长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

中国经济 | 专题报告

出口退税再调整：脉络、影响与展望

——家喻呼“筱”系列 11

报告要点

本次调整或有国内产业升级与外部贸易关系两方面考虑，实施影响方面，或有助于充实财政、引导升级、而对出口的影响有限。按 2025 年出口规模静态测算，或减少退税约 223 亿元，占 2025 年全年出口退税总额约 1%。行业层面，短期压缩利润，电子烟承压相对突出，中长期推动产业升级与产能出海。出口层面，抢出口或支撑今年四季度至明年一季度，随后面临订单透支和成本上升压力；但海外对华供应依赖较高、相关商品出口占比有限，整体拖累相对可控，影响主要体现为出口节奏扰动。向后看，出口退税调整或仍“以我为主”，短期“抢出口”或形成支撑，政策落地后或阶段性回落。

分析师及联系人



宋筱筱

SAC：S0490520080011

SFC：BVZ974



黄帅

SAC：S0490525070005

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

出口退税再调整：脉络、影响与展望
——家喻呼“筱”系列 11

事件描述

2026 年 10 月 12 日，财政部、税务总局公告自 2027 年 4 月 1 日起，将新能源汽车的增值税出口退税率由 13%下调至 9%。自 2027 年 4 月 1 日起，取消电子烟设备装置等产品增值税出口退税。

事件评论

- **政策脉络：本次调整或有国内产业升级与外部贸易关系两方面考虑。**延续了 2024 年以来出口退税政策的结构性调整思路：**一方面，规范产业竞争、促进转型升级。**继光伏、电池之后，新能源汽车也被纳入出口退税下调范围，显示对于“新三样”的政策调整进一步推进，有助于推动行业由价格竞争转向技术、品牌与服务竞争。对资源消耗型、一次性消费类及具有负外部性的部分产品取消退税，延续了早期通过税收政策引导“两高一资”等出口结构优化的思路。**另一方面，政策调整或兼顾缓和贸易摩擦、防止“内卷外化”。**下调部分优势产业的出口退税率，或有助于引导企业减少对退税优势的依赖，避免单纯“以价换量”。**实施节奏上，政策注重提前释放信号，为企业调整留出时间。**2024 年 11 月、2026 年 1 月及本次调整均分档下调或实施过渡期，为企业重新安排订单预留了时间窗口，或意在推动产业有序调整。
- **实施影响：本次调整或有助于充实财政、引导升级、而对出口的影响有限。**

  1）财政方面，或带来百亿收入。我们以海关总署 2025 年出口额为基数测算，则新能源汽车等 67 项商品出口额约 4497 亿元，对应减少退税约 180 亿元；而电子烟设备及竹制品等 24 项商品出口总额 333 亿元，取消退税对应减少约 43 亿元；**合计或为财政带来约 223 亿元增收，约占 2025 年出口退税总额（约 2.1 万亿元）的 1%。**

  2）行业方面，短期或影响利润，长期推动出海。我们按 2025 年万得行业指数对应口径，则新能源车/林木/电子烟（万得）的行业平均销售毛利率分别约 17%/8%/19%，参考对应行业的外销占比结构，**静态、短期来看，下调/取消出口退税的影响约占行业毛利率的 2%/6%/61%。**三者差距较大，一或是新能源汽车出口退税率下调 4 个百分点，而非一步取消；二或是电子烟为典型出口导向型行业，外销比例较高。不过，这一静态测算未考虑成本转嫁、产品结构优化与龙头规模效应释放等因素，实际影响可能小于估算值。而从中长期看，本次调整或推动相关产业摆脱政策依赖、逐步转向内生增长，并引导资源性低附加值产品转向深加工，同时推动优势产能出海参与全球竞争。

  3）出口方面，抬升商品成本，总量冲击有限。承接上文，新能源汽车退税率下调幅度相对有限，电子烟设备及竹制品取消退税，企业面临更大的利润与定价调整压力。不过，海外对华供应依赖有助于缓冲冲击。截至今年 8 月，欧盟新能源汽车对华进口依赖度已升至约 20%，美、欧电子烟设备及竹制品对华进口依赖度分别约为 24%、35%，短期替代存在约束，有助于企业向海外转嫁部分成本。同时，相关商品占出口比重有限，今年前 8 个月，新能源汽车与电子烟设备及竹制品合计占总出口约 2.4%。**按此口径静态测算，即使相关出口额减少 50%，对应总出口规模也仅减少约 1.2%，**对总量的直接拖累相对可控。

  后续展望：出口退税调整或仍“以我为主”。出口退税是“税收中性”原则下的制度安排，中、欧等实施增值税制的国家普遍实行出口退税，而美国等以零售销售税为主的国家则在出口环节直接免税。2025 年我国平均出口退税率约 8%，与美国平均销售税（7.53%）基本持平，低于欧盟平均增值税（21.9%）。**向后看，优化出口退税或持续：**一是或坚持“以我为主”，从调整行业来看，出口退税调整或取决于行业内部/国际竞争力、“内卷”程度及贸易摩擦风险，内外部竞争优势较强、出口价格承压且外部摩擦较多的行业，政策调整空间相对更大，详见“秒懂财政系列 6”《优化出口退税的大国底气与野望》；二是财政压力也是优化退税的动力之一；三是当前我国出口持续强劲而进口需求受内需偏弱制约，贸易顺差持续走扩或增加摩擦风险。

  而对于出口，短期“抢出口”或形成支撑，政策落地后或阶段性回落。参考此前光伏、电池及铜铝等商品退税调整经验，企业或提前生产、加快交付，以锁定原有退税待遇，支撑今年四季度至明年一季度出口；政策落地后，订单透支叠加成本抬升，相关出口增速或阶段性回落。分商品看，新能源汽车退税率下调幅度相对有限，出口韧性或强于取消退税商品；电子烟设备及竹制品的出口表现，则更取决于企业消化成本与向海外提价的能力。整体而言，政策影响或以出口节奏扰动为主，中期能否维持增长仍取决于外需景气及提价后的订单表现，需重点关注抢出口退潮后的订单接续情况。

风险提示

1、成本转嫁不及预期风险；2、订单透支与外需走弱风险；3、测算偏误。

相关研究

- 《政策初显效——9 月经济数据前瞻》2026-10-11
- 《房贷框架优化释放了哪些需求？ ——地产新政显微镜系列 2》2026-09-27
- 《旺季前的弱复苏——8 月经济数据前瞻》2026-09-08

更多研报请访问
长江研究小程序

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

目录

政策脉络：新一轮政策的延续 4
实施影响：充实财政、引导升级、出口影响有限 5
后续展望：优化退税“以我为主”，推动抢出口 7
风险提示 9

图表目录

图 1：历年下调/取消部分行业出口退税政策 4
图 2：2004 年-2026 年出口税率调整的出台政策个数、调整性质及相关产品退税率变动情况（个） 5
图 3：本次下调/取消出口退税的规模测算（亿元） 5
图 4：欧盟新能源汽车对华进口依赖度仍处于较高水平（3mMA） 6
图 5：美、欧电子烟设备及竹制品对华进口依赖度均处于较高水平（3mMA） 6
图 6：今年前 8 个月出口中，新能源汽车和电子烟设备及竹制品在总出口中的占比约为 2.4% 6
图 7：1996 年以来平均出口退税率（亿元，%） 7
图 8：中国 1995-2025 年反倾销、反补贴被调查次数及占全球“双反”总次数比重（次，%） 7
图 9：光伏、电池出口退税调整在今年 4 月开始执行，存在明显的“抢出口”效应 8
图 10：2024 年 12 月实行的取消铜、铝等出口退税和下调光伏、电池等出口退税率，取消出口退税组商品出现明显的“抢出口”效应 8

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

政策脉络：新一轮政策的延续

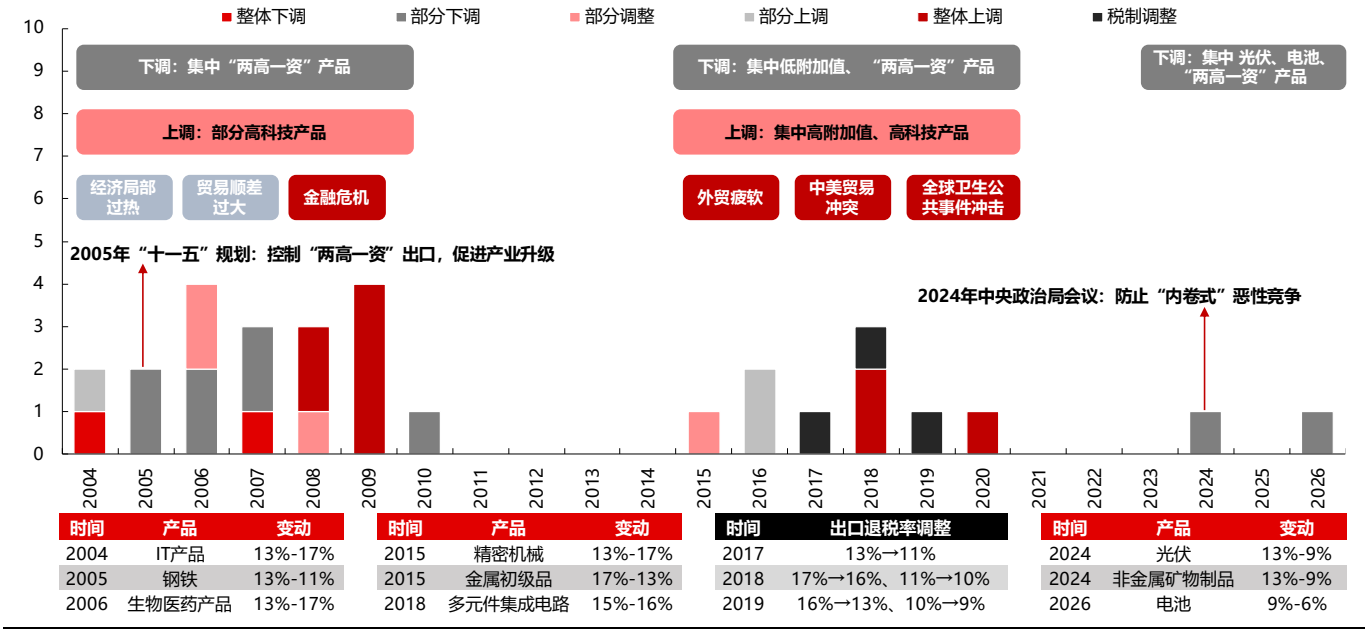
图 1：历年下调/取消部分行业出口退税政策

公布时间	文件名称	调整内容
1995年5月	国务院关于调低出口退税率加强出口退税管理的通知	**农产品、煤炭，退税率为3%；以农产品为原料加工生产的工业品和适用13%增值税税率的其他货物，退税率为10%；适用17%增值税税率的其他货物，退税率为14%。**
1995年10月	国务院关于调低出口货物退税率的通知	以**农产品为原料加工的工业品和按13%的税率征收增值税的其他货物**，出口退税率由10%**调减**为6%；**按17%的税率征收增值税的其他货物**，出口退税率由14%**调减**为9%。
2003年10月	财政部 国家税务总局关于调整出口货物退税率的通知	**取消原油、木材、纸浆、山羊绒、鳗鱼苗、稀土金属矿、磷矿石、天然石墨**等货物的出口退税政策。 **调低**下列货物的出口退税率：**汽油（商品代码27101110）、未锻轧锌（商品代码7901）的出口退税率调低到11%；未锻轧铝、黄磷及其他磷、未锻轧镍、铁合金、钼矿砂及其精矿等附件4所列明的货物的出口退税率调低到8%；焦炭半焦炭、炼焦煤、轻重烧镁、菱石、滑石、冻石等附件5所列明的货物的出口退税率调低到5%；**
2005年4月	财政部 国家税务总局关于调整部分产品出口退税率的通知	自2005年5月1日起 将**煤炭，钨、锡、锌、锑及其制品**的出口退税率**下调**为8%。 **取消稀土金属、稀土氧化物、稀土盐类，金属硅，钼矿砂及其精矿，轻重烧镁，氟石、滑石、碳化硅，木粒、木粉、木片**的出口退税政策。
2005年4月	财政部、国家税务总局关于降低钢材产品出口退税率的通知	自2005年5月1日起对税则号7208、7209、7210、72ll、7212、7213、7214、7215、7216、7217、7219、7220、7221、7222、7223、7225、7226、7227、7228、7229项下的**钢材**，出口退税率**下调**为11%。
2005年12月	财政部 国家税务总局关于调整煤焦油等产品出口退税率的通知	**取消煤焦油、生皮、生毛皮、蓝湿皮、湿革、干革**的出口退税政策。 将列入《关于在国际贸易中对某些危险化学品和农药采用预先知情同意的鹿特丹公约》（《PIC公约》）和《关于持久性有机污染物的斯德哥尔摩公约》（《POPS公约》）中的**25种农药，分散染料，汞，钨、锌、锡、锑及其制品，金属镁及其初级产品，硫酸二钠，石蜡**的出口退税率**下调**为5%。
2006年2月	财政部 国家税务总局关于2006年部分出口商品适用退税率的通知	**取消未锻轧铝**等产品的出口退税。
2006年9月	财政部 海关总署 国家税务总局关于调整部分商品出口退税率有关问题的补充通知	在“**取消**出口退税率商品清单”中增加：税则号为25199091的“**化学纯氧化镁**”、税则号为2519909990的“**其他氧化镁**”、税则号为25309091的“**硅灰石**”。
2006年9月	财政部 发展改革委 商务部海关总署 国家税务总局关于调整部分商品出口退税率和增补加工贸易禁止类商品目录的通知	**取消**下列商品的出口退税。**进出口税则第25章除盐、水泥以外的所有非金属类矿产品；煤炭，天然气，石蜡，沥青，硅，砷，石料材，有色金属及废料等。金属陶瓷，25种农药及中间体，部分成品革，铅酸蓄电池，氧化汞电池等。细山羊毛、木炭、枕木、软木制品、部分木材初级制品等。** **降低**下列商品的出口退税率。**钢材（142个税号）出口退税率由11%降至8%。陶瓷、部分成品革和水泥、玻璃出口退税率分别由13%降至8%和11%。部分有色金属材料的出口退税率由13%降至5%、8%和11%。纺织品、家俱、塑料、打火机、个别木材制品的出口退税率，由13%降至11%。非机械驱动车（手推车）及零部件由17%降至13%。**
2007年4月	财政部 国家税务总局关于调整钢材出口退税率的通知	从2007年4月15日起，将进出口税则（2007年版）第72章中的**部分特种钢材及不锈钢板、冷轧产品**等76个税号，出口退税率**降**为5%；另外83个税号的**钢材取消**出口退税。
2007年6月	财政部 国家税务总局关于调低部分商品出口退税率的通知	**取消**下列商品的出口退税：**濒危动物、植物及其制品；盐、溶剂油、水泥、液化丙烷、液化丁烷、液化石油气等矿产品；肥料（除已经取消退税的尿素和磷酸氢二铵）；氯和染料等化工产品（精细化工产品除外）；金属碳化物和活性碳产品；皮革；部分木板和一次性木制品；一般普碳焊管产品（石油套管除外）；非合金铝制条杆等简单有色金属加工产品；分段船舶和非机动船舶。** **调低**下列商品的出口退税率：**植物油出口退税率下调至5%；部分化学品出口退税率下调至9%或5%；塑料、橡胶及其制品出口退税率下调至5%；箱包出口退税率下调至11%，其他皮革毛皮制品出口退税率下调至5%；纸制品出口退税率下调至5%；服装出口退税率下调至11%；鞋帽、雨伞、羽毛制品等出口退税率下调至11%；部分石料、陶瓷、玻璃、珍珠、宝石、贵金属及其制品出口退税率下调至5%；部分钢铁制品（石油套管除外）出口退税率下调至5%；其他贱金属及其制品（除已经取消和本次取消出口退税商品以及铝箔、铝管、铝制结构体等）出口退税率下调至5%；刨床、插床、切割机、拉床等出口退税率下调至11%，柴油机、泵、风扇、排气阀门及零件、回转炉、焦炉、缝纫机、订书机、高尔夫球车、雪地车、摩托车、自行车、挂车、升降器及其零件、龙头、钎焊机器等出口退税率下调至9%；家具出口退税率下调至11%或9%；钟表、玩具和其他杂项制品等出口退税率下调至11%；部分木制品出口退税率下调至5%；粘胶纤维出口退税率下调至5%。**
2007年12月	财政部、国家税务总局关于取消小麦等原粮及其制粉出口退税的通知	从2007年12月20日起**取消小麦、稻谷、大米、玉米、大豆等原粮及其制粉**的出口退税
2008年7月	财政部 国家税务总局关于调整纺织品服装等部分商品出口退税率的通知	**取消红松子仁、部分农药产品、部分有机肿产品、紫杉醇及其制品、松香、白银、零号锌、部分涂料产品、部分电池产品、碳素阳极**的出口退税。自2008年8月1日起执行。
2010年6月	财政部 国家税务总局关于取消部分商品出口退税的通知	自2010年7月15日起**取消**下列商品的出口退税：**部分钢材；部分有色金属加工材；银粉；酒精、玉米淀粉；部分农药、医药、化工产品；部分塑料及制品、橡胶及制品、玻璃及制品。**
2014年12月	财政部 国家税务总局关于调整部分产品出口退税率的通知	**取消含硼钢**的出口退税。自2015年1月1日起执行 **降低档发**的出口退税率。自2015年4月1日起执行
2024年11月	财政部 国家税务总局关于调整出口退税政策的公告	**取消铝材、铜材以及化学改性的动、植物或微生物油、脂**等产品出口退税。 将部分**成品油、光伏、电池、部分非金属矿物制品**的出口退税率由13%**下调**至9%。 自2024年12月1日起实施。
2026年1月	财政部 税务总局关于调整光伏等产品出口退税政策的公告	自2026年4月1日起，**取消光伏等产品**增值税出口退税。 自2026年4月1日起至2026年12月31日，将**电池产品**的增值税出口退税率由9%**下调**至6%；2027年1月1日起，**取消电池产品**增值税出口退税。
2026年10月	财政部 税务总局关于调整部分产品出口退税政策的公告	自2027年4月1日起，将**新能源汽车**的增值税出口退税率由13%**下调**至9%。 自2027年4月1日起，**取消电子烟设备装置**等产品增值税出口退税。

资料来源：财政部，国家税务总局，长江证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图 2：2004 年-2026 年出口税率调整的出台政策个数、调整性质及相关产品退税率变动情况（个）



时间	产品	变动
2004	IT产品	13%-17%
2005	钢铁	13%-11%
2006	生物医药产品	13%-17%

时间	产品	变动
2015	精密机械	13%-17%
2015	金属初级品	17%-13%
2018	多元件集成电路	15%-16%

时间	出口退税率调整
2017	13%→11%
2018	17%→16%、11%→10%
2019	16%→13%、10%→9%

时间	产品	变动
2024	光伏	13%-9%
2024	非金属矿物制品	13%-9%
2026	电池	9%-6%

资料来源：Wind，海关总署，国家税务总局，长江证券研究所

实施影响：充实财政、引导升级、出口影响有限

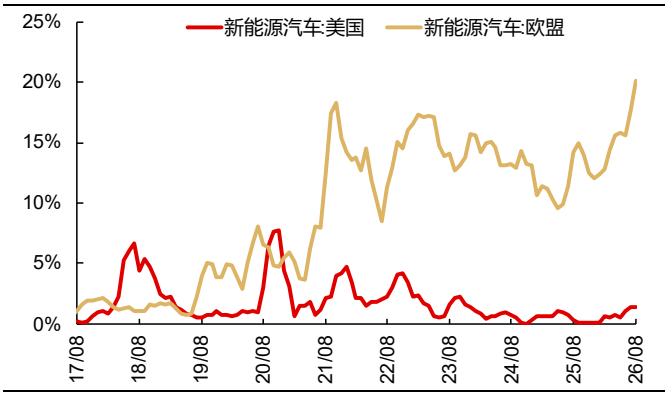
图 3：本次下调/取消出口退税的规模测算（亿元）

	新能源汽车等产品	电子烟等产品
2025年出口额	4496.92	333.09
加权平均出口退税率	13%	13%
估算本次下调/取消出口退税额	**179.88**	**42.85**
行业毛利率水平	17.2%	电子烟等产品 19.1% 竹制品等 7.9%
估算外销占比	8%	电子烟等产品 90% 竹制品等 4%
估算出口退税占毛利率比重	1.8%	电子烟等产品 61.2% 竹制品等 6.4%

资料来源：Wind，财政部，税务总局，长江证券研究所

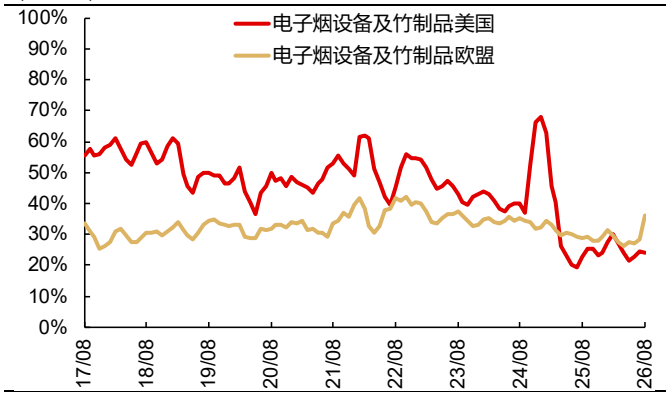
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图 4：欧盟新能源汽车对华进口依赖度仍处于较高水平（3mMA）



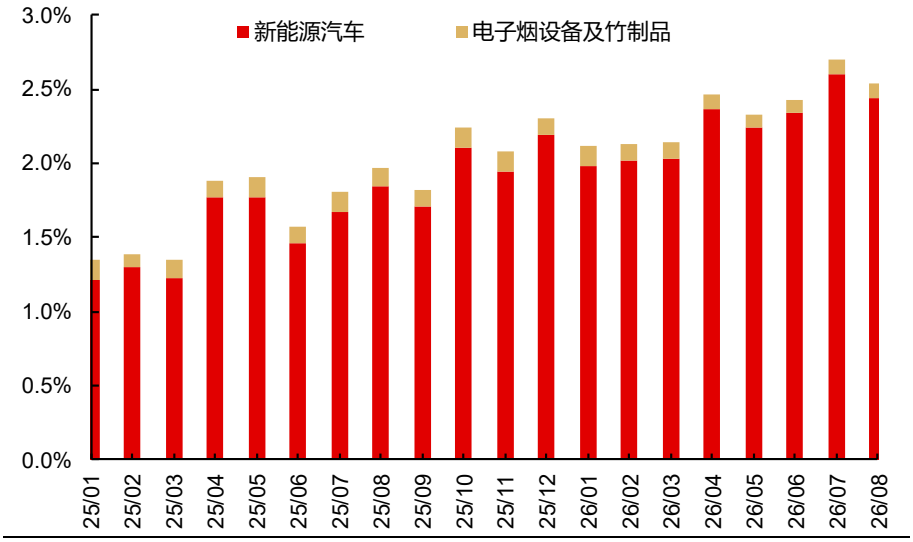
资料来源：Trademap，长江证券研究所

图 5：美、欧电子烟设备及竹制品对华进口依赖度均处于较高水平（3mMA）



资料来源：Trademap，长江证券研究所

图 6：今年前 8 个月出口中，新能源汽车和电子烟设备及竹制品在总出口中的占比约为 2.4%



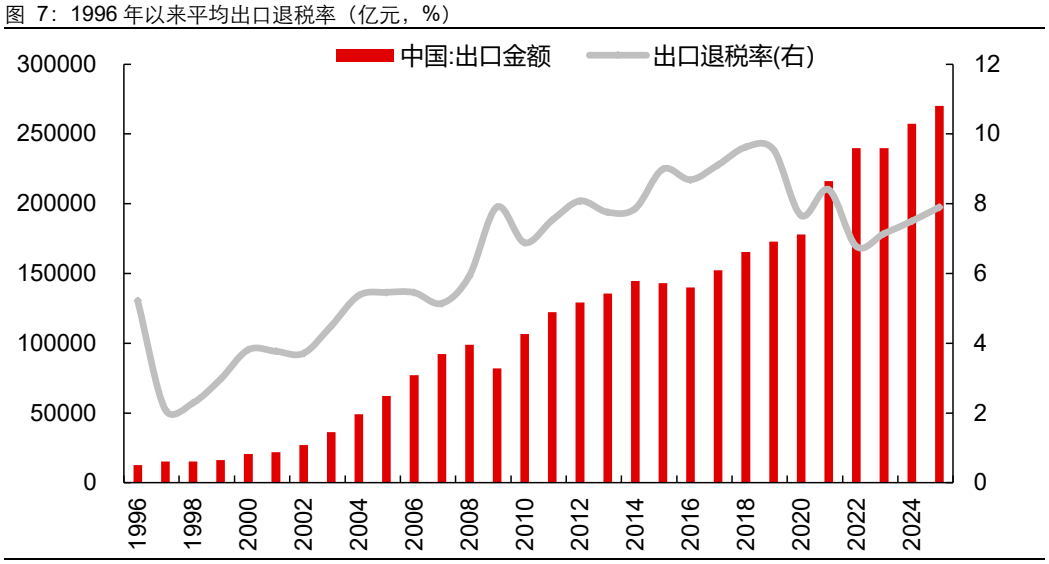
资料来源：Trademap，长江证券研究所



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

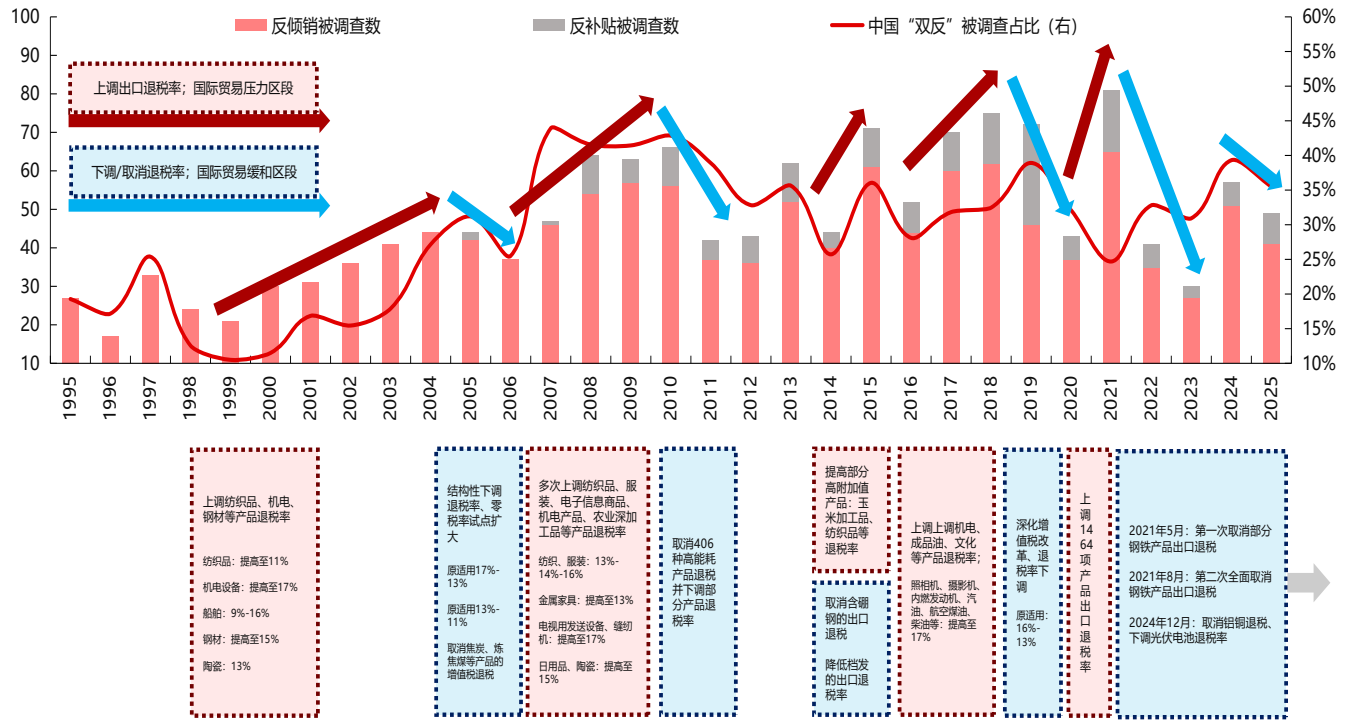
后续展望：优化退税“以我为主”，推动抢出口

图 7：1996 年以来平均出口退税率（亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

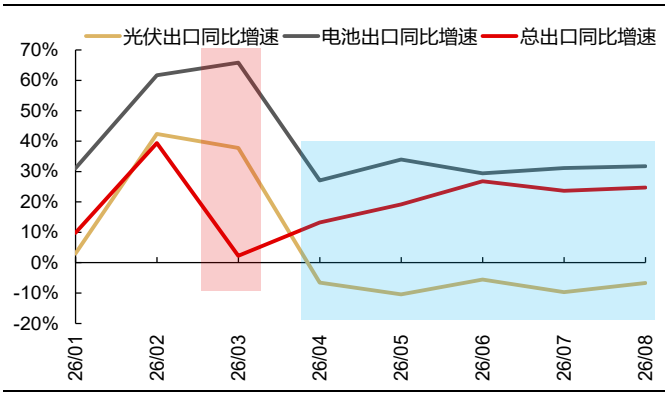
图 8：中国 1995-2025 年反倾销、反补贴被调查次数及占全球“双反”总次数比重（次，%）



资料来源：WTO，长江证券研究所；注：2025 为 2025 年上半年统计数据

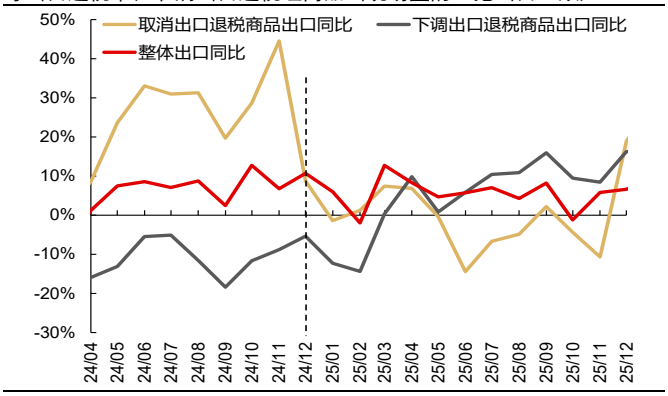
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图 9：光伏、电池出口退税调整在今年 4 月开始执行，存在明显的“抢出口”效应



资料来源：Trademap，长江证券研究所

图 10：2024 年 12 月实行的取消铜、铝等出口退税和下调光伏、电池等出口退税率，取消出口退税组商品出现明显的“抢出口”效应



资料来源：Trademap，长江证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

风险提示

1、成本转嫁不及预期风险。海外市场竞争加剧、替代供应扩张，可能限制出口企业提价空间，退税减少带来的成本压力难以充分转嫁，导致利润收缩或订单流失，相关行业实际承压程度可能高于预期。

2、订单透支与外需走弱风险。政策实施前出口集中释放，可能加大后续订单空档；若叠加海外需求走弱、贸易限制升级，新增订单接续不足，明年二季度及以后相关商品出口回落幅度可能超出预期。

3、测算偏误。本文相关影响测算仅考虑静态水平，未考虑成本转嫁、产品结构优化与龙头规模效应释放等因素，且受样本选择等影响可能存在测算偏误。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster