

## 地方审计报告，透露的信息？

近期，多数省市披露的 2021 年财政审计报告，透露哪些问题，有何解决措施，及潜在影响？本文梳理，可供参考。

### ■ 一问：地方审计报告，透露哪些问题？专项债使用、政府债务管理等居多

近期，地方财政审计报告密集发布，披露财政预算管理、重要政策落实等审计情况。7月下旬至8月下旬，全国有 23 个省市公布了 2021 年审计报告，披露地方财政预算编制、执行、调整、决算等情况的审计，及重大政策措施落实跟踪情况；就相关问题，审计报告建议严格规范政府债务管理、加大政策落实力度等。

专项债使用、地方政府债务管理等方面，已逐步成为地方财政审计的重点。过去三年的审计报告显示，专项债问题被提及比例，由 2019 年的 70% 左右上升至 90% 左右；其中，项目准备不充分、资金被挤占挪用、扩大使用范围、超进度支出等问题较为普遍。同时，对地方政府债务管理的审计也明显加强，审计建议中提及防范风险、加强债务管理的比例由 2019 年的 29% 提升至 2021 年的 65%。

### ■ 二问：报告透露的问题，或如何解决？优化专项债分配、强化各类债务监管

为解决专项债相关问题，专项债额度分配进一步优化、项目审核和全流程监管等明显加强。2021 年起专项债额度分配实施“不撒胡椒面”，2022 年进一步实施“奖罚分明”，支出进度慢的地区将被扣减额度；同时，财政部开始对专项债项目申报、资金使用等实施全流程穿透式监管。财政部还与发改委合作，加强专项债券重点支持领域、负面清单管理，严格项目审核等，来提高专项债项目质量。

防范化解隐性债务持续推进，部分地区开展全域无隐性债务试点。在地方财政审计报告披露之前，今年财政部已通报十余起地方隐性债务问责案例，相关会议和政策等也反复强调不能新增隐性债务；在此背景下，城投平台带息债务增长已逐步放缓。同时，隐性债务化解在逐步推进，多省市发行特殊再融资券置换存量债务；广东、上海、北京等财政实力较强的地区进一步开展全域无隐性债务试点。

### ■ 三问：相关问题化解的影响？资金使用效率提高，但面临稳增长与债务平衡

伴随专项债管理优化等，专项债资金使用效率或有所改善；但疫情反复等，可能影响专项债资金落地节奏。部分地方审计报告显示，2021 年专项债闲置比例约 15% 左右、较 2020 年下降近 5 个百分点。今年额度向优质项目较多、债务压力较小的东部倾斜，东部地区实际支出进度也相对较快；但疫情反复、项目与资金不匹配等，导致上半年专项债资金整体落地偏慢，年中以来资金落地或在加快。

稳增长“加力”下，平衡稳增长与防范化解债务，需要挖掘项目、经济大省和“准财政”等潜力。隐性债务监管趋严下，地方稳增长能力与意愿下降，城投债“借新还旧”居多、公益性项目缺少外部融资等现象突出；土地收入下滑进一步掣肘了稳增长能力、加大债务压制。为此，加强项目储备和审批、加快成熟项目施工，鼓励有条件的省市主动作为，强化政策性银行资金支持等，成重要抓手。

**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：地方审计报告，透露哪些问题？	3
1.2、二问：报告透露的问题，或如何解决？	4
1.3、三问：相关问题化解，影响几何？	6
风险提示：	8

## 图表目录

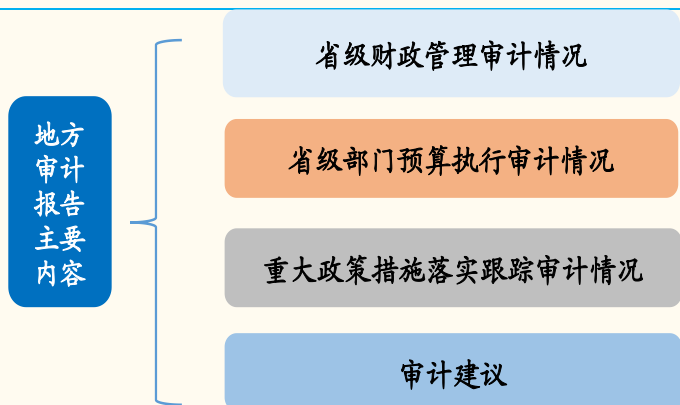
图表 1：地方审计报告主要内容	3
图表 2：截至 8 月下旬，多数省市公布财政审计报告	3
图表 3：地方审计报告中专项债管理问题占比提升	3
图表 4：地方审计报告建议中政府债务管理占比提升	3
图表 5：2021 年地方专项债管理主要存在的问题	4
图表 6：2021 年地方专项债管理存在的问题占比	4
图表 7：专项债额度分配“不撒胡椒面”	4
图表 8：财政部提出对专项债流程实行穿透式监管	4
图表 9：2022 年，专项债支持领域与负面清单明确	5
图表 10：2022 年，专项债项目前期审核趋严	5
图表 11：政策多次强调遏制隐性债务增长等	5
图表 12：多省市发行特殊再融资券置换存量债务	5
图表 13：2021 年，专项债资金闲置情况改善	6
图表 14：2022 年新增专项债更向东、中部倾斜	6
图表 15：上半年东部地区专项债支出进度普遍较快	6
图表 16：年中以来，地方多方面出台政策加快专项债使用	7
图表 17：部分地区调整专项债资金用途	7
图表 18：6 月以来，沥青开工率不断回升	7
图表 19：2021 年，城投债更多用于借新还旧	8
图表 20：2022 年，地方土地财政拖累明显	8
图表 21：各地出台政策加速专项债资金落地	8
图表 22：本轮稳增长，预算外资金力度明显提升	8

近期，多数省市披露的 2021 年财政审计报告，透露哪些问题，有何解决措施，及潜在影响？本文梳理，可供参考。

### 1.1、一问：地方审计报告，透露哪些问题？

近期，地方财政审计报告密集发布，披露财政预算管理、重要政策落实等审计情况。7月下旬至8月下旬，全国有 23 个省市公布了 2021 年审计报告，披露地方财政预算编制、执行、调整、决算等情况的审计，及重大政策措施落实跟踪情况等；根据相关问题，多省审计报告建议深化财政预算改革、严格规范政府债务管理、加大政策落实力度等。

图表 1：地方审计报告主要内容



图表 2：截至 8 月下旬，多数省市公布财政审计报告

地区	省份	公布日期	地区	省份	公布日期
东部	海南	7月26日	西部	四川	7月29日
	广东	7月27日		云南	7月29日
	山东	7月27日		重庆	7月29日
	浙江	7月27日		宁夏	8月4日
	安徽	7月29日		青海	8月15日
	北京	7月29日		甘肃	8月17日
	福建	8月5日		内蒙古	8月16日
	河北	8月10日		陕西	未公布
	江苏	8月12日		西藏	未公布
	天津	8月18日		新疆	未公布
东北	上海	未公布	广西	未公布	
	吉林	8月3日	贵州	未公布	
	辽宁	8月19日	湖南	7月28日	
	黑龙江	未公布	河南	7月31日	
			山西	8月1日	
			江西	8月4日	
		湖北	未公布		

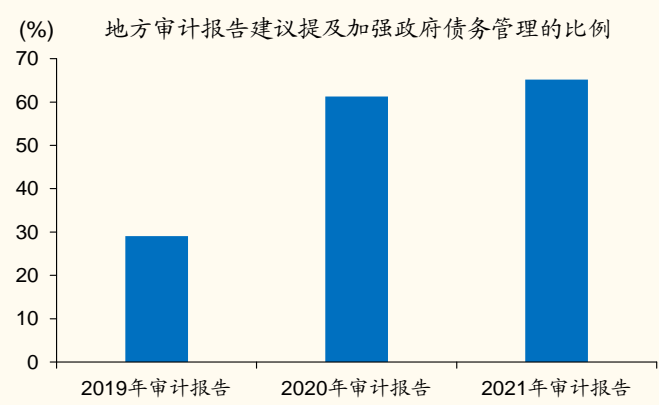
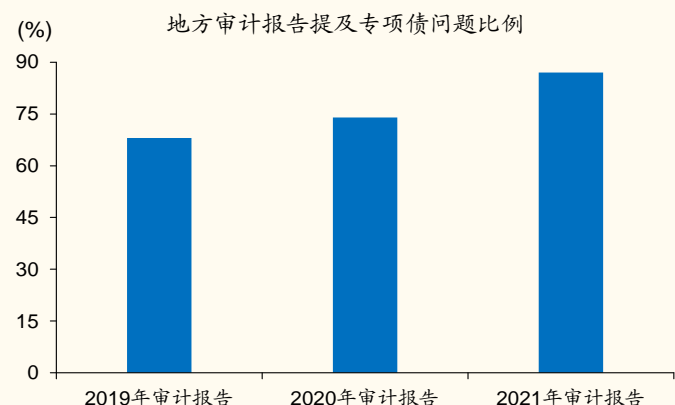
来源：各地政府网站、国金证券研究所

来源：各地政府网站、国金证券研究所

专项债使用、地方政府债务管理等方面，已逐步成为地方财政审计的重点。随着专项债对地方财政的重要性加强，专项债管理问题被审计报告提及比例逐年提升；过去三年的审计报告显示，专项债问题被提及比例由 2019 年的 68% 上升至 90% 左右。同时，地方政府债务管理审计也明显加强，审计建议中提及防范风险、加强债务管理的比例由 2019 年的 29% 提升至 2021 年的 65%。

图表 3：地方审计报告中专项债管理问题占比提升

图表 4：地方审计报告建议中政府债务管理占比提升



来源：各地政府网站、国金证券研究所

来源：各地政府网站、国金证券研究所

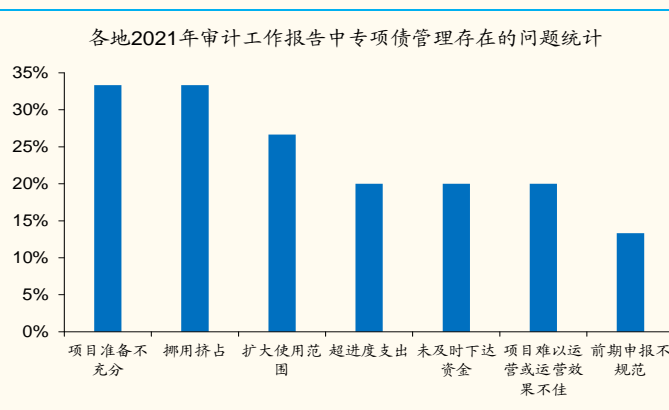
专项债管理问题主要在于专项债申报、使用不规范，支出缓慢及投向的项目难以收支平衡等。据地方 2021 年审计报告披露，专项债管理中存在的问题主要有，项目申报不规范、准备不充分，超进度支付工程款，挪用挤占、扩大使用范围，及项目难以运营或运营效果不佳等四类问题；其中，项目准备不充分、挤占挪用等问题较为普遍，近三分之一省市专项债管理存在该问题。

图表 5：2021 年地方专项债管理主要存在的问题

专项债存在问题类型	案例省份	相关内容
专项债项目申报不规范，项目准备不充分	安徽	截至2021年10月底，因项目谋划不到位、准备不充分等原因，2个市1个区部分资金闲置在项目单位1年以上。
	广东	有15个2021年专项债券项目截至2022年2月的资金支出进度低于30%，涉及债券资金7.76亿元。
超进度支付工程款	山东	对2021年度全省政府专项债券管理使用情况按季度开展审计，发现有部分债券资金超进度支付工程款问题。
	河北	个别市、县存在未及时下达、超进度支付专项债券资金问题，涉及资金2821.58万元。
专项债使用不规范，存在违规出借、挤占挪用、扩大使用范围	四川	部分市县存在扩大范围使用、超进度拨付债券资金等16.06亿元的问题。
	河南	宝丰等14个市县存在挤占挪用专项债券资金33.91亿元的问题。
部分专项债项目未及时投入运营，或运营效果不佳	江苏	3个市有30个专项债券项目2021年实际收益合计2.73亿元，远小于资金平衡方案中的预期收益14.24亿元。
	山东	2个市3个县（区）的11个项目预期收益、投入计划与实际差距较大，项目偿债压力较大。

来源：各地政府网站、国金证券研究所

图表 6：2021 年地方专项债管理存在的问题占比



来源：Wind、财政部、国金证券研究所

## 1.2、二问：报告透露的问题，或如何解决？

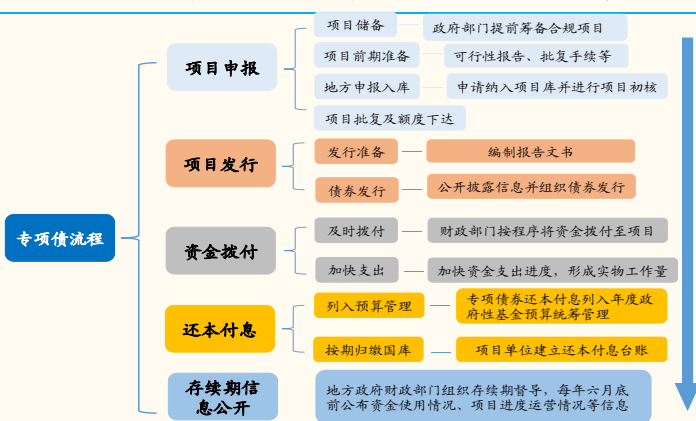
为解决专项债相关问题，专项债额度分配进一步优化、项目审核和全流程监管等明显加强。2021 年起，专项债额度就已向国家重大战略项目较多的地区“适当倾斜”；2022 年“不撒胡椒面”更加明确，专项债额度向“项目储备足的地区倾斜”，并“奖罚分明”对支出进度慢的地区扣减额度。除了额度分配机制的加强，2021 年起财政部也提出对专项债项目的准备、建设、运营及收入情况实施穿透式监管。

图表 7：专项债额度分配“不撒胡椒面”

时间	文件/会议	主要内容
2021/3	《关于梳理2021年新增专项债券项目资金需求的通知》	既要考虑地方项目资金需求，对 <b>国家重大战略项目多的地区适当倾斜</b> ，也要充分考虑各地财力债务风险水平，避免单个地区债务规模过度增加风险水平急剧上升，避免高风险地区持续累积风险。
2021/6	《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》	将专项债券项目资金绩效管理结果作为专项债券额度分配的重要测算因素，并与有关管理措施和政策试点等挂钩。
2021/12	国务院政策例行吹风会	注意防范风险，额度要 <b>重点向债务风险较低的地区倾斜</b> ，在严格落实风险防范措施的前提下，综合考虑高风险地区的情况合理安排额度。
2022/3	国常会	抓紧下达剩余专项债额度， <b>向偿债能力强、项目多储备足的地区倾斜</b> 。
2022/4	国务院政策例行吹风会	① <b>向财政实力强、债务风险低的省份倾斜</b> 。②坚持“资金跟着项目走”，对 <b>成熟和重点项目多</b> 的地区予以倾斜。③“ <b>奖罚分明</b> ”，对违反财经纪律和资金使用进度慢的地区扣减额度，对管理好、使用快的地区予以适当奖励。
2022/8	经济大省政府主要负责人经济形势座谈会	要依法盘活债务限额空间，并用好已发行的地方专项债和政策性开发性金融工具， <b>符合条件项目越多</b> 的地方得到的资金要越多。

来源：政府网站、财政部、国金证券研究所

图表 8：财政部提出对专项债流程实行穿透式监管



来源：政府网站、财政部、国金证券研究所

同时，财政部还与发改委合作，加强专项债券重点支持领域、负面清单管理，严格项目审核等，来提高专项债项目质量。2022年，财政部进一步明确了专项债支持领域与负面清单；支持范围在原有的交通基础设施、能源等九大领域的基础上新增新基建与新能源项目，负面清单也进一步细化，明确指出债务风险较高地区不得将专项债投向非必需的建设项。专项债项目前期审批亦有加强，相较2021年专项债项目资金申请通知，2022年的通知明确强调要“强化审核把关”，在项目的合规性、成熟度及融资方案等方面加强审核。

图表 9：2022 年，专项债支持领域与负面清单明确

时间	专项债支持领域	专项债负面清单
2019年	重点用交通基础设施，能源项目，生态环保项目，民生服务，市政和产业园区基础设施。	不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。
2020年	重点用于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等 <b>七大领域</b> 。	不得用于经常性支出，严禁用于发放工资、单位运行经费、发放养老金、支付利息等，严禁用于商业化运作的产业项目、企业补贴等。同时，坚持不安排土地储备项目、不安排产业项目、不安排房地产相关项目。
2021年	重点用于交通基础设施，能源项目、农林水利、生态环保项目、社会事业、城乡冷链物流设施，市政和产业园区基础设施，国家重大战略项目，保障性安居工程等 <b>九大领域</b> 。	不安排用于租赁住房建设以外的土地储备项目，不安排一般房地产项目，不安排产业项目。
2022年	在九大领域基础之上，将 <b>新型基础设施、新能源</b> 项目纳入重点专项债支持范围。	①在全国范围内严禁将专项债券用于各类楼堂馆所，形象工程，政绩工程，以及各类非公益性资本支出项目。 ②在高风险地区，债务风险指标相对高的地区，明确不得将专项债券用于非必需的建设项。

来源：财政部、政府网站、国金证券研究所

图表 10：2022 年，专项债项目前期审核趋严

时间	《关于梳理2021年新增专项债券项目资金需求的通知》	《关于申报2022年新增专项债券项目资金需求的通知》
立项环节	省级发展改革部门要抓紧梳理提出项目清单；省级财政部门要对项目清单审核提出专项债券项目资金需求...	<b>加强协调配合。健全专项债券项目安排协调机制。</b> 省级财政和发展改革部门 <b>要充分沟通协商</b> 。发展改革部门要抓紧提出项目清单；财政部门要对项目清单审核提出专项债券项目资金需求...
审核环节	<b>坚持合规审核。</b> 必须用于有一定收益的重大项目，融资规模要与项目收益相平衡，要做好项目前期准备，履行各项审批程序，决不能一哄而上、片面追求投资规模不顾项目合规管理。	<b>强化审核把关，强化储备项目合规性、成熟度和融资方案的审核把关...</b> 进一步指导地方强化项目前期工作， <b>深化项目可行性研究，加快履行项目审批程序，严禁包装项目</b> ，包括虚增或夸大项目收入收益、虚列已通过审批事项等， <b>决不片面追求项目数量、忽视项目质量</b> ，从源头解决“钱等项目”问题。

来源：财政部、发改委、国金证券研究所

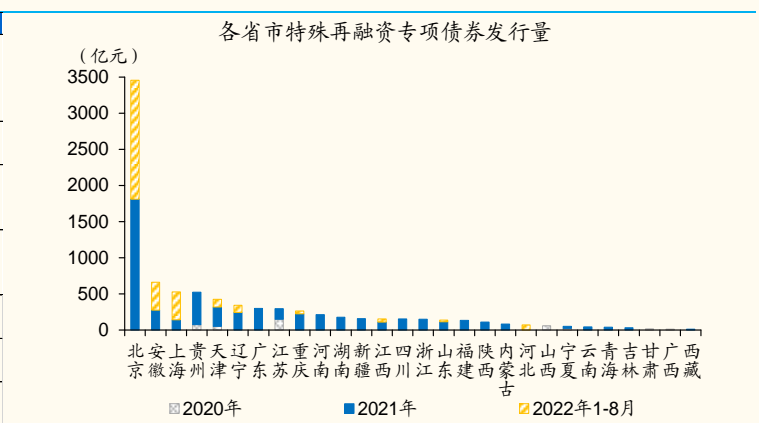
防范化解隐性债务持续推进，部分地区开展全域无隐性债务试点。在地方财政审计报告披露之前，今年财政部已通报十余起地方隐性债务问责案例<sup>1</sup>，相关会议和政策等也反复强调不能新增隐性债务；在此背景下，城投平台带息债务增长已逐步放缓。同时，隐性债务化解在逐步推进，多省市发行特殊再融资券置换存量债务；广东、上海、北京等财政实力较强的地区则进一步开展全域无隐性债务试点。

图表 11：政策多次强调遏制隐性债务增长等

类型	时间	文件/会议	主要内容
遏制新增隐性债务	2021/12	国务院政策例行吹风会	①完善常态化监测机制。②坚决遏制隐性债务增量... 决不允许新增隐性债务上新项目、铺新摊子。③稳妥化解隐性债务存量。④推动平台公司市场化转型。⑤健全监督问责机制。
	2022/3	政府工作报告	有序推进地方政府债务风险防范化解，稳妥处置重大金融风险事件。
	2022/5	《关于银行业保险业支持城市建设和治理的指导意见》	坚决遏制新增地方政府隐性债务，严禁银行保险机构配合地方政府通过新增隐性债务上新项目、铺新摊子
	2022/6	《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》	加强地方政府债务管理，落实省级政府责任...通过增收节支、变现资产等方式化解债务风险...
加速化解存量债务	2021/10	广东省政府常务会议	广东省全域无隐性债务试点工作正式启动，依法依规全面清理存量隐性债务，确保按期完成试点任务。
	2022/10	上海市政府常务会议	听取“全域无隐性债务”试点工作推进情况汇报。经国务院批准，正式启动“全域无隐性债务”试点工作。
	2022/5	北京市人大常委会会议	加强政府债务全流程管理，推进全域无隐性债务试点工作，防范化解政府债务风险。

来源：政府网站、财政部、各地政府网站、国金证券研究所

图表 12：多省市发行特殊再融资券置换存量债务



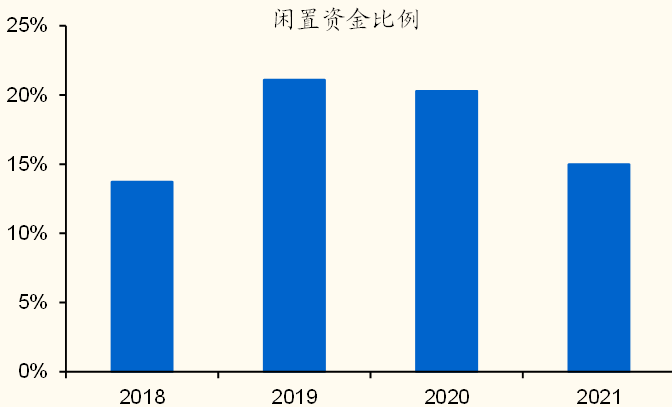
来源：Wind、国金证券研究所

<sup>1</sup> [http://jdjc.mof.gov.cn/jianchagonggao/202205/t20220518\\_3811312.htm](http://jdjc.mof.gov.cn/jianchagonggao/202205/t20220518_3811312.htm)  
[http://jdjc.mof.gov.cn/jianchagonggao/202207/t20220729\\_3830829.htm](http://jdjc.mof.gov.cn/jianchagonggao/202207/t20220729_3830829.htm)

### 1.3、三问：相关问题化解，影响几何？

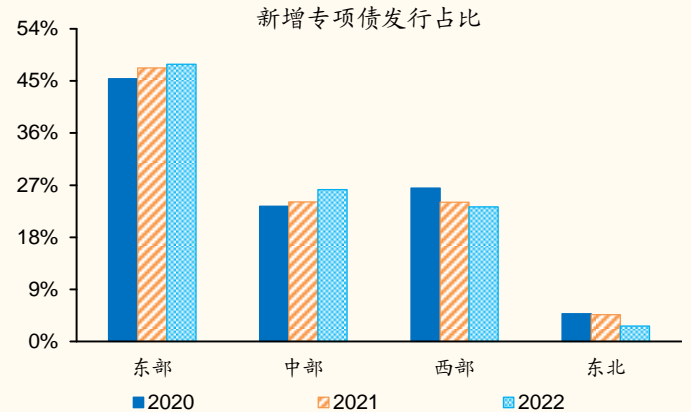
伴随专项债管理优化等，专项债资金使用效率或有所改善；但疫情反复等，可能影响专项债资金落地节奏。部分地方审计报告显示，2021年专项债闲置比例约15%左右、较2020年下降近5个百分点。今年新增专项债向优质项目较多、债务压力较小的东部倾斜，且东部地区实际支出进度相对较快；但疫情反复、项目与资金不匹配等，导致上半年专项债资金整体落地偏慢。

图表 13：2021 年，专项债资金闲置情况改善



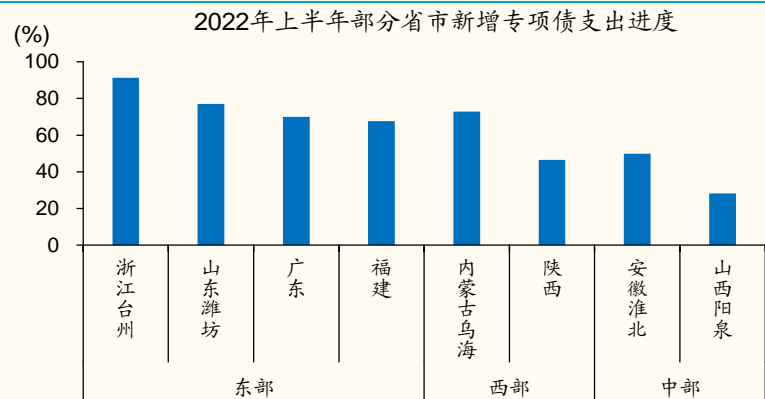
来源：各地政府网站、国金证券研究所

图表 14：2022 年新增专项债更向东、中部倾斜



来源：中国债券信息网、国金证券研究所

图表 15：上半年东部地区专项债支出进度普遍较快



来源：各地政府网站、国金证券研究所

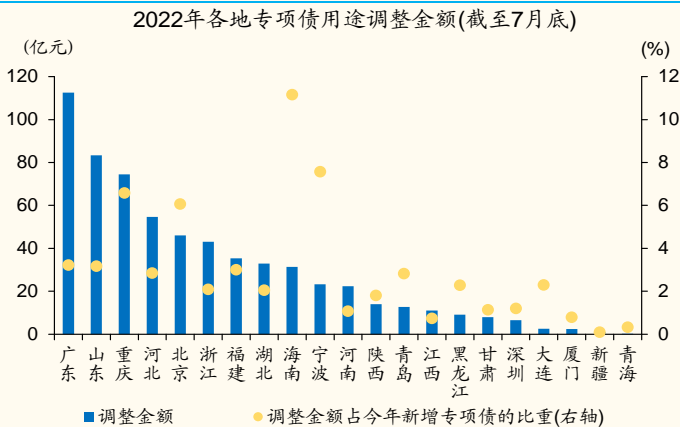
年中以来，政策在项目、资金及二者协调机制等方面进一步加码，从而推动专项债资金加速落地。专项债资金前置放量下，各地也通过加强项目储备，建立支出进度预警通报与项目安排协调机制，及调整资金用途等方式提升专项债资金支出进度。资金加速落地下，稳增长微观落地的效果已逐步显现；反映基建活动的沥青开工率，自 6 月下旬以来亦持续回升，8 月第四周达 40.2%，相较 6 月第二周的提升近 14 个百分点。

图表 16: 年中以来, 地方多方面出台政策加快专项债使用

类型	省份	时间	主要内容
强化资金与项目协调机制	湖南	2022/6	专项债券发行后, 加快项目建设, <b>及时拨付使用资金</b> , 形成有效投资。
	山东	2022/6	已 <b>建立专项债券项目安排协调机制</b> , 紧盯发行、开工、支付等三个环节, 按月通报项目开工、资金使用情况, 加快项目建设和资金使用进度。
	山西	2022/6	<b>缩短专项债券资金拨付时间</b> , 从原来的5个工作日缩短到2个工作日, 同时加大专项债调整频次, 6月、7月、8月一月一调整, 资金使用慢的要及时调出, 资金花得快且还有需求的, 要调增安排专项债券资金。
加强资金端支出、回收管理	甘肃	2022/6	省财政厅建立 <b>专项债券支出进度预警和闲置资金超期收回机制</b> , 督促各市州切实加快专项债券支出进度, 提高资金使用效益。
	安徽	2022/7	完善专项债券 <b>支出进度通报预警机制</b> , 落实专项债券项目资金绩效管理办法, 推动专项债券资金快使用、显实效。
	广东	2022/7	推动项目储备与年度预算编制、政府投资年度计划相衔接... <b>实行债券闲置资金及时调整, 对使用管理不佳的地市调整收回额度</b> 。
加强项目储备及建设监管	陕西	2022/7	加快项目实施和资金支出, 抓紧形成实物工作量, 同时组织市县提早谋划储备项目、做实项目前期准备, 建立完善专项债券项目成熟一批、发行一批、使用一批、建设一批的 <b>常态化项目动态储备机制</b> 。
	河南	2022/7	<b>建立专项债券项目储备常态化、项目建设和资金支出月调度</b> 、使用管理督导核查三项制度, 切实加快专项债券发行使用。
	福建	2022/8	<b>建立滚动连续的常态化专项债券项目储备机制</b> , 协同有关部门和地区提早做好项目储备, 优先将符合条件的新型基础设施、新能源领域的政府投资项目纳入储备项目范围。

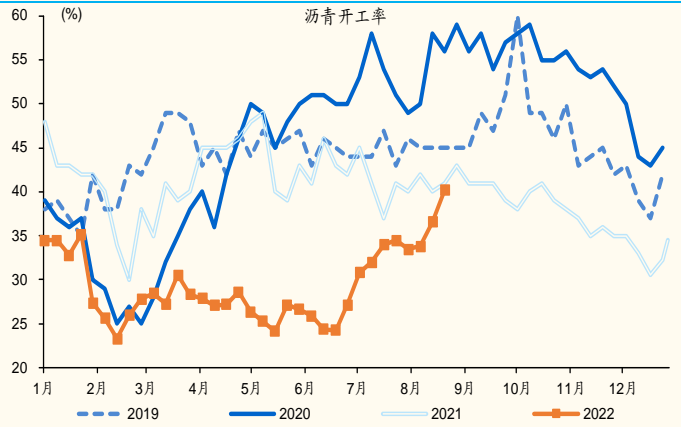
来源: 各地政府网站、国金证券研究所

图表 17: 部分地区调整专项债资金用途



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

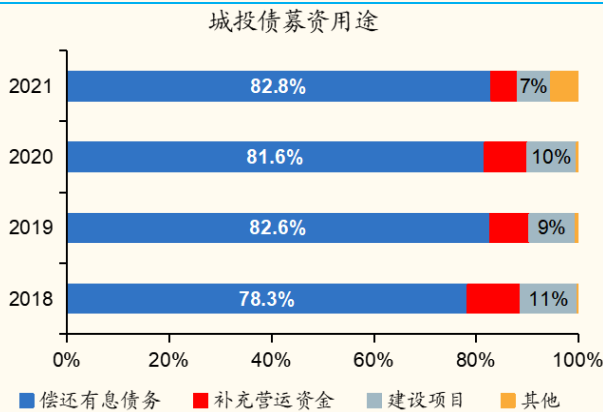
图表 18: 6月以来, 沥青开工率不断回升



来源: Wind、国金证券研究所

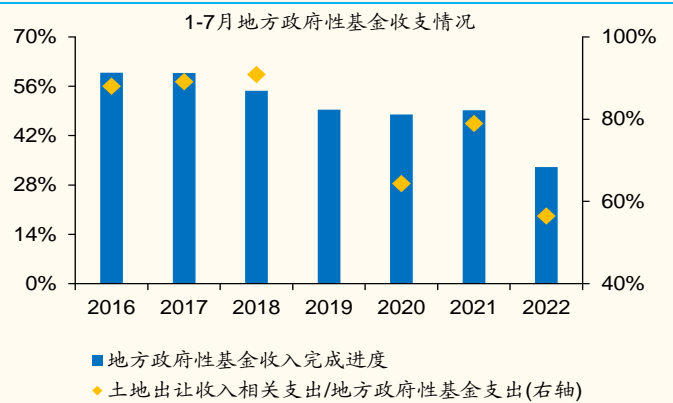
稳增长“加力”下, 平衡稳增长与防范化解债务, 需要挖掘项目、经济大省和“准财政”等潜力。隐性债务监管趋严下, 地方稳增长能力与意愿下降, 城投债“借新还旧”居多、公益性项目缺少外部融资等现象突出; 土地收入大幅下滑等, 进一步掣肘了稳增长能力、加大债务压制。为此, 加强项目储备和审批、加快成熟项目施工, 鼓励有条件的省市主动作为, 强化政策性开发性银行资金支持等, 成为稳增长的重要抓手。

图表 19: 2021 年, 城投债更多用于借新还旧



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 2022 年, 地方土地财政拖累明显



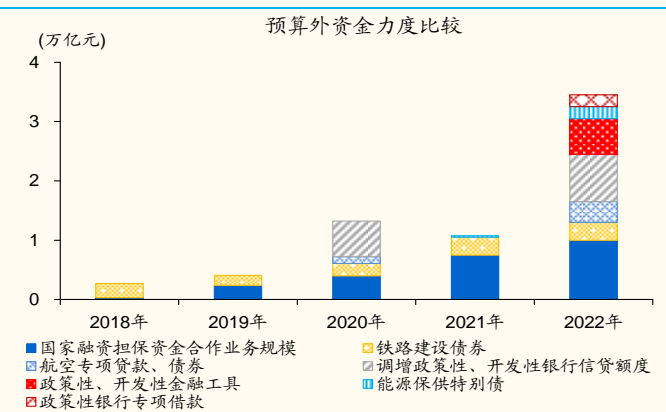
来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 各地出台政策加速专项债资金落地

类型	省份	时间	主要内容
强化资金与项目 协调机制	湖南	2022/6	专项债券发行后, 加快项目建设, 及时拨付使用资金, 形成有效投资。
	山东	2022/6	已建立专项债券项目安排协调机制, 紧盯发行、开工、支付三个环节, 按月通报项目开工、资金使用情况, 加快项目建设和资金使用进度。
	山西	2022/6	缩短专项债券拨付时间, 从原来的5个工作日缩短到2个工作日, 同时加大专项债调整频次, 6月、7月、8月一月一调整, 资金使用慢的要及时调出, 资金花得快且还有需求的, 要调增安排专项债券资金。
加强资金端支出、 回收管理	甘肃	2022/6	省财政厅建立专项债券支出进度预警和闲置资金超期收回机制, 督促各市州切实加快专项债券支出进度, 提高资金使用效益。
	安徽	2022/7	完善专项债券支出进度通报预警机制, 落实专项债券项目资金绩效管理办法, 推动专项债券资金快使用、显实效。
	广东	2022/7	推动项目储备与年度预算编制、政府投资年度计划相衔接... 实行债券闲置资金及时调整, 对使用管理不佳的地市调整收回额度。
加强项目储备及 建设监管	陕西	2022/7	加快项目实施和资金支出, 抓紧形成实物工作量, 同时组织市县提早谋划储备项目, 做实项目前期准备, 建立完善专项债券项目成熟一批, 发行一批, 使用一批, 建设一批的常态化项目动态储备机制。
	河南	2022/7	建立专项债券项目储备常态化, 项目建设和资金支出月调度, 使用管理督导检查三项制度, 切实加快专项债券发行使用。
	福建	2022/8	建立滚动连续的常态化专项债券项目储备机制, 协同有关部门和地区提早做好项目储备, 优先将符合条件的新型基础设施、新能源领域的政府投资项目纳入储备项目范围。

来源: 各地政府网站、国金证券研究所

图表 22: 本轮稳增长, 预算外资金力度明显提升



来源: 财政部、政府网站、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- (1) 7月下旬至8月下旬, 全国有23个省市公布了2021年审计报告, 披露地方财政预算管理, 及重大政策措施落实跟踪情况。其中, 专项债使用、地方政府债务管理等方面, 已逐步成为地方财政审计的重点。
- (2) 为解决专项债相关问题, 专项债额度分配进一步优化、项目审核和全流程监管等明显加强。针对地方政府债务管理相关问题, 地方隐性债务监管趋严、防范化解隐性债务持续推进, 且部分地区开展全域无隐性债务试点。
- (3) 伴随专项债管理优化等, 专项债资金使用效率或有所改善; 但疫情反复等, 或影响专项债落地节奏。年中以来, 政策加码推动专项债落地。稳增长加力下, 平衡稳增长与防范化解债务, 或需挖掘项目、经济大省和准财政等潜力。

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