



财政专题分析报告

宏观经济深度报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 联系人：张馨月

songxuetao@gjzq.com.cn

zhangxinyue@gjzq.com.cn

财政数据背后的宏观线索

上半年财政数据有几点不寻常之处：

一是个税高增。上半年税收收入负增长，但个税同比增长 8%。但个税高增并非源自居民收入的改善，而是与个税征管效率和强度提升、股权转让和股权激励增加、股息红利增长等因素相关。预计年内个税仍将保持较快增长，但增速可能有所放缓。考虑到其占税收收入的比重相对较小，个税增速的变化对年内预算安排的影响有限。

二是增值税和企业所得税走势背离。一方面是“内卷式”竞争导致企业“增收不增利”，另一方面企业所得税负增长主要受年初中央金融企业所得税入库减少等一次性因素的拖累。如果剔除 1-2 月的影响，今年 3-6 月企业所得税同比增速为 2.3%，和同期增值税增速持平。

三是非税收入增速转负。6 月非税收入同比下降 3.7%，主要是国有资产盘活对非税收入增长的支撑有所下降，以及营商环境改善带动涉企收费和罚没收入回落。

四是财政支出和基建投资的背离。6 月广义财政支出同比增速达到 17.6%，较 5 月增加 13.6 个百分点。但 6 月全口径基建投资同比 5.3%，较上月回落 3.9 个百分点。二者之所以出现背离，原因是 6 月财政支出的高增主要由特别国债注资商业银行落地的一次性因素支撑，剔除该因素后实际财政支出增速偏慢。此外，今年以来财政支出加速向民生领域倾斜，“一老一小”是“投资于人”的重点对象。

五是专项债加速用于清欠。2024 年专项债用于项目建设、化债清欠的比例为 78.1%、21.9%。今年 6 月以来，专项债用于化债清欠的比例显著提高。7 月新增专项债 6169.36 亿，其中用于项目建设比例仅为 41.7%；用于化债清欠比例提高至 46.7%。值得注意的是，目前专项债用于化债清欠的规模已接近年初预算的 8000 亿元。后续地方政府应对清欠压力的举措值得关注，不排除年内增加“清欠”专项债额度的可能性。考虑到年内调整地方政府债务限额的可能性偏低，用于项目建设的专项债额度可能受到挤占。

展望下半年，预计财政收支面临压力，但追加赤字的概率不大。考虑到基数的抬升，预计下半年一本账收入和支出同比增速分别为-4.5%、1.5%，全年较预算的收支缺口分别为 5166 亿元、5472 亿元，较年初预算的偏离幅度分别为-2.3%、-1.8%，年内追加赤字的必要性相对有限。对于今年来说，如果仅从完成预算的角度看，全年一本账收入较预算偏离度略高于 2%，通过强化税收征管即可补齐缺口，一本账支出较预算偏离度小于 2%，无需追赶。但考虑到年内将发放育儿补贴和养老消费补贴，这将带来 1200 亿元左右的收支缺口。在不追加预算的前提下，预计将动用财政政策的储备空间，包括调入预算稳定调节基金、中央金融企业上缴利润等方式。

风险提示

财政收入下行超预期，专项债用于化债清欠的规模 and 实际值可能存在偏差，对下半年财政收支的测算存在偏差，养老服务消费补贴规模低于预期。

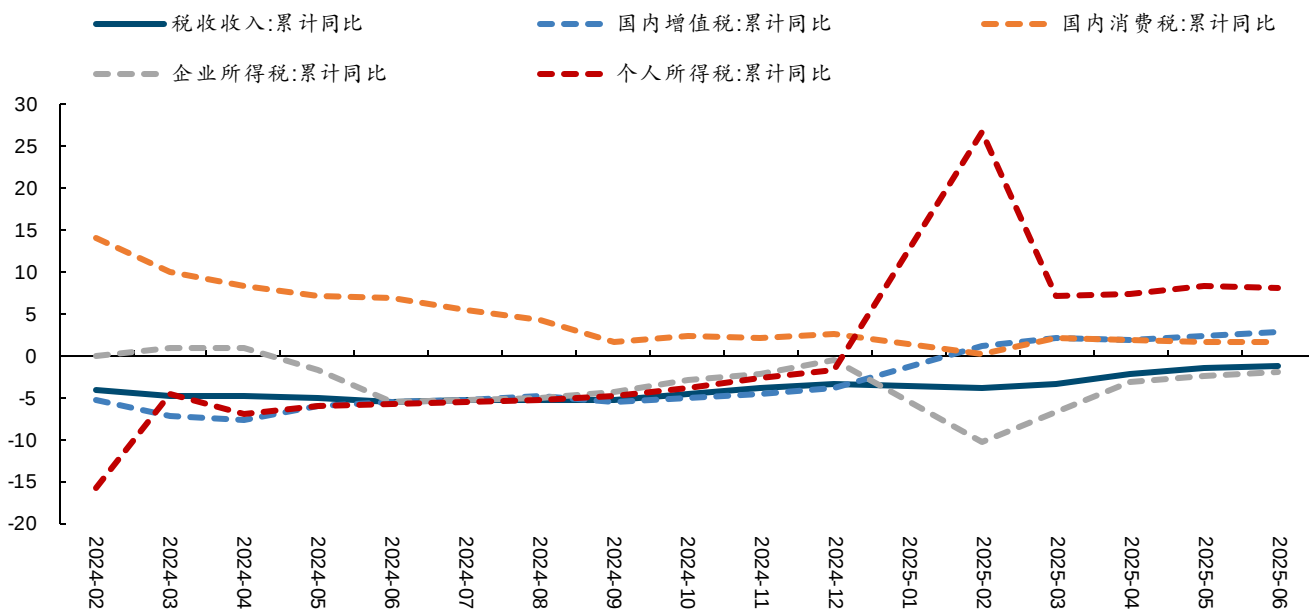


一、上半年财政数据的几个不寻常

1、个税高增

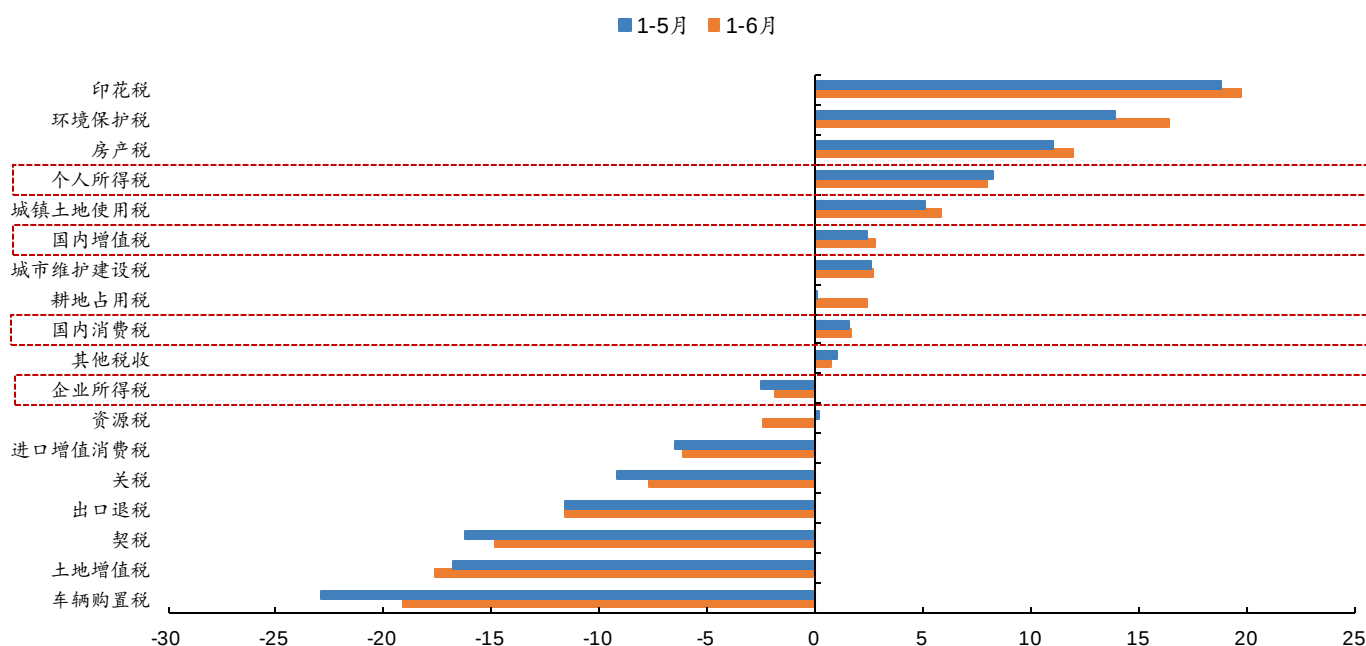
上半年全国税收收入 9.29 万亿元，同比回落 1.2%，降幅较 1-5 月收窄 0.4 个百分点。其中，增值税、企业所得税和消费税作为前三大税种，其走势和税收收入较为一致，上半年同比增速分别为 2.8%、-1.9% 和 1.7%。在税收收入增长动能偏弱的背景下，个税作为第四大税种，其年初以来的持续高增值得关注。上半年我国个人所得税收入同比增长 8%，6 月个人所得税同比增长 6.8%，较 5 月增速 12.3% 放缓，但仍保持较快增长。

图表1：个税高增与税收收入走势背离 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：主要税种累计同比增速 (%)



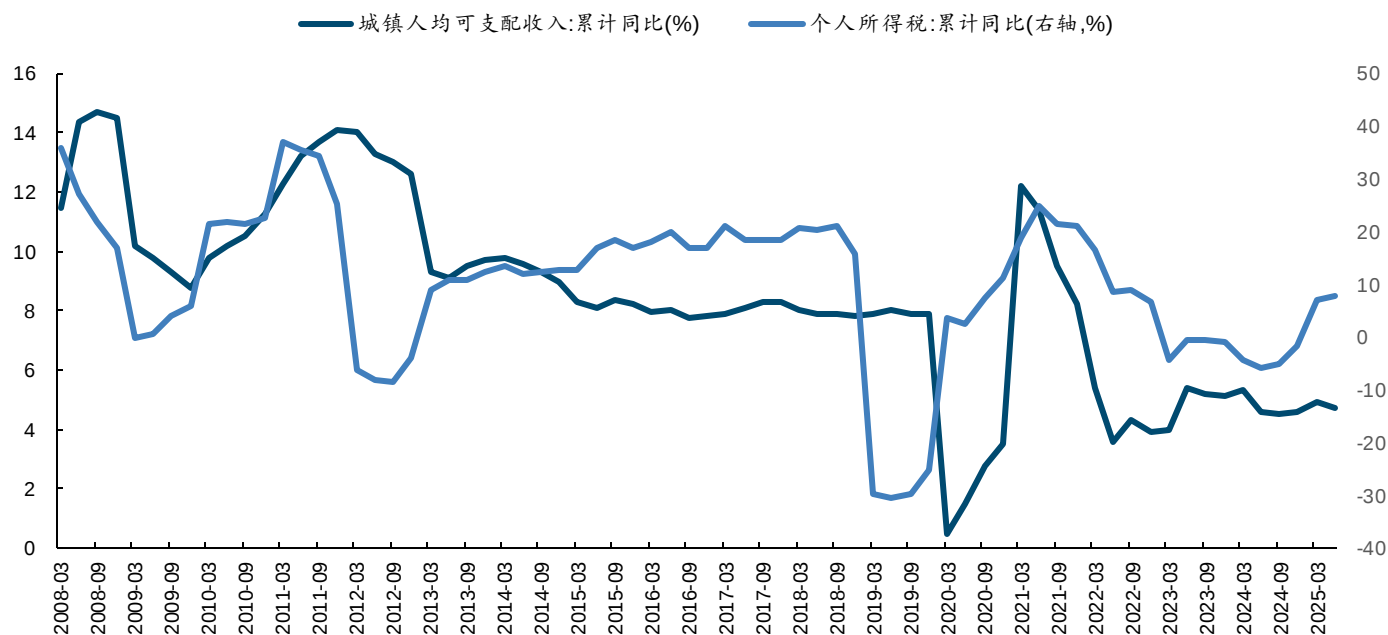
来源：Wind，国金证券研究所



个税高增并非源自居民收入的改善。由于统计方式和范围口径上的差异以及税收政策的变化，居民可支配收入的增长与个人所得税的增长并不总是同步。上半年个人所得税收入同比增长 8%，较 2024 年-1.7%的增速明显加快。相比之下，城镇居民人均可支配收入同比增长 4.7%，增速较去年仅提高 0.1 个百分点。

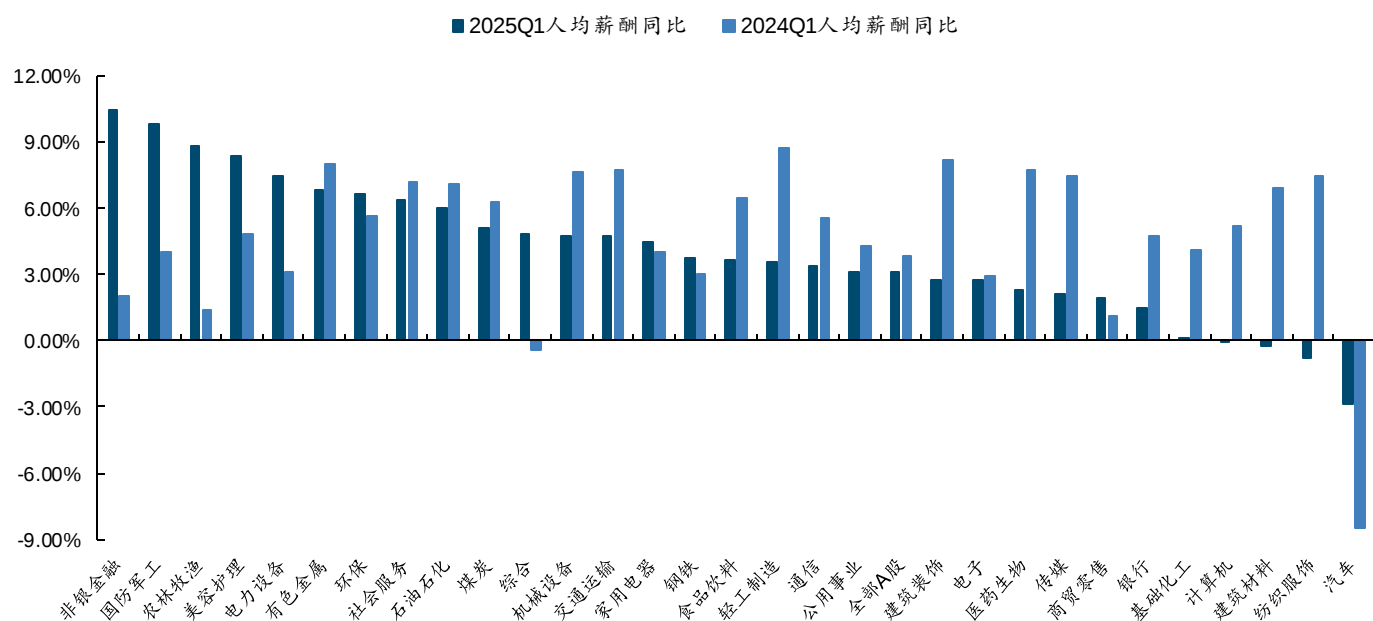
个税收入主要由中高收入群体贡献。我国年收入 100 万元以上的高收入者约占申报人数的 1%，但其申报的个税金额占比超过五成。从上市公司的薪酬数据看，中高收入群体收入改善的迹象也并不明显。今年 1 季度 A 股上市公司支付给职工以及为职工支付的现金合计 19802 亿元，同比增长 3.9%，较去年同期 6.5%增速放缓；人均薪酬同比增速为 3.1%，较去年同期 3.8%增速放缓。其中，非银金融、国防军工、农林牧渔、美容护理等行业人均薪酬增速较快，房地产、汽车、纺织服饰、建筑材料等行业人均薪酬出现负增长。

图表3：居民可支配收入增长与个人所得税增长并不总是同步



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：A 股上市公司人均薪酬同比变化



来源：Wind，国金证券研究所（注：人均薪酬=支付给职工以及为职工支付的现金/员工总数）



个税高增背后有哪些原因？

一是“金税”四期全面落地，叠加通用报告准则（CRS）深入实施，个税征管效率和强度提升。“金税”四期通过整合银行流水、海外收入、境内消费等数据，基于大数据手段自动识别异常收入行为，提高个税征管效率。同时，中国自2018年起加入CRS，其成员包括中国香港、新加坡、英国等，其境外金融机构需向其本国税务机关汇报账户信息，再由该国税务机关与中国共享。今年CRS深入实施，上海、浙江、山东、湖北等地税务部门3月下旬纷纷开展对纳税人境外收入的风险应对通报，提醒居民在3月1日至6月30日内就上年境外所得申报纳税。

二是股权转让、股权激励增加。我国个税收入主要由高能级城市贡献，上海、北京等一线城市个税收入规模常年位居全国前列，其个税增长的原因在全国具有一定代表性。根据北京财政局数据，1-6月北京个税收入同比增长7.8%，主要是部分企业一次性股权转让、员工股权激励增加带动。

三是股息红利的增长。据中国上市公司协会统计，全市场已有3751家上市公司公布或实施2024年经营年度现金分红方案，分红总额近2.4万亿元，创历史新高。按照《中华人民共和国个人所得税法》规定，个人持股期限未满1年，企业支付股息红利时需要扣缴个人所得税，持有期1个月以内税率20%，1个月至1年税率10%。

从个税高增的持续性看，个税征管效率和强度的提升以及股息红利增长对个税收入的支撑预计年内仍将延续，股权激励带来的个税增长则存在季节性。预计年内个税仍将保持较快增长，但增速可能有所放缓。考虑到个人所得税占税收收入的比重相对较小，个税增速的变化对年内预算安排的影响有限。

2、增值税和企业所得税走势背离

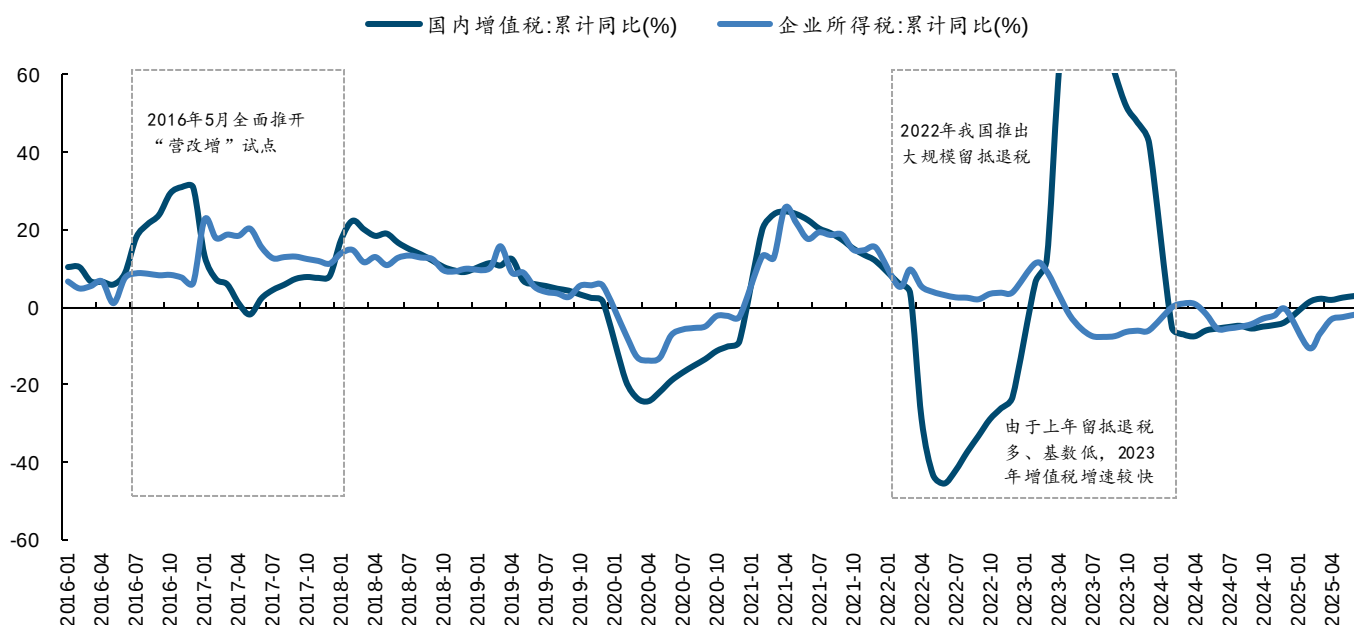
从历史数据看，除个别年份税收政策的变化给增值税增速带来扰动以外，多数时间增值税和企业所得税的走势较为一致。但今年以来，在税收政策并未出现较大调整的情况下，二者的走势却罕见的出现明显背离。上半年国内增值税收入同比增长2.8%，但企业所得税收入却出现负增长，同比下降1.9%。

增值税和企业所得税走势背离的主要原因有两点：

一是“内卷式”竞争导致企业“增收不增利”。增值税与营业收入紧密关联，企业所得税则与利润总额密切相关。今年1-6月规上工业企业营业收入同比增长2.5%，利润总额同比下降1.8%，二者走势的背离也对应了增值税和企业所得税的背离。

二是年初中央金融企业所得税收入库减少等一次性因素的拖累。今年1-2月，企业所得税收入同比少增1057亿元，财政部称主要受部分中央金融企业汇算清缴企业所得税收入库较去年同期减少等一次性因素影响。这对于上半年企业所得税增速形成了4.2个百分点的拖累，也是上半年企业所得税负增长的主要原因。如果剔除1-2月的影响，今年3-6月企业所得税同比增速为3.8%，和同期增值税增速接近。往前看，随着综合整治“内卷式”竞争的推进，企业盈利有望逐渐改善，带动企业所得税增速回升。

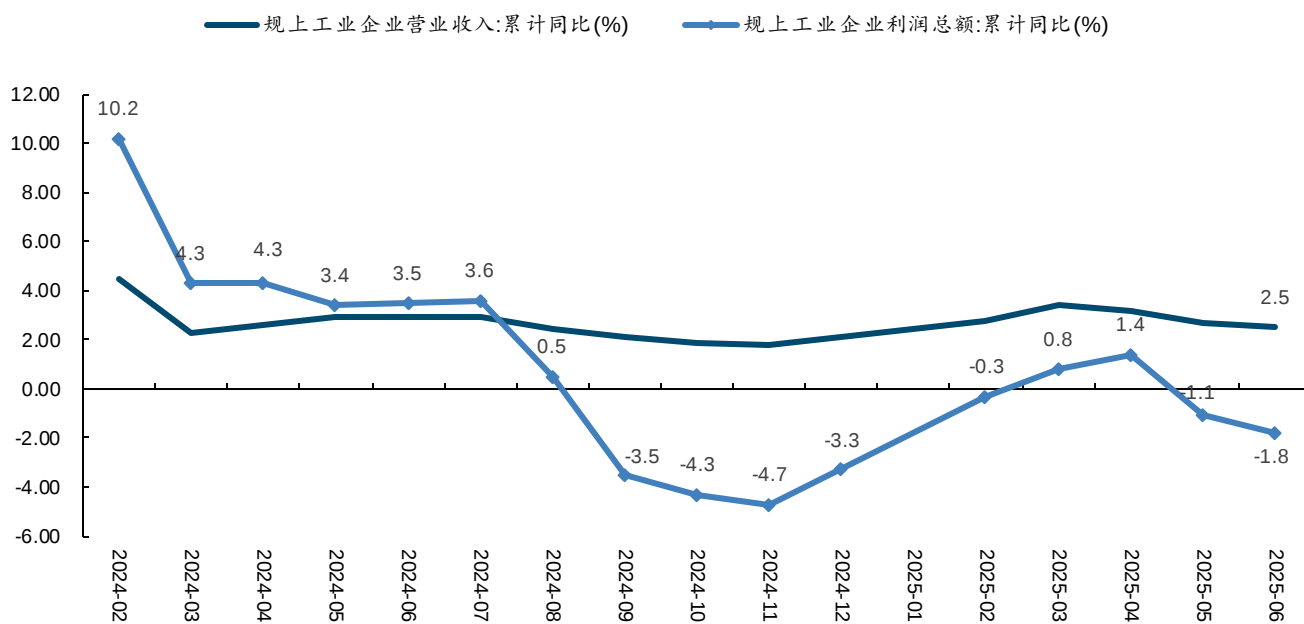
图表5：增值税和企业所得税多数时间走势较为一致



来源：Wind，国金证券研究所



图表6：上半年规上工业企业“增收不增利”



来源：Wind，国金证券研究所

3、非税收入增速转负

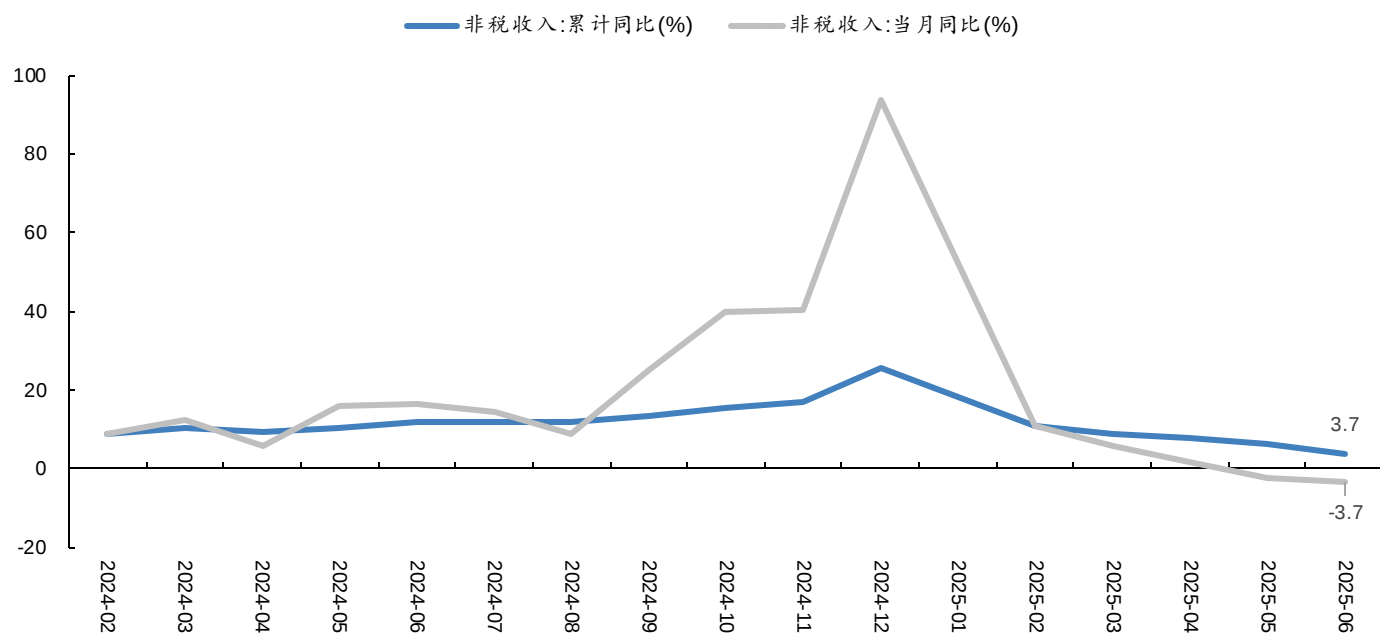
上半年全国非税收入 2.27 万亿，同比增长 3.7%，增速自年初以来逐月回落。其中，5 月以来非税收入同比增速转负，6 月同比下降 3.7%。非税收入增速转负的原因主要有两方面：

一是国有资产盘活对非税收入增长的支撑有所下降。国有资源资产有偿使用收入是非税收入占比最高的分项，2023 年占比达到 42.2%。上半年国有资源资产有偿使用收入同比增长 4.8%，主要是地方多渠道盘活资产，行政事业单位国有资产处置、出租、出借等收入增加带动。但考虑到国有资产盘活已进入深水区，易于变现的存量资产已集中处置，年内基数较高，其增长动能有所放缓。

二是营商环境改善，涉企收费和罚没收入回落。上半年，行政事业性收费收入增长 1%，增幅比一季度回落 4.5 个百分点；罚没收入下降 4.3%，降幅比一季度扩大 2.9 个百分点，反映出年初以来我国持续开展的涉企执法行动效果显著，营商环境明显改善。

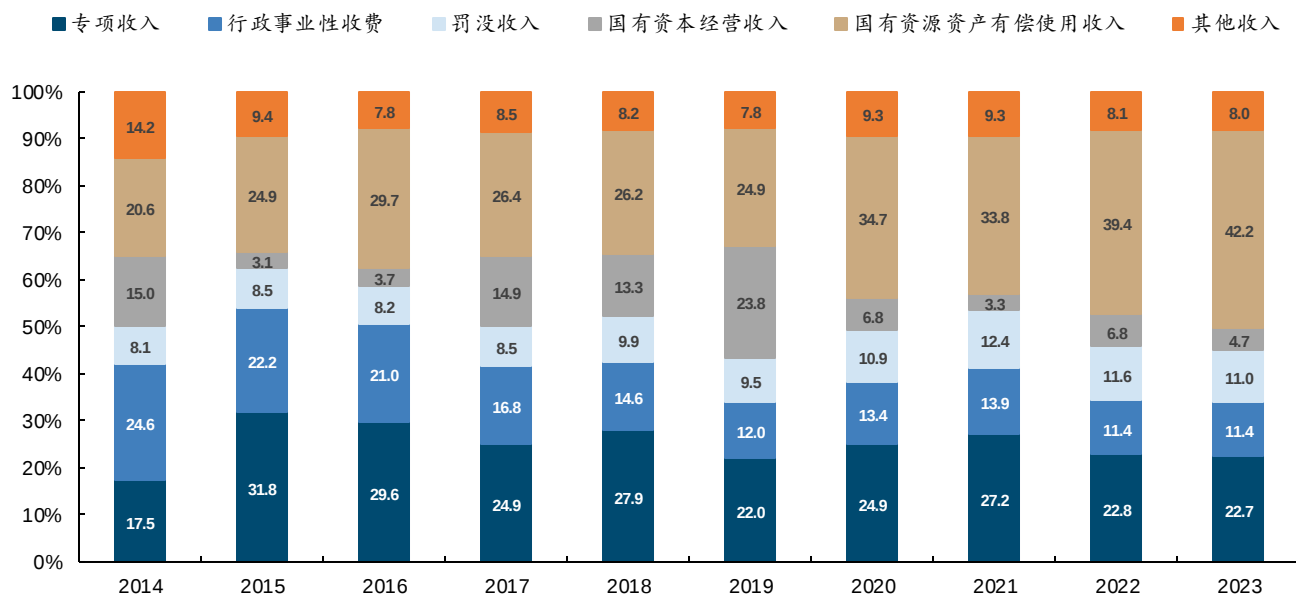


图表7：非税收入增速回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：非税收入各分项占比



来源：Wind，国金证券研究所



4、财政支出和基建投资的背离

上半年财政支出有两点不寻常之处：

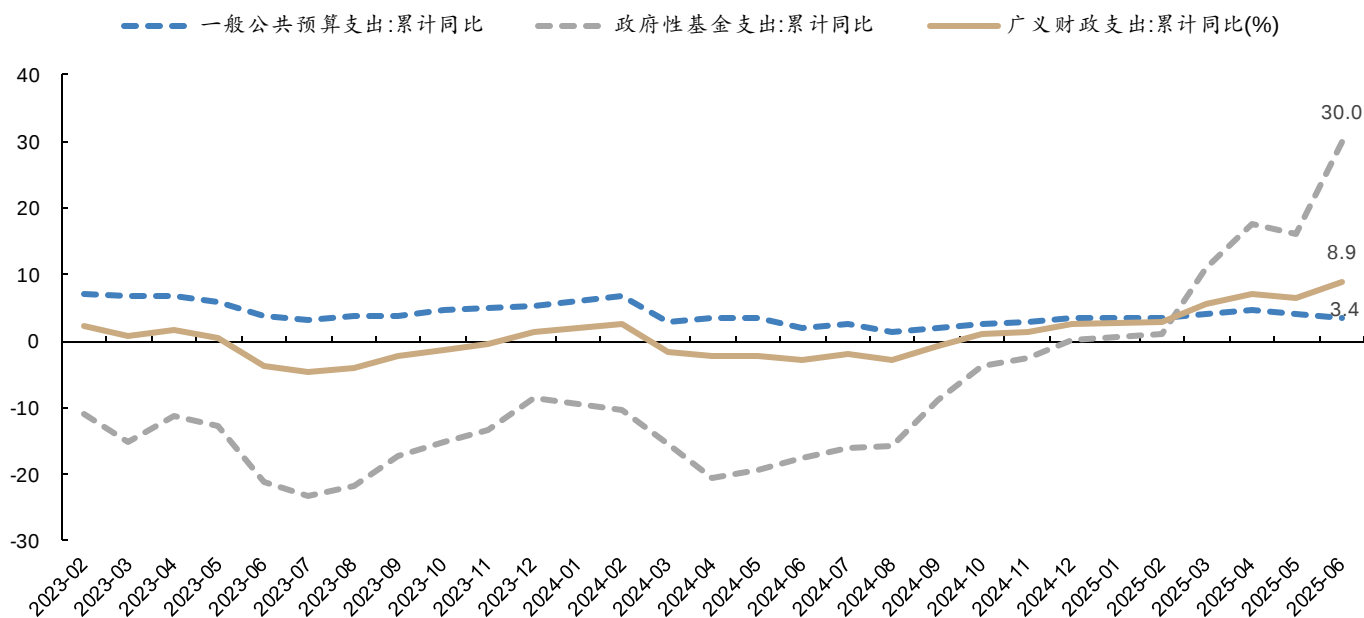
一是6月财政支出增速明显加快。上半年，全国一般公共预算支出同比增长3.4%，政府性基金支出同比增长30%，前两本账合计的广义财政支出同比增长8.9%，较1-5月同比6.6%的增速明显加快。其中，6月广义财政支出同比增速达到17.6%，较5月增加13.6个百分点。

与之相对的是6月基建投资增速明显放缓。6月全口径基建投资同比5.3%，较上月回落3.9个百分点，不含电力基建投资同比增速为2%，较上月下降3.1个百分点。

二者之所以出现背离，原因是6月财政支出的高增主要由特别国债注资商业银行落地的一次性因素支撑，剔除该因素后实际财政支出增速偏慢。6月前两本账支出同比多增6359亿元，主要由中央的第二本账支出贡献。6月中央本级政府性基金支出6308亿元，较去年同期多增5436亿元，主要原因是5000亿元特别国债资金补充国有大型商业银行资本的拨付。6月13日，中国银行、交通银行宣布已完成向特定对象发行A股股票，邮储银行、建设银行也分别于6月17日和6月23日宣布完成定增。

如果剔除这一因素的影响，6月前两本账合计的广义财政支出增速为2.6%，较5月下降1.5个百分点，上半年广义财政支出增速为6.0%，较1-5月6.6%的增速放缓。

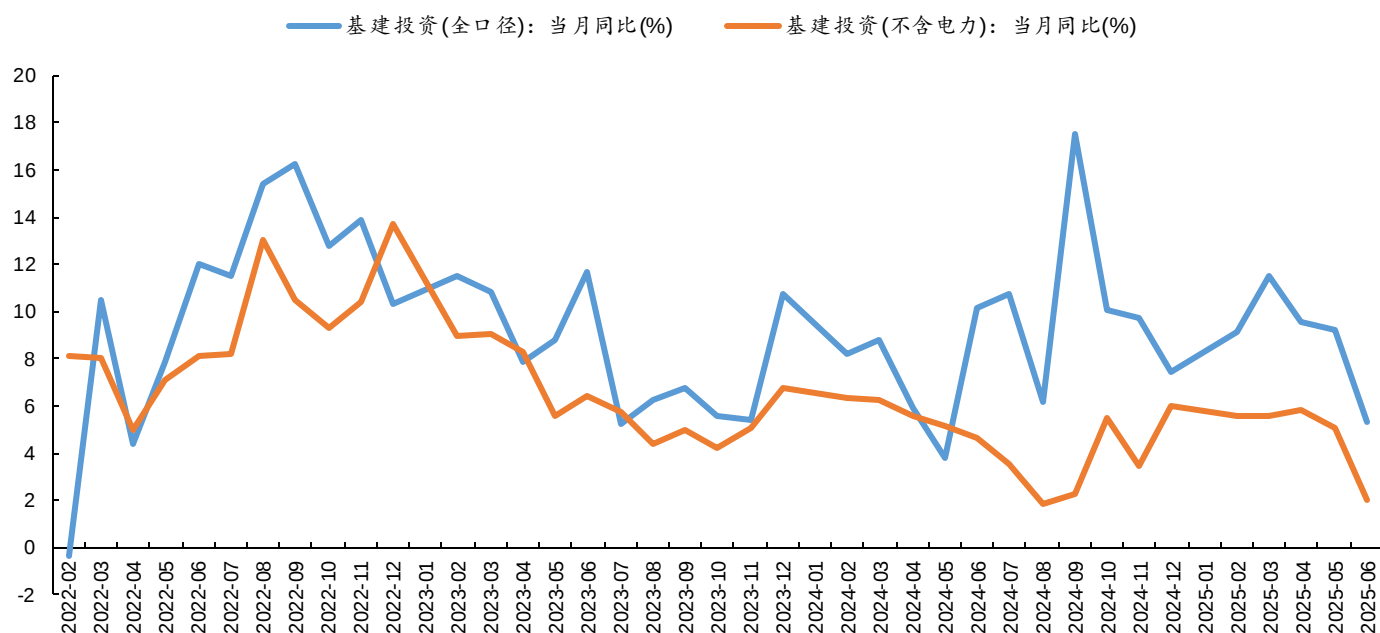
图表9：6月财政支出增速明显加快



来源：Wind，国金证券研究所



图表10：6月基建投资增速放缓



来源：Wind，国金证券研究所

二是财政支出加速向民生领域倾斜。上半年，财政支出结构持续优化，一般公共预算在教育、社保就业、卫生健康三大民生领域的支出同比增长 6.4%，高于一本账整体 3.4% 的增速。与此同时，一本账在城乡社区事务、农林水事务、交通运输三大基建领域的支出增速持续下降，上半年同比回落 5.5%。

从政策信号看，财政加快“投资于人”是未来的趋势，“一老一小”是重点支持对象。

7 月 10 日人社部、财政部明确从 2025 年 1 月 1 日起，将人均基本养老金提高 2%。

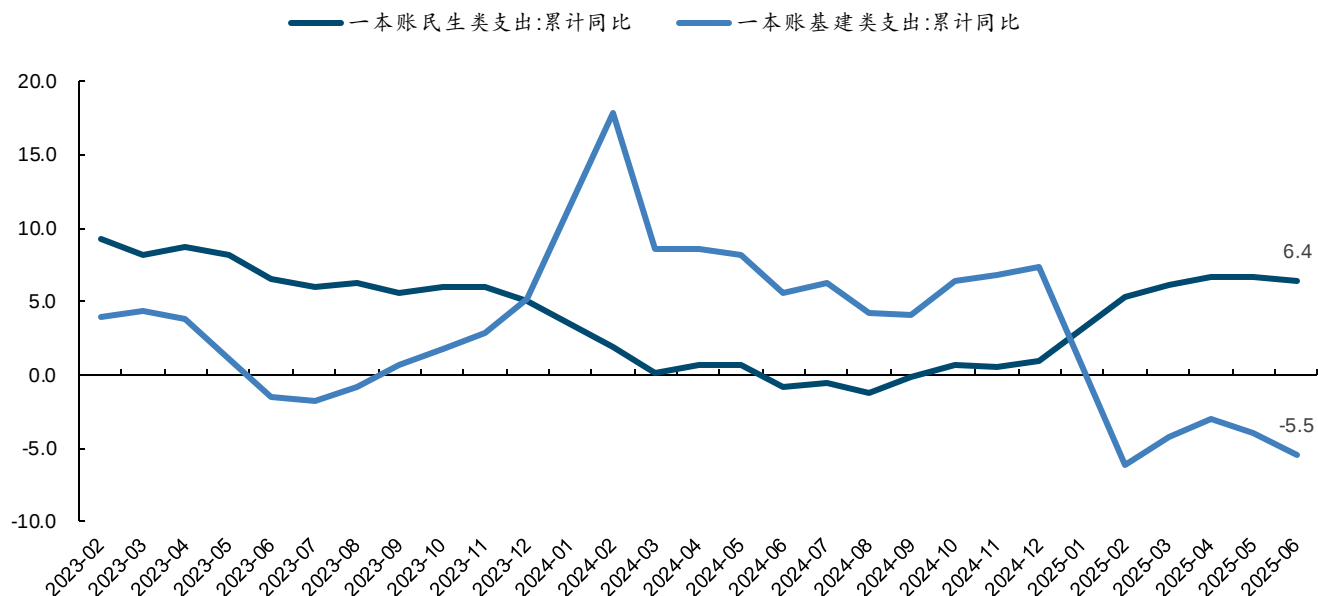
7 月 23 日，中央财政首次支持发放养老消费补贴，补贴对象是中度以上失能老年人，总体按照 9:1 原则实行央地共担。其中，入住养老机构服务消费券额度上限 800 元/月，居家上门养老服务消费券额度 500 元/月，消费券抵扣比例 30%-60%。7 月起在浙江省、山东省、重庆市以及辽宁省沈阳市、安徽省滁州市、江西省新余市、四川省成都市等地区试点，并于 2025 年底前在其他省份组织实施。

7 月 25 日召开的国常会明确，逐步推行免费学前教育，将按照分担比例安排好补助资金。要统筹考虑学龄人口变化、财力状况等因素，坚持保基本保普惠原则，进一步完善学前教育投入机制，加强基础设施建设。

7 月 28 日《育儿补贴制度实施方案》发布。从 2025 年 1 月 1 日起，对符合法律法规规定生育的 3 周岁以下婴幼儿发放补贴，至其年满 3 周岁。育儿补贴按年发放，现阶段国家基础标准为每孩每年 3600 元，预计 2025 年补贴总规模为 1200 亿元。



图表11：财政支出加快向民生领域倾斜



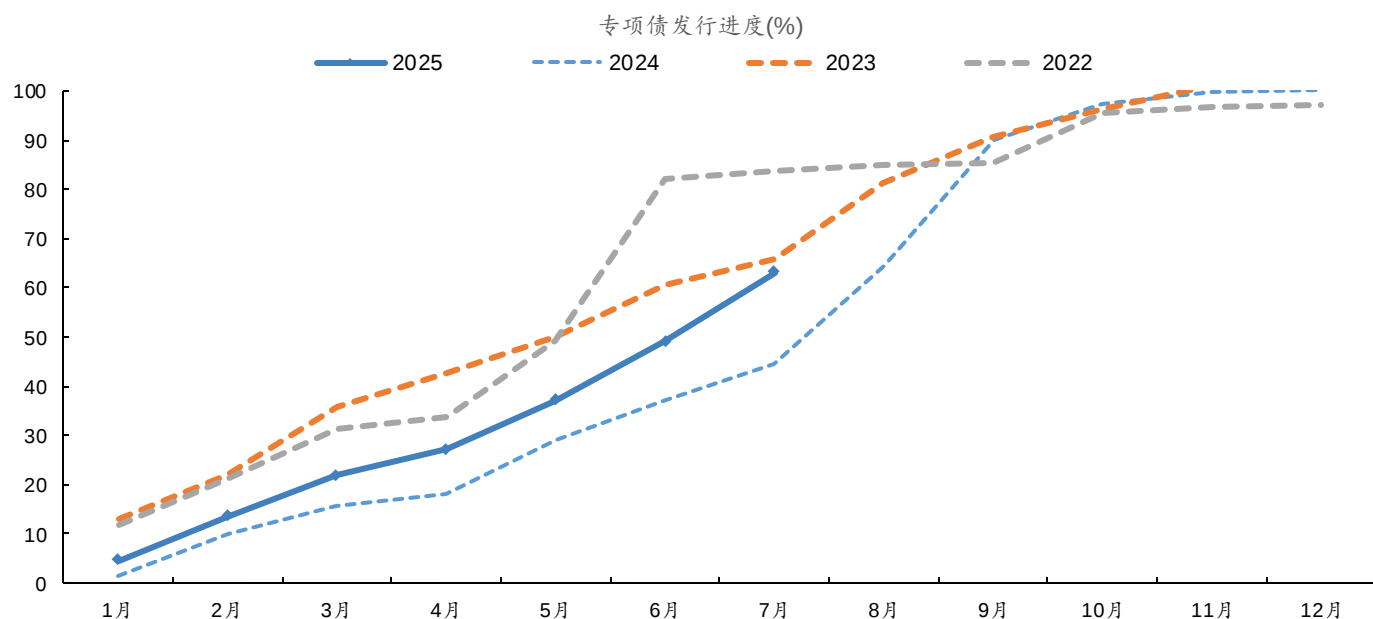
来源：Wind，国金证券研究所

5、专项债加速用于清欠

6月是专项债发行和使用的分水岭：

一是专项债发行进度明显加快。6月和7月新增专项债发行规模分别为5270.94亿元、6169.36亿元，较去年同期明显提速。目前年内专项债发行进度已达到63.1%，高于去年同期44.4%，接近2023年同期水平。

图表12：6月以来专项债发行进度加快



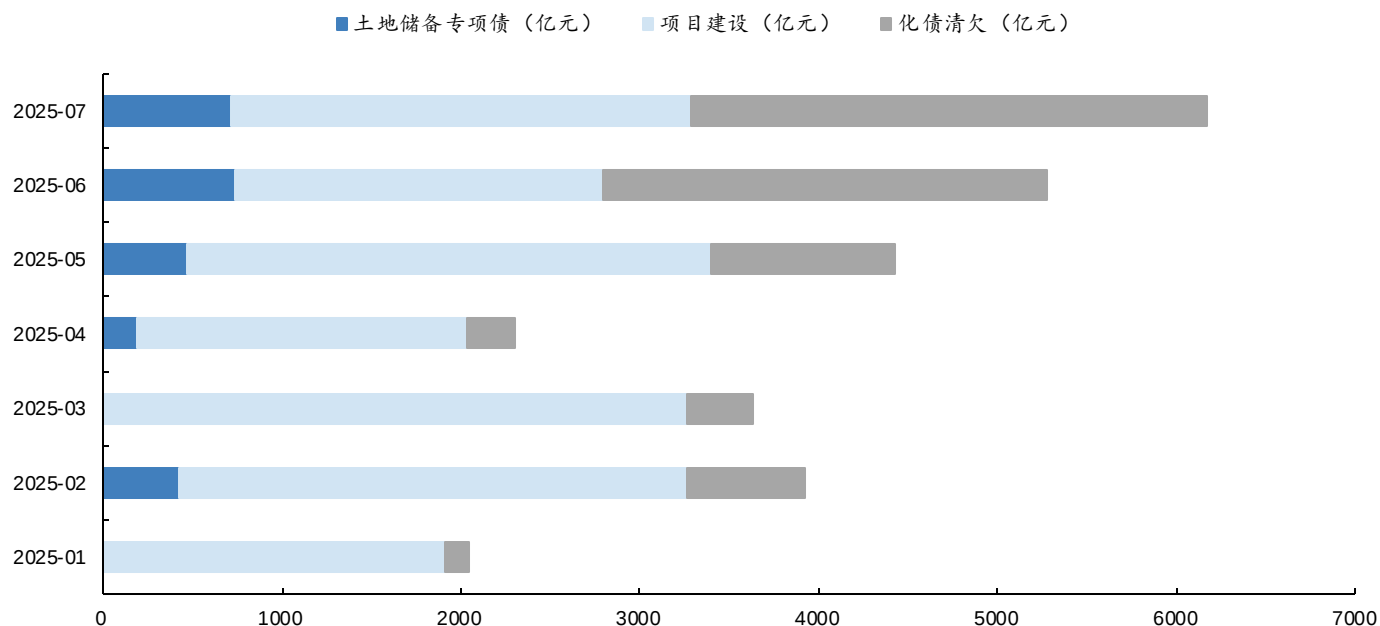
来源：ifind，企业预警通，国金证券研究所



二是专项债加速用于化债清欠，用于项目建设的比例持续压缩。专项债的用途可以大致分为项目建设、土地储备和化债清欠三类。根据企业预警通数据，2024 年专项债用于项目建设、化债清欠的比例为 78.1%、21.9%，此时专项债尚未用于土地储备。今年 1-5 月，专项债的用途仍然是项目建设，占比达到 78.3%，用于土储和化债清欠的比例分别为 6.6%和 15.1%。6 月以来，专项债用于化债清欠的比例显著提高。7 月新增专项债 6169.36 亿，其中用于项目建设的规模为 2575.59 亿元，占比仅为 41.7%；用于化债清欠的规模达到 2879.71 亿元，占比达到 46.7%。

值得注意的是，目前专项债用于化债清欠的规模已接近年初预算的 8000 亿元。后续地方政府应对清欠压力的举措值得关注，不排除年内增加“清欠”专项债额度的可能性。考虑到年内调整地方政府债务限额的可能性偏低，在此情况下，用于项目建设的专项债额度可能受到挤占。

图表13：6 月以来专项债用于化债清欠的比例持续提高



来源：企业预警通，国金证券研究所

图表14：各类债券发行进度（截至7月29日）

债券类型		已发行/安排金额	计划发行金额	发行/使用进度
中央	一般国债净融资	27611	48600	56.8%
	商业银行注资特别国债	5000	5000	100.0%
	*超长期特别国债	7560	13000	58.2%
	以旧换新	2310	3000	77.0%
	设备更新	1730	2000	86.5%
	两重	8000	8000	100.0%
地方	新增一般债	5383	8000	67.3%
	*新增专项债	27776	44000	63.1%
	土储	2529	5000	50.6%
	化债、清欠	7826	8000	97.8%
	项目建设等	17420	31000	56.2%
	特殊再融资专项债	18818	20000	94.1%

来源：Wind，企业预警通，国金证券研究所（注：土储专项债计划发行额度 5000 亿元为预测值）



三是专项债用途持续扩围。6月北京市发行100亿元专项债，用于投向北京市政府投资引导基金。湖南、云南、广西等地在省级预算调整方案中，明确专项债用于“解决拖欠企业账款”。7月吉林省发行260亿元支持中小银行发展专项债券，这是2024年4月以来这类专项债的首次发行。

6月以来专项债用途的变化本质是落实去年国办发52号文部署的改革举措。2024年12月发布的《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（国办发52号文）明确，实行专项债券投向领域“负面清单”管理，未纳入的项目均可申请专项债券资金。作为专项债“自审自发”试点地区，北京始终先行先试，走在改革前列，年初土储专项债的发行也由北京率先重启。

从专项债的改革思路看，国办发52号文除了拓展专项债用作资本金的范围、实行专项债券投向领域“负面清单”管理、开展专项债券项目“自审自发”试点之外，另一重要改革举措是**增加了专项债资金的偿还来源**。过去专项债资金的偿还来源是项目对应的政府性基金收入和专项收入。国办发52号文新增了4个偿还来源，分别是专项债券项目财政补助资金、调度其他项目专项收入、项目单位资金、政府性基金预算收入。**这意味着未来专项债将更多地发挥其财政性资金的属性，其用途有望持续扩围。**

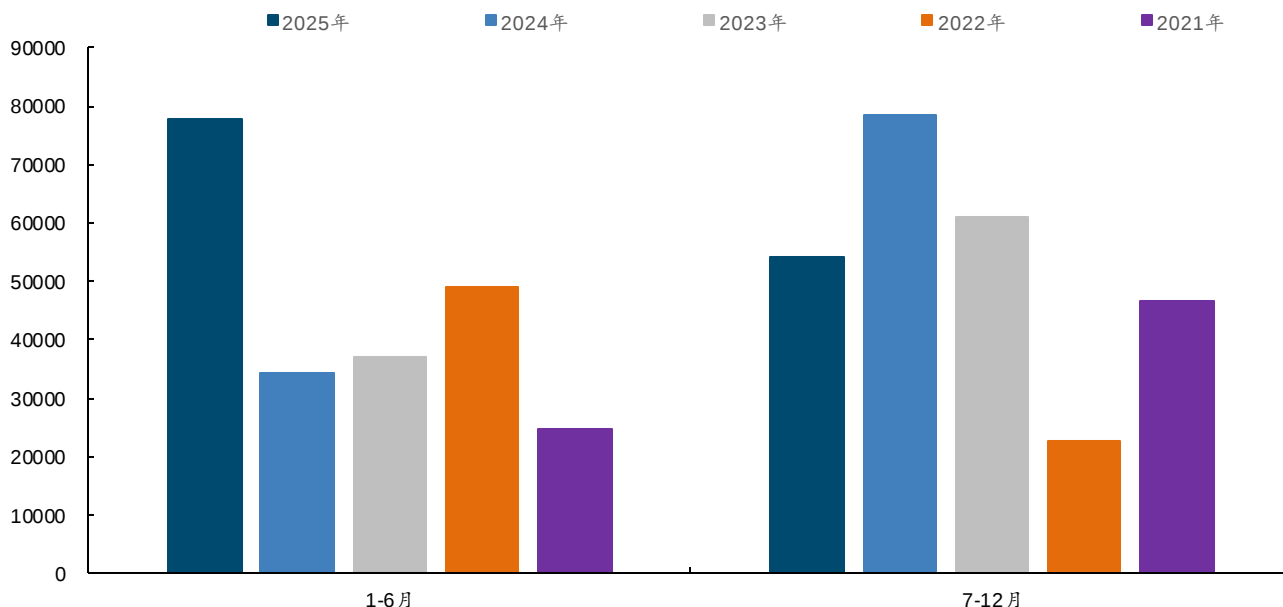
二、下半年财政政策展望

1、上半年财政是否前置？

从政府债融资的角度看，上半年财政明显前置。1-6月政府债净融资规模达到7.8万亿，同比多增4.3万亿，主要原因是今年特殊再融资债和用于补充商业银行资本的特别国债都集中在上半年发行。预计下半年政府债净融资规模5.4万亿，较去年同期少增2.4万亿。

从财政收支的角度看，上半年财政的前置主要靠中央财政发力，地方财政支出进度仍然偏慢。上半年全国前两本账收入同比-0.6%，低于年初预算0.2%的增速，前两本账支出同比增长8.9%，略低于年初预算的9.3%。值得注意的是，上半年财政支出的高增主要由特别国债补充资本金贡献，剔除该因素后两本账支出同比增速仅为6.0%。其中，中央财政前两本账收入和支出同比增速分别为-2.5%、37%，均高于年初预算增速，但地方一本账和二本账的收支增速均低于年初预算。

图表15：2021-2025年政府债净融资情况



来源：Wind，国金证券研究所（注：2025年7-12月为预测值）



2、年内是否需要追加赤字？

上半年财政收支较预算偏离幅度有限。上半年全国一本账、二本账收入分别低于年初预算 463 亿元、612 亿元，一本账支出低于预算 1309 亿元，二本账支出超过预算 2451 亿元。从预算执行的角度看，历年一本账的收支完成进度通常在 98% 以上，如果年内较预算偏离程度较大，通常需要追赶预算或追加赤字。二本账则相对灵活，其收支完成进度没有刚性要求，过去三年基本保持在 80%-90% 左右。

下半年财政收支面临压力，但追加赤字的概率不大。考虑到基数的抬升，预计下半年一本账收入和支出同比增速分别为 -4.5%、1.5%，全年较预算的收支缺口分别为 5166 亿元、5472 亿元，较年初预算的偏离幅度分别为 -2.3%、-1.8%，年内追加赤字的必要性相对有限。预计下半年二本账收入和支出同比增速分别为 -2.5% 和 11.4%，较全年预算的缺口超过 5000 亿元，但二本账通常不追赶收支进度。

2024 年一本账收入较预算的偏离最高达到 9156 亿元，但年内并未追加赤字，而是通过加强税收征管、盘活存量资产和中央金融企业上缴利润等方式追赶预算，到去年年底一本账收入较预算的偏离降至 4236 亿元，偏离幅度收窄至 1.9%。

其中，中央金融企业上缴利润可能是去年弥补一本账收入缺口的关键。央行、中央金融企业、其他企业（烟草等）按规定上缴利润，对应的科目是非税收入-国有资本经营收入。2024 年 9-11 月非税收入同比多增的规模在 800-900 亿元，但 12 月非税收入同比多增 3698 亿元。结合今年 2 月财政部对企业所得税增速回落的解释为“部分中央金融企业汇算清缴企业所得税入库较去年同期减少等一次性因素”，去年底通过中央金融企业上缴利润追赶预算的可能性较高。

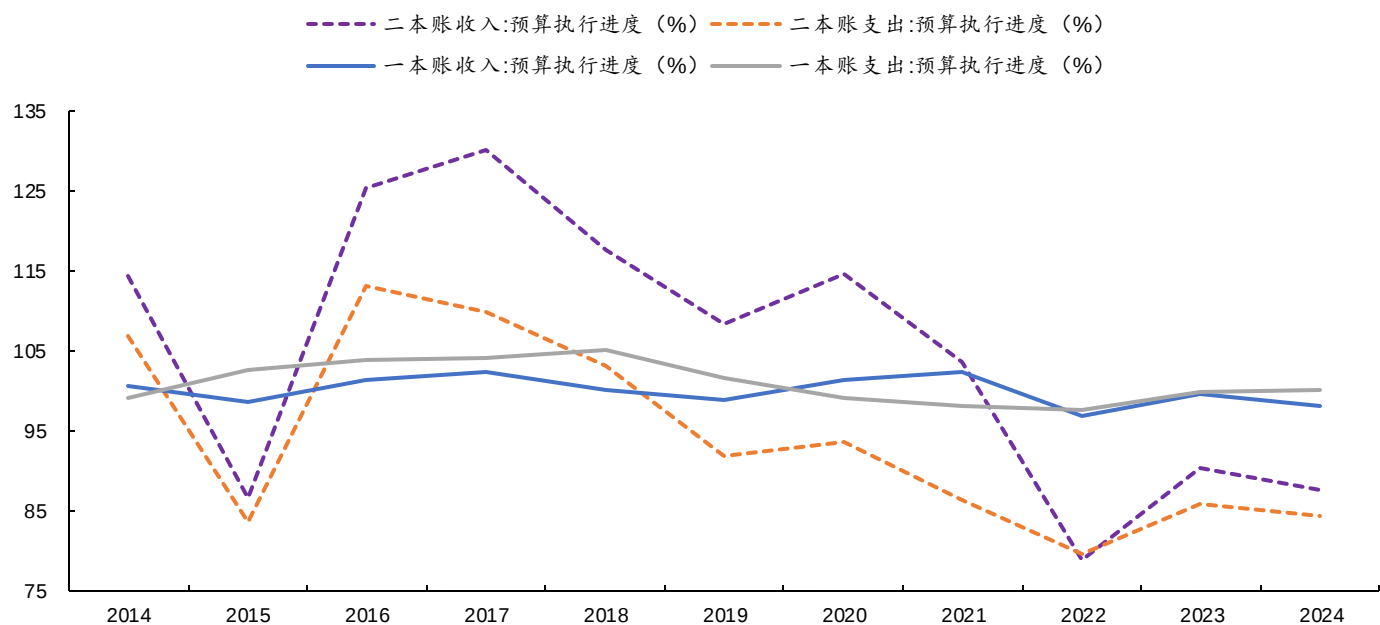
图表 16：1-6 月前两本账收支情况

		2025年预算		2025年1-6月		较预算增减(亿元)	
		收入:同比	支出:同比	收入:同比	支出:同比	收入	支出
中央	一本账	-3.5%	6.9%	-2.8%	9.0%	-	-
	二本账	7.4%	130.6%	4.8%	623.4%	-	-
	两本账合计	-3.0%	19.7%	-2.5%	37.0%	-	-
地方	一本账	3.0%	3.7%	1.6%	2.6%	-	-
	二本账	0.1%	17.9%	-3.2%	15.1%	-	-
	两本账合计	2.1%	7.7%	0.6%	5.4%	-	-
全国	一本账	0.1%	4.4%	-0.3%	3.4%	-463	-1309
	二本账	0.7%	23.1%	-2.4%	30.0%	-612	2451
	两本账合计	0.2%	9.3%	-0.6%	8.9%	-1075	1142

来源：Wind，国金证券研究所



图表17: 前两本账收支预算执行进度



来源: Wind, 国金证券研究所

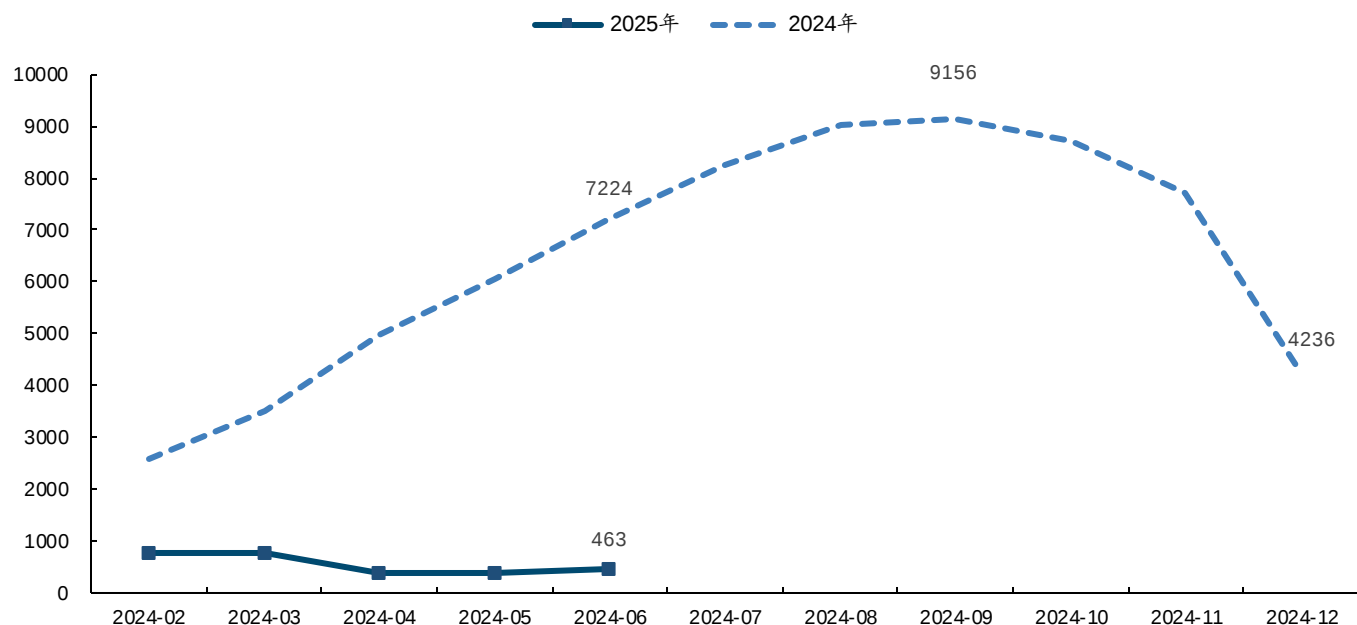
图表18: 下半年财政收支情况预测

		2025						
		1-6月	1-6月 偏离预算	全年 预算	7-12月 预算	7-12月 预测	全年 预测	比预算 增减
财政收入增速								
一般公共预算	亿元	115,566	-463	219,850	104,284	99,118	214,684	-5,166
同比	%	-0.3		0.1	0.5	-4.5	-2.3	
政府性基金	亿元	19,442	-612	62,499	43,057	37,829	57,271	-5,228
同比	%	-2.4		0.7	2.1	-2.5	-7.8	
合计	亿元	135,008	-1,075	282,349	147,341	136,948	271,956	-10,393
同比	%	-0.6		0.2	0.9	-6.2	-3.5	
财政支出增速								
一般公共预算	亿元	141,271	-1,309	297,005	155,734	150,262	291,533	-5,472
同比	%	3.4		4.4	4.4	1.5	2.4	
政府性基金	亿元	46,273	2,451	124,884	78,611	73,383	119,656	-5,228
同比	%	30.0		23.1	25.7	11.4	17.9	
合计	亿元	187,544	1,142	421,889	234,345	223,645	411,189	-10,700
同比	%	8.9		9.3	-302.5	4.5	6.5	
支出减收入差额								
一般公共预算	亿元	25,705		77,155	51,450	51,143	76,848	
政府性基金	亿元	26,831		62,385	35,554	35,554	62,385	
合计	亿元	52,536		139,540	87,004	86,697	139,233	

来源: Wind, 国金证券研究所

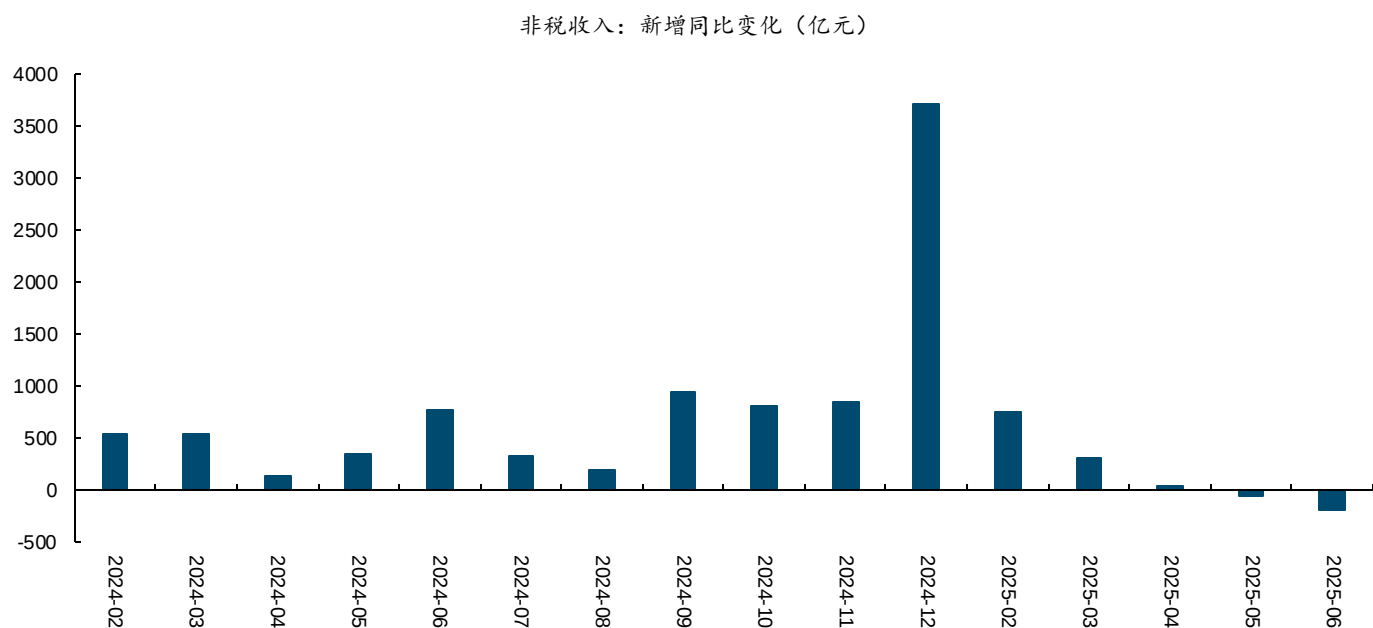


图表19：2024 年和 2025 年一般公共预算收入较预算偏离情况（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表20：2024 年 12 月非税收入同比多增超 3600 亿元



来源：国金证券研究所

对于今年来说，如果仅从完成预算的角度看，全年一本账收入较预算偏离度略高于 2%，通过强化税收征管即可补齐缺口，一本账支出较预算偏离度小于 2%，无需追赶。

但考虑到年内将发放育儿补贴和养老消费补贴，这将带来 1200 亿元左右的收支缺口。在不追加预算的前提下，预计将动用财政政策的储备空间，包括调入预算稳定调节基金、中央金融企业上缴利润等方式。

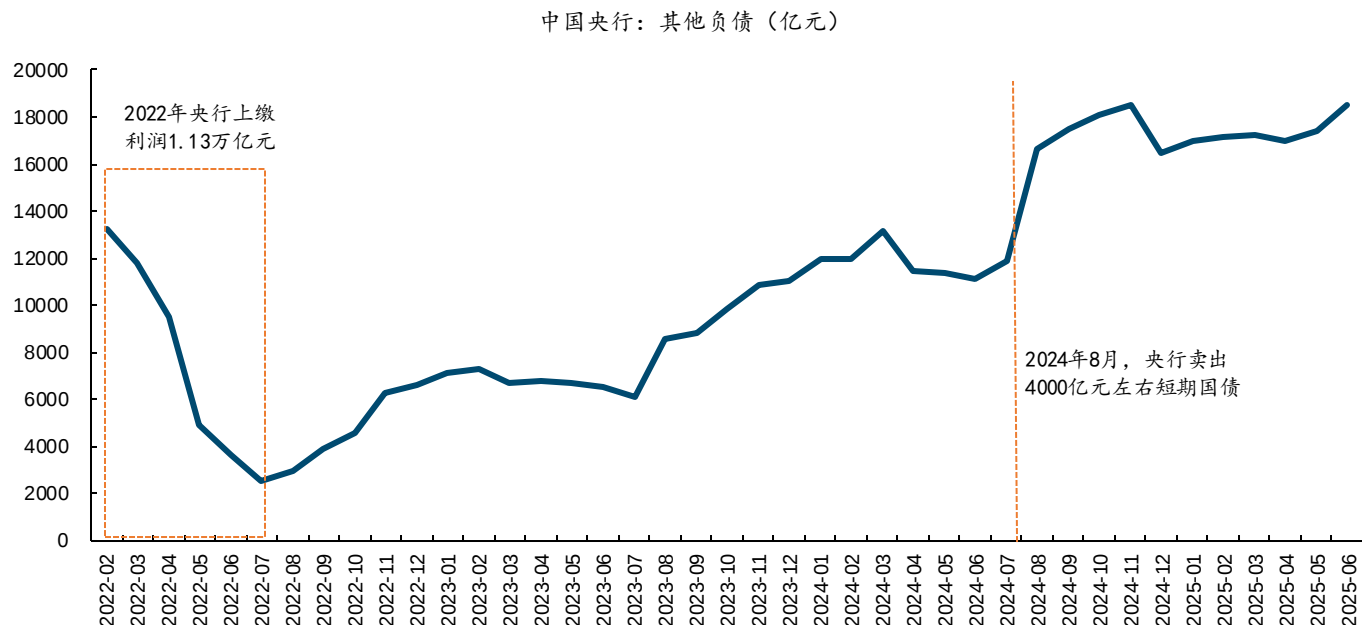
2024 年末中央预算稳定调节基金余额 2739.22 亿元，2025 年安排调入 1000 亿元，目前仍有 1739.22 亿元余额。

央行的可上缴利润规模可以通过其资产负债表中其他负债这一科目间接观测。根据《中华人民共和国中国人民银行法》



第三十九条“中国人民银行每一会计年度的收入减除该年度支出，并按照国务院财政部门核定的比例提取总准备金后的净利润，全部上缴中央财政”。但 2020 年以后，我国特定国有金融机构和专营机构暂停上缴利润，作为预留的政策空间。对于央行而言，这部分资金属于应缴而未缴的利润，体现在其他负债科目中。2022 年特定国有金融机构和专营机构利润上缴 1.65 万亿元以支持财政支出，其中央行上缴结存利润超 1 万亿，与其他负债科目的变化基本一致。

图表21：央行其他负债科目变化



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

财政收入下行超预期。中美贸易摩擦、抢出口退坡、地产销售超预期下行等因素均可能导致下半年财政收入的下行幅度高于预期。

专项债用于化债清欠的规模 and 实际值可能存在偏差。文中测算的专项债用于化债清欠的规模由已发行规模减去土储和项目建设规模得到，与地方实际发行的体量可能存在一定误差。

对下半年财政收支的测算存在偏差。测算结果取决于对下半年财政收支增速的假设，随着宏观经济和财政政策的变化，实际增速可能和假设值存在差距，进而导致测算结果与实际情况的差异。

养老服务消费补贴规模低于预期。养老服务消费补贴的实施方案已公布，但实际使用补贴的中度及以上失能老年人规模可能低于测算值，进而导致对养老服务消费补贴规模的高估。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究