

作者：陈浩川 简奕平 李云霞
邮箱：research@fecr.com.cn

一级市场净融资回升，中短期票据收益率上行 ——2021年8月信用债市场运行报告

摘要

发行方面，8月信用债发行规模较上月有所增长，共发行12672.26亿元。同时，本月取消或推迟发行的债券金额为385.75亿元。

净融资方面，8月份信用债共实现净融资3396.91亿元，环比增长1137.11亿元；建筑装饰行业实现净融资最多，共实现净融资1537.33亿元；AAA级主体信用债净融资最多，实现净融资1661.91亿元，占比47.33%；城投企业净融资环比小幅增长至1456.80亿元，占所有信用债净融资比重为42.86%，较上月有所减少。

到期压力方面，未来6个月将有38439.05亿元信用债到期，未来到期压力显著低于过去12个月平均水平，并呈环比下降趋势。计算机行业未来到期压力显著高于过去12个月平均水平；化工行业未来到期压力环比明显上行。分企业性质来看，民营企业债券未来到期压力显著低于过去12个月平均水平，环比小幅下降。城投债与非城投债比较方面，城投债未来到期压力小幅低于过去12个月平均水平，环比明显降低；非城投企业所发行债券到期压力显著低于过去12个月平均水平，但与上月末相比变化不大。

到期收益率方面，8月中短期票据到期收益率回升，弱资质（AA-级）中短期票据收益率上行相对较为明显，上行幅度在20BP左右。较低评级（AA级和AA-级）城投债到期收益率明显下行，下行幅度大多在10BP到20BP之间。

信用利差方面，各行业不同评级产业债信用利差总体边际收窄；各行业高等级产业债信用利差处于历史低位，而部分行业中等级产业债信用利差所处于历史较高水平。城投债信用利差整体收窄，弱资质城投债信用利差仍处于历史高位。

展望未来，地方政府专项债供给压力上升和前期信用风险事件等因素对信用债一级市场发行形成的阻力仍需要时间来消化。同时，可密切关注具体行业或领域基本面、生产性物价未来走势、恒大集团债务危机后续进展以及利率债收益率走势等因素可能对信用债二级市场收益率产生的影响。

相关研究报告：

1. 《2021年7月利率债市场运行报告》，2021.8.13
2. 《2021年7月信用债市场运行报告》，2021.8.13
3. 《2021年6月利率债市场运行报告》，2021.7.15
4. 《2021年6月信用债市场运行报告》，2021.7.15
5. 《2021年5月利率债市场运行报告》，2021.6.15
6. 《2021年5月信用债市场运行报告》，2021.6.15
7. 《2021年4月信用债市场运行报告》，2021.5.14
8. 《2021年4月利率债市场运行报告》，2021.5.13

目录

一、信用债市场运行	2
(一) 一级市场	2
1. 信用债一级市场发行规模和净融资均增长	2
2. 建筑装饰行业净融资仍居榜首，民营企业净融资仍为负	3
3. 信用债到期压力整体下行	6
(二) 二级市场	9
1. 中短期票据到期收益率回升，城投债到期收益率下行	9
2. 产业债和城投债信用利差总体收窄	10
(三) 信用债市场特别关注	13
1. 14家主体旗下14只债券发生违约	13
2. 8月份9家主体评级被下调	13
3. 56只债券取消或推迟发行	14
二、总结与展望	14

一、信用债市场运行

(一) 一级市场

1. 信用债一级市场发行规模和净融资均增长

2021年8月(下称8月、8月份),信用债(本文纳入统计的信用债仅包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券和定向工具)共发行1427只,募集资金12672.26亿元,较上月有所增长;共实现净融资3396.91亿元,环比增加1137.11亿元。从具体券种来看,发行量最高的为短期融资券,共计发行4767.20亿元;净融资额较高的则是公司债和中期票据,分别实现净融资1308.89亿元和1245.67亿元(表1)。

表1: 2021年8月信用债发行与到期

债券类型	总发行量 (亿元)	发行 只数	总偿还量 (亿元)	净融资额 (亿元)	到期偿还量 (亿元)	到期 只数	提前兑付 量(亿元)	提前兑 付只数	回售量 (亿元)	回售 只数
企业债	475.10	49	407.94	67.16	134.04	38	257.10	125	16.80	2
公司债	3335.23	374	2026.33	1308.89	1812.65	202	6.55	4	207.14	29
中期票据	3211.21	314	1965.54	1245.67	1872.40	154	2.40	1	90.74	21
短期融资券	4767.20	539	4272.30	494.90	4272.30	402	0.00	0	0.00	0
定向工具	883.52	151	603.23	280.29	588.28	73	0.00	0	14.95	3
合计	12672.26	1427	9275.34	3396.91	8679.67	869	266.05	130	329.63	55

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

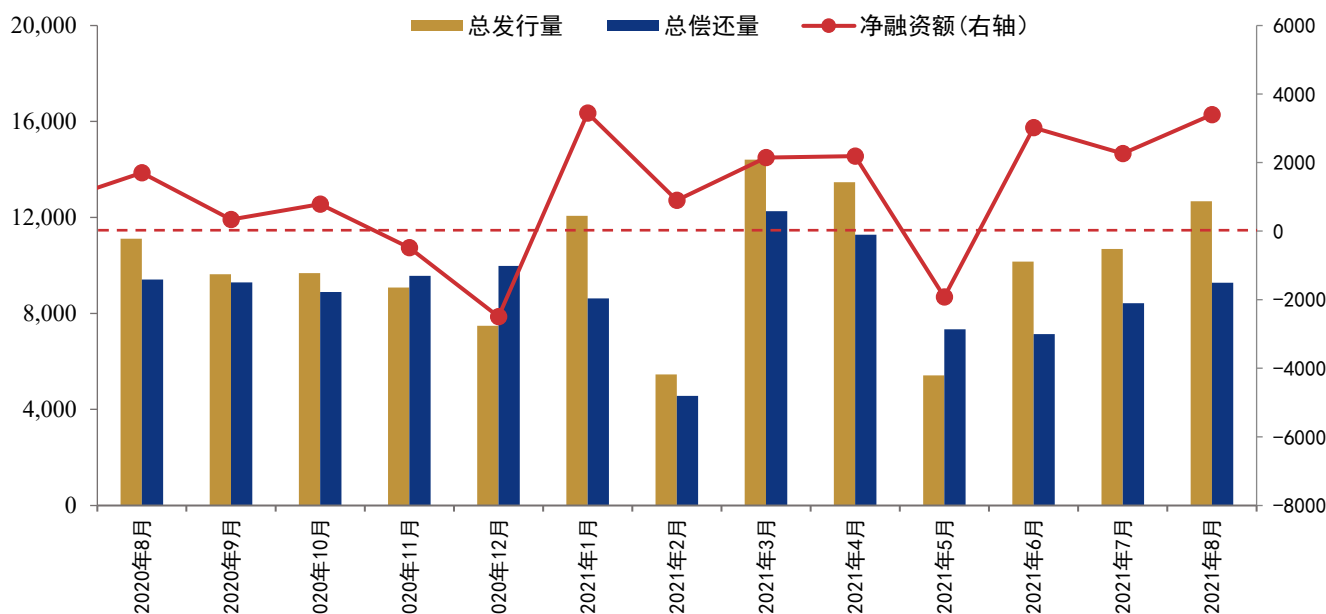


图1: 信用债的发行、到期与净融资 (数据截至2021年8月31日, 单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 建筑装饰行业净融资仍居榜首，民营企业净融资仍为负

分行业来看，2021年8月，选取的10个重点行业表现分化，净融资增加主要集中在综合、建筑装饰、交通运输和公用事业行业。其中，实现净融资最多的是建筑装饰行业，共实现净融资1537.33亿元；综合行业以804.48亿元实现净融资次多；房地产和医药生物行业净融资额为负（图2）。

从8月各行业信用债净融资增加值与上个月相比的变化值来看，除房地产、医药生物和化工行业外，其余行业净融资额增加值较上月均有所增长；增幅最大的是建筑装饰行业，增幅高达397.53亿元；交通运输、非银金融和公用事业行业净融资额增加值较上月增长均超过100亿元。房地产、医药生物和化工行业净融资增加值则发生了不同程度的降低（图3）。

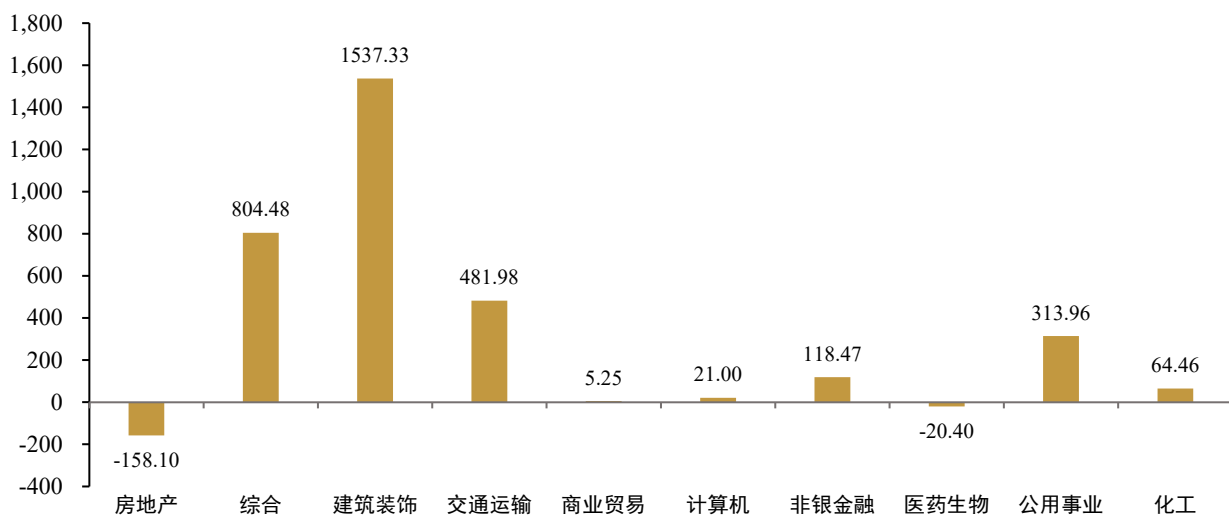


图2：2021年8月10个重点行业信用债净融资额（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

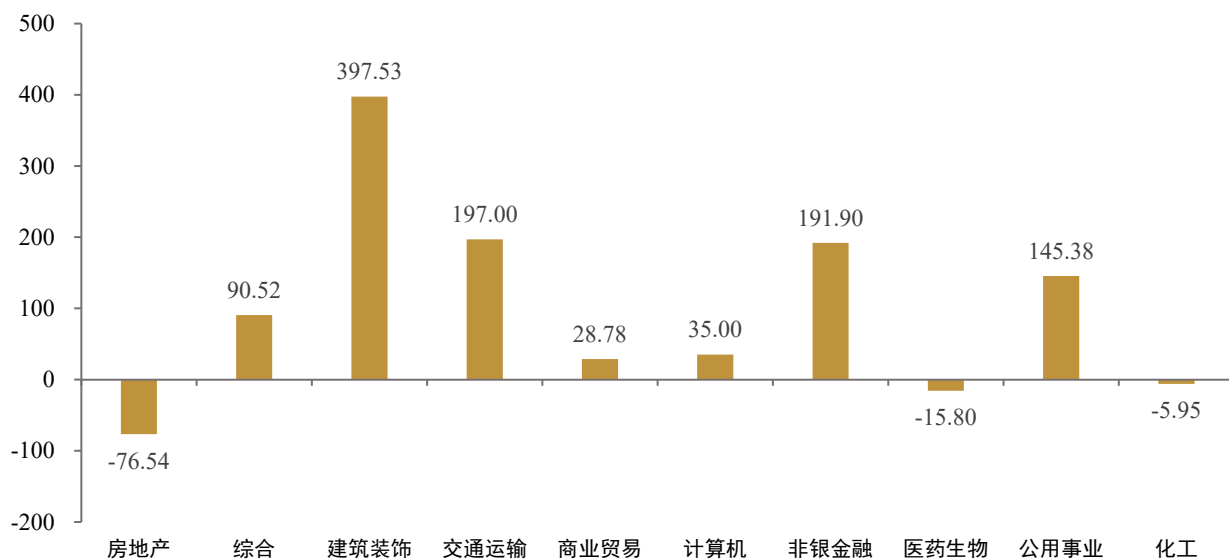


图3：2021年8月10个重点行业信用债净融资额变化（与7月比较，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从信用债发行主体级别来看，我们统计了 AAA、AA+、AA 和 AA- 主体的信用债净融资情况（表 2）。8 月，实现净融资最多的是 AAA 级主体的信用债，其净融资规模和占比（47.33%）较上月均有所增加；AA+ 级主体净融资额规模较上月有所增加，其占比保持稳定；AA 级主体信用债净融资规模较上月变化不大，但占比明显减少；AA- 级主体信用债净融资进一步减少（-32.98 亿元），或表明 AA- 级发行人债市融资环境持续恶化。

表 2：不同主体评级的发行人信用债净融资情况（单位：亿元）

日期	AAA	AA+	AA	AA-	合计
2020年8月	722.93	685.93	419.93	-39.77	1789.01
2020年9月	-927.31	551.40	869.89	-39.56	454.42
2020年10月	23.29	587.88	359.16	-68.89	901.44
2020年11月	-853.98	210.80	352.60	-44.57	-335.14
2020年12月	-2162.65	-296.00	233.73	-30.05	-2254.98
2021年1月	1204.69	1586.14	1055.07	-19.90	3826.00
2021年2月	235.84	372.32	369.34	-20.87	956.63
2021年3月	1389.39	908.72	476.32	-16.32	2758.11
2021年4月	1213.68	934.30	537.93	-49.85	2636.06
2021年5月	-1431.00	-249.19	-54.39	-40.41	-1774.99
2021年6月	868.64	1418.11	1013.23	-10.99	3288.99
2021年7月	1047.13	980.70	507.69	-18.79	2516.73
2021年8月	1661.91	1384.63	497.43	-32.98	3510.99

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

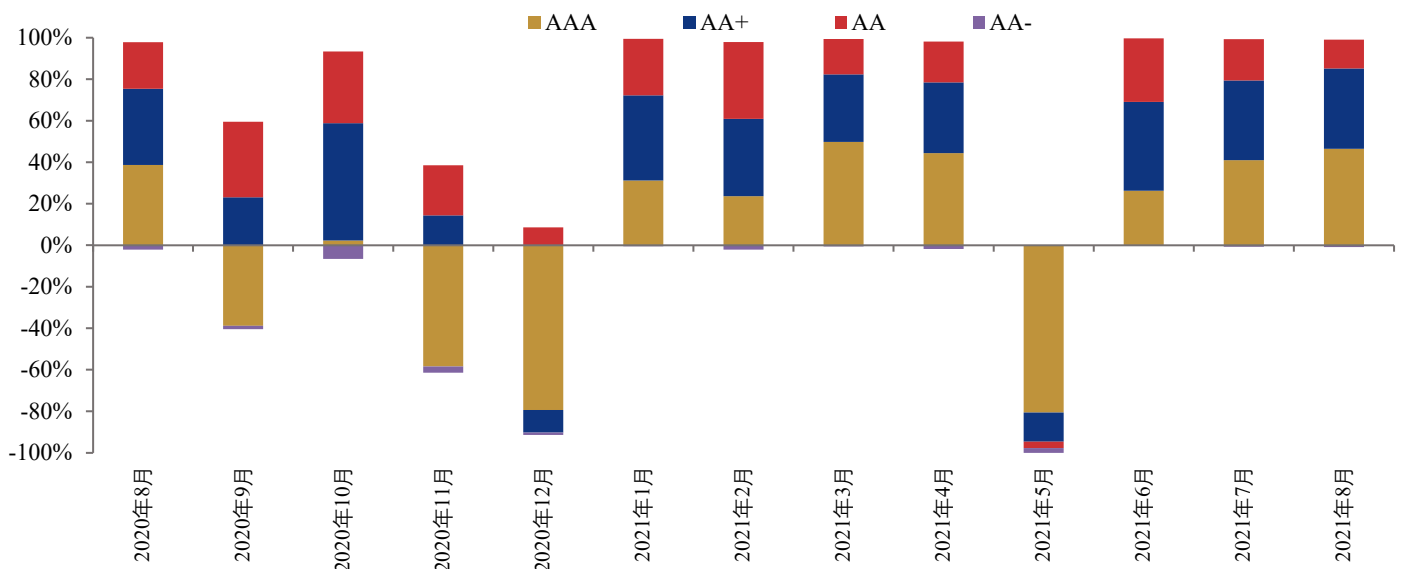


图 4：不同主体评级的发行人信用债净融资占比变化趋势

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发债企业性质来看，8 月非民营企业共实现净融资 3662.42 亿元，较上月增长不少；而民营企业净融资仍为负值，环比降幅进一步扩大，降幅由上月的 116.35 亿元扩大至 265.51 亿元，这是民营企业连续第 14 个月净融资为

负（图5）。9月6日，刘鹤副总理在2021中国国际数字经济博览会上强调，“必须大力支持民营经济发展，使其在稳增长、稳就业、调结构、促创新中发挥更大作用”。总体来看，债券市场对民营企业发展的支持力度需要加强。

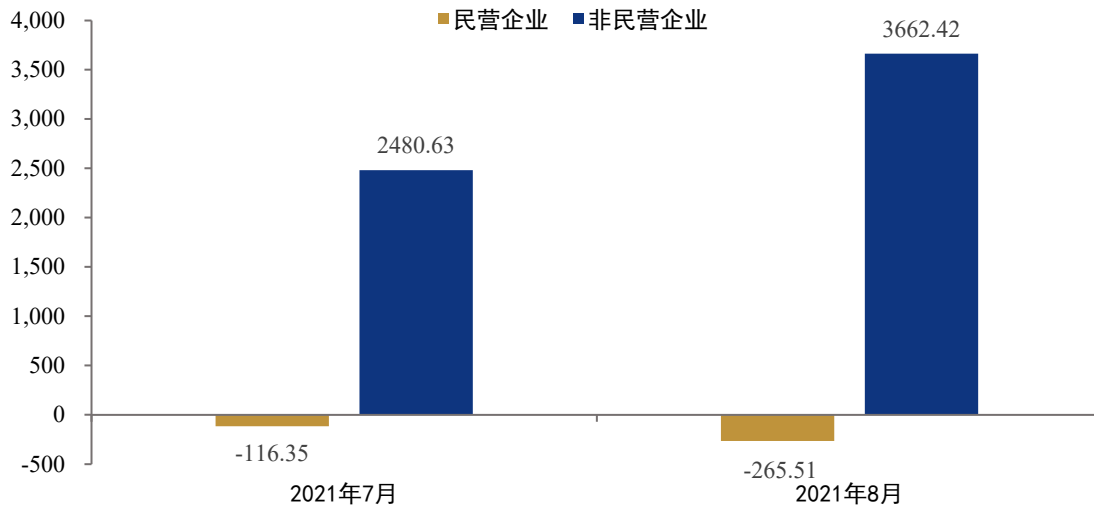


图5：近期民营与非民营企业信用债净融资额（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从城投债的角度来看（本文采用 Wind 对城投债的统计口径），8 月份，城投债发行量与上月相比增加 1211.62 亿元至 4864.85 亿元，净融资额较上月小幅增加 233.05 亿元至 1456.80 亿元（图 7）。从城投企业净融资占全部信用债净融资比重来看，8 月城投企业净融资占所有信用债净融资比重为 42.86%，较上月有所降低（前值为 51.76%）。

6-8 月，城投债共实现净融资 4947.97 亿元，而去年同期城投债共实现净融资 4416.63 亿元，今年 6-8 月城投债净融资情况略强于去年同期。在今年城投公司融资政策收紧的背景下，近三个月城投债净融资量并未受到明显负面影响。

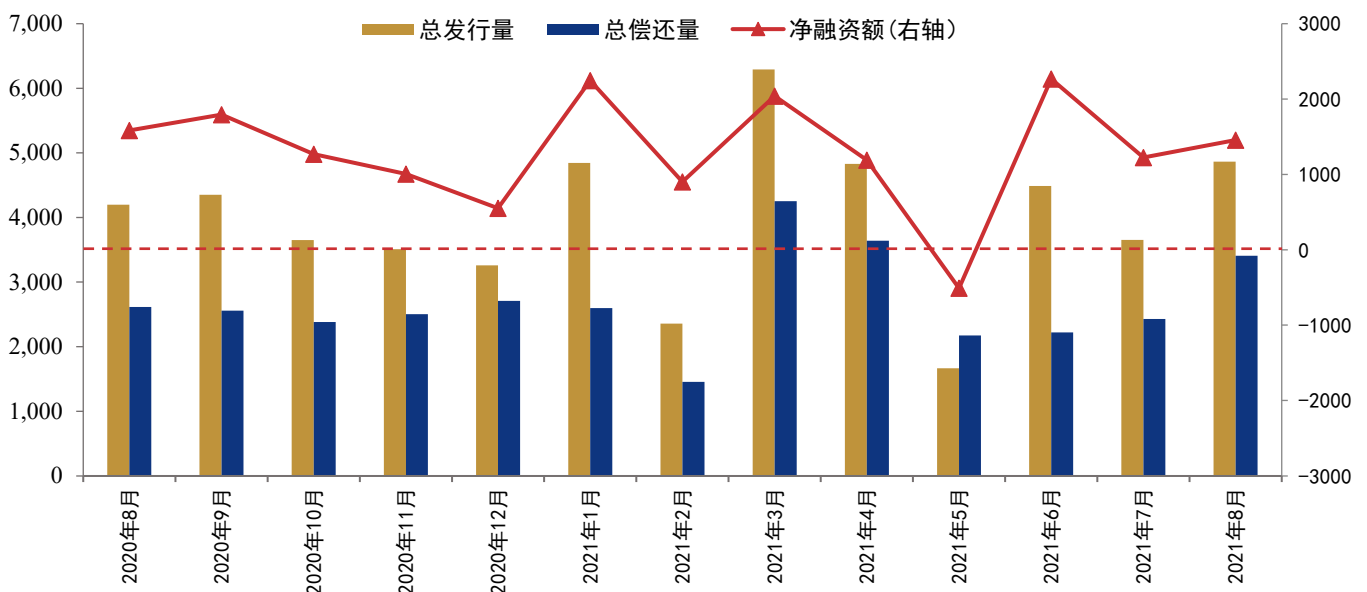
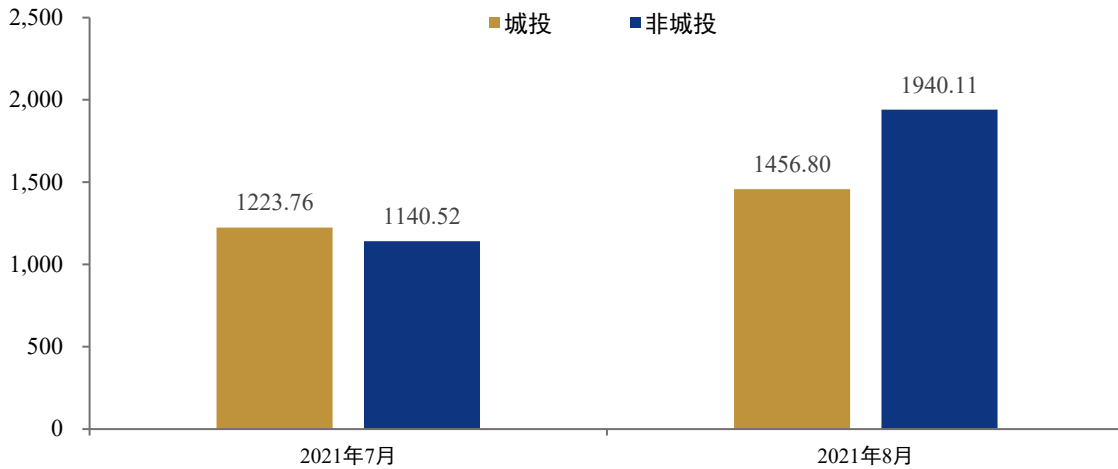


图6：2021年8月城投债发行、到期与净融资（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

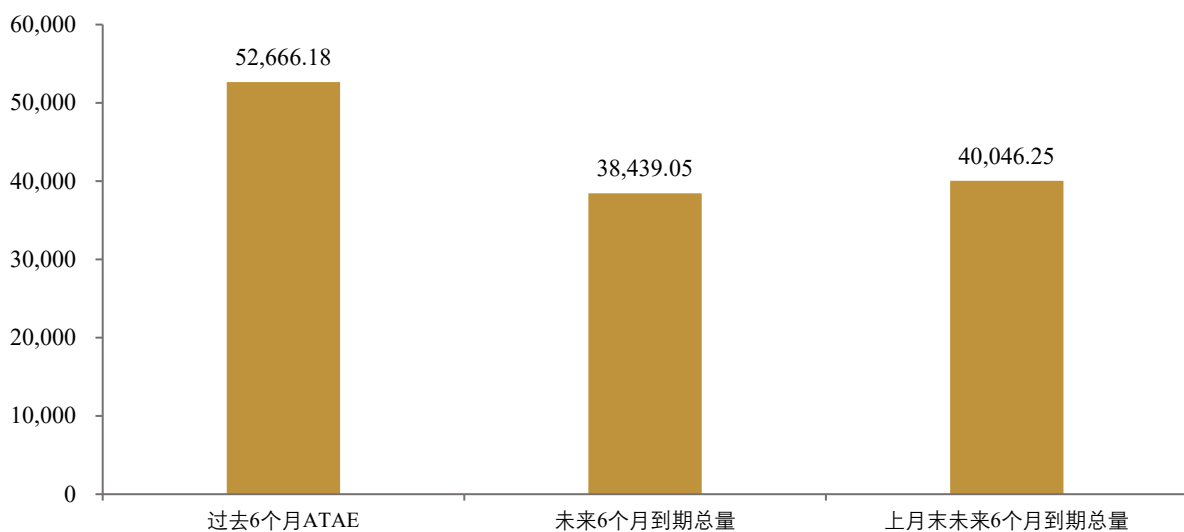

图 7：2021 年 7 月与 8 月城投与非城投信用债净融资额（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 信用债到期压力整体下行

截至 8 月末的存量信用债之中，不考虑分期还本、提前赎回等特殊情形，未来 6 个月将共有 38439.05 亿元信用债到期，过去 6 个月“经调整的到期总量”（对应英语表达为 Adjusted Total Amount that has Expired，下文简称为“ATAE”，其用“过去 12 个月月均偿还量*6”进行计算）为 52666.18 亿元，到期压力迁移系数（本文将其定义为“未来 6 个月到期总量/过去 6 个月 ATA E”）为 0.73（图 8），未来 6 个月内信用债到期压力明显低于过去 12 个月平均水平。一般来说，如果该比值显著大于 1.0，表示未来 6 个月的到期压力显著大于过去 12 个月的平均到期压力水平；该比值显著小于 1.0，表示未来 6 个月的到期压力显著小于过去 12 个月的平均到期压力水平。

从与上月末未来到期压力相比较来看，8 月末未来 6 个月信用债到期总量较 7 月末减少 1607.20 亿元，到期压力迁移系数低于 7 月末水平（0.76），或表明信用债未来到期压力环比进一步下降。


图 8：8 月份末信用债到期压力变化情况（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(1) 多数行业债券到期压力下行

在重点关注的 10 个行业（按申万行业分类）中，多数行业未来 6 个月债券到期压力低于过去 12 个月平均水平（图 9）。

从与过去 12 个月平均到期压力相比较来看，除建筑装饰、计算机和非银金融外，其余行业到期压力迁移系数均在 0.8 以下，表明其未来 6 个月的到期压力明显低于过去 12 个月平均水平；建筑装饰和非银金融行业到期压力迁移系数在 0.9 左右，未来到期压力小幅低于过去水平；计算机行业到期压力迁移系数为 1.42，未来到期压力显著高于过去水平。

从与上月末未来到期压力比较来看，8 月末交通运输、计算机、公用事业、和化工行业到期压力迁移系数较前值都出现了不同程度的上升，其中升幅在 0.05（含）以上的是化工行业，表明其未来到期压力环比明显增加；其余行业未来 6 个月到期压力环比均发生不同程度下行。

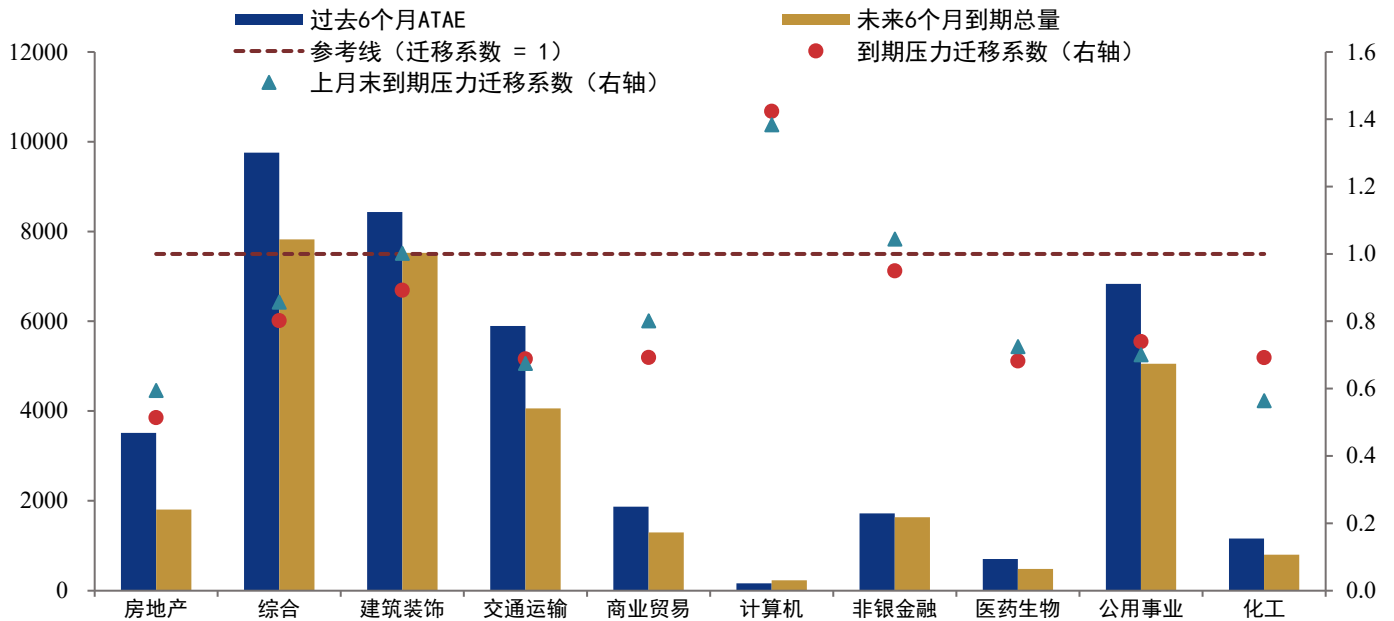


图 9：8 月末 10 个重点行业未来信用债到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(2) 民企债券到期压力环比小幅下降

从企业性质来看，未来 6 个月内到期的民营企业债券金额预计 1927.84 亿元，到期压力迁移系数为 0.54（略小于上月末的 0.58），表明未来 6 个月的到期压力显著低于过去 12 个月平均水平，同时，8 月末民营企业债券未来到期压力环比小幅下降（图 10）。非民营企业未来债券到期压力到期压力迁移系数为 0.74（上月末为 0.77），表明其未来到期压力明显低于过去 12 个月平均水平，且环比小幅下行。

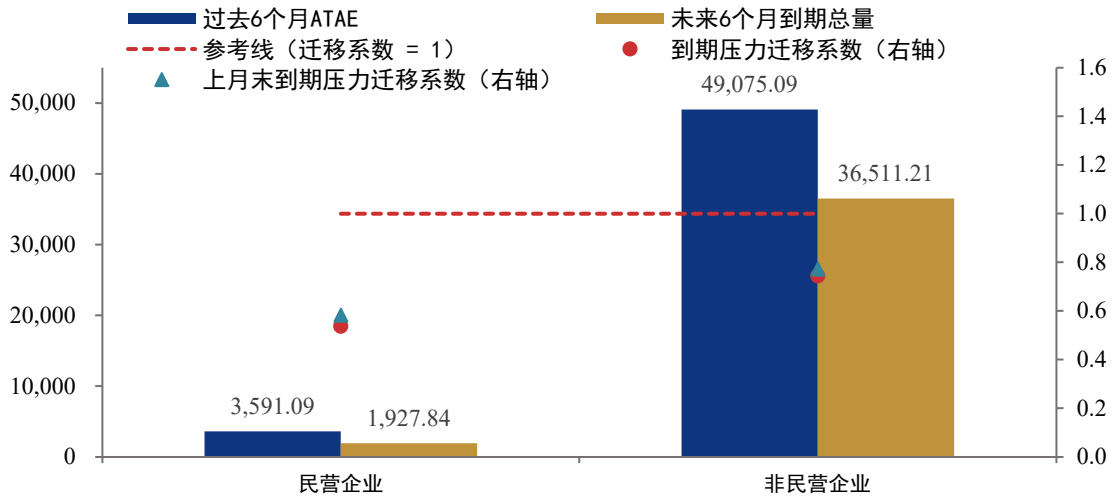


图 10: 8月末民营和非民营企业未来债券到期压力及迁移情况 (左轴单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(3) 城投债到期压力较上月持平, 非城投企业到期压力进一步下行

8月末, 未来6个月城投债到期压力小幅低于过去12个月平均水平(到期压力迁移系数为0.85), 而非城投企业所发行债券未来到期压力亦显著低于过去12个月平均水平(到期压力迁移系数为0.68)(图11)。与7月末相比, 8月末城投债到期压力迁移系数明显降低(前值为0.96), 表明城投债未来6个月到期压力环比明显减少; 而8月末非城投债到期压力迁移系数与前值相比未发生显著变化(前值为0.68), 说明未来6个月到期压力环比保持稳定。

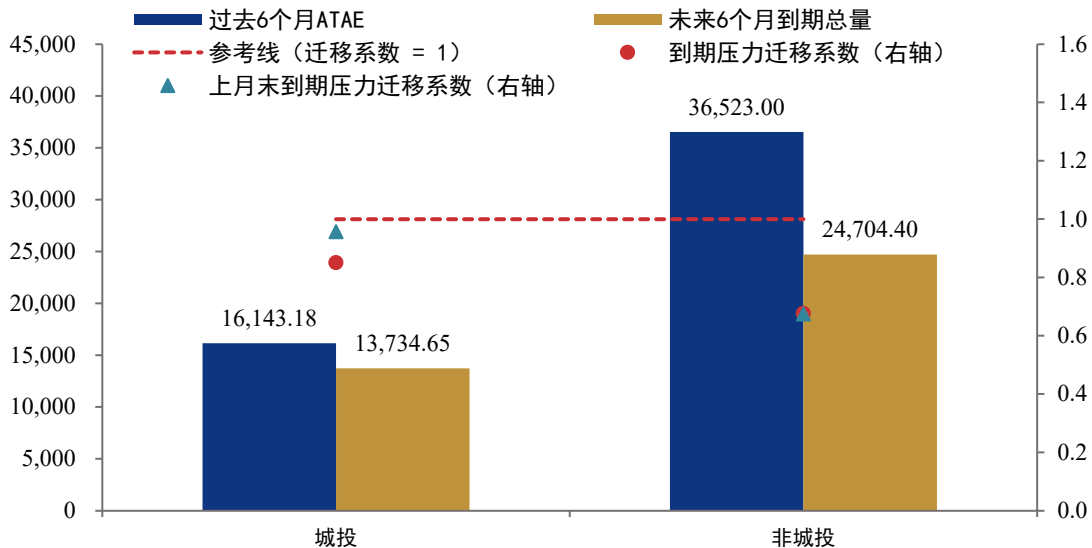


图 11: 8月末城投和非城投企业未来债券到期压力及迁移情况 (左轴单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(二) 二级市场

1. 中短期票据到期收益率回升，城投债到期收益率下行

从成交活跃度来看，8月份信用债共成交22577.86亿元，环比小幅增加266.02亿元，成交券种以中期票据、短期融资券为主，分别占47.40%和34.74%。相比上月，中期票据和短期融资券成交占比变化不大。

从到期收益率来看，8月份不同期限与评级的中短期票据收益率呈不同程度的回升态势（图12）。与7月末相比，5年期各评级中短期票据收益率均上行，上行幅度较大的是5年期AA级和AA-级中短期票据收益率，分别上行10.91BP和21.91BP；3年期各评级中短期票据收益率均上行，上行幅度最大的是3年期AA-级中短期票据收益率，下行了18.45BP。综合来看，弱资质（AA-级）中短期票据收益率上行相对较为明显，上行幅度在20BP左右。

从城投债的角度来看，8月份较高评级（AAA级和AA+级）城投债收益率变化不大，而较低评级（AA级和AA-级）城投债收益率均下行。5年期AA级和AA-级城投债收益率分别下行10.9BP和17.9BP；3年期AA-级城投债收益率下行14.44BP（图13）。

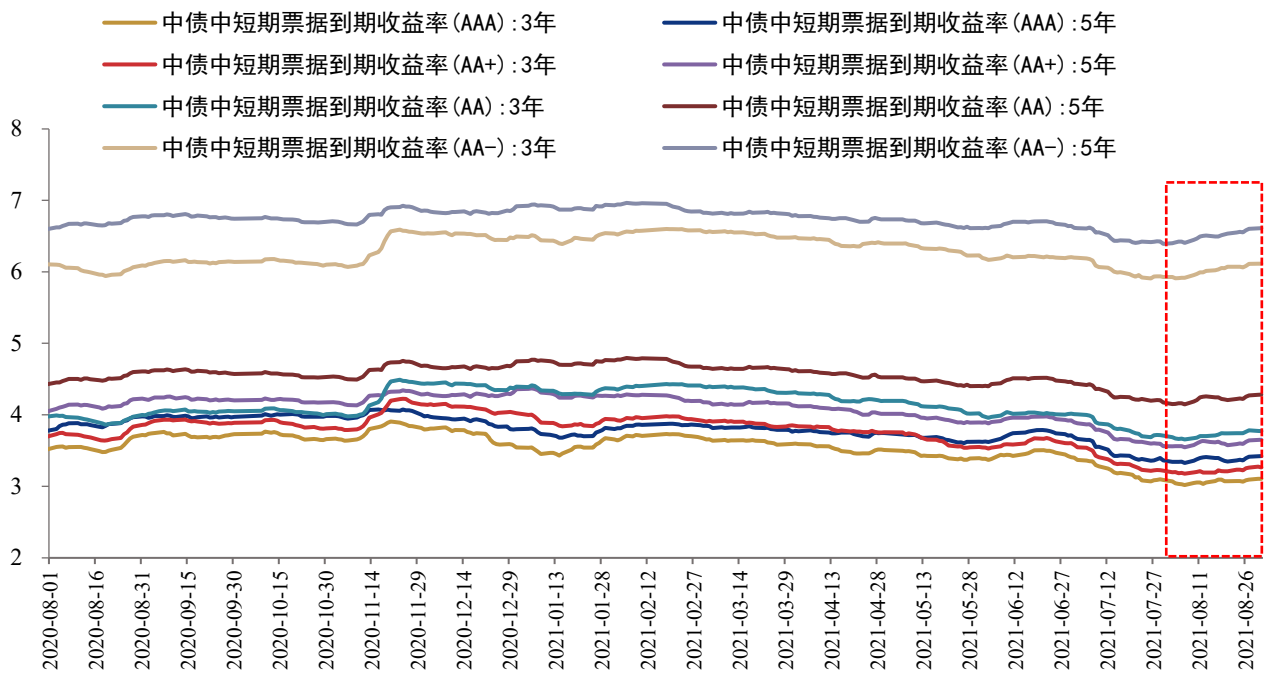


图 12：不同期限不同评级中短票收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

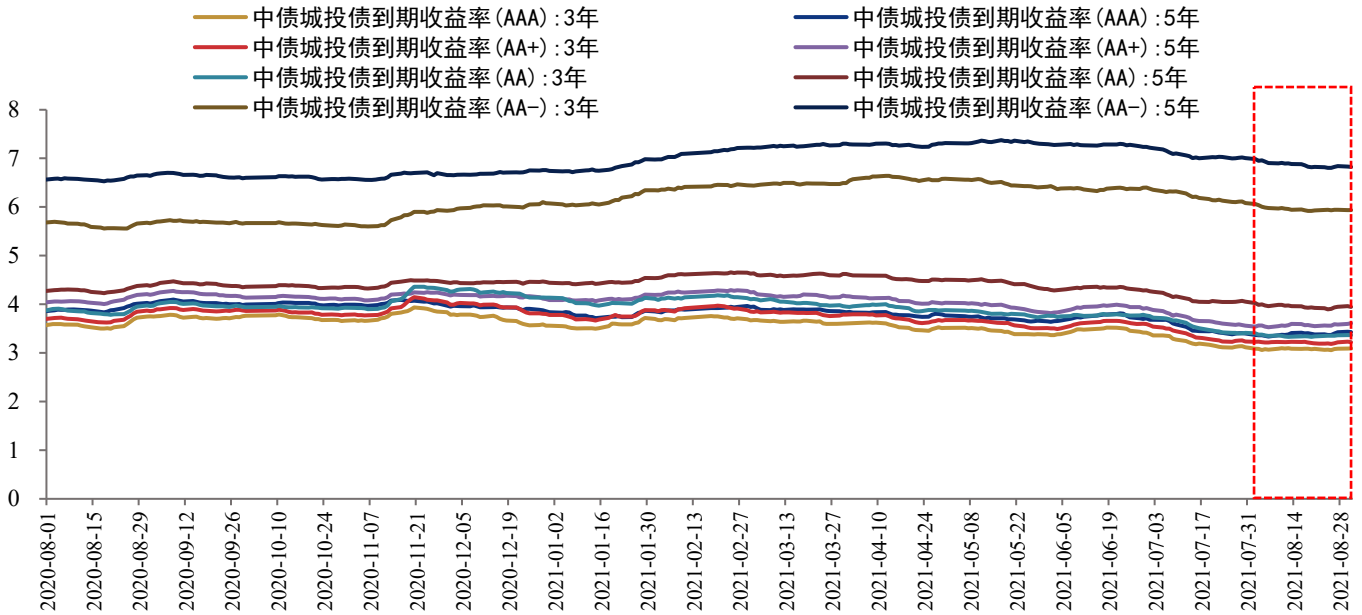


图 13：不同期限不同评级城投债收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 产业债和城投债信用利差总体收窄

(1) 产业债信用利差总体收窄

兴业研究提供的 10 个重点行业的不同信用级别的产业债信用利差显示，10 个重点行业信用利差在 8 月总体收窄（图 14）。

具体来看，8 月份 AAA 级产业债信用利差均收窄。钢铁、煤炭和化工行业信用利差收窄幅度较大，分别收窄了 25.50BP、19.63BP 和 11.88BP。

AA+级产业债中，除化工和非银金融行业外，其余行业产业债信用利差均收窄。煤炭和医药生物行业信用利差收窄显著，分别收窄了 143.43BP 和 58.62BP；房地产、交通运输和钢铁行业信用利差收窄幅度均在 20BP 左右；化工行业信用利差则走阔了 17.77BP。

AA 级产业债中，8 月份各行业产业债信用利差均收窄。房地产行业信用利差大幅收窄，幅度高达 176.59BP；建筑装饰、交通运输、化工和食品饮料行业信用利差均收窄 15BP 以上。

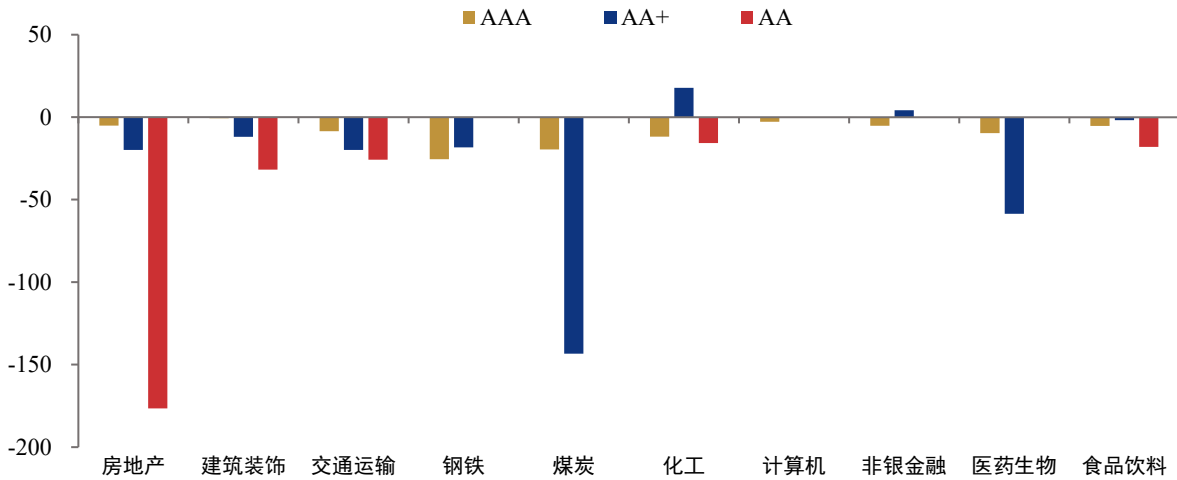


图 14: 8月末10个重点行业各评级信用利差变动 (2021年8月31日与7月30日相比较, 单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从10个重点行业2015年初以来的信用利差数据来看,8月末各行业高等级(AAA级)产业债信用利差普遍处于2015年以来历史较低水平,而中等级(AA级)产业债信用利差所处水平相对较高(图15)。

具体来看,在AAA级产业债中,8月末各行业不同级别产业债信用利差所处百分位数均低于30%,均处于历史较低水平。

在AA+级产业债中,钢铁、化工、医药生物和食品饮料行业所处百分位数均在70%以上,处于历史较高水平,其中,化工行业信用利差所处百分位数高达98%,处于历史极高水平;房地产、交通运输和煤炭行业所处百分位数均在30%以下,处于历史较低水平。

在AA级产业债中,房地产、建筑装饰和食品饮料行业信用利差处于历史较低水平(所处百分位数小于10%);交通运输和化工行业信用利差则处于历史中等水平(所处百分位数在50%左右)。

总的来说,8月份各行业不同评级产业债信用利差总体边际收窄;各行业高等级产业债信用利差处于历史低位,而部分行业中等等级(AA+)产业债信用利差所处于历史较高水平。

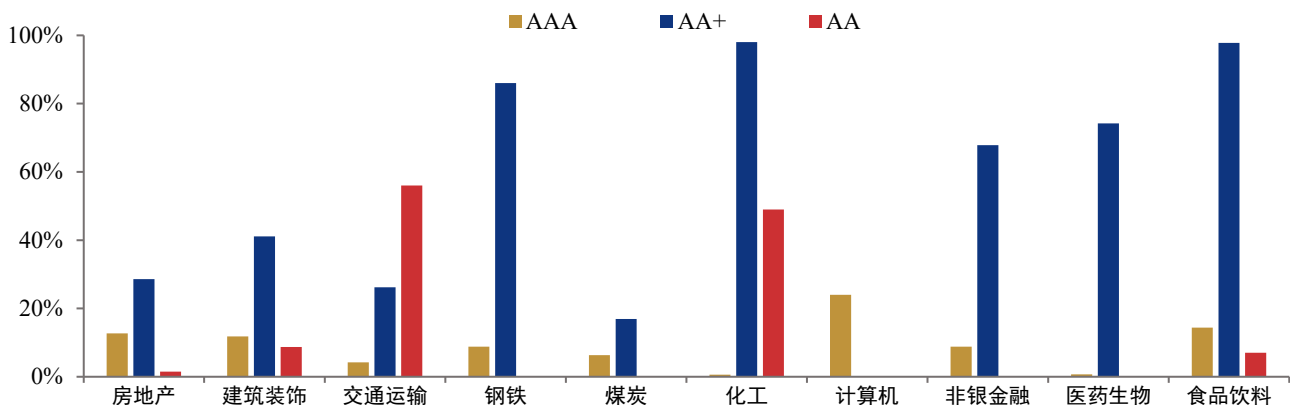


图 15: 2021年8月末10个重点行业各评级信用利差在2015年至今所处百分位数

注:以百分位数表示,分位数越大表示信用利差在近10年的历史水平中所处的位置越高。

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(2) 城投债信用利差总体收窄，弱资质城投债信用利差处于历史高位

从兴业研究提供的城投债信用利差数据来看，与7月末相比，8月末全体城投债信用利差收窄了16.86BP，各评级城投债信用利差均收窄。具体来看，收窄幅度最大的是AA级城投债信用利差，收窄幅度为45.69BP；AAA级和AA+级城投债信用利差分别收窄了6.5BP和12.89BP（图16）。

从2015年初以来的城投债信用利差数据来看，8月末各低等级（AA级）城投债信用利差仍处于历史较高水平（所处百分位数为94%），但较7月末已有所回落；AAA级和AA+级城投债信用利差所处百分位数均小于10%，处于历史低位（图17）。

总的来看，8月城投债信用利差整体收窄，弱资质城投债信用利差仍处于历史高位。

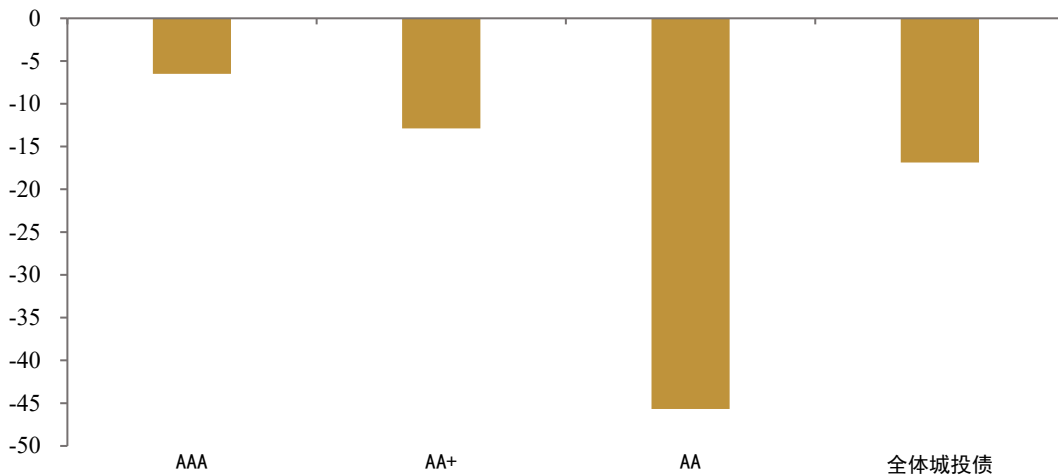


图16：2021年8月末各评级城投债信用利差变动（2021年8月31日与2021年7月30日相比较，单位：BP）
数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

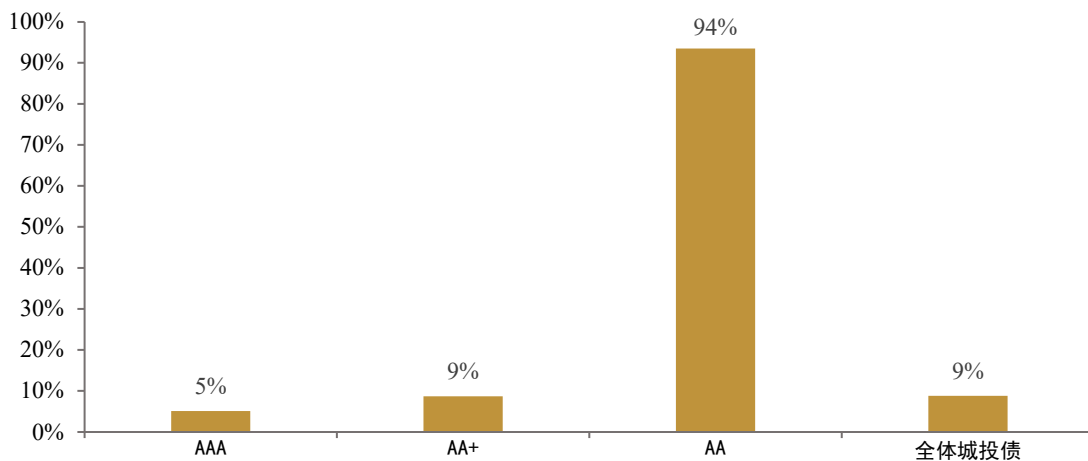


图17：2021年8月末各评级城投债信用利差在2015年以来所处百分位数（单位：%）
数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(三) 信用债市场特别关注

1. 14家主体旗下14只债券发生违约

本文中的违约是指未按时兑付本金和/或利息、未按时兑付回售款或未按时兑付回售款和利息、提前到期未兑付、触发交叉违约、担保违约和本息展期，相关统计均参考 Wind 资讯。

以 Wind 相关统计口径来看，2021年8月份，有14家主体的14只债券发生违约（本文的违约债券统计口径包括 Wind 债券分类中的企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具），未兑付本息金额约108.29亿元，违约只数同比及环比均下降，违约金额同比及环比均出现显著下降。

其中，首次违约主体有1家（表3），企业名称为泛海控股股份有限公司，属于非银金融行业。

表3：2021年8月首次违约主体相关信息

企业名称	违约时间	未按时兑付的金额	违约时主体评级	违约前3个月主体评级	所属申万一级行业	企业性质	地区
泛海控股股份有限公司	2021/8/30	7.005 亿元	BB	A	非银金融	民营企业	北京市

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 8月份9家主体评级被下调

2021年8月份，共有9家主体评级被下调，数量较上月下降（图22）。

从发债主体所属的申万一级行业来看，8月份主体评级下调的企业涉及7个行业，包括建筑装饰、非银金融、房地产和医药生物等。具体来说，建筑装饰行业评级下调企业最多，共有3家企业主体评级被下调，包括花王生态工程股份有限公司、南京浦口城乡建设集团有限公司和江苏南通三建集团股份有限公司。此外，非银金融行业有2家主体评级被下调，房地产和医药生物行业各有1家主体评级被下调。

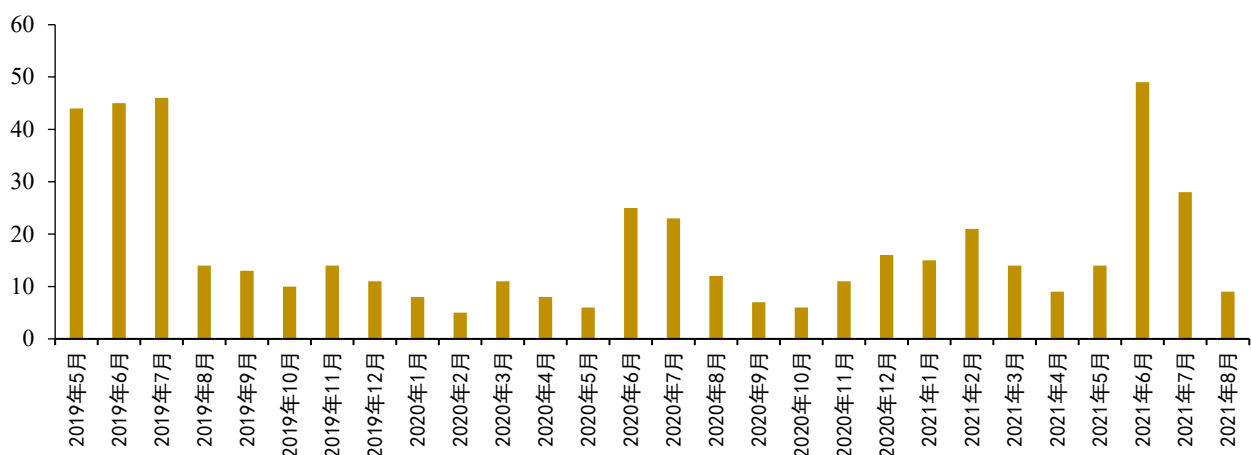


图18：2019年-2021年主体评级各月下调主体数量（单位：家）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

3.56 只债券取消或推迟发行

2021年8月，有53个发行人的56只债券当月取消或推迟发行，涉及发行金额为385.75亿元。

从所属行业来看，取消或推迟发行债券金额最大的是建筑装饰行业，共17只债券取消或推迟发行，涉及发行金额为124.40亿元，占总金额的32.25%。取消或推迟金额排名第二的为综合行业，涉及发行金额119.60亿元，其余主要涉及行业有公用事业、化工、采掘、非银金融和商业贸易，涉及金额分别为34.50亿元、22亿元、16亿元、10亿元和9亿元。

从企业性质来看，推迟或取消发行债券的企业绝大多数为地方国有企业（涉及40家企业的42只债券），涉及发行金额占比57.62%。有11家企业为中央国有企业，涉及发行金额占比37.98%。

从推迟或取消发行的债券所属主体级别来看，AAA级别的企业数量和企业涉及发行金额最多。其中，主体评级为AAA级企业的共20家（涉及发行金额占比61.85%），AA+级别的企业共15家（涉及发行金额占比19.88%），AA级别的企业共17家（涉及发行金额占比18.07%）。

从发行人所属省份来看，8月份取消或推迟发行债券的省份主要集中于北京、上海、广东和江苏（图23）。涉及发行量最多的是北京，有6家企业83亿元的债券取消或推迟发行，金额占比为21.52%。排名第二的是上海，有3家企业60亿元的债券取消或推迟发行，金额占比为15.55%。广东有5家企业59亿元的债券取消或推迟发行，金额占比为15.29%。江苏有14家企业58.05亿元的债券取消或推迟发行，金额占比为15.05%。

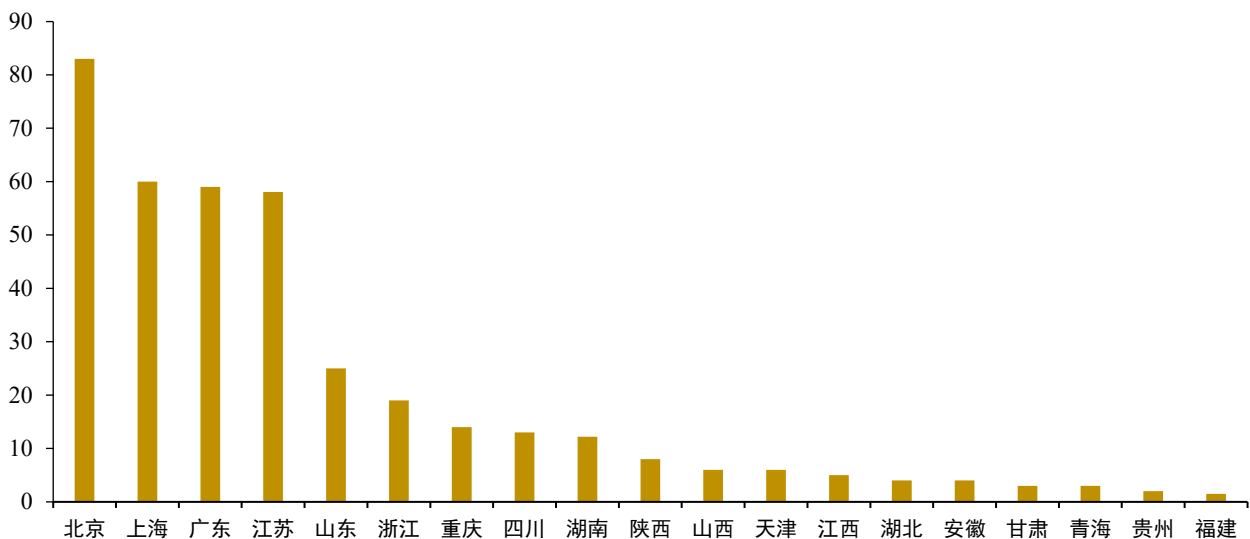


图 19：2021 年 8 月各省份取消或推迟发行债券规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、总结与展望

从信用债一级市场来看，发行方面，8月份信用债发行规模和净融资均环比增长，共实现净融资3396.91亿元。具体来看，8月份净融资主要由综合、建筑装饰、交通运输和公用事业行业贡献；AAA级主体信用债净融资最高；城投债净融资环比小幅增长至1456.80亿元，月内占有所有信用债净融资比重为42.86%。到期压力方面，未来6个月

信用债到期压力低于过去 12 个月平均水平，并呈环比下降趋势。分行业来看，计算机行业未来到期压力显著高于过去 12 个月平均水平；化工行业未来到期压力环比明显上行。分企业性质来看，民营企业债券未来到期压力显著低于过去 12 个月平均水平，环比小幅下降。城投债与非城投债比较方面，城投债未来到期压力小幅低于过去 12 个月平均水平，环比明显降低；非城投企业所发行债券到期压力显著低于过去 12 个月平均水平，但与上月末相比变化不大。

从信用债二级市场来看，8 月信用债成交活跃度较上月小幅增加，中短期票据到期收益率回升，城投债到期收益率下行。信用利差方面，各行业不同评级产业债信用利差总体边际收窄；各行业高等级产业债信用利差处于历史低位，而部分行业中等等级产业债信用利差所处于历史较高水平。城投债信用利差整体收窄，弱资质城投债信用利差仍处于历史高位。

展望未来，地方政府专项债供给压力上升和前期信用风险事件等因素对信用债一级市场发行形成的阻力仍需要时间来消化。同时，可密切关注具体行业或领域基本面、恒大集团债务危机后续进展、生产性物价未来走势以及利率债收益率走势等因素可能对信用债二级市场收益率产生的影响。

【作者简介】

陈浩川，北京化工大学材料科学与工程硕士、麦考瑞大学银行金融硕士，研究与发展部研究员；
简奖平，CIIA，对外经济贸易大学金融学院硕士、清华大学软件学院硕士，研究与发展部总经理、研究员；
李云霞，中央财经大学金融硕士，研究与发展部助理研究员（实习生）。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。