



资产划转的熵增效应 对城投公司的影响研究

联合资信 公用评级三部 | 马颖 张婧茜 韩锦彪



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



前言

近年来，城投公司资产划转案例日渐增多，部分甚至出现频繁、规模较大的资产划出，对城投公司的信用风险带来扰动。我们将熵的概念引入信用风险研究，通过指标体系测度资产划转事项的熵增效应对城投公司的影响程度。

熵最早源于热力学，用于衡量系统的无序程度。熵增过程表现为系统无序度的增加，使系统功能和结构趋于更加混乱和未知。资本市场本身并非孤立系统（受政策、经济等外部因素影响），信息传递、投资人行为分歧等往往会导致自动趋向熵值增加的状态。城投公司作为资本市场上的参与者之一，其信用风险系统无时无刻不受到自身行为和外界各种因素的影响，处于动态变化中。

资产划转对城投公司的熵增效应是指资产划转事项通过改变城投公司的平台地位、外部支持、偿债能力、债务负担、资产质量等关键信用要素，导致城投公司的还款能力发生变动，加剧其债务偿还的不确定性，对其信用风险产生影响。本文在研究城投公司资产划转事项产生的背景、划转的主要动机及趋势的基础上，一方面从投资人视角分析他们对重大资产划出的反应及表现，另一方面通过建立熵增风险评价指标体系，测度重大资产划出对城投公司的影响程度，并为债券市场上的投资人及发行人提出建议。

一、现状分析

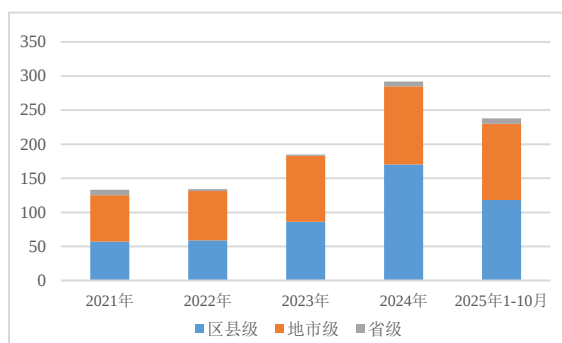
近年来城投公司资产划转的案例不断增多，在国家实施一揽子化债政策并对城投公司新增融资进行限制的情况下，2023 年划转案例明显增多，2024 年达到近年来的高峰。划转资产的城投公司所在区域以江浙为主，其次为山东和重庆。绝大多数为资产的划出，划转资产的类型主要是股权，部分城投公司划转的规模较大，涉及触发召开债券持有人会议甚至为重大资产重组，加剧了城投公司债务偿还的不确定性，给其带来熵增风险。

随着国资国企改革的深化和城投公司市场化转型进程的加快，近年来城投公司资产划转案例不断增加，2023 年城投公司资产划转案例明显增多，当年国家实施一揽子化债政策并对城投公司新增债券融资进行收紧，为了突破融资限制，部分省市纷纷通过资产划转方式组建产业类主体，2024 年城投公司发生的资产划转案例数量达到近年来的高峰（292 个），2025 年前十个月的资产划转案例亦超过 2024 年的 80%。

从行政级别来看，仅有少数划转案例发生在省级城投层面，2021—2023 年地市级城投的划转案例数量均略高于区县级城投，受江苏、浙江和重庆¹等省份的区县级

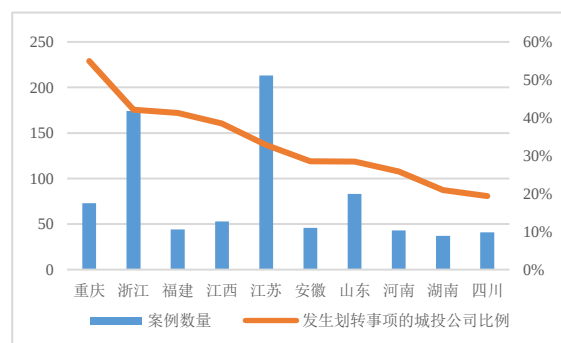
¹ 本文中直辖市的市级城投按省级城投统计，其下辖区县的城投按区县级城投统计

城投划转事项增多影响，2024 年区县级城投划转案例数量首次超过地级市城投，这一现象亦维持到 2025 年前十个月。



数据来源：Wind，联合资信整理

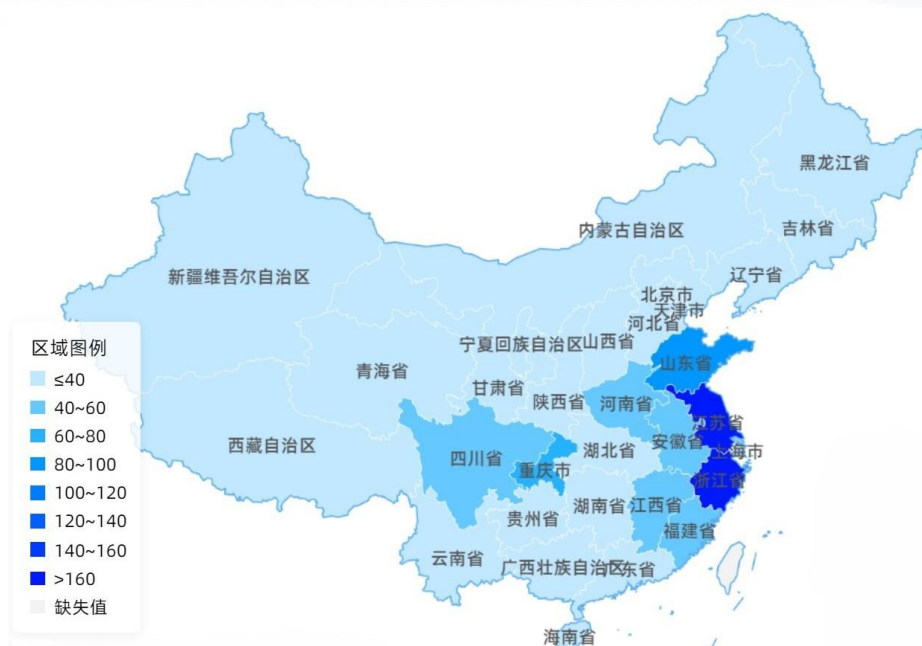
图 1.1 城投公司资产划转案例数量



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 主要省份划转案例数量及划转比例

从划转区域来看，江苏（213 个）和浙江（174 个）的城投公司划转案例数量远高于其他省份（该两省案例约占全部的 40%），紧随其后的则是山东（83 个）和重庆（73 个）。究其原因，一方面，上述地区发债城投基数大，另一方面，上述地区在深化国企改革、盘活国有资产和推进城投公司市场化转型方面进行的探索和尝试相对其他省份起步早、力度大。贵州、云南、广西等地区的城投公司划转案例较少，一是因为上述地区化债压力较大，区域内的地方政府及城投公司集中力量压降债务和进行债务重组，二是因为上述地区融资环境脆弱，投资者对区域内城投公司的资产划出事项更加敏感，城投公司也因此谨慎划转资产。从 2021 年以来发生划转事项的城投公司数量占区域内当前发债城投总数的比例来看，重庆、浙江和福建的城投公司的划转比例较大（见图 1.2），其中重庆的划转比例超过 50%，这或与其近年来广泛施行的“三攻坚一盘活”改革及化债方案密切相关。



注：上图中案例研究范围为 2021 年至 2025 年 10 月的发债城投公司划转案例

数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.3 城投公司资产划转案例区域分布

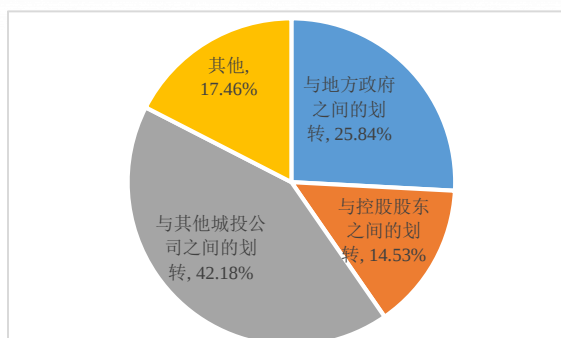
从划转主体性质看，城投公司所在企业群体体系内的资产划转案例约占 15%²，该种划转事项的形成通常是企业集团内部调整或整合业务板块所致。城投公司之间（包括城投公司与地方普通国企之间）的资产划转案例占比最高（约占 42%），其中不乏一定数量的城投公司向区域内新组建的产业类主体划转开展市场化业务子公司的案例。城投公司与地方政府之间的划转案例则约占全部案例的四分之一，该种情况主要是基于地方政府盘活国有资产或发展区域重点产业考虑而要求收回城投公司账上的资产，亦或是出于对城投公司高质量发展的支持而实施的资产划入。其余主要为城投公司与地方政府及区域内城投公司之间等多主体进行的资产划转。

从划转方式来看，城投公司资产划转主要表现为资产划出（约占 89%），仅有少量案例（低于 3%）为资产划入，其余案例则同时涉及资产划入及划出。

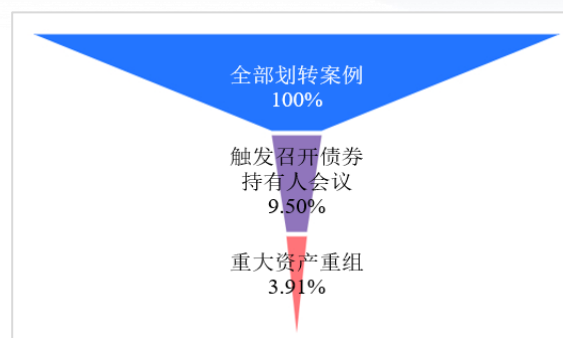
从划转规模看，约 9.50%的案例涉及触发召开债券持有人会议³，其中部分案例涉及重大资产重组（约占全部案例的 4%）。由此可见，部分城投公司划转资产的规模较大，加剧了其债务偿还的不确定性，给其带来熵增风险。

² 研究范围为 2023 年以来的发债城投公司划转案例，下同

³ 触发召开债券持有人会议的情形根据各债券的发行文件而定，部分重要情形包括：①发行人及合并范围内子公司拟出售、转让、划转资产或放弃其他财产，将导致发行人净资产减少单次超过上年末经审计净资产的 10%的；②发行人及合并范围内子公司发生可能导致发行人丧失其重要子公司实际控制权的情形；③发行人及合并范围内子公司拟无偿划转、购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易，构成重大资产重组的



数据来源：Wind，联合资信整理

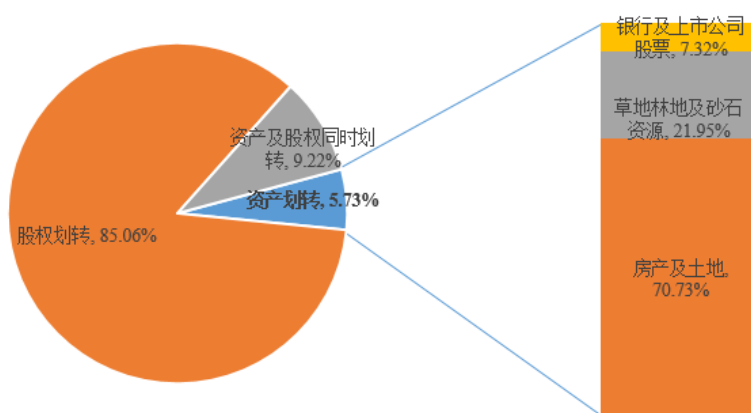


数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.4 2023 年以来城投公司划转主体性质

图 1.5 2023 年以来划转案例规模分析

从划转资产类型来看，绝大多数（约占 85%）为股权划转，资产划转约占 6%，剩余为资产及股权同时划转。在资产划转中，大部分为城投公司无偿划转所拥有的房产及土地，约 22%的案例为草地、林地及砂石资源的划转，少部分为流动性较强及收益性较好的银行及上市公司股票的划转。房产、土地及砂石资源等实物资产和经营权的划转更多是基于国有资产盘活的目的而发生。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.6 2023 年以来城投公司划转资产类型划分

二、划转背景及原因分析

城投公司划转案例的背后体现了城投公司为实现市场化转型和高质量发展的努力和尝试。一方面，在国家“化债+发展”的主基调下，地方政府持续深化国企改革，积极盘活存量资产，以防范和化解地方政府债务风险，并借助搭建产业集团，加快推进区域重点产业发展。另一方面，城投公司为聚焦主业和提高盈利能力，主动剥离造成拖累的非核心主业，并借力资产划转等方式，向市场化和产业化转型，以实现债券

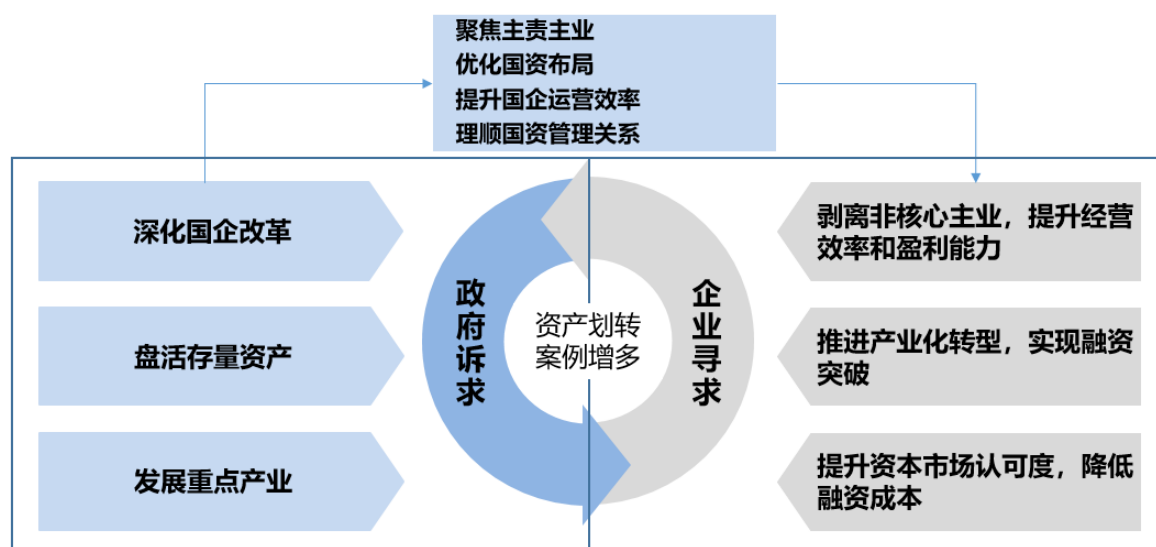
新增融资突破和资本市场认可度的提升，达到拓展融资渠道的目的。

近年来，城投公司资产划转案例迅速增多，究其原因，一方面，在国家“化债+发展”的主基调下，地方政府持续深化国资国企改革，积极盘活存量资产，以防范和化解地方政府债务风险；另一方面，围绕区域战略布局和重点发展产业，地方政府通常借助搭建产业集团，加快推进相关产业发展壮大。

地方政府深化国企改革的需要。为深化国资国企改革，以山东、福建、河南等为代表的部分省市要求所在区域国有企业主业数量不超过 3 个，要求国有企业加快剥离非主业、非优势业务和低效无效资产，围绕功能定位明确主责，并根据主责确定主业，提高主业竞争力，降低无序竞争。比如 2023 年以来烟台市市属企业进行的专业化整合，烟台市政府将文旅、水业、能源及公用事业等相关企业股权划入烟台蓝天投资发展集团有限公司，将烟台蓝天投资发展集团有限公司板块内的金融相关股权投资划转至烟台市财金发展投资集团有限公司。

地方政府盘活存量资产的部署。为了防范化解地方政府债务风险，各地在盘活存量资产方面不断进行有益探索和尝试。比如，2023 年以来重庆市政府大力推进“三攻坚一盘活”改革，在改革方案要求下，部分城投公司将所持有的公租房资产或砂石经营权无偿划转至政府部门，之后通过竞标等方式获得上述资产的出租权或经营权。

地方政府发展重点产业的需要。为了发展地方重点产业、新兴产业，地方政府可能会通过设立产业集团，将区域内相关产业的优质资源集聚在一起。比如在北京市政府部署组建北京数据集团有限公司的安排下，北京亦庄投资控股有限公司等在内的城投公司将其相关子公司无偿划转至北京数据集团有限公司。



资料来源：联合资信整理

图 2.1 城投公司资产划转背景

城投公司主动剥离非核心主业，以提升市场化经营效率和盈利能力。随着国企改革的深化，部分地区要求区域内城投公司主业数量不超过 3 个，为聚焦主责主业，同时增强盈利能力，城投公司主动剥离造成拖累的非核心主业，尤其是亏损的子公司或业务，在聚焦主业的同时有利于改善其盈利状况。比如伊川财源实业投资有限责任公司 2025 年 5 月将长期未开展实质性业务导致持续亏损的 5 家子公司划出，该 5 家子公司的划出预计带动其净利润增长 83%。

为突破新增融资限制和增强自身造血能力，城投公司积极通过划转等方式推进市场化、产业化转型。国家实施一揽子化债政策后收紧了对城投公司的新增债券融资。为突破该种融资限制并增强自身造血能力，城投公司积极通过资产划转、收购等方式打造产业化主体。比如黄石市东楚投资集团有限公司（以下简称“东楚投资”）2023 年 11 月将下属开展收费路桥运营的子公司、交通建筑材料销售的子公司等无偿划转至新打造的产业类子公司黄石产投控股集团有限公司（以下简称“黄石产投”），黄石产投在 2024 年的下半年实现了银行间债券及交易所债券的新增（债券募集资金用于补流、项目建设及偿还有息债务等），一定程度上拓展了东楚投资的融资渠道。

为提升资本市场认可度并降低融资成本，城投公司积极筹划重大资产划入。若涉及重大资产划入，并伴随着职能定位及区域地位等的提升，城投公司在资本市场上的认可度或将随之提升，其债券融资成本相应下降。比如浏阳市某城投公司在 2024 年 12 月至 2024 年审计报告披露前与可比企业⁴的利差偏离值（即样本企业的主体信用利差与可比企业的主体信用利差的差值）多数分布在-10BP 至-5BP 之间，2024 年其获得政府较大规模的资产注入，资本实力有所增强后，其与上述可比企业的利差偏离值扩大到-20BP 至-15BP 之间。

三、划转对城投公司的影响研究

投资人视角下城投公司与可比企业利差偏离值的变化方向与本文建立的熵增风险指标体系下的评价结果基本一致。当无偿划出从事城投类业务的重要子公司时，城投公司的熵增风险上升，投资人的认可度多数情况下也会下降。当无偿划出规模较大的负债率较高的从事市场化业务的子公司时，城投公司的熵增风险下降，投资人的认可度亦或随之上升。

（一）从投资人视角观察资产划出的影响

我们通过对部分重大资产划出案例进行研究发现，当城投公司无偿划出负债率较高的重要子公司或收益有限呈亏损的重要子公司时，投资人认可度或将提升。

⁴ 可比企业选择的标准为同区域同级别的城投公司

当无偿划出从事城投类业务（尤其是现金流良好的水务业务）的重要子公司时，多数情况下会伴随着投资人认可度的下降。对于区域化债压力较大的弱资质城投公司而言，其频繁划出资产，即便划出未改变其城投属性，该类划转也可能引起投资人对其区域地位的担忧，投资人对其资产划出的敏感性更强。

在无偿划出从事市场化业务的子公司且对其偿债指标等影响不大的情况下，投资人的反应较为温和。

我们以 2021 年以来城投公司发生的规模较大的 27 个资产划出案例⁵作为观察样本，观察资产划出对相关城投公司信用利差的影响程度，从投资人视角分析其对城投公司资产划出的反应。

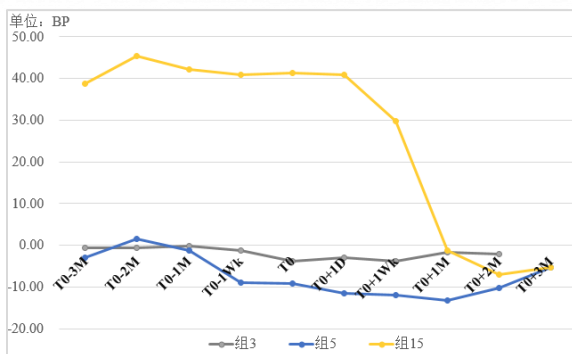
为便于分析，我们将利差偏离值作为观察值，重点观察划转公告前后（即观测期间）样本企业与可比企业的利差偏离值的变化情况，以判断投资人认可度的变化⁶。

我们根据投资人认可度的变化方向将上述 27 个案例分为 3 个观察组。其中，组 3、组 5、组 15 的样本企业的利差偏离值的变化一定程度上体现了资本市场认可度的相对提升（见图 3.1）。其中，组 3 的样本企业在 T0⁷之前与可比企业的利差偏离值（负值）较小，T0 及 T0+1D 时该利差偏离值（负值）小幅走阔，其无偿划出的是从事市场化业务的负债率较高的子公司。组 5 的样本企业在 T0-1Wk 之前与可比企业的利差偏离值较小（正负交叉），自 T0-1Wk 起，该利差偏离值（负值）迅速扩大。组 5 的样本企业无偿划出的主要是从事城投类业务因此积累了大规模刚性债务的重要子公司，划出后样本企业的业务聚焦于自来水供应及污水处理等具备一定平衡能力及区域竞争力的民生类业务。组 15 的样本企业与可比企业的利差偏离值在 T0+1M 之前为正值，其无偿划出了基本无收益的亏损子公司，并承诺协调政府注入优质资产，在 T0+1Wk 时该利差偏离值明显下降，在 T0+1M 及之后时点利差偏离值降为负值。

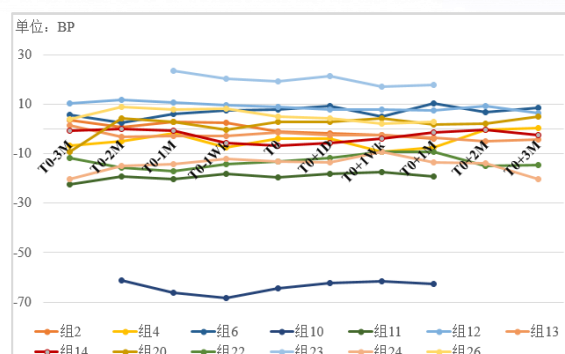
⁵ 此处规模较大的定义为涉及触发召开债券持有人会议，27 个划出案例是从 2021 年以来所有涉及触发召开债券持有人会议的划出案例中进行选取，受限于部分案例缺少可比企业、本身利差数据不全亦或可比企业利差数据不全，因此限制了观察样本的数量

⁶ 投资人认可度变化的判断方式为在样本企业与可比企业的利差偏离值为正的情况下，观测期间该利差偏离值有所收窄，视为投资人认可度相对提升，反而则视为下降；在利差偏离值为负的情况下，观测期间该利差偏离值有所扩大，则视为投资人认可度相对提升，反之则视为下降

⁷ T0 为公告日，T0+1D 为公告日的下一日，T0+1Wk 为公告日后一周，T0+1M 为公告日后下一个月的同一天，以此类推



数据来源：联合资信根据公开资料整理



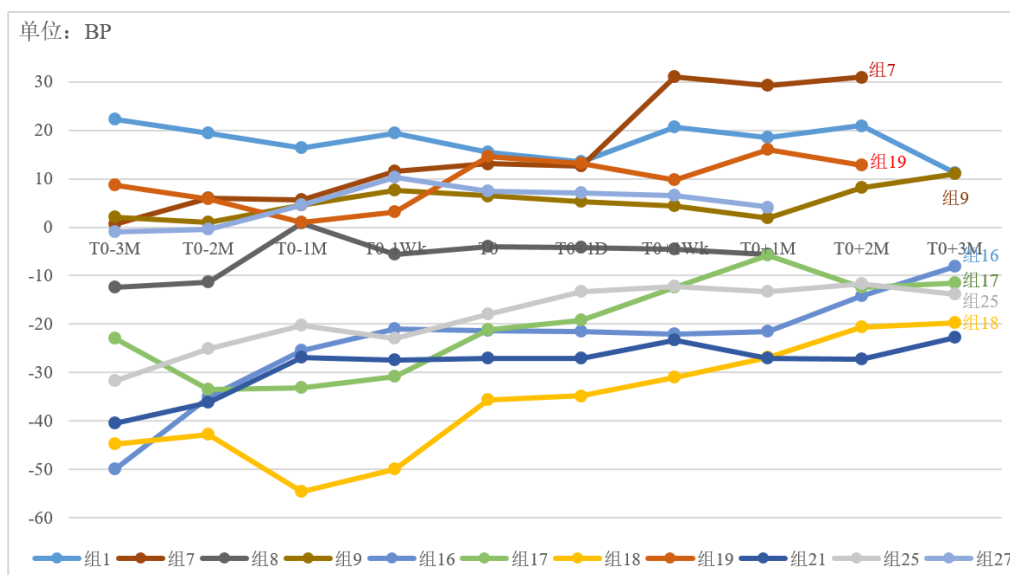
数据来源：联合资信根据公开资料整理

图 3.1 投资人认可度相对提升观察组

图 3.2 投资人认可度变化不大观察组

组 2、组 4、组 6 等 13 组的样本企业在观测期间的利差偏离值未有明显变动（如图 3.2 所示），上述样本企业无偿划出的主要是从事市场化业务的子公司（或暂无收益的房产、参股股权、债权等资产）且对其偿债指标和债务负担影响不大。

其余 11 组的利差偏离值的变化则在一定程度上体现了投资人认可度的相对下降（见图 3.3）。其中，组 7 与组 9 的样本企业在观测期间与可比企业的利差偏离值均为正值，其中组 7 的样本企业与可比企业的利差偏离值在 T0-1Wk 时迅速扩大，在 T0+1Wk 及之后大幅上扬，其近年来频繁无偿划出资产，最近两次无偿划出了代建项目资产；组 9 的样本企业与可比企业的利差偏离值在 T0-1Wk 时有所扩大，之后小幅收窄，在 T0+2M 时该利差偏离值再次扩大，或与其在 T0+2M 左右再次公告无偿划出资产有关。组 16、组 17、组 18、组 19、组 25 无偿划出的均是从事区域内自来水供应业务且对样本企业收入和净利润有一定贡献的子公司。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 3.3 投资人认可度相对下降观察组

（二）熵增风险评价指标体系下资产划出的影响研究

我们从城投公司评级模型中选取对资产划转事项敏感度较高的因素，并结合数据可得性，最终选取了 4 个维度。通过对 36 个城投公司重大资产划转案例（以下简称“样本企业”）进行逐一分析后发现，重大资产划转事项对超过 70% 的样本企业的职能定位及区域重要性、短期偿债指标、债务负担、资产质量的一个甚至多个方面产生了影响，导致其信用风险系统的熵值增加。具体如下表所示。

表 3-1 重大资产划转事项对样本企业的影响情况

影响维度	衡量标准	影响情况
对职能定位及区域重要性的影响	根据划出资产的类型、对企业地位及城投类业务的影响、与政府紧密关系的变化、外部支持等方面的变化综合判断	划转事项对约 42% 的样本企业的职能定位及区域重要性产生了负面影响
对短期偿债指标的影响	根据划转前后现金短期债务比的变化幅度及具体数值综合判断	约 14% 的样本企业预计资产划出后短期偿债指标的变化幅度绝对值超过 0.2 倍，其中绝大多数案例划出后预计短期偿债指标有所弱化，个别案例划出后预计短期偿债指标有所改善
对债务负担的影响	根据划转前后全部债务资本化比率的变化幅度进行判断	约 20% 的样本企业预计资产划出后债务负担变化幅度绝对值超过 5 个百分点，其中一半案例预计划出后债务负担有所加重，一半案例预计划出后债务负担有所减轻
对资产质量的影响	根据划出资产的质量及规模进行判断	约 45% 的样本企业划出资产的质量与其现有资产质量存在差异，其中少量样本企业划出的资产质量较差（比如收益较差的资产），绝大多数样本企业划出的资产质量相对较好

资料来源：联合资信整理

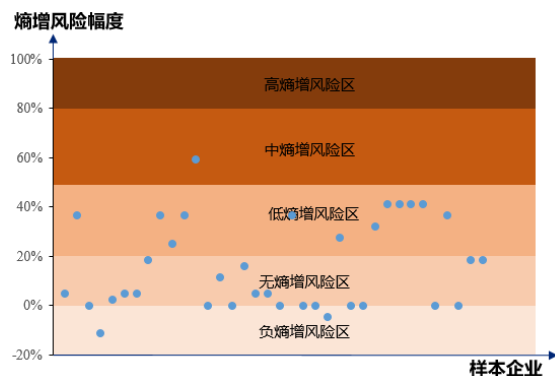
为衡量资产划转事项对城投公司的影响程度，我们运用上述考量维度以建立熵增风险评价体系，利用专家意见法确定各个维度的权重，并对上述 36 个样本企业进行熵增风险评价。将划转事项对 4 个影响因子均影响不大的熵增风险得分作为基准值，以此为基础计算样本企业的熵增风险幅度，并据此进一步判断划转事项对城投公司的负面的影响程度，即熵增风险得分越高，熵增风险幅度越大，熵增风险越高，划转事项对城投公司的负面影响程度亦越高。根据划转事项对城投公司的影响程度，我们将熵增风险评价结果分为 5 档。

表 3-2 资产划转事项对城投公司的熵增风险评价结果及对应熵增风险幅度分布

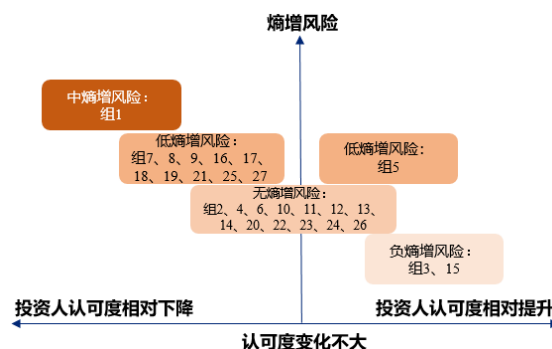
划转事项的熵增风险评价结果	划转事项对城投公司的影响分类	划转事项对城投公司的熵增风险幅度分布区间
负熵增风险	资产划出对城投公司有正面影响	小于 0%
无熵增风险	资产划出对城投公司影响不大	[0%, 20%)
低熵增风险	资产划出对城投公司有较小负面影响	[20%, 50%)
中熵增风险	资产划出对城投公司有一定负面影响	[50%, 80%)
高熵增风险	资产划出对城投公司有明显负面影响	大于等于 80%

资料来源：联合资信整理

对样本企业的熵增风险评价结果显示（如图 3-4 所示），重大资产划转事项对约 58%的样本企业的影响有限（处于无熵增风险区域），对 33%的样本企业有较小负面影响（处于低熵增风险区域），对 3%的样本企业可能产生一定负面影响（处于中熵增风险区域），亦有 6%的样本企业体现为正面影响（处于负熵增风险区域）。



数据来源：联合资信整理



数据来源：联合资信整理

图 3.4 样本企业的熵增风险评价结果

图 3.5 部分案例熵增风险与投资人认可度变化

我们将部分样本企业的熵增风险评价结果与其在二级市场上与可比企业的利差偏离值的变化方向（在图 3.5 中用投资人认可度的变化方向代替）对比观察⁸，两者基本一致（如图 3.5 所示）。当无偿划出从事城投类业务的重要子公司时，熵增风险上升，投资人的认可度也会下降（例如图 3.5 中的组 1、组 7、组 8 和组 9 等），组 5 较为特殊，其无偿划出了因从事城投类业务而积累大规模刚性债务的核心子公司，划出后减轻了自身的债务负担且业务聚焦于有一定平衡能力及区域竞争力的民生类业务，该种情况下投资人的认可度有所上升。当无偿划出负债率较高的市场化业务的重要子公司或收益有限呈亏损的重要子公司时，负熵增风险与投资人认可度上升并存（例如图 3.5 中的组 3 和组 15）。当无偿划出从事市场化业务的子公司且对其偿债指标、债务负担和资产质量影响不大时，划出对城投公司影响不大（即无熵增风险），投资人认可度亦未发现明显变化，如图 3.5 中的组 2、组 4 和组 6 等。

近年来城投公司发生的资产划转案例中绝大多数对其影响有限，一是大多数案例划转规模较小、未触发召开债券持有人会议，二是虽然部分案例中划转对城投公司的净资产及营业收入等数据有一定影响，但未改变城投公司的职能定位及区域重要性。若城投公司划出的是对自身造成拖累的非核心主业资产，例如从事市场化业务的负债率较高的子公司，该类资产的划出对其的影响相对正面，投资人的认可度亦可能随之提升。若城投公司划出的是从事城投类业务的重要子公司，根据其所划出资产的质量

⁸ 投资人视角下利差偏离值分析的 27 个研究案例均涵盖在熵增风险评价指标体系下的 36 个研究案例范围内

及对自身职能定位及区域重要性的影响程度、对财务指标的影响情况，会给城投公司带来不同程度的熵增风险。

四、建议

在当前及可预见的将来，随着国企改革的深化推进和化债的进行，城投公司规模较大的资产划转案例或将增多，该类划转加剧了其债务偿还的不确定性，给城投公司带来熵增风险。建议投资人在投资前与发行人等相关主体进行积极沟通，通过设置重大资产划转事项相关的债券保护条款，以切身保护自身权益，并在投资后积极参与债券持有人会议。对于发行人而言，需增强自身信息披露意识，及时履行信息披露义务，为降低重大资产无偿划出对其债券估值的影响，可向政府争取补偿措施，并主动提出为债券增设担保的补充议案。

（一）投资人建议

设置重大资产划转事项相关的债券保护条款。可在债券募集说明书中规定发行人的重大资产划转事项须经债券持有人大会的同意，并设置相应处罚条款，以切实保护投资人权益。

积极参与债券持有人会议，维护自身合法利益。研究发现，绝大多数债券持有人会议因未达到法定参会人数而未有效召开，这导致虽然参会的债券持有人均持反对意见，但对于会议决议的生效无济于事。

符合条件的债券持有人可提出补充议案或救济措施。单独或合计持有 10%以上债券余额的持有人可在债权代理人发布召开债券持有人会议的通知后，在规定的时间内向债权代理人提出补充议案，例如为本期债券增设担保的议案等；此外，对于企业债券的持有人而言，若募投项目收益权随之无偿划出的话，可提出将募投项目收益权转让给发行人的议案。

（二）发行人建议

增强信息披露意识，及时履行信息披露义务。若涉及重大资产划转事项，在划转之前，债券发行人应严格按照要求及时披露相关资产的无偿划转事项。实务中发现部分企业在重大资产划转完成后才进行公告，该种信息披露不及时行为可能会面临监管处罚。

为降低对债券估值的影响，若划出资产规模较大，可在议案中主动增设担保。实务中有债券发行人在审议无偿划转资产的债券持有人会议中主动提出拟为债券增设担保的议案。发行人提出的上述补充议案有利于提高投资人对其重大无偿划转议案的

接受度，降低对其债券估值的不利影响，维护资本市场形象和区域融资环境。

因区域资产重组导致的重大无偿划出，可向政府争取相应补偿措施。实务中存在由于地方组建产业集团或上级要求而导致的重大资产无偿划出，该种情况下可向地方政府积极争取补偿措施，并在无偿划转公告中予以提示和后续落实到位，可在一定程度上降低无偿划转对发行人在资本市场上的不利影响。

实施无偿划转之前，建议与当地税务机关沟通是否涉及缴纳税费。目前绝大多数城投公司在无偿划转资产时，按照《企业国有产权无偿划转管理暂行办法》（国资发产权〔2005〕239号）和《关于企业国有资产交易流转有关事项的通知》（国资发产权规〔2022〕39号）等规定，未涉及到税费缴纳问题。但实务中存在部分企业在无偿划转后被税务机关认定不符合特殊性税务处理条件，因此要求补缴企业所得税等相关税费。为避免该种情况，建议在进行资产划转之前，与当地税务机关沟通取得意见后再实施资产划转，以便综合衡量无偿划转的成本。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。