

“第二支箭”，能否冲破云层？

11月8日，中国银行间交易商协会宣布继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。如何理解和看待，能否冲破云层？本文聚焦于此。

► 央行的“三支箭”是什么？

央行的“三支箭”初创于2018年10月，分别指信贷支持、民营企业债券融资支持工具、民营企业股权融资支持工具。出台“三支箭”的背景很清晰，经济下行、金融监管双重叠加下民企违约频发，彼时于民营企业而言，整体市场融资环境并不友好。

从实施效果看，民企贷款余额在2019年有阶段性提升后整体增速仍处下滑区间；民企股票质押回购风险有所缓解，IPO规模及占比也有一定增长。然而从债券净融资角度看，民企融资似乎未因政策支持有明显改善，且2018年以来持续违约。综合来看，2018年央行设立的“三支箭”的最终实际效果或值得商榷。

► “第二支箭”何以又来了？

站在当下，如何看待央行重启“第二支箭”？关键还是地产悲观预期之下对宏观经济运行的负反馈冲击，毕竟地产链条影响甚广，尤其是民企地产。

从存量看，经历2018年以来的市场出清，目前民企债存续规模仅1.1万亿、占信用债比重不足5%，且其中一半为民营地产债。从净融资看，近两年民企地产持续净偿还、违约频频发生。因此不难看出此次“第二支箭”扩容的政策诉求和指向。

与2018年初创时相比，此次“第二支箭”有些差异：此次交易商协会特别指出，支持包括民营房地产企业在内的民营企业，且新增了“直接购买债券”方式，方式或囊括一级投标以及二级买债，两种动作相辅相成，旨在共同推动主体发债一二级市场逐步形成正向循环。

► 作用如何评估？

从宏观层面来看：当下而言，地产的核心约束并非简单通过阶段性支持民营房企债券融资便能解决，偏弱的销售仍是核心制约。故而在销售没有扭转性恢复的情况下，无论是对房企现金流的改善，还是往地产投资、拿地端的传导，链条均未通畅，由此角度出发，在中长期视角维度里面市场对地产的期待仍有踌躇，暂时反映的是政策信号意义之下短期情绪的变化。综合近期政策，地产正在起变化，信号之外能否有进一步实质改善，值得我们关注。

其次，关注微观主体层面，即怎么看待地产债？从估值分布可以看到存量民企地产债基本成为高收益投资者比较关注的类别，主流机构参与度并不高。此次交易商协会新闻公告中提到预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，短期内或许能够给民营房企提供一定流动性支撑。但关于民企地产债的最终走向，政策的最终考虑，很难简单判断，边走边看。

反观国企地产债，无论是从市场配置品种选择的角度，还是政策支持下情绪面的提振来看，均有关注的空间。至于基本面的持续改善，或许暂时销售的阶段性企稳已经一定程度提供了逻辑上的支撑，毕竟这类品种参与的期限并不会长，关键还是市场情绪和对应参与的价格，以及仓位的选择。

► 风险提示：宏观环境变化超预期；对“第二支箭”理解的偏差；宏观经济、房企债务压力评价的主观性。



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

研究助理 唐梦涵

执业证书：S0100122090014

电话：15221856383

邮箱：tangmenghan@mszq.com

相关研究

- 1.利率专题：会降准吗？-2022/11/11
- 2.转债行业研究系列：逆变器产业链转债深度梳理-2022/11/09
- 3.城投随笔系列：兰州，还要担心债券兑付吗？-2022/11/09
- 4.聚焦区县系列：三个维度透视天津区县-2022/11/08
- 5.地方政府债务系列专题：财政审计工作报告反映了什么？-2022/11/07

目录

1 央行的“三支箭”是什么？	3
2 “第二支箭”何以又来了？	9
2.1 何以又见“第二支箭”？	9
2.2 此次有什么不同？	12
3 作用如何评估？	15
4 风险提示	19
插图目录	20
表格目录	20

2022.11.8, 交易商协会新闻公告表述:

“将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”),支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资,预计可支持约2500亿元民营企业债券融资,后续可视情况进一步扩容。”

2022.11.10, 交易商协会受理龙湖集团200亿储架式注册发行,中债增进公司同步受理企业增信业务意向。除此之外,新城控股、美的置业等民企地产亦在沟通注册发行。

央行“第二支箭”再度问世,叠加民企地产债券发行计划接踵而至,如何理解和看待,能否冲破云层?本文聚焦于此。

首先,央行的“三支箭”是什么?

1 央行的“三支箭”是什么?

2018年11月6日,央行行长易纲就月初召开的民营企业座谈会接受采访¹时,表示要从信贷、债券、股权三个融资主渠道,采取“三支箭”的政策组合,支持民营企业拓宽融资途径。具体来看:

第一支箭——信贷支持。人民银行对商业银行的宏观审慎评估(MPA)中新增专项指标,鼓励金融机构增加民营企业信贷投放,并通过货币信贷政策工具为金融机构提供长期、成本适度的信贷资金。

第二支箭——民营企业债券融资支持工具。2018年10月22日召开的国务院常务会议决定²,设立民营企业债券融资支持工具,由人民银行运用再贷款提供部分初始资金,由专业机构进行市场化运作,通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式,为民营企业发展提供增信支持。同日,央行发布公告³进一步明确该工具重点支持暂时遇到困难,但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。

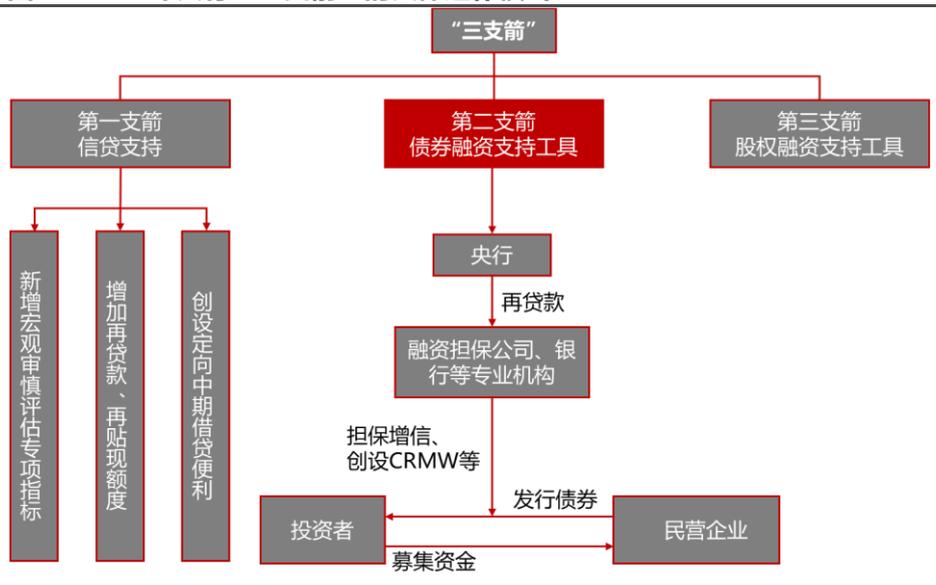
第三支箭——民营企业股权融资支持工具。人民银行推动由符合规定的私募基金管理人、证券公司、商业银行金融资产投资公司等机构,发起设立民营企业股权融资支持工具,由人民银行提供初始引导资金,带动金融机构、社会资本共同参与,按照市场化、法治化原则,为出现资金困难的民营企业提供阶段性的股权融资支持。

¹ http://www.gov.cn/zhengce/2018-11/06/content_5337948.htm

² http://www.gov.cn/guowuyuan/2018-10/22/content_5333627.htm

³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3649346/index.html>

图1：2018年央行“三支箭”的具体运作模式



资料来源：政府官网，民生证券研究院

2018年央行出台“三支箭”的背景很清晰，经济下行、金融监管双重叠加下，民企违约频发，彼时于民营企业而言，整体市场融资环境并不友好。

除了“三支箭”外，2018年11月1日，总书记在出席民营企业座谈会上⁴还提到了要针对有股权质押平仓风险的民营企业出台特殊帮扶措施、组建政策性救助基金纾困民营企业等措施。银保监会和证券业协会、国家税务局、地方政府等分别在设立资管产品化解民企股权质押融资风险、减税降费、强化融资担保等方面，积极出台政策措施，加大支持力度。

表1：2018年四季度密集出台的缓解民企融资难相关措施及其后续落实情况

日期	文件/会议/新闻	相关表述/政策
2018-10-22	国务院常务会决定设立民营企业债券融资支持工具	会议决定，对有市场需求的中小金融机构加大再贷款、再贴现支持力度，提高对小微和民营企业金融服务的能力和水平。 同时，针对当前民营企业融资难，运用市场化方式支持民营企业债券融资，由人民银行依法向专业机构提供初始资金支持， 委托其按照市场化运作、防范风险原则，为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发债提供增信支持；条件成熟时可引入商业银行、保险公司资金自愿参与，建立风险共担机制。
2018-10-22	人民银行今年以来增加再贷款和再贴现额度共3000亿元支持小微企业和民营企业融资	为改善小微企业和民营企业融资环境，人民银行今年6月增加了再贷款和再贴现额度1500亿元，现决定在此基础上，再增加再贷款和再贴现额度1500亿元，发挥其定向调控、精准滴灌功能，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。 资本充足率达标、符合宏观审慎要求、监管合规的金融机构，若小微和民营企业贷款占比高、存贷比指标较高、借用再贷款后能够增加信贷投放的，可向当地人民银行分支行申请再贷款和再贴现。
2018-10-25	中国银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》	允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持，维护金融市场长期健康发展。

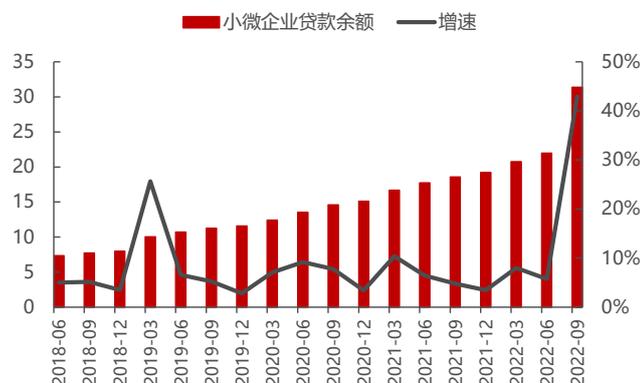
⁴ http://www.gov.cn/xinwen/2018-11/01/content_5336616.htm

2018-11-01	习近平：在民营企业座谈会上的讲话	要改革和完善金融机构监管考核和内部激励机制，把银行业绩考核同支持民营经济发展挂钩，解决不敢贷、不愿贷的问题。要扩大金融市场准入， 拓宽民营企业融资途径，发挥民营银行、小额贷款公司、风险投资、股权和债券等融资渠道作用。 对有股权质押平仓风险的民营企业 ，有关方面和地方要抓紧研究采取特殊措施，帮助企业渡过难关，避免发生企业所有权转移等问题。对地方政府加以引导，对符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业进行必要财务救助。 省级政府和计划单列市 可以自筹资金组建政策性救助基金 ，综合运用多种手段，在严格防止违规举债、严格防范国有资产流失前提下，帮助区域内产业龙头、就业大户、战略新兴行业等关键重点民营企业纾困。要高度重视三角债问题，纠正一些政府部门、大企业利用优势地位以大欺小、拖欠民营企业款项的行为。
2018-11-02	证券业支持民营企业发展系列资管计划启动	11 家证券公司作为“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”联合发起人，就 255 亿元出资规模已签署了发起人协议，作为共同发起人发起行业系列资产管理计划。 此前， 为支持民营企业发展、化解股权质押风险 ，证券行业首次由 11 家证券公司达成意向出资 210 亿元设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成 1000 亿元总规模的资管计划。
2018-11-07	上海市委市政府关于全面提升民营经济活力大力促进民营经济健康发展的若干意见	要加大流动性风险专项防范力度， 建立规模为 100 亿元的上市公司纾困基金 ；引导金融机构加大信贷投放力度， 推进实施“中小企业千家百亿信用融资计划”，为优质中小民营企业提供信用贷款和担保贷款 100 亿元。 加大融资担保力度， 逐步扩大中小微企业政策性融资担保基金规模至 100 亿元 ，将担保对象从小微企业扩大到民营大中型企业，提高担保风险容忍度。
2018-11-19	国家税务总局《关于实施进一步支持和服务民营经济发展若干措施的通知》	要不折不扣落实税收优惠政策，促进民营企业减税降负；依法为经营困难的民营企业办理延期缴纳税款。
2018-12-19	中国人民银行决定创设定向中期借贷便利 定向支持金融机构向小微企业和民营企业发放贷款	2018 年 12 月央行决定创设定向中期借贷便利 (TMLF)，定向支持金融机构向小微企业和民营企业发放贷款。支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向央行提出申请。定向中期借贷便利资金可使用三年，操作利率比中期借贷便利 (MLF) 利率优惠 15 个基点。 同时，根据中小金融机构使用再贷款和再贴现支持小微企业、民营企业的情况，央行决定再增加再贷款和再贴现额度 1000 亿元。
2019-01-04	中国人民银行决定于 2019 年 1 月下调金融机构存款准备金率置换部分中期借贷便利	央行决定下调金融机构存款准备金率置换部分中期借贷便利，有利于金融机构继续加大对小微企业、民营企业支持力度。
2019-07-31	人民银行增加支小再贷款额度 500 亿元支持中小银行扩大对小微、民营企业的信贷投放	增加支小再贷款额度 500 亿元，重点支持中小银行扩大对小微、民营企业的信贷投放。
2020-04-26	北京市关于进一步提升民营经济活力促进民营经济高质量发展的实施意见	利用好市级融资担保基金， 2020 年底前累计办理民营和小微企业票据再贴现不低于 500 亿元。 开展民营和小微企业金融服务综合改革试点，试点期内对试点区每年给予 3000 万元的资金支持。加大政府投资基金对民营企业的支持力度。积极培育投资于民营科创企业的天使投资、风险投资等早期投资力量。

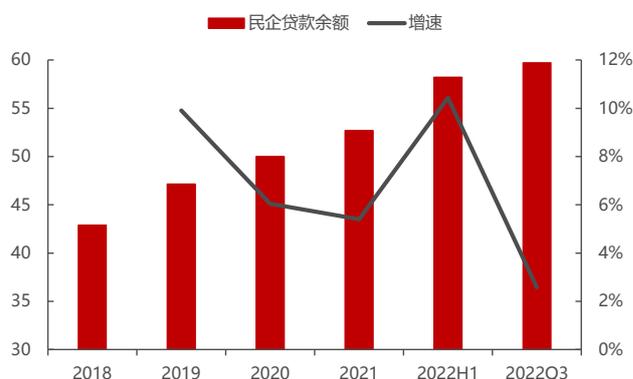
资料来源：政府网站，民生证券研究院

对应地，我们重点来看看这“三支箭”的政策效果：

信贷上，2018 年 10 月引导金融机构加大对小微和民营企业的贷款支持政策密集出台以后，2019 年 3 月小微企业贷款余额增速较此前明显增长；但观察 2018 年以来民企贷款余额的变化，可以看到在 2019 年有阶段性提升后整体增速仍处下滑区间。

图2：2018年以来小微企业贷款（普惠）情况（万亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2018年以来民企贷款余额变化情况（万亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

股票上，一方面股票质押回购风险有所缓解。根据深交所发布的《2019年二季度股票质押回购风险分析报告》，二季度末已实施完成的纾困项目涉及224家上市公司，金额约861亿元，其中81.7%的公司为民营企业。⁵

另一方面，2019年以来民营企业IPO规模有明显增长，占全市场的比重较2018年的低点有所回升。

图4：2015年以来民企股票首发募集资金情况（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022年数据截至11月10日。

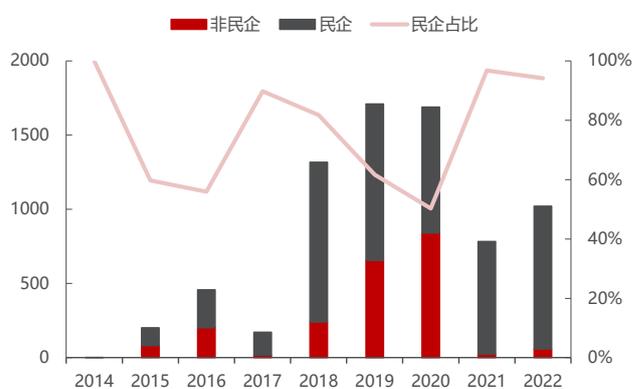
然而从债券净融资角度看，民企债券融资似乎未因政策支持有明显改善。实际上，2018年民企融资结束了此前的净融入状态，开始持续净偿还且流出规模逐渐增加，民营企业债券发行规模占比逐年降低，目前已不足5%。

⁵ http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20190802_569209.html

此外，2018年出现了民企违约潮，年内违约规模创新高、超1000亿元，在所有违约企业中占比超80%；此后虽然有政策发力，但违约仍在持续。

图5：2015年以来境内债市民企融资情况（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院
注：2022年数据截至10月31日。

图6：2018年民企逾期规模明显增多（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院
注：逾期数据截至2022年11月10日。

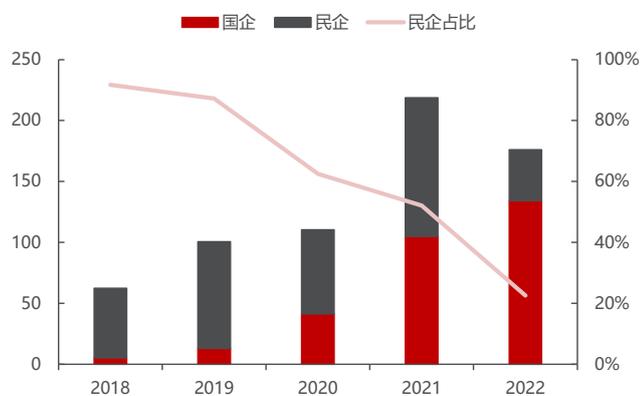
此外，聚焦民企债券融资支持工具，重点观察信用风险缓释工具的创设情况：

从主流品种 CRMW（信用风险缓释凭证）历年创设情况看，其规模真正上量则是在2018年将其明确为民企债券融资支持工具以后。2010-2017年间，CRMW累计发行规模仅约15亿元，而2018年以来创设规模明显上升。截至目前，共有268单挂钩民企债券的CRMW发行，累计规模368亿元；其中中债增（含联合银行）创设的CRMW以挂钩民企债券为主（占比89%），累计创设挂钩民企债券的CRMW共64只、实际发行额104亿元。

但是挂钩民企债券的CRMW创设规模占比却在逐步降低，且挂钩民企债券以短融为主、挂钩期限较长的中票和定向工具则很少见。2018-2019年共有约120只挂钩民企债券的CRMW产品发行，合计创设规模约150亿元，在所有CRMW中占比接近90%，从这一角度来看，CRMW对单只债发行的用处是不小的，但在融资负反馈链条当中很难扭转市场对主体的预期。

此外，2021年以来，国企通过CRMW辅助融资的规模明显增多，挂钩民企债券占比则降至约50%，2022年则进一步降至20%左右。

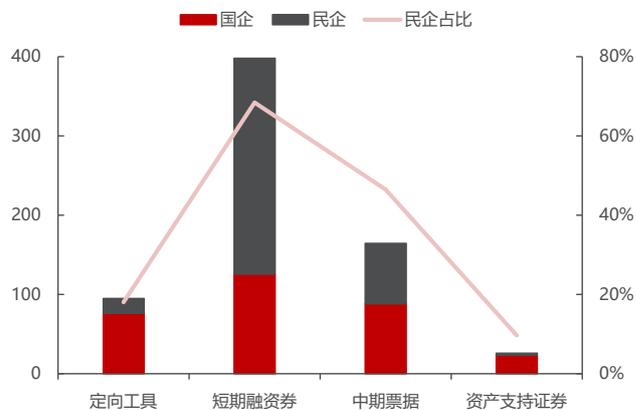
图7：2018年以来挂钩民企债券 CRMW 发行规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022年数据截至11月10日，下同。

图8：历史发行 CRMW 挂钩债券类型分布（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

综合来看，2018年央行设立的“三支箭”对民营企业融资的最终实际效果或值得商榷，毕竟宏观大环境如此。

那么，站在当下，如何看待央行重启“第二支箭”？

2 “第二支箭”何以又来了？

2.1 何以又见“第二支箭”？

关键还是地产悲观预期之下对宏观经济运行的负反馈冲击，毕竟地产链条影响甚广，尤其是民企地产，自2021年以来房地产以及土地市场景气度走弱，无论是对投资、消费还是财政均产生了影响，并且站在当下线性推演或仍延续疲软状态。

从土地市场的情况及房企拿地视角来看，就很清晰：2022前三季度全国整体土地出让金同比下滑35%，并且大多省份今年房企拿地金额和土地出让金同比2021Q3保持下滑趋势，即地产风险演绎之下活水资源不足。

图9：全国各省近五年前三季度房企拿地及土地出让情况（亿元）

省份	TOP100房企拿地金额						2018Q3-2022Q3 TOP100房企拿地 金额同比增速	土地出让金						2018Q3-2022Q3 TOP100土地出让 金同比增速	TOP100房企拿地占比				
	2018 前3季	2019 前3季	2020 前3季	2021 前3季	2022 前3季	2022 前3季同比		2018 前3季	2019 前3季	2020 前3季	2021 前3季	2022 前3季	2022 前3季同比		2018 前3季	2019 前3季	2020 前3季	2021 前3季	2022 前3季
上海	876	915	1532	1087	1981	+29%	664	1031	1633	2058	3025	47%	132%	89%	94%	53%	65%		
北京	935	1111	1785	1661	1263	-7%	2290	2444	3312	1433	1603	12%	41%	45%	54%	116%	79%		
福建	988	852	1292	1160	492	-58%	1703	1803	2229	1720	1507	-12%	58%	47%	58%	67%	33%		
广东	2150	2239	2864	3537	1138	+68%	2925	3518	5228	5416	2584	-52%	73%	64%	55%	65%	44%		
浙江	4697	4236	4736	5194	1795	+65%	6290	6824	7511	7882	5474	-31%	75%	62%	63%	66%	33%		
江苏	2599	3377	4032	4699	562	+88%	5141	5762	7344	8118	3959	-51%	51%	59%	55%	58%	14%		
山东	1056	1026	810	607	99	-84%	3663	3543	3501	3407	2313	-32%	29%	29%	23%	18%	4%		
河南	494	600	540	649	70	+89%	2391	2284	2244	1865	1048	-44%	21%	26%	24%	35%	7%		
安徽	789	937	687	748	318	-57%	1781	2198	1820	1947	1569	-19%	44%	43%	38%	38%	20%		
湖北	653	910	1174	739	25	-97%	1486	1870	1861	1609	949	-41%	44%	49%	63%	46%	3%		
江西	334	293	465	304	37	-88%	1590	1364	1945	1273	1019	-20%	21%	21%	24%	24%	4%		
湖南	378	443	484	500	170	+66%	1391	1697	1723	1521	1100	-28%	27%	26%	28%	33%	15%		
四川	544	745	599	736	366	+50%	2125	2210	2333	2083	1457	-30%	26%	34%	26%	35%	25%		
重庆	1017	666	403	831	123	-85%	1802	1482	1834	1367	407	-70%	56%	45%	22%	61%	30%		
陕西	311	407	550	308	173	+44%	787	844	1235	945	1111	18%	40%	48%	45%	33%	16%		
新疆	101	54	57	54	4	-92%	369	267	472	271	208	-23%	27%	20%	12%	20%	2%		
广西	213	347	195	178	21	-88%	711	921	859	626	351	-44%	30%	38%	23%	28%	6%		
天津	373	775	419	804	19	-98%	693	1124	967	1029	173	-83%	54%	69%	43%	78%	11%		
云南	361	504	361	43	28	-33%	567	1083	551	214	155	-28%	64%	47%	65%	20%	18%		
吉林	93	156	118	200	0	-100%	300	445	687	664	121	-82%	31%	35%	17%	30%	0%		
青海	37	63	47	67	0	-100%	120	89	83	125	50	-60%	31%	71%	57%	53%	0%		
宁夏	21	21	42	8	21	+147%	46	46	82	66	47	-28%	45%	45%	51%	13%	44%		
山西	103	333	252	75	3	-96%	384	680	749	444	314	-29%	27%	49%	34%	17%	1%		
辽宁	431	569	584	470	20	-96%	595	917	889	838	246	-71%	72%	62%	66%	56%	8%		
甘肃	7	140	59	35	1	-96%	182	308	368	268	104	-61%	4%	45%	16%	13%	1%		
贵州	157	287	319	301	11	-96%	514	709	853	713	268	-62%	31%	41%	37%	42%	4%		
河北	307	443	555	320	23	-93%	1559	1777	1899	1393	962	-31%	20%	25%	29%	23%	2%		
黑龙江	48	64	103	92	0	-100%	140	183	368	189	44	-77%	34%	35%	28%	49%	0%		
内蒙古	68	74	106	55	0	-100%	254	305	369	204	167	-18%	27%	24%	29%	27%	0%		

资料来源：中指数据库，民生证券研究院

注：TOP100房企指2018Q1-2022Q3拿地金额排名前100中的房地产企业（已排除城投平台）；

TOP100房企拿地占比=TOP100房企拿地金额/当期土地出让金；

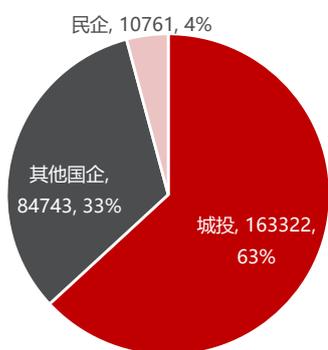
2022前三季同比指2022Q1-Q3同比2021Q1-Q3；

标红数据或为拿地金额与土地出让金统计方法的不一致而产生的溢出。

另一方面，经历了2018年以来的市场出清，民企债券发行及存续规模愈发少了，民企地产债这两年里也逐步被市场“抛弃”。

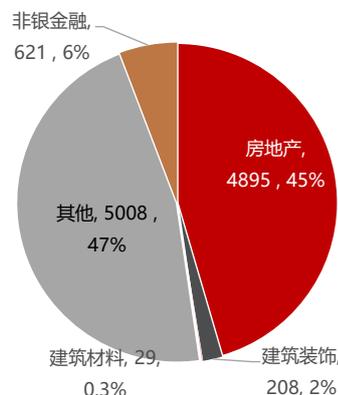
从信用债存量数据来看，截至2022年11月10日，民营企业存量信用债规模仅1.1万亿元，占全市场信用债规模已不足5%；而民营企业存量债当中房企规模占比接近一半，从这个角度也能看出当前政策诉求和指向。

图10: 存量信用债企业类型分布 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 存量民企债券中行业分布 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

从净融资这一流量的角度来看, 民企在市场的存在感愈发下降, 目前占比还相对高一点的地产, 也是国企和央企地产融资还算通畅, 民企地产却持续净偿还。

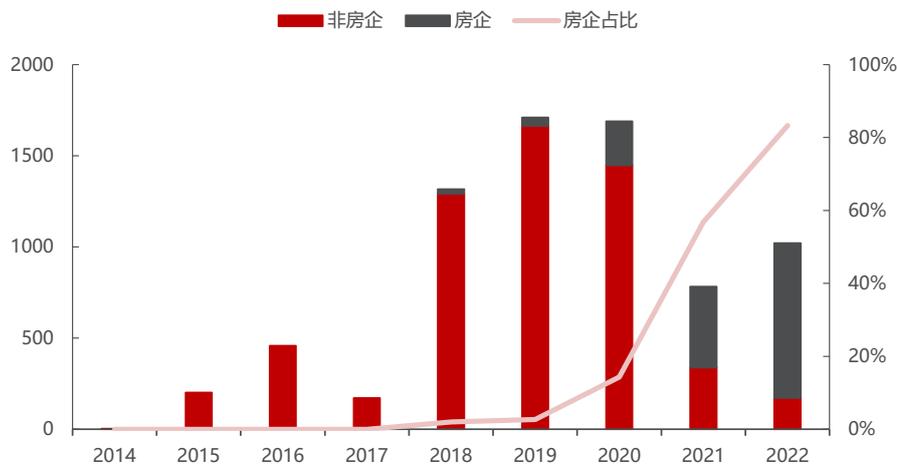
图12: 民企&房企 2019 年以来各季度净融资情况 (亿元)

企业类型	2019				2020				2021				2022				净融资走势
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
其他民企	-716	-393	-981	-1023	344	118	-729	-1458	-604	-490	-499	-826	-88	-271	-291	-270	
房企——民营	-6	15	-468	-269	424	155	-148	-669	-728	-427	-584	-401	-229	-163	-440	-226	
房企——央企	132	229	73	55	196	43	22	-168	-47	129	53	55	105	108	14	18	
房企——地方国企	254	-43	91	-62	236	66	37	32	66	71	-61	7	206	470	90	105	
民企合计	-722	-377	-1449	-1292	768	273	-877	-2126	-1332	-916	-1082	-1227	-317	-433	-731	-496	
房企合计	379	202	-304	-276	856	265	-90	-805	-709	-227	-592	-339	82	415	-335	-102	

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 2022 年数据截至 10 月 31 日。

这与近两年来房地产政策整体收紧之下, 叠加经济下行以及疫情冲击下商品房销售也愈发偏弱, 此前高杠杆、高周转的民营房企现金流出现腾挪压力, 违约频频发生。

图13：2015年以来境内债市房企逾期情况（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022年数据截至11月10日，下同。

图14：2021年以来民营房企违约明细（亿元）

首次违约日期	发行人	违约类型	逾期规模	涉及违约债券	首次违约日期	发行人	违约类型	逾期规模	涉及违约债券
2021-02-27	华夏幸福基业股份有限公司	未按时兑付利息	196.7	12	2022-05-30	金科地产集团股份有限公司	展期	25.4	5
2021-03-09	重庆协信远创实业有限公司	未按时兑付本金	25.7	4	2022-06-06	融侨集团股份有限公司	展期	23.1	2
2021-07-12	四川蓝光发展股份有限公司	未按时兑付本息	77.4	15	2022-07-04	奥园集团有限公司	展期	2.7	3
2021-08-30	泛海控股股份有限公司	展期	32.7	6	2022-07-04	融信(福建)投资集团有限公司	展期	43.4	4
2021-08-30	华夏幸福基业控股股份公司	未按时兑付回售款和利息	51.0	6	2022-07-07	冠城大通股份有限公司	展期	1.2	1
2021-10-19	新力地产集团有限公司	展期	0.8	3	2022-07-08	恒大地产集团有限公司	展期	231.3	9
2021-11-01	江苏南通三建集团股份有限公司	展期	5.4	2	2022-07-15	上海宝龙实业发展(集团)有限公司	展期	9.7	3
2021-11-25	花样年集团(中国)有限公司	展期	45.2	5	2022-07-18	佳源创盛控股集团有限公司	展期	11.9	2
2021-12-22	北京鸿坤伟业房地产开发有限公司	提前到期未兑付	9.6	3	2022-07-25	厦门禹洲鸿图地产开发有限公司	展期	26.8	2
2022-02-22	阳光城集团股份有限公司	未按时兑付本息	123.5	14	2022-08-01	当代节能置业股份有限公司	展期	7.4	1
2022-02-24	福建阳光集团有限公司	未按时兑付本息	31.2	9	2022-08-02	石家庄勒泰房地产开发有限公司	展期	35.0	3
2022-02-24	广西万通房地产有限公司	未按时兑付利息	8.4	4	2022-08-08	佳兆业集团(深圳)有限公司	展期	5.7	3
2022-03-17	正荣地产控股股份有限公司	展期	6.4	7	2022-08-16	中天金融集团股份有限公司	展期	45.3	3
2022-03-21	深圳市龙光控股有限公司	展期	37.4	5	2022-08-29	上海世茂建设有限公司	展期	15.0	3
2022-04-01	融创房地产集团有限公司	展期	60.3	4	2022-09-08	广州市时代控股集团有限公司	展期	10.7	1
2022-04-07	广州富力地产股份有限公司	展期	33.1	3	2022-10-24	俊发集团有限公司	展期	21.6	1
2022-05-23	上海世茂股份有限公司	展期	25.0	4	2022-11-07	红星美凯龙控股集团有限公司	展期	9.1	1

资料来源：wind，民生证券研究院

在此背景下，11月8日交易商协会宣布继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，引发市场讨论。

2.2 此次有什么不同？

与 2018 年初创时相比，此次“第二支箭”有两点明显不同：

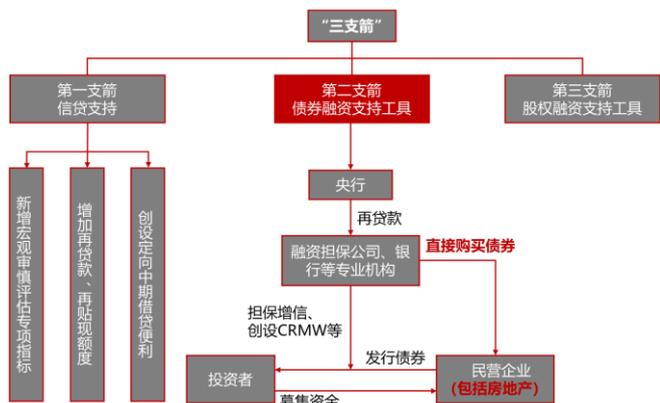
一是支持主体的范围存在差异。2018 年“第二支箭”重点支持“暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资”；而此次交易商协会特别指出，支持包括民营房地产企业在内的民营企业，范围更广，并且从上述对当前存量民企债的结构分析来看，此次聚焦的重点或是在民企地产。

二是工具手段存在差异。2018 年“第二支箭”初设时，央行公告称该工具是“由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式”支持民营企业融资，而此次则新增了“直接购买债券”方式。

此外还可以关注：中债增进公司今年 5 月 18 日发文称“交易商协会 5 月 17 日以线上形式召开民营企业债券融资发展调研座谈会，表示已组织中债信用增进公司主动设立了“中债民企债券融资支持工具”（CSIPB）。在操作模式上，中债民企债券融资支持工具继续沿用“一箭六星”的模式，通过创设风险缓释凭证、担保增信、交易型增信、信用联结票据、直接投资以及地方国企合作等六种模式支持符合条件的民企发债”。

对于新增的“直接购买债券”方式，方式或囊括一级直接买以及二级买债；两种动作相辅相成，旨在共同推动主体发债一二级市场逐步形成正向循环。

图15：此次扩容后“三支箭”支持民企融资的具体模式



资料来源：政府网站，民生证券研究院
注：标红为 2022 年 11 月新增表述。

图16：中债民企债券融资支持工具的“一箭六星”模式

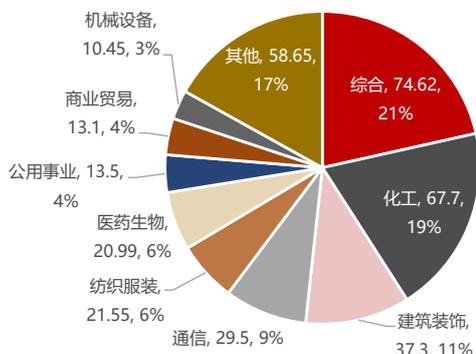


资料来源：政府网站，民生证券研究院

具体来看信用风险缓释工具类，交易商协会重提民企债券融资支持工具以前，挂钩 CRMW 的民营企业以综合、化工、建筑等行业居多，其中红狮控股、恒逸集团等通过 CRMW 发行较多。

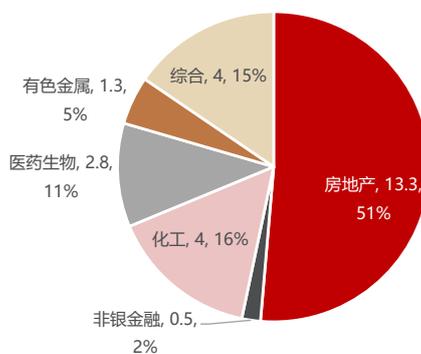
而今年5月17日以来，美的置业、大连万达、新城控股、旭辉集团4家房企首次通过CRMW发债，创设规模达13.3亿元，占比51%。

图17: 2022年5月17日前创设的挂钩民企债券CRMW行业分布(亿元)



资料来源: 政府网站, 民生证券研究院

图18: 2022年5月17日以来创设的挂钩民企债券CRMW行业分布(亿元)



资料来源: 政府网站, 民生证券研究院
注: 2022年数据截至11月10日, 下同。

图19: 2022年5月17日以来创设的挂钩民企债券CRMW明细(亿元, 只)

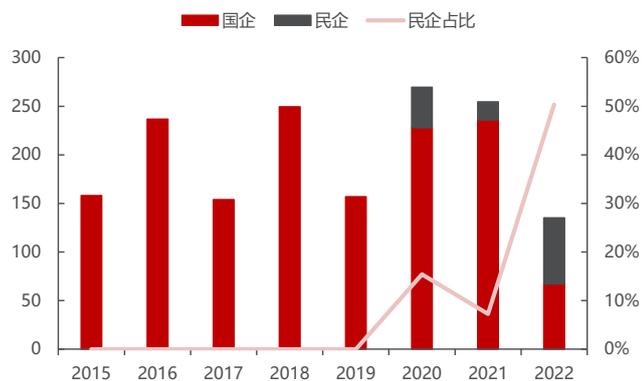
民企	是否首次	实际发行额	CRMW数量	标的债券数量	标的债券简称
美的置业集团有限公司	首次	8.4	3	1	22美的置业MTN002
大连万达商业管理集团股份有限公司	首次	3.0	1	1	22大连万达MTN001
新城控股集团股份有限公司	首次	1.3	2	1	22新城控股MTN001
山东宏桥新型材料有限公司	首次	1.3	2	1	22宏桥01
旭辉集团股份有限公司	首次	0.6	1	1	22旭辉01
重庆美团三快小额贷款有限公司	首次	0.3	4	4	2美意3B
声赫(深圳)商业保理有限公司	首次	0.2	2	2	GC蔚能A1
宁波富邦控股集团有限公司	非首次	4.0	2	2	22富邦PPN002
鸿商产业控股集团有限公司	非首次	0.1	1	1	22鸿商01
天士力控股集团有限公司	非首次	1.5	2	1	22天士力SCP001(科创票据)
威高集团有限公司	非首次	0.8	1	1	22威高SCP002
深圳市东阳光实业发展有限公司	非首次	0.5	1	1	22东阳光SCP002
浙江恒逸集团有限公司	非首次	4.8	4	2	22恒逸CP005(高成长债)

资料来源: wind, 民生证券研究院

再来看通过担保增信方式: 中债增自2020年初开始为民企担保发债, 2020-2021年累计共为10家民企担保发行16只债券、合计募集规模60亿元。

今年以来中债增仅新增6单民企直融担保业务, 即为8月以来为6家房企担保发债、合计发行规模68亿元, 一定程度可以反映政策诉求。根据交易商协会、房地产业协会联合中债增的民营房企座谈会相关消息, 目前正在推进10余家房企的增信发债, 涉及金额约200亿元。

图20: 中债增历年担保民企发债情况 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 2022 年数据截至 11 月 10 日, 下同。

图21: 2022 年 8 月以来中债增担保地产民企发债情况

债券简称	所属房企	发行起始日	发行期限(年)	发行金额(亿)	票面利率(%)	票面利率-投标下限(BP)	认购倍数
22龙湖拓展MTN001	龙湖集团	2022-08-25	3	15	3.30	30	1.0933
22美的置业MTN003	美的置业	2022-09-02	3	10	3.33	33	3.3667
22新城控股MTN002	新城控股	2022-09-08	3	10	3.28	28	1.3600
22碧桂园MTN001	碧桂园	2022-09-15	3	15	3.20	20	1.2333
22旭辉集团MTN002	旭辉集团	2022-09-21	3	12	3.22	22	1.0167
22卓越商业MTN001	卓越商企	2022-10-12	3	6	3.50	50	1.0000

资料来源: wind, 民生证券研究院

综上所述, 政策指向很明确, 市场怎么看? 我们从宏微观两个视角来探讨。

3 作用如何评估?

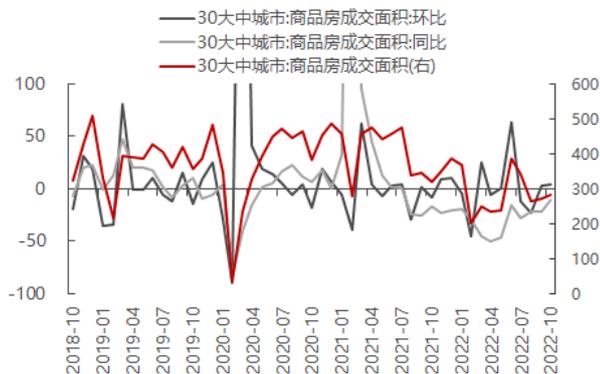
首先，从宏观层面来看：

当下而言，地产的核心约束并非简单通过阶段性支持民营房企债券融资便能解决，偏弱的销售仍是核心制约，其背后对应的是居民端对房地产市场较弱的预期，无论是收入预期压制还是房价预期压制。**并且还要考虑到目前各地尚未趋势性、根本性解决的保交楼问题。**

故而在销售没有扭转性恢复的情况下，无论是对房企现金流的改善，还是往地产投资、拿地端的传导，链条均未通畅，由此角度出发，在中长期视角维度里面市场对地产的期待仍有踌躇，暂时反映的是政策信号意义之下短期情绪的变化。

然根据 2022 年 10 月 30 日，国务院关于金融工作情况的报告⁶，“要保持房地产融资平稳有序，满足刚性和改善性住房需求，支持保交楼、稳民生，推动建立房地产发展新模式”，后续央行、银保监会等或会出台更具体措施支持房地产市场平稳健康发展。**地产政策正在起变化，信号之外可以关注政策延续性及政策落实下的边际变化。**

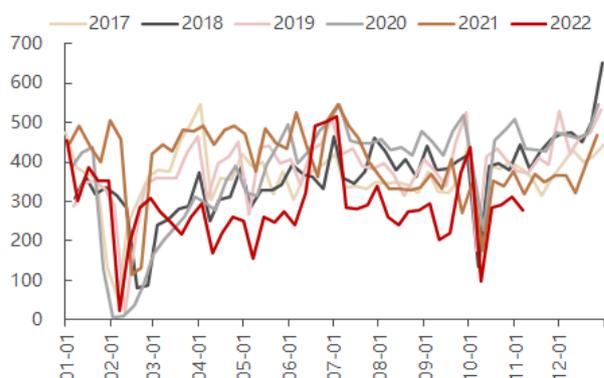
图22：30 大中城市商品房成交面积（%、万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：每年1月数据由于国家统计局不公布而缺失；

图23：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

其次，关注微观主体层面，即怎么看待地产债？

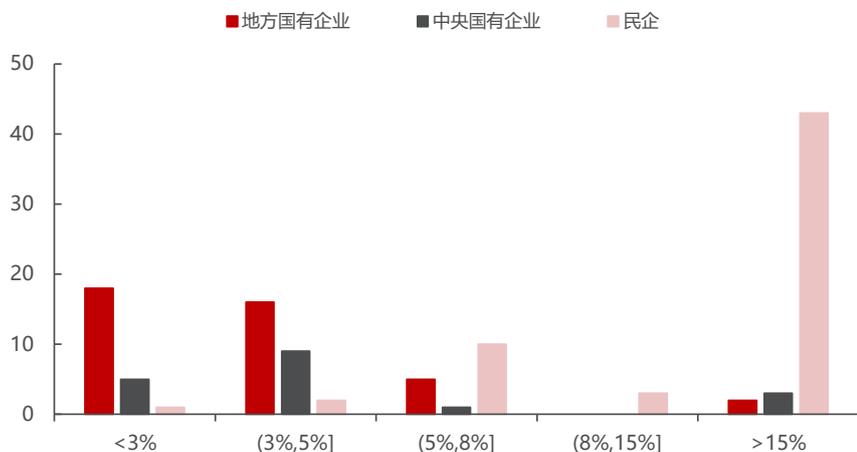
从目前境内发债房企存量债券估值分布可以看到：存量民企地产债基本成为高收益投资者比较关注的类别，主流机构参与度并不高。

但国企地产却成为当下市场较为关注的一类主体，毕竟信用品类当中，城投整体利差已经压缩至低位，叠加对基本面的担忧以及政策的不确定性，机构在选择上当前并不会超配城投，那么在地产政策进一步支持下，基本面和情绪面能否共振，

⁶ <http://www.npc.gov.cn/npc/c30834/202210/2fe304f587194a1ea64553a15e5da26e.shtml>

给与国企地产债一些配置机会？

图24：境内发债房企存续债券估值分布情况（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：我们重点以房企存续债券中 1-3 年期为代表统计主体的估值情况

首先，重点关注此次政策重点支持的民营房企。从到期/回售压力看，龙湖、金地、大连万达、碧桂园、世茂等民营房企 2023 年内各季度的偿付压力不算小。

图25：存续规模较高的 20 家民营房企 2022-2024 年各季度到期/回售压力（亿元）

对应房企	存量规模	到期								到期/回售									
		2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
万科股份	439	0	0	0	0	0	39	20	20	0	0	34	18	0	4	20	30	43	0
龙湖集团	383	0	7	0	64	1	32	0	0	0	0	12	0	84	1	57	15	35	10
金地集团	383	0	45	65	30	20	56	35	0	30	0	45	65	30	50	76	60	0	30
大连万达	241	0	0	70	21	25	10	15	0	51	40	10	85	59	0	0	0	10	36
碧桂园	232	0	0	0	61	10	0	0	0	0	0	0	39	109	38	20	11	0	0
世茂集团	200	5	35	9	0	0	0	0	10	9	14	52	40	27	0	0	0	10	10
龙光集团	179	25	0	0	1	0	14	14	5	20	45	14	13	56	0	14	14	5	0
旭辉控股	129	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	21	19	8	24	5	30	0
金科地产	115	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
时代地产	114	0	0	0	0	5	0	5	14	0	0	23	25	30	5	0	5	0	0
合景泰富	111	8	10	0	0	45	0	0	20	0	15	26	0	20	25	0	0	0	5
美的置业	101	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	22	0	29	0	20	10	10	0
滨江集团	101	9	24	0	30	9	19	0	9	0	9	24	0	30	9	19	0	9	0
红星美凯龙	98	0	5	18	0	25	30	0	0	10	25	39	18	0	5	0	0	0	10
融信中国	86	0	0	0	10	0	0	0	51	5	5	10	0	71	0	0	0	0	0
珠江投资	80	0	0	0	0	15	0	0	0	0	0	50	0	0	25	0	0	0	6
宝龙地产	68	0	0	0	18	0	0	10	0	0	0	10	30	18	0	0	0	0	0
融侨集团	64	0	2	0	0	0	0	20	0	8	8	2	51	0	0	0	0	0	0
新城控股	49	0	2	0	0	0	0	20	0	8	8	2	51	0	0	0	0	0	0
禹洲集团	49	0	3	0	1	0	0	16	0	0	0	3	16	11	0	0	10	0	0

资料来源：wind，民生证券研究院

注：存续规模为对应房企集团内所有发债主体的存续债券规模合计数；将万科等公众企业也将其归类为民企。下同。2022Q4 到期/回售规模系 2022 年 11 月 10 日之后。

而此次交易商协会新闻公告中提到预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，短期内或许能够给民营房企提供一定流动性支撑。此次新闻稿发布以来，近两日民营房企二级市场债券估值已有一定回升。

但关于民企地产债的最终走向，政策的最终考虑，很难简单判断，边走边看。

图26：存续规模较高的 20 家民营房企主要财务指标、三道红线及 2022-2024 年期/回售压力 (亿元)

房企集团	企业性质	存续规模	规模			三道红线			营收		到期			到期/回售		
			总资产	净资产	有息债务	净负债率	剔除预售后的资产负债	现金短债比	营业收入	经营活动净	2022	2023	2024	2022	2023	2024
万科股份	民企	439	18792	3917	2843	37%	70%	207%	4528	41	0	0	79	0	56	93
龙湖集团	民企	383	8044	2432	1512	31%	62%	765%	2151	139	0	72	32	0	97	117
金地集团	民企	383	4654	1117	1292	58%	68%	151%	992	94	0	160	121	0	190	166
大连万达	民企	241	5921	2914	1527	41%	50%	126%	471	225	0	116	76	40	154	46
碧桂园	民企	232	15472	2368	1329	6%	73%	260%	4527	81	0	71	0	0	186	31
世茂集团	民企	200	1383	485	331	55%	62%	36%	194	(161)	5	44	19	14	119	20
龙光集团	民企	179	2588	620	569	71%	69%	29%	711	23	25	1	52	45	84	32
旭辉控股	民企	129	3798	1042	649	37%	65%	273%	975	21	0	0	0	0	47	59
金科地产	民企	115	3392	719	683	66%	68%	55%	1123	142	0	0	0	0	0	0
时代地产	民企	114	1795	486	304	43%	66%	41%	440	35	0	5	19	0	83	5
合景泰富	民企	111	1883	630	456	49%	62%	35%	228	(189)	8	55	20	15	71	5
美的置业	民企	101	3124	601	483	30%	69%	220%	774	96	0	2	0	0	51	40
滨江集团	民企	101	2523	420	558	86%	68%	110%	380	8	9	64	29	9	64	29
红星美凯龙	民企	98	1875	646	560	73%	63%	33%	361	111	0	49	40	25	63	10
融信中国	民企	86	2041	486	329	35%	60%	146%	338	38	0	10	56	5	81	0
珠江投资	民企	80	1837	479	578	94%	70%	102%	141	43	0	15	0	0	75	6
宝龙地产	民企	68	1926	637	351	38%	61%	71%	348	(13)	0	18	10	0	58	0
融侨集团	民企	64	809	197	220	90%	64%	49%	206	113	0	2	28	8	53	0
新城控股	民企	49	5149	966	824	39%	69%	148%	1682	220	0	0	38	0	22	22
禹洲集团	民企	49	1120	283	119	20%	65%	83%	212	56	0	26	19	0	26	19

资料来源：wind，民生证券研究院

注：资产负债等时点财务数据取自 2022 年 6 月 30 日，营收等流量财务指标取自 2021 年；2022 年到期/回售规模系 2022 年 11 月 10 日之后。下同。

反观国企地产债，无论是从市场配置品种选择的角度，还是政策支持下情绪面的提振来看，均有关注的空间。至于基本面的持续改善，或许暂时销售的阶段性企稳已经一定程度提供了逻辑上的支撑，毕竟这类品种参与的期限并不会长，关键还是市场情绪和对应参与的价格，以及仓位的选择。

图27: 存续规模较高的 25 家国有房企主要财务指标、三道红线及 2022-2024 年期/回售压力 (亿元)

房企集团	企业性质	存续规模	规模			三道红线 剔除预售后 的资产负债 率			营收		到期			到期/回售		
			总资产	净资产	有息债务	净负债率	现金短债比	营业收入	经营活动 净现金流	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
越秀地产	地方国企	762	8388	1481	4965	277%	81%	0.38	872	8	130	120	68	130	182	199
保利集团	央企	656	14326	3218	3635	64%	68%	2.04	2850	106	1	90	85	1	132	149
华侨城	央企	580	6753	1918	2188	78%	66%	0.94	1668	131	30	225	90	30	267	128
首开股份	地方国企	560	3113	674	1216	142%	73%	1.74	678	74	20	36	0	20	166	173
招商局	央企	457	8804	2704	2017	46%	62%	2.07	1606	260	27	130	87	27	130	87
华润置地	央企	450	5905	1116	723	0%	77%	6.14	1042	(193)	0	88	85	0	88	85
中海地产	央企	413	6212	2064	1300	24%	63%	5.97	1711	293	0	39	65	0	74	100
铁建地产	央企	313	2196	358	994	233%	80%	1.00	295	44	0	22	30	0	88	87
绿城中国	央企	308	5318	1056	1119	48%	71%	2.65	795	57	0	42	44	10	76	106
金融街	地方国企	300	1537	436	802	156%	70%	0.85	242	39	0	61	0	0	150	102
信达地产	央企	292	844	250	331	90%	65%	1.00	221	27	0	70	93	0	128	134
华发股份	地方国企	254	3728	1015	1300	77%	67%	1.74	512	361	0	35	33	9	164	60
建发集团	地方国企	253	4356	919	787	43%	65%	4.18	724	28	0	0	0	0	27	39
远洋集团	央企	246	2322	636	575	65%	68%	0.90	614	(23)	10	70	43	10	70	101
广州珠江	地方国企	224	358	30	114	229%	89%	1.39	36	(7)	0	100	46	0	116	53
北京城建	地方国企	220	1441	280	485	104%	77%	2.32	242	31	0	25	33	0	35	63
中国金茂	央企	214	3859	995	637	29%	67%	2.65	855	41	0	55	50	0	55	50
电建地产	央企	213	1715	395	483	97%	70%	1.40	293	66	0	12	20	0	54	73
陆家嘴	地方国企	178	1200	377	601	143%	68%	0.27	139	37	0	15	75	0	55	85
大悦城	央企	139	422	247	60	22%	36%	0.50	28	16	15	24	35	15	44	42
联发集团	地方国企	115	1302	315	346	61%	63%	1.65	273	(45)	10	39	15	10	59	28
中交地产	央企	110	7071	1326	2116	101%	75%	1.13	1188	6	0	10	20	0	17	48
鲁能集团	央企	91	1303	442	535	99%	63%	1.73	263	(68)	0	15	0	0	43	26
中华企业	地方国企	88	551	164	214	39%	67%	7.96	96	29	10	0	47	25	0	62
厦门特区	地方国企	88	442	90	166	62%	75%	8.91	106	7	3	0	19	3	32	34

资料来源: wind, 民生证券研究院

4 风险提示

- 1、**宏观环境变化超预期。**疫情发展、经济基本面超预期变化。
- 2、**对“第二支箭”理解的偏差。**相关政策披露细节有限，基于公开信息的解读与实际情况或存在一定偏差。
- 3、**宏观经济、房企债务压力评价的主观性。**债务风险与经济发展紧密相关，宏观经济下行、政策落地进程或导致房企偿债压力超预期抬升。

插图目录

图 1: 2018 年央行“三支箭”的具体运作模式	4
图 2: 2018 年以来小微企业贷款（普惠）情况（万亿元）	6
图 3: 2018 年以来民企贷款余额变化情况（万亿元）	6
图 4: 2015 年以来民企股票首发募集资金情况（亿元）	6
图 5: 2015 年以来境内债市民企融资情况（亿元）	7
图 6: 2018 年民企逾期规模明显增多（亿元）	7
图 7: 2018 年以来挂钩民企债券 CRMW 发行规模（亿元）	8
图 8: 历史发行 CRMW 挂钩债券类型分布（亿元）	8
图 9: 全国各省近五年前三季度房企拿地及土地出让情况（亿元）	9
图 10: 存量信用债企业类型分布（亿元）	10
图 11: 存量民企债券中行业分布（亿元）	10
图 12: 民企&房企 2019 年以来各季度净融资情况（亿元）	10
图 13: 2015 年以来境内债市房企逾期情况（亿元）	11
图 14: 2021 年以来民营房企违约明细（亿元）	11
图 15: 此次扩容后“三支箭”支持民企融资的具体模式	12
图 16: 中债民企债券融资支持工具的“一箭六星”模式	12
图 17: 2022 年 5 月 17 日前创设的挂钩民企债券 CRMW 行业分布（亿元）	13
图 18: 2022 年 5 月 17 日以来创设的挂钩民企债券 CRMW 行业分布（亿元）	13
图 19: 2022 年 5 月 17 日以来创设的挂钩民企债券 CRMW 明细（亿元，只）	13
图 20: 中债增历年担保民企发债情况（亿元）	14
图 21: 2022 年 8 月以来中债增担保地产民企发债情况	14
图 22: 30 大中城市商品房成交面积（%、万平方米）	15
图 23: 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）	15
图 24: 境内发债房企存续债券估值分布情况（家）	16
图 25: 存续规模较高的 20 家民营房企 2022-2024 年各季度到期/回售压力（亿元）	16
图 26: 存续规模较高的 20 家民营房企主要财务指标、三道红线及 2022-2024 年期/回售压力（亿元）	17
图 27: 存续规模较高的 25 家国有房企主要财务指标、三道红线及 2022-2024 年期/回售压力（亿元）	18

表格目录

表 1: 2018 年四季度密集出台的缓解民企融资难相关措施及其后续落实情况	4
--	---

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026