

## 城投债净融资显著下滑，土拍降温部分城投压力加大

——2021年10月城投债市场运行情况分析

作者：丛晓莉 刘暮菡

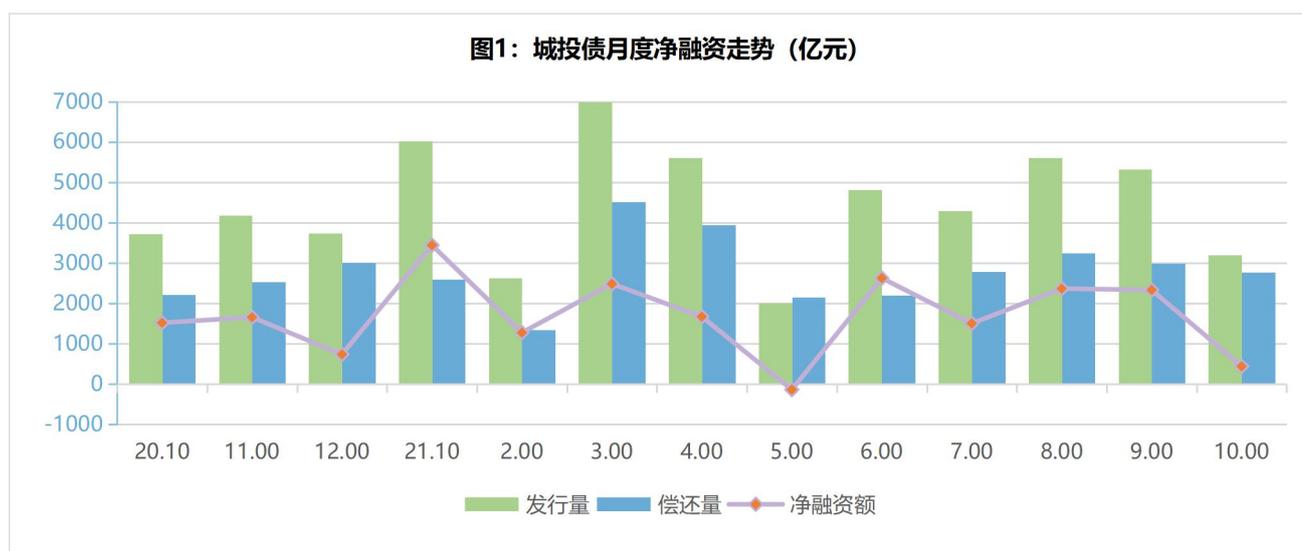
### 核心观点：

- 10月城投公司债券发行量和净融资全面回落，城投债发行规模降至3202.90亿元，净融资额437.54亿元，一级市场融资同比、环比均现恶化。10月份，新增地方专项债发行提速一定程度上对城投企业资金来源形成补充，部分城投融资需求减弱。
- 10月城投债平均发行期限大幅缩短，平均发行利率环比下行，但中长期票面利率小幅提升；弱资质城投发行有所降温，城投企业债发行显著减少，中长期、偏低评级城投债发行难度加大。
- 10月城投债到期收益率涨跌互现，利差小幅收窄；二级市场交易活跃度有所上升，异常交易债券减少。
- 10月，多地以召开会议或印发文件等形式强调地方债务风险管控；涉及关注和负面事件主体有所减少。
- 城投信用聚焦：近期房地产企业融资环境仍然偏紧，外部融资压力较大，部分房企已经出现违约。同时，首付款资金核查从严、住房按揭贷款放款变慢等导致房企的回款速度减慢。流动性压力加大叠加商品房销售增速下滑，房企拿地能力和拿地意愿有所下降，土地市场整体降温。作为重要的财力补充，部分省份对土地出让收入的依赖度较高，其中广西、贵州等省份的狭义政府债务率也偏高，土地市场降温可能会对其地方财政收入带来一定不利影响，进而会间接影响该地区城投的回款进度和外部支持。

## 一、一级市场

10月城投公司债券发行量及净融资规模同比、环比全面回落；中长期限、偏低评级城投债发行难度加大，导致平均发行期限大幅缩短，偏低评级城投发行有所降温；新增地方专项债发行提速，城投企业债融资由正转负；同时，10月城投债发行短期化带动平均发行利率环比下行，但中长期限票面利率小幅提升。

经历国庆假期后，10月城投债发行规模和净融资额显著回落至3202.90亿元和437.54亿元。数据显示<sup>1</sup>，10月城投公司共发行债券453只，较上月大幅减少307只；总发行量同比下滑14.09%，发行规模较上月减少2119.34亿元，环比降幅39.82%；同时，10月总偿还量小幅降至2765.36亿元，净融资额环比显著减少1892.10亿元，降幅达81.22%。



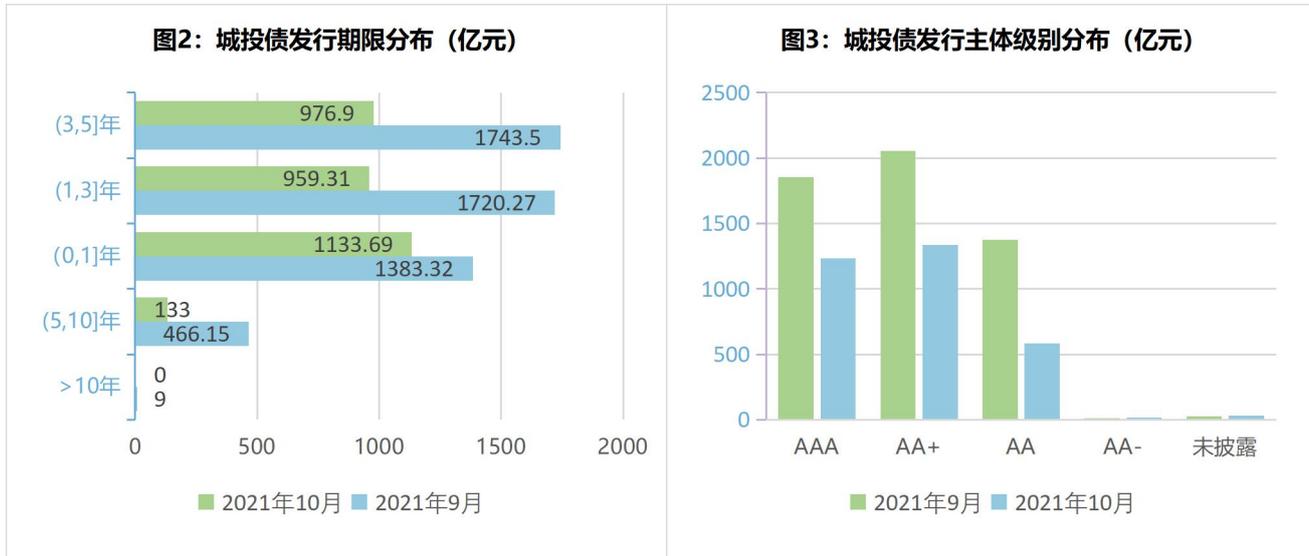
数据来源：Wind，东方金诚

结合募集资金用途来看，10月城投债用于项目建设的发行占比不足5.00%，同时，考虑到10月份新增地方专项债发行明显提速，单月新增专项债发行5371.70亿元，创今年以来新高，发行额约为去年同期的3倍，一定程度上对城投企业的项目资金来源形成补充，部分城投融资需求减弱。截至11月1日，从各地区已披露的地方债发行计划来看，11月新增专项债发行计划约为4516.33亿元，另外约有近一千元额度预留至12月，这意味着短期内新增地方专项债发行将继续保持高位。鉴于财政部在今年4月已明确表示“2021年新增专项债券额度尽量在11月底前发行完毕”，专项债剩余额度或将主要集中在11月发行，新增专项债发

<sup>1</sup> 本文所涉城投债数据来自东方金诚城投行业数据库，统计时间为11月2日，下同。

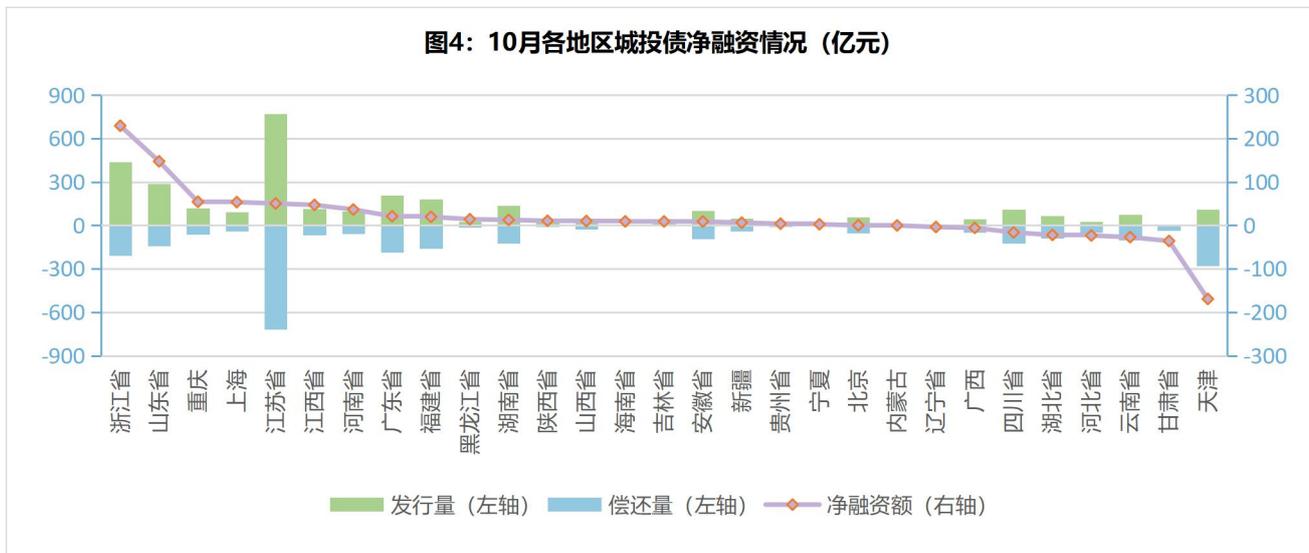
行规模可能续创新高，预计年底前城投企业融资难以反弹。

从发行期限看，10月城投债期限分布的短期化特征明显，1年及以下期限的发行规模占比由上月的25.99%提升至35.40%，加权平均发行期限由9月的3.46年降至2.96年，整体大幅缩短。3年期以上城投债发行占比显著下滑6.86个百分点，显示中长期发行难度较高。



数据来源：Wind，东方金诚

从信用级别看，10月AA+级和AAA级城投主体发行规模分别为1337.78亿元和1234.20亿元，发行量占比分别由9月的38.59%和34.85%提升至41.77%和38.53%，合计占比提高6.85个百分点；与此同时，AA级城投主体发行占比下滑7.61个百分点至18.24%，显示弱资质城投发行有所降温。另外，10月份城投债净融资额仍是AA+级主体最高，约为327.91亿元。



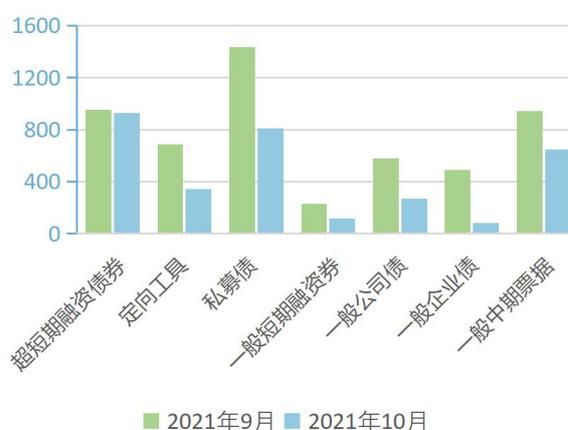
数据来源：Wind，东方金诚

从区域分布看，江苏省 10 月城投债发行总量为 768.58 亿元，尽管仍在所有省份中遥遥领先，但其发行规模环比大幅减少 538.70 亿元，降幅 41.21%；同比减少 121.44 亿元，降幅 13.64%。浙江、山东、广东三省发行量依然分列二至四位。从净融资规模来看，政策层面的收紧或有一定体现。10 月份有 21 个省级地区净融资环比下滑，其中浙江省净融资额 229.16 亿元，位居所有省份第一，但环比减少 137.85 亿元；江苏省净融资额显著下滑 91.08% 至 50.22 亿元。各地清理规范地方融资平台的过程中，城投公司的融资或仍受制于多方面政策因素。

图5：不同行政层级城投债发行量（亿元）



图6：不同品种城投债发行量（亿元）



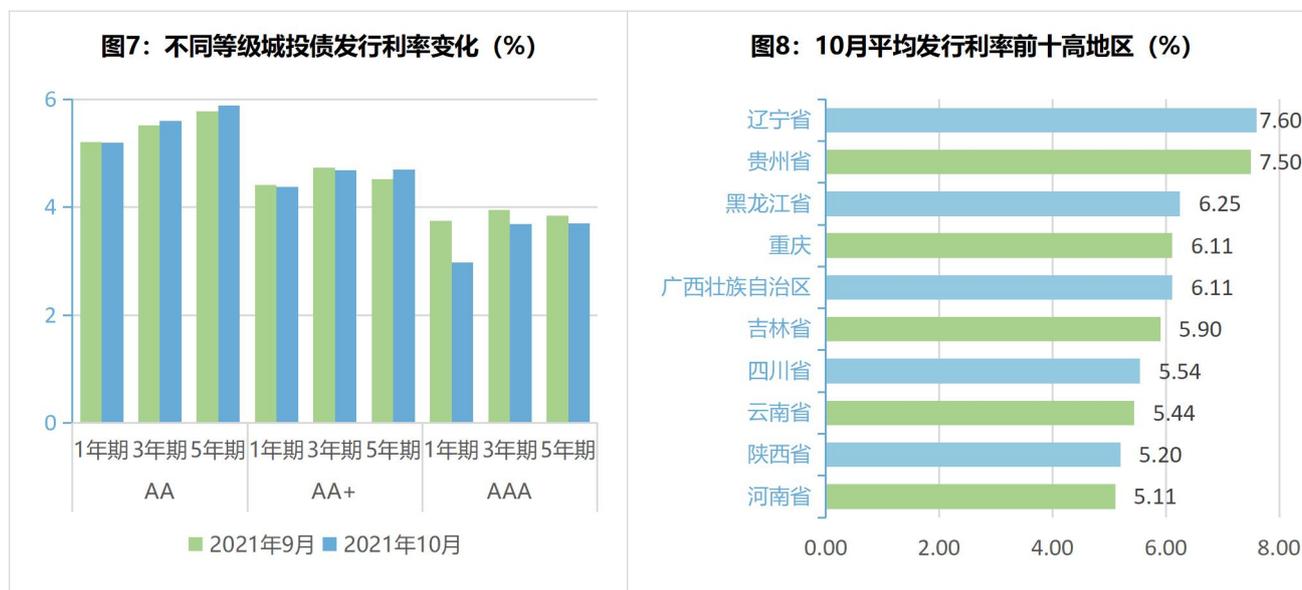
数据来源：Wind，东方金诚

从行政级别看，10 月，地市级城投债券发行量在全部城投类型中仍居首位，且规模占比由 9 月的 33.80% 提升 11.59 个百分点至 45.39%。省级、区县级，以及园区类城投债券发行占比分别环比下滑 2.26%、3.11% 和 6.22%。10 月份园区类城投发债量大幅减少 793.19 亿元，打破了今年以来各类园区发行总体增长的趋势。

10 月，超短融发行占比在全部品种中显著提升，环比增加 11.04 个百分点至 28.98%，净融资额由负转正大幅升至 928.32 亿元；短融、公司债和企业债的发行均明显降温，净融资由正转负，净融资额分别下滑 1226.60 亿元、821.61 亿元和 248.48 亿元，降至 -1178.60 亿元、-375.68 亿元和 -73.41 亿元。值得注意的是，10 月份城投企业债的发行同比和环比分别减少 62.14% 和 83.24%，一改此前发行升温的趋势。

从发行成本看，10 月城投债加权平均票面利率为 4.18%，环比下降 24 个基点。分主体等级和债券期限看，3 年期 AA 级、5 年期 AA 级和 5 年期 AA+ 级城投债平均发行利率有一定涨幅，分别达 8.01BPs、10.62BPs 和 18.32BPs，中长期期限发行利率有所提升；各期限 AAA 级城投债

票面全线下降，1年期、3年期和5年期降幅分别为76.93BPs、26.19BPs和14.63BPs。本月优质城投债发行占比提升，且加权平均发行期限大幅缩短0.50年，是平均票面利率下行的主要原因。



数据来源：Wind，东方金诚

从城投公司所属省份看，10月平均发行利率5.00%以上的省份环比由15个减至11个，辽宁、贵州、黑龙江、重庆、广西五省本月平均发行利率达6.00%以上。上述五省发行的城投债中，私募债和定向工具等票面利率较高的私募发行规模占比达49.88%，且发行期限多数含有2到3年期回售条款，平均发行成本处于偏高水平。

## 二、二级市场

**10月城投债到期收益率涨跌互现，利差全线收窄；二级市场交易活跃度有所回暖，异常交易债券减少。**

10月，城投债到期收益率涨跌互现，整体波幅不大。其中，3年期AA+级和3年期AA级城投债到期收益率分别上行4.65BPs和8.65BPs，5年期AAA级和5年期AA+级则分别下行1.40BPs和2.41BPs，其余各等级、各期限城投债收益率波动相对更小。总体来说，10月各期限中债AA级城投债到期收益率上行趋势更为明显，城投债政策的边际收紧，或许对偏低等级的投资情绪影响更大。

图9：近期中债城投债到期收益率走势（%）

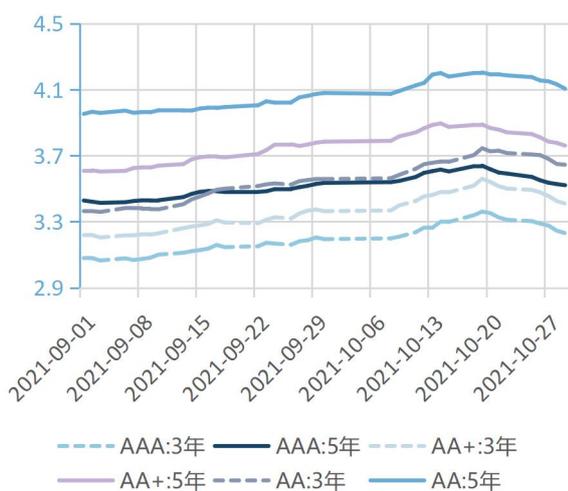
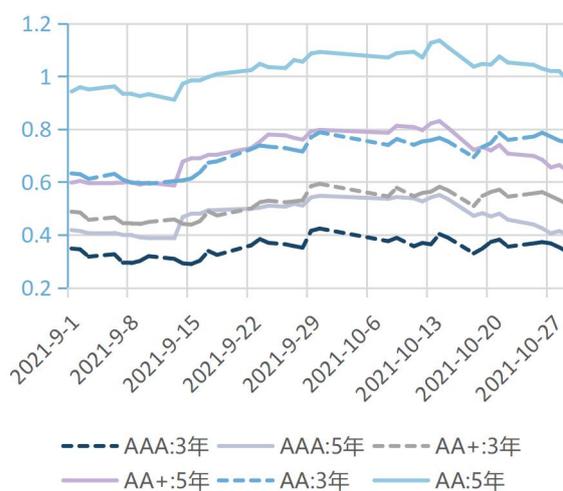


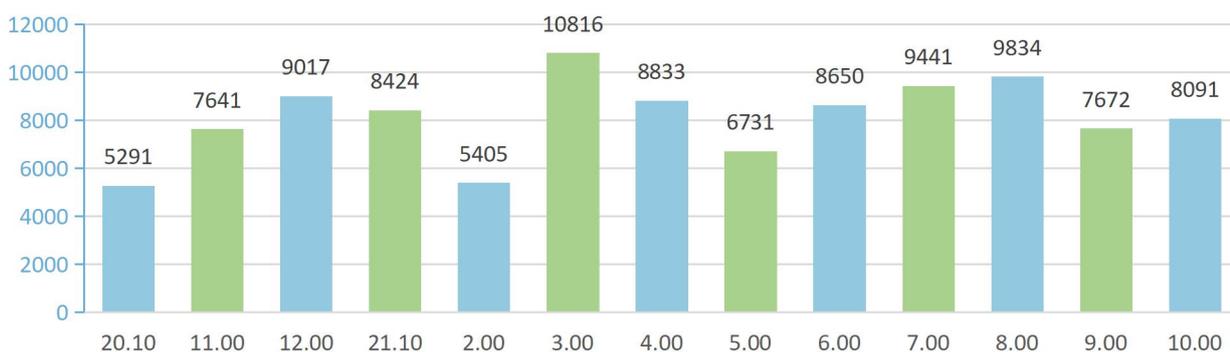
图10：近期中债城投债利差走势（%）



数据来源：Wind，东方金诚

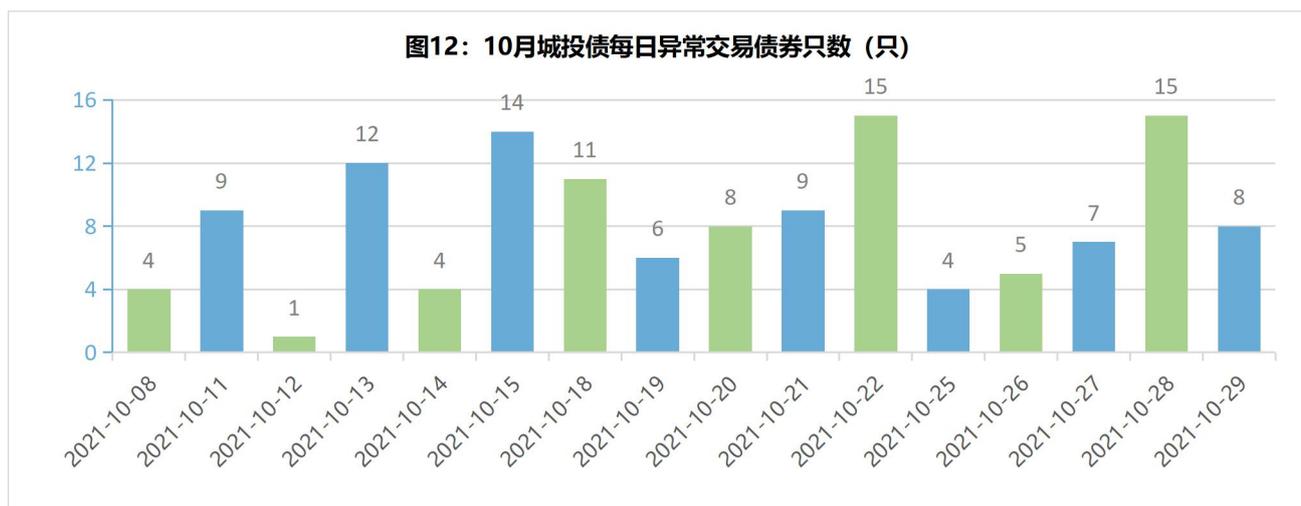
近期利差走势显示，10月城投债利差有所收窄，其中偏长期限城投债利差收缩更为明显，5年期AAA级、AA+级和AA级城投债利差分别下滑14.58BPs、15.59BPs和10.59BPs。从相同等级、不同期限城投债利差来看，5年期AA+级与3年期AA+级利差之差由9月末的20.44BPs缩至10月末的12.71BPs；从相同期限、不同等级城投债利差来看，3年期AA级与3年期AAA级利差之差由9月末的36.43BPs扩大至10月末的41.43BPs。10月城投债等级利差进一步走阔，期限利差有所收敛。

图11：城投债月度成交额走势（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

10月，城投债交易活跃度有所回暖，当月交易额约8091.31亿元，同比显著提升52.92%，较9月小幅增加5.46%。近期地产债风险加大影响下，投资者更加青睐城投债，或是带动城投债成交保持活跃的原因之一。



数据来源：Wind，东方金诚

异常交易方面，10月共有92家城投公司主体的债券出现异常交易<sup>2</sup>，其中20家城投公司多日出现交易价格异动。长沙轨道交通、云南康旅、遵义道桥、兰州城市发展，以及云投集团涉及的异常交易日分别达到8天、6天、6天、5天和5天（详见附表1）。

从本月涉及异常交易的企业来看，最新主体级别AA和AA-的城投合计占比超过一半，弱资质特征依然较为明显。另外，10月城投债异常交易平均价差幅度约为-5.52%，环比进一步小幅收敛；平均到期收益率偏离516.49BPs，较上月显著缩窄397.84BPs。

### 三、城投信用环境及事件

**10月，多地以召开会议或印发文件等形式强调地方债务风险管控；当月城投债涉及负面事件主体环比减少。**

#### 1. 政策热点

- 10月18日，浙江省湖州市国资委印发债务管控意见，出台九大措施，加强国有企业债务风险管控，强化资产负债约束管理。
- 10月26日，云南省财政厅视频会议中强调，落实地方政府依法适度举债机制，防范化解地方政府债务风险。
- 10月26日，江苏省人民政府网站显示，江苏省政府9月15日印发《省政府关于进一步深化预算管理制度改革的实施意见》，表示对失去清偿能力的融资平台，要依法

<sup>2</sup> 指价差幅度（%）绝对值大于2的交易。

实施破产重整或清算。

## 2. 关注及风险事件

10月共有20只城投债推迟或取消发行，较上月减少45.95%。所涉及城投债中，最新主体评级为7只AA和9只AA+，合计占比约八成，主要原因仍为近期债券市场波动以及有效申购额不足等，一定程度上反映偏低低评级发行人融资难度仍相对较高。

2021年10月，有一家城投企业发生主体和债项评级下调的负面事件，系凤城市现代产业园区开发建设投资有限公司主体及其“15凤城债/PR凤城债”的信用等级由AA-降至A+，且主体评级展望由稳定调至负面，评级调整主要原因包括企业业务开展面临较大不确定性以及经营管理水平不足等，短期内该企业的信用水平值得持续关注。

## 四、城投信用聚焦

近期房地产企业融资压力加大，拿地意愿下降，三季度土地市场低迷，土地成交情况回落，或对地方政府的政府基金收入带来较大影响，考虑城投经营业务范围和应收账款对象，部分地区城投偿债压力也将有所加大。

### 1. 土地市场整体降温

近期房地产企业融资环境仍然偏紧，外部融资压力较大，部分房企已经出现违约。同时，首付款资金核查从严、住房按揭贷款放款变慢等导致房企的回款速度减慢。多种因素导致房地产行业整体流动性压力较大，拿地能力和拿地意愿有所下降，土地市场整体降温。

从土地供给来看，根据中指研究院数据，2021年1-10月，全国300城共推出各类用地规划建筑面积同比下降10.58%，成交规划建筑面积同比下降19.27%，其中推出住宅用地同比下降13.53%，成交住宅用地同比下降27.22%，整体下滑比较明显。

从土地成交价格来看，2021年1-10月，全国300城成交楼面均价同比上涨14.5%，平均溢价率为12.37%，较去年同期下降1.81个百分点，各类用地出让金同比下降7.56%。其中住宅用地成交楼面均价同比上涨27.52%，平均溢价率为13.78%，较去年同期下降2.08个百分点，出让金同比下降7.2%。五大城市群的数据来看，成交楼面价同比均有所上升，但平均成交溢价均为负值，可见土地交易在上述地区也是有所降温的。

表 1: 2021 年 1-10 月各城市群住宅用地出让情况 (%)

城市群	规划建筑面积同比	成交面积同比	成交楼面价同比
京津冀	13.5	-9.2	16.7
长三角	4.3	-9.4	10.9
珠三角	-11.1	-24.1	26.8
成渝	-13.4	-28.5	41.3
长江中游	-15.9	-28.5	41.3

数据来源：中指研究院，东方金诚

## 2. 各省对土地财政的依赖程度

作为重要的财力补充，部分省份对土地出让收入的依赖度较高，其中广西、贵州等省份的狭义政府债务率也偏高，土地市场降温可能会对其地方财政收入带来一定不利影响，进而会间接影响该地区城投的回款进度和外部支持。

土地出让收入是地方政府重要的收入来源，占政府性基金收入的 80% 以上，也是我们衡量地方政府偿债能力的重要考虑因素。加之城投公司在地区的业务范围主要为基础设施建设、公用事业等，地方政府是其应收账款的主要应收对象之一，因此，也关系到城投的回款情况进而影响偿债能力。10 月 23 日，官方发布了《全国人大常委会关于授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的决定》，准备着手开展房产税的试点工作。长期看房产税的正式征收可能会作为地方政府财政收入的重要补充，降低土地财政的依赖度，但短期无法取代土地收入成为地方财政的支撑。因此我们需要考虑近期房地产行业景气度的下行，以及土地市场整体的降温，是否会对地方城投的债务偿还带来影响。

根据各地已披露的 2020 年财政数据，我们梳理了各省土地出让收入情况，大多数省份对土地收入的依赖程度较高。具体从土地出让收入/一般预算收入的比值来看，浙江、江苏、湖北等 11 个省份的占比在 100% 以上，地区财政对土地出让收入的依赖度较大；安徽、吉林、河南等省份的这一占比在 45%-90% 左右，但高于全国 44.92% 的平均水平；天津、山西、北京和上海等土地收入的占比相对较低。

结合地区的债务率情况来看，土地出让收入/一般预算收入的比值大于 100% 的省份中，广西和贵州的债务率也相对偏高。同时这俩省份的地区经济实力相对较弱，土地市场整体降温的情况下更容易受到市场的冲击，可以预见地区财政的压力会比较大，进而会间接影响该地区城投的回款进度和外部支持，从近两月的净融资数据看也相对偏低，建议关注上述省份

城投的偿债压力。青海、新疆、黑龙江、宁夏和内蒙古等省份的债务率较高，但地区土地出让收入与一般预算收入的比值相对较低，主要原因是地区经济欠发达，房地产市场和土地市场也相对欠发达，地区财政主要依赖中央补助，因而土地市场降温对这些地区城投偿债的影响有限。

表 2：2020 年各省土地出让收入及债务情况 (亿元；%)

	一般预算收入	政府性基金收入	土地出让收入	土地出让收入/一般预算收入	债务率	城投9月净融资额	城投10月净融资额
浙江	7,248.00	11,353.35	10,274.49	141.76	78.71	367.01	229.16
江苏	9,058.99	11,359.39	10,618.29	117.21	84.37	562.95	50.22
湖北	2,511.54	3,229.28	2,907.85	115.78	175.56	124.96	-22.20
江西	2,507.50	3,101.50	2,835.50	113.08	127.46	39.39	46.89
福建	3,078.96	3,429.71	3,278.86	106.49	128.12	-25.20	19.44
广西	1,716.94	1,938.97	1,826.89	106.40	208.29	58.60	-6.00
湖南	3,008.70	3,353.40	3,195.00	106.19	185.69	135.89	12.40
重庆	2,094.84	2,458.00	2,202.00	105.12	149.34	168.26	54.05
贵州	1,786.80	2,047.23	1,860.87	104.15	286.62	-40.38	3.66
四川	4,260.89	4,782.78	4,366.66	102.48	140.91	196.86	-16.37
山东	6,559.93	7,278.99	6,650.24	101.38	119.89	236.22	147.21
安徽	3,215.96	3,144.58	2,864.18	89.06	150.93	99.04	8.72
吉林	1,085.00	1,021.20	946.00	87.19	247.91	7.80	8.90
河南	4,168.84	3,737.94	3,272.62	78.50	124.23	71.20	36.40
陕西	2,257.23	2,104.74	1,745.97	77.35	170.40	89.10	10.34
河北	3,826.43	3,161.47	2,764.16	72.24	157.65	28.00	-23.50
云南	2,116.69	1,558.46	1,396.49	65.98	261.00	-20.82	-27.30
广东	12,921.97	8,642.42	8,031.97	62.16	71.03	115.10	20.80
甘肃	874.55	650.39	525.32	60.07	258.50	1.40	-36.00
海南	816.06	522.55	442.53	54.23	195.99	-	9.00
青海	297.99	175.99	144.84	48.61	517.81	5.85	-
辽宁	2,655.50	1,351.40	1,211.25	45.61	231.14	-0.30	-3.94
全国	182,913.88	93,491.26	82,158.99	44.92	-	-	-
天津	1,923.05	911.93	861.03	44.77	224.62	3.15	-169.58
山西	2,296.57	1,151.98	1,025.42	44.65	133.74	11.80	9.80
上海	7,046.30	3,175.00	2,983.50	42.34	67.42	73.25	53.37
北京	5,483.89	2,317.35	2,187.59	39.89	77.73	-30.53	0.00
西藏	220.97	87.95	80.60	36.48	121.38	-	-
新疆	1,477.22	576.19	527.45	35.71	274.41	47.74	6.13
黑龙江	1,152.51	449.44	395.89	34.35	354.88	-4.00	14.00
宁夏	419.44	159.82	122.47	29.20	320.90	-1.50	2.30
内蒙古	2,051.30	656.40	570.70	27.82	305.39	8.80	-0.35

注：土地出让收入为地方政府性基金收入中国有土地使用权出让金的数额。债务率=政府债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入）

数据来源：Wind，公开资料，东方金诚

附表 1: 10 月城投债多次出现异常交易主体汇总

债券名称	发行人	交易日	价差幅度 (%)	YTM 偏离 bp
PR 都新城	都江堰新城建设投资有限公司	2021-10-8	-3.0000	178.9152
20 兰州城投 PPN006	兰州市城市发展投资有限公司	2021-10-8	-2.5147	138.7167
PR 都新城	都江堰新城建设投资有限公司	2021-10-11	-34.2680	957.3867
19 新平 01	新平县城镇建设投资有限公司	2021-10-11	-5.2576	293.6208
19 湘潭建设 PPN003	湘潭县建设投资有限公司	2021-10-11	-18.4845	5341.8018
19 云城投 MTN002	云南省康旅控股集团有限公司	2021-10-11	-2.6738	694.4806
PR 长轨交	长沙市轨道交通集团有限公司	2021-10-11	-3.1376	302.4981
PR 长轨交	长沙市轨道交通集团有限公司	2021-10-12	-2.3950	232.0690
PR 遵道桥	遵义道桥建设(集团)有限公司	2021-10-13	-2.7237	288.6177
19 兰州城投 PPN001	兰州市城市发展投资有限公司	2021-10-13	-5.1356	1934.3778
20 云投 MTN005	云南省投资控股集团有限公司	2021-10-13	-2.2561	148.9022
20 兰州城投 PPN002	兰州市城市发展投资有限公司	2021-10-13	-17.5067	1430.6500
17 吉林城建 MTN001	吉林市城市建设控股集团有限公司	2021-10-14	-9.7872	2137.7183
20 淮建 05	淮北市建投控股集团有限公司	2021-10-14	-5.7485	171.3210
20 柳州东通 PPN001	柳州东通投资发展有限公司	2021-10-14	-5.1258	150.7819
PR 武隆 01	重庆市武隆区建设投资(集团)有限公司	2021-10-15	-4.3333	258.5133
19 云投 G2	云南省投资控股集团有限公司	2021-10-15	-5.2873	213.2751
18 毕节债	毕节市天河城建开发投资有限公司	2021-10-15	-2.4878	177.7624
20 云投可续期债 02	云南省投资控股集团有限公司	2021-10-15	-5.6713	984.9943
PR 黔南投	黔南州投资有限公司	2021-10-15	-3.3066	849.4978
20 柳投资	广西柳州市投资控股集团有限公司	2021-10-15	-5.1546	173.9399
PR 遵道桥	遵义道桥建设(集团)有限公司	2021-10-18	-5.6072	633.4088
19 新平 01	新平县城镇建设投资有限公司	2021-10-18	-3.1789	176.0573
17 张家界专项债	张家界市经济发展投资集团有限公司	2021-10-18	-3.4264	121.6550
17 云投 G1	云南省康旅控股集团有限公司	2021-10-18	-8.6109	1820.2003
19 云城投 MTN002	云南省康旅控股集团有限公司	2021-10-18	-2.1982	670.4300
PR 黔南投	黔南州投资有限公司	2021-10-18	-2.9663	779.3760
19 郑住投	郑州公共住宅建设投资有限公司	2021-10-18	-3.4653	130.2980
PR 长轨交	长沙市轨道交通集团有限公司	2021-10-18	-3.9101	383.1937
19 郑住投	郑州公共住宅建设投资有限公司	2021-10-20	-3.4271	129.1218
PR 武隆 01	重庆市武隆区建设投资(集团)有限公司	2021-10-21	-4.1667	250.1707
19 云投 G2	云南省投资控股集团有限公司	2021-10-21	-5.2873	214.4314
19 兰州城投 PPN005	兰州市城市发展投资有限公司	2021-10-21	-6.0902	1078.4417
PR 长轨交	长沙市轨道交通集团有限公司	2021-10-21	-3.4408	343.9902
21 柳州东通 PPN001	柳州东通投资发展有限公司	2021-10-22	-4.8000	128.5883
PR 遵道桥	遵义道桥建设(集团)有限公司	2021-10-22	-5.7215	648.5323
17 吉林城建 MTN001	吉林市城市建设控股集团有限公司	2021-10-22	-8.0425	2082.8119
19 云城投 MTN003	云南省康旅控股集团有限公司	2021-10-22	-3.1395	284.9438
19 云城投 MTN006	云南省康旅控股集团有限公司	2021-10-22	-3.8353	532.8080
17 清浦城投债	淮安市清浦城市建设投资开发有限公司	2021-10-22	-2.1675	126.9687
20 云投 MTN001	云南省投资控股集团有限公司	2021-10-25	-3.0351	253.1741
18 贵安债	贵安新区开发投资有限公司	2021-10-25	-9.4335	683.9676
19 道桥 01	遵义道桥建设(集团)有限公司	2021-10-26	-10.0000	311.8397

PR 长轨交	长沙市轨道交通集团有限公司	2021-10-26	-2.9697	289.9419
17 兰州城投 PPN004	兰州市城市发展投资有限公司	2021-10-27	-13.3474	1541.0121
PR 长轨交	长沙市轨道交通集团有限公司	2021-10-27	-3.9759	391.4483
PR 遵道桥	遵义道桥建设(集团)有限公司	2021-10-28	-4.5584	525.8569
18 贵安 01	贵安新区开发投资有限公司	2021-10-28	-8.9918	321.2294
19 云投 01	云南省康旅控股集团有限公司	2021-10-28	-8.9326	2451.6693
18 毕节债	毕节市天河城建开发投资有限公司	2021-10-28	-3.8585	294.5794
19 道桥 01	遵义道桥建设(集团)有限公司	2021-10-28	-5.8143	180.0619
16 柳州投控债	广西柳州市投资控股集团有限公司	2021-10-28	-3.9366	325.0465
PR 长轨交	长沙市轨道交通集团有限公司	2021-10-28	-5.1064	517.3519
17 清浦城投债	淮安市清浦城市建设投资开发有限公司	2021-10-28	-2.9158	156.2951
19 湘潭建设 PPN003	湘潭县建设投资有限公司	2021-10-29	-2.6182	697.9699
21 磁湖高新 MTN002	黄石磁湖高新科技发展有限公司	2021-10-29	-4.9426	343.2109
21 磁湖高新 MTN001	黄石磁湖高新科技发展有限公司	2021-10-29	-4.3482	312.3442
PR 张家界	张家界市经济发展投资集团有限公司	2021-10-29	-7.1720	258.8192
PR 长轨交	长沙市轨道交通集团有限公司	2021-10-29	-4.2419	420.4452
20 淮建 03	淮北市建投控股集团有限公司	2021-10-29	-5.2060	157.4358

数据来源: Wind, 东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。