

## 宏观专题

### 再看减增值税的可能路径与行业影响

我们在前期专题报告《减增值税的可能路径与影响测算》中，分析了三种可能的减税情景及各行业的税收变动幅度（各级税率下调1个百分点；将16%、10%合并为中间某一档；取消16%这档税级）。

在本期报告中，我们进一步完善计算方法，并测算了在“10%向下合并至6%，且将16%调低1-3个百分点”、“仅将16%这档调低1-3个百分点，其他税级保持不变”两类情景下，全国范围内各行业增值税变动幅度、A股行业毛利变化情况，并回顾了2017年7月1日增值税税率四档并三档对相关行业的利润影响。

**1、哪种增值税减免的情景出现概率最高？**综合考虑减税力度和财政赤字压力，相较而言，“合并16%和10%的税级，改为12%、6%两档”这一情景出现概率最高（预计减税3411亿元，财政赤字率提升0.4个百分点至3.0%）。暂时保持三档税级，将16%这档下调1-3个百分点这一情景的可能性次之（预计减税5000-7600亿元，财政赤字率达到3.2%-3.5%）。

#### 2、三种减税情形下各行业增值税变动情况如何？

- 如果税率普降，现行业销项税率较低的行业最为受益，典型代表是居民服务修理业、信息传输、软件和信息技术服务业。
- 如果增值税三档并两档，制造业普遍受益，出口占比较高的行业有所分化，现行税率体系下享受最低税率的服务业则可能税负加重。
- 如果仅降低最高税级税率，各行业税收变动幅度较为均衡，制造业虽普遍受益，但降税幅度明显收窄。

#### 3、增值税究竟如何影响企业利润？

- 在不考虑企业上下游价格变动的情况下，由于增值税并不进入利润表，增值税的减免仅通过影响其他税费的税基带来营业成本的变动，进而影响企业利润。
- 下调增值税率本质上是国家让渡财政收入，而这部分财政收入在上游企业、下游企业和消费者之间如何分配，取决于市场参与者的议价能力。
- 回顾2017年增值税四档并三档的情景可发现，增值税税率的下调并不必然带来行业毛利率的上升。海洋捕捞、农药、钾肥、畜牧养殖、农机、炼油行业在增值税税率从13%下调为11%之后，毛利率分别提高了6%、5%、4%、3%、1%、1%，而供热、水务、电影动画等行业毛利率有1-2个百分点的下滑。
- 在不同的行业议价能力情景假设下，增值税减免后，大金融行业、必需消费品（食品饮料、农林牧渔）、成长行业毛利变动幅度较小；周期行业（有色、钢铁），可选消费品（汽车、商贸零售）的毛利变动幅度较大，行业利润变动非常依赖企业的定价能力。
- **风险提示：**政策推进力度不及预期；模型假设与实际有偏差。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

联系人 王梅娜

邮箱：wangmeili@gszq.com

联系人 何宁

邮箱：hening@gszq.com

#### 相关研究

1、《宏观专题：减增值税的可能路径与影响测算》

2018-09-04

2、《宏观专题：新个税法影响和未来税改展望》

2018-09-01

3、《以稳为主，政策正式放松——逐字逐句解读 7.31

政治局会议》2018-08-01

4、《政策转向了么？——逐字逐句解读 7.23 国常会》

2018-07-24



## 內容目錄

哪种增值税减免的情景出现概率最高？	3
三种减税情形下各行业增值税变动情况如何？	4
税率普降情形：现行低税负行业进一步受益，出口占比高的行业税负加重	5
合并税级情形：制造业普遍受益，服务业税负加重	5
降低最高税级情形：各行业税收变动幅度较为均衡	6
增值税究竟如何影响企业利润？	7
增值税是价外税，不进入企业利润表	7
增值税对公司利润的间接影响主要通过企业对上、下游的议价权实现	7
2017年增值税四档并三档对行业毛利的影响	8
2018年减税影响预判：大金融毛利稳定，上游资源类行业毛利波动较大	9
风险提示	10

## 图表目錄

图表 1: 最有可能出现的三种减税情景	3
图表 2: 三类情景下 2018 年增值税减免额度及相应财政赤字率	4
图表 3: 税率普降情形下行业税收变动幅度	5
图表 4: 合并税级情形下行业税收变动幅度（16%、10%合并为 12%）	6
图表 5: 合并税级情形下行业税收变动幅度（16%降为 15%，10%降为 6%）	6
图表 6: 降低最高税级情形下行业税收变动幅度（16%降为 15%）	7
图表 7: 不同减税情境下 A 股行业毛利变动幅度	9
图表 8: 增值税税率下调的行业毛利率变化情况	8

2018 年政府工作报告提出“改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平”。我们在前期专题报告《减增值税的可能路径与影响测算》中，分析了三种可能的减税情景及各行业的税收变动幅度（各级税率下调 1 个百分点；将 16%、10% 合并为中间某一档；取消 16% 这档税级）。

在本期报告中，我们进一步完善计算方法，并测算了在“10% 向下合并至 6%，且将 16% 调低 1-3 个百分点”、“仅将 16% 这档调低 1-3 个百分点，其他税级保持不变”两类情景下，全国范围内各行业增值税变动幅度、A 股行业毛利变化情况，并回顾了 2017 年 7 月 1 日增值税税率四档并三档对相关行业的利润影响。

我们倾向于认为，合并 16% 和 10% 的税级，改为 12%、6% 两档这一情景出现概率最高。其中大金融行业毛利受影响较小，而有色、钢铁、汽车、商贸等行业的毛利润非常依赖企业的定价能力。

## 哪种增值税减免的情景出现概率最高？

根据以往税率调整的历史经验，整体来看，如下三类减税情景出现的可能性较大：一是税率普降，即降低每一级税率，比如 2018 年 5 月 1 日就分别下调了 17%、11% 两档税级；二是合并税级，2017 年 7 月 1 日将原先的四档税级（17%、13%、11%、6%）合并为三档税级（17%、11%、6%）；三是保持其他税级不变，降低最高档税率。

图表 1：最有可能出现的三种减税情景

税率普降	<ul style="list-style-type: none"> <li>降低每一级税率</li> <li>比如，2018 年 5 月 1 日分别下调 17%、11% 两档税级</li> </ul>
合并税级	<ul style="list-style-type: none"> <li>合并某相邻两档税级</li> <li>比如，2017 年 7 月 1 日将原先的四档税级（17%、13%、11%、6%）合并为三档税级（17%、11%、6%）</li> </ul>
降低最高税级	<ul style="list-style-type: none"> <li>保持其他税级不变，降低最高档税率</li> </ul>

资料来源：财政部，国盛证券研究所

为了测算不同减税政策对 2018 年增值税的影响，我们按照如下步骤建模：

- 计算 2017 年各行业在 3 类减税情景下（9 种减税方案）的税收变化幅度；
- 假定 2018 年各行业在同样的减税情景下，行业增值税变动比例不变；
- 根据 2018 年财政收入预算及增值税占比，估算三种情景下整体减税额度；
- 测算 A 股行业在不同的上下游议价能力组合下，毛利变动情况。

相较于前期报告《减增值税的可能路径与影响测算》，我们新增了两类假设情景，即：“将 10% 向下合并到 6%，16% 下调 1-3 个百分点”，以及“将 16% 下调 1-3 个百分点，保持其他税级不变”。

此外，为与我国增值税缴纳口径更为契合，模型做了三处修正：一是在计算销项税基时，我们基于前期模型，进一步扣除了当年新增存货的影响；二是通过投入产出表和行业税

率估算值反推出不含税销售额及中间投入成本；三是根据上市公司年报披露的增值税率，调低了部分行业（金融、卫生和社会工作、文体娱乐、住宿餐饮）的增值税率估算值。因此，本次报告的部分估算结果与上期报告有较大差异。但从增值税总量估计结果来看，**2017年实际增值税为5.6万亿，而修正后的模型与修正前的模型对2017年增值税的估计值分别为5.9万亿与6.9万亿，估计误差分别为6%和23%，修正后的模型测算结果更为精确。**

根据2018年政府工作报告“改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平”，我们认为增值税率三档并两档是大概率事件。具体来看，三档并两档大体有“将16%和10%合并至中间某一档”、“将16%合并至10%”、“将10%向下合并至6%”三种形式<sup>1</sup>。

综合考虑减税力度和财政赤字压力，相较而言，我们认为，**合并16%和10%的税级，改为12%、6%两档这一情景出现概率最高**；暂时保持三档税级，将16%这档下调1-3个百分点这一情景的可能性次之。考虑到国内稳经济、扩内需的诉求，也不排除“16%这档下调1-3个百分点、10%这档合并至6%”这个方案。

图表2：三类情景下2018年增值税减免额度及相应财政赤字率

情景假设	2018年减税额（亿元）	减税后赤字率 （假定名义GDP增长率为10%）
情景1：各级税率下调1个百分点	5,471	3.2%
情景2：税级三档并两档		
1) 16%和10%合并到中间某一档		
合并16%和10%，改为13%、6%两档 <sup>2</sup>	-524	2.6%
<b>合并16%和10%，改为12%、6%两档（可能性最高）</b>	<b>3,411</b>	<b>3.0%</b>
合并16%和10%，改为11%、6%两档	7,346	3.4%
2) 16%向下合并到10%，改为10%、6%两档	11,281	3.9%
3) 10%向下合并到6%		
将10%向下合并到6%	14,777	4.2%
将10%向下合并到6%，16%下调至15%	16,002	4.4%
将10%向下合并到6%，16%下调至14%	17,226	4.5%
将10%向下合并到6%，16%下调至13%	18,451	4.6%
情景3：降低最高税级（可能性次高）		
将16%降至15%	5,159	3.2%
将16%降至14%	6,384	3.3%
将16%降至13%	7,608	3.5%

资料来源：国盛证券研究所

## 三种减税情形下各行业增值税变动情况如何？

根据测算结果可发现，税率普降（情景1）情形下和合并税级（情景2）情形下，受益行业有较大差异。具体来看，税率普降（情景1）情形下，42个行业中有38个行业的增值税有所降低；在合并税级（情景2）情形下，26个行业受益，但有16个行业税负

<sup>1</sup> 这里未考虑“将10%和6%合并至中间某一档”的情形。

<sup>2</sup> 由于新的模型校正了新增存货的影响、调整了部分行业的销项税率，估算结果与前期报告出现一定差异，属于测算口径更改导致的估计偏差。

反而增加。

### 税率普降情形：现行低税负行业进一步受益，出口占比高的行业税负加重

由于按照我国现行增值税征收条例<sup>3</sup>，除国务院另有规定的货物，出口货物增值税税率为零。这也就意味着，对于出口占比较高的行业，税率普降的政策将从两方面影响增值税额度：一方面，销项税率的降低将削弱出口商品的税盾效应，意味着出口货物的抵税额度变小；另一方面，各行业销项税率的降低又将减少内销商品的增值税。综合来看，出口占比较高的行业反而可能出现税负加重的情况。

根据测算结果，税率普降情形下，仅有4个行业税负加重，分别是纺织、通信设备计算机和其他电子设备、电气机械和器材、仪器仪表，而这四个行业15年出口占总产出的比例分别高达28%、38%、20%和25%。现行销项税率较低的行业最为受益，典型代表是居民服务修理业、信息传输、软件和信息技术服务业（现行销项税率是6%）。

图表3：税率普降情形下行业税收变动幅度

减税幅度最高的10个行业	税收变动幅度	减税幅度最低的10个行业	税收变动幅度
居民服务、修理和其他服务	-691%	电气机械和器材	44%
信息传输、软件和信息技术服务	-276%	纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品	12%
建筑	-246%	通信设备、计算机和其他电子设备	7%
文化、体育和娱乐	-157%	仪器仪表	2%
金融	-28%	纺织品	-1%
科学研究和技术服务	-26%	木材加工品和家具	-2%
卫生和社会工作	-24%	其他制造产品	-2%
教育	-22%	通用设备	-3%
住宿和餐饮	-19%	石油、炼焦产品和核燃料加工品	-3%
石油和天然气开采产品	-14%	食品和烟草	-3%

资料来源：国盛证券研究所

### 合并税级情形：制造业普遍受益，服务业税负加重

若是单纯将最高档税级（16%）和次高档税级（10%）合并至某中间档位，或者取消最高档税级，实质上进行的是定向减税，有部分行业税负加重。主要原因有二：

一是对于原先适用于10%税级或6%税级的行业，若最终税级合并为12%、6%或者10%、6%，那么这些行业销项税将增高或者不变，而进项税将减少（进项税率降低），因此增值税反而增加；

二是对于出口占比较高的行业，销项税率的降低既会削弱出口的税盾效果，也会降低内销货物的税负，二者综合下来，出口占比较高的行业出现分化。

根据测算结果，合并税级情形下，制造业普遍受益，出口占比较高的行业则有所分化（电

<sup>3</sup><http://www.chinatax.gov.cn/chinatax/jibenfa/jibenfa0101.htm>



气机械、仪器仪表受益，通信设备、计算机和其他电子设备行业税负加重），而在现行税率体系下享受最低税率的服务行业则面临税负加重的问题。

图表 4：合并税级情形下行业税收变动幅度（16%、10%合并为 12%）

减税幅度最高的 10 个行业	税收变动幅度	减税幅度最低的 10 个行业	税收变动幅度
电气机械和器材	-290%	建筑	3564%
纺织品	-80%	居民服务、修理和其他服务	1554%
仪器仪表	-66%	信息传输、软件和信息技术服务	704%
木材加工品和家具	-66%	文化、体育和娱乐	388%
食品和烟草	-63%	卫生和社会工作	106%
石油、炼焦产品和核燃料加工品	-62%	科学研究和技术服务	104%
其他制造产品	-59%	燃气生产和供应	88%
通用设备	-46%	交通运输、仓储和邮政	82%
化学产品	-46%	住宿和餐饮	76%
金属制品	-44%	石油和天然气开采产品	71%

资料来源：国盛证券研究所

若是将 10%这档税级降为 6%，且最高税级 16%仅降低 1 个百分点，那么最为受益的是现行税率下适用于中档税级的行业。由于销项税率大幅降低（从 10%降为 6%），进项税率的变动相对较小，建筑、公用事业行业税负明显降低。反之，现行税率下实行 6%销项税率的低税负服务业的增值税有所上升。

图表 5：合并税级情形下行业税收变动幅度（16%降为 15%，10%降为 6%）

减税幅度最高的 10 个行业	税收变动幅度	减税幅度最低的 10 个行业	税收变动幅度
建筑	-3423%	居民服务、修理和其他服务	1244%
燃气生产和供应	-131%	信息传输、软件和信息技术服务	436%
交通运输、仓储和邮政	-122%	文化、体育和娱乐	296%
石油和天然气开采产品	-101%	电气机械和器材	91%
水的生产和供应	-76%	住宿和餐饮	66%
农林牧渔产品和服务	-73%	科学研究和技术服务	62%
房地产	-55%	卫生和社会工作	49%
造纸印刷和文教体育用品	-23%	纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品	48%
电力、热力的生产和供应	-12%	纺织品	31%
煤炭采选产品	-12%	金融	26%

资料来源：国盛证券研究所

### 降低最高税级情形：各行业税收变动幅度较为均衡

从行业税收变动幅度的相对排名来看，仅降低最高税级的减税政策也将直接利好制造业，增加服务行业税负。值得注意的是，在“将 16%、10%合并为 12%”情景下，虽然整体减税规模仅有 3411 亿元，但各行业税收变动幅度分化十分严重，本质上是用现行中低税率行业补贴高税率的制造业；而在“将 16%降为 15%”情景下，各行业税收变动幅度较为均衡，制造业虽普遍受益，但降税幅度明显收窄。

图表 6: 降低最高税级情形下行业税收变动幅度 (16%降为 15%)

减税幅度最高的 10 个行业	税收变动幅度	减税幅度最低的 10 个行业	税收变动幅度
电气机械和器材	-62%	居民服务、修理和其他服务	783%
仪器仪表	-20%	信息传输、软件和信息技术服务	322%
纺织品	-16%	文化、体育和娱乐	192%
木材加工品和家具	-15%	建筑	168%
其他制造产品	-15%	科学研究和技术服务	47%
通用设备	-15%	卫生和社会工作	44%
金属制品	-15%	住宿和餐饮	40%
石油、炼焦产品和核燃料加工品	-14%	金融	12%
食品和烟草	-14%	通信设备、计算机和其他电子设备	10%
专用设备	-14%	纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品	6%

资料来源: 国盛证券研究所

## 增值税究竟如何影响企业利润?

### 增值税是价外税, 不进入企业利润表

由于增值税是价外税, 根据财政部《关于印发<增值税会计处理规定>的通知》<sup>4</sup>, 销项税和进项税均不计入利润表, 而均是资产负债表上的科目, 分别计入应交税费-应交增值税的相应子科目下, 只有无法抵扣的进项税才会计入成本。因此, 在不考虑企业上下游价格变动的情况下, 增值税的变动并不会对企业利润形成直接影响, 仅会通过影响其他税费的税基来影响营业成本<sup>5</sup>。

### 增值税对公司利润的间接影响主要通过企业对上、下游的议价权实现

鉴于增值税不进入利润表, 其对公司利润的影响主要通过企业对上、下游的议价权实现。具体而言, 在增值税税率降低的大背景下, 企业上下游价格的变动有四种极端组合:

- **原材料含税价不变, 终端销售含税价不变:** 由于终端消费者实付价格不变, 而财政收入切实减少, 上、下游企业盈利均将增加;
- **原材料含税价下调, 终端销售含税价不变:** 由于终端消费者实付价格不变, 而财政收入由于税率的降低减少, 上游企业盈利不变, 下游企业盈利增加;
- **原材料含税价不变, 终端销售含税价下调:** 由于终端消费者实付价格下降, 而财政收入降低, 因此下游企业盈利被压缩, 上游企业盈利增加;
- **原材料含税价下调, 终端销售含税价下调:** 这种情况下, 消费者实付价格降低, 财政收入减少, 而上、下游企业盈利保持不变。

综上, 增值税率的降低本质上是国家让渡财政收入, 而这部分财政收入如何在上游企业、下游企业和消费者之间如何分配, 取决于每一类市场参与者的议价能力。

<sup>4</sup> [http://kjs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201612/t20161212\\_2479869.html](http://kjs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201612/t20161212_2479869.html)

<sup>5</sup> 根据《中华人民共和国城市维护建设税暂行条例》、《中华人民共和国征收教育费附加暂行规定》, 城建税、教育费附加以纳税人实际缴纳的消费税、增值税、营业税税额为计税依据。

## 2017年增值稅四檔并三檔對行業毛利的影響

2017年7月1日，財政部發布《關於簡并增值稅稅率的通知》，取消13%的增值稅稅率，將農產品（含糧食）、自來水、暖氣、石油液化氣、天然氣、食用植物油、冷氣、熱水等23類貨物的增值稅稅率下調為11%<sup>6</sup>。

通過比較增值稅稅率下調前後行業毛利率變動情況可知，增值稅稅率的下調並不必然帶來行業毛利率的上升。海洋捕撈、農藥、鉀肥、畜牧養殖、農機、煉油行業在增值稅稅率從13%下調為11%之後，毛利率分別提高了6%、5%、4%、3%、1%、1%，而供熱、水務、電影動畫等行業毛利率有1-2個百分點的下滑。

圖表 7：增值稅稅率下調的行業毛利率變化情況

中信三級行業	適用 13% 的稅率		適用 11% 的稅率		毛利率 變化*
	17Q1 毛利率	17Q2 毛利率	17Q3 毛利率	17Q4 毛利率	
海洋捕撈	12%	22%	26%	30%	6%
農藥	19%	20%	23%	25%	5%
鉀肥	4%	30%	34%	34%	4%
畜牧養殖	16%	13%	15%	18%	3%
其他專用機械	26%	27%	27%	28%	1%
煉油	20%	19%	20%	20%	1%
飼料	13%	13%	13%	14%	0%
磷肥	16%	17%	17%	17%	0%
種子	29%	27%	25%	29%	0%
燃氣	18%	20%	20%	20%	0%
農產品加工及流通	17%	15%	15%	14%	0%
調味品	36%	35%	34%	34%	-1%
果蔬飲料	19%	17%	16%	16%	-1%
氮肥	16%	15%	13%	14%	-1%
水產養殖	19%	21%	20%	20%	-1%
平面媒體	32%	32%	32%	31%	-1%
動物疫苗	54%	49%	49%	47%	-1%
廣播電視	36%	36%	35%	35%	-1%
複合肥	20%	19%	17%	18%	-1%
電影動畫	34%	33%	32%	32%	-2%
水務	34%	33%	33%	29%	-2%
供熱或其他	19%	19%	15%	16%	-3%

資料來源：wind，國盛證券研究所 注：毛利率變化是指下半年平均毛利率相對於17Q2 毛利率的變動情況

<sup>6</sup> [http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201705/t20170502\\_2591609.html](http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201705/t20170502_2591609.html)



## 2018年減稅影響預判：大金融毛利穩定，上游資源類行業毛利波動較大

我們計算了A股上市公司分別在“合并16、10%至12%”、“將16%降低至15%”以及“將16%降低至13%”三類情景下的靜態毛利變動情況（不考慮銷售價格變動對銷量的影響）。

- “合并16、10%至12%”情景：大金融行業毛利變動幅度最小，而有色、鋼鐵、汽車、商貿零售行業的毛利則顯著受到企業定價能力的影響。在終端價格不變，原材料價格完全下調的樂觀假設下，這四個行業的毛利將分別增厚41%、34%、31%和29%；
- “將16%降低至15%”：大金融、餐飲旅遊行業的銷項稅率不變（仍為6%），進項稅率下降幅度有限（至多下降1個百分點），行業毛利變動幅度不超過5%；有色、鋼鐵、汽車、商貿零售在對上、下游有絕對議價權的樂觀假設下，毛利將分別增厚16%、13%、12%、11%。
- “將16%降低至13%”：行業毛利變動幅度的相對排序與上一情景相似（“將16%降低至15%”），有色、鋼鐵、汽車、商貿零售在樂觀假設下毛利將分別增厚32%、27%、24%和23%。

綜上，在不同的行業議價能力情景假設下，增值稅減免後，大金融行業、必需消費品（食品飲料、農林牧漁）、成長行業毛利變動幅度較小；周期行業（有色、鋼鐵），可選消費品（汽車、商貿零售）的毛利變動幅度較大，行業利潤變動非常依賴企業的定價能力。

圖表8：不同減稅情境下A股行業毛利變動幅度

終端價格 原材料價格	合并16%、10%至12%			降低最高稅級至15%			降低最高稅級至13%		
	不變	降低	不變	不變	降低	不變	不變	降低	不變
	不變	不變	降低	不變	不變	降低	不變	不變	降低
銀行	-2%	-2%	0%	-1%	-1%	0%	-2%	-2%	0%
房地產	-5%	-3%	-3%	1%	-2%	3%	0%	-3%	3%
醫藥	7%	-5%	13%	2%	-3%	5%	5%	-5%	10%
有色金屬	9%	-31%	41%	3%	-13%	16%	7%	-25%	32%
機械	6%	-12%	19%	2%	-5%	7%	5%	-10%	15%
建築	-31%	-24%	-7%	-3%	-10%	8%	-12%	-20%	8%
建材	6%	-8%	14%	2%	-4%	6%	4%	-7%	11%
家電	6%	-12%	18%	2%	-5%	7%	4%	-10%	14%
食品飲料	6%	-2%	8%	2%	-2%	4%	4%	-3%	7%
電子元器件	7%	-14%	20%	2%	-6%	8%	5%	-11%	16%
交通運輸	-2%	-14%	12%	2%	-8%	10%	2%	-14%	17%
汽車	10%	-21%	31%	3%	-9%	12%	7%	-18%	24%
商貿零售	17%	-12%	29%	5%	-7%	11%	11%	-12%	23%
電力及公用事業	5%	-13%	18%	2%	-6%	8%	4%	-11%	15%
計算機	1%	-8%	9%	0%	-4%	4%	1%	-7%	7%
農林牧漁	-14%	-12%	-2%	-1%	-7%	6%	-5%	-12%	7%
石油石化	-17%	-16%	-1%	-1%	-7%	5%	-7%	-13%	6%

通信	1%	-10%	11%	0%	-5%	4%	0%	-9%	9%
基础化工	6%	-11%	17%	2%	-5%	7%	4%	-9%	13%
传媒	-1%	-7%	6%	-1%	-3%	3%	-1%	-6%	5%
非银行金融	-7%	-7%	1%	-4%	-5%	0%	-8%	-8%	1%
电力设备	6%	-13%	19%	2%	-5%	7%	4%	-11%	15%
钢铁	9%	-25%	34%	3%	-10%	13%	6%	-20%	27%
餐饮旅游	3%	-4%	7%	1%	-2%	3%	2%	-4%	6%
轻工制造	5%	-9%	14%	2%	-4%	6%	4%	-8%	12%
国防军工	7%	-19%	26%	2%	-8%	10%	5%	-15%	20%
煤炭	7%	-7%	14%	2%	-3%	5%	5%	-6%	11%
纺织服装	6%	-8%	14%	2%	-4%	6%	5%	-7%	11%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

政策推进力度不及预期; 模型假设与实际情况有偏差。

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

## 国盛证券研究所

### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com