

2015 年地方政府债券回顾与 2016 年展望

2016 年 1 月 5 日

鹏元资信评估有限公司

研究发展部

刘琦敏

liuqm@pyrating.cn

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。

报告主要内容:

(1) 2015 年,新《预算法》框架下的地方政府债券出现了不少新变化与新政策。地方债市场上首次出现了一般债券和专项债券两个品种,并出现了置换债券的新概念和定向承销这种新的发行方式。地方债开始比照中央国债实行余额管理,同时正式启动了债务限额管理。

(2) 自江苏省 5 月 18 日公开发行的第一只地方政府债券以来,2015 年共发行 1035 只地方政府债券,合计发行 38,350.62 亿元。地方债超越国债成为仅次于同业存单、金融债之后的第三大债券品种。一般债券占到发行总额的近四分之三,公开发行的地方债占到发行总额的近五分之四。公开发行的利率普遍低于定向发行利率,发行期限则以 3、5、7 和 10 年期为主,5 年期发行额最多。江苏省发行规模最大,贵州、浙江分列第二、三位。

(3) 海量置换债券的推出,对于地方政府来说,可以延长债务期限、节省利息支出,减轻债务负担;可以缓释系统性风险,促进地方政府债务的进一步规范化。央行给予积极配合,将地方债纳入 SLF、MLF、PSL 等货币政策工具的抵质押品范围,数次降息降准等措施,使得债券市场免受天量置换债的冲击,同时置换债还有助于打破刚性兑付预期,助力整体利率水平的回归。对于商业银行而言,其利润会受损,但详细分析起来,银行并不特别吃亏。

(4) 地方政府债券的前门正式全面打开,那么地方政府变相融资是否还继续存在?全国人大常委会关于地方政府债务管理工作的调研报告显示,一些地方仍存在变相举债现象。不过,随着融资平台退出历史舞台,地方或有负债开始出现了一些新的形式,如各种政策性基金、PPP 等。

(5) 展望 2016 年,中央经济工作会议表示积极的财政政策要加大力度,阶段性提高财政赤字率,因此可以预期 2016 年新增地方债规模将在今年 6000 亿元的基础上进一步扩大。今后,中央政府不再硬性下达置换债务额度,但根据存量债务额度及国务院准备在 3 年内将存量债务置换完毕的部署,2016 年的置换债券发行量预计将超过 5 万亿元,且发行时间较今年将有所提前。

一、2015 年地方政府债券总貌

（一）2015 年地方政府债券的新变化与新政策

2015 年，是新《预算法》框架下地方政府债券发行元年。这一年，地方政府债券在全国范围内全面推广，新增债务和存量债务均纳入规范化举债轨道。对比 2009 年地方政府债券问世至 2014 年地方债试点发行最后一年的地方政府债券发行与政策，新《预算法》框架下的地方政府债券出现了不少新变化与新政策。

1、一般债券与专项债券

2015 年以前，地方政府债券经历了代发代还、自发代还、自发自还多个阶段，始终只有一种类型。而 2015 年，地方政府债券全面放开的第一年，地方债市场上出现了一般债券和专项债券两个品种。2015 年 3 月 12 日和 4 月 7 日，财政部分别发布了《地方政府一般债券发行管理暂行办法》和《地方政府专项债券发行管理暂行办法》，其中分别对这两种债券给出了明确的定义。从中，我们可以总结出一般债券和专项债券的异同之处。

表 1 一般债券与专项债券的异同

	一般债券	专项债券
募集资金用途	没有收益的公益性项目	有一定收益的公益性项目，可以多个项目集合发行
偿债资金来源	一般公共预算收入	单项政府性基金收入，不足部分从相应的公益性项目单位调入专项收入弥补
发行主体	省、自治区、直辖市政府（含经省级政府批准自办债券发行的计划单列）	

2、新增债券与置换债券

2015 年的地方债市场出现的另一对新名词是新增债券和置换债券。新增债券对应今年的新增债务，包括年初两会批准的 5000 亿元一般债券、1000 亿元专项债券和以前年度发行的地方债中今年到期的 1714 亿元，2015 年地方政府新增债券发行上限总计为 7714 亿元。置换债券则不属于新增债务，而是用于偿还审计确定的政府负有偿还责任的债务中 2015 年到期的债务本金，是在财政部甄别存量债务（指新预算法实施之前形成的债务）的基础上，把原来地方政府的短期、高息债务置换成中长期、低成本的地方政府债券。

经过 3 月的 1 万亿元、6 月的 1 万亿元和 8 月的 1.2 万亿元三轮置换规模放量后，2015 年的地方政府置换债券规模最终增加至 3.2 万亿元。

3、公开发行与定向承销

2015 年地方债券市场的第三个新变化是增加了定向承销的发行方式。2015 年 5 月 12 日，财政部、中国人民银行和银监会联合印发《明确 2015 年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜》的通知中明确“采用定向承销方式发行地方债，是指省级政府面向地方政府存量债务中特定债权人，采取簿记建档方式发行地方债，用以置换本地区地方政府相应的存量债务”，并规定“对于地方政府存量债务中的银行贷款部分，地方财政部门应当与银行贷款对应债权人协商后，采用定向承销方式发行地方债予以置换。对于地方政府存量债务中的信托、证券、保险等其他机构融资形成的债务，经各方协商一致，地方财政部门也可采用定向承销方式发行地方债予以置换”。相当于向银行摊派，推进地方债务置换进程，并减轻海量地方置换债券带给市场的冲击。

4、余额管理与限额管理

以前年度的地方政府债券均实行发行额管理，即逐年审批发行额度，这对地方实际可用资金形成一定制约。以 2014 年为例，地方政府预算赤字为 4000 亿元，考虑到当年有 993 亿元的地方政府债券到期，地方债券余额只增加了 3007 亿元。2015 年，地方一般债务比照中央国债实行余额管理。这样一来，在限额内当年到期债务便可以借新还旧，不需要在发债额中扣抵。比如，今年地方一般债券的发行限额为 5000 亿元，这 5000 亿元是新增的规模，实际可以发行的规模应该加上此前年度发行的今年到期的地方债券本金 1714 亿元，即共为 6714 亿元。

另一方面，2015 年 8 月，第十二届全国人大常委会第十六次会议通过《关于批准〈国务院关于提请审议批准 2015 年地方政府债务限额的议案〉的决议》，议案的获批意味着我国依法启动了对地方政府债务的限额管理，这意味着地方政府过去数十年积累的存量债务和未来每年允许产生的增量债务，都将被严格锁定。

余额管理与限额管理，意味着地方债务将以在审计结果确定的余额基础上加上当年赤字作为上限，因而未来地方债的发行速度与债务到期节奏、到期量有关，各省可在限额内自主发债。比如，议案确认 2015 年地方政府债务限额为 16 万亿元，其中，截至 2014 年底政府性债务规模达到 15.4 万亿元，2015 年新增地方债 6000 亿元。

（二）2015 年地方政府债券发行情况与特点

1、总体发行情况

自江苏省 5 月 18 日公开发行的第一只地方政府债券以来，至 12 月 31 日，共发行 1035 只地方政府债券，合计发行 38,350.62 亿元。地方债超越国债成为仅次于同业存单、金融债之后的第三大债券品种。Wind 数据显示，2015 年地方债发行规模占全部债券发行规模的比重达 16.61%，相比上年增加 13.33 个百分点。分月度来看，11 月的发行金额最高，其次是 6 月，而发行期数最多的是 8 月（前两批置换债券发行截止时点），地方债发行最少的是第一个月和最后一月。

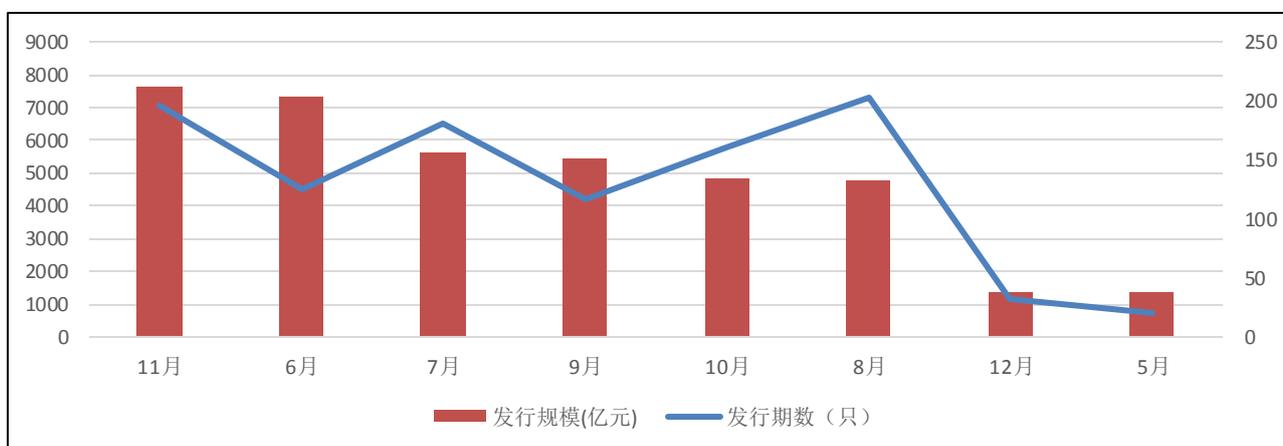


图 1 2015 年地方政府债券月度发行统计

2、债券类型分析

按债券类型看，一般债券占地方政府债券的多数。2015 年全国共发行一般债券 647 只，发行规模 28606.92 亿元，发行期数与发行规模占比分别达到 62.51%和 74.59%。

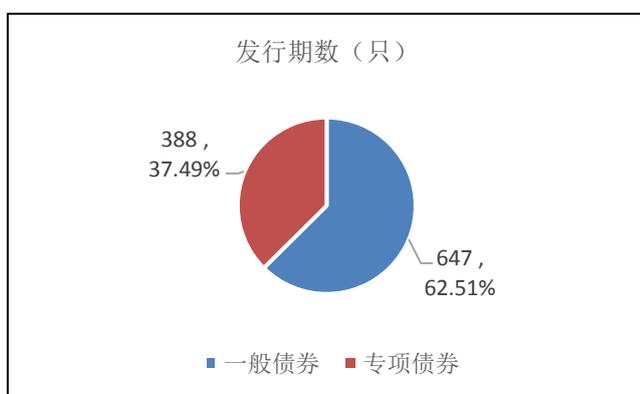


图 2 2015 年不同债券类型地方债发行期数

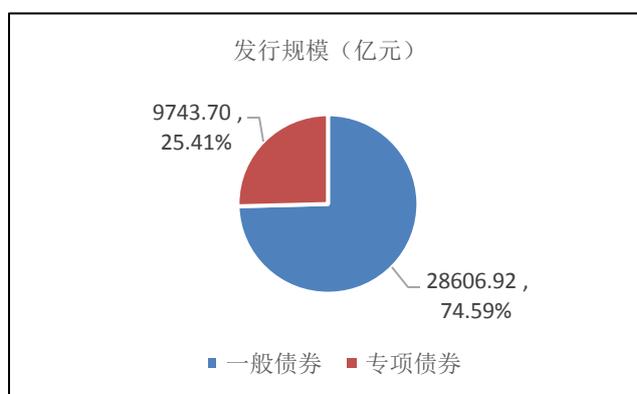


图 3 2015 年不同债券类型地方债发行规模

3、发行方式分析

从发行方式来看，以公开发行为主，2015 年地方政府债券公开发行为 619 只，合计 30428.84 亿元，发行规模占比达 79.34%。也就是说，在全年地方债发行中，约五分之四采取的是公开发行方式，只有五分之一是定向发行。在《明确 2015 年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜》的通知发布后，市场曾预期地方债的发行将以定向承销为主，但实际情况出乎意料，这与地方债规模放量后，地方政府以财政存款等为筹码与商业银行博弈的能力下降有关。

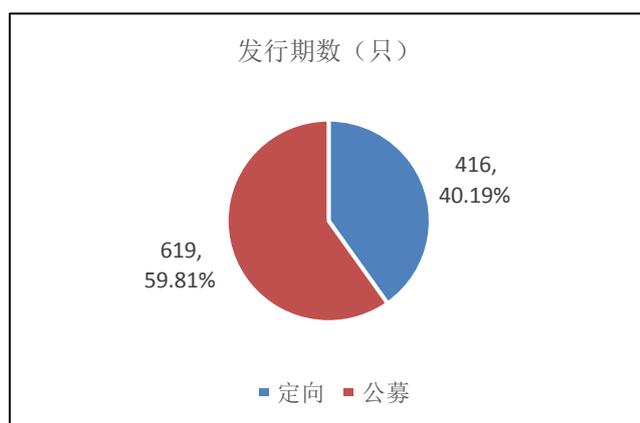


图 4 2015 年不同发行方式地方债发行期数

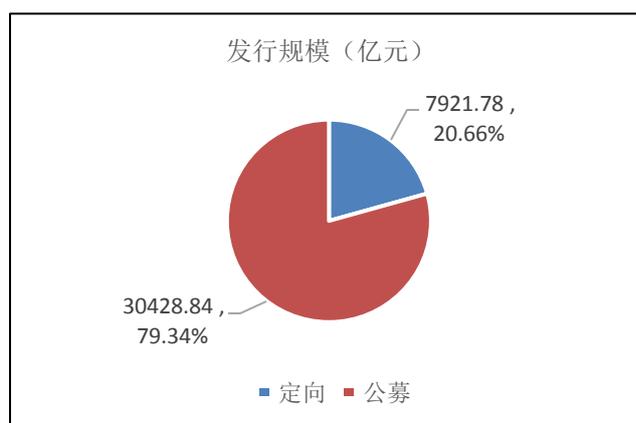


图 5 2015 年不同发行方式地方债发行规模

4、发行利率分析

2015 年，地方政府债券的发行利率仍然偏低。由于地方债的主要发行期限是 3、5、7、10 年期四个期限品种，我们将地方债发行的 8 个月份中，3、5、7、10 年期的国债平均发行利率与同月地方债的平均发行利率进行对比发现，公开发行的地方债在 7-11 月的平均发行利率均小于等于国债平均发行利率，定向发行的地方债在 7 月和 10 月两个月份小于国债平均发行利率，其余月份均高于国债发行利率。可见，地方债发行的市场化程度整体上仍偏低。

就月度数据来看，6-9 月份，地方债的发行利率相对较高。不管是定向债还是公开发行的地方债，其发行利率均在 8 月份达到顶点。定向发行的地方债的平均发行利率始终高于公开发行的地方债，约高出 20-50 个 BP。这与定向发行的地方债不具备流动性有关，并且定向债是商业银行与地方政府一对一的协商发行，相对于公开发行，地方政府的议价能力较弱。

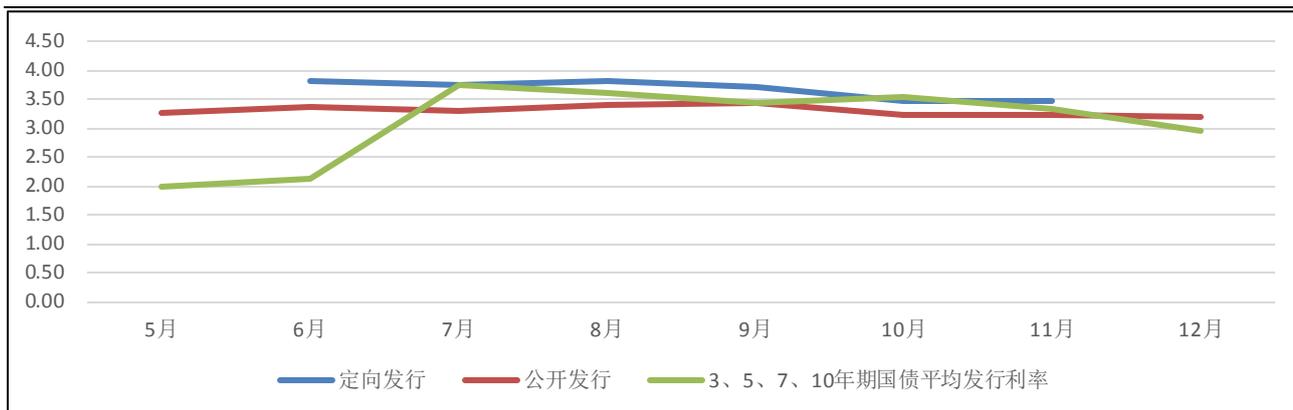


图 6 2015 年不同发行方式地方债平均发行利率与国债平均发行利率 (单位: %)

注: 这里的平均发行利率系各月度发行债券票面利率的加权平均利率, 权重为该月实际发行规模。

5、发行区域分布

2015 年, 共有 30 个省 (自治区/直辖市) 和 4 个计划单列市 (大连、宁波、青岛、厦门) 发行地方政府债券。其中, 江苏的发行规模最大, 达到 3194 亿元, 发行规模超过 2000 亿元的有江苏、贵州和浙江三地。发行期数最多的是云南和福建, 均为 48 只。可见, 地方债发行较密集的地区是东部江浙、山东、辽宁、广东等地, 以及西南省份, 云贵川等地。

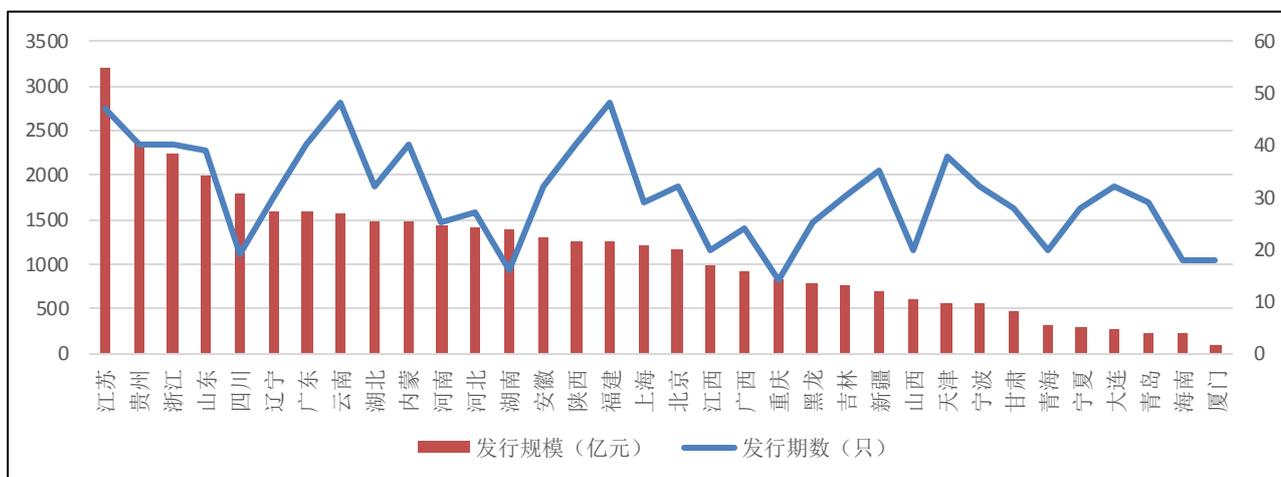


图 7 2015 年全国地方政府债券分地区发行情况

6、发行期限结构

2015 年, 地方政府债券发行期限以 3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期为主, 1 年期债券仅发行了 2 只。5 年期债券发行规模最大, 占比达 31.45%, 其次分别是 7 年期和 10 年期债券。

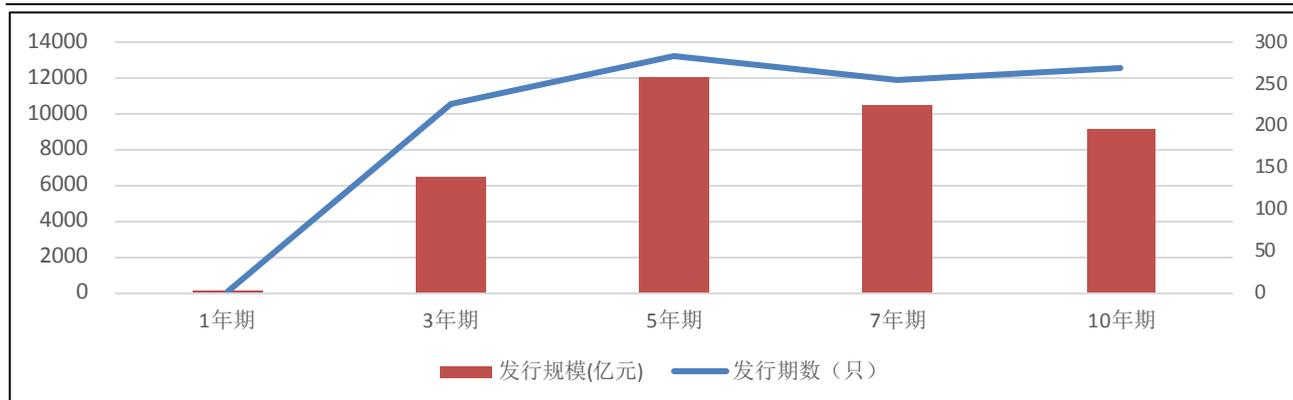


图 8 2015 年全国地方政府债券发行期限结构

二、2015 年地方政府债券评述

（一）置换债的效果、影响及意义

2015 年，地方债市场共发行了 3.2 亿元置换债券，用于置换存量债务。那么，置换债券给参与方：地方政府和银行分别带来了什么样的影响？给债券市场和宏观经济又会带来什么样的影响？

1、地方政府：缓解债务压力，但不能从根本上解决地方财政偿债能力

对于地方政府而言，置换债券的推出显然可以大大降低其偿债压力，尤其是短期偿债压力，还可以大幅降低利息负担。过去，地方政府主要依靠融资平台筹措资金，融资渠道主要依赖贷款和非标，收益率高达 10% 左右，负债久期大约在 2-3 年。债务成本由置换前的平均 10% 左右降到平均 3.5% 左右，预计每年将为地方节约利息支出 2000 亿元。同时，地方政府债券的期限大多在 3-10 年，负债久期显著拉长。在当前经济增速放缓、土地收入减少的情况下发行置换债券，可以为地方腾出资金用于重点基础设施和城镇化建设。

然而，债务置换只是改变了地方政府的负债形式和债务期限结构，只能暂时缓解债务到期的流动性压力，以及降低了利息负担，并不能从根本上改善地方政府的偿债能力。未来地方政府偿债能力能否改善，主要还是要取决于其内部现金流生成能力的强弱。如果地方政府不能提高其资金使用效率，财政收入不能在规模和增速上实现显著改善，那么依赖借新还旧的怪圈仍将难以突破。因此，重中之重仍然是促进经济转型，寻找新的增长点，提高财政投资的效率，实现财政收入的稳步增长。

2、商业银行：利润有所损失，但并不特别吃亏

对于商业银行来说，将即将到期的地方政府债务置换成长久期、低利率的地方政府债券，银行利润自然会比置换前有所损失，且影响银行的流动性及配置其他资产的能力，从而进一步影响其盈利能力。但银行是否会特别吃亏呢？笔者的答案是否定的。

首先，新《预算法》实施之前，地方政府存量债务的高收益率本身并不符合市场化逻辑，其风险和收益并不匹配，银行等金融机构尝到的“低风险、高收益”的城投债及非标等地方政府债务的甜头，很大程度上是沾了“政府预算软约束”的光。目前，政府对银行的负债总体来说是风险明显小于收益的，其中一个重要因素是预算的软约束，过去地方政府是在国家限额之外融资，对融资成本不敏感，导致其对金融机构的议价能力较弱。随着新《预算法》的实施，地方政府融资走上阳光化、透明化的道路，预算约束逐渐硬化，其债务风险溢价必将逐渐回归。

其次，债务置换后，发债主体的信用资质有所增强。过去，各地方政府主要通过融资平台进行融资，负债主体从省级到市级、县级都有，并且近年来主体资质有下沉趋势。而新预算法下地方债统一由省级政府举借，相当于通过债务置换将县市级政府信用变为省级政府信用，一定程度上降低了债务风险。

第三，中央给予银行不少补偿措施。一是降准，由于银行存在央行账户上的存款准备金只能获得极低的利息，所以降低存款准备金率就能提升银行的利润。二是将地方债纳入 SLF、MLF、PSL 等货币政策工具的抵质押品范围，允许银行以地方政府债券为抵押换取流动性，这样银行的资产周转率提升，可以在一定程度上抵补置换债低收益率带来的损失，合理的结构型工具利率定价也能够缓冲银行的利润损失。

最后，银行资产收益率下降后，其负债利率也会随之下降。其实，银行之所以能够随高融资成本，很大程度上是因为有高收益资产，当非标等高收益资产消失、银行无法负担高融资成本后，对负债端的议价能力反而会增强，从而导致银行融资成本的下降。

3、债券市场：央行流动性支持保证市场稳定，刚性兑付打破支持利率下行

回顾 2015 年地方债发行以来，初期的供给突增确实给债券市场带来了担忧，也对利率债的需求造成了扰动，甚至对金融债和国债形成挤出效应，也使利率下行承压。但 6 月份之后的几次降准降息、将地方债纳入货币政策工具的抵质押品范围以及债券市场开放引入国际投资资金，都在流动性上给予了地方债发行大力支持。加上有相当规模的置换债是定向发行，也有利

于减少对金融市场的干扰。随着地方债发行节奏的稳定，第二批、第三批置换债对市场的冲击就减少了许多，市场利率水平走势与地方债供给相关性变弱。

另一方面，大规模置换债券的推出，有利于打破市场对与地方政府相关资产的“刚性兑付”预期，从而有利于利率水平的回归。3月份，当第一批1万亿存量债务置换计划推出时，其发行遭受市场冷遇，很大程度上是因为市场关于地方政府非正规融资渠道的“隐性担保预期”仍未被打破。尽管政府已经明确表示，未来的PPP、项目收益债等融资方式中，政府信用与项目信用脱钩，然而投资者并不这么认为，而继续将其视为政府隐性担保覆盖下的“无风险”资产。相比之下，新发的地方政府债券就只有收益率上的劣势、而无风险上的优势，因而缺乏响应。而隐性担保是否能被打破，又和地方政府债券的发行量息息相关。只有地方政府债券发得足够多，正规融资渠道才能满足地方政府的合理融资需求，市场才能相信地方政府给非正规融资渠道提供的隐性担保会被打破。此外，定向发行也在一定程度上起到了绕开隐性担保的作用，不管银行预期能继续从隐性担保中获得多么高的收益，低利率地方债也是必须买的了。因此，大规模置换债券的发行有利于降低“刚性兑付”对利率体系的干扰，从而有助于整体利率水平的下降。

4、财政金融：缓释系统风险，促进举债规范化

置换债券的发行有利于缓释系统性风险。过去，地方政府主要依靠城投债、融资平台贷款、信托等渠道筹集资金，相当于用高利率、短久期的负债对接低收益乃至零收益、长久期的资产，这就使得系统性风险不断累积。发行置换债券使得地方债务转换为更长的久期和更低的收益率，以此对接公益类资产，可以缓释系统性金融风险。置换债券的发行有助于地方政府举债模式的全面规范化，有利于我国的财政体制改革。新预算法实施后，地方政府的合法举债途径只有发行地方政府债券一种，但巨额存量债务成为地方政府的沉重负担，如不能妥善解决，地方政府的举债融资仍然难以完全走上正规化的道路。置换债券的推出，则把过去不规范的地方政府举债方式变为规范透明的举债方式，将表外存量债务挪至表内，有助于未来债务监测和债务问责机制的落地，这也是规范化债务融资机制能否实现的基本保障。

（二）地方债发行新形势下地方政府债务的新态势

在新预算法框架下地方政府债券发行元年即将结束之际，社会普遍关注地方政府融资的正门正式敞开后，地方政府债务情况如何，其规范化程度提高了多少，是否还存在变相举债等不

规范融资问题？

从显性债务来看，2015 年地方政府债务增加 0.6 万亿元，债务率预计达到 86%，债务水平可控。地方政府债务采用限额管理后，未来每年的地方债新增规模也完全在可控范围内。然而经济增速下滑、营改增完成在即、财政收入增长中枢下台阶，地方政府债券规模则有限，地方资金缺口依旧存在，会否仍会出现变相融资现象？

全国人大预工委关于地方政府债务管理工作的调研报告显示，一些地方仍存在变相举债现象。调研发现，有些地方依旧通过城投债等方式筹集资金，用于城市基础设施建设和保障性住房建设等公益性且收益率不高的领域，其中会有相当一部分转化为政府债务。有些地方采取地方财政与银行、国有企业等合作成立基金的形式，支持城市建设和产业发展，这类基金运作中行政色彩较多，投资风险控制机制不完善，未来可能会在现行法律和政策框架外出现“变相债务”。有的地方仍在违规通过融资平台举借债务，部分市县及下属部门单位违规出具承诺函或提供担保举借债务，违规向非金融机构和个人借款。

不过，随着融资平台退出历史舞台，地方或有负债开始出现了一些新的形式，如各种政策性基金、PPP 等。

1、政策性基金

2015 年的地方政府融资中，以融资平台为核心的信托、BT 等模式渐渐淡去，各类以基础设施和公共服务项目为标的的产业基金、城镇化基金、PPP 引导基金等政策性基金则不断涌现。这些基金很多是以财政资金作为引导，吸引金融资本作为优先级成立投资基金，再以股权投资方式对接基建项目。政府作为劣后方，并向金融资本、社会资本保证一定的收益率，一旦出现亏损，就需要拆出财政资金实现这个收益承诺，实质上是“明股实债”。对于一些投资期限超过 10 年以上的建设项目，基金会要求在建设前期退出，届时如果缺乏针对项目特点的退出机制设计，导致最终只能由政府方回购基金股权，所谓的“股权投资”也将落实为政府债务。比如山西省城镇化私募基金，其合约规定基金经营达不到预期，财政资金作为劣后级会拿来分配，以减少社会资金的损失。

2、PPP 模式

近几年来，从中央到地方大力鼓励 PPP 模式的发展，2015 年 PPP 模式全面实施推广阶段。然而，在当前财政背景下，则容易出现各种“假冒”的 PPP 项目，其实际参与方并不是社会

资金，仍然是银行等金融机构的资金在介入，也没有经过可靠的物有所值测算，从而沦为政府不规范融资的新途径。

三、2016 年地方政府债券展望

1、新增债券

根据近期召开的中央经济工作会议精神，明年及今后一个时期，积极的财政政策要加大力度，实行减税政策，阶段性提高财政赤字率，在适当增加必要的财政支出和政府投资的同时，主要用于弥补降税带来的财政减收，保障政府应该承担的支出责任。这意味着地方债新增债券额度将扩大。2015 年的赤字率为 2.3%，同时财政部副部长朱光耀在 11 月初表示“3%的赤字率红线是不是绝对科学，值得探讨”，可见未来的赤字率达到 3%也并非不可能事件。由此可见，2016 年的地方政府新增债券限额应当在今年 6000 亿元的基础上有进一步的增加。

《关于规范地方政府债务管理工作情况的调研报告》建议，“要严格按照债务警戒线来审批新增地方政府债务，已经超过和接近警戒线的地区，要严格控制增量”。因此，预计存量债务规模大的地区，新增债券的限额应该会相应较小，以控制地方债务风险。

2、置换债券

财政部长楼继伟表示，今年 8 月份全国人大常委会批准的地方债限额中含有 15.4 万亿元存量债务，这 15.4 万亿中含 1.06 万亿元是过去批准发行债券的，除去这部分之外，剩余的那些通过银行贷款、融资平台等非债券方式举措的存量债务，国务院准备用 3 年左右的时间进行置换。这意味着，国务院准备用 3 年左右时间置换 14.34 万亿元地方政府存量债务，而今年财政部已经下达 3.2 万亿元置换债券额度，因此未来两年地方将置换剩余的 11.14 万亿元存量债务，那么平均每年将置换 5.57 亿元存量债务，相比 2015 年有相当大幅度的提高。

同时，楼继伟表示，2016 年及以后年度，省级政府可以在余额限额内发债，借新还旧。置换原则上由省级政府根据偿债需要、市场情况自行确定，中央政府不再硬性下达置换债务额度。在财政部给各地确定的债务限额数字内，地方可以自主确定置换债券和新增债券的额度和进展。这样一来，置换债券的发行时间预计将比 2015 年有所提前，2015 年中央从 3 月份才开始分三批下达了置换债券额度，地方政府实际上从 6 月份才开始发行置换债券，进度比较滞后。新政实施后，地方政府将有充足的时间发行置换债券，预计 2016 年置换债券的发行时间将提前。

免责声明

- 本报告由鹏元资信评估有限公司（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，须同时注明出处为鹏元资信研发部，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。

鹏元资信评估有限公司

深圳

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 (银座国际) 三楼

邮政编码: 518040

电话: 0755-82872333 0755-82872897

传真: 0755-82872090

上海

地址: 上海市浦东新区东三里桥路 1018 号上海数字产业园 A 幢 601 室

邮政编码: 200127

总机: 021-51035670

传真: 021-51917360

四川

地址: 成都市高新区天府三街 19 号新希望国际大厦 A 座 1701 室

邮政编码: 610000

电话: 028-82000210

传真: 028-85288932

山东

地址: 济南市高新区经十路 5777 号万科金域中心商业楼 A 座 1006 室

邮政编码: 250000

总机: 0531-88813809

传真: 0531-88813810

郑州

地址: 郑州市金水路 288 号曼哈顿 14 号楼(兴业大厦)1103 室

总机: 0371-60308673

传真: 0371-60308673

北京

地址: 北京市东城区建国门内大街 26 号新闻大厦 8 层

邮政编码: 100005

电话: 010-66216006

传真: 010-66212002

长沙

地址: 湖南省长沙市雨花区万家丽中段 36 号喜盈门范城 2 号栋 14007 室

邮政编码: 410007

电话: 0731-84285466

传真: 0731-84285455

江苏

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

邮政编码: 210000

电话: 025-87781291

传真: 025-87781295

吉林

地址: 吉林省长春市南关区人民大街 7088 号伟峰国际商务广场 2005 室

邮政编码: 130000

电话: 0431-85962598

传真: 0431-85962596

香港

地址: 香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 9 楼 901 室

电话: (852) 24877066

传真: (852) 24877866