



“宏观基本面”系列

宏观专题研究报告
 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

特殊再融资，旧壶装新酒？

四季度伊始，特殊再融资大幅放量，与以往有何不同、背后原因、对经济的影响？本文梳理，敬请关注。

一问：特殊再融资发行，有何新变化？规模放量、一般债占比抬升、期限拉长、成本降低

四季度伊始，特殊再融资券再度放量、单月超万亿，年内或仍有 2000 亿元特殊再融资待发行。10 月，再融资券中标注“偿还存量债务”的特殊再融资发行规模超 1.3 万亿元、创历史单月新高，与防范化解地方债务风险等有关。根据 17 省市公布地方债发行计划、及到期情况等，11 月、12 月，或仍有近 2000 亿元再融资券用于化债。

与以往不同的是，特殊再融资中一般债占比明显上升、较去年抬升近 25 个百分点至 70% 左右。2020 年底以来，特殊再融资“接棒”防风险，从债券类型来看，2021 年、2022 年特殊再融资中一般债占比在 40%-50% 左右，2023 年以来，特殊再融资中一般债占比明显抬升、前 10 月达 70% 左右。

发行期限也明显拉长，利率下行至 3% 以下、较年初进一步回落 10BP 左右。2023 年 10 月，30 年期特殊再融资发行达 690 亿元左右，2021 年 10 月也曾出现、规模相对较小、125 亿元左右；长端债券发行增多，带动加权发行期限明显回升、至 8.7 年左右。期限拉长的同时，成本明显回落，其中，一般再融资加权利率自年初的 2.86% 回落至 2.74 左右。

二问：结构特征、原因为何？向西部倾斜，与部分省市现金流压力大有关，也有助于化债

区域分布上，特殊再融资券向西部明显倾斜、尤其是一般再融资，云、蒙、贵三省占比近 3 成，个别东部省市也相对较多。10 月，超万亿的特殊再融资主要分布在西部省市、占比达 47%，具体省市中，云、蒙、贵、津、辽等省市发行均超 800 亿元。和规模特征一致的是，西部一般再融资占比也明显较高、区域平均达 80% 左右，云、贵等省市为 100%。

特殊再融资分布的结构性特征，与部分省市现金流压力较大等有关，也有助于部分省市降息展期化债。城投融资自 2022 年来明显走弱，部分弱区域、弱资质平台融资持续收缩，募资也大多用于“借新还旧”，现金流相对脆弱，部分违约风险甚至有所露头。特殊再融资偿还地方债本金、置换“隐债”等，或一定程度上缓解部分省市的“燃眉之急”。

其中，一般再融资作为支持主力，或与地方项目收益相对较弱、土地财政拖累偿债资金来源等有关。特殊再融资中，一般债占比高、与偿债资金来源相对稳定等有关。而专项再融资偿债主要来源项目收益和政府性基金收入，前者收益相对偏弱、后者在土地市场降温下已明显走弱，例如，2023 年前 7 月专项债付息占政府性基金收入比重创新高至 15.2%。

三问：特殊再融资化债的影响？防风险与稳增长并重，部分债务压力较低东部省市或扛起稳增长大旗

特殊再融资发行加快，稳定部分省市的再融资现金流、将潜在风险“关在笼子里”。2023 年城投债到期创近年新高、达 3.6 万亿元，低评级城投债占比抬升至 33.6%。结构来看，部分中西部省市低评级占比甚至高达一半以上，潜在的尾部风险或相对较大；特殊再融资发行一定程度上帮助地方恢复、稳定再融资现金流，缓解还本付息压力等。

稳增长与防风险并重，特殊再融资有助于优化债务结构、缓解债务压力，助力稳增长“轻装前行”。地方债务置换、有助于大幅降低付息成本、化解债务风险；同时，伴随地方债务的持续累积、政策也一直在完善新增债券的分配机制，以兼顾稳增长和防风险的需要；地方债务置换等，有利于部分省市融资注入“新鲜血液”。

部分东部省市债务压力相对较小、项目较多，投资的延续性或相对较好、扛起稳增长“大旗”。2023 年以来，批复的重大项目中，浙、粤等东部省市项目预算相对较多、1400 亿元以上。“资金跟着项目走”的原则下，专项债融资配套也明显向部分中东部省市倾斜，例如，广东前三季度专项新券占比达 21%、较 2021-2022 年同期高 10 个百分点左右。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、特殊再融资，旧壶装新酒？	4
1.1、一问：特殊再融资券发行、有何新变化？	4
1.2、二问：发行分布的结构特征、原因为何？	5
1.3、三问：特殊再融资化债，对经济的影响？	8
2、流动性常规跟踪	11
风险提示	14

图表目录

图表 1： 10 月，特殊再融资大幅放量	4
图表 2： 根据再融资发行计划，年内或仍有 2000 亿元	4
图表 3： 特殊再融资中，一般债占比明显抬升	4
图表 4： 2023 年特殊再融资中，一般债占比近 7 成	4
图表 5： 特殊再融资期限结构明显拉长	5
图表 6： 特殊再融资利率延续回落	5
图表 7： 特殊再融资向西部省市倾斜明显	5
图表 8： 云、蒙、贵三省占比近 3 成	5
图表 9： 西部、东北省市特殊再融资中，一般债占比明显较高	6
图表 10： 城投债净融资自 2022 年来全面收缩	6
图表 11： 部分省市再融资现金流相对紧张	6
图表 12： 部分省市广义债务率相对较高	7
图表 13： 2022 年各地专项债管理存在的问题类型	7
图表 14： 专项债付息压力较为突出	7
图表 15： 部分省市广义债务率相对较高	8
图表 16： 城投债到期规模维持高位、低评级占比上升	8
图表 17： 部分省市债务到期压力相对较大	8
图表 18： 部分省市一度对非标融资非常依赖	9
图表 19： 地方债融资成本大幅低于非标	9
图表 20： 地方债务监管进一步加强，企业发债条件和审核趋严	9
图表 21： 部分省市一度对非标融资非常依赖	10
图表 22： 政策要求资金向债务压力相对较低的区域倾斜	10
图表 23： 前三季度，东部省市企业贷款表现较好	10
图表 24： 专项新券也明显向部分中东部省市倾斜	10



图表 25: 11 月 4 日至 11 月 10 日间, 公开市场操作净回笼资金 6480 亿元.....	11
图表 26: 货币市场利率整体上涨.....	11
图表 27: SHIBOR 利率多数上涨.....	11
图表 28: 质押回购成交规模向上修复.....	12
图表 29: 隔夜质押回购成交规模占比回升.....	12
图表 30: 利率债发行规模有所回升.....	12
图表 31: 11 月 4 日至 11 月 10 日间, 利率债发行与到期情况.....	13
图表 32: 长端收益率多数下行.....	13
图表 33: 国债与国开债期限利差情况.....	13

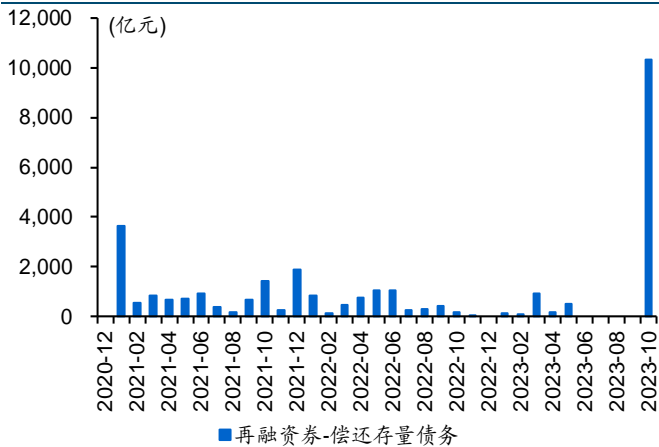


1、特殊再融资，旧壶装新酒？

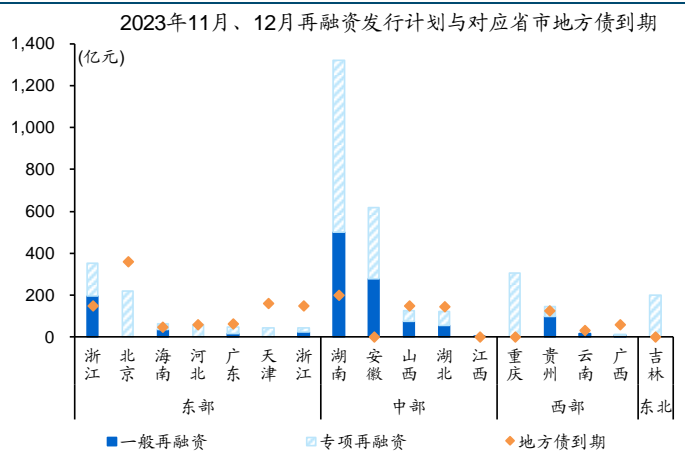
1.1、一问：特殊再融资券发行、有何新变化？

四季度伊始，特殊再融资券再度放量、单月超万亿，年内或仍有2000亿元特殊再融资待发行。10月，再融资券中标注“偿还存量债务”的特殊再融资发行规模超1.3万亿元、创历史单月新高，与防范化解地方债务风险等有关。截至10月底，共有17个省市公布四季度再融资发行计划，11月、12月合计再融资计划发行规模达3700亿元以上，同期对应省市地方债到期近1700亿元，“超发”的部分再融资或与化债等有关（详情参见《债务“置换”加快，稳增长“轻装前行”》）。

图表1：10月，特殊再融资大幅放量



图表2：根据再融资发行计划，年内或仍有2000亿元

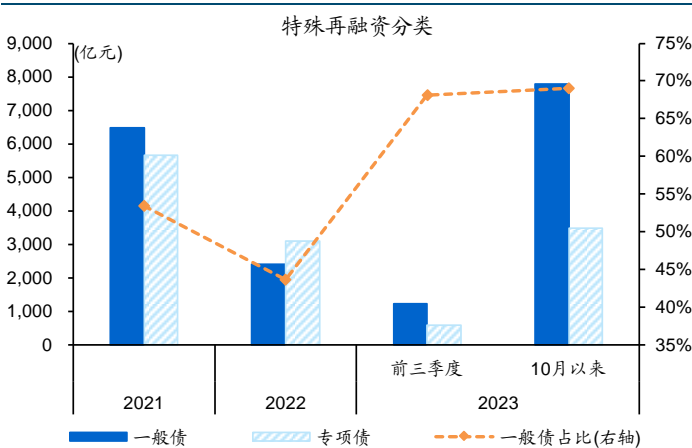


来源：Wind、国金证券研究所

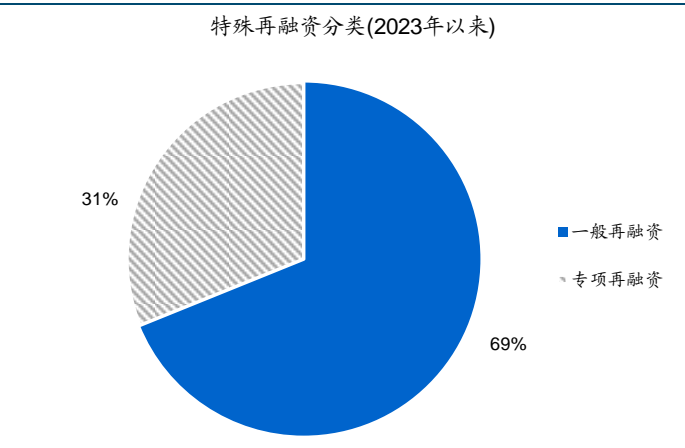
来源：Wind、国金证券研究所

与以往不同的是，特殊再融资中一般债占比明显上升、较去年抬升近25个百分点至70%左右。2020年底以来，特殊再融资“接棒”防风险，从债券类型来看，2021年、2022年特殊再融资中一般债占比在40%-50%左右，2023年以来，特殊再融资中一般债占比明显抬升、前10月达70%左右（详情参见《地方债务的“近忧”与“远虑”？》）。

图表3：特殊再融资中，一般债占比明显抬升



图表4：2023年特殊再融资中，一般债占比近7成



来源：Wind、国金证券研究所

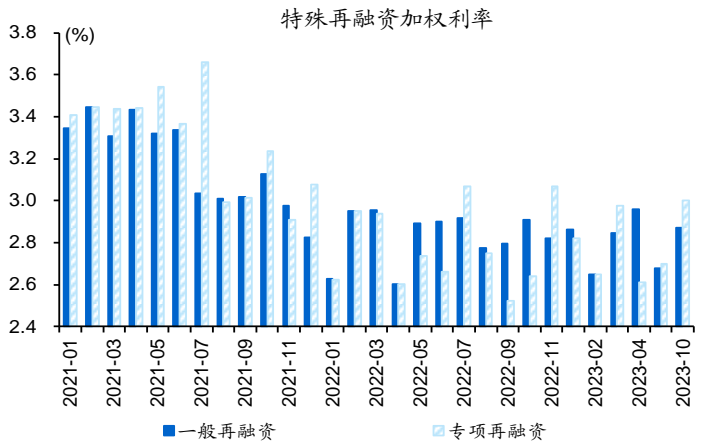
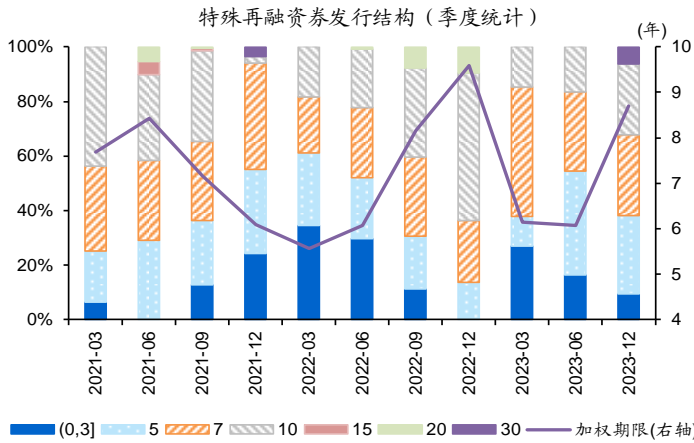
来源：Wind、国金证券研究所



发行期限也明显拉长，利率下行至 3% 以下、较年初进一步回落 10BP 左右。从特殊再融资的期限结构来看，10 年及以上的长端债券明显增多，2023 年 10 月，30 年期的特殊再融资发行规模达 690 亿元左右，2021 年 10 月也曾出现、规模相对较小、125 亿元左右；长端债券发行增多，带动加权发行期限明显回升、自年初以来抬升至 8.7 年左右。期限拉长的同时，成本明显回落，其中，一般再融资加权利率较年初回落 12BP 左右。

图表5：特殊再融资期限结构明显拉长

图表6：特殊再融资利率延续回落



来源：Wind、国金证券研究所

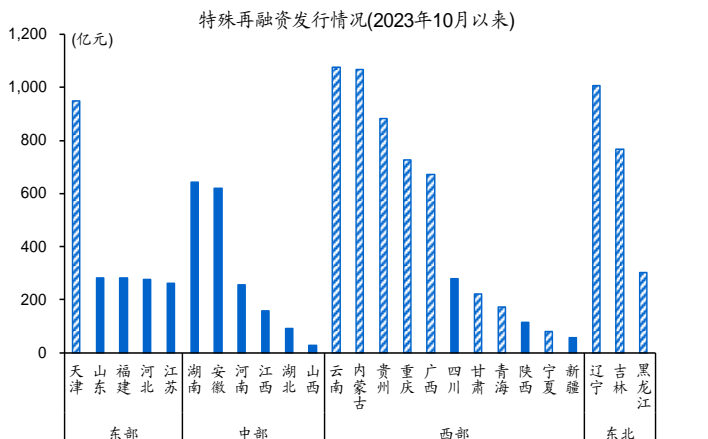
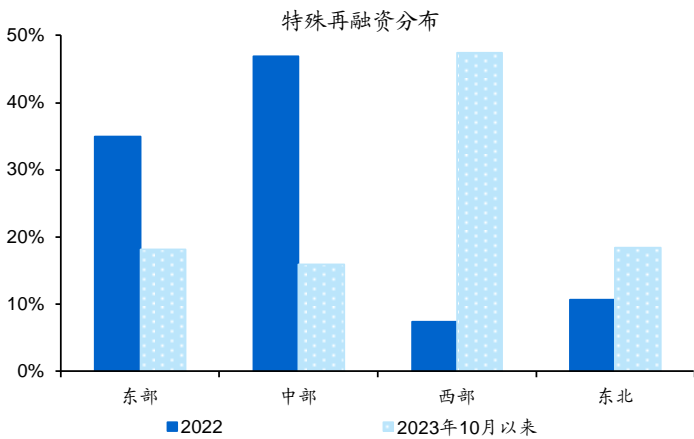
来源：Wind、国金证券研究所

1.2、二问：发行分布的结构特征、原因为何？

区域分布上，特殊再融资券向西部明显倾斜、尤其是一般再融资，云、蒙、贵三省占比近 3 成，个别东部省市也相对较多。10 月，超万亿的特殊再融资主要分布在西部省市、占比达 47%，而去年特殊再融资主要向东、中部倾斜，具体省市中，云、蒙、贵、津、辽等省市发行均超 800 亿元。和规模特征一致的是，西部一般再融资占比也明显较高、区域平均达 80% 左右，云、贵等省市为 100%。

图表7：特殊再融资向西部省市倾斜明显

图表8：云、蒙、贵三省占比近 3 成

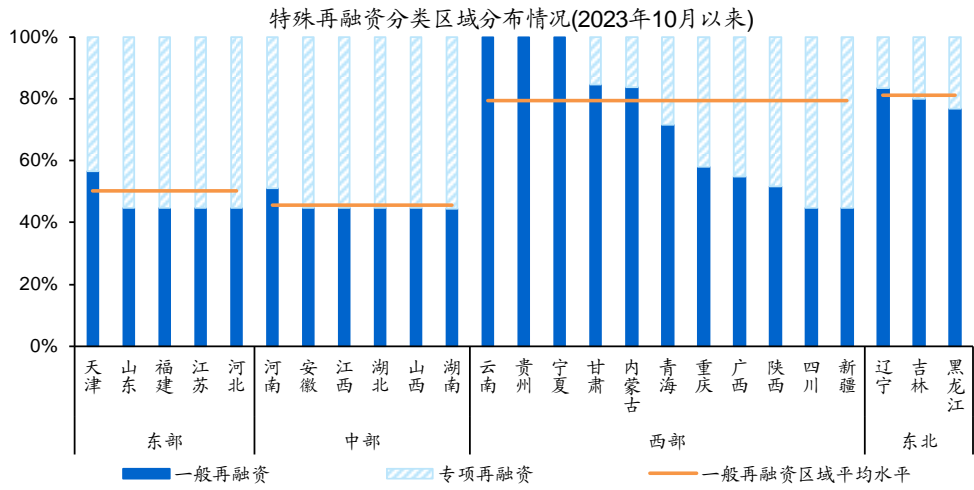


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所



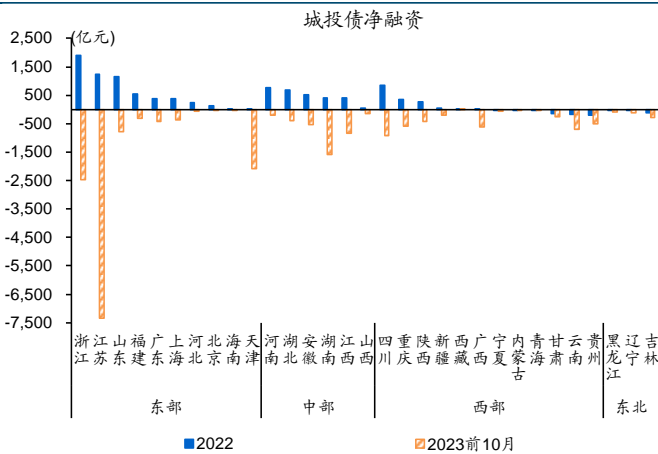
图表9：西部、东北省市特殊再融资中，一般债占比明显较高



来源：Wind、国金证券研究所

特殊再融资分布的结构性特征，与部分省市现金流压力较大等有关，也有助于部分省市降息展期化债。城投融资自2022年来明显走弱，部分弱区域、弱资质平台融资持续收缩，募资也大多用于“借新还旧”，现金流相对脆弱，部分违约风险甚至有所露头。特殊再融资偿还地方债本金、置换“隐债”等，或一定程度上缓解部分省市的“燃眉之急”、再融资压力（详情参见《地方债务的“近忧”与“远虑”？》、《那些城投违约后，发生的故事》）。

图表10：城投债净融资自2022年来全面收缩



来源：Wind、国金证券研究所

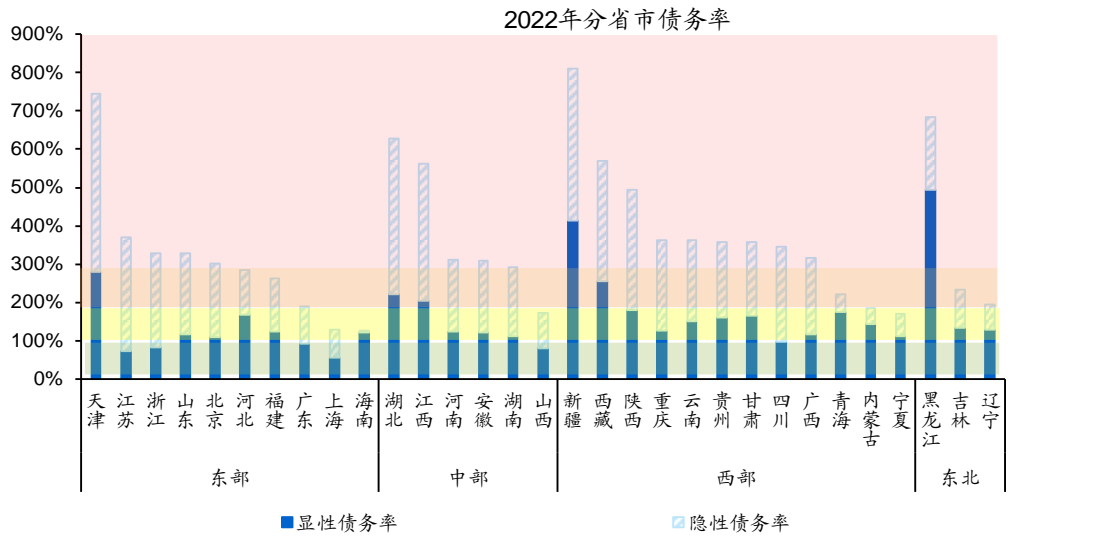
图表11：部分省市再融资现金流相对紧张

省市	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	
东部	江苏省	96%	97%	97%	95%	97%	96%	97%	96%	92%	99%
	浙江省	90%	83%	89%	94%	98%	92%	93%	96%	92%	98%
	山东省	98%	98%	88%	95%	78%	96%	88%	87%	83%	93%
	天津市	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	广东省	77%	94%	95%	89%	92%	97%	92%	96%	90%	99%
	福建省	93%	98%	89%	84%	94%	81%	96%	85%	91%	76%
	北京市	28%	72%	93%	76%	70%	80%	85%	84%	77%	63%
	上海市	92%	84%	86%	93%	92%	93%	99%	78%	76%	100%
	河北省	100%	100%	100%	100%	100%	96%	100%	100%	100%	100%
	海南省	/	/	100%	/	/	/	/	100%	/	/
中部	湖北省	96%	93%	81%	93%	95%	91%	85%	90%	76%	100%
	江西省	98%	96%	1%	92%	100%	88%	98%	90%	85%	100%
	安徽省	98%	85%	79%	80%	93%	83%	78%	76%	64%	100%
	湖南省	100%	100%	95%	91%	95%	98%	94%	91%	89%	98%
	河南省	99%	99%	95%	84%	98%	100%	92%	95%	92%	100%
	山西省	100%	100%	80%	93%	60%	71%	100%	100%	67%	100%
	四川省	100%	91%	93%	86%	85%	86%	85%	88%	86%	94%
	重庆市	95%	97%	91%	82%	89%	89%	90%	86%	98%	90%
	广西省	95%	100%	80%	100%	100%	92%	100%	96%	91%	99%
	云南省	100%	100%	100%	92%	100%	100%	100%	100%	94%	100%
西部	陕西省	100%	22%	100%	100%	97%	100%	98%	100%	100%	
	新疆	77%	91%	100%	92%	100%	100%	83%	99%	88%	100%
	贵州省	100%	100%	100%	100%	100%	100%	98%	100%	100%	/
	宁夏	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	/	/
	青海省	100%	94%	100%	100%	/	/	/	/	/	/
	甘肃省	/	100%	79%	100%	/	/	/	90%	100%	/
	青海省	/	/	100%	100%	/	/	/	/	/	/
	内蒙古	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
	吉林省	100%	100%	100%	100%	/	100%	100%	85%	100%	100%
	黑龙江省	/	/	100%	/	/	100%	100%	100%	0%	100%
东北	辽宁省	/	/	/	100%	100%	100%	100%	100%	99%	/

来源：Wind、国金证券研究所



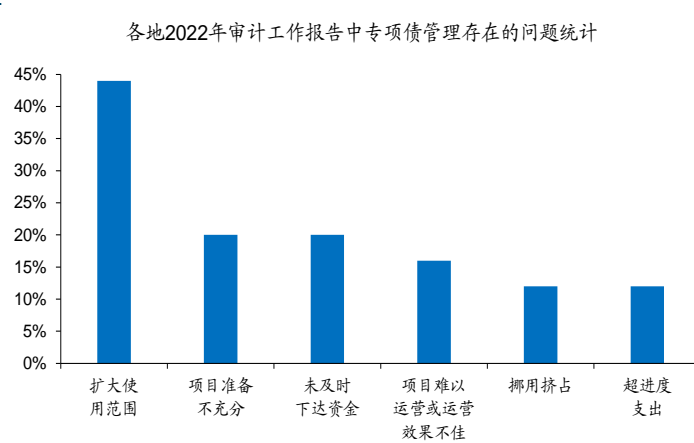
图表12: 部分省市广义债务率相对较高



来源: Wind、国金证券研究所

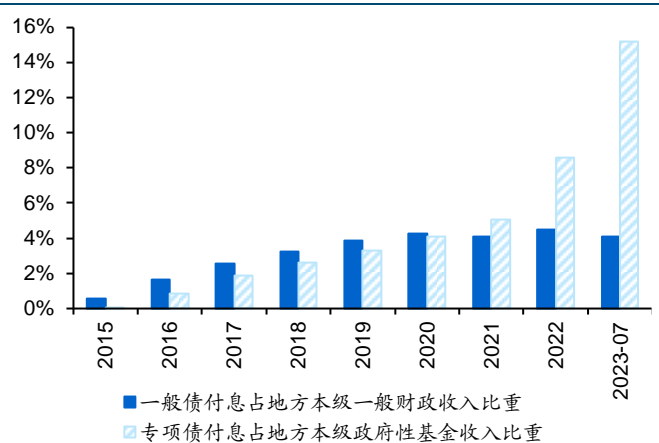
其中,一般再融资作为支持主力,或与地方项目收益相对较弱、土地财政拖累偿债资金来源等有关。特殊再融资券中7成左右为一般再融资、需要用一般公共预算收入偿还,偿债资金来源相对稳定。专项再融资偿债资金主要来源于专项项目收益和政府性基金收入,前者收益相对偏弱、部分省市审计报告中多有披露,地方专项债管理中存在挪用挤占、项目难以运营或运营效果不佳等付息承压问题,后者在土地市场降温下已明显走弱,例如,2023年前7月专项债付息占地方本级政府性基金收入比重再度创新高、达15.2%。

图表13: 2022年各地专项债管理存在的问题类型



来源: Wind、国金证券研究所

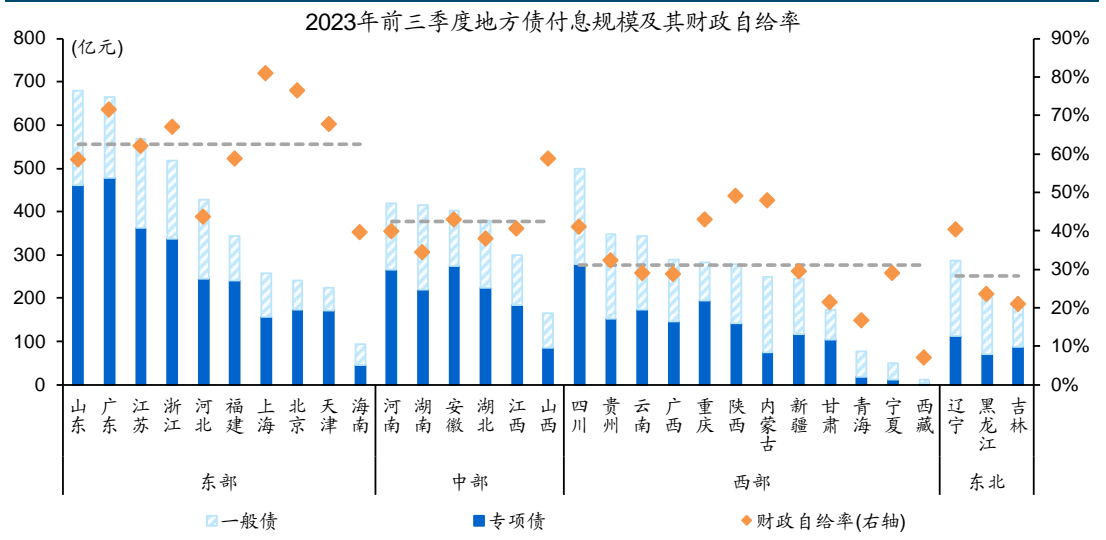
图表14: 专项债付息压力较为突出



来源: Wind、国金证券研究所



图表15: 部分省市广义债务率相对较高

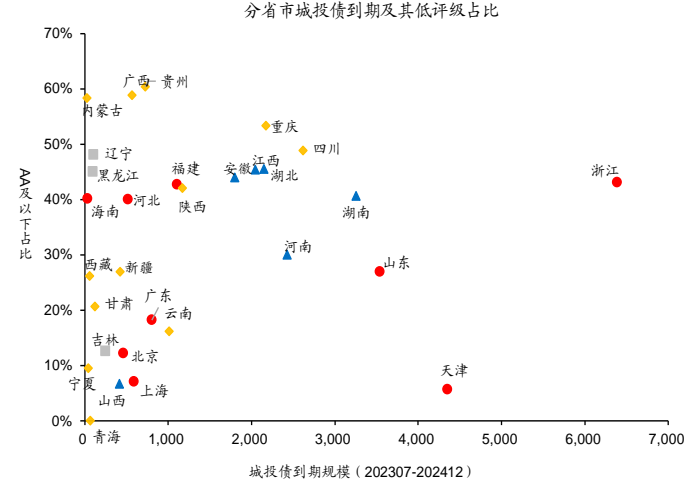
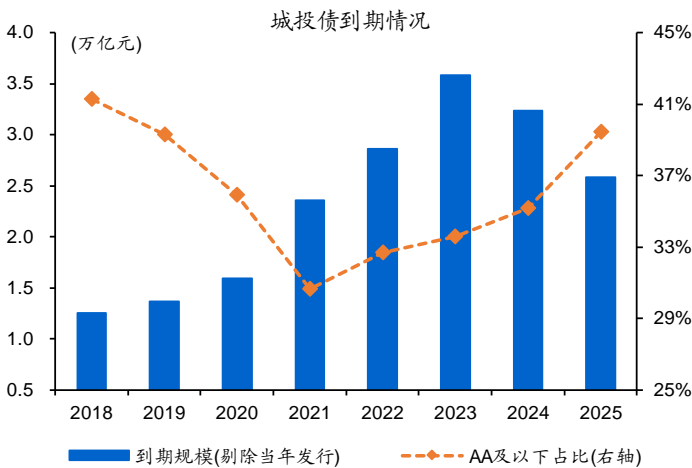


1.3、三问：特殊再融资化债，对经济的影响？

特殊再融资发行加快，稳定部分省市的再融资现金流、将潜在风险“关在笼子里”。2023年城投债到期创近年新高、达3.6万亿元，明年维持高位、3.2万亿元；同时，低评级城投债占比明显抬升、近两年抬升2.9个百分点至33.6%，明年进一步攀升至35.2%。结构来看，部分中西部省市低评级占比甚至高达一半以上，潜在的尾部风险或相对较大；特殊再融资发行一定程度上帮助地方恢复、稳定再融资现金流，缓解还本付息压力等。

图表16: 城投债到期规模维持高位、低评级占比上升

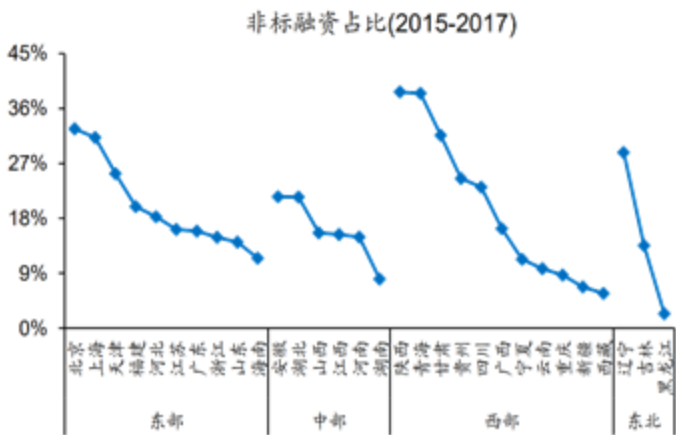
图表17: 部分省市债务到期压力相对较大





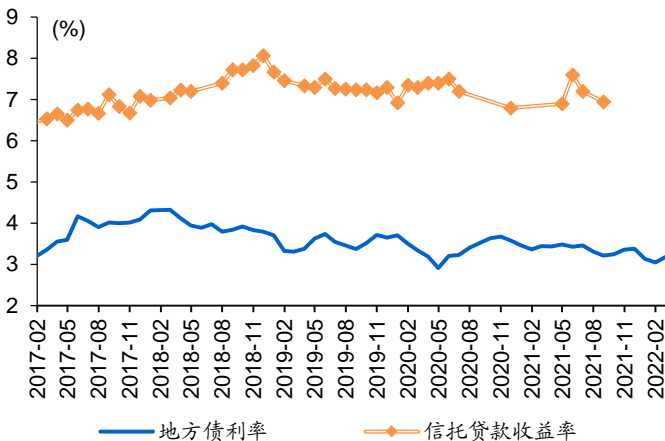
稳增长与防风险并重，特殊再融资有助于优化债务结构、缓解债务压力，助力稳增长“轻装前行”。地方债务持续累积、利息支出的大幅攀升，或成为影响未来政策空间和思路的重要因素，地方债务置换、有助于大幅降低付息成本、化解债务风险；同时，伴随地方债务的持续累积、政策也一直在完善新增债券的分配机制，以兼顾稳增长和防风险的需要；地方债务置换等，有利于部分省市融资注入“新鲜血液”（详情参见《债务置换加快，稳增长“轻装前行”》）。

图表18：部分省市一度对非标融资非常依赖



来源：Wind、国金证券研究所

图表19：地方债融资成本大幅低于非标



来源：Wind、国金证券研究所

图表20：地方债务监管进一步加强，企业发债条件和审核趋严

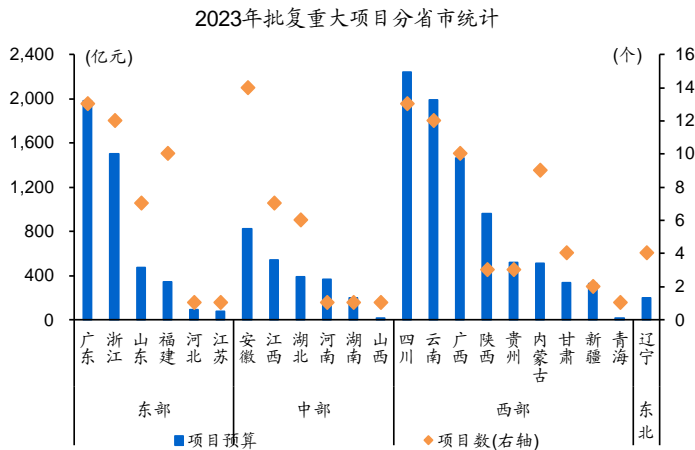
时间	文件/会议	主要内容
2023年5月	《中央企业债券发行管理办法》	将债券发行管理范围扩充为企业在各类债券市场发行的各类公司信用类债券，实现对各类债券品种的全覆盖... 加强债券全流程管控，将防范债券违约风险作为债务风险管控的重中之重和底线红线等...
2023年4月	政治局会议	要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。
2022年12月	中央经济工作会议	加强金融、地方债务风险防控，守住不发生系统性风险的底线。要防范化解地方政府债务风险， 坚决遏制增量、化解存量... 保障财政可持续和 地方政府债务风险可控 。
2022年6月	《国务院办公厅关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》	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4月	中央全面深化改革委员会第二十五次会议	要压实地方各级政府风险防控责任， 完善防范化解隐性债务风险长效机制，坚决遏制隐性债务增量，从严查处违法违规举债融资行为。
2021年4月	《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》	城投企业总资产规模小于 100亿元 或 主体信用评级低于AA(含) 的，应结合自身所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等评估自身经营和偿债能力， 审慎确定公司债券申报方案 ，并采取调整本次公司债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化发行人偿债保障能力。

来源：Wind、国金证券研究所

部分东部省市债务压力相对较小、项目较多，投资的延续性或相对较好，扛起稳增长“大旗”。2023年以来，批复的重大项目中，浙、粤等东部省市项目预算相对较多、1400亿元以上，部分西部省市也较多、但都是债务压力相对较低的区域，例如，四川批复重大项目预算资金达2200亿元以上。“资金跟着项目走”的原则下，专项债融资配套支持也明显向部分中东部省市倾斜，例如，广东前三季度专项新券发行占比达21%、较2021-2022年同期高10个百分点，四川等部分省市融资支持力度也相对较大。

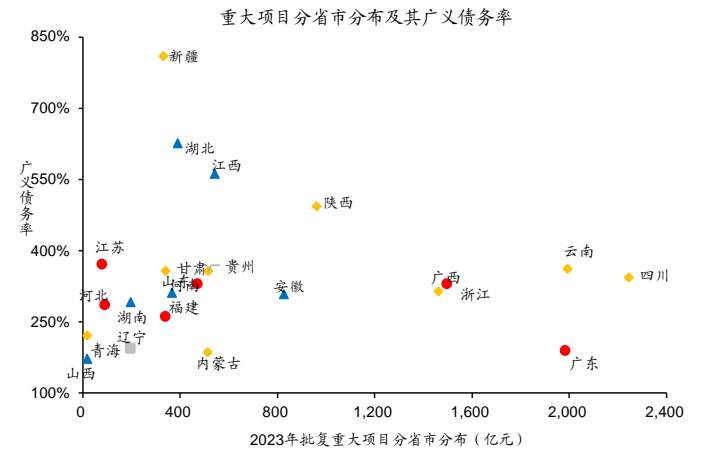


图表21: 部分省市一度对非标融资非常依赖



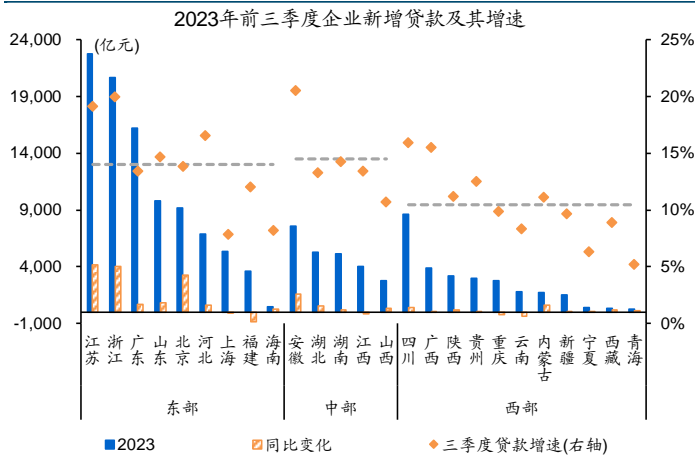
来源: 基建通、国金证券研究所

图表22: 政策要求资金向债务压力相对较低的区域倾斜



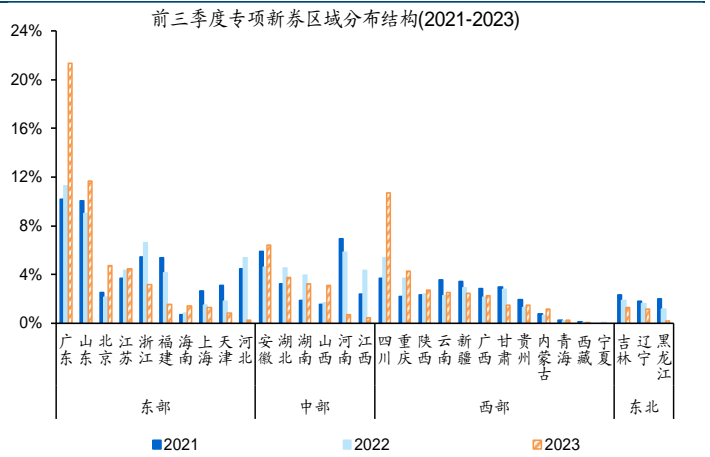
来源: Wind、基建通、国金证券研究所

图表23: 前三季度, 东部省市企业贷款表现较好



来源: 基建通、国金证券研究所

图表24: 专项新券也明显向部分中东部省市倾斜



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

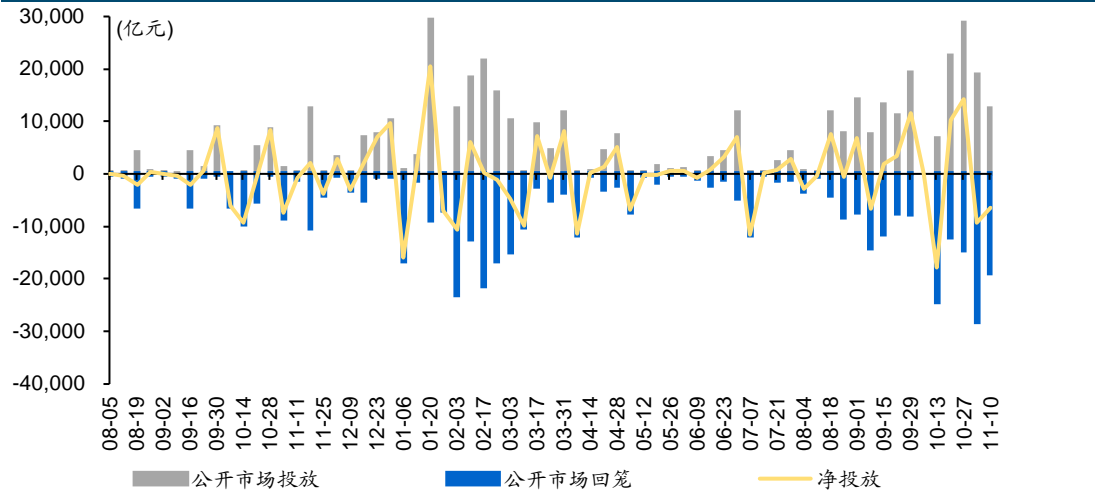
- (1) 四季度伊始, 特殊再融资券再度放量、单月超万亿, 年内或仍有 2000 亿元特殊再融资待发行。与以往不同的是, 特殊再融资中一般债占比明显上升、较去年抬升近 25 个百分点至 70%左右; 发行期限明显拉长, 利率下行至 3%以下、较年初进一步回落 10BP 左右。
- (2) 区域分布上, 特殊再融资券向西部明显倾斜、尤其是一般再融资, 云、蒙、贵三省占比近 3 成, 个别东部省市也相对较多。特殊再融资分布的结构性特征, 与部分省市现金流压力较大等有关, 也有助于部分省市降息展期化债。其中, 一般再融资作为支持主力, 或与地方项目收益相对较弱、土地财政拖累偿债资金来源等有关。
- (3) 特殊再融资发行加快, 稳定部分省市的再融资现金流、将潜在风险“关在笼子里”。稳增长与防风险并重, 特殊再融资有助于优化债务结构、缓解债务压力, 助力稳增长“轻装前行”。部分东部省市债务压力相对较小、项目较多, 投资的延续性或相对较好、扛起稳增长“大旗”。



2、流动性常规跟踪

本周资金净回笼。11月4日至11月10日间，央行公开市场净回笼资金6480亿元，其中，7天逆回购投放12500亿元、利率持平于1.9%，7天逆回购到期18980亿元。本周（11月11日至11月17日），将有21000亿元资金到期，其中包括12500亿元的7天逆回购和8500亿元的1年期MLF。

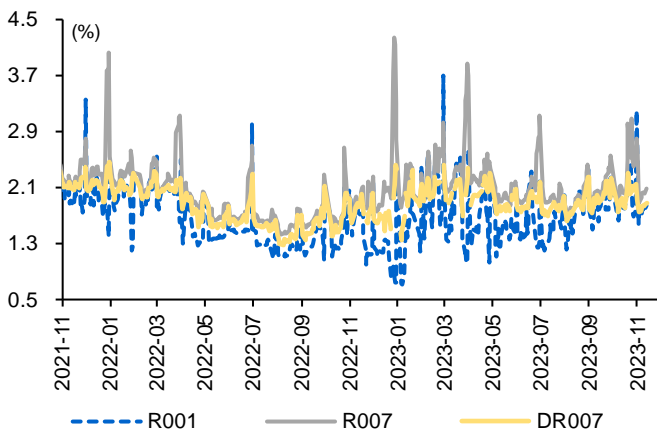
图表25：11月4日至11月10日间，公开市场操作净回笼资金6480亿元



来源：Wind、国金证券研究所

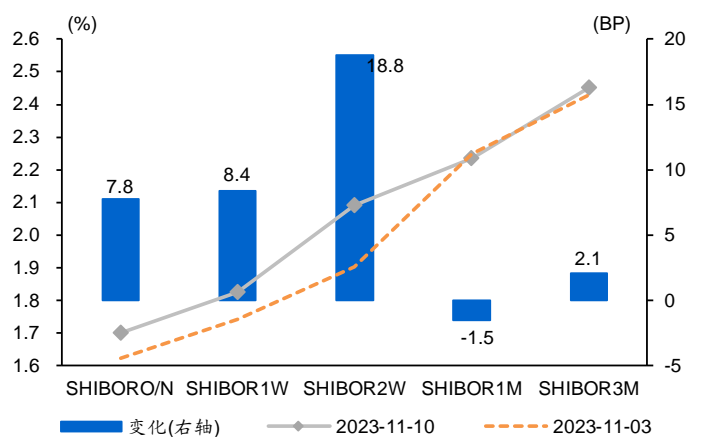
货币市场利率整体上涨。11月4日至11月10日间，R001和R007分别较上周上涨8.3BP和14.7BP至1.79%和2.02%，DR007较上周上涨9.1BP至1.85%、高于同期政策利率的1.8%。SHIBOR隔夜和1周利率分别为1.7%和1.83%，分别较上周上涨7.8BP和8.4BP。

图表26：货币市场利率整体上涨



来源：Wind、国金证券研究所

图表27：SHIBOR利率多数上涨

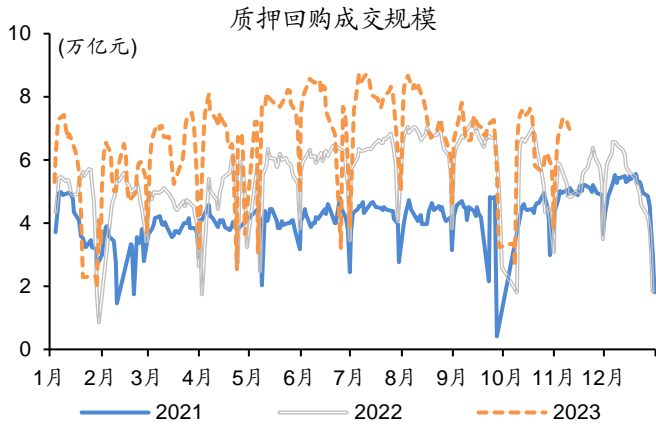


来源：Wind、国金证券研究所

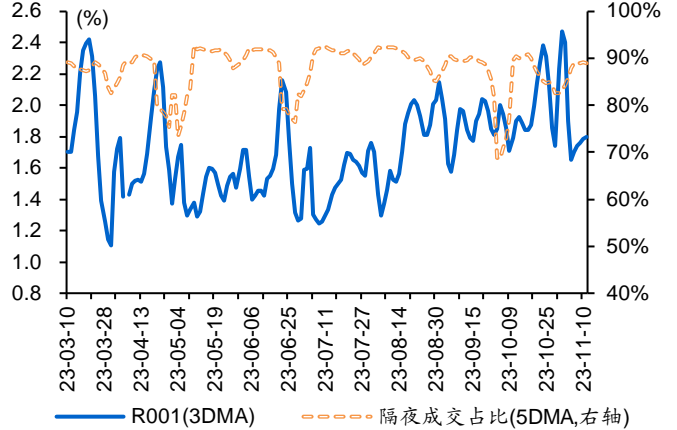


质押回购成交规模向上修复。11月4日至11月10日间，银行间质押回购成交规模日均7.2万亿元、远高于去年同期的5万亿元，其中，隔夜质押回购成交占比回升至89%左右、单日突破90%，机构“滚隔夜”加杠杆行为有所恢复。

图表28: 质押回购成交规模向上修复



图表29: 隔夜质押回购成交规模占比回升

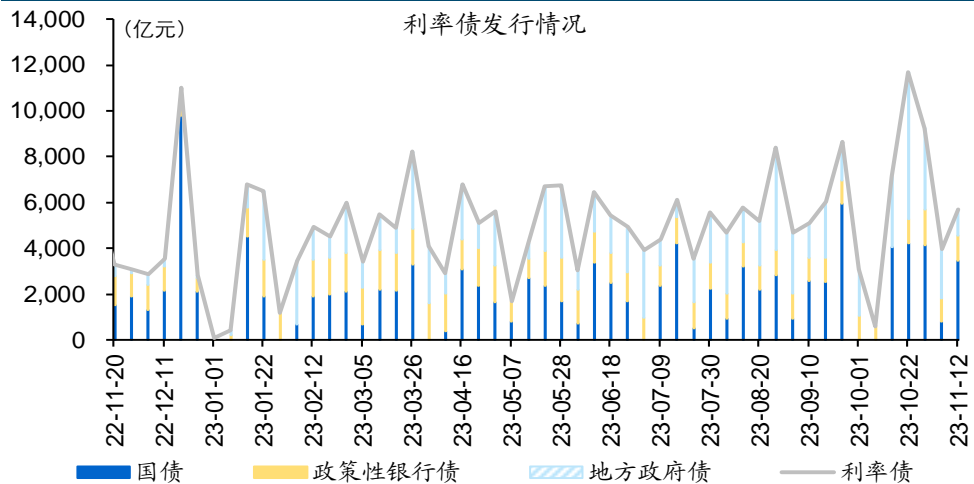


来源：中国货币网、国金证券研究所

来源：中国货币网、国金证券研究所

利率债发行回升。11月4日至11月10日间，利率债总计发行5730亿元、较前周增加1639亿元，净融资3686亿元、较前周增加3602亿元。其中，国债发行3451亿元、较前周增加2651亿元；政策性银行债发行1148亿元、较前周增加19亿元；地方政府债发行1131亿元、较前周减少1031亿元；国债、政策性银行债和地方政府债净融资分别为1829亿元、1148亿元和709亿元。

图表30: 利率债发行规模有所回升



来源：Wind、国金证券研究所



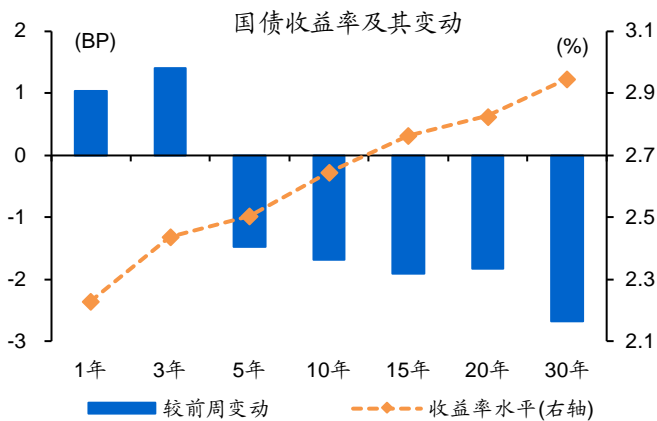
图表31：11月4日至11月10日间，利率债发行与到期情况

类别	发行只数	总发行量	总偿还量	净融资额
国债	8	3451	1622	1829
政策银行债	23	1148		1148
地方政府债	9	1131	422	709
合计	40	5730	2044	3686

来源：Wind、国金证券研究所

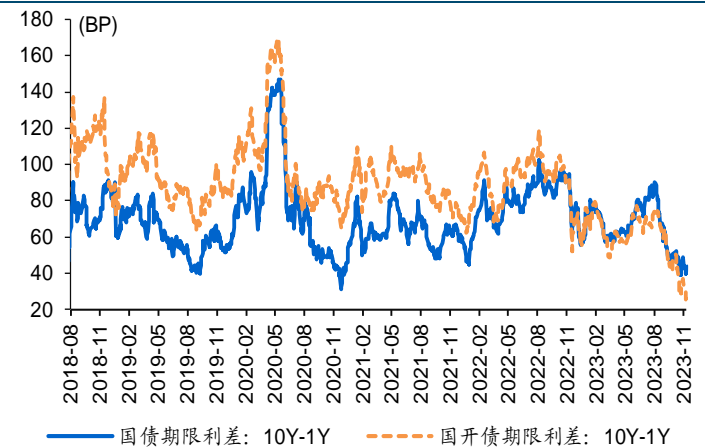
利率债收益率多数下行、中长端较为明显。图表31：11月4日至11月10日间，10年期国债收益率小幅下行1.7BP至2.64%，5年期、15年期、20年期和30年期收益率分别较前周下行1.5BP、1.9BP、1.8BP和2.7BP，1年期和3年期分别较前周上行1BP和1.4BP。

图表32：长端收益率多数下行



来源：Wind、国金证券研究所

图表33：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、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究