



宏观研究

# 【粤开宏观】从土地财政到股权财政：实质、可行性与建议

2023年06月20日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001  
电话：13681810367  
邮箱：

## 近期报告

《【粤开宏观】粤港澳大湾区战略：建设“五力”湾区》2023-06-08

《【粤开宏观】5月物价数据及当前经济形势点评》2023-06-09

《【粤开宏观】降息预期兑现》2023-06-13

《【粤开宏观】5月经济进一步放缓，稳增长迫在眉睫》2023-06-15

《【粤开宏观】5月财政数据的四大特点与财政稳增长的五大手段》2023-06-18

## 引言

在房地产下行、“土地财政”难以为继的背景下，寻找新的财政收入增长点、弥补财政资金缺口成为地方政府迫在眉睫的问题，“股权财政”受到众多经济学家和财政人士的关注和讨论。何为股权财政？我国是否存在股权财政？股权财政的实质是什么？有哪些成功案例？在实践中有哪些问题？如何破局？本文着重回答以上问题。

## 摘要

### 一、市场希望“股权财政”能够接替土地财政成为政府收入新的增长点

近年来随着宏观经济持续下行、政府主动作为减税降费退税，宏观税负持续下行、财政汲取能力下降，财政收支矛盾持续凸显、紧平衡成为常态。以一般公共预算收入/GDP衡量的宏观税负在2015年见顶，从2015年22.1%下降到2022年的16.8%，目前相当于2005年的水平。

同时，“土地财政”是地方政府筹集资金的重要渠道，但随着城镇化进程放缓、人口老龄化加速、少子化现象加剧导致房地产市场低迷、土地财政收入持续削减。2022年国有土地使用权出让收入为66854亿元，较上年下降超2万亿元，下降23.3%，土地出让收入占GDP的比重在2022年为5.5%，分别较2020和2021年下降2.8和1.9个百分点。

### 二、关于股权财政的三点认知：何谓股权财政？是否已存在股权财政？

一是近期市场关于“股权财政”的提法并未有明确、清晰的概念，不严谨、不规范，政府筹集财政收入天然有凭借政治权力和产权两种方式，前者是税收，后者从产权和股权的角度包括国有资本经营预算、土地出让收入等。这种提法容易引发公众对政府权力过度干预市场的认知和预期。

其一，有观点认为“股权财政”是依靠提高国有资产的收益率带来的财政收入增加。2021年，全国国有企业（不含金融业）资产总额308.3万亿元，若提高总资产收益率一个百分点，则可产生超3万亿元的收益，弥补土地财政减少带来的收入缺口。但实际上，2021年国有企业总资产收益率为1.5%，提高一个百分点意味着利润总额增长三分之二，短期内难以实现。

其二，有观点认为“股权财政”是发挥国有资本的引领和带动作用，吸引社会资本参与投资具有核心竞争力的高新产业，实际上部分地方政府已经这样操作很多年了。这种认知忽略了国有资本经营预算、土地出让收入的实质就是政府的产权收入，就是股权财政。进入21世纪后，政府希望解决创投企业股权融资市场失灵问题，又不希望以传统直接财政补贴的形式耗费大量财政资金，政府引导基金模式应运而生。根据私募通数据，截至2023年第一季度，我国共设立2126支政府引导基金，目标规模12.9万亿元，已认缴规模约6.6万亿元。



二是“股权财政”一直存在，市场讨论的“股权财政”实际上是想表达从“以地引资”的模式过渡到“政府引导基金重塑税基”。发挥国有资本的引领作用和放大功能，吸引社会资本参与投资具有核心竞争力的高新产业，重塑税基和产业结构，增强税收与经济的同步性。

三是所谓“股权财政”即“政府引导基金重塑税基”，短期内无法取代土地财政。从收入体量来看，2022年全国国有土地使用权出让收入66854亿元，即使较上年减少超两万亿元，仍相当于一般公共预算收入的61.4%；国有资本经营预算收入5689亿元，与土地出让收入相去甚远。同时“土地财政”不仅仅指政府性基金预算中的土地出让收入，还包括房地产贡献的相关税收。2021年土地财政贡献财税收入占全国财税收入近四成，占地方政府的一半以上。从对经济的拉动来看，土地财政与房地产业相伴相生，作为国民经济的重要支柱，2022年房地产业增加值接近7.4万亿元，占GDP的比重达到6.1%。同时，房地产业还间接带动了建材、家具等制造业以及金融、商务服务等第三产业。从实践难易来看，“土地财政”模式相对成熟，而地方政府主导的股权投资存在优质项目稀缺、专业管理人才缺乏、投资限制较多等问题，实际收益率较低甚至为负。同时，为了吸引社会资本进入，政府往往在募资阶段承诺最低收益，导致地方隐性债务问题。

### 三、政府股权投资并“重塑税基”存在的问题

当前各级政府高度重视资本招商、基金招商，在实践层面，财政通过股权投资带动经济发展、产业升级的案例并不罕见，典型的如合肥模式、深圳模式和苏州模式，但大多数产业引导基金存在一些投不准、不敢投、效益低等问题，亟待破局。

**一是募资困境，前期隐性担保问题遗留，资管新规后社会资本缺位。**政府为吸引社会资本进入的理念，通过直接让利和优先回购来满足银行、保险等金融机构的风险收益需求。这种地方政府直接背书，对未来的基金份额回购资金来源做出连带担保的承诺，增加了地方的隐性债务。资管新规后，银行、非银机构投资受限，导致社会资本募资不足。

**二是投资困境，投资限制较为严苛，实际执行或流于形式。**政府引导基金的核心诉求在于促进地方产业发展，因此政府引导基金在投资地区与领域都有较为严格的限制，最为常见的是通过设置返投比例限制引导基金的投资与本地区的投资额。

**三是绩效评价困境，管理人不敢大胆投资，资金沉睡问题突出，偏离政策目标；股权投资的高风险与国有资产保值增值目标的天然矛盾难以解决。**政府性引导基金虽不以营利为目的，但也不能容忍大幅亏损。因此大部分政府引导基金实际投资于成熟期等偏后期项目，或直接购买理财产品，甚至直接闲置，没有达到促进创新创业企业、引导产业结构升级的政策目标。

### 四、如何破局？

**一是实现社会资本来源从传统到新型、从境内到境外的多元化发展。**引导基金的募资对象可转向PE/VC投资机构、主权财富基金、高净值个人等风险承担能力与投资项目更匹配的投资主体。同时，募集资金的范围也不应局限于国内，在金融大开放的背景下，引导基金可以尝试与境外金融机构联合设立基金，广泛吸收海外资本，再返投于国内。

**二是适当放宽返投比例、注册地限制等诸多限制，逐步放权给市场。**实践证



明，政府对引导基金设置的种种限制难以达到促进本地区产业发展的初衷，反而产生无法吸引优秀基金管理人、扭曲管理人投资动作、基金运营效率低下等问题。

**三是落实尽职尽责容错机制，充分发挥基金管理人的主观能动性。**为了让基金管理人敢于按照真实的意愿进行投资，引导基金必须完善容错机制。一方面，对已尽职履行的投资决策因不可抗力、政策变动等因素造成的投资损失，不追究受托管理机构责任。另一方面，按照引导基金投资规律和市场化原则进行综合绩效评价，不对单支子基金或单个项目的盈亏进行考核。

**风险提示：**土地出让收入持续下行、稳增长政策不及预期



## 目 录

一、股权财政？“土地财政”尽头的呐喊 .....	5
二、股权财政的三点认知.....	6
（一）“股权财政”是新提法，不是新实践.....	6
（二）股权财政短期内无法取代土地财政 .....	7
（三）所谓“股权财政”的本质在于推动经济转型，从以地引资的模式转向“基金招商”和“重塑税基” .....	8
三、股权财政如何破局？ .....	9
（一）成功案例极简概括：合肥模式、深圳模式、苏州模式 .....	9
（二）存在的问题 .....	10
（三）如何破局.....	10

## 图表目录

图表 1： 2000 年以来，一般公共预算收入占 GDP 比重的变化.....	5
图表 2： 2010 年以来，土地出让收入占 GDP 比重的变化.....	6
图表 3： 不同属性上市公司总资产收益率（ROA）中位数变化趋势.....	7
图表 4： 历年政府引导基金设立情况 .....	7
图表 5： 2010 年以来，全国及地方土地财政依赖度.....	8



## 一、股权财政？“土地财政”尽头的呐喊

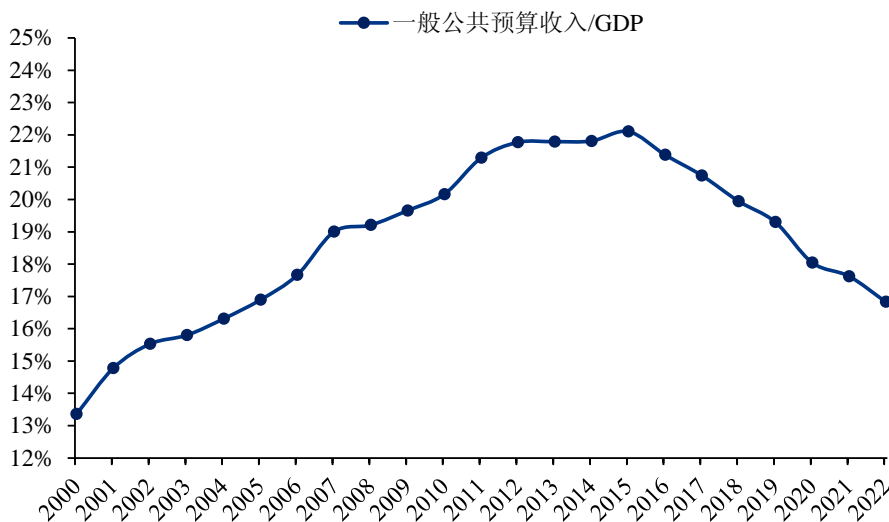
从权利来源来看，政府获得收入的方式主要有两种：

一是税收，即政府为满足社会公众的需要，凭借政治权力，按照法律规定强制地、无偿地获取财政收入的一种方式。近年来随着宏观经济持续下行、政府主动作为减税降费退税，宏观税负持续下行、财政汲取能力下降，财政收支矛盾持续凸显、紧平衡成为常态，地方政府尤其是部分基层政府重回“吃饭财政”。2022 年税收收入 166614 亿元，占一般公共预算收入的 81.8%，为 1994 年分税制改革实施以来的较低水平；税收增速为 -3.5%，为 1969 年以来即半个多世纪以来的较低增速。以一般公共预算收入/GDP 衡量的宏观税负在 2015 年见顶，从 2015 年 22.1% 下降到 2022 年的 16.8%，相当于 2005 年的水平，2020-2022 年分别下降 1.3、0.4 和 0.8 个百分点，下降速度较快。

二是产权收入，即政府以产权所有人身份、凭借其所拥有的土地、国有资产、国有资源等获取收入的方式，主要体现在政府性基金预算中的国有土地使用权出让收入和国有资本经营预算收入。“土地财政”是地方政府筹集资金的重要渠道，但随着城镇化进程放缓、人口老龄化加速、少子化现象加剧导致房地产市场低迷、土地财政收入持续削减。2022 年国有土地使用权出让收入为 66854 亿元，较上年下降超 2 万亿元，下降 23.3%，土地出让收入占 GDP 的比重在 2022 年为 5.5%，分别较 2020 和 2021 年下降 2.8 和 1.9 个百分点。相较而言，国有资本经营预算收入规模较小，2022 年为 5689 亿元，占 GDP 比重仅为 0.5%。

在房地产下行、“土地财政”难以为继的背景下，寻找新的财政收入增长点、弥补财政资金缺口成为地方政府迫在眉睫的问题，“股权财政”受到众多经济学家和财政人士的关注和讨论，希望国有资本和国有资源能在国家财政中发挥更大的作用。

图表1：2000 年以来，一般公共预算收入占 GDP 比重的变化



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表2：2010年以来，土地出让收入占GDP比重的变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

## 二、股权财政的三点认知

### （一）“股权财政”是新提法，不是新实践

“股权财政”是指政府凭借产权所有者人和出资人身份从国有资产使用中获得收入，对应的是“土地财政”，市场对其讨论越来越多，但尚未有一个明确、清晰的概念。实际上，这是一种不严谨的提法，容易引发公众对政府权利过渡干预市场的认知和预期，且在实践中早已有之。

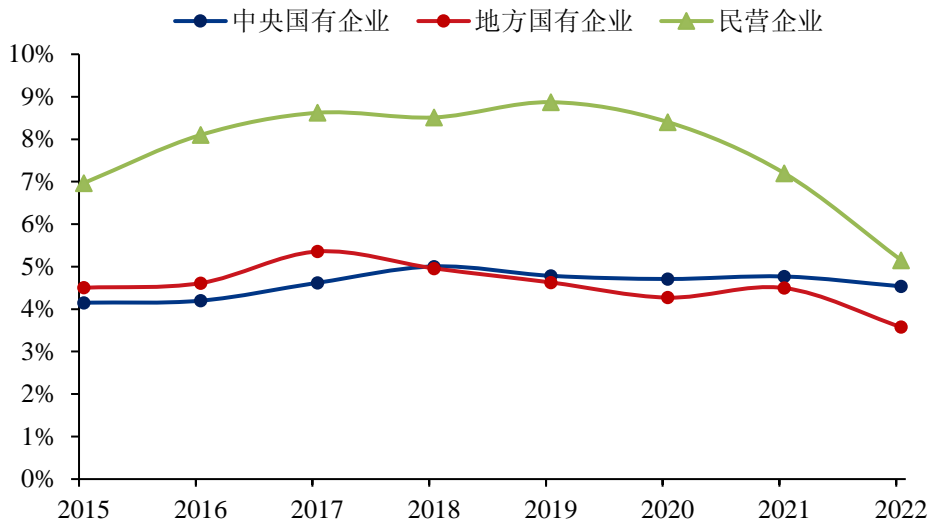
一方面，部分观点认为“股权财政”是提高国有资产的收益率。根据《国务院关于2021年度国有资产管理情况的综合报告》，2021年，全国国有企业（不含金融业）资产总额308.3万亿元、负债总额197.9万亿元、国有资本权益86.9万亿元。有专家通过简单的测算指出，通过提质增效、提高国资总资产收益率一个百分点，则可产生超3万亿元的收益，弥补土地财政减少带来的收入缺口。但实际情况是，财政部资产管理司数据显示，2021年国有企业利润总额为43148.2亿元，据此计算的国有企业总资产收益率为1.5%，提高一个百分点意味着利润总额增长三分之二，实现难度较大。从上市公司来看，由于国企大多涉足重资产行业、公用事业等，其盈利能力长期低于民营企业。提高国有企业利润率一直在推进中，但这是一个中长期课题，短期内难以迅速见效。

另一方面，部分观点认为“股权财政”即发挥国有资本的引领和带动作用，吸引社会资本参与投资具有核心竞争力的高新产业、国有资本实现保值增值，在实施资本市场有序退出后，投向下一个产业，实现良性循环。简而言之，政府将原项目中的财政拨款补助变为投资和股权，即“拨改投”，实际地方政府已经这样操作很多年了。进入21世纪后，政府希望解决创投企业股权融资市场失灵问题，又不希望以传统直接财政补贴的形式耗费大量财政资金，政府引导基金模式应运而生。自2002年以来，我国第一支真正意义上的政府引导基金——中关村创业引导基金成立以来，政府引导基金已经从初步探索、规范发展，走到目前的精耕细作阶段。在财政资金紧张和经济结构转型升级背景下，各地政府通过政府引导基金招商引资的诉求不断增强。根据私募通数据，截至2023年第



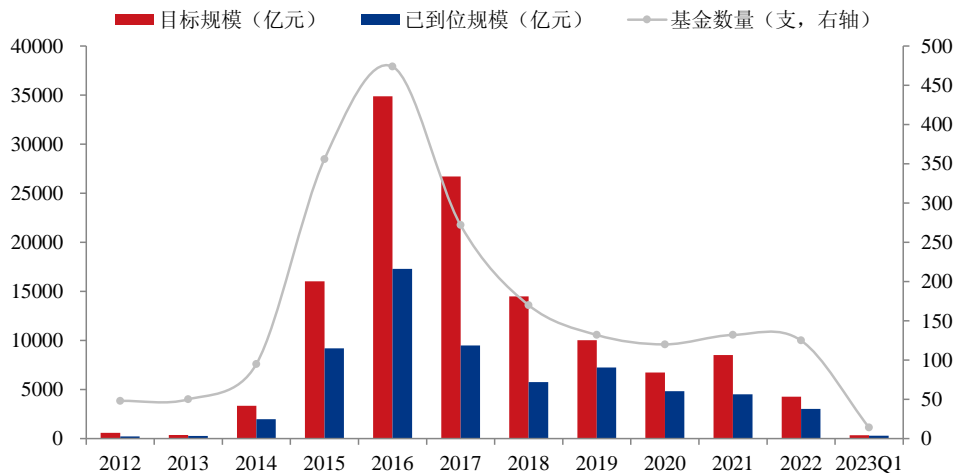
一季度，我国共设立 2126 支政府引导基金，目标规模 12.9 万亿元，已认缴规模约 6.6 万亿元。

图表3：不同属性上市公司总资产收益率（ROA）中位数变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表4：历年政府引导基金设立情况



资料来源：私募通、粤开证券研究院

## （二）股权财政短期内无法取代土地财政

一是从收入体量来看，股权财政与土地财政相差巨大。2022 年全国国有土地使用权出让收入 66854 亿元，即使较上年减少超两万亿元，相当于一般公共预算收入的 61.4%；国有资本经营预算收入 5689 亿元，与土地出让收入体量相去甚远。同时“土地财政”不仅仅指政府性基金预算中的土地出让收入，还包括房地产贡献的相关税收，如开发环节的耕地占用税、城镇土地使用税、土地增值税、企业所得税，交易环节的增值税、契税、印花税以及居民转让环节的增值税和个人所得税等，同时还包括经营性房地产的房产税

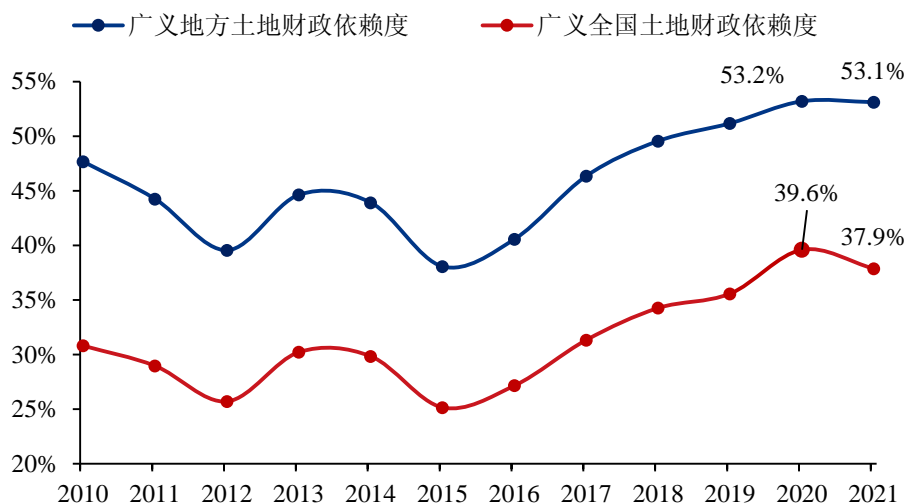


等。2021 年土地财政贡献财税收入占全国财税收入（一般公共预算收入与政府性基金预算收入之和）近四成，达到 37.9%，占地方政府的 53.1%。

二是土地财政对经济的拉动作用是“股权财政”无法达到的。土地财政与房地产业相伴相生，作为国民经济的重要支柱，2022 年房地产业增加值接近 7.4 万亿元，占 GDP 的比重达到 6.1%。同时，房地产业还间接带动了建材、家具、黑色金属、有色金属、水泥等制造业以及金融、商务服务等第三产业。而地方政府为了推动产业转型升级，新成立的政府引导基金更加聚焦新一代信息技术、高端装备制造、生物医药、新能源、新材料等重点领域，短期内规模有限。

三是股权投资尚没有成熟的机制，而且容易引发隐性债务问题。当前地方政府主导的股权投资存在优质项目稀缺、专业管理人才缺乏、投资限制较多等问题，实际国有资本经营收益率较低甚至为负。同时，为了吸引社会资本进入，政府往往在募资阶段承诺最低收益，容易产生地方隐性债务问题。

图表5：2010 年以来，全国及地方土地财政依赖度



资料来源：wind、粤开证券研究院

注：土地财政依赖度=（土地出让收入+房地产相关税收）/（一般公共预算+政府性基金预算收入）。

### （三）所谓“股权财政”的本质在于推动经济转型，从以地引资的模式转向“基金招商”和“重塑税基”

政府获得财政收入的形式主要包括税费利债，其中税收才是财政收入的主力军。市场上关于“股权财政”的讨论是想表达从过去以地引资的模式转向基金招商和重塑税基，并非真正意义上的股权财政。如前所述，我国目前四本预算中的国有资本经营预算、政府性基金预算中的土地出让收入就是真正的股权财政。基金招商、政府股权投资的意图是发挥国有资本的引领作用和放大功能，吸引社会资本参与投资具有核心竞争力的高新产业，实现国有资本保值增值的同时，重塑税基和产业结构，从过去的“以地引资”过渡到“政府引导基金重塑税基”，实现税收与经济的同步性。





### 三、股权财政如何破局？

“种下梧桐树，引得凤凰来”，目前各级政府高度重视资本招商、基金招商。在实践层面，财政通过股权投资带动经济发展、产业升级的案例并不罕见，典型的如合肥模式、深圳模式和苏州模式，但大多数产业引导基金存在一些投不准、不敢投、效益低等问题，亟待破局。

#### （一）成功案例极简概括：合肥模式、深圳模式、苏州模式

##### 1. 合肥模式：打造全产业链，带动产业集群发展

投资京东方，押注半导体，接盘科大讯飞，引入蔚来、大众，携手维信诺，合肥政府在股权投资上取得多次成功，被称为“最牛风投机构”，引起社会的广泛关注。“合肥模式”有三个特点：

一是“胆要大”，即风险偏好相对较高。合肥决策者以“胆大”著称，敢于接盘市场上“走投无路”的企业。1999年，安徽信托、美菱集团和合肥永信分别拿出1020万元解科大讯飞燃眉之急；2008年，停掉地铁项目，拿出175亿元资金引入京东方；2019年，合肥建投联手三级国资平台投资70亿元，引来蔚来落户合肥。一系列操作背后折射出主政者敢于担当的魄力与勇气。

二是“心要细”，即投资要结合当地资源禀赋和产业结构。合肥引进的每一条产业链并不是闭着眼睛下注，而是结合当地产业特色，再三思量后果断出手。合肥在做家电的时候发现液晶显示屏这一痛点，当时中国企业还没有掌握这项核心技术，九成以上液晶显示屏需要进口，因此合肥政府积极引入当时国内最具潜力的液晶显示屏制造商京东方。随着显示产业的发展，我国“有屏无芯”的矛盾日益突出，半导体一直被美韩企业卡脖子，一直以来十分以来依赖进口，因此合肥政府选择与兆易创新成为合资公司——合肥长鑫，攻破芯片难关。

三是“业要精”，即尊重投资的专业性。专业的事要交给专业的人，合肥政府组织专业招商团队，练就“火眼金睛”，让自己成为专家。同时，聘请外部专家“延长手臂”，如财务、法务等对意向企业进行全方位尽调。合肥政府准确把握产业发展方向和国家政策导向两个“向”，锚定一批适合当地发展的未来产业，并在每一个对应的领域，挑选优势或精英企业。

##### 2. 深圳模式：“园区+创投”，支持科技创新

深圳作为我国创新创业最有活力的城市之一，高度重视创业投资行业发展。但早期投资具有难度大、风险高的特点，聚焦投资初创企业的投资机构并不多，因此需要政府“有形的手”介入。深圳市设立天使投资引导基金，围绕股权投资的薄弱环节，聚焦天使投资领域，有针对性地推出系列政策扶持天使投资机构的发展，健全创新生态环境。

“园区+创投”是深圳国资发展新兴产业的重要切入口，也是深圳开展资本招商的独特模式。深圳以科技园区为依托拓展产业发展空间、强化产业承载力，以科技金融为纽带，通过前期租金、资金和技术入股等具体方式，为科技园区和新兴产业发展提供资金支持，同时分享产业发展红利。2022年12月，深圳市引导基金统筹设立围绕战略性新兴产业和未来产业集群的“20+8”产业基金群，按照“一个产业集群至少一支基金配套支持”的理念，打造新千亿基金群。

##### 3. 苏州模式：全生命周期服务，促进战略新兴产业发展

作为“最强地级市”，苏州在政府引导基金方面起步较早，从2011年起便开始开



始设立政府产业引导基金，目前已经形成了基金数量多、涉及部门广、基金规模大、组织形式多样、投资领域广泛的格局。

“苏州模式”的突出特点就是构建多层次政府投资基金体系。针对企业不同发展阶段的需求，从企业初期成果转化的天使轮投资，到成长期、成熟期的不同轮次投资，建立了一套基于企业全生命周期的政府投资基金组合。同时，苏州政府引导基金重视对优秀团队引进，积极创造良好的营商环境，吸引国内知名投创机构和子基金落户苏州。

## （二）存在的问题

在合肥模式的成功经验被地方政府关注后，政府引导基金已经成为地方政府招商引资、促进经济发展的重要工具，但在实际操作中，也面临种种困境。

### 1. 募资困境：前期隐性担保问题遗留，资管新规后社会资本缺位

政府引导基金中社会资本的主要出资人为银行、保险等金融机构，募资对象较为单一。前期本着不与市场争利、吸引社会资本进入的理念，政府引导基金通过直接让利和优先回购来满足银行、保险等金融机构的风险收益需求。这种地方政府直接背书，对未来的基金股份回购资金来源做出连带担保的承诺，增加了地方的隐性债务。2018年4月，资管新规要求去通道、破刚兑下，银行、非银机构投资受限，导致社会资本募资不足，政府引导基金又通常作为最后的出资人，没法完成出资，导致许多政府引导基金无法如期设立。

### 2. 投资困境：投资限制较为严苛，实际执行可能流于形式

政府引导基金的核心诉求在于促进地方产业发展，因此政府引导基金在投资地区与领域都有较为严格的限制，最为常见的是通过设置返投比例限制引导基金的投资与本地地区的投资额。一方面，一些地区尤其是非发达地区的地方政府，出于将资金限制在本区域内的考虑，往往对基金管理人提出了较高的返投（投资当地项目）比例要求，但实际上当地投资机会较少、挖掘周期较长，导致了政府引导基金效率低下，资金闲置问题突出；部分基金管理人视其为“卡脖子”资金，参与到政府引导基金的积极性下降。另一方面，很多基金在临近截止日才会着手返投事宜，或者通过在外地设立子公司，将部分资金转移到子公司，年末合并财务报表时将其计入本地，实际投资却发生在外地，使返投比例限制流于形式，并未真正达到促进当地产业发展的目的。

### 3. 绩效评价困境：管理人不大胆投资，资金沉睡问题突出，偏离政策目标

政府引导基金虽然不以营利为目的，但国有资产属性要求保值增值，管理人怕出错担责，不敢将资金投入处于种子期、初创期的创新创业领域。引导基金虽然没有明确规定属于国有资产，但一般认为纯国资、国资合计持股超过50%、或虽持股未超过50%但由国资实际控制的基金均属于国有基金，参照国资监管，具有保障国有资产保值增值的任务。因此政府性引导基金虽不以营利为目的，但也不能容忍大幅亏损。因此大部分政府引导基金实际投资于成熟期等偏后期项目，或直接购买理财产品，甚至直接闲置，没有达到促进创新创业企业、引导产业结构升级的政策目标。

## （三）如何破局

当前背景下，政策对于引导基金的监管从积极引导新基金设立转向盘活存量基金，主要通过以下三种途径：丰富资金来源解决社会资本募资不足的问题，修订返投比例、出资比例、准入门槛等诸多限制增加引导基金对优秀基金管理人的吸引力，完善容错机制和绩效评级体系激活基金管理人的主观能动性。



### 1. 实现社会资本来源从传统到新型、从境内到境外的多元化发展

以往政府引导基金的募资对象主要是银行、保险等传统金融机构，这些金融机构虽然资金量充足，但风险承担能力弱，更倾向于固定的投资回报率，与政府引导基金回收期长、回报率不稳定的特质不符。往后引导基金的募资对象可转向 PE/VC 投资机构、主权财富基金、高净值个人等风险承担能力与投资项目更匹配的投资主体。同时，募集资金的范围也不应局限于国内，在金融大开放的背景下，引导基金可以尝试与境外金融机构联合设立基金，广泛吸收海外资本，再返投于国内。

### 2. 适当放宽返投比例、注册地限制等诸多限制，逐步放权给市场

实践证明，政府对引导基金设置的种种限制难以达到促进本地区产业发展的初衷，反而产生无法吸引优秀基金管理人、扭曲管理人投资动作、基金运营效率低下等问题。不如适当放开返投比例、注册地等限制，让基金按照市场化有原则运行。近几年来已有多支资金开始放宽返投比例、准入门槛与注册地要求、政府引导基金出资比例等限制，例如青岛市新旧动能转换引导基金将返投倍数由 2.0 倍降至 1.1 倍、河南省省级政府引导基金将“80%投资于河南省相关产业”调整为“不低于引导基金对子基金实际出资的 1.5 倍”。

### 3. 落实尽职尽责容错机制，充分发挥基金管理人的主观能动性

为了让基金管理人敢于按照真实的意愿进行投资，引导基金必须完善容错机制。一方面，对已尽职履行的投资决策因不可抗力、政策变动等因素造成的投资损失，不追究受托管理机构责任。另一方面，按照引导基金投资规律和市场化原则进行综合绩效评价，不对单支子基金或单个项目的盈亏进行考核。早在 2019 年 1 月，国务院在《关于推广第二批支持创新相关改革举措的通知》中就指出要“以地方立法形式建立推动改革创新的容错机制”、“推动政府股权基金投向种子期、初创期企业的容错机制”，目前还需要在实际操作中进一步落实。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，粤开证券研究院宏观分析师，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，证书编号：S0300523050001。

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)