



城投行业年度信用风险回顾与展望

联合资信 公用评级四部 | 张婷婷|杨依水|郭欣宇|张丽斐

2022 年，隐性债务严监管主基调不变，债务管理机制不断完善，多措并举防范和化解地方政府债务风险。城投债发行规模和净融资均同比下滑，西部及东北部部分地区的城投债余额持续收缩，天津、河南等地城投债发行明显改善；城投债发行利率和发行利差整体下行并于年底抬头上扬。

展望 2023 年，在对隐性债务“控增化存”的常态化管控下，城投企业融资政策整体或将延续偏紧态势，债务规模大幅增长的空间有限，同时需关注城投企业在隐性债务化解过程中信用资质的变化。2023 年城投债到期兑付压力持续加大，广西、云南、甘肃、天津和宁夏到期城投债规模占比较大。弱资质城投企业面临相对较大的债务偿付压力，重点关注债务负担重且短期集中偿付压力大、债券融资及非标融资占比高、有不良征信或失信被执行记录、再融资压力大的城投企业流动性风险。总体看，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，政府支持力度较大，城投行业信用风险水平较低，评级展望为稳定。



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



一、政策环境

稳增长压力下，促基建政策持续发力，基础设施项目建设资金支持力度加大，助力提振基建投资。

2022 年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，促进基建投资相关政策相继落地，中央经济工作会议、国常会等多次会议提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。下半年以来，8000 亿元政策性银行新增信贷、3000 亿元专项金融债、5000 多亿专项债地方结存限额等相继落实，基础设施项目建设资金支持力度进一步加大。此外，2022 年以来相关政策推动地方政府债“早发快用”，1-10 月，地方政府债券发行规模合计约 7.02 万亿元，同比增长 8.06%，其中地方政府专项债发行规模占 56.59%，募集资金中用于城市基础设施建设的比例较 2021 年同期明显提升。

隐性债务严监管主基调不变，债务管理机制不断完善，多措并举防范化解地方政府债务风险。

2022 年以来，监管部门对隐性债务保持严监管常态化管控。5 月和 7 月，财政部两次通报共计 16 起地方政府或融资平台新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，涉及城投企业代政府融资、政府为城投企业提供融资担保、城投企业抵押公益性资产融资等问题。9 月，银保监会发布《中共中国银保监会委员会关于十九届中央第八轮巡视整改进展情况的通报》，再次强调相关部门正在严格落实地方政府隐性债务管理政策，支持开展违规新增和违规化解隐性债务专项核查。10 月，财政部印发《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》（财预〔2022〕126 号），严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，不得巧立名目虚增财政收入，弥补财政收入缺口，同时强调建立严格的举债审批制度，禁止新增各类隐性债务。

在防范化解地方政府债务风险举措方面，6 月国务院出台的《关于进一步推进省

以下财政体制改革工作的指导意见》（国发 20 号文）明确要求省级政府对全省地方政府债务风险负总责，强调省级政府需加强统筹调控能力，着力推动省以下地方政府间财政事权、支出责任、收入关系相匹配，完善省以下转移支付制度、聚焦基层减负，防范基层政府因建设资金不足产生新增隐债动机，同时要求省级政府通过增收节支、变现资产等方式帮助市县政府化解债务风险。5 月和 7 月国务院、国家发改委印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，强调要根据项目实际情况灵活采取不同方式有效盘活不同类型存量资产，如对具备相关条件的基础设施存量项目，可采取基础设施 REITs、政府和社会资本合作（PPP）等方式盘活；同时表示将加大配套政策支持力度，支持金融资产管理公司、金融资产投资公司以及国有资本投资、运营公司等参与盘活存量资产。城投企业作为地方基础设施建设的重要载体，通过加快盘活存量资产，将对地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大地区稳妥化解地方政府债务风险、提升财政可持续能力或将起到积极影响。

二、城投债市场回顾

（一）发行概况

2022 年以来，城投债发行规模同比有所减少，净融资规模大幅下滑；银行间各品种净融资规模收缩明显；不同信用资质主体城投债发行及净融资分化明显，AA 级城投主体发行规模和净融资规模同比下降幅度最大；省级主体城投债发行规模和净融资同比均有所上升，区县级主体则大幅下滑，AA 级主体发行有担保债券占比上升。

2022 年 1—11 月，城投债发行规模同比减少 7.48%至 43961.18 亿元；同时，城投债募集资金中约 72.57%用于偿还债务，该比例较上年同期（67.99%）进一步上升；综合影响下，城投债净融资规模同比大幅下降 42.09%至 11970.94 亿元。分月来看，除 5 月份和 10 月份¹城投债发行规模明显高于上年同期外，其他月份发行规模均低于或基本持平于上年同期水平；11 月，受资金面边际趋紧带动发行成本明显上升的影响，城投债发行规模同比大幅下降 34.84%，当月城投债融资呈现净偿还状态。

¹ 2021 年 5 月受国发 5 号文及交易所公司债审核指引发布影响，10 月受房企债务违约持续发酵影响，当期城投债发行及净融资规模较少

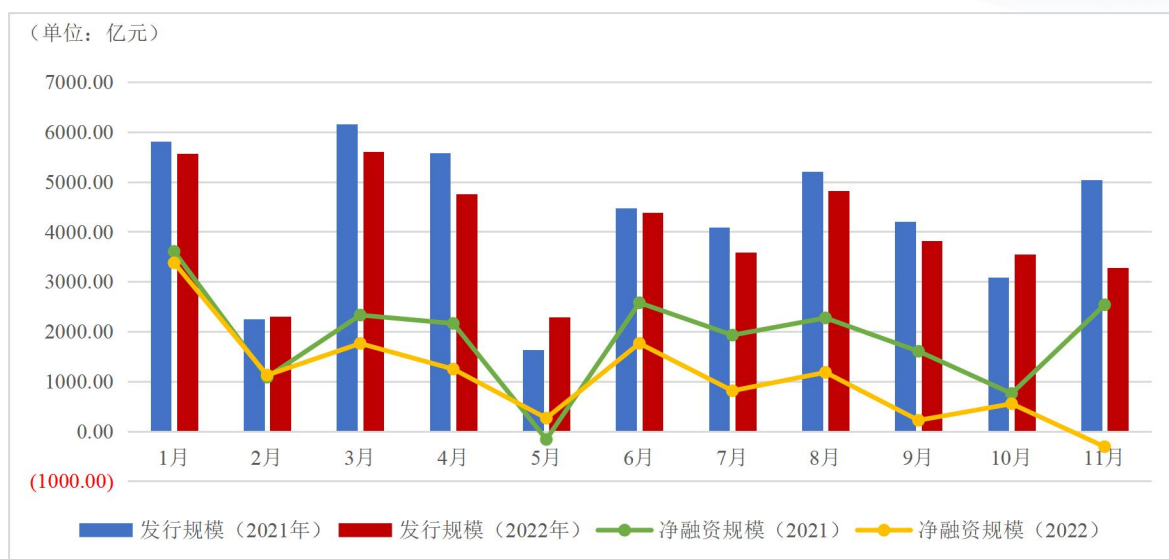


图 1 2022 年 1—11 月城投债发行和净融资情况

从发行品种看，2022 年 1—11 月，城投债发行仍以公司债、短期融资券及中期票据为主，发行规模合计占 80.37%。其中，除一般短期融资券发行规模较上年同期有所增长外，其他各品种发行规模同比均有不同程度的下降。净融资方面，各品种净融资规模同比降幅均超过 10%，银行间市场品种净融资规模降幅明显高于交易所市场品种。

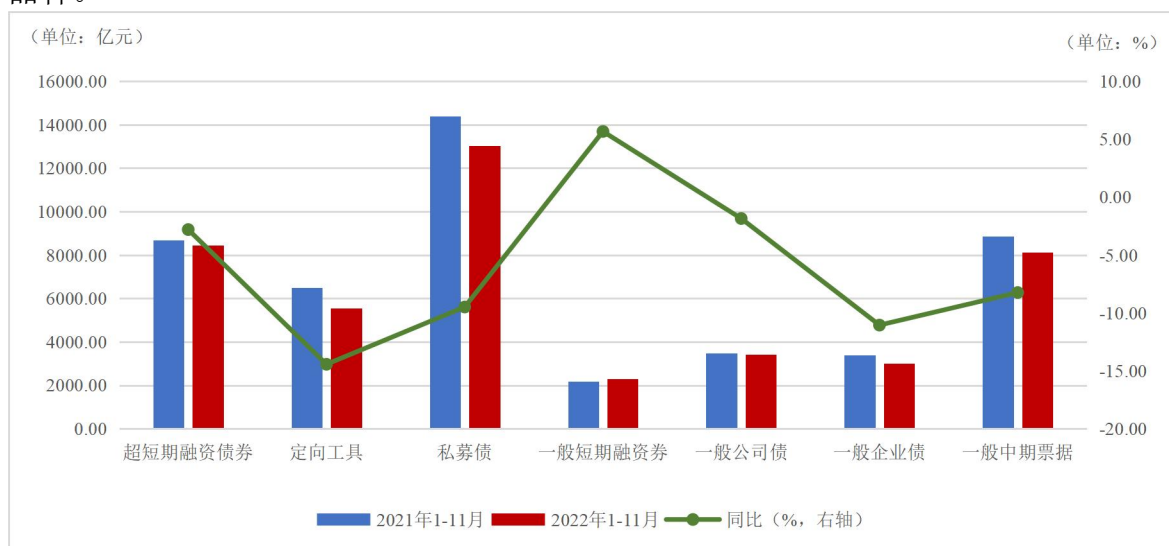
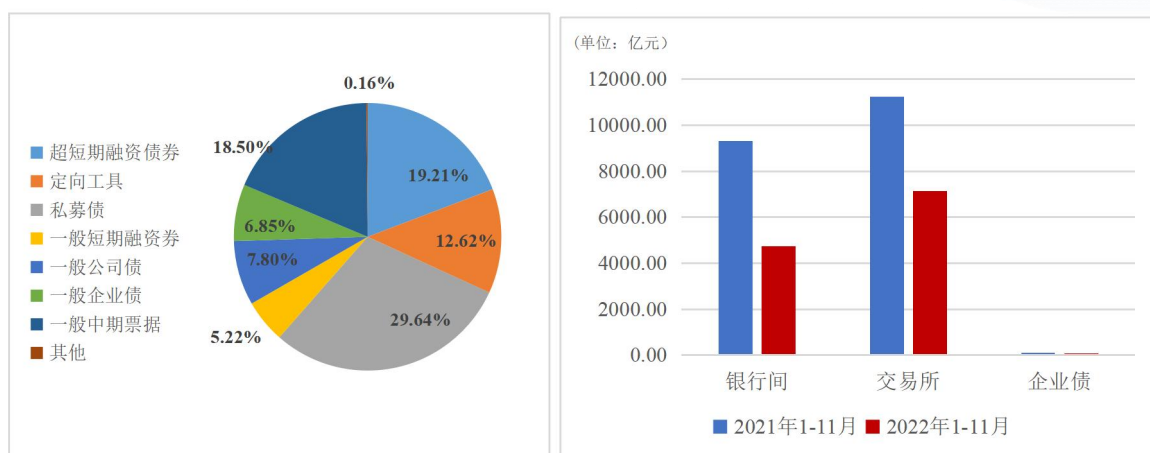


图 2 各品种城投债发行规模变化

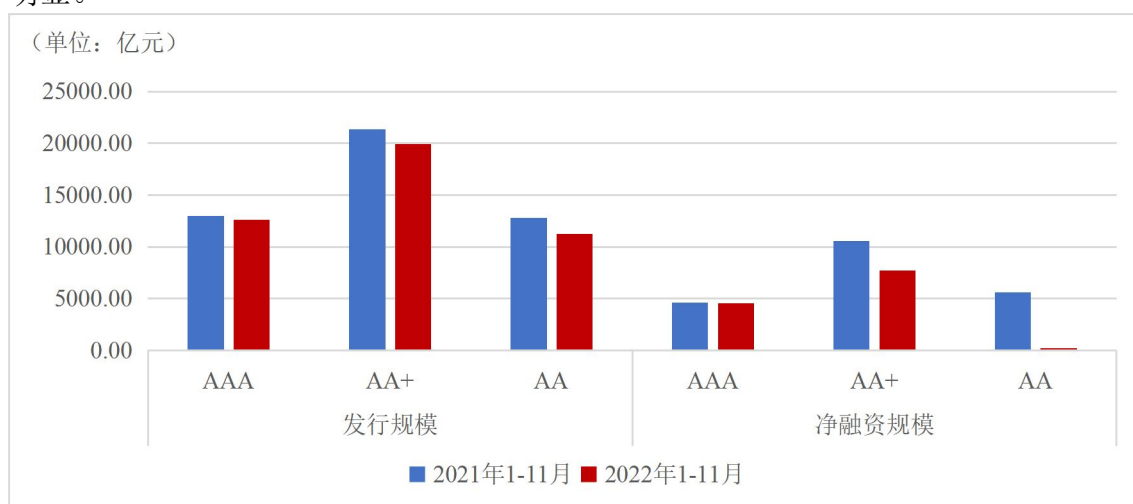


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图3 2022年1-11月城投债发行品种分布 **图4 不同市场城投债净融资变化情况**

从主体信用等级分布来看，2022年1-11月，城投债发行主体仍以AA⁺级及以上为主，发行规模占比近74%。具体来看，各级别城投企业发行规模同比均有所下降，但下降幅度差异较大，AAA级城投企业发行规模同比降幅最小，下降2.85%，AA级城投企业发行规模同比下降12.36%，降幅最大；净融资方面，AA级城投企业净融资规模较上年同期下降95.94%。整体看，不同信用资质主体城投债发行及净融资分化明显。

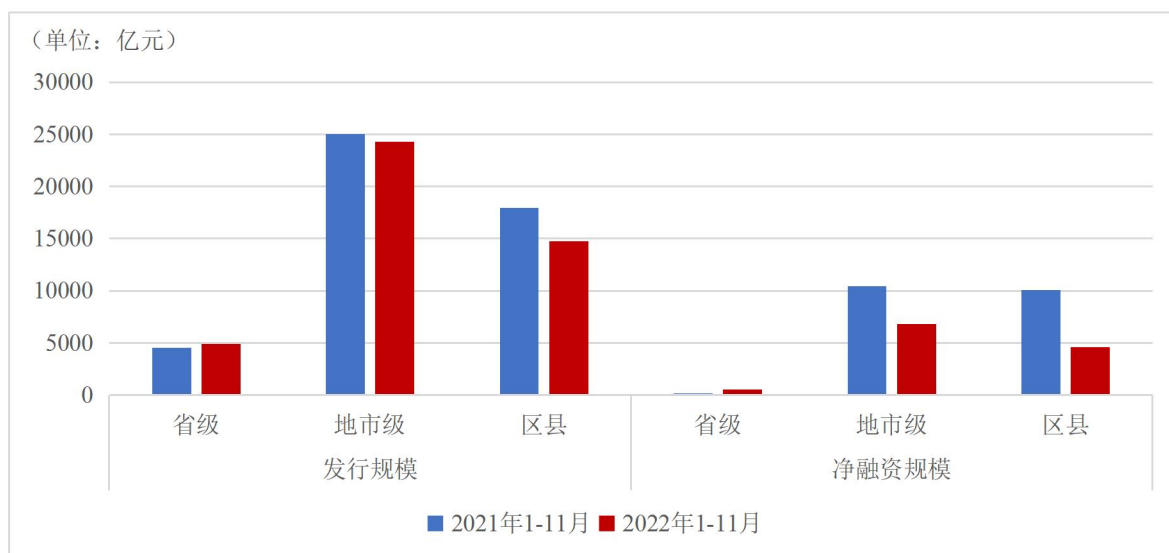


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图5 不同级别主体城投债发行和净融资规模变化情况

从行政层级上看，2022年1-11月，地市级主体仍是城投债发行主力，发行规模24305.64亿元，占比55.29%。同比变化方面，省级主体城投债发行规模同比上升8.54%，地市级主体城投债发行规模略有下降，区县级主体城投债发行规模下降较为

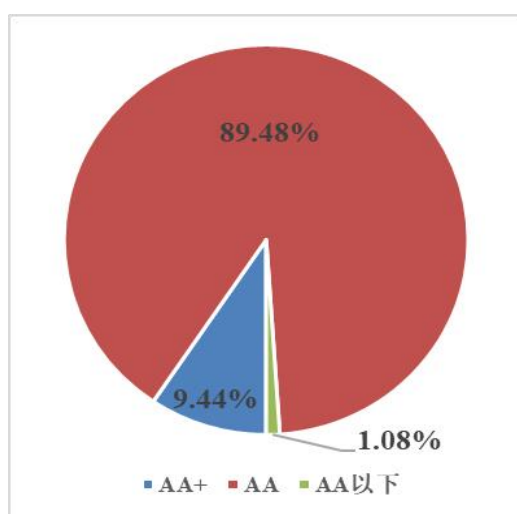
明显，同比下降 18.01%。净融资方面，省级主体城投债净融资规模略有上升，地市级和区县级城投债净融资规模同比均出现明显下滑，其中区县级城投债净融资规模下降幅度达 54%。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

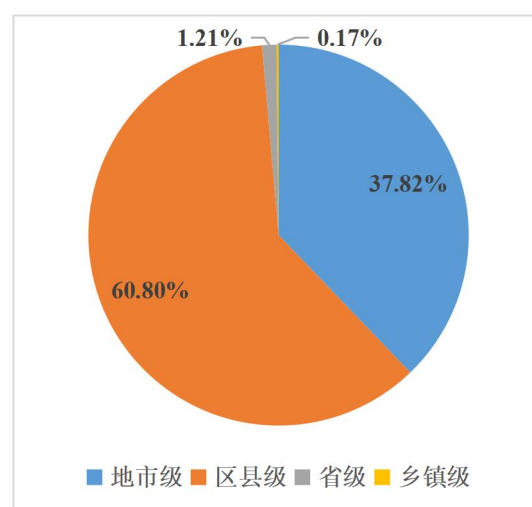
图 6 各行政级别城投债发行规模及净融资变化情况

从债券担保情况来看，2022 年 1—11 月，有担保的城投债发行主体级别仍主要集中于 AA，行政级别以区县级为主。AA 级主体发行城投债中，有担保的债券占比 44.45%，该比例较上年同期有所上升；严监管背景下，AA 级主体发债对担保增信依赖较大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 7 有担保城投债主体级别分布情况



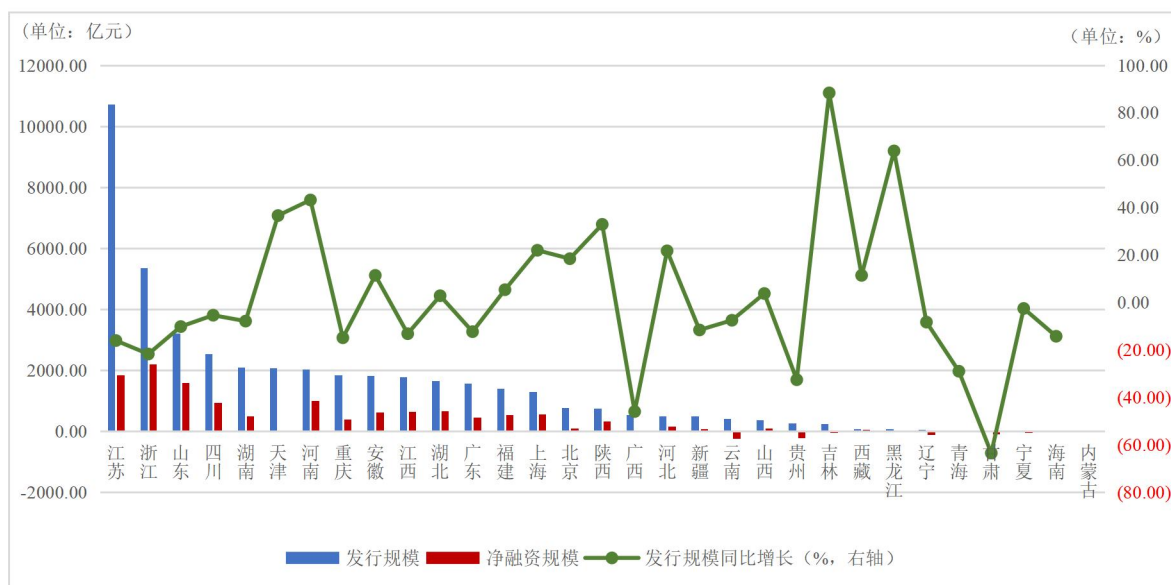
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 8 有担保城投债主体行政层级分布情况

（二）分区域发行情况

江苏、浙江和山东城投债发行规模和净融资额稳居前三，但净融资规模缩量明显；天津、河南、陕西、吉林城投债发行明显改善，贵州、广西发行规模明显下降，西部及东北部部分地区的城投债余额持续收缩。

2022 年 1—11 月，不同地区城投债发行规模持续分化，江苏、浙江和山东发行规模排名稳居前三，发行规模合计占全国的 44%，而西藏、黑龙江、辽宁、青海、甘肃、宁夏、海南发行规模不足百亿。发行规模大于百亿的省份中，天津、河南、陕西、吉林发行规模增幅较大，均超过 30%；贵州、广西发行规模降幅均超过 30%。净融资方面，出现净偿还的区域主要分布于西部及东北部地区，净偿还规模较大的省份包括云南、贵州、辽宁和甘肃，净偿还额分别为 241.27 亿元、224.64 亿元、113.34 亿元和 87.14 亿元，其中云南、贵州和甘肃的净融资缺口持续扩大。浙江、江苏和山东净融资规模位居前列，均超过 1500 亿元，但净融资规模均明显下降，同比分别下降 53.49%、63.15%和 32.21%；天津净融资由上年的大规模净流出转为净流入，区域融资环境边际改善。



注：内蒙古自治区 2022 年 1-11 月未发行城投债，偿还规模 15.50 亿元，发行规模增长率未显示

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

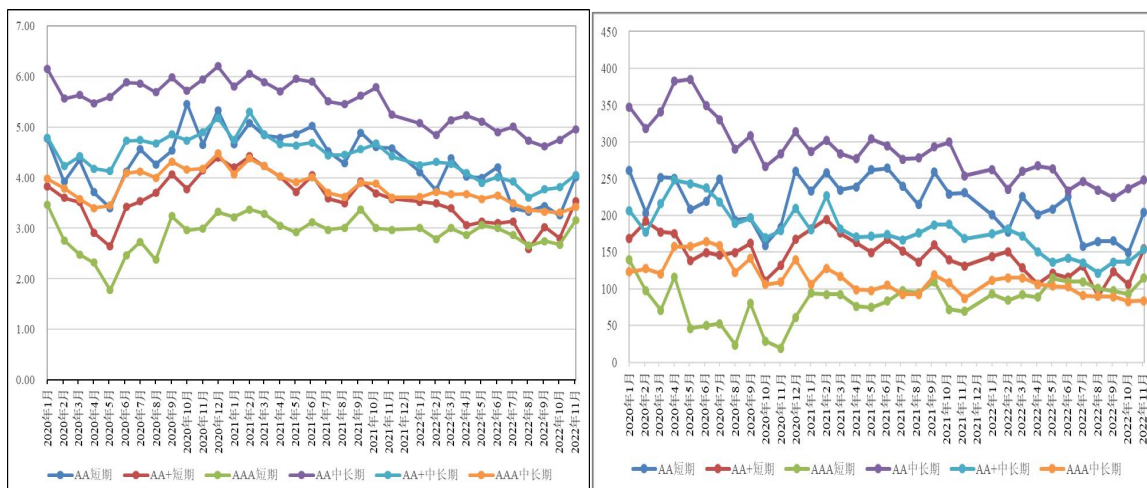
图 9 2022 年 1—11 月各地区城投债发行及净融资规模情况

（三）发行利率和利差

2022 年以来，各级别、各期限城投债的发行利率和发行利差整体表现为波动下

行并于年底抬头上行态势，甘肃、青海、贵州和天津城投债发行利率和发行利差同比明显上升。

2022年1-11月，各级别、各期限城投债的发行利率和发行利差整体表现为波动下行并于年底抬头上行的态势。具体来看，1-7月，国内疫情反复、经济复苏态势疲弱，央行两次降息释放流动性，市场资金面持续宽裕，各级别、各期限城投债的发行利率和发行利差整体波动下行；8月央行再次降息，宽信用政策进一步发力，加之结构性“资产荒”影响下投资人对城投债偏好继续上升，城投债发行利率和发行利差于8-10月前后下探至年内最低水平；11月随着防疫政策的优化、地产政策扩容和理财产品赎回潮的到来，资金面呈现边际收紧趋势，城投债发行利率快速上行，利差同步走阔。



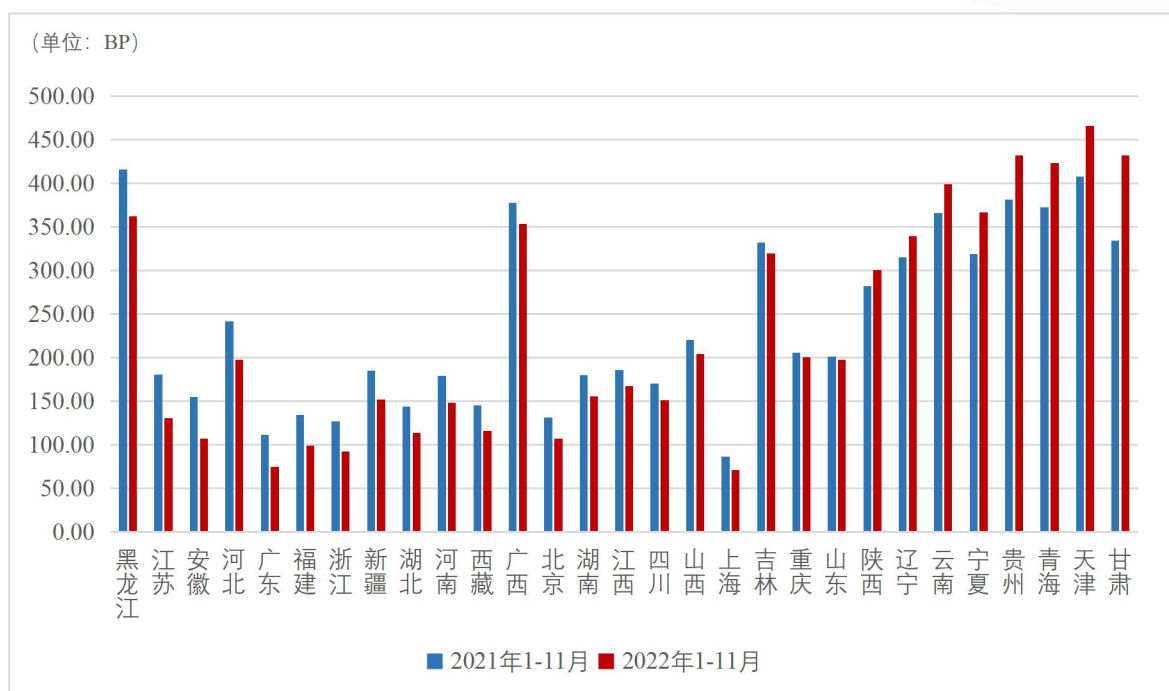
注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 10 发行利率走势（单位：%）

图 11 发行利差走势（单位：BP）

分区域来看，城投债发行利差区域分化依然显著。以 AA+级中长期城投债为例，2022年1-11月大部分省份发行利率和发行利差均同比收窄，但甘肃、青海、贵州和天津城投债发行利率和发行利差同比均较明显上升。从发行利差看，天津、甘肃、贵州、青海、云南、宁夏发行利差较高，且甘肃、天津、青海和贵州发行利差同比上升均超过 50BP。



资料来源: 联合资信根据 Wind 整理

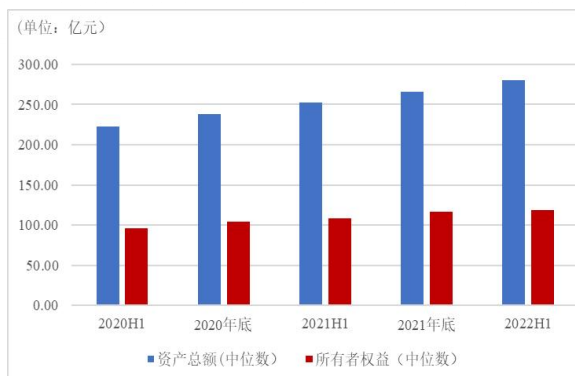
图 12 主要地区 AA⁺级城投债发行利差变化情况

三、城投企业信用状况分析

(一) 财务变化概况

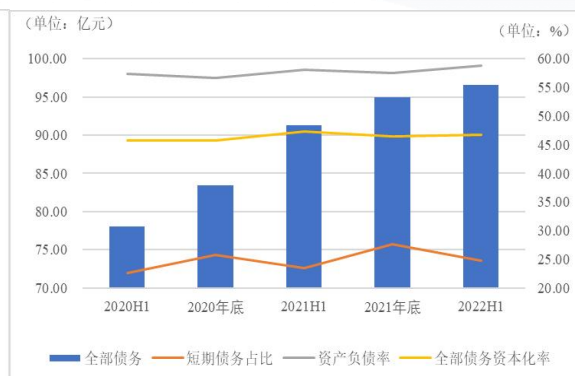
2022 年上半年, 城投企业债务规模增长但增幅有所放缓, 短期债务占比有所上升; 在财政收入增长承压、政府性基金收入大幅下滑背景下, 信用等级较低的城投企业面临更大的资金压力和短期流动性压力。

截至 2022 年 11 月底, 有存续债的城投企业共 3477 家, 本文以 2020 年以来披露年报及半年报的 2478 家城投企业为样本开展分析。规模方面, 城投企业资产及权益规模持续增长, 2022 年 6 月底, 样本城投企业资产总额和所有者权益中位数分别为 279.79 亿元和 118.70 亿元, 较 2021 年 6 月底分别增长 10.81%和 9.53%, 整体保持扩张态势。有息债务方面, 近年来, 城投企业债务规模持续增长, 资产负债率和全部债务资本化比率均呈小幅上升趋势, 但 2021 年以来受监管政策及融资环境趋紧影响, 债务增速有所放缓; 债务结构仍以长期债务为主, 但短期债务占比有所上升。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

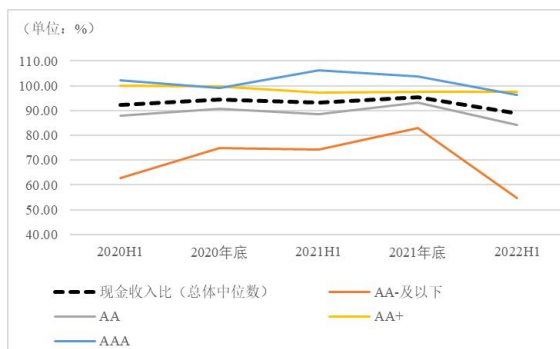
图 13 城投企业资产及权益变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

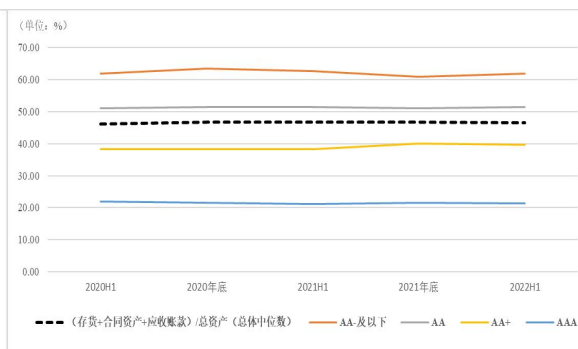
图 14 城投企业债务及结构变化情况

城投企业一般以当地基础设施和土地整理相关的委托代建业务为主，其代建业务投入成本主要体现在存货、合同资产科目，已确认收入未回款部分体现在应收账款科目，收到的主营业务回款主要体现在现金流量表“销售商品、提供劳务收到的现金”科目，因此我们选取现金收入比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入）来分析城投企业主营业务回款情况，选取（存货+合同资产+应收账款）/资产总额来评估其资金垫付压力，现金收入比较低、（存货+合同资产+应收账款）/资产总额的比重较高的城投企业，其业务回款往往较为滞后、垫资压力通常较大。2022年以来，财政收入增长承压、政府性基金收入大幅下滑，对城投企业的经营回款产生较大影响。通过对样本城投企业相关指标测算得出，2022年上半年，城投企业现金收入比出现较明显下滑，其中AA-级及以下城投企业现金收入比降幅尤为明显，较2021年上半年下降26.48%。近年来，样本城投企业（存货+合同资产+应收账款）/资产总额整体变化很小，但不同信用等级之间该指标差异较大。2022年6月底，AAA级城投企业（存货+合同资产+应收账款）/资产总额的中位数为21.40%，而AA级、AA-级及以下城投企业该指标的中位数高达51.47%和61.88%。总体看，信用等级较低的城投企业业务结构较为单一，在经济基本面下滑背景下，面临更大的资金垫付压力。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 15 城投企业现金收入比变化情况

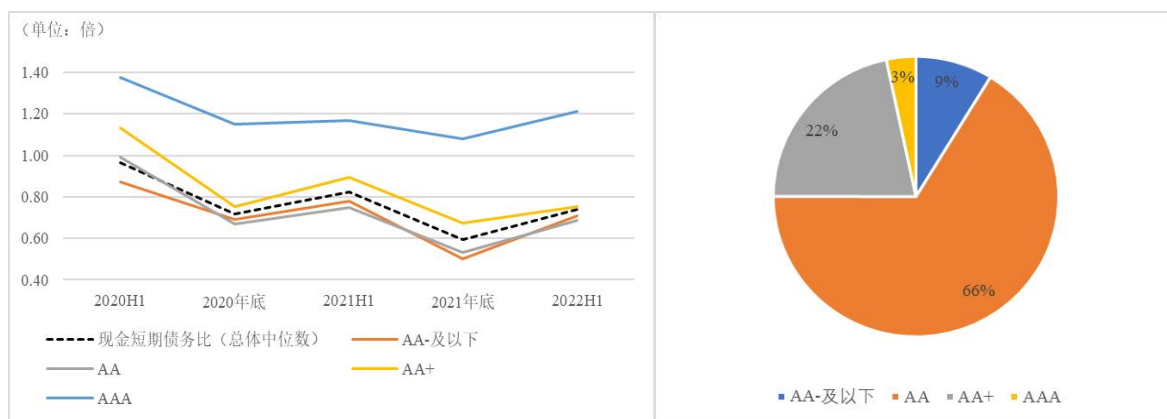


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 16 城投企业（存货+合同资产+应收账款）/资产总额变化情况

总资产变化情况

监管政策和融资环境趋紧，叠加主营业务回款下降，将进一步加大城投企业短期偿付压力。我们选取现金类资产对短期债务的覆盖倍数来评估城投企业流动性压力。近年来，城投企业现金短期债务比整体呈下降趋势，截至 2022 年 6 月底为 0.74 倍，但较上年同期的 0.82 倍有所下降，且现金类资产对短期债务覆盖倍数不足 0.5 倍的城投企业占比由 2021 年 6 月底的 26.72% 上升至 32.20%，其中 75% 均为 AA 级及以下级别的城投企业，短期流动性压力加大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 17 城投企业现金短期债务比变化情况

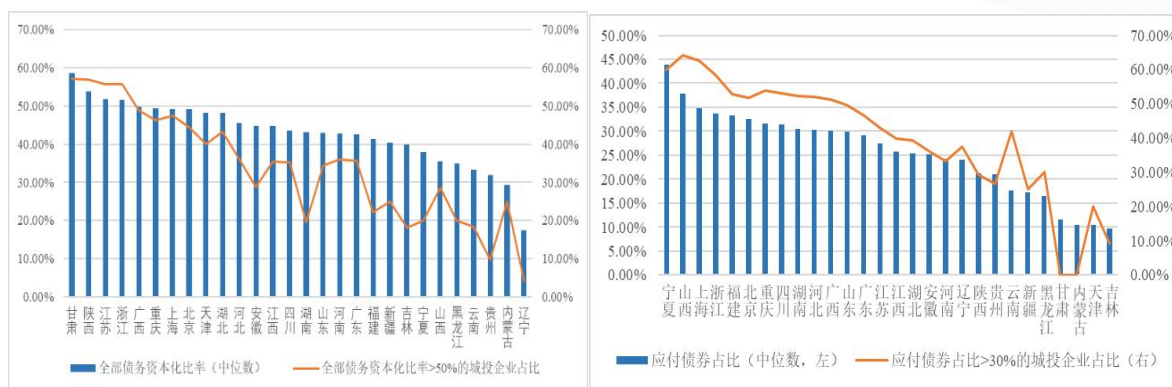
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 18 现金短期债务比不足 0.5 倍的城投企业中各等级占比情况

（二）分区域财务表现情况

甘肃、陕西、江苏、浙江城投企业债务负担较重，宁夏和山西城投企业对直接融资依赖较大；贵州和吉林城投企业的获现能力下滑幅度较大且面临较大的短期偿债压力。

分区域来看，剔除样本量很少的海南、西藏和青海，2022 年 6 月底，城投企业存量债务规模较大的地区主要为江苏、浙江、四川、山东等经济大省，债务总量过万亿的省份中，浙江、湖北、安徽、河南和广东超过一半的城投企业全部债务同比增速超过 10%，区域内有较多城投企业债务规模较快增长；甘肃、陕西、江苏、浙江城投企业债务负担较重，区域内超过 55% 的城投企业全部债务资本化比率均高于 50%。债务结构方面，陕西、江苏、新疆、福建、吉林、山东等地接近半数的城投企业短期债务占比超过 30%，其中陕西和福建短期债务占比攀升较快；宁夏、山西、上海、浙江、重庆、四川和湖南等地超过半数的城投企业应付债券占比较大，其中宁夏和山西应付债券占比中位数分别为 43.91% 和 37.89%，对直接融资依赖较大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

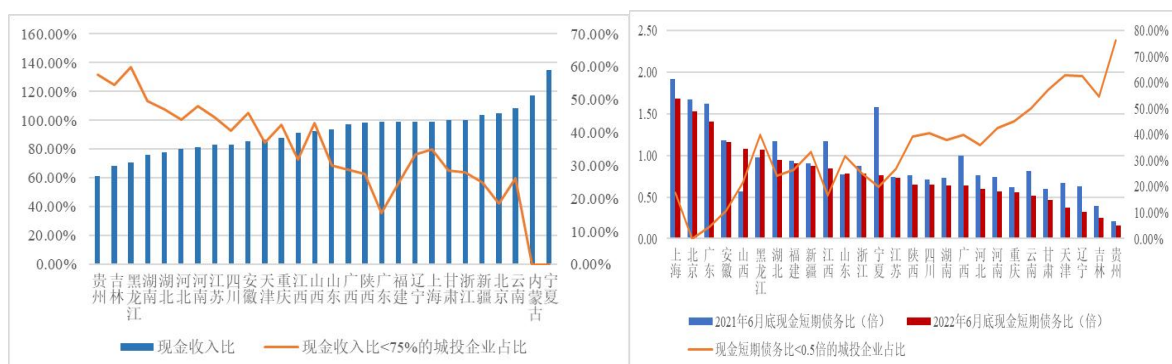
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 19 各地城投企业全部债务资本化比率及指标高于 50%的城投企业占比情况

图 20 各地城投企业应付债券占比及指标高于 30%的城投企业占比情况

主营业务回款方面，2022 年上半年，贵州、吉林、黑龙江和湖南存在逾半数的城投企业现金收入比低于 75%，其中贵州城投企业现金收入比的中位数仅为 61.40%；与上年同期相比，获现能力下滑幅度较大的地区主要包括吉林、贵州和天津，分别同比下降 39.98%、19.03%和 16.72%。

短期偿债能力方面，截至 2022 年 6 月底，贵州、吉林、辽宁、天津、甘肃、云南、重庆等地现金类资产对短期债务的覆盖倍数中位数不足 0.60 倍，且贵州、辽宁、天津和甘肃较多城投企业（近 60%及以上）现金短期债务比低于 0.50 倍，其中贵州和吉林城投企业现金短期债务比中位数仅为 0.16 倍和 0.25 倍，短期偿债压力持续较大。较上年同期来看，宁夏、辽宁、天津、云南、广西等地城投企业现金短期债务比中位数下降幅度较大，降幅均超过 35%，流动性压力上升，短期偿债能力有所下降。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

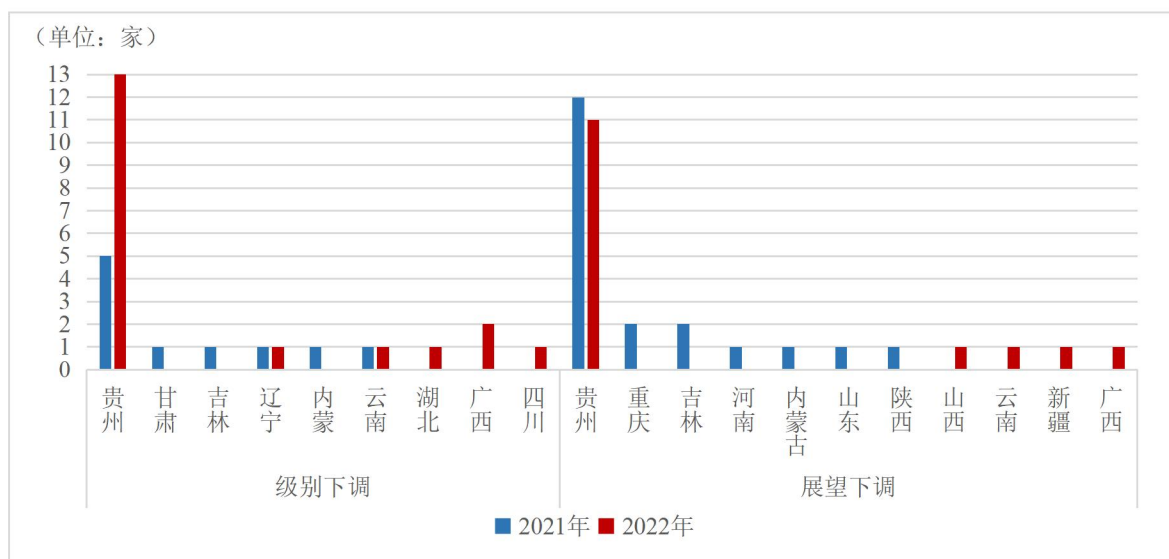
图 21 各地城投企业现金收入比及指标低于 75%的城投企业占比情况

图 22 各地城投企业现金短期债务比及指标低于 0.5 倍的城投企业占比情况

（三）级别调整

2022 年以来，主体评级或评级展望下调的城投企业均以贵州省居多，主体评级下调的城投企业数量明显增加，且行政层级向上蔓延。

2022 年以来，主体信用等级及展望下调的城投企业数量进一步增加。其中，主体评级调降的城投企业 19 家，较上年同期增加 9 家；评级展望由稳定调整为负面的城投企业 15 家，较上年同期减少 5 家。其中，主体信用级别下调至 AA-的主体居多，占 68.42%；从地域分布看，贵州省主体信用级别及展望下调的城投企业最多（共计 24 家），其次为广西（共计 3 家），其余省份涉及的城投企业均为 1 家；行政层级方面，地市级城投企业 16 家，占比 47.06%，数量和占比较上年均有所增长，主体信用等级及展望下调的城投企业行政层级呈现向上蔓延态势。城投企业级别或展望下调原因主要包括短期偿债压力大、债务逾期、被纳入失信被执行人、重要资产划出、经营回款能力大幅减弱以及担保代偿风险较大等。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

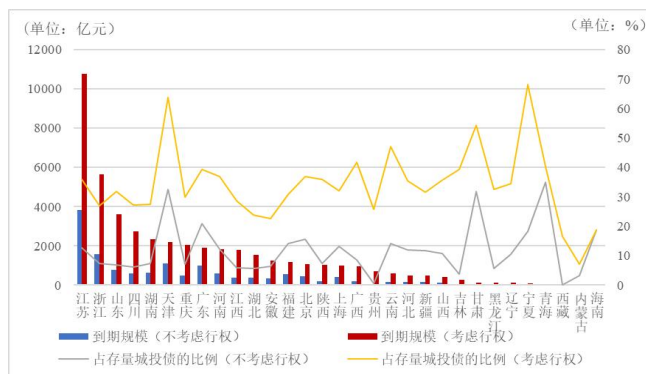
图 23 2022 年以来主体信用等级及展望下调的城投企业区域分布情况

四、展望

在对隐性债务“控增化存”的常态化管控下，城投企业债务规模大幅增长的空间有限，同时需关注城投企业在隐性债务化解过程中信用资质的变化。2023 年中央经济工作会议中多次强调对隐性债务保持“控增化存”的长期监管思路，靠城投企业大规模融资建设刺激地方经济增长的模式已不具有可持续性，地方基础设施建设所需资金将更多通过地方政府发行专项债券予以支持，城投企业融资政策难言转向，整体上或将延续偏紧态势。此外，城投企业作为地方政府隐性债务的重要承载主体，在“十

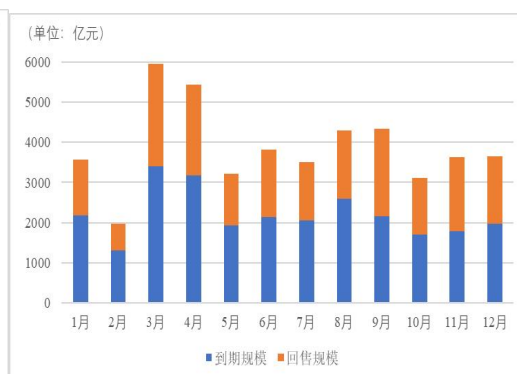
年化债”目标的明确要求下，未来隐性债务化解力度或将进一步加强，有利于城投企业债务瘦身及降低短期债务风险，且城投企业融资主要用于借新还旧且其比例呈上升趋势，城投企业未来债务规模大幅增长的空间有限，同时需警惕隐性债务化解过程中及化解完成后，城投企业职能定位边缘化、与地方政府关联紧密度弱化、重要性下降导致地方政府支持或救助意愿降低的风险。

2023 年城投债到期兑付压力持续加大，广西、云南、甘肃、天津和宁夏到期城投债规模占比较大，兑付压力有待关注；区县级城投企业债券偿付持续承压。截至 2022 年 11 月底，存续城投债余额约 14.34 万亿元，较上年底增长约 9%。假设含回售选择权的债券全额回售，2023 年城投债到期及回售规模合计约 4.64 万亿元，偿债压力明显大于 2022 年（约 3.50 万亿元）。从兑付时间分布来看，2023 年 3 月、4 月、8 月和 9 月城投债到期及回售规模较大，其中 3 月、4 月规模超过 5000 亿元，集中偿付压力较大。区域方面，江苏、浙江、山东、四川和湖南城投债到期规模位列前五；广西、云南、甘肃、天津和宁夏到期城投债规模占其存续城投债的比重超过 40%，需重点关注上述地区城投债兑付压力。从行政级别来看，2023 年到期城投债以地市级和区县级城投债为主，占比分别为 52.54%和 37.14%；其中，区县级城投企业受 2021 年以来城投行业融资政策收紧的影响较大，净融资规模持续大幅下滑，整体在债务到期偿付方面面临更大压力。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 24 2023 年城投债到期区域分布情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 25 2023 年各月份城投债到期分布情况

在财政增长承压、融资环境趋紧的背景下，弱区域弱资质城投企业面临相对较大的债务偿付压力，重点关注债务负担重且短期集中偿付压力大、债券融资及非标融资占比高、有不良征信或失信被执行记录、再融资压力大的城投企业流动性风险。2022 年以来，疫情反弹对经济修复形成较大阻碍，财政收入增长承压。2022 年 1-10 月，全国实现一般公共预算收入约 17.34 万亿元，同比下降 4.50%，扣除留抵退税因

素后增长 5.10%；一般公共预算支出约 20.63 万亿元，同比增长 6.40%。同期，以土地出让金为主的政府性基金预算收入约 5.22 万亿元，同比下降 22.70%。财政收支缺口扩大，土地市场持续低迷、土地出让收入大幅下滑，叠加融资环境趋紧，弱资质的城投企业受限于较为单一的业务结构和相对有限的融资渠道，面临相对较大的债务偿付压力。此外，区域财力较为薄弱及地方政府债务负担较重地区往往可协调资源较少、抗风险能力相对较弱，直接影响其对当地城投企业的支持能力。

11 月以来，疫情防控措施优化，随着消费对经济拉动作用的恢复，经济基本面有望逐步回暖；此外，近期中央和地方政府均出台了一系列房地产改善性政策，房企融资端政策持续释放利好，房地产市场下行趋势或将扭转，土地出让市场有望边际修复，随着财政收入的整体好转，地方政府对城投企业的业务回款及资金支持或将有所改善。随着促基建政策的持续发力，城投企业作为重要的基建主体，政策支持力度较大，部分参与乡村振兴及新型城镇化建设、“两新一重”等领域建设的城投企业或将获得更多优质资产注入、融资等外部支持，而未承担区域重点项目建设或未承担重要职能的城投企业或将伴随地位的下降及政府支持力度的减弱，尤其需关注债务负担重且短期集中偿付压力大、债券融资及非标融资占比高、有不良征信或失信被执行记录、再融资压力大的城投企业流动性风险。

二十大报告指出，要坚持推动高质量发展，加快建设现代化经济体系，着力推进城乡融合和区域协调发展，构建现代化基础设施体系。中央经济工作会议定调 2023 年经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。总体看，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，政府支持力度较大，城投行业信用风险水平较低，评级展望为稳定。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 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。