

## 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

游云星

[youyx@cspengyuan.com](mailto:youyx@cspengyuan.com)

张睿婕

[zhangrj@cspengyuan.com](mailto:zhangrj@cspengyuan.com)

谢海琳

[xiehl@cspengyuan.com](mailto:xiehl@cspengyuan.com)



近期 10 年期国债收益率在 1.7% 关口徘徊、汇率考验 7.3，敏锐的市场参与者也解读出了颇多预期，或悲观、或乐观，见仁见智。近年来我国经济旨在摆脱依赖基建、房地产投资的债务驱动型发展模式，债券市场作为多层次资本市场服务实体经济发展的关键一环，经济发展模式的转变也对债券市场结构产生了深刻的变化，那么如何看待经济转型的成效？转型过程中有哪些结构性机会值得关注，以及如何看待随之而来的信用风险？本篇我们从产业债及产业债中的新质生产力出发，为观察中国产业转型提供一个新的视角。

**1、 债券市场服务实体经济效能增强。**2024 年非金融企业债券发行规模同比增长 7%，净融资 1.5 万亿左右，相比去年明显扩张，其中产业债发行额同比增长 9.46%，净融资额同比亦由负转正并达近 8 年峰值，随着利率下行，5 年及以上信用债发行及净增明显增长。债券市场加大了新质生产力、科技创新、绿色等领域的重点支持，债券的品种不断扩容，其中，科创债成为债券市场第一大创新品种。

**2、 新质生产力引领，结构重于总量。**在宏观杠杆率的约束下，投资效率备受关注，我国投资结构在好转，经济正在努力摆脱对基建、地产的依赖。新质生产力方向的资本开支和研发支出比例高于传统产业及上市公司平均水平，并且高端制造业研发支出及资本开支比例呈逐年递增趋势。新质生产力作为我国经济发展到现阶段、接力传统增长动力的重要方向，结构重于总量，在绿色、科技等领域具有巨大的发展潜力和空间。

**3、 市场信用风险在收敛，但局部领域风险不可忽视。**历经供给侧结构改革、金融去杠杆、房企融资政策收紧等多轮事件后，产业主体整体信用风险逐步收敛，2024 年全市场违约率和违约数量维持在低位且继续同比下降，但弱资质转债的安全退出风险暴露，传统产能过剩行业及部分新兴产业在下游需求减弱、外部环境冲击的现实背景下，仍面临流动性风险上升压力。

近期市场出现了两个所谓的历史性时刻，一个是国债收益率，一个是汇率。12月初开始中国10年期国债收益率跌破2.0%后下探至1.7%关口徘徊，30年国债收益率与日本30年国债收益率发生了历史的交汇，对美汇率再次考验7.3。在经济学中，我们通常将国债收益率视为无风险利率、汇率则是两国货币之间的相对价值，当历史性时刻到来之时，敏锐的市场参与者也解读出了颇多预期，或悲观、或乐观，见仁见智。从宏观的角度看，当前我国经济所面临的压力是多因素交织而成的，有外部复杂环境的扰动、也有内部经济结构转型的影响。近年来我国经济旨在摆脱依赖基建、房地产投资的债务驱动型发展模式，债券市场作为多层次资本市场服务实体经济发展的关键一环，经济发展模式的转变也对债券市场结构产生了深刻的变化，那么如何看待经济转型的成效？转型过程中有哪些结构性机会值得关注，以及如何看待随之而来的信用风险？本篇我们从产业债出发，为观察中国产业转型提供一个新的视角。

图1 下行的利率与承压的汇率



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 中、日长期利率对比



资料来源：Wind，中证鹏元整理

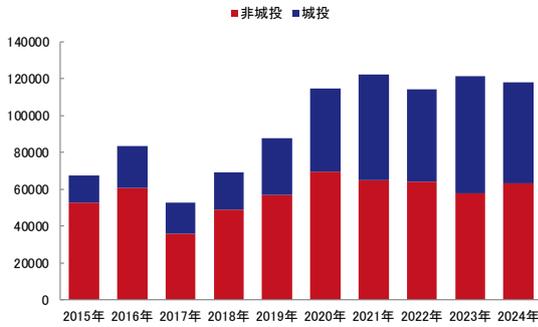
## 一、产业债市场回顾与趋势

**(1) 产业债扩容，债券市场服务实体经济质效不断增强。**2024年非金融类信用债发行量和净增量相较于2023年均实现正增长，从结构上看：一方面，2023年7月政治局会议提出一揽子化债，9月国办下发“35号文”，就金融支持融资平台债务风险化解作出系统性指导，开启了本轮“一揽子化债”，城投新增融资收紧并在2024年继续缩量，2024年1-11月<sup>1</sup>净融资仅1,866.31亿元，同比大幅下滑85.95%；另一方面，随着新旧动能转换和结构调整持续深化，与过去三年产业债净融资持续为负的状况不同，2024年作为“新动能”的产业债融资环境得到明显改善。其中，2021年产业债融资表现不佳主要由于风险事件干扰，2020年11月永煤违约事件冲击，导致煤炭债处于净偿还状态，并拖累钢铁、有色金属等周期性行业，同时民营房企违约潮爆发造成民企地产债净融资持续为负。而2022-2023年主要由于产业主体获得充裕的低成本银行借款，替代了债券融资。从资金需求端来看，在收益率持续向下突破、各项利差大幅压缩的市场环境下，产业债的性

<sup>1</sup> 全文数据统计截至2024年11月26日。

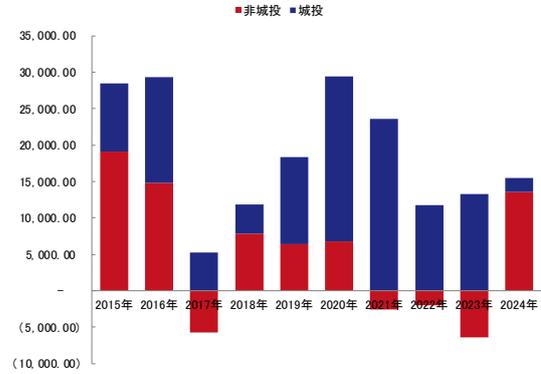
价比显现。综合影响下，2024 年以来产业债发行额同比增长 9.46%，净融资额亦由负转正并达近 8 年峰值。

图3 2015 年以来非金融类信用债的发行情况（亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

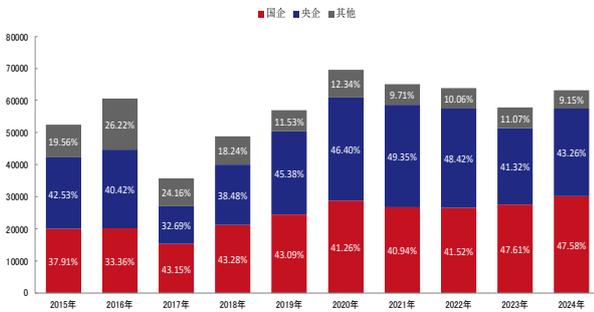
图4 2015 年以来非金融类信用债的净融资量情况（亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

(2) 民企融资环境偏弱，央国企贡献信用债主要增量。2024 年全年民企发行额和净融资额分别为 2,235.8 亿元和 -99.46 亿元，均处于历史较低水平。2017 年至今，受民企违约潮、机构风险偏好、房地产政策等多重因素冲击，市场风险偏好较低，民企信用债融资长期处于紧缩状态。

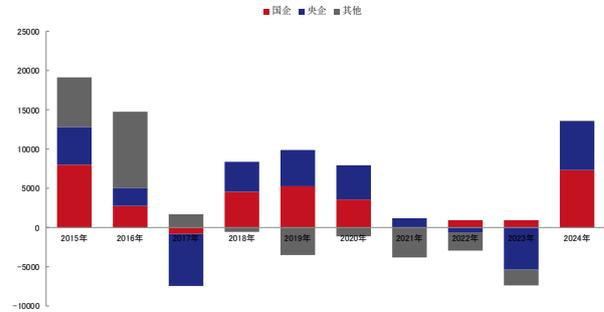
图5 不同性质产业债主体发行规模（亿元）



注：按企业性质分，其他包括民企、集体企业、公众企业以及无实际控制人情形的其他混合所有制企业等，其中以民营企业为主，下同。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 不同性质产业债主体净融资情况（亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

积极的一面是民企能够在偏股性的债券品种中得到资金的补充，近年来发行规模均远高于央国企，但 2024 年沪深交易所对上市公司再融资进行优化管理，可转债发行明显缩量。随着市场整体信用风险缓释，民企信用债融资边际改善，净融资额虽继续为负，但净流出规模显著缩减。。

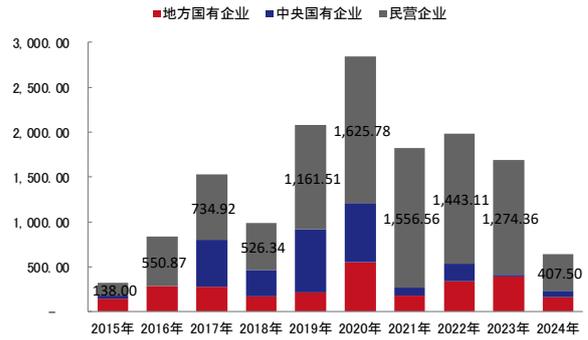
图7 民企信用债融资情况（亿元）

图8 不同性质主体可转债、可交债发行额度情况

(亿元)



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

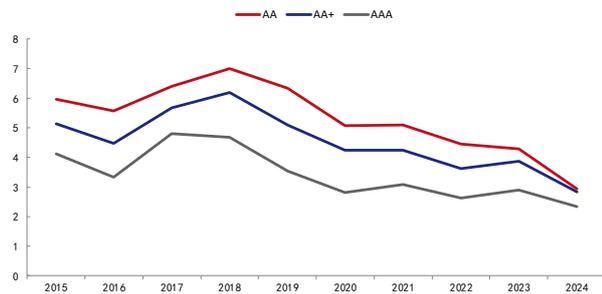


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

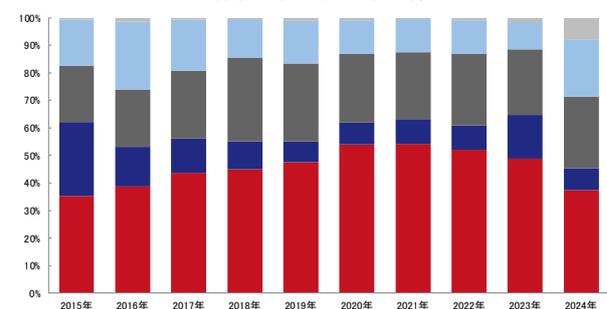
(3) 利率下行, 新发期限拉长。2018-2023 年随着理财净值转型的持续推进, 信用债期限利差一直处于相对高位, 特别是 2019 年及以后, 银行理财规模的增长加大了对短久期债券需求, 5 年及以上信用债发行及净增占比均下滑, 直至 2023 年末, 期限利差大幅压缩, 级别间利差收窄, 绝对收益率走低, 长期信用债市场关注度及需求开始上升, 5 年及以上信用债发行及净增明显增长。

图9 产业债加权发行利率变化

图10 产业债发行期限变化情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

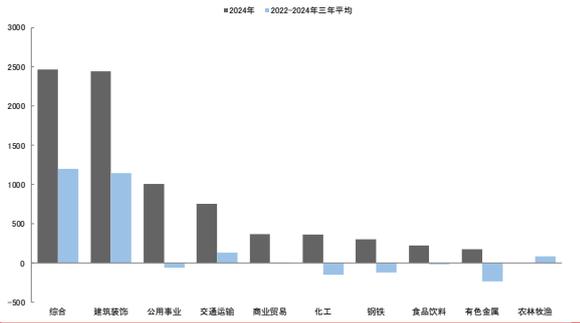


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

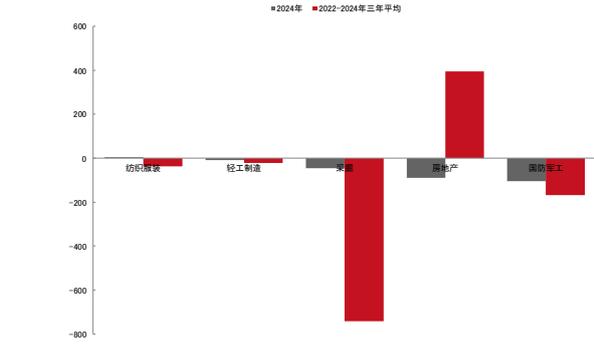
(4) 传统产业仍为信用债发行主力。从近三年的净融资情况看, 行业净融资表现明显分化, 与基础设施等传统领域关联度较高的行业持续为债券市场参与主力, 宽财政政策下, 综合、建筑装饰、公用事业、交通运输等传统行业信用债净融资表现较好, 代表新兴产业方向的行业净融资额却表现较弱, 似乎与经济结构转型背道而驰。究其原因, 债券市场仅仅提供了一个理解新经济简单的出发点, 但受限于传统的行业分类及产业债的结构, 并不能很好地解释经济结构所出现的真实变化。

图11 2024年产业债净融资额排名前十的行业

图12 2024年产业信用债净融资额排名后五的行业



资料来源: Wind, 中证鹏元整理



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 二、如何看待新质生产力方向？

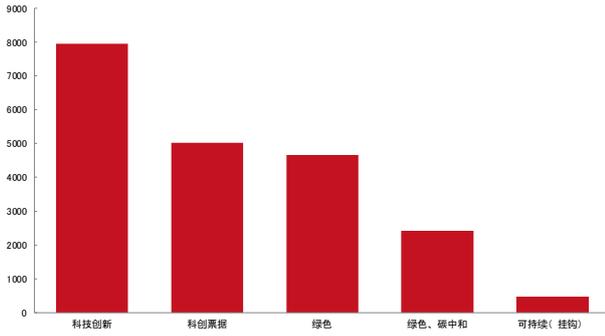
### 1、创新债券品种为新质生产力发展提供支撑

新质生产力是由技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级而催生的当代先进生产力，它以劳动者、劳动资料、劳动对象及其优化组合的质变为基本内涵，以全要素生产率提升为核心标志。换句话说，新质生产力的“新”在于创新，在于生产效率的提升，反过来看传统产业并不意味着就是落后生产力，传统产业在我国制造业中的占比超过 80%，其转型升级是发展现代化产业体系的重要基础，传统产业转型升级也是新质生产力的内在要求。

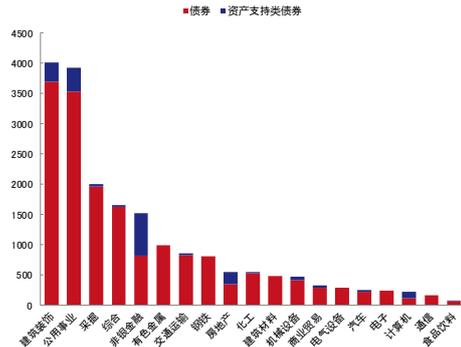
从债券品种看，债券市场加大了新质生产力、科技创新、绿色等领域的重点支持，债券的品种不断扩容，其中，科创债成为债券市场第一大创新品种。依据新质生产力的内涵，将募集资金用途符合支持绿色低碳、科技创新、技术升级等方向的债券品种看作新质生产力债券，具体包括绿色债券（票据）、科创债（票据）、“绿色+科创”债券、知识产权 ABS、碳中和债券、低碳转型（挂钩）债券、可持续（挂钩）债券等。截至 2024 年 11 月末，我国债券市场新质生产力债券的存量规模达 2.27 万亿元，占非金融信用债存量规模的 13.41%，其中，行业主要集中在建筑装饰、公用事业、采掘、有色金属等传统行业。2024 年发行的非金融类信用债中约 20.37% 为创新品种，其中 39.95% 为科创票据，银行间协会要求科创票据的发行主体首要为科技创新型企业，非科创型企业若想突破限制需要满足募集资金中不低于 50% 用于支持科技创新领域的条件。计算机、国防军工、电气设备等国家鼓励的行业均实现较大比例的创新品种债券发行，同时传统产业中的科创类企业亦有所受益。

图13 存量新质生产力债券规模分布情况

图14 存量新质生产力债券行业分布情况

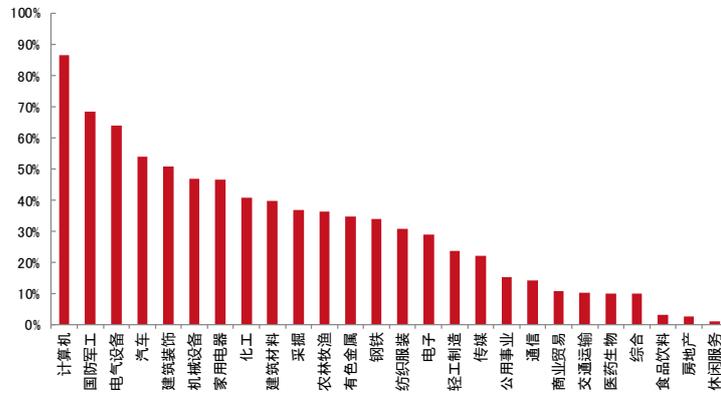


资料来源: Wind, 中证鹏元整理



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

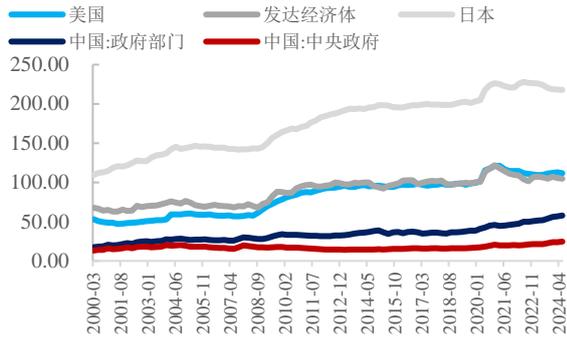
图15 2024年各行业创新品种发行额度占比



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

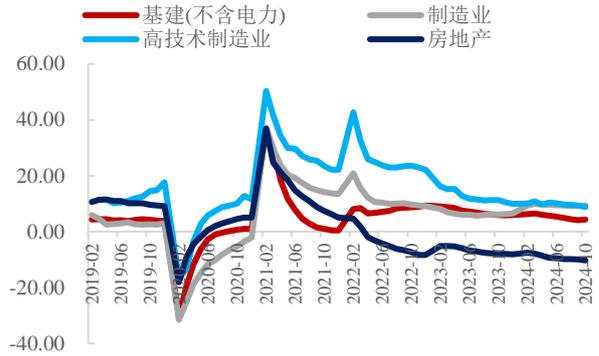
**2、新质生产力方向产能和研发投入在持续扩张。**从投资维度考量，考虑包含城投60万亿的有息债务在内的中国政府部门杠杆率水平已较高，2023年末中国政府部门（含城投）杠杆率达到104%，接近发达经济体杠杆率107%及美国112.30%，由此投资效率备受关注。拆分结构来看，我国新增投资已由传统的地产基建向新兴产业转变，固定资产投资完成额中的基础设施投资增速持续回落，地产拖累尤为明显，而制造业投资保持近两位数的强劲增长，其中高技术制造业增速近年来始终高于平均增速。在宏观杠杆率的约束下，投资结构在好转，经济正在努力摆脱对基建、地产的依赖。

图16 政府部门杠杆率造成现实的约束



资料来源：国际清算银行、国家资产负债表研究中心、Wind，中证鹏元整理

图17 固定资产投资完成额累计同比增速



资料来源：Wind，中证鹏元整理

总量的数据仍有较大局限性，比如制造业既是传统经济的重要部分，也是孕育新质生产力的主要载体，然而仅看第二产业或者制造业的数据无法看到如机器人、低空经济、新一代信息技术、高端制造产业的崛起。因此，我们从 5,376 家<sup>2</sup>A 股上市公司中截取上游原材料、中游新能源、高端制造以及信息技术四大产业（详见下表），进一步观察产业结构所发生的变化。其中，上游钢铁、有色金属代表传统产业（2023 年营业收入占有 A 股上市公司营收总和的 7.59%），而中游新能源、高端制造以及信息技术则代表了新兴产业中的新质生产力方向（2023 年营业收入占有 A 股上市公司营收总和的 9.63%）。

表1 代表性行业基本定义

产业链	行业	2023 年收入占 A 股上市公司的比重
上游原材料	钢铁、有色金属	7.59%
中游（新能源）	电力设备-光伏设备、风电设备、电池（SW 二级）	3.62%
中游（高端制造）	机械设备-自动化设备（SW 二级）、国防军工、通信设备、电子-半导体（SW 二级）、计算机-计算机设备（SW 二级）	2.13%
信息技术	计算机-IT 服务（SW 二级）、软件开发、通信-通信服务（SW 二级）	3.88%

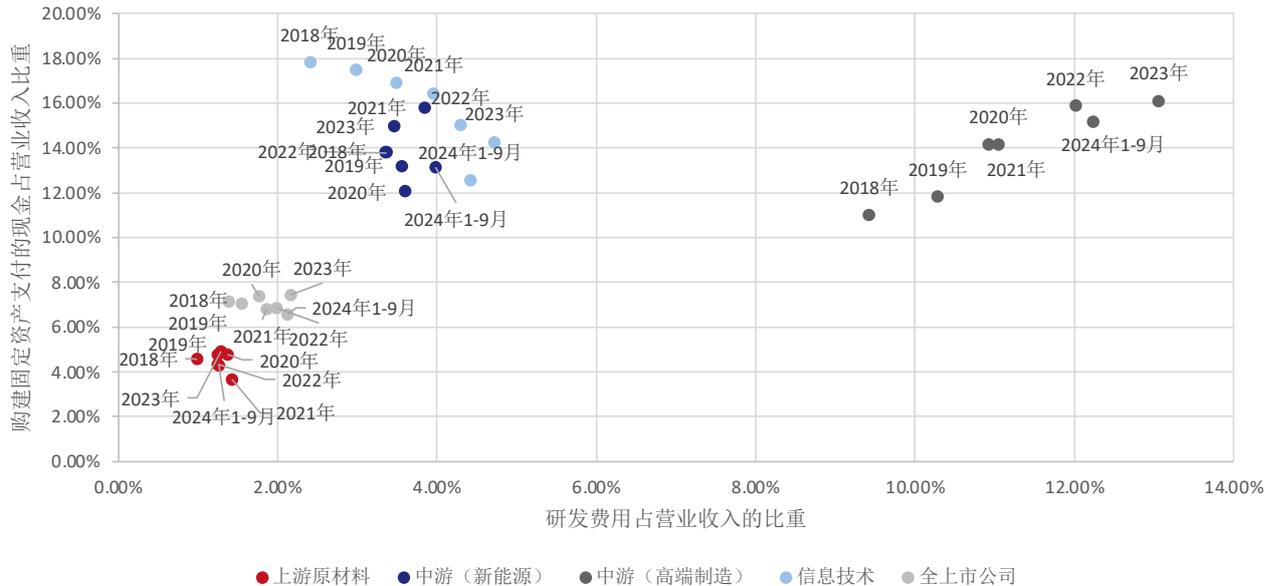
资料来源：Wind，中证鹏元整理

新质生产力方向的资本开支和研发支出比例高于传统产业及上市公司平均水平，并且高端制造业研发支出及资本开支比例逐年递增趋势。从我们选取的三个代表性产业来看：（1）2023 年“新三样”合计出口突破万亿元，比上年增长 29.9%，高于整个出口增速 29.3 个百分点，更是推动中国稳居全球汽车制造和太阳能装机容量第一大国。（2）高端制造业普遍为“卡脖子”行业，在贸易战、科技战愈演愈烈的当下，其发展的紧迫性是最强的，而且从生产效率的角度来看，高端制造业的附加值和利润率也相对较高，其发展可直

<sup>2</sup> 2024 年 12 月 12 日样本数据，选取申万行业分类。

接带来经济效益的提升。(3) 近年信息技术行业的研发投入保持增长。2023 年初 ChatGPT 引爆全球 AI 热潮，信息技术行业迎来了新的发展机遇，并在算力、算力基础设施等领域催生出了新的需求，2023 年及 2024 年 1-9 月，信息技术行业营收增速分别为 5.37%、2.36%，分别较上市公司平均水平高 4.47 和 3.93 个百分点。

图18 新质生产力方向的资本开支和研发支出比例高于传统产业及上市公司平均水平



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**3、产能阶段性错配，新质生产力结构重于总量。**在宏观杠杆率的约束下，扩张的背后是对投资效率的关注，由此也引发市场对诸多产业“产能过剩”的担忧，从过去的电解铝、钢铁等传统产业到现在的“新三样”等新兴产业，但我们认为是否存在产能过剩主要由三个因素决定：需求增长、供给响应速度及政府政策的推动。当中国经济处于高速增长阶段，扩容的市场需求在快速的供给侧响应下，将能够很好地被满足，并且在政策鼓励下，资本市场、地方政府、上下游产业链以及企业家本身容易形成合力去投资，短期内产能集中释放，但随着需求放缓，关于“产能过剩”的讨论甚嚣尘上。回顾上游钢铁、电解铝等行业的发展，2012-2015年国内需求放缓导致行业产能利用率下降。由于供应结构分散，议价能力弱，导致上述行业偿债能力极速弱化。从2015年开始，我国政府开始推行供给侧改革，从而推动了上游原材料行业的价格、收入和利润水平在随后几年出现结构性改善。

但随着我国产业结构转型的推进，2021年以来上游原材料行业面临着不同的结构性调整需求。电解铝方面，虽然地产走弱同时冲击了钢铁和电解铝下游需求，然而新能源及光伏等新兴领域有效补充了铝下游需求，结合产能天花板限制，近年铝价持续有支撑；钢铁行业的表现则截然相反，钢铁行业对地产依赖度高，本轮产业结构调整难以弥补地产缺量，钢铁行业景气度已持续疲软，钢铁企业亟需实现产品结构转型升级。新兴产业同样面临着

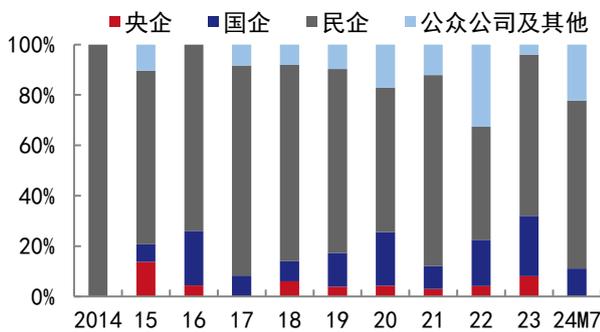
下游需求疲弱的现实，寄希望于供给侧改革的历史经验或不再有效，与政府主导的产业不同，代表新动能的产业大多处于完全竞争市场，在历经业绩连续下滑后，行业通过自发调整资本开支计划、缩减产能，加速行业拐点的到来。同时，新质生产力作为我国经济发展到现阶段、接力传统增长动力的重要方向，结构重于总量，在绿色、科技等领域具有巨大的发展潜力和空间。

### 三、产业转型期的信用风险

新质生产力的发展带来了结构性的机遇，与城投不同，信用风险是产业债投资必须要考虑的因素。我们认为市场整体信用风险在收敛，但局部领域风险不可忽视。

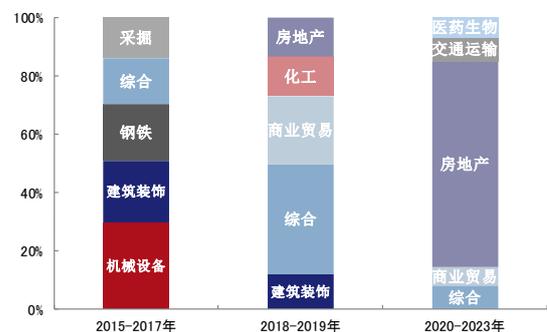
**1、违约风险收敛，信用风险整体可控。**2014年-2024年，新增违约主体中，非央国企主体数量占比为85%、逾期债券本金占比为78%。其中，2024年市场上新增违约主体中，民企占比为78%、国企4家、无新增违约央企。同时，违约行业分布呈现明显的周期轮动特征，在2015-2017年期间，违约主要集中在钢铁、煤炭、化工、机械设备、建筑施工等周期性较强的行业，这一方面由于宏观经济处于下行阶段所引发，另一方面则是在政策导向的推动下，钢铁、煤炭、电解铝等行业加速推进去产能工作，从而使得相关行业加快出清进程；2018-2019年则主要分布于贸易、化工、有色金属等行业，在金融去杠杆背景下，银行收紧银根，叠加债券面临集中到期兑付情况，融资环境恶化导致债务滚续风险加大；2020年以来，房地产及其产业链上新增违约主体数量急剧增加，主要是2020年下半年针对房企的“三道红线”政策和贷款集中度政策相继出台，房企融资政策被收紧，叠加疫情后房地产销售持续恶化，众多房企资金链断裂，2021年以来民营房企债券频繁暴雷，并拖累上游建筑施工等单位。

图19 新增违约主体以民企居多，央国企暴雷不再罕见



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图20 不同时期前五大违约行业分布情况

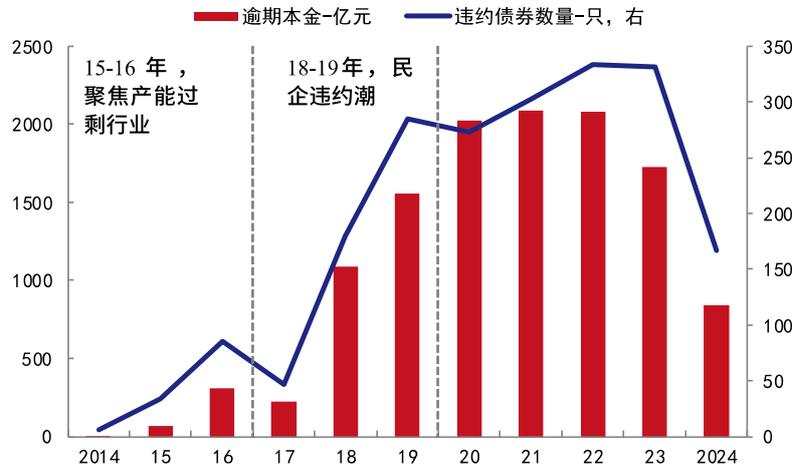


资料来源：Wind，中证鹏元整理

数轮风险事件加速了相关资产的出清，2024年全市场违约率和违约数量维持在低位且同比继续下降，债券违约风险继续边际放缓。2024年逾期债券本金、新增违约主体分别为189.12亿元和18家，较2023年的619.26

亿元和25家显著减少；债券市场违约率为0.30%，低于2023年的0.43%。

图21 2023年以来违约债券数量和金额高位下降



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**2、2024年转债退市和违约风险同时暴露，需关注弱资质转债的安全退出风险。**转债市场已成为支持新质生产力快速发展的重要融资渠道，2023年过半数转债发行量由新质生产力发行人所贡献，但2024年以来转债的退市和违约风险逐渐暴露。“新国九条”后，上市公司难以通过大幅下修转债转股价格促成转股，搜特转债、鸿达转债和蓝盾转债正股被终止上市，转债失去了条款底，向下不再有支撑，可转债信仰被击穿，截至2024年末，搜特转债、鸿达转债、蓝盾转债和岭南转债4只可转债相继实质性违约。考虑到弱资质转债的偿付有一定的难度，更应关注正股转股退出能力的强弱。

表2 近年来我国可转债信用风险情况

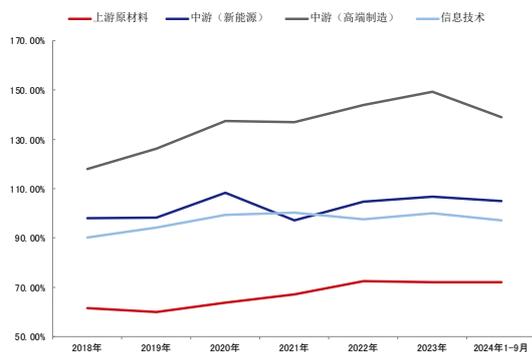
债券简称	时间	事件进展	类别
海印转债	2017/6/8	技术性违约	
正邦转债	2022/11/17 2023/7/20	2022年由担保代偿本息； 2023年7月公司进入 <b>破产重整</b> 程序	小额兑付
全筑转债	2023/11/13	2023年11月13日，公司进入 <b>破产重整</b> 程序，债券提前到期	小额兑付
搜特转债	2024/3/12 2024/5/17	2021年债权人对公司的破产清算申请未被法院受理。 2023年5月， <b>正股交易类强制退市</b> ，8月转债退市 2024年3月1日，法院就债权人申请公司 <b>破产清算</b> 案件进行听证，尚未公告是否裁定受理。 2024年3月12日利息违约，且触发有条件回售，5月17日未能如期兑付回售款。	无法兑付/重整
鸿达转债	2024/6/27	2024年3月， <b>正股交易类强制退市</b> ，可转债同步退市；6月触发有条件回售，公司未能如期兑付。 2023年2月，法院受理公司股东鸿达兴业集团破产清算，2024年4月，鸿达兴业集团宣告破产。	无法兑付/重整

蓝盾转债	2023/7/10 2024/8/13	2023年7月，因公司业绩不佳，被出具无法表示意见的审计报告，深交所决定*ST蓝盾公司股票及蓝盾转债终止上市。2024年8月13日，未能兑付本息	无法兑付/重整
岭南转债	2024/08/14	公司未能兑付本息，且正股存在退市风险	小额兑付

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

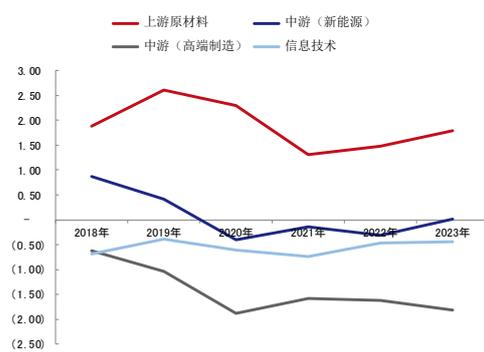
**3、外部环境不确定加大及需求不足担忧，传统产能过剩产业及部分新兴产业流动性风险上升。**一方面，传统产能过剩产业如钢铁行业，下游需求虽有制造业作为支撑，但地产用钢继续收缩、基建用钢边际贡献递减、出口支撑作用弱化，预计“钢需”将继续缩量，虽然发债主体以大中型央国企为主，抗风险能力较强，受益于较为宽松的资金面，发债钢企的债券和银行融资渠道较为畅通，短期内债务滚续压力尚可，但小型钢企经营承压。在利润深度调整、现金流亏损下，行业将进行自发性减产或停产，进入减量发展阶段，推动行业集中度提升。另一方面，在下游需求疲弱的现实下，叠加市场竞争加剧和关税等风险冲击，部分新能源等新兴产业面临产能过剩压力。从上述代表性行业来看，2024年前三季度盈利表现普遍呈走弱迹象，除信息技术行业在AI驱动下实现2.36%的营收正增长外，新能源和高端制造业的营收分别同比大幅下滑16.52%和15.34%；净利润表现相对更弱，高端制造业在2022-2023年连续两年负增长的前提下小幅回到正增速2.47%；信息技术行业勉强持稳，净利润小幅下滑0.35%，而新能源行业盈利表现则继续探底，继2023年22.60%的降幅后，2024年前三季度净利润继续大幅下滑66.72%。但目前除新能源行业外，其他两大行业的盈利表现弱化暂未传导至偿债能力，高端制造业和信息技术的净债务继续为负，新能源行业偿债压力有所加大，但目前仍在可控范围内，流动性表现则普遍持稳。但若产能问题未能妥善缓解，叠加关税等潜在外部冲击，短期或进一步考验企业的经营基本面，利润空间及流动性承压。

图22 速动比率变动情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图23 净债务/EBITDA 数据情况



注：指标为负系净债务为负影响  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 四、结论

2024年产业债融资环境明显改善，但受传统行业分类及产业债结构的局限，债券市场较难直观反映出

产业结构及新质生产力所发生的变化，传统产业仍为信用债发行主力。切换视角来看，我国新增宏观投资已由传统的地产、基建向新兴产业转变，高端制造、信息技术和新能源等新质生产力方向的资本开支和研发支出比例亦高于传统产业及上市公司平均水平。但风险与机遇并存，下游需求疲弱的现实背景下，外部环境不确定因子加剧了新能源等部分新兴产业的产能消化压力，且与政府主导的钢铁、电解铝等产业不同，新动能产业以市场逻辑为主导，过往供给侧改革经验作用或有限，目前新兴产业的流动性和杠杆情况仍处于可控水平，业绩考验之下，新能源等产业仍有望通过自发性调整资本开支和产能度过危机。

低利率环境下，高收益率资产稀缺性愈发凸显，新质生产力的发展从产业角度提供了结构性的机遇，且多轮风险事件出清后，整体信用风险已逐步收敛，但传统产能过剩行业内部及部分新兴产业的结构风险仍不可忽视。

## 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