

## 房地产

投资建议:

中性(维持评级)

上次建议:

中性

## 房企债务化解进展分化

### ► 行业变化

2021年以来,部分房地产企业出现流动性困难进而密集引发债务违约。房企债务重组取得明显进展的企业,后续经营重点是盘活存量保交楼、加速销售促回款、尽快恢复组织机能。民企出险比例达53%,出险房企市占率从去年同期42%降至24%。百强房企1-5月累计销售金额同比增速放缓至8.15%,单月环比下降14.47%,连续第2个月回落。

### ► 出险房企债务情况两极分化

根据港股出险房企信息披露情况,债务重组进展情况较好的企业包括:融创中国、旭辉集团等;债务情况仍比较严峻的企业包括:中国恒大、世茂集团等。融创中国负债总额缩小,公司境内债展期,境外债务重组的方案均通过,三年内负债压力减小。中国恒大资不抵债的状况压力较大,境内外债务重组方案已经推出。世茂集团总体债务重组进程缓慢,目前尚无成熟的债务重组方案。旭辉集团一年内还款压力较大,推出境外债务重组和境内债券展期方案。

### ► 聚焦房地产开发主营

**土地储备:**融创中国优质土地储备充足,大部分位于一二线城市,整体项目质量较好,可以支撑未来的开发需求。中国恒大土地储备相对较多,新增面积回落。世茂集团地储备相对较小,一二线城市占比高。旭辉集团扩大区域深耕,补充高品质土储。

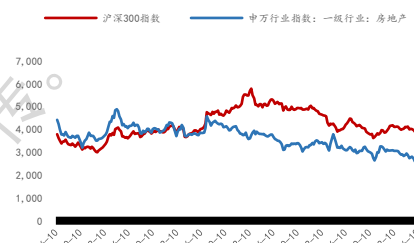
**后续经营重点,核心任务是“保交楼”。**融创中国积极融资,盘活存量保交楼,加速销售回款合同销售面积、销售金额有所上升。中国恒大2022年已完成保交楼任务交付42.1万套,现金流将主要用于偿还续建所需新增融资。世茂集团2022年已完成保交楼任务交付193个项。旭辉集团提出了“六保”,其中重要的是保交付。

### ► 投资建议

当前地产基本面仍在复苏途中,市场及政策端均关注出险房企债务化解及“保交楼”工作对整体行业复苏影响。基于信息披露较完善的部分出险房企债务化解进展梳理,建议关注土地储备充足,已通过债务重组的方式化解短期债务风险问题的企业。

风险提示:政策兑现程度不及预期风险;市场恢复程度不及预期风险;房地产企业项目竣工不及预期风险

### 相对大盘走势



分析师:杨灵修

执业证书编号: S0590523010002

邮箱: yanglx@glsc.com.cn

联系人 姜好幸

邮箱: hxjiang@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《国联证券地产建材周报房地产》2023.05.29

2、《国联证券地产建材周报房地产》2023.05.26

3、《国联证券地产建材周报房地产》2023.05.17

## 正文目录

1	出险房企案例梳理：风险化解进展差别较大	3
1.1	融创中国：境内外展期通过，三年内负债压力减小	3
1.2	中国恒大：资不抵债的状况已经出现	4
1.3	世茂集团：债务重组进程缓慢，目前尚无成熟重组方案推出	5
1.4	旭辉集团：今年面临一定的债务偿还压力，化债仍在进展中	5
2	土地储备：新增土储规模减小	6
2.1	融创中国：土地储备充足，2022 年位于全国第四	7
2.2	中国恒大：土地储备面积回落	8
2.3	世茂集团：土地储备相对较小，审慎补充土地储备	9
2.4	旭辉集团：扩大区域深耕，补充高品质优质土地	9
3	后续经营重点：盘活存量保交楼，加速销售回款	9
3.1	融创中国：稳交付，销售规模回升	9
3.2	恒大、世茂、旭辉：核心任务是“保交楼”	10
4	投资建议与风险提示	11
4.1	投资建议	11
4.2	风险提示	11

## 图表目录

图表 1：融创中国负债变动情况	3
图表 2：融创中国负债结构	3
图表 3：世茂集团银行借贷及其他金融机构借贷以及债券	5
图表 4：世茂集团优先票据	5
图表 5：旭辉集团境内银行贷款情况	6
图表 6：旭辉集团境内公司债券情况	6
图表 7：融创中国总土储变化趋势	7
图表 8：融创中国土地储备城市分布	7
图表 9：融创中国长三角土地储备情况	8
图表 10：融创中国西部城市土地储备情况	8
图表 11：融创中国资产负债率	10
图表 12：融创中国每股净资产	10
图表 13：融创中国销售金额、销售面积变动情况	10

## 1 出险房企案例梳理：风险化解进展差别较大

2021 年以来，部分房地产企业出现流动性困难进而密集引发债务违约。出险房企采用最多的债务重组方案即为债务展期，通过对还款期限、利率、付息频率、增信措施等条款进行调整，延长偿还时间。部分企业债务重组取得明显进展，根据不同房企信息披露情况，我们以融创、恒大、世茂、旭辉为例进行分析。

### 1.1 融创中国：境内外展期通过，三年内负债压力减小

#### 1.1.1 负债总额缩小，资产负债比有所提升

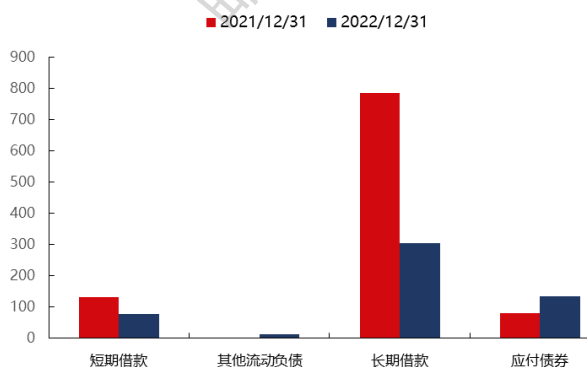
##### ➤ 长期借款和短期借款减少，负债结构优化

截至 2022 年末，融创中国总资产 10901.67 亿元，总负债 10037.65 亿元，总负债率为 92.07%。2022 年借款偿还使得长期借款和短期借款减少，应付债券增加主要由于债券展期从一年内到期的非流动负债到应付债券。长期借款占比中负债总额的比例为 3.15%，短期借款占负债总额的比例为 0.81%。

##### ➤ 4 成有息债务来自非银行金融机构贷款

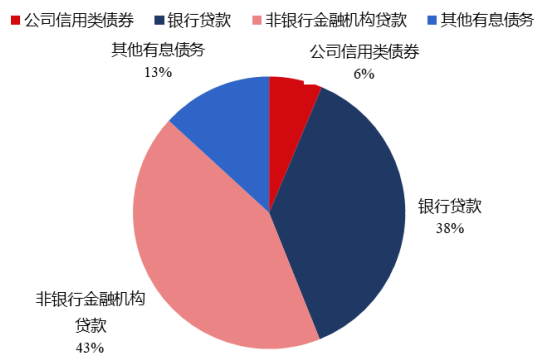
2022 年报告期初和报告期末，发行人合并报表范围内公司有息债务余额分别为 2,519.63 亿元和 2,229.65 亿元，报告期内有息债务余额同比变动-11.51%。报告期末，发行人合并口径存续的公司信用类债券中，公司债券余额 140.88 亿元。

图表 1：融创中国负债变动情况



资料来源：融创中国年报 国联证券研究所

图表 2：融创中国负债结构



资料来源：融创中国年报 国联证券研究所

#### 1.1.2 公司境内债展期方案通过，3 年内还债压力较小

##### ➤ 10 只境内债券的展期方案均获持有人投票通过

融创中国已经按照债券持有人会议规则全部达成整体展期。此次境内债券整体展期共涉及 10 笔存续的公司债券及供应链 ABS，加权平均展期期限 3.51 年。

#### ➤ 将有效缓解公司未来 3 至 4 年的流动性压力

对于此前已展期的债券将进一步展期，本金兑付分为 6 期。具体来看，自 2024 年 9 月 9 日起，每三个月兑付一次本金，本金兑付比例为 5%、10%、20%、20%、20%、25%，最后一期本金兑付时间为 2025 年 12 月 9 日。对于之前未达成展期的债券，本金兑付分为 9 期。融创房地产集团计划自 2024 年 12 月 9 日起，每三个月兑付一次本金，本金兑付比例为 2.5%、2.5%、5%、5%、5%、20%、20%、20%、20%，最后一期本金兑付时间为 2026 年 12 月 9 日。

### 1.1.3 公司境外债务重组实质性完成，再度缓解还债压力

#### ➤ 债务重组方案：降杠杆、留债展期

从整体的重组方案来看，融创中国将境外债务分为降杠杆、留债展期两大板块进行重组，为债权人提供了可转换债券、强制可转换债券、转换为部分融创服务股权、置换新票据等多种选项。

#### ➤ 境外债重组方案已获超 75% 债权人支持

2023 年 5 月 4 日，融创中国披露了境外债务重组进展。根据公告，在经延长同意费截止日期，占现有债务约 85% 的同意债权人已加入重组支持协议，该重组方案只要拿到 75% 以上的赞成票即可通过。

## 1.2 中国恒大：资不抵债的状况已经出现

### 1.2.1 资不抵债情况已经出现，现金压力较大

#### ➤ 负债总额较大

根据恒大披露，2021 年年底，其总资产约 1.7 万亿元，总负债已达 1.9 万亿元。截至 2021 年 12 月 31 日，未经审计的恒大有息债务在合并基础上总额为 5,584 亿元，或有债务 1,952 亿元。在有息债务中含境内债务 4,181 亿元，境外债务 1,402 亿元。3,111 亿元的有息债务有担保物，2,472 亿元的有息债务无担保物，占 44%。

#### ➤ 可支配的现金余额不高，面临较大的再融资压力

恒大的现金约为 534 亿元，其中 520 亿元为受限现金，占比 97.5%。仅 13.41 亿元为非受限现金，且 98% 的非受限现金属于房地产开发业务部门，分布在 7000 个实体中。同时境内面临的债务违约和诉讼风险，将会造成现金流损失。恒大预测未来三年，还需 2,500 亿元至 3,000 亿元的融资。期间现有项目的无杠杆自由现金流将主要用于偿还续建所需新增融资，对中国恒大层面无抵押担保债务偿还能力较弱。

### 1.2.2 境内外债务重组方案已经推出

### ➤ 境外债务重组方案已经推出

2023 年 3 月 22 日，恒大发布境外债务重组方案公告。重组的核心条款达成具有约束力的协议。境外债务重组方案主要是通过债务展期及子公司股权等方式对现有境外债务进行重组。此次境外债务重组，涉及 191.48 亿美元债务。

### ➤ 境内债务逾期规模较大，先后对 9 支债券展期

截至 2022 年 12 月 31 日，境内有息负债逾期金额达到约 2084 亿元，境内商业承兑汇票逾期金额达到约 3263 亿元，境内或有债务逾期金额达到约 1573 亿元。2022 年以来，恒大先后完成 9 支境内公司债券展期，展期期限为 6 个月至 1 年不等，涉及约本金金额人民币 535 亿元，利息人民币 37.03 亿元。

## 1.3 世茂集团：债务重组进程缓慢，目前尚无成熟重组方案推出

### 1.3.1 流动负债提升，债务重组进程缓慢。

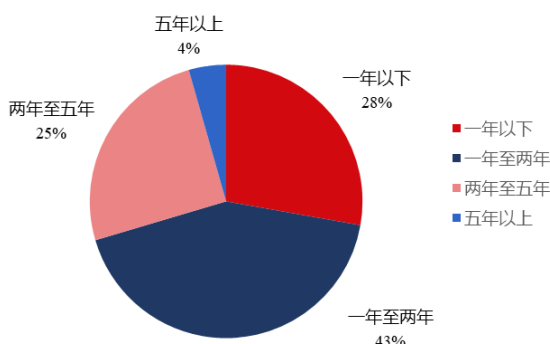
#### ➤ 资产总额缩小，流动负债上升

截至 2022 年 12 月 31 日，世茂集团的总资产为人民币 1304 亿元，总负债为人民币 896 亿元，资产负债率同比下降。截至 2021 年 6 月 30 日，世茂集团 28% 的借贷以及债券在一年内到期，43% 的借贷在一年至两年内到期。

#### ➤ 境外债务重组进程缓慢，目前尚无成熟重组方案推出。

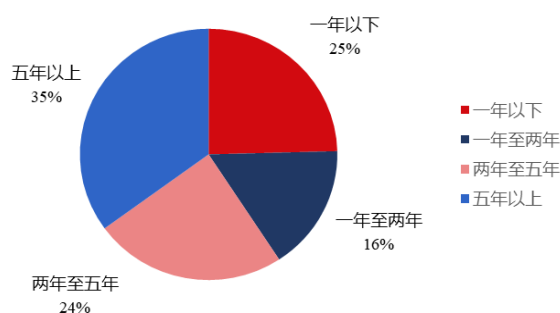
据其 4 月的公告，世茂积极推进集团拟议境外债务重组工作，并持续与各类债权人及其各自的顾问进行建设性对话，包括但不限于由该公司发行以美元计值的优先票据的持有人组成的债权人小组及由不同境外银行组成的协调委员会，该等银行合共持有世茂集团境外债务的重要部分，旨在稳定公司的局势、缓解当前流动资金事宜及寻求实施一个能公平对待债权人并保障所有相关方利益的重组方案。

图表 3：世茂集团银行借贷及其他金融机构借贷以及债



资料来源：世茂集团年报 国联证券研究所

图表 4：世茂集团优先票据



资料来源：世茂集团年报 国联证券研究所

## 1.4 旭辉集团：今年面临一定的债务偿还压力，化债仍在进展中

### 1.4.1 优化债务机构，一年内还款压力较大



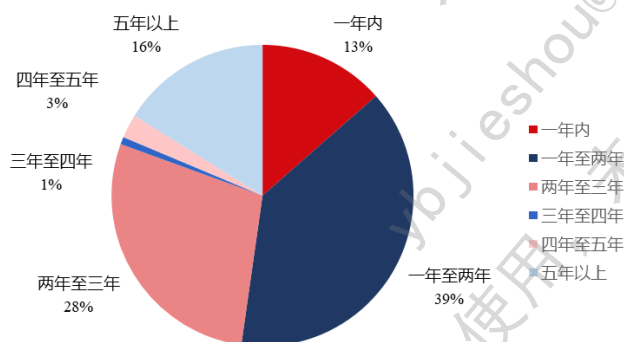
### ➤ 海外债务端面临着较大压力

2022 年 8 月，旭辉延续的 3 亿美元永续债，将分派率由原来的 5.375% 调整为 11.581%，债务压力较大。2022 年 11 月就宣布暂停支付境外债之后，旭辉在海外债务端面临着较大压力，彼时暂停支付的款项达到 4.14 亿美元，而海外债务总额则高达 68.5 亿美元。

### ➤ 境内债务比例大，面临一定的债务偿还压力

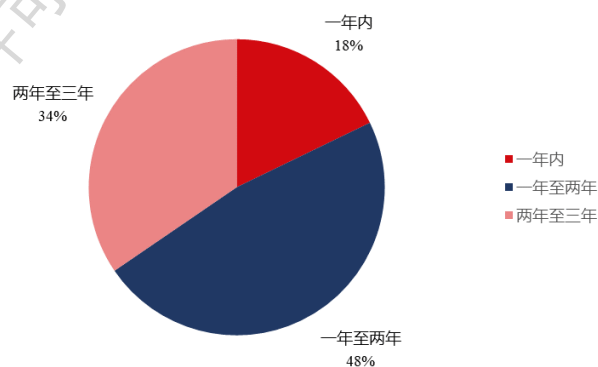
截至 2022 年 6 月 30 日，境内银行贷款中，一年内到期的比例占 13%，但一年以上两年内到期的银行贷款比例相对较高，占比 39%。截至 2022 年 6 月 30 日，一年内到期的债券金额占 18%，一年以上两年内到期的债券金额占比 48%。

图表 5：旭辉集团境内银行贷款情况



资料来源：旭辉集团年报 国联证券研究所

图表 6：旭辉集团境内公司债券情况



资料来源：旭辉集团年报 国联证券研究所

## 1.4.2 积极疏导境内外债务压力

### ➤ 境外债务重组：不削减本金，债务展期不超过 7 年

旭辉境外债务重组的“初步指示性关键条款”包括不削减本金金额、债权人自愿选择转股、减少利息的现金支付、债务展期不超过 7 年、支付一定数额的前置款项、制定一个切实可行的额外增信方案等。

### ➤ 境内债谋展期。

2023 年 5 月 18 日，旭辉控股发布公告，“20 旭辉 01”回售展期方案投票截止日期再一次延迟至 5 月 24 日。5 月 17 日，“20 旭辉 01”举行持有人大会，计划于 5 月 18 日进行投票。这已经是第三次延迟。“20 旭辉 01”发行期限为“3+2”年，将于 5 月 29 日回售行权。

## 2 土地储备：新增土储规模减小

## 2.1 融创中国：土地储备充足，2022 年位于全国第四

### 2.1.1 优质土地储备充足

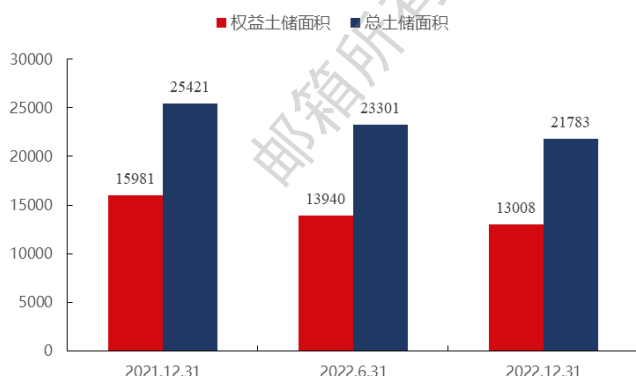
#### ➤ 前期积累了大量优质资产，当前土储面积缩小

在流动性陷入困境之前，融创中国积累了大量优质资产。在 2021 年上半年总土储建面榜单中，融创中国以 1.85 亿平方米的总土储建面位列榜单第二。融创中国 2021 年拿地金额为 550 亿元，2022 年拿地金额为 0 元，未新增拿地。截至 2022 年 12 月 31 日，融创中国的土地储备总面积为 2.18 亿平方米，其中权益土地储备面积为 1.3 亿平方米，物业项目共计 890 个。融创中国的土储情况相对充足，可以支撑未来的开发需求。

#### ➤ 土储结构多样

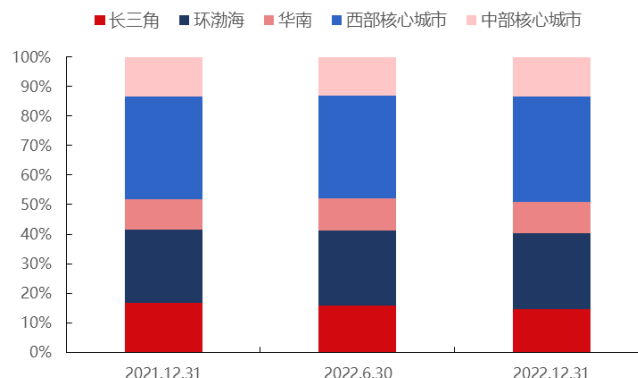
截至 2022 年 12 月 31 日，房地产主要布局于长三角，渤海，华南，中部和西部地核心城市，业绩分为九大区域管理，即北京区域(含北京，济南及青岛等城市)，华北区域(含天津、郑州等城市)，上海区域(含上海、南京等城市)，东南区域(含杭州，福州及合肥等城市)，中部区域(含武汉、长沙及南昌等城市)，华南区域(含广州、深圳及三线城市)，西北区域(含西安及太原等城市)成渝区域(含重庆及成都等城市)及云贵区域(含昆明及贵州等城市)。融创中国 50%的权益土地储备位于长三角、环渤海、华南等东部发达地区，对西部和中部的高潜力地区也有相对较高比例的土地储备。

图表 7：融创中国总土储变化趋势



资料来源：融创中国年报 国联证券研究所

图表 8：融创中国土地储备城市分布



资料来源：融创中国年报 国联证券研究所

### 2.1.2 推动优质资产项目建设

#### ➤ 重点城市的土储面积充足

融创中国的土储大部分位于一二线城市，整体项目质量较好。截至 2022 年 6 月 30 日，融创中国在西部地区重点城市重庆，拥有 1107 万平方米的权益土地储备，在全国所有城市中占比最高。在环渤海的重点城市青岛和中部重点城市武汉分别拥有 823 和 711 万平方米，在全国所有城市中排名第二和第三，这些城市均有较高的发展潜力。较高质量的土储为融创后续的发展提供资本。

### ➤ 优化西南地区布局

西南区域的权益土储面积约为 2924.4 万平方米，权益占比约为 56.9%；仅重庆、眉山、四川、昆明等省市的权益土储面积就占到集团的 22.5%，体现了融创在西南区域的“深耕”战略。未来融创中国可以优化西南区域的布局情况，以及盈利能力较弱的资产项目，未来的盈利空间值得期待。

图表 9：融创中国长三角土地储备情况

	权益土地储备 (万平方米)	总土地储备 (万平方米)
长三角	1881.11	3483.20
杭州	293.06	612.92
温州	246.67	302.96
无锡	161.53	267.64
绍兴	154.93	300.07
上海	139.59	322.70
徐州	137.19	185.87
嘉兴	119.39	148.38
宁波	92.05	171.64
苏州	86.55	175.26
南京	70.43	167.67
南通	69.06	130.30
常州	60.29	97.52
其他	250.37	600.27

来源：融创中国年报 国联证券研究所

图表 10：融创中国西部城市土地储备情况

	权益土地储备 (万平方米)	总土地储备 (万平方米)
西部城市	4,625.81	8,459.72
重庆	1,107.23	1,678.24
眉山	626.23	1,202.83
西安	602.89	1,100.02
昆明	331.00	648.66
西双版纳	250.51	316.28
成都	244.56	631.94
贵州	241.36	451.79
桂林	196.07	359.80
南宁	146.55	295.88
大理	123.52	205.87
银川	119.61	138.07
柳州	93.32	213.17
北海	70.23	170.63
其他	472.73	1,046.54

来源：融创中国年报 国联证券研究所

## 2.2 中国恒大：土地储备面积回落

### ➤ 土地储备相对较多



截至 2021 年 6 月 30 日，恒大总土地储备项目 778 个，总规划建筑面积 2.14 亿平方米。其中一二线城市土地储备占比 69.5%，三线城市土储占比 30.5%。

➤ 恢复正常经营后将继续开发旧改项目

恒大集团还拥有旧改项目 146 个，假设恒大能基本恢复正常经营，且尚未确认为实施主体的旧改项目得以继续开发，恒大无杠杆自由现金流预计将逐步增加。其中大湾区 131 个（深圳 62 个），太原 4 个，石家庄 2 个，唐山 2 个，其他城市 7 个。

### 2.3 世茂集团：土地储备相对较小，审慎补充土地储备

➤ 土地储备相对较小，一二线城市占比高

截至 2021 年 6 月 30 日，世茂集团拥有 7283 万平方米的（权益前）土地储备，424 个项目，一二线及强三四线城市的占比约 95%，分布于全国逾 110 个核心城市，平均土地成本为每平方米人民币 5554 元。

### 2.4 旭辉集团：扩大区域深耕，补充高品质优质土地

➤ 当前土储面积相对较小

2022 年 6 月 30 日，旭辉土地储备建筑总面积约 4930 万平方米，而权益土地储备建筑面积约 2630 万平方米。于 2022 年上半年，集团收购于北京、义乌、上海、长沙、宁波及青岛六个新项目的权益。

## 3 后续经营重点：盘活存量保交楼，加速销售回款

### 3.1 融创中国：稳交付，销售规模回升

➤ 积极融资，保交楼

2022 年，融创在 84 个城市完成 18 万套交付。同时积极申请保交楼专项借款、配套融资等，确保项目的建设及交付。目前第一批次保交楼资金已落地约 110 亿元；第二批次也已经有几十个项目获批，资金已有实质落地。

➤ 公司积极去化

2023 年 1-4 月，融创中国累计实现合同销售金额约 373.3 亿元，合同销售面积约 281.4 万平方米；对应的合同销售均价约为 13270 元/平方米。

➤ 收入来源多样，物业销售收入占比高

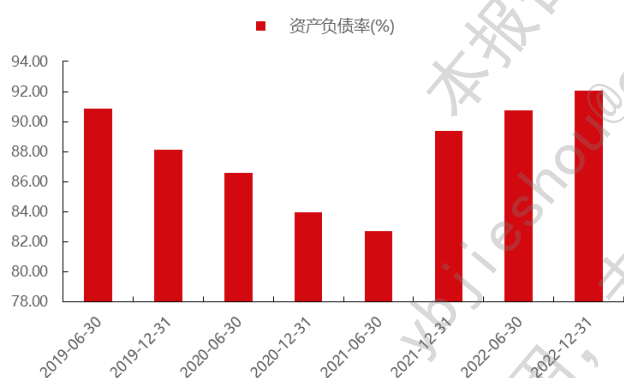
截至 2022 年 12 月 31 日，融创中国大多数收入来自销售住宅及商业物业业务，其他收入来自文旅城建设及运营、物业管理及其他业务，销售住宅

的收入占比 85.6%。

### ➤ 融创中国债务化解方案较清晰，资产质量有支撑

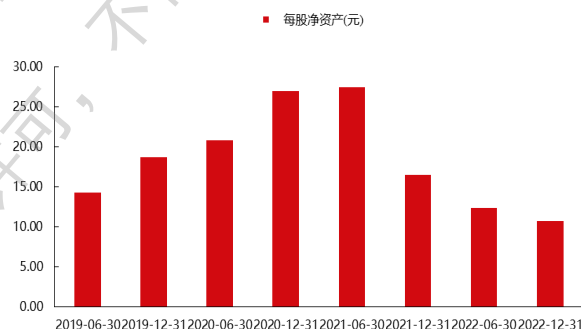
截至 2022 年末，融创中国总资产 10901.67 亿元，较上年 11765.55 亿元，减少 7.34%；总负债 10037.65 亿元，较上年 10518.81 亿元，减少 4.57%；总负债率 92.07%，较上年 89.4%，上升 2.67 个百分点。净资产 864.03 亿元，较上年 1246.74 亿元，减少 30.7%；股东权益 584.68 亿元，占比 67.67%，少数股东权益 279.34 亿元，占比 32.33%。

图表 11：融创中国资产负债率



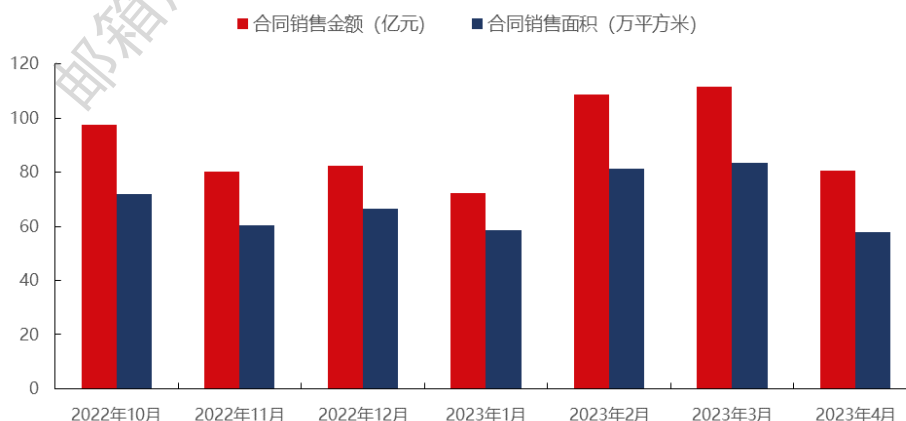
资料来源：融创中国年报 国联证券研究所

图表 12：融创中国每股净资产



资料来源：融创中国年报 国联证券研究所

图表 13：融创中国销售金额、销售面积变动情况



资料来源：融创中国公告 国联证券研究所整理

## 3.2 恒大、世茂、旭辉：核心任务是“保交楼”

### 3.2.1 中国恒大：已完成保交楼任务交付 42.1 万套

2022 年，恒大集团交付了约 30.1 万套房屋。截至 2023 年 2 月末，集团已完成保交楼任务交付 42.1 万套、4882 万平方米建筑面积的任务，涉及 515 个项目。2023 年 1 月至 2 月期间，该集团实现合约销售约人民币 65.7 亿元，合约销售建筑面积约 91.1 万平方米。恒大预计未来三年，还需 2,500 亿元至 3,000 亿元的融资。期间现有项目的无杠杆自由现金流将主要用于偿还续建所需新增融资，对中国恒大层面无抵押担保债务偿还能力较弱。

### 3.2.2 世茂集团：已完成保交楼任务交付 193 个项目

2022 年，世茂集团全年累计实现 73 城，193 个项目批次合计 12 万套房源的交付。于 2022 年 1 月至 11 月期间，世茂集团累计合约销售总额约为人民币 794.9 亿元，累计合约销售总面积为 492.78 万平方米。

### 3.2.3 旭辉集团：提出了“六保”，其中重要的是保交付

2023 年春节后，旭辉组织复工复产，截至 4 月底，累计交付新房 2.4 万套。2022 年旭辉累计交付新房 9 万套。旭辉提出了“六保”，其中重要的是保交付。第二是保品质，第三是保经营，实施“一盘一策”，集团总部根据每个项目实际情况制定经营策略。第四是保员工，在精简人员、压缩成本的同时，最大限度保障基层员工的权益。第五是保销售，第六是保资产，积极处置资产，但杜绝贱卖资产。

## 4 投资建议与风险提示

### 4.1 投资建议

当前地产基本面仍在复苏途中，市场及政策端均关注出险房企债务化解及“保交楼”工作对整体行业复苏影响。基于信息披露较完善的部分出险房企债务化解进展梳理，建议关注土地储备充足，已通过债务重组的方式化解短期债务风险问题的企业。

### 4.2 风险提示

- **政策力度不及预期：**中央及地方政府出台房地产支持及金融支持政策，政策落地及基本面反馈需要时间。
- **市场恢复程度不及预期：**由于购房者观望情绪较浓，因此销售回暖速度或将不及预期。
- **房地产企业项目竣工不及预期：**资本市场态度审慎，因此受现金流动性影响，项目竣工不及预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695