

城投债务的“冰与火”——标债和非标的风险演化

2024年12月6日
专题报告

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司
工商企业评级部

徐宁怡

xuny@cspengyuan.com

李楠

linan@cspengyuan.com

高梦遥

gaomy@cspengyuan.com



2023年以来，多地上演城投标债与非标的“冰与火之歌”：一方面是城投标债高倍数认购热度空前高涨和票面利率急速压缩，另一方面是多省份城投非标债务散点式违约频出。本文通过对城投标债和非标的行情割裂原因进行剖析，探究在标债与非标的信用关联度弱化背景下，二者的割裂行情将如何演绎。

割裂行情背后原因何在？二者的先天特性差异及政府的后天态度分化是割裂行情产生的直接原因，而本质是区域融资能力尚未恢复导致的债务接续力度不足。

(1) 从产品特性来看，城投标债的要素统一性、违约会引发“蝴蝶效应”等，奠定了市场的“城投信仰”，“一揽子化债”政策以来城投平台融资渠道收紧，资金链紧张导致非标偿付优先级相对靠后；

(2) 从政府态度来看，从2010年19号文明确“存量债务按约定偿还”，到35号文明确“不得对高息非标债务进行简单刚兑”，政府态度转变为城投平台后移非标债务偿付优先级提供依据，与之对应的是政府通过“一揽子化债”政策对城投债券进行“信仰充值”；

(3) 经济基本面尚未恢复、财政资金偏紧的情况下，区域再融资能力不足是“同债不同权”现象产生的深层原因。35号文首先保证重点省份的债务接续和置换，导致地方政府债务管控手段不足的非重点省份多发非标债务舆情，向山东、山西等省份扩散。

标债与非标的割裂行情是否会愈演愈烈？大概率将延续割裂行情，并且区域间差异将进一步分化。

(1) 标债“刚兑预期”时限充值延长，非标长期仍面临较大的接续压力，短期在134号文的“双非债务置换”及再融资专项债券等政策支持下存在边际利好；

(2) 重点省份中广西、辽宁等地非标风险化解成效相对领先，贵州、云南仍

面临较大的摩擦风险；金融化债从非标展期降息置换阶段逐步过渡到本金打折阶段，未来舆情博弈可能愈演愈烈，但随着非标逾期脱敏舆情博弈效果可能有所减弱；

（3）非重点省份随着非标置换及再融资专项债发行的逐步展开，山东、陕西等非标舆情高发地区短期流动性压力将有所缓解，同时优质区域安全垫更厚，非标与标债的割裂程度将有所收窄。

本文从 2023 年至今城投非标风险事件数量激增，而城投标债认购火热、发行利率急速压缩这一“冰火两重天”的现象出发，探究城投标债与非标产生割裂行情的直接和深层原因，分析未来随着“一揽子化债”政策逐步深化推进，标债与非标的割裂行情可能的演绎方向。

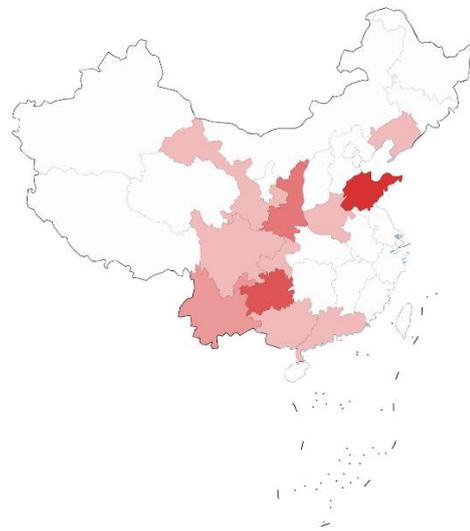
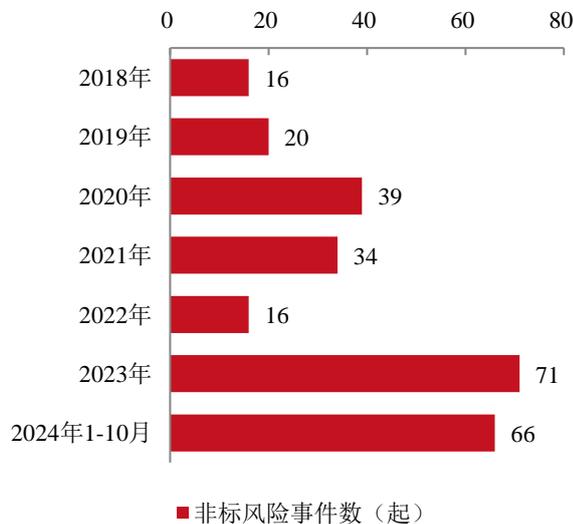
一、非标与标债的“冰与火之歌”

一揽子化债政策推出以来，随着城投非标和标债的信用关联度弱化，多地上演非标与标债的“冰与火之歌”：一方面是城投非标债务散点式违约频出，另一方面是城投标债高倍数认购热度空前高涨和票面利率急速压缩。

2023 年至今¹城投非标风险事件²数量激增，山东、贵州、陕西成为风险事件高发区域。随着一揽子化债政策将城投非标和标债的信用关联度弱化，2023 年以来非标风险事件数量激增。2023 年披露的非标风险事件达到 71 起，同比增长 343.75%，其中 8 月后披露的非标风险事件 25 起。进入 2024 年，非标债务风险愈演愈烈，截至 2024 年 10 月末已累计发生 66 起非标风险事件。从区域分布来看，2023 年至今非标风险事件在全国多省散点式频出，其中山东、贵州和陕西分别以 53 起、42 起和 19 起非标风险事件“遥遥领先”于其他区域。

图 1 2023 年城投非标风险事件激增

图 2 非标风险事件散点式频出



资料来源：企业预警通，中证鹏元整理

注：图中数据区间为 2023 年 1 月-2024 年 10 月；图中各省份颜色越深代表非标风险事件越多。

资料来源：企业预警通，中证鹏元整理

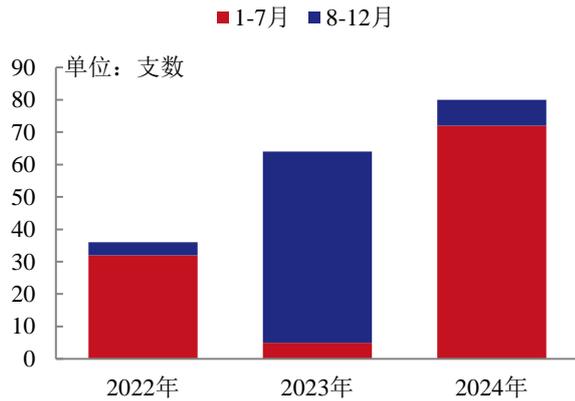
与城投非标风险事件频出相反，标债市场认购火热，发行利率出现急剧压缩。自 2023 年 8 月起，多地城投标债认购倍数创下历史新高，对比 2022 年全年认购倍数大于 10 的债券数量仅 36 支，2023 年 8 月至 2024

¹ 截至 2024 年 10 月末。

² 非标风险事件包括已违约、风险提示和已偿还三种类型。

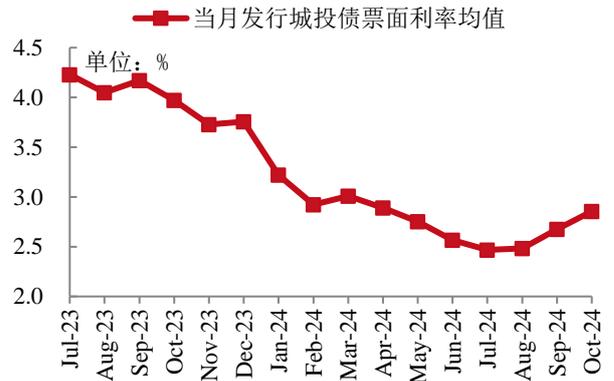
年10月已累计139支，其中认购倍数大于30的债券数量为50支。从城投债的票面利率来看，2023年8月至今，新发行城投债票面利率急速下行，均值最低达到2024年7月的2.47%，较2023年7月新发城投债平均票面利率降低176BP。2024年8月后，由于机构预防性抛售及央行宽货币政策落地影响，城投债发行利率上扬，但仍处于低位。

图3 2023年8月至今高认购倍数城投债已累计139支



注：2024年数据截至10月末。
资料来源：企业预警通，中证鹏元整理

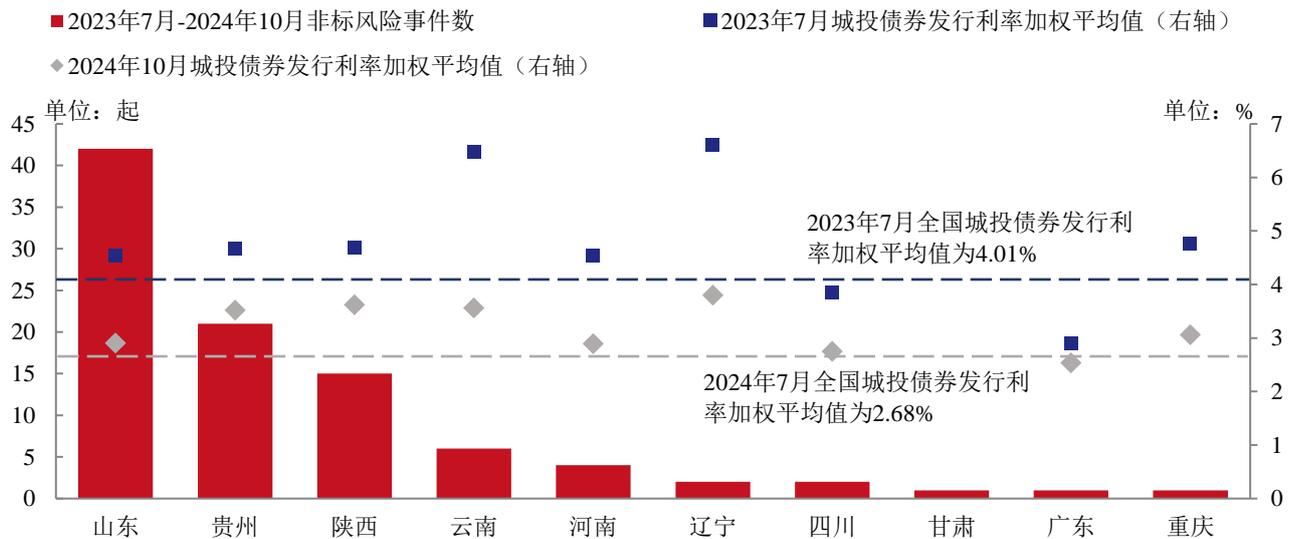
图4 2023年8月以来城投债发行票面利率急速压缩



资料来源：Wind，中证鹏元整理

进一步对比各区域的城投非标风险事件和标债行情，我们发现发生非标风险事件的省份中，不乏标债市场认购火热、发行利差大幅下降的现象。“一揽子化债”政策推出以来，全国城投债券加权平均发行利率从2023年7月的4.01%降低至2024年10月的2.68%，同期山东、贵州、陕西、云南等省份发生了多起非标风险事件，但上述地区的城投债券在发行时仍受到市场追捧，票面利率亦出现大幅下行，山东、云南、河南、辽宁等省份城投债发行利率降幅甚至超过全国平均水平。

图5 非标事件频发并未阻碍区域内城投债券发行利率下行



注：甘肃省2023年7月和2024年10月均无城投债券发行。
资料来源：企业预警通，中证鹏元整理

二、割裂行情背后原因何在？

(一) 产品特性决定偿付优先级，强监管政策下各类融资渠道均受限，非标流动性风险加剧

产品在设计之初即先天导致了标准化债权的偿付顺序优于非标准化债权。标准化债权在交易商协会及交易所两大官方场所上市流通，定价公允，二级市场流动性有保证，市场透明度高，一定程度规避了发行人的道德风险，产品要素的统一规范化，使得标准化债权产品的相似度较高，加上大部分城投债券持有方为当地金融机构，一旦某一主体发生舆情，会引发“蝴蝶效应”，由点及面，对舆情主体所在区域的融资环境都会有实质性的影响，这些都奠定了市场所谓的“城投信仰”，城投债券也一直保持着诞生以来的30年零违约记录。标准化债权之外的即为非标准化债权，相对应的，没有统一的监管机构和交易场所，产品一般定制化发行，透明度低。

自国办发[2023]35号文出台以来，金融机构严格控制对城投平台的新增融资，“331”名单内融资平台在债券市场端仅能借新还旧，与此同时，银行端提升放贷要求，授信提取难度提升，非标端资金撤离，全国各地正陆续清理金交所业务，信托公司收缩各地放款额度，甚至部分信托公司收到监管窗口指导，要求严格落实国办发[2023]35号文要求，不得对“331”名单内融资平台新增放款。强监管政策下城投平台各类融资渠道均受限，再融资风险有所加剧，资金链受到一定影响，债务接续出现问题，而监管层及地方政府对确保债券不违约的态度明显，银行借款多有抵押物且若违约，后果相当严重，相比之下，非标违约成本最低，相关流动性风险加剧。

表1 标准化债权与非标准化债权的主要区别

	标准化债权	非标准化债权
主要形式	债券	信托、融资租赁、定融等
监管机构	证监会、人民银行等	无统一机构
交易场所	交易商协会、交易所	无固定交易场所
流动性	高	低
投资门槛	高	低
风险水平/收益水平	相对低风险、低收益	相对高风险、高收益
透明度	发行要素有一定标准，透明度高	发行要素可自主设计，透明度低
参与主体	险资、公募基金等，穿透后为低风险偏好的普通投资者	企业或金融机构直接面向投资人发行，穿透后以高净值客户为主
违约影响	直接对违约企业甚至企业所在区域 的声誉、标债再融资产生实质性影响，社会影响力广泛，市场对于相关主体及区域的标债再融资接受度恢复时间较长	违约企业新增融资困难，流动性受影响， 间接传导 至标债市场，债券估值攀升，银行授信新增受限，再融资能力恶化

数据来源：公开数据，中证鹏元整理

(二) 政策对于两类债务的态度分化，马太效应愈发明显

2010年开启对城投平台的监管，市场默认对城投平台所有债务的“刚兑”。2010年19号文正式开启对

城投平台的监管，明确存量债务按约定偿还，但未对存量债务进行具体区分，市场较为一致地解读为城投平台所有类型的债务，保持对城投平台所有债务的“刚兑”。此后系列关于城投平台的政策重在强调不发生区域性和系统性风险的底线，尽管监管不断强调划清政府与企业的界限，但市场对于城投平台债务“刚兑”依然充满信心。

2018年实操层面首例城投平台非标违约案例出现，城投平台调后非标债务偿付顺序有迹可循。2018年1月中融国际信托发布云南省某国有企业未按时偿还信托贷款本息公告，被市场认为是城投非标违约的首例，自此城投平台非标融资风险事件散发，城投平台债务“刚兑信仰”被打破。同样在当年4月，中国人民银行会同四部门联合发布《资管新规》，明确资产管理业务要“打破刚性兑付”，穿透资产管理产品底层看，一方面，为避免引发系统性金融风险，金融机构从投资者人数较少、风险等级较高的非标债权类资产开始，另一方面，城投平台是非标债权类资产重要的贡献方，《资管新规》为其调后非标债务偿付顺序提供可能性。

35号文首次为非标债务“不全额兑付”提供官方依据。2023年9月国办发[2023]35号文首次明确提出“对存续非标利率适度打折，不得对高息非标债务进行简单刚兑”，稳妥压降重点省份融资平台非标债务规模，对于高息非标债务通过债务重组、债务置换等方式降低利率水平。

134号文为非重点省份非标债务置换和重组提供依据，至此，非标债务不简单刚兑适用范围扩展至全国。2024年7月市场流出35号文补丁文件134号文，指出非重点省份融资平台非标债务和符合条件的“双非债务”³，可参照35号文中的重点省份融资平台非标债务，适用债务重组和置换等支持政策。

城投平台标准化债务始终默认“刚兑”。2010年19号文中“存量债务按约定偿还”，包含了标准化债务即城投债，在2018年城投平台非标违约后，“城投信仰”虽一度遭遇挑战，但始终未有实质性违约案例，2023年7月中央政治局会议提出“一揽子化债”计划后，“城投信仰”得到充值，9月发布的35号文更是明确支持重点省份融资平台于2023年及2024年到期的公开市场债券融资接续，包括区域统借统还、项目贷款置换等形式，至此，城投债尤其是尾部城投债的兑付风险得到极大缓释，截至目前，市场未有城投债券违约，“城投信仰”在标债市场仍然奏效。

表2 城投平台债务管控政策梳理

时间	政策文件	债务监管表述
2010年6月	国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知（简称“19号文”）	融资平台公司债务进行全面清理，并按照分类管理、区别对待的原则， 妥善处理债务偿还问题 ；融资平台公司 存量债务 ，要 按照协议约定偿还 ，不得单方面改变原有债权债务关系，不得转嫁偿债责任和逃废债务
2014年10月	国发〔2014〕43号国务院关于加强地方政府性债务管理的意见（简称“43号文”）	剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务； 牢牢守住不发生区域性和系统性风险的底线
2018年4月	关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（简称“资管新规”）	向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念， 打破刚性兑付

³ 非持牌金融机构发行的融资平台非标债务。

2018年9月	关于加强国有企业资产负债约束的指导意见	对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法 实施破产重整或清算 ，坚决防止“大而不能倒”，坚决防止 风险累积形成系统性风险
2023年9月	国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见（简称“35号文”）	重点省份融资平台今明两年到期 贷款进行债务重组 ；支持重点省份融资平台今明两年到期的 公开市场债券融资接续 ；重点省份融资平台 存续非标利率适度打折，不得对高息非标债务进行简单刚兑
2024年3月	关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知（简称“14号文”）	19省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主，获批后参照12个重点省份的相关政策化债
2024年7月	关于优化金融支持融资平台债务风险化解有关事项的通知（简称“134号文”）	城投 非标债务置换和重组 由重点省份 拓展至非重点省份

数据来源：公开数据，中证鹏元整理

（三）为何非标舆情激增且向山东、陕西等省份扩散？

利用舆情倒逼城投兑付。公开数据显示，2018年以来非标风险事件发生数量前三的地区包括贵州、山东、陕西，同时三地也是2023年以来非标风险事件新增⁴最多的区域，山东、陕西、云南等地通过公众号等网络手段披露区域风险的数量较多，金融机构利用舆情传播速度快、范围广且兼具重复性等特点，倒逼城投兑付非标融资。**舆情主要集中于经济实力相对强但流动性偏紧的区域。**通过梳理上述非标舆情⁵涉及主体所在区域情况，如下表所示，沿海省份山东数量最多，主要是省内经济发展靠前的区域，如青岛、潍坊、淄博，此外陕西省省会城市西安、云南红河哈尼族彝族自治州蒙自市、河南洛阳、四川遂宁等，均主要为各区域内经济相对发达区域，表明金融机构更有动力通过舆情手段倒逼非标有可能争取全额兑付的主体。

图7 2018年至今非标舆情来源统计

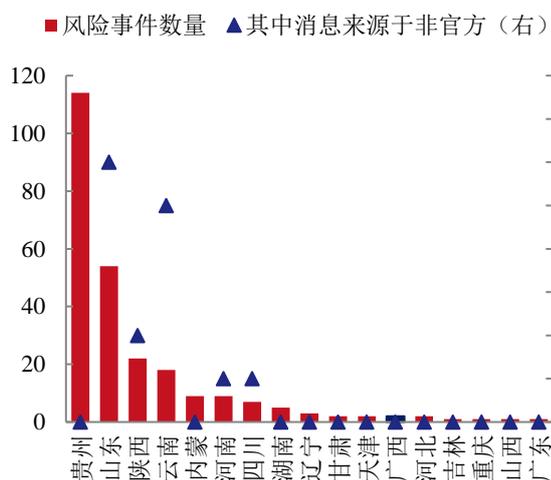


表3 非标舆情涉及区域

省份	涉及地级市	涉及主体数量
山东	山东省青岛市	2
	山东省潍坊市	2
	山东省淄博市	1
	山东省德州市	1
陕西	陕西省西安市	2
	陕西省渭南市	1
云南	云南省红河哈尼族彝族自治州蒙自市	2
	云南省昆明市	1
	河南省洛阳市	1
河南	河南省洛阳市	1
四川	四川省遂宁市	1

注：2024年数据截至10月末；统计时点为披露时点。
资料来源：企业预警通，中证鹏元整理

本质是经济基本面未恢复、财政资金偏紧、债务管控力度不足。一方面，城投平台债务偿付本质来说是债务接续，即再融资顺畅，保证资金链安全，这在经济高速发展时期基本没有太大问题，而一旦经济基本面

⁴ 为披露时间，非非标首次发生风险的时间，一般披露时间会晚于发生风险的时间。
⁵ 消息来源于非官方渠道。

下滑，财政吃紧，对于债务接续支撑力度不足时，“同债不同权”现象会越发显著。另一方面，舆情多发也反映了地方政府在债务管控手段上的不足，比如上级政府没有对下级政府的债务形成有效管理及监督，各管各的、全省债务管控思路未达成一致等，这些在舆情多发区域较为常见。

金融资源优先向重点省份倾斜。国办发[2023]35号文作为一揽子化债的纲领性文件，意在首先保证12个重点省份的债务接续和置换，因此在本轮化债过程中，资源优先向重点省份倾斜，且对于成功置换的案例宣传力度更大，以呼吁更多的金融机构参与重点省份的债务置换。国发[2024]134号文为非重点省份置换非标债务提供依据，但部分区域债务置换在实操中要求高，需穿透借款用途看实质，底层需有项目支撑且对应资产为非抵押状态，并且为经营性项目，即有稳定的现金流入，置换条件严格，而发行人满足上述要求的非标债务数量亦有限。非重点省份在本轮化债中获得的资源有所不足，此外银行等金融机构作为债务置换的参与者，非利益最大的一方，收益风险比来看，置换非标的动力不足，金融机构参与度较低，非标整体置换进展较缓慢，公开可查询案例较少。

三、标债与非标的割裂行情会否愈演愈烈？

（一）标债与非标较大概率延续割裂行情，二者的信用关联度进一步弱化

在一揽子化债政策背景下，未来城投标债与非标较大概率延续割裂行情，二者的信用关联度进一步弱化；标债“刚兑预期”时限充值延长，非标长期仍面临较大的接续压力，短期在134号文的双非债务置换及再融资专项债券等政策支持下存在边际利好

标债方面，自35号文出台以来，城投债券发行受到严格的名单制管理，2024年1-10月新发城投中高达80.49%为借新还旧，存续债券的借新还旧较有保障，市场对标债的“刚兑预期”较为一致。134号文作为35号文的补充为城投化债再注信心，**标债的“刚兑预期”得到延长**。非标方面，继35号文“不得对高息非标债务进行简单刚兑”成为化解非标的主基调后，各部门加强对各类非银金融机构的监管，地方普遍提出压降非标规模与成本的要求，结合一系列信托窗口指导、多地清退金交所定融等，非标严控新增的力度显著加大，而非标债务大多期限较短，**长期来看，城投非标面临较大的接续压力**。作为金融化债的手段之一，部分高风险区域的城投与金融机构已就“展期降息”形成博弈触发舆情，随着未来化债推进至“本金打折”时可能面临更大的博弈压力。短期来看，134号文对城投非标重组置换的范围和类别均进行了大幅扩容，范围从十二个重点省份拓展至全国，非标债务类别则从持牌金融机构发行的产品拓展为持牌和非持牌金融机构的债务，为银行进行非标置换提供政策依据，近期全国集中发现大额再融资专项债用于置换隐债，对于全国范围尤其是**非重点省份的存量非标安全退出形成一定的边际利好**。

因此，未来城投标债与非标的割裂行情可能会继续存在，但政策的介入和化债进程的推进可能会使得这种割裂在区域内形成差异，投资者在投资决策时需要更加精细化地分析不同区域和不同类型的产品，同时关

注政策动态和区域经济的实际情况。

(二) 割裂行情在各区域间的差异或将继续扩大

城投非标风险未得到显著缓释，在一揽子化债政策的倾斜下，重点省份中广西、辽宁等地非标风险化解成效相对领先，但需关注贵州、云南两地仍将面临较大的摩擦风险；金融化债从非标展期降息置换阶段逐步过渡到本金打折阶段，未来舆情博弈可能愈演愈烈，但随着非标逾期脱敏舆情博弈效果可能有所减弱

随着一揽子化债政策将城投非标和标债的信用关联度弱化，2023 年以来非标风险事件数量激增，2024 年继续维持在历史高位，城投的非标风险未得到显著缓释。其中，重点省份的非标风险事件合计占比自 50.70% 降至 31.82%，体现出重点省份作为化债政策的核心发力区域，获得各类支持的绝对倾斜，形成了相对领先的化债成效，如 2023 年政府特殊再融资债额度近 70%集中在重点省份，2024 年央行 SPV 首批 46 亿元落地广西柳州，非标置换的政策先行等。但从实际效果来看，重点省份的非标风险化解主要集中在广西、辽宁、甘肃等区域，2024 年未曾出现公开披露的非标险情，而贵州、云南两地的非标仍风险频发摩擦不断。考虑到 35 号文对于重点省份非标置换的明确支持推出已一年有余，符合展期、置换条件的非标已基本落地，而当前增量金融化债手段主要集中在非重点省份，**未来重点省份中贵州、云南两地的弱资质城投非标债务仍面临较大的摩擦风险。**

此外，本轮化债工作行进至此已取得阶段性成效，具体表现为 2023 年末隐性债务已较 2018 年末摸排数下降 50%。然而，在经营性债务方面，工作重点仍主要着力于到期债务的接续和利息支出的压降，虽然债券及非标新增发行已经得到有效控制，但存量经营性债务本金的实质性化解仍面临挑战。非标债务作为城投高息债务的最主要构成，是存量化解中首要考虑的对象。目前各区域已经有非标本金打折兑付的案例出现，如广西桂林非标本金 8.5 折结清，贵州遵义信托 7 折兑付。而在前期展期降息阶段，部分金融机构已借助舆论手段倒逼城投，**如若未来化债演化至本金打折阶段时，推进阻力和难度会更大，恐将面临更严重的负面舆情压力。**

表4 2024 年以来重点省份部分银行贷款置换非标债务案例

时间	地区	主体	具体情况
2024 年 3 月	宁夏	银川市公共交通有限公司	中国银行宁夏分行、农业银行宁夏分行组成银团，用低息长期贷款置换 1 单 3.68 亿元非标债务
2024 年 3 月	宁夏	银川城市建设发展投资集团有限公司	国开行宁夏分行置换的银川城发集团 2 只债券和 4 单非标债务，合计 22.46 亿元贷款
2024 年 6 月	柳州	广西柳州市东城投资开发集团有限公司	广西首笔本金打折案例，桂林银行，本金 8.5 折结清
2024 年 8 月	梧州	梧州市城建投资发展集团有限公司、梧州苍海投资发展集团有限责任公司	桂林银行股份有限公司梧州分行银团贷款总额共 20 亿元，其中梧州市城建投资发展集团有限公司额度 16.058 亿元，以本金 8.5 折结清一笔非标融资，梧州苍海投资发展集团有限责任公司 3.942 亿元，贷款利率不超过（含）6.25%/年，贷款期限不超过 8 年，表明梧州市属国企 2024 年首笔银团贷款业务成功落地

2024年8月	银川	-	截至2024年7月底，全市已完成贷款置换债券、非标债务27.59亿元
2024年10月	南宁	南宁市建设投资集团有限责任公司	国开行批复5.55亿元，置换融资租赁非标债务，期限由3年延长至20年，融资成本大幅降低

数据来源：公开数据，中证鹏元整理

随着非重点省份非标置换及再融资专项债发行的逐步展开，山东、陕西等地的短期流动性压力将有所缓解，在不涉及本金打折的情形下博弈类险情将有所减少，江苏、浙江、福建等非标0违约历史的优质区域安全垫更厚，非标与标债的割裂程度相对较小

对于非重点省份来说，因资金紧张、化债支持力度相对偏弱等因素2024年非标险情存在明显的向山东等经济发达区域蔓延的趋势。在134号文的政策依据下双非债务置换重组于2024年三季度得以正式启动，地方政府、银行、城投三方积极推动，同时重点省份的置换案例在前可供借鉴，江苏、浙江、四川、山东等地已陆续有多笔成功案例落地。针对不同类型非标债务匹配不同类型的置换条件，底层项目资产优质的非标优先适配国开行等政策性银行的长期限低利率贷款置换，底层项目资质较弱的争取商业银行的流贷类置换。另一方面，出于风险控制的考虑，银行的主观意愿更偏向于债务压力相对较小的区域。中证鹏元预计非重点省份的非标置换将逐步展开，在双非债务置换、12万亿最大力度化债、近期再融资专项债券批量发行的增量利好支持下，山东、陕西等地的短期流动性压力有所缓解，同时市场对此类非标违约的网红区域舆情已形成免疫，舆情倒闭兑付的边际效力下降，如若不涉及本金打折预计金融机构间的博弈摩擦类险情亦将有所减少。对于江苏、浙江、福建等非标0违约历史的优质区域，出于保护地方融资环境、维护区域信用形象和促进经济稳定发展的因素考虑，在当地政府的强监管及资源支持下，将保持对非标舆情的高敏感度，此类区域的非标安全垫相对更厚，非标与标债的割裂程度相对较小。

表5 2024年以来非重点省份部分银行贷款置换非标债务案例

时间	地区	主体	具体情况
2024年7月	广安	广安发展工程建设有限公司	134号文后非重点省份首笔落地的债务置换案例，由四川银行提供银行贷款，成本为2.28%，未披露置换规模及融资租赁本金是否打折
2024年8月	广安	广安交通文化旅游投资建设开发集团有限责任公司	四川银行授信置换4笔共计7,440万元融资租赁非标债务
2024年9月	攀枝花	-	2024年上半年完成3笔6亿元非标债务置换
2024年11月	济南	济南城市建设集团有限公司	建设集团所属西城集团公司获得由国家开发银行山东省分行提供的7亿元贷款的批复，还款期限延长至10年，是济南市成功落地的首笔非标债务置换专项贷款
2024年11月	广元	-	截至2024年11月，全市累计开展置换重组成功案例269笔，其中非标债务置换成功案例20笔

数据来源：公开数据，中证鹏元整理

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。

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 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 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 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：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 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

陕西 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

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140