



## 宏观研究

## 【粤开宏观】城投公司转型的可能方向与风险——城投转型系列之三

2024年05月14日

## 投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001  
电话：13681810367  
邮箱：niuqin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】城投老总的困惑：城投观察与调研实录》2024-05-09

《【粤开宏观】城投公司转型的实质与前提》2024-05-06

《【粤开宏观】政治局会议释放的八大信号》2024-04-30

《【粤开宏观】物价保卫战：低迷原因、展望及应对》2024-04-28

《【粤开宏观】中国出口的全球份额（2001-2023）：趋势、结构及展望》2024-04-21

## 摘要

在防范化解地方政府债务风险和推动国资国企高质量发展的双重背景下，各地城投公司积极谋求转型，以适应日趋严格的监管要求、复杂的经济环境以及激烈的市场竞争。城投的产生与发展经历多年，转型也是个长期工程，要系统谋划，可以从四个层次去考虑，其中划分城投类别与分类处置、推动业务转型是两个核心关键。本文在前期报告《城投转型的实质与前提》《城投老总的困惑：城投观察与调研实录》的基础上对城投转型的可能方向及相应风险做些分析探讨。

**其一是平衡短期与长期问题，化解短期债务风险，推动走出应急状态。**城投转型要建立在稳定的经营环境之中，化解短期债务风险、解决短期流动性问题才能为长期转型打下基础，否则将始终陷入在无穷无尽的还本付息和防暴雷的应急状态。

**其二是划分城投类别与分类处置。**区域经济发展水平、资源禀赋、城市行政级别的差异等导致城投公司在长期发展中产生了明显的分化，可将城投划分为三大类：**纯融资平台、已具备市场化可持续经营能力的城投公司、具有一定经营能力但实力相对较弱的城投公司。****第一类：**主要承担公益性项目融资功能、没有实质性经营活动的城投公司，在处理好历史债务问题、合理安置相关人员、妥善处置资产后，逐步进行注销，但要给予一定周期，该类城投平台债务全部转为政府债务。**第二类：**具备市场化经营能力的城投公司，如城市综合服务运营商、产业经营平台或国有资本运作平台，这类平台是现阶段公共资产管理能力和城市潜在价值挖掘能力较强的城投公司，在全面剥离政府融资职能、解决好历史包袱后，将逐步转型为向普通经营性国有企业转型。**第三类：**介于纯政府融资平台与市场化经营能力较强的城投公司之间的企业，这类城投兼有政府融资和公益性项目建设运营职能，需在彻底剥离政府融资职能、解决好历史包袱后，根据城投公司自身状况和外部条件进行分类处置。此类城投公司具有实质性的经营业务，有一定规模的主营业务收入，但公益性与准公益性业务占据了一定比例，导致整体盈利水平不高，短期内难以完成市场化转型，但仍具备挖掘潜力的价值。

**其三是强化制度保障，**城投公司需要从制度层面进行全面改革和提升，包括完善现代企业制度、健全市场化经营机制以及提升财务独立性等。

**其四，城投公司转型中最具有代表性的当属业务层面的转型。**目前城投公司转型可拓展的业务方向有以下五大种类：**建筑工程、房地产开发、公用事业、产业投资以及资本运营类企业转型，但同时也存在较大风险（详见正文分析）。**由于不同城投公司面临的基础条件不同、所处的区域环境不同、地方政府可提供的支持不同，城投公司转型需要结合自身实际情况。例如，在东部沿海城市城投公司开展的市场化业务在中西部可能遭遇失败。由于国内行业内竞争激烈，盲目的复制其他地区做法只会带来产能过剩，导致一地鸡毛。对于城投公司来说，成功的转型不仅要求城投公司自身有转型的意识，还对区域



资源禀赋、当地政府支持等外部条件要求较高。

**风险提示：**城投监管政策超预期收严导致融资困难、房地产风险与城投风险交织。



## 目 录

一、城投公司转型基础：化解存量债务风险与分类处置.....	4
（一）化解存量债务，应对好短期流动性风险.....	4
（二）分类处置现有城投公司，推动整合重组.....	4
二、城投公司转型保障：公司治理与市场化机制建设.....	5
（一）完善现代企业制度，提升公司治理水平.....	5
（二）健全市场化经营机制，激发内生动力活力.....	5
（三）加强财务管理，提高财务独立性.....	6
三、城投公司业务转型的五大方向与相应风险.....	6
（一）向建筑工程企业转型.....	6
（二）向地产开发企业转型.....	7
（三）向公用事业企业转型.....	7
（四）向产业投资类企业转型.....	8
（五）向资本运营类企业转型.....	8

## 图表目录

图表 1：截至 2022 年底各业务类型城投公司数量占比.....	9
图表 2：截至 2022 年底各业务类型城投公司公益性和准公益性业务收入占比均值.....	10



## 一、城投公司转型基础：化解存量债务风险与分类处置

### （一）化解存量债务，应对好短期流动性风险

在严格防范地方政府债务风险的背景下，城投公司的新增隐性债务得到遏制，地方政府债务风险总体得到缓释。但是，存量隐性债务仍然存在风险，化解难度较大。过去城投公司发展模式较为粗犷，部分债务的举借成本较高，导致目前城投公司面临较大的付息压力。尤其是在融资收紧的背景下，城投公司疲于应付到期债务与高额利息。当基本运转面临较大压力时，转型发展就更加困难。因此，城投公司的当务之急是解决好存量隐性债务，有必要在防止存量债务进一步扩大的前提下，减轻短期偿债压力，轻装上阵，在转型中逐步化解存量债务问题（详见《防范化解隐性债务：形势、问题与14条综合对策》）。

### （二）分类处置现有城投公司，推动整合重组

有序推动城投企业注销、整合和转型，是实现城投公司债务风险内部化的重要途径，也是推动城投公司转型的前提。区域经济发展水平、资源禀赋、城市行政级别的差异等导致城投公司在长期发展中产生了明显的分化，因此城投公司转型不存在“万金油”式的标准方案。有必要对现有城投公司先进行分类，针对不同类别的城投公司分别制定处置方案，再逐步推进城投公司转型，以降低城投公司处置、转型对经济社会的负面影响。可根据是否为纯融资平台、市场经营能力将城投划分为三大类：纯融资平台、已具备市场化可持续经营能力的城投公司、具有一定经营能力但实力相对较弱的城投公司。**第一类：**主要承担公益性项目融资功能、没有实质性经营活动的城投公司，在处理历史债务问题、合理安置相关人员、妥善处置资产后，逐步进行注销，但要给予一定周期，该类城投平台债务全部转为政府债务。**第二类：**具备市场化经营能力的城投公司，如城市综合服务运营商、产业经营平台或国有资本运作平台，这类平台是现阶段公共资产管理能力和城市潜在价值挖掘能力较强的城投公司，在全面剥离政府融资职能、解决好历史包袱后，将逐步转型为向普通经营性国有企业转型。**第三类：**介于纯政府融资平台与市场化经营能力较强的城投公司之间的企业，这类城投兼有政府融资和公益性项目建设运营职能，需在彻底剥离政府融资职能、解决好历史包袱后，根据城投公司自身状况和外部条件进行分类处置。此类城投公司具有实质性的经营业务，有一定规模的主营业务收入，但公益性与准公益性业务占据了一定比例，导致整体盈利水平不高，短期内难以完成市场化转型，但仍具备挖掘潜力的价值。

此外，要结合短期和中长期对区域高质量发展尤其是经济社会稳定的影响，结合不同地区的城投公司转型现状，分阶段稳步推进城投公司转型。**一是短期来看**，历史上只承担政府融资职能的城投公司，由于承载的历史隐性债务未完全化解，贸然注销存在一定短期处置风险。**二是中长期来看**，应遵循先立后破、循序渐进的原则，根据债务化解、人员安置、资产处置等情况，逐步清理、注销纯融资平台类城投公司，并稳妥推进其他类型的城投公司剥离政府融资职能后进行市场化转型。**三是从地区差异来看**，东部地区城投公司转型进度较快，中西部地区城投公司转型进度落后，要综合区域经济发展状况、资源禀赋等情况，因地制宜、循序渐进地推进城投公司转型。



## 二、城投公司转型保障：公司治理与市场化机制建设

### （一）完善现代企业制度，提升公司治理水平

为了满足城投公司市场化转型的需求，必须提升公司治理水平。城投公司需要深化公司制改制，不仅从法律形式上确立城投公司独立市场主体的地位，而且从实质上按照市场化经营国有企业标准建立起科学的公司管理体制。从实际现状来看，城投公司在形式上已经具备了现代企业的公司治理架构，但是在全面落实方面仍须完善。

**一是健全法人治理结构，完善现代企业制度。**其一，制定党组织前置研究讨论事项清单，结合不同层级、不同类型企业实际制定本单位党组织前置研究讨论重大经营管理事项清单，厘清党组织和董事会、监事会、经理层等其他治理主体权责边界；其二，加强董事会建设、落实董事会职权，实现董事会应建尽建、外部董事原则上占多数，完善派出董事管理机制，重要子公司在实现董事会规范运作基础上，全面依法落实董事会各项权利，激发经理层活力；其三，全面建立董事会向经理层授权的管理制度，依法明确董事会对经理层的授权原则、管理机制、事项范围、权限条件等主要内容，完善经理层议事规则，充分发挥经理层的经营管理作用。

**二是不断完善内部治理体系，提升专业化管理能力。**按照市场化企业的经营模式，城投公司应该结合实际情况建立科学的内部治理体系，逐渐提高内部治理能力和风险管理水平，推进城投公司的市场化转型进度。城投公司要对标一流，着力提升机构化的专业能力，包括公司管理和组织管控专业化、风险管理和合规专业化、信息化管理和科技管理的专业化。城投公司需要学习先进管理方法，不断改进制度流程，增强管理效能，避免规模扩大后管理效率也随之下降的“大企业病”问题。城投公司还需要提高对政府政策、市场需求等外部环境的灵敏度，要强化战略管理能力，根据地方国有资产的布局规划、市场需求变化等及时调整企业发展战略，既不能盲目进入没有基础的领域，也不能一味回避风险甚至躺平，错失发展良机。

**三是建立健全尽职免责机制和容错纠错机制。**城投公司转型道阻且长，路径和转型前景具有较大的不确定性，任何人都不能保证一定可以转型成功。推动城投公司转型，需要为城投公司任职人员营造良好的履职环境，建立尽职免责与容错纠错机制。通过尽职调查、风险评估、合规措施等手段，减少或避免因工作失误或过失而引发的责任，减少因转型带来的工作风险，保护员工权益。

### （二）健全市场化经营机制，激发内生动力活力

健全市场化经营机制不仅是城投公司转型的必经之路，也是深化国资国企改革的核心要求。城投公司健全市场化经营机制的核心是深入推进人事、劳动、分配三项制度改革，坚决破除利益固化的藩篱，建立市场化选人用人和激励约束机制，健全更加精准灵活、规范高效的收入分配机制。

**一是深化市场化选人用人机制改革。**传统上城投公司董事会和管理层的成员一般由地方政府的行政部门干部任职或兼职，很少通过市场化招聘引进专业管理能力较高的人员。健全市场化经营机制，要求城投公司在正确研判人力资源现状、做好人才规划的基础上，深入推行分级分类公开招聘，加快建立和实施以劳动合同管理为关键、以岗位管理为基础的市场化用工制度，实行有利于吸引和留住关键岗位核心骨干人才的政策，提高人力资源的综合素质，提升市场化人才比重，促进企业内人力资源的转型。持续加强经理层任期制和契约化管理，推动管理层人员的市场化、专业化和多元化，充分发挥不同类型人才的优势。健全管理人员岗位职级体系和综合考核评价制度，强化考核结果刚



性运用，对考核评价不能胜任的，依法依规调整岗位、降职降薪。

**二是完善市场化薪酬分配机制。**对城投公司来说，选人用人难度不是最大的，最大的难题在于如何更好地留住高素质人才，并建立高素质人才与企业共同发展的相关制度。城投公司需要建立具有市场竞争优势的核心关键人才薪酬制度，推动薪酬分配向做出突出贡献的人才和一线关键苦脏险累岗位倾斜，通过物质激励、精神激励提高企业对人才的吸引力，提高员工的工作积极性。

**三是灵活开展多种形式的中长期激励。**结合实际情况，统筹运用各类中长期激励政策，强化业绩考核和激励水平“双对标”，实现激励与约束相统一。以价值创造为导向，聚焦关键岗位核心人才，建立超额利润分享机制。对从事新产业、新业态、新商业模式的城投公司，或者在具有较高风险和不确定性的创新业务领域的城投公司，激励员工积极参股跟投，以实现风险共担、利益共享。

### （三）加强财务管理，提高财务独立性

虽然大部分城投公司已经形成了独立的财务管理机制，但仍存在城投公司融资供地方政府使用等现象，大大降低了城投公司的财务独立性，也阻碍了城投公司转型的进程。

**一是规范财务管理制度。**城投公司应建立规范、独立的财务管理制度，确保财务信息的真实、准确和完整。同时，城投公司应遵守国家法律法规和会计准则，加强内部控制，提高财务管理水平。

**二是明确财务责任与权益。**城投公司应主动厘清自身和地方政府的财务责任和权益。对于城投公司的市场化经营业务，城投公司应独立承担其经营活动的财务后果，包括债务偿还和利润分配等；对于城投公司承接的公益性或准公益性项目，应事先与地方政府书面约定各自的财务责任与权益。

**三是逐步实现城投公司市场化经营性业务与政府公益性、准公益性业务的财务分离。**通过设立单独台账等方式，厘清与地方政府的财务往来，逐步实现分账管理，以有效隔离财务风险。

**四是建立财务沟通协作机制。**城投公司应与地方政府之间应建立有效的沟通协作机制，加强信息共享和协同工作，共同研究解决因承担政府项目产生的财务问题，推动城投公司的稳健发展。

## 三、城投公司业务转型的五大方向与相应风险

目前城投公司转型可拓展的业务方向有以下五大种类，但同时也存在较大风险。

### （一）向建筑工程企业转型

城投公司最传统的业务就是委托代建业务。过去城投公司背靠地方政府拿到项目后，进行收益包装、项目融资、委托分包，挣“简单”钱。随着基础设施从“增量”步入“存量”时代，这种模式难以为继。但城投公司作为区域内主要的基础设施建设主体，积累了丰富的建筑工程施工经验，拥有房建、道路、桥梁建设等专业资质，尤其部分省级和地市级城投的专业资质较为齐全，因此具备无缝转型为建筑工程企业的条件。这部分城投公司的转型可以从熟悉的工程项目着手，向上下游产业链延伸。向上游延伸就是不把政府委托项目转包或者分包出去，而是自行从事工程建设，赚取施工利润。向下游延伸就是承接完工项目的经营和管理，成立物业管理公司，收取管理费用。



成功案例：济南城建集团有限公司（简称济南城建）。济南城建是向建筑工程转型较为成功的城投公司之一。目前公司业务板块涉及工程施工、设计咨询、项目管理、检验检测、建筑产业化、物流贸易、投资运营八大领域，从前期投资规划到后期服务经济，公司致力于打通全产业链。同时，济南城建不断完善市场布局，在稳固本地市场的同时，积极向外地市场开拓。截至 2024 年 3 月，济南城建经营区域遍布全国 27 个省份的 148 个城市及海外市场。

相较于民营企业，城投公司在项目承接、资金成本、回款洽谈方面具有竞争优势，向建筑工程企业转型难度相对较低。但建筑工程类企业普遍具有负债率较高、利润空间较小、现金流较差的行业特征。城投公司若想深耕建筑工程赛道，需要所在区域具有较多可供施工的新建、重建项目，或者通过跨区经营甚至跨国经营，发挥出规模优势。同时城投公司需要加强融资和回款管理能力，保障现金流的稳定。

## （二）向地产开发企业转型

土地开发整理、棚户区改造和保障房建设也是城投公司的主要业务之一。城投公司本身拥有大规模土地资产，拿地也更有优势，因此具备向房地产企业转型的基础。部分城投公司已经在此基础上开拓商品房开发业务，从一级土地整理向二级房地产开发延伸，实现一二级联动。具体来看，城投公司可开展的业务又可细分为三项：一是住宅，自行开发建设或者与大型房地产企业合资开发，将城投公司具有的土地资源、政商关系优势与大型地产企业拥有的人才、技术、经验等优势相结合，向区域性房地产企业转型。二是商业地产，通过在核心地段建造写字楼、商场等商业地产，租售并举获取收入。三是产业地产，建造产业园区并招商引资，获取租金收入和其他服务收入。

成功案例：北京城建集团有限责任公司（简称北京城建）。北京城建是以房地产开发经营为主业的大型品牌地产商。在发展战略上，北京城建坚持立足于北京、拓展周边和一、二线城市及中心城市的拿地策略，开发区域遍布北京、天津、重庆等一、二线城市以及三亚、青岛等热门旅游城市。在产品格局上，北京城建坚持别墅产品高端化、商品房产品品质化以及保障房产品标准化的发展方向。

但需注意的是，向住宅或商业地产转型要求城投公司拥有核心区位土地资源，但核心区域的土地资源属于不可复制资源，竞争较为激烈。同时，房地产开发前期存在资金需求较大，可能会进一步加剧城投公司的债务风险。更为重要的是，目前房地产行业仍处于调整转型期，在大量房地产企业暴雷的情况下，城投公司贸然进入房地产业的风险较大，需要更加谨慎。向产业地产转型则对产业发展前景、区域规划、招商引资要求较高，同时地方政府需要给予入住企业租金、税收、担保等方面的优惠，目前产业园区空置现象也较为普遍。

## （三）向公用事业企业转型

供水电气、污水处理、垃圾处理、公共交通等公用事业具有较高的准入门槛和较强的规模效应，民营企业很难获得特许经营权进入相关领域经营。城投公司在经营公用事业上具有天然优势，也可为自身提供稳定现金流。一方面，城投公司可以整合区域内资源，成为集供水、供电、供热等为一体的全方位公用事业运营商，发挥规模优势、降低经营成本，增厚公用事业利润。另一方面，公用事业事关民生，整体利润较低，容易获得地方政府的补贴，亦是城投公司重要的收入来源。

成功案例：上海城投（集团）有限公司（简称上海城投）。上海城投自成立以来聚焦路桥、水务、环境、置业四大业务板块。根据上海城投发布的 2023 年公司债券年度报告，



2023年水务、置业、环境和路桥四大板块的营收占比分别为43.2%、19.2%、31.2%和11.5%，板块毛利率分别达到15.4%、28.4%、18.5%和20.6%。经过多年积累，上海城投运营收费高速公路占全市75%，原水供应能力占全市98%，自来水生产、污水处理能力占全市75%，防汛排水能力占全市60%，承担全市80%生活垃圾转运和100%医疗废物转运处置。

此外，城投公司在长期运营城市的过程中积累了大量的交通类数据（如路网车流量数据、停车场数据等）和市政类数据（如供热、供气、供水等数据及社会治理数据等）。城投公司可通过探索数据资产入表，降低企业的资产负债率，拓宽融资渠道；通过数据资产运营，进一步优化市政服务，提升自身的盈利水平。2023年8月21日，财政部制定印发了《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，为数据资产入表及后续的资本化操作提供了指引。2024年1-4月，累计有19家城投公司完成数据资产入表。

城投公司向公用事业转型需要满足特定的条件：一是所在城市规模及地区经济财政实力要求较高，城市规模大才能发挥出规模效应，地区财力强地方政府才有能力提供补贴。绝大部分二、三线城市的经济发达程度、人口规模、居民收入水平都远达不到让其可以实现自负盈亏的水平，因此大部分公用事业类城投公司基本长期处于亏损状态，严重依赖于政府补贴。二是数据资产的入表及运营处于初级阶段，目前我国数据要素市场竞争“白热化”和资源“碎片化”并存，数据如何定价及交易、数据产权如何确认、政府应当扮演的角色等诸多问题尚未达成共识，也为城投公司此类业务的开展增加了不确定性。

#### （四）向产业投资类企业转型

城投公司转型为产业类企业的方式主要有两种：一是若城投公司已经部分涉及经营性业务，可将这部分业务发展壮大，提升经营性业务占比。二是城投公司可以通过收购或地方政府划转的方式，获得优质产业公司的股权，进入相关业务领域。近年来，城投公司控股或持股优质工商企业的现象较为普遍，例如兴沪投资集团有限公司参股泸州老窖股份有限公司、株洲市国有资产投资控股集团有限公司持股千金药业股份有限公司等。

但收购上市公司于城投公司而言是机遇也是挑战。一方面，城投公司可以通过持股上市公司拓展经营性业务或与自身业务形成协同效应，从而实现多元化经营，增加经营性现金流。但另一方面，该转型方向要求区域内具有优质的工商企业，同时要求城投公司具有一定的市场化管理经验，贸然进入反而容易加大城投公司亏损甚至需要为持股企业输血。

#### （五）向资本运营类企业转型

一方面，城投公司可以通过直接控股或间接控股的方式成为控股型集团。另一方面，通过设立产业引导基金，布局重点产业和战略性新兴产业。相较直接入股，产业引导基金可以结合财政资金、自有资金，并撬动社会资本，发挥出财政资金的引导效应和乘数效应，近年来受到地方政府的青睐。

成功案例：广州开发区控股集团有限公司（简称广开控股）。广开控股以科技金融为主业，涵盖金融、科技、园区三大板块，致力于打造国内一流科技金融平台。截至2024年3月，广开控股已控股14家企业，参股超110家企业，是粤开证券股份有限公司、上海泰胜风能装备股份有限公司、广州恒运企业集团股份有限公司和北京利德曼生化技术有限公司等公司的控股股东。

但这种模式不仅要求城投公司具有充足的资金，更要求城投公司拥有市场化的运行机制、专业的投资能力及完善的风控制度，提高投资胜率，控制风险敞口。

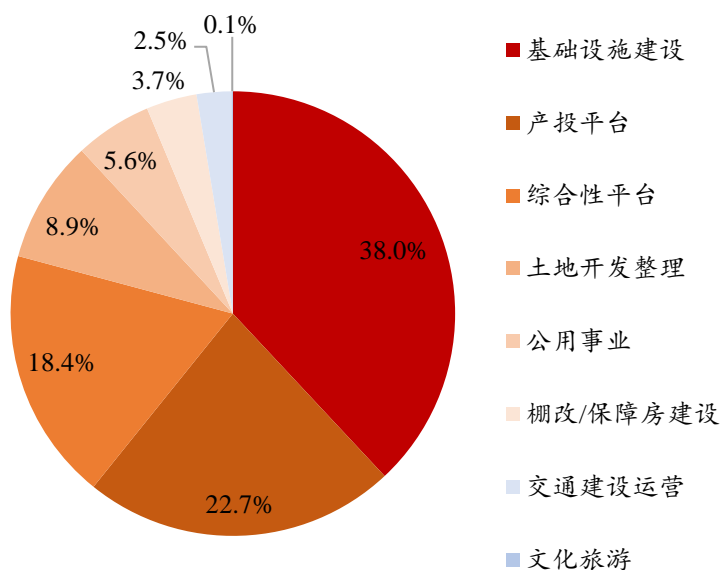




截至 2022 年底，从公布数据的 3394 家城投公司来看，城投公司的主营业务可以分为八大类。按数量从高到低依次为基础设施建设、产投平台、综合性平台、土地开发整理、公用事业、棚改/保障房建设、交通建设运营和文化旅游，相应城投公司数量占比分别为 38.0%、22.7%、18.4%、8.9%、5.6%、3.7%、2.5%和 0.1%。

从主营业务收入结构来看，产投平台和综合性平台的市场化经营程度相对较高，公益性或准公益性业务收入占比分别为 11.1%和 47.6%，尤其是产投平台，基本已经实现市场化经营。相较而言，其他类型城投公司的转型进程较慢，五成以上收入仍来自于公益性或准公益性业务，其中以棚改/保障房建设类城投公司为最，公益性或准公益性业务占比达到 84.9%。

图表1：截至 2022 年底各业务类型城投公司数量占比

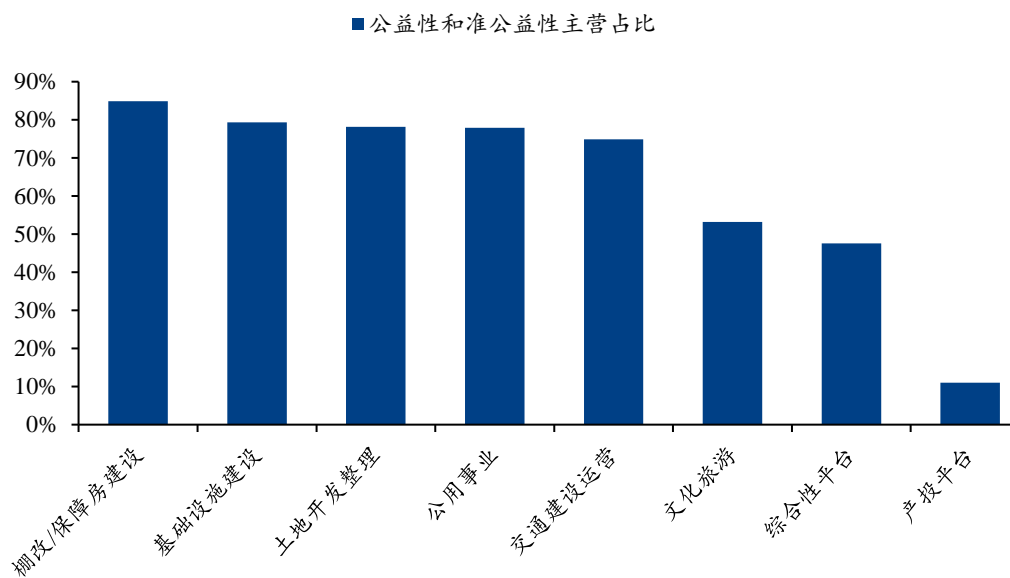


资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

注：由于此项数据需要根据城投公司主营业务构成进行细分，截至 2024 年 5 月 14 日，仅获取少数城投公司该数据，不具有代表性，故仍沿用 2022 年年报数据，下同。



图表2：截至 2022 年底各业务类型城投公司公益性和准公益性业务收入占比均值



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，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，2021年5月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 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“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。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，本公司不承担任何法律责任。

## 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](http://www.ykzq.com)