



# 离岸债券系列研究之一： 揭秘自贸区债券

联合资信 主权部 | 张敏

自贸区债券作为一项创新型离岸融资债券，兼具传统离、在岸融资债券的多项特点，发展自贸区债券对于进一步探索、开发离岸债券市场融资功能、深化人民币国际化发展有着积极的促进作用。然而由于其创建时间较短、相关制度体系有待完善，自贸区债券市场仍处于初级发展阶段，距离成长为一个具有相当规模的成熟债券市场存在一定距离，但长远来看，上海自贸区债券市场有望发展成为与香港离岸债券市场并驾齐驱的国际化债券市场。



**联合资信评估股份有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



今年以来，上海自贸区债券（又称“明珠债”）发行持续火热，其热度甚至超过了传统离岸债券。自贸区债券到底有何吸引力？它与传统离岸债券又有什么不同？本文将针对自贸区债券业务发展至今的一些热点问题针对性解读，以补充自贸区债券市场信息的未尽之处、增进市场对自贸区债券及其发展状况的了解。

### （一）什么是自贸区债券？

自贸区债券是指面向自由贸易试验区内已开立自由贸易账户的区内及境外机构投资者所发行的债券品种，发行人可以为境内、自贸区内及境外的金融机构或企业，发行币种包括人民币和外币。简言之，**自贸区债券可以视为“在岸的离岸债券”**。

2013年，国务院正式批准设立中国（上海）自由贸易试验区，以探索我国对外开放的新路径和新模式，促进转变经济增长方式和优化经济结构，拓展经济增长空间。随后，中国人民银行于2014年发布了《中国人民银行关于金融支持中国（上海）自由贸易试验区建设的意见》，为在自贸区内开展的金融活动提出了初步的意见框架。2015年，中国人民银行联合证监会、银保监会以及外汇管理局等部门共同出台了《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点 加快上海国际金融中心建设方案》，进一步完善了自贸区内金融改革开放活动的部署建设、细化了自贸区内金融活动的条件规范，并表态支持区内企业发行境内人民币债券，为自贸区债券的发展提供了依据。2016年，上海清算所（“上清所”）和中央国债登记结算有限责任公司（“中债登”）先后颁布了《自贸区跨境债券业务登记托管、清算结算实施细则》《上海自贸区跨境债券业务登记托管、清算结算业务指南》和《中国（上海）自由贸易试验区债券业务指引》，为自贸区债券正式落地创造了政策条件；同年12月，上海市政府发行了30亿人民币的自贸区地方政府债，成为首只落地的自贸区债券，自贸区债券的概念也由此正式走入大众视线。

### （二）自贸区债券主要受哪些监管机构及法规管辖？

由于自贸区债券创立时间较短，且问世之初便定位为离岸债券，因此其适用的境内法律条文和负责其业务的境内监管机构与其他离岸债券基本一致。根据现行的监管要求，短期的离岸债券由国家外汇管理局（“外管局”）直接监管，中长期离岸债券则由国家发展和改革委员会（“发改委”）进行监管。

2015年，发改委颁布了《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（发改外资〔2015〕2044号，“2044号文”），在政策问答的公开回复中明确自贸区债券视同境外债券进行申报。2023年2月10日，发改委发布的《企业中长期外债审核登记管理办法》（“《办法》”）开始实施，2044号文同时废止。在发改委网站

公布的官方政策问答中，企业通过自贸区FTN账户<sup>1</sup>借用超过1年以上的外债或向自贸区支行申请1年期以上的商业贷款、且该贷款为离岸资金（本、外币皆可），均需要办理外债审核登记。境内企业从境内银行的离岸金融中心借入超过1年期的商业贷款/发放的1年期以上借款业务，也需要办理外债审核登记。上述几种情况几乎涵盖了目前自贸区债券相关的所有业务内容，基本可以确定1年期以上的自贸区债券与其他境外债券一样适用于《办法》。但考虑到《办法》实施时间较短，且部分事项需要“一事一议”，因此自贸区债券发行人在实务中进行审核申请时可能会面临一定问题。除了受到发改委和国家外汇管理局的监管之外，自贸区债券还需遵从中国人民银行发布的《关于全口径跨境宏观审慎管理有关事宜的通知》，以符合中国人民银行对于全口径跨境融资宏观审慎管理的监管要求。

作为一个创新产品，自贸区债券与其他境外债券的一个重要区别便是除了发行人与中债登签署的《发行、登记及代理兑付服务协议》受中国法管辖之外，**发行人可自由选择交易文件适用境外法或者境内法，具有较高的法律适用灵活性**，而中资美元债和点心债等离岸债券的交易法律只能适用境外管辖法。

### （三）自贸区债券近年来发展趋势如何？

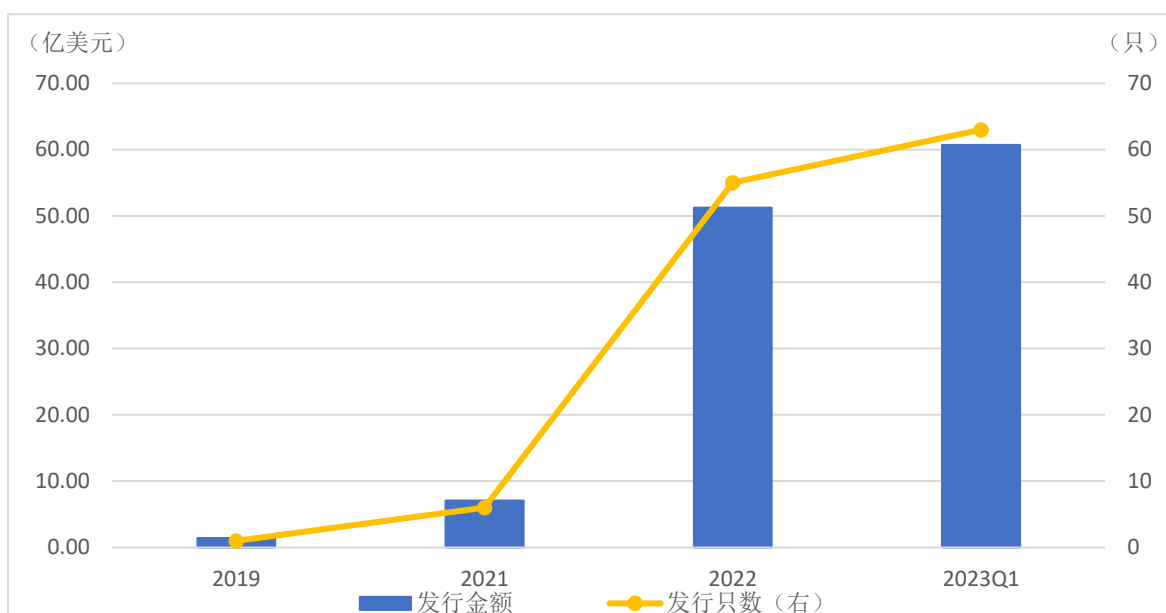
自2016年完成首发之后，由于投资者了解程度有限、以及中资美元债和点心债等离岸债券市场发展迅猛，自贸区债券在接下来的几年中表现沉寂，2019年才实现自贸区企业债券发行破冰。2020年，新冠疫情暴发导致自贸区债券市场发展再度中断，自2021年起发行规模进入增长阶段，但全年发行规模不足10亿美元。2022年，自贸区债券发行放量显著，全年发行规模突破50亿美元；2023年以来，自贸区债券发行规模进一步加快，一季度发行规模（60.73亿美元）已超过2022年发行总额。

截至2023年一季度末，自贸区债券<sup>2</sup>共发行125只，发行规模达120.47亿美元，其中人民币债券121只，规模115.21亿美元；美元债券3只，规模4.76亿美元；欧元债券1只，发行规模0.50亿美元。

展望未来，美联储接连加息大幅推高了美元债券发行成本，且预计在未来相当长一段时间内仍将维持高位，离岸美元债券的相对发行成本优势已不复存在。与之相对，国内基准利率预计保持在相对低位，因此对发行人来说境外人民币债券是更好的离岸债券发行选择。除此之外，城投企业大量债务到期催生的再融资需求和地方政府为发力促进经济向好发展的资金需求也将为自贸区债券的发行提速。预计自贸区债券2023年发行规模将较去年有明显增长，全年发行总量有望增长至200亿美元左右。

<sup>1</sup> FTN 账户（Free Trade Non-resident 账户）是上海自由贸易试验区推出的一种境外机构自由贸易账户。

<sup>2</sup> 本文统计的自贸区债券仅包括公司债，不包括国债和地方政府债。



注：2023年数据截至2023年3月31日，下同

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图1 自贸区债券发行情况

#### （四）自贸区债券主要由哪些主体发行？

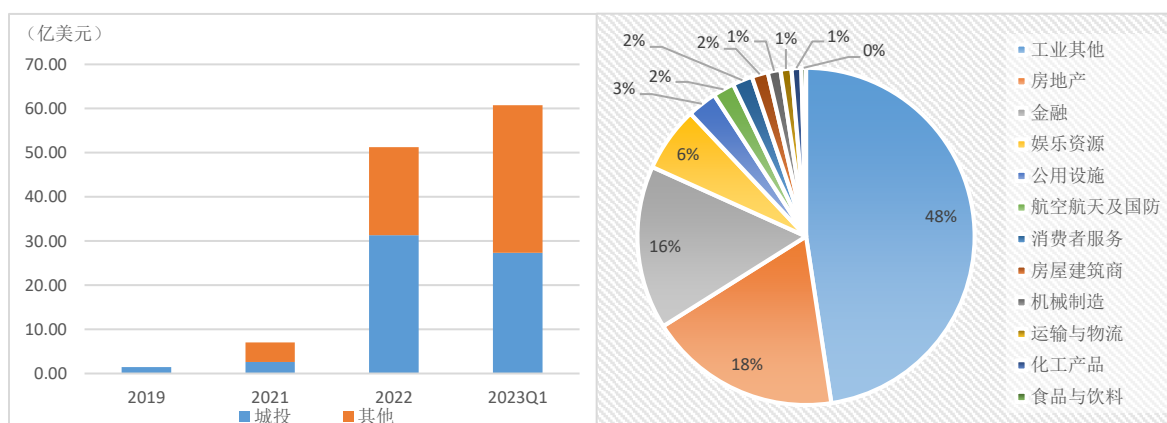
截至2023年一季度末，城投自贸区债券发行规模占自贸区债券发行总额的**52.09%**，城投企业撑起了自贸区债券市场发展的半壁江山。这一特殊现象主要源于城投企业的境内外融资监管政策在自贸区债券市场发展期间发生了重要转折：中国监管部门对城投企业的融资政策自2017年开始趋严，虽然期间曾出现过短期边际放松阶段，但从早期的“满足城投在建项目合理融资需求”到如今“坚决遏制新增地方政府隐性债务、严压债务增长”的政策转变导致城投企业融资难度明显加大。为满足监管机构的债务管理要求，城投企业近两年的融资活动主要是为偿还到期债务进行的再融资。

自2022年下半年起，城投企业境内外融资监管政策全面趋紧，中资美元债、点心债和境内债券融资渠道纷纷收缩，本、外币债务融资难度均明显上升。与此同时，自贸区债券作为新兴债务融资产品正值推广阶段，监管要求和发行难度较其他离岸债券而言相对较松，且可以满足全币种融资需求，自贸区债券的“替代融资功能”开始凸显。在此背景下，部分城投企业为满足自身融资需求开始尝试使用自贸区债券作为补充融资工具进行人民币融资，并带动自贸区债券全年总发行额在2022年首次突破50亿美元。2022年，城投自贸区债券发行规模占自贸区债券发行总额的比重逾60%，城投



企业是自贸区债券一级市场的最大发行主体。2023年一季度，城投债券发行规模已突破27亿美元，占发行总额的45%，预计城投自贸区债券全年发行规模有望超过100亿美元，并蝉联自贸区债券最大发行主体的市场地位。

除了城投企业之外，房地产和金融主体也在自贸区市场占据重要地位。截至2023年一季度末，房地产和金融主体发行的自贸区债券分别占自贸区债券发行总额的18.47%和15.68%，是自贸区一级市场的重要组成部分。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图2 自贸区债券行业分类（以发行规模计）

### （五）自贸区债券的信用评级状况如何？

由于发展时间较短、且监管机构未对债券信用评级做强制要求，因此自贸区债券信用评级兴起较晚，市场信用评级状况透明度也显著低于其他中资离岸债券市场。除此之外，市场机构对于此类业务熟悉度不足、发行人选择信用评级的动力较弱也是导致自贸区债券评级缺失率较高的重要因素。

虽然目前对参与自贸区债券业务的金融中介机构资质要求并无明确规定，但由于自贸区债券此前在监管文件中被要求视同中资美元债等境外债券进行备案，且其发行结构与境外债券基本保持一致，因此在对其进行信用评级时，市场通常将其与点心债、中资美元债等国际债券视为同样需要附国际信用评级结果的离岸债券。由于目前我国本土信用评级机构业务国际化程度不深、境内评级机构是否具备开展离岸债券信用评级业务资质这一问题仍有待明确，因此目前附评级发行的自贸区债券评级结果均来自境外评级机构或在境外执业的中资评级机构：截至2023年一季度末，共有7只人民币债券和1只欧元债券选择附评级发行，均为投资级债券，发行规模仅占自贸区债券发行总额7.50%。

尽管自贸区债券致力于吸引全球投资人参与投资，但由于其立足上海自贸区内，在实际交易中参与方仍以境内机构为主。目前自贸区债券发行人几乎全部为境内主体，且多数机构此前已有发行较为丰富的境内人民币债券发行经验，因此境内机构投资者对于发行人的信用资质和经营状况了解比较深刻，部分优质企业无需通过进行评级以表明其信用状况，发行人采取附评级发行的动力较弱，进而导致自贸区债券市场信用评级业务发展较慢。

随着区县级城投企业开始试水自贸区债券作为融资补充渠道，而在实务中监管要求区县级主体必须获取投资级国际信用评级结果才能准予发行境外债券，因此2023年以来越来越多的自贸区债券选择在发行时附信用评级，在一定程度上促进了自贸区债券信用评级的普及和推广。长远来看，发行人主动选择披露国际信用级别对于提高自贸区债券市场的信用状况透明度、为投资人建立有效的投资参考也具有重要作用。

#### （六）自贸区债券的二级市场表现怎么样？自贸区债券是否具备投资价值？

因自贸区债券总量较少、发展时间较短，目前主流数据供应商中只有Bloomberg提供部分自贸区债券的统计数据。但由于自贸区债券的二级市场交易活跃度较低、且债券只数和交易额未形成一定规模，目前市场上尚无有效的自贸区债券交易量统计和收益率指数以跟踪其表现。除此之外，虽然自贸区债券要求实名持有，但目前未有公开披露的自贸区债券持有人结构。

总体来看，关于自贸区债券的二级市场表现目前仍是一片“空白领域”。一方面是由于该债券初期发展进度较慢、具有代表性的债券发行量较少、以及债券流动性很弱，未能积累足够的有效数据以满足构建精准有效收益率指数的要求。另一方面，尽管自贸区债券正值大力推广阶段，但在2022年之前一直表现平平，市场关注度远不及点心债、中资美元债等其他热门离岸债券，因此数据供应商在收集数据、设计并推广产品时可能会更侧重市场热度更高的产品，导致自贸区债券二级市场相关的数据化产品长期缺失，潜在投资者无法获取可以直接观察其表现的具体产品，进而影响其投资意愿及自贸区债券的流动性。

从目前的实务经验来看，由于业务指引要求境内投资机构必须开立自贸区分账核算单元（“FTU”）或占用QDII额度才能进行投资，且机构准入要求较高，因此目前仅有个别符合要求的境内券商开通了自贸区债券投资服务。业务渠道主要有两类，一是投资者通过购买券商发行的挂钩自贸区债券相关的收益凭证以实现自贸区债券投资；二是投资者需要购买券商发行的挂钩自贸区债券的信用联结票据（Credit Linked Note，CLN），并支付一定的通道费。由于自贸区债券基本没有二级市场交易，因此其挂钩收益凭证或CLN估值相对稳定，但较差的流动性溢价对其收益率造成了一定负面影

响，因此自贸区债券对倾向于长期持有、追求价值稳定的投资者来说吸引力相对更高。

### （七）自贸区债券融资成本如何？

虽然自贸区债券可以同时满足本、外币融资需求，但由于市场存量债券中人民币债券占比逾95%，因此从债券货币结构来说自贸区债券市场与点心债券市场的相似度更高，但点心债券市场中绝大部分为低息金融点心债，与自贸区债券发行主体结构存在明显区别。以2022年为例，2022年金融点心债发行规模高达1,086.60亿美元，占点心债发行总额的94.58%，且金融债的平均发行成本仅为1.60%，因此点心债券市场整体发行成本（1.67%）远低于同期自贸区债券的平均发行成本（4.37%）。

考虑到自贸区债券一级市场以城投自贸区债券为主，发行主体集中度远低于点心债券，且债券市场发行主体结构与境内人民币债券市场更为接近，因此自贸区债券平均发行成本与境内人民币债券平均发行成本的可比性相对更高。本文选取了数家同时发行过境内人民币债券和自贸区人民币债券的城投、房地产和金融主体，以对比在发行时间、债券期限和发行金额等其他基础条件基本一致的情况下发行自贸区债券和境内债券的利率水平（表1）。其中，绍兴市城市建设投资集团有限公司（“绍兴城投”）在2022年1月先后发行了两只金额、期限完全一致的自贸区人民币债券和境内人民币债券，两只债券的发行利率均为3.65%。青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司于2023年3月先后发行了一只3年期、1.96亿美元的境内人民币债券和一只3年期、1.45亿美元的自贸区人民币债券，债券利率分别为3.72%和5.5%。湖州新型城市投资发展集团有限公司在2021年11月发行了一只3年期、0.86亿美元的境内人民币债券，债券利率为5.00%；同年12月又发行了一只3年期、0.31亿美元的自贸区人民币债券，债券利率为4.50%。

从上述对比结果来看，在尽量排除债券期限和发行时间的干扰后，自贸区人民币债券较境内人民币债券而言并未显示出明显的发行成本优势。这一方面是由于自贸区债券发行规模尚小，同时发行过自贸区债券和境内债券、且发行要素相似、债券对比度高的发行主体数量相对有限，难以达成有效对比。除此之外，部分主体可能在发行债券时采取了一定增信措施以达到降低发行成本的目的，也会在一定程度上影响对比效果。

发行主体		自贸区债券					境内债券				
发行人名称	证券名称	发行日期	发行金额	息票	债券期限		证券名称	发行日期	发行金额	息票	债券期限

上海地产（集团）有限公司	SHLANZ 3.7 10/20/24	2021/10/20	1.17	3.70	3.00	SHLANZ 3.2 09/29/24	2021/9/29	3.09	3.20	3.00
湖州新型城市投资发展集团有限公司	HZZLDE 4 1/2 12/21/24	2021/12/21	0.31	4.50	3.00	HZZLDE 5 11/30/24	2021/11/30	0.86	5.00	3.00
绍兴市城市建设投资集团有限公司	SXUCI 3.65 01/21/27	2022/1/21	1.58	3.65	5.00	SXUCI 3.65 01/17/27	2022/1/17	1.58	3.65	5.00
郴州市产业投资集团有限公司	CHZHHT 4 1/2 11/11/25	2022/11/11	0.77	4.50	3.00	CHZHHT 7 12/09/25	2022/12/9	1.15	7.00	3.00
青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司	QDHYHG 5 1/2 03/28/26	2023/3/28	1.45	5.50	3.00	QDHYHG 3.72 03/23/25	2022/3/23	1.96	3.72	3.00
中航国际融资租赁有限公司	AVIILC 3 3/4 03/31/26	2023/3/31	1.60	3.75	3.00	AVIILC 3.78 02/21/26	2023/2/21	0.73	3.78	3.00

注：债券发行规模为亿美元，债券期限为年

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

**表1 部分主体发行自贸区债券和境内债券的成本对比**

#### （八）发行自贸区债券具有哪些优势？

目前自贸区债券市场发行的债券主要为人民币债券，因此相对而言其与点心债券市场和境内人民币债券市场具有更高的可比性。

同为离岸人民币融资市场，城投发行人在自贸区债券市场和点心债券市场上的表现可谓大相径庭：2022年，自贸区债券发行总额为51.26亿美元，其中城投债券发行规模达31.33亿美元，占发行总额的61.12%。同年点心债券发行规模达1,148.90亿美元，但城投债券发行额仅为2.06亿美元，占发行总额的比重不足1%。在离岸债券种类方面，无论是在发行总额还是规模占比，城投发行人都表现出对自贸区债券明显的偏好，这主要由于虽然以香港、新加坡为主要发行地的点心债是目前规模最大的离岸人民币债券市场，但是由于发行地点集中在境外，因此市场中境外投资人比重较大，而境外非中资背景投资机构对于城投企业的了解相对较少，城投企业特别是部分弱质城投发行人较难获取与境内市场相近的市场认可度，因此发行点心债需要承担比境内债更高的利率成本，这在一定程度上削弱了发行人从点心债券市场进行融资的意愿。而自贸



区债券立足上海自贸区，境内投资机构占比更大，且对于发行人背景和信用状况掌握比较详尽，对城投企业背后的政府支持力度也有较为清晰的认知，因此城投发行人可以在自贸区债券市场享受与境内市场几乎一致的成本以发行债券。

2022年，我国债券市场共发行各类债券61.9万亿元，城投债券发行规模同比下滑14.5%至4.8万亿元，相当于全市场债券发行总额的7.8%。对于城投发行人而言，由于境内城投融资渠道不断趋严，监管部门对于境内城投企业的债券的管理以“遏增量、化存量”的政策态度为主，因此境内城投债券发行难度与日俱增，且对政策变化敏感度很高。自贸区债券作为离岸债券，其发行行为更多受到市场因素变化的影响，定价机制与境内债券存在较明显区别，且监管部门针对境内债券的政策变动对自贸区债券发行的直接影响较弱，因此其相对境内债券而言具有更好的灵活性和政策适应性。

#### （九）限制自贸区债券进一步发展的因素主要有哪些？

**一是法律体系设计仍有待完善规范。**自贸区债券较其他中资离岸债券而言起步较晚，虽然一直以来都与其他“外债”一样受境内监管机构监管，但除了中债登和上清所发布的业务指引之外，政府部门并没有针对自贸区债券这一特殊离岸债券设计相应的配套法律文件。除此之外，部分涉及外债的监管文件中并未明确表示自贸区债券是否同样适用于相应规则，使得自贸区债券发行规则在实际运用中存在较大的不确定性，发行人在准备阶段可能面临一些困难，比如是否具备申请资格、发行额度以及发行期限的确定等问题可能需要发行人与外管局或发改委进行单独咨询，较发行其他外债而言自贸区债券发行前准备或需要投入更多精力和时间，在一定程度上影响了债券发行效率。

**二是信用风险揭示力度不足。**自贸区债券设立的初始目的之一便是将中资债券推广至全球市场。从国际经验来看，成熟的离岸债券市场一般都具有更为完善的信用风险披露机制和较高的债券评级覆盖率，投资者可以通过债券的信用评级状况了解具体发行人乃至全市场的信用风险，进而根据风险偏好进行资产配置。但自贸区债券市场目前附评级发行的债券规模非常小，基本不具备揭示信用风险的功能，对于中国债券市场了解程度一般的境外投资者来说，其无法有效识别自贸区债券的信用风险，因此对于自贸区债券的投资兴趣不大。

**三是税制差异一定程度上影响境内外投资人投资意愿。**虽然境外机构和在符合要求的境内机构均可参与自贸区债券投资，但在申报自贸区债券相关的税务时境外机构和区内投资机构面临的税制安排却不尽相同：已发行自贸区债券中有过半债券采用了直接发行结构，在直接发行结构下，境外投资机构在申报税务时适用所得税10%，增值税6%，印花税0.005%（如适用）的税制安排，而区内投资机构则需要按照所得

税25%，增值税6%，印花税0.005%（如适用）进行投资收入纳税申报。较大的税制安排差异导致区内投资机构在处理自贸区债券时可能需要承担相对更高的税负，一定程度上抑制了区内投资者的投资意愿。

**四是投资者实名持有制度可能降低习惯多层托管的境外机构投资者的投资动力。**自贸区债券与其他中资离岸债券的区别之一是其需要由中债登提供托管和清算服务，中资美元债等离岸债券则由欧清银行和明讯银行进行托管和清算。欧清银行和明讯银行负责全球各大主要金融市场的托管和清算服务，具有很高的市场份额和地位，并形成了多级托管、允许非实名持有的托管体系。长期以来，国际投资机构已形成了多级托管的习惯，欧清银行和明讯银行的体系设计还满足了投资人对资产保密性的需求。根据业务指引，中债登需要对自贸区债券实施穿透式托管，并要求投资者实名持有，与国际习惯存在明显差异，打击了部分境外机构的投资动力。

**五是流动性较弱，市场化程度较低。**根据中债登和上清所的业务指引，只有符合规定条件的境内外机构才可以投资自贸区债券，包括：已设立FTU并经过验收的境内机构；已开立自由贸易账户（“FT账户”）的境内、外机构；已开立境外机构人民币银行结算账户（“NRA账户”）的境外机构以及其他符合条件的境外合格机构。由于投资自贸区债券存在一定资质门槛，且业务指引对境内投资机构的要求相对更严，因此在实务中开立FTU或FT账户的境内机构数量较少，已发行的自贸区债券也几乎不进行二级交易，债券流动性很弱，市场化发展程度较低。

#### （十）如何促进自贸区债券加速发展？

**一是加快建设、完善针对自贸区债券的法律制度，形成规范的法律体系，为自贸区债券的发展创造更加健全的外部环境。**从欧美金融市场发展经历来看，成熟的债券市场通常都建立在完善的规章制度下，规范、健全的法律体系将有利于引导债券市场积极发展，并促进债券市场达成效率最大化，自贸区债券市场的正向、深度发展也需要更加具体、完善的制度和法律引导。

**二是建议鼓励发行人在发行自贸区债券时附信用评级，并鼓励发行人采用中资评级机构的评级结果。**

发行人在发行债券时附信用评级将在一定程度上改善市场的信息不对称现象，并起到揭示信用风险的作用。积极鼓励发行人采取信用评级将有利于自贸区债券市场加速发展。2022年7月，中国人民银行印发的《全面推动北京征信体系高质量发展促进形成新发展格局行动方案》中提出鼓励辖内地方政府平台、金融机构以及发债企业在境外融资时使用本土评级机构的评级服务；在中资美元债备案环节，鼓励发行人至少选聘一家本土评级机构，逐步提高本土评级机构在国际资本市场的话语权。自贸区债

券作为新兴的离岸债券，目前发行主体以地市级及区县级城投企业为主，获得国际三大评级机构的投资级评级结果难度较大，因此自贸区债券信用评级市场的发展离不开中资信用评级机构的参与，鼓励发行人采用中资评级机构的评级结果一方面可以促进中资信用评级机构在离岸债券市场的展业，另一方面还可以提高自贸区债券的信用评级覆盖率，对于自贸区债券长远、健康的发展具有积极意义。

**三是尽快完善针对自贸区债券的税制设计，提高其投资吸引力。除此之外，可尝试创建一个自贸区债券交易专用平台，提高其流动性、加速其市场化进程。**考虑到自贸区债券是目前唯一一种立足于境内的离岸债券，具有明显的特殊性，因此根据其自身特性制定相应的税制安排有利于调动全市场的投资积极性。目前自贸区债券投资机构的准入门槛导致部分潜在投资机构可能因资质问题无法进行投资，部分机构虽然购买了自贸区债券但缺乏有效交易渠道，导致自贸区债券无法达成市场化交易。因此可以尝试创建一个针对自贸区债券的专用电子交易平台，以实现自贸区债券的二级交易，增强市场流动性。

总的来看，自贸区债券是我国金融创新的一次有益尝试。虽然其距离成为一个具备相当规模的债券市场还有很长的道路要走，但长远来看，其有望成为与香港离岸债券市场并驾齐驱的国际化成熟离岸债券市场，为我国金融市场的深远发展贡献力量。

## 联系人

投资人服务    010-8567 9696-8624    [chenjialin@lhratings.com](mailto:chenjialin@lhratings.com)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。