

中国债务问题的风险与对策

——2024年度宏观展望

作者

潘宇昕

分析师

资格证书: S0380521010004

联系邮箱: panyx@wanhesec.com

联系电话: (0755)82830333-128

相关报告

《宏观月报-三季度延续修复,地产有待企稳》
2023-10-24《宏观月报-国内边际修复,美联储或暂停加息》
2023-10-17

主要要点

- ◆ 今年随着中国经济进入弱复苏,物价低位运行,地产和地方债务的压力凸显,中国的债务问题受到国内外投资者空前的关注。从宏观杠杆率的角度,中国债务负担没有高到离谱,但是债务的叠加方式有很强的关联性。金融机构230万亿贷款余额中,房地产相关占一半左右;如果将融资平台债务纳入到地方政府债务中,地方政府的有息负债规模在80-90万亿。中国2023年名义GDP估计在127万亿元,房地产和地方政府的债务总额相当于GDP的150%左右。地方政府的财政收入中土地出让金收入平均占一半左右,房地产业的调整外溢到地方债是必然的。金融体系是房地产和地方债务的最大提供者,稳妥化解债务问题关系到金融市场稳定。
- ◆ 稳妥的去杠杆的路径需要货币、财政政策协调平衡。在避免对资产负债表产生难以承受的冲击的同时,降低杠杆率。按照财政政策“适度加力”的要求,我们预计明年的赤字率会维持在3.8%左右,央行政策利率会进一步降低,就长远而言,需要处理存量债务、调整增量债务的积累方式。
- ◆ 短期政策着力点应放在尽快稳定房地产市场。明年除了需求端刺激会进一步加大以外,开发商融资和保交楼的资金条件预计会改善,城中村改造和保障房的筹建明年可能也会取得实质性的进展。今年住宅销售面积估计在9.7亿平方米左右,按我们的测算基本已经调整到了合理的区间,预计销售、新开工在未来几个月会逐渐企稳,房地产对GDP增长的拖累会降低。
- ◆ 房地产、地方债务、中小金融机构这三者风险表面相互交织,但最终都由财政兜底。短期应对存量地方债务的重点是应对再融资问题、拉长周期和压降成本;长期需要解决“增量”问题。地方债务的形成根源在于地方财力与事权不匹配,化解债务问题要解决地方的财权、事权的配置问题,加快地方税体系建设,有效控制地方举债。中国有丰富的渐进式改革的经验,中央应鼓励地方先行先试。
- ◆ 积极的货币政策对于化解长期债务压力不可或缺。有助于形成再通胀,从长期降低债务负担。就国内目前经济形势而言,货币政策还有较大的发力空间。
- ◆ 促进经济高质量发展是上策。制造业向高端化、智能化的转型,将持续带来大量的投资需求,推动经济增长。此外,居民消费也有较大提升空间。中国居民消费支出占GDP比重为37%,显著低于中高等收入国家水平,同时,储蓄率仍然较高,政府可以通过发放消费券、增加社会福利支出等方式撬动家庭储蓄资金。
- ◆ 12月召开的中央经济工作会议明确要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构这三个领域的风险。中国经济不论是从疫后的周期性恢复,还是潜在增速的角度,都有提高的空间,化解重点领域风险已经得到了中央的高度重视,相关政策措施已经在推出,货币政策和财政政策的空间和工具都是非常充足的,我们不应低估国家对经济平稳运行的托底的能力和决心。
- ◆ 风险提示:政策推进不及预期、国内基本面下行超预期、美联储利率维持高位、地缘政治冲突超预期



正文目录

一、 中国经济应警惕债务风险	3
二、 化解债务问题的路径思考	5
(一) 短期政策着力点应放在尽快稳定房地产市场	5
(二) 化解地方债务问题需要长短期制度相配合	6
(三) 货币政策需要更加积极	7
(四) 促进经济高质量发展是上策	8
三、 总结	9
四、 风险提示	9

图表目录

图1 城投债借新还旧比例不断攀升	4
图2 根据我们测算，住宅销售或已经调整到位	6
图3 人民币汇率跟美元指数走势关联性强（元、%、点（右轴））	7
图4 高技术产业投资保持较快增长（%）	8
图5 居民消费支出占 GDP 比重（%）	8
图6 储蓄仍然较高	8

一、中国经济应警惕债务风险

年初疫情约束的消退带来了经济活动的大幅度反弹，但随后很快便进入一个偏温和的复苏过程。今年前三季度 GDP 同比增长 5.2%，在四季度财政发力的背景下以及去年低基数的原因，货币基金组织把 2023 年中国经济增长率从原来的 5.0% 的增长率上调到 5.4%，但是同时把明年的中国经济增长率下调至了 4.6%。尽管如此，中国仍然是全球少数几个增长较快的国家，我们认为中国相对于潜在增长率而言仍然有继续恢复的空间，复苏的动力主要在于消费的进一步复苏、地产逐渐企稳以及稳增长政策的支持，同时，近几年向高端制造业和现代服务业转型的步伐不断加快，中国经济长期向好的基本面没有改变，目前正处于 N 型复苏第三个阶段的起点。

表 1 IMF 世界经济展望¹ (%)

	2023	2024
世界经济增长	3.0	2.9
发达经济体	1.5	1.4
美国	2.1	1.5
欧元区	0.7	1.2
新兴市场	4.0	4.0
中国*	5.4	4.6
印度	6.3	6.3
俄罗斯	2.2	1.1
巴西	3.1	1.5
墨西哥	3.2	2.1

数据来源：IMF, 万和证券研究所 *11 月 7 日对中国经济增速预测作了调整

但是需要注意的是，中国 CPI 指数连续 9 个月低于 1%，近两个月进入小幅下跌区间，核心 CPI 近两年基本在 1% 以下运行，PPI 连续 13 个月负增长，三季度 GDP 平减指数为 -1.4%，并且已经连续两个季度收缩，同时在房地产企业信用危机、住房销售持续疲软、社会融资需求低迷、地方债务问题逐渐显现、房市股市出现较大幅度的下跌等叠加组合下，中国经济应警惕债务风险。

1. 达利奥在《债务危机》中描述了典型通缩性债务周期的发展过程

在经济周期的早期阶段，债务增长强劲，但是由于债务增长被用来投入可以使收入快速增长的经济活动，债务负担小，各部门都有足够的空间来增加负债。尤其是对新兴国家而言，由于大量的固定资产投资和基础设施建设的需求，债务可以加快工业化发展，推动出口，进而带动人均收入和产出水平，实现国民经济的快速增长。

但随后大部分国家都会到达泡沫阶段。快速增长的债务导致资产回报率和经济增长率加速上扬，在收入、资产价格、借款人净值相互将强的作用下，债务增速继续保持快速增长，与收入的比例也已经快速上升。这个过程不可能永远持续下去。由于债务总额不断增加，利息占比逐渐提升，偿债压力开始显现，最终当偿债总额大于可以获得的资金和信贷时，债务上行的过程就会逆转，进入去杠杆的阶段。

助推泡沫形成的因素在泡沫破裂时同样会相互强化，如果任由这一阶段自由发展，国民经济将会进入漫长的衰退阶段。随着经济增速回落拉低收入、资产价格下跌拉低抵押品价值，借款人信誉下降，银行开始惜贷，借款人降低债务的需求提高，从而损害支出，降低投资率，导致需求进一步恶化，风险资产被抛售，造成螺旋式的债务收缩过程。杠杆化水平越高，决策者观望时间越长，泡沫破裂带来的负面影响越大，比较有名债务危机的是 1929 年发生的美国经济大萧条和日本 1990 年代陷入的“失去的几十年”，期间都是伴随着强烈的去杠杆和通缩的问题。

¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023#Projections>

2. 从宏观杠杆率的角度，目前中国债务负担没有高到离谱，但是债务的叠加方式有很强的关联性

中国的总杠杆率在全球属于较高水平，但由于横向比较存在显著的国家异质性和时间异质性，单纯比较总宏观杠杆率的意义有限。结构方面，由于统计口径的差异，国内外不同机构统计的数据不一样，但大致上的结论是：中国总杠杆率中，企业杠杆率占比最高，处于全球前列；居民杠杆率处于中游水平，低于发达国家，高于新兴市场；政府杠杆率最低，且低于新兴市场平均和发达经济体平均（表 2）。

进一步地，结合过去中国过去几十年的投资驱动的发展模式，可以发现中国的债务压力集中在房地产业和地方债务。金融机构 230 万亿贷款余额中，房地产对公贷款、个人住房贷款合计占到贷款总量的一半左右；中国政府杠杆率，不论是中央还是地方，显性杠杆率都比较低，但是地方政府投资基建的资金来源主要是通过融资平台，如果将融资平台债务纳入到地方政府债务中，即地方政府债 40 万亿、城投债 12 万亿（截至 2023 年 12 月，wind），地方融资平台相关的贷款或非标投资 30-40 万亿（截至 2022 年末，李珊珊，《如何看待中国政府广义负债率》），地方政府的显性和隐性有息负债规模在 80-90 万亿。中国 2023 年名义 GDP 估计在 127 万亿元，房地产和地方政府的债务总额相当于 GDP 的 150% 左右。

表 2 2023 年 6 月末不同口径下的中国宏观杠杆率（%）

BIS 口径	总杠杆率	居民杠杆率	企业杠杆率	政府杠杆率
中国	307.40	62.00	166.00	79.40
新兴市场	222.10	47.40	108.60	66.10
发达经济体	269.10	72.70	88.80	107.60
社科院口径-中国	283.30	63.50	167.80	52.00
				中央：21.50
				地方：30.50

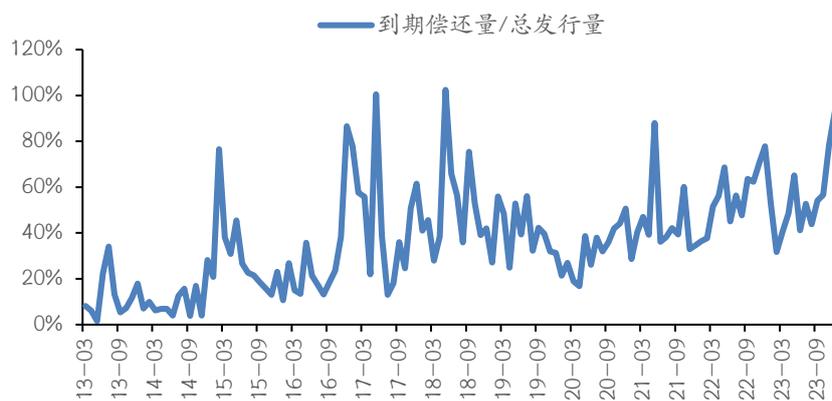
数据来源：Wind，万和证券研究所

地方政府的财政收入中土地出让金收入平均占一半左右，2020 年占比高达 84%，房地产业的调整外溢到地方债是必然的。随着 2021 年下半年房地产企业融资环境骤然收紧，同时伴随疫情的冲击，销售端受阻，流动性困境引发了行业广泛的信用违约，反过来进一步打击了居民购房意愿。今年 1-11 月，居民中长期贷款 2.4 万亿元，同比下降 6%，住宅销售面积 8.6 亿平方米，同比下滑 16%，住宅新开工面积 6.4 亿平方米，同比下滑 22%，房地产行业仍然在收缩中，导致地方政府卖地收入显著下行，今年 1-11 月地方土地出让金收入 4.2 万亿元，较 2020 年下降了 50%。今年城投非标违约事件明显增多，同时，城投债务借新还旧比例不断攀升，新发城投债中 90% 用于借新还旧，投入实体的比例在减少。专项债发行虽然不断提高，已经成为地方政府债券的第一大品种，但是专项债收益率虚增、资金闲置的问题较为突出²，拉动经济增长效率不高。地方政府维系债务增速和经济增速之间的平衡难度在加大。

图 1 城投债借新还旧比例不断攀升

² 《国务院关于 2022 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》

http://www.npc.gov.cn/c2/c30834/202306/t20230628_430337.html



资料来源：wind，万和证券研究所

金融体系，尤其是银行体系，是房地产和地方债务的最大提供者，稳妥化解债务问题关系到金融市场稳定。银行表内会直接发放融资平台相关的贷款或非标投资，银行表外理财产品又是城投债的主要投资者。截至2023年6月末，全国存续理财产品规模为25.34万亿元，其中投向信用债的约11万亿元，据统计，在信用债中又有一半左右投向了地方城投债，也就是说，12万亿地方城投债中约5万多亿元为银行表外理财持有。如果城投债违约，投资者的城投信仰坍塌，可能导致理财产品赎回潮和城投债市场抛售挤兑，挤兑会进一步使得市场价格崩盘、理财产品净值大幅缩水，形成恶性循环，叠加房地产市场下行、息差下行的影响，银行盈利能力受到影响，最终甚至可能影响到银行的偿付能力，其中中小银行资本金不足、资产质量差、抗风险能力有限，是最薄弱的环节，中小银行风险经由同业和市场预期等渠道扩散，容易引发金融风险。这是城投债刚性兑付难以根本上打破，以及本轮政府化债措施迅速出台的重要原因之一。

房地产、地方债务、中小金融机构这三者风险相互交织，12月召开的中央经济工作会议明确2024年的经济工作要统筹化解这三个领域的风险。

二、化解债务问题的路径思考

宏观杠杆率的定义是债务占名义GDP的比例，稳妥的去杠杆的路径需要货币、财政政策协调平衡，使得名义经济增长率高于名义利率，从而在避免对资产负债表产生难以承受的冲击的同时，降低杠杆率。整个化解债务压力的过程中，中央政策要发力，以弥补地方财政和私人部门债务收缩的压力，同时，货币政策要保持宽松，满足流动资金需求，保持一定的通胀水平。这是许多成功化解债务危机的国家的政策组合。

中央财政在今年四季度增发2023年国债1万亿元，预计今年赤字率由3%提高到3.8%左右。按照财政政策“适度加力”的要求，我们预计明年的赤字率也会维持在3.8%左右。央行政策利率会进一步降低，缓解各部门偿债压力。就长远而言，想要未来的资金和信贷健康流动，经济恢复繁荣，处理存量债务、调整增量债务的积累方式至关重要。

（一）短期政策着力点应放在尽快稳定房地产市场

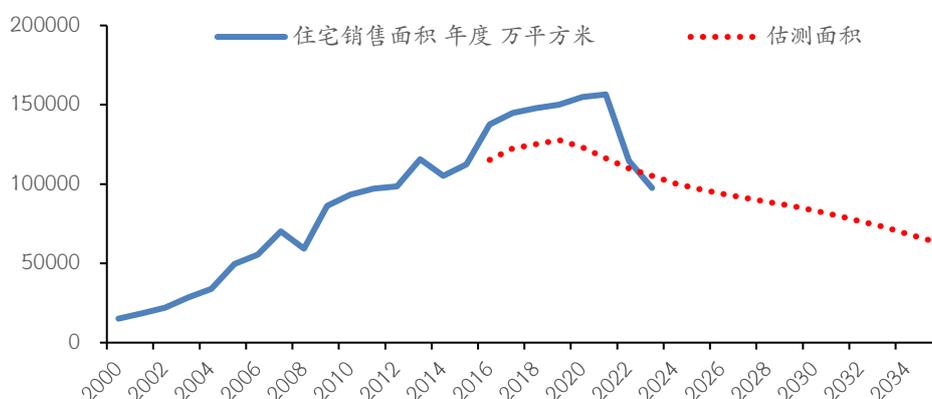
房地产仍然是中国经济的支柱产业，在欧美日本等发达国家也同样是支柱产业，即便不作为经济的引擎，保持房地产相关的债务平稳增长是非常有必要的，因为房地产一方面是居民最主要的资产，另一方面连接制造业和消费需求。目前房地产呈现供需收缩、价量齐跌、预期不稳的态势，房地产风险直接增加地方债务风险。如果房地产风险和地方债务风险有效化解，中小金融机构风险也会得到很大缓解。

当前房地产市场的情绪非常脆弱，今年国家出台了一系列推动房地产发展的政策，市场尚未明显复苏，如果房地产企业流动性危机仍未解决，2024年的房地产新开工、销售和投资有可能延

续较大的跌幅，继续对居民、对地方政府的资产负债表形成负面影响。中央经济工作会议强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、‘平急两用’公共基础设施建设、城中村改造等‘三大工程’。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。”³展望明年，除了包括降低房贷利率和首付比例、放松限购限贷等在内的需求端刺激会进一步加大以外，供给端的支持也会有所加大，开发商融资和保交楼的资金条件预计会改善，城中村改造和保障房的筹建明年可能也会取得实质性的进展，有助于房地产投资的企稳。

中国的人口变化趋势、较高的城镇化水平、不低的平均住房面积决定了新房住宅需求已经度过了高峰，我们的估测是从2021年15.6亿平米左右的规模到2025年下降到9-10亿平米的规模，今年住宅销售面积估计在9.7亿平米左右，按我们的测算基本已经调整到了合理的区间。所以我们的基准预测是，房地产在相关政策的支持下，销售、新开工在未来几个月的环比增速会逐渐企稳，明年年中附近环比会有温和的反弹；从同比来看，新开工面积今年下降将近25%，2022年下降了40%，明年预期降幅收窄到10%左右，销售面积今年下降了15%，明年降幅预计在5%以内，房地产投资跌幅预计好于今年，因此房地产下行对GDP增长的拖累也会降低。

图2 根据我们测算，住宅销售或已经调整到位



资料来源：wind，万和证券研究所

（二）化解地方债务问题需要长短期制度相配合

房地产、地方债务、中小金融机构这三者风险表面相互交织，但实际上最终都由财政兜底。房地产行业风险化解需要财政支持，大部分城商行以及一部分农商行的第一大股东是地方财政，且由于区域经营和属地监管，业务与当地财政紧密相关，地方财政承担着一定的兜底或关联责任，因此，经济社会风险有财政化的倾向，加大了未来地方政府债务的风险。短期应对存量债务的重点主要是应对债务到期后的再融资问题，措施集中在拉长周期和压降成本，以时间换空间，逐步化解存量。

当前已经在实施的举措主要包括以下几个方面：1.利用各地方未用完的财政空间，发行特殊再融资地方政府债来置换部分高息、短期性地方隐性债务。根据地方债务限额与余额之差可估算特殊再融资债券理论发行规模。截至2022年，全国地方政府债务余额为35.1万亿元，限额为37.6万亿元，结存限额为2.6万亿元。这一额度与50多万亿的城投平台有息债务规模相去甚远，不能从根本上解决债务积累的原因。2.金融机构对地方融资平台进行债务展期、重整和置换。例如，贵州城投遵义道桥的银行贷款重组案例，本质是由地方政府和商业银行来共担化债成本。3.出让地方国有资产。比如股权、土地使用权以及经营性国有资产等，典型案例为贵州的“茅台化债”。

³ 中国政府网 https://www.gov.cn/govweb/yaowen/liebiao/202312/content_6919834.htm

长期来看，还是需要解决“增量”的问题，否则很容易再次出现之前类似债务置换之后“隐性债务”风险卷土重来的问题。**地方债务的形成根源在于地方财力与事权不匹配，化解债务问题，首先要解决地方的财权、事权的合理化、法制化配置。**1994年分税制改革之后，逐步出现了“财权上移、事权下移”的局面。“事权下移”意味着地方政府承担更多的支出责任，同时还存在地方官员“以GDP为主要绩效指标的晋升锦标赛”、配合中央政府调控经济、土地财政刺激等其他原因的叠加性影响，2012年以来，中央明确不再以GDP论英雄，但对地方政府的考核更加多元，包括环境保护、脱贫攻坚、防范化解重大风险等，实际上导致地方政府支出责任的范围扩大、刚性程度上升。地方政府掌握的财力不能满足其支出需要是基础性、体制性的原因，调整中央、地方财权事权是一个重大的改革问题，不可能一蹴而就，但中国改革开放40年来的一个比较成功的经验是渐进式改革，中央要鼓励地方先行先试。

第二要加快地方税体系建设。地方政府的税收收入有三个来源：一是地方专享税，包括房产税、车船税、契税、烟叶税、城镇土地使用税、耕地占用税、土地增值税和环境保护税等八种；二是收入主要归地方政府的共享税，包括资源税、印花稅、城市维护建设税；三是其他共享税，包括增值税、企业所得税、个人所得税。地方税虽然数量比较多，但基本上都是收入低的小税种，无法有效支撑地方财政支出。可以在适当的时候，适当增加税收种类，例如房地产稅、遺產稅等，增加地方政府收入。

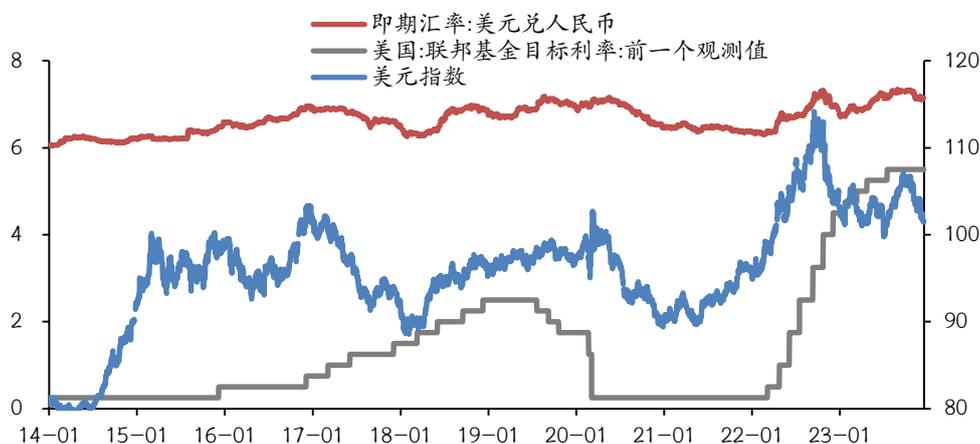
第三，有效控制地方举债。对于全国性或区域性重大基础设施投资，应该由中央政府发行国债或省级政府发行一般债进行融资，不要让低层级政府用市场化手段进行融资。由于政府显性杠杆率并不高，尤其是中央政府杠杆率明显较低，调整中央、地方债务结构也是路径之一，今年三季度政府债券发行明显提速，同时追加一万亿赤字，释放了调整债务结构的信号。此外，完善市场化发债约束机制、推动城投平台转型等等，未来都是有利于地方债务良性发展的关键措施。

（三）货币政策需要更加积极

除了加强对地产融资的支持、地方债务的结构调整、体制机制的改革，积极的货币政策对于化解长期债务压力不可或缺，有助于形成再通胀，从长期降低债务负担。就国内目前经济形势而言，货币政策还有较大的发力空间。

第一，美联储加息或已结束，人民币贬值压力预计将明显减小。人民币对美元的汇率主要还是跟着美元走。随着美国通胀的下行，美联储进一步加息的必要性是减弱的，市场目前预期美联储在明年下半年开始降息，那么美元指数可能会有所走弱，人民币兑美元因为有望保持在相对平衡的位置。即便是中国采取了相对更为宽松的货币政策引起汇率的贬值，就货币政策的目标而言，汇率稳定只是其中一个目标，现阶段更重要的应该是保持经济的增长，并且汇率贬值可以促进出口，有利于经济恢复。经济恢复之后，人民币会重拾升值的动力。

图3 人民币汇率跟美元指数走势关联性强（元、%、点（右轴））



资料来源：wind，万和证券研究所

第二，国内价格指数偏低，目前不需要过度担心高通胀的问题。中央经济工作会议强调“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。”通过宽松的货币政策适度提高通胀水平，符合政策取向。

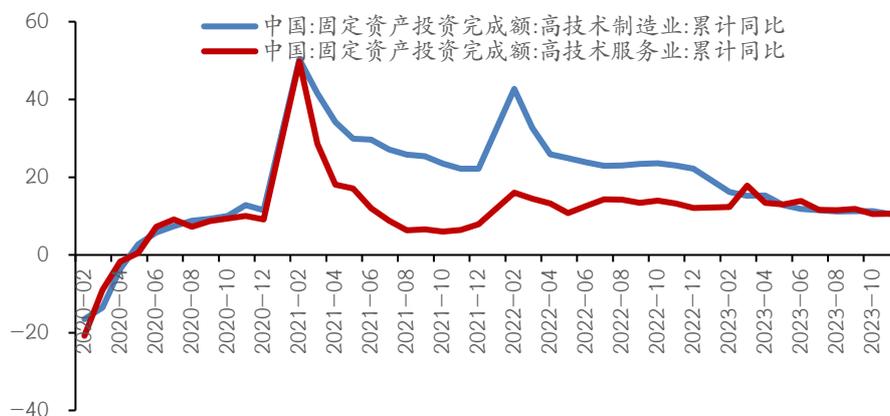
第三，货币政策的空间仍然比较充足。相对于多数的发达国家而言，中国的银行准备金率仍然比较高，有继续放宽的空间，政策利率离 0 利率还差得很远，也是有继续调低的空间。之前央行小幅度下调利率，对经济的刺激作用有限，但并不表明更大幅度的降息就一定会无效。

（四）促进经济高质量发展是上策

从长期而言，做大分母，即促进经济在长期保持较快的发展，就可以保持债务与经济增长的良性循环。房地产、基建在中国作为经济发动机的时代已经过去，制造业向高端化、智能化的转型，将持续带来大量的投资需求，推动经济增长。

这几年在经济比较有压力的背景下，在新能源、半导体、计算机、在专精特新等领域的投资增速始终维持在很高的水平，政府的相关政策在这些领域也给予了大量的支持。这一方面是中国经济转型的必然要求，也与全球经济形势的走向密不可分。过去几年，全球经济有两条突出的线索，一是地缘政治的不确定性在放大。各个主要国家对自身的产业链、供应链的安全空前重视，国家安全开始成为制定经济政策的时候需要着重考虑的事项。随着中美科技博弈进一步深化，中国高端产业的自主创新能力不足、核心技术受制于其他国家等问题凸显，必须加强对核心技术攻关领域的投入；二是全球主要国家加速向低碳经济转型，中国制定了“双碳”目标和“N+1”政策体系，美国制定了通货膨胀削减法案，为电动汽车、关键矿物、清洁能源及发电设施的生产投资提供补贴，欧盟提出了绿色协议工业计划，推出了一系列低碳转型的政策。

图 4 高技术产业投资保持较快增长 (%)



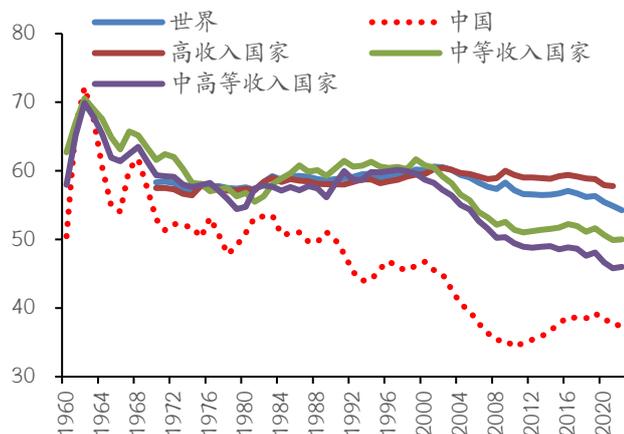
资料来源：wind，万和证券研究所

这样的外部环境对中国既是挑战也是机遇，客观上带动了高科技领域的发展。另外，在新能源车、光伏、储能等领域的制造、研发方面，中国在全球竞争中处于优势地位，随着中国对外开放格局的进一步打开，立足产业参与全球价值链，带动国内技术水平和产业竞争力的持续提升仍有很大空间。

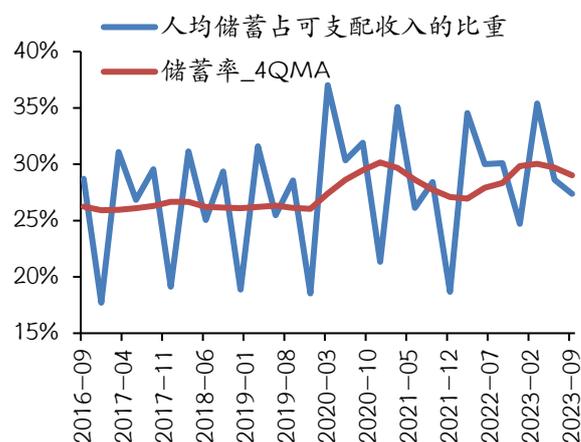
除了通过投资端带动经济结构转型，中国的居民消费也有比较大的提升空间。中国的居民消费支出占 GDP 比重为 37%，显著低于中高等收入的平均水平，疫情期间继续呈现低位下降的态势。同时，中国的储蓄率仍然比较高，去年四季度到今年三季度平均在 29%，疫情之前平均在 26%，居民的信心恢复还需要时间。政府一方面可以通过发放消费券等方式刺激消费，另一方面可以通过增加教育、医疗、公共住房方面的社会福利支出，解决居民消费的后顾之忧，撬动家庭储蓄资金。

图 5 居民消费支出占 GDP 比重 (%)

图 6 储蓄仍然较高



资料来源：wind，万和证券研究所



资料来源：wind，万和证券研究所

三、总结

今年随着中国经济进入弱复苏，物价低位运行，地产和地方债务的压力凸显，中国的债务问题受到国内外投资者广泛的关注。总体而言，我们认为中国的债务压力主要是由于叠加方式有很强的关联性，中国经济不论是从疫后的周期性恢复，还是从潜在增速的角度来说，都有提高的空间，化解债务压力总体没有问题的。未来，一方面，房地产的企稳至关重要，另一方面，推进存量地方债务的化解和增量债务的结构性改革决定了未来债务跟经济能否再进入良性循环。化解重点领域风险已经得到了中央的高度重视，相关政策措施已经在推出，未来的货币政策和财政政策的空间和工具都是非常充足的，我们不应低估国家对经济平稳运行的托底的能力和决心。

四、风险提示

1.政策推进不及预期 2.国内基本面下行超预期 3.美联储利率维持高位，导致汇率压力较大，制约了国内货币政策发力 4.地缘政治冲突超预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的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。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>