

## 转型之下，城投企业产业投资基金业务研究

2024年6月26日

### 主要内容:

中证鹏元资信评估股份有限公司  
研究发展部

吴志武  
[wuzhw@pyrating.cn](mailto:wuzhw@pyrating.cn)

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



### 独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道,通过合理分析得出结论,结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明。

1、近年来,部分城投试图通过利用产业投资基金这一工具来实现产业化转型的突破。当前城投企业从事产业投资基金业务具有以下特点:一是,从参与动机来看,城投参与产业投资基金主要目的包括三方面:首先,服务于区域基础设施建设、获得更多融资渠道;其次,配合当地政府招商引资、吸引社会资本、促进地方产业经济转型升级;再者,出于拓展业务领域、增强自身造血功能、推动企业转型。二是,从投资对象来看,城投产业投资基金投资对象以基础设施、公共服务、新兴产业为主。三是,从组织形式来看,有限合伙制成为城投产业投资基金主导组织形式。四是,从与直接股权投资的对比来看,利用产业投资基金开展股权投资是一种间接的方式,在当前城投产业化能力较缺乏,市场竞争力不足的背景下,可以避免通过直接投资或者直接经营所带来的经营风险,也有利于促进城投转型。

2、根据盈利模式,城投产业基金业务开展主要有基金管理人业务模式、出资人业务模式以及这两种业务的混合模式。基金管理人业务是由城投或其下属公司负责基金管理业务,担任基金管理人,承担基金管理人职责,盈利模式主要是收取管理费和获得超额收益分配。出资人业务模式是指城投以出资人身份参与基金出资,并获取投资收益。混合业务模式是基金管理人业务和出资人业务两种模式的结合。

3、城投参与产业投资基金业务的资金来源主要是三部分,包括自有资金、地方财政出资和以城投信用开展外部融资。基金债是一类募集资金用于基金出资的企业债券统称。2017年到2023年之间,城投企业共发行基金债73只,规模671.6亿元,涉及44家发行人。

4、城投产业投资基金业务因业务模式的不同,会计处理上也有所区别。城投产业投资基金业务的绩效表现主要取决于基金规模、基金管理能力和投资项目未来发展前景等因素。城投管理的基金或基金募集规模越大,未来可能获得的收益也越大。城投企业对产业基金的管理能力以及对基金管理人的选择能力,决定了产业投资基金业务获得绩效的大小。另外,基金投资项目未来的发展前景对城投参与产业基金的效益具有重大影

响。

5、由于城投从事产业投资基金业务时间有限，目前这一业务的开展面临较多的问题和挑战，一是，转型压力之下，这一块业务产生的收入和利润体量均较小，短期内不足以支持城投实现产业化转型。二是，由于受制于当地区域经济发展状况以及城投在产业投资方面的能力缺陷，城投通过产业投资基金业务实现招商引资、推动区域产业结构升级方面的作用和效果也仍有待检验。三是，城投对从事产业投资基金业务的管理能力仍不足，风险认知能力不够，导致业务失败的风险很高。四是，作为一种金融工具，城投从事产业投资基金业务也面临一些共性问题，比如资产荒、关联风险等问题。针对上述问题，本报告提出了一些重要建议。

## 一、城投产业投资基金业务特点

受到转型的压力，近年来城投企业产业化发展不断加速，同时，产业投资基金尤其政府投资基金在近年来也获得了快速发展，在此背景下，部分城投试图通过利用产业投资基金这一工具来实现产业化转型的突破。

从目前来看，城投企业参与产业投资基金具有以下特点：

一是，从参与动机来看，城投参与产业投资基金的主要目的包括：首先，服务于区域基础设施建设，获得更多融资渠道。在产业投资基金模式下，城投公司可以通过注入较小比例的资本金以及优先劣后结构化设计来撬动银行信贷和社会资本，从而扩大融资规模。其次，为配合当地政府招商引资、吸引社会资本，促进地方产业经济转型升级。为了推动地方经济的发展，当前地方政府投资实体产业股权、吸引优质企业或优质项目落地、进而提升区域产业竞争力的意愿十分强烈，引领区域内产业转型发展、推动产业转型升级也成为城投一项重要使命，在此情况下，产业投资基金作为一个重要的投资工具，受到了城投的青睐。再者，出于拓展业务领域，增强自身造血功能，推动企业转型，避免投资风险。城投通过产业投资基金，对具有前景的企业和行业进行投资，可以带来投资增值收益，从而推动城投实现多元化扩张和转型。另外，产业投资基金可以避免直接投资或者直接经营所带来的经营风险，有利于国有资产保值增值。

二是，从投资对象来看，城投产业投资基金投资对象以基础设施、公共服务、新兴产业为主。由于城投通过成立产业基金的形式集聚资金，吸引社会资本的参与，可以有效地撬动资金及发挥乘数效应，一度产业投资基金成为城投企业开展基础设施建设和提供公共服务的重要融资渠道，但这也成为地方政府隐性债务规模扩大的重要途径，自 2018 年监管层加强对地方政府隐性债务的监管以来，以产业基金增加地方政府隐性债务的行为受到了严格的监管，导致面向基础设施和公共服务的产业投资基金有所减少。而在转型压力下，城投产业投资基金对新兴产业的投资出现增多，在引领推动区域内产业升级的目标下，更多聚焦于区域内的战略性新兴产业和重点发展产业，尤其是面向种子期、初创期科技型企业居多。

三是，从组织形式来看，有限合伙制成为城投产业投资基金主导组织形式。基金的组织形式有契约型、有限合伙制和公司制三种，其中有限合伙制是目前我国产业投资基金最主要的组织形式。有限合伙制具有较多的优点，比如，有限合伙人承担有限责任，普通合伙人承担无限责任，为有限合伙人提供相对“安全”的保障。同时，资金募集采取认缴制对有限合伙人资金占用较少，这些都利于基金的募集。再比如，有限合伙人和普通合伙人具有不同的制度分工，普通合伙人因承担基金主要的运作管理职责和无限责任，可以在“募、投、管、退”等基金管理方面发挥重要的专业能力，从而有利于保持基金运作的效率。

四是，从与直接股权投资的对比来看，直接股权投资由于可以对投资对象进行直接控股，从而可以直接

请务必阅读正文之后的免责声明

参与企业经营和管理，更有利于城投开展产业化布局，但相比之下，利用产业投资基金开展股权投资是一种间接的方式，在当前城投产业化能力较缺乏，市场竞争力不足的背景下，可以避免通过直接投资或者直接经营产业所带来的经营风险，也有利于促进城投转型。一是，产业投资基金具有杠杆效应，可以撬动更多的资金，发挥乘数效应，从而分散投资风险；二是，产业投资基金通过对不同的领域布局，实现投资项目多元化，从而分散经营风险；三是，产业投资基金交给专业的机构打理，可以避免城投在产业投资和管理等方面的不足；四是，产业投资基金投资期限一般在 10 年以内，以 3 到 7 年居多，投资时间相对较短，城投能在较短的时间内获取一定的产业类收入，有利于产业化转型。

## 二、城投产业投资基金业务模式

为了满足对外投资的需要，部分城投产业投资基金业务已成为其一项重要的业务。根据盈利模式，城投产业基金业务开展主要有基金管理人业务模式、出资人业务模式以及这两种业务的混合模式。

### 1、基金管理人业务模式

基金管理人业务是由城投或其下属公司担任基金管理人，负责基金管理业务，主要职责是按照私募股权投资基金管理业务的运作流程对基金进行管理，其商业模式主要为“募资、投资、管理、退出”，即通过私募的方式募集资金，寻找潜在项目并筛选、投资，以及投后管理和基金日常运作等，基金投资项目退出主要是通过上市、股权转让、股权回购、股转债、清算解散等市场化方式。另外，如果管理的是母基金，还负有帮助子基金遴选出具有竞争优势的基金管理人责任。由于成为基金管理人对企业资质、专业程度、市场化运作能力等的要求都比较高，比如母基金管理人需要具有基金业协会登记的私募基金管理机构资格等，因而，具有实力的城投企业往往成立专门的私募基金管理机构来负责产业基金管理业务事宜。基金管理人业务盈利模式主要是收取管理费和获得超额收益分配，管理费的计提一般按基金实缴资本的一定比例收取，超额收益分配是基金收益完成对所有合伙人返本和一定的收益分配后，剩余可分配收益再按照一定比例分配给管理人的部分。

城投基金管理人业务来源上，包括接受别人的委托成为基金管理人，或是在合伙型产业基金模式下，成为 GP 自行担任管理人；业务结构上，既有市场化的业务，也即以市场化的方式获得基金管理人资格，也有非市场化的业务，主要是受政府的委托承担政府产业投资基金、政府引导基金等政府出资基金的管理。以滁州市天使投资基金为例，这是由滁州市政府主要出资设立的产业投资基金，由城市建设投资有限公司成立专门的基金管理公司负责该基金的日常管理。再以北京亦庄国际投资发展有限公司为例，该公司控股股东和实际控制人均为北京经济技术开发区财政审计局，其下属子公司亦庄产投是私募基金管理机构，具有基金业协会登记的私募基金管理机构资格。截至 2023 年 3 月末，亦庄产投作为管理人共管理 9 支基金，大部

请务必阅读正文之后的免责声明

分为市场化基金。

## 2、出资人业务模式

出资人业务模式是指城投以出资人身份参与产业投资基金出资，并获取投资收益。这种模式主要包括两种，一种主要是城投作为投资者获取投资项目增值收益，投资收益来源主要是基金按照出资人实缴出资比例对投资收益进行分配获取，包括股息分派、回购股份并注销等；另一种是基金设立的目的是围绕某一项目的建设，出资人以明股实债的方式出资，项目完成后由地方财政进行回购。该业务模式中城投的出资人身份，对于公司制，可以是发起人，对于有限合伙制，由于我国《合伙制企业法》规定国有企业不能为普通合伙人，因而城投更多的是以有限合伙人身份出现，只承担有限责任。

以南京江北新区科技投资集团有限公司为例，该公司实际控制人为南京市江北新区管理委员会。公司产业投资基金业务模式主要通过参与成立私募股权投资基金投资于优质标的，发行人一般作为有限合伙人参与私募股权投资基金的投资运作。根据债券募集说明书，截至 2023 年 3 月末，发行人通过基金参与投资项目合计 462 个，投向行业主要为集成电路、芯片设计、生物医药、高端装备制造、互联网科技等，被投项目所处阶段主要为早中期及成长期。截至 2023 年 3 月末，发行人基金投资的项目合计退出 15 个，投资回款合计 27798.16 万元，平均投资回报倍数 2.02 倍，最高投资回报倍数 9 倍；已退出项目主要通过股权转让方式实现退出。

## 3、混合业务模式

混合业务模式是指从事的产业投资基金业务中既包括基金管理人业务，也包括出资人业务两种模式，该业务模式收益来源除了作为基金管理人获得管理费收入和超额收益分配外，还有作为投资人获得投资收益分配。以无锡市国发资本运营有限公司为例，该公司控股股东及实际控制人为无锡市国资委，其下属子公司锡创投是公司基金管理业务的重要运营主体，锡创投根据地方政府的授权负责管理无锡市政府引导基金，以扶持无锡市产业发展，还承接了部分区级引导基金的管理。同时，其管理的市场化基金——太湖浦发基金以及太湖股权基金公司，公司同时作为 LP 代财政出资，获取基金投资收益分配。

**表 1 城投企业产业投资基金业务模式对比**

类型	基金管理人模式	出资人模式	混合业务模式
城投角色	基金管理人	出资人、发起人	基金管理人，出资人
主要职责	负责产业基金“募投管退”以及子基金管理人的遴选等管理工作	履行出资人责任	履行出资人责任，负责产业基金的管理

盈利模式	获取管理费和超额收益分配	获取投资收益	获取管理费收入、投资收益及超额收益分配
风险承担	基金经营管理风险或投资损失责任	项目投资风险	基金经营管理风险和项目投资风险
会计处理	收到管理费时，计入主营业务收入	收到投资收益时，计入投资收益	计入主营业务收入或投资收益
存续时间	周期较长	相对较短	周期较长

数据来源：中证鹏元整理

### 三、城投产业投资基金业务的资金来源

#### 1、城投参与产业投资基金业务的资金来源

城投参与产业投资基金业务的资金来源主要是三部分：

一是，自有资金，主要是企业经营过程中获得经营收益或者是股东出资注入的资金。由于是城投企业自有资金，城投出资的目的可以是单纯的获得投资收益，也可以兼顾地方政府的产业诉求。

二是，地方财政出资，委托给城投代为管理，且负责基金投资。地方财政出资的目的主要是为了实现地方政府的产业投资诉求，目前以成立政府引导基金较为常见，地方政府将这些引导基金委托给地方城投进行管理和产业投资。比如合肥市财政出资组建“合肥市创业投资引导基金有限公司”，该基金委托给合肥产投集团负责管理。由于地方政府出资往往会有自身的产业诉求，因而，地方政府对基金的投资和管理一般会有一定的要求，比如要求对基金投资有一定的决策权，要求引入的外部资金需达到地方政府出资的 N 倍等。

三是，以城投信用开展外部融资，比如通过发行债券等途径募集资金。以债券融资为例，根据 2018 年 4 月发布的资管新规，虽然规定“投资者不得使用贷款、发行债券等筹集的非自有资金投资资产管理产品”，表明一般资管产品无法通过债券等筹集资金，但资管新规中“创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定”，使得城投平台通过发行债券投向该两类基金获得了政策上的许可。同时，交易所和银行间市场交易商协会对投向科创企业股权投资的产业投资基金支持发行科创公司债或科创票据。另外，今年上交所题为《城投产业转型的探索与实践》的系列培训中也提到，产业类城投分为两类：一类是支持型产业类城投，主要是投资回报期长、投资回报低、促进民生经济发展的主体，例如产业类基金等。由此可知，上交所对城投企业业务上发展产业类基金持认可态度，在目前交易所对城投融资监管趋严的大背景下，城投如果募资用于基金出资获得通过的机率也将会上升。

#### 2、基金债发行概况

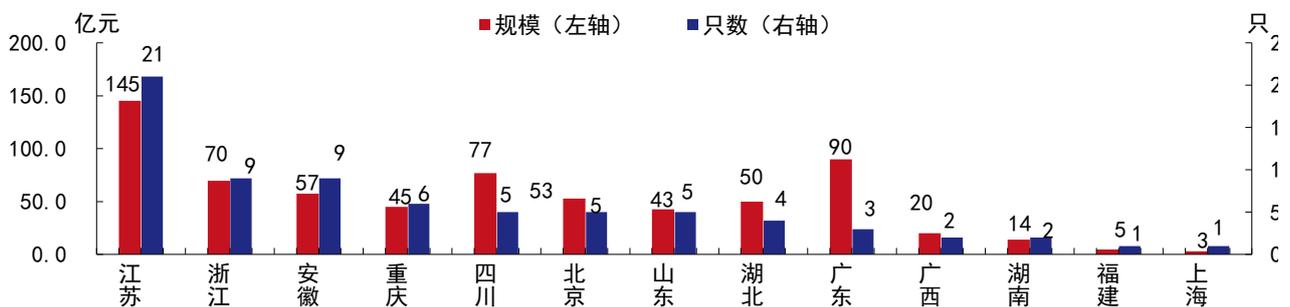
请务必阅读正文之后的免责声明

基金债并没有专门的债券指引，是一类募集资金用于基金出资的企业债券统称。从债券品种来看，包括过去发改委主管的企业债，证监会主管的纾困专项公司债、创新创业公司债，交易商协会主管的双创专项债务融资工具、权益出资票据等类型。从债券募资用途来看，基金债主要用于基金投资，但除了用于设立或参与产业投资基金出资外，还包括发起和设立民营企业纾困基金，以及置换产业投资基金中的自有资金等。

根据万德城投标准，对 2017 年以来发行的基金债进行统计，2017 年到 2023 年之间，城投企业共发行基金债 73 只，规模 671.6 亿元，涉及 44 家发行人。从各年来看，发行规模波动较大，2021 年基金债发行规模达到 216.5 亿元，为近年来峰值。

从地域分布来看，13 个省份城投企业发行了基金债，发行规模上，江苏省共发行 145.2 亿元，发行规模最大，其次为广东省，为 90 亿元，四川省发行 77 亿元，居第三位；发行只数上，江苏省共发行 21 只，居发行只数之首，其次为浙江省和安徽省，各为 9 只；城投企业数量上，江苏省有 11 家城投企业发行了基金债，居各省首位，安徽省 6 家，居第二位，浙江省 5 家，居第三位。

**图 1 基金债地域分布情况**

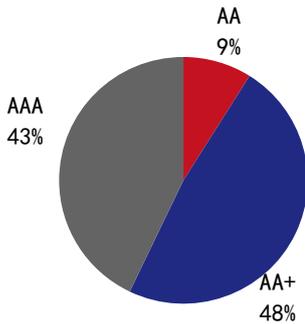


资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

从信用等级来看，发行人主体评级均在 AA 级以上，以 AA+ 级居多，AA+ 级主体债券共 42 只，占比 57.53%，规模 323.5 亿元，占比 48.17%；AAA 级主体债券 23 只，占比 31.51%，规模 288.1 亿元，占比 42.90%；AA 级主体债券 8 只，占比 10.96%，规模 60 亿元，占比 8.93%。

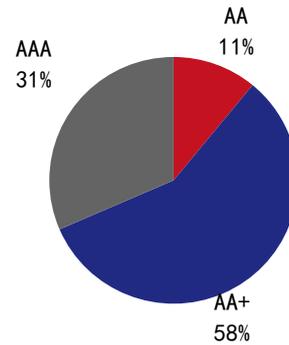
**图 2 基金债主体信用等级分布**

**图 3 基金债主体信用等级分布**



注：按发行规模统计

资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理



注：按发行只数统计

资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

## 四、城投产业投资基金业务的财务表现

### 1、城投参与产业投资基金的会计处理

城投产业投资基金业务因业务模式的不同，会计处理也会有所区别，具体来看：

一是，对于基金管理人业务模式，城投公司获得的收入主要是管理费收入，城投企业在确认当期基金管理费收入时，借记“银行存款”或者“应收账款”，贷记“主营业务收入”，应收账款在实际收到管理费时转入“银行存款”。

二是，对于出资人业务模式，城投公司获得的收益主要来源于基金和项目退出，基金退出包括减资和份额转让，项目退出主要有 IPO 上市、并购、股权转让和协议回购等方式，收到收益款时，借记“银行存款”，贷记“缴入资本”或者“投资收益”。

三是，对于混合业务模式，由于城投公司既有管理费收入，也有投资收益，因而，上述两种会计处理模式均会囊括。

### 2、城投参与产业投资基金的财务表现

城投产业投资基金业务的绩效表现主要取决于以下因素：

一是，基金规模。管理的基金或基金募集规模越大，未来可能获得的收益也越大。从目前来看，城投企业产业基金业务普遍存在募资效果不佳的问题，由于项目投资回收周期较长，收益不确定性较大，社会资本参与程度较低等因素，导致基金募资失败遭清算的情况也较为常见，从而一定程度上制约城投产业基金规模的扩大。

二是，基金管理能力。产业基金运作一般包括“募资、投资、管理、退出”四个流程，基金的绩效会因基金管理人在这四个流程中的能力不同而出现显著的差异。比如，基金管理人的投资决策能力直接关系到资金投资风险的大小，基金管理人的投后管理能力也关系到投资人本金的安全退出等重大问题。因而，城投

企业对产业基金的管理能力以及对基金管理人的选择能力，决定了产业投资基金业务获得绩效的大小。

三是，投资项目未来发展前景。无论是城投参与产业基金的目的是为了筑巢引凤，吸引优质企业和优质项目到当地投资，还是参与外地项目投资，以获取投资收益，基金投资项目未来的发展前景对城投参与产业基金的效益具有重大影响，只有投资具有发展前景的项目，才能从项目投资中获得更多的收益，否则，投资可能面临失败的风险，从而影响到产业投资基金的绩效。

从目前城投参与产业投资基金的财务表现来看，因无法直接找到所有参与产业投资基金城投的财务状况信息，只能近似地选取城投对外投资收益作为参考。我们通过万德城投数据，将近三年有财务数据且剔除掉子公司的发债城投企业数据作为样本，共获得样本企业 2186 家，从样本企业投资收益来看，2023 年城投企业产生了 1294.25 亿元的投资净收益，同比增长 7.59%，而 2022 年投资净收益为下降 18.78%，反映出 2023 年城投对外投资绩效有一定程度的好转，这或一定程度上可以反映城投参与产业投资基金的财务表现情况。

另外，再以无锡市国发资本运营有限公司为例，根据债券募集说明书，公司 2021 年到 2024 年一季度的基金管理费收入分别 5701.2 万元、3804.84 万元、18875.92 万元、4545.49 万元，收入略有波动，毛利率分别为 62%、64.31%、77.77%，毛利率较高，反映盈利能力较好。截至 2024 年 3 月末公司及下属并表子公司在管的主要母基金 9 支，实缴规模 131.44 亿元，子基金实现退出收益 64732.71 万元。另外，基金投资收益方面，公司以 LP 形式参与投资了多支市场化基金，截至 2024 年 3 月末，在投市场化基金项目共计 7 个，累计认缴规模为 16.56 亿元，实缴规模为 5.33 亿元，基金累计收益分配 700.44 万元，由于大部分基金出资尚处于投资期，基金投资收益尚未显现。

## 五、城投产业投资基金业务面临的问题和建议

### 1、城投产业投资基金业务面临的问题

由于城投从事产业投资基金业务时间有限，目前这一业务的开展面临较多的问题和挑战，具体来看：

一是，从已从事产业投资基金业务的城投来看，总体上这一块业务产生的收入和利润体量均较小，短期内不足以支持城投实现产业化转型。转型背景下，直接股权投资的优点是可以实现对产业类企业的控制，从而将产业化转型成果直接体现到城投财务报表上，达到降低城建类资产规模的目的，但产业投资基金短期内无法实现这一点，因为城投从事产业投资基金的时间较短，实力有限，因而，短期内产业投资基金业务无法支持城投实现产业化转型。

二是，城投从事产业投资基金业务，部分目的是为了响应地方政府号召，配合地方政府推动产业升级的诉求，尽管近年来合肥市部分城投企业通过产业投资基金等股权投资方式，对合肥市产业结构升级推动发

请务必阅读正文之后的免责声明

挥了重要作用，但由于受制于当地区域经济发展状况以及城投在产业投资方面的能力缺陷，比如部分城投产业投资基金缺乏明晰的产业投资规划、虽承担政府引导基金的管理责任但害怕投资风险导致基金投资进度偏慢等，因而，城投通过产业投资基金业务实现招商引资、推动区域产业结构升级方面的作用和效果也仍有待检验，特别是尽管目前地方政府利用产业投资基金发展地方产业的热情高涨，但已取得突出实际效果的地方仍仅有合肥、深圳、上海等极少数地方。

三是，城投对从事产业投资基金业务的管理能力仍不足，风险认知能力不够，导致业务失败的风险很高。尽管在推进产业化转型背景下，城投产业投资基金业务发展较快，但由于从事这一业务的时间较短，业务管理能力不足，比如对产业投资基金缺乏明显的定位，对这一业务的风险认知也不够，风险控制能力欠缺，项目投资风险较高，社会资本积极性不足，作为母基金管理人，在遴选子基金管理人的能力方面也有所欠缺，导致产业基金业务普遍存在募资效果不佳、甚至失败的问题，以及因项目投资回报不高，面临投资本金难以退出，甚至亏损等问题。

四是，作为一种金融工具，城投从事产业投资基金业务也面临一些共性问题，比如资产荒，由于经济下行，资产收益率持续下降，产业投资基金也面临优质资产、优质项目缺乏的问题，从而影响到基金回报率，再比如产业投资基金具有杠杆效应，可以吸引包括产业投资资本、银行等金融机构信贷资金在内的社会资本参与，但加杠杆的过程也会导致关联风险增大。另外，如果产业投资基金采用明股实债的方式融资，导致企业债务出表，从而掩盖企业真实的债务风险，甚至还会增加地方政府隐性债务。

## 2、建议

一是，面对转型的巨大压力，城投可以充分利用直接产业投资和产业投资基金两个工具的优点，实现产业化转型。一方面，城投企业对于所投资的产业和企业要进行充分的调研和评估，从而掌握所投资产业或企业的风险；另一方面，对于风险较大、城投不想战略性投资的产业或企业，可以利用产业投资基金进行投资，从而降低产业投资风险，而对于风险城投能把握、契合自身战略发展需要的产业，可以通过直接股权投资的方式，进行直接管理、直接经营。

二是，为了实施地方政府推动产业结构升级和建立现代产业体系的职能，城投产业投资基金业务管理中首先要明确地方政府重点发展的主导产业，掌握地方政府产业发展规划，从而有针对性地确立城投产业投资基金的重点布局方向，同时，做好对相关产业的调研工作，在基金投资前做到“心中有数”，并且加强基金体系的规划，打造产业链基金群，发挥基金在核心产业链上下游的聚焦作用。对于城投管理的政府出资基金，重点是地方政府要建立一套完善的基金管理制度，包括建立行之有效的基金绩效考核评价体系，确保城投在基金管理时做到合法合规。

请务必阅读正文之后的免责声明

三是，不断提高城投产业投资基金业务的管理能力和风险控制水平。首先，明确基金设立的定位，建立完善的“募投管退”业务管理制度和流程；其次，优选基金管理人和合作单位，对基金管理人的选择，应当倾向于行业内管理规范、经营业绩优良、管理团队稳定、具有丰富募资经验和项目投资风险管理经验的基金管理人；再者，建立科学的问责机制和加强专业化的投资人才建设等。

四是，面对产业投资基金业务中出现的共性问题，首先，要坚持秉承市场化原则，发挥市场主导性。市场化原则是产业投资基金长期可持续发展的基础，要通过基金管理人实现专业化运作，承担市场化的风险分摊责任。其次，不能将产业投资基金作为产业发展的核心融资渠道。产业投资基金的融资功能是有限的，不能将其作为地方政府或平台公司的主要融资渠道。再者，强化风险管控，防止出现各种形式的伪基金，重点防范产业投资基金的资产负债表风险、地方政府隐性债务风险及金融体系内在关联性风险，确保产业投资基金稳健运行。

## 免责声明

---

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
  - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
  - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
  - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

**中证鹏元资信评估股份有限公司**

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872333 0755- 82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210 传真：028-85288932
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140