

► **今天召开的人大常委会揭晓了市场翘首以盼的财政悬念。**自“926”政治局会议部署以来，我们一直预期财政的加力很可能遵循“两步走”的原则：**即第一步在年内以“化债”为核心，优先给地方减负；第二步往明年看才是提振内需刺激消费。**因此，本次会议无论是新增的3年6万亿、还是总量的10万亿，化债新政无疑是当前财政政策加力的核心内容。

► **Q1：如何“框定”隐性债务的范畴？**

**A：隐性债务的范畴并不简单由融资渠道而“框定”，由政府背书的、在法定政府债务限额之外的非规范债务，才属于隐性债务的范畴。**除了地方融资平台、PPP、政府投资基金等渠道，容易被忽略掉的是**地方政府因突发事件**（如重大公共事件、自然灾害、地方金融机构或国有企业经营困难等）而产生的部分支出，**其实也可能形成隐债**，但这一部分隐债规模往往更难以量化。

► **Q2：化债方式“哪家强”？**

**A：财政部“官方”推荐的六种化债方式（即财政预算、债务重组、项目运营、资产变现、企业债务转型、破产清算）中，债务重组可能是见效最快的方式，**接下来的化债工作也将主要以债务重组的形式展开。不过，并非所有地方债都可以用于化债，**可用于化债的地方显性债主要有三类：置换债、特殊再融资债、特殊新增专项债。**

► **Q3：历史上共进行过几轮化债？**

**A：自2015年以来，我国共开启过四轮化债。**第一轮（2015.05-2018.12）以及第二轮（2019.06-2019.12）均是以置换债的形式展开，第三轮（2020.12-2022.06）是以特殊再融资债的形式。**当前这轮化债是在特殊再融资债的基础上，增加了特殊新增专项债这一“化债工具”。**

► **Q4：化债新政的政策脉络？**

**A：什么形式？**债务置换（特殊再融资债+特殊新增专项债）为主。

**力度多大？**每年2-3万亿元的化债进度是“标答”。

**在人大常委会增加地方债限额之前，可供化债的显性债“余量不足”。**想要在未来加大化债力度，最重要的第一步便是突破可用于化债的显性债发行“上限”，这也正是11月人大常委会一次性增加6万亿元债务限额、用于支持未来三年化债工作的题中之义。值得注意的是，另外4万亿元的特殊新增专项债（2024-2028年每年0.8万亿元）并不纳入限额空间额度，考虑到特殊新增专项债已用专门的4万亿元额度，**我们认为6万亿元限额空间或将更多向特殊再融资债倾斜。**

► **Q5：化债新政开启后，对经济影响几何？**

**A：对民生的“利”，或可以在很大程度上对冲对基建的“弊”。**在化债周期开启、城投融资受限后，通常会伴随着基建投资增速的走弱。但若是单把目光聚焦于基建，无法勾勒出化债对经济影响的全貌，**还需要综合考虑化债对民生保障的影响——对于居民端来说，在降低地方政府偿本付息压力后，将有更多的财政资源可以向民生倾斜；对于企业端来说，当前建筑行业负债规模偏高，化债工作的大规模开启或可改善企业欠款偿还情况。**

► **风险提示：**隐性债务存量规模预估值与实际值存在偏差；未来化债力度不及或超过预期；未来化债方式超预期。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理 钟渝梅

执业证书：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

### 相关研究

1. 美联储议息会议前瞻：美联储：大选后的降息剧本-2024/11/07
2. 美国大选点评：特朗普胜选后：已知与未知-2024/11/06
3. 10月美国非农数据点评：10月非农：飓风遮望眼？-2024/11/02
4. 美国大选跟踪：美国大选观战指南-2024/11/02
5. 2024年10月PMI数据点评：PMI重回扩张的宏观信号-2024/10/31

# 目录

1 如何“框定”隐性债务的范畴? .....	3
2 化债方式“哪家强”? .....	5
3 历史上共进行过几轮化债? .....	9
4 化债新政的政策脉络? .....	11
5 化债新政开启后, 对经济影响几何? .....	13
6 风险提示 .....	14
插图目录 .....	15

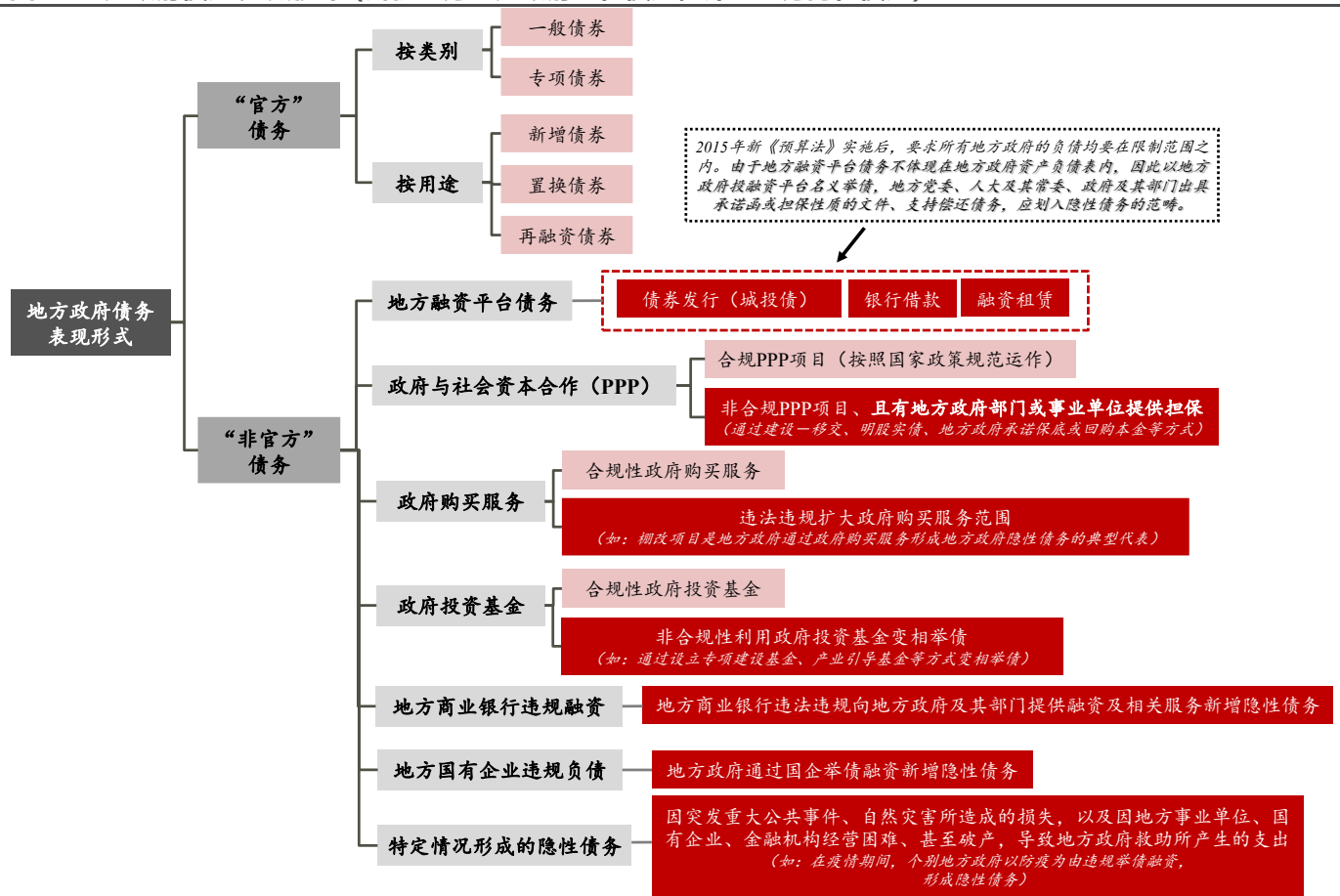
**今天召开的人大常委会揭晓了市场翘首以盼的财政悬念。**自“926”政治局会议部署以来，我们一直预期财政的加力很可能遵循“两步走”的原则：**即第一步在年内以“化债”为核心，优先给地方减负；第二步往明年看才是提振内需刺激消费。**因此，本次会议无论是新增的3年6万亿、还是总量的10万亿，化债新政无疑是当前财政政策加力的核心内容。

**但由短及长来看，新一轮“化债”方案的落地，也为下一步实施更加给力的财政打开了空间。**正如我们此前报告《节后的宏观悬念》所述，只有地方政府在资产负债端不再做“减法”，更多的增量政策才能达到做“加法”的效果。我们预计，在12月即将召开的中央经济工作会议上，财政政策将就明年中央财政如何加杠杆来扩内需给出明确指引。

## 1 如何“框定”隐性债务的范畴？

**隐性债务的范畴并不简单由融资渠道而“框定”。**将地方政府融资平台、政府和社会资本合作（PPP）、政府购买服务、政府投资基金、地方商业银行及国有企业违规融资等全都计入隐债的话并非完全准确，更重要的是要判断资金是否由政府背书、以及是否属于规范性举债（即是否在法定政府债务限额之内）。**由政府背书的、在法定政府债务限额之外的非规范债务，才属于隐性债务的范畴。**

图1：地方政府债务表现形式（浅粉色为地方政府显性债务，深红色为隐性债务）



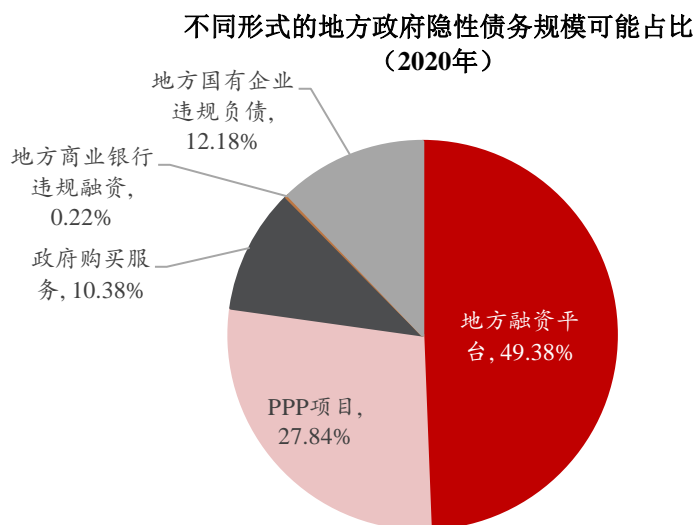
资料来源：中国政府网、财政部、各地方政府官网、南方都市报、《进一步优化政策设计防范化解地方债务风险》（作者：汪德华）、《地方政府隐性债务的表现形式、规模测度及风险评估》（作者：沈坤荣、施宇）等，民生证券研究院

**以 PPP 为例：非合规性项目才会纳入隐债。**按照国家政策规范运作的 PPP 项目，其形成的中长期财政支出其实并不属于隐债。属于隐债范畴的更多是通过建设 - 移交、明股实债、地方政府承诺保底或回购本金等方式违规举债融资，这些项目风险几乎全部由地方政府承担。

**除了地方融资平台、PPP、政府投资基金等渠道，有些隐债可能更加“看不见、摸不着”。**容易被忽略掉的是，地方政府因突发事件（如重大公共事件、自然灾害、地方金融机构或国有企业经营困难等）而产生的部分支出，其实也可能形成隐债，但这一部分隐债规模往往更难以量化。比如 2020 年，多地政府就通报了以公共卫生事件期间为由违规举债融资、形成隐债案例。

**隐性债务中，地方政府融资平台就将近占了一半。地方政府融资平台产生的隐债可能约占 49.4%，**另一半隐性债务主要源于 PPP 项目 (27.8%)、地方国有企业违规负债 (12.2%)、政府购买服务 (10.4%) 等等 (基于 2020 年数据)。鉴于地方融资平台为隐债的“大头”，市场在分析隐性债务情况时，总会将目光聚焦于城投平台。

**图2：不同形式的地方政府隐性债务规模可能占比：地方政府融资平台“占大头”**

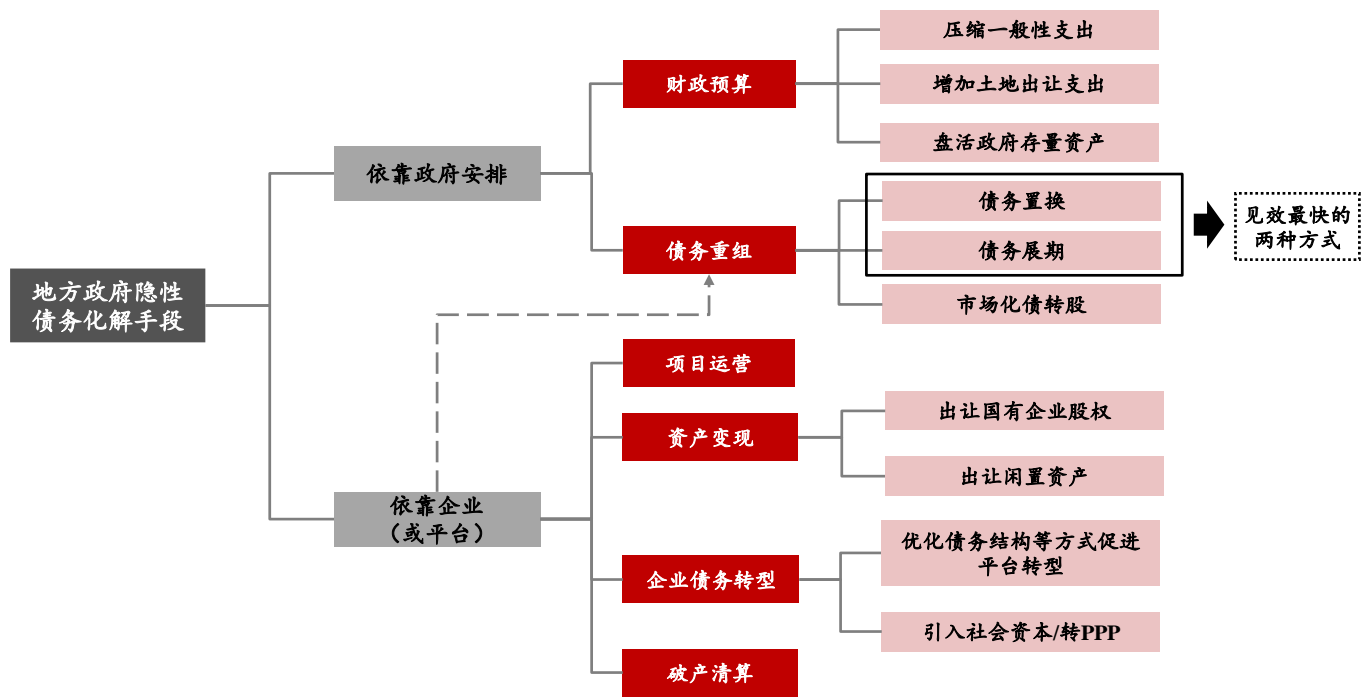


资料来源：《地方政府隐性债务的表现形式、规模测度及风险评估》(作者：沈坤荣、施宇)，民生证券研究院

## 2 化债方式“哪家强”？

**如何助力地方政府化债？** 财政部“官方”推荐了六种化债方式——**财政预算、债务重组、项目运营、资产变现、企业债务转型、破产清算**。其中，前两类方式主要依靠政府进行统筹安排，后四类方式主要是通过企业自身业务或债务转型进行化债。

图3：“官方”推荐的六种化债方式



资料来源：财政部，民生证券研究院

**不同化债方式可能“各有千秋”。**通过近几年缓解地方政府融资平台债务负担的优秀案例来看，大多地方政府均采用了“因地制宜”的方法进行化债，比如“镇江模式”、“白酒化债”、“康旅模式”等化债路径都具有浓厚的地方特色。“镇江模式”采用的债务置换，是基于江苏省经济实力较强、拥有更多化债资源的情况；“白酒化债”采用的资产变现，是基于地区国企实力雄厚的情况。这些化债“优秀案例”对于综合实力稍弱的地区来说可复制性较低。

**若有足够的化债资源，债务重组可能是见效最快的方式。**从近年来的化债实践来看，“官方”最常使用的化债方式为债务置换和债务展期，它们以“时间换空间”的方式使得化债见效最快。自2015年以来的四轮化债基本上均是以债务重组的形式“全面铺开”。以当前形势来看，这一轮化债或同样以债务重组的方式为主。



图4：化债路径探索——何利何弊？

	优点	缺点
财政预算	使地方政府获得 <b>相对稳定的资金支持</b> ，从而用于偿还债务和改善财政状况	<b>对地方的经济财政实力要求较高</b> ，导致部分地区隐性债务显性化能力较为有限；近几年地方政府土地出让收入下滑， <b>使用财政预算进行化债的空间愈发受限</b>
债务重组	<b>见效最快</b> ，用高信用债置换低信用债、低利率债置换高利率债；很多受财力限制的地方政府可以通过这种方式一定程度上化解隐性债务压力	<b>对限额空间（债务限额-债务余额）更充裕的地方政府更有利</b> ；并非实际压降债务规模、降低宏观杠杆率， <b>仅是再次拉长债务偿还期限、短暂降低债务周转压力</b>
项目运营	能直接依靠融资平台自身的“造血”能力进行化债	<b>融资平台普遍资产质量都比较差、现金流弱</b> ，项目结转资金、经营收入或难以支持大规模化债
资产变现	融资平台可以 <b>更直接、更快速</b> 地获取资金，以更快推动隐性债务的化解工作	缺少营利实力雄厚企业的地区很难实现
企业债务转型	优化存量负债结构，提高信用评级，降低融资成本	需要有优质的资产和平台能产生足够的经营性现金流， <b>需要看当地的资源禀赋、产业机会等因素</b> ，因此大范围实行的难度较大；且需要时间敞口来推动落实
破产清算		<b>是一种比较激进的手段</b> ，会对金融市场和舆论环境造成较大冲击，是企业化债到最后不得已的选择

资料来源：民生证券研究院整理

**债务重组，用的是哪些显性债？**在回答这一问题之前，我们不妨先“捋一捋”地方政府债券的种类——**我国地方政府债券有两种分类方式：按照偿债资金来源划分**，可以分为一般债券和专项债券；**按照资金用途划分**，可以分为新增债券、置换债券和再融资债券。**这两大类债券的分类之间又可以进行配对**，如置换债又可以分为置换一般债和置换专项债。

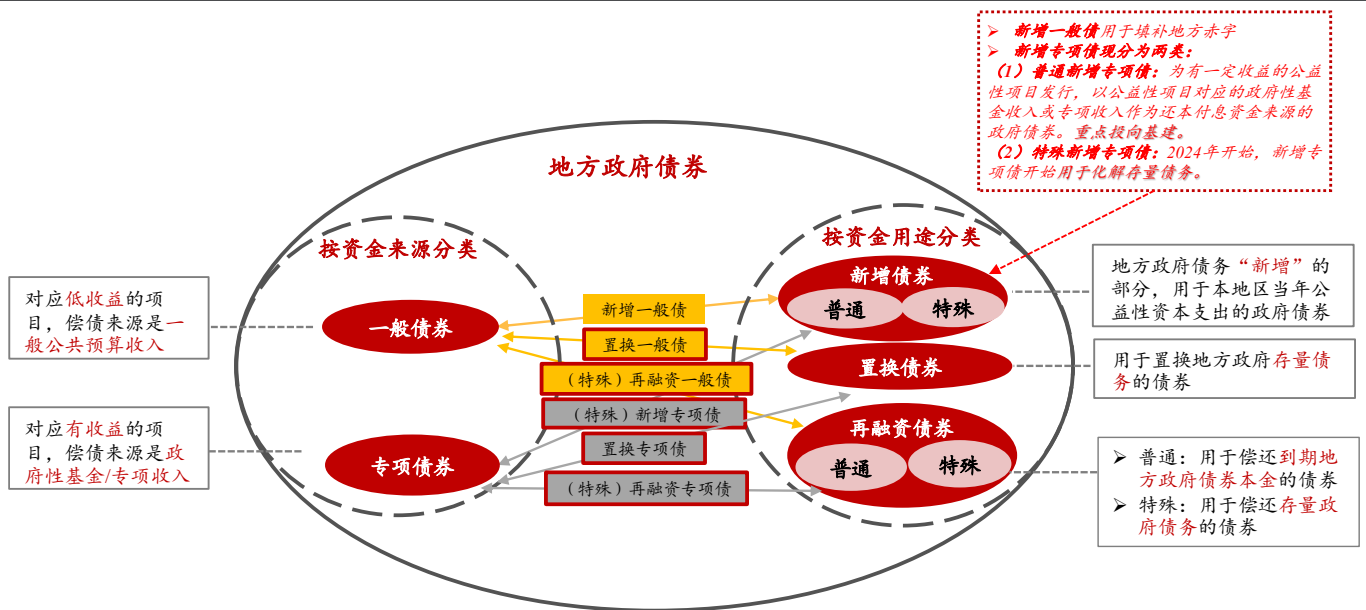
**不过，并非所有地方债都可以用于化债。可用于化债的地方显性债主要分为三类：**

**一是置换债**（置换一般债和置换专项债皆可，分别用于置换地方政府存量的一般债务和专项债务）；

**二是特殊再融资债**（普通的再融资债主要用于偿还到期地方政府债券**本金**，而**特殊的再融资债**主要用于偿还地方政府债务**存量**，可以说特殊再融资债很像置换债的“替身”。特殊再融资一般债和特殊再融资专项债皆可用于化债）；

**三是特殊新增专项债**（普通的新增专项债主要投向**基建**，而2024年起新增专项债开始向**化债**倾斜，这部分新增专项债即为**特殊新增专项债**）。

图5：地方政府显性债中，哪些可以用于化债？

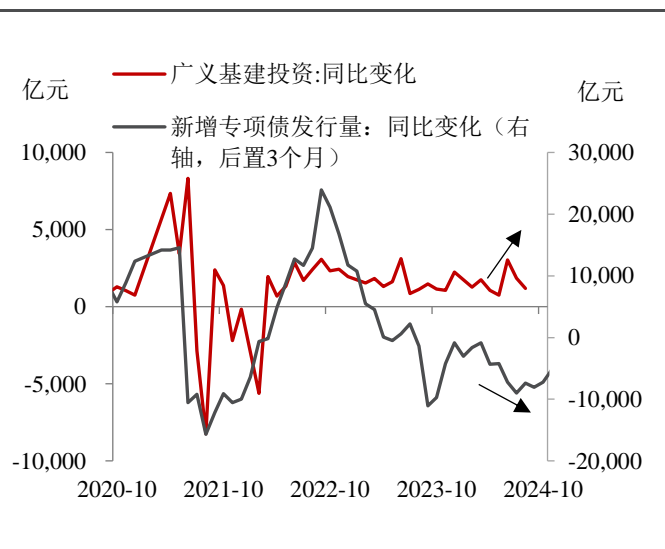


资料来源：财政部、上海证券报，民生证券研究院

注：中间红框表明可用于化解地方存量隐性债务的“官方”债券。

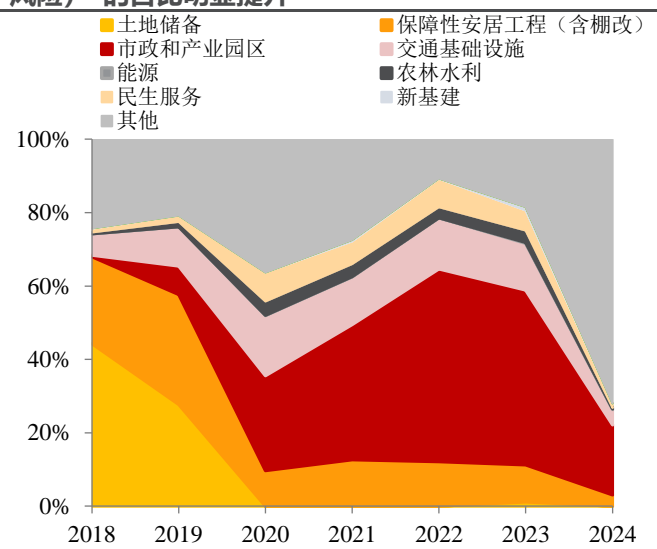
**从专项债投向变化，也可以看到新一轮化债的“蛛丝马迹”。**以往新增专项债主要投向基建领域，因此可用新增专项债发行规模大致判断接下来几个月基建的景气度。但今年起新增专项债对基建投资的“预知”作用却失效了，主要原因系当前新增专项债资金用途限制有所突破、开始更多向化债方面倾斜。根据人大常委会内容，2024-2028年每年将有8000亿元的新增专项债为化债工作“添砖加瓦”。

图6：今年新增专项债不再能“预知”基建投资走向



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：今年专项债用于“其他(含支持化解地方中小银行风险)”的占比明显提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

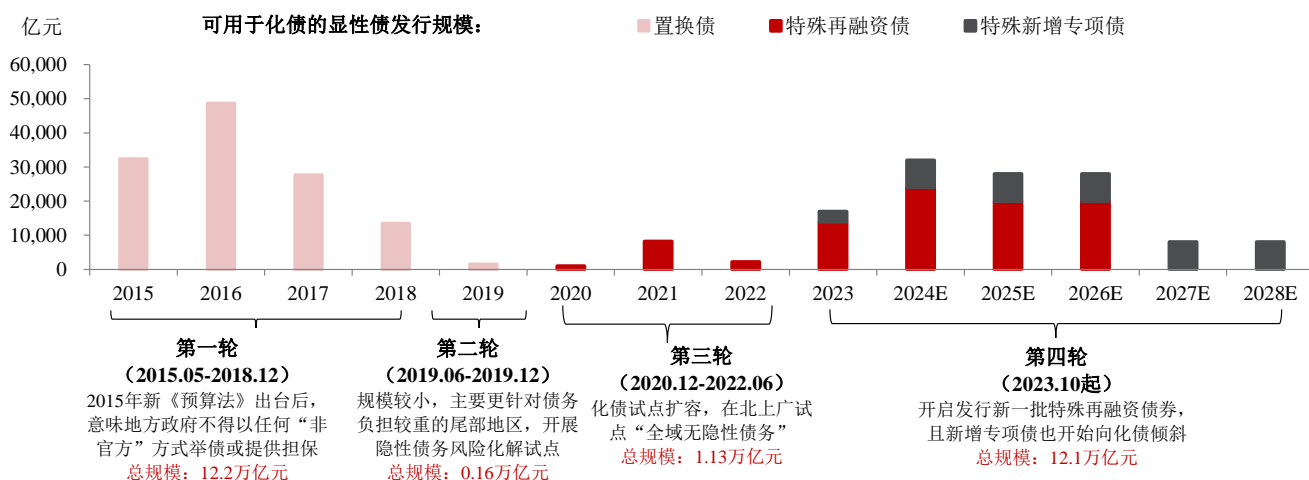
注：2024年数据截至9月。



### 3 历史上共进行过几轮化债？

自 2015 年以来，我国共开启过四轮化债。前两轮是以置换债的形式展开，第三轮是以特殊再融资债的形式，而当前这轮化债是在特殊再融资债的基础上、增加了特殊新增专项债这一“化债工具”。具体来看：

图8：从“化债 1.0”到“化债 4.0”：如何推进？用什么？规模多大？



资料来源：Wind、企业预警通、财政部，民生证券研究院

注：2024 年数据截至 10 月；假设人大常委会所述的 6 万亿元地方债限额空间是以特殊再融资债的形式。

#### 第一轮 (2015.05-2018.12)：新《预算法》后，置换债登上“历史舞台”。

自 2008 年“四万亿”计划后，地方政府开始大规模通过城投平台融资，为地方隐债问题埋下伏笔。2015 年新《预算法》出台后，地方政府及其所属部门不得以任何“非官方”方式举借债务或提供担保，同时融资平台政府融资职能被剥离，正式打响了化债的“第一枪”。2015-2018 年期间共计发行了 12.2 万亿元的置换债，成功将大规模高成本债务转化为期限更长、利率更低的政府债券。这也是截至目前，历轮化债中规模最大的一次。

#### 第二轮 (2019.06-2019.12)：继续采用置换债的形式，不过此次更“区域化”。

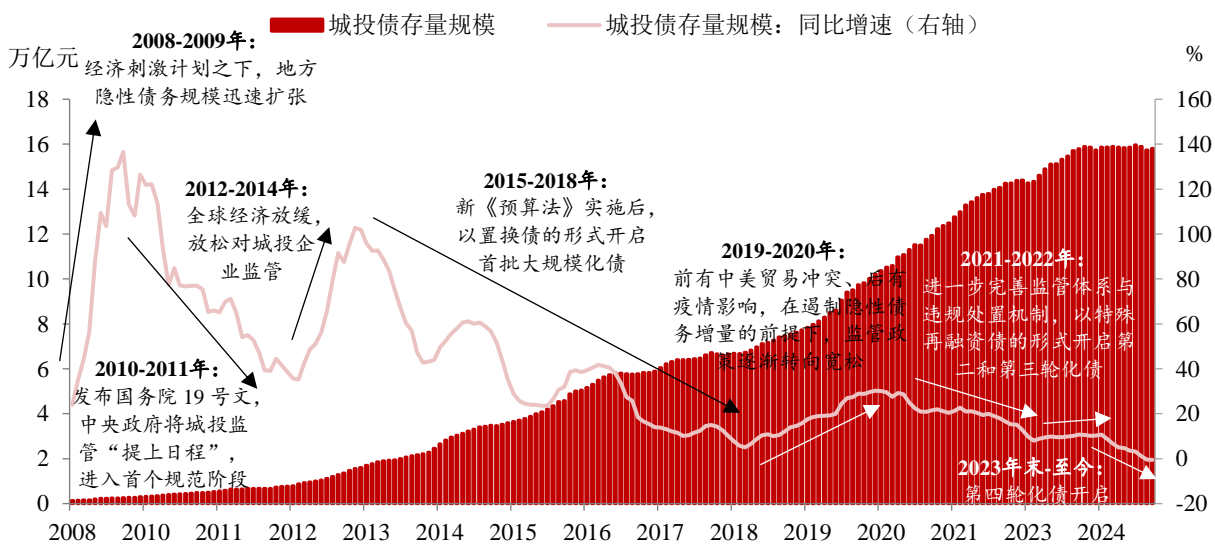
比起上一轮的“全面铺开”，这一轮化债更讲究的是“以点带面”——2019 年财政部选取了六个省份，采用竞争性立项的方式选择这些省份的部分县市开展隐性债务风险化解试点。这一轮化债涉及到的置换债虽然规模较小(仅有 0.16 万亿元)，但是在很大程度上缓解了部分尾部区域政府的流动性压力。

**第三轮 (2020.12-2022.06): 特殊再融资债成为置换债的“替身”。**正如上文所述, 地方政府因突发事件产生的部分支出也有可能形成隐性债务, 因此公共卫生事件期间地方隐债规模或有边际上升。**在首波公共卫生事件冲击散去后, 2020年12月江苏省率先行动、首个推出用于偿还政府存量债务的特殊再融资债券。**

在这一轮化债中, 前期 (2020.12-2021.09) 更注重建制县区隐性债务化解试点扩容、辅助高风险地区化债; 后期 (2021.10-2022.06) 更注重以一线城市为首实施全域无隐性债务试点, 其中北京、广东等地区在这一阶段化债工作中就成功实现了隐性债务清零计划。这一轮化债工作总共涉及到 1.13 万亿元的特殊再融资债, 自 2022 年 6 月之后, 特殊再融资债就一直处于暂停发行状态。

**第四轮 (2023.10 起): 特殊再融资债的“卷土重来”, 同时还有特殊新增专项债的“默默加持”。**自 2023 年 7 月政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”后, 10 月特殊再融资债就重启、开始密集发行。不过对比此前, 这一轮化债的特别之处在于新增专项债开始加入化债“大部队”中。若再加上人大常委会新增的 10 万亿元化债资源, 我们预计这一轮化债规模可达 12.1 万亿元。

图9: 从城投债存量规模看化债形势: 城投债存量与监管政策呈现出一定的周期性变化



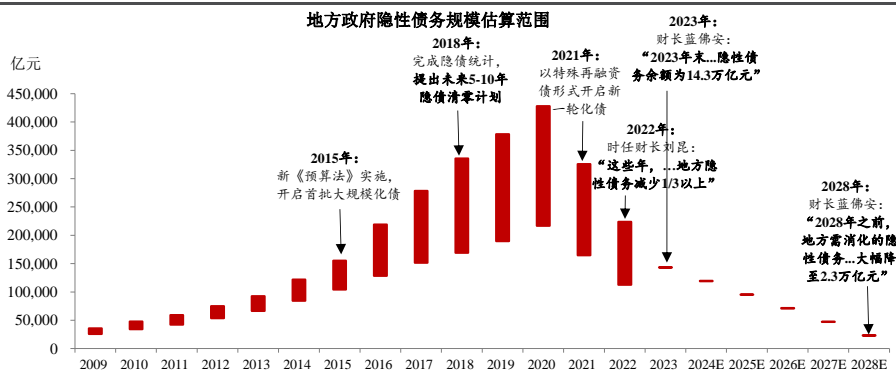
资料来源: Wind、企业预警通、财政部, 民生证券研究院

## 4 化债新政的政策脉络？

**什么形式？债务置换（特殊再融资债+特殊新增专项债）为主。**财政部在人大常委会增加地方债限额（2024-2026 年每年 2 万亿元，总共 6 万亿元）、增加新增专项债化债额度（2024-2028 年每年 0.8 万亿元，总共 4 万亿元），其实间接为这一问题提供了答案——新一轮化债更多是以债务置换的形式进行展开。不仅仅是因为当前化债紧迫性渐增、债务置换又恰好是化债见效最快的方式；更是因为在地方经济未完全复苏的情况下，依靠地方政府、地方融资平台、地方国企自身资金去化债的可能性渐低。

**力度多大？每年 2-3 万亿元的化债进度是“标答”。**结合 2018 年提出的“十年化债计划”来看，地方政府隐性债务至少要在 2028 年以前成功完成化解。财政部首次公布 2023 年隐性债务为 14.3 万亿元，那就意味着未来每年需要化解的隐性债务规模约为 2-3 万亿元。

图10：2023 年地方政府隐性债务规模为 14.3 万亿元

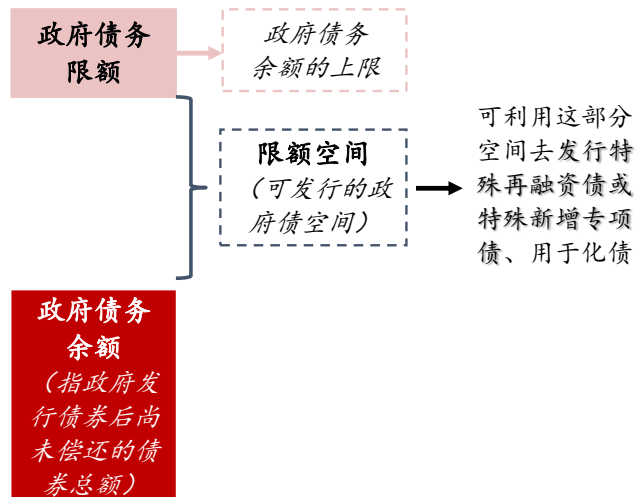


资料来源：财政部、国新网、《学习时报》、《地方政府隐性债务的表现形式、规模测度及风险评估》（作者：沈坤荣、施宇）等，民生证券研究院

**人大常委会增加 10 万亿元化债资源的题中之义？**截至 10 月，今年特殊再融资债及特殊新增专项债的累计发行规模仅有 1.2 万亿元，对标 2-3 万亿元/年的标准化债进度来看，今年化债力度仍不够，因此需要更多可用于化债的显性债予以支持。

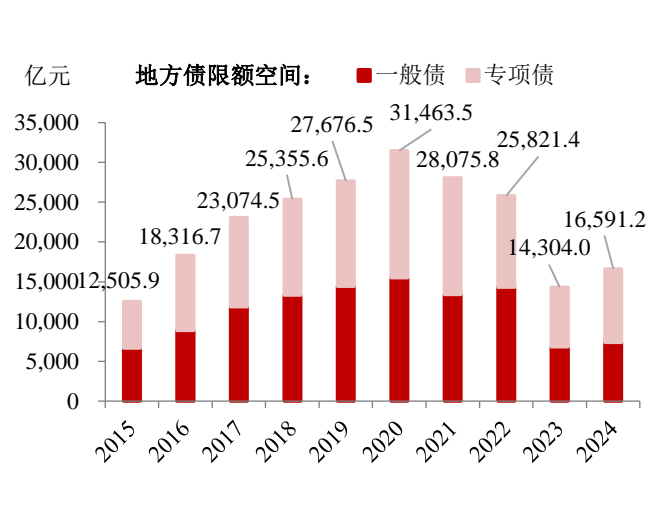
但在人大常委会增加地方债限额之前，可供化债的显性债“余量不足”。我国对地方政府债务余额实行限额管理（即余额要控制在限额内，限额与余额之间的差值为限额空间），**地方债限额空间便是特殊再融资债和特殊新增专项债的可发行规模上限。**根据测算，在人大常委会正式提高地方债限额之前，我国地方债限额空间约为 1.6 万亿元，若这 1.6 万亿元全部用来发行特殊再融资债或特殊新增专项债，以支持今年的化债工作，则今年的化债进度也仅是“刚刚好”符合标准，且会导致未来几年化债资源匮乏。

图11：特殊再融资债和特殊新增专项债均来自于限额空间



资料来源：人民日报、财政部，民生证券研究院

图12：在人大常委会正式提高地方债限额之前，我国地方债限额空间规模约为 1.6 万亿元



资料来源：iFind，民生证券研究院

注：2024 年使用 9 月数据进行计算：一般债限额空间等于一般债限额减去 9 月最新一般债余额、再减去下半年未发行新增一般债规模；专项债限额空间等于专项债限额减去 9 月最新专项债余额、再减去下半年未发行新增专项债规模。

想要在未来加大化债力度，最重要的第一步便是突破可用于化债的显性债发行“上限”，这也正是 11 月人大常委会增加三年 6 万亿元债务限额的题中之义。考虑到特殊新增专项债已用专门的 4 万亿元额度，我们认为 6 万亿元限额空间或将更多向特殊再融资债倾斜。

## 5 化债新政开启后，对经济影响几何？

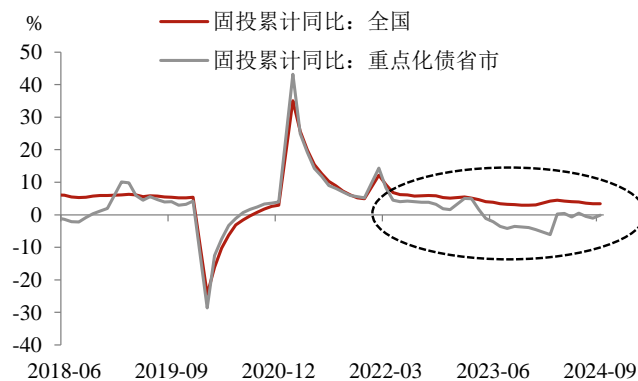
**对民生的“利”，或可以在很大程度上对冲对基建的“弊”。**地方政府基建投资的主要资金来源之一是地方融资平台，因此在化债周期开启、城投融资受限后，通常会伴随着基建投资增速的走弱。包括 2023 年起重点化债省市的投资增速持续落后于全国水平，其实也说明了化债对地方项目建设的负面影响。但若是单把目光聚焦于基建，无法勾勒出化债对经济影响的全貌，还需要综合考虑化债对民生保障的影响。

图13：城投债规模曾经在很大程度上决定了基建投资走势



资料来源：Wind、企业预警通，民生证券研究院

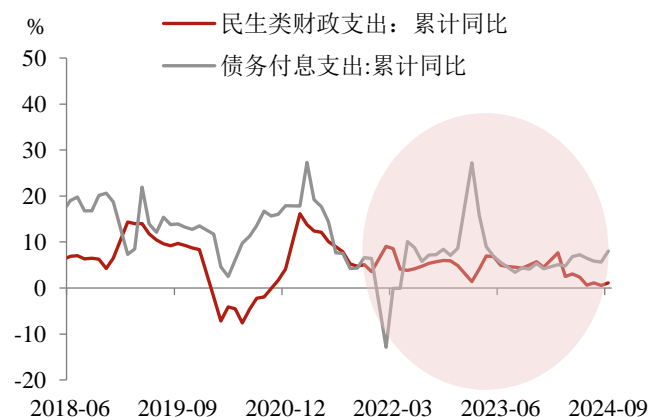
图14：重点化债省市的投资增速落后于全国



资料来源：Wind，民生证券研究院

**对于居民端来说**，在降低地方政府偿本付息压力后，将有更多的财政资源可以向民生倾斜，有助于修复居民的信心，这也解释了为何财政端债务付息支出与民生支出存在“此消彼长”的效应。**对于企业端来说**，从微观视角来看，当前建筑行业负债规模偏高，化债工作的大规模开启或可改善企业欠款偿还情况。

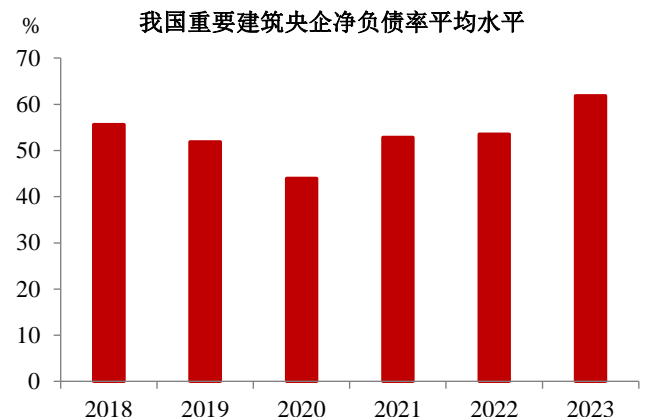
图15：2022年后，财政端债务付息支出往往会挤兑民生支出



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：此处债务付息支出针对政府显性债、而非隐性债。用这一指标的主要目的在于衡量地方政府的债务付息压力。

图16：2023年重要建筑央企净负债率平均水平就高达61.8%



资料来源：Choice，民生证券研究院

注：图中选取的建筑央企为中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国中冶。

## 6 风险提示

- 1) **隐性债务存量规模预估值与实际值存在偏差。**由于隐性债务存量规模为非公开数据，因此报告中的隐性债务规模是基于学术论文所得，或与实际规模存在偏差。
- 2) **未来化债力度不及或超过预期。**目前隐性债务存量规模缺少官方数据，如果隐性债务存量规模少于或多于预估值，那么未来化债力度存在不及或超过预期的可能性。
- 3) **未来化债方式超预期。**对未来化债方式的展望更多是基于当前已有的政策工具，但不乏有未来出台新的化债工具的可能性。



## 插图目录

图 1: 地方政府债务表现形式 (浅粉色为地方政府显性债务, 深红色为隐性债务) .....	4
图 2: 不同形式的地方政府隐性债务规模可能占比: 地方政府融资平台“占大头” .....	5
图 3: “官方”推荐的六种化债方式.....	6
图 4: 化债路径探索——何利何弊? .....	7
图 5: 地方政府显性债中, 哪些可以用于化债? .....	8
图 6: 今年新增专项债不再能“预知”基建投资走向.....	8
图 7: 今年专项债用于“其他 (含支持化解地方中小银行风险)”的占比明显提升 .....	8
图 8: 从“化债 1.0”到“化债 4.0”: 如何推进? 用什么? 规模多大? .....	9
图 9: 从城投债存量规模看化债形势: 城投债存量与监管政策呈现出一定的周期性变化 .....	10
图 10: 2023 年地方政府隐性债务规模为 14.3 万亿元.....	11
图 11: 特殊再融资债和特殊新增专项债均来自于限额空间.....	12
图 12: 在人大常委会正式提高地方债限额之前, 我国地方债限额空间规模约为 1.6 万亿元.....	12
图 13: 城投债规模曾经在很大程度上决定了基建投资走势.....	13
图 14: 重点化债省市的投资增速落后于全国.....	13
图 15: 2022 年后, 财政端债务付息支出往往会挤兑民生支出 .....	14
图 16: 2023 年重要建筑央企净负债率平均水平就高达 61.8%.....	14

## 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