

2022 年 08 月 28 日

相关研究

《三大关键词：用好 保持 力争-7 月 28 日政治局会议解读》

2022.7.28

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com

研究支持

贾东旭 A0230120080001
jiadx@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com



详解 5000 亿结存专项债

—— 申万宏源宏观周报 · 第 180 期

- 8 月 24 日国常会部署稳增长政策，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施 19 项接续政策，包括用好 5000 亿专项债结存限额适度稳增长、新增 3000 亿政策性开发性金融工具+2000 亿能源保供特别债、“一城一策”松动房地产个人信贷政策。
- **5000 多亿专项债结存限额来自何处？为何只有 5000 多亿？** 1) 专项置换债券未发行限额不能用于新增基建投资。本次国常会明确提出“依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕”。我们在 7 月政治局会议解读报告中就曾指出，尽管至 2021 年底，专项债余额低于专项债限额 1.47 万亿，但并非全部可用作新增基建投资的融资来源。财政部对新增专项债、专项置换债券分别实施债券限额或当年发行规模上限管理，其中的专项置换债券未发行限额并不能投向新增基建投资项目。2) 新增专项债券结存限额由两部分组成：历年未发行额度、以及本金净偿还额度，测算合计结存限额约 5200 亿，与国常会“5000 多亿”的说法相吻合。根据财政部数据进行估算，2015-2021 年间大约有 3000 亿新增专项债本金得到净偿还（而非滚动发行再融资债券），再加上历年新增专项债未发行额度约 2200 亿，至 2021 年底合计约形成 5200 亿左右的新增专项债结存限额，可在无需新增专项债额度、或提前下达明年专项债额度的情况下，在今年发行筹资并支持基建投资。这其中今年尚未下达的近 2000 亿专项债并不包含在内，从用途上来讲，后者也是定向对中小银行补充资本金为主，并非主要用于支持基建投资。结合“国务院即时派出稳住经济大盘督导和服务工作组”，5000 多亿资金落实到实物工作量或将有所加速，有望在年内形成一定力度的新增支持。
- **3000 亿政策性开发性金融工具+2000 亿能源保供特别债，金融杠杆资金也进一步发力稳定基建。** 除专项债结存限额的集中使用之外，基建投资或仍需政策性开发性金融工具以及其撬动的信贷支持，本次会议提出“再增加 3000 亿元以上额度”。此外，会议“支持中央发电企业等发行 2000 亿元能源保供特别债”，凸显在今夏再度面临缺电局面后，能源安全将持续成为未来基建发力的重点。
- **本次国常会后我们上修全年基建投资增速预测 1.5 个百分点。** 我们测算 2021 年广义基建投资规模约 12.3 万亿，占 GDP 中的 10.8%。本次会议尽管加码基建资金 8000 亿以上，但此举恰恰也是为了应对“贷款有效需求不足”。去年以来基建瓶颈早已不在融资，而是在于穿透式监管的长期要求下合理的项目储备较少。我们预计下半年基建投资增速整体最多抬升 3 个百分点，上修全年同比预测 1.5 个百分点至 9.5%，较去年改善约 9 个百分点，对下半年稳增长拉动作用更强一些，但今年超前投资之后，未来基建投资增速行将回落。
- **“一城一策”或指向二三线个人房贷集中度管理松动。** 21 年年初房贷集中度管理制度实施以来，二三线地方商业银行集中度要求更严，居民房贷收缩幅度也明显大于一线、压力更大。而房贷集中度管理政策曾留有根据房地产市场风险情况实施调整集中度的机制。因而本次会议新增提出“允许地方‘一城一策’灵活运用信贷政策”，或指向后续二三线城市个人房贷管理有望进一步松动。但因城施策大框架下出台刺激一线城市房价的政策概率较低，而二三线城市本身受制于人口净流出、人均居住面积较高问题难有太多增量需求，今年以来刺激政策主要集中于二三线城市，但截至到目前后者地产销售仍在深度负增区间，全国范围内地产销售的持续改善仍有赖于更平衡的工业化、城镇化对地产需求中期中枢的稳定。
- **高频数据经济表现：汽车销售改善，工业生产回升。** 消费：乘用车零售同比上行，全国疫情有所缓和，货运量小幅走弱。房地产市场：一线三线地产销售回升，因城施策继续加码。政府性基金与基建：新增支持中小银行专项债发行 300 亿，下周计划发行 70 亿。工业生产与制造业投资：开工率明显回升。通胀：猪肉价格持平，蔬菜价格明显上涨。油价回升、煤价持平、钢价回落。货币政策与汇率：逆回购地量延续，资金利率小幅回升。美元持续走强，人民币被动贬值。



申万宏源研究微信服务号

周关注：详解 5000 亿结存专项债

8月24日国常会部署稳增长政策，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施19项接续政策，包括用好5000亿专项债结存限额适度稳增长、新增3000亿政策性开发性金融工具+2000亿能源保供特别债、“一城一策”松动房地产个人信贷政策。

1.5000 多亿专项债结存限额来自何处？为何只有 5000 多亿？

专项置换债券未发行限额不能用于新增基建投资。本次国常会明确提出“依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕”。我们在7月政治局会议解读报告中就曾指出，尽管至2021年底，专项债余额低于专项债限额1.47万亿，但并非全部可用作新增基建投资的融资来源。财政部对新增专项债、专项置换债券分别实施债券限额或当年发行规模上限管理，其中的专项置换债券未发行限额并不能投向新增基建投资项目。

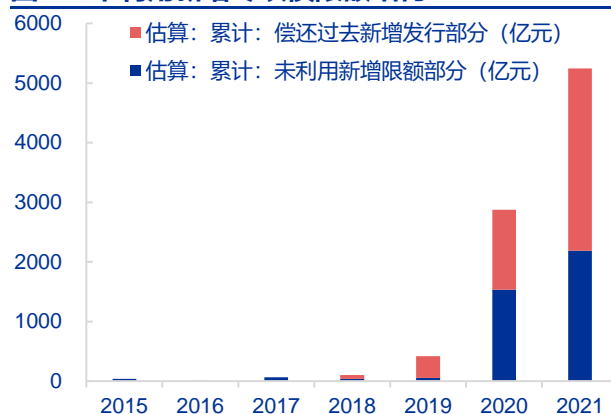
新增专项债券结存限额由两部分组成：历年未发行额度、以及本金净偿还额度，测算合计结存限额约5200亿，与国常会“5000多亿”的说法相吻合。根据财政部数据进行估算，2015-2021年间大约有3000亿新增专项债本金得到净偿还（而非滚动发行再融资债券），再加上历年新增专项债未发行额度约2200亿，至2021年底合计约形成5200亿左右的新增专项债结存限额，可在无需新增专项债额度、或提前下达明年专项债额度的情况下，在今年发行筹资并支持基建投资。

图 1：专项债余额结构



资料来源：江苏省财政部，申万宏源研究

图 2：未利用新增专项债限额结构

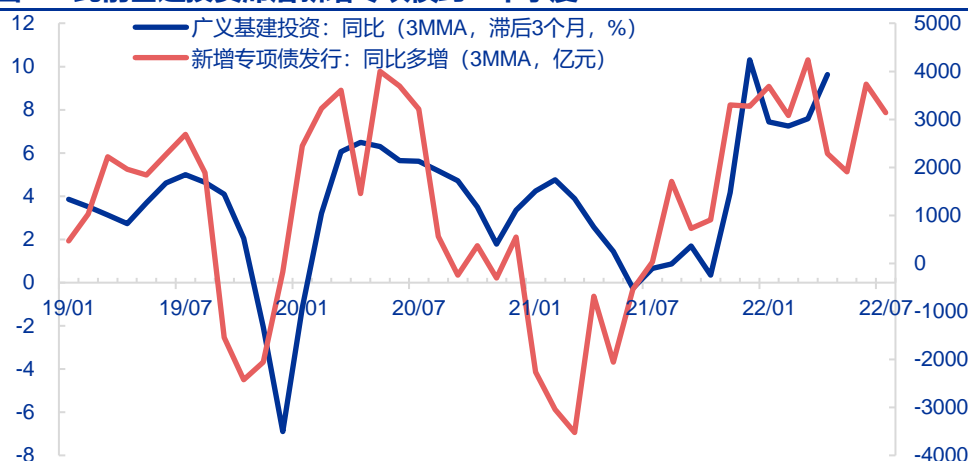


资料来源：财政部，申万宏源研究

这其中今年尚未下达的近2000亿专项债并不包含在内，从用途上来讲，后者也是定向对中小银行补充资本金为主，并非主要用于支持基建投资。考虑到本次会议强调的是“专项债地方结存限额”，以及会议强调“这既可增加有效投资带消费，又有利于应对贷款需求不足”。或显示该5000多亿中不包含今年未发行的2000亿注资中小银行专项债。

结合“国务院即时派出稳住经济大盘督导和服务工作组”，5000多亿资金落实到实物工作量或将有所加速，有望在年内形成一定力度的新增支持。国常会要求“10月底前发行完毕”，同时结合会议要求“国务院即时派出稳住经济大盘督导和服务工作组”、“压实地方责任，加快政策举措落实”。5000多亿元专项债地方结存限额或将加速使用，在四季度形成更多实物工作量。

图3：此前基建投资滞后新增专项债约一个季度



资料来源：CEIC，申万宏源研究 注：2020-2021年数据为两年平均增速和两年同比多增

2. 3000 亿政策性开发性金融工具+2000 亿能源保供特别债

基建投资或仍需政策性开发性金融工具以及其撬动的信贷支持，本次会议要求“再增加3000亿元以上额度”及满足这一需求。一方面发挥其充实项目资本金带来的撬动作用，根据8月20日农业发展银行披露，“基金完成全部900亿元资金投放……可拉动项目总投资超万亿元”，比率超过11倍。另一方面，其灵活性较高，落实速度较快，保证配套的政策性银行信贷的快速释放。最近中资大型银行信贷运用中，非国有四大行的新增中长期贷款占比快速提升，或显示国开行的信贷投放已经开始发力。

另外，本次会议“支持中央发电企业等发行2000亿元能源保供特别债”，凸显在今夏再度面临缺电局面后，能源安全将持续成为未来基建发力的重点。在“双碳”目标以及解决可再生能源发电补贴的双重催化下，1-7月公用事业投资累计同比达到15.1%，高于广义基建投资6.6个百分点。在21年9月因高煤价和今年8月极端天气导致的限电后，能源电力供应基建成为重点。同时也和7月28日政治局会议“提升能源资源供应保障能力，加大力度规划建设新能源供给消化体系”相呼应。

图 4：国开行最近信贷投放或开始发力（3MMA）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5：广义基建投资同比增速行业拆分

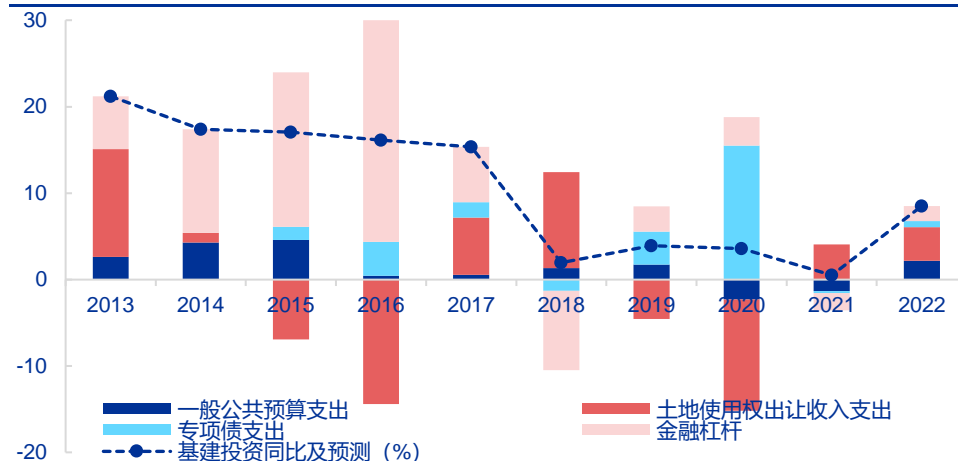


资料来源：CEIC，申万宏源研究

3. 本次国常会后我们上修全年基建投资增速预测 1.5 个百分点

我们测算 2021 年广义基建投资规模约 12.3 万亿，占 GDP 中的 10.8%。本次会议尽管加码基建资金 8000 亿以上，但此举恰恰也是为了应对“贷款有效需求不足”。去年以来基建瓶颈早已不在融资，而是在于穿透式监管的长期要求下合理的项目储备较少。我们预计下半年基建投资增速整体最多抬升 3 个百分点，上修全年同比预测 1.5 个百分点至 9.5%，较去年改善约 9 个百分点，对下半年稳增长拉动作用更强一些，但今年超前投资之后，未来基建投资增速行将回落。

图 6：基建投资资金拆分



资料来源：CEIC，申万宏源研究

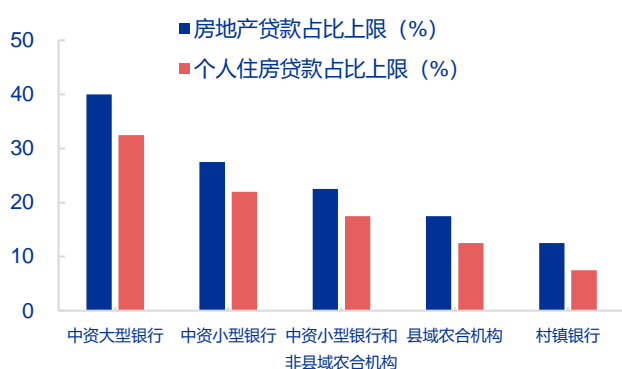
4. “一城一策”或指向二三线个人房贷集中度管理松动

21 年年初房贷集中度管理制度实施以来，二三线地方商业银行集中度要求更严，居民房贷收缩幅度也明显大于一线、压力更大。房贷集中度管理对布局全国范围的大型银行个人住房贷款集中度限制相对偏宽，占比上限为 32.5%，但对中小银行集中

度要求更严,尤其是主要集中于各地方、尤其是二三线城市的中资小型银行(城商行、民营银行),占比上限仅为17.5%,明显低于大型银行。在此背景下,自21年下半年地产调控一度从严以来,小型银行(-10.8pct至12.7%)、中型银行(-7.5pct至8.0%)对居民部门债权的回落幅度明显大于大型银行(-3.9pct至10.6%)。

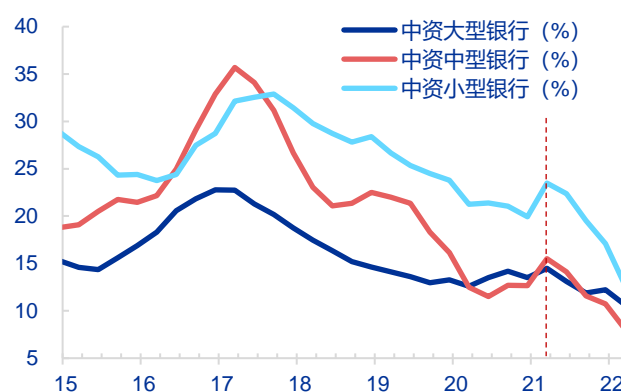
而房贷集中度管理政策曾留有根据房地产市场风险情况实施调整集中度的机制。2020年12月31日央行与银保监会联合发布的《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》指出,“综合考虑银行业金融机构的规模发展、房地产系统性金融风险表现等因素,适时调整适用机构覆盖范围、分档设置、管理要求和相关指标的统计口径。”意味着房贷集中度管理确实存在适时调整的机制。

图 7: 房贷集中度管理机制: 中小行更严



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 8: 各类银行对居民部门债权同比增速

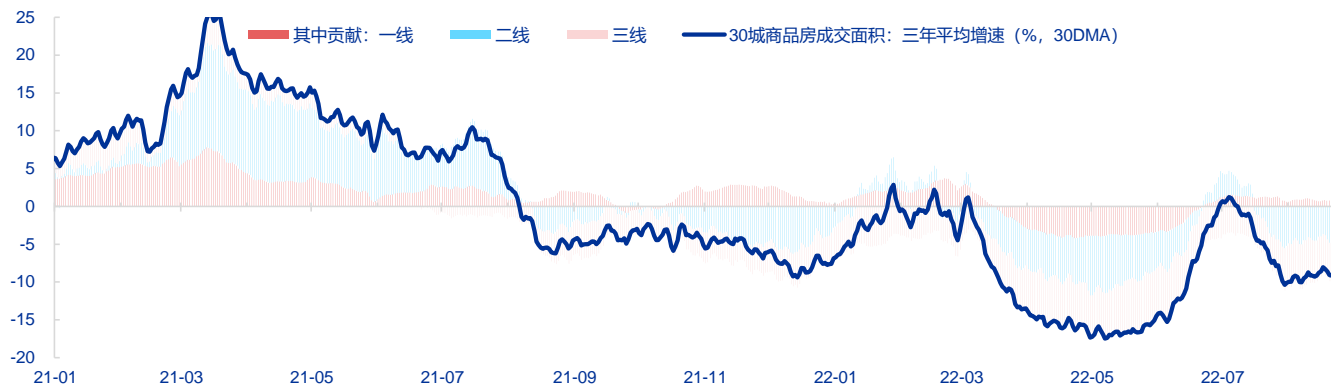


资料来源: Wind, 申万宏源研究

因此,本次会议新增提出“允许地方‘一城一策’灵活运用信贷政策”,或指向后续二三线城市个人房贷管理有望进一步松动。会议提出“允许地方‘一城一策’灵活运用信贷等政策,合理支持刚性和改善性住房需求。”或意味着前期个人房贷增速回落速度更快、压力更大的布局二三线的中小银行,在房贷集中度管理适时调整大机制下,有望逐步获得适度放松的红利,以进一步稳定目前持续疲弱的二三线地产销售。

但因城施策大框架下出台刺激一线城市房价的政策概率较低,而二三线城市本身受制于人口净流出、人均居住面积较高问题难有太多增量需求,今年以来刺激政策主要集中于二三线城市,但截至到目前后者地产销售仍在深度负增区间,全国范围内地产销售的持续改善仍有赖于更平衡的工业化、城镇化对地产需求中期中枢的稳定。

图 9：30 大中城市商品房成交结构：一线城市温和复苏，二三线恢复持续疲软



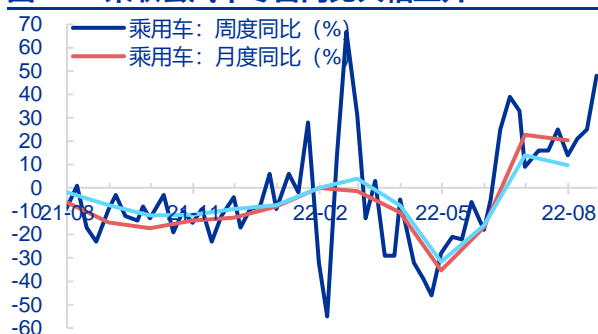
资料来源：Wind，申万宏源研究

高频数据经济表现：汽车销售改善，工业生产回升

1) 商品消费与收入：乘用车零售同比上行，7月失业率小幅改善。8月15-21

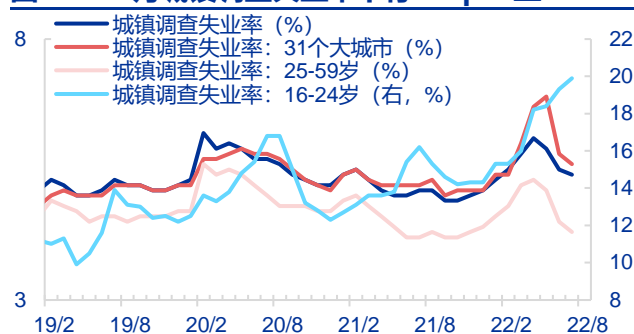
日乘用车零售同比较上周上行23pct至48%。7月城镇调查失业率稳定在5.4%。

图 10：乘联会汽车零售同比大幅上升



资料来源：Wind，申万宏源研究

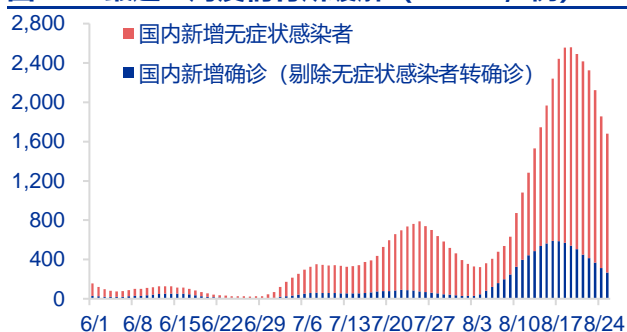
图 11：7月城镇调查失业率下行0.1pct至5.4%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

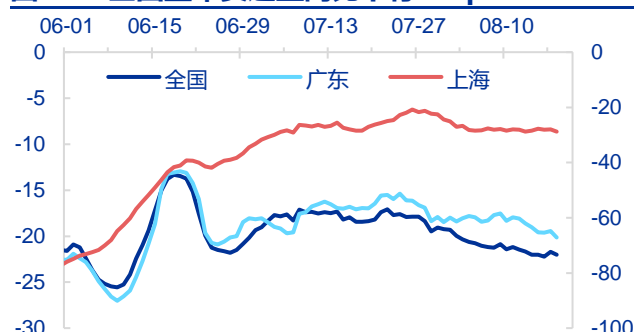
2) 服务消费与疫情：全国疫情有所缓和，货运量小幅走弱。疫情阶段性高峰已过，8月25日京沪深三地迁徙趋势同比较前周下行0.5pct至10.7%。

图 12：最近一周疫情有所缓解（7DMA，例）



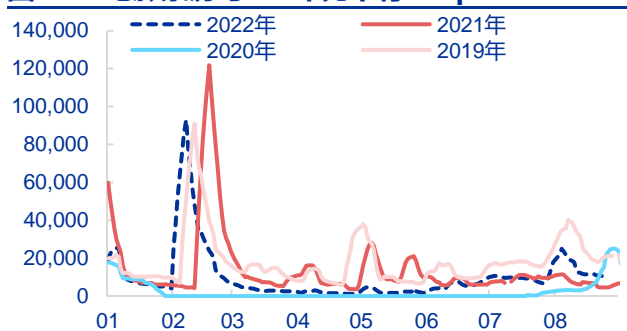
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 13：全国整车货运量同比下行0.8pct至-22.0%



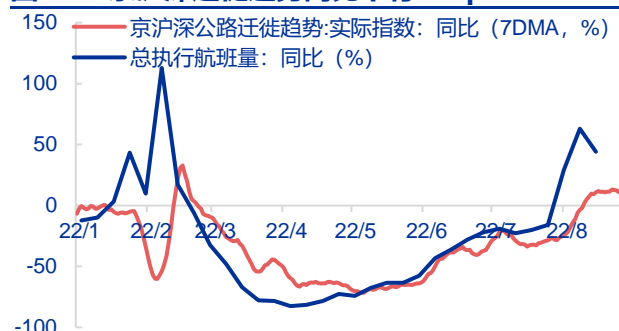
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 14：电影票房与19年比下行7.3pct至-50%



资料来源：Wind，申万宏源研究

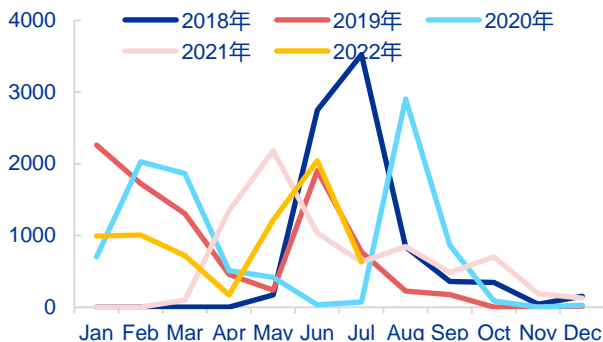
图 15：京沪深迁徙趋势同比下行0.5pct至10.7%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

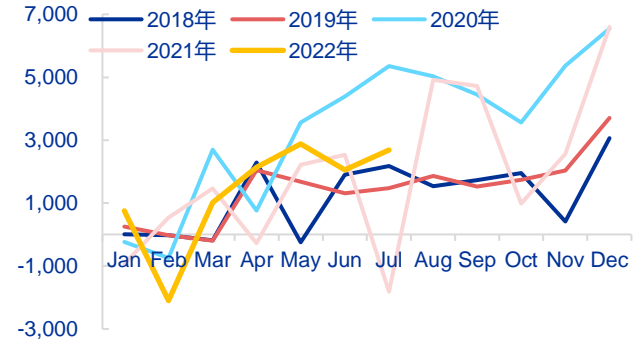
3) 财政与政府消费：当周新增 108.7 亿一般债，下周计划发行 1 亿元。截止 8 月 26 日，共有 17 个省市公布 9 月发行计划，共计划发行 30 亿新增一般债。8 月 26 日当周国债净融资 886.4 亿。

图 16：新增地方政府一般债（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

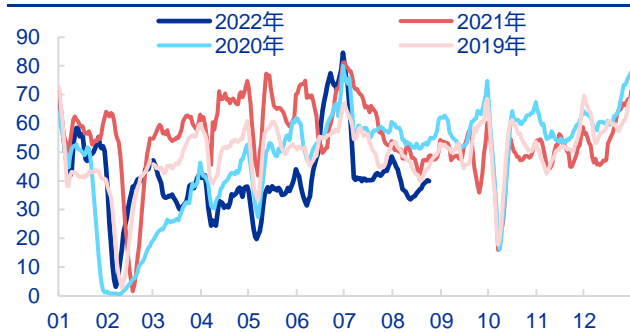
图 17：国债净融资（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

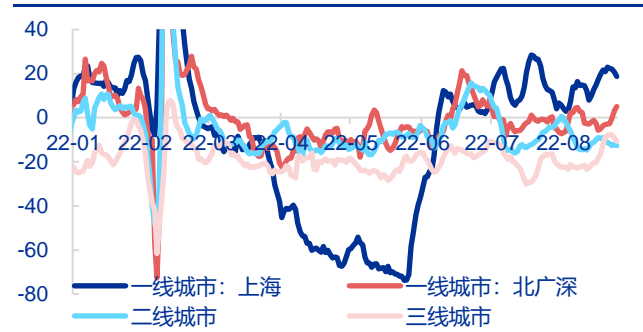
4) 房地产市场：一线三线地产销售回升，因城施策继续加码。截止 8 月 24 日，30 大中城市商品成交面积三年平均增速改善 1.0pct 至 -3.7%，一线（+4.9pct 至 11.5%）、三线（+5.9pct 至 -10.7%）均回升。二线（-3.2pct 至 -12.6%）有所回落。

图 18：商品房成交面积周均 39.8 万平方米/日



资料来源：Wind，申万宏源研究

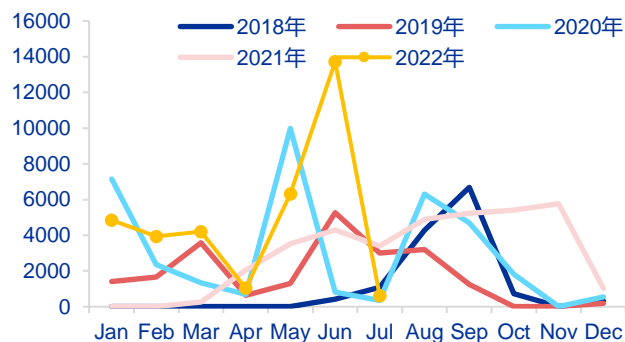
图 19：30 大中城市商品房成交三年平均增速（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

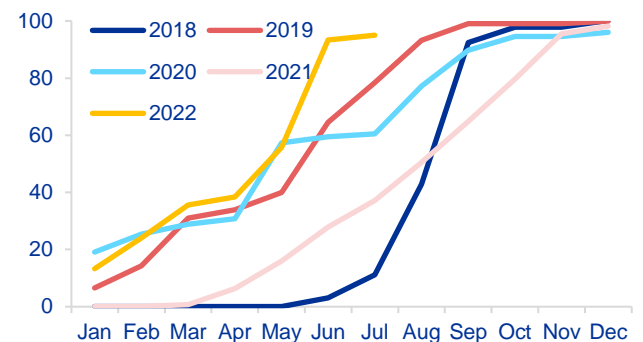
5) 政府性基金与基建：当周新增专项债发行 300 亿，下周计划发行 70 亿。截止 8 月 26 日，共有 17 个省市公布 9 月发行计划，共计划发行 20 亿新增专项债。

图 20：新增地方政府专项债发行（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

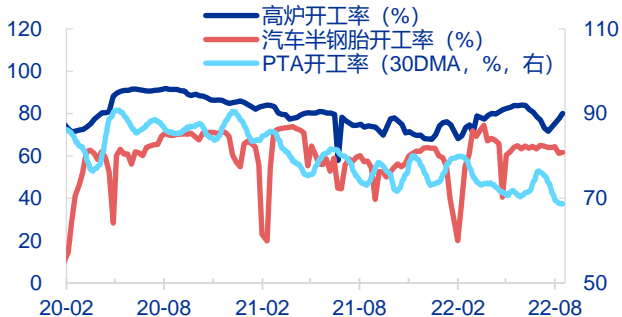
图 21：新增地方政府专项债发行进度（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

6) 制造业投资与工业生产：开工率明显回升。截止 8 月 26 日，高炉开工率回升 2.2pct 至 80.1%，汽车半钢胎开工率上升 0.4pct 至 61.7%。截至 8 月 19 日，主要钢材产量同比回升 1.6pct 至 -12.4%。

图 22：开工率：上中游回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

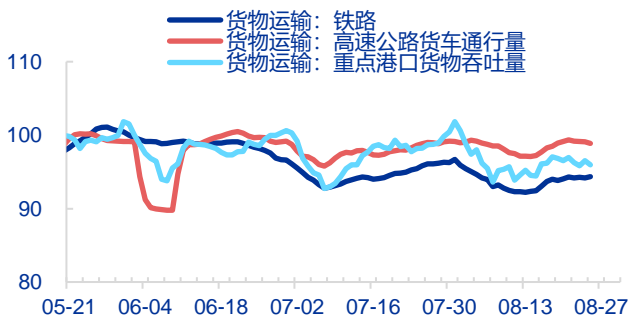
图 23：钢材产量回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

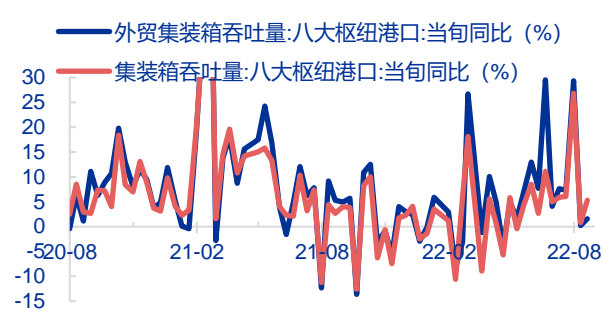
7) 出口：港口物流效率有所下降。截止 8 月 20 日，八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量回升 1.4pct 至 1.6%。截至 8 月 25 日，交通运输部铁路货运、高速公路货车周均通行量周均环比均回升 0.4%，而重点港口货物吞吐量周均环比下降 1.1%。

图 24：8 月以来，港口、铁路物流效率有所下降



资料来源：CEIC，申万宏源研究

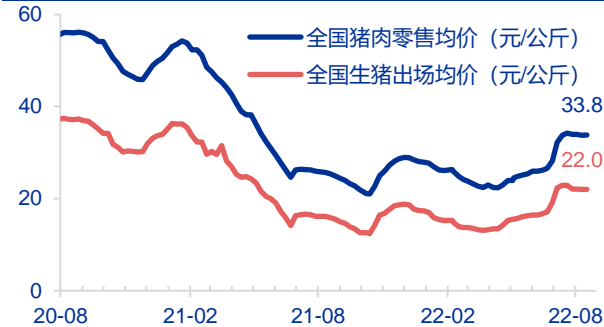
图 25：8 月八大港口高频物流效率明显下降



资料来源：CEIC，申万宏源研究，20-21 年为两年平均

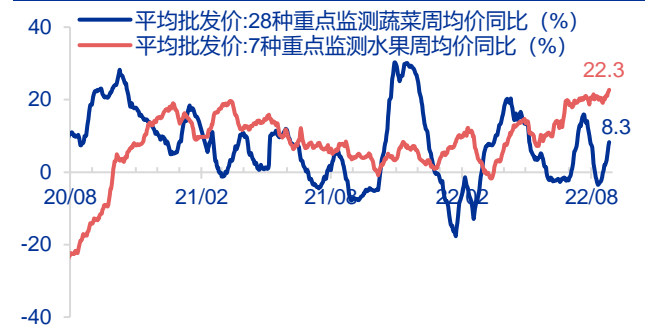
8) 食品价格：猪肉价格持平，蔬菜价格明显上涨。截止 8 月 17 日，猪肉零售价维持 33.8 元/公斤，截止 8 月 25 日，蔬菜、水果价格分别环涨 5.3%、环跌 1.4%，同比分别回升 6.4pct、2.2pct 至 8.3%、22.3%。

图 26：猪肉价格持平上周



资料来源：CEIC，申万宏源研究

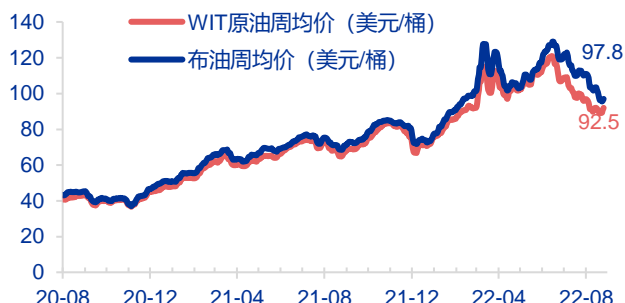
图 27：菜价、果价同比均大幅回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

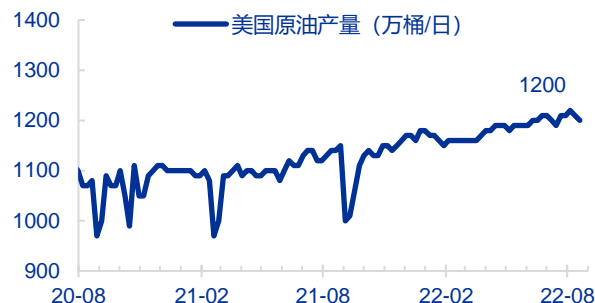
9) 工业品价格：油价回升、煤价持平、钢价回落。截止 8 月 25 日，布伦特原油周均价小幅回升 0.3% 至 97.8 美元/桶，8 月 19 日，美国原油产量小幅回落至 1200 万桶/日。国内 1/3 焦煤价格持平 2091 元/吨，螺纹钢价格回落 0.2% 至 4255 元/吨。

图 28：布油 WTI 原油周均价下降



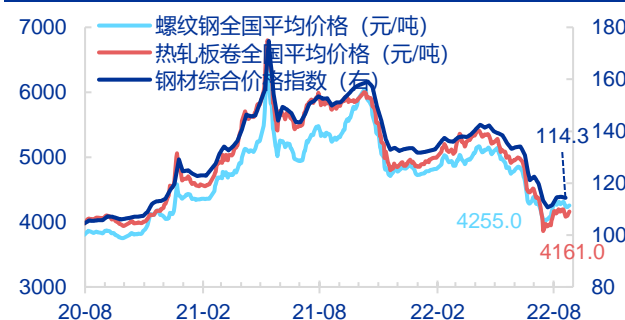
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29：美国原油产量 1200 万桶/日



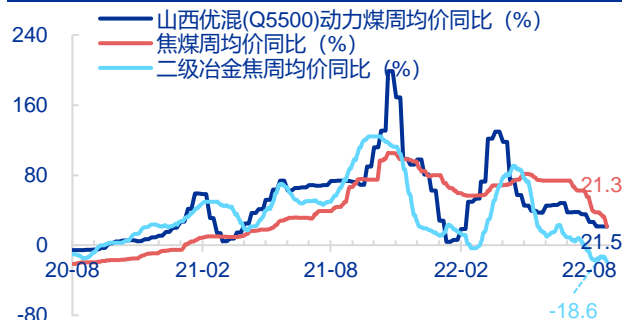
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 30：螺纹钢价格下降、热轧价格回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 31：焦煤周均价同比回落 12.1pct 至 21.3%



资料来源：Wind，申万宏源研究

10) 货币政策与汇率：逆回购地量延续，资金利率小幅回升。截至 8 月 26 日，本周逆回购余额 100 亿。商业银行月末流动性需求的增加推动 DR007 上行，DR007 (1.707%) 较上周大幅上行 26.8BP，R007 (1.712%) 较上周上行 14.4BP。

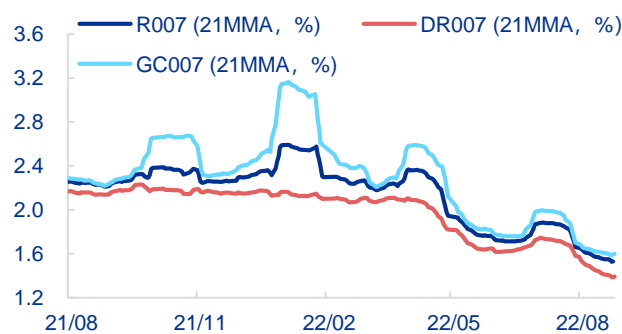
美元持续走强，人民币被动贬值。本周，市场对美联储加息预期的升温推动美元指数继续上行，人民币仍处于较弱区间。截至 8 月 26 日，CNY 和 CNH 分别报收 6.8621 和 6.8609，分别较上周贬值 0.8% 和 0.6%。

图 32：截至 8 月 26 日逆回购余额 100 亿



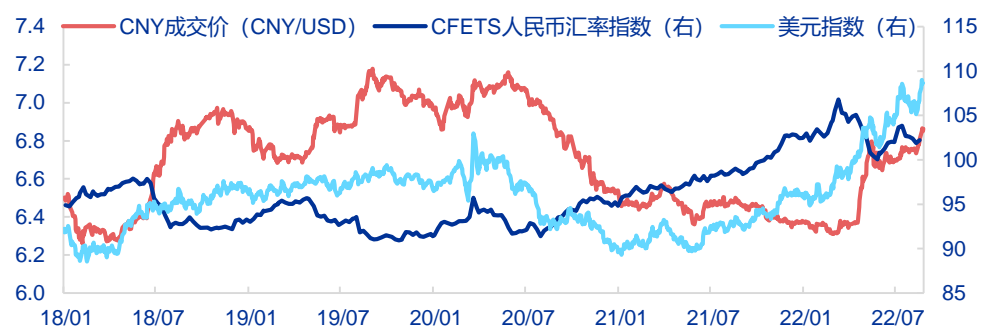
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 33：资金利率较上周大幅回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 34: CNY 和 CNH 较上周分别贬值 0.77%和 0.57%，美元指数上行 1.99



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

政策梳理：2020 年以来稳增长政策梳理



























图 35：2020 年以来稳增长政策梳理

	货币政策	财政政策	地产政策	能源安全
2020年 Q1	全面降准50bp，普惠金融定向降准50bp/150bp 再贷款、再贴现：1.8万亿 降息：OMO利率下调30bp，MLF利率下调10bp，1Y LPR下调10bp，5Y LPR下调5bp	减税：针对重要保供企业减所得税，免征增值税等，小规模纳税人减按1%征收率征收 地方债提前下达8480亿 阶段性减免社保费	各地政策允许房企延期缴纳购地款项，纾解房企短期流动性压力。需求侧未出台因城施策刺激工具	工信部：防范“地条钢”死灰复燃和已化解的过剩产能复产，严禁新增钢铁产能。
Q2	定向降准100bp 降息：MLF利率下调20bp，1Y LPR下调20bp，5Y LPR下调10bp	再提前下达1万亿专项债，赤字率3.6%以上，发行1万亿抗疫特别国债，新增专项债3.75万亿 延长阶段性减免社保费政策	政治局会议：坚持房住不炒	“双碳目标”首次提出：习总书记于联合国大会
Q3			政治局会议：坚持房住不炒，住建部、央行提出三线四档	
Q4			中央经济工作会议：坚持房住不炒，因地制宜 央行、银保监会：房贷集中度管理政策	工信部：确保粗钢产量同比下降。 粗钢产量压减避免“一刀切”
2021年 Q1		赤字率拟按3.2%左右安排，地方政府专项债券3.65万亿元	集中供地政策提出 两会：坚持房住不炒	国常会、发改委督促煤炭增产保供
Q2	全面降准50bp 3000亿支小再贷款		政治局会议：坚持房住不炒、防止以学区房等名义炒作房价 各地地产调控从严	《完善能源消费和总量双控制度方案》发布，各地运动式减碳，拉闸限电
Q3			韩正部署进一步做好房地产调控。住建部持续整治规范房地产市场秩序，上海提高首套房贷款利率35bp。 央行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，维护房地产市场平稳健康发展。	国常会部署保障电力和煤炭等供应
Q4	2000亿元专项再贷款 全面降准50bp	对制造业中小微企业阶段性税收缓缴，延续实施全年一次性奖金等个人所得税优惠政策	央行、银保监会、证监会、住建部、广东省政府同日发声支持稳定房地产市场 中央经济工作会议：20年下半年首次重提“因城施策”，	中央经济工作会议：立足以煤为主的基本国情，能耗双控向碳排放双控转变
2022年 Q1	降息：OMO利率下调10bp，1Y LPR下调10bp，5Y LPR下调5bp 央行向财政上缴利润，全年上缴超1万亿	税收缓缴继续延长 赤字率拟按2.8%左右，地方政府专项债券3.65万亿元 全年退税减税约2.5万亿元	两会：相较去年《报告》重提“因城施策” 二三线大面积出台政策刺激地产需求	习总书记赴山西：保障煤炭供应安全 发改委进一步完善煤炭市场价格形成机制，加大释放煤炭优质产能
Q2	全面降准25bp 再贷款：科技创新、煤炭改造等共3400亿 降息：5Y LPR下调15bp，房贷LPR加点下调20bp 8000亿政策性贷款+3000亿政策性金融债	特困行业社保费缓缴 33项稳增长政策增加退税1400多亿元，将特困行业缓缴社保费政策延至年底并扩大范围，减征乘用车购置税600亿元。 中央财经委：全面加强基建	政治局会议：支持各地从实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管	国常会：落实地方稳产保供责任，要释放煤炭先进产能、能开尽开，今年新增煤炭产能3亿吨，进一步加强电力保供
Q3		政治局会议：用足专项债限额，近2000亿	政治局会议：稳定房地产市场，因城施策用足用好政策工具箱，压实地方政府责任，保交楼。	能源局部署五大煤炭增供措施

资料来源：中国政府网、央行、财政部等，申万宏源研究

全球宏观日历：关注中采 PMI 数据

表 1：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
	29	30	31	1	2	3	4
		22:00 US 	9:30 CN  8 月中采 PMI 17:00 EU  HICP 初值	16:00 EU  制造业 PMI 终 值 17:00 EU  失业率 21:45 US  制造业 PMI、 ISM 制造业指 数	17:00 EU  PPI 20:30 US  非农等就业数 据		
9 月	5	6	7	8	9	10	11
	16:00 EU  综合 PMI 终值 17:00 EU  零售销售	21:45 US  综合 PMI 22:00 US  ISM 服务业指 数	不定时 CN  8 月贸易数据 17:00 EU  GDP 20:30 US  8 月贸易数据	19:45 EU  欧央行议息会 议决策	9:30 CN  8 月 PPI、CPI 22:00 US  批发库存		
	12	13	14	15	16	17	18
		20:30 US  CPI	17:00 EU  工业生产 20:30 US  PPI	17:00 EU  8 月贸易数据 20:30 US  零售销售、进出 口价格指数 21:15 US  工业生产	10:00 CN  8 月经济数据 17:00 EU  HICP		

资料来源：各国统计局、申万宏源研究

注：中国金融数据公布日期不定，每月 10-15 日公布概率较高。

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。