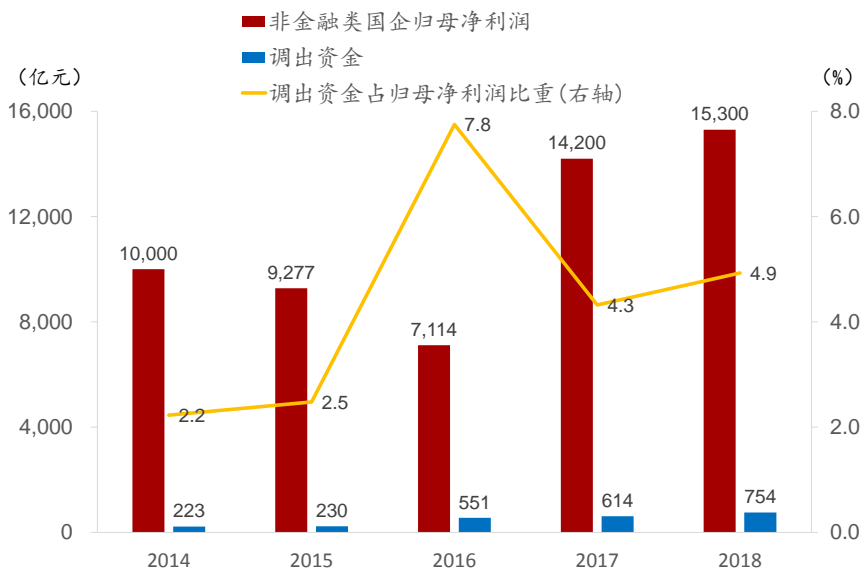


資料來源：Wind、財政部、《中國國有資產監督管理年鑒》、招商銀行研究院、招銀國際研究

五、 二次分配：國企分紅流向公共預算的規模和分紅率測算

與金融類國企分紅直接流入一般公共預算不同，實業類國企分紅流入國有資本經營預算之後，再進行二次分配調出部分資金流向公共預算。這部分少得可憐，2018年只有754億元調出資金，僅占歸屬國有母公司1.53萬億元淨利潤的4.9%，即使占比最高的2016年也僅為7.8%（圖10）。

圖 10：國有資本經營收入中調出資金的占比明顯偏低

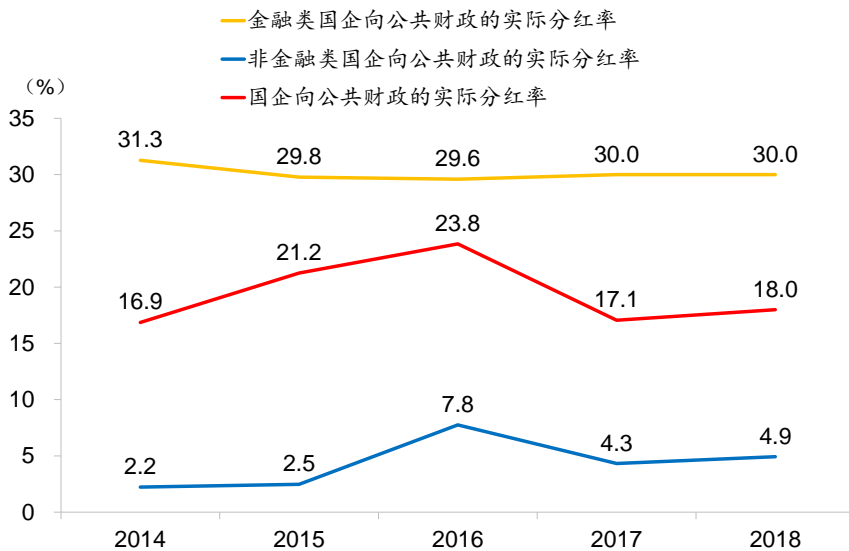


注：2018年國有資本經營收入中的利潤收入為估算值，其餘為決算數。

資料來源：Wind、財政部、《中國國有資產監督管理年鑒》、招商銀行研究院、招銀國際研究

從公共財政的角度，最終進入一般公共預算的國企分紅才體現為向全民股東的分紅，因而具有特別重要的分析意義。我們可以得出國企部門（金融類+實業類）向公共預算的分紅規模和分紅率水平，2018年國企分紅貢獻約6,143億元¹¹，加權平均分紅率為18%。構成上，主要來源於金融類國企，實體類國企的貢獻偏小（圖11）。

圖 11：流入公共財政：國有企業加權平均分紅率處於較低水平



資料來源：Wind、財政部、《中國國有資產監督管理年鑒》、招商銀行研究院、招銀國際研究

六、問道於盲：國企分紅的改革目標

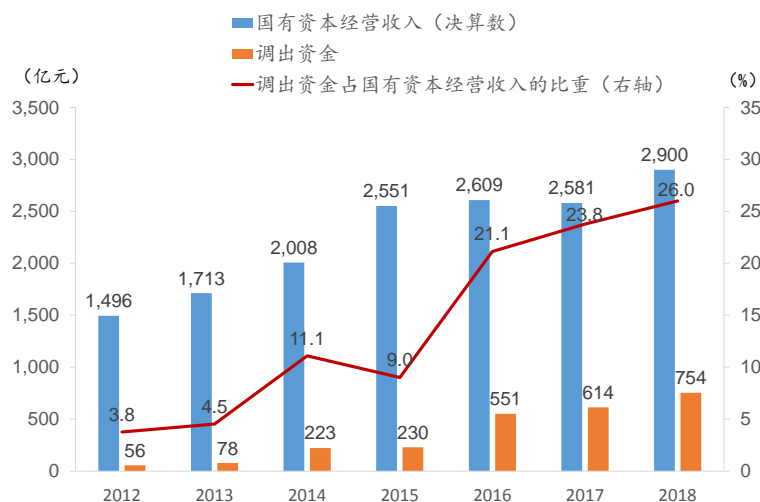
關於國企分紅的改革目標，主要體現在十八屆三中全會《中共中央關於全國深化改革若干重大問題的決定》中。這份綱領性文件要求“完善國有資本經營預算制度，提高國有資本收益上繳公共財政比例，2020年提到30%，更多用於保障和改善民生”。2015年8月，中共中央、國務院《關於深化國有企業改革的指導意見》再次明確“要建立覆蓋全部國有企業、分級管理的國有資本經營預算管理制度，提高國有資本收益上繳公共財政比例，2020年提高到30%”。

對於這個30%的改革目標，究竟是指“一次分配”？還是“二次分配”？一度存在不少誤解。根據運行情況來判斷，這裏的30%指的是“二次分配”的目標，即實業類國企上繳形成的國有資本經營預算收入中調出部分資金流向公共財政的比例。

2012年以來，該比例總體呈現上升趨勢，2018年調出資金的占比已達26%，2019年預算中達到29%，到明年實現30%的目標幾乎沒有難度（圖12）。然而，按照目前實業類國企“一次分配”分紅率約20%，再按“二次分配”的30%上繳公共財政，實際分紅率僅為6%。這一改革目標無異於“問道於盲”。沒有“一次分配”比例的提高，“二次分配”就成了無源之水、無本之木。

¹¹ 由於無法獲得2018年金融類國企分紅上繳公共財政的具體金額，因此，取近三年上繳金額的平均值5389億元代替2018年的上繳金額。

圖 12：二次分配：調出資金已接近 2020 年的目標

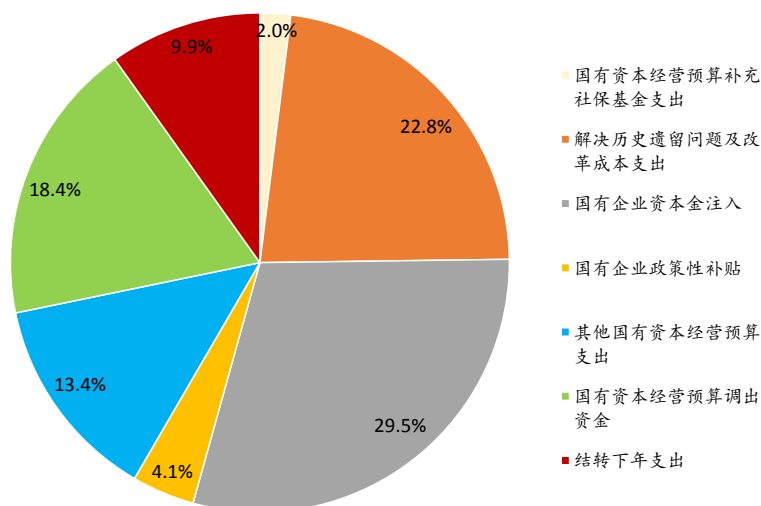


注：2018 年的調出資金數據來源於《關於 2018 年中央和地方預算執行情況與 2019 年中央和地方預算草案的報告》，其餘國有資本經營收入、調出資金數據為決算數。

資料來源：財政部、招商銀行研究院、招銀國際研究

那麼，剩餘的 70% 的都用在哪儿了？通過分析國有資本經營支出決算表可以發現，國有資本經營支出中除調入一般公共預算和補充全國社會保障基金外，其餘資金主要都用在了解決國企歷史遺留問題及相關改革成本支出、資本金注入以及政策性補貼三個方面，三項合計占比達到了 60% 左右。換言之，實業類國企繳入“國有資本經營預算”的資金大部分“返還”了國企體系本身，其中“補貼”就占 4%。國企分紅“體內循環”特徵明顯，有悖於國有資本的全民所有制屬性，以及應當承擔的惠及全民的民生支出責任（圖 13）。

圖 13：2017 年全國國有資本經營支出結構



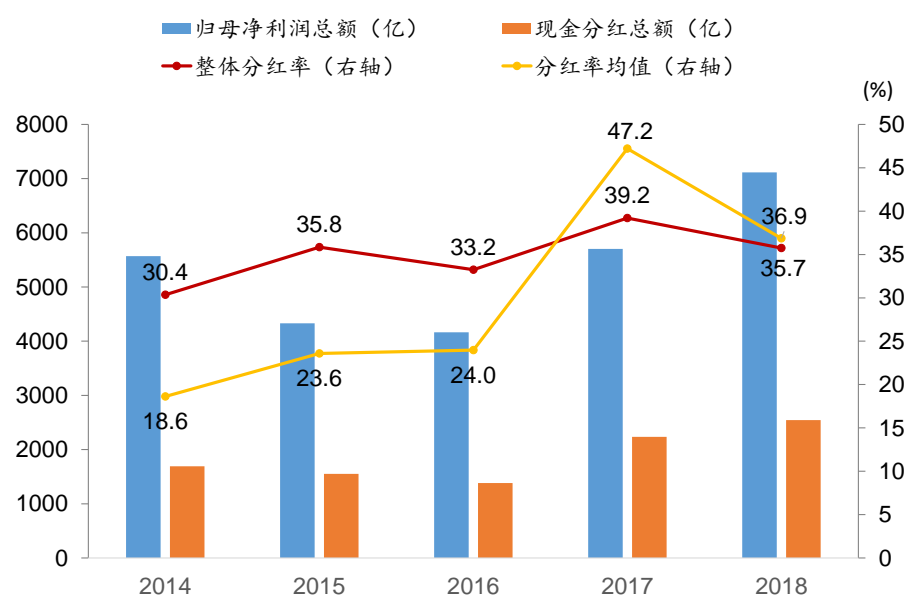
資料來源：財政部、招商銀行研究院、招銀國際研究

七、 國企上市公司分紅率的啓示

根據國資委的數據，實業類國企公司化改革面已經超過 90%，國企部門利潤的 70% 以上來源於上市公司。由此我們可以發現，從資金流向看，國企分紅形成了一個自下而上的鏈條：上市公司向國企股東單位即集團公司分紅，集團公司再向財政上繳分紅。因此，分析國企上市公司的分紅率，有助於我們理解國企向財政分紅的合理水平。

我們收集了國資委管理的中央企業下屬 A 股上市公司的公開數據，發現分紅率並不算低，而且呈上升趨勢（圖 14）。2018 年央企下屬上市公司整體分紅率水平 35.7%，分紅率均值為 36.9%。

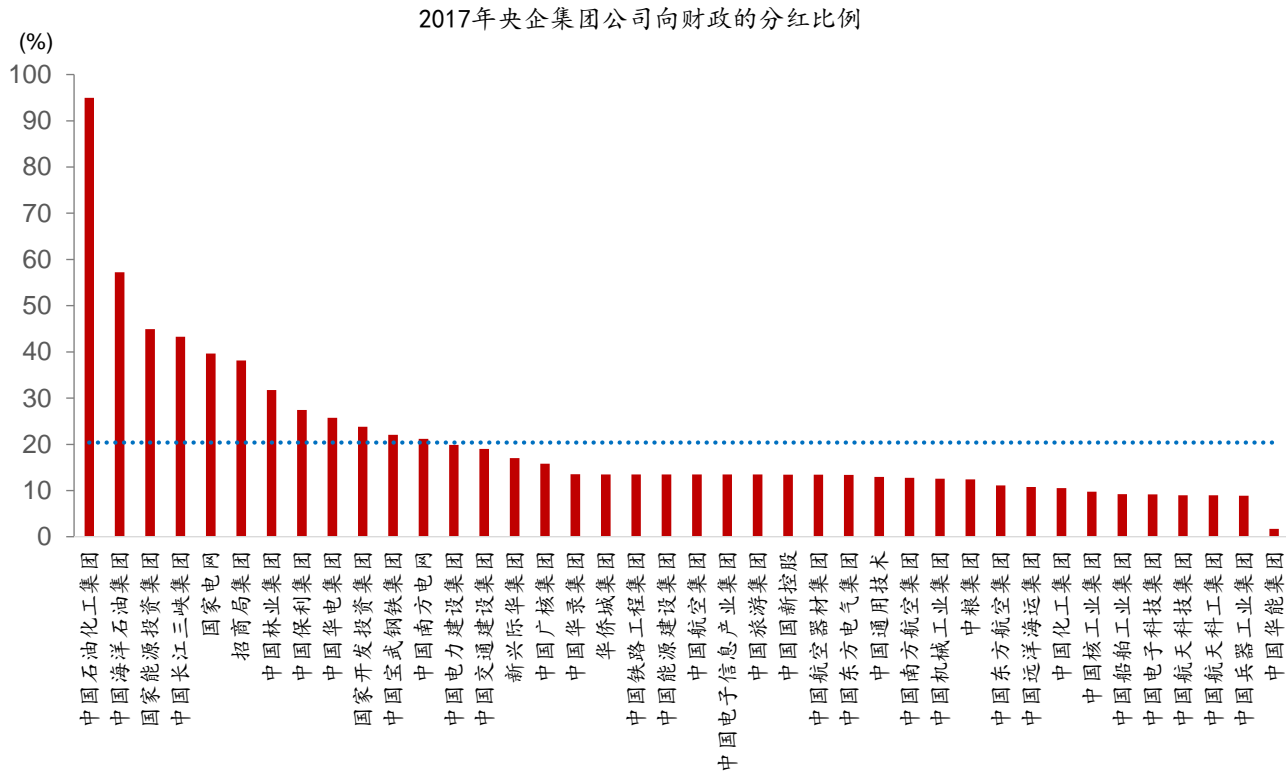
圖 14：央企下屬 A 股上市公司向央企集團公司的分紅水平



資料來源：財政部、招商銀行研究院、招銀國際研究

央企下屬上市公司以 36% 的分紅率向央企集團公司分紅，那麼，央企集團公司以多大比例向國家上繳分紅呢？為說明這一問題，我們選取了 97 家央企中因公開發債而向市場披露財務數據的 59 家為研究樣本。2017 年度，40 家有向財政分紅，10 家無分紅，9 家負分紅（補貼）。以 40 家有向國家分紅的央企集團公司計算，平均分紅率為 20%（圖 15）。

圖 15：部分央企集團公司向財政的分紅比例



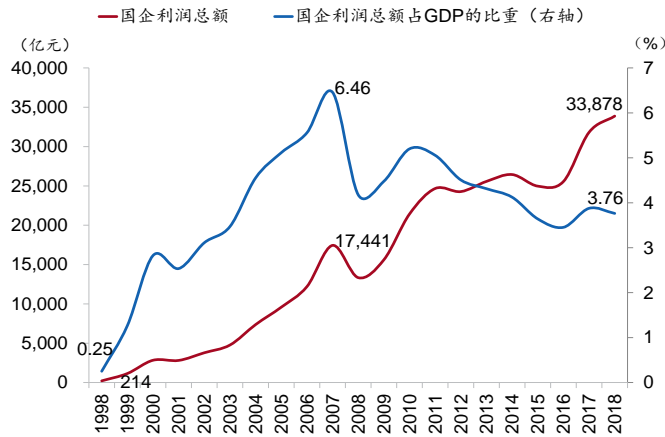
資料來源：上海清算所、中債登、公司年報、招商銀行研究院、招銀國際研究

36%與 20%之間存在不小的差距，說明有一部分國有資本經營利潤的分紅被“截留”在央企集團公司層面。另一個證據是，國資委對於央企國有資本收益提取比例實行“五檔”制：第一類企業為 25%（中國烟草總公司），第二類企業為 20%（中石油、中石化等 14 家資源型企業），第三類企業為 15%（中國鋁業公司等 70 家一般競爭型企業），第四類企業為 10%（核工業集團公司等 33 家和中央文化企業類），第五類企業免交當年應交利潤（中儲糧和中儲棉）。這五檔分紅水平同樣與央企上市公司 36%的分紅率存在明顯差距。這一線索的啓示在於，國企向財政的分紅率水平存在一定的上調空間。

我們都知道，國企分紅的難點在於“度”的把握。歷史上，我國國企長期承擔著部分社會職能¹²，總體經營效益較差。據《中國財政年鑒》統計，1998 年，國資委口徑的非金融國企利潤總額為 213.7 億元，占名義 GDP 的比重僅為 0.25%，23.8 萬家國企的盈利面僅為 31.3%，其對財政的利潤上繳總體處於“無能為力”的狀態。隨著我國改革開放的持續推進，國企的經營狀況已大幅改善。截至 2017 年，18.7 萬家國企的盈利面已升至 63.1%；2018 年，國企利潤總額已達 33,878 億元，占 GDP 的比重為 3.76%（圖 16），淨利潤及歸屬國有母公司淨利潤也分別達到 25,000 和 15,300 億元（圖 17）。經營效益的改善為國企向財政上繳利潤創造了良好的條件，國企分紅自然成爲了可供彌補財政收支缺口的重要資金來源。

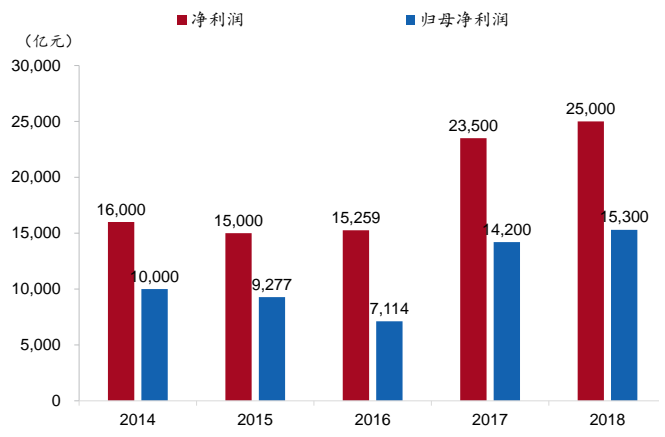
¹² 例如醫院、學校、“三供一業”（供水、供電、供熱、物業管理）等。

圖 36：實業類國企利潤總額及其占 GDP 比重變化



資料來源：中國財政年鑒、Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 17：實業類國有企業淨利潤及歸母淨利潤變化



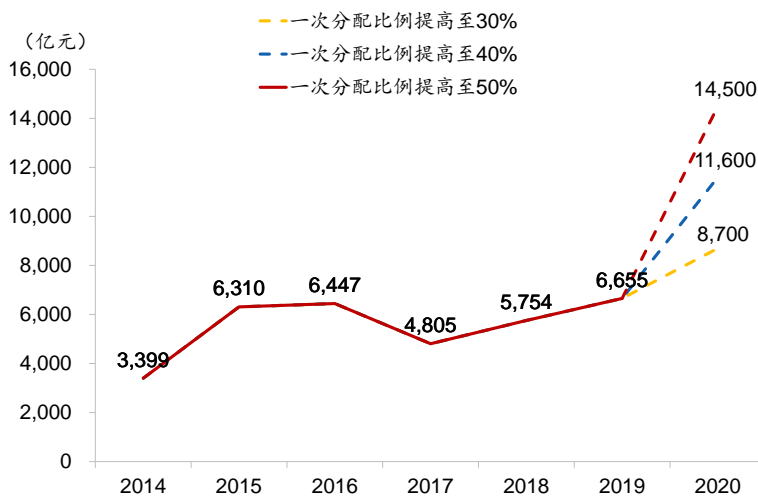
資料來源：國資委、招商銀行研究院、招銀國際研究

八、 結語：提高國企分紅比例

綜上所述，為進一步凸顯國企部門支持公共財政方面的作用，需要跳出僅在“二次分配”上做文章的“框框”，提高國企分紅上繳財政過程中的“兩次分配”比例，尤其是要提高一次分配的比例。

假設 2020 年國企（金融類+實業類）歸屬國有母公司的淨利潤達到 3.75 萬億元（金融類國企 2 萬億元，實業類國企 1.8 萬億元），按照一次分配 30%、40%、50% 的三種情景，二次分配按 50% 測算，估計公共財政將分別獲得到 8,700、11,600、14,500 億元的支持，國企分紅將對公共財政做出更大的貢獻（圖 18）。

圖 18：三種情境下，國企分紅對公共財政的貢獻



資料來源：Wind、財政部、國資委、《中國國有資產監督管理年鑒》、招商銀行研究院、招銀國際研究

不可否認，提高國企分紅上繳財政的比例不可能一蹴而就。應該看到，我國國企分紅上繳財政的“兩次分配”制度安排是國企改革和公共治理的階段性產物，其對公共財政的貢獻（分紅率水平）處於明顯偏低水平也是不爭的事實，未來仍有較大的提升空間。在當前形勢下，進一步深化國企改革，提高國有企業向廣義財政的分紅（一次分配）比例，儘快改革國有資本經營預算制度（二次分配），疏通國企分紅直接進入公共財政的渠道，已成當務之急。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。