

国企分红专题之一：

公共财政的视角

概要。国企兑现向全民股东的分红，是国有资本最主要的基本功能之一。在中国这样一个以公有制为基本经济制度的国家，分析国企部门对公共财政的贡献，探究规模庞大的国企部门究竟向全民股东分配了多少红利，关乎每个国民可能享受到的公共产品和公共服务，因而具有特别重大的意义。

- **“减税降费”带来财政收支平衡的压力。**今年我国采取了较为积极进取的财政政策，近两万亿的“减税降费”使得各级财政收支面临很大的平衡压力，拓展资金来源也就成为当下财政最为迫切的需求。政府通过大规模发债或借融资平台继续加杠杆筹资，无疑将进一步加大宏观债务风险。相较之下，盘活资金存量，优化资源配置显然是更为稳妥的方式。“减税降费”有利于实体部门，特别是国有企业，凸显出国企上缴分红支持公共财政收入的重要性。
- **国企分红：独特的“两次分配”机制。**所谓“一次分配”指国企部门向广义财政上缴的分红，“二次分配”指实业类国企分红进入国有资本经营预算后的再分配。而最终流向一般公共预算的部分才能用于支持广泛公共事业、公共产品和公共服务，满足社会共同需要，其本质是国企向全民的分红。
- **“一次分配”测算：2017年金融类国企上缴分红接近4,191亿元，分红率为30%。**2017和2018年实业类国企向国有资本经营预算的分红金额为2,581亿元（决算数）和2,900亿元（预算数），分红率为18.2%和19%。2017年整个国企部门向国家上缴利润的总规模为6,772亿元，分红率为24%。
- **“二次分配”测算：实业类国企分红进行二次分配调出部分资金流向公共预算，2018年只有754亿元调出资金，仅占归属国有母公司1.53万亿元净利润的4.9%，即使占比最高的2016年也仅为7.8%。**
- **问道于盲：国企分红的改革目标。**十八届三中全会提出将国有资本收益上缴公共财政比例至2020年提高到30%。根据运行情况判断，30%指的是“二次分配”，而没有“一次分配”比例的提高，“二次分配”就成了无源之水、无本之木。国企分红“体内循环”特征明显，有悖于国有资本的全民所有制属性，以及应当承担的惠及全民的民生支出责任。
- **国企上市公司分红率的启示。**央企下属上市公司以36%的分红率向央企集团公司分红，而央企集团公司向国家上缴的平均分红率为20%，说明有一部分国有资本经营利润的分红被“截留”在央企集团公司层面。近年来，国企的经营状况已大幅改善，为国企向财政上缴利润创造了良好的条件，国企分红自然成为了可供弥补财政收支缺口的重要资金来源。
- **提高国企分红比例。**假设2020年国企归属国有母公司净利润达3.75万亿元（金融类国企2万亿元，实业类国企1.8万亿元），按一次分配30%、40%、50%的三种情景，二次分配按50%测算，估计公共财政将分别获得8,700、11,600、14,500亿元的支持。当前形势下，进一步深化国企改革，提高国企向广义财政分红（一次分配）比例，尽快改革国有资本经营预算制度（二次分配），疏通国企分红直接进入公共财政的渠道，已成当务之急。

丁安华，首席经济学家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

目录

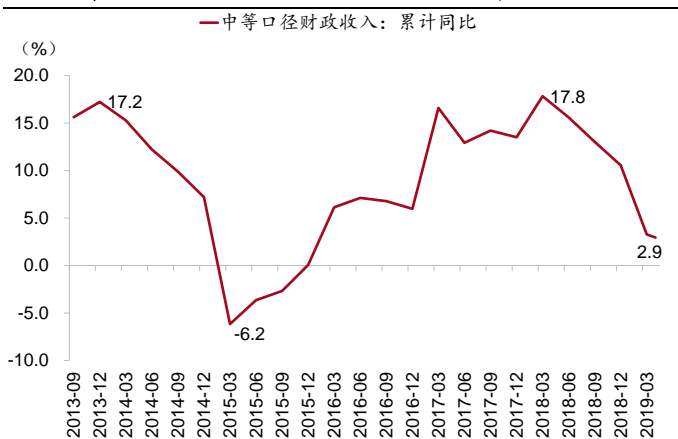
一、	“减税降费”带来财政收支平衡的压力	3
二、	“减税降费”有利于实体部门，特别是国有企业	4
三、	国企分红：独特的“两次分配”机制	5
四、	一次分配：分红规模和分红率测算	6
五、	二次分配：国企分红流向公共预算的规模和分红率测算	9
六、	问道于盲：国企分红的改革目标	10
七、	国企上市公司分红率的启示	12
八、	结语：提高国企分红比例	14

本文讲的国企分红，是指国有企业向公共财政上缴的各项税后收益，主要是利润分红。国企兑现向全民股东的分红，是国有资本的最主要的基本功能之一。在中国这样一个以公有制为基本经济制度的国家，分析国企部门对公共财政的贡献，探究规模庞大的国企部门究竟向全民股东分配了多少红利，具有特别重要的意义，因为它关乎每个国民可能享受到的公共产品和公共服务。

一、“减税降费”带来财政收支平衡的压力

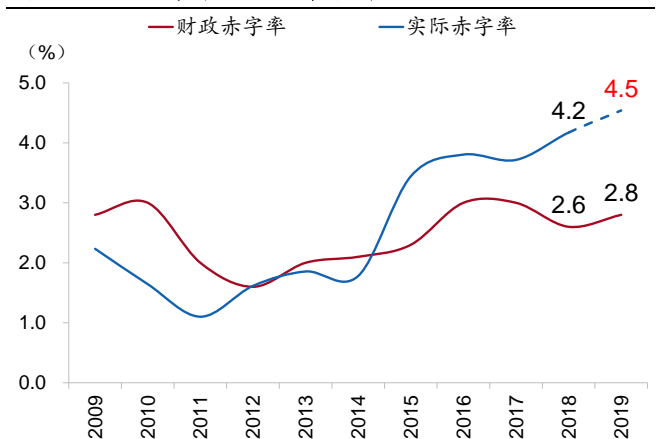
今年我国采取了较为积极进取的财政政策，近两万亿的“减税降费”使得各级财政收支面临很大的平衡压力。中等口径下的财政收入（一般公共预算收入+政府性基金收入）累计同比增速从去年开始持续下滑，到今年四月增速更是降至 2.9%，创下 2016 年以来的新低（图 1）。而且，叠加经济增速的放缓，财政收入下行的趋势可能还将持续下去。收入下滑而开支加大，财政预算的赤字率被迫进一步上调至 2.8%，预计实际赤字率¹升高至 4.5%，达到十年来新高（图 2）。

图 1：中等口径下财政收入累计同比增速持续下滑



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 2：实际赤字率创下十年来新高



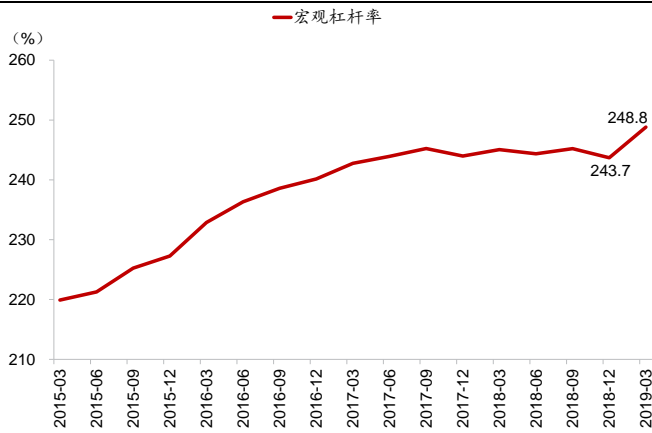
注：2019 年实际赤字率是以财政部发布的《关于 2018 年中央和地方预算执行情况与 2019 年中央和地方预算草案的报告》中的预算数计算而得。

资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

如此背景下，各级政府面临极大的财政压力，拓展资金来源也就成为当下财政最为迫切的需求。政府只能通过发债加杠杆的方式筹措资金，但随着今年逆周期政策发力，一季度的宏观杠杆率环比上升 5.1 个百分点至 248.8%，使得近两年受到抑制的宏观杠杆率再度爬升，创下新高（图 3），其中政府部门杠杆率同比上升 1.9 个百分点，环比上升 0.7 个百分点（图 4）。可见，政府通过大规模发债或借融资平台继续加杠杆筹资，虽然可以在一定程度上缓解财政压力，但无疑将进一步加大宏观债务风险。相较之下，盘活资金存量，优化资源配置显然是更为稳妥的方式。

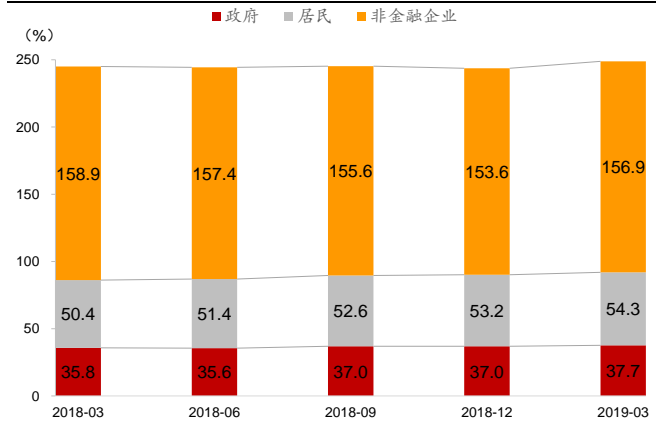
¹ 实际赤字率 = (一般公共预算支出 - 一般公共预算收入) / 名义 GDP

图3：一季度宏观杠杆率跳升5.1个百分点



资料来源：国家资产负债表研究中心、招商银行研究院、招银国际研究

图4：一季度政府部门杠杆率上升0.7个百分点



资料来源：国家资产负债表研究中心、招商银行研究院、招银国际研究

二、“减税降费”有利于实体部门，特别是国有企业

“减税降费”措施有利于实体企业，特别是庞大的国企部门，这是由我国的基本经济制度所决定的。进一步细究起来，“减税降费”对我国广义财政的四套“预算账本”（一般公共预算、政府性基金预算、社会保险基金预算和国有资本经营预算）将产生差异化的影响。

下调增值税税率会对一般公共预算收入的增长形成一定拖累²；下调社保费率会对社会保险基金预算收入产生负面影响³；随着房地产调控政策的持续，土地出让收入增长放缓，已经导致政府性基金预算收入增速较去年有较大幅度的下滑⁴。

唯一受益于“减税降费”政策的是广义财政预算中的“国有资本经营收入”。道理很简单，下调增值税税率及社保费率有利于企业减负，特别是对国有企业将产生明显的有利影响，可以降低经营成本进而提高国有资本经营的效益。

“减税降费”政策对财政预算收入的不对称影响，凸显出国企上缴分红支持公共财政收入的重要性。这一结论，应该没有什么争议。2019年，为了落实好两万亿减税降费政策，各级财政都需要开源节流，而财政开源的一个有效渠道就是国企利润的上缴。李克强总理在今年的《政府工作报告》中就指出将“增加特定国有金融机构和央企上缴利润”。

² 增值税收入多年来一直占到我国税收收入的四成左右，而税收收入又占到一般公共预算收入的八成左右，因此，作为今年财政政策的“主菜”，下调增值税率将会对一般公共预算收入的增长形成拖累。

³ 受老龄化加速影响，我国社会保险基金预算收入增收难度越来越大，需要其他“账本”对其进行持续“输血”。

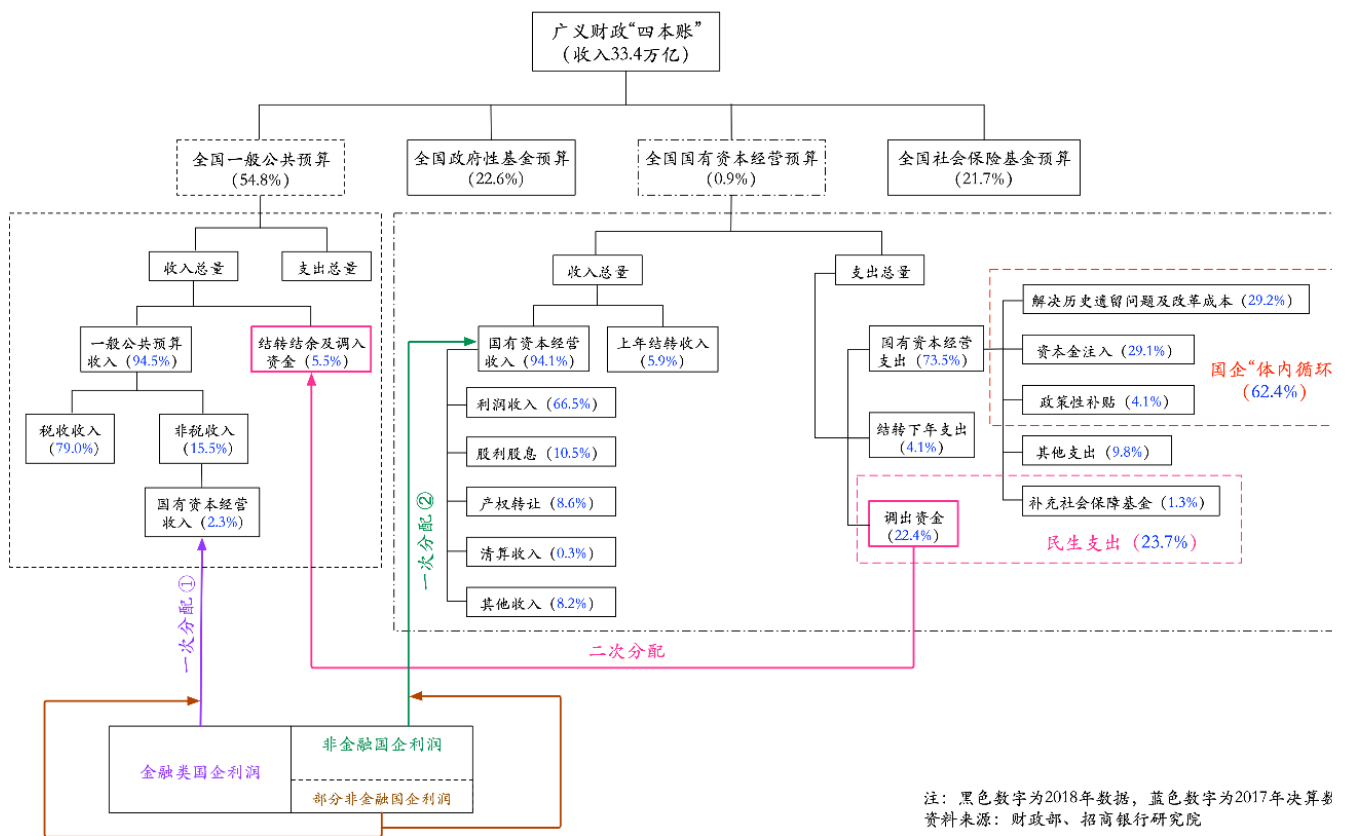
⁴ 2018年，政府性基金预算收入累计增速达到22.6%。但今年一季度增速却大幅下滑至-9.5%，如果房地产调控政策持续从紧，那么政府性基金预算收入增速预计将会进一步下滑。

三、 国企分红：独特的“两次分配”机制

我国的广义财政预算体系是由一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算“四本账”组成，那么国企上缴财政的分红究竟流向哪个账本呢？这个问题并不像字面意思那么简单，原因就在于，我国逐步形成了世间独有的制度安排。

首先，从国有资产管理的体制上，我国将金融类国企和非金融类国企（即实业类国企）区分开来，金融国有资产由财政部管理，实业国有资产由国资委管理。与此相应，从国企向财政分红的流向看，也形成两股资金上解的路径：金融类国企的分红直接进入“一般公共预算”；实业类国企的分红进入单列的“国有资本经营预算”，其中部分再由“调出资金”的方式流向“一般公共预算”。这样一来，就形成了我们称之为“两次分配”的国企分红机制（图5）。

图5：国企分红的流向：“两次分配”机制



资料来源：Wind、财政部、招商银行研究院、招银国际研究

所谓“一次分配”，即国企部门向广义财政上缴的分红。“一次分配”由两部分构成：一部分是金融类国企上缴的分红（含部分实业类国企的专项特别分红）直接进入一般公共预算；另一部分是实业类国企上缴的分红进入国有资本经营预算⁵。在以往的分析中，大多侧重于讨论实体类国企分红形成的国有资本经营预算收入。相对其它三套预算账本，国有资本经营预算规模偏小，其中一个原因就在于它不包含金融类国企分红，这显然低估了国企部门整体对公共财政的贡献。

而所谓“二次分配”，指的是实业类国企分红进入国有资本经营预算后的再分配。我们关心的是最终流向一般公共预算的部分，因为这部分财政收入用于支持广泛的公共事业、公共产品和公共服务，满足社会共同需要，其本质是国企向全民的分红。中国的特色在于，由于实业类国企分红的“一次分配”并非完全流入公共预算，而是通过国有资本经营预算再向一般公共预算调出部分资金⁶，因而若只观察“一次分配”就会高估国企分红对公共财政的贡献。

四、一次分配：分红规模和分红率测算

由于四套预算账本之间复杂的勾稽关系，透明度有限，高质量的底层数据难以获得，使得精确计算国企分红对财政的贡献变得困难。尽管如此，我们还是可以通过多种方法来近似估算国企分红对广义财政的贡献程度。

首先是金融类国企的分红规模和分红率测算。

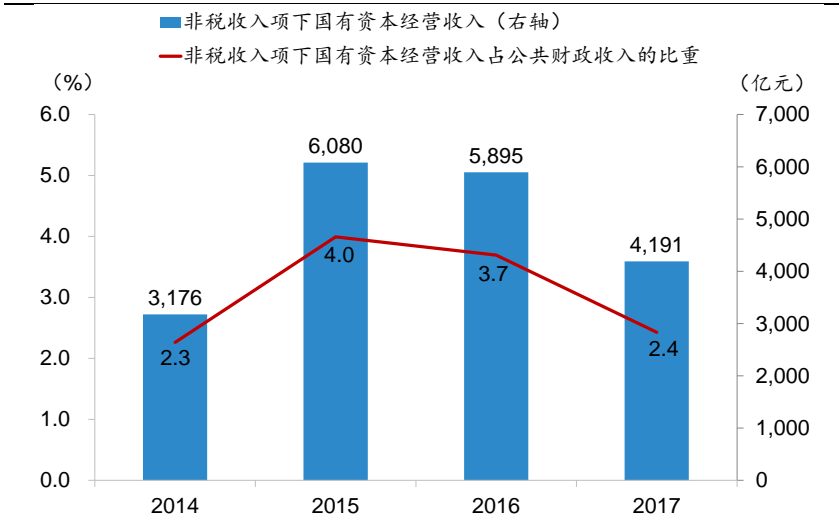
金融类国企分红流向一般公共预算中非税收入项下“国有资本经营收入”科目，但是这个科目还包括其它实业类国企的特别（专项）分红，细项没有公布。因此，我们用非税收入中的“国有资本经营收入”作为金融类国企分红的替代指标，这当然在某种程度上夸大了金融类国企向公共财政的分红规模⁷。据此，近年来非税收入中“国有资本经营收入”金额及其占公共财政收入的比重呈现出先升后降的变化特征，2017年上缴分红金额达到4,191亿元，占一般公共预算收入的比重为2.4%（图6）。

⁵ 金融类国企分红记入一般公共预算中“非税收入”项下的“国有资本经营收入”科目；非金融类国企分红记入国有资本经营预算的“利润收入”等科目。此外，少部分非金融类国企（如中国烟草总公司）还会向一般公共预算缴纳“专项收入”，记在“非税收入”项下。

⁶ 具体体现在资金从国有资本经营支出表“调出资金”科目向一般公共预算收入表“使用结转结余及资金调入”科目的转移。

⁷ 按照财政部下发的《2019年政府收支分类科目》的规定，非税收入包括专项收入、行政事业性收费收入、罚没收入、国有资本经营收入、国有资源（资产）有偿使用收入、捐赠收入、政府住房基金收入、其他收入。其中，国有资本经营收入又包括利润收入、股利股息收入、产权转让收入、清算收入、国有资本经营收入退库、国有企业计划亏损补贴、烟草企业上缴专项收入、其他国有资本经营收入。

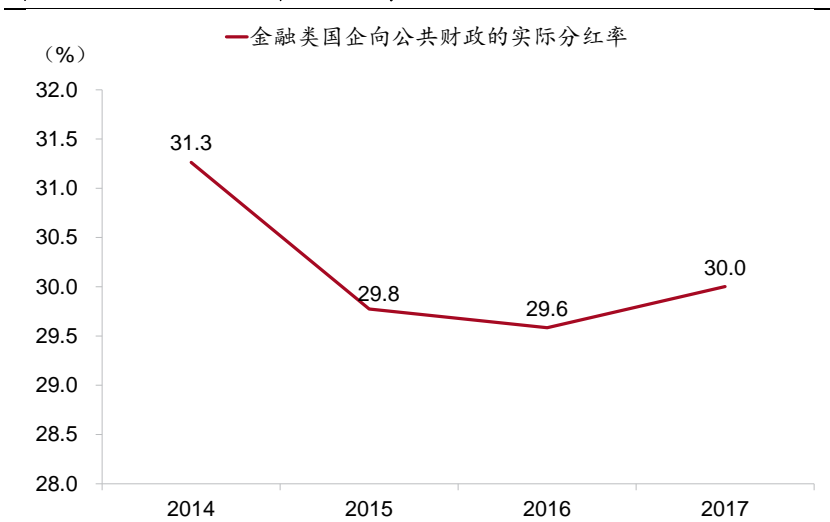
图6：金融类国企分红金额及其占公共财政收入的比重变化



资料来源：Wind、财政部、招商银行研究院、招银国际研究

我们再来测算金融类国企向财政的分红率。由于金融类国企归属全民股东的净利润数据不可得，我们选取财政部和中央汇金公司直接持股的14家A股上市金融机构⁸作为样本，根据年报数据加权计算国有金融机构的分红率，以此替代我国金融类国企的分红率。据此，2017年金融类国企的分红率为30%（图7）。当然这个分红率也可能夸大了实际的分红率水平，一个佐证是财政部长刘昆在去年10月向人大常委报告金融企业国有资产管理情况时，指出中央国有金融企业“2017年平均分红比率28.9%，较2013年提高2.8个百分点”⁹。

图7：金融类国企分红率总体保持稳定



资料来源：Wind、财政部、招商银行研究院、招银国际研究

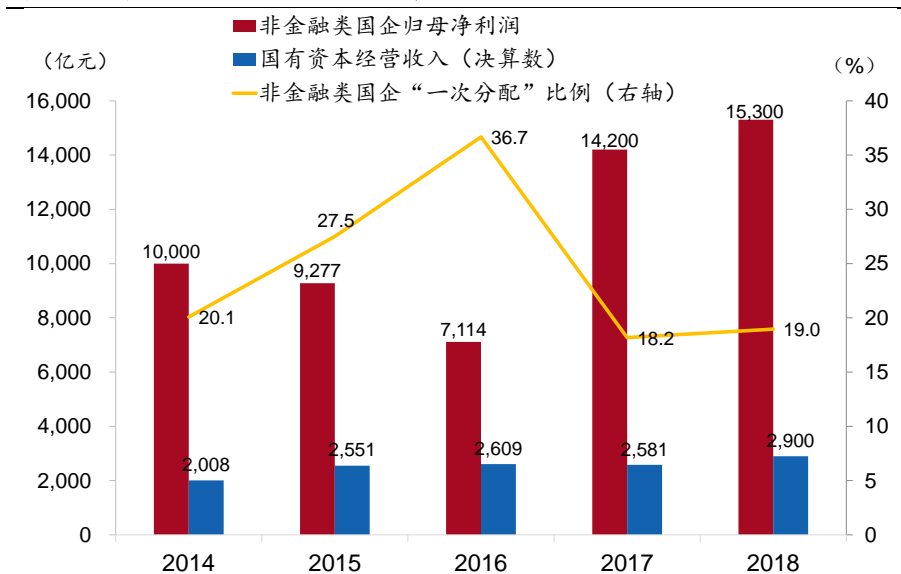
⁸ 包括工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、光大银行、中信银行、浦发银行、平安银行、申万宏源、中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险。

⁹ 《国务院关于2017年度金融企业国有资产的专项报告》

然后，我们再来计算实业类国有企业的分红规模和分红率。

实业类国企的分红数据主要来源于国资委和国有资本经营预算，数据质量较高。我们以国有资本经营预算的收入决算数作为国企分红金额¹⁰。据此，2017 和 2018 年实业类国企向国有资本经营预算的分红金额为 2,581 亿元（决算数）和 2,900 亿元（预算数），分红率（分红金额占该年国企归母净利润的比重）为 18.2% 和 19%。实业类国企近五年分红率的平均值为 24.3%，低于金融类国企。此外，与金融类国企分红率总体稳定的特征不同，实业类国企的分红率呈现出更大的波动性，最高的 2016 年与最低的 2017 年相差 18.5 个百分点，近五年均值为 24.3%（图 8）。要说明的是，近年来实业类国企分红金额呈稳定上升的格局，2016 年度分红率偏高主要是因为当年部分传统行业亏损导致分母减小，并非常态。

图 8：国资委口径实业类国企分红率波动较大



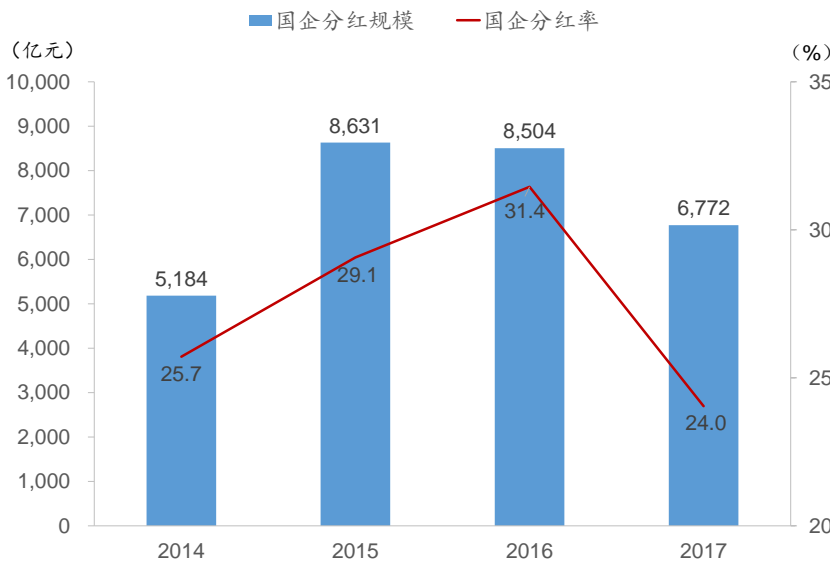
注：1.2018 年国有资本经营收入中的利润收入为估算值，其余为决算数。2.非金融类国企分红率 = 国有资本经营收入（决算数）/ 非金融类国企归属母公司所有者净利润。

资料来源：Wind、财政部、《中国国有资产监督管理年鉴》、招商银行研究院、招银国际研究

最后，我们将金融类和实业类国企合并起来观察整个国企部门分红的全景。从国企部门向广义财政一次分配的角度，可以估算出整个国企部门向国家上缴利润的总规模，2017 年为 6,772 亿元，分红率为 24%（图 9）。

¹⁰ 具体包括利润收入、股利、股息收入、产权转让收入、清算收入、其他国有资本经营预算收入五项。

图9：国企部门（金融类+实业类）分红规模和分红率测算（一次分配）

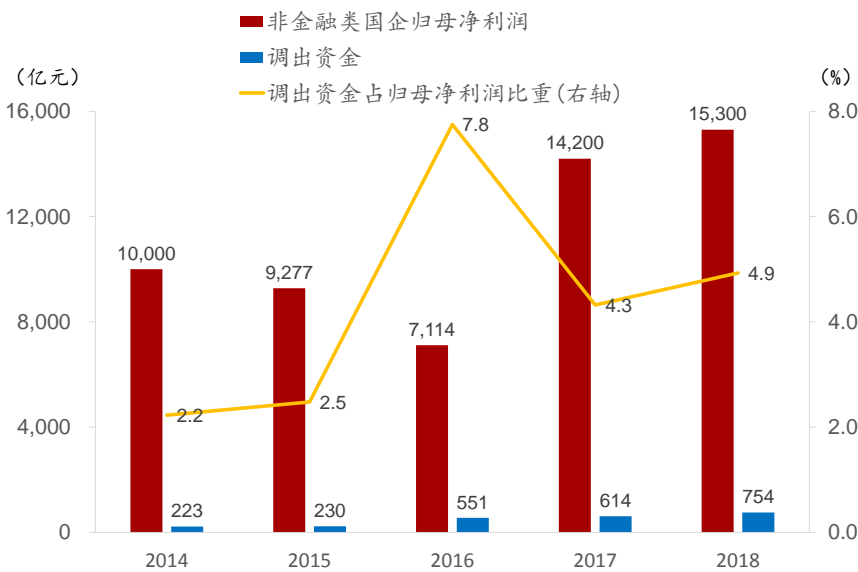


资料来源：Wind、财政部、《中国国有资产监督管理年鉴》、招商银行研究院、招银国际研究

五、二次分配：国企分红流向公共预算的规模和分红率测算

与金融类国企分红直接流入一般公共预算不同，实业类国企分红流入国有资本经营预算之后，再进行二次分配调出部分资金流向公共预算。这部分少得可怜，2018年只有754亿元调出资金，仅占归属国有母公司1.53万亿元净利润的4.9%，即使占比最高的2016年也仅为7.8%（图10）。

图10：国有资本经营收入中调出资金的占比明显偏低

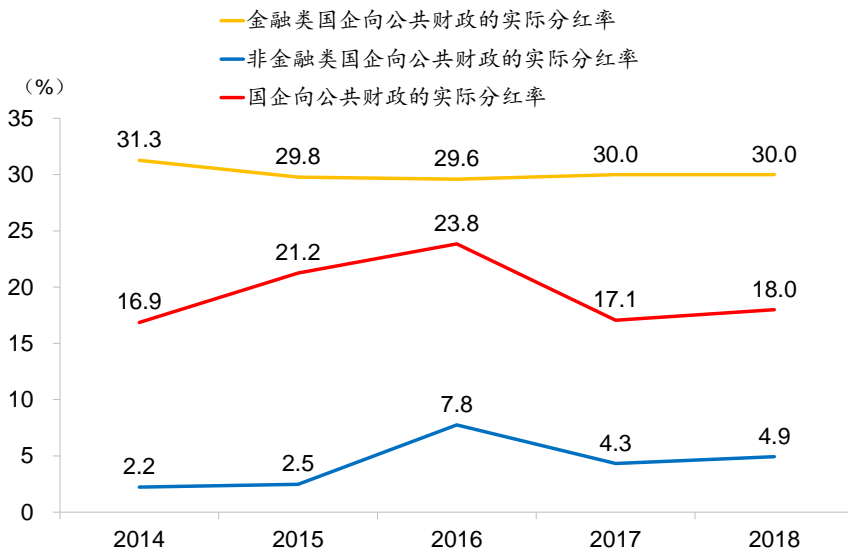


注：2018年国有资本经营收入中的利润收入为估算值，其余为决算数。

资料来源：Wind、财政部、《中国国有资产监督管理年鉴》、招商银行研究院、招银国际研究

从公共财政的角度，最终进入一般公共预算的国企分红才体现为向全民股东的分红，因而具有特别重要的分析意义。我们可以得出国企部门（金融类+实业类）向公共预算的分红规模和分红率水平，2018年国企分红贡献约6,143亿元¹¹，加权平均分红率为18%。构成上，主要来源于金融类国企，实体类国企的贡献偏小（图11）。

图 11：流入公共财政：国有企业加权平均分红率处于较低水平



资料来源：Wind、财政部、《中国国有资产监督管理年鉴》、招商银行研究院、招银国际研究

六、问道于盲：国企分红的改革目标

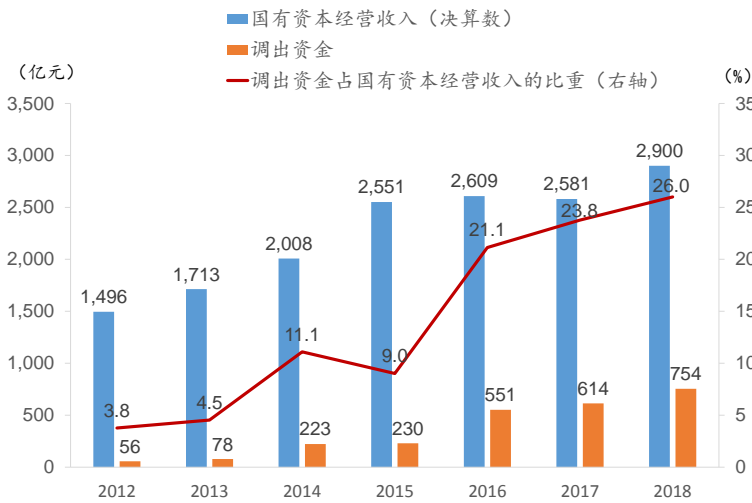
关于国企分红的改革目标，主要体现在十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中。这份纲领性文件要求“完善国有资本经营预算制度，提高国有资本收益上缴公共财政比例，2020年提到30%，更多用于保障和改善民生”。2015年8月，中共中央、国务院《关于深化国有企业改革的指导意见》再次明确“要建立覆盖全部国有企业、分级管理的国有资本经营预算管理制度，提高国有资本收益上缴公共财政比例，2020年提高到30%”。

对于这个30%的改革目标，究竟是指“一次分配”？还是“二次分配”？一度存在不少误解。根据运行情况来判断，这里的30%指的是“二次分配”的目标，即实业类国企上缴形成的国有资本经营预算收入中调出部分资金流向公共财政的比例。

2012年以来，该比例总体呈现上升趋势，2018年调出资金的占比已达26%，2019年预算中达到29%，到明年实现30%的目标几乎没有难度（图12）。然而，按照目前实业类国企“一次分配”分红率约20%，再按“二次分配”的30%上缴公共财政，实际分红率仅为6%。这一改革目标无异于“问道于盲”。没有“一次分配”比例的提高，“二次分配”就成了无源之水、无本之木。

¹¹ 由于无法获得2018年金融类国企分红上缴公共财政的具体金额，因此，取近三年上缴金额的平均值5389亿元代替2018年的上缴金额。

图 12：二次分配：调出资金已接近 2020 年的目标

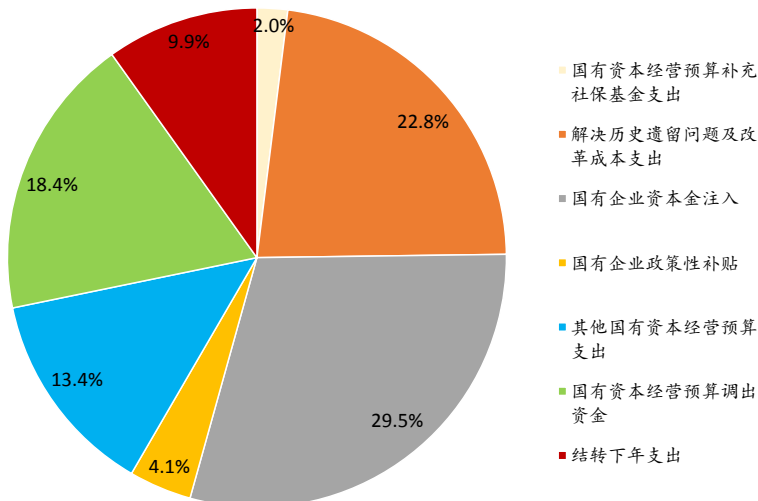


注：2018 年的调出资金数据来源于《关于 2018 年中央和地方预算执行情况与 2019 年中央和地方预算草案的报告》，其余国有资本经营收入、调出资金数据为决算数。

资料来源：财政部、招商银行研究院、招银国际研究

那么，剩余的 70%的都用在哪儿了？通过分析国有资本经营支出决算表可以发现，国有资本经营支出中除调入一般公共预算和补充全国社会保障基金外，其余资金主要都用在了解决国企历史遗留问题及相关改革成本支出、资本金注入以及政策性补贴三个方面，三项合计占比达到了 60%左右。换言之，实业类国企缴入“国有资本经营预算”的资金大部分“返还”了国企体系本身，其中“补贴”就占 4%。国企分红“体内循环”特征明显，有悖于国有资本的全民所有制属性，以及应当承担的惠及全民的民生支出责任（图 13）。

图 13：2017 年全国国有资本经营支出结构



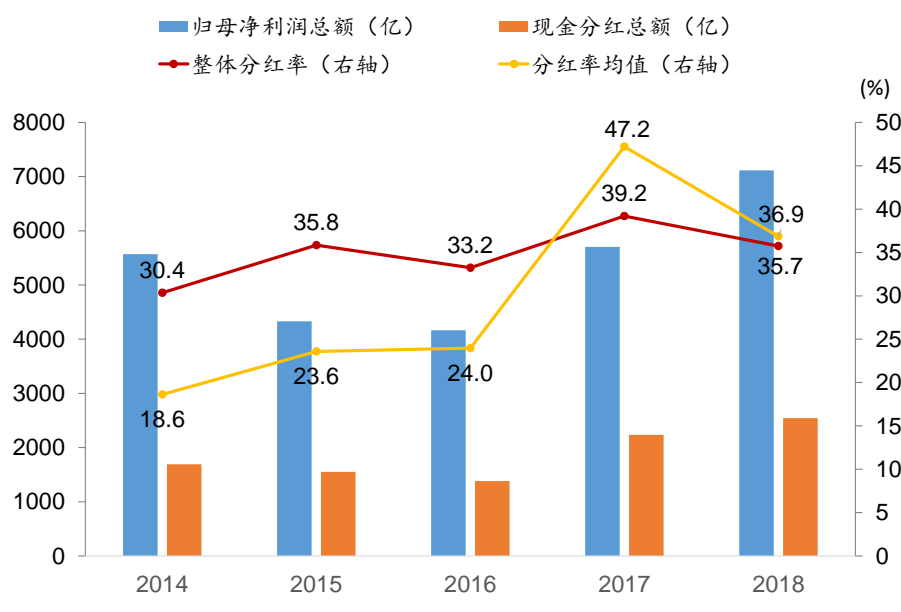
资料来源：财政部、招商银行研究院、招银国际研究

七、 国企上市公司分红率的启示

根据国资委的数据，实业类国企公司化改革面已经超过 90%，国企部门利润的 70% 以上来源于上市公司。由此我们可以发现，从资金流向看，国企分红形成了一个自下而上的链条：上市公司向国企股东单位即集团公司分红，集团公司再向财政上缴分红。因此，分析国企上市公司的分红率，有助于我们理解国企向财政分红的合理水平。

我们收集了国资委管理的中央企业下属 A 股上市公司的公开数据，发现分红率并不低，而且呈上升趋势（图 14）。2018 年央企下属上市公司整体分红率水平 35.7%，分红率均值为 36.9%。

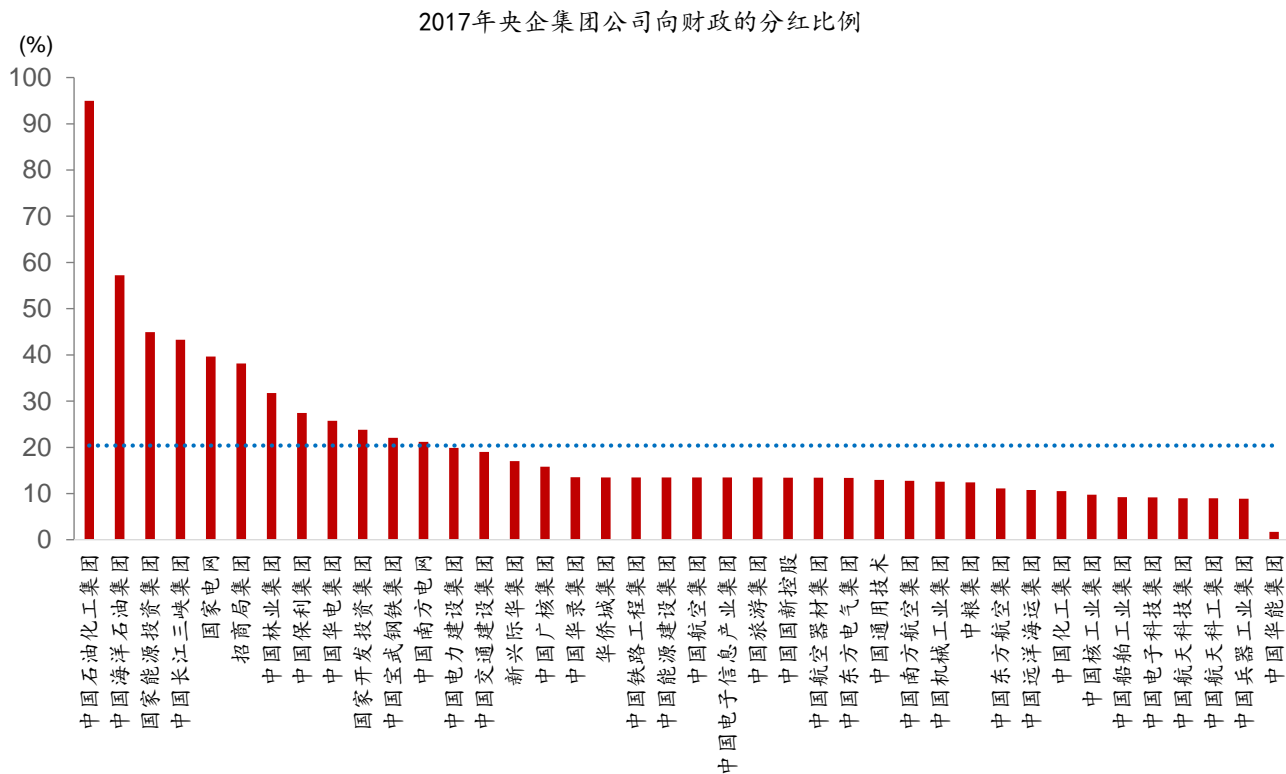
图 14：央企下属 A 股上市公司向央企集团公司的分红水平



资料来源：财政部、招商银行研究院、招银国际研究

央企下属上市公司以 36% 的分红率向央企集团公司分红，那么，央企集团公司以多大比例向国家上缴分红呢？为说明这一问题，我们选取了 97 家央企中因公开发债而向市场披露财务数据的 59 家为研究样本。2017 年度，40 家有向财政分红，10 家无分红，9 家负分红（补贴）。以 40 家有向国家分红的央企集团公司计算，平均分红率为 20%（图 15）。

图 15：部分央企集团公司向财政的分红比例



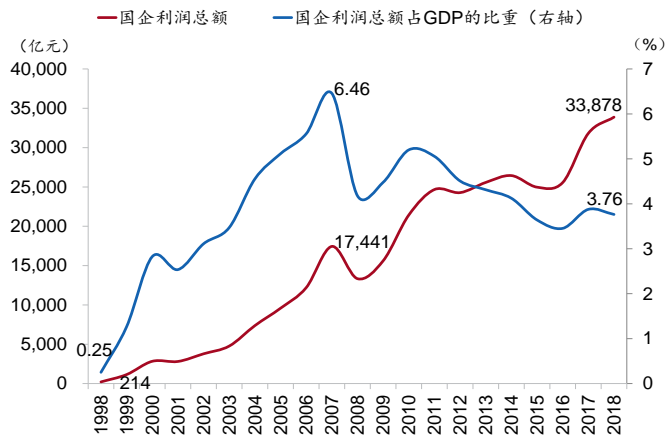
资料来源：上海清算所、中债登、公司年报、招商银行研究院、招银国际研究

36%与 20%之间存在不小的差距，说明有一部分国有资本经营利润的分红被“截留”在央企集团公司层面。另一个证据是，国资委对于央企国有资本收益提取比例实行“五档”制：第一类企业为 25%（中国烟草总公司），第二类企业为 20%（中石油、中石化等 14 家资源型企业），第三类企业为 15%（中国铝业公司等 70 家一般竞争型企业），第四类企业为 10%（核工业集团公司等 33 家和中央文化企业类），第五类企业免交当年应交利润（中储粮和中储棉）。这五档分红水平同样与央企上市公司 36%的分红率存在明显差距。这一线索的启示在于，国企向财政的分红率水平存在一定的上调空间。

我们都知道，国企分红的难点在于“度”的把握。历史上，我国国企长期承担着部分社会职能¹²，总体经营效益较差。据《中国财政年鉴》统计，1998 年，国资委口径的非金融国企利润总额为 213.7 亿元，占名义 GDP 的比重仅为 0.25%，23.8 万家国企的盈利面仅为 31.3%，其对财政的利润上缴总体处于“无能为力”的状态。随着我国改革开放的持续推进，国企的经营状况已大幅改善。截至 2017 年，18.7 万家国企的盈利面已升至 63.1%；2018 年，国企利润总额已达 33,878 亿元，占 GDP 的比重为 3.76%（图 16），净利润及归属国有母公司净利润也分别达到 25,000 和 15,300 亿元（图 17）。经营效益的改善为国企向财政上缴利润创造了良好的条件，国企分红自然成为了可供弥补财政收支缺口的重要资金来源。

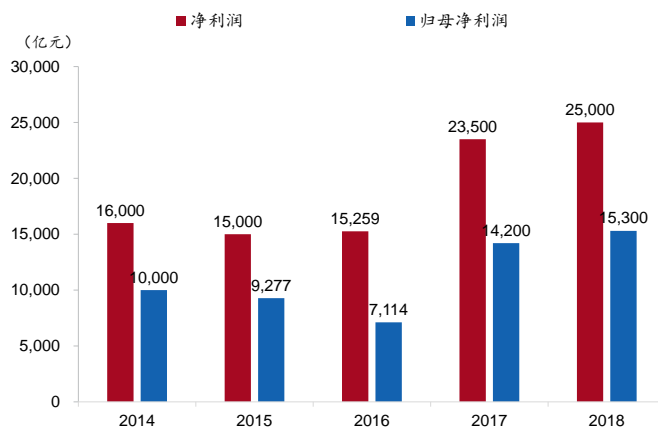
¹² 例如医院、学校、“三供一业”（供水、供电、供热、物业管理）等。

图 36：实业类国企利润总额及其占 GDP 比重变化



资料来源：中国财政年鉴、Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 17：实业类国有企业净利润及归母净利润变化



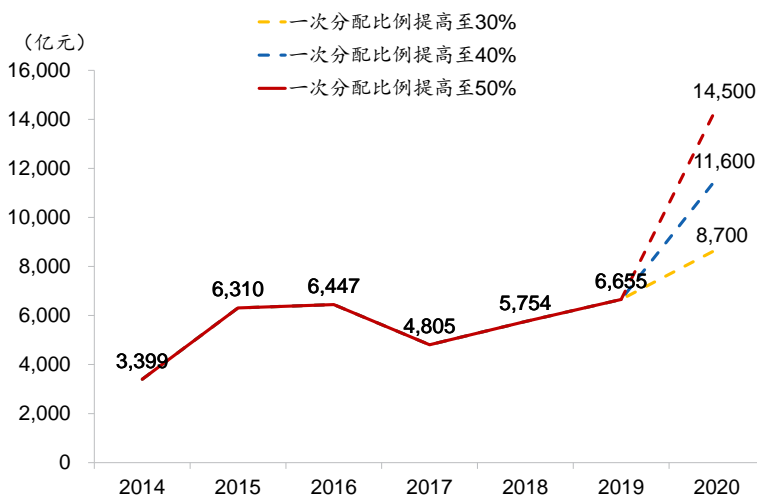
资料来源：国资委、招商银行研究院、招银国际研究

八、 结语：提高国企分红比例

综上所述，为进一步凸显国企部门支持公共财政方面的作用，需要跳出仅在“二次分配”上做文章的“框框”，提高国企分红上缴财政过程中的“两次分配”比例，尤其是要提高一次分配的比例。

假设 2020 年国企（金融类+实业类）归属国有母公司的净利润达到 3.75 万亿元（金融类国企 2 万亿元，实业类国企 1.8 万亿元），按照一次分配 30%、40%、50% 的三种情景，二次分配按 50% 测算，估计公共财政将分别获得 8,700、11,600、14,500 亿元的支持，国企分红将对公共财政做出更大的贡献（图 18）。

图 18：三种情境下，国企分红对公共财政的贡献



资料来源：Wind、财政部、国资委、《中国国有资产监督管理年鉴》、招商银行研究院、招银国际研究

不可否认，提高国企分红上缴财政的比例不可能一蹴而就。应该看到，我国国企分红上缴财政的“两次分配”制度安排是国企改革和公共治理的阶段性产物，其对公共财政的贡献（分红率水平）处于明显偏低水平也是不争的事实，未来仍有较大的提升空间。在当前形势下，进一步深化国企改革，提高国有企业向广义财政的分红（一次分配）比例，尽快改革国有资本经营预算制度（二次分配），疏通国企分红直接进入公共财政的渠道，已成当务之急。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。