

## 增信工具，能否为房企融资注入强心针？

房企现金流不断恶化下，以信用保护工具、全额担保为代表的融资增信措施出台，融资增信有何特点，能否解决房企现金流问题？详细梳理，供参考。

### ■ 融资增信有何特点？解决经营稳健、但面临现金压制的示范房企融资问题

伴随房企融资环境的显著恶化，多项融资利好政策出台，其中增信相关措施明显加强。2021年以来，银行房地产行业不良贷款率快速爬升、信用债违约本金显著增长，房企融资难度加大。5月部委明确表态支持房企合理性融资需求，随后专项借款、降低贷款利率、增信工具等措施相继落地。融资增信方面，5月示范房企开始使用信用保护工具发债、8月中债增表示为民营房企发债提供全额担保。

融资增信的操作对象集中在过往经营稳健、但当前现金流承压的房企。目前融资增信工具适用于碧桂园、龙湖、旭辉等6家民营示范房企，示范房企普遍具有经营稳健、杠杆较低的特点，比如2014-2017年，龙湖资产负债率仅从72.9%提升至73.3%，某出险房企从76%提升至85%；但行业信用风险加大下，示范房企也面临现金流压制，平均现金流由去年上半年的44亿元回落至今年的-116亿元。

### ■ 为何要融资增信？地产销售回款承压下，融资增信可缓解短期现金流问题

地产销售持续低迷，“保交楼”难以缓解再融资现金流恶化所导致的房企现金流压制加强。2022年以来，商品房现房、期房销售同比差值显著扩大、指向期房购买意愿低迷、地产销售恢复难度大。而近期多地出台的纾困政策普遍以具体项目为着力点，“保项目”基调下，8月房屋竣工明显好转、同比较7月提升33个百分点至-3%，但8月商品房销售额、房地产开发资金同比分别下降20%、22%。

增信措施可以缓解市场对信用风险的担忧，进而使再融资现金流边际改善。行业信用风险加大下，市场投资信心不足拖累房企融资，2021年开始，房地产行业景气预期大幅回落、去年3月至今年6月的降幅达19%，对应房地产自筹资金同比由去年3月的12.8%回落至今年8月的-19.6%。但4月融资增信措施出台后，民营房企净融资明显改善、4月同比转正、5月净融资较1-3月平均提升30亿元。

### ■ 增信能否解决房企现金流难题？实际落地效果有待观察，长期仍需销售改善

融资增信对稳定市场信心有积极作用，但目前增信规模、覆盖房企范围较小，对“稳地产”的效果有待观察。8月增信措施加码，代表民营房企发债平均规模由5月的8.5亿元提升至8月的14亿元，平均担保比例由15%提升至100%。但目前融资增信规模相对有限、示范房企增信融资规模占期末现金余额平均比重仅为5.2%，增信覆盖的房企范围较小、已覆盖房企资产占全行业资产比重仅为13%。

中期来看，房企现金流持续企稳仍需回归到地产销售改善上来。房地产经营现金流重要性持续凸显，经营性资金占比由2010年的39%提升至2021年的53%、融资性资金占比由54%回落至44%。过往地产周期表明，房企经营现金流从企稳到持续改善，往往伴随地产销售回暖，比如2012至2013年，商品房销售同比提升52个百分点、对应经营资金提升71个百分点、而筹资资金回落9个百分点。

**风险提示：**纾困政策效果不及预期，地产下行超预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人  
majieying@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                 |   |
|-----------------|---|
| 一、房企融资增信有何特点？   | 3 |
| 二、为何要融资增信？      | 4 |
| 三、房企增信能否解决融资难题？ | 6 |
| 风险提示：           | 8 |

## 图表目录

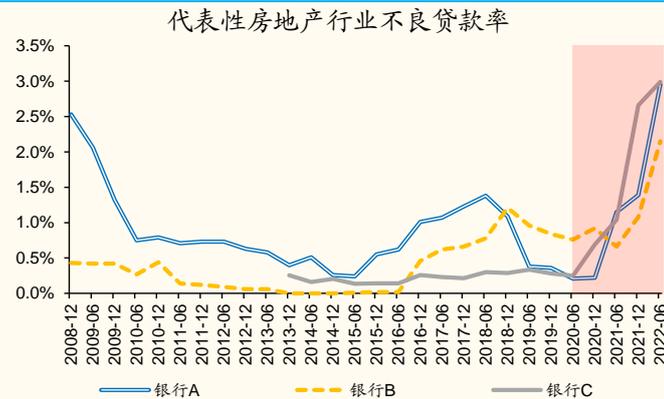
|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图表 1：代表性银行房地产行业不良贷款率显著提升       | 3 |
| 图表 2：房地产信用债展期、违约规模明显增加         | 3 |
| 图表 3：今年以来，支持房企合理融资的政策频出        | 3 |
| 图表 4：2022 年 5 月以来，房企融资增信措施陆续出台 | 4 |
| 图表 5：示范民营房企杠杆抬升幅度明显小于出险房企      | 4 |
| 图表 6：2020 年下半年以来，房企现金流明显回落     | 4 |
| 图表 7：房地产筹资现金流增速下行，资产负债率提升      | 5 |
| 图表 8：民营房企债务压力明显高于国企            | 5 |
| 图表 9：筹资现金流、经营现金流等财务指标回落        | 5 |
| 图表 10：融资性资金、经营性资金均快速下降         | 5 |
| 图表 11：房地产供给纾困措施普遍聚焦“保项目”       | 5 |
| 图表 12：商品房期房销售明显弱于现房销售          | 6 |
| 图表 13：近期，房地产竣工明显改善，但销售仍低迷      | 6 |
| 图表 14：房地产融资性资金和行业景气预期双双回落      | 6 |
| 图表 15：4 月，民营房企净融资同比转正          | 6 |
| 图表 16：8 月民营房企发债规模明显大于 5 月      | 7 |
| 图表 17：中债增担保比例高于信用保护工具担保比例      | 7 |
| 图表 18：增信融资规模相对于房企现金流规模较小       | 7 |
| 图表 19：较多房企仍未被融资增信措施覆盖          | 7 |
| 图表 20：经营性资金在房地产开发资金中比重上升       | 8 |
| 图表 21：房企经营现金流恢复往往伴随地产销售回暖      | 8 |

房企现金流不断恶化下，以信用保护工具、全额担保等为代表的融资增信措施出台，融资增信有何特点，能否解决房企现金流问题？详细梳理，供参考。

### 一、房企融资增信有何特点？

伴随房企信用风险加速暴露、融资环境显著恶化，多项利好房企融资政策出台。2021年以来，房企偿债信用风险加速暴露；银行贷款方面，代表性银行房地产行业的平均不良贷款率由2020年底的0.6%提升至2022年6月的2.7%；债券融资方面，2022年1-8月房地产信用债违约本金较去年同期增长125.8%，房企融资难度显著加大。对此，支持房企融资的相应政策陆续出台，5月部委明确表态支持房企合理性融资需求，8月，降低贷款利率、专项借款、增信工具等融资支持相关措施相继落地。

图表 1：代表性银行房地产行业不良贷款率显著提升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：房地产信用债展期、违约规模明显增加



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：今年以来，支持房企合理融资的政策频出

| 时间         | 部门            | 政策                       | 具体内容   |
|------------|---------------|--------------------------|--|
| 2022年4月11日 | 证监会、国资委、全国工商联 | 《关于进一步支持上市公司健康发展的通知》     | 坚持“房住不炒”，依法依规支持上市房企积极向新发展模式转型，促进房地产行业良性循环和健康发展。对各类市场主体一视同仁，支持民营企业依法上市融资、并购重组，完善民营企业债券融资支持机制。 |
| 2022年4月18日 | 央行、外汇局        | 《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》 | 金融机构区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放。                          |
| 2022年4月29日 | 人民银行          | 召开专题会议                   | 执行好房地产金融审慎管理制度，及时优化房地产信贷政策，保持房地产融资平稳有序，支持刚性和改善性住房需求。   |
| 2022年5月4日  | 证监会           | 召开专题会议                   | 积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施REITs试点范围，适时出台更多支持实体经济发展的政策措施。   |
| 2022年5月4日  | 深交所           | 《关于支持实体经济若干措施的通知》        | 支持房企正常融资活动，允许优质房企进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房企发行公司债券兼并购收购出险房企项目，促进房地产行业平稳健康发展。                        |
| 2022年8月19日 | 住建部、财政部、人民银行  | -                        | 通过政策性银行专项借款方式(规模为2000亿)，支持已售逾期难交付住宅项目建设交付  |
| 2022年8月31日 | 国常会           | 稳住经济大盘督导和服务工作汇报          | 对于房地产，会议要求“地方要‘一城一策’用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款”   |

来源：政府网站、国金证券研究所

融资增信方面，从信用风险缓释工具到中债增全额担保，示范房企发债增信逐步升级。为畅通民营房企的融资通道，今年5月，示范房企开始使用“债券发行+信用保护工具”的发债新模式，通过信用违约掉期(CDS)、信用风险缓释凭证(CRMW)等信用保护工具，示范民营房企先后成功发行多笔信用债。今年8月，房企融资增信进一步加码，通过中债增进公司增信支持民营房企发债融资的措施正式出台；8月25日，龙湖发行2022年第一期中期票据，由中债信增提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

图表 4：2022 年 5 月以来，房企融资增信措施陆续出台

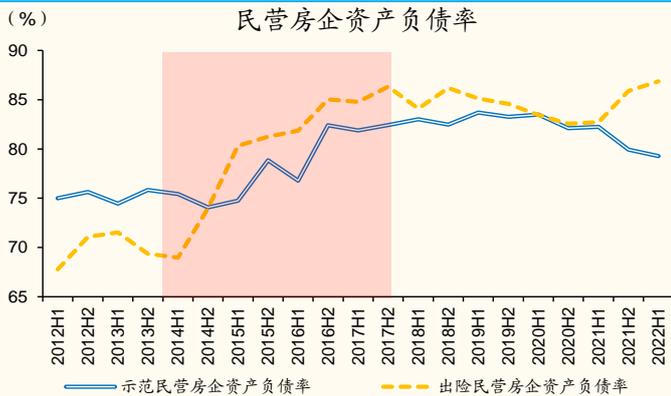
| 时间    | 事件   | 具体内容  |
|-------|--|---|
| 4月28日 | 深交所牵头召开“沪深交易所信用保护工具买房机构专题研讨会”                  | 根据证监会工作部署，交易所将陆续推出 <b>信用保护合约和信用保护凭证业务</b> ，为 <b>民营企业</b> 融资提供支持，协同中国结算开展受信用保护债券质押式回购业务试点，持续赋能民营企业融资。        |
| 5月11日 | 证监会发布《开展民营企业债券融资专项支持计划 毫不动摇支持民营经济健康发展》政策       | 提出由中国证券金融股份有限公司等国家金融对金融机构作为实施主体，以 <b>信用风险缓释合约、信用违约互换、信用风险缓释凭证等方式支持民企融资</b>                                  |
| 5月16日 | 碧桂园、龙湖、美的置业3家房企发行人民币债券并启用信用保护工具                | CDS创设机构将同时发行包括信用违约的掉期或信用风险缓释凭证在内的 <b>信用保护工具</b> ，以 <b>帮助民营地产商增信融资</b>                                       |
| 5月17日 | 深交所推出金融机构联合创设的信用保护凭证                           | 该凭证用于支持受保护规模4.02亿的龙湖供应量ABS发行，是信用保护凭证自2019年推出以来， <b>首次应用于民营房企</b>  |
| 5月20日 | 碧桂园2022年第一期公司债券建档工作完成                          | 是房地产民营企业 <b>首次发行带有信用保护工具的境内信用债</b> 。  |
| 5月-6月 | 龙湖集团、美的置业、碧桂园、新城控股、旭辉集团等代表性房企发行附有信用保护工具的债券     | <b>附有信用保护工具的债券融资合计超39亿元</b> 。   |
| 8月19日 | 交易所协会召集多家民营房企召开座谈会，探讨通过中债增进公司增信支持的方式支持民营房企发债融资 | 首批试点企业有六家，分别是龙湖集团、金地集团、碧桂园、旭辉控股、新城控股、远洋集团。  |
| 8月25日 | 龙湖集团2022年度第一期中票完成簿记，发行规模为15亿元，全场认购倍数高达2.86倍    | <b>龙湖集团此次发行的中票为民营房企“全额担保”中票第一单</b> ，由中债信用增进投资股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，募集资金可用于项目建设、回购或偿还企业境外美元债及境内存续债务融资工具。 |
| 8月31日 | 美的置业发行10亿元的2022年第三期中票、新城控股发行10亿元的2022年第二期中票    | 均由中债信用增进公司 <b>提供担保增信</b> 。  |

来源：政府网站、国金证券研究所

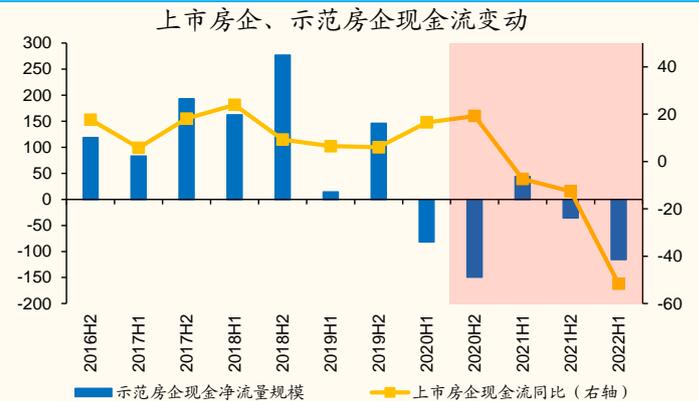
融资增信工具的操作对象主要集中在过往经营稳健、但当前面临现金流压力的房企。目前融资增信工具适用于碧桂园、龙湖、旭辉等 6 家民营示范房企，示范房企普遍具有经营相对稳健、现金流控制较好、杠杆抬升相对有限的特点，比如说在 2014 至 2017 年的行业扩张期，龙湖资产负债率仅从 72.9%提升至 73.3%，而某大型出险房企从 76%提升至 85%。但行业信用风险加剧下，示范房企平均现金流由去年上半年的 44 亿元回落至今年上半年的-116 亿元。

图表 5：示范民营房企杠杆抬升幅度明显小于出险房企

图表 6：2020 年下半年以来，房企现金流明显回落



来源：Wind、国金证券研究所

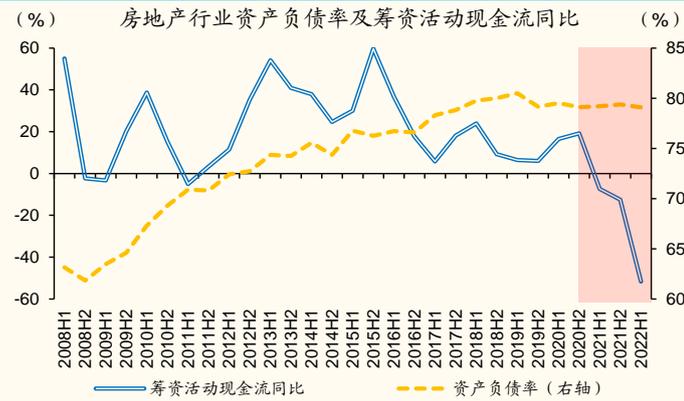


来源：Wind、国金证券研究所

## 二、为何要融资增信？

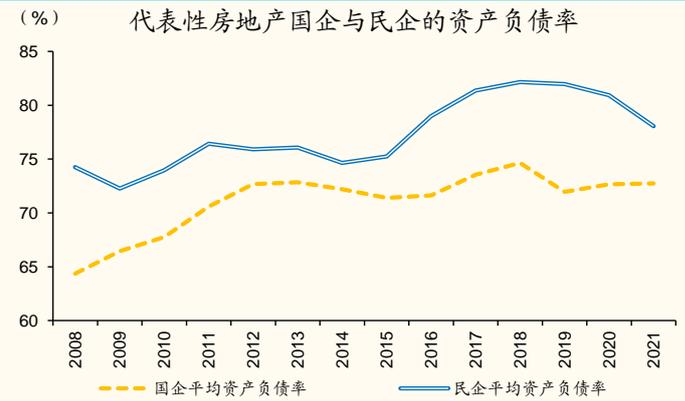
当前地产困境的核心矛盾在于民营房企面临现金流压制，外部筹资现金流、内部经营现金流均延续低迷。经历多年持续扩张，房企杠杆约束明显加强、资产负债率由 2008 年的 62.5%提升至 2022 年的 79.1%，尤其是前期大幅扩张的部分民营房企债务压制明显增强。同时，房企现金流明显恶化；从房企财务指标看，上市房企筹资现金流去年下半年同比下降 25.6%、经营活动现金流今年上半年同比下降 31%，降幅均创历史新高；从地产开发资金指标来看，2021 年以来，融资性资金和经营性资金均显著回落，房企现金流压制加剧。

图表 7: 房地产筹资现金流增速下行, 资产负债率提升



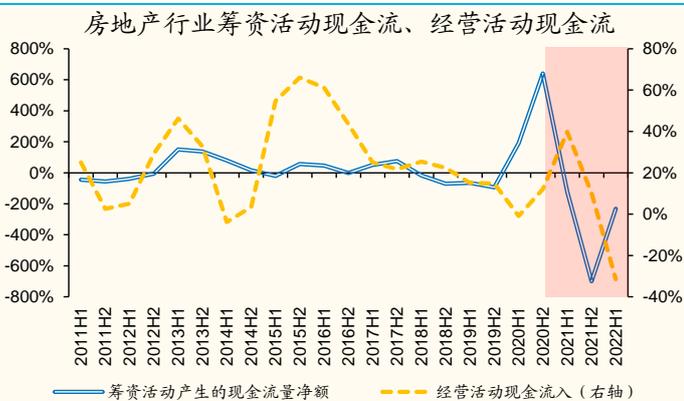
来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 民营房企债务压力明显高于国企



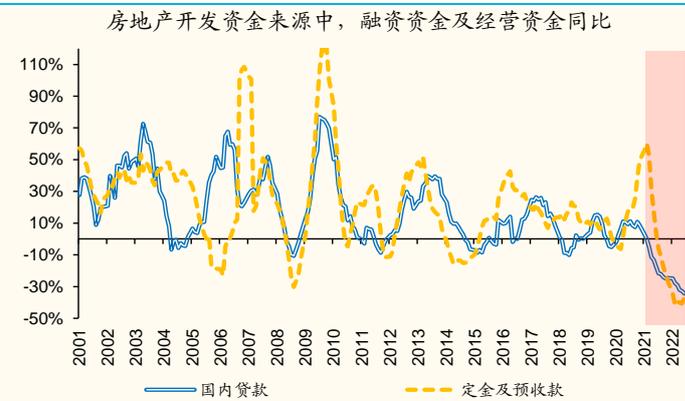
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 筹资现金流、经营现金流等财务指标回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 融资性资金、经营性资金均快速下降



来源: Wind、国金证券研究所

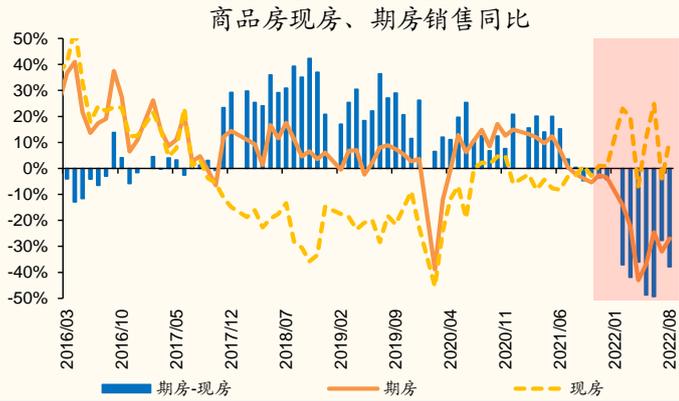
地产销售持续低迷,“保交楼”难以缓解再融资现金流恶化所导致的房企现金流压制加强。2022 年以来,商品房现房、期房销售同比差值显著扩大、平均差值为 40 个百分点,指向期房购买意愿低迷、地产销售恢复难度大。近期各地出台多项纾困政策,但普遍以具体项目为着力点,对房企主体现金流压制的缓解措施较少。“保项目”基调下,8 月房屋竣工情况明显好转、竣工面积同比较 7 月提升 32.9 个百分点至-2.7%,但商品房销售额、房地产开发资金等房企现金流指标延续低迷,8 月同比分别下降 20.3%、21.9%。

图表 11: 房地产供给纾困措施普遍聚焦“保项目”

| 时间         | 省份      | 部门       | 相关事件、文件                     | 主要内容  |
|------------|---------|----------|-----------------------------|---|
| 2022年7月14日 | 陕西西安    | 西安市住建局   | 《关于防范商品房延期交楼问题的措施》          | 监理单位对存在质量安全隐患和停工超过一个月的项目,要及时报告辖区住建部门,各辖区资源规划、住建、城管部门要建立“一项目一档案”制度,自项目开工至竣工依照各自职责对工程建设情况实施全方位管理,做到“一月一巡查”,发现问题及时纠正。                          |
| 2022年7月18日 | 河南漯河    | 漯河回迁区住建局 | 问题楼盘化解处置换推进会                | 一查一策,精准施策,确保化解处置实效,进一步优化问题楼盘项目台账,逐案销号,明确责任主体,切实负起领导协调责任。  |
| 2022年7月18日 | 内蒙古乌兰察布 | 集宁区住建局   | 约谈问题楼盘房企                    | 会议强调开发企业作为项目建设主体,要严格落实建设单位项目开发经营主体责任,要求企业以资金匹配资产为条件,尽快与施工企业协调项目复工、复产相关事宜,住建局会协调相关部门尽力帮助企业解决资金困难。  |
| 2022年7月19日 | 陕西咸阳    | 咸阳市住建局   | 房企约谈会                       | 7家房地产开发企业分别就本企业开发项目基本情况、目前存在的问题、引起群众上访投诉的原因,及后续解决问题所采取措施进行介绍汇报,会议建立了一对一帮扶政策,即一个科室帮扶一家企业,促进问题尽早解决。   |
| 2022年7月19日 | 河南平顶山   | 平顶山市住建局  | 问题楼盘化解处置换推进会                | 坚持做到“一查一策一专班”,多方联动,强力推进。  |
| 2022年8月1日  | 湖南永州    | 永州市政府    | 房地产领域突出问题集中整治工作组进驻会         | 按照“停工的要复工、竣工的要交房、交房的要办证”的总体要求,着力解决交房合同纠纷、开发资金链断裂导致停工烂尾、安置房办证难、集体土地征收安置不到位、不能如期交房、已交房无法办证和违规审批办证、部门履职不到位等问题,确保今年8月10日前完成摸底调查,9月30日前全面完成整治工作。 |
| 2022年8月5日  | 河南郑州    | 郑州市人民政府  | 《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》          | 郑州市房地产纾困基金将按照“政府引导、多层级参与、市场化运作”原则,由中心城市基金下设纾困专项基金,规模暂定100亿元,采用母子基金方式运作,相关开发区、区县(市)根据纾困项目,吸引不同类型社会资本共同出资设立子基金,并按照项目及子基金设立情况,资金分期到位。          |
| 2022年8月9日  | 江苏连云港   | 连云港市住建局  | 《关于进一步促进连云港市房地产市场健康稳定发展的通知》 | 对于存在普遍性原因连续停工三个月以上的房地产开发项目,各县区(管委会)政府应成立工作专班,落实“一查一策”机制限期及时协调处置,对于前期已经出现延期交付情况的楼盘,要加强监管,区别情况处置,情况严重的,可采取要求未取得预售许可证的在建楼盘暂停建设等措施保交楼。          |

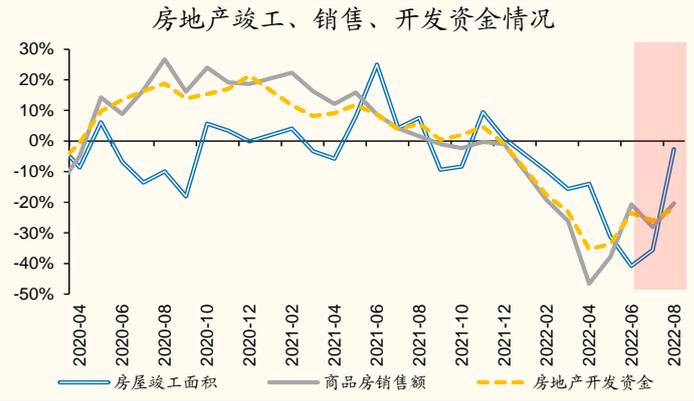
来源: 政府网站、国金证券研究所

图表 12: 商品房期房销售明显弱于现房销售



来源: Wind、国金证券研究所

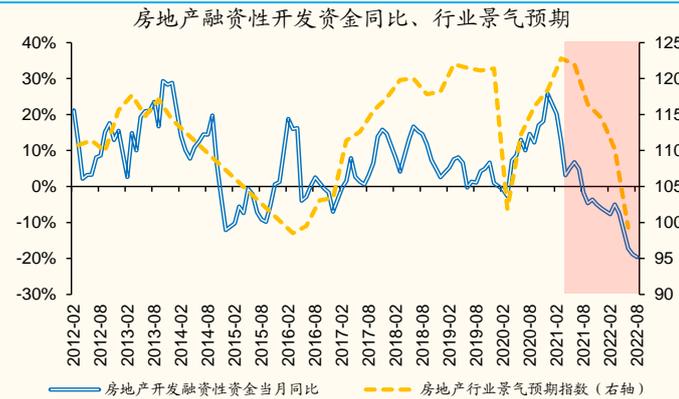
图表 13: 近期, 房地产竣工明显改善, 但销售仍低迷



来源: Wind、国金证券研究所

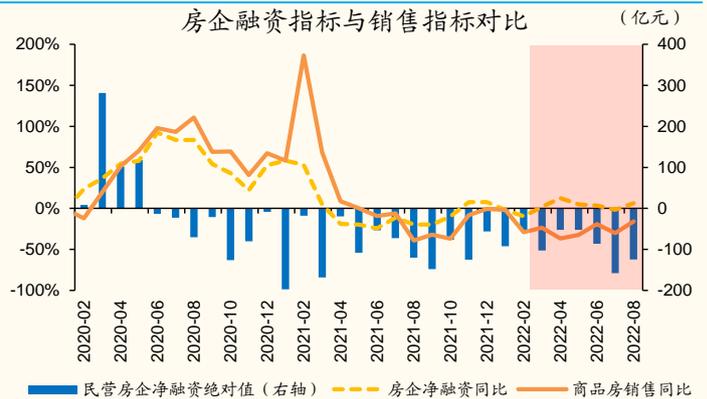
增信措施可以缓解市场对信用风险的担忧, 进而使再融资现金流边际改善。行业信用风险加大下, 市场投资信心不足拖累房企融资, 2021 年开始, 房地产行业景气预期大幅回落, 去年 3 月至今年 6 月的降幅达 19%, 对应房地产自筹资金同比由去年 3 月的 12.8% 回落至今年 8 月的 -19.6%。但 4 月融资增信措施出台后, 民营房企净融资改善, 4 月同比转正, 5 月净融资较 1-3 月平均提升 30 亿元。

图表 14: 房地产融资性资金和行业景气预期双双回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 4 月, 民营房企净融资同比转正

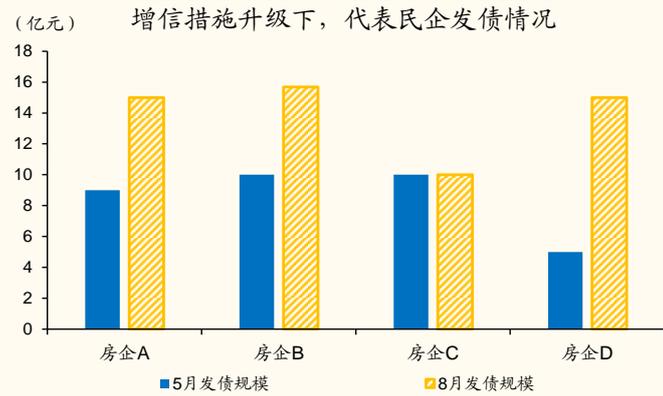


来源: Wind、国金证券研究所

### 三、房企增信能否解决融资难题?

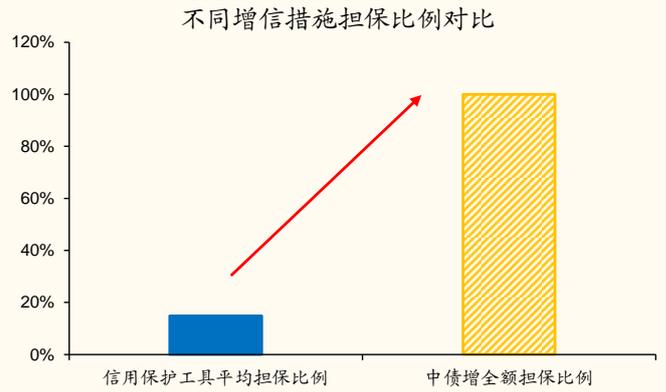
5 月至 8 月, 从信用风险缓释工具到中债增全额担保, 融资增信落地效果已有所显现。5 月, 示范房企在信用保护工具增信下, 合计实现融资 39 亿元, 对应 5 月房企国内债券发行额同比转正; 8 月融资增信措施加码, 中债增全额担保进一步加强对房企主体的担保力度, 代表民营房企发债平均规模由 5 月的 8.5 亿元提升至 8 月的 13.9 亿元, 平均担保比例由 14.8% 提升至 100%, 助力民营房企融资效果明显提高。

图表 16: 8月民营房企发债规模明显大于5月



来源: Wind、国金证券研究所

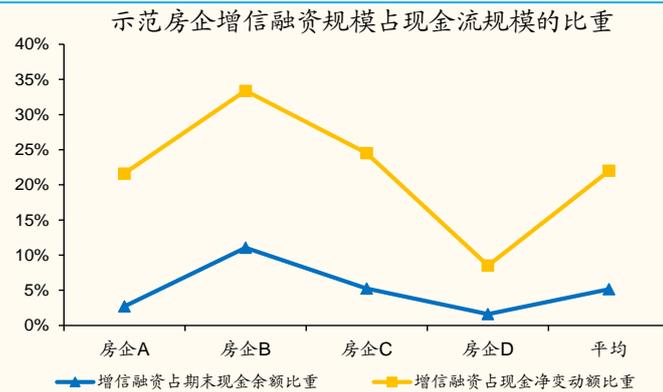
图表 17: 中债增担保比例高于信用保护工具担保比例



来源: Wind、国金证券研究所

目前融资增信的落地规模、覆盖房企范围均较小，对“稳地产”的效果有待观察。对于单一主体来说，目前增信融资规模相对有限，示范房企增信融资规模占期末现金余额平均比重仅为 5.2%、占现金净变动额平均比重仅为 22%。同时，目前融资增信覆盖的房企范围也较小，已覆盖的优质示范性房企总资产占全行业总资产的比重仅有 13%，更大比重的中小民营房企仍未被覆盖，实际融资增信落地规模有待观察。

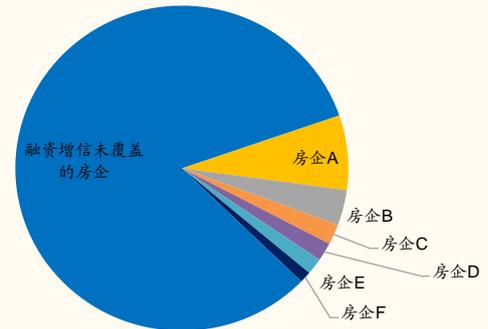
图表 18: 增信融资规模相对于房企现金流规模较小



来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 较多房企仍未被融资增信措施覆盖

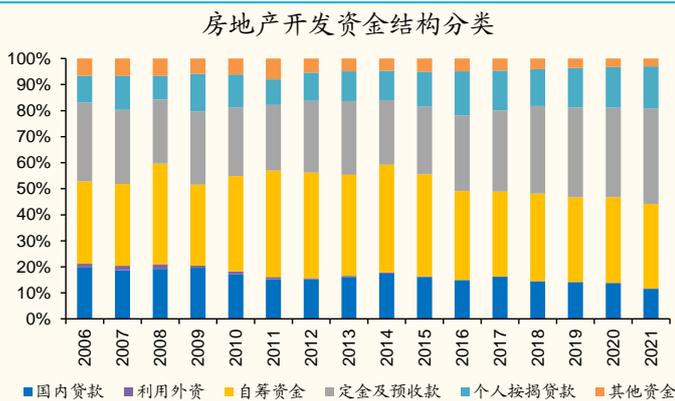
2022H2融资增信已覆盖的房企总资产占行业比重



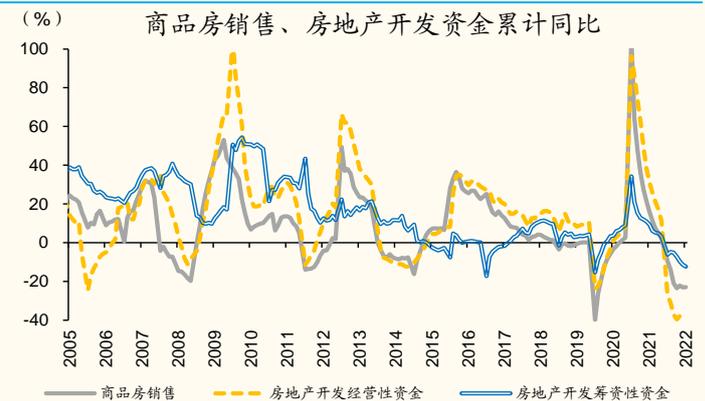
来源: Wind、国金证券研究所

中期来看，房企现金流的持续企稳仍需回归到地产销售的改善。近年来，房地产开发资金结构明显分化，经营现金流重要性持续凸显；经营性资金占比由 2010 年的 39% 提升至 2021 年的 53%、融资性资金占比由 54% 回落至 44%。过往地产周期表明，房企经营现金流从企稳到持续性改善，往往伴随地产销售的回暖，比如 2012 年 3 月至 2013 年 4 月，商品房销售同比提升 51.6 个百分点、对应经营性资金提升 71.1 个百分点、而筹资性资金回落 8.8 个百分点。

图表 20: 经营性资金在房地产开发资金中比重上升



图表 21: 房企经营现金流恢复往往伴随地产销售回暖



经过研究, 我们发现:

- 近期房企融资增信相关措施加强, 增信操作对象主要集中在过往经营稳健、但当前现金流承压的房企。伴随房企融资环境的恶化, 5 月示范房企开始使用信用保护工具发债, 8 月中债增表示为民营房企发债提供全额担保; 但融资增信工具适用于过往经营稳健、但目前面临现金流压制的房企。
- 地产销售低迷、保交楼难解房企再融资现金流压力, 增信措施可使融资现金边际改善。目前市场期房购买意愿低迷、地产销售恢复难度加大, 而目前纾困政策普遍以具体项目为着力点、难解主体现金流压制; 而增信措施可以缓解市场对信用风险的担忧, 进而使再融资现金流边际改善。
- 融资增信实际落地效果有待观察, 中期来看, 房企现金流持续企稳需回归到地产销售改善上来。目前融资增信规模相对有限、增信覆盖的房企范围较小, 实际落地效果有待观察; 同时, 过往地产周期表明, 房企经营现金流从企稳到持续改善, 往往伴随地产销售回暖, 经营现金流重要性凸显。

### 风险提示:

- 1、纾困政策效果不及预期。当前地产纾困政策, 对房企、项目的现金流改善提振, 尚存在一些不确定性。
- 2、地产下行超预期。地产下行或通过信贷、金融、财政、产业链等多链条对经济造成负面影响。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402