

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

国内AMC纾困地产“新路径” ——地产基金系列报告之二

行业深度报告 地产行业强于大市（维持）

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

王懂扬 投资咨询资格编号：S1060522070003

2024年05月06日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

投资要点

- 地产供给侧出清带来不良资产处置机遇，AMC为行业主要参与者：**本轮地产供给侧调整下不乏多家大型房企出险，带来地产不良资产处置及债务重组问题，引发市场关注。不良资产处置指运用合法市场化手段对资产进行价值变现与提升的活动，其中AMC为主要参与者。国内AMC起步于应对亚洲金融危机，对口处置四大行不良资产，目前已完成从政策性收购到商业化转型，形成“5家全国性AMC+地方系+银行系+外资系+N”的市场竞争格局，具备高门槛&利润空间、严监管等特点，兼具逆周期（经济下行期不良供给增多）与顺周期（经济下行，资产价格下跌，处置难度加大）属性。地产投资销售增速放缓背景下，行业不乏收购处置/重组类机会，AMC成为行业风险化解和出清重要抓手。
- 国内AMC常见业务模式“收购+处置”，典型处置模式如收购处置、收购重组、债转股、资产证券化。**AMC通过自主收购、委托收购、合作收购等方式从银行、非银和实体企业获取不良资产，常用处置方式如收购处置、收购重组、债转股、资产证券化等。收购处置是指折扣收购不良资产，进行价值发现与提升，寻机出售或回收，定价和处置能力为核心竞争力，处置周期一般为1-3年；收购重组需与债务人达成重组协议，对整体债权的价值发现、重估和提升能力为核心竞争力，运作周期一般为2-3年，准入标准严格，还款来源需承受压力测试，担保措施需充分且合法有效；债转股为AMC转变为债务人企业股东，通过改善经营模式、资本化运作提升资产价值、证券化率等，再通过资产置换、并购、重组上市等方式增厚退出收益，退出周期较长，亦对AMC提出较高运营要求；资产证券化即将不良资产打包分类发行证券产品，在国内起步较晚，通常委托信托公司设立SPV，进行证券化处理。
- AMC参与本轮地产纾困，常见合作模式如重组再开发、不良资产处置基金、联合管理开发和代建等。**房企违约潮下地产不良资产供给增多，央行成立房企纾困专项再贷款，定向支持5家全国性AMC，2024Q1已落地209亿。目前房企优质项目多数已被市场消化，资不抵债项目仍面临重组定价、破产重整等问题，需AMC直接参与纾困，对接出险房企。重组再开发下AMC可利用旗下地产子公司或引入品牌房企作为重组方，直接对实物进行再开发打造，如长城资产联合招商蛇口参与佳兆业纾困；不良资产处置基金模式下由房企和AMC共同出资设立基金公司，由基金公司对不良资产进行处置，但金融监管更为严格，AMC和参与房企可分享管理收益，降低单方出资风险；联合开发管理和代建模式下，房企与AMC旗下地产子公司直接合作，输出旗下代建品牌或小股操盘，共享开发或代建收益等，但需注意合理分配利益且达成开发理念一致。当前AMC资产质量及地产风险敞口亦面临压力，且自身拨备水平弱于商业银行，叠加经济增速放缓背景下资产增值空间有限，仍需审慎防范形成“二次不良”等问题。
- 投资建议：**政策鼓励市场化纾困背景下，AMC加速布局地产不良资产领域，为化解行业风险的重要方式之一。但由于出险房企资产质量参差不齐且多数优质资产已出售或抵押、背后债务问题错综复杂等症结，“AMC+出险房企”模式进度缓慢，大多仍停留在协议阶段，实际效果有待观察；多数压力型及出险房企仍需借助债务展期、出售/抵押资产等常规手段自救。但随着行业调整期延续导致违约风险积聚，后续不排除房企出让优质资产意愿增强，纾困机制鼓励政策加码，建议积极关注AMC介入机会和优质资产收并购机遇。
- 风险提示：**1) 楼市成交持续疲软风险；2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；3) 政策改善及落地执行不及预期风险；4) AMC融资及牌照政策变化。



目录CONTENTS

● 前言

○ 国内AMC行业总览

● 不良资产处置模式

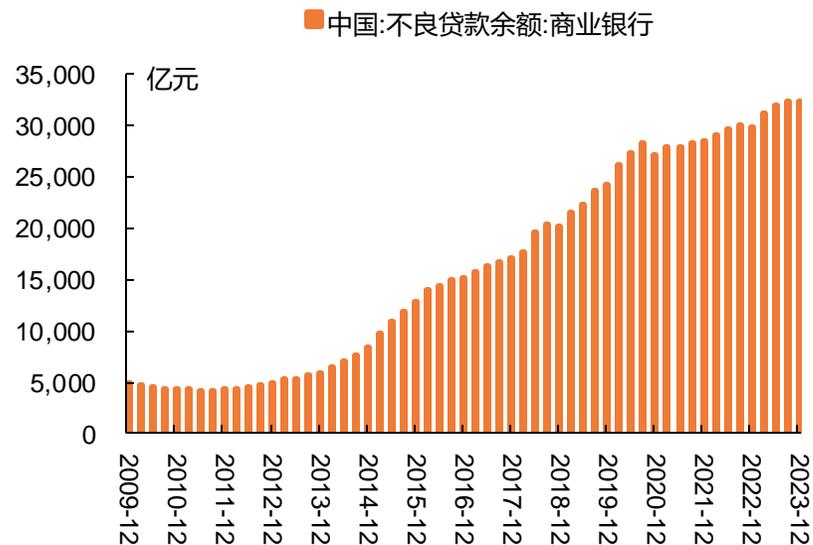
● AMC参与本轮地产供给侧改革模式

● 投资建议与风险提示

前言

➤ 随着本轮地产供给侧调整，不乏多家大型房企相继出险，据不完全统计，2021年克而瑞全口径销售额排名TOP50中已有28家房企公开债务违约或展期，占当年全国商品房销售额30.1%，叠加近年地产投资销售增速放缓及国内商业银行不良贷款余额攀升，由此带来一系列与地产不良资产相关的处置及债务重组问题，因此本篇报告将聚焦国内AMC（Asset Management Corporation，特指专业承接、处置不良资产的资产管理公司）行业，阐述其行业发展情况、业务模式、地产不良资产参与方式等，或对压力型或已出险房企及相关投资人有所启发。

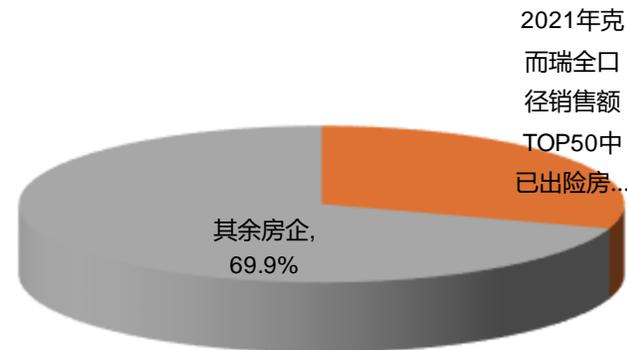
○ 近年中国商业银行不良贷款余额呈上升趋势



◎ 2023年以来仍有多家大型房企接连出险



◎ 2021年克而瑞全口径销售额TOP50中已出险房企当年销售额占全国销售额比重





目录CONTENTS

○ 前言

○ 国内AMC行业总览

● 不良资产处置模式

● AMC参与本轮地产供给侧改革模式

● 投资建议与风险提示

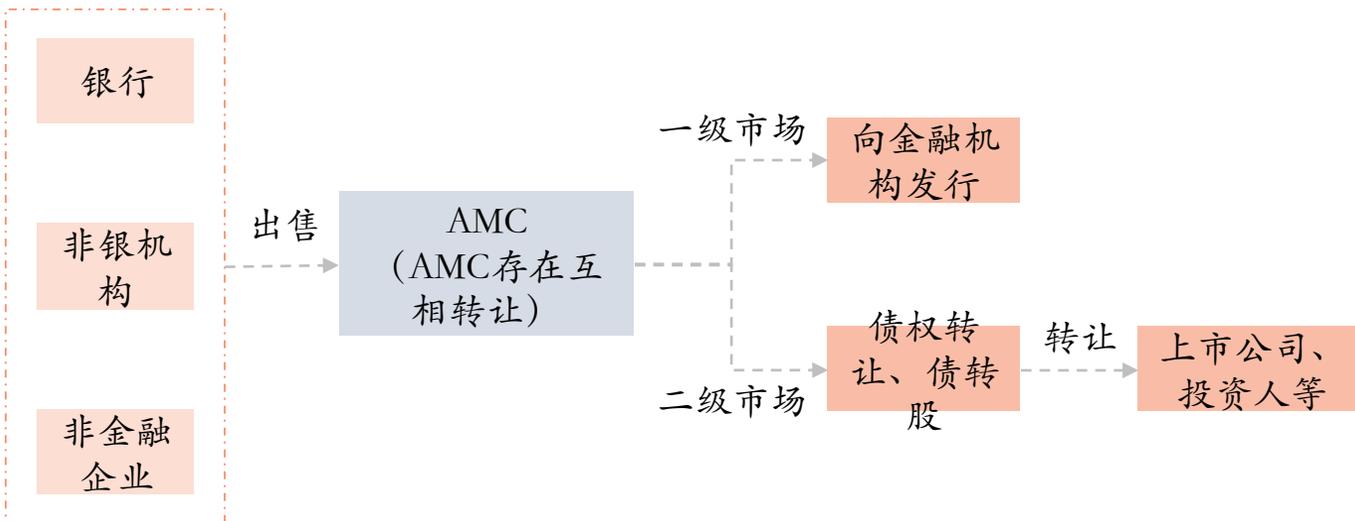
何为不良资产处置、AMC?

- **何为不良资产处置、AMC?** 不良资产处置指通过综合运用法律法规允许范围内的市场化手段对资产进行价值变现与提升的活动，其中AMC(资产管理公司)为行业主要参与者，在行业供给侧改革与市场出清方面发挥重要作用；房地产行业的不良资产主要指以房产相关物业进行抵押的不良资产，包括但不限于土地、烂尾楼、存量房等。目前国内不良资产的供给方主要分为银行、非银金融机构和非金融企业等。AMC 业务又可分为不良资产业务和其他业务两部分，本篇报告将把重心放于不良资产业务领域。
- 从资产负债循环角度看，金融服务的功能既包括“供水”（提供金融资源），亦包括“排水”（优化资源配置）等功能。不良资产沉淀累积易导致金融资源“梗阻”现象，从而影响服务实体经济的效果。

不良资产主要类型

银行贷款	无法按预先约定的期限和利率收回本金与利息的不良贷款，俗称“呆账”、“坏账”
债权	难以收回的应收账款、其他应收款等款项
不良资产	由于技术陈旧、市价下跌等导致可回收金额或可变现净额小于账面价值或成本的实物资产
股权	可回收金额低于其账面价值的股权投资

不良资产管理行业业务模式



国内AMC发展历程——从政策性收购到商业化转型

➤ 起步于应对亚洲金融危机，对口处置四大行不良资产，目前已完成商业化转型：上世纪90年代末亚洲金融危机爆发，叠加中国政府推进入市（加入WTO），计划经济时期沉淀的国有银行大量不良资产包袱亟待解决。管理部门决定采取剥离方式，于1999年分别设立中国华融、中国长城、中国东方和中国信达四大资产管理公司，分别对口接收、管理和处置来自中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行的不贷款，中国不良资产管理行业由此诞生。至今中国不良资产管理行业大致经历了4个发展时期，即政策性业务时期、商业化转型时期、全面商业化时期、竞争加剧时期。

○ 国内不良资产管理行业发展历程



国内不良资产处置行业格局——“5+地方系+银行系+外资系+N”

➤ 我国不良资产处置行业已形成“5+地方系+银行系+外资系+N”的市场竞争格局：由于全国性AMC机构发展较早、项目经营较为丰富，目前行业由五大全国性AMC机构主导。根据不良资产网统计，中国信达的不良资产处置规模较为领先，同时较为直接地参与到地产信托等项目；从区域分布来看，全国性AMC公司、银行系AIC集中在北京地区，地区AMC公司在空间分布上，数量与当地不良资产规模呈现较大相关性，如广东省于2023年8月设立全省第四家地方AMC公司——深圳资产管理公司，其他省市地区AMC数量均未超过3家。

不良资产主要参与者

参与者类型	主要参与者代表	特点
全国型5大AMC	中国东方、中国长城、中国华融、中国信达、中国银河	政策优惠、行业经验、人才储备、服务网络等方面具有先发优势，为行业主导者
地方AMC	各省级可设立2-3家资产管理公司，部分地市级除外，如深圳资产管理公司	空间分布上与当地不良资产规模呈现较大相关性
银行系AIC	建设银行、农业银行、工商银行、中国银行和交通银行设立的金融资产投资公司	依托母行的客户信息资源与业务优势，在债转股业务方面颇具优势；融资便捷
外资	橡树资本、KKR集团等	管理及研究经验成熟，经营专业化
其他机构	民营机构等，如三一重工旗下中鑫资产	由民间资本成立、大型企业集团设立，以处理企业集团内部不良资产为主、民间拍卖机构等

行业特点：顺周期和逆周期属性，高门槛&利润空间，严监管

具有顺周期和逆周期双重属性

- **逆周期性：**当宏观经济处于稳步向好时，企业盈利能力提升，偿债能力改善，不良资产供给总量减少；当宏观经济处于调整阶段，企业盈利能力下降，偿债能力恶化，不良资产逐步暴露，供给总量增加，此外银行及非银业务模式调整转变时，不良资产剥离需求亦随之增加
- **顺周期性：**但若经济增速持续下行，资产价格下跌，不良资产处置难度亦将增大，为AMC运营能力带来负面影响

利润空间较好

- AMC盈利策略主要为低买高卖，在经济增速下行时期以较低价格收购不良资产，随后在经济复苏时通过转让、管理和处置等方式使资产价值提升，两者价差为AMC不良资产处置的主要收益
- 在经济增速下行背景下，AMC议价能力较高，通常可获得较大利润空间支撑长远发展

市场准入门槛及行业集中度较高

- 受监管限制，国内不良资产管理行业具有较高准入门槛，目前以全国性AMC为主导，在政策优惠、行业经验、专业人才、服务网络及资本实力等方面具有明显先发优势

行业监管环境日趋完善

- 行业监管环境不断完善，陆续从注册资本、业务范围、资金来源、公司治理、财税政策、业务范围、业务活动、公司治理等方面提出监管要求和指引

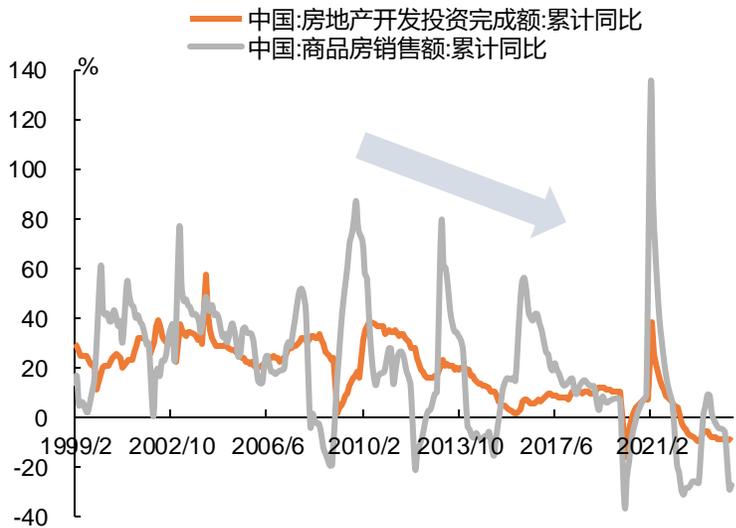
经济增速/结构换挡期+供给侧改革下迎来行业机遇

- ▶ 在当前经济结构转型升级、步入“新常态”的背景下，经济增速换挡期与结构调整阵痛期的产能过剩行业面临调整压力，为不良资产行业提供充沛市场供给与收购处置/重组类业务机会，去杠杆与盘活存量需求日趋增加，潜在不良资产市场规模逐渐扩大。
- ▶ 从地产行业看，地产投资销售增速有所减缓，从供需关系角度看亦存在结构性过剩现象，不乏多家大型房企相继出险，供给端出清压力犹在，AMC入局亦将助力房企加速资产处置进度，促进行业风险化解和出清。

国内GDP增速放缓



房地产投资销售增速



中国实体经济部门杠杆率





目录CONTENTS

○ 前言

○ 国内AMC行业总览

● 不良资产处置模式

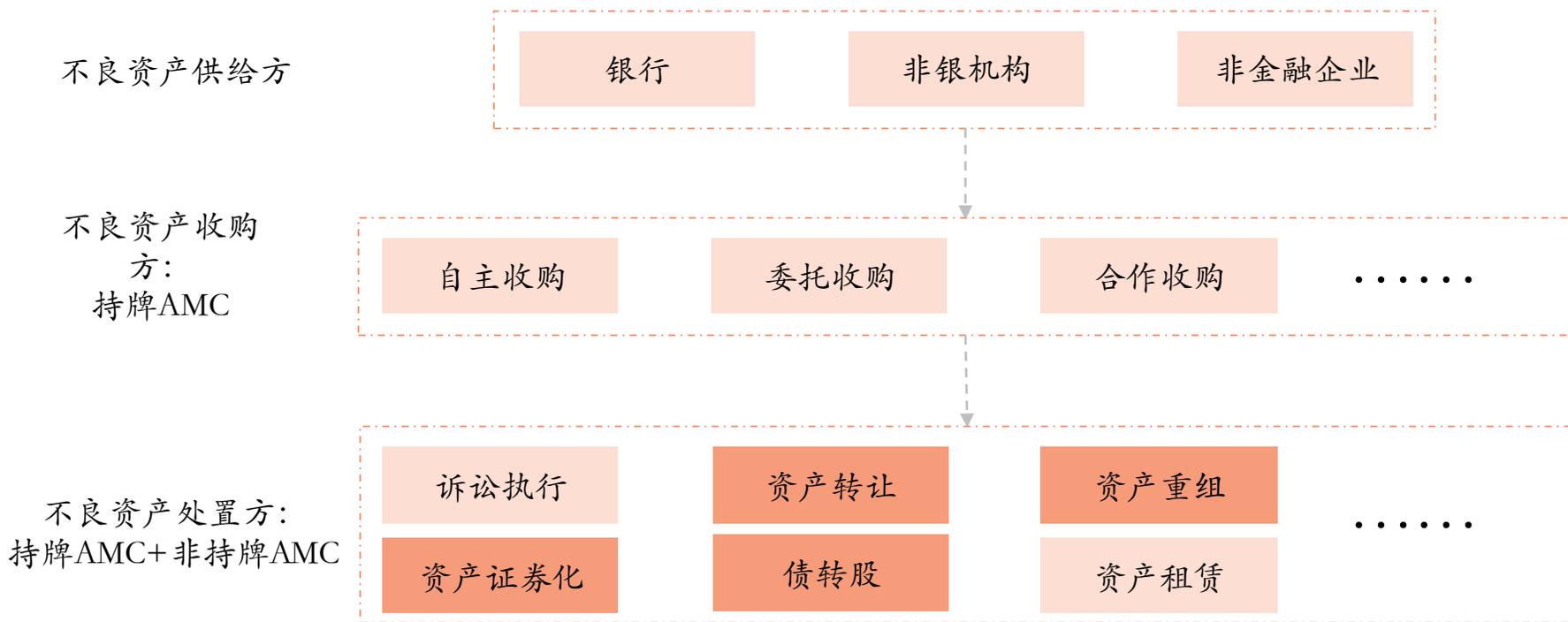
● AMC参与本轮地产供给侧改革模式

○ 投资建议与风险提示

国内AMC常见业务模式：收购+处置

- AMC不良资产业务模式较为清晰，通常是通过收购（自主收购、委托收购、合作收购等）的方式从银行、非银金融机构和非金融企业获取不良资产，但非持牌AMC无法直接参与不良资产一级市场交易，一般会委托持牌机构收购后再将不良资产转让。
- 常用处置方式，包括但不限于诉讼执行、资产转让、债转股、资产租赁、资产证券化、资产重组、破产重整等，债权转让、资产证券化、资产重组、债转股等为常见处置方式，其中不良资产的二次转让为运作周期较短的方式，而债转股运作周期较长，通常涉及对标的资产进行运营改造。

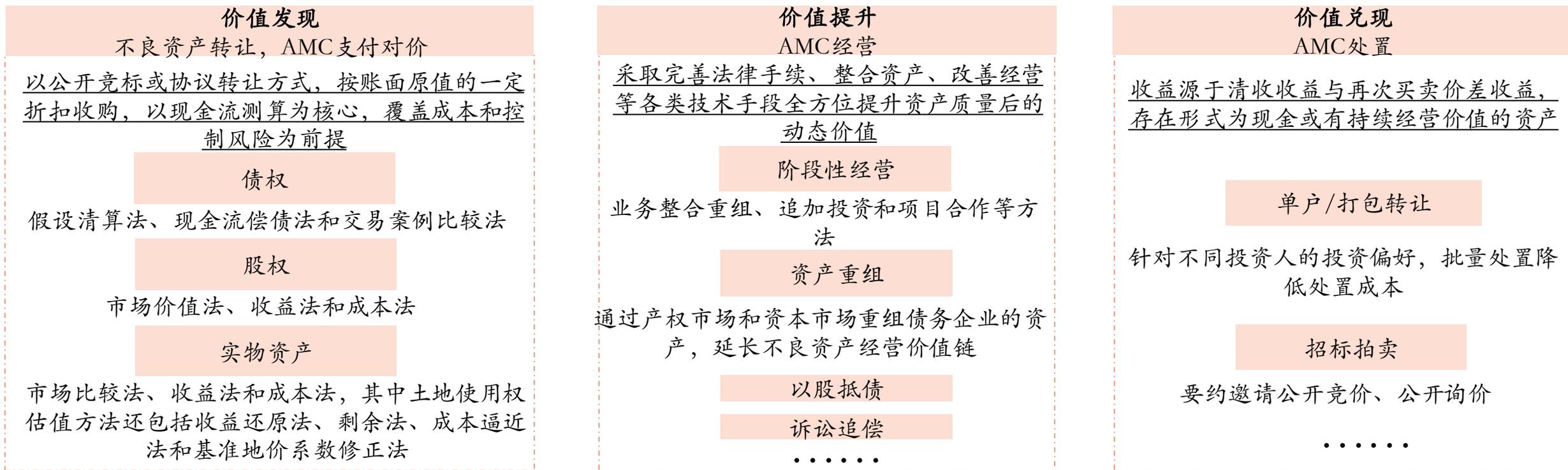
国内AMC常见业务模式：收购+处置



不良资产处置模式（一）——收购处置

➤ 收购处置类业务是指折扣收购不良资产，进行价值发现与提升，同时避免价值减损，然后寻机出售或通过其他方式回收，从而实现价值最大化。收购资产的折扣率取决于资产质量与市场等因素，处置周期较短，一般为1-3年，资金使用效率较高，对不良资产的定价和处置能力为该类业务的核心竞争力。该类业务需结合资产特点、债务人情况、抵质押物情况等因素，灵活采用处置方式，包括但不限于阶段性经营、资产重组、债转股、单户/打包转让、折扣清偿、破产清算、本息清收、诉讼追偿、以物抵债等。

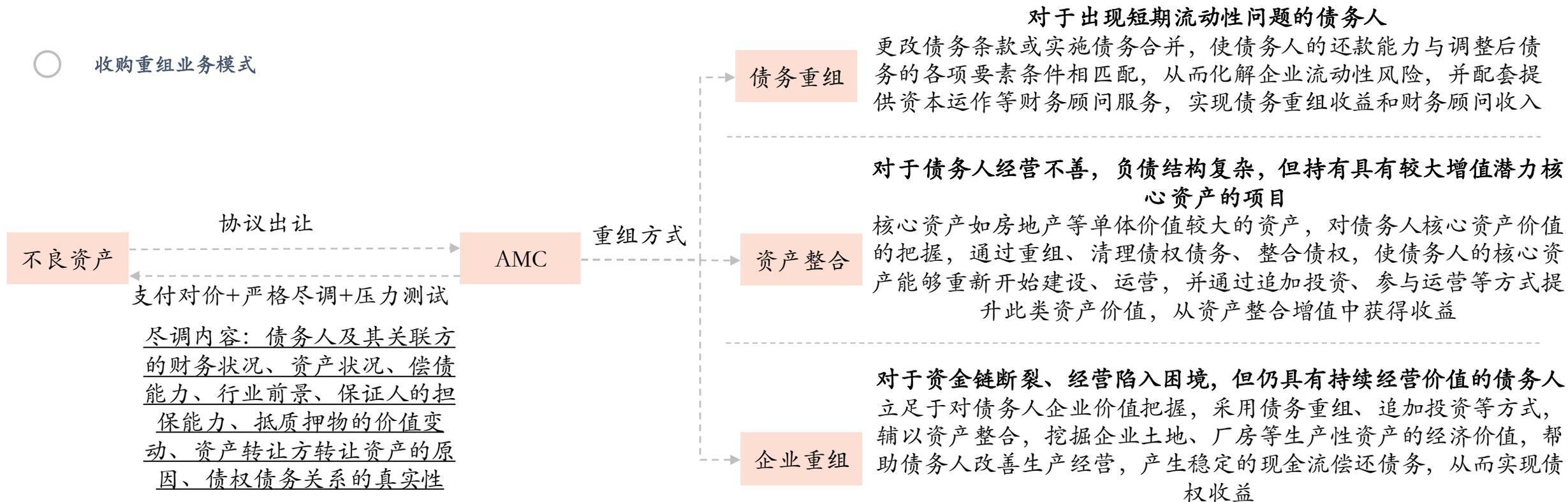
○ 收购处置业务模式



不良资产处置模式（二）——收购重组

- 收购重组类业务是指根据不良资产风险程度确定实施债务或资产重组的手段，并与债务人及相关方达成重组协议的业务。针对流动性暂时出现问题的企业，进行信用风险重新定价并将信用风险化解的关口前移，盘活有存续经营价值的不良债权资产，修复债务人信用，在风险可控前提下追求较高重组溢价。对整体债权价值的发现、重估和提升能力为从事该类业务的核心竞争力。收购重组类项目的运作周期一般为2-3年，一般实行分期偿还方式。项目准入标准较为严格，主要还款来源还需承受压力测试，如对于涉房类项目需评估销售降价幅度、销售进度等，担保措施需充分且合法有效。

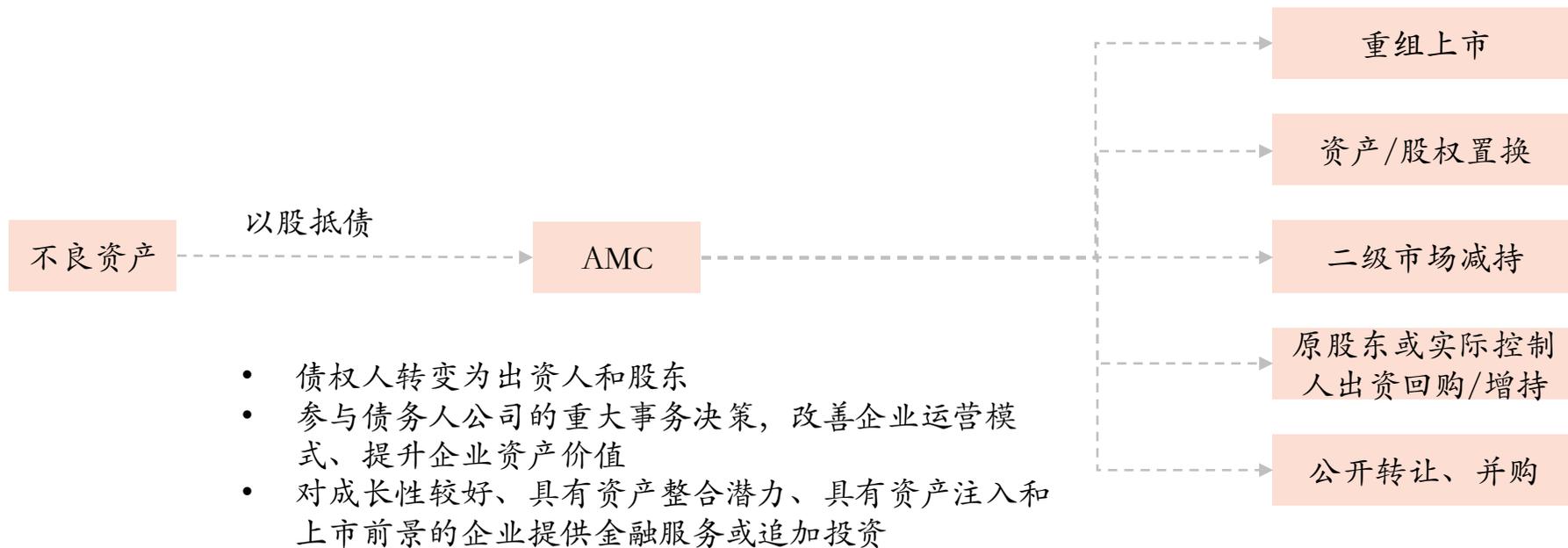
○ 收购重组业务模式



不良资产处置模式（三）——债转股

- AMC通过以股抵债等方式获得不良资产，并通过改善经营模式、资本化运作提升资产价值、证券化率、资产流动性等，重估资产潜在价值，而后通过资产置换、并购、重组和上市等方式增厚退出收益。AMC 将不良资产转变为对债务人企业的股权，角色由债权人转变为出资人、股东，在该种处置模式下退出周期较长，亦对AMC 提出较高运营要求，不排除AMC对成长性较好、具有潜力的企业提供金融服务或追加投资等。

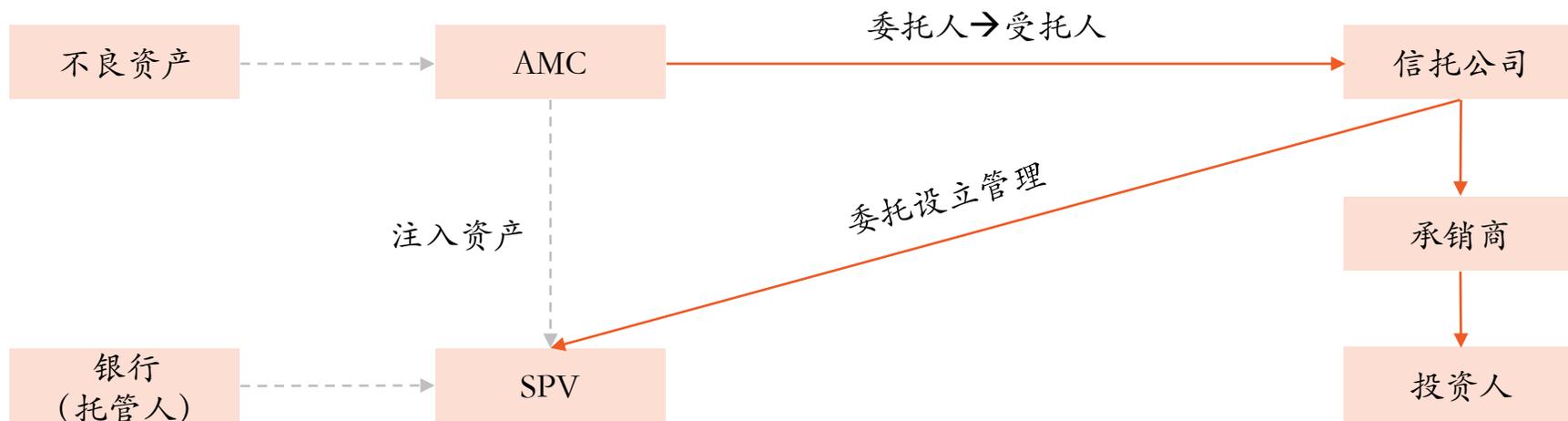
○ 债转股业务模式



不良资产处置模式（四）——资产证券化

- 不良资产资产证券化即将不良资产打包分类发行证券产品，该类处置方式起源于海外，在国内起步较晚，最早于2005年在国家开发银行和中国建设银行试点施行，2008年受美国次贷危机影响一度暂停，直至2016年正式重启试点，银行间市场交易商协会亦发布《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》予以配合。AMC参与不良资产证券化的常见模式为委托信托公司设立SPV，从而进行证券化处理。

○ 资产证券化业务模式





目录CONTENTS

○ 前言

○ 国内AMC行业总览

● 不良资产处置模式

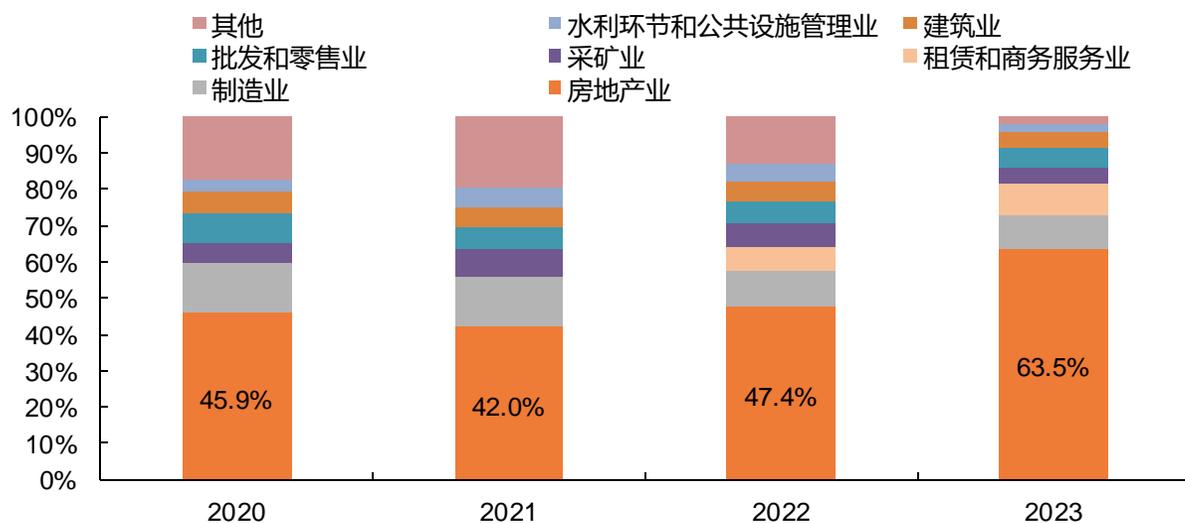
● **AMC参与本轮地产供给侧改革模式**

○ 投资建议与风险提示

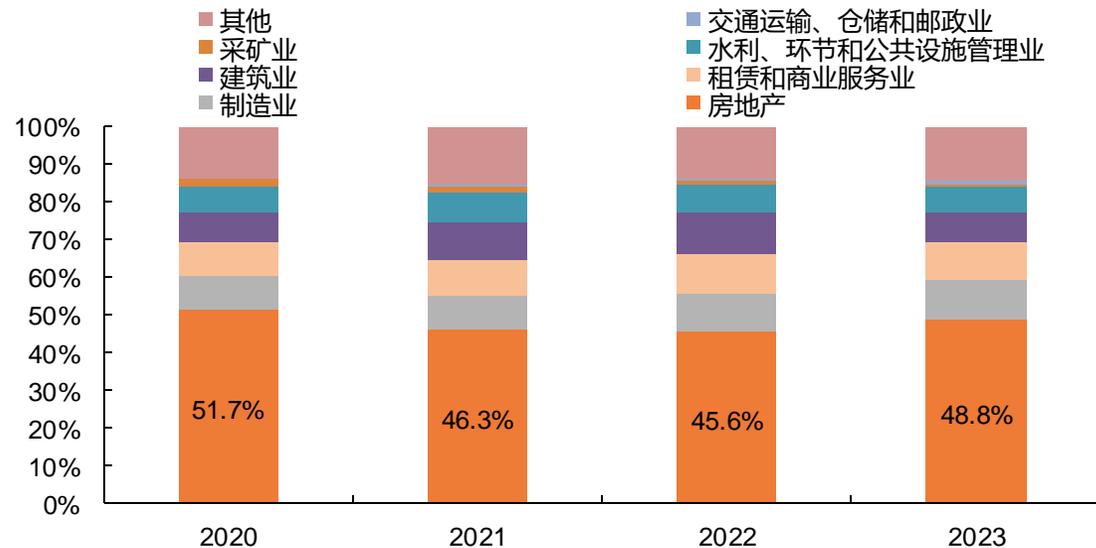
AMC深度参与地产类不良资产处置，已有专项再贷款落地

- ▶ **房企违约潮下地产不良资产市场供给增多**：不良资产中房地产类因其抵押物价值高，若能低价收购并盘活，通常可获得较高收益。本轮地产供给侧出清下，房企债务违约风险加剧，银行涉房不良贷款率及非银机构地产类非标违约率攀升，地产不良资产潜在空间明显扩大。
- ▶ **央行成立房企纾困专项再贷款，定向支持5家全国性AMC，2024Q1已落地209亿**。2023年1月人民银行创设结构性货币工具——房企纾困专项再贷款，定向支持华融、长城、东方、信达、银河5家全国性AMC，支持其对受困房地产企业项目并购化险；对于符合要求的并购资金，按并购实际投入金额的50%予以资金支持，利率1.75%。截至2024Q1，房企纾困专项再贷款800亿额度中，已落地209亿元。

○ 中国信达收购重组类不良资产行业分布占比（按收购金额）



○ 中国华融收购重组类不良资产行业分布占比（按收购金额）



本轮地产调整，出险房企不乏引入战投资金或AMC纾困

➤ 本轮地产调整，房企应对流动性危机的措施，包括但不限于出售资产（即收并购）、股权融资、引入国资战投、AMC纾困等：

（一）出售资产：通常为房企自救首选，但仅限于“资产大于负债”项目，资产受限多且需折价出售，不利于房企可持续发展。

（二）股权融资：尽管涉房上市公司重启股权融资，但进展整体推动缓慢，定增获批及发行仍以非出险央国企为主。

（三）引入国资战投：国企对外投资限制严格，房企引入国资持股比例不高，叠加地产下行风险，国资支持意愿不够强烈，如建业、华南城引入国资后，仍再次陷入流动性困境。

（四）AMC纾困：市场化纾困方式如收并购等局限于“资产大于负债”的优质项目，且在鼓励头部房企收并购的基础上，多数已被市场消化，对于资不抵债项目仍面临重组定价、纾困资金来源、破产重整等问题。本轮AMC参与纾困，区别于以往作为中介从银行、非银机构收购涉房不良资产，更为直接对接出险房企，服务形式更为多元，从传统项目层面纾困延伸至出险房企重整及代建等工作，各地方AMC亦加速入局。

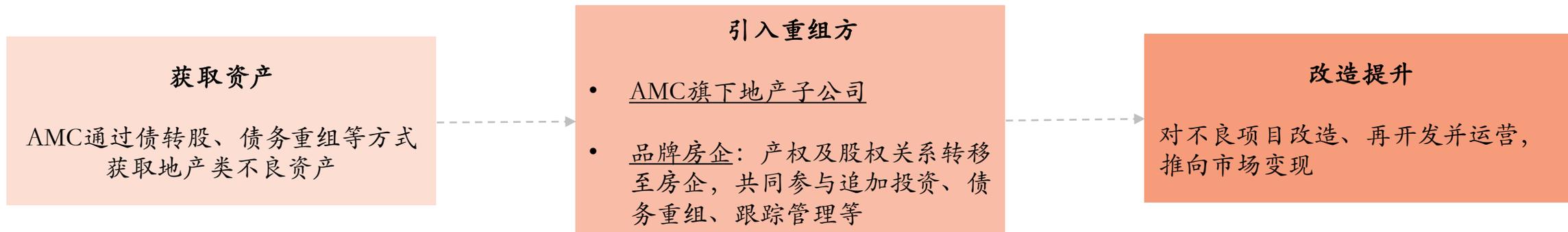
○ 部分AMC机构参与房企纾困细节

AMC机构	参与房企纾困细节
浙商资产	与浙江省房地产业协会初步成立“并购重组专项资金”，规模100亿
中国信达	与佳源国际签署合作备忘录，在盘活存量资产、优化资源配置、流动性改善、企业纾困等方面提供专业支持；与陕建地产签署合作备忘录，共同设立总规模不超过100亿元的并购重整基金，积极围绕危困房企并购开展合作
中国华融	与中南建设签署战略合作协议，将在项目并购、资产盘活等方面与中南建设展开合作，相关支持项目总规模不超过50亿元
长城资产	与招商蛇口、佳兆业在深圳签署战略合作协议，约定以佳兆业在深圳、广州、东莞、佛山等粤港澳大湾区的城市更新为基础，设立三方合作平台共同开发
招商平安资产	参与新华联文旅重整

房企+AMC合作模式（一）——重组再开发

- **AMC**收购处置地产类不良资产后，**AMC**可利用旗下地产子公司或引入品牌房企作为重组方，直接对实物进行再开发打造。
- **AMC**房产子公司（如中国信达旗下的信达地产、中国华融旗下的华融置业）优势在于资本操作经验丰富与风险处置能力，解决不良资产附带的复杂信贷问题，但品牌认可度及产品力相对较弱；
- 引入大型品牌房企作为重组方，可利用其市场开发运营经验及品牌影响力，同时拓宽大型房企的拿地渠道，亦可享受**AMC**的融资便利，如长城资产联合招商蛇口参与佳兆业纾困，探索“央企+AMC+出险企业”的新思路。

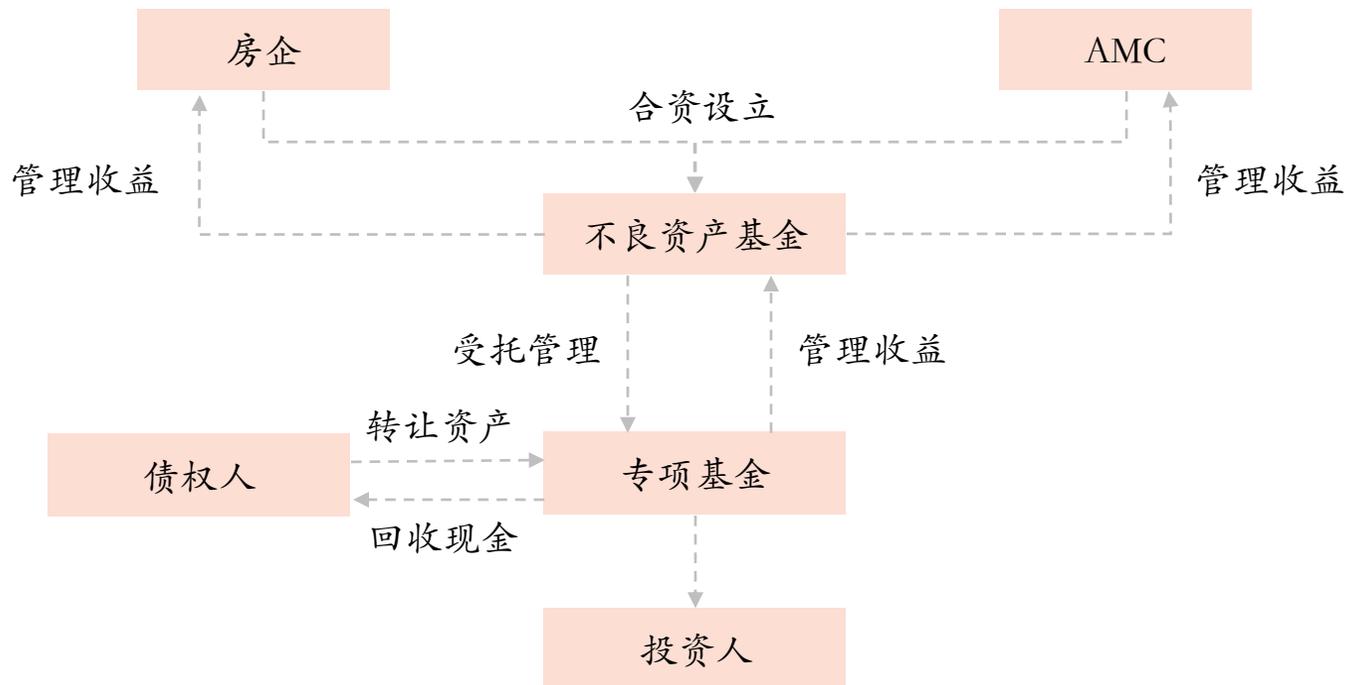
房企+AMC合作模式——重组再开发



房企+AMC合作模式（二）——不良资产处置基金

- 不良资产处置基金模式下由房企和AMC共同出资设立基金公司，由基金公司对不良资产进行处置。该种模式下不良资产基金主要承接处置与开发风险，但金融监管与风险隔离更为严格，AMC和参与房企可分享管理收益，降低单方出资风险。
- 典型案例如中国华融和蓝城以“AMC+代建”模式纾困仙居北岸绿洲项目，该项目初始开发商为浙江大卫房地产，2018年浙江大卫破产后恒大地产成为重整投资人，2023年初该项目采取财产权信托隔离资产的处置方式脱离与恒大主体的关联性。

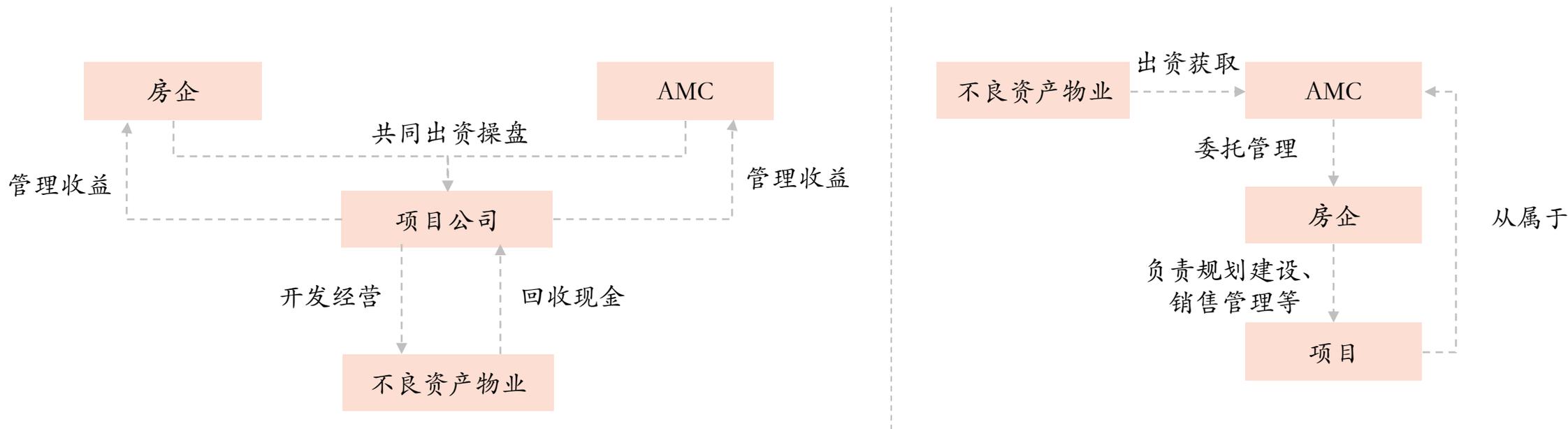
房企+AMC合作模式——不良资产处置基金



房企+AMC合作模式（三）——联合管理开发和代建

- 联合开发管理和代建模式下，房企与AMC旗下地产子公司直接合作，输出旗下代建品牌或小股操盘，共享开发或代建收益等，但需注意合理分配利益且达成开发理念一致。

房企+AMC合作模式——联合管理开发和代建



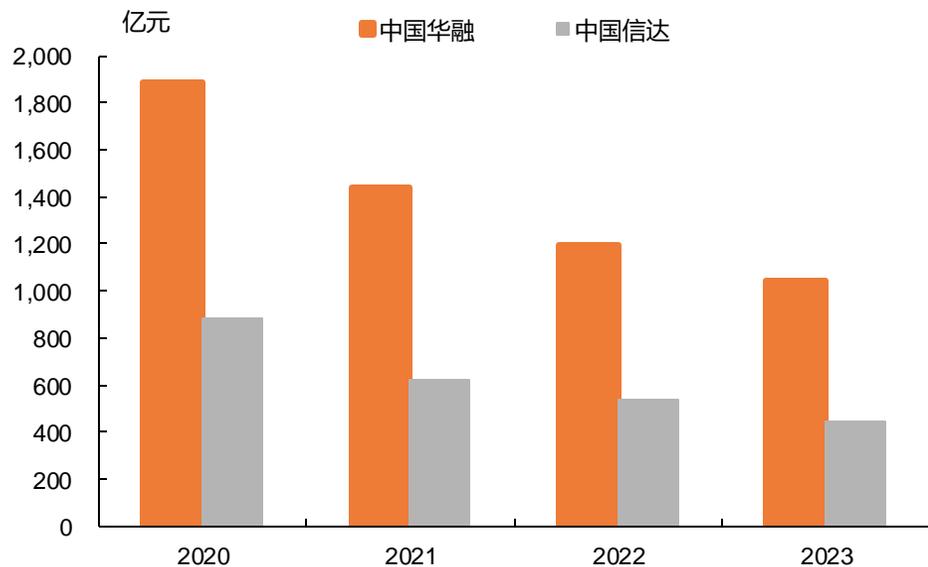
AMC自身亦有压力，审慎防范“二次不良”

➤ 当前不良资产行业资产质量及行业风险敞口亦面临压力：尽管2021年以来房企违约风险加剧，导致AMC业务机会增多，但AMC存量业务普遍对房地产行业敞口较大，且自身拨备水平弱于商业银行，叠加经济增速放缓背景下资产增值空间有限，资产质量亦带来坏账与资本压力，部分资产无法退出，当前仅能依靠同业间持续展期存续经营，形成“二次不良”；从AMC财报看，中国信达近年利润水平承压，中国华融、中国信达收购重组类地产不良资产绝对金额亦呈下滑趋势，当前国内AMC仍面临融资渠道受限、主营业务竞争力弱、主体竞争区域不均、牌照政策支持有限等问题，业务成熟度与专业度同海外相比仍有较大差距。

近年中国信达归母净利润呈下滑趋势



中国华融&中国信达收购重组类地产不良资产绝对金额下滑





目录CONTENTS

- 前言
- 国内AMC行业总览
- 不良资产处置模式
- AMC参与本轮地产供给侧改革模式
- 投资建议与风险提示

投资建议与风险提示

- **投资建议：**政策鼓励市场化纾困背景下，AMC加速布局地产不良资产领域，为化解行业风险的重要方式之一。但由于出险房企资产质量参差不齐且多数优质资产已出售或抵押、背后债务问题错综复杂等症结，“AMC+出险房企”模式进度缓慢，大多仍停留在协议阶段，实际效果有待观察；多数压力型及出险房企仍需借助债务展期、出售/抵押资产等常规手段自救。但随着行业调整期延续导致违约风险积聚，后续不排除房企出让优质资产意愿增强，纾困机制鼓励政策加码，建议积极关注AMC介入机会和优质资产收并购机遇。
- **风险提示：**1) **楼市成交持续疲软风险：**近期楼市复苏呈现疲态，若未来经济及收入恢复低于预期，或带来销售持续低于预期风险，不良资产处置难度增大；2) **个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：**当前房企资金环境仍较紧张，若政策发力效果不及预期、资金压力较高，企业仍存债务违约展期风险；3) **政策改善及落地执行不及预期风险：**当前购房影响因素由烂尾担忧转为房价及收入预期转弱，后续若政策改善、落地执行力度不及预期，可能难以对需求形势进行根本扭转；4) **AMC 融资及牌照政策变化：**AMC属资金密集型行业，还应关注AMC 融资渠道是否畅通等问题，以及AMC 牌照相关政策变化等。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。