



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：赵宏鹤

执业证号：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师：吴彬

执业证号：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

从“全面深化改革”到“进一步全面深化改革”，这进一步究竟体现在哪？

2013年10月政治局会议听取了拟提请三中全会的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》稿，十年多之后，今天的政治局会议听取的文件稿则是《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，背后的线索呼之欲出，从十年前发散式的提出问题，到今年进一步聚焦和明确方向、给出目标，可以从三个方面去理解：

➤ **更加立体的目标。**说到2035目标，大家耳熟能详的是“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”，但是这一次的目标则更加注重体制机制，囊括经济、政治和社会治理方方面面，是一个系统性的工程。

➤ **更加聚焦的重点。**与同样预告了三中全会召开的2013年10月政治局会议相比，这一次“坚持”、“深化”与“改革”的含量都更浓了一些。这其中党的领导，制度层面的完善和创新以及“人民”背后的民生问题会是更加值得关注。

➤ **“进一步”可能还会体现在改革的“继承”和拓展上。**顾名思义，二十届三中料将站在十八届三中全会“巨人的肩膀”上，而二十届三中全会改革的线索也可从十八届三中全会的改革进度中见微知著。十八届三中全会改革至今十年，金融市场化、民营经济发展等领域硕果累累，另一方面，民营经济的地位、法治、财税体制改革仍在推进，可能成为本届三中全会的改革重心。

➤ **见微知著，还有什么有趣的细节值得我们关注？一是看三中全会召开时间。**通过复盘历史三中全会召开时间与经济增速之间的关系，可以发现上一年经济表现得越好，三中全会就“来得更快”；反之，上一年经济表现得“不太平坦”，三中全会就“来得更慢”，或许要“慢工出细活”式地花更多时间去研讨未来五年的经济发展计划、给人民交出更满意的答卷。

➤ **二是看三中全会公报的内容（字数）。**以往每届三中全会呈现出来的规律是“越说越多”，不过到了2018年的十九届三中全会却“说得更少”了。而2018年恰逢中美贸易冲突、外部风险渐起的一年，或许在外来压力比较大的情况下，对未来五年的部署也难以“条分缕析”。结合历史上三中全会公报字数与汇率的走势来看，我们发现人民币升值得越多，三中全会反而“说得更多”，但人民币贬值的话三中全会反而“说得更少”。这也与2018年人民币贬值、同时三中全会公报字数在边际减少有着“异曲同工之妙”。

➤ **三是看市场“拭目以待”的财税体制改革。**今年是分税制改革40周年。从起初的央地事权划分比较模糊、到后来中央政府开始放权让利（地方事权包干制）、再到央地事权开始逐步明细（分税制），可以说新中国成立以来财税体制改革历程并非走得“风调雨顺”。不过在当前地方政府财权与事权不匹配（尤其是

相关研究

1.全球大类资产跟踪周报：强美元延续的概率提升-2024/06/22

2.人民币汇率点评：如何理解近期汇率波动-2024/06/21

3.2024年下半年宏观经济展望：下半年的“变”与“不变”-2024/06/17

4.2024年5月金融数据点评：等待M1增速企稳-2024/06/16

5.2024年下半年宏观政策展望：多元目标下的破局之路-2024/06/16

地方土地出让收入下滑、偿债压力仍存)的情形下,财税体制改革仍有进一步完善的空间。鉴于十八届三中全会中早已提出过“财政是国家治理的基础和重要支柱”,深化财税体制改革无疑是7月即将到来的三中全会“重头戏”。

➤ **以史为鉴,历届三中全会均与当时的经济背景紧扣。**将近五届三中全会的主要议题结合在一起,便可洞悉中国经济如何不断地“乘风破浪”,可以说三中全会擘画出中国经济发展的生动图景——从讲述抗通胀的故事、再到大力发展农村经济的故事、接着又是促进经济新旧动能转换的故事……可以说,每五年一次的三中全会在中国经济前进道路上发挥“举旗定向”的关键性作用。

➤ **十五届(1998年):破“农村不发达”难题,吹响农村经济的号角。**十五届三中全会上直指“我国社会主义初级阶段是不发达阶段,农村尤其不发达”,因此会议基本都是围绕农村改革展开。此次三中全会强调农业和农村经济的可持续发展,重点做好几个方面的工作:一是加大以水利为重点的基础设施建设;二是加强农业科研工作;三是加强乡镇企业发展、确保农民减负和持续增收。可以说此次三中全会将“三农”问题摆在最重要的位置,重点考虑了亿万农民工、农民增收和基本权益保障等问题。

➤ **十六届(2003年):力破加入WTO后面临的新挑战。**十六届三中全会是中国加入WTO后的首届三中全会,因此会议提出了当时处在“适应经济全球化和科技进步加快的国际环境”的特殊背景。或许“辞旧”才能更好地“迎新”——在国内旧体制和迅速成长的新经济力量矛盾愈发突出的情况下,倒逼了社会主义市场经济体制进行改革。

那又该如何完善社会主义市场经济体制?根据十六届三中全会的指引,完善社会主义市场经济体制的核心在于坚持公有制主体地位、加快全国统一市场的建设、扩大就业、深化科技教育体制改革。此次三中全会后,无论是公有制经济的发展、还是失业率的下降、亦是其他方面,均取得了一定的成效。

➤ **十七届(2008年):议题重回农村改革,再续十五届三中全会的“前缘”。**十七届三中全会提出改革开放30周年之际,研究推进农村改革发展问题具有深远意义。全会主要聚焦于农村改革与发展,认为其对“建立和完善社会主义初级阶段基本经济制度和社会主义市场经济体制”、以及“实现人民生活从温饱不足到总体小康的历史性跨越”具有重要意义。也正是因为对农村改革的重视,十七届三中全会对于农业体制改革相关词汇的提及是历史上最多的一次。

这一轮农村改革的核心在于加强农业基础、扶持农村发展、加快农民增收;目标任务是在2020年实现农村经济体制更加健全、农民人均纯收入比2008年翻一番、城乡基本公共服务均等化明显推进等。这一次三中全会后,农村改革的进度卓有成效——农村与城镇居民恩格尔系数之差缩小速度加快、同时也开启了城乡收入比的下行通道。

➤ **十八届(2013年):经济改革2.0,“市场化”是C位。**由于临近全面建成小康社会以及建党一百年,十八届三中全会召开的背景“形势紧、任务重、目标高”,因此也是十二届以来公报字数最多的一次三中。全会聚焦经济体制改革,首提“市场在资源配置中的决定性作用”,以及两个“毫不动摇”,市场化&民企逐渐变成我国经济增长的新动能。也正是在2013年,中国500强企业中国民营企业占比上升斜率变陡、且民营企业景气指数也迎来了明显改善。

本轮改革的深度与广度可谓近五届之最:一是注重顶层设计,首提“推进国家治理体系和治理能力现代化”,健全宏观调控体系,深化财税体制改革;二是着眼政府与市场的关系,金融上,推行股票发行注册制改革、汇率市场化改革。企业

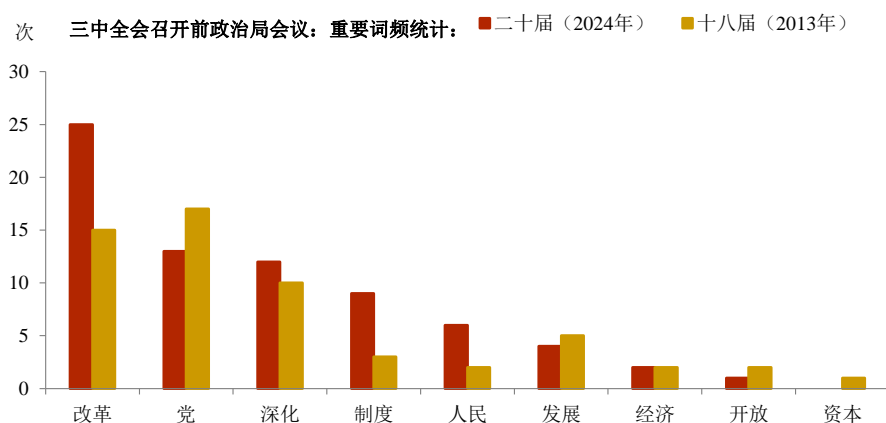
上,支持民营部门融资,放宽投资准入;三是布局全方位一体化改革,囊括法制、民生、土地、环保多个方向。

➤ **十九届 (2018 年): 不一样的改革味, 机构改革承前启后, 为高质量发展铺平道路。**十九届三中全会侧重党和国家机构改革,与上一届“提高国家治理能力和治理水平”主题思路一脉相承。去年国家金融监管总局与科技部也相继落地,对科技和金融相关部门进行整合、升级,并提供必要的资源支持是本次机构改革的核心,也为本届三中进一步推动经济高质量发展打通了堵点。

三中是“前调”, 四中是“序曲”。十九届三中全会次年(即 2019 年)的四中全会,是从党和国家事业发展的全局和长远出发、部署推进国家治理体系建设举措的一次重磅会议。会议上再次强调了党和国家机构改革的重要性,提出“推进国家治理体系和治理能力现代化是全党的一项重大战略任务”。

➤ **风险提示:** 政策定力超预期; 国内经济形势变化超预期; 出口超预期萎缩。

图1: 从政治局会议重要词频看三中全会



资料来源: 中国政府网, 民生证券研究院

注: 在统计十八届三中全会召开前的政治局会议词频时,并未考虑最后两段内容(即勤俭节约、反对浪费等相关内容)。

图2：十八届三中全会的改革进度

十八届三中全会的改革进度			
	改革目标	政策进展	一些改革仍在推进
财政	中央和地方政府税收和支出责任协调一致的财政系统	出台有关地方政府债务责任以及扩大地方政府通过官方渠道借贷范围的管理意见 修订预算法，提高财政透明度	地方政府用来支付扩大的医疗、教育和养老金覆盖范围的资金相对有限
金融	市场在决定利率和汇率上发挥更大作用 金融行业更加多元化。直接融资对经济发展有重大作用。私营部门公司获得更多融资机会。	汇率市场化改革：汇率波动区间从1%扩大到2%。 放开民营银行获得牌照 推进股票发行注册制改革	利率与汇率进一步市场化改革可能受到银行利润压力以及汇率目标影响
企业	支持私有制，开放国有部门，鼓励更大的竞争，并提高国有企业分红。	地方政府公布国有企业所有制改革计划。 分红比例提高5个百分点。	深入实施国有企业改革深化提升行动是推动国有企业加快培育和发展新质生产力的重要途径
社会/民生	扩大福利覆盖到中国1亿以上农民工，让他们成为城镇居民	努力于到2020年扩大全本地城镇户口人口1亿人	城市医疗、教育和其他服务扩张计划仍需充足的资金支持
法治	反腐倡廉；通过为企业和投资者提供法律确定性，为发展提供坚实的基础。	党内反腐持续开展 十八届四中全会推动司法独立，减少对地方政府干预	推进中国式现代化，做到改革和法治相统一，如《金融稳定法》的推进
土地	加强农民财产权，推进城乡要素平等交换，可以用来为城镇移民或提高生产率提供融资。	允许农民出租或抵押他们的农业用地。 提高了对征用农民土地的补偿	
环境	建立系统完整的生态文明制度体系，用制度保护生态环境	扩大资源税，以基于市场的办法来解决污染问题 划定生态保护红线	地方经济增长与维护生态环境的关系进一步协调

资料来源：共产党员网，民生证券研究院

图3：历届三中全会主要内容汇总表

召开时间	十三届 1988.09.26-09.30	十四届 1993.11.11-11.14	十五届 1998.10.12-10.14	十六届 2003.10.11-10.14	十七届 2008.10.09-10.12	十八届 2013.11.09-11.12	十九届 2018.02.26-02.28
对经济形势的讨论	利端 我国总的经济形势是好的	利端 改革开放近出新的步伐，宏观调控取得积极成效，经济蓬勃发展	利端 在经济、政治、文化、外交等各个方面所采取的一系列方针、政策和部署，特别是应对亚洲金融危机的措施是正确的和富有成效的	利端 夺取了防治非典工作的阶段性重大胜利，保持了经济较快增长和各项事业全面发展的良好势头，巩固了奋发向上、安定团结的政治局面	利端 我国总体形势是好的，经济保持较快增长，金融业稳健运行，我国经济发展的基本态势没有改变	利端 各项工作取得新进展，实现了贯彻落实党的十八届六中全会精神第一年的良好开局	利端 在决胜全面建成小康社会、开启全面建设社会主义现代化国家新征程上迈出新的步伐，推动党和国家各项事业取得新的成绩
对经济形势的讨论	弊端 存在的困难和问题也不少，突出的是物价上涨幅度过大	弊端 面对亚洲金融危机的冲击和经济全球化的挑战：我国社会主义初级阶段是不发达阶段，农村尤其不发达	弊端 仍在适应经济全球化和科技进步加快的国际环境，适应全面建设小康社会的新形势	弊端 国际金融市场动荡加剧，全球经济增长明显放缓，国际经济环境中不确定不稳定因素明显增多，国内经济运行中也存在一些突出矛盾和问题	弊端 十分复杂的国际形势和艰巨繁重的国内改革发展	弊端 复杂多变的国际形势、艰巨繁重的国内改革发展	弊端 复杂多变的国际形势、艰巨繁重的国内改革发展
通过文件	1、《关于价格、工资改革的初步方案》：严格控制物价上涨； 2、《中共中央关于加强和改进企业思想政治工作的通知》	《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》：把党的十四大确定的经济体制改革的目标和基本原则加以系统化、具体化	《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》：进一步加强农业的基础地位	1、《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》：建成完善的社会主义市场经济体制； 2、《中共中央关于修改宪法部分内容的建议》：把十六大确定的重大理论观点和重大方针政策写入宪法	1、《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》：农业、农村、农民问题关系党和国家事业发展全局； 2、《中共中央纪律检查委员会关于于幼军同志问题的审查报告》	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》：面对新形势新任务，必须在新的历史起点上全面深化改革	1、《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》：党和国家机构职能体系是中国特色社会主义制度的重要组成部分，是我们党治国理政的重要保障 2、《深化党和国家机构改革方案》
出席会议人员	中央委员（人数） 165 候补中央委员（人数） 103	182 128	185 148	188 154	202 166	204 169	202 171
列席人员	中央顾问委员会委员、中央纪律检查委员会委员、其他同志	其他有关负责同志	中央纪律检查委员会常务委员和有关方面的负责同志	中央纪律检查委员会常务委员和有关方面的负责同志	中央纪律检查委员会常务委员和有关方面的负责同志	中央纪律检查委员会常务委员和有关方面负责同志、党的十八大代表中部分基层同志和专家学者	中央纪律检查委员会常务书记和有关方面负责同志
1	把明后两年改革和建设的重点突出地放到治理经济环境和整顿经济秩序上来	转换国有企业经营机制，建立现代企业制度	以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度，以家庭承包经营为基础、统分结合的经营制度，以劳动所得为主和按生产要素分配相结合的分配制度，必须长期坚持	完善社会主义市场经济体制	实现农村发展战略目标，推进中国特色农业现代化	强调支持和完善基本经济制度	转变政府职能，优化政府机构设置和职能配置
2	必须有领导有秩序地推进相互配套的全面改革	培育和发展市场体系	发展农村生产力，推进农业现代化，是一项长期任务	坚持公有制的主体地位，发挥国有经济的主导作用	发展现代农业，必须按照高产、优质、高效、生态、安全的要求，加快转变农业发展方式，推进农业科技自主创新	加快完善现代市场体系（加快形成企业自主经营、公平竞争，消费者自由选择、自主消费，商品和要素自由流动、平等交换的现代市场体系）	统筹党政军群机构改革
3	必须加强党的领导，充分发挥我们的政治优势	转变政府职能，建立健全宏观经济调控体系	实现农村经济和社会的协调发展，保持农村社会稳定	土地家庭承包经营是农村基本经营制度的核心，要长期稳定并不断完善以家庭承包经营为基础、统分结合的双层经营体制	建设社会主义新农村，形成城乡经济社会发展一体化新格局	加强完善现代市场体系（加快形成企业自主经营、公平竞争，消费者自由选择、自主消费，商品和要素自由流动、平等交换的现代市场体系）	转变政府职能，增强政府公信力和执行力，建设法治政府和服务型政府
4	发展生产力是社会主义的根本任务，四项基本原则是我们立国之本，改革开放是我们的总方针总政策	建立合理的个人收入分配和社会保障制度		要加快建设全国统一市场，大力推进市场对内对外开放		深化财税体制改革，发挥中央和地方两个积极性，建立事权和支出责任相适应的制度	各级党委和政府要把思想和行动统一到党中央关于深化党和国家机构改革的决策部署上来
5		深化农村经济体制改革		把扩大就业放在经济社会发展更加突出的位置		健全城乡发展一体化体制机制	
6		深化对外经济体制改革，进一步扩大对外开放		深化科技教育文化卫生体制改革，营造实施人才强国战略的体制环境		构建开放型经济新体制	
7		进一步改革科技体制和教育体制				加强社会主义民主政治制度建设	
8		加强法律制度建设				推进法治中国建设	
9		加强和改善党的领导，为本世纪末初步建立社会主义市场经济体制而奋斗				强化权力运行制约和监督体系	
10						推进文化体制机制创新	
11						推进社会事业改革创新	
12						创新社会治理体制	
13						加快生态文明制度建设	
14						深化国防和军队改革	
15						加强和改善党对全面深化改革的领导	

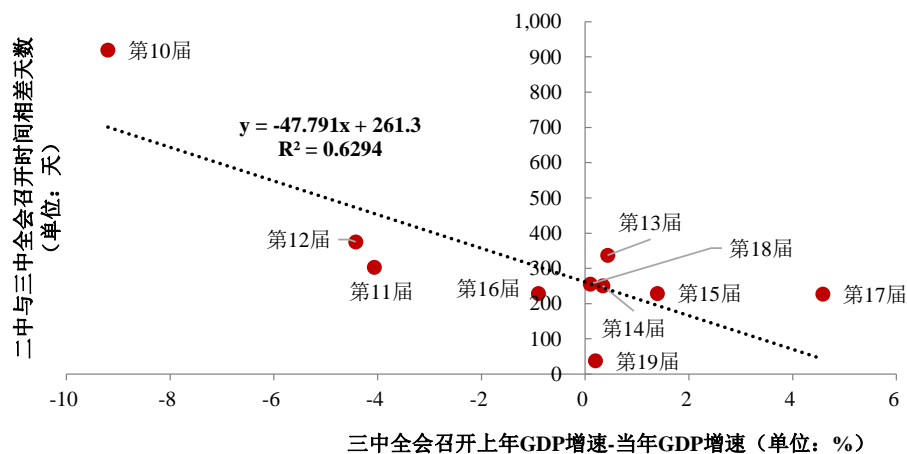
资料来源：中国政府网，民生证券研究院

图4：历届三中全会重要词频统计

		历届三中全会重要词频统计（单位：次）										
		十一届 1978	十二届 1984	十三届 1988	十四届 1993	十五届 1998	十六届 2003	十七届 2008	十八届 2013	十九届 2018	二十届 2024	走势图
经济体制改革	经济	30	5	22	36	21	47	26	34	3		
	财政/税收/财税	1	0	0	1	0	3	1	5	0		
	金融	0	0	0	1	2	3	4	1	0		
	投资	0	0	0	1	0	1	0	1	0		
	外贸	0	0	0	1	0	1	0	0	0		
	企业	0	0	7	6	1	10	0	3	0		
	资源配置	0	0	0	2	1	1	0	5	1		
政治体制改革	政治	20	1	7	5	4	10	7	15	6		
	人民	38	1	2	3	2	6	3	23	8		
	中国特色	0	0	0	4	4	0	11	9	10		
	民主	19	0	1	1	3	2	4	13	0		
	司法	1	0	0	0	0	1	0	4	1		
	统一	9	0	2	2	1	7	2	5	7		
	机构改革	0	0	0	0	0	0	0	18			
科技体制改革	科技	0	0	0	1	4	2	2	1	0		
	科学	8	0	0	1	3	0	9	11	4		
	技术	3	0	0	1	2	0	1	1	0		
	创新	0	0	0	0	1	3	8	11	1		
农业体制改革	城乡	2	0	0	2	0	4	13	7	0		
	农业	14	0	0	0	24	1	38	1	0		
	农村	2	0	0	2	31	2	88	0	0		
	农民	3	0	0	0	10	6	24	2	0		
其他重要词汇	改革	2	6	22	19	10	26	31	59	36		
	开放	0	0	3	6	2	7	6	13	1		
	风险	0	0	0	0	0	1	2	1	2		
	国防	3	0	0	0	0	0	0	2	0		
	扶贫	0	0	0	0	1	0	1	0	0		
	教育	4	0	2	1	4	4	4	3	0		
	就业	0	0	0	0	0	9	0	1	0		

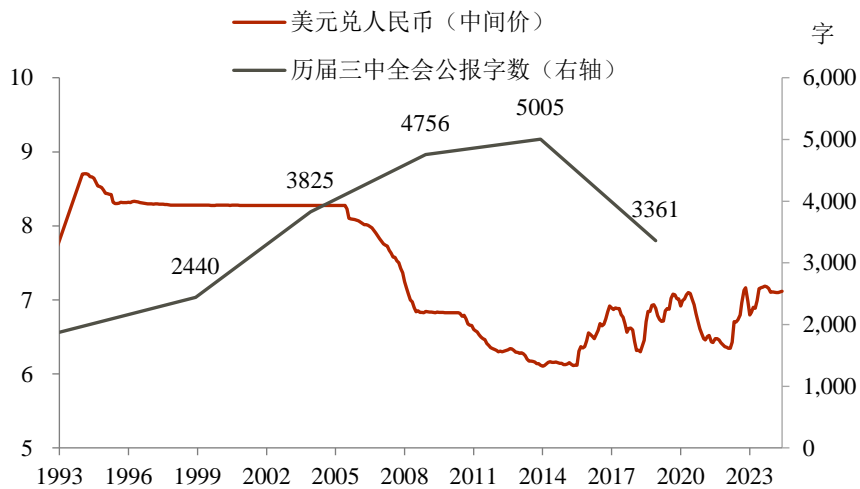
资料来源：中国政府网，民生证券研究院

图5：上年经济表现越好，三中全会就“来得更快”



资料来源：Wind，中国共产党新闻网，民生证券研究院

图6：人民币升值空间越大，三中全会反而“说得越多”



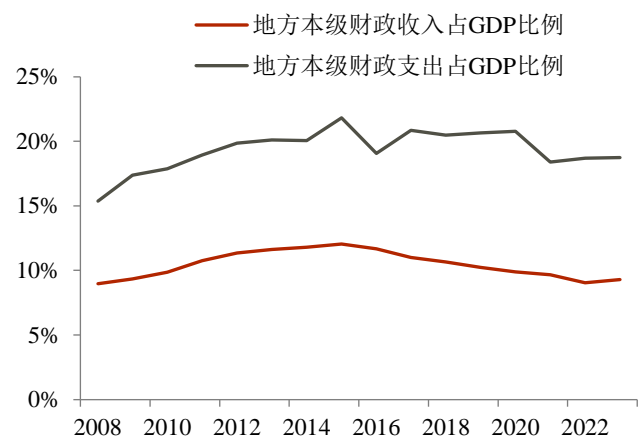
资料来源：Wind，中国共产党新闻网，民生证券研究院

图7：新中国成立以来的财税体制改革如何演变？

时间	主题	具体内容	地方政府如何补财政缺口？ 中央政府又如何应变？	弊端
1949-1978年	计划经济时期的“摸索”	财税体制的初步探索可能比较“混乱”，中央与地方事权划分经历了五次上收和四次下放。	/	在划分中央与地方事权的过程中“跌跌撞撞”，央地事权划分的极其不稳定造成国民经济在中央集权活力不足、地方分权陷入混乱中震荡。
1979-1993年	为整体改革“铺路搭桥”	为调动地方政府的积极性，中央政府正式开始放权让利，在向地方下放财权和企业经营管理权的同时，开始要求地方政府承担部分公共服务职责。1980年开始引入分灶吃饭的 地方事权包干制 。	/	无论放权还是让利，事实上都是以财政上的减收、增支为代价的， 中央财政开始表现出对经济运行调节的乏力 。同时事权包干制还存在扭曲地方行为、过程繁琐等缺点。
1994-2003年	财税体制改革的“重头戏”	启动了 分税制财税体制改革 ，按照中央政府和地方政府各自的事权，划分各级财政的支出范围；根据财权事权相统一的原则，划分了中央和地方收入。	地方政府不得不加大干预、使银行对国企不断提供信贷支持；最终中央政府首次发行特别国债、以补充四大行资本充足率。	
2004-2011年	分税制的“查漏补缺”	在1994年分税制改革的基础上进行进一步的调整和完善， 中央对地方的转移支付的支持力度增强 。	土地成为了地方政府最便捷的收入来源，地方财政收支压力下，“土地财政”应运而生；之后土地出让收支正式纳入地方政府性基金预算。	央地财权和事权不匹配的问题依旧突出 ，中央财政收入增加的同时、执行的支出任务却并没有增加，而地方财政却不断承压。进而又催化了土地财政、大规模盲目举债、乱收费罚款等问题的产生。
2012年-至今	现代财政制度的不断探索	党的十八大对深化财税体制改革作出了顶层设计，以建立现代财政制度为目标，新一轮财税体制改革由此展开。	地方政府不得不通过地方政府融资平台去借款；最后又通过表内债置换表外债（四轮化债）去降低地方金融风险。	

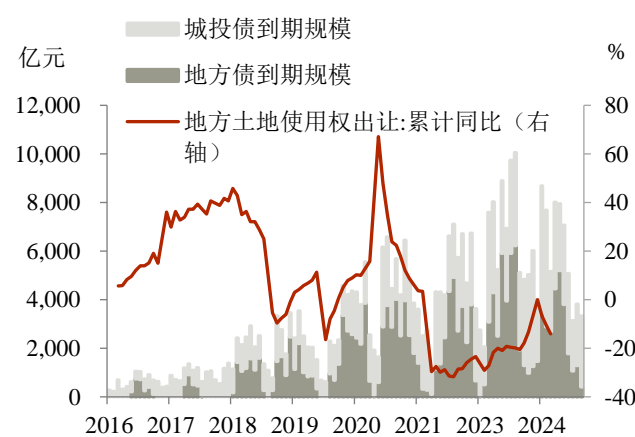
资料来源：《建国以来中央与地方事权划分：历史回顾与经验总结》（作者：崔军，李晓凡，黄健雄）、《中国财税改革40年：基本轨迹、基本经验和基本规律》（作者：高培勇）、《财税改革40年：回顾、经验与展望》（作者：白彦锋），民生证券研究院

图8：地方政府面临财权事权不匹配的问题



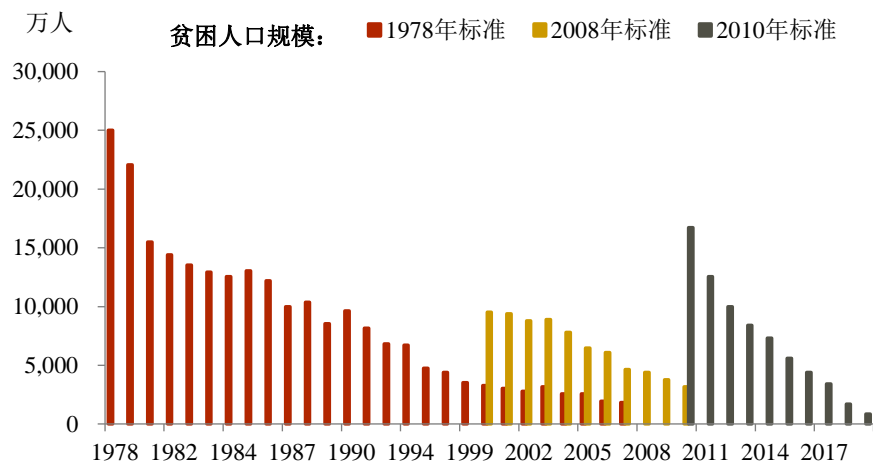
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：地方政府土地出让收入下探、而偿债压力仍存



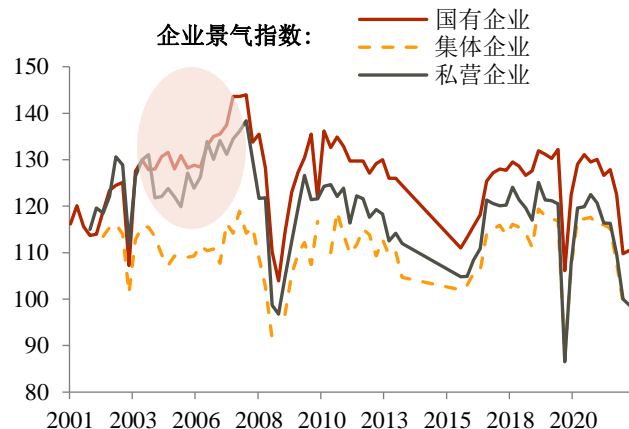
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：20世纪90年代我国贫困人口规模偏高



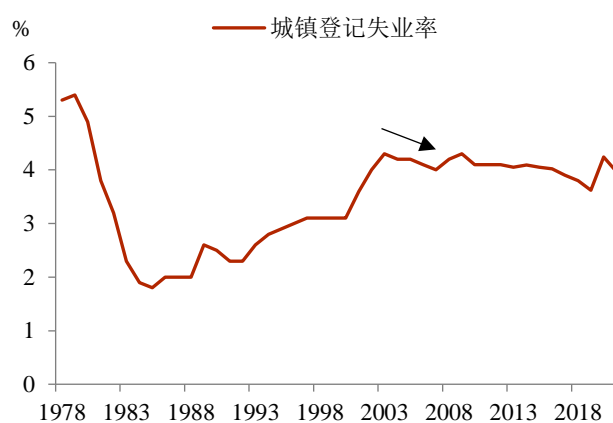
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图11：2003年后国有企业景气度明显抬升



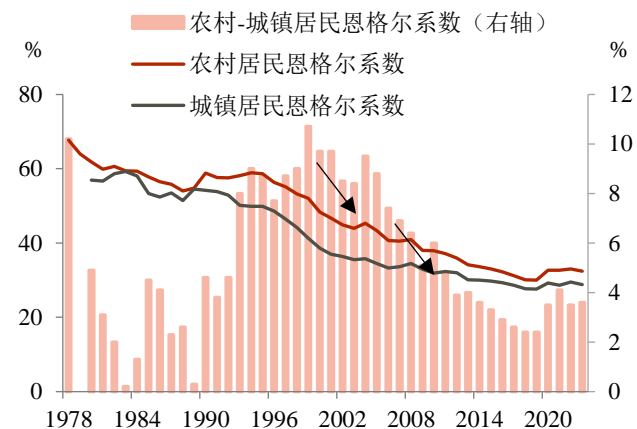
资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：2003年后城镇登记失业率拐点显现



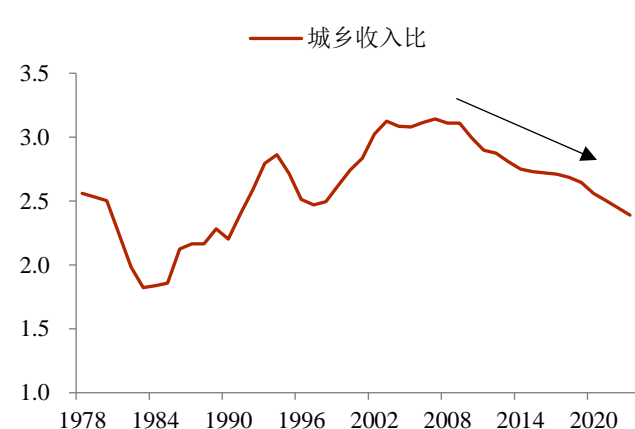
资料来源：Wind，民生证券研究院

图13: 农村与城镇居民之间的恩格尔系数差额缩小



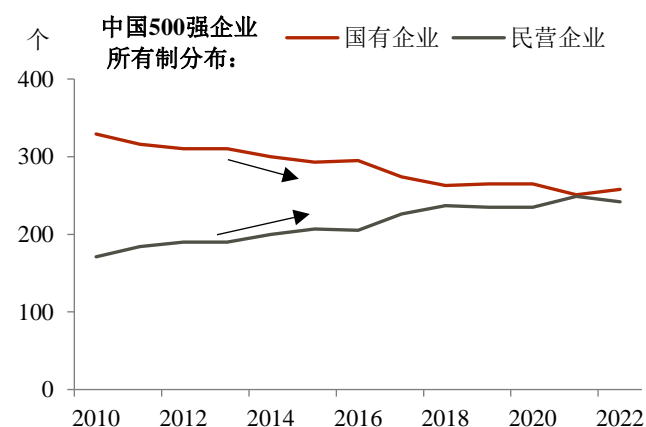
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图14: 2008年之后城乡收入比逐渐下降



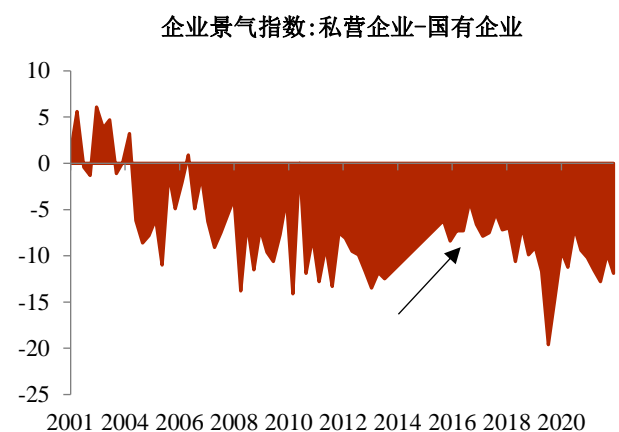
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图15: 中国 500 强企业中, 国有与民营占比差距在 2013 年后渐小



资料来源: 中国 500 强企业发展报告, 民生证券研究院

图16: 2013 年私营企业景气指数明显改善



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图17: 2023 年机构改革和 2018 年相比更加“聚焦”

调整机构	部委	调整部委数	直属机构	调整直属机构数	直属事业单位	调整直属事业单位数	
2018年改革	新设	生态环境部（原环境保护部）、农业农村部（原农业部）、文旅部（原文化部）、卫健委（原卫计委）、自然资源部（原国土资源部）、应急管理部、退役军人事务部	7个	国家国际发展合作署、国家医疗保障局、国家市场监督管理总局（原国家工商行政管理总局、国家质量监督检验检疫总局、国家食品药品监督管理总局）、国家广播电视总局（原国家新闻出版广电总局）	4个	中央广播电视总台、中国银保监会（原中国银监会、中国保监会）	2个
	重组	科技部、司法部	2个	/	/	/	/
	被并入（其他）国务院部门	监管部、环境保护部、农业部、文化部、卫计委、国土资源部	6个	国家工商行政管理总局、国家质量监督检验检疫总局、国家食品药品监督管理总局、国家新闻出版广电总局、国家安全生产监督管理总局、国家林业局、国家旅游局、国家宗教事务局、国家预防腐败局	9个	中国银监会、中国保监会、国家行政学院、国家自然科学基金委员会、中国地震局、全国社会保障基金理事会	6个
2023年改革	新设	/	/	国家金融监督管理总局 （原中国银保监会，划入了部分人民银行和证监会职能）、 中国证监会 （原属于直属事业单位）、 国家信访局 （原属于国务院办公厅管理国家局）、 国家知识产权局 （原属于国家市场监督管理总局管理国家局）	4个	/	/
	重组	科技部 （升级、精简）	1个	/	/	/	/
	被并入（其他）国务院部门	/	/	/	/	中国银保监会、中国证监会	2个

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026