

中央金融工作会议对资本市场影响深远

核心观点：

- **背景分析：**2023 年 7 月 24 日中央政治局会议给出了宏观经济的定位。“国民经济持续恢复、总体回升向好”，但“国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻”。“不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。基于此，中央金融工作会议也确定了主基调，相较于以往前五次金融工作会议，本次金融工作会议着重围绕防范化解重大风险与高质量发展两大主线展开。
- **中央金融工作会议聚焦点：**一是对待风险，“坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题”。（1）关于地方债务风险。建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制。（2）关于房地产泡沫风险。健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁，满足不同所有制房地产企业合理融资。（3）关于汇率风险。加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，防范化解金融风险。二是金融迈入高质量发展的新阶段。（1）金融高质量发展。深刻把握金融工作的政治性、人民性，以加快建设金融强国为目标，以推进金融高质量发展为主题，以深化金融供给侧结构性改革为主线。（2）金融要为经济社会发展提供高质量服务。把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略，区域协调发展战略，确保国家粮食和能源安全等。做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融 5 篇大文章。
- **对于金融行业的深远影响：**（1）对于证券行业的定位。要着力打造现代金融机构和市场体系，疏通资金进入实体经济的渠道，优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构，促进债券市场高质量发展，完善机构定位，支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营，强化政策性金融机构职能定位。（2）对于保险业的定位。发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能；（3）对于银行业的定位。强化市场规则，打造规则统一，监管协同的金融市场，促进长期资本形成健全法人治理，完善中国特色现代金融企业制度，完善国有金融资本管理，拓宽银行资本金补充渠道，做好产融风险隔离。
- **对投资的启示：**本次会议除了利好券商、银行及保险行业，还建议关注以下投资方向：（1）防范化解风险视角：信用债市场的交易性机会。（2）防范化解风险视角：房地产行业产业链的交易性机会；（3）高质量发展视角：科技创新与制造领域。
- **风险提示：**政策不及预期风险，市场情绪不稳定风险。

分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

分析师助理：王雪莹、周美丽

相关研究

2023-10-30，国内投资环境边际向好，A 股上行动能已开启

2023-10-19，十载初折桂，百年新征程——“一带一路”的宏观意义与主题投资机会

2023-09-27，四季度 A 股市场投资展望：关键因素决定市场走势

2023-09-16，银河证券策略研究：基本面边际改善，A 股迎结构催化

2023-09-11，银河证券策略研究：A 股迎来多重利好，后市行情可期

2023-09-03，银河证券 A 股中报全景与后市配置建议
2023-08-29，银河证券点评报告：“组合拳”逐步落地，A 股布局可期

2023-08-21，银河证券策略研究点评报告：为什么 5 年期以上 LPR 没有调降？

2023-08-12，7 月通胀及金融数据解读：降准降息预期升温，坚守 A 股市场投资主线

2023-07-25，7 月中央政治局会议解读：提振 A 股市场，把握主线投资机会

2023-07-22，国内“稳预期”政策密集出台，基金加仓“大主线”

2023-07-16，策略周观察：A 股市场蓄势上行，美国通胀超预期降温

2023-07-03，2023 年 A 股市场中长期投资展望：时蕴新生，秉纲执本

2023-5-21，可持续高质量发展专题：中国特色估值体系重塑“中国元素”与投资逻辑再审视

2023-5-21，房地产行业专题：周期未变，市场竞争格局在动

2023-5-16，可持续高质量发展专题：谁主沉浮？专注制胜—兼顾选股策略

目 录

一、历次金融工作会议总结.....	3
二、第六次中央金融工作会议有哪些聚焦?	4
三、对资本市场深远影响的解读.....	6
(一) 稳市场: 建立防范化解地方债务风险长效机制.....	6
(二) 稳市场: 构建房地产发展新模式.....	10
(三) 金融服务于高质量发展: 制造与创新领域.....	13
四、风险提示.....	16

一、历次金融工作会议总结

党中央、国务院自 1997 年起先后召开过五次全国金融工作会议。作为金融系统最高规格的会议，每次全国金融工作会议均对我国下一步重大金融改革方向和政策“定调”，如表 1 所示。

第一次金融工作会议于 1997 年 11 月 17 日至 19 日召开，1997 年亚洲金融危机爆发，国有商业银行不良贷款率高企，四大行资本充足率不满足国际要求，防御风险能力脆弱。为加快建立现代金融体系和金融制度，有效防范和化解金融风险，第一次金融工作会议明确定向发行特别国债，为国有商业银行充实资本金 2700 亿元，取消对国有商业银行贷款限额的控制。同时，还提出“力争用 3 年左右时间大体建立与社会主义市场经济发展相适应的金融机构体系、金融市场体系和金融调控监管体系”，说明金融发展必须与经济发展相适应，也体现了服务实体经济的本质要求。另外，设立信达、华融、长城、东方资产管理公司，接收国家商业银行和国家开发银行剥离出来的不良贷款。

第二次金融工作会议于 2002 年 2 月 5 日至 7 日召开，2001 年 11 月 10 日我国正式加入 WTO，银行业不良贷款风险积聚，证券上市发行交易秩序混乱，保险公司有大面积利差损，农信社经营不善。为加强金融监管、深化金融改革防范金融风险、整顿金融秩序、改善金融服务，第二次金融工作会议成立国有银行改革领导小组，确立农信社改革“因地制宜，分类指导”方针。同时，大力推动国有银行改组上市、推进农信社改革，其目的也是更好地服务实体经济发展。快速推进新一轮国有商业银行改革，中国工商银行、中国建设银行、中国银行在股份制改革与海外上市项目的实施上得到了一系列关键政策支持。此外，会议决定推进建立中央汇金投资有限责任公司，主导中国银行业的重组上市。

第三次金融工作会议于 2007 年 1 月 19 日至 20 日召开，政策性业务转变但经营体制尚未配套改革，农行股改问题亟需推进，外汇储备飞速上升，为把金融改革发展推向新阶段，全面深化金融改革，促进金融业持续健康发展，第三次金融工作会议指出：将加快建设现代银行制度、加快农村金融改革发展、推进政策性银行改革，并增加推进金融业对外开放、强调外汇储备管理、发展债券市场等新内容；与此同时宣布组建专营机构管理部分外汇储备。此外，会议还强调要“正确处理金融改革发展稳定三者关系”，“坚持把金融改革力度、发展速度和经济社会可承受的程度统一起来”，在保持金融稳定安全运行中推进金融改革发展。

第四次金融工作会议于 2012 年 1 月 6 日至 7 日召开，2008 年金融危机影响尚未退去，欧债危机爆发，系统性金融风险受高度关注，地方隐性债加速累积，为深化金融机构改革、防范化解地方政府性债务风险、加强资本市场和保险市场建设、扩大金融对外开放等，第四次金融工作会议着手利率市场化改革、提升金融行业服务功能、深化金融机构改革。会议还将防范系统性金融风险，提升金融服务实体经济发展功能作为会议所特别关注的两大主题，强调金融服务实体经济的发展思路与防范系统性金融风险是相辅相成的。会议提出建立存款保险制度、防范化解地方政府债务、完善人民币汇率形成机制。

第五次金融工作会议于 2017 年 7 月 14 日至 15 日召开，宏观经济由以前的“高增长”转向“新常态”，金融创新与金融监管矛盾突出，为加强服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革，第五次金融工作会议强调要形成融资功能完备的多层次资本市场体系、改善间接融资结构、建设普惠金融体系。习总书记在会提出回归本源、优化结构、强化监管、市场导向四大原则，还强调金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措，而防止发生系统性金融风险则是金融工作的永恒主题。此外，会议重要议题表明未来将推动经济去杠杆、严控地方政府债务增量。

表 1：历次金融工作会议总结

	第一次金融工作会议	第二次金融工作会议	第三次金融工作会议	第四次金融工作会议	第五次金融工作会议	第六次金融工作会议
时间	1997年11月17日至19日	2002年2月5日至7日	2007年1月19日至20日	2012年1月6日至7日	2017年7月14日至15日	2023年10月30日至31日
背景	1997年亚洲金融危机爆发，国有商业银行不良贷款率高企，四大行资本充足率不满足国际要求，防御风险能力脆弱。	我国加入WTO，银行业不良贷款风险积聚，证券上市发行交易秩序混乱，保险公司有大面积利差损，农信社经营不善。	政策性业务转变但经营体制尚未配套改革，农行股改问题亟需推进，外汇储备飞速上升。	金融危机影响未退去，欧债危机爆发，系统性金融风险受高度关注，地方隐性债加速累积。	宏观经济由以前的“高增长”转向“新常态”，金融创新与金融监管矛盾突出。	“国民经济持续恢复、总体回升向好”，但“国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻”。我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。
主题	加快建立现代金融体系和金融制度，有效防范和化解金融风险。	加强金融监管、深化金融改革防范金融风险、整顿金融秩序、改善金融服务	把金融改革发展推向新阶段，全面深化金融改革，促进金融业持续健康安全发展	深化金融机构改革、防范化解地方政府债务风险、加强资本市场和保险市场建设、扩大金融对外开放等。	服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革。	坚持党中央对金融工作的集中统一领导，坚持以人民为中心的价值取向，坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题，坚持在市场化法治化轨道上推进金融创新发展，坚持深化金融供给侧结构性改革，坚持统筹金融开放和安全，坚持稳中求进工作总基调。
内容	资本市场改革发展	定向发行特别国债，为国有商业银行充实资本金2700亿元，取消对国有商业银行贷款额度的控制。	成立国有银行改革领导小组，确立农信社改革“因地制宜，分类指导”方针。	加快构建现代银行制度，加快农村金融改革发展，推进政策性银行改革，并增加推进金融业对外开放，增强外汇储备管理，发展债券市场等新内容。	利率市场化改革、提升金融行业服务功能、深化金融机构改革。	形成融资功能完备的多层次资本市场体系、改善间接融资结构、建设普惠金融体系。
	服务实体经济发展	提出“力争用3年左右时间大体建立与社会主义市场经济发展相适应的金融机构体系、金融市场主体和金融调控监管体系”，说明金融发展必须与经济发展相适应，也体现了服务实体经济的本质要求。	大力推动国有银行改组上市，推进农信社改革，其目的也是更好地服务实体经济发展。快速推进新一轮国有商业银行改革，中国工商银行、中国建设银行、中国银行在股份制改革与海外上市项目的实施上得到了一系列关键政策支持。	强调要“正确处理金融改革发展稳定三者关系”，“坚持把金融改革力度、发展速度和经济社会可承受的程度统一起来”，在保持金融稳定安全运行中推进金融改革发展。	将防范系统性金融风险、提升金融服务实体经济发展功能作为会议所特别关注的两大主题，强调金融服务实体经济的发展思路与防范系统性金融风险是相辅相成的。	金融要为经济社会发展提供高质量服务，要着力营造良好的货币金融环境，切实加强对重大战略重点领域和薄弱环节的优质金融服务，始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略，区域协调发展，确保国家粮食和能源安全等。做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融5篇文章。
	防范化解风险	设立信达、华融、长城、东方资产管理公司，接收国家商业银行和国家开发银行剥离出来的不良贷款。	推进建立中央汇金投资有限责任公司，主导中国银行业的重组上市。	组建专营机构管理部分外汇储备。	建立存款保险制度、防范化解地方政府债务、完善人民币汇率形成机制。	要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险，增强切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，建立防范化解地方债务风险长效机制，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁，满足不同所有制房地产企业合理融资。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

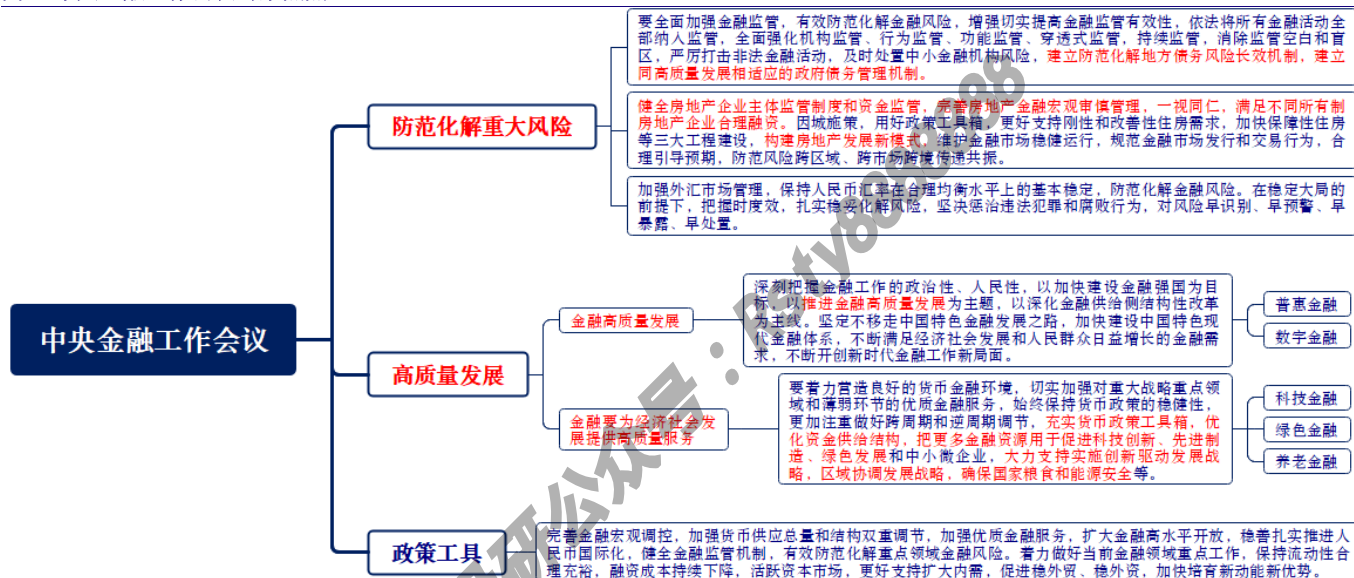
二、第六次中央金融工作会议有哪些聚焦？

本次金融工作会议有其特殊的宏观经济背景，2023年7月24日中央政治局会议给出了宏观经济的定位。针对当前经济形势，会议指出，“国民经济持续恢复、总体回升向好”，但“国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻”。不过会议也强调，“疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。”此次会议重申加大宏观调控力度，以“不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。基于此，中央金融工作会议也确定了主基调。相较于以往五次金融工作会议，本次金融工作会议着重围绕防范化解重大风险与高质量发展两大主线展开。如图1所示。

尽管历代会议在主要目标和政策侧重上存在不同，但核心内容主要聚焦在加强党中央对金融工作的一体化领导、推动金融监管体系的改革架构、提升金融服务实体经济的能力，以及有效预防和应对金融风险等议题。

第六次金融工作会议以推进金融高质量发展为主题，深化金融供给侧结构性改革为主线，以金融队伍的纯洁性、专业性、战斗力为重要支撑，以全面加强监管、防范化解风险为重点，坚持稳中求进工作总基调，统筹发展和安全，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线，坚定不移走中国特色金融发展之路。会议指出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，金融要为经济社会发展提供高质量服务。

图 1. 中央金融工作会议的聚焦点



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

特别需要注意的是，第六次中央金融工作会议传达出党中央对深化资本市场改革，优化金融生态系统和实现金融领域高质量发展的坚定承诺。它旨在通过优化融资结构和加强资本市场的枢纽功能来提高经济效率。推动股票发行注册制的深入实施不仅意味着降低行政干预，强化市场机制，也意味着为企业提供更多样化的股权融资途径，从而满足不同类型的企业的融资需求。此外，政策还强调了上市公司质量的提升和一流投资银行与投资机构的培育，这对于促进市场的稳定和投资者保护至关重要。同时，债券市场的高质量发展也被提上日程，这将增强市场深度和流动性，加强风险管理。整体而言，这些政策方向显示了政府对于进一步深化金融市场改革、服务实体经济和促进经济持续健康发展的综合考虑。

本次会议最为核心的是政策的发力点，具体有两个。

一是对待风险，不留任何余地。（1）关于地方债务风险。要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险，增强切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管，持续监管，消除监管空白和盲区，严厉打击非法金融活动，及时处置中小金融机构风险，建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制。**（2）关于房地产泡沫风险。**健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁，满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策，用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等三大工程建设，构建房地产发展新模式，维护金融市场稳健运行，规范金融市场发行和交易行为，合理引导预期，防范风险跨区域、跨市场跨境传递共振。**（3）关于汇率风险。**加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，防范化解金融风险。在稳定大局的前提下，把握时度效，扎实稳妥化解风险，坚决惩治违法犯罪和腐败行为，对风险早识别、早预警、早暴露、早处置。

二是金融迈入高质量发展的新阶段。（1）金融高质量发展。深刻把握金融工作的政治性、人民性，以加快建设金融强国为目标，以推进金融高质量发展为主题，以深化金融供给侧结构性改革为主线，……，坚定不移走中国特色金融发展之路，加快建设中国特色现代金融体系，不断满足经济社会发展和人民群众日益增长的金融需求，不断开创新时代金融工作新局面。**（2）金融要为经济社会发展提供高质量服务。**把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略，区域协调发展战略，确保国家粮食和能源安全等。做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融 5 篇大文章。

另外，对于高质量发展，金融扮演着非常重要的角色。**（1）对于证券行业的定位。**要着力打造现代金融机构和市场体系，疏通资金进入实体经济的渠道，优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构，促进债券市场高质量发展，完善机构定位，支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营，强化政策性金融机构职能定位；**（2）对于保险业的定位。**发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能；**（3）对于银行业的定位。**强化市场规则，打造规则统一，监管协同的金融市场，促进长期资本形成健全法人治理，完善中国特色现代金融企业制度，完善国有金融资本管理，拓宽银行资本金补充渠道，做好产融风险隔离。

三、对资本市场深远影响的解读

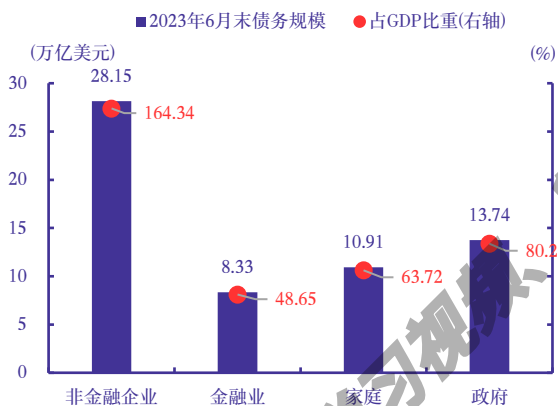
（一）稳市场：建立防范化解地方债务风险长效机制

中央金融工作会议指出：“坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题”、“当前和今后一个时期做好金融工作……以全面加强监管，防范化解风险为重点”、“牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”、“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”。我国地方政府债务以及城投债规模较大，债务风险化解是长期而又艰巨的任务，也是今后金融工作的重点内容，在党中央强化金融监管与金融风险防控的背景下，我国地方债务风险总体可控。

根据国际金融协会（IIF）公布的最新数据，2023 年 6 月底，我国包含金融企业在内的宏观杠杆率高达 356.8%，在新兴市场国家中最高，也超过了发达国家的平均水平。其中，政府杠杆率 80.2%（不含隐性债），非金融企业杠杆率 164.3%（含政府隐性债 58%），家庭杠杆率 63.7%，金融部门杠杆率 48.6%。2023 年 6 月 30 日，美元兑人民币中间价报 7.2258，按此汇率换算，二季度末，政府债务余额 13.74 万亿美元，约合人民币 99.29 万亿元。如图 2 所示。

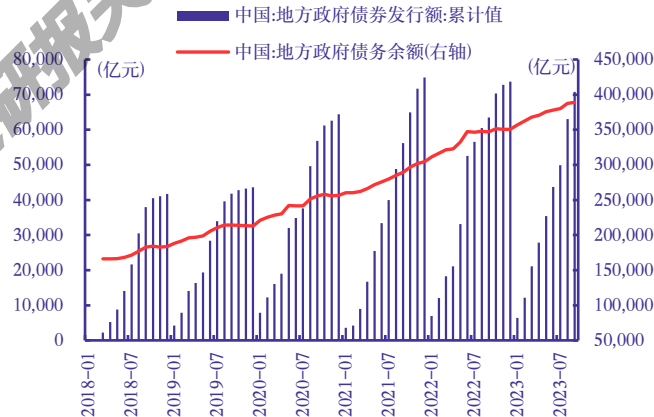
据 wind 统计数据显示，2016 年到 2021 年，地方政府融资平台债务余额增长了接近 1.5 倍，从原来的 20.31 万亿元扩张到 49.88 万亿元，同时 2022 年全年预计超过 57.6 万亿元。截至 2023 年 10 月 30 日，地方政府债务余额为 39.81 万亿元，较年初增加 4.93 万亿元，其中，一般债券 15.5 万亿元，专项债券 24.31 万亿元。叠加不公开的 LGFV 有息负债约 70 万亿元，地方政府债约 110 万亿元。如图 3 所示。

图 2. 2023 年 6 月末中国债务规模及杠杆率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3. 中国地方政府债券发行额与地方政府债务余额

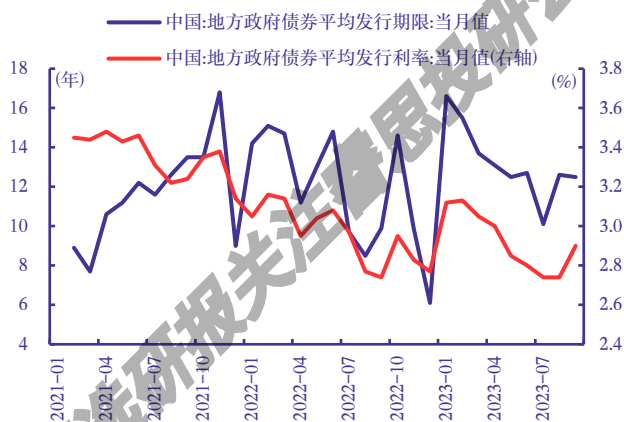


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2021 年，中国地方政府累计发行债券 74898 亿元，创历史新高；2022 年小幅下降至 73676 亿元；2023 年 1-9 月，已累计发行 70783 亿元债券，高于 2022 年同期、2021 年同期，预计今年债券总发行量将再创新高。但债券发行用途中多数用于借新还旧，即地方政府化债的解决方式之一。从发行期限和发行平均利率来看，2021 年以来，发行期限显著上升，而发行利率震荡下行。同时，地方政府债券剩余平均年限自 2018 年以来持续上涨，自 2018 年 6 月末的 4.5 年平均年限，上升至 2023 年 9 月末的 9.2 年平均年限；地方政府债券剩余平均利率 2020-2021 年小幅下降，2022 年以来快速下降，截至 2023 年三季度末降至 3.29%。如图 4、5 所示。

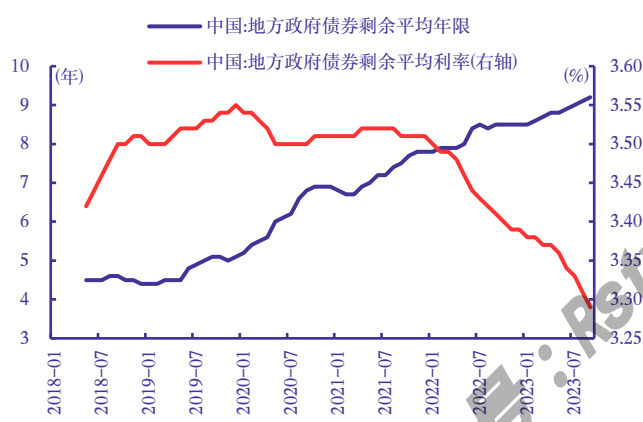
中央金融工作会议强调要“着力做好当前金融领域重点工作，保持流动性合理充裕，融资成本持续下降”，因此，未来地方政府债券利率，即融资成本将继续下降并长期保持低位，以帮助地方政府化债。

图 4. 中国地方政府债券平均发行期限及利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5. 中国地方政府债券剩余平均年限及利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

31 个省、直辖市、自治区中，地方政府债务余额分化较大，广东、山东、浙江、江苏的地方政府债务余额均超过 2 万亿元，分别为 2.51 万亿元、2.36 万亿元、2.16 万亿元、2.07 万亿元。但考虑到各省份经济与财政实力分化也较大，从负债率及财政自给率更能看出各省实际债务负担的高低。截至 2022 年末，从地方政府债务负担来看，青海省地方政府债务余额为 3044.30 亿元，处于全国各省份较低水平，但其负债率超 84.33%，财政自给率仅为 16.66%，从而债务负担较重。贵州、吉林、甘肃、天津、海南等地区的负债率也均超过 50%，债务负担相对较重。由于地方财政收入大幅度下滑，天津、贵州、云南等地，已经出现了较为严重的地方债违约潮。如表 2 所示。

2023 年 10 月 30 日，今年城投债发行量约为 45631 亿元，已偿还量约 34445 亿元，全年到期规模达 40782 亿元，较 2022 年增长超 8000 亿元，年初以来土地财政持续低迷也导致部分地区专项债付息明显承压。截至 10 月 30 日，城投债总量为 12.84 万亿元，较年初增加 1.07 万亿元。如图 6 所示。

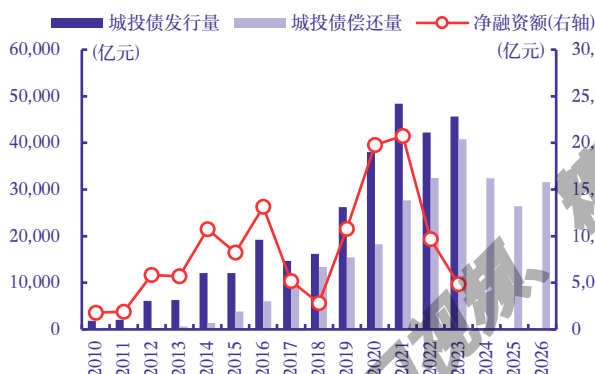
城投债地区分化也较严重，截至 2023 年 10 月 30 日，江苏省城投债存量规模为 2.77 万亿元，远超其他省份，较 2014 年末城投债规模增长了 523.30%；其次是浙江省、山东省，城投债存量均超 1 万亿元，分别为 1.92 万亿元、1.15 万亿元，较 2014 年末分别增长 807.84%、717.07%；四川、湖南、湖北、重庆、江西、安徽、河南等省份的城投债存量规模均超 5000 亿元。上述城投债规模较高的前 10 大地区城投债存量规模合计为 10.29 万亿，占全国城投债规模总量的 80% 左右。如图 7 所示。

表 2：2022 年末各省份地方政府债务负担情况

地域	负债率(%)	债务率(%)	地方政府债余额(亿)	地方政府债限额(亿)	财政自给率(%)	有息负债(亿)
青海	84.33	155.18	3,044.30	3,260.70	16.66	323.00
贵州	61.84	161.23	12,470.11	12,962.35	32.25	10,606.48
吉林	54.84	133.67	7,167.60	7,549.10	21.04	3,968.19
甘肃	54.34	165.65	6,087.50	6,390.80	21.32	2,346.70
天津	53.00	278.67	8,645.54	8,890.13	67.11	12,593.15
海南	51.14	121.32	3,486.63	3,703.40	39.72	680.81
黑龙江	45.85	493.06	7,290.90	7,410.60	23.67	1,360.42
新疆	44.26	412.46	7,852.66	8,435.86	32.99	4,453.08
云南	41.78	149.45	12,098.30	13,165.05	29.10	7,535.60
内蒙古	40.33	284.70	9,339.80	9,979.20	47.97	1,555.75
宁夏	39.39	134.16	1,996.80	2,236.90	28.98	713.67
辽宁	37.88	157.94	10,975.20	11,718.46	40.33	2,051.68
河北	37.17	167.36	15,748.59	17,159.10	43.59	4,082.33
广西	36.96	117.23	9,722.11	10,084.25	28.64	10,990.87
重庆	34.57	125.03	10,071.00	10,281.00	42.99	14,420.85
江西	33.86	203.84	10,859.50	11,794.44	40.45	16,327.37
湖南	31.65	110.25	15,405.10	15,591.91	28.81	23,154.06
四川	31.20	96.03	17,705.40	18,507.00	40.96	33,565.33
陕西	29.85	178.99	9,782.16	10,590.15	48.94	15,696.24
安徽	29.54	121.35	13,304.10	14,371.00	42.83	16,128.84
山东	26.98	115.38	23,588.02	24,415.60	58.57	29,661.32
西藏	26.63	255.86	560.70	645.30	6.93	468.30
浙江	25.95	84.64	20,168.83	20,717.35	66.90	55,142.71
湖北	25.87	221.60	13,900.10	14,525.29	38.05	17,652.65
北京	25.39	116.21	10,565.33	12,202.40	76.51	5,582.82
河南	24.62	230.76	15,103.80	16,434.00	40.04	16,083.61
山西	24.51	91.28	6,285.79	6,506.04	58.81	2,351.08
福建	22.41	144.80	11,901.72	12,857.20	58.55	13,036.34
广东	19.43	94.65	25,082.28	26,258.07	71.74	7,955.42
上海	19.12	56.45	8,538.60	11,303.10	81.00	3,078.40
江苏	16.84	72.62	20,694.05	22,594.14	62.13	77,882.60

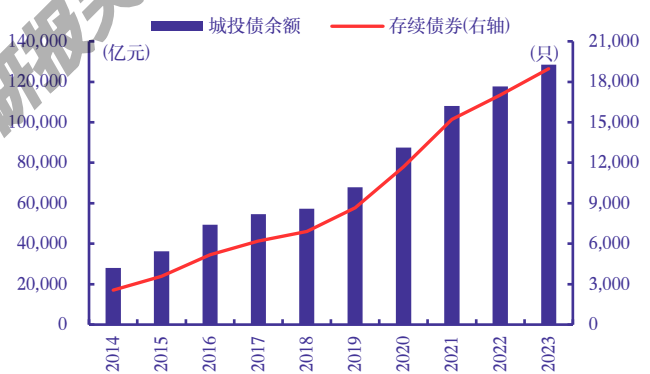
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6. 城投债发行量、偿还量与净融资额(截至 2023-10-30)



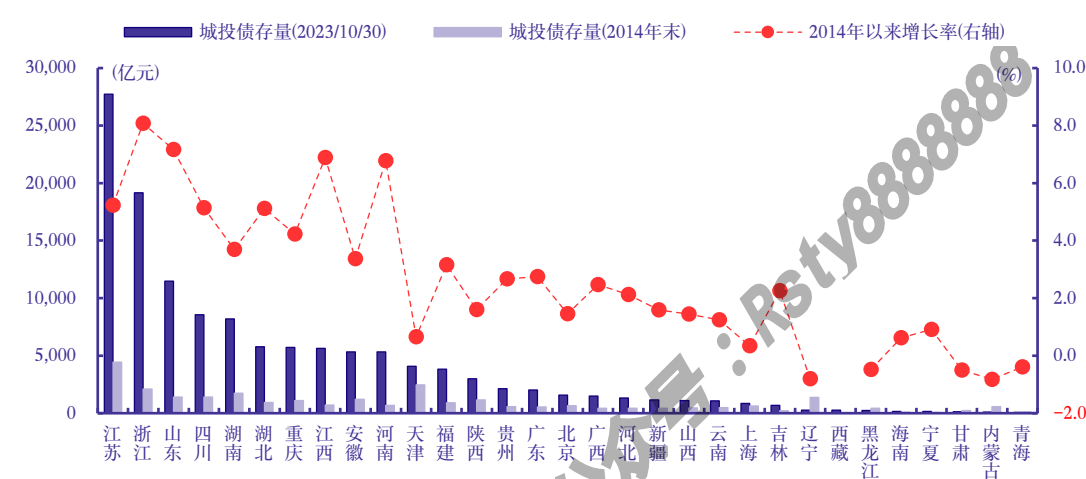
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7. 城投债余额与存续债券只数(截至 2023-10-30)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8. 中国各地区城投债存量规模及其增长率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 3：各省份城投债信用利差（BP）

省份	信用利差(2023-10-30)			信用利差变化(与 2022 年末相比)		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
云南	469.30	676.64	564.87	-253.80	21.18	-73.60
甘肃	342.67	570.83	521.87	-136.65	-799.54	-135.43
贵州	341.46	848.65	856.08	-69.69	-387.09	-153.09
宁夏	319.46	496.01		-133.47	-119.11	
吉林	268.96	210.99	509.61	-153.11	-224.40	-108.99
河南	200.29	186.49	406.49	-100.69	-103.02	-143.46
广西	196.95	804.08	447.15	-75.88	-175.42	-98.18
重庆	178.52	195.88	375.62	-97.54	-121.39	-166.18
天津	177.93	371.55	356.26	-276.38	-259.29	-315.30
河北	168.45	200.36	125.61	-97.48	-154.37	-138.60
陕西	157.78	231.24	316.74	-74.83	-93.97	-104.49
江西	153.26	166.66	243.69	-90.00	-119.89	-153.68
四川	138.64	175.46	391.99	-78.17	-96.12	-149.34
内蒙古	135.42	63.07	266.43	-157.78	-168.19	-155.08
湖南	135.08	161.99	369.69	-80.98	-109.09	-146.16
辽宁	133.54	231.54	415.57	-113.38	-341.05	-141.18
山东	127.57	301.20	472.28	-49.58	-94.32	-76.40
安徽	114.20	101.39	170.43	-82.92	-112.38	-148.71
湖北	111.61	154.54	170.20	-60.12	-71.18	-114.56
山西	104.89	195.64	240.26	-119.19	-172.65	-196.42
海南	93.80		116.09	-71.05		-152.45
江苏	80.55	108.27	172.62	-65.79	-126.14	-161.27
黑龙江	76.23	218.15	345.41	-121.51	-220.11	-76.47
浙江	75.85	107.95	139.58	-50.78	-95.05	-144.71
新疆	72.07	114.07	253.22	-64.92	-115.20	-163.64
广东	71.40	102.91	111.60	-44.04	-70.64	-100.46
上海	55.48	69.45	83.15	-40.00	-77.44	-107.66
北京	51.72	95.21	110.79	-36.61	-71.56	-61.29
福建	51.48	88.38	160.71	-24.06	-102.63	-105.87
青海		670.25			-337.33	
西藏		110.03			-66.53	

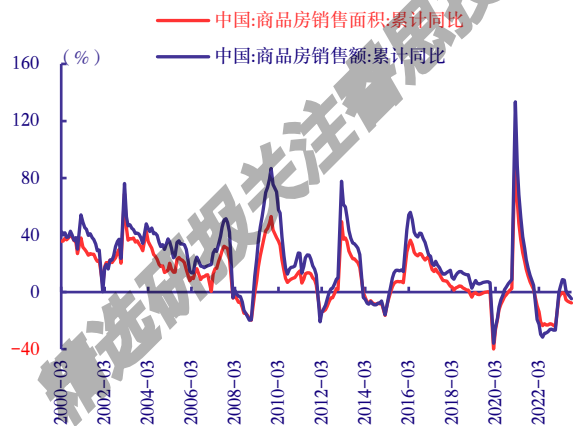
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

城投债信用利差能够反映发行主体的信用风险高低，信用利差越高，则投资风险越大，发行主体融资成本也越高。截至 2023 年 10 月 30 日，各省份 AAA 级城投债信用利差对比发现，云南省高达 469.30BP；其次是甘肃省，为 342.67BP，贵州省为 341.46BP，宁夏回族自治区为 319.46BP，均超 300BP；此外，吉林、河南、广西、重庆、天津、青海等地的信用利差也较高；而附件、北京、上海、广东、浙江等地信用利差低于 100BP，其融资成本相对较低。从环比来看，由于 2023 年宏观利率总体下行，各省份信用利差较 2022 年末也呈下行趋势。如表 3 所示。

（二）稳市场：构建房地产发展新模式

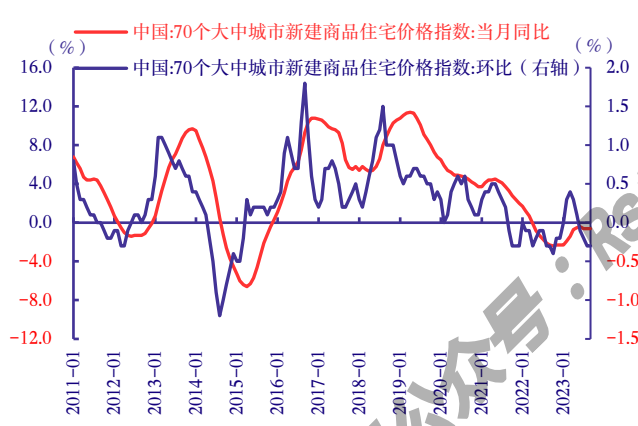
当前房地产行业处于下行周期，销售端持续低迷。9 月份，商品房销售面积和销售额同比降幅均较前值小幅收窄。但从累计值来看，1-9 月份，商品房销售面积同比下降 7.5%，降幅已连续 5 个月扩大，商品房销售额同比下降 4.6%，降幅较上月进一步扩大 1.4 个百分点。房价指标方面，9 月份，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 0.6%，降幅与前两个月持平，环比下降 0.3%，降幅持平于前值。房地产行业深度调整，政策效果仍待显现。

图 9. 商品房销售面积及销售额累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

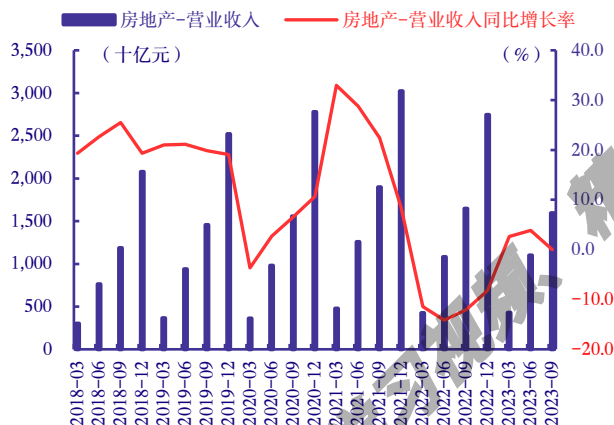
图 10. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比及环比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

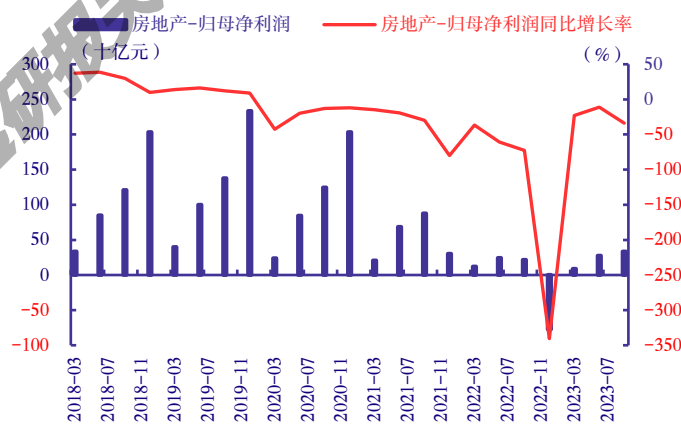
地产下行周期影响下，房企业绩有所承压。截至 10 月 31 日，118 家房地产行业上市公司三季报已披露完毕。前三季度，房地产行业营业收入同比小幅下滑 0.01%，逆转了上半年的正增长态势，自 2020 年以来，房地产行业归母净利润同比增速始终为负，前三季度同比下降 33.64%，降幅较上半年进一步扩大。

图 11. 房地产行业营业收入同比增速



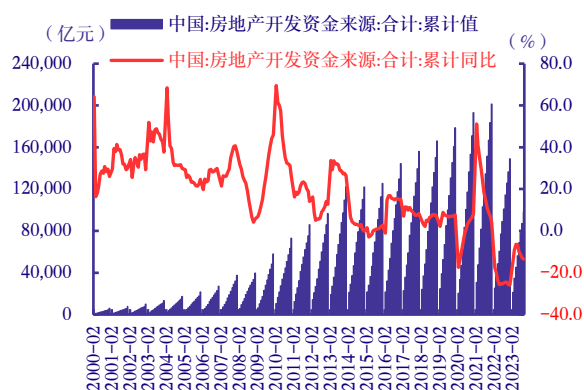
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12. 房地产行业归母净利润同比增速



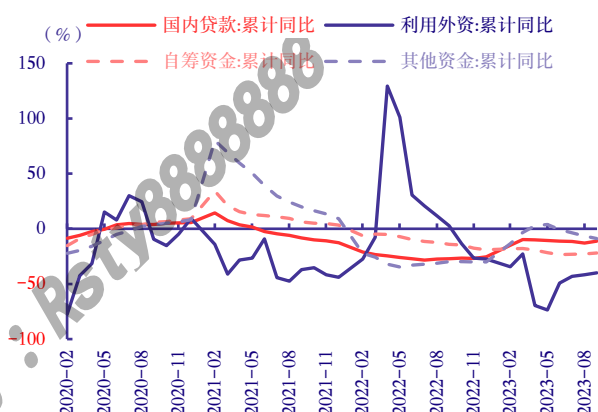
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 13. 房地产开发资金来源累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14. 房地产开发资金来源分项累计同比

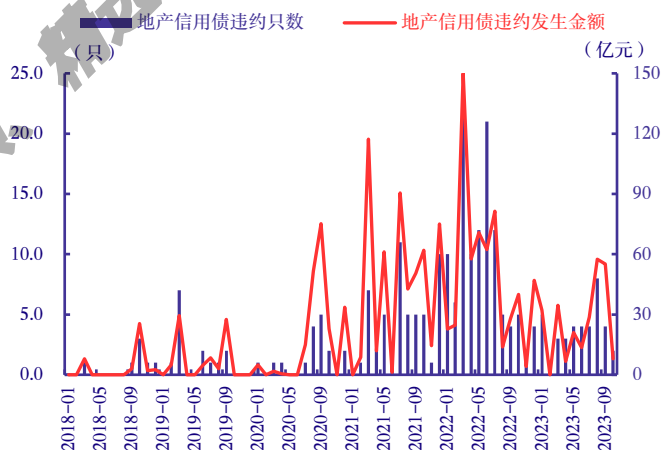


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在融资端政策效果受限、销售复苏不及预期等影响下，房企资金状况持续紧张。1-9 月份，房地产开发企业到位资金 98067 亿元，同比下降 13.5%，降幅自 5 月以来持续扩大。其中，国内贷款 12100 亿元，同比下降 11.1%，房企融资持续低迷；利用外资 36 亿元，下降 40.0%；自筹资金 31252 亿元，下降 21.8%；定金及预收款 33631 亿元，下降 9.6%；个人按揭贷款 17028 亿元，下降 6.9%。在头部房企风险事件影响下，整体行业融资信用受损，预计后续房企资金压力仍大。

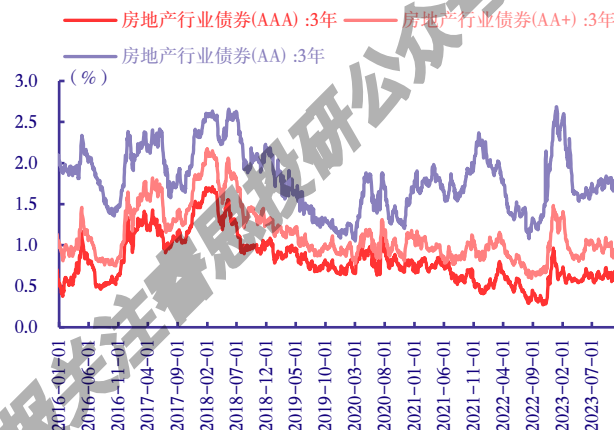
2023 年以来，截至 10 月 30 日，共 37 只地产信用债违约或展期，违约发生金额总计 257.20 亿元，较 2022 年同期明显好转。但下半年部分房企债务压力仍大，房企违约风险依然严峻。从信用利差来看，二季度以来，销售恢复未达预期，叠加个别房企信用事件影响，低等级债券价格下跌，信用利差小幅走高，中高等级债券信用利差整体走平。

图 15. 地产信用债违约只数及发生金额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16. 地产债信用利差走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

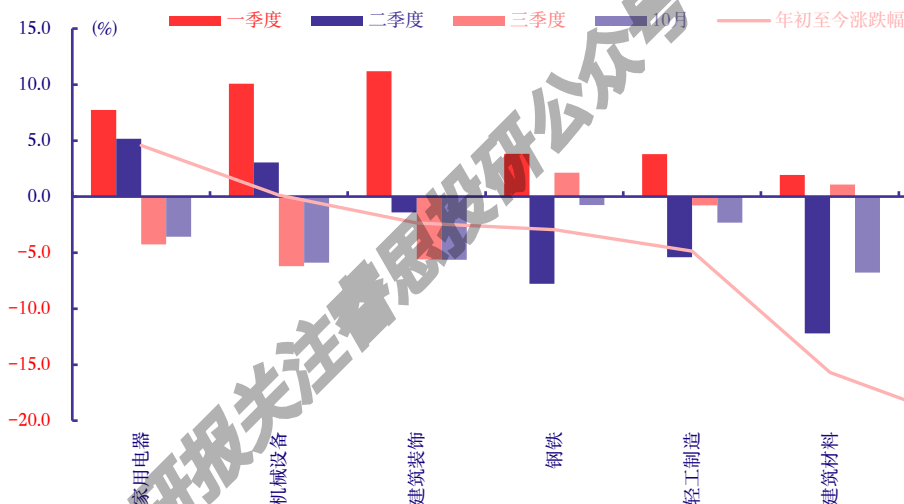
7 月 24 日，中央政治局会议首次作出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”的表述，提出“适时调整优化房地产政策”，体现了中央对于房地产市场的充分重视。本次中央金融工作会议再次提到“健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理”、“因城施策，用好政策工具箱”、“构建房地产发展新模式”等。结合上述表现来看，在经营风险、流动性风险和信用风险叠加影响下，房地产行业风险缓释是中长期视角下的重要议题，政策支持力度有望持续加大。

2023 年 10 月 31 日中央金融工作会议对于房地产明确了未来几年的发展方向。指出，“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁，满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。

并且，本次中央金融工作会议给房地产行业指明了大方向：“因城施策，用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等三大工程建设，构建房地产发展新模式，维护金融市场稳健运行，规范金融市场发行和交易行为，合理引导预期，防范风险跨区域、跨市场跨境传递共振”。

从 A 股市场投资视角，今年以来，地产产业链整体回调。截至 10 月 31 日，房地产行业跌幅达 20.20%，建筑材料行业下跌 15.69 %。结合 PE（TTM）估值水平来看，截至 10 月 30 日，建筑装饰和家用电器行业的估值水平相对较低，处于 2010 年以来 20% 历史分位数以下，机械设备、轻工制造和房地产行业估值位于 2010 年以来 30% 到 50% 区间。PB（LF）估值方面，地产产业链整体处于 2010 年以来的历史低位，估值提升空间相对较大。

图 17. 2023 年以来地产产业链涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 4：地产产业链 PE 估值及分位数

证券简称	PE (TTM)					PE 估值分位数 (%) (2010 年以来)				
	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	10 月 30 日	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	10 月 30 日
钢铁	16.39	17.88	23.13	25.06	24.96	钢铁	36.59	41.51	56.18	64.32
建筑材料	13.92	16.94	18.15	20.08	18.76	建筑材料	22.69	42.36	48.67	54.69
建筑装饰	9.00	9.76	9.65	9.11	8.49	建筑装饰	6.70	20.58	18.07	8.37
机械设备	29.60	31.60	32.06	28.92	27.57	机械设备	50.31	62.47	64.14	46.17
房地产	13.05	13.97	13.88	14.05	13.02	房地产	42.63	50.34	49.63	51.09
家用电器	13.34	14.50	14.83	13.39	13.09	家用电器	15.49	30.53	35.76	16.12
轻工制造	30.49	31.09	30.15	30.29	29.80	轻工制造	41.95	44.17	40.38	40.99

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 5：地产产业链 PB 估值及分位数

证券简称	PB (LF)					PB 估值分位数 (%) (2010 年以来)				
	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	10 月 30 日	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	10 月 30 日
钢铁	0.99	1.03	0.94	0.96	0.95	钢铁	30.01	35.97	22.81	25.67
建筑材料	1.58	1.61	1.39	1.40	1.29	建筑材料	5.80	8.31	1.04	1.31
建筑装饰	0.84	0.93	0.89	0.83	0.76	建筑装饰	3.11	17.33	10.25	1.71
机械设备	2.27	2.48	2.50	2.29	2.15	机械设备	33.03	46.45	47.81	34.10
房地产	0.88	0.83	0.79	0.82	0.76	房地产	6.45	2.73	0.86	2.29
家用电器	2.39	2.58	2.55	2.41	2.34	家用电器	21.86	33.60	31.99	23.06
轻工制造	1.99	2.07	1.95	1.94	1.89	轻工制造	32.11	39.33	27.37	26.18

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 6：地产产业链业绩表现

营业收入同比增长率（%）							归母净利润同比增速（%）						
证券简称	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	证券简称	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
钢铁	-0.62	-6.74	-6.39	-5.16	-8.46	-7.10	钢铁	-55.51	-76.74	-73.22	-70.56	-70.95	-32.70
建筑材料	-10.43	-12.26	-12.76	0.20	-2.77	-2.45	建筑材料	-35.56	-42.96	-45.99	-64.60	-39.10	-35.23
建筑装饰	8.93	8.37	7.33	7.12	6.44	6.54	建筑装饰	5.28	4.29	11.72	12.18	4.73	1.39
机械设备	-10.02	-6.08	-3.28	0.17	3.65	2.27	机械设备	-27.39	-22.71	-11.98	-6.54	1.07	0.26
房地产	-14.16	-12.10	-8.21	2.61	3.84	-0.01	房地产	-60.95	-72.45	-340.59	-22.77	-11.06	-33.64
家用电器	3.11	2.58	-0.36	3.84	5.87	6.02	家用电器	14.36	14.11	10.54	15.10	14.94	12.25
轻工制造	6.70	5.88	2.59	-7.80	-5.45	-4.01	轻工制造	-32.55	-27.02	-34.55	-27.89	-11.17	-1.54

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从业绩来看，前三季度，钢铁、建筑材料和轻工制造行业归母净利润同比降幅收窄，呈现边际改善迹象，家用电器行业维持较高的盈利增速。7 月中央政治局会议为房地产行业定调以后，“认房不认贷”、存量首套住房贷款利率下调、差别化住房信贷等政策相继推出，各地政策出台频次加快。随着“保交楼”措施和城中村改造的持续推进，叠加需求端政策效果逐步显现，房地产市场或将底部企稳。期间地产产业链业绩有望受益，带动产业链上下游估值水平的提升。建议关注地产产业链的交易性机会。

（三）金融服务于高质量发展：制造与创新领域

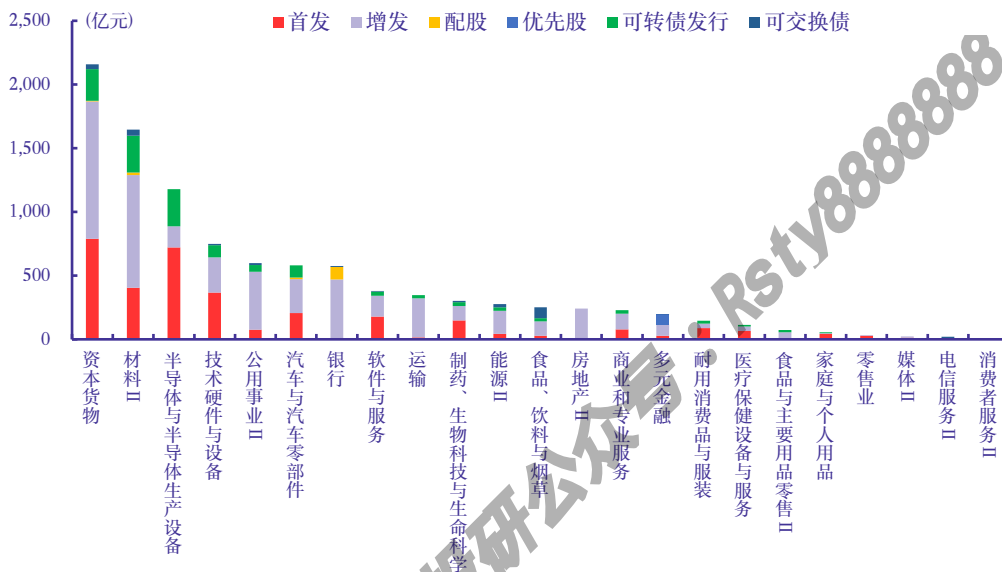
第六次中央金融工作会议还提出，“金融要为经济社会发展提供高质量服务”，“把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略，区域协调发展战

略，确保国家粮食和能源安全等”。金融可以通过引导资金流向，从而定向支持某些领域或行业。当前国产科技替代、数字经济、绿色能源等领域逐渐成为我国经济增长的新动力，加强金融对这些领域的定向支持，有利于加快我国经济的转型升级。

本次会议还明确指出，“要着力打造现代金融机构和市场体系，疏通资金进入实体经济的渠道，优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构，促进债券市场高质量发展，完善机构定位，支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石，严格中小金融机构准服务标准和监管要求，立足地开展特色化经营，强化政策性金融机构职能定位，发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能，强化市场规则，打造规则统一，监管协同的金融市场，促进长期资本循环，健全法人治理，完善中国特色现代金融企业制度，完善国有金融资本管理，拓宽银行资本金补充渠道，做好产融风险隔离。”

2023 年 1-10 月，704 家公司在 A 股进行股权融资，合计融资规模约 10179 亿元，其中 IPO 融资规模超 3300 亿元，再融资规模超 6800 亿元。从行业分布来看，资本货物行业股权融资规模超 2157 亿元，占全行业总融资规模的 21%；其次是材料Ⅱ、半导体与半导体生产设备、技术硬件与设备三类行业，分别融资 1646 亿元、1178 亿元、750 亿元，是科技含量较高的行业，也是资本市场支持力度较大的行业。如图 18 所示。

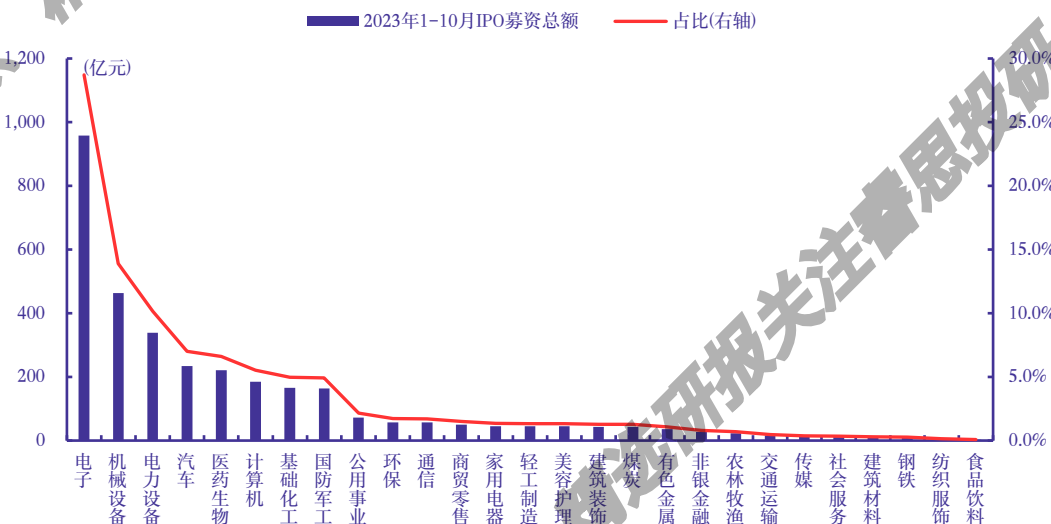
图 18. 2023 年 1-10 月份 A 股股权融资规模行业分布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

截止 10 月 31 日，2023 年累计已有 278 家公司在 A 股 IPO 上市，累计募集资金 3337.63 亿元。从行业分布来看，其中电子行业 IPO 上市 39 家，募资总额 338.6 亿元，占全行业募资总额的 28.71%，为占比最高的行业，电子行业中的芯片制造是国产科技替代的重要突破方向；其次是机械设备、电力设备行业，募资总额分别为 463.58 亿元、338.60 亿元，占全行业募资总额的 13.89%、10.14%，电力设备涉及新能源概念较多；汽车、医药生物募资金额超 200 亿元；计算机、基础化工、国防军工等行业募资金额均超过 100 亿元，为资本市场支持力度较大的行业。未来资本市场对于涉及科技创新、先进发展、绿色发展等领域的还将继续增大。如图 19 所示。

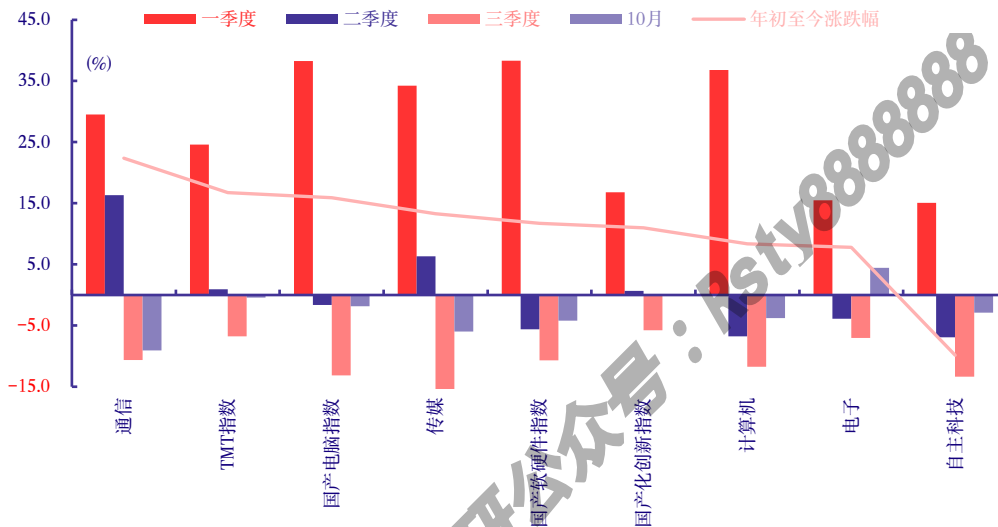
图 19. 2023 年 1-10 月份 A 股 IPO 行业分布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

行情来看，2023 年一季度，在 ChatGPT 概念引发人工智能浪潮的背景下，TMT 板块表现亮眼。但二季度以来，随着海外政策风险担忧加剧，市场情绪普遍转弱，TMT 板块整体下跌。从市盈率估值来看，随着主题炒作情绪降温，TMT 板块估值大幅回调。当前估值调整已经相对充分，其中，截至 10 月 30 日，电子、传媒行业位于 2010 年以来 40%到 60%分位数区间，通信行业估值处于历史低位，仅位于 2010 年以来 3.78%分位数水平，后续估值上涨空间较大。

图 20. 2023 年以来 TMT 板块涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院, 注: 截至 10 月 27 日

表 7: TMT 板块 PE 估值及分位数

证券简称	PE (TTM)					PE 估值分位数 (%) (2010 年以来)				
	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	10 月 30 日	上年末	一季度末	二季度末	三季度末	10 月 30 日
国产化创新指数	22.21	23.34	23.04	20.58	20.78	19.25	34.84	30.94	9.53	10.52
国产软硬件指数	70.12	99.41	112.81	103.35	95.56	74.94	92.29	99.33	93.75	91.81
国产电脑指数	43.74	58.23	72.96	71.35	71.52	12.63	40.24	62.38	59.32	59.63
自主科技	32.25	37.88	44.65	39.24	38.56	17.17	31.63	54.89	34.35	32.72
TMT 指数	31.59	39.10	42.15	38.43	39.10	4.14	22.18	29.44	20.61	22.25
电子	28.66	34.24	44.76	46.12	48.20	7.60	19.14	46.04	49.54	55.20
计算机	48.30	65.15	69.69	63.00	61.77	31.35	78.01	84.52	74.93	72.75
传媒	31.79	42.54	47.55	40.12	37.83	21.33	53.02	63.42	49.17	42.74
通信	24.38	31.12	34.77	30.40	27.99	0.15	10.13	23.26	8.55	3.78

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从板块业绩来看, 前三季度, 计算机行业营业收入同比增速由负转正, 归母净利润同比增长 10.87%, 增速较上半年有所回升。传媒行业营业收入和归母净利润同比增速较上半年进一步提升。电子行业营业收入和归母净利润同比降幅均较上半年显著收窄, 呈现出边际改善。本次中央金融工作会议强调“把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造”, “大力支持实施创新驱动发展战略”, 中长期看好国产替代科技创新板块的投资机会。

表 8: TMT 板块业绩表现

证券简称	营业收入同比增长率 (%)						证券简称	归母净利润同比增速 (%)					
	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3		2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
国产化创新指数	4.05	8.20	8.91	4.24	11.17	9.27	国产化创新指数	-2.43	-1.63	2.55	3.66	9.31	7.05
国产软硬件指数	9.13	6.94	2.66	-4.83	-2.60	0.39	国产软硬件指数	-22.56	-39.84	-34.88	94.31	3.32	4.75
国产电脑指数	16.03	9.11	7.32	-6.52	-5.39	-1.65	国产电脑指数	7.37	-11.44	-16.27	-41.83	-38.19	-25.28
自主科技	8.43	5.85	2.50	-3.02	4.64	3.24	自主科技	-6.39	-18.69	-20.41	-18.99	2.30	2.92
TMT 指数	4.95	7.20	6.11	3.70	3.60	3.58	TMT 指数	-4.18	-3.41	-12.04	-1.29	-3.59	-3.85
电子	-5.39	-2.66	-2.59	-6.43	-6.20	-4.51	电子	-21.68	-30.67	-33.71	-55.34	-42.66	-27.94
计算机	3.67	2.36	0.41	-2.43	-1.44	1.40	计算机	-57.92	-63.17	-46.36	54.76	7.35	10.87
传媒	-8.04	-6.04	-5.78	0.68	5.70	5.84	传媒	-26.84	-28.62	-67.37	25.50	20.05	21.35
通信	9.48	8.68	8.34	8.65	6.28	5.41	通信	116.05	38.62	40.61	8.47	8.90	6.83

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

四、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

图表目录

图 1. 中央金融工作会议的聚焦点	5
图 2. 2023 年 6 月末中国债务规模及杠杆率	6
图 3. 中国地方政府债券发行额与地方政府债务余额	6
图 4. 中国地方政府债券平均发行期限及利率	7
图 5. 中国地方政府债券剩余平均年限及利率	7
图 6. 城投债发行量、偿还量与净融资额(截至 2023-10-30)	8
图 7. 城投债余额与存续债券只数(截至 2023-10-30)	8
图 8. 中国各地区城投债存量规模及其增长率	9
图 9. 商品房销售面积及销售额累计同比	10
图 10. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比及环比	10
图 11. 房地产行业营业收入同比增速	10
图 12. 房地产行业归母净利润同比增速	10
图 13. 房地产开发资金来源累计同比	11
图 14. 房地产开发资金来源分项累计同比	11
图 15. 地产信用债违约只数及发生金额	11
图 16. 地产债信用利差走势	11
图 17. 2023 年以来地产产业链涨跌幅	12
图 18. 2023 年 1-10 月份 A 股股权融资规模行业分布	14
图 19. 2023 年 1-10 月份 A 股 IPO 行业分布	14
图 20. 2023 年以来 TMT 板块涨跌幅	15

表格目录

表 1: 历次金融工作会议总结	4
表 2: 2022 年末各省份地方政府债务负担情况	8
表 3: 各省份城投债信用利差 (BP)	9
表 4: 地产产业链 PE 估值及分位数	12
表 5: 地产产业链 PB 估值及分位数	12
表 6: 地产产业链业绩表现	13
表 7: TMT 板块 PE 估值及分位数	15
表 8: TMT 板块业绩表现	15

分析师承诺及简介

分析师：杨超，清华大学经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深圳地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn