

“宏观基本面”系列

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 马洁莹 (执业 S1130522080007)
majieying@gjzq.com.cn

经济“透视”，基于杠杆的视角

疫后杠杆特征，映射怎样的经济线索和政策思路，往后或如何演绎？本文梳理，敬请关注。

一问：疫后杠杆变化？“N”型走势，政府杠杆放缓、企业内部分化、居民转向稳杠杆

疫后实体杠杆整体抬升超 35 个百分点，走势呈现出“N”型特征。CNBS 公布的实体杠杆率，自 2020 年初的 246.6%、抬升至 2023 年二季度的 283.9%，其中，2020 年实体杠杆整体抬升 24.3 个百分点至阶段性高点的 270.9%；2021 年实体杠杆整体回落超 8 个百分点；2022 年以来，实体杠杆再度抬升 21 个百分点以上。

分阶段看，2020 年各部门整体加杠杆；2021 年杠杆整体收缩、企业部门拖累明显，居民部门开始稳杠杆。2020 年，政府、企业和居民部门分别贡献实体杠杆抬升的 30%、44%和 26%。2021 年实体杠杆整体收缩 8.1 个百分点，企业部门拖累明显、回落 8.6 个百分点，居民部门杠杆回落 0.4 个百分点，政府部门杠杆仍是支撑力量、抬升 0.9 个百分点。2022 年来，实体杠杆再度抬升，驱动力量转向企业部门、尤其是产业类企业，政府部门依然是支撑力量，居民部门杠杆小幅抬升。2022 年来实体杠杆抬升 21.1 个百分点，企业部门贡献 65%以上，但内部有所分化；城投平台抬升幅度占比较 2020 年回落 14 个百分点，而产业类企业成为加杠杆主力。在此期间，政府、居民部门均小幅加杠杆。

二问：杠杆映射的经济线索？地产周期向下，债务压力凸显，产业“超前”投资对冲经济压力

线索一：政府部门杠杆持续抬升、但幅度边际放缓，或与地方债务率攀升、付息压力凸显等有关。疫后稳增长下政府杠杆明显攀升，但驱动力量向分母端切换，例如，2022 年来政府杠杆抬升的 3.6 个百分点中、债务贡献不足 0.1 个百分点，或与债务扩张受付息压力约束等有关，例如，2023 年前 5 月专项债付息占政府性基金收入比重创新高至 15.2%。

线索二：居民部门杠杆小幅回升，与购房行为改善关联不大，或与“提前还贷”、疫后个体经营活动修复等有关。2022 年来，支撑居民杠杆回升的力量主要是居民经营贷，或与部分资金“提前还贷”等有关，也可能和部分行业疫后修复等有关，例如，文体娱、住宿餐饮一季度新设个体工商户同比分别增长 39%和 19.8%，高于整体增速的 14.3%。

线索三：企业部门杠杆整体抬升、内部分化，驱动力量由城投企业向产业类企业转移，或与地方债务监管收严等有关，也是政策引导产业“超前”投资的映射。伴随地方债务监管收严，城投平台融资有所走弱；同时，政策支持信贷等资源向制造业、科技创新等倾斜，直接表现为高技术制造业中长期增速自 2022 年来持续回升、并维持 40%以上的高位。

三问：杠杆或将呈现怎样特征？政府杠杆主力或转向中央、居民杠杆或受限、企业内部或延续分化

政府部门：付息压力加大等约束地方债务扩张空间，加杠杆主力或以中央为主。疫后地方债务加快累积推升付息压力，叠加地产降温拖累政府性基金收入、专项债项目收益相对较弱等，或带动地方债务率攀升至 115%左右，对地方加杠杆的空间和效力形成制约。地方债“加力”有限下，预算内加码或以中央加杠杆为主。

居民部门：地产大周期逆转下，总体修复空间或有限，或约束杠杆空间。需求端上，尽管按揭利率已降至历史最低、4.14%，但商品房销售仍低迷；部分受疫情等影响扰动较小的城市，销售依然低迷，或反映人口、债务等“慢变量”影响已开始加速暴露。除需求端外，新房供给放量约束、交付担忧等也一定程度上约束居民加杠杆的空间。

企业杠杆：内部分化延续，驱动主力或是产业类企业、引导培育新动能。传统引擎走弱下，“重基建轻地产”仍或是稳增长重要特征、尤其产业层面对新基建的支持。同时，产业与财政金融政策协同发力，直接表现为信贷等金融资源向高技术制造业等领域倾斜。政策支持下，以新能源为代表的中国制造已开始突破，电气机械等投资、生产表现亮眼。

风险提示

经济修复和政策效果不及预期，统计过程中可能的偏误和遗漏。

内容目录

一问：疫后杠杆有何变化？	4
二问：杠杆变化映射的经济线索和政策思路？	6
三问：往后来看，杠杆或呈现怎样的结构特征？	9
流动性常规跟踪	13
风险提示：	15

图表目录

图表 1：疫后杠杆整体攀升超 35 个百分点，走势呈现出“N”型特征	4
图表 2：2020 年各部门整体加杠杆	4
图表 3：2020 年政府债券、城投债和基建贷款明显放量	4
图表 4：2021 年实体杠杆回落、企业部门拖累明显	5
图表 5：2021 年，企业债券、非标融资等明显收缩	5
图表 6：新增平台带息债务也明显放缓	5
图表 7：2021 年居民杠杆边际放缓	5
图表 8：2022 年来实体杠杆抬升中主要贡献力量是企业	6
图表 9：2022 年企业杠杆内部驱动转向产业类企业	6
图表 10：政府加杠杆对冲经济下行压力	6
图表 11：政府杠杆抬升幅度边际放缓、债务贡献减弱	6
图表 12：地方债付息占地方财政收入比重明显抬升	7
图表 13：专项债付息压力尤其明显	7
图表 14：居民消费贷增速低位，经营贷增速延续回升	7
图表 15：居民对未来房价预期依然偏弱	7
图表 16：2023 年 RMBS 条件早偿指数高于去年同期	8
图表 17：受疫情影响较大的行业明显回暖	8
图表 18：地方债务监管进一步加强	8
图表 19：城投债净融资自 2021 年来明显走弱	8
图表 20：高技术制造业贷款增速保持高位	9
图表 21：重大项目中，产业发展占比居前、进一步抬升	9
图表 22：土地市场降准拖累“土地财政”	9
图表 23：地方政府债务率明显攀升	9
图表 24：2021 年来，再融资券存在一定“超发”迹象	10
图表 25：京、粤等地再融资“偿还存量债务”规模较大	10
图表 26：货币金融环境转动并未带动地产销售明显改善	10
图表 27：受疫情影响较小的柳州商品房成交明显走弱	10
图表 28：青年人逐步成为购房主力	11
图表 29：人口增长转负、主力购房人群规模萎缩	11
图表 30：企业部门内，产业类企业杠杆相对平稳	11
图表 31：信贷等资源向高技术制造业等领域倾斜	11
图表 32：2020 年以来，新能源相关投资保持旺盛	12
图表 33：装备制造业完全消耗系数	12
图表 34：7.29-8.4，央行公开市场净回笼资金 2880 亿元	13
图表 35：货币市场利率整体回落	13

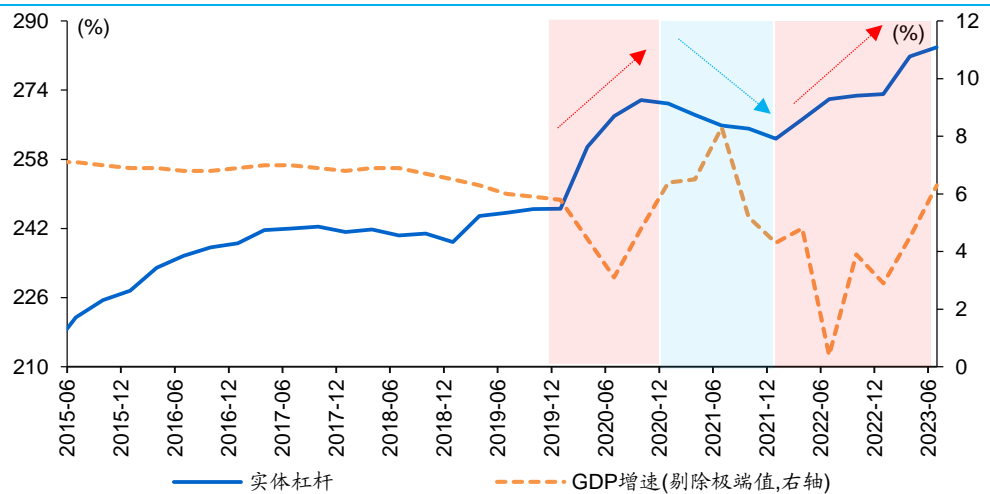
图表 36: SHIBOR 利率普遍回落.....	13
图表 37: 质押回购成交规模处于历史同期高位.....	14
图表 38: 隔夜质押回购成交规模占比处于高位.....	14
图表 39: 利率债发行规模略有下降.....	14
图表 40: 7 月 29 日至 8 月 4 日, 利率债发行与到期情况.....	15
图表 41: 利率债收益率变动情况.....	15
图表 42: 国债与国开债期限利差情况.....	15

疫后杠杆特征,映射怎样的经济线索和政策思路,往后或如何演绎? 本文梳理,敬请关注。

一问：疫后杠杆有何变化？

疫后实体杠杆整体抬升超 35 个百分点，走势呈现出“N”型特征，其中 2020 年加杠杆、2021 年杠杆回落、2022 年杠杆再度抬升。CNBS 公布的实体杠杆率，自 2020 年初的 246.6%、抬升至 2023 年第二季度的 283.9%，其中，2020 年实体杠杆整体抬升 24.3 个百分点至阶段性高点的 270.9%；2021 年实体杠杆整体回落超 8 个百分点；2022 年以来，实体杠杆再度抬升、从 262.8%抬升 21 个百分点以上至 283.9%。

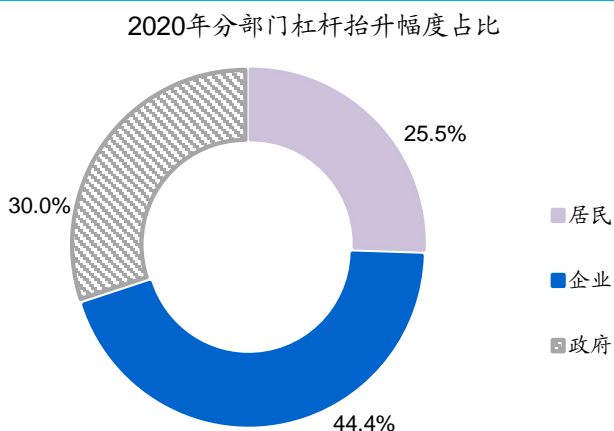
图表 1：疫后杠杆整体攀升超 35 个百分点，走势呈现出“N”型特征



来源：Wind、CNBS、国金证券研究所

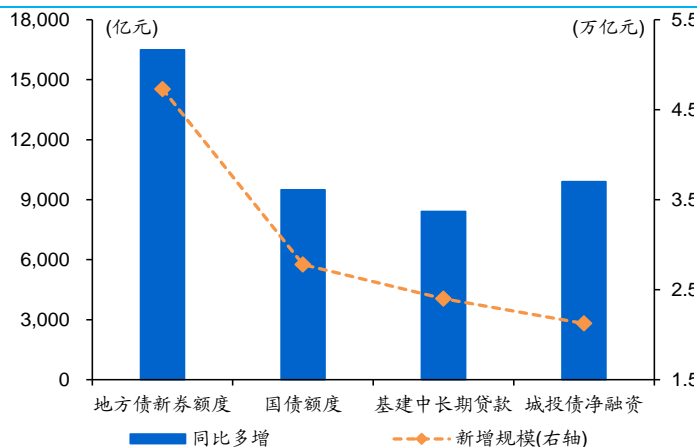
分阶段来看，2020 年各部门整体加杠杆，政府、企业、居民部门均有贡献。2020 年实体杠杆整体抬升 24.3 个百分点，其中，政府、企业和居民部门分别抬升 7.3、10.8 和 6.2 个百分点。拆分来看，若按照上一年名义 GDP 推算，2020 年实体杠杆抬升幅度中一半以上由债务扩张贡献，分部门来看，2020 年广义财政赤字率明显扩大，专项债、一般债、国债和特别国债合计达 8.51 万亿元、较 2019 年增加 3.6 万亿元；基建中长期贷、城投债等融资也大幅扩张，同比增长 35%以上；居民信贷自 2020 年 3 月后一度明显修复、单月新增规模较 2015-2019 年同期增长 35%以上。

图表 2：2020 年各部门整体加杠杆



来源：Wind、CNBS、国金证券研究所

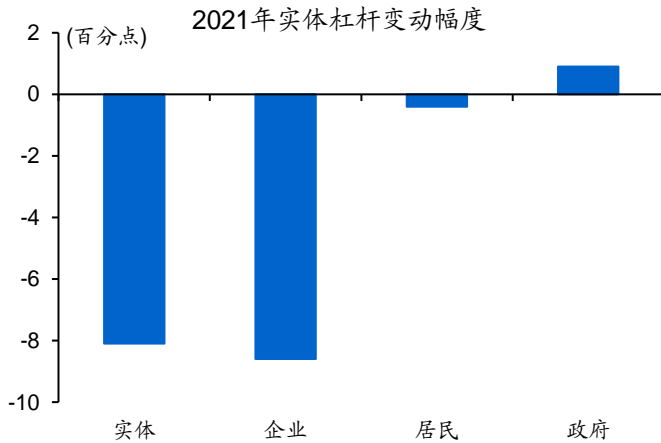
图表 3：2020 年政府债券、城投债和基建贷款明显放量



来源：Wind、CNBS、国金证券研究所

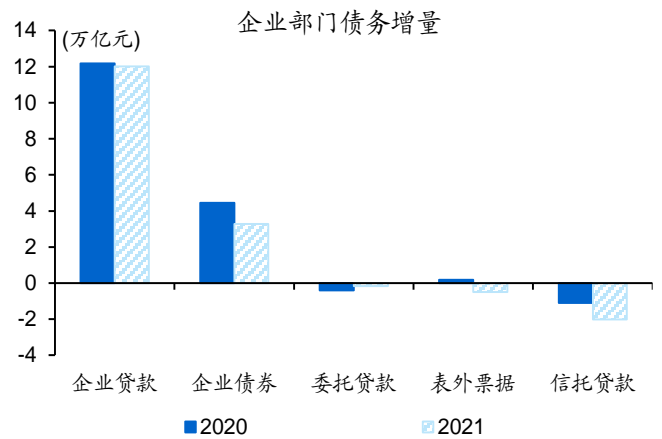
2021年实体杠杆整体收缩，企业部门拖累明显、居民部门杠杆边际放缓。2021年实体杠杆明显回落、主因分母端拖累，分子端内部呈现明显分化。其中，企业部门杠杆回落明显、8.6个百分点，除贷款维持平稳外，债券融资同比收缩超25%，非标融资收缩规模翻番至2.7万亿元左右。与企业部门类似，居民部门杠杆也有所回落、自62.3%回落至61.9%；政府部门杠杆仍是支撑力量、抬升0.9个百分点。

图表 4：2021 年实体杠杆回落、企业部门拖累明显



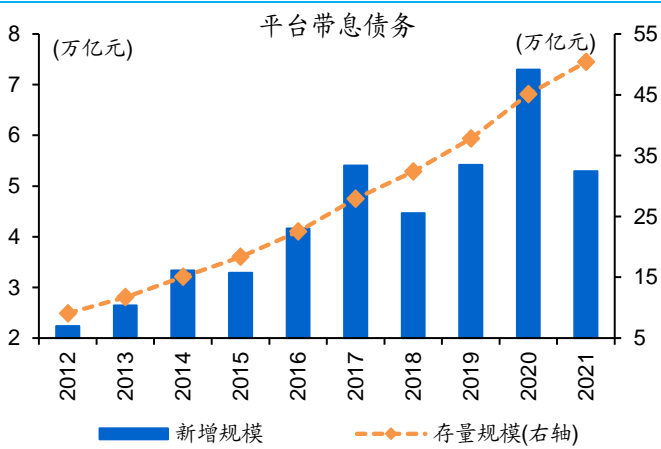
来源：Wind、CNBS、国金证券研究所

图表 5：2021 年，企业债券、非标融资等明显收缩



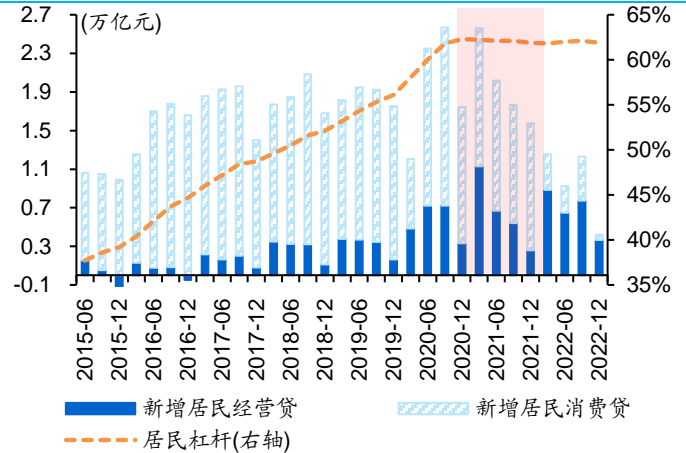
来源：Wind、CNBS、国金证券研究所

图表 6：新增平台带息债务也明显放缓



来源：Wind、国金证券研究所

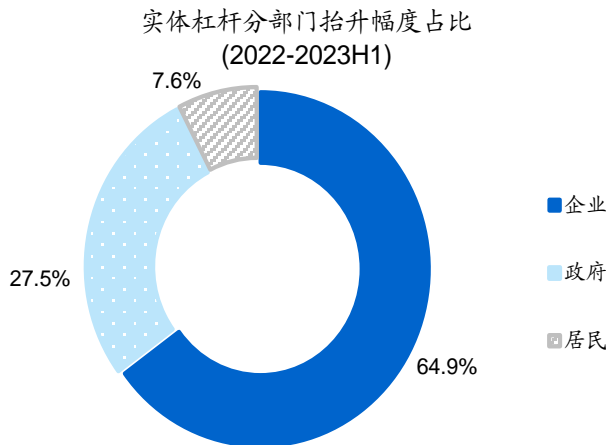
图表 7：2021 年居民杠杆边际放缓



来源：Wind、国金证券研究所

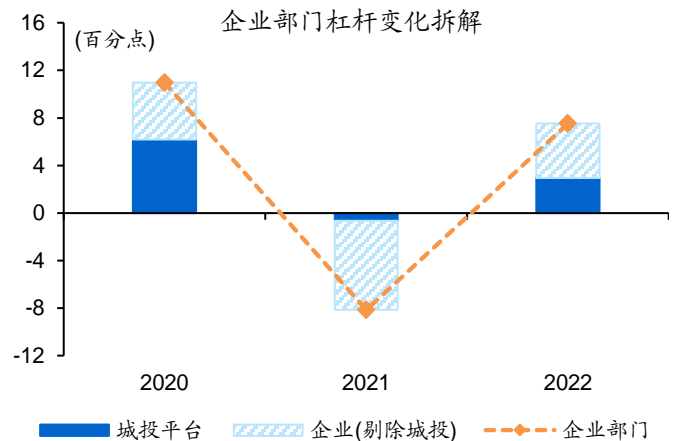
2022 年来，实体杠杆再度抬升，驱动力量转向企业部门、尤其是产业类企业，政府部门依然是支撑力量，居民部门杠杆小幅抬升。2022 年来实体杠杆抬升 21.1 个百分点，企业部门贡献最大、抬升幅度占比达 65%左右。企业部门内部，城投平台杠杆抬升幅度占比较 2020 年回落、由 56%降至 40%左右；产业类企业成为加杠杆主力，贡献企业杠杆抬升的 60%左右、较 2020 年抬升超 16 个百分点。在此期间，政府部门、居民部门杠杆分别小幅抬升 5.8 和 1.6 个百分点。

图表 8: 2022 年来实体杠杆抬升中主要贡献力量是企业



来源: CNBS、国金证券研究所

图表 9: 2022 年企业杠杆内部驱动转向产业类企业

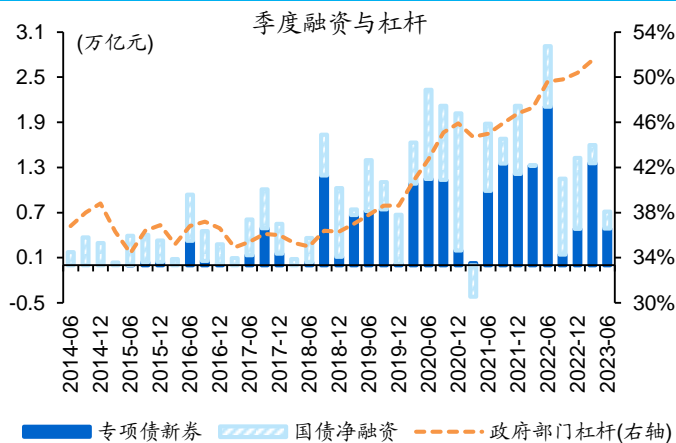


来源: CNBS、国金证券研究所

二问：杠杆变化映射的经济线索和政策思路？

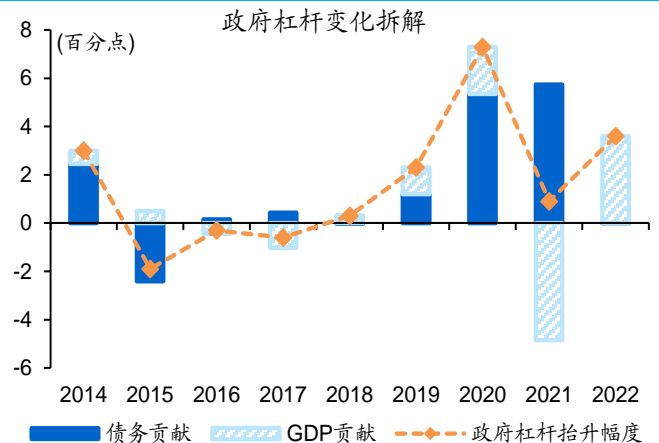
线索一：政府部门杠杆持续抬升、但幅度边际放缓，或与地方债务率攀升、付息压力凸显等有关。疫后稳增长下地方性债务扩容、加码基建等，带动政府杠杆明显攀升，自 2020 年初的 38.6%、抬升 14 个百分点至 2023 年二季度的 52.6%，但驱动力量自 2022 年向分母端切换。若按照上一年名义 GDP 推算，2022 年以来政府部门杠杆抬升的 3.6 个百分点中、债务贡献不足 0.1 个百分点，一定程度上反映债务扩张受付息压力制约，例如，地方债付息占广义财政收入比重自 2015 年持续抬升至 2023 年前 5 月的 6.4%，专项债付息压力尤其突出，2023 年前 5 月专项债付息占地方本级政府性基金收入比重创新高至 15.2%。

图表 10: 政府加杠杆对冲经济下行压力



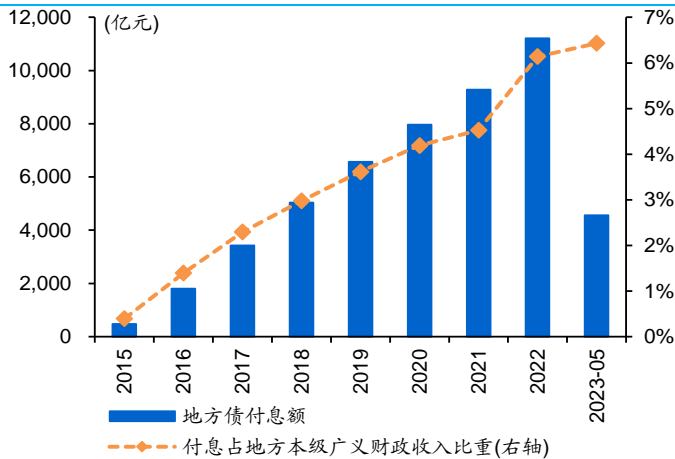
来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 政府杠杆抬升幅度边际放缓、债务贡献减弱



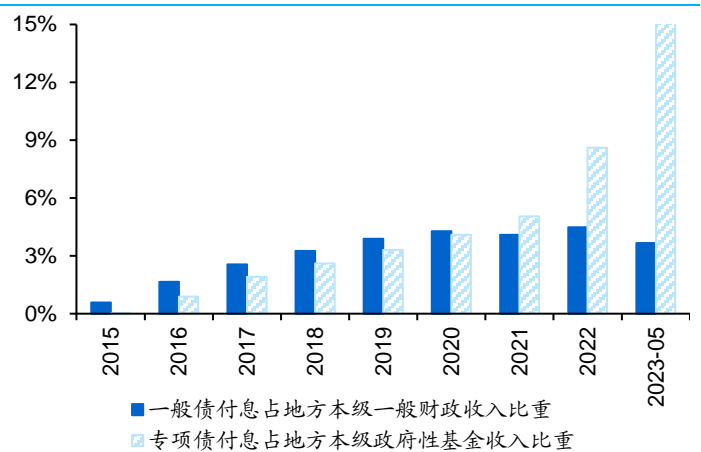
来源: Wind、CNBS、国金证券研究所

图表 12: 地方债付息占地方财政收入比重明显抬升



来源: Wind、地方政府债券信息公开平台、国金证券研究所

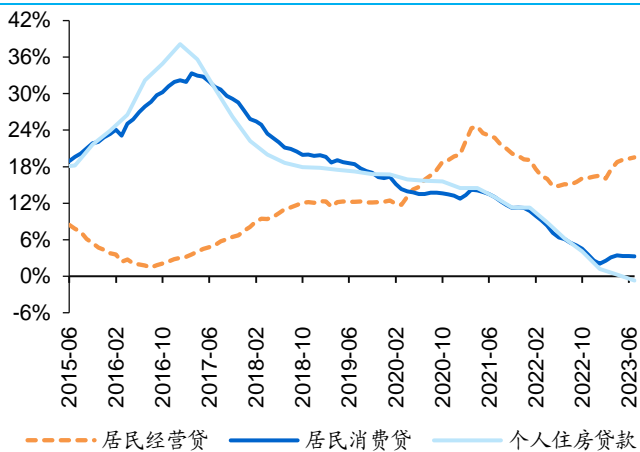
图表 13: 专项债付息压力尤其明显



来源: Wind、地方政府债券信息公开平台、国金证券研究所

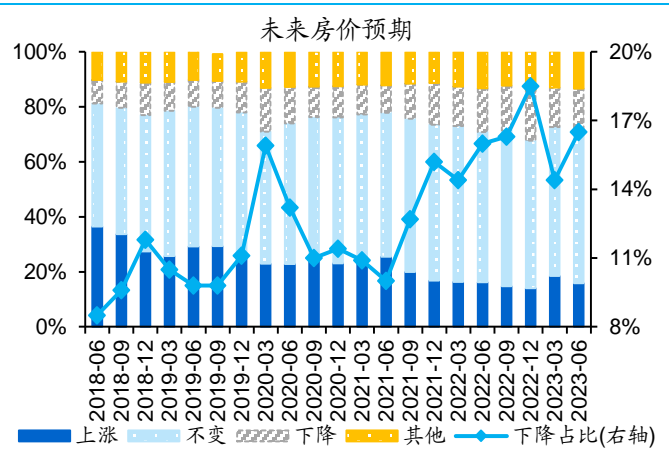
线索二: 居民部门杠杆小幅回升, 与购房行为改善关联不大, 或与“提前还贷”、疫后个体经营活动修复等有关。2022 年来, 居民部门杠杆边际回升 1.6 个百分点。拆分来看, 就业压力、对房价的预期偏弱下, 与居民购房行为相关的消费贷增速延续回落。支撑居民杠杆边际回升的主要力量来自于居民经营贷、增速由 16.5% 回升至 2023 年第二季度的 19.5%, 或与部分资金“提前还贷”等有关, 也可能和疫后部分行业个体工商户经营活动边际改善等有关, 例如, 文体娱、住宿餐饮一季度新设个体工商户同比分别增长 39% 和 19.8%, 高于整体增速的 14.3%。

图表 14: 居民消费贷增速低位, 经营贷增速延续回升



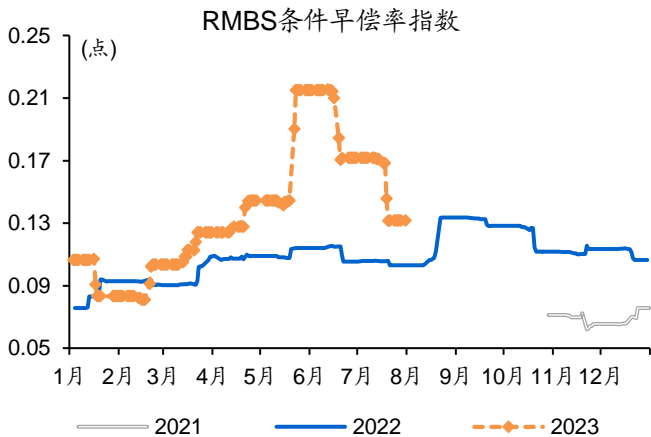
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 居民对未来房价预期依然偏弱



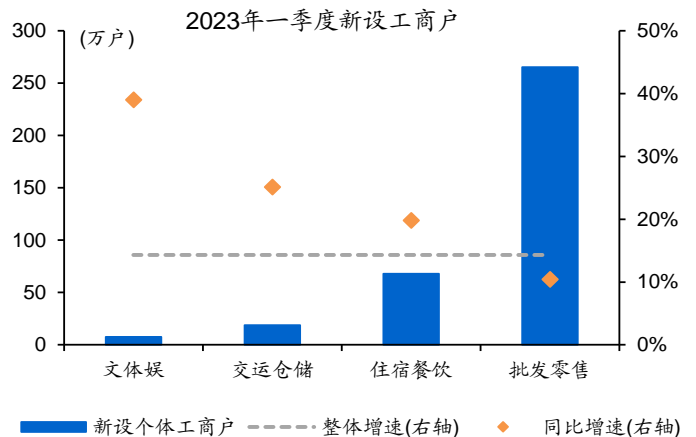
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 2023 年 RMBS 条件早偿指数高于去年同期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 受疫情影响较大的行业明显回暖



来源: Wind、国金证券研究所

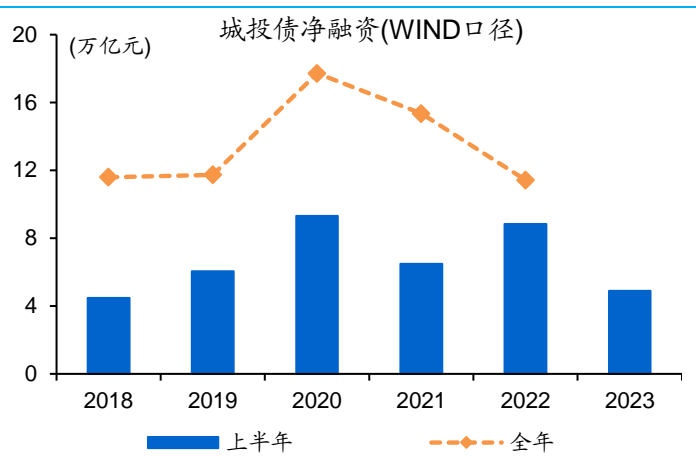
线索三: 企业部门杠杆整体抬升、内部分化, 驱动力量由城投企业向产业类企业转移, 或与地方债务监管收严等有关, 也是政策引导产业“超前”投资的映射。伴随地方债务监管收严, 城投平台融资有所走弱, 例如, 城投债全年净融资自 2020 年的 17.7 万亿元下滑至 2022 年的 11.4 万亿元, 2023 年上半年融资创近年同期新低至 4.9 万亿元。与此同时, 政策支持信贷等资源向制造业、科技创新等领域倾斜, 直接表现为高技术制造业中长贷增速自 2022 年来持续回升、并维持 40% 以上的高位。

图表 18: 地方债务监管进一步加强

时间	会议/文件	主要内容
2021年3月	政府工作报告	处理好恢复经济与防范风险的关系...稳妥化解地方政府债务风险, 及时处置一批重大金融风险隐患。
2021年4月	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	把防风险摆在更加突出的位置, 统筹发展和安全。当前和长远, 杜绝脱离实际的过高承诺, 形成稳定合理的社会预期。加强政府债务和中长期支出事项管理, 牢牢守住不发生系统性风险的底线。
.....		
2022年6月	《国务院办公厅关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》	各地区要加强开发区政府性债务管理...强化开发区管委会等政府派出机构举债融资约束, 坚决遏制地方政府隐性债务增量, 合理控制政府债务规模, 切实防范债务风险...健全地方政府债务限额分配机制...
2022年12月	中央经济工作会议	加强金融、地方债务风险防控, 守住不发生系统性风险的底线。要防范化解地方政府债务风险, 坚决遏制增量、化解存量...保障财政可持续和地方政府债务风险可控。
2023年4月	政治局会议	要加强地方政府债务管理, 严控新增隐性债务。

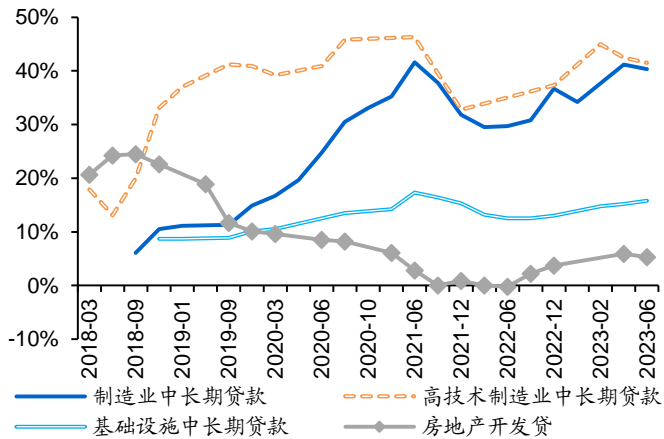
来源: 政府网站、国金证券研究所

图表 19: 城投债净融资自 2021 年来明显走弱



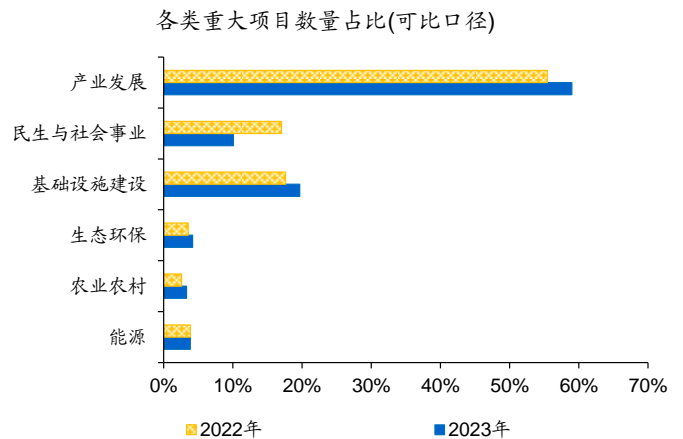
来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 高技术制造业贷款增速保持高位



来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

图表 21: 重大项目中, 产业发展占比居前、进一步抬升

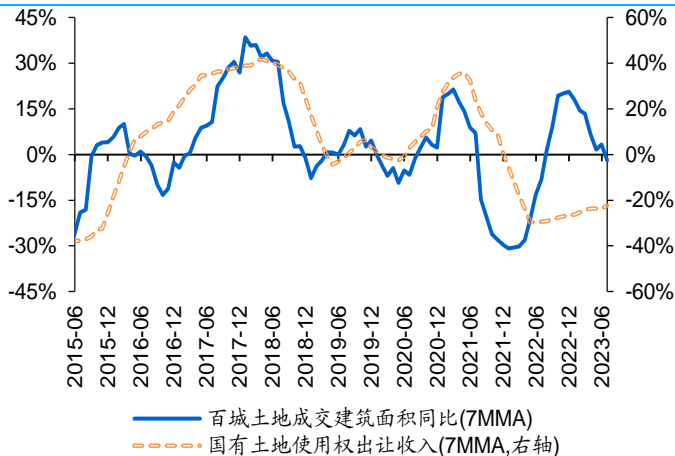


来源: 中国债券信息网、政府网站、国金证券研究所

三问：往后来看，杠杆或呈现怎样的结构特征？

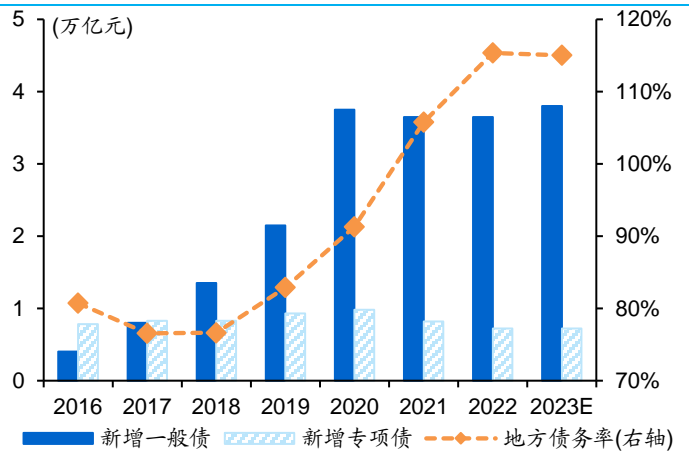
付息压力加大等约束地方债务扩张空间，政府部门加杠杆主力或以中央为主。疫后地方债务加快累积推升付息压力，叠加地产降温拖累政府性基金收入、专项债项目收益相对较弱等，或带动地方债务率攀升至115%左右，对地方加杠杆的空间和效力形成制约。地方债“加力”有限下，预算内加码或以中央加杠杆为主（详情参见《地方债务的“近忧”与“远虑”？》、《财政稳增长，还有多少“弹药”？》）。

图表 22: 土地市场降准拖累“土地财政”



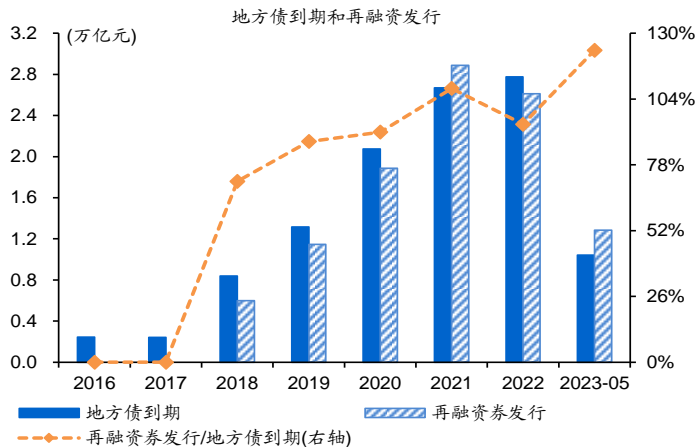
来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 地方政府债务率明显攀升



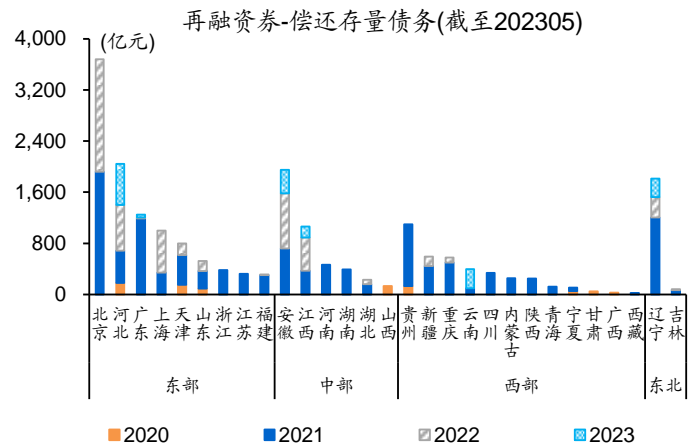
来源: Wind、政府王章、国金证券研究所

图表 24: 2021 年来, 再融资券存在一定“超发”迹象



来源: Wind、国金证券研究所

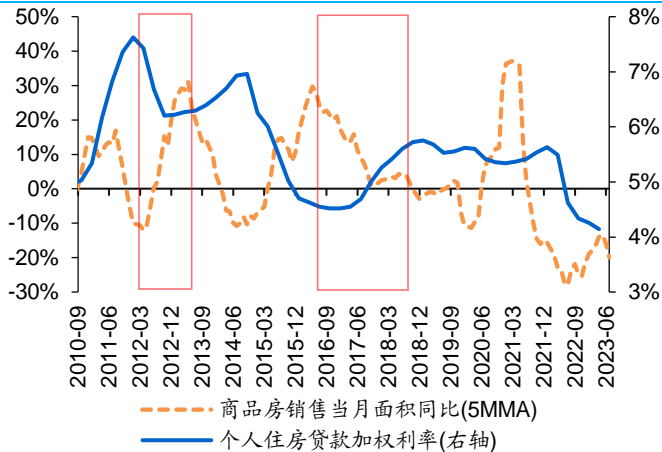
图表 25: 京、粤等地再融资“偿还存量债务”规模较大



来源: Wind、国金证券研究所

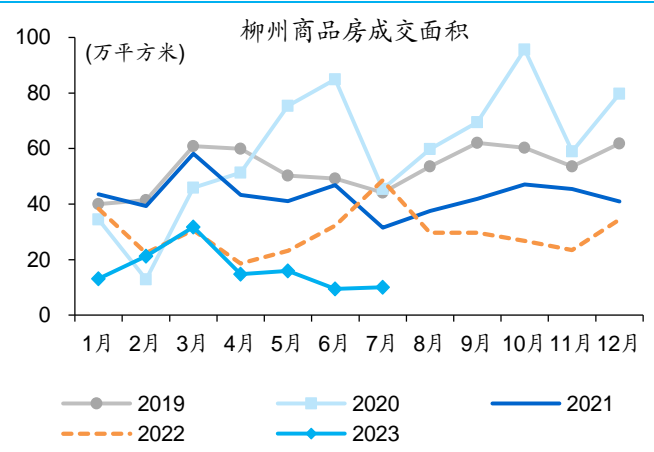
地产大周期逆转下, 总体修复空间或有限, 或约束居民的杠杆空间。需求端上, 尽管按揭利率已降至历史最低、4.14%, 但商品房销售依然低迷; 部分受疫情等影响扰动较小的城市, 销售依然低迷, 或反映人口、债务等“慢变量”影响已开始加速暴露, 例如, 我国婚姻登记数量同比自 2014 年开始连续 8 年负增长, 粗结婚率也由 2013 年的 10% 下降至 2021 年的 5.4%、几乎腰斩。除需求端外, 供给端方面也有一定掣肘, 房企拿地低迷下, 新房或面临供给放量约束, 影响新房销售修复弹性, 而低能级城市新房交付担忧仍待修复, 也一定程度上约束居民加杠杆的空间。

图表 26: 货币金融环境转动并未带动地产销售明显改善



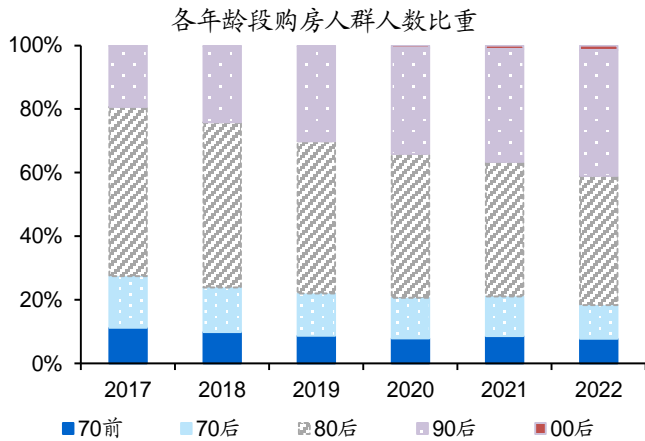
来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 受疫情影响较小的柳州商品房成交明显走弱



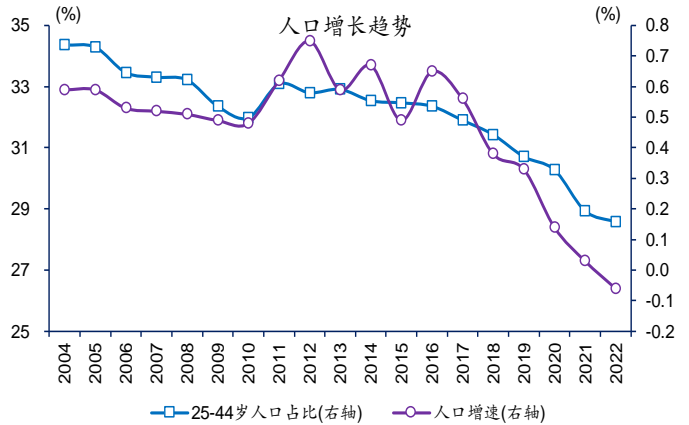
来源: Wind、国金证券研究所

图表 28: 青年人逐步成为购房主力



来源: Wind、国金证券研究所

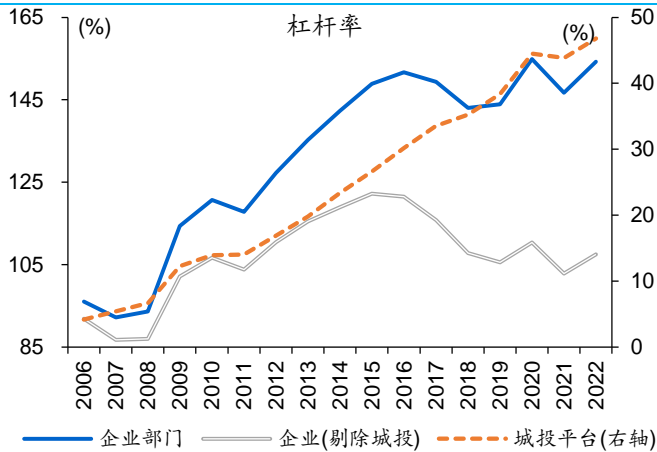
图表 29: 人口增长转负、主力购房人群规模萎缩



来源: Wind、国金证券研究所

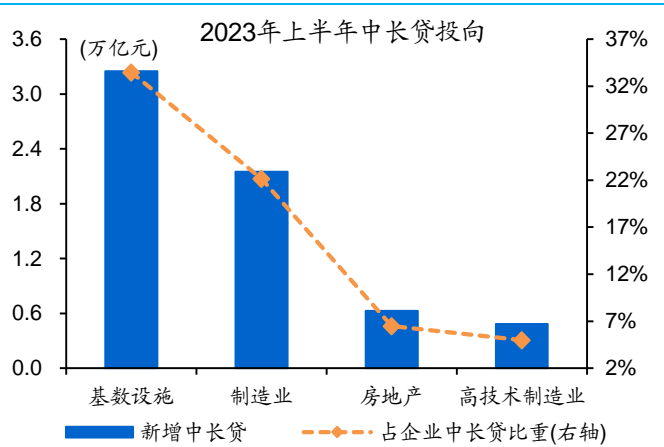
企业杠杆内部分化延续，驱动主力或是产业类企业、培育增长新动能。近年，企业杠杆虽整体抬升，但内部分化明显、城投平台为主要支撑力量，产业类企业杠杆整体平稳低位。往后来看，传统引擎走弱下，“重基建轻地产”仍是稳增长重要特征、尤其产业层面对新基建的支持。同时，产业政策与财政金融政策协同发力，加快推动“中国式现代化”，直接表现为信贷等金融资源向高技术制造业等领域倾斜。政策支持下，以新能源为代表的中国制造已开始突破，电气机械、汽车、有色等行业的投资、生产表现亮眼（详情参见《“后地产”时代，经济增长靠什么？》）。

图表 30: 企业部门内，产业类企业杠杆相对平稳



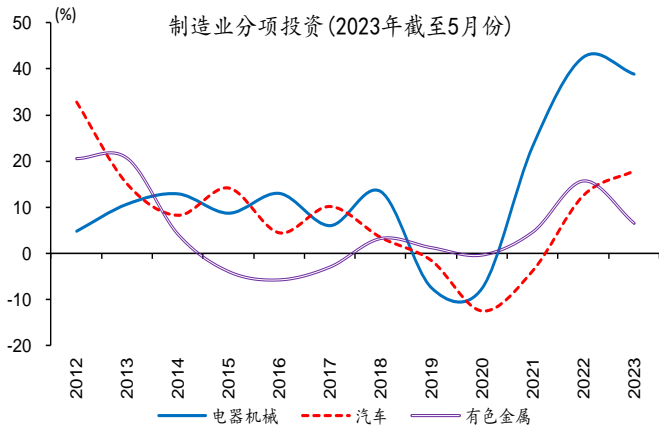
来源: Wind、国金证券研究所

图表 31: 信贷等资源向高技术制造业等领域倾斜



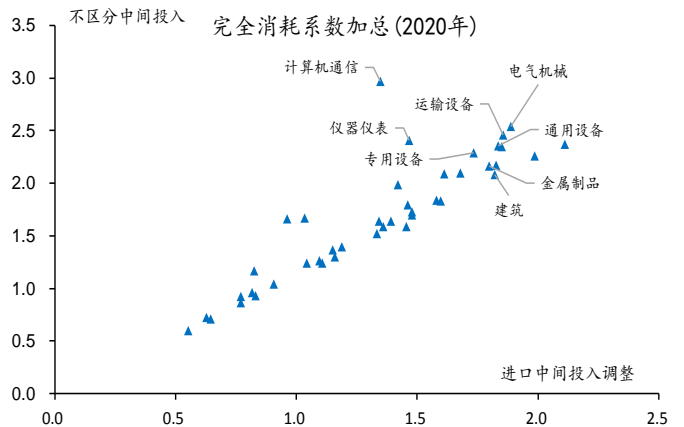
来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

图表 32: 2020 年以来, 新能源相关投资保持旺盛



来源: Wind、国金证券研究所

图表 33: 装备制造业完全消耗系数



来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

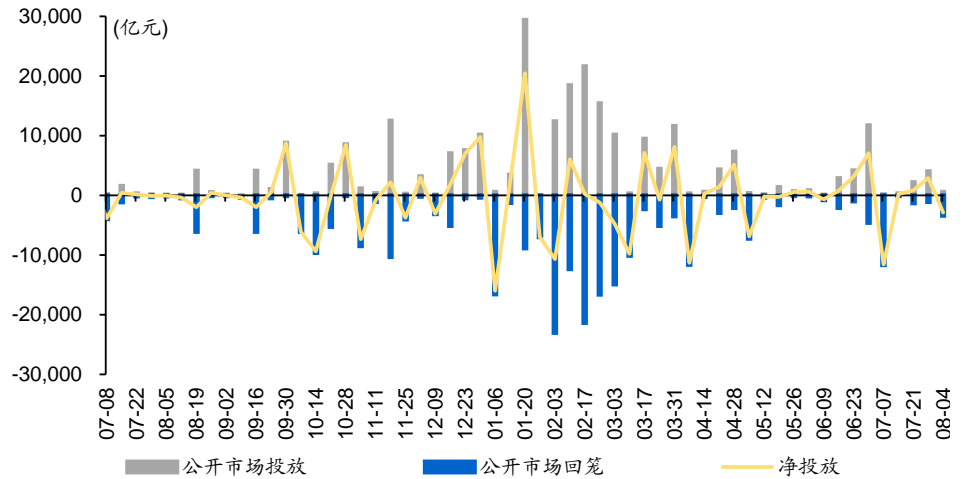
经过研究, 我们发现:

1. 疫后实体杠杆整体抬升超 35 个百分点, 走势呈现出“N”型特征。分阶段看, 2020 年各部门整体加杠杆; 2021 年杠杆整体收缩、企业部门拖累明显, 居民部门开始稳杠杆。2022 年来, 实体杠杆再度抬升, 驱动力量转向企业部门、尤其是产业类企业, 政府部门依然是支撑力量, 居民部门杠杆小幅抬升。
2. 杠杆变化映射的经济线索和政策思路: ①政府部门杠杆持续抬升、但幅度边际放缓, 或与地方债务率攀升、付息压力凸显等有关; ②居民部门杠杆小幅回升, 与购房行为改善关联不大, 或与“提前还贷”、疫后个体经营活动修复等有关; ③企业部门杠杆整体抬升、内部分化, 驱动力量由城投企业向产业类企业转移, 或与地方债务监管收严等有关, 也是政策引导产业“超前”投资的映射。
3. 付息压力加大等约束地方债务扩张空间, 政府部门加杠杆主力或以中央为主。地产大周期逆转下, 总体修复空间或有限, 或约束居民的杠杆空间。企业杠杆内部分化延续, 驱动主力或是产业类企业、引导培育新动能。

流动性常规跟踪

7月29日至8月4日期间，央行公开市场净回笼资金2880亿元，其中，7天逆回购投放530亿元、利率持平于1.9%，7天逆回购到期3410亿元。本周（8月5日至8月11日），将有530亿元7天逆回购资金到期。

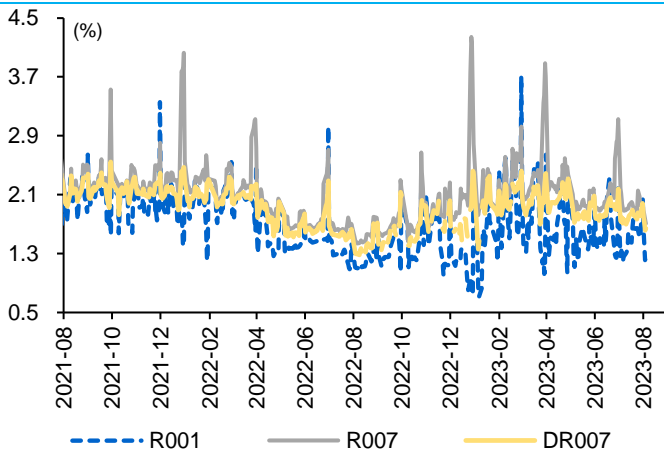
图表 34：7.29-8.4，央行公开市场净回笼资金2880亿元



来源：Wind、国金证券研究所

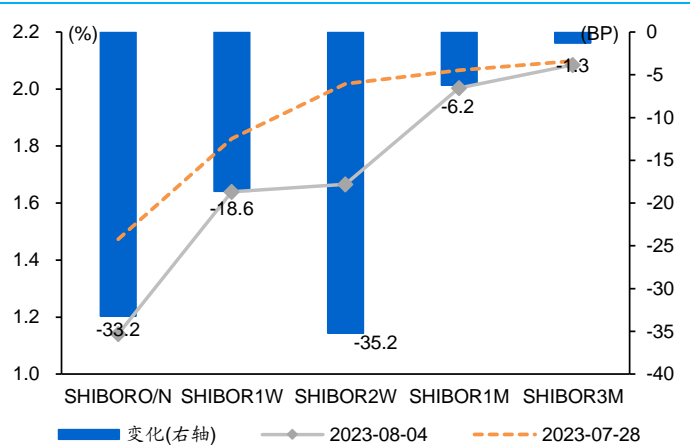
货币市场利率普遍回落。7月29日至8月4日期间，R001和R007分别较上周回落29BP和25.3BP至1.28%和1.71%，DR007较上周回落17.5BP至1.64%、低于同期政策利率的1.9%。SHIBOR隔夜和2周利率分别为1.14%和1.67%，分别较上周回落33.2BP和35.2BP。

图表 35：货币市场利率整体回落



来源：Wind、国金证券研究所

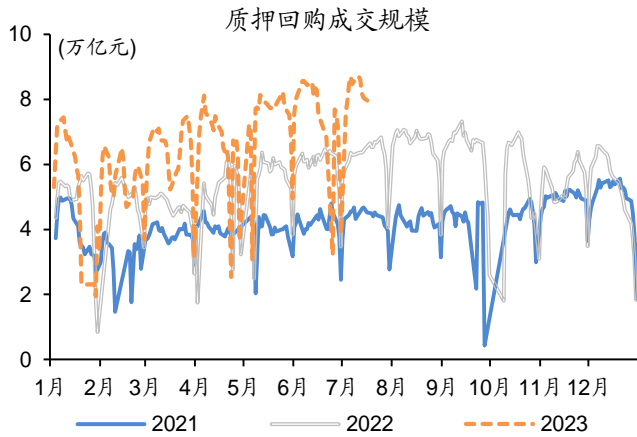
图表 36：SHIBOR 利率普遍回落



来源：Wind、国金证券研究所

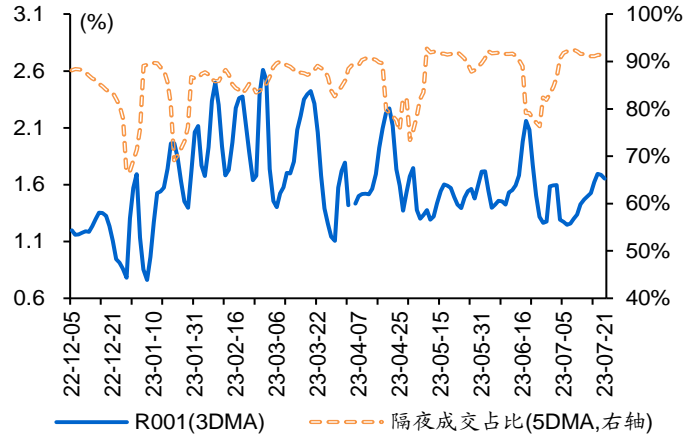
流动性平稳宽松下，质押回购成交规模维持高位。7月15日至7月21日期间，银行间质押回购成交规模维持高位、日均7.8万亿元，远高于去年同期的6.6万亿元，其中，隔夜质押回购成交占比维持在90%以上的高位，机构“滚隔夜”加杠杆的现象依然突出。

图表 37: 质押回购成交规模处于历史同期高位



来源: Wind、中国货币网、国金证券研究所

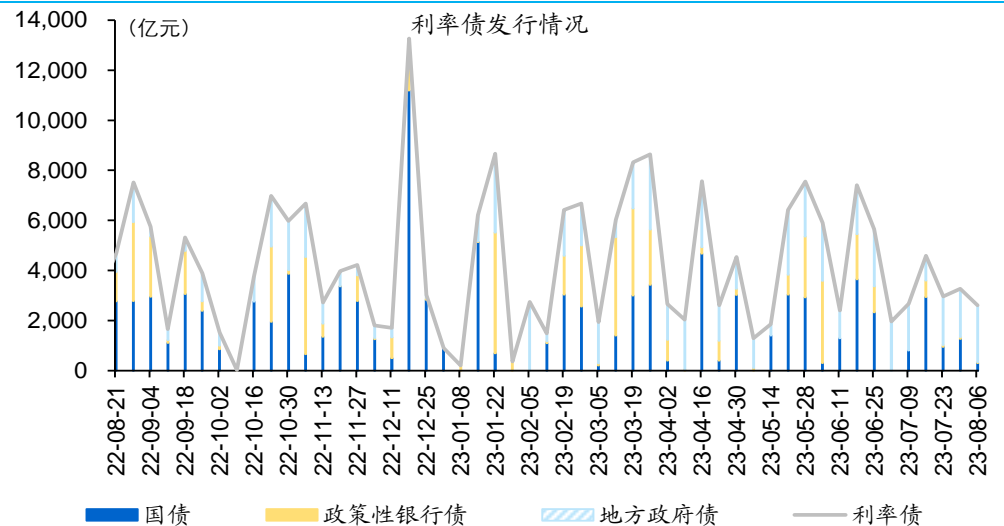
图表 38: 隔夜质押回购成交规模占比处于高位



来源: Wind、中国货币网、国金证券研究所

利率债发行回落。7月29日至8月4日期间，利率债总计发行2809亿元、较前周减少421亿元，净融资-440亿元、前周为-126亿元。其中，国债发行301亿元、较前周减少962亿元；政策性银行债发行240亿元、较前周增加195亿元；地方政府债发行2268亿元、较前周增加346亿元；国债和政策性银行债净融资分别为-103亿元和-1682亿元。

图表 39: 利率债发行规模略有下降



来源: Wind、国金证券研究所

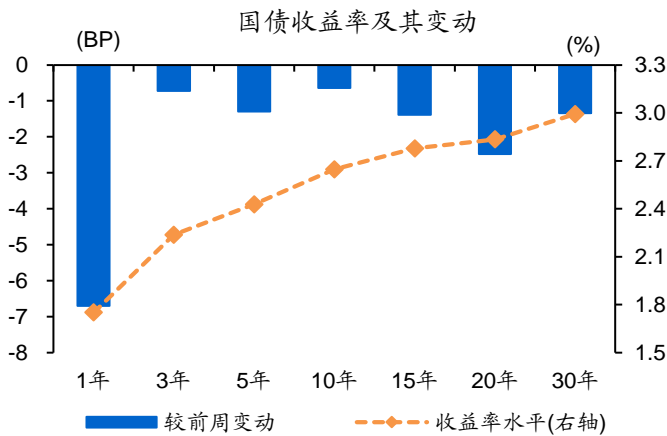
图表 40: 7月29日至8月4日, 利率债发行与到期情况

类别	发行只数	总发行量	总偿还量	净融资额
国债	1	301	404	-103
政策银行债	4	240	1922	-1682
地方政府债	46	2268	923	1345
合计	51	2809	3249	-440

来源: Wind、国金证券研究所

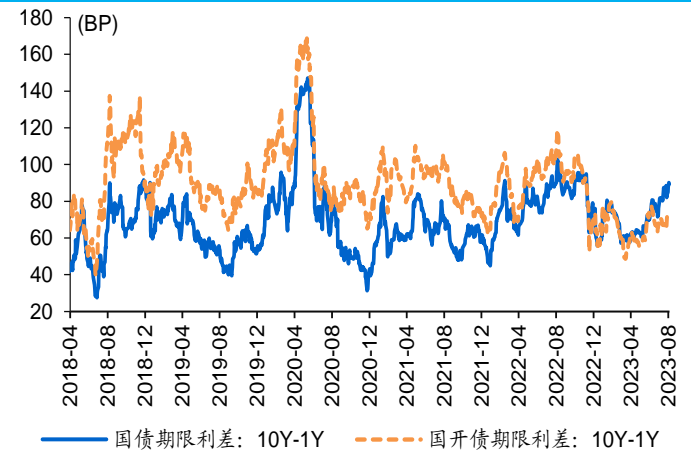
利率债收益率整体下行, 期限利差走阔。7月29日至8月4日期间, 10年期国债收益率下行0.6BP至2.61%, 1年期、3年期、5年期、15年期、20年期和30年期国债收益率分别较前周下行6.7BP、0.7BP、1.3BP、1.4BP、2.5BP和1.3BP。10年期与1年期国债、国开债利差分别较上周走阔6.1BP和1.8BP至89.6BP和74.1BP。

图表 41: 利率债收益率变动情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 42: 国债与国开债期限利差情况



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、经济修复和政策效果不及预期。经济修复结构分化、资金错配、政策落地偏慢等, 导致经济修复和政策效果偏弱。
- 2、统计过程中可能的偏差和遗漏。文中将“偿还存量债务”的再融资券划归为特殊再融资券, 可能存在统计偏差或遗漏。

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。

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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402