

## 财政预算调整，透露的线索？

近期，多数省市完成首次预算调整，与以往有何异同、透露了怎样的信息？本文梳理，可供参考。

■ 一问：财政预算，为何调整？债务限额及转移支付下达、财政收支超预期等今年上半年，各地首次预算调整基本完成，而中央未进行预算调整。4月以来，地方陆续调整其财政预算；截至6月底，全国已有36个省市(包括计划单列市)完成首次预算调整。与去年3月开始调整相比，今年地方预算调整开始时间较晚。历史经验表明，近年地方每年进行2-4次预算调整，且通常在债务限额下达后；中央预算调整频率较低、历史仅5次，涉及赤字调整的3次均发生在8月下旬。

过往经验显示，地方预算调整主要缘于新增债务限额、转移支付下达等，中央预算调整多缘于外部冲击。近年来，地方预算调整主要为新增债务限额及转移支付下达后的收支总量调整；同时也有经济形势超预期下，增减财政收支、使用过往剩余债务限额等非常规调整。而中央预算调整多为外部影响超预期下财政需加力，1998-2000年间3次中央赤字调整，均缘于亚洲金融危机下财政支出加码。

■ 二问：预算调整，有哪几类？收支总量对应调整和收支结构调整较为常见

预算调整多为财政收支总量调整，增加举债额度为总量调整的主要类型。2021年各省市(包括计划单列市)预算调整中，收支总量调整占比超九成。其中，调增举债额度进而调整收支总量占比最多、达64%；转移支付下达、财政收入超预期增减等占比18%；此外，调入预算稳定调节基金占9%。而中央历史5次预算调整中，4次为收支总量调整，其中3次为赤字调整、1次为预算稳定基金调入。

财政收支总量不变下，收支结构调整也较为常见。财政收入结构调整主要包括政府性基金收入调入一般财政等；2016年部分省市专项债额度调减116.8亿元、相应一般债额度等额增加。财政支出结构调整主要有重点支出金额调整、各级政府支出额度分配调整等；2020年山东省调减省本级专项债支出额度、等额转贷给市县；2021年，上海市将失业保险基金支出的费用调整为由一般财政承担。

■ 三问：今年预算调整，有何异同？总量调整相似、结构调整加码，仍需观察与过往类似，今年地方首次预算调整多为新增债务限额下达后的收支总量调整，但财政收支承压下，部分地区加大“节流”力度、更多投向“三保”等。当前完成首次预算调整的36个省市(包括计划单列市)主要是调增举债额度、进而调增收支总量；但从部分地区收支结构调整可看出，地方缩减非刚性支出力度加大，通过收回经费、退回支出款等筹集资金，加码“三保”和疫情防控等方面支出。

伴随财政收支压力加快凸显，使用过往剩余限额或是专项债“加量”的潜在途径，8月底至9月或是重要观察窗口期。目前披露的8月底全国人大常委会会议并未提及预算调整相关事项，结合7月政治局会议“支持地方用好用足专项债限额”来看，财政加力可能使用过往剩余限额。过往经验显示，下次地方人大常委会会议或大多在9月召开，后续需关注会议是否审议使用过往专项债务剩余限额。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人  
majieying@gjzq.com.cn

## 内容目录

1.1、一问：财政预算，为何调整？	3
1.2、二问：预算调整，有哪几类？	5
1.3、三问：今年预算调整，有何异同？	6
风险提示：	9

## 图表目录

图表 1：截至 6 月底，大多数省市已完成首次预算调整	3
图表 2：我国预算管理体制	4
图表 3：四类情况需要对预算进行调整	4
图表 4：2019-2021 年，地方债限额多分批次下达	4
图表 5：中央预算预算赤字调整较为少见	4
图表 6：相较地方，中央预算调整完毕到落地耗时或更长	5
图表 7：预算收入支出总量增减调整往往互相对应	5
图表 8：地方预算调整多为增加举债数额	6
图表 9：中央债务预算调整多为国债增发	6
图表 10：2016 年，部分省市债务限额结构调整	6
图表 11：近年来，部分省市调整支出结构	6
图表 12：2022 年，部分地区调整预算收支结构	7
图表 13：2022 年，地方新增专项债多投向基建	7
图表 14：2022 年预算外资金力度较大	7
图表 15：近期，政策鼓励发挥好专项债务作用	7
图表 16：使用过往剩余限额需经同级人大常委会审批	8
图表 17：专项债限额提前发行或需经过全国人大审批	8
图表 18：地方最近人大常委会会议召开时间	8
图表 19：2021 年地方 9 月前后人大常委会会议时间	8

近期，多数省市完成首次预算调整，与以往有何异同、透露了怎样的信息？本文梳理，可供参考。

### 1.1、一问：财政预算，为何调整？

今年上半年，各地首次预算调整基本完成，而中央未进行预算调整。4月以来，地方陆续调整其财政预算；截至6月底，全国已有36个省市(包括计划单列市)完成首次预算调整。与去年3月开始调整相比，今年地方预算调整开始时间较晚，或缘于地方债务限额提前下达、并已计入年初预算；第二批地方新增专项债限额于3月下达，因而地方自4月起陆续开始调整举债额度。

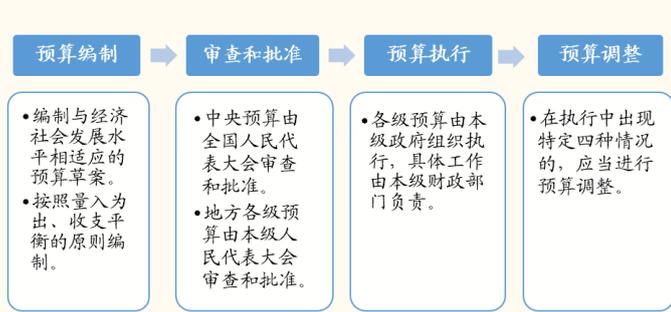
图表 1：截至 6 月底，大多数省市已完成首次预算调整

地区	省市	首次预算调整时间		地区	省市	首次预算调整时间	
		2022年	2021年			2022年	2021年
东部	厦门	4月26日	6月22日	中部	江西	4月27日	4月21日
	广东	4月28日	3月18日		安徽	5月25日	5月26日
	深圳	4月29日	6月29日		湖南	5月26日	5月25日
	北京	5月25日	5月27日		河南	5月26日	3月31日
	福建	5月27日	5月27日		山西	5月27日	3月30日
	河北	5月27日	3月31日		湖北	-	9月26日
	浙江	5月27日	3月26日	西部	广西	5月13日	9月28日
	江苏	5月29日	5月25日		贵州	5月23日	4月23日
	海南	5月30日	5月31日		内蒙古	5月23日	7月26日
	天津	5月31日	5月25日		新疆	5月24日	3月24日
	宁波	6月1日	10月28日		云南	5月25日	5月26日
	山东	6月9日	9月26日		陕西	5月25日	5月26日
	上海	6月22日	7月12日		青海	5月30日	5月24日
	青岛	6月25日	4月26日		甘肃	6月2日	5月25日
东北	大连	4月20日	4月22日	宁夏	6月2日	5月11日	
	吉林	5月7日	7月29日	四川	6月7日	5月26日	
	辽宁	5月31日	9月30日	重庆	6月7日	5月24日	
	黑龙江	6月22日	6月24日	西藏	-	6月16日	

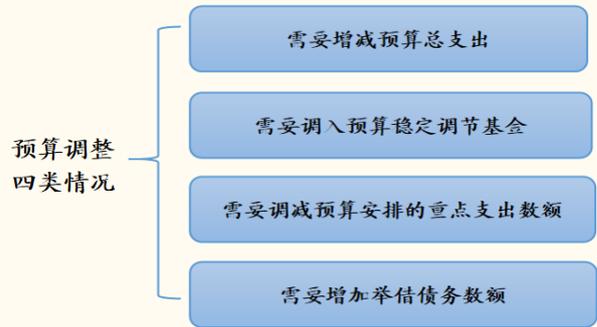
来源：各省政府网站、国金证券研究所

地方预算调整主要缘于新增债务限额、转移支付下达等，中央预算调整多缘于外部冲击。预算草案在执行过程中通常会出现偏差，因此需要对预算进行调整。近年来，地方预算调整主要为新增债务限额及转移支付下达后、收支总量对应调整；同时也有经济形势超预期下，增减财政收支、使用过往剩余债务限额等非常规调整。而中央预算调整多为外部影响超预期下财政需加力，1998-2000年间3次中央赤字调整，均缘于亚洲金融危机下财政支出加码。

图表 2：我国预算管理体制



图表 3：四类情况需要对预算进行调整



来源：政府网站、国金证券研究所

来源：政府网站、国金证券研究所

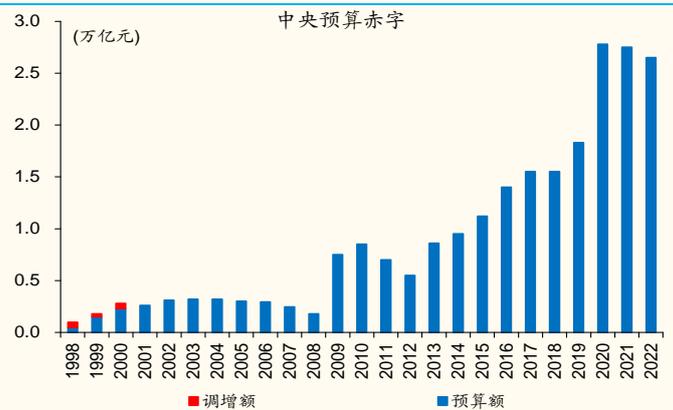
与地方每年例行预算调整不同，中央财政预算调整则频率较低。地方债务限额下达后，省级、直辖市及单列市政府通常会调增其地方债发行金额，并将额度在本级与下级间进行分配。历史经验表明，近年地方每年进行 2-4 次预算调整，通常在债务限额下达后三个月内；而中央预算调整频率较低，历史仅有 5 次，涉及赤字调整的 3 次均发生在 8 月下旬。且相比地方债务限额调整完成到债券发行，中央预算赤字调整到债券发行耗时或更长<sup>1</sup>。

图表 4：2019-2021 年，地方债限额多分批次下达

时间	批次	每批次下达额度(亿元)		累计下达额度(亿元)	
		一般债	专项债	一般债	专项债
2019年	2018年12月 第1批	5800	8100	5800	8100
	2019年3月 第2批	3500	13400	9300	21500
2020年	2019年11月 第1批	0	10000	0	10000
	2020年2月 第2批	5580	2900	5580	12900
	2020年4月 第3批	0	10000	5580	22900
	2020年7月 第4批	4220	12600	9800	35500
	2020年11月 第5批	0	2000	9800	37500
2021年	2021年3月 第1批	5880	17700	5880	17700
	2021年5月 第2批	2120	16976	8000	34676
2022年	2021年12月 第1批	3300	14600	3300	14600
	2022年3月 第2批	-	19900	-	34500

来源：政府网站、财政部、国金证券研究所

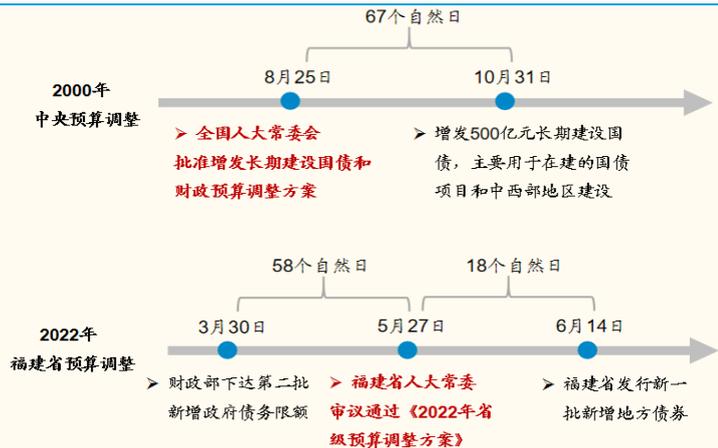
图表 5：中央预算预算赤字调整较为少见



来源：Wind、财政部、国金证券研究所

<sup>1</sup> 由于地方债务限额下达与地方人大常委会时间或有时滞，财政部指出地方可以结合资金需求科学安排地方政府债券发行节奏；例如 2020 年，广西壮族自治区人大常委会即授权地方政府可在人大常委会会议召开之前发行提前批新增地方债。  
[http://gks.mof.gov.cn/zttz/guozaiquanli/difangzhengfuzhaiquan/202012/t20201217\\_3635347.htm](http://gks.mof.gov.cn/zttz/guozaiquanli/difangzhengfuzhaiquan/202012/t20201217_3635347.htm)  
[http://www.gxzf.gov.cn/zt/szjj2020ngxlh/yw\\_29115/t982887.shtml](http://www.gxzf.gov.cn/zt/szjj2020ngxlh/yw_29115/t982887.shtml)

图表 6: 相较地方, 中央预算调整完毕到落地耗时或更长



来源: 政府网站、福建政府网站、财政部、中国债券信息网、国金证券研究所

### 1.2、二问：预算调整，有哪几类？

预算调整多为财政收支总量调整。2021年各省市(包括计划单列市)预算调整中, 收支总量调整占比超九成。财政收入调整或多缘于债务限额及转移支付下达、财政收入超预期等; 例如2020年北京市财政收入减少268亿元、而特殊转移支付及结转资金补充43.9亿元, 因而收支总量对应缩减224.1亿元。财政支出调整或多缘于外部因素影响超预期下、财政支出需加码等; 例如2008年中央为帮助四川及周边受灾地区恢复重建、出资设立700亿元灾后重建基金。

图表 7: 预算收入支出总量增减调整往往互相对应

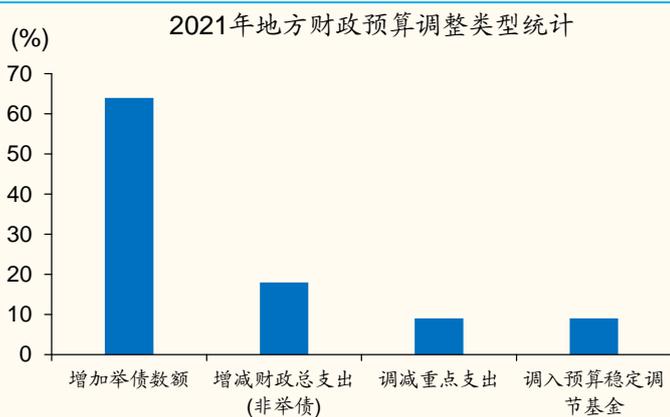
地区	时间	调整额度(亿元)	调整原因	调整前(亿元)	调整后(亿元)	调整明细
中央	2008/6	600	建立灾后重建基金	收34831.72	收35431.72	从中央预算稳定调节基金中调入600亿元, 从车辆购置税中调整安排50亿元, 从政府性基金预算列收列支的彩票公益金中调整安排10亿元, 从国有资本经营预算调入40亿元。
				支34831.72	支35431.72	用于四川及周边省份受灾地区恢复重建。
河南	2020/3	68	债务额度下达	收824.3	收892.3	下达新增专项债务限额68亿元。
				支824.3	支892.3	安排公办高校重大基本建设项目和39个发改委审核确认项目; 支持新冠肺炎相关项目26个。
四川	2020/7	794.5	中央转移支付下达	收9730.7	收10525.2	增加下达一般性转移支付补助794.5亿元。
北京	2020/11	-224.1	收入超预期下滑; 中央转移支付增加	收5139.9	收4915.8	特殊转移支付262.4亿元、交通运输共同财政事权转移支付117.2亿元、社会保障和就业共同财政事权转移支付70.9亿元、农林水共同财政事权转移支付59.3亿元等。
				支5139.9	支4915.8	市本级收入预期目标减少268亿元; 增加了中央特殊转移支付资金21.2亿元; 地方上年政策性结转使用资金增加22.7亿元。压减市级部门一般性支出及由于工作量等因素调整不需再安排的项目支出。
内蒙古	2021/11	35.13	收入超预期增长	收3273.71	收3308.84	全区经济持续稳定恢复, 加上煤炭价格上涨、煤炭产能增加, 以及煤炭领域违法行为专项整治等因素, 自治区本级财政收入有较大幅度增长。
				支3273.71	支3308.84	困难盟市财力补助15亿元, “雪亮工程”建设资金5.13亿元, 呼和浩特新机场建设项目资本金15亿元。

来源: 财政部、各地财政局、国金证券研究所

预算收支总量调整中, 增加举债额度为主要收支总量调整类型。地方预算收支总量调整多为新增债务限额下达, 而中央多为国债、特别国债增发等。2015年起, 地方债务纳入预算管理范围、成为地方预算调整的主要类型之一<sup>2</sup>; 2021年, 地方调增举债额度进而调整收支总量占总预算调整类型比例达64%。而中央预算收支总量调整多为国债增发等, 4次收支总量调整中, 3次涉及赤字调整、1次为预算稳定基金调入。

<sup>2</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/2014-09/01/content\\_2743208.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2014-09/01/content_2743208.htm)

图表 8: 地方预算调整多为增加举债数额



来源: 各地财政局、国金证券研究所

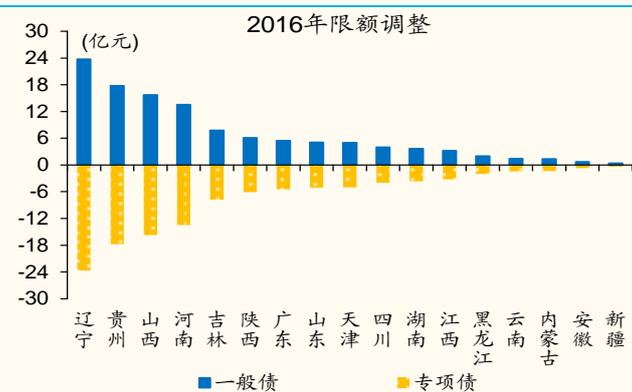
图表 9: 中央债务预算调整多为国债增发

时间	中央预算变化	调整方案	调整原因
1998/8/26	中央财政赤字扩大500亿元	增发1000亿长期国债, 在当年和第二年纳入国家预算, 当年列入中央预算支出500亿。	受亚洲金融危机的影响, 当年国内市场需求不旺, 外贸出口增幅下降, 居民储蓄倾向增强, 经济增长8%的目标难以达到。
1999/8/28	中央财政赤字扩大300亿元	增发600亿元国债, 300亿元由中央政府举借; 余300亿由中央政府代地方政府举借。	1998年以来采取的积极财政政策的效应正在逐步减弱, 外贸出口和外商直接投资下降, 消费需求持续不振, 固定资产投资增长放慢。
2000/8/25	中央财政赤字扩大500亿元	增发500亿元长期建设国债, 用于增加基础设施投资, 全部列入中央财政预算。	当年我国经济虽已走出了亚洲金融危机, 但经济回升基础不稳固。
2020/5/22	特别国债增发不列入赤字; 且2020年的抗疫特别国债列入年初预算, 不算严格的预算调整	财政部发行10000亿元抗疫特别国债, 全部安排给地方。	受全球疫情冲击, 国内消费、投资、出口下滑, 就业压力显著加大, 企业困难凸显, 财政收支矛盾加剧, 财政运行压力增加。

来源: 政府网站、国金证券研究所

财政收支总量不变下, 收支结构调整也较为常见。财政收入结构调整主要有政府性基金收入调入一般财政等; 2016年部分省市专项债额度调减116.8亿元、相应一般债额度等额增加。支出结构调整包括重点支出调整、各级政府支出额度分配调整等; 2020年山东省调减省本级专项债支出额度、等额转贷给市县; 2021年, 上海市将失业保险基金支出的部分费用调整为由一般财政承担。

图表 10: 2016年, 部分省市债务限额结构调整



来源: Wind、财政部、国金证券研究所

图表 11: 近年来, 部分省市调整支出结构

地区	时间	财政支出结构调整	
		调减项目	调增项目
云南	2020/9	①调减生物多样性公约大会补助3亿元 ②国际和地区航线补助2亿元。 ③调减农村危房改造等省级配套资金7.5亿元 ④调减高级技工学校生均经费0.7亿元。	①调增教育发展资金6.3亿元; ②调增社会保障民生支出4.6亿元; ③调增其他支出2.3亿元
山东	2020/11	原由省级列支的重点水利工程83亿元专项债券。	调整为转贷市县债券支出。
上海	2021/7	减少失业保险基金其他费用支出18.8亿元	调整由一般公共预算安排。
青海	2021/9	调减省本级1亿元, 系省科技厅申请终止科技孵化器大厦项目1亿元。	相应转贷给市(州)。

来源: 各地财政局、国金证券研究所

### 1.3、三问: 今年预算调整, 有何异同?

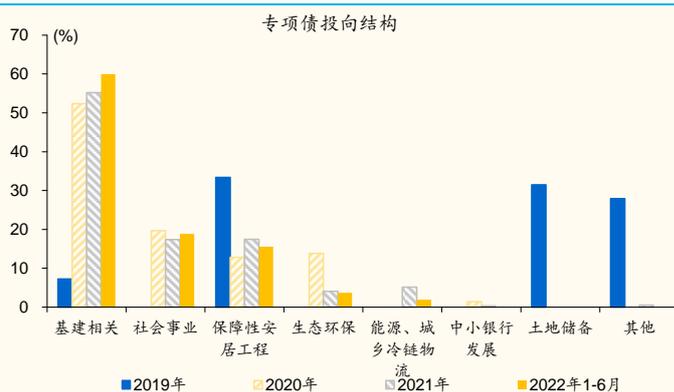
财政收支承压下, 地方加大力度缩减非刚性支出, 通过收回经费、退回支出款等筹集资金, 加码“三保”和疫情防控等方面; 而稳投资更多由专项债资金承担。近期, 重庆调减其非刚性支出补充预算稳定调节基金、并通过动用预算稳定调节基金补充财政收支缺口; 深圳罗湖区和龙岗区更是缩减、收回部分经费, 加码疫情防控、民生支出等。地方新增专项债则更多投向基建、助力稳增长, 今年上半年约六成专项债资金投向基建、较去年提升近5个百分点。

图表 12: 2022 年, 部分地区调整预算收支结构

时间	地区	调整类别	调整方案
2022/6/7	重庆	缩减非刚性预算支出、补充财政收支缺口	拟调减年初安排的预算支出50亿元, 用于补充预算稳定调节基金。今年下半年, 将根据实际执行情况, 通过动用预算稳定调节基金平衡减收缺口。
2022/6/16	深圳罗湖区	追回部分经费、调增民生等财政支出	收回年初预留部分经费6.1亿元; 收回课后服务经费0.1亿元; 退回以前年度已支出款项1.9亿元。增加国企注资6亿元, 新增民办中小学学生补贴0.3亿元, 健康驿站项目支出0.6亿元, 补充预算准备金1.2亿元。
2022/6/20	苏州	缩减非刚性预算支出、用于疫情防控与纾困	本次预算调整方案主要对支出预算结构进行调整, 通过压降一般性支出、非紧急非刚性支出, 将节省的资金更多地用于疫情防控、企业纾困等急需项目
2022/7/14	深圳市龙岗区	调减税收收入以一般债补充、收回部门预算投向疫情防控	调减税收收入3亿, 新增一般债券3亿元。统筹收回部门预算本年度不再支出资金7.6亿元, 相应安排支出, 包括疫情防控经费6.1亿元、区工业和信息化局工业技术改造投资扶持资金1亿元、区工业和信息化局促进新能源汽车消费经费0.5亿元等。

来源: 各地财政局、国金证券研究所

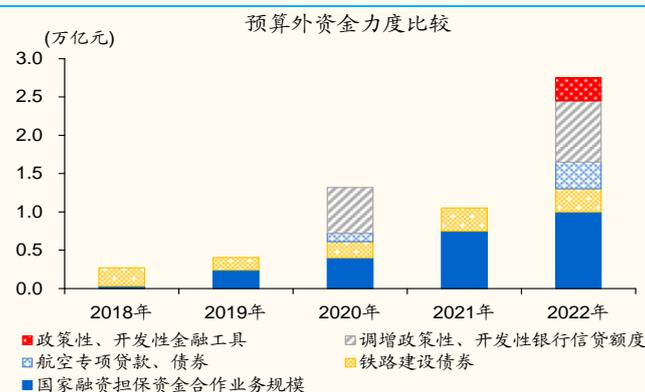
图表 13: 2022 年, 地方新增专项债多投向基建



来源: 财政部、国金证券研究所

除收支结构调整外, 今年地方首次预算调整与以往类似, 多为新增债务限额下达后的收支总量调整。当前完成首次预算调整的 36 个省市(包括计划单列市)主要是调增举债额度、进而对应调增收支总量。而近期准财政不断加码与政策不断鼓励地方“加快专项债使用”、“用足用好专项债务限额”等, 或意味着财政后续发力将更多借助预算外资金及专项债务限额。(详见《财政如何“续力”》)

图表 14: 2022 年预算外资金力度较大



来源: 财政部、政府网站、国家融资担保基金官网、国金证券研究所

图表 15: 近期, 政策鼓励发挥好专项债务作用

时间	会议/文件	主要内容
5月23日	国常会	今年专项债8月底前基本使用到位, 支持范围扩大到新型基础设施等。
6月2日	财政部召开支持稳住经济大盘工作专题新闻发布会	加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围... 将新基建、新能源项目纳入专项债券重点支持范围, 更好发挥稳增长、稳投资的积极作用。
6月29日	发改委召开扎实推进项目前期工作、加快推进重大项目建设电视电话会议	地方政府专项债券是当前稳投资的重要政策工具, 要落实好“资金跟着项目走”的工作机制... 加强专项债券项目前期工作... 确保专项债券发行后及时投入项目建设, 尽快形成实物工作量。
7月21日	国常会	政策性开发性金融工具、专项债等政策效能释放还有相当大空间, 并能撬动大量社会资金, 要以市场化方式用好... 加快专项债资金使用。
7月28日	中央政治局会议	用好地方政府专项债券资金, 支持地方政府用足用好专项债务限额。
7月29日	国常会	加快中央预算内投资项目实施, 督促地方加快专项债使用。

来源: 政府网站、国金证券研究所

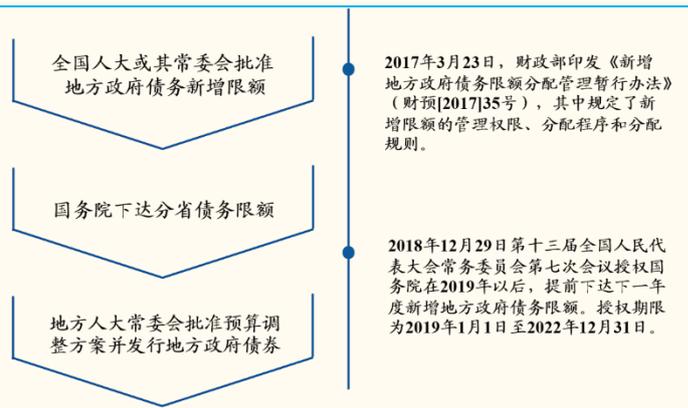
伴随财政收支压力加快凸显, 使用过往剩余限额或是专项债“加量”的潜在途径, 8月底至9月或是重要观察窗口期。目前披露的8月底全国人大常委会会议并未提及预算调整相关事项, 结合7月政治局会议“支持地方用足用好专项债限额”来看, 财政加力可能使用过往剩余限额。过往经验显示, 下次地方人大常委会会议或大多在9月下旬召开, 后续需关注会议是否审议使用过往专项债务剩余限额。

图表 16: 使用过往剩余限额需经同级人大常委会审批

地区	2021年本级限额(亿元)	上年结转(亿元)	2021年预算调整方案
吉林	622.3	126	2021年, 省级政府性基金预算专项债务收入289.6亿元中, 包含 <b>2020年结转的新增专项债务限额126亿元</b> , 其中省本级40亿元, 转贷市县86亿元。
甘肃	674	126	2021年, 在人大常委会批准的政府债务举债限额内, 全省发行政府债券 1255.8亿元, 其中新增专项债券800亿元, <b>含2020年未发行的支持化解中小银行风险专项债券126亿元</b> 。
河南	-	148.8	财政部下达我省 <b>2020年偿还建制县区试点存量债务的分配剩余限额为148.8亿元</b> , 其中专项债务限额53.6亿元。建议以各县区上报财政部债券需求为基础, 对于超出举债空间部分予以核减, 按比例调增至有空间的地区, 并结合审核情况确定分配额度。

来源: 各省财政厅、国金证券研究所

图表 17: 专项债限额提前发行或需经过全国人大审批



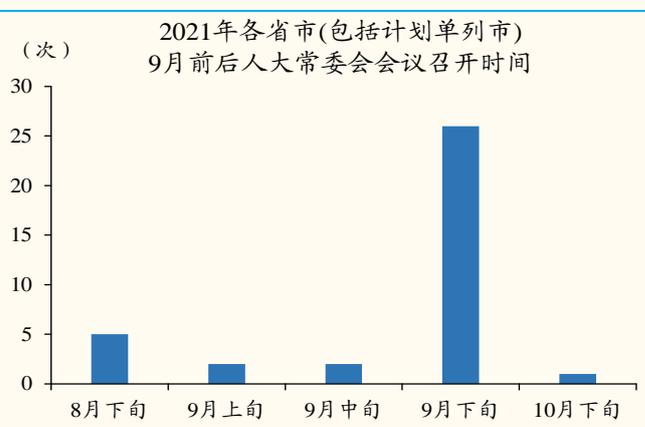
来源: 财政部、政府网站、国金证券研究所

图表 18: 地方最近人大常委会会议召开时间

地区	省市	最近人大常委会会议召开时间	地区	省市	最近人大常委会会议召开时间	
东部	青岛	6月22日	中部	江西	7月25日	
	深圳	6月22日		湖北	7月26日	
	厦门	6月29日		安徽	7月26日	
	上海	7月20日		湖南	7月25日	
	宁波	6月30日		河南	7月27日	
	广东	7月27日		山西	7月20日	
	北京	7月27日		西部	内蒙古	7月25日
	浙江	7月26日			宁夏	7月27日
	江苏	7月26日			广西	7月26日
	河北	7月26日			贵州	7月27日
海南	7月26日	新疆	7月29日			
天津	7月26日	青海	7月25日			
山东	7月26日	云南	7月26日			
福建	7月27日	四川	7月26日			
东北	黑龙江	6月22日	陕西		7月26日	
	大连	6月24日	甘肃		7月26日	
	辽宁	7月26日	重庆	7月20日		
	吉林	7月27日	西藏	7月21日		

来源: 各地政府网站、各地人大网、国金证券研究所

图表 19: 2021年地方9月前后人大常委会会议时间



来源: 各地政府网站、各地人大网、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- (1) 今年上半年, 全国已有 36 个省市(包括计划单列市)完成首次预算调整, 而中央未进行预算调整。过往经验显示, 地方预算调整主要缘于新增债务限额、转移支付下达等, 中央预算调整多缘于外部冲击影响。
- (2) 预算调整多为财政收支总量调整, 增加举债额度为主要收支总量调整类型。地方债务预算调整多为新增债务限额下达, 而中央债务预算调整多为国债、特别国债增发等。此外, 财政收支总量不变下, 财政收支结构调整也较为常见。
- (3) 与过往类似, 今年地方首次预算调整多为新增债务限额下达后的收支总量调整, 但伴随财政收支压力加快凸显, 使用过往剩余限额或是专项债“加量”的潜在途径, 8月底至9月或是重要观察窗口期。

**风险提示:**

- 1、**政策效果不及预期。**债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情潜在反复风险，对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、**疫情反复。**变异毒株加大防控难度，不排除疫情局部反复的可能。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402