



公募 REITs 系列研究二：“专项债+公募

2020 年 9 月 22 日

REITs” 可行性分析

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

延晓威

yanxw@cspengyuan.com

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。

主要内容：

解决公募 REITs 项目不足的问题，除挖掘 PPP 模式下的合格资产外，专项债相关资产同样值得关注。事实上，在运营阶段、收益来源以及权属关系上，专项债相关项目与公募 REITs 结合时比 PPP 模式更加契合。

近年来，专项债作为稳投资的重要资金来源，发行规模逐年增长。从到期情况来看，2023 年和 2024 年是目前存量专项债的第一个到期高峰。地方政府专项债风险与政府性基金收入相关，而土地使用权出让收入是政府性基金收入的重要组成。今年房地产市场受到较大影响，“房住不炒”方针下房地产政策仍然偏紧，尤其是“三道红线”发布后房地产需求较为薄弱地区的土地出让收入可能持续下降，专项债利息负担将加重，地方债务风险增加。

公募 REITs 作为盘活基建资产的重要工具，与专项债相关项目结合，从而盘活财政资金、降低债务负担的可行性值得关注。专项债与公募 REITs 在底层资产的政策要求上契合度高，项目权属相对清晰，“专项债+公募 REITs”模式有助于降低专项债信用风险。但同时，也应注意“专项债+公募 REITs”模式原始权益人战略配售资金来源的问题以及专项债资金提前偿还的问题。总体而言“专项债+公募 REITs”模式的落地仍需制度与政策的进一步完善。

最后，根据本文对以专项债支持的 A 县自来水厂扩建项目引入公募 REITs 的财务评价来看，“专项债+公募 REITs”模式具有财务可行性，项目收益能够满足公募 REITs 相关监管要求，对于投资者和原始权益人均具有一定的吸引力，具有应用前景。

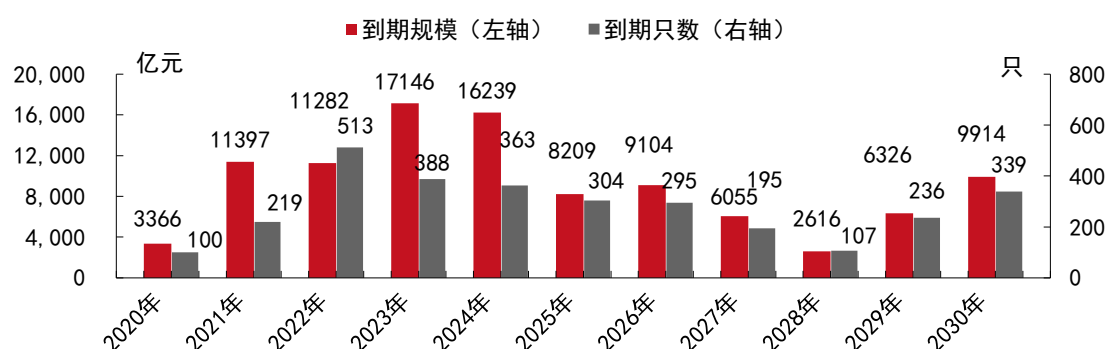
在公募 REITs 系列研究之《“PPP+公募 REITs”模式的效用与局限》一文中，我们提到解决项目不足问题是公募 REITs 蓬勃发展的当务之急。PPP 模式涉及资产虽然广泛，但一方面受到融资难困扰，进入建设及运营阶段的项目数量有限，大部分项目所处阶段无法满足公募 REITs 的监管要求；另一方面收益来源完全符合公募 REITs 政策要求的 PPP 项目（使用者付费类型）占比较低，PPP 项目中占比最高的可行性缺口补贴项目能否使用 PPP 模式，尚没有明确依据与标准。以上两点因素极大制约着公募 REITs 与 PPP 模式的结合。本文认为，解决公募 REITs 项目不足的问题，除挖掘 PPP 模式下的合格资产外，专项债相关资产同样值得关注。事实上，在运营阶段、收益来源以及权属关系上，专项债相关项目与公募 REITs 结合时比 PPP 模式更加契合。本文在简单梳理存量专项债的基础上，对专项债与公募 REITs 结合的可行性进行了分析，并根据专项债实务经验，以案例形式对专项债与公募 REITs 结合进行了财务评价，为市场参与各方提供实操参考，在盘活财政资金降低政府债务负担的同时，促进公募 REITs 发展。

根据《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(下称“《通知》”)要求，试点项目具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(下称“《指引》”)则提出基础设施基金拟持有的基础设施项目应当符合“经营 3 年以上，已产生持续、稳定的现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好增长潜力”。由此可见，公募 REITs 资金不适用于项目建设阶段的融资，而本文所述“专项债+公募 REITs”模式，是指先使用专项债进行项目建设，后使用公募 REITs 进行资产盘活的模式。

一、专项债存量规模增加，地方政府债务负担较重

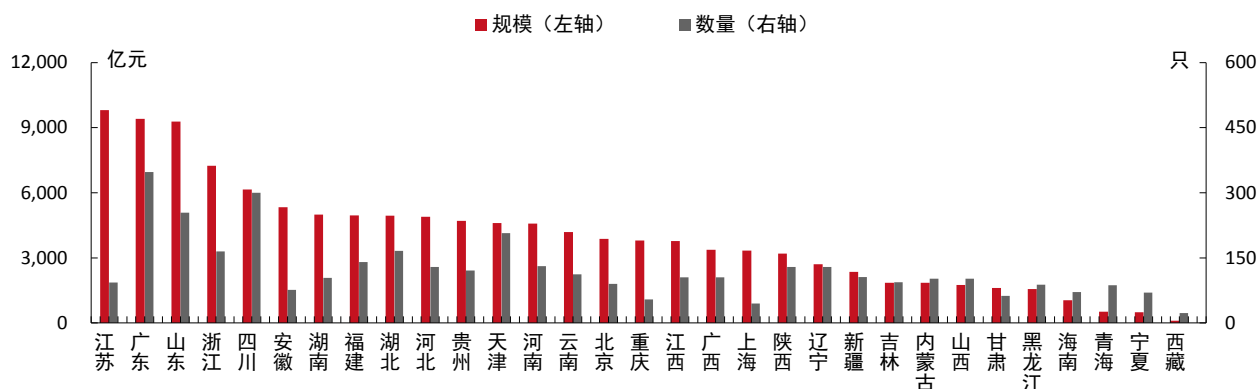
近年来，专项债作为稳投资的重要资金来源，发行规模逐年增长。截至 8 月 31 日，存量地方政府专项债券有 3,808 只，涉及金额 122,279.37 亿元。专项债发行期限普遍较长，从到期情况来看，2023 年和 2024 年是目前存量专项债的第一波到期高峰，到期规模均高于 1.6 万亿元，专项债集中偿付的压力较大。2025 年-2028 年债券到期规模逐年走低，2028 年至 2030 年的到期规模再次升高。从存量专项债的地域分布来看，江苏、广东、山东、浙江等东部沿海地区的存量规模较大，吉林、内蒙古、山西、甘肃等中西部和东北地区的存量规模较小。

图1 存量地方政府专项债到期规模在2023年-2024年达到峰值



注：数据截至2020年9月1日
资料来源：Wind，中证鹏元整理

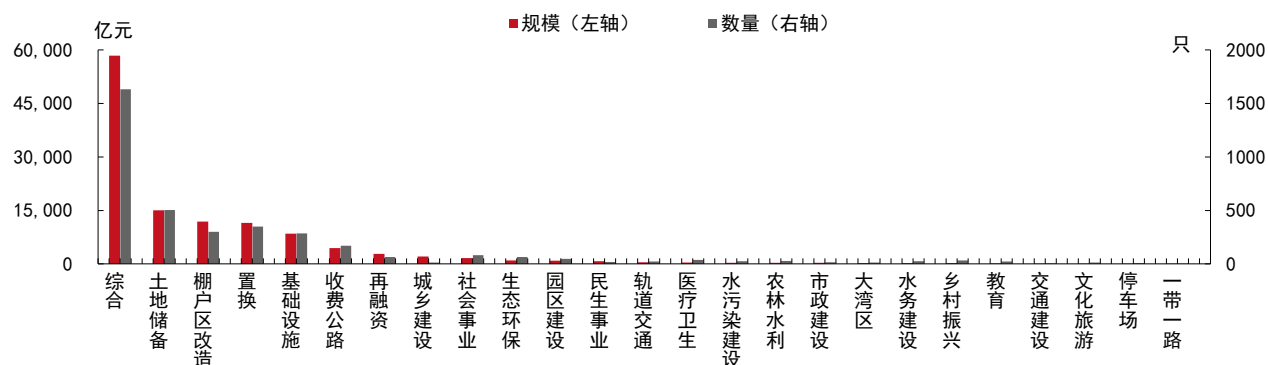
图2 东部沿海地区专项债券发行规模与数量最多



资料来源：Wind，中证鹏元整理

存量专项债类别方面，2019年以来在政策导向下地方政府专项债发行类别逐渐增加，但综合、土储、棚改、置换等类型的专项债仍然是专项债的主要组成。截至8月31日，综合类专项债存量规模58,344.30亿元，占比47.71%；土储专项债的存量规模为15,045.61亿元，占比12.30%；棚改专项债的存量规模为11,888.50亿元，占比9.72%。前三大类型占比合计69.74%，存量专项债集中度偏高。

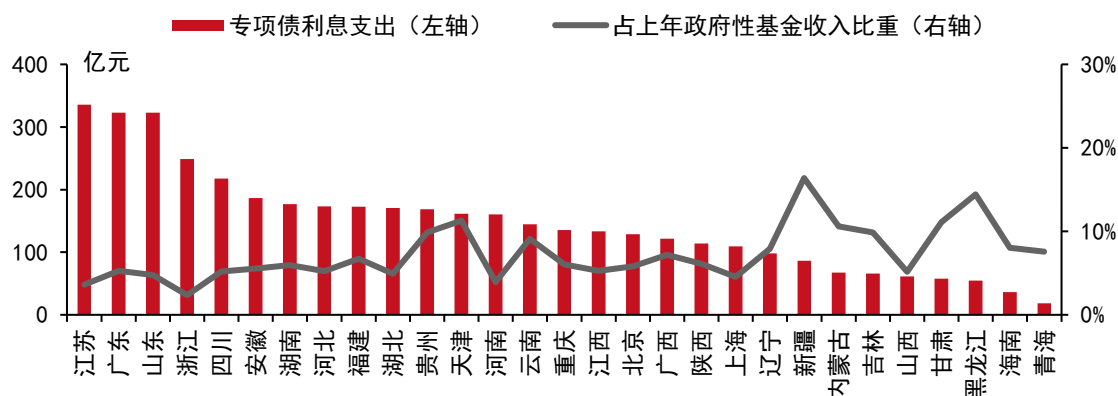
图3 存量专项债募投项目类型分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从各地区的债务负担来看，经济发达地区专项债利息支出占地方政府性基金收入的比重普遍控制在 5% 左右，债务负担较轻。贵州、天津、新疆、内蒙古、吉林、甘肃、黑龙江的专项债利息支出占地方政府性基金收入比重超过 10%，其中新疆专项债利息支出占比最高，为 16%。

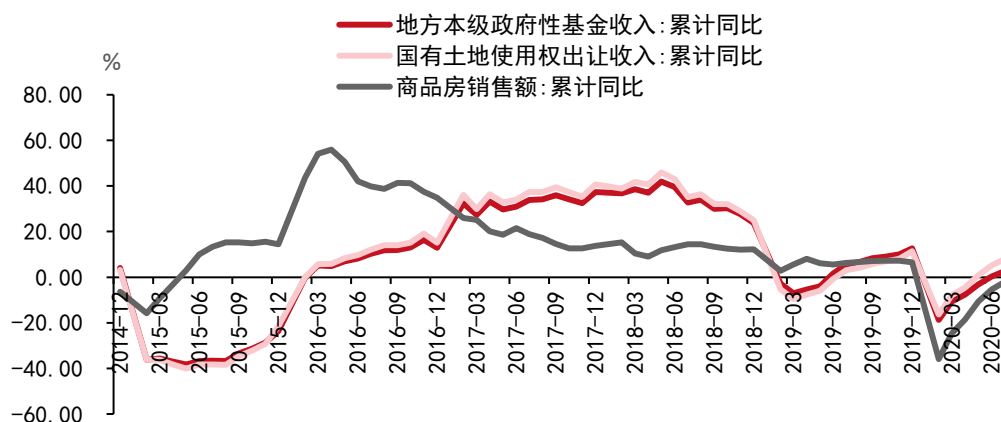
图4 经济欠发达地区专项债利息支出低但占政府性基金收入比重高



资料来源：Wind，中证鹏元整理

地方政府专项债风险与政府性基金收入水平息息相关。土地使用权出让收入是政府性基金收入的重要组成部分，其走势与政府性基金收入走势高度一致，而土地使用权出让收入受房地产景气程度的显著影响。2016 年房地产市场的高景气度带动 2017 年与 2018 年土地出让收入的高增，2018 年以来在“房住不炒”的政策导向下房地产市场降温，多省市土地出让收入增速在 2019 年随之下降。

图 5 房地产景气程度对地方政府性基金收入产生影响



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

8月20日,住建部、央行召开重点房地产企业座谈会,提出为控制房企有息债务的增长,央行将出台房地产融资新规,设置“三道红线”。“三道红线”的出台进一步抑制了高杠杆房企的拿地力度,可能导致全国土拍溢价率下降,流拍率增加。(详情见中证鹏元政策点评《地产融资“三道红线”会带来哪些影响?》)在此背景下,房地产需求较为薄弱地区的土地出让收入可能持续下降,专项债利息负担将加重,地方债务风险增加。

二、“专项债+公募 REITs”模式发展的可行性分析

由于股权属性明显,公募 REITs 问世以来,市场参与各方多将其与 PPP 模式进行比较与结合分析。从 PPP 模式的资本结构来看,公募 REITs 与 PPP 模式的结合更有利于盘活社会资本方资金,降低社会资本方杠杆,但对政府而言,资产盘活与财政减负的作用有限。受新冠疫情影响,今年以来我国地方政府财政收入普遍下降,财政支出却因疫情防控而增加,财政收支矛盾更加明显。如何使用公募 REITs 盘活政府资金,降低政府债务负担,加速地方基建补短板,应当成为公募 REITs 研究中更加重要的课题。

近年来,地方政府新增债务负担主要由地方政府一般债与专项债构成。2019年下半年以来,地方重大项目开始允许使用专项债资金作为项目资本金,但总体来看,更多基建项目在申请专项债时,需要保证资本金到位,对地方政府资本金要求较高。随着专项债发行规模的逐渐增加,一方面地方政府财政资金难免沉淀,另一方面地方政府债务负担持续增加。公募 REITs 作为盘活基建资产的重要工具,与专项债相关优质项目结合,对于盘活财政资金、降低债务负担大有裨益。

(一) 专项债与公募 REITs 结合的潜在优势

1. 专项债与公募 REITs 在底层资产的政策要求上存在较高契合度

项目收益与融资的自求平衡，是地方政府专项债发行的必要条件。根据《财政部关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预〔2017〕89号），发行专项债券建设的项目应当能够产生持续稳定的反映为政府性基金收入或专项收入的现金流收入，且现金流收入应当能够完全覆盖专项债券还本付息的规模。在实操中，各地政府为避免专项债相关项目增加政府隐性债务，对于项目未来收益来源的审查较为严格，要求项目收益由项目自身产生，往往不允许收益来源中包含政府补贴。因此，就专项债相关项目的收益来源来看，与公募 REITs《通知》和《指引》要求的“收入来源以使用者付费为主”和“现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生，不依赖第三方补贴等非经常性收入”的条件高度契合。收益来源的契合为项目储备提供了保障。相比 PPP 模式可行性缺口补贴项目，专项债相关项目在进行遴选储备时无需考虑收益来源的合规性，避免了合规问题带来的摩擦成本，有助于提高市场各方参与积极性。

2. 专项债发展已近五年，项目权属相对清晰，2019 年来多样化有所提高

地方政府专项债政策出台时间虽比 PPP 模式晚，但其资金到位快，有利于形成实物工作量，能够保障相关基建项目及时开工与顺利完工，深受地方政府与基建项目方欢迎。近年来，专项债对稳定经济增长起着越来越重要的作用，疫情发生后专项债发行多次提速，已成为地方基建融资的重要来源。

项目权属方面，与 PPP 模式相比，专项债相关项目权属清晰，项目所有权归地方政府相关部门所有。在引入公募 REITs 时，一方面不涉及多方博弈，有助于提高资产估值等环节的效率，加速资产盘活；另一方面政府主体进行基建项目建设并不以盈利为主要目的，这一特性对资产估值产生一定影响，有利于公募 REITs 投资人获得相对更高的投资回报率。此外，鉴于公募 REITs 与专项债相关项目结合后对地方政府资金盘活和降低债务负担的双重作用，地方政府推进“专项债+公募 REITs”模式的动力有望更加充足。

项目资质方面，在专项债政策落地初期，棚改、土储与置换是专项债发行的主要用途，随着专项债的逐渐成熟，专项债涉及基建项目类型持续增加，项目多样性显著提高。根据公募 REITs《指引》要求，基础设施包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，不含住宅和商业地产。从专项债项目多样性发展的趋势来看，符合《指引》要求的专项债建设项目越来越多，在今年新基建布局的宏观背景下，未来专项债项目的多样性有望进一步提高，为公募 REITs 合规项目储备夯实了基础。

3. “专项债+公募 REITs”模式有助于降低专项债信用风险

随着发行规模扩大与项目多样性提高，专项债绩效评估与资金监管的难度日益复杂。专项债信用风险主要来源于四个方面，一是债券资金被挪用的风险，二是收益无法覆盖本息的风险，三是偿债资金挪用的

请务必阅读正文之后的免责声明

风险，四是集中到期引发的风险。公募 REITs 的引入对降低专项债这四方面风险具有重要作用。首先，根据《指引》，公募 REITs 对基金管理人资质有着相当严格的要求，同时在基础设施基金成立之前，要求基金管理人聘请独立的资产评估机构、律师事务所对拟持有的基础设施项目进行评估，债券资金被挪用的项目难以通过层层筛选，由此倒逼地方政府提高项目合规性，降低债券资金挪用风险。第二，存量专项债相关项目的收益真实性目前受到监管部门的重点关注，由于专项债发行期限普遍较长，项目未来收益多由预测得出，项目真实收益无法覆盖专项债券本息的风险，已成为目前专项债最复杂的信用风险来源。而公募 REITs 则引入第三方专业团队对相关项目收益进行二次测算，而且由于项目已建设完成并经过三年运营期，收益测算将更加准确，有助于及时发现并预警收益无法覆盖本息的风险。第三，鉴于基建项目投资回收期长、项目收益前低后高等因素，专项债多采用定期付息，到期还本的还款形式，易导致项目中后期部分偿债资金的闲置，而由于偿债资金首先进入政府性基金账户，存在闲置偿债资金被挪用的风险。公募 REITs 在引入后，拟持有项目在 5~7 年左右（从建设期起算）发生权属变更，闲置资金被挪用的风险不再存在。最后，专项债的大规模集中兑付可能导致地方政府的流动性风险。上文提到，存量专项债在 2023 年和 2024 年达到偿债高峰，地方政府偿还和置换债务的压力增大。而公募 REITs 的引入则有助于加速项目资金回流，缓解政府偿债负担。

（二）专项债与公募 REITs 结合可能存在的问题

1. 原始权益人战略配售资金来源的问题

根据《指引》第十八条，基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于本次基金份额发售数量的 20%。使用专项债进行融资的项目通常权属清晰，地方政府为项目原始权益人，因此根据《指引》，专项债项目引入公募 REITs 时，地方政府或其同一控制下的关联方参与战略配售的比例合计不得低于基金份额发售数量的 20%，而地方政府战略配售资金的来源尚不明确。若使用地方财政资金或基础设施建设基金，将削弱公募 REITs 资产盘活的效用，且存在一定的合规风险。而地方社保基金可否作为地方政府战略配售资金的来源，尚无明确的政策指示，为公募 REITs 在专项债项目领域的推进造成难度。试点阶段的公募 REITs 或许可以通过精选社会资本方为原始权益人的项目，从而避开上述难点，但从公募 REITs 在我国长期发展趋势来看，解决政府战略配售资金来源问题是确保公募 REITs 高效盘活政府投资无法避开的问题。

2. 权属变更后专项债资金提前偿还的问题

专项债与公募 REITs 的结合，将引发专项债资金提前偿还的问题。根据相关政策，地方政府专项债券的还款来源为项目对应并纳入政府性基金预算管理的收入。公募 REITs 引入后，底层资产实现真实出售，请务必阅读正文之后的免责声明

与专项债还款相关的项目未来现金流归属发生变更。为防范债券信用风险，本文认为地方政府应及时以交易的对价提前偿还专项债本金。截至 8 月 31 日，存量专项债中含有债券提前偿还条款的仅有 137 只，占比不足 4%。债券的提前偿还将打乱投资者的资产配置计划，需与多方投资者进行沟通，增加了公募 REITs 推进的工作量。

三、“专项债+公募 REITs”模式的财务评价

根据《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》，公募 REITs 的试点项目预计未来 3 年净现金流分派率（预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值）原则上不低于 4%。为评估“专项债+公募 REITs”模式的投资回报，本文以专项债资金支持建设的 A 县自来水厂扩建项目为例，对“专项债+公募 REITs”模式进行财务评价，并为“专项债+公募 REITs”模式的项目估值过程提供参考。

（一）项目基本情况与重要假设

在对专项债项目进行财务评价时，首先需明确项目的基本情况并提出假设。项目的基本情况可通过项目可行性研究报告、专项债发行实施方案获得，明确项目投入、产出等基本要素，并分析自项目竣工以来经营是否符合预期。项目的假设主要用于测算未来现金流，需对未来收入、成本和费用的变化情况进行预测，为项目估值奠定基础。

项目基本情况：A 县现有自来水厂日最高供水量为 1.0 万 m³/d，随着经济发展与人口增加，预计 A 县 2030 年日最高需水量为 3.0 万 m³/d，现有水厂供水量无法满足未来城市用水需求，需对自来水厂进行扩建，扩建工程包括水库改造，净水厂、输水管道、泵站修建等。项目工期 8 个月，预计 2020 年 12 月完工投产。2030 年最高日缺水量 2.0 万 m³/d 作为本项目的规划供水规模，即本次设计日最大供水规模为 2.0 万 m³/d，考虑到水源储备、产能利用率与用水需求浮动等因素，预计扩建后水厂长期年均供水量为 680 万 m³/年。

项目预算总投资为 12,000 万元，其中 3,000 万元由地方财政统筹解决，其余 9,000 万元通过发行地方政府专项债筹集。项目建成后预期收入全部为售水收入，售水价格参照当地物价局相关文件。

项目重要假设：根据历史数据测算，项目所在县区 2016~2018 年三年平均售水量涨幅为 14%，预计 2019 年至 2027 年涨幅每年仍按照 14% 增长，2028 年后保持在 680 万 m³/年。2016~2018 年三年平均售水价格为 5.45 元/m³，三年平均毛利率为 40%，三年平均销售费用为 100 万元/年，三年平均管理费用为 230 万元/年。预计未来十年，售水价格和毛利率与过去三年的均值持平，考虑运营的边际效应，销售费用增长

至 150 万元，管理费用增加至 300 万元。

公募 REITs 引入：根据《指引》要求，合格项目应经营 3 年以上，因此本文假设公募 REITs 于 2024 年引入该项目。该自来水厂扩建项目在立项时，3500 万元资金用于水库升级改造、输水管道建设、泵站修建等配套设施，该类设施无法直接产生收益，因此在引入公募 REITs 时，本文假设以原有自来水厂对上述无法产生收益的资产包进行置换。以自来水厂整体进行估值分析。如此操作也将有利于自来水厂的整体管理运营，避免新旧净水厂的分离运营维护产生不必要的浪费。

（二）项目估值方法与参数选择

不动产项目的估值方法主要有市场比较法、收益折现法、重置成本法等。市场比较法需要性质相近不动产的市场交易数据，而专项债支持的基础设施项目差异性较大，在公募 REITs 引入的初期市场交易并不活跃，因此市场比较法在此处并不适用。收益折现法是通过计算未来一段时期内能项目带来的全部经济收益的现值为依据而评估项目估值的方法，适用于未来收益较为稳定的不动产项目，专项债基建项目可以采用。重置成本法是以假设重建被评估项目所需的投资为依据而评估项目价值的方法，同样适用于专项债基建项目的估值。收益折现法的计算过程较为复杂，但估值结果更加科学。重置成本法计算过程简便，更易被交易双方理解与接受。

不同的估值方法涉及不同的估值参数。收益折现法的估值参数包括增长率、折现率等重要参数，而重置成本法则需要确定特定时点下的原料与人工成本，部分项目还需考虑折旧与贬值因素。

项目估值方法：《指引》提到，基础设施证券投资基金的收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%。依据上文假设，A 县第二水厂售水量在 2019 年~2027 年以每年 14% 的增速增长，2027 年后，受水源储备、产能利用率与用水需求浮动等因素，2028 年后保持在 680 万 m^3 /年。基于较高的收益分配比率以及售水量增长的两阶段情况，本文采用两阶段股利贴现模型对上述项目进行估值。

估值参数选择：使用双阶段股利贴现模型对项目进行估值，需确定适用于该项目的折现率、增长率等参数。由于该类型项目在我国多年来以政府直接投资和发行债券进行融资，政府直接投资的资金成本难以衡量，可比项目的债券融资资金成本虽然容易获得，但由于基础设施证券投资基金进入后使项目结构发生根本转变，债权项目转变为股权项目，而股权的风险溢价较债权明显提高，因此若单以债券融资成本作为项目估值折现率，易导致项目价值高估。而由于基础设施 REITs 在我国刚刚起步，目前仍然没有成型案例，因此难以根据可比基础设施 REITs 确定估值折现率。基于以上因素，本文拟根据专项债融资与收益自求平衡、必要报酬率与风险溢价等因素相结合的方式确定该项目的折现率区间。

折现率的区间下限：风险与收益相匹配原则决定折现率的区间下限。折现率的确定需体现投资的风

请务必阅读正文之后的免责声明

险，对于同一底层资产，股权投资的风险高于债权投资，相应的股权投资风险溢价水平应高于债权投资，因此股权项目的估值折现率应当高于市场决定的可比项目债权融资成本。上述自来水厂项目为县域基础设施项目，与该项目经济环境相近地区 2020 年发行的项目收益债融资成本均值为 6.40%，那么折现率区间的最低值应不低于 6.4%。

折现率的区间上限：折现率区间的上限由融资与收益平衡原则决定。根据专项债相关政策，专项债项目收益应当能够覆盖债券本息，基础设施 REITs 的引进导致专项债券提前偿还，为确保债券本息顺利偿还且避免财政资金流失，项目估值应不低于项目总投资。需要注意的是，虽然政府基础设施建设投资不以获取收益为根本目的，但也应权衡折现率与财政投资收益的关系，加速盘活政府资金。上述自来水厂项目的折现率选取 7.7% 时，项目评估净值为 12,101 万元，因此该项目折现率区间的上限不应高于 7.7%。

折现率在区间内的具体取值：在确定折现率的具体取值时应考虑必要报酬率（RRR），资产评估中的折现率反映资产的必要收益率，而该回报率不应低于该投资的机会成本。对于基础设施 REITs 而言，与其投资性质与风险相近的资产为 PPP 模式，因此对于基础设施 REITs 的投资者而言，其必要报酬率应与经济环境相近地区 PPP 项目的投资回报率持平。与该项目经济环境相似地区的 PPP 项目投资回报率在 7% 左右。

此外，折现率的具体取值还受到市场博弈与资金供需等因素影响。在基础设施 REITs 诞生初期，为提高投资者参与热情，估值折现率可能偏高。长期来看，基础设施 REITs 将向可比资产的报酬率均值回归。

（三）不同情境下的项目估值

根据上述折现率区间，本文选取四个折现率对 A 县自来水厂估值结果进行展示，其中包括折现率区间的下限值和上限值。如下表所示，随着折现率的提高，自来水厂估值降低，现金流分派率走高，政府回款降低。当折现率为区间下限值 6.4% 时，未来三年净现金流平均分派率为 3.96%，低于政策要求的 4%，其他三种情景的现金流分派率均超过 4%，达到政策要求。从下表来看，折现率处于 7%~7.5% 之间时，各方利益较为均衡，有利于“专项债+公募 REITs”模式的推进。

表 1 不同折现率情景下的项目估值

情景	估值折现率	项目估值 (万元)	未来 3 年净现金流 平均分派率	最大现金流 分派率	政府回款 (万元)	政府投资内部 收益率
情景一	6.4%	¥14,790.81	3.96%	6.28%	¥5,790.81	24.5%
情景二	7.0%	¥13,424.04	4.36%	6.92%	¥4,424.04	13.8%
情景三	7.5%	¥12,453.69	4.70%	7.45%	¥3,453.69	4.8%
情景四	7.7%	¥12,101.22	4.84%	7.67%	¥3,101.22	1.1%

注：政府回款为项目估值与专项债本金之间的差值，是偿还专项债后政府可以收回的资金。

资料来源：鹏元整理

（四）风险导向下的项目选择

上述案例表明，“专项债+公募 REITs”模式在覆盖专项债还款资金和财政投资资金的前提下具有财务可行性，项目收益不仅能够满足公募 REITs 相关监管要求，而且对于投资者和原始权益人均具有一定的吸引力。虽然融资与收益自求平衡是专项债发行的必要条件，但由于全国范围内的专项债绩效评价体系尚未成型，公募 REITs 在与专项债项目结合时，需树立风险意识，关注项目与收益的真实性，加强实地调研，在确保项目收益真实合理的前提下，财务评价才有意义。在项目选择上，首先选择收益来源稳定且易于预测的交通基础设施和市政基础设施，对于京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、长江三角洲等经济实力强的地区，可适当拓宽基础资产类别，选择未来现金流来源相对稳定的信息网络新型基础设施，以及高科技产业园区、特色产业园区进行试点。

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	地址：北京市东城区建国门内大 街 26 号新闻大厦 8 层	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
电话：0755-82872333 0755- 82872897	电话：010-66216006	总机：021-51035670
传真：0755-82872090	传真：010-66212002	传真：021-51917360
长沙	江苏	四川
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	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	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
电话：0731-84285466	电话：025-87781291	电话：028-82000210
传真：0731-84285455	传真：025-87781295	传真：028-85288932
山东	吉林	西安
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	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	地址：西安高新区唐延路的金辉 国际广场 902 室
总机：0531-88813809	电话：0431-85962598	电话：029-88626679
传真：0531-88813810	传真：0431-85962596	传真：029-88626679
郑州	香港	
地址：郑州市金水路 288 号曼哈顿 14 号楼(兴业大厦)1103 室	地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002	
总机：0371-60308673	电话：+852 36158342	
传真：0371-60308673	传真：+852 35966140	