



宏观研究

# 【粤开宏观】专项债全面回顾：结构特征、利弊分析与应对

2023年09月21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：方堃**执业编号：S0300521050001  
电话：010-83755575  
邮箱：fangkun@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】房地产政策优化后，还存在的地产灰犀牛及应对》2023-09-03

《【粤开宏观】城中村改造要点、规模测算及影响分析》2023-09-04

《【粤开宏观】资本市场表现背后的宏观线索：8月金融数据解读》2023-09-11

《【粤开宏观】中小银行风险的成因及治理路径：金融风险系列报告之一》2023-09-15

《【粤开宏观】8月经济数据好转背后的真实图景》2023-09-15

## 摘要

我国财政政策的实践长期将赤字率3%视为警戒线，同时“将3%以上视为积极、将3%以下视为遵守财政纪律”的观念也深入到社会和资本市场。在严格控制赤字率不超过3%的实践和观念束缚下，赤字规模受到约束。但是宏观经济下行压力要求更大的逆周期调节力度和财政积极程度，因此近年来我国积极财政政策逐步形成了“控赤字+扩专项债+扩隐性债务”的政策组合。这种组合发挥了财政逆周期调节的效果，扩大总需求，并且释放稳定经济的信号，但随着时间推移，专项债和隐性债务问题不断凸显。

当前专项债当年新增和发行规模越来越大，地方政府专项债余额超过了地方政府一般债余额。专项债发挥了稳增长、防风险、惠民生的积极作用，但同时资金使用和投向出现一系列问题，弊端日益显现。专项债未来将何去何从？如何发挥出财政资金更大效果，同时防范化解风险？因此，有必要系统梳理专项债的结构特征、作用与弊端，提出优化专项债发行使用的短期和中长期建议。

## 一、专项债发展历程简要回顾

在地方政府债务监管“开前门、堵后门”的背景下，专项债在地方政府投融资中的地位不断提高、作用不断加大，成为重大项目融资的主渠道。回顾专项债发展历程，主要经历了三个阶段。

**起步阶段（2015年~2016年）：**专项债始于2015年地方政府债务置换，是防范债务风险“开前门、堵后门”的产物。“开前门”，中央对地方政府举债实行限额管理，地方开始发行置换存量债务的专项债券，当年新增额度1000亿元；“堵后门”，严控地方政府违法违规举债融资行为。

**扩大阶段（2017年-2019年）：**专项债支持土地开发与棚户区改造，推动房地产去库存。2018、2019年土储和棚改专项债发行量占比均超过60%。

**转型阶段（2019年末至今）：**土地储备类专项债叫停，专项债重点发挥对基建的拉动作用。专项债在资金投向和资金性质出现两大关键性转变，即从“土地开发”转向“高质量发展”，“从债务资金”到“项目资本金”，发挥专项债的杠杆作用，扩大基建投资，支持地方经济发展。

## 二、专项债的存量结构与发行特征

### （一）三大存量特征

**1、债务余额：东部地区专项债余额高、占比大。**2022年末，广东、福建、山东、江苏东部经济大省的专项债余额超万亿元，专项债占当地地方债务比重分别高达70.9%、70.1%、68.0%、64.3%。经济发达地区成熟的项目储备较



多、项目收益率相对有保障。

**2、债务限额：**上海、江苏等沿海省份专项债结存限额空间较大。2022 年末，专项债务限额空间排名前三的依次是上海（1438 亿元）、江苏（839 亿元）、北京（692 亿元）。

**3、偿债压力：**东部经济大省偿债能力强，但西南和东北省份项目收益低、土地市场不景气，专项债还本付息压力大幅上升。2022 年，全国有 26 个省份专项偿债率（专项债还本付息占政府性基金预算可用财力）超过 20%。天津（153.4%）、黑龙江（118.5%）、云南（88.1%）专项偿债率位居全国前三，还本付息压力较高。

## （二）五大发行特征

**1、发行节奏：**总体看专项债发行节奏逐步加快，是财政逆周期调节手段。随着专项债在稳增长过程中发挥的作用越来越大，同时政策为了更早产生效果，专项债额度提前下发、发行节奏逐步前移。

**2、区域结构：**专项债总体向偿债能力强、项目储备充足、实施条件充分的重点地区倾斜，以尽快形成实物工作量。2023 年 1-8 月，广东、山东、四川新增专项债发行规模较高，分别为 4350 亿元、2594 亿元、2190 亿元。相对而言，宁夏、西藏、青海等西部省份，综合财力与偿债能力较弱，区域内符合条件的项目有限，新增专项债发行较少。

**3、投向结构：**多元化，市政和产业园区相对较高。2023 年 1-8 月，新增专项债第一大投向是市政和产业园区基础设施，占比 31.5%。

**4、期限结构：**期限逐步拉长，10 年期以上的发行量占比超过 70%。

**5、用作项目资本金：**规模呈上升趋势，但占比较低。2020、2021、2022 年专项债用作项目资本金的规模分别为 2456 亿元、2596 亿元、2786 亿元，逐年上升。今年 1-8 月，全国仅有 8.2% 的专项债用作项目资本金，西藏、青海、天津、北京、内蒙古、湖南 6 个省份用作资本金比例甚至为 0。

## 三、专项债发挥的作用及存在的问题

### （一）作用

一是稳增长，专项债不仅能够扩大基建投资，还能优化供给结构。二是防风险，专项债的使用一定程度上有利于减少隐性债务融资，还可以补充中小银行资本金，有助于防范金融风险。三是惠民生，专项债支持民生重点领域和薄弱环节。

### （二）问题：加大债务风险，资金闲置、收益低下、使用不规范

伴随专项债项目收益持续递减，专项债已名不副实，专项债一般化的倾向越发明显，专项债成为地方政府弥补收支不足的重要来源，偏离了专项债的初衷即专门项目收益偿债，加大了债务风险。

专项债始终没有解决一个根本问题：存在的必要性及规模扩张的边界，具体而言是完全没有收益的项目由一般债在支持实施，由财政资金偿还；有较高收益的项目由市场机构在实施，由市场化项目收益来偿还。专项债工具从诞生之日起就存在矛盾，既不能完全没有收益，也不能收益过高与市场抢空间。



专项债面临的核心问题是重发行、轻管理，对发行后的使用缺乏监督，使用过程中存在资金闲置、使用效率低和投向不合规等问题。

**一是资金长期闲置，未发挥出实际效果。**部分项目由于前期论证不充分、规划设计和方案不合理等，导致债券资金长期闲置在国库或者项目单位。江苏、四川、河北等地存在大量专项债资金结存 1 年以上，部分地区出现“钱等项目”的情形。

**二是资金使用效率低下，大部分专项债项目做不到收益覆盖融资，因为很多项目本身收益很低，导致在包装发行上产生大量成本，进一步加重了地方负担。**今年 6 月审计署发布审计工作报告披露，20 个地区通过虚报项目收入、低估成本等将项目“包装”成收益与融资规模平衡，借此发行专项债券 198.21 亿元。

**三是资金使用不规范。**部分地区将专项债资金用于发放人员工资、差旅费等经常性支出，或者出借给乡镇、企业等周转，甚至用于购买理财产品等。广西、湖南、内蒙、辽宁等省份都披露存在违规挪用资金的情形。

#### 四、应对建议

短期来看，专项债需加快发行进度并尽快投入到项目中，一方面避免前期已开工项目成为半拉子工程和无效投资，另一方面稳基建稳投资，扩大总需求。中长期来看，实施“储备项目决定专项债规模”的机制，逐步压降专项债规模，同时打破赤字率 3%警戒线的观念认知，扩大赤字、避免对专项债过度依赖，有必要提前防范风险。

第一，实施“储备项目决定专项债当年新增规模”的机制，额度分配上采取“项目储备预期收益和地方财力决定区域额度”，向人口持续流入、项目较多的发达地区倾斜，形成“欠发达地区、低能级城市以一般债为主、发达地区一般债与专项债并重”的格局。

第二，鉴于专项债规模持续扩张很大程度上与控制赤字率不高于 3%的观念有关，因此要逐步打破赤字率 3%是警戒线的传统束缚，从“控赤字+扩专项债”转变为实事求是地根据赤字和专项债需要决定。压降专项债占比、提高一般债占比。

第三，在前期做好优质项目储备工作，要加大项目信息公开力度，对于项目质量注水、违规举债应该严加问责。

第四，优化专项债发行使用。

第五，在后期完善专项债项目资金绩效评价。

**风险提示：**财政政策力度不及预期；专项债到形成实物投资存在滞后。



## 内容目录

一、专项债发展历程简要回顾.....	5
二、专项债的三大存量特征与五大发行特征.....	8
（一）专项债存量结构三大特征.....	8
（二）专项债发行的五大特征.....	11
三、专项债的作用与存在问题.....	15
（一）专项债发挥的三大作用.....	15
（二）当前专项债存在的问题.....	17
（三）如何看待专项债项目收益偏低以及难以自求平衡的问题？.....	19
四、应对建议.....	20

## 图表目录

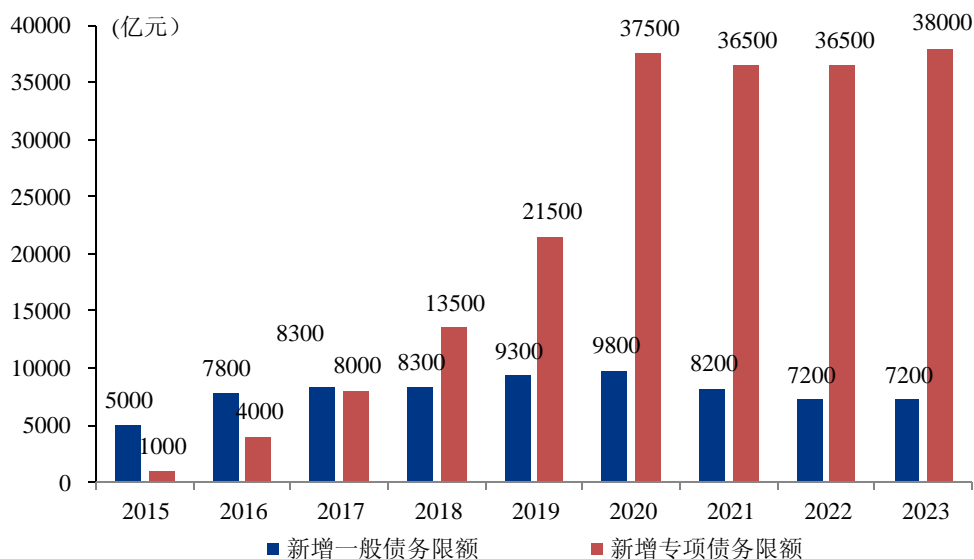
图表 1： 地方政府新增一般债和专项债限额变化趋势.....	5
图表 2： 土地储备专项债占比的变化.....	6
图表 3： 收费公路专项债与棚改专项债占比的变化趋势.....	6
图表 4： 有关地方政府专项债发行管理的会议和重点政策文件.....	7
图表 5： 2022 年末 31 省份专项债务余额对比.....	9
图表 6： 2022 年末 31 省份地方政府债务结构.....	9
图表 7： 2022 年末 31 省份专项债结存限额空间.....	10
图表 8： 2022 年 31 省份专项偿债率对比.....	10
图表 9： 2022 和 2023 年上半年 31 省份国有土地出让收入同比增速.....	11
图表 10： 2023 年 8 月新增专项债发行进度明显提速.....	12
图表 11： 31 省份 2023 年 1-8 月新增专项债发行规模.....	13
图表 12： 2023 年 1-8 月新增专项债投向分布.....	13
图表 13： 不同期限的专项债发行规模的占比.....	14
图表 14： 地方政府一般债和专项债剩余期限变化趋势.....	14
图表 15： 31 省份 2023 年 1-8 月新增专项债用作资本金的规模占比.....	15
图表 16： 2022 年以来基建投资大幅高于整体固投增速.....	16
图表 17： 截至 2023 年 8 月末已发行的 48 支中小银行专项债的区域分布.....	16
图表 18： 专项债重点投向领域.....	17
图表 19： 有关 2022 年度地方政府专项债管理使用审计发现的问题.....	18



## 一、专项债发展历程简要回顾

专项债是基建投资项目的资金来源之一，对稳定地方政府投资起到了非常重要的托底作用。在地方政府债务监管“开前门、堵后门”的背景下，专项债在地方政府投融资中的地位不断提高、作用不断加大，成为重大项目融资的主渠道。2018年以来，在中美贸易摩擦、新冠疫情等冲击下经济下行压力较大，新增专项债额度逐年扩张。2019-2023年，新增专项债额度分别为2.15、3.75、3.65、3.65和3.8万亿元，专项债新增额度维持高位，有效支持地方扩大投资和消费，推动高质量发展。

图表1：地方政府新增一般债和专项债限额变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

**起步阶段：（2015年~2016年）。**专项债始于2015年地方政府债务置换，是防范债务风险“开前门、堵后门”的产物。2014年，国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》（43号文）赋予地方政府通过政府债券方式融资的权限，“开前门”，中央对地方政府举债实行限额管理，支持地方经济发展；“堵后门”，严控地方政府违法违规举债融资行为。2015年，新预算法实施后，地方开始发行置换存量债务的专项债券，专项债发行正式起步，当年新增专项债额度1000亿元，用于有一定收益性的公共事业发展。地方政府债务全面采用自发自还模式，地方政府专项债务纳入政府性基金预算管理，专项债资金“专款专用”，预算透明度和规范性较高，有助于防范地方隐性债务风险上升。

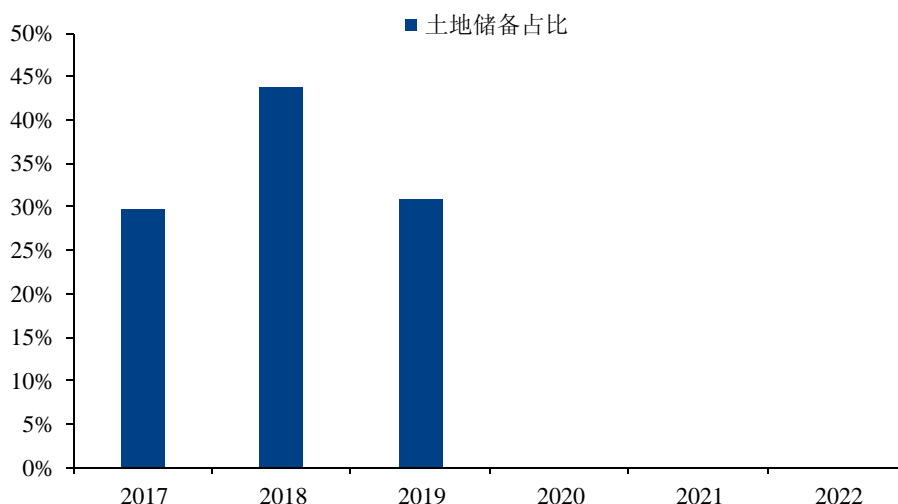
**扩大阶段（2017年-2019年）：**2017年专项债明确要求按项目发行，项目收益与融资自平衡，优先选择土地储备、政府收费公路2个领域在全国范围内开展专项债发行试点，2018年新增棚户区改造专项债。2017年7月，财政部发布《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》，鼓励地方政府积极探索在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券，同年6月和7月分别发布土地储备和收费公路专项债的管理办法，二者分别发行2407亿元和440亿元。2018年4月，财政部新增棚改专项债管理办法，自此土地储备、棚改、收费公路成为专项债的主要投向，2018年三者分别发行5893亿元、3102亿元和750亿元，分别占当年新增专项债发行量的43.7%、23.0%和5.6%。

**转型阶段（2019年末至今）：**土地储备类专项债被叫停后，专项债注重投向基建。为了发挥专项债对于基建的拉动作用，2019年9月，国务院常务会议提出专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、债务置换以及完全商业化运作的产业项目。但由于



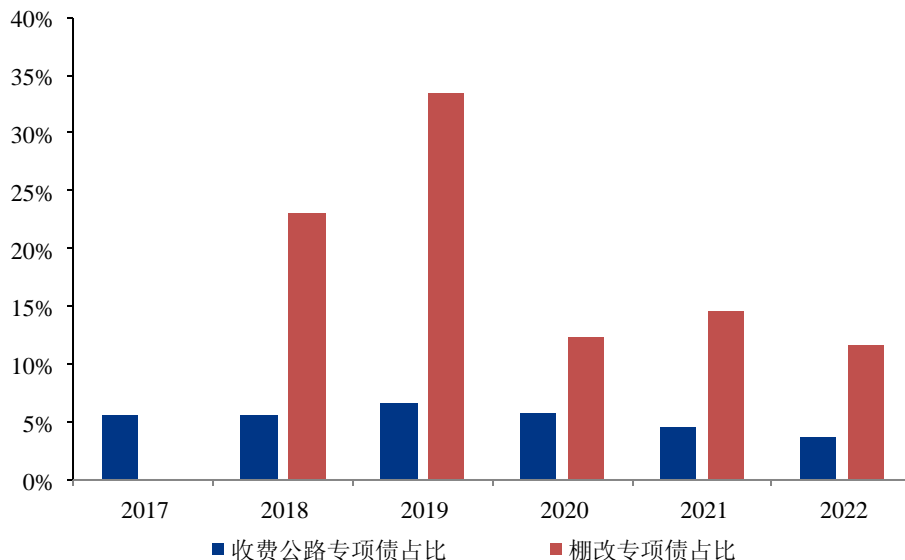
发文时点专项债发行已经近尾声，并且为了防止棚改项目出现“半拉子”项目，下半年放松了对棚改专项债的限制，2019年专项债投向仍以棚改和土地储备为主，二者合计占当年新增专项债发行量的62.3%。2020年，国常会要求专项债不得投向土地储备和房地产相关领域后，土地储备专项债发行量降至零，棚改专项债发行量大幅减少，仅占当年新增专项债发行量的12.3%，专项债投向医疗卫生、轨道交通、生态环保、农林水利等领域项目的金额和占比提升。

图表2：土地储备专项债占比的变化



资料来源：财政部、粤开证券研究院

图表3：收费公路专项债与棚改专项债占比的变化趋势



资料来源：财政部、粤开证券研究院

回顾专项债的发展历程，专项债在资金投向和资金性质出现两大关键性转变，有助于地方政府提高资金使用率，防范债务风险，发挥专项债支持地方经济发展的功能。

第一个转变：“土地开发”转向“高质量发展”。专项债的土地储备开发功能全面剥



离。棚改专项债与棚改货币化，推动房地产去库存的同时推升了房价地价，而土储专项债很大一部分资金用于赔偿安置，对有效投资的拉动作用有限。因此，2019年9月，国务院常务会议明确，专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域。同时，新发展阶段要构建新发展格局，专项债更加注重扩大内需，实现经济转型升级。2019年，财政部明确了专项债券投向的分类框架，包括交通基础设施、能源等7大领域。2020年，财政部还严格新增专项债券使用负面清单，“决不允许搞形象工程、面子工程”。2021-2022年专项债用途持续扩容，最终形成了11大重点领域投向，专项债券逐渐成为稳增长、实现高质量发展的重要财政工具。

**第二个转变：“从债务资金”到“项目资本金”。**专项债可以发挥杠杆作用撬动其他资金进入投资项目。2019年以前，地方政府运用专项债筹集资金，作为债务性资金投资项目，或者由城投公司作为代建单位使用债务资金。为了增加有效投资，2019年，中共中央办公厅、国务院办公厅下发33号文，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。2020年，财政部将各省份专项债资金可用于项目资本金的规模占全省专项债规模的比重从20%提升到25%，更有利于发挥专项债资金的撬动作用，调动社会资金拉动投资。

图表4：有关地方政府专项债发行管理的会议和重点政策文件

时间	会议或文件名	主要内容
2014/09	《关于进一步加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）	地方政府举债采取政府债券方式。有一定收益的公益性事业发展确需政府举借专项债务的，由地方政府通过发行专项债券融资，以对应的政府性基金或专项收入偿还。
2015/12	《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预〔2015〕225号）	合理确定地方政府债务总限额。当经济下行压力大、需要实施积极财政政策时，适当扩大当年新增债务限额。专项债务纳入政府性基金预算管理，通过对应的政府性基金或专项收入偿还；政府性基金或专项收入暂时难以实现，如收储土地未能按计划出让的，可先通过借新还旧周转，收入实现后即予归还。
2016/11	关于印发《地方政府专项债务预算管理办法》的通知（财预〔2016〕155号）	专项债务收入应当用于公益性资本支出，不得用于经常性支出。专项债务本金通过对应的政府性基金收入、专项收入、发行专项债券等偿还。专项债务利息通过对应的政府性基金收入、专项收入偿还，不得通过发行专项债券偿还。
2017/05	关于印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》的通知（财预〔2017〕62号）	2017年先从土地储备领域开展试点，发行土地储备专项债券，规范土地储备融资行为，促进土地储备事业持续健康发展，今后逐步扩大范围。
2017/06	关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知 财预〔2017〕97号	2017年在政府收费公路领域开展试点，发行收费公路专项债券。
2017/06	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预〔2017〕89号）	发展实现项目收益与融资自求平衡的专项债券品种，加快建立专项债券与项目资产、收益相对应的制度。
2018/02	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预〔2018〕34号）	优先在重大区域发展以及乡村振兴、生态环保、保障性住房、公立医院、公立高校、交通、水利、市政基础设施等领域选择符合条件的项目，积极探索试点发行项目收益专项债券。
2018/03	关于印发《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》的通知（财预〔2018〕28号）	2018年在棚户区改造领域开展试点，有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作。
2019/06	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》（厅字〔2019〕33号）	允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。组合使用专项债券和市场化融资的项目，项目收入实行分账管理。逐步提高长期债券发行占比，对于铁路、城际交通、收费公路、水利工程等建设和运营期限较长的重大项目，鼓励发行10年期以上的长期专项债券。
2019/09	国务院常务会议	扩大专项债券使用范围，重点用于交通基础设施，能源等7大领域。专项债资金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。



时间	会议或文件名	主要内容
2020/04	国务院常务会议	推进城镇老旧小区改造，地方政府专项债要给予倾斜。
2020/07	国务院常务会议	允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金。
2020/07	《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》（财预〔2020〕94号）	严格新增专项债券使用负面清单。严禁将新增专项债券资金用于置换存量债务，决不允许搞形象工程、面子工程。新增专项债券资金依法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。
2022/05	《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》（国发〔2022〕12号）	在前期确定的交通基础设施、能源、保障性安居工程等9大领域基础上，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。
2022/06	国务院常务会议	运用政策性开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。
2022/08	国务院常务会议	增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好5000多亿元专项债结存限额。

资料来源：中国政府网、粤开证券研究院

## 二、专项债的三大存量特征与五大发行特征

当前地方政府专项债总量规模逐年攀升，但地区结构差异加大，东北、西南部分地区的偿债压力较大。根据财政部披露，2023年7月末，地方政府专项债务余额达到23.16万亿元，远超一般债务余额的14.86万亿元。东部经济大省偿债能力强、项目储备充足、专项债发行规模大，而西南和东北省份土地市场不景气、项目收益低，引起专项债还本付息压力大幅上升。

### （一）专项债存量结构三大特征

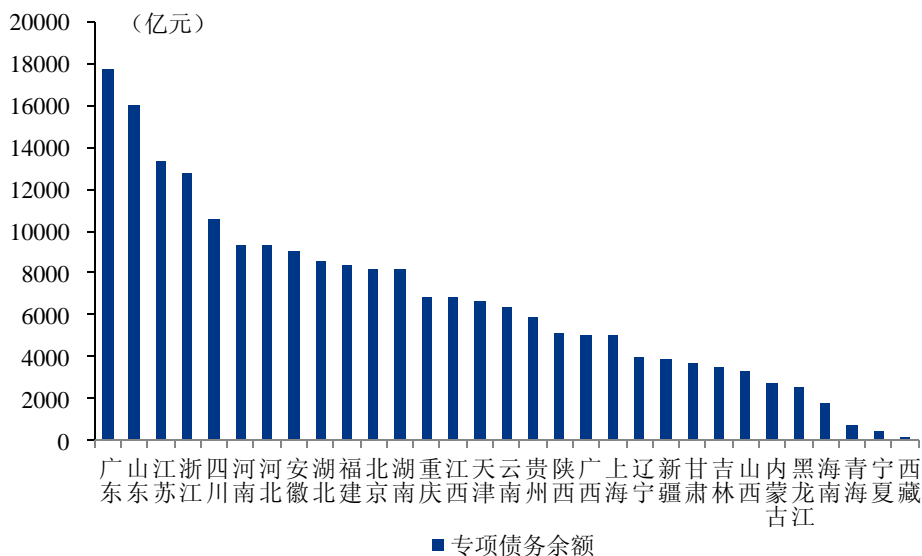
#### 1、债务余额：经济大省专项债规模大、占比高

从余额来看，2022年末，粤鲁苏浙东部经济大省的专项债余额超万亿元。东部省份专项债不仅规模大，专项债在全省债务的比重也相对较高。广东、福建、山东、江苏的专项债占比分别高达70.9%、70.1%、68.0%、64.3%。西藏、青海、宁夏等西部省份的专项债余额不足千亿元，专项债占比分别为31.1%、25.4%、23.7%。经济欠发达地区成熟的项目储备较少、项目收益率偏低，专项债资金跟着项目走，占比低。



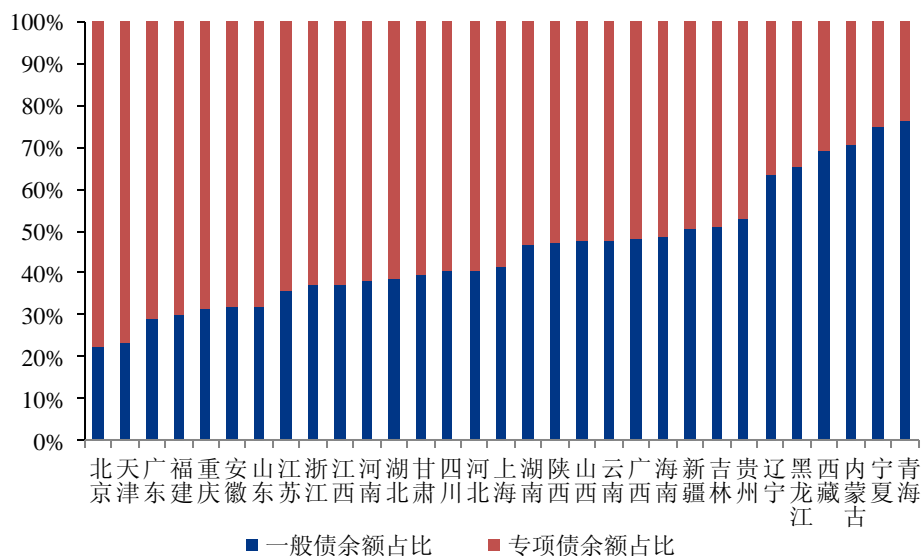


图表5：2022 年末 31 省份专项债务余额对比



资料来源：各省（自治区、直辖市）2022 年财政决算报告、粤开证券研究院（新疆数据不含兵团）

图表6：2022 年末 31 省份地方政府债务结构



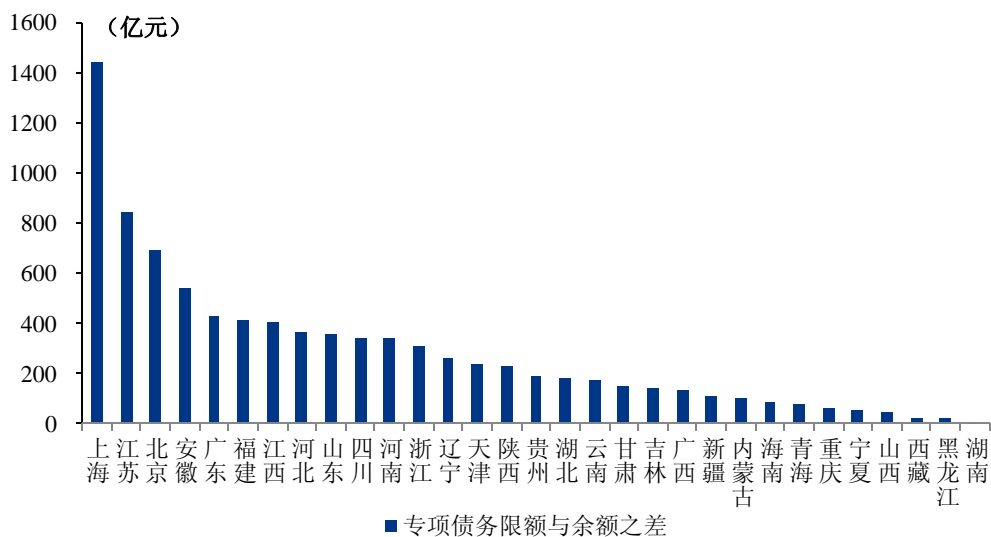
资料来源：各省（自治区、直辖市）2022 年财政决算报告、粤开证券研究院（新疆数据不含兵团）

## 2、债务限额：上海、江苏等沿海省份结存限额空间大

从限额来看，上海、江苏等地专项债结存限额用以举债的空间较大。2022 年末，地方政府专项债务限额与余额之差合计 1.15 万亿元(含 2770 亿专项债限额未分配到地方)。分地区来看，专项债务限额空间排名前三的依次是上海（1438 亿元）、江苏（839 亿元）、北京（692 亿元）。湖南专项债务限额全部用尽，结存限额空间为 0，黑龙江、重庆专项债务结存限额占限额的比重不足 1%。



图表7：2022 年末 31 省份专项债结存限额空间

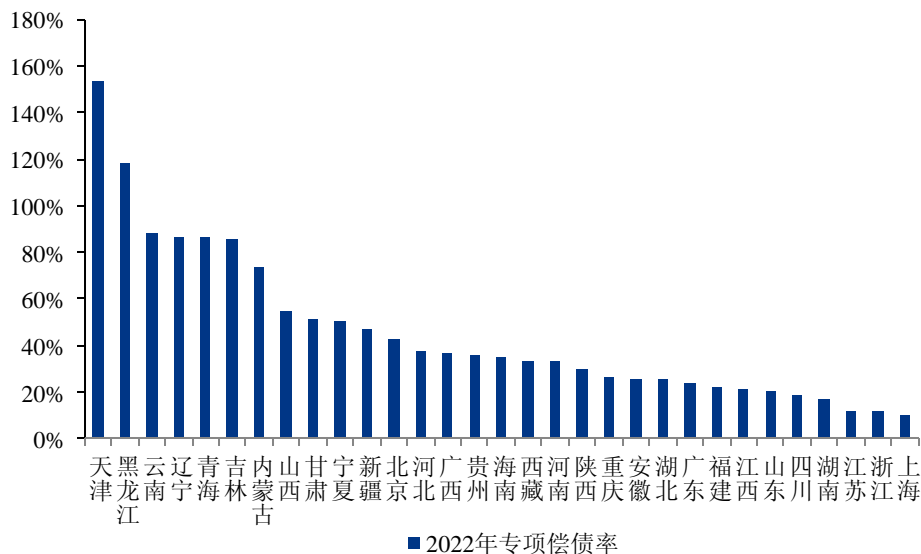


资料来源：各省（自治区、直辖市）2022 年财政决算报告、粤开证券研究院（新疆数据不含兵团）

### 3、偿债压力：天津、黑龙江、云南专项债还本付息压力较大

土地市场不景气引起专项债还本付息压力上升，天津、黑龙江、云南专项偿债率全国最高。2022 年，全国有 26 个省份专项偿债率（专项债还本付息占政府性基金预算可用财力）超过 20%。其中天津、黑龙江两地专项偿债率超过 100%，分别达到 153.4%、118.5%，云南（88.1%）、辽宁（87.0%）、青海（86.9%）、吉林（85.5%）专项偿债率超 80%。专项债务还本付息形势严峻。同时，2023 年专项债务偿债压力依然较大。当前房地产销售、投资同比降幅扩大，房地产待售面积同比创 2016 年 3 月以来新高，房地产企业拿地能力和意愿未明显恢复，导致 2023 年上半年国有土地使用权出让收入同比下降 20.9%，福建（-37.6%）、山东（-32.3%）、浙江（-29%）等东部省份土地出让收入下滑幅度较大。分子上升的同时分母反而收缩，地方政府专项债务偿债风险进一步攀升。

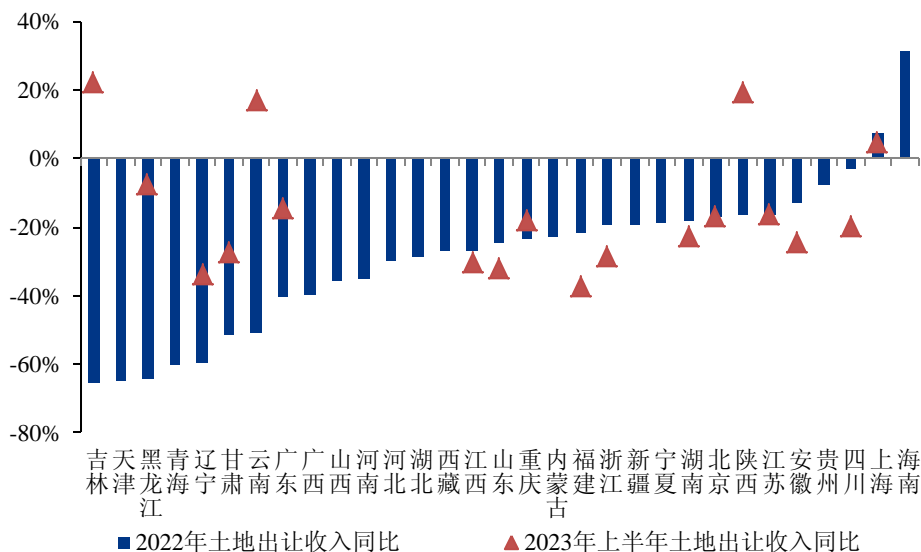
图表8：2022 年 31 省份专项偿债率对比



资料来源：各省（自治区、直辖市）2022 年财政决算报告、粤开证券研究院（新疆数据不含兵团）



图表9：2022 和 2023 年上半年 31 省份国有土地出让收入同比增速



资料来源：各省（自治区、直辖市）财政厅（局）、粤开证券研究院

## （二）专项债发行的五大特征

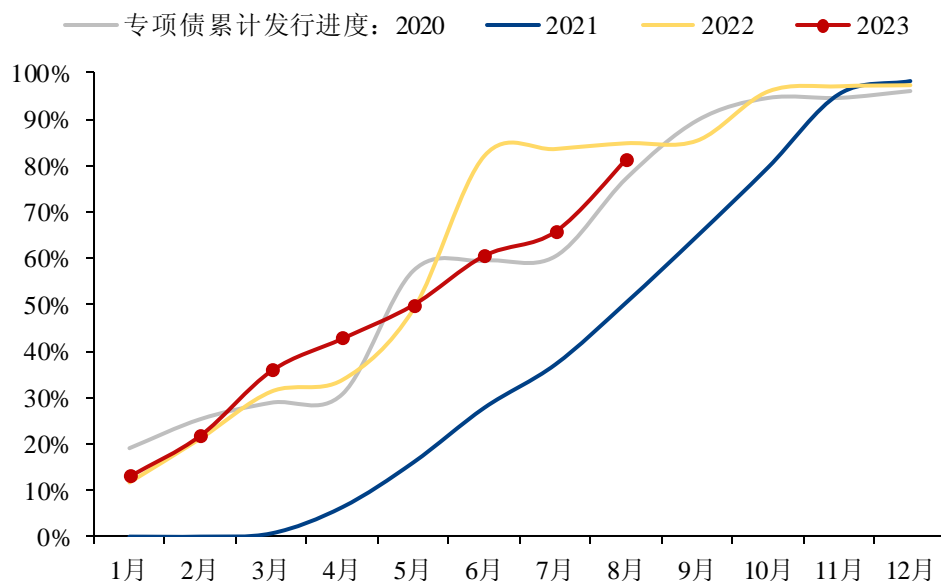
### 1、发行节奏：一般上半年进度偏慢，8月开始明显提速

从过往看，地方债发行的节奏与经济周期存在一定负相关性。2018年12月，面对内外部经济下行压力，全国人大常委会授权国务院在2019年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的60%以内下达提前批额度，原则上10月底发行完毕。地方最早在上年11月就会获中央下达的专项债额度，当年初就会开启专项债发行计划。2020年，疫情严重冲击经济运行，积极的财政政策更加积极有为，专项债要在年度内尽快发挥作用，所以发行节奏逐步提前。而2021年，在外需繁荣和内需加快复苏的形势下，中央在当年3月初下达地方专项债额度，导致专项债发行进度偏慢，显得较为特殊。2022年，我国经济面对“三重压力”加剧，财政要靠前发力，专项债发行前置，力争8月底前发行完毕，9月盘活地方债结存限额又带来新一波专项债发行。

2023年初，专项债发行节奏偏慢，主要是经济恢复性增长、去年高基数透支了项目储备，而年中逆周期调节力度加码，专项发行再度提速。2023年新增专项债额度38000亿元，1-6月专项债累计发行23009亿元，发行进度达到60.5%，低于去年同期（考虑结存限额5029亿元）21.5个百分点，主要是去年二季度面临疫情、财政要靠前发力，6月份发行规模超万亿元导致同期基数较高。7月中央政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”，积极财政政策要加力提效。8月新增专项债发行6007亿元，创年内新高。前8个月新增专项债累计发行30978亿元，累计进度达81.5%，较上个月提升了超15个百分点，已接近去年同期。三季度专项债发行明显加快，财政部要求新增专项债要于9月底前基本发行完毕。未来随着专项债资金向项目建设环节传导，四季度基建投资增速有望企稳回升。



图表10：2023年8月新增专项债发行进度明显提速



资料来源：财政部、企业预警通、粤开证券研究院

## 2、区域结构：经济发达且债务风险低的省份发行规模靠前

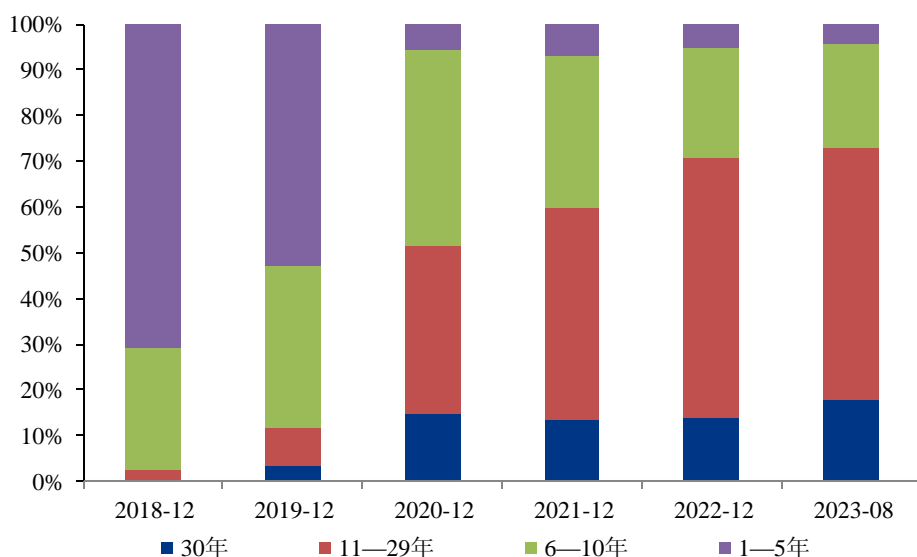
广东、山东专项债发行规模大，天津、贵州新增规模有限。2022年广东、山东、浙江三省新增专项债发行规模靠前，均超过2500亿元。2023年1-8月，广东、山东、四川新增专项债发行规模较高，分别为4350亿元、2594亿元、2190亿元。东部省份项目储备相对充足，以山东为例，今年争取新增专项债额度3330亿元，上半年发行进度超62%，省内市政和产业园区，胶州湾第二海底隧道等交通基础设施项目优质项目较多，拉动基建投资同比增长超30%。相对而言，宁夏、西藏、青海等西部省份，综合财力与偿债能力较弱，区域内符合条件的项目不足，发行专项债的需求不足。还有一些偿债风险较高的地区发行规模有限，今年1-8月，天津市新增专项债发行规模仅105亿元，位居全国倒数第4，黑龙江、贵州、吉林新增专项债发行规模较低，也是受到了债务风险制约。





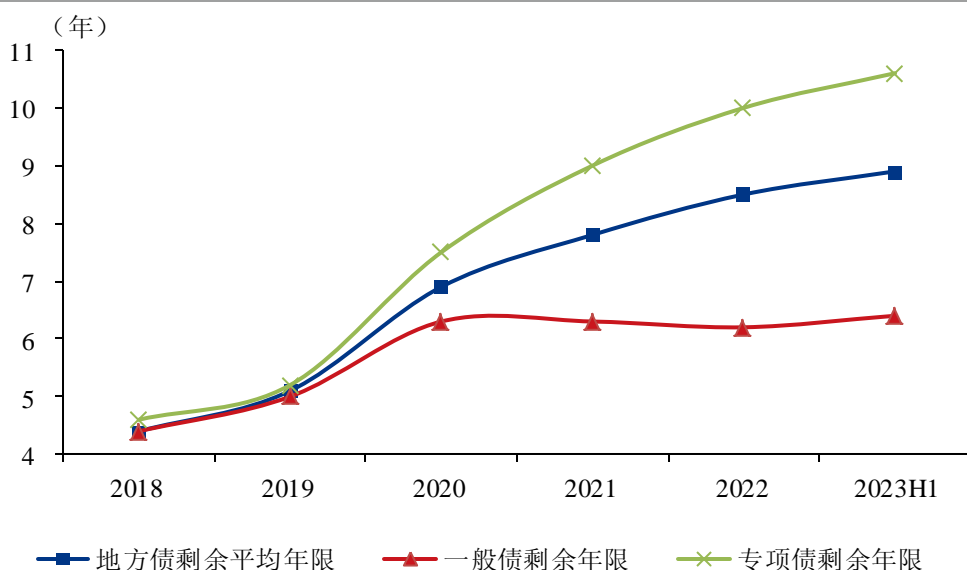
增专项债发行主要是5年、3年期限为主。2019年4月，财政部不再限制地方政府债券期限比例结构，要求逐步提高长期债券发行比例。主要原因在于：一是为了减轻地方政府再融资压力，避免专项债集中到期；二是为了更好地匹配项目资金需求和期限，专项债很多用于公益性项目投资，建设周期和回收期较长，需持续投入资金。2019年允许专项债用作重大项目资本金，使得30年超长期限的基础设施专项债发行量激增。此后，新增专项债发行期限迅速上升，2019-2022年，专项债平均发行期限从2019年的9.0年大幅提升至2022年的15.5年；专项债剩余期限也大幅拉长，从2019年末的5.2年上升至2022年10年。2023年1-8月，10年期以上期限的专项债发行规模占比高达2.19万亿元，占比超72.7%；30年期新增专项债发行5328亿元，占比达17.7%，接近去年全年。

图表13：不同期限的专项债发行规模的占比



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表14：地方政府一般债和专项债剩余期限变化趋势



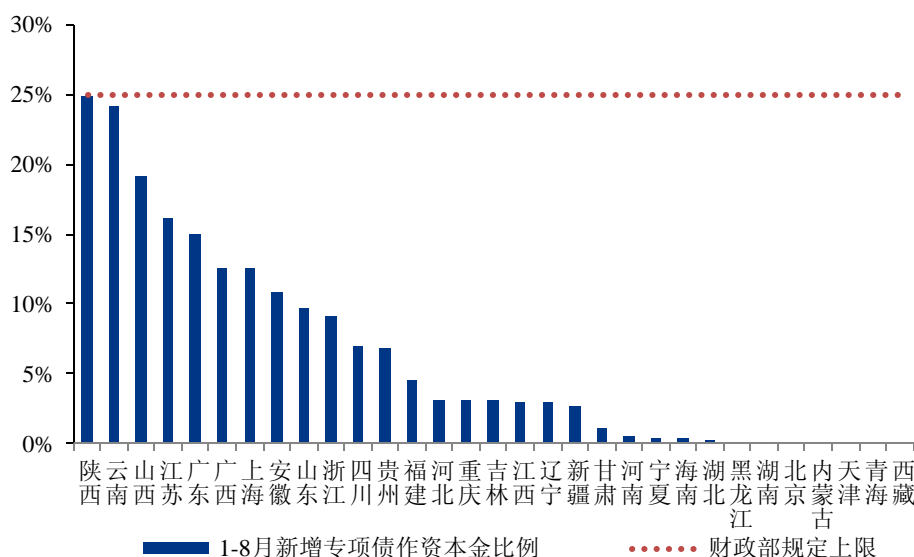
资料来源：财政部、粤开证券研究院

### 5、用作项目资本金：规模呈上升趋势，但占比依然较低



专项债券不仅作为债务性资金投向项目公司或项目实施主体，还能作为项目资本金投向国家重点支持项目。尽管财政部多次强调，要扩大专项债投向领域和用作重大项目资本金的范围。实际中，由于区域经济发展不均衡、项目收益不及预期等因素，实际用作资本金的专项债资金占远低于 25%。2020、2021、2022 年专项债用作项目资本金的规模逐年上升，分别为 2456 亿元、2596 亿元、2786 亿元，分别占当年专项债发行量的 6.8%、7.3%、6.9%。今年 1-8 月，全国 31 个省份合计，仅有 8.2% 的新增专项债用作资本金；仅有陕西专项债用作资本金的比例达到了财政部规定的 25% 的上限，还有 21 个省份低于全国平均水平，西藏、青海、天津、北京、内蒙古、湖南 6 个省份用作资本金比例甚至为 0。

图表15: 31 省份 2023 年 1-8 月新增专项债用作资本金的规模占比



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

### 三、专项债的作用与存在问题

#### (一) 专项债发挥的三大作用

当前，地方政府专项债存量规模与新增发行均保持高位，充分体现了专项债资金为地方政府筹措财政资金，发挥稳增长、防风险、惠民生三重作用。

一是稳增长，专项债不仅能够扩大基建投资，还能优化供给结构。专项债是积极财政政策的重要工具，通过提升专项债额度、加快专项债发行，推动扩大投资、稳定总需求。2020 年以来，财政部不断扩大地方政府专项债券资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，形成实物工作量和投资拉动力，有效支持高质量发展。2022 年，面对三重压力加剧的不利形势，积极的财政政策靠前发力，加快专项债券发行使用、中央基建投资预算内资金下达，配合政策性金融工具，拉动基建投资从 2021 年的 0.6% 大幅提升至 2022 年的 9.4%。服务国家 7 个重大战略也是专项债投向的重点领域之一，这有助于推动供给侧结构性改革，优化区域经济布局，促进区域协调发展。



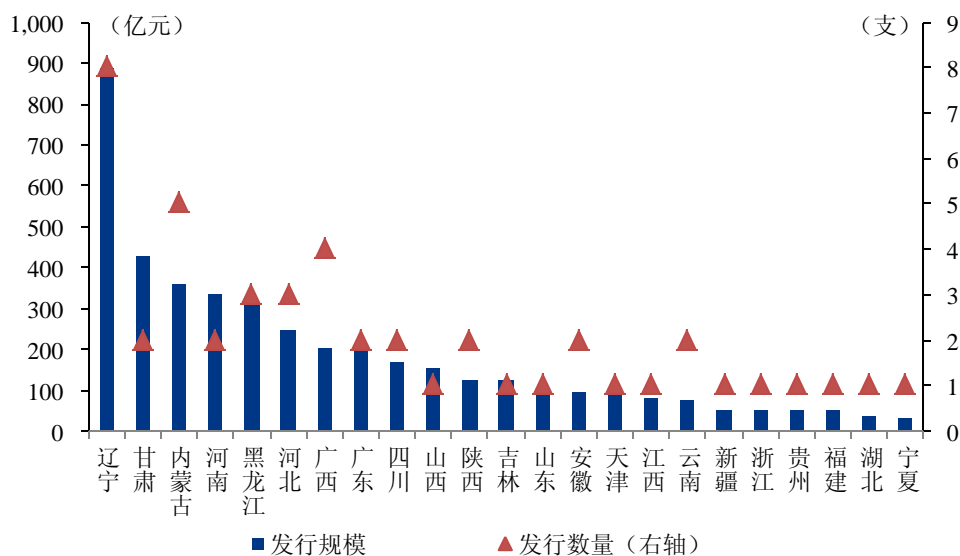
图表16: 2022年以来基建投资大幅高于整体固投增速



资料来源: Wind、粤开证券研究院 (2021年为两年平均增速)

二是防风险，专项债不仅能防控隐性债务风险，还有助于防范金融风险。相对于规模未知、结构复杂的地方政府隐性债务，专项债券是合规合法的融资工具，纳入政府性基金预算管理，额度有限、透明可查。通过专项债券融资，有助于控制地方政府隐性债务风险，推动地方经济社会可持续发展。此外，专项债用途上还可用于防范金融风险，例如2020年出台的中小银行专项债。中小银行专项债自2020年12月起正式发行，至2023年8月末，已发行48支中小银行专项债，累计发行金额达4253亿元，支持23个省份的中小银行补充资本。中小银行在获得直接或间接注资后，抗风险能力增强，配合后续公司治理和经营改善，有望实现专项债的项目投资收益与融资平衡，实现防范金融风险的目的。

图表17: 截至2023年8月末已发行的48支中小银行专项债的区域分布



资料来源: Wind、粤开证券研究院

三是惠民生，专项债支持民生重点领域和薄弱环节。长期以来，教育、医疗、养老等民生服务，都是专项债支持的重点领域。疫情之后，各地加强建设医疗卫生基础设施，





专项债用于卫生健康领域的资金占比大幅提升，有效缓解地方医疗设施资源紧张。还有专项债用于农林水利、农村电网改造升级等项目，有力支持农村脱贫攻坚和乡村振兴建设。2021年，新增将保障性安居工程纳入专项债重点支持范围，特别是城镇老旧小区改造、保障性租赁住房专项债，提升了居民住房品质，扩大了居民住房供给，保障民生需求。

图表18：专项债重点投向领域

专项债券 11 个重点投向领域	专项债券用于 13 个领域项目资本金
交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、仓储物流基础设施、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、新能源项目、新型基础设施。	铁路、收费公路、干线和东部地区支线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气管网和储气设施、城乡电网、水利、城镇污水垃圾处理、供排水、新能源项目、煤炭储备设施、国家级产业园区基础设施。

资料来源：财政部、粤开证券研究院

## （二）当前专项债存在的问题

伴随专项债项目收益持续递减，专项债已名不副实，专项债一般化的倾向越发明显，专项债成为地方政府弥补收支不足的重要来源，偏离了专项债的初衷即专门项目收益偿债，加大了债务风险。

专项债始终没有解决一个根本问题：存在的必要性及规模扩张的边界，具体而言是完全没有收益的项目由一般债在支持实施，由财政资金偿还；有较高收益的项目由市场机构在实施，由市场化项目收益来偿还。同时，专项债实施具有一定的政策导向性，对投资方向做了限定，实际上也就限定了项目收益区间，政策性与收益性很难达成平衡。因此专项债工具从诞生之日起就存在这个悖论，如何界定有一定收益，既不能完全没有收益，也不能收益过高与市场抢空间，这个狭窄的空间很难权衡。

专项债存在三对矛盾：一是专项债规模越来越大与项目收益越来越低的矛盾，二是稳增长要求加快专项债发行使用与优质项目储备不足的矛盾，三是财力雄厚与项目偏多的东部地区有较大的专项债结存限额、财力薄弱与项目偏少的欠发达地区却几乎没有结存限额空间。

专项债实施过程中的核心问题是重发行、轻管理，对发行后的使用缺乏监督，使用过程中存在资金闲置、使用效率低和投向不合规等问题。具体如下：

一是资金使用效率低下，专项债一般化，增加债务风险负担。融资与收益自求平衡是专项债区别于一般债的核心，但实施以来专项债项目存在注水现象，项目质量存在问题，部分专项债券项目实际小于预期收益，收益不足以覆盖融资。很多项目本身收益很低，导致在包装发行上产生大量成本，进一步加重了地方负担。专项债如果实现不了收益融资自求平衡，会带来新的政府债务风险，加大一般公共预算的偿债负担。如果项目收益无法偿还债务，地方的财政就不得不划出资金偿还，但专项债不计入赤字，不利于实事求是反映风险，也不利于社会和公众监督。今年6月审计署发布审计工作报告披露，20个地区通过虚报项目收入、低估成本等将项目“包装”成收益与融资规模平衡，借此发行专项债券198.21亿元。山东、江苏审计发现专项债部分项目收益测算与实际差距较大，内蒙、甘肃等中西部省份还存在虚报规模、虚增收益的情况。

二是资金长期闲置，未发挥出实际效果。部分项目由于前期论证不充分、规划和方案不合理等，导致债券资金长期闲置在国库或者项目单位，最长闲置时间甚至超过2年，未及时形成实物工作量。此外，审计署发布审计工作报告披露，5个地区虚报33



个专项债券项目支出进度，至 2022 年底有 60.27 亿元结存未用。根据各省份审计工作报告，江苏、四川、河北等地存在大量专项债资金结存 1 年以上，部分地区出现“钱等项目”的情形。

**三是资金使用不规范。**部分地区将专项债资金用于发放人员工资、差旅费等经常性支出，或者出借给乡镇、企业等周转，甚至用于购买理财产品或其他项目建设等。今年 6 月审计署发布审计工作报告披露，5 个地区将 50.03 亿元违规投向景观工程、商业性项目等禁止类领域；47 个地区违规挪用 157.98 亿元。广西、湖南、内蒙、辽宁等省份都披露存在违规挪用资金的情形。

**图表19：有关 2022 年度地方政府专项债管理使用审计发现的问题**

序号	地区	主要问题
0	全国	20 个地区通过虚报项目收入、低估成本等将项目“包装”成收益与融资规模平衡，借此发行专项债券 198.21 亿元。5 个地区将 50.03 亿元违规投向景观工程、商业性项目等禁止类领域；47 个地区违规挪用 157.98 亿元；5 个地区虚报 33 个专项债券项目支出进度，至 2022 年底有 60.27 亿元结存未用。
1	浙江	4 个项目专项债使用管理不严格。4 个县有 4 个“千项万亿”项目存在专项债超进度支付、闲置，以及违规使用等问题，涉及金额 5.46 亿元。3 个县专项债券项目资金支出进度慢、效率不高。
2	广东	（一）部分专项债券支出程序不规范。5 个市违规提前支付或多付工程款，涉及金额 8.67 亿元。 （二）部分专项债券审批手续不完善。5 个市未按规定编报或批复项目概算影响债券资金使用管理，涉及金额 18.58 亿元。 （三）部分债券资金闲置，涉及金额 10.09 亿元。3 个市因前期工作不及时未能按时开工建设，导致资金闲置，涉及金额 4.34 亿元；4 个市部分项目建设进度缓慢，导致资金或配套设备闲置，涉及金额 5.75 亿元。 （四）个别项目建成后未达预期效果，涉及金额 5.75 亿元。1 个市项目论证不充分导致投入使用后未达建设目标要求，涉及债券金额 5.50 亿元；1 个市项目建成后出现工程质量问题，涉及金额 0.25 亿元。
3	广西	违规使用政府专项债券资金。2 个市和 4 个县挤占挪用 23 个项目政府专项债券资金 44.91 亿元，用于房地产商业开发项目、其他债务还本付息等支出；1 个市和 7 个县通过编制虚假工程量清单和虚假监理报告等形式超进度支付工程款 11 亿元；1 个市和 2 个县违规以专项债券项目资产为标的物进行融资。
4	山东	有的项目收益测算脱离实际，偿债能力差。有的项目建成后闲置或使用率低等，未实现预期收益，财政部门垫付债券利息 1.76 亿元。有的已完工债券项目未及时转增国有资产。
5	上海	新增专项债券未及时使用。截至 2022 年 10 月底，由于动拆迁、方案调整等原因，部分项目推进较慢，3 家市属国有建设单位和 4 个区仍有 144.65 亿元新增专项债券资金尚未使用，占已到位资金的 47%。
6	江苏	部分政府专项债券资金未投入使用。抽查 62 个市县发现，由于建设项目开工条件不成熟、实施进度滞后或债券资金安排超前等原因，至 2022 年末，54 个市县有 337 个项目的政府专项债券资金未全部投入使用，结存金额 229.44 亿元，其中 91.23 亿元结存 1 年以上，未能发挥债券资金使用效益。 项目年度实际收益与预期收益相差较大。抽查 2019 年以来的 346 个政府专项债券项目发现，有 275 个近 3 年资金平衡方案预期收益未实现。
7	湖北	4 个县 10.09 亿元专项债券资金未按要求及时拨付，影响有效投资目标实现。
8	湖南	专项债券项目管理制度执行不到位。纳入“储备库”的项目中，有的未完成初步设计及概算审批，有的未开工或未办理施工许可证进入优先库。五是专项债券资金管理不规范。部分市县存在挤占挪用专项债券资金、资金闲置未形成实物工作量、专项债券项目推进不力、项目收益未达预期等问题。
9	河北	专项债券资金绩效发挥不充分。2021 年及以前年度专项债券资金仍有闲置 213.39 亿元。 专项债券资金使用不合规。6 市违规将专项债券资金 56.45 亿元用于经常性支出及偿还借款。同时，部分专项债券资金绩效管理不到位。
10	内蒙古	有 27 个项目在无可研批复、无环评、无建设用地规划许可证等情况下安排了债券资金，造成“钱等项目”；有的项目收益预测明显与实际不符，有的项目虚报规模、申报材料明显错误，仍给予了债券资金支持。 债券资金管理使用中还有不规范的地方。4 个旗县挤占、挪用债券资金 2.05 亿元用于经常性支出等；9 个旗县（市、区）



序号	地区	主要问题
		的债券资金 4.41 亿元趴在账上，效益无从谈起。
11	山西	省本级和晋城、右玉等 7 个市县未严格履行报批程序自行调整 22 个项目、6.27 亿元专项债券使用用途；大同、介休等 11 个市县的 33 个已完工一年以上项目无收益，3.24 亿元债券利息由市县财政负担。
12	陕西	一是项目建设进度缓慢。22 个市县 46 个项目受前期手续不完善和疫情等影响未按期开工。二是资金拨付使用不严格。3 个市 35 个项目超时限拨付使用专项债券资金；3 个市 5 个项目专项债券资金用于支付债券利息、发行费等。
13	四川	16 个市县违规将债券资金 2.61 亿元用于经常性支出和经营性项目建设等，12 个市县调整使用债券资金 9.58 亿元未按程序报批或备案。 262 个项目的债券资金 62.51 亿元结余于项目单位未使用，其中 12.11 亿元闲置 1 年以上。
14	重庆	专项债券申报管理不严格。2 个项目申请计划与实际投资需求不符，超过投资额多申报债券资金 1.44 亿元。9 个项目 24.38 亿元债券资金使用不及时。 债券资金管理使用不规范。2 个区县用已完工项目申报或重复申报专项债券资金，2 个区 1.81 亿元专项债券资金被用于其他项目建设。
15	宁夏	5 个市、县（区）未在年初预算中安排偿还法定债务本息 79.1 亿元。6 个市、县（区）7.16 亿元债券资金长期闲置。
16	甘肃	8 个市县对债券项目风险评估审核把关不到位，融资平衡方案编制不实不准、虚增收益，为 8 个项目发行专项债券 13.06 亿元；4 个市县因项目前期准备不充分、申报不精准等原因，9.55 亿元专项债券资金未及时形成实物工作量；4 个市县专项债券资金 508.02 万元管理使用不规范。
17	辽宁	2 个市本级和 7 个县挪用债券资金用于“三保”等支出 6.06 亿元；2 个市本级和 7 个县在地方政府债券穿透式全流程监管系统中虚报债券支出 4.34 亿元。
18	吉林	7 市县 22 个项目因未能取得建设用地手续等原因，项目准备不充分难以按时开工，资金闲置 59.93 亿元。5 市县未按规定用途使用债券资金 74.13 亿元；2 市 9 个项目实际用款需求和资金安排存在错配，
19	北京	违规举借政府专项债务。2020 年，个别区的老旧小区电网配套设施改造工程，实际没有对应的专项收入来源，不符合地方政府专项债券举借条件，但仍举借专项债务 2000 万元。
20	天津	专项债券使用率低，项目进度迟缓。2022 年发行的专项债券使用率仅为 38.9%，低于全国平均水平 42.7 个百分点。39 个已发行专项债券项目未开工，其中 12 个项目已发行完毕超 6 个月未开工。

资料来源：各省（自治区、直辖市）审计厅（局）、粤开证券研究院

### （三）如何看待专项债项目收益偏低以及难以自求平衡的问题？

近年来地方政府承担越来越多的职能，包括稳投资稳增长、防范化解经济社会风险如房地产保交楼和化解村镇银行事件等等，同时部分地方政府也有做出政绩的冲动，这一系列因素导致地方政府的支出责任不断扩张，支出责任的扩张需要财政资金的支持。但是地方政府在近年来经历持续减税降费和房地产市场引发的土地出让收入低迷后，可支配财力扩张有限，部分省份和城市一般公共预算和政府性基金预算之和甚至低于疫情前水平。因此，财力与支出责任的矛盾突出，此时专项债作为弥补收支缺口的来源就成了地方政府非常依赖的方式，导致专项债的投向和使用偏离了专项债的本源，即用于有一定项目收益的项目，实际上用于没有收益的项目或者发工资、买理财等违规行为。具体又可以分为以下几种情况：

**第一，地方申报专项债的项目本身就不是“好项目”。**地方将不具备收益、收益很少、或条件不成熟不能及时启动的项目包装申报为有收益、能快速启动的优质项目。在项目不具备收益或收益很少的情况下，根本无法获取所谓的预期收益；在项目不成熟时，地方不能及时启动建设的情况下，实物工作量低，项目进度慢，造成资金沉淀浪费，收益也不能达到预期。

**第二，项目质量过关，但地方申报专项债时无意或有意夸大了项目预期收益。**一些地方政府和中介机构在预测项目收益时，夸大项目收益指标，虚增项目收益，低估项目



成本，造成预期收益过高。比如在预测房屋出租率时过分乐观，预测 100% 的出租率，在偏远地区高速公路项目上预测高通行量等，就形成了过分高估。

**第三，地方政府没有粉饰项目，但是由于种种原因，项目实际进度慢或项目效益指标低于预期。**因为项目建设也与许多其他因素有关，比如企业的投资意愿、跨部门审批等程序、配套融资到位问题等，这种情况很难控制。

地方政府实施的重大项目有较强的公共性，项目收益偏低确实相对正常，也符合政府与市场界限的划分。尤其是项目的边际收益递减规律在专项债上也存在，好的项目在前些年已经逐步被挖掘，越往后，项目收益大概率是越低，从城投平台近年来收益率中位数逐年下降也可佐证。

## 四、应对建议

短期来看，专项债需加快发行进度并尽快投入到项目中，一方面避免前期已开工项目成为半拉子工程和无效投资，另一方面稳基建稳投资，扩大总需求。中长期来看，实施“储备项目决定专项债规模”的机制，逐步压降专项债规模，同时打破赤字率 3% 警戒线的观念认知，扩大赤字、避免对专项债过度依赖；强化绩效管理和项目信息公开，提前防范风险。

**第一，实施“储备项目决定专项债当年新增规模”的机制，**额度分配上采取“项目储备预期收益和地方财力决定区域额度”，向人口持续流入、项目较多的发达地区倾斜，形成“欠发达地区、低能级城市以一般债为主、发达地区一般债与专项债并重”的格局。

**第二，鉴于专项债规模持续扩张很大程度上与控制赤字率不高于 3% 的观念有关，**因此要逐步打破赤字率 3% 是警戒线的传统束缚，从“控赤字+扩专项债”转变为实事求是地根据赤字和专项债需要决定。采取压降专项债占比、提高一般债占比，压降地方债占比、提高国债占比，通过发行长期建设国债来实施一些具有较强外部性的项目，形成长期建设国债、地方一般债、地方专项债并行且各司其职的局面；对于部分明显没有收益的项目在分清责任的情况下逐步转为一般债，转为一般债的前提要实施问责，避免以后专项债继续沦为一般债的道德风险。

**第三，在前期做好优质项目储备工作，要加大项目信息公开力度，对于项目质量注水、违规举债应该严加问责。**一是继续做好专项债项目谋划与储备，优质专项债项目布局尽量往前提，完善专项债项目库建设和申报材料准备工作。二是项目收入、成本、收益预测要合理可靠，保证专项债项目质量，不能让地方政府把一些不符合条件的项目包装成优质项目或在项目收益上注水。

**第四，优化专项债发行使用。**一是地方在获得专项债额度后，要做到“早发行、早使用”，并在确保工程质量的前提下，加快专项债支出进度，尽快形成实物工作量，避免资金闲置。二是持续优化专项债投向结构，以更大力度聚焦重点领域及重大项目建设，尤其是新能源、新基建领域，防止和避免重复投资、低效投资和无效投资。三是提高用作项目资本金比例，更好发挥专项债券资金的撬动作用。

**第五，在后期完善专项债项目资金绩效评价。**一是要形成有效的项目绩效管理制度和激励制度，应该在全生命周期考核项目效益，并充分发挥激励机制作用。二是对于无法实现预期收益的项目，如果属于违规举债，就要坚决清退，严加问责，防止专项债异化导致新的政府债务风险。对于受条件限制实际项目进度或收益不佳的，地方应该加紧督促力度，切实解决困难，加大招商引资，从各种角度提高项目收益。



## 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。

方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

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)