



宏观研究

【粤开宏观】财税体制改革将向何处去：新形势与新方向

2023年12月26日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】负重前行：2023年财政债务形势总结与2024年展望》2023-12-20

《【粤开宏观】谋划新一轮财税体制改革的可能方向》2023-12-17

《【粤开宏观】京沪房地产调控进一步放松的经济背景：11月经济数据解读》2023-12-15

《【粤开宏观】2024年美国经济发展展望：“软着陆”与降息周期》2023-12-13

《【粤开宏观】以人民和经济建设为中心——中央经济工作会议学习体会》2023-12-12

摘要

1994年分税制改革有效地解决了中央与地方收入划分的问题，理顺了政府与市场、中央与地方关系，促进了中国经济持续增长。但是，一个时代有一个时代的主题和主要矛盾，分税制改革没有很好地解决中央与地方事权和支出责任划分、省以下财政体制改革的问题。党的十八届三中全会以来将财政从宏观调控的经济职能上升到国家治理的高度，2016年以来推动中央与地方事权和支出责任划分改革持续取得新突破。

当前分税制改革迎来三十周年，全球面临百年未有之变局，新的政治经济形势对财税改革提出新的要求。在这样的背景下，中央经济工作会议提出要谋划新一轮财税体制改革。从短期看，新一轮财税体制改革要解决当前财政紧平衡、土地财政何去何从、防范化解债务风险等问题；从中长期看，财税体制改革要建立现代财税制度，推动治理体系和治理能力现代化，更重要的是要推动中国式现代化和高质量发展，为构建新发展格局、构建全国统一大市场、应对人口老龄化、促进区域均衡发展、推动共同富裕，充分调动企业家、地方政府积极性做出应有的财税贡献。财税体制改革牵一发动全身，往往是重大改革的主要突破口。财政财政，财是表象，政是根本，财税体制改革又不仅仅是财税制度本身，还涉及更高阶的政府职能、政府规模、政府与市场边界等其他制度改革。

风险提示： 财政体制改革超预期或不及预期



目 录

一、新一轮财税体制改革面临新的政治经济形势.....	3
二、新一轮财税体制改革要解决的问题与实现的目标.....	5
（一）1994 年分税制改革解决的问题.....	5
（二）新一轮财税体制改革要继续解决的问题.....	5
（三）新一轮财税体制改革要实现的目标.....	5
三、新一轮财税体制改革向何处去？.....	6
（一）厘清政府与市场关系，确定政府职能与规模是前提；进一步厘清中央与地方事权和支出责任，提高中央支出比重；解决好流动人口公共服务事权和支出责任划分.....	6
（二）尽快稳定宏观税负，更加务实地构建基于共享税为主体的地方税收体系而非地方税种体系，改革个税、消费税，社保费改税，探索数字税、碳税及可能的财产税.....	7
（三）强化预算管理，所有政府收入均要纳入预算管理，强化对支出标准和支出绩效的管理，防范化解地方债务风险.....	7

图表目录

图表 1： 我国财政支出结构中用于民生社保、医疗等相关支出占比提高.....	8
--	---



党中央、国务院始终坚持深化改革开放，不断激发新的经济增长动能、释放新的经济增长活力，将改革进行到底形成了各界的普遍共识。财政改革牵一发而动全身，1994年的分税制改革就奠定了社会主义市场经济体制的重要基础，理顺了政府与市场、中央与地方等方面的关系，提高了中央宏观调控能力，推动了经济持续快速发展。分税制改革三十年来，党中央持续深化财税体制改革，对财政的定位和职能从宏观调控工具上升到国家治理层面，从经济职能上升到政治经济文化社会生态五位一体层面。

党的十八届三中全会提出：“财政是国家治理的基础和重要支柱，科学的财税体制是优化资源配置、维护市场统一、促进社会公平、实现国家长治久安的制度保障。必须完善立法、明确事权、改革税制、稳定税负、透明预算、提高效率，建立现代财政制度，发挥中央和地方两个积极性。”党的十九届五中全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，明确指出了财税体制的改革方向，即“建立现代财税金融体制。加强财政资源统筹，加强中期财政规划管理，增强国家重大战略任务财力保障。深化预算管理制度改革，强化对预算编制的宏观指导。推进财政支出标准化，强化预算约束和绩效管理。明确中央和地方政府事权与支出责任，健全省以下财政体制，增强基层公共服务保障能力。完善现代税收制度，健全地方税、直接税体系，优化税制结构，适当提高直接税比重，深化税收征管制度改革。健全政府债务管理制度。”《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》对此做了进一步部署落实。党的二十大报告提出：“健全宏观经济治理体系，发挥国家发展规划的战略导向作用，加强财政政策和货币政策协调配合，着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用。健全现代预算制度，优化税制结构，完善财政转移支付体系。”

2023年底的中央经济工作会议继续强调改革对促进经济动能的重要作用，强调谋划新一轮财税体制改革。在分税制改革迎来三十周年之际，未来政府与市场关系、中央与地方关系将有新的进展，从根本上解决当前财政形势紧平衡和地方债务风险等问题。

一、新一轮财税体制改革面临新的政治经济形势

当前中国处于百年未有之大变局，逆全球化和民粹主义甚嚣尘上，面临的形势较以往更严峻。全面建成小康社会已取得胜利，全面建设社会主义现代化国家的新征程开启，推动中国式现代化和高质量发展正成为新的共识和行动方向。财税体制要服从和服务于新的政治经济形势和国家战略。

一是全球经济下行具有周期性和结构性原因，逆全球化和脱钩断链等将对中国经济造成较大冲击。“十四五”期间的全球经济从“低增长、低通胀、低利率和高债务”的三低一高模式转变为“低增长、高通胀、高利率、高债务”。全球经济面临人口老龄化、贫富分化加剧和贸易摩擦的压制，对中国的出口需求产生较大冲击；脱钩断链等导致中国可能面临供给冲击，引发供应链的不稳定。

二是国内资源禀赋和发展阶段发生重大变化，经济增速将继续下台阶，税收收入和土地出让收入增速都将下行，财政收入高增速时代已远去。2022年我国人口见顶回落，将从需求端、供给端共同导致潜在经济增速下降；同时，人口见顶回落意味着房地产市场由人口总量增加的增量需求退却，房地产市场下行拐点到来，影响房地产相关税收收入、土地出让收入和土地金融。尤其是部分人口流出的区域，将面临经济增长乏力和财政收入不足的问题。中国经济的发展逻辑将实现五大转变：从先富转向共富，从效率转向公平，从速度转向安全，从侧重资本到保护劳动，从房地产繁荣走向科技强国。这种发展逻辑的转变对经济增长、税基结构和支出结构都将产生重大变化。

三是政策间的合成谬误对企业经营的冲击，迫使减税降费持续维持在较大规模，导



致宏观税负持续下降，财政汲取能力下降，而减税降费作用边际递减，若支出不能同步削减则推升债务规模。国家税务总局数据显示，“十三五”期间累计减税降费规模达到7.6万亿元，规模力度较大。当市场主体遭遇内外部冲击，市场呼唤减税降费，甚至部分地出现了“舆论倒逼，政策被动响应”式的减税降费，这不利于税制运行的稳定，也不利于宏观税负的稳定。企业面临的劳动力成本和能源、电力等垄断性成本上升对冲了减税降费带来的成本下降。部分运动式、一刀切的政策导致企业预期和居民信心不振，企业追加投资、居民扩张消费积极性不足，难以拉动相应的经济增长，此时的减税降费仅仅推升了债务。这就是非财政政策冲击导致财政政策陷入“减税降费陷阱”。

四是人口老龄化冲击社保并产生财政压力。人口老龄化速度加快以及养老金支出标准提高（通胀上升以及提高养老金水平）导致社保压力较大。这种冲击在“十四五”期间伴随劳动年龄人口快速增加将更加显著。

五是人口流动对财政体制产生冲击。人口流动导致社保等公共服务提供必须从基于静态和户籍人口转向基于动态和以常住人口为主要依据，与之对应的事权和支出责任划分、转移支付制度、基本公共服务提供要做出相应的调整。否则大量的转移支付拨付到人口流出地区，一方面导致人口流出地的公共产品和服务的闲置浪费，另一方面导致人口流入地的公共产品和服务供应不足，不利于推进农民工市民化进程和以人为本的城镇化。

六是数字经济和服务业占比提高冲击工业经济时代的财税体制，对税收征管和财力均衡产生挑战。当前的经济统计制度和财政制度更多是基于工业时代，数字经济占比逐步提高并将在未来成为主导，相应的财政体制要做出调整，税源、税基要做新的界定。一方面，数字经济等新的经济形态对传统征管产生新的挑战，部分经济活动可能游离在征管之外；另一方面，数字经济尤其是平台经济的高度集中性，导致税源的分布更加不均衡，这对于区域税收和经济均衡发展产生新的挑战。

七是经济运行的不确定性和风险越来越高，对市场主体的冲击越来越大，政府与市场边界划分清晰的难度加大，经济社会风险财政化趋势日益明显，增加政府潜在支出责任，不利于财政可持续性。当市场主体面临的风险越来越大、越来越多，并逐步演化为公共风险时，政府职能范围扩大、支出责任范围扩大，有演化为“无限责任”的趋势，这可能过度透支财政空间。提高发展的安全性，统筹发展和安全对财政提出更高要求。财政既要支持产业链安全、突破“卡脖子”领域，又要维持财政可持续性、化解债务风险，确保财政自身的安全。财政政策力度必须为以后的不确定性预留空间，确保财政可持续性。

八是构建新发展格局、推动高质量发展和统一大市场建设等重大国家战略对财政的统筹和服务保障能力提出了更高的要求，也要求财税体制做出进一步改革。财政影响生产分配流通消费各环节、影响供需两端、影响国内大循环和国际双循环，财政必须在围绕加快培育完整内需体系、加快科技自立自强、推动产业链供应链优化升级、加快农业农村现代化、改善人民生活品质、牢牢守住安全发展底线等方面做出贡献。同时，当前还存在地方政府间恶性竞争和制造政策洼地的现象，不利于构建全国统一大市场。



二、新一轮财税体制改革要解决的问题与实现的目标

（一）1994年分税制改革解决的问题

1994年分税制改革实施以来，有力地推动了中国经济持续高速增长，是社会主义市场经济体制中至关重要的基础性制度。一是集中了中央财力，有力地提高了中央宏观调控能力；二是建立了税收返还和转移支付制度，有效地降低了区域财力差距，助力推动区域均衡发展和区域基本公共服务均等化；三是配套的税收制度改革等理顺了政府与市场关系，维护了统一大市场，避免了区域分割；四是初步理顺了中央和地方关系，稳定了中央和地方的预期，从形形色色的包干制进入到稳定的中央地方关系阶段。

（二）新一轮财税体制改革要继续解决的问题

一是政府与市场关系和边界不清，导致政府兜底责任不断扩张，容易产生有限财力与无限支出责任间的矛盾，即财政困难；更不利于发挥有效市场与有为政府的共同作用。

二是中央与地方事权和支出责任划分不清，地方政府承担过多的事权和支出责任，中央支出占比远低于国际平均水平，在“中央决策、地方执行”制度体系下地方政府债务持续攀升。2016年以来中央与地方事权和支出责任在基本公共服务、医疗卫生、科技、教育、交通运输、生态环境等领域做了进一步的划分，但是共同事权和支出责任以及专项转移支付仍存在较大规模，部分领域事权和支出责任要进一步明确。国防安全、大江大河治理、收入分配等领域还部分地存在事权和支出责任下移的情况。部分省份如北京地域范围内政务服务、国际交往等中央地方事权支出责任划分还不够清晰合理。

三是财力不够协调，地方税体系尚未建立，有待另谋出路，地方政府积极性有待进一步发挥，有必要建立更具激励相容的制度体系。

四是转移支付不规范尤其是共同事权转移支付规模较大。当前中央对地方转移支付规模已突破10万亿元，转移支付规模过大容易产生效率损失以及地方政府的道德风险，甚至是逆向激励。但是不加大对基层转移支付，又不利于地方“三保”，必须通过改革走出这个循环。

五是省以下财政体制有待进一步深化等，省以下财政体制仍呈现出差异性极大且不规范的特征。2022年6月出台的《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》，完善省以下财权与事权和支出责任划分，进一步推进构建权责清晰、财力协调、区域均衡的省以下财政体制，但是如何实现统一规范与因地制宜仍是下阶段的重大课题；部分省份越到基层，基本公共服务的保障越难。

（三）新一轮财税体制改革要实现的目标

一是短期要化解面临的宏观税负持续下行、财政紧平衡、地方债务风险上升和土地财政向何处去的问题。

二是中期要通过体制机制改革解决财政可持续性问题，避免陷入财政危机。

三是长期更要站在国家治理和国家战略的高度，围绕促进共同富裕、推动高质量发展、构建统一大市场、统筹发展与安全等战略任务，构建新的财政和税收制度。这需要立足经济数字化服务业化、人口老龄化少子化、人口流动都市圈城市群化、推动科技强国建设等内外部约束，充分调动中央和地方、企业、科学家各方面积极性，通过重塑激励约束制度，实现效率和公平的平衡，实现财政更可持续。



三、新一轮财税体制改革向何处去？

总体上看，财政体制改革的核心是政，是政府职能，是政府的规模，是政府与市场的边界，这是探索新一轮财税体制改革的前提条件。近年来财政形势的核心症结在于有限财力与无限支出责任的矛盾，这一定程度上源于政府与市场的边界越发不清晰，政府的兜底责任越发增加，具体体现为经济社会风险财政化，包括房地产风险财政化、金融风险财政化、社会风险财政化、超前承诺财政化等。从长远看，必须深化改革，理清政府与市场关系简政放权、精兵简政裁撤冗员、深化行政体制、社保制度改革。但是改革要触动利益，不论是削减支出还是裁撤冗员，均需要考虑既得利益群体的反对，财政改革的“财”好解决，“政”是最难的，需要政治勇气和魄力，也要讲究艺术，妥善安置改革对象以赢得改革支持、减少改革阻力和阵痛。1998年国企改革导致的下岗，通过房改和加入WTO释放的红利吸收，未来的改革要同步匹配好寻找新的经济增长点。因此，财税体制改革不能单兵突进，要讲究协同联动，需要其他改革配合。

（一）厘清政府与市场关系，确定政府职能与规模是前提；进一步厘清中央与地方事权和支出责任，提高中央支出比重；解决好流动人口公共服务事权和支出责任划分

第一，厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模。其一，深化行政事业单位改革，强化绩效管理。如果政府长期大包大揽，家长制的大政府必然收支庞大。只有简政放权，市场的归市场，政府的归政府，大量的事业单位要么回归非盈利机构，要么走向市场自负盈亏。**其二，对人口流出地区的区县实施合并，减少财政供养人员，**但是裁减冗员精兵简政，必须配合市场化的改革，比如放开市场准入、改善营商环境，提高就业的吸纳能力，否则改革将导致新的社会群体性问题。

第二，深化中央与地方财政体制改革，逐步上收事权和支出责任至中央政府，减轻地方政府支出责任和财政压力，地方政府既无能力、也无动力办好外部性强的事权，逐步做实公共安全、食品药品监管、养老保险等事权的垂直管理和部门实体化。**其一，真正解决好中央和地方事权和支出责任的划分，“办多少事，花多少钱”；**近年来，共同富裕、区域协调发展、构建统一大市场等越发重要，对于经济发展和公平都有至关重要的意义，而这些往往是外部性较强的领域，应该由更高层级政府来履行相应事权和支出责任。目前中央和地方事权和支出责任划分虽有重大推进，但是实际执行层面有差距。**其二，真正实现中央上收事权和支出责任，**就有必要实行垂直管理，把部门责任做实，否则仍要下移或者委托给地方政府来执行，增加地方政府负担，而且地方政府出于利益考虑天然会放松一些规制约束性的监管。

第三，继续规范转移支付，兼顾分配的效率和公平，既要调动地方政府积极性，又要考虑区域均衡发展，可考虑在转移支付中嵌入激励因子和公平因子。转移支付的规模持续上升，尤其是共同事权转移支付仍然较大。理清转移支付向人口流出地还是人口流入地、以当前人口分布还是未来人口分布为依据。

第四，建立匹配多元目标治理体系下的政绩考核激励约束制度和财政评估制度，避免中央对地方多元目标考核导致地方支出责任持续扩张。

第五，建立政策出台前评估和实施效果的问责机制，避免各领域风险蔓延至财政，避免风险财政化透支财政空间。政策出台前后要同时考虑对财政收支的影响。



（二）尽快稳定宏观税负，更加务实地构建基于共享税为主体的地方税收体系而非地方税种体系，改革个税、消费税，社保费改税，探索数字税、碳税及可能的财产税

第一，尽快稳定宏观税负，减税降费要从追求数量转向效果，选择对普通居民影响不大、但有利于推动绿色发展和缩小贫富差距的税种进行结构性加税。有必要重新反思和评估大规模减税降费的效果，要从是否有利于新发展格局的构建、是否有利于科技创新，是否有利于市场的活跃和经济社会稳定来落实减税降费。

第二，更加务实地构建基于共享税为主体的地方税收体系而非地方税种体系。我国18个税种对应5级政府，难以实现彻底的分税制；即使在中央与地方间，18个税种的非均质性意味着分税的结果只能是中央地方的收入分配畸高或畸低。营改增后，由于调整了增值税收入分配比例，地方政府一般公共预算收入占比总体平稳，约54%左右。但由于地方失去了营业税这个主体税种，地方收入的主要构成是增值税、企业所得税和个人所得税的共享税，因此对于构建地方税种体系产生了较大的冲击；与其陷入地方税种体系中，不如更加务实地构建地方税收体系，即以共享税为主，能够实现中央地方收益共享、风险共担。同时，近年来关于提高直接税比重也是诸多讨论的重点，直接税主要是财产税和所得税，在房地产税、遗产与赠与税等均难以推出的情况下，提高直接税比重主要依赖于个税。

第三，推动个人所得税改革从分类与综合相结合的征收模式彻底走向综合征收，减轻工薪阶层负担的同时强化征管，确保个税规模做大并发挥应有的收入分配调节功能。其中，非劳动所得（财产转让、偶然所得等）逐步纳入综合所得；免征额不能再大幅提高，必须确保一定规模的纳税人群，否则纳税人群大幅减少的结果必然是直接税体系和纳税人意识难以真正建立；强化对直播等新经济活动和娱乐明星等畸高收入群体的征管力度；降低最高边际税率45%的税率，提高税收遵从度，宽税基、低税率、严征管是未来方向。

第四，改革消费税，将消费税征税范围从烟、酒、汽车为主拓展到高污染高耗能、高端服务业，比如高端会所和酒店，征税环节从生产环节后移至消费环节，并逐步下划给地方，充实地方税。

第五，提高资源税、环境税税率，体现绿色发展理念和高质量发展导向。

第六，推动社会保险费改税，强化征管的同时降低费（税）率。

第七，稳妥探索研究数字资产税、数字服务税、碳税等新的税种。

（三）强化预算管理，所有政府收入均要纳入预算管理，强化对支出标准和支出绩效的管理，防范化解地方债务风险

第一，政府凭借政治权力的税收收入和作为产权所有人的收入都应当全部纳入预算管理。但是目前政府产权收入仅仅包括土地以及部分资源产生的收入，要进一步扩大到其他资源，减少国有资源实质上成为个别地方专享资源的情况。

第二，在收入增速下行与支出刚性不减的环境下，预算管理要加强统筹财政资源。目前政府性基金预算调入一般公共预算、一般公共预算调入社会保险基金预算频繁，规模逐步上升，有必要进一步统筹四本预算，将政府性基金预算中可统筹使用的部分纳入一般公共预算。

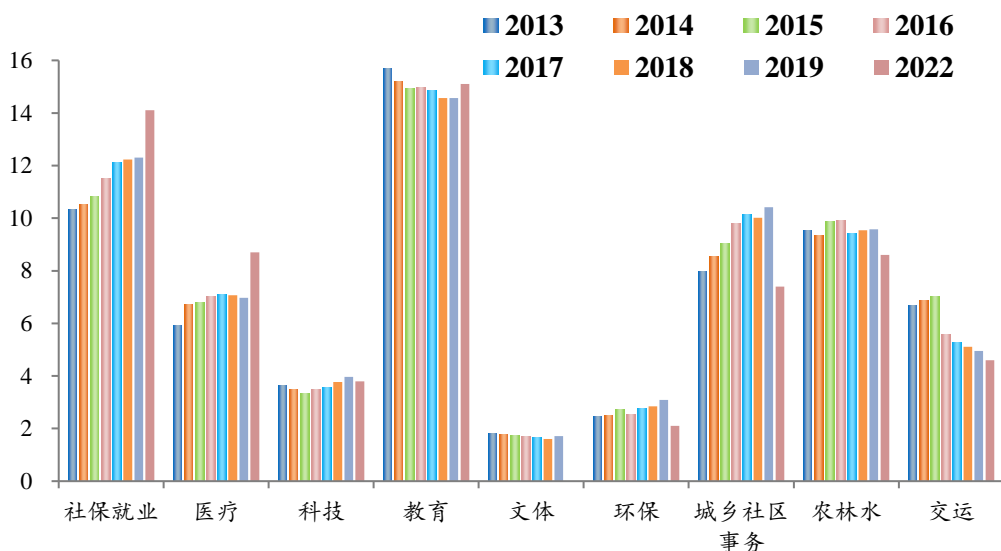
第三，深化社保制度改革，避免社保长期过度依赖一般公共预算补贴。问题的解决



不在于提高社保缴费率加重企业负担，而在于提高国有资产划转社保的比例和资产质量、发挥养老保障体系中第二（企业年金和职业年金）和第三支柱（商业保险）的重要作用实现多层次积累、提高养老保险基金的投资收益、尽快全面放开计划生育、适时适当推迟法定退休年龄。

第四，财政支出要标准化，提高财政支出绩效，进一步优化财政支出结构、提高支出效率，把有限的财政资金用在刀刃上。政府收支尤其是支出体现国家战略和政策方向，要加强对预算编制的宏观指导，确保国家重大战略落地。优化支出结构，从发展财政转向民生财政，更多体现“取之于民用之于民”，转向教育、医疗、养老以及新型基建，增加对“人”的投资与消费，促进人口数量走向素质红利。近年来我国用于社保就业、医疗的财政支出占比有所增加，用于交运、农林水等基建类支出占比有所下降，支出结构在优化，2022年社保就业、教育、医疗三者分别占财政支出比重为14.1%、15.1%和8.7%，合计占比37.9%，较2013年提高6个百分点，但仍远低于美国、德国等发达经济体。

图表1：我国财政支出结构中用于民生社保、医疗等相关支出占比提高



资料来源：财政部预算司、粤开证券研究院

第五，进一步扩大预算公开的范围，提高公开的时效性和规范统一性，以促进纳税人更好地监督政府。当前省级政府预算公开有较大进步，但地市和区县级预算公开还存在公开不及时、公开范围不够、公开内容不规范统一等问题。

第六，遏制隐性债务增量，化解存量，健全政府债务管理制度。

第七，优化债务区域结构，适度放宽都市圈城市群以及人口流入地区的举债额度，但强化绩效管理，负债与资产匹配、成本与收益匹配，在有优质现金流的资产项目上加杠杆，稳定杠杆率而非稳定杠杆绝对数。

第八，优化债务性质结构，实事求是面对风险。提高国债和一般债比重，降低地方债和专项债比重，发行长期建设国债。提高国债比重，一方面拉长债务周期、降低债务付息成本，缓解地方政府债务压力，同时还能够完善国债市场。提高地方政府一般债比重，降低地方政府专项债比重，将避免缺乏项目收益的项目被包装为有现金流的项目，提前让风险显性化。发行长期建设国债支持外部性较强、受益范围较大的重大基础设施工程。由此，实现资金的投向与资金性质匹配，实现目的与手段的匹配，即地方政府公共服务的收支差由地方一般债支持，有专项收益的项目通过地方专项债支持，缺乏项目



收益但属于国家重大建设工程通过长期建设国债弥补。

改革是艰难的历程，需要有坚强领导和坚定意志，需要各方凝聚共识和共同努力，需要时机配合与内外协同。但是改革所释放的红利将影响深远，如同 1978 年的改革开放、1994 年的分税制、1998 年的国企改革、2000 年加入 WTO 以及十八届三中全会后推出的一系列改革。我相信，在党中央国务院的坚强领导下，在部门间协作和上下协同努力下，我们一定能再次创造新的奇迹。

（限于文章篇幅，财税体制改革配套的制度改革、深化省以下财政体制改革、增值税改革等后续将另行撰文研究。）



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。

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、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com