

信用债发行进入淡季，地产债融资延续修复

——2022年5月信用债发行情况回顾

分析师 于丽峰 冯琳

2022. 6. 20

主要观点：

- 年报季已过，5月信用债发行量出现季节性下降，当月非金融企业信用债共发行6788亿元，环比下降44%，但同比去年5月上升25%。当月净融资-75亿元，为2021年6月以来信用债净融资首度为负，但净融资缺口远小于2021年5月的1941亿元。5月城投债和产业债发行量环比下降幅度均较大，但好于去年同期；城投债净融资仍小幅为正，产业债净融资小幅为负。
- 5月信用债整体加权平均发行利率继续下行，AA级发行利率下行幅度最大，主要受到城投债发行热度上升影响——以申购/发行倍数来衡量一级发行热度，5月城投债发行热度大幅上行，其中AA级城投债申购/发行倍数涨幅最大。5月信用债整体加权平均发行期限小幅缩短，但民企债平均发行期限有所拉长：5月监管部门加大了民企债券融资支持力度，交易商协会和交易所均推出信用保护工具助力民企债发行，有利于稳定市场预期。即使考虑含权债可能提前到期的因素，民企债的发行期限仍然环比明显拉长。
- 5月信用债发行延续了年初以来进一步向中高评级集中的趋势，AA级发行占比进一步下行：尽管发行热度较高，部分AA级区县城投债获得了较高的认购倍数，但严禁新增地方政府隐性债务背景下，城投债融资监管并未明显放宽；产业类地方国企和广义民企信用债净融资转负，民企债发行占比下降但净融资缺口继续收窄。5月主要券种发行量均现下行，超短融、企业债和定向工具净融资转负。
- 5月多数省份城投债发行量和净融资环比下降，区域之间的分化有所收敛：江浙区域城投债发行规模减半，AA级净融资维持低位；天津、云南发行规模跻身前列，净融资缺口收窄；山东、四川等省发行量环比下降较多，净融资转负；东北、西北、西南等城投债整体净融资为负或为0的省份中，多数省份各评级城投债发行均为0，债券融资难度仍然较大。
- 5月多数行业产业债发行量和净融资环比下降，仅房地产、医药生物、机械设备、休闲服务、国防军工5个行业信用债发行规模环比增加，多数行业净融资为负。从1-5月的整体情况看，多数行业净融资情况较2021年同期改善，1-5月净融资为负的行业由2021年同期的16个减少至9个，交通运输和建筑装饰等基建相关行业今年前5个月净融资规模同比增幅较大，房地产和化工行业5月净融资规模

最大，1-5月净融资规模较去年明显改善；有色、钢铁、采掘等行业5月债券融资出现净流出但1-5月净融资也明显好于去年同期。此外，机械设备、电子等信用债融资持续净流出行业5月净融资小幅为正，但汽车和生物医药等行业净融资缺口仍然较大。

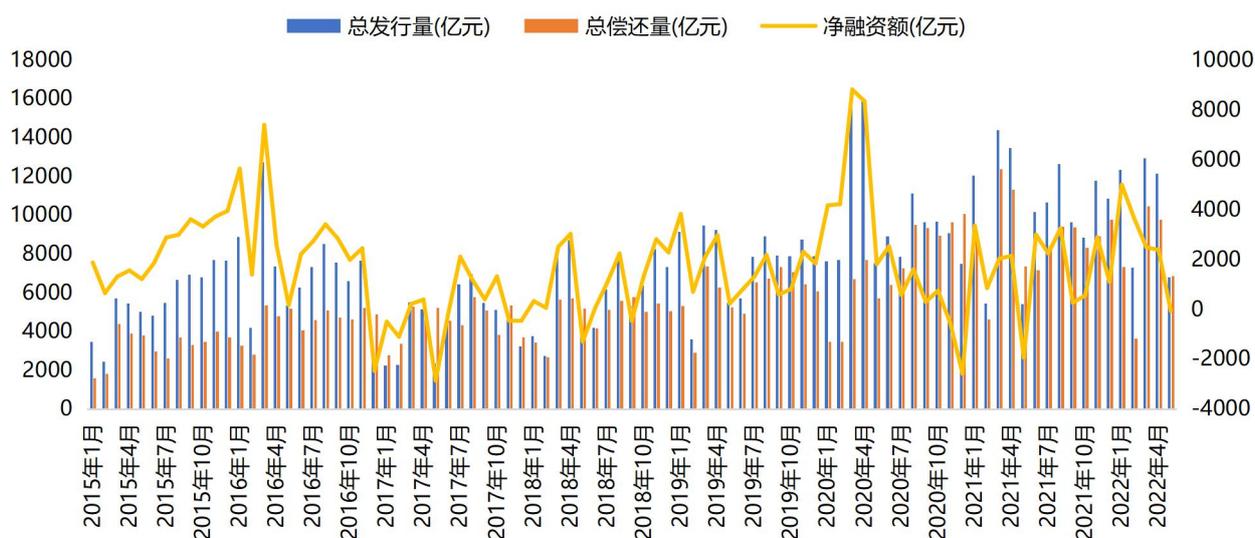
地产行业是5月少数信用债发行量和净融资均增长的行业之一。从发债企业性质看，当月地产债发行仍以央企和地方国企为主，但民企债发行破冰，随着全国主要城市疫情的缓解和地产限购限售政策的放松，6月中旬地产销售环比有所回暖，但持续性待观察；7月境内广义民企地产债再迎到期高峰，需警惕三四线项目占比高、到期债务压力大的房企风险。

报告正文：

一、5月信用债进入发行淡季，信用债发行环比下降超4成，净融资转负。从发行结构看，5月城投债和产业债发行量环比下降幅度均较大，但好于去年同期。5月信用债一级市场需求热度较高，各等级信用债平均发行利率均现下行，AA级下行幅度最大；5月信用债加权平均发行期限小幅缩短，仅民企债平均发行期限有所拉长。

2022年5月，年报披露截止时间过后，信用债发行量出现季节性下降，当月包含企业债、中票、（超）短期融资券、公司债（含私募债）和定向工具在内的非金融企业信用债共发行6788亿元，环比下降44%，但同比去年5月上升25%。当月信用债偿还量6863亿元，环比下降29.8%，净融资-75亿元，为2021年6月以来信用债净融资首度为负，但融资缺口远小于2021年5月的1941亿元。

图表1 2022年5月信用债发行量下滑，净融资转负

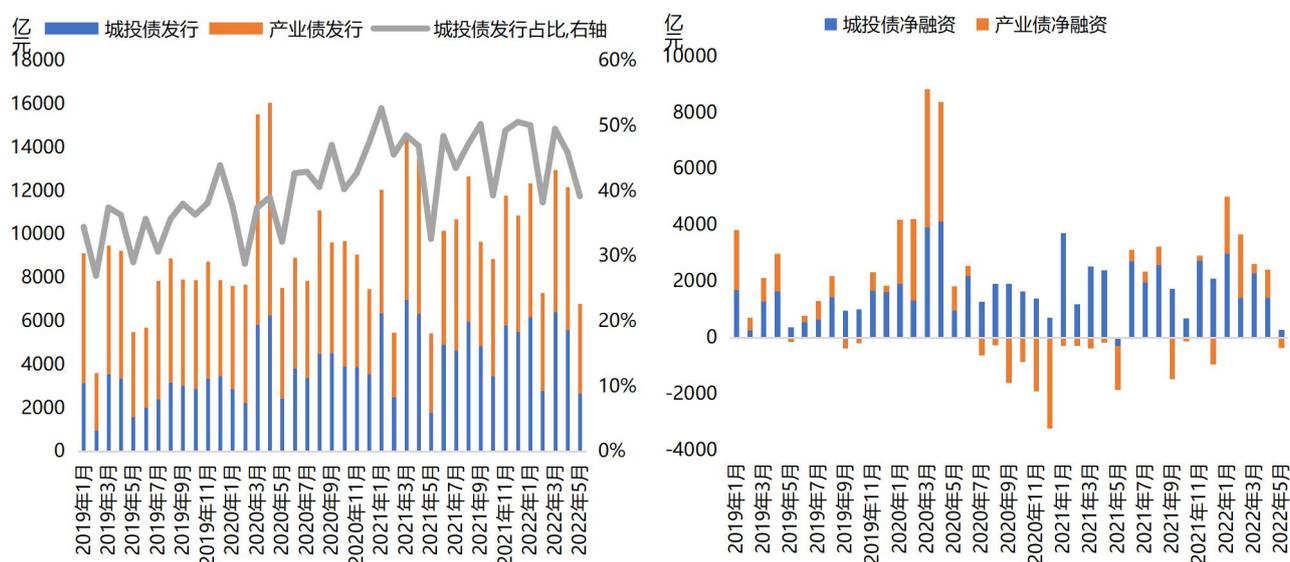


数据来源：Wind，东方金诚

注：发行数据按照发行起始日统计，非金融企业信用债统计口径包含企业债、中票、短期融资券、公司债和定向工具；统计时间2022年6月7日，下同

从发行结构看，5月城投债和产业债发行量环比下降幅度均较大，但好于去年同期；城投债净融资仍小幅为正，产业债净融资小幅为负。具体看，5月城投债共发行2657亿元，环比下降52%，但同比增长50%，净融资285亿元，环比下降79.9%，但同比增长589亿元。尽管5月城投债发行出现季节性下降，但明显好于去年同期。究其原因，近期稳增长政策密集出台，基建明显提速，地方债务风险管控政策在保持隐性债务“遏制新增、化解存量”的总体思路不变的情况下，重提“适度超前开展基础设施投资”、“保障融资平台公司合理融资需求”等要求，城投债再融资政策有所放松。5月产业债共发行4132亿元，环比下降37%，但同比增长12%；当月净融资-360亿元，环比下降1360亿元，但同比少降1198亿元。

图表2 2022年5月产业债净融资转负，城投债净融资小幅为正



数据来源：Wind，东方金诚

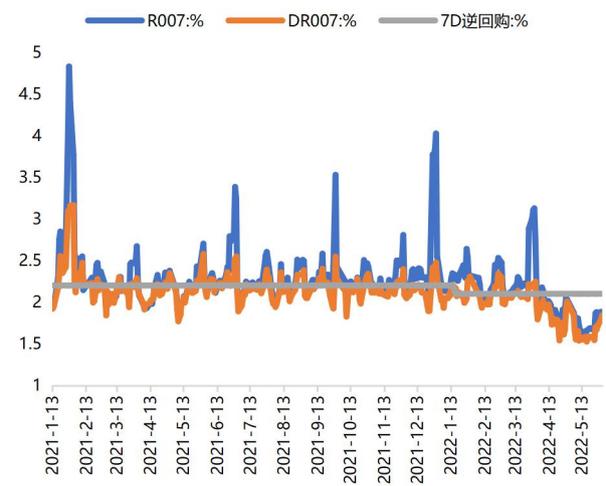
2022年5月信用债发行利率整体下行，但AA级发行利率走高。当月资金面较为宽松，资金利率继续低于政策利率运行，同时利率债收益率全线下行，收益率曲线陡峭化。5月末1年、3年、5年期国开债到期收益率较4月末分别下行18.8bps、6.9bps和5.5bps。5月信用债整体以及主体级别AAA级、AA+级和AA级信用债按发行规模加权平均的发行利率分别为3.14%、2.77%、3.75%和4.60%，较4月分别下行20.9bps、11.3bps、5.5bps和44.8bps。当月AA级信用债发行利率大幅下行，主要受到城投债发行热度上升影响——以申购/发行倍数来衡量一级发行热度，5月城投债发行热度大幅上行，其中AA级城投债申购/发行倍数涨幅最大（图6），推动发行利率大幅走低。

图表3 2022年5月国开债收益率曲线陡峭化下行

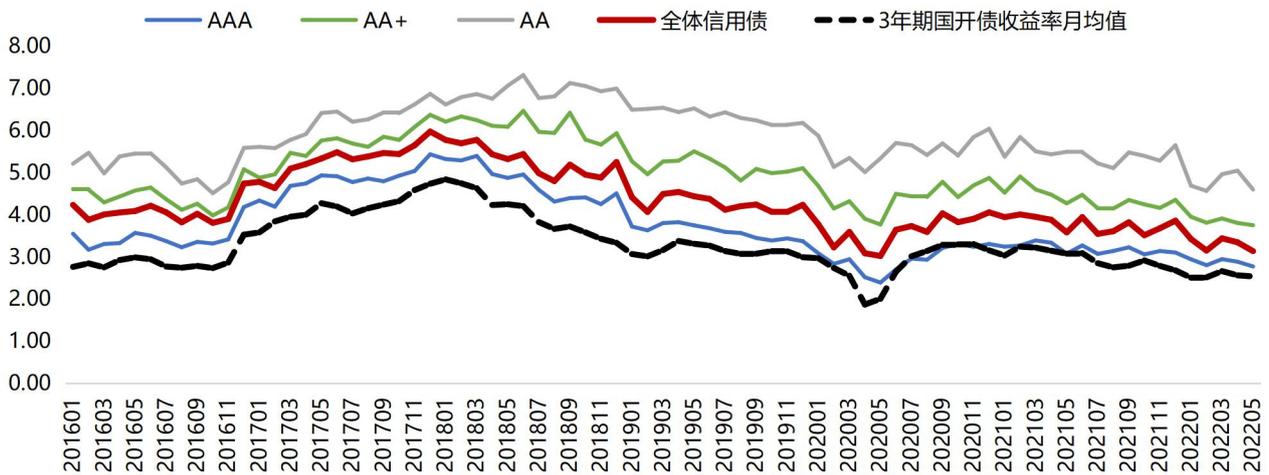


数据来源: Wind, 东方金诚

图表4 5月资金利率继续低于政策利率运行

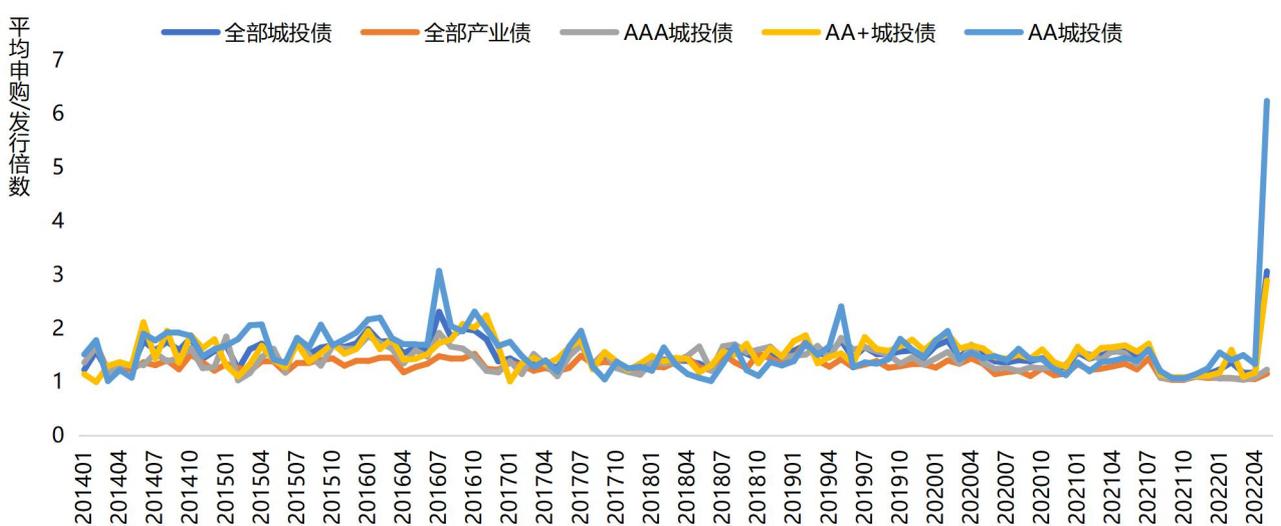


图表5 2022年5月信用债加权平均发行利率总体下行, AA级发行利率下行幅度最大



数据来源: Wind, 东方金诚

图表6 2022年5月信用债认购热度大幅升高

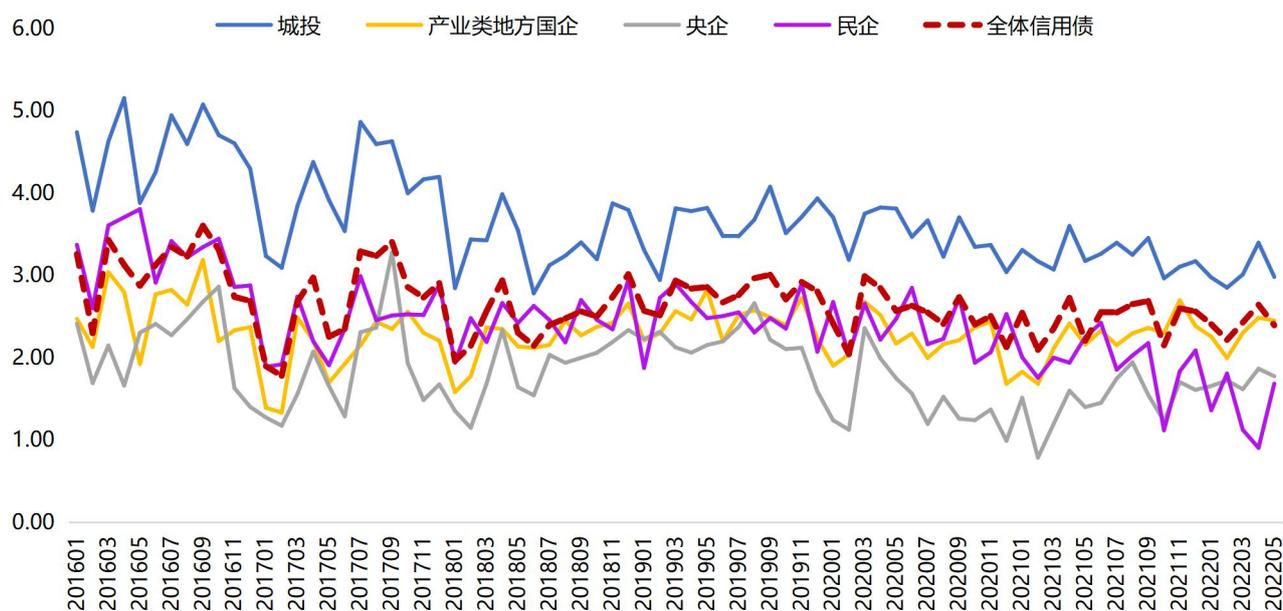


数据来源: Wind, 东方金诚

2022年5月信用债加权平均发行期限为2.39年，环比缩短0.25年。分企业性质看，城投、产业类地方国企、央企债加权平均发行期限环比分别缩短0.41年、0.03年和0.09年至2.98年、2.45年和1.77年，其中城投债加权平均发行期限降幅较大，或与短久期、低评级城投债发行量增加有关：1年期及以下城投债发行占全体城投债的比重从4月的26%上升到5月的33%，其中AA级占比从4月的3%上升到5月的5%。

5月民企债券加权平均发行期限较4月拉长0.78年至1.68年。5月监管部门加大了民企债券融资支持力度，交易商协会和交易所均推出信用保护工具助力民企债发行，推动民企债券发行期限拉长；此外，5月民企债中含回售权债券发行占比提高（10/34，高于4月的7/67）也推动了发行期限拉长，但即使假设全部到期行权，5月民企债的平均发行期限仍达到1.32年，较4月明显拉长。

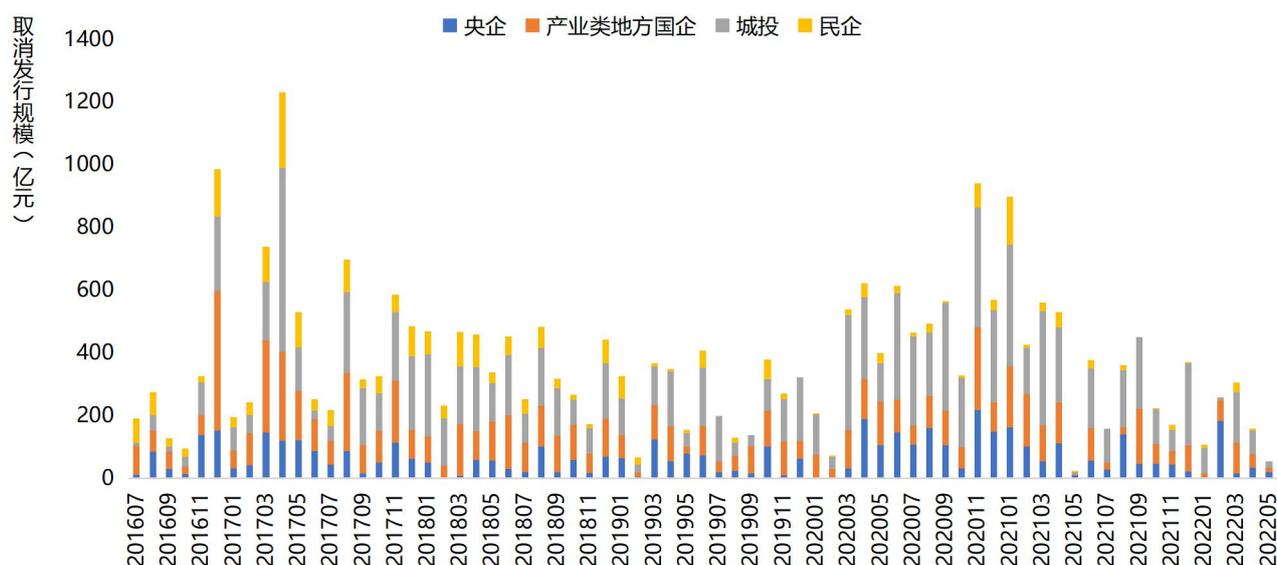
图表7 2022年5月信用债加权发行期限小幅缩短，但民企债发行期限有所拉长（年）



数据来源：Wind，东方金诚

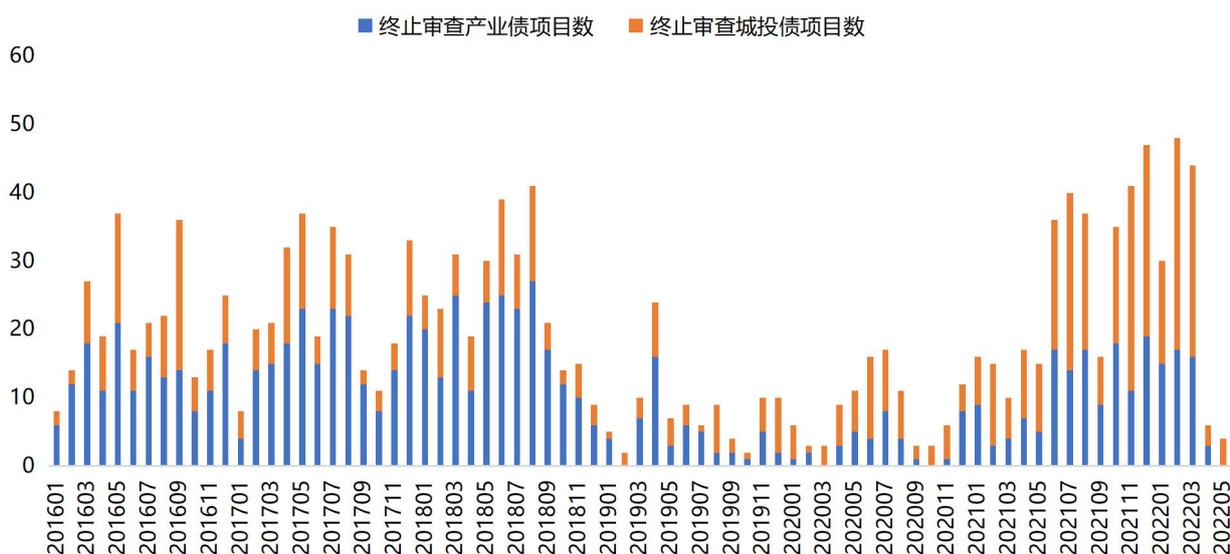
5月信用债取消或推迟发行规模环比下降超2/3，交易所终止审查公司债项目数大幅减少。5月信用债共取消或推迟发行55亿元，环比下降105亿元。一方面，资产荒背景下市场需求旺盛，因申购资金不足取消发行的情况明显减少；另一方面，4月以来信用债发行利率明显下行，因利率不合意导致的取消发行也有减少。分企业性质看，5月城投债取消发行数量环比降幅最大，从4月的74只下降至5月的20只；5月民企债无取消发行，从另一个角度反映其融资环境边际改善；当月央企债和地方国企债取消发行数据亦明显下降。

图表 8 2022 年 5 月信用债取消发行规模延续下行



数据来源：Wind，东方金诚

图表 9 2022 年 5 月交易所终止审核项目数量保持低位



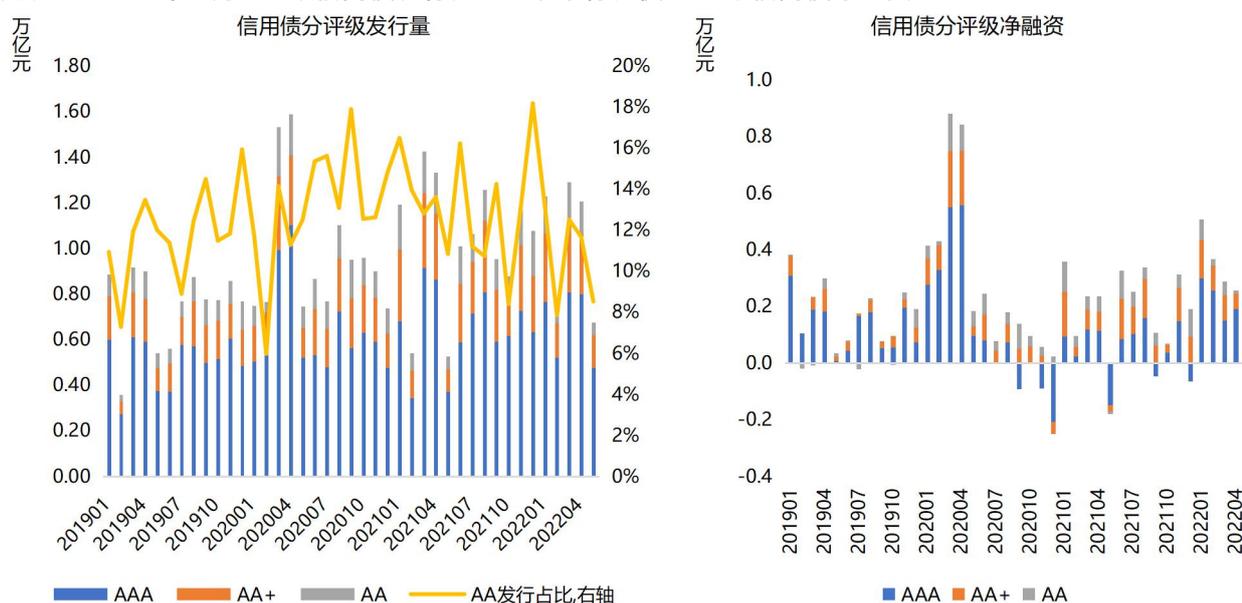
数据来源：Wind，东方金诚

二、2022 年 5 月信用债发行结构性特征明显：信用债发行仍向中高等级集中，AA 级发行占比进一步下行；产业类地方国企和广义民企信用债净融资转负，民企债发行占比下降但净融资缺口继续收窄。5 月主要券种发行量均现下行，超短融、企业债和定向工具净融资转负。

从主体评级结构看，5 月各评级信用债发行量环比降幅均较大，但好于去年同期，净融资方面仅 AA+级净融资为正。5 月 AAA、AA+和 AA 级信用债发行量分别为 4759 亿元、

1433 亿元和 577 亿元，环比分别下降 41%、46%和 59%，AA 级发行占比从 4 月的 12%下降至 9%。但各评级发行情况均好于去年同期，同比涨幅分别为 28%、46%和 1%。净融资方面，5 月 AAA 级、AA+级及 AA 级信用债净融资额分别为-106 亿元、302 亿元和-186 亿元。信用债发行和净融资延续了向高评级集中的趋势，尽管 5 月城投债需求热度较高，部分低评级区县级城投债获得了较高的认购倍数，但 AA 级城投债发行规模占全体城投债发行规模的比例较 4 月进一步下行至 20%，净融资转负。在严禁新增地方政府隐性债务背景下，预计低评级城投平台发行占比将保持低位。

图表 10 2022 年 5 月 AA 级信用债发行占比延续下行，仅 AA+级信用债净融资为正

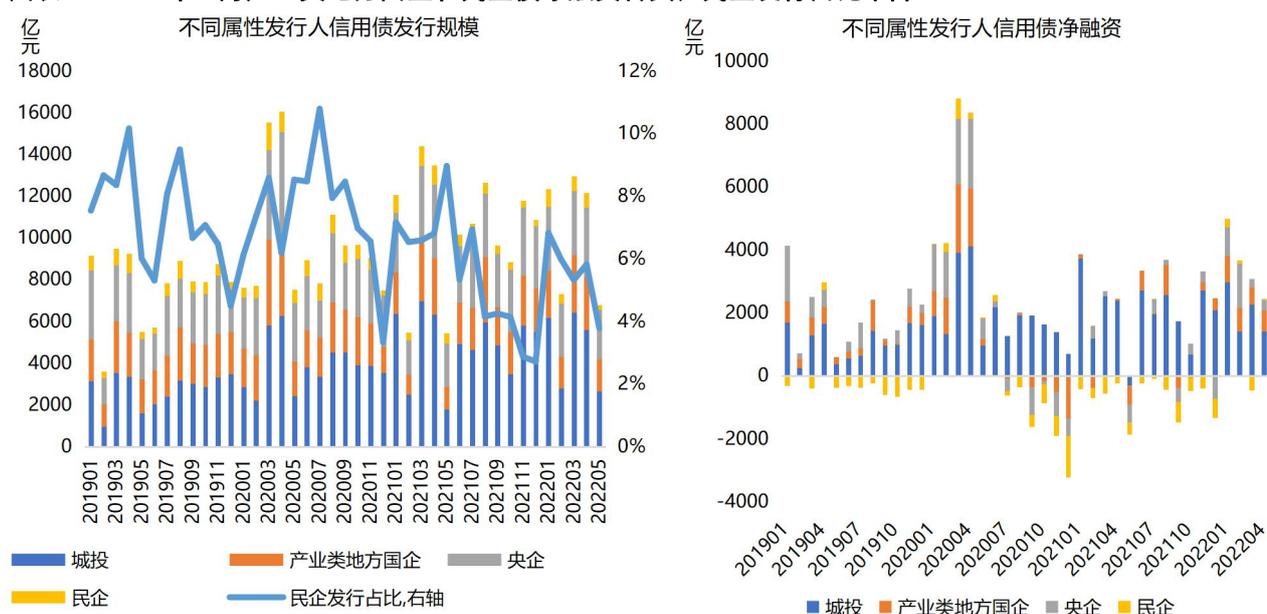


数据来源：Wind，东方金诚

5 月各类型发行人信用债发行量环比均下降，城投平台、央企、地方产业类国企和广义民企¹信用债发行量分别为 2657 亿元、1509 亿元、2366 亿元和 257 亿元，环比分别下降 2921 亿元、1050 亿元、946 亿元和 450 亿元，广义民企债发行占比较 4 月下降 2 个百分点至 3.8%。净融资方面，5 月城投平台和央企信用债净融资分别为 285 亿元和 122 亿元，环比分别下降 80%和 61%；地方产业类国企和广义民企信用债净融资转负，分别为-310 亿元和-172 亿元。不过，尽管环比大幅下降，但 5 月各类型发行人发行和净融资情况好于去年同期——2021 年 5 月各类型发行人信用债净融资全部为负。

¹ 广义民企包含企业性质为民营企业、集体企业、外商独资企业、中外合资企业、公众企业及其他企业，分类标准来源于 wind 数据库。

图表 11 2022 年 5 月产业类地方国企和民企债净融资转负，民企发行占比下降



数据来源：Wind，东方金诚

从不同性质发行人分主体评级的融资情况看，5 月央企、产业类地方国企和民企债发行以 AAA 级为主，三类主体 AAA 级信用债发行量占比分别达到 97%、86%和 84%；城投债 AAA 级发行占比相对较低，仅为 36%，AA+级和 AA 级分别占到 44%和 20%。城投债贡献了大部分的 AA+级和 AA 级信用债发行量：5 月城投债在 AA+和 AA 级信用债发行量中的占比分别达到 80%和 93%。净融资方面看，AAA 级产业类地方国企、各评级民营企业 and AA 级各类型企业 5 月净融资为负，5 月信用债发行回落主要为季节性原因，预计 6 月相关主体净融资将有所修复。

图表 12 2022 年 5 月，除城投企业外，其他性质企业 AA+及 AA 级发行量较少，净融资为负（单位：亿元）

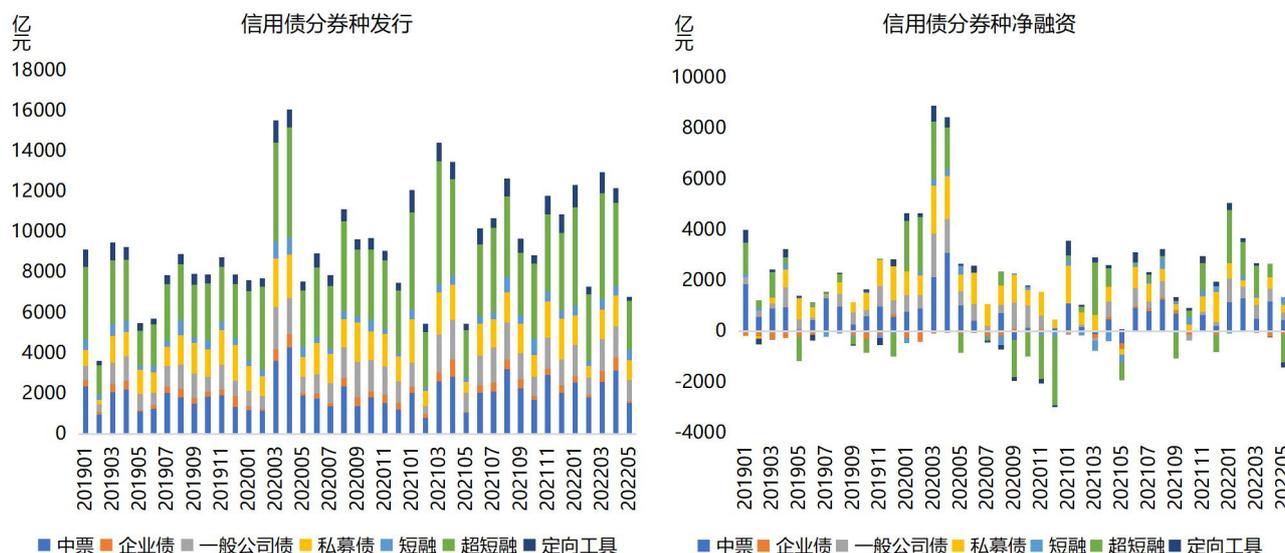
	AAA 级发行	AA+级发行	AA 级发行	AAA 级净融资	AA+级净融资	AA 级净融资
中央国有企业	2296	70	0	118	22	-18
地方产业类国企	1296	182	31	-257	9	-59
城投企业	952	1150	536	45	346	-95
广义民营企业	215	31	11	-12	-76	-14
总计	4759	1433	577	-106	302	-186

数据来源：Wind，东方金诚

5 月主要券种发行量均现下行，超短融、企业债和定向工具净融资为负。5 月发行规模最大的券种为超短融（2427 亿元）、中票（1529 亿元）和一般公司债（1054 亿元），发行量环比分别减少 1676 亿元、1621 亿元和 506 亿元。5 月私募债、定向工具、企业债和短融分别发行 994 亿元、208 亿元、84 亿元和 501 亿元，环比分别减少 511 亿元、516 亿元、552 亿元和增长 14 亿元。净融资方面，5 月超短融、企业债和定向工具净融

资为负，其余券种净融资为正。其中净融资规模最大的为中票、私募债和一般公司债，5月净融资规模分别为441亿元、307亿元和307亿元。

图表 13 2022 年 5 月主要券种发行规模均现下行



数据来源：Wind，东方金诚

从不同券种分主体评级信用债融资情况来看，5月AAA级超短融发行规模最大，其次为中票、一般公司债和短融，其中中票、一般公司债和短融是AAA级信用债净融资为正的三大券种；超短融、私募债、定向工具和企业债AAA级净融资为负。5月AA+级信用债发行中，公募品种和私募品种贡献比较均衡，但净融资以私募债和中票为主，一般公司债、短融和定向工具亦有贡献。5月AA级信用债发行中，公募券种占比43%，主要由中票和短融贡献，净融资为正的券种主要为私募债、中票和短融。

图表 14 2022 年 5 月 AA 级净融资主要依赖私募债

	AAA 级发行	AA+级发行	AA 级发行	AAA 级净融资	AA+级净融资	AA 级净融资
中期票据	1162	276	92	347	99	23
企业债	53	7	18	-21	-26	-47
一般公司债	933	95	17	340	16	-8
短期融资券	382	65	54	249	19	16
超短期融资债券	2075	285	68	-795	-212	-91
定向工具	20	143	41	-140	56	-116
私募债	135	563	287	-85	351	37
私募品种占比	3%	49%	57%	-	135%	-

数据来源：Wind，东方金诚

三、2022 年 5 月多数省份城投债发行量和净融资环比下降，区域之间的分化有所收敛：江浙区域城投债发行规模减半，AA 级净融资维持低位；天津、云南发行规模跻身前列，净融资缺口收窄；山东、四川等省发行量环比下降较多，净融资转负；

5月多数行业产业债发行量和净融资环比下降，仅地产债和国防军工行业信用债发行量和净融资均环比增加，民企地产债发行破冰，净融资缺口小幅收窄。

分省份融资情况看，5月为信用债发行淡季，城投债融资环境边际向宽，一级市场需求热度较高，城投债发行出现一些新的区域特征：首先，从发行量看，大多数省份5月发行规模较4月下降较多，仅云南、北京、贵州城投债发行量环比增加；其中发行规模最大的省份仍为江浙两省，但发行规模环比减半，天津、云南单月发行规模跻身第3名、第6名，山东、四川等省份发行量环比降幅较大，有8个省份城投债发行量为0。其次，净融资方面，5月多数省份城投债净融资为正，但规模环比下降，仅7个省份城投债净融资环比增加，另有8个省份城投债净融资为负、8个省份城投债净融资为0；5月云南、贵州两省城投债净融资为正，年初以来的融资缺口出现缩窄；天津市城投债5月发行规模较大，但净融资仍然为负。最后，分评级看，AAA级、AA+级和AA级净融资为正的省份数量分别为9个、15个和7个，云南省AAA级净融资规模最大，重庆和贵州AA+级净融资规模最大，而AA级净融资规模最大的省份为河南。5月浙江省AA级平台净融资转负，江苏省AA级平台净融资仅为个位数，江浙两省弱资质平台净融资仍在压降；东北、西北、西南等城投债整体净融资为负或为0的省份中，多数省份各评级城投债发行均为0，债券融资难度较大；天津市AAA级平台净融资仍为负，但融资缺口收窄。

图表 15 分省份城投债融资情况（按照当月发行规模排序）

	城投债发行规模 (亿元)					城投债净融资 (亿元)				
	2022.5	2022.4	环比	2022.1-5	2021.1-5	2022.5	2022.4	环比	2022.1-5	2021.1-5
江苏	595	1051	-457	5441	6345	5	-79	84	1220	2591
浙江	238	586	-348	2363	3304	28	261	-233	1304	2400
天津	182	185	-3	944	555	-8	-71	64	-78	-661
河南	171	252	-81	870	269	57	142	-85	469	-43
广东	142	367	-225	1550	1682	6	163	-158	700	812
云南	139	61	79	317	223	67	-55	122	-126	-204
湖北	127	243	-115	818	779	40	97	-57	338	333
山东	116	564	-448	1608	1570	-23	218	-241	739	977
江西	106	162	-57	742	1080	33	19	14	251	619
上海	103	208	-105	839	685	79	65	14	440	376
重庆	102	231	-129	964	890	16	55	-39	394	266
湖南	98	224	-126	896	1091	9	85	-77	255	436
安徽	98	166	-68	966	941	3	27	-24	352	277
四川	79	407	-328	1110	1172	-9	238	-247	582	631

福建	67	258	-191	1070	1171	-2	86	-88	536	485
北京	62	42	20	401	362	-6	-64	58	53	6
贵州	58	27	31	63	196	49	44	-66	34	
河北	56	101	-45	296	158	6	76	-71	140	23
陕西	37	110	-73	370	316	12	74	-62	185	121
新疆	21	102	-81	284	247	-18	74	-92	156	25
山西	20	51	-31	160	170	-6	9	-15	82	51
广西	16	94	-79	369	375	-27	59	-86	84	116
黑龙江	6	7	-1	9	12	5	0	5	-14	-14
西藏	0	6	0	51	70	0	-4	0	31	55
海南	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
宁夏	0	0	0	19	19	0	0	0	9	-11
内蒙古	0	0	0	0	12	0	0	0	0	2
辽宁	0	0	0	17	44	0	0	0	-12	-131
青海	0	0	0	5	13	0	0	0	-14	8
吉林	0	61	0	113	74	0	-7	0	-41	6
甘肃	0	0	0	26	51	0	0	0	-54	16

数据来源：Wind，东方金诚

图表 16 分省份分评级城投债融资情况（按当月净融资规模排序，单位：亿元）

	AAA		AA+		AA		全部	
	发行	净融资	发行	净融资	发行	净融资	发行	净融资
上海	88	64	15	15	0	0	103	79
云南省	107	75	32	1	0	-9	139	67
河南省	60	14	51	31	60	12	171	57
贵州省	0	0	58	57	0	-8	58	49
湖北省	40	15	61	49	26	-23	127	42
江西省	5	-10	68	43	32	3	106	35
浙江省	22	-11	175	46	41	-8	238	28
重庆	0	-22	79	62	23	-21	102	19
湖南省	0	0	60	4	39	9	98	13
陕西省	21	6	0	0	16	6	37	12
广东省	118	-9	10	5	14	9	142	6
河北省	0	0	45	9	11	-3	56	6
黑龙江省	0	0	6	6	0	-1	6	5
江苏省	129	-43	292	41	174	7	595	5
安徽省	25	25	44	2	22	-26	92	1
海南省	0	0	0	0	0	0	0	0

宁夏	0	0	0	0	0	0	0	0
西藏	0	0	0	0	0	0	0	0
青海省	0	0	0	0	0	0	0	0
甘肃省	0	0	0	0	0	0	0	0
内蒙古	0	0	0	0	0	0	0	0
吉林省	0	0	0	0	0	0	0	0
辽宁省	0	0	0	0	0	0	0	0
福建省	50	17	5	-15	12	-4	67	-2
四川省	15	10	39	-4	25	-11	79	-5
山西省	15	-5	5	0	0	0	20	-5
北京	57	20	0	-25	5	-1	62	-6
天津	175	-8	5	-3	3	3	182	-8
新疆	0	0	10	-11	11	-7	21	-18
山东省	25	-57	81	46	10	-12	116	-23
广西	0	-23	3	0	13	-4	16	-27

数据来源：Wind，东方金诚

产业债分行业来看，28个申万一级行业中，5月多数行业信用债发行和净融资规模较4月环比下降，仅房地产、医药生物、机械设备、休闲服务、国防军工5个行业信用债发行规模环比增加；5月有9个行业净融资为正，仅房地产和国防军工行业5月净融资较4月环比增加，另有13个行业净融资为负，6个行业净融资为0，环比4月均增加5个。从1-5月的整体情况看，多数行业净融资情况较2021年同期改善，1-5月净融资为负的行业由2021年同期的16个减少至9个，交通运输和建筑装饰等基建相关行业今年前5月净融资规模同比增幅较大，房地产和化工行业5月净融资规模最大，1-5月净融资规模较去年明显改善；有色、钢铁、采掘等行业5月债券融资出现净流出但1-5月净融资也明显好于去年同期。此外，机械设备、电子等信用债持续净流出行业5月净融资小幅为正，但汽车和生物医药等行业净融资缺口仍然较大。

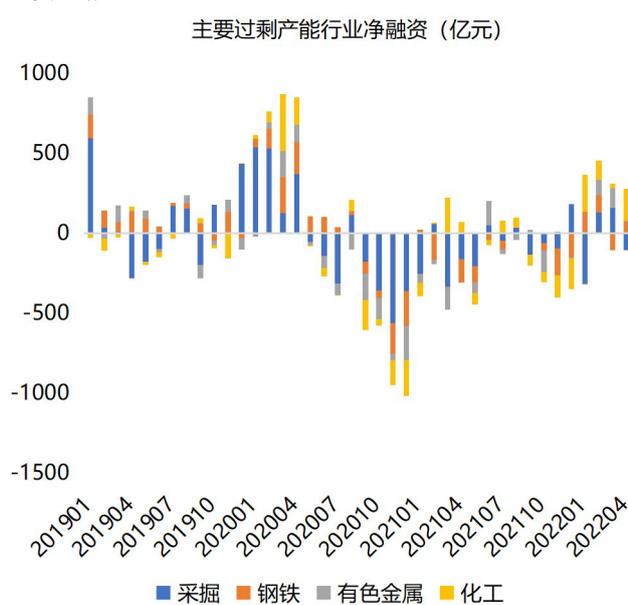
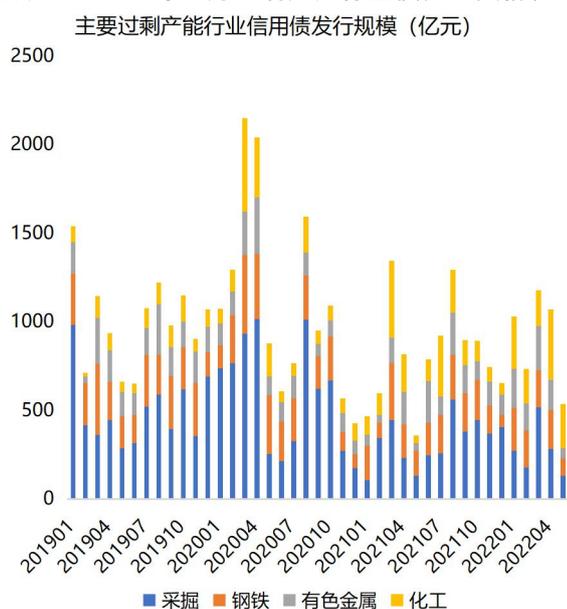
图表 17 产业债分行业融资情况（按照 2022 年 5 月发行规模排序）

	产业债发行规模 (亿元)					产业债净融资 (亿元)				
	2022.5	2022.4	环比	2022.1-5	2021.1-5	2022.5	2022.4	环比	2022.1-5	2021.1-5
公用事业	971	1024	-53	5155	5575	-152	-50	-102	553	521
交通运输	586	1171	-585	4202	4423	14	288	-275	1054	63
房地产	406	305	101	1656	2128	216	68	148	337	-690
综合	385	682	-297	3064	2800	-89	138	-228	845	-235
非银金融	340	486	-146	1766	1120	25	65	-39	240	-126

其他	311	425	-114	1932	1796	-81	42	-123	330	-99
化工	248	399	-151	1340	914	202	207	-5	785	145
建筑装饰	229	359	-131	1720	1869	4	28	-24	612	169
采掘	132	283	-151	1388	1259	-159	-106	-53	-293	-898
钢铁	96	220	-124	974	933	-104	75	-179	107	-391
医药生物	83	26	57	325	427	-5	-85	80	-92	-89
机械设备	75	40	35	370	617	15	-67	82	46	-184
有色金属	60	169	-109	852	479	-43	1	-44	171	-298
商业贸易	56	226	-170	772	505	-52	65	-117	192	-291
建筑材料	40	81	-41	236	217	-10	-4	-6	14	-1
电气设备	29	55	-26	135	103	-5	41	-45	22	9
休闲服务	26	8	18	111	115	5	-37	42	-3	7
电子	15	48	-33	177	110	14	25	-11	72	-87
食品饮料	13	259	-246	853	684	-130	199	-329	248	173
国防军工	10	6	4	36	68	7	-4	11	-42	1
传媒	8	46	-38	149	173	-10	1	-11	24	24
计算机	5	7	-2	32	17	0	1	-1	-28	-77
农林牧渔	3	22	-19	66	58	-14	10	-23	17	-37
家用电器	0	45	-45	48	210	0	42	-42	-19	30
汽车	0	27	-27	77	83	0	-51	51	-128	-212
纺织服装	0	16	-16	24	18	0	5	-5	-13	-8
轻工制造	0	0	0	2	0	0	0	0	-25	0
通信	0	115	-115	423	207	0	110	-110	140	1

数据来源：Wind，东方金诚

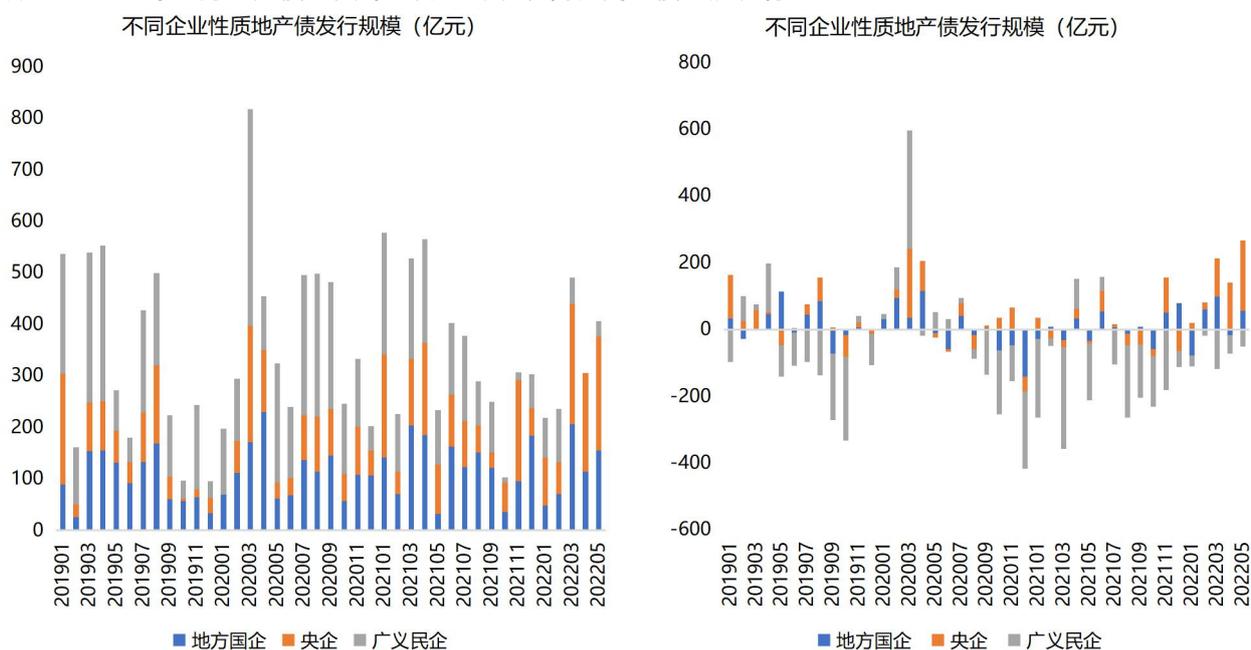
图表 18 2022 年 5 月过剩产能行业债券融资情况好于去年同期



数据来源：Wind，东方金诚

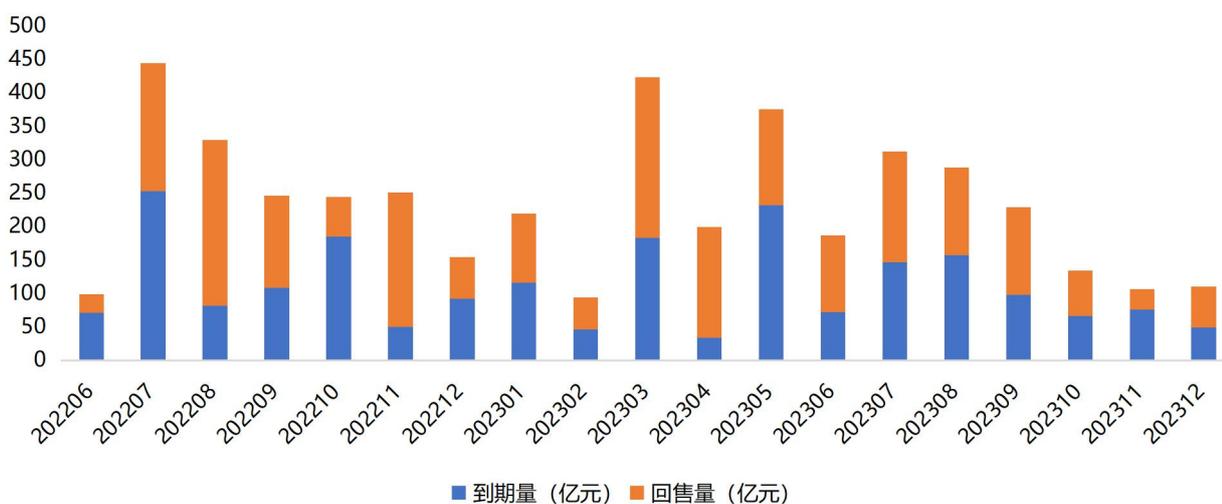
地产行业是5月少数信用债发行量和净融资均增长的行业之一。从发债企业性质看，当月地产债发行仍以央企和地方国企为主，但民企债发行破冰——5月16日开始，龙湖、美的置业、碧桂园等龙头企业在信用保护工具支持下相继成功发行信用债，打破了此前民企地产公司连续66天无公开市场债券发行的僵局。当月广义民企共发行地产债30亿元，净融资-51亿元，净融资缺口较4月小幅缩窄。随着全国主要城市疫情的缓解和地产限购限售政策的放松，6月中旬地产销售环比有所回暖，但持续性待观察；7月广义民企地产债再迎到期高峰，需警惕三四线项目占比高、到期债务压力大房企的风险。

图19 2022年5月地产债融资环比同比均现改善，民企债重启发行



数据来源：Wind，东方金诚

图20 2022年7月境内民企地产债到期量增幅较大



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、引用或以任何方式传播。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。