

# 【兴证建筑 孟杰团队】本周专题：财政部10号文解读——违规PPP严格限制，合规PPP项目的政府支出纳入预算管理

兴证建筑 昨天

感谢您一直以来对兴证建筑的关注与支持！

兴证建筑团队在2017年新财富评选中获得第3名。未来前行之路我们定当快马加鞭，做您信赖的品牌研究团队。

## 兴证建筑团队介绍

### 孟杰 建筑和工程行业首席分析师

清华大学土木工程系学士、土木工程硕士

2017年 新财富最佳分析师第三名

2016年 新财富最佳分析师第二名

2015年 新财富最佳分析师第五名

2012年 新财富分析师第五名（团队成员）

### 团队成员介绍

黄杨 厦门大学金融学硕士，2016年 新财富最佳分析师第二名、2017年 新财富最佳分析师第三名（团队成员）

高远 上海交通大学土木工程学士，法国国立路桥学校硕士，2017年 新财富最佳分析师第三名（团队成员）

蔡琨 厦门大学金融工程学士、数量经济学硕士

## 投资要点

●2019年3月8日，财政部发布财金〔2019〕10号文《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（简称“10号文”）。我们通过与过往文件比对，认为财政部10号文基本是对之前一系列文件精神之延伸，同时对之前一些未明确而市场关注度较高的问题做出更详细的解释，部分条款对PPP项目合规性的标准及后续开展空间要求较之前更严格。

●整体来看，10号文对于PPP的定调，仍是“提升供给质量和效率，是党中央、国务院作出的一项重大决策部署”，要继续规范推行。

●**PPP支出责任纳入预算。**10号文明确“依法依规将符合条件的PPP项目财政支出责任纳入预算管理，按照合同约定及时履约，增强社会资本长期投资信心”，纳入预算管理的支出责任不会有被认定为隐性负债的担忧。

●**政府付费类项目仍可开展，但空间受到较大限制。**10号文对于“新上政府付费项目”，提出了三条附加限制性要求，其中，“财政支出责任占比超过5%的地区，不得新上政府付费项目。按照“实质重于形式”原则，污水、垃圾处理等依照收支两条线管理、表现为政府付费形式的PPP项目除外”，对政府付费类项目提出了5%财政支出比例的限制，相比于《PPP条例（征求意见稿）》“原则上不再开展完全政府付费类PPP项目”的表述，政府付费类项目仍可开展，但空间受到较大限制。

●**未来支出责任只能从一般公共财政支出中安排。**10号文明确了“新签约项目不得从政府性基金预算、国有资本经营预算安排PPP项目运营补贴支出”，对地方政府安排PPP项目运营补贴支出有较大影响。但即便只考虑地方政府一般公共财政支出，未来使用者付费和可行性缺口补助项目占比提升，相应地方政府PPP财政支出压力减小，PPP市场空间仍有至少翻倍的空间。

●**明确属于或可能属于隐性负债的违规行为。**10号文明确属于或可能属于地方政府隐性负债的若干违规操作PPP行为，如“政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益的。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险”。

●**推动PPP模式向政府与社会资本合作的初衷回归。**10号文明确提出“鼓励民资和外资参与、加大融资支持”，将投资民营企业参与项目作为中国PPP基金绩效的重要考核指标，解决民企参与PPP项目融资难的问题。

**风险提示：基建投资不及目标、地方政府隐性债务风险、PPP政策风险、流动性趋紧风险**

## 报告目录

- 1、10号文主要变动解读：总体延续之前文件规范PPP精神，PPP未来支出纳入预算管理，部分条款稍严格
- 2、10号文变动条款细读

## 报告正文

### 1、10号文主要变动解读：总体延续之前文件规范PPP精神，PPP未来支出纳入预算管理，部分条款稍严格

财政部10号文延续之前文件规范PPP精神，就涉及未来财政支出资金来源及项目空间的部分条款看，要求较之前稍加严格。2019年3月8日，财政部发布财金〔2019〕10号文《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（以下简称“10号文”）。我们通过和过往文件的比对，认为财政部10号文基本是对之前一系列文件精神的延伸，如《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（以下简称“92号文”）、《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》（以下简称“54号文”）等，同时也对于一些之前未明确而市场关注度较高的问题做出更详细的解释。

整体来看，10号文对于PPP的定调，仍然是“提升供给质量和效率，是党中央、国务院作出的一项重大决策部署”，要继续推行，其规定条文更多是对之前一系列PPP规范文件的重申和细化，部分条款的要求更加具体和严格。其中，较之前更加明确要点有：

**1.PPP项目财政支出责任纳入预算管理。**明确“依法依规将符合条件的PPP项目财政支出责任纳入预算管理，按照合同约定及时履约，增强社会资本长期投资信心”，纳入预算管理的支出责任，显然不会有被认定为隐性负债的担忧；

**2.政府付费类项目仍可开展，新老项目划断，新上政府付费类项目要满足更严格（5%红线等）要求，空间受到一定限制。**对于“新上政府付费项目”，提出了三条附加限制性要求，其中，“财政支出责任占比超过5%的地区，不得新上政府付费项目。按照“实质重于形式”原则，污水、垃圾处理等依照收支两条线管理、表现为政府付费形式的PPP项目除外”，对政府付费类项目提出了5%财政支出比例的限制，相比于《PPP条例（征求意见稿）》“原则上不再开展完全政府付费类PPP项目”的表述，政府付费类项目仍可开

展，但空间受到较大限制；

**3.地方政府安排PPP项目运营补贴支出，只能通过一般公共预算支出项目。**明确了“新签约项目不得从政府性基金预算、国有资本经营预算安排PPP项目运营补贴支出”，对地方政府安排PPP项目运营补贴支出有较大影响，尤其是之前打政策擦边球，通过政府性基金预算、国有资本经营预算安排PPP项目运营补贴支出的项目。但即便只考虑地方政府一般公共预算支出，未来使用者付费和可行性缺口补助项目占比提升，相应地方政府PPP财政支出压力减小，PPP市场空间仍有至少翻倍的空间；

**4.首次明确了属于或可能属于地方政府隐性负债的若干违规操作PPP行为。**涉及政府承诺兜底的违规行为，将被认定为地方政府隐性负债，如“政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益的。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险”；

**5.鼓励民企参与PPP项目，并提供融资支持。**明确提出“鼓励民资和外资参与、加大融资支持”，将投资民营企业参与项目作为中国PPP基金绩效的重要考核指标，解决民企参与PPP项目融资难的问题，推动PPP模式向政府与社会资本合作的初衷回归。

**表、财政部 10 号文条文与之前一系列文件对照**

财政部 10 号文内容	条文对照或更新点
<b>一、牢牢把握推动 PPP 规范发展的总体要求</b>	54 号文：“强化示范项目动态管理”、“强化项目履约监管”“切实强化信息公开，接受社会监督”等条款对应。同时将 PPP 未来支出纳入预算管理，打消了市场对于合规 PPP 支出也会被认定为隐性负债的担忧。
(一) 规范运行	
(二) 严格监管	
(三) 公开透明	
(四) 诚信履约	
<b>二、规范推进 PPP 项目实施</b>	54 号文：“夯实项目前期工作”。92 号文：“集中清理已入库项目”相对应。同时，针对新上政府付费项目的三条审慎要求，一方面明确了政府付费类项目可以继续做，另一方面提出 5%红线控制，以及新签约项目不得从政府性基金预算、国有资本经营预算安排 PPP 项目运营补贴支出，对其整体市场规模有一定影响。但总体 PPP 市场仍有较大空间。
(一) 规范的 PPP 项目应当符合的条件	
(二) 在符合上述条件的同时，新上政府付费项目原则上还应符合三条审慎要求	
(三) 强化财政支出责任监管	
<b>三、加强项目规范管理</b>	92 号文：“构成违法违规举债担保”相对应。但首次明确了政府违规担保会被认定为隐性负债，将被清库并问责，而其他一些违规行为可能被认定为隐性负债，将予以整改、清库及问责。
各级财政部门要将规范运作放在首位，严格按照要求实施规范的 PPP 项目，不得出现违规行为	
<b>四、营造规范发展的良好环境</b>	鼓励外资，鼓励民企，同等条件下对民企参与项目给予优先支持，解决民企参与 PPP 融资难问题，推动 PPP 回归政府与社会资本合作的本源。
(一) 鼓励民资和外资参与	
(二) 加大融资支持	
(三) 聚焦重点领域	
(四) 保障合理支出	
(五) 加强信息披露	
(六) 加强分类指导	
(七) 强化 PPP 咨询机构库和专家库管理	同时，对咨询机构和专家库管理提出更明确和严格的要求，提出违规追责。
<b>五、协同配合抓好落实</b>	
(一) 加强部门协作	
(二) 强化跟踪监测	
(三) 鼓励地方和部门因地制宜创新工作机制、加大政策扶持力度	

资料来源：财政部等政府部门网站，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、10号文变动条款细读

### ●第一章：牢牢把握推动PPP规范发展的总体要求

近年来，各级财政部门会同有关方面大力推进PPP工作，在稳增长、促改革、惠民生方面发挥了积极作用，但也存在超出自身财力、固化政府支出责任、泛化运用范围等问题。各级财政部门要进一步提高认识，遵循“规范运行、严格监管、公开透明、诚信履约”的原则，切实防控地方政府隐性债务风险，坚决打好防范化解重大风险攻坚战，扎实推进PPP规范发展。

（一）规范运行。健全制度体系，明确“正负面”清单，明确全生命周期管理要求，严格项目入库，完善“能进能出”动态调整机制，落实项目绩效激励考核。

（二）严格监管。坚持必要、可承受的财政投入原则，审慎科学决策，健全财政支出责任监测和风险预警机制，防止政府支出责任过多、过重加大财政支出压力，切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务。

（三）公开透明。公平、公正、公开择优采购社会资本方。用好全国PPP综合信息平台，充分披露PPP项目全生命周期信息，保障公众知情权，对参与各方形成有效监督和约束。

（四）诚信履约。加强地方政府诚信建设，增强契约理念，充分体现平等合作原则，保障社会资本合法权益。依法依规将符合条件的PPP项目财政支出责任纳入预算管理，按照合同约定及时履约，增强社会资本长期投资信心。

**条文解读：**之前文件中，对于建立“正负面”清单、平滑地方政府PPP投资支出、公开项目信息、平等对待各所有制参与主体等都有提及。但“依法依规将符合条件的PPP项目财政支出责任纳入预算管理，按照合同约定及时履约，增强社会资本长期投资信心”，明确了合规PPP支出属于财政支出预算管理，不是地方政府的隐性负债，彻底打消了PPP项目各参与方对合规PPP未来支出也可能被认定为地方政府隐性负债的疑虑。

### ●第二章、规范推进PPP项目实施

（一）规范的PPP项目应当符合以下条件：

- 1.属于公共服务领域的公益性项目，合作期限原则上在10年以上，按规定履行物有所值评价、财政承受能力论证程序；
- 2.社会资本负责项目投资、建设、运营并承担相应风险，政府承担政策、法律等风险；
- 3.建立完全与项目产出绩效相挂钩的付费机制，不得通过降低考核标准等方式，提前锁定、固化政府支出责任；
- 4.项目资本金符合国家规定比例，项目公司股东以自有资金按时足额缴纳资本金；
- 5.政府方签约主体应为县级及县级以上人民政府或其授权的机关或事业单位；
- 6.按规定纳入全国PPP综合信息平台项目库，及时充分披露项目信息，主动接受社会监督。

（二）在符合上述条件的同时，新上政府付费项目原则上还应符合以下审慎要求：

- 1.财政支出责任占比超过5%的地区，不得新上政府付费项目。按照“实质重于形式”原则，污水、垃圾处理等依照收支两条线管理、表现为政府付费形式的PPP项目除外；
- 2.采用公开招标、邀请招标、竞争性磋商、竞争性谈判等竞争性方式选择社会资本方；
- 3.严格控制项目投资、建设、运营成本，加强跟踪审计。

对于规避上述限制条件，将新上政府付费项目打捆、包装为少量使用者付费项目，项目内容无实质关联、使用者付费比例低于10%的，不予入库。

**条文解读：**该三条规定，主要针对“新上政府付费项目”，一方面，打消了市场之前对于《PPP条例（征

征求意见稿)》中“原则上不再开展完全政府付费类PPP项目”规定的疑虑,另一方面,也采取新老划断的处理,之前的政府付费PPP项目,如果不违反其他条文如政府出资等方面的规定,不会因为仅仅是政府付费类的操作模式而被叫停或整改。同时,对于将政府付费类项目包装为使用者付费项目的违规行为也做出限制规定。

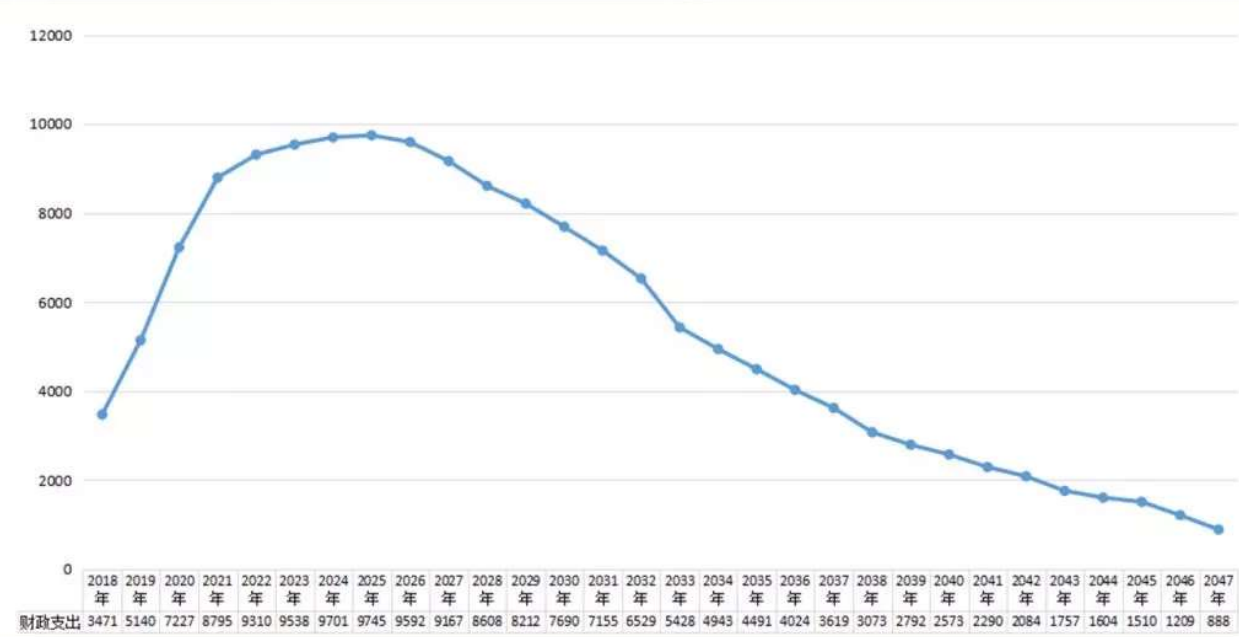
总体来看,这三条规定是相较之前更加审慎的规定,政府付费类项目开展的红线定为财政支出责任占比5%,空间受一定限制。但对于污水和垃圾处理项目,因为财建〔2017〕455号文已强制要求政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式,同时对于实施做了相应规范,因而不属于5%红线考核范围内。

(三)强化财政支出责任监管。确保每一年度本级全部PPP项目从一般公共预算列支的财政支出责任,不超过当年本级一般公共预算支出的10%。新签约项目不得从政府性基金预算、国有资本经营预算安排PPP项目运营补贴支出。建立PPP项目支出责任预警机制,对财政支出责任占比超过7%的地区进行风险提示,对超过10%的地区严禁新项目入库。

条文解读:这是10号文中被市场关注和讨论最多的条文之一,因为其涉及到最终PPP项目的整体市场空间问题。根据财政部对十二届全国人大五次会议第2587号建议的答复(财金函〔2017〕85号),“10%’上限’控制的仅是需要从一般公共预算中安排的支出责任,并不包括政府从其他基金预算或以土地、无形资产等投入的部分,旨在鼓励地方积极盘活存量资源、资产等吸引社会资本参与PPP项目”。按这个文件的表述,财政四大本账中除了一般公共财政收入之外的政府性基金预算、国有资本经营预算等,不仅可以为PPP项目提供支出,还受10%限制,而从地方政府收入的情况看,以土地使用权出让收入为主(占比在80%以上)的政府性基金收入体量约为一般公共财政收入的70%左右,这一限制,对地方政府开展PPP项目建设产生了较大影响。

2018年,地方政府一般公共财政支出约18.82万亿元,即便不考虑未来一般公共财政支出的增长,每年地方政府可用于PPP项目的财政支出责任有1.88万亿。根据财政部PPP项目中心2018年年报的数据,未来地方政府PPP项目财政支出责任高峰发生在2025年前后,但仍不足1万亿元,即目前来看,PPP市场总体量仍有约1倍的增长空间,即达到14.4万亿落地规模。且考虑到之前PPP项目中,政府付费类项目占比较高,未来占比大概率下滑,而使用者付费和可行性缺口补助项目占比提升,相应地方政府PPP财政支出压力减小,未来PPP市场空间较目前至少翻倍。

图、2018-2047年地方政府PPP项目财政支出责任(亿元)



资料来源:财政部PPP中心季报,兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 第三章、加强项目规范管理

各级财政部门要将规范运作放在首位，严格按照要求实施规范的PPP项目，不得出现以下行为：

（一）存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益的。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险的。

**条文解读：**之前文件中，对于“构成违法违规举债担保”的主体，表述为“地方政府及其所属部门”，而此次表述为“政府方或政府方出资代表”，防止了通过其他政府出资方进行实质性担保的可能，扫除了可能绕过监管的模糊地带。而且，这是到目前为止，第一次明确了会被认定为“隐性负债”的情形。

（二）本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目的。社会资本方实际只承担项目建设、不承担项目运营责任，或政府支出事项与项目产出绩效脱钩的。

（三）未经法定程序选择社会资本方的。未按规定通过物有所值评价、财政承受能力论证或规避财政承受能力10%红线，自行以PPP名义实施的。

（四）以债务性资金充当项目资本金，虚假出资或出资不实的。

（五）未按规定及时充分披露项目信息或披露虚假项目信息，严重影响行使公众知情权和社会监督权的。

对于存在本条（一）项情形，已入库项目应当予以清退，项目形成的财政支出责任，应当认定为地方政府隐性债务，依法依规提请有关部门对相关单位及个人予以严肃问责。

对于存在本条（二）至（五）项情形的，应在限期内进行整改。无法整改或逾期整改不到位的，已入库项目应当予以清退，涉及增加地方政府隐性债务的，依法依规提请有关部门予以问责和妥善处置。

**条文解读：**绩效考核、财政承受能力10%红线、禁止明股实债、加强信息披露，在之前文件都有提及。对于这几条违反规定的，有可能会被认定为隐性负债，解决方案为整改或清退，较第一条有一定宽松。

### ● 第四章、营造规范发展的良好环境

各级财政部门要会同有关部门，多措并举，加强规范管理和分类指导，对重点领域、重点项目加大政策支持力度。

（一）鼓励民资和外资参与。加大对民营企业、外资企业参与PPP项目的支持力度，向民营企业推介政府信用良好、项目收益稳定的优质项目，并在同等条件下对民营企业参与项目给予优先支持。中央财政公共服务领域相关专项转移支付资金优先支持符合条件的民营企业参与的PPP项目。研究完善中国PPP基金绩效考核办法，将投资民营企业参与项目作为重要考核指标，引导中国PPP基金加大支持力度。各地在开展PPP项目时，不得对外资企业、中资境外分支机构参与设置歧视性条款或附加条件。提倡优质优价采购，应当根据采购项目需求特点，合理选择采购方式，进一步加强采购需求和履约验收管理，提高采购质量。

（二）加大融资支持。结合自身财力状况，因地制宜采取注入资本金、运营补贴等方式支持规范的PPP项目。引导保险资金、中国PPP基金加大项目股权投资力度，拓宽项目资本金来源。鼓励通过股权转让、资产交易、资产证券化等方式，盘活项目存量资产，丰富社会资本进入和退出渠道。

（三）聚焦重点领域。优先支持基础设施补短板以及健康、养老、文化、体育、旅游等基本公共服务均等化领域有一定收益的公益性项目。加快实施符合经济社会发展需要、决策程序完备、回报机制清晰、融资结构合理的项目。

（四）保障合理支出。符合条件的PPP项目形成的政府支出事项，以公众享受符合约定条件的公共服务为支付依据，是政府为公众享受公共服务提供运营补贴形成的经常性支出。各地要依法依规将规范的PPP项目财政支出纳入预算管理，重诺守约，稳定市场预期。

（五）加强信息披露。依托全国PPP综合信息平台，对PPP项目信息进行全流程公开披露、汇总统计和分析监测，完善项目库“能进能出”的动态调整机制，不以入库为项目合规“背书”，不以入库作为商业银行贷款条件。

（六）加强分类指导。对于在建项目，督促各方严格履约，保障出资到位，推动项目按期完工，避免

出现“半拉子”项目。对于尚未开工的项目，督促各方严格按照要求加强合同条款审核，规范融资安排。对于进入采购阶段的项目，加强宣传推介和信息披露，吸引各类市场主体特别是民营企业和外资企业平等参与。同时，加强重大项目储备，扎实做好项目前期论证，推动形成远近结合、梯次接续的项目开发格局。

(七) 强化PPP咨询机构库和专家库管理。咨询机构和专家要发挥专业作用，遵守职业操守，依法依规提供PPP项目咨询服务。对于包装不规范PPP项目增加隐性债务风险、出具咨询意见违反相关政策规定、收费标准偏离市场合理水平、对PPP项目实施造成消极影响和严重后果的咨询机构和专家，要按照规定严肃追究责任。

**条文解读：该条明确了同等条件下对民企参与PPP项目的倾斜，对民企项目投资纳入中国PPP基金的绩效考核。同时，给予PPP项目融资支持，旨在解决去年融资困境给PPP项目推进带来的负面影响，推动PPP模式回归政府与社会资本方合作。同时，对PPP咨询机构库和专家库的管理也更加严格，明确如果出现违规行为，会对咨询机构和专家追责。**

### ● 第五章、协同配合抓好落实

各级财政部门要提高站位，主动作为，加快推动建立协同配合、保障有力、措施到位的工作机制。

(一) 加强部门协作，强化项目前期识别、论证和入库等环节的沟通协调与信息共享，扎实做好项目前期准备工作，夯实项目实施基础，推进科学决策。

(二) 强化跟踪监测。加强对项目全生命周期的跟踪指导和监督检查，建立健全政策落实和项目实施督查机制。加大信息公开力度，主动接受审计监督和社会监督，推动项目规范有序实施。

(三) 鼓励地方和部门因地制宜创新工作机制、加大政策扶持力度，加强经验总结和案例推广，工作推进中形成的经验做法和发现的重大问题，及时向财政部报告。

## 风险提示

### 基建投资不及目标、地方政府隐性债务风险、PPP政策风险、流动性趋紧风险

#### ▶▶ 重要申明

注：文中内容节选自兴业证券经济与金融研究院已公开发布研究报告，具体报告内容及相关风险提示等详见完整版报告。

证券研究报告：《本周专题：财政部10号文解读——违规PPP严格限制，合规PPP项目的政府支出纳入预算管理》

对外发布时间：2019年3月10日

报告发布机构：兴业证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）

本报告分析师：孟杰 SAC执业证书编号：S0190513080002

高远 SAC执业证书编号：S0190518070005

#### ▶▶ 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任

何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## ▶▶ 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅，A股市场以上证综指或深圳成指为基准。

行业评级：推荐-相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；中性-相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；回避-相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

股票评级：买入-相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%；审慎增持-相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间；中性-相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；减持-相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；无评级-由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## ▶▶ 重要申明

市场有风险，投资需谨慎。本平台所载内容和意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议（专家、嘉宾或其他兴业证券股份有限公司以外的人士的演讲、交流或会议纪要等仅代表其本人或其所在机构之观点），亦不构成任何保证，接收人不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主做出投资决策并自行承担风险。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本平台内容仅供兴业证券股份有限公司客户中的专业投资者使用，若您并非专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，请勿订阅或转载本平台中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，还请见谅。在任何情况下，作者及作者所在团队、兴业证券股份有限公司不对任何人因使用本平台中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本平台旨在沟通研究信息，交流研究经验，不是兴业证券股份有限公司研究报告的发布平台，所发布观点不代表兴业证券股份有限公司观点。任何完整的研究观点应以兴业证券股份有限公司正式发布的报告为准。本平台所载内容仅反映作者于发出完整报告当日或发布本平台内容当日的判断，可随时更改且不予通告。

本平台所载内容不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的判断或投资建议，不能够等同于指导具体投资的操作性意见。

孟杰

电话：18721368685

邮箱：mengjie@xyzq.com.cn

黄杨

电话：15921909946

邮箱：huangyang@xyzq.com.cn

高远

电话：18501709862

邮箱：gaoyuanyjs@xyzq.com.cn

蔡琨

电话：18616556386

邮箱：caikun@xyzq.com.cn



