



宏观专题

“一揽子化债”如何影响股债市场？

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

刘子博

资格编号：S0120523040001

邮箱：liuzb@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **核心观点：一揽子化债方案可能包括哪些具体措施？**我们认为，在“分类处置”、“控增化存”、“压实省级政府责任”等基本方针的指导下，存量债务展期降息、新增债务严格举借、省级政府加大工作力度是三大类化债措施。
- **“一揽子化债”如何影响股债市场？**在权益方向，(1) 对于商业银行而言，城投一揽子化债叠加存量房贷利率下调因素将对银行资产质量产生较大影响，存款利率调整是呵护银行净息差的必要之举。(2) 对于基建相关资产而言，由于融资平台新增债务用于政府投资可能受限，相关行业的需求端可能受到一定不利影响。(3) 对于依赖 to G 业务回款的企业而言，一揽子化债固然能够改善地方政府的财政现金流表现，但尾部省份的还款压力仍在，政府回款的大幅改善难以一蹴而就。
- **在信用债方向，重点省份的城投短债底线思维基本明确。**一揽子化债落地后，通过融资平台协商、省级政府统筹等方式，我们预计债务风险相对较高的重点省份城投偿债压力将得到较大缓释。即使当地财政净现金流对融资平台全口径债务的保障能力可能较弱，但考虑到相关省份的债务问题长期存在导致市场化投资的非银机构过往介入意愿相对较低，公开市场债券因其银行机构持有比例可能较多而受益。通过融资平台与银行等金融机构的协商，非银机构潜在的退出缺口预计能够得到较好解决。我们认为，针对信用债市场而言，重点省份的城投短债底线思维基本明确。
- **风险提示：**(1) 政策理解可能有偏差；(2) 政策规定与实际执行效果可能有偏差；(3) 以发债城投平台的财务数据衡量区域城投债务负担可能口径偏小。

内容目录

1. 一揽子化债方案可能包括哪些具体措施.....	4
1.1. 存量债务展期降息.....	4
1.2. 新增债务严格举借.....	5
1.3. 省级政府加大工作力度.....	5
2. 一揽子化债对股债资产影响几何?	6
2.1. 对权益市场, 银行、基建相关资产可能受影响较大.....	6
2.2. 对信用债市场, 重点省份的城投短债底线思维基本明确.....	9
3. 风险提示.....	9

图表目录

图 1: 各省财政净现金流对 2023 年发债城投有息负债支出的保障能力测算 (以 2021 年净现金流数据近似代替)	4
图 2: 中美商业银行净息差走势	7
图 3: 一揽子化债后, 部分尾部省份可能仍难完全保障融资平台全口径债务的偿还	9
表 1: 2023 年 8 月至今国内稳增长政策一览	7

2023年7月24日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。¹针对一揽子化债方案可能包括哪些具体措施，以及相关措施对股债资产可能产生何种影响，我们结合各地过往化债经验进行了如下分析。

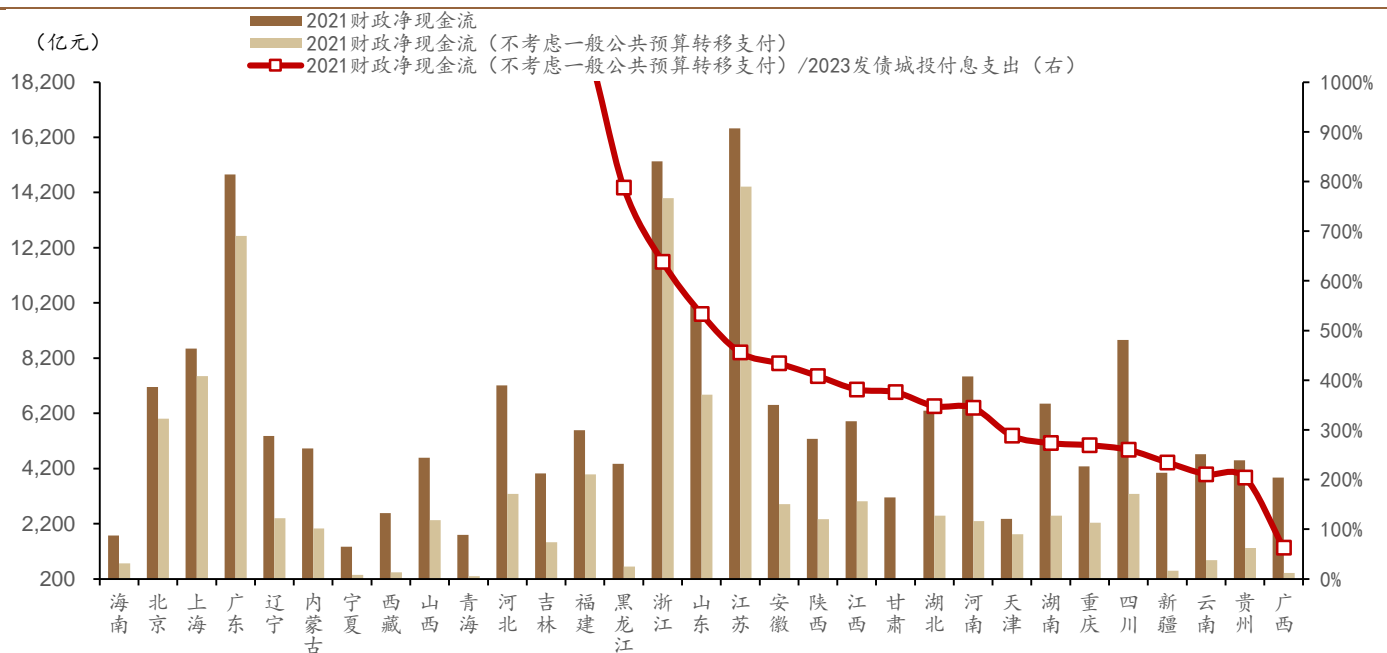
1. 一揽子化债方案可能包括哪些具体措施

我们认为，在“分类处置”、“控增化存”、“压实省级政府责任”等基本方针的指导下，存量债务展期降息、新增债务严格举借、省级政府加大工作力度是三大类化债措施。

1.1. 存量债务展期降息

早在2019年，财政部部长刘昆对有关记者提出的有关地方债务风险防范的问题做出回应时，便曾明确提出：“建立市场化、法治化债务违约处置机制，依法实现债权人、债务人共担风险，继续整治违法担保，纠正政府投资基金、PPP、政府购买服务中的不规范行为。”²从实际情况看，根据我们此前在《净现金流视角下，哪些区域政府性债务压力较大？》中的测算，若假设各地2023年财政净现金流恢复至2021年水平，则在不考虑一般公共预算转移支付时，广西、贵州、云南的财政净现金流对发债城投有息负债的付息保障能力较弱。其次为新疆、四川、重庆，但这些省级行政区地处西部，每年获得的中央转移支付较多，后者能够对当地财力构成有力补充。个别省份财政净现金流对发债城投有息负债的付息保障能力甚至低于100%。因此对存量债务调整还款安排可能是一揽子化债背景下的无奈之举。

图1：各省财政净现金流对2023年发债城投有息负债支出的保障能力测算（以2021年净现金流数据近似代替）



注：为便于展示中下游省份保障倍数，上图右轴显示的保障倍数上限为10x即1000%
资料来源：Wind，德邦研究所绘制

在存量债务展期降息过程中，商业银行因其在城投平台融资结构中占主导地位

¹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202307/content_6893950.htm?prefer_reader_view=1&prefer_safari=1

² <https://m.baiyinqu.gov.cn/index.php/zwgk-view/3341.html>

位而可能承担更多责任。根据最新一期财务数据统计，在对应有息负债合计达 48 万亿元的发债城投平台中，最新已用授信规模占公司有息负债的平均值为 59%，境内债券在有息负债中的占比约为 21%，其他部分主要为非标融资。考虑到债券中部分由银行自营、银行理财子等相关机构持有；非标融资中同样有部分为银行机构的表外通道业务，因此商业银行在城投平台融资结构中占据了较为明显的主导地位，存量债务展期降息可能需要商业银行提供较多支持。

对于不同类型的商业银行而言，地方法人机构可能承担的化解任务低于国有大型商业银行。根据发债城投平台 2021 年授信结构，国开行是城投信贷最大的单一供给方，国开行贷款在发债城投平台已用授信中的占比高达 30%；国有行、股份行、城商行、农商行的对应占比分别为 10%、15%、16%、4%；剩余部分由其他政策性银行、外资银行等商业银行提供。考虑到地方法人机构的资本实力相对较弱，进而对单一客户在满足集中度要求下能够提供的授信规模有限，我们预计在一揽子化债过程中，地方法人机构可能承担的化解任务低于国有大型商业银行。

1.2. 新增债务严格举借

2022 年，《党的二十大报告辅导读本》收录了财政部长刘昆的《健全现代预算制度》一文。该文在谈及深入推进现代预算制度改革重点任务时，一大要点是增强财政可持续能力，筑牢风险防范制度机制。其中在防范化解政府债务风险方面，文章要求坚持高压监管，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量，逐步实现地方政府债务按统一规则合并监管。加大违法违规举债查处力度，完善问责闭环管理和集中公开机制。加强地方政府融资平台公司治理，打破政府兜底预期。³

在规范举借新增债务的过程中，我们判断监管部门将对融资平台全口径债务实行“分类管理”。一方面，对于隐性债务而言，严控新增是自 2018 年至今便已明确的方针，对于任何有可能新增隐性债务的投资项目，无论是新建还是续建均不为现行政策所允许，我们判断相关政策仍将长期持续。更为重要的是，另一方面，对于城投平台承担的经营性债务而言，在过去数年间，由于疫情、国际形势变化等原因，部分区域的地方财力增长压力较大，为完成隐性债务化解目标，通过城投平台举借经营性债务，再以参与土地出让、国有资产交易等形式贡献地方财政收入，最终以地方财力安排资金化解隐性债务的情形偶有发生。在上述过程中，隐性债务的化解工作事实上并未完全实现压降当地政府性债务风险的目标。因此下一阶段，更为重要的是，将城投经营性债务纳入监管框架，通过提级管理、严肃可研手续等方式，分类管理融资平台全口径债务。

1.3. 省级政府加大工作力度

按照国内现行管理体制，原则上党政机关只管理下一级机构中的领导班子，即俗称“下管一级”的干部管理体制。因此对于地方政府债务管控而言，省级政府是最主要的责任方。在 2023 年 6 月财政部部长刘昆所作《国务院关于 2022 年中央决算的报告》中，文件明确提出，要有效防范化解地方政府债务风险。进一步压实地方和部门责任，建立健全防范化解地方政府隐性债务风险长效机制。督促省级政府加大对市县工作力度，立足自身努力，统筹资金资产资源和各类政策措施稳妥化解隐性债务存量，逐步降低风险水平。⁴

³ <https://m.yicai.com/news/101583243.html>

⁴ <https://www.21jingji.com/article/20230705/herald/ddf7cad89771878c1aa173d991d974e4.html>

在一揽子化债过程中，省级政府可通过调整转移支付、地方债额度分配、转移债务杠杆等方式完善对全省政府债务化解的整体部署。一方面，在财政资金方面，省级政府对省内转移支付的分配、地方债额度的倾斜方向拥有一定自主调节权，如浙江省曾在《2023年新增地方政府债务省级预算调整方案(草案)的说明》提出，在额度使用方面，第一，突出重点。专项债券优先支持“千项万亿”工程、续发债项目建设。一般债券适度向山区 26 县倾斜，优先用于支持普通公路、义务教育等没有收益的公益性项目建设。第二，正向激励。专项债券优先支持储备项目质量高、债务管理绩效好的市县；一般债券向如期完成隐性债务化解任务的市县倾斜。第三，防范风险。综合考虑各市县债务风险情况，优先支持债务风险低的市县。严格控制高风险市县新增限额规模，原则上仅安排续发债项目，督促高风险市县稳妥降低债务风险水平。严格落实项目收益与融资自求平衡要求，努力防范偿付风险。⁵

另一方面，在转移债务杠杆方面，通过省内优质主体的帮扶降低弱资质主体的融资难度也是行之有效的化债措施。例如地方财政增资本地城农商行、债券增信机构，进而扩大本地法人机构的信贷使用、以担保形式降低债券发行成本，以担保公司等国有企业的资本金开展“类资金池”业务等。在部分此前城投债务风险暴露较早的地区，通过财政出资作为劣后，撬动社会资本、银行体系提供优先级资金，最终借助信托、券商资管等通道参与本地城投债券一级发行认购、二级稳估值交易的行为也屡见不鲜。

2. 一揽子化债对股债资产影响几何？

2.1. 对权益市场，银行、基建相关资产可能受影响较大

对于商业银行而言，城投一揽子化债叠加存量房贷利率下调因素将对银行资产质量产生较大影响，存款利率调整是呵护银行净息差的必要之举。除城投领域一揽子化债外，2023年8月末，中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》和《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》。⁶通知明确，自9月25日起，符合相关条件的存量房贷借款人，可向金融机构提出申请，既可以变更合同约定的住房贷款利率加点幅度，也可以由银行新发放贷款置换存量贷款。二套房贷款利率政策下限由不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 60 个基点，下调为不低于 LPR 加 20 个基点。在稳增长政策密集出台的背景下，以商业银行为代表的金融体系将承担相应让利责任，资产质量不可避免的将受到一定负面影响。参考 2023 年第二季度货币政策执行报告专栏-《合理看待我国商业银行利润水平》，近年来，我国商业银行利润保持增长，但净息差持续收窄，利润增速有所下降。未来，为确保商业银行维持稳健经营、防范金融风险，保持合理利润和净息差水平，增强支持实体经济的可持续性，通过存量利率调整等方式维护商业银行的盈利能力，是呵护银行净息差的必要之举。⁷

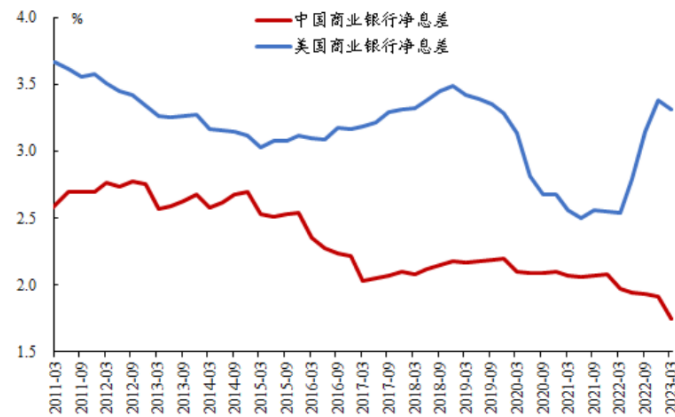
⁵ http://czt.zj.gov.cn/art/2023/6/5/art_1416803_58926733.html

⁶ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5050296/index.html>

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5050293/index.html>

⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/Mzv4seNY6VO41Mo342hCbg>

图 2：中美商业银行净息差走势⁸



资料来源：中国人民银行，德邦研究所

表 1：2023 年 8 月至今国内稳增长政策一览

新闻发布日期	发文机关	文件名称	核心内容
2023/8/2	财政部 税务总局	关于进一步支持小微企业和个体工商户发展有关税费政策的公告	自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，对个体工商户年应纳税所得额不超过 200 万元的部分，减半征收个人所得税。
2023/8/3	财政部 税务总局	关于增值税小规模纳税人减免增值税政策的公告	对月销售额 10 万元以下（含本数）的增值税小规模纳税人，免征增值税。增值税小规模纳税人适用 3% 征收率的应税销售收入，减按 1% 征收率征收增值税；适用 3% 预征率的预缴增值税项目，减按 1% 预征率预缴增值税。
2023/8/3	财政部 税务总局	关于支持小微企业融资有关税收政策的公告	对金融机构向小微企业、微型企业及个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税。
2023/8/3	财政部 税务总局	关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的公告	对金融机构向小微企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税。
2023/8/3	中国人民银行	-	中国人民银行召开金融支持民营企业发展座谈会，推动银企供需对接，研究加强金融支持民营企业工作举措
2023/8/4	财政部 税务总局 人力资源社会保障部 农业农村部	关于进一步支持重点群体创业就业有关税收政策的公告	自 2023 年至 2027 年，脱贫人口、持《就业创业证》或《就业失业登记证》的人员，从事个体经营的，自办理个体工商户登记当月起，在 3 年内按每户每年 20000 元为限额依次扣减其当年实际应缴纳的增值税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加和个人所得税。
2023/8/4	财政部 税务总局 退役军人事务部	关于进一步扶持自主就业退役士兵创业就业有关税收政策的公告	自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，自主就业退役士兵从事个体经营的，自办理个体工商户登记当月起，在 3 年内按每户每年 20000 元为限额依次扣减其当年实际应缴纳的增值税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加和个人所得税。
2023/8/4	财政部 税务总局	关于延续执行农户、小微企业和个体工商户融资担保增值税政策的公告	纳税人为农户、小微企业、微型企业及个体工商户借款、发行债券提供融资担保取得的担保费收入，以及为上述融资担保提供再担保取得的再担保费收入，免征增值税。
2023/8/4	财政部 税务总局	关于延续执行创业投资企业和天使投资个人投资初创科技型企业有关政策条件的公告	对于初创科技型企业需符合的条件，从业人数继续按不超过 300 人、资产总额和年销售收入按均不超过 5000 万元执行。
2023/8/18	证监会	-	沪深交易所此次将 A 股、B 股证券交易经手费从按成交金额的 0.00487% 双向收取下调为按成交金额的 0.00341% 双向收取，降幅达 30%。
2023/8/23	财政部 税务总局 发改委 证监会	关于延续实施创业投资企业个人合伙人所得税政策的公告	创投企业可以选择按单一投资基金核算或者按创投企业年度所得整体核算两种方式之一，对其个人合伙人来源于创投企业的所得计算个人所得税应纳税额。
2023/8/23	财政部 税务总局	关于延续实施上市公司股权激励有关个人所得税政策的公告	居民个人取得股票期权、股票增值权、限制性股票、股权激励等股权激励，符合相关条件的不并入当年综合所得，全额单独适用综合所得税率表计算纳税。
2023/8/24	财政部 税务总局 证监会	关于延续实施沪港、深港股票市场交易互联互通机制和内地与香港基金互认有关个人所得税政策的公告	对内地个人投资者通过沪港通、深港通投资香港联交所上市股票取得的转让差价所得和通过基金互认买卖香港基金份额取得的转让差价所得，继续暂免征收个人所得税。
2023/8/25	财政部 税务总局 住建部	关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告	自 2024 年至 2025 年，对出售自有住房并在现住房出售 1 年内 在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

⁸ <https://mp.weixin.qq.com/s/Mzv4seNY6VO41Mo342hCbg>

2023/8/25	财政部 税务总局	关于继续实施公共租赁住房税收优惠政策的公告	对公租房建设期间用地及公租房建成后占地，免征城镇土地使用税。在其他住房项目中配套建设公租房，按公租房建筑面积占总建筑面积的比例免征建设、管理公租房涉及的城镇土地使用税。
2023/8/25	财政部	关于加强财税支持政策落实 促进中小企业高质量发展的通知	在认真落实普惠性减税降费政策的基础上，全面落实对小微企业的精准税费优惠政策，坚决防止征收过头税费。
2023/8/25	财政部 税务总局	关于继续实施银行业金融机构、金融资产管理公司不良债权以物抵债有关税收政策的公告	银行业金融机构、金融资产管理公司中的增值税一般纳税人处置抵债不动产，可选择以取得的全部价款和价外费用扣除取得该抵债不动产时的作价为销售额，适用9%税率计算缴纳增值税
2023/8/25	住建部 中国人民银行 金融监管总局	住房和城乡建设部 中国人民银行 金融监管总局关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知	居民家庭申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
2023/8/27	财政部 税务总局	关于减半征收证券交易印花税的公告	自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收
2023/8/27	证监会	-	投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%
2023/8/27	证监会	-	上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。
2023/8/27	证监会	-	阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡。对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模。
2023/8/28	财政部 税务总局	关于延续实施个人所得税综合所得汇算清缴有关政策的公告	2024年至2027年居民个人年度综合所得收入不超过12万元且需要汇算清缴补税的，或者年度汇算清缴补税金额不超过400元的，可免于办理个税汇算清缴
2023/8/28	财政部 税务总局	关于延续实施全年一次性奖金个人所得税政策的公告	居民个人取得全年一次性奖金，符合国税发〔2005〕9号规定的，不并入当年综合所得
2023/8/31	国务院	国务院关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知	提高3岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人3项个人所得税专项附加扣除标准
2023/8/31	中国人民银行 金融监管总局	中国人民银行 国家金融监督管理总局关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知	自2023年9月25日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。
2023/8/31	中国人民银行 金融监管总局	中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整优化差别化住房信贷政策的的通知	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于30%。
2023/9/1	中国人民银行	-	自2023年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的6%下调至4%。

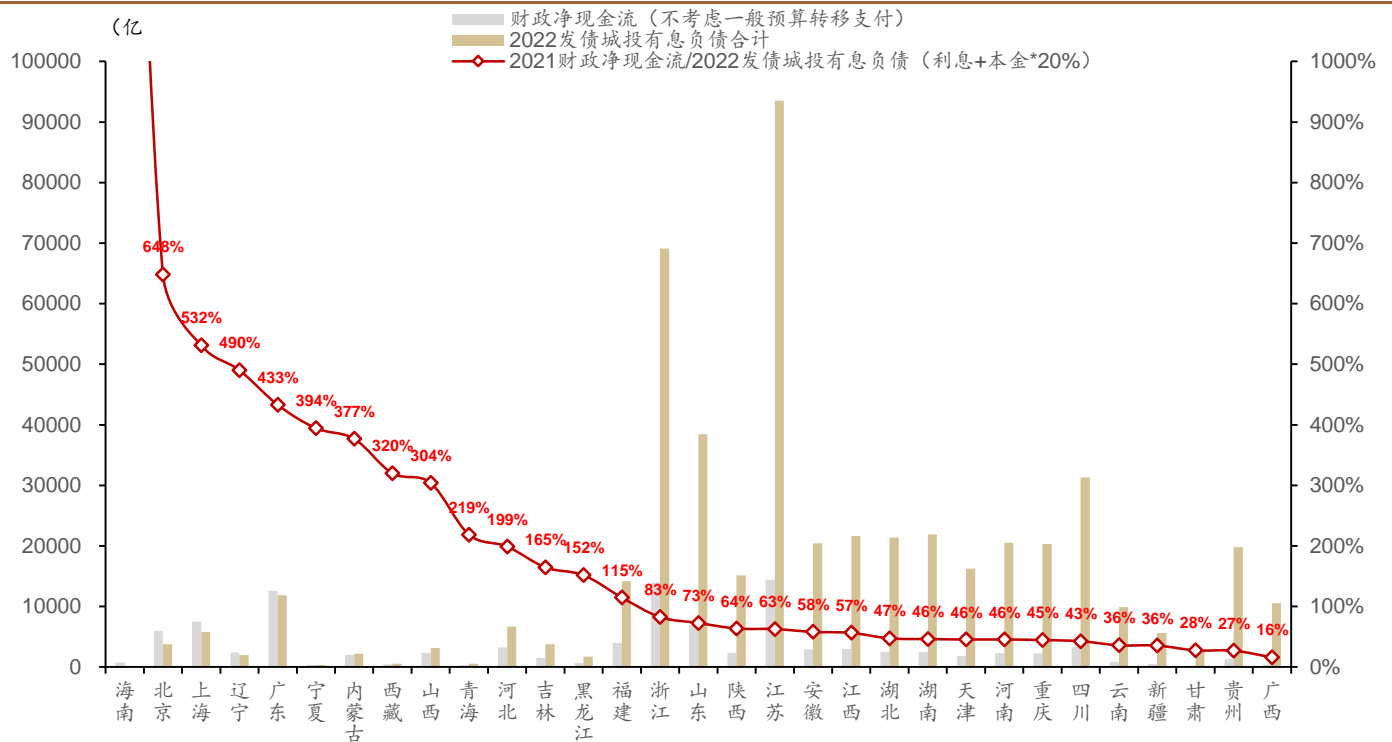
资料来源：国务院，财政部，发改委，中国人民银行，金融监管总局，证监会，德邦研究所

对于基建相关资产而言，由于融资平台新增债务用于政府投资可能受限，相关行业的需求端可能受到一定不利影响。从方向上看，2015年总书记曾提出：“投资要有效益。扩大投资可以促进增长，但如果都是无效投资，投下去没有回报，贷的款、借的债就没法偿还，形成一堆坏账，对企业而言就是财务风险，对国家而言就是财政金融风险。虽然说基础设施特别是公共性较强的基础设施投资的回报期可以长一些，但我们也不能把几十年以后的事都干了，即使应该干的也要看财力是不是可以支撑。”⁹在一揽子化债过程中，对存量债务的调整只是短期化解方法，为从根本上、从长期视角下真正解决政府债务问题，对新举借债务的规范也势在必行。其中，对“以贷养息”行为的规范是重点工作之一。

对于依赖 to G 业务回款的企业而言，一揽子化债固然能够改善地方政府的财政现金流表现，但尾部省份的还款压力仍在，政府回款的大幅改善难以一蹴而就。从财政净现金流的角度分析，若展期降息后，各省每年仅需偿还发债城投平台20%的有息负债及全部利息，经计算，超过15个省份财政净现金流（假设恢复至2021年水平）对上述债务偿还的保障能力低于100%。因此，一揽子化债固然能够改善地方政府的财政现金流表现，但相关省份通过“以时间换空间”的方式更多地是开展了短债风险缓释，而非真正意义上的长债风险化解。在债务本金规模仍在的前提下，部分尾部省份的还款压力仍在，政府回款的大幅改善难以一蹴而就，与当地政府进行结算的企业 to G 业务回款改善可能并不会体现的较为明显。

⁹ <http://cpc.people.com.cn/n1/2016/0101/c64094-28002398.html>

图 3：一揽子化债后，部分尾部省份可能仍难完全保障融资平台全口径债务的偿还



资料来源：Wind，德邦研究所绘制

2.2. 对信用债市场，重点省份的城投短债底线思维基本明确

一揽子化债落地后，通过融资平台协商、省级政府统筹等方式，我们预计债务风险相对较高的重点省份城投偿债压力将得到较大缓释。即使当地财政净现金流对融资平台全口径债务的保障能力可能较弱，但考虑到相关省份的债务问题长期存在导致市场化投资的非银机构过往介入意愿相对较低，公开市场债券因其银行机构持有比例可能较多而受益。通过融资平台与银行等金融机构的协商，非银机构潜在的退出缺口预计能够得到较好解决。我们认为，针对信用债市场而言，重点省份的城投短债底线思维基本明确。

3. 风险提示

- (1) 政策理解可能有偏差；
- (2) 政策规定与实际执行效果可能有偏差；
- (3) 以发债城投平台的财务数据衡量区域城投债务负担可能口径偏小。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

刘子博，德邦证券研究所宏观组分析师。毕业于对外经济贸易大学，拥有 4 年美国收资产投研经验，曾从事境内高收益债买方研究。研究领域覆盖地方政府行为研究、地方财政、城投平台与地产行业，致力于在“自下而上”的视角下，通过研究地方政府行为完善大类资产配置思路。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。