



中国信用增进行业面临的机遇与挑战

联合资信 金融评级二部



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

一、信用增进行业基本情况

1. 信用增进行业概述

我国的信用增进行业相对于融资担保行业起步较晚。2009年，全国首家信用增进公司——中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进”）组建成立，是信用增进行业起始的重要一步。为解决企业主体信用等级较低，债券发行困难的问题，国内多家省级信用增进公司陆续创设或改组产生，业务范围以债券增信为主，展业区域性特点明显、股东背景多为地方大型国有平台企业。2016年，国内第一家省级信用增进公司——晋商信用增进股份有限公司成立，随后，四川省、陕西省、山东省和河南省等地的信用增进公司也陆续成立。随着债券市场信用风险攀升，成立较早的信用增进公司已在风险筛选分担、增强投资者认可度等方面发挥了重要作用。

截至2024年9月末，国内的信用增进公司见表1，已展业且有存续增信债券的信用增进公司有中债增进、中证增进、天府增进、陕西增进、晋商增进、中豫增进、山东增进、贵州增进、天津国康增进、双城增进和贵阳增进。

表1 截至2024年9月末已成立信用增进公司情况

序号	机构名称	简称	成立时间	市场公开级别	注册资本（亿元）	注册地
1	中债信用增进投资股份有限公司	中债增进	2009/09/07	AAA	60.00	北京
2	中证信用增进股份有限公司	中证增进	2015/05/27	AAA	45.86	广东
3	晋商信用增进投资股份有限公司	晋商增进	2016/09/26	AAA	56.91	山西
4	天津国资信用增进有限公司	天津国资增进	2017/04/28	/	100.00	天津
5	天府信用增进股份有限公司	天府增进	2017/08/28	AAA	40.00	四川
6	长保信用增进股份有限公司	长保增进	2018/01/30	/	32.00	北京
7	陕西信用增进投资股份有限公司	陕西增进	*2013/01/25	AAA	55.00	陕西
8	天津国康信用增进有限公司	天津国康增进	2019/11/50	AAA	42.00	天津
9	云南省信用增进有限公司	云南增进	2021/08/25	/	40.00	云南
10	山东省信用增进投资股份有限公司	山东增进	2021/12/30	AAA	41.96	山东
11	河南中豫信用增进有限公司	中豫增进	2022/02/08	AAA	120.00	河南
12	贵州省信用增进有限公司	贵州增进	*2014/05/07	AAA	110.00	贵州
13	双城（重庆）信用增进股份有限公司	双城增进	2023/09/26	AAA	45.00	重庆
14	贵阳信用增进投资有限责任公司	贵阳增进	2023/04/23	AAA	60.00	贵州

注：表中成立时间为该公司初始成立日期，陕西增进于2019年9月由陕西投融资担保有限责任公司整体变更为信用增进机构，贵州增进于2023年3月由贵州省融资担保有限责任公司更为现名

资料来源：公开资料，联合资信整理

2. 行业政策

专门针对信用增进行业的监管政策相对较少。信用增进行业主要行业政策如下：

2012年8月,《信用增进公司管理规范》《信用增进公司风险管理规范》两项行业标准经全国金融标准化技术委员会审查通过,并由中国人民银行正式发布实施。

2014年5月,中国证监会印发《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》(以下简称“《意见》”),研究建立行业增信机构,规范管理融资性担保机构。

2019年10月,银保监会发布了《关于印发融资担保公司监督管理补充规定的通知》,明确将未取得融资担保业务经营许可证但实际上经营融资担保业务的住房置业担保公司、信用增进公司等机构纳入监管。

整体来看,作为一个相对“小众”的行业,信用增进行业政策正逐步完善细化,有与融资担保行业监管制度趋同的趋势,为信用增进机构业务规范化开展提供了有力支撑。另外,随着信用增进公司资质审批权限下放到地方,区域性信用增进公司成立或将更加便利。

3. 信用增进行业经营现状与面临的挑战

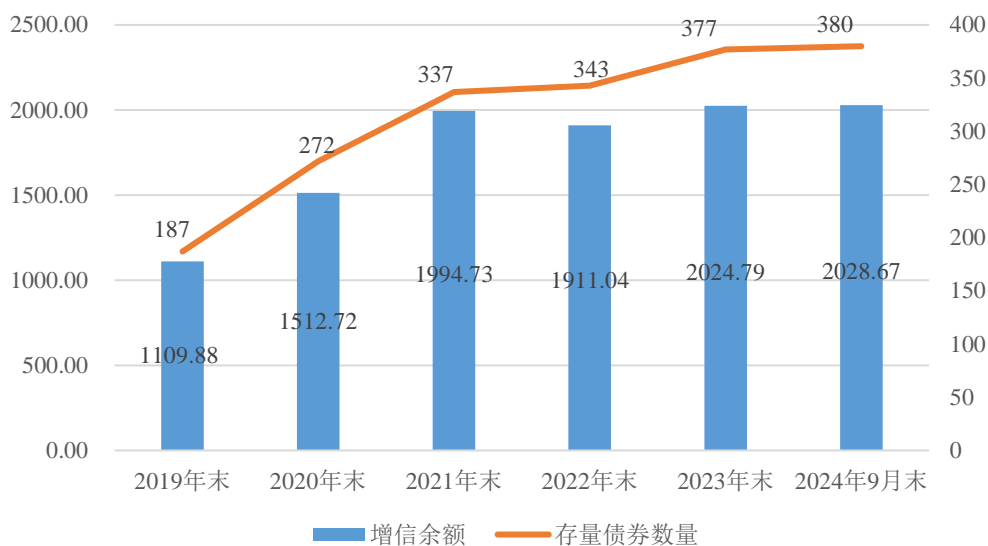
广义上讲,信用增进公司和融资担保公司均属于金融担保行业,但从业务类型上,信用增进公司的业务模式通常为“增信+投资”,主要专注于债券增信业务,而融资担保公司除债券增信这类直接融资担保外,还开展间接融资担保、非融资担保等担保业务,业务范围相对广泛。从主体信用级别上来讲,目前已展业且有存续债券的信用增进公司,其主体信用级别通常较高,资本实力整体较强,而融资担保公司众多且部分个体规模较小,主体信用级别分布相对分散。

按展业区域分布和股东背景划分,中债增进和中证增进为全国性信用增进公司,其他信用增进公司为区域性信用增进公司。在2017年晋商增进正式展业之前,参与增信的信用增进公司主要为中债增进和中证增进。截至2018年末,区域性信用增进公司中已展业且有存续增信业务余额的仅有2家。伴随各省信用增进公司的设立与展业,截至2024年9月末已展业且有存续增信业务余额的区域性信用增进公司已达9家。从信用增进公司业务开展情况来看,截至2024年9月末,由信用增进公司(含全国性信用增进公司)增信的债券余额约1736.93亿元;若只考虑区域性信用增进公司,其增信的债券余额约1060亿元,而区域性信用增进公司在其所在省份内业务规模占比很高。

近年来,随着债券市场的变化以及区域性信用增进公司的陆续成立展业,其业务规模发展较快。2019—2023年末,信用增进公司增信余额波动增长,年均复合增长12.78%;其中,2022年末增信余额较上年末有所减少,主要系当年城投债发行规模同比下降所致。截至2024年9月末,信用增进公司增信余额较上年

末基本持平。

图1 2019年—2024年9月末信用增进公司增信余额情况（单位：亿元、只）

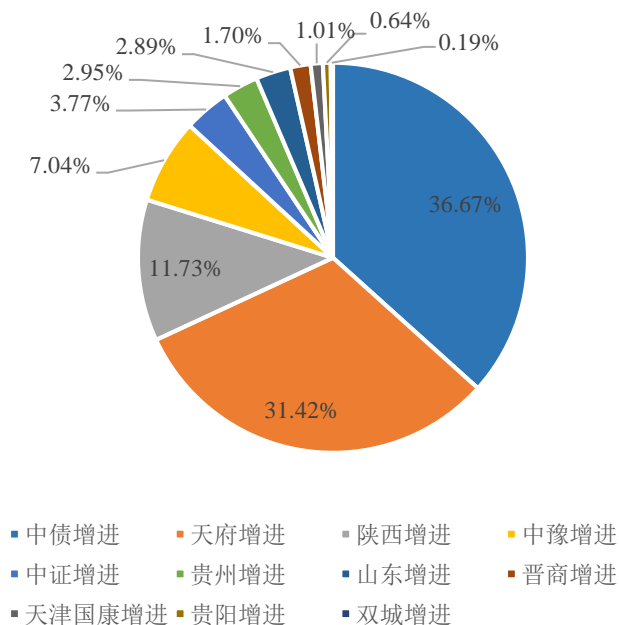


注：因数据获取限制，本文2019—2021年末担保机构增信债券余额使用当期末存续债券发行规模加总，实际数据小于表中统计值

资料来源：Wind，联合资信整理

截至2024年9月末，市场份额最大的信用增进公司为中债增进，天府增进的市场份额略低于中债增进，此外，市场份额较大的信用增进公司还有陕西增进，其他信用增进公司市场份额较小。

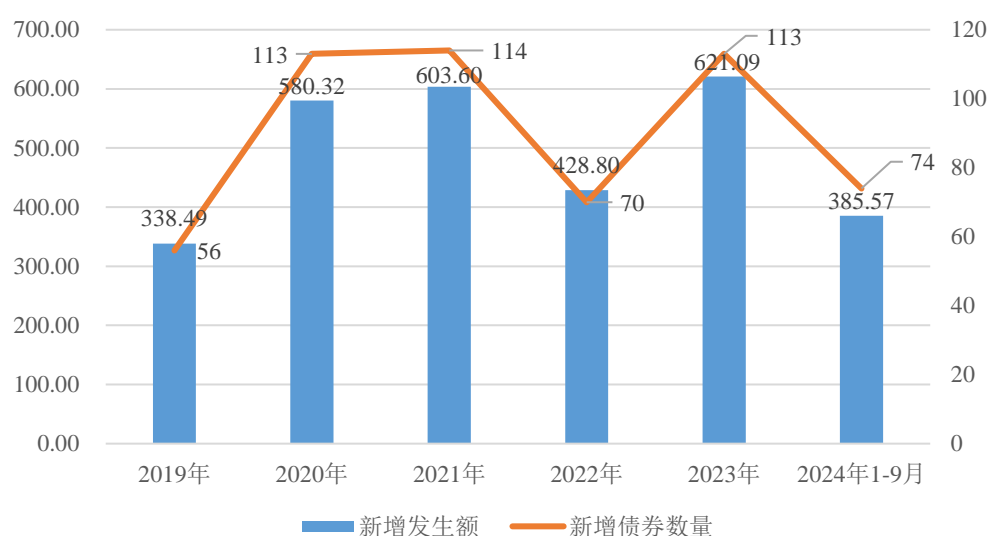
图2 截至2024年9月末信用增进公司市场份额情况



资料来源：Wind，联合资信整理

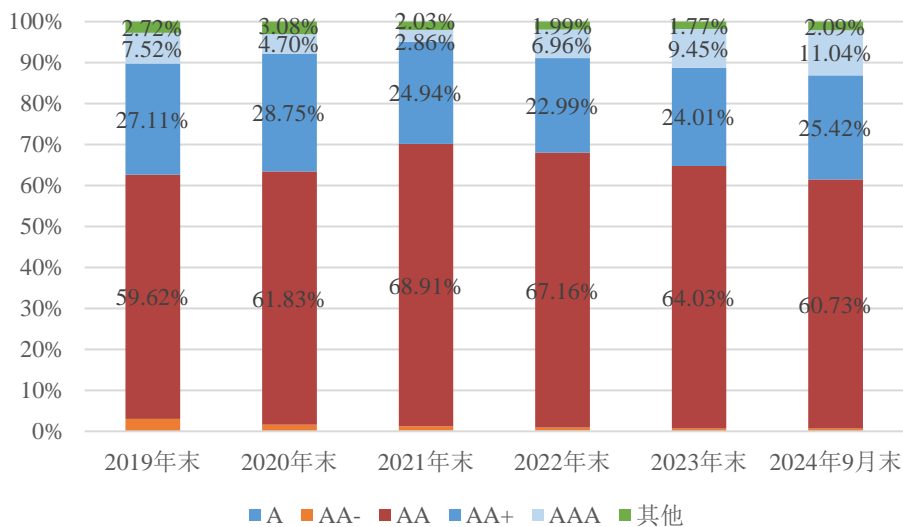
从信用增进公司增信债券发生额的情况来看，2019—2023 年，新增债券规模波动增加，年均复合增长 12.91%，发展态势良好。其中，2022 年，受外部市场环境等因素影响，增信债券发行规模有所下降至 428.80 亿元，新增增信债券只数下降至 70 只，具体情况详见图 3。2024 年 1—9 月，信用增进公司增信债券发行规模同比减少至 385.57 亿元，增信发行债券 74 只，同比亦有所减少，主要系在城投行业借新还旧、严控新增及债券发行市场“资产荒”背景下债券增信需求显著减少等因素所致，信用增进公司开拓市场业务难度进一步加大。

图 3 2019 年—2024 年 9 月信用增进公司各期业务新增情况（单位：亿元、只）



资料来源：Wind，联合资信整理

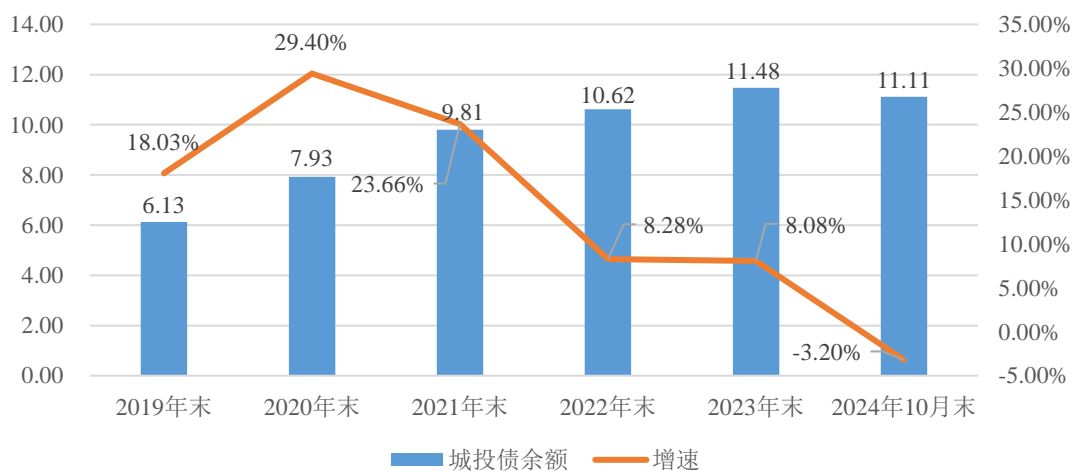
信用增进公司增信的发行主体信用等级方面，信用增进公司客户主体级别以 AA 为主，其次为 AA⁺，其他级别占比较低。2019—2023 年末，AA 发行主体占比波动上升，且占比均超过 59%；AA⁺主体占比波动下降。截至 2024 年 9 月末，AA 发行主体占比较上年末有所下降，AA⁺主体占比较上年末有所上升，主要系受信用利差收窄影响，市场对偏弱资质发行人的认可度降低所致。

图4 2019年—2024年9月末信用增进公司客户主体级别分布


资料来源：Wind，联合资信整理

信用增进公司的增信业务与城投债关联度较大，城投债发行情况对信用增进公司业务开展影响很大。2019—2023年末，国内存量城投债余额持续增长，年均复合增长13.37%，但2020年以来余额增速逐年下降，主要系近年来地方债务压力增加及城投债发行政策变化等因素所致。由于地方化债政策持续落地，城投债发行审核趋严，截至2024年10月末，存量城投债余额较上年末下降3.20%。

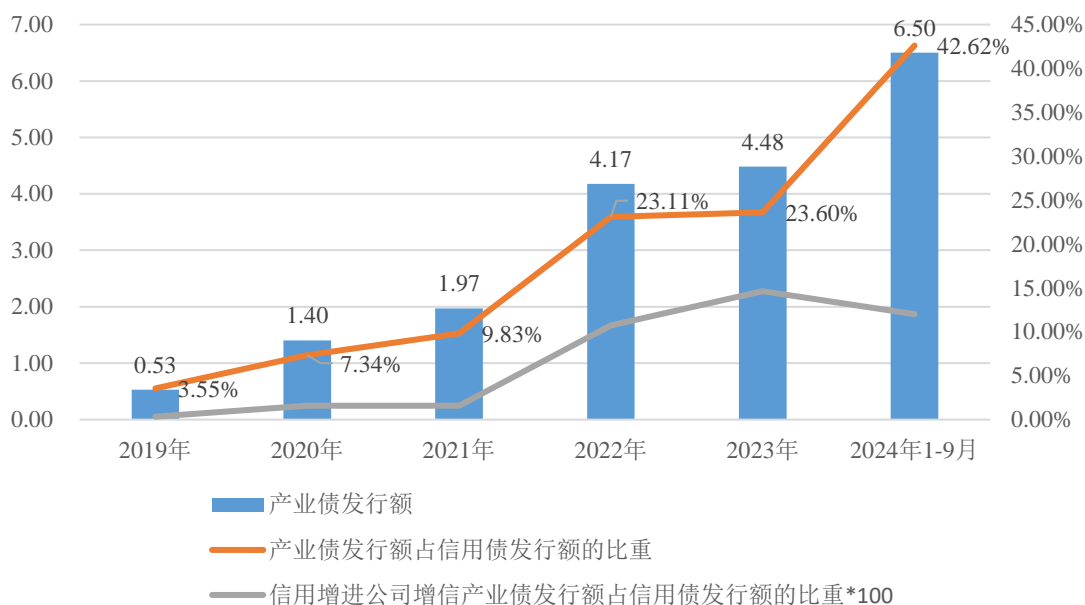
同时，债券担保市场参与者逐渐增多，更多融资担保公司获取AAA信用等级并开始拓展债券担保业务，市场竞争愈发激烈，对于高度依赖城投债发行的信用增进公司，其业务发展模式急需转型，支持实体产业发债或成为可行路径。

图5 2019年—2024年10月末城投债余额统计（单位：万亿元）


资料来源：Wind，联合资信整理

2023 年以来，信用增进公司加大对产业发展的支持力度，增加对产业债增信规模。2023 年，信用增进公司增信产业债发行额同比增长 43.51%至 277.70 亿元，占市场信用债发行额的比重同比亦由 0.11%上升至 0.15%¹，产业债增信业务的增速明显，但增信规模仍属很小，有待进一步扩大。2024 年 1—9 月，受信用利差收窄等因素影响，信用增进公司增信产业债发生额同比有所减少。从支持对象看，2023 年以来，信用增进公司增信产业债的发行人集中在房地产、工业、消费、信息技术等领域，其中房地产领域的产业债主要由中债增进提供增信支持，或与其业务的政策属性有关。

图 6 2019 年—2024 年 9 月产业债发生额统计（单位：万亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

二、主要信用增进公司发展情况与面临的挑战

当前，信用增进行业增信对象仍主要为城投债，随着国务院办公厅陆续发布“35 号文”、“134 号文”和“150 号文”等，城投债发行面临一定压力，债券市场亦面临“优质资产”减少的问题，在此背景下债券增信业务发展放缓。相较于业务范围更广泛的融资担保公司，信用增进机构如何通过增信业务结构转型和业务创新来探索新的业务增长点成为破局的关键。

下文主要通过描述中债增进、中证增进、天府增进和陕西增进 4 家公司近年来业务发展情况，对当前宏观形势下信用增进行业未来发展方向进行展望。

¹ 为更清晰直观地体现出变动趋势，信用增进公司增信产业债发行额占信用债发行额的比重这一指标在图 6 中放大 100 倍。

1. 全国性信用增进公司

(1) 中债增进

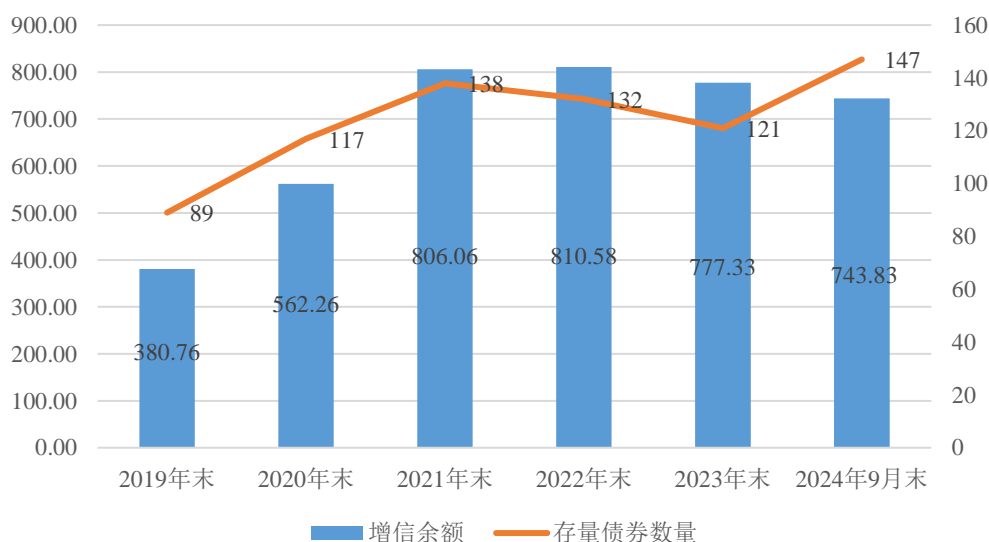
中债增进成立于 2009 年，由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立，是国内首家专业债券信用增进机构。截至 2024 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为 60.00 元，股权结构分散，无控股股东和实际控制人。

中债增进主营信用增进业务，同时利用自有资金开展投资业务；信用增进业务可分为基础增信业务、创新型增信业务以及国际业务三个板块，以基础增信业务为主。

作为全国性信用增进公司，中债增进的增信业务拓展区域较多。截至 2024 年 9 月末，中债增进的增信债券余额主要分布在江苏省、广东省、重庆和福建省等区域，其中江苏省和广东省合计占比接近 50%。

2019—2022 年末，中债增进的增信业务仍处于扩张期，其增信债券余额逐年增长。2022 年—2024 年 9 月末，在城投企业融资政策变化、市场信用风险上升的背景下，加之中债增进主动收紧风控审批、控制业务规模等因素，其增信业务余额逐年下降。另外，2022 年下半年和 2023 年，为缓解国内房地产行业风险，中债增进承担部分政策性职能，为数家房地产企业融资进行增信，累计增信规模超 150 亿元。截至 2024 年 9 月末，中债增进的增信债券余额较上年末进一步减少。

图 7 2019 年—2024 年 9 月末中债增进增信情况（单位：亿元、只）

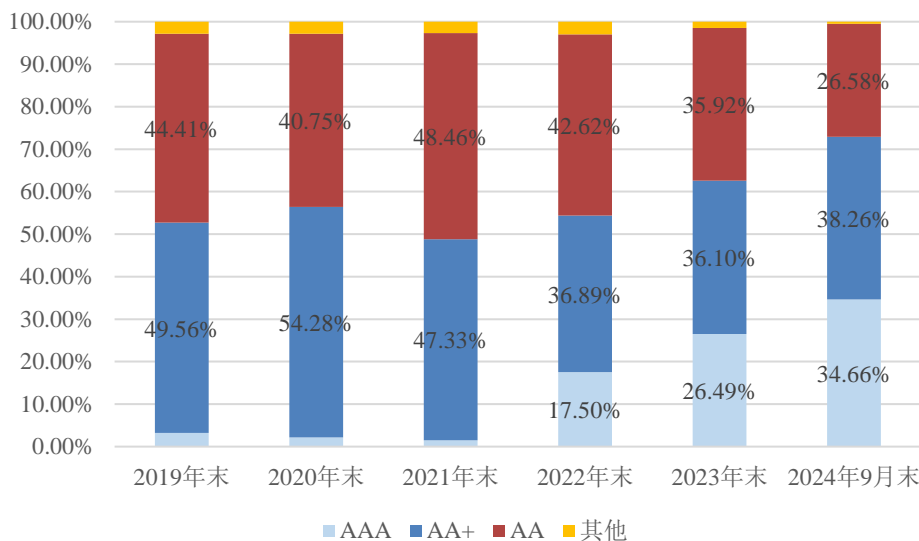


资料来源：Wind，联合资信整理

2019—2021 年，中债增进增信债券始终以 AA 和 AA⁺发行主体为主，其他

主体级别占比很低；2022 年以来，由于中债增进增信的房地产债主体级别主要以 AAA 为主，同时中债增进期末增信余额逐年减少，AAA 主体占比逐年提升。由于中债增进主体级别 AA 的客户债券到期后无续发，截至 2024 年 9 月末，中债增进增信债券的主体级别中，AA 占比继续下降，AA⁺和 AAA 占比已成为最主要部分，其客户资质整体较高。

图 8 2019 年—2024 年 9 月末中债增进增信债券主体级别分布情况



资料来源：Wind，联合资信整理

除基础增信业务外，中债增进亦开展创新业务，作为交易商协会信用衍生产品创新与研究小组的核心成员之一，中债增进参与了信用风险缓释工具的研究与上线工作，完成了首批信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换和信用联结票据交易。目前中债增进业务范围涉及信用风险缓释工具的所有品种，其创新业务处于行业领先地位；同时中债增进持续开展国际业务，逐步扩大国际市场的影响力。

中债增进以实现自有资产保值增值为目的开展投资业务，主要包括固定收益类投资和权益类投资。固定收益业务方面，目前投资组合以短久期策略为主，根据市场情况对持仓债券进行灵活调整，以获取票息收入为主要目的。持仓中以利率债和优质信用债为主。权益投资业务方面，中债增进始终坚持以研究为本，秉持价值投资策略，择机配置优质龙头公司。投资标的以 A 股及港股通中低估值、高股息标的为主，同时通过宽基 ETF、行业 ETF、公募基金进行分散化配置，部分现金通过买入货币基金进行流动性管理。

中债增进承担了一定的政策性职能，推动和配合相关监管机构以及自律组织开展信用增进行业标准建设工作，由其完成的《信用增进业务规范》和《信用增

进机构风险管理规范》已经全国金标委审查通过并由人民银行发布实施，成为首批行业标准，信用风险缓释工具（CRM）会计处理已经列入《企业会计准则解释第5号》并发布施行，促使行业发展走向规范和成熟。

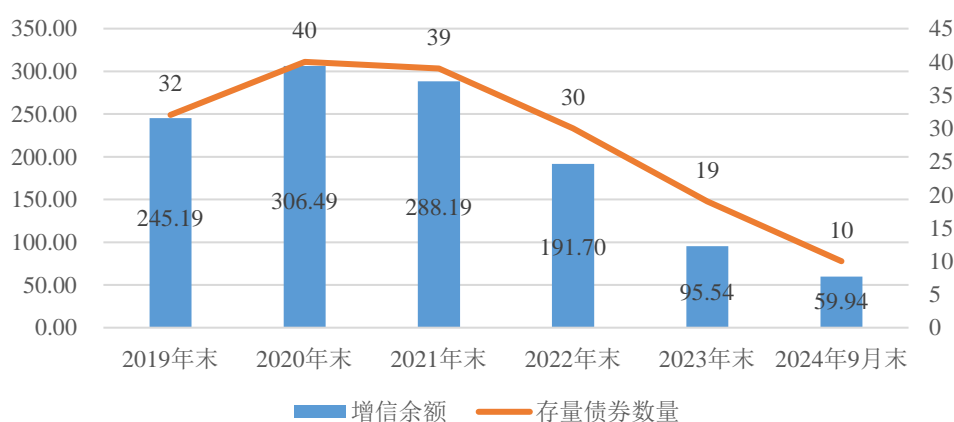
截至2024年9月末，中债增进产业债增信余额为449.10亿元，占其增信债券的60.38%，占比很高。当前，为防范化解融资平台等地方债务风险，存量城投债余额下降趋势已显，与城投行业关联度很高的信用增进行业市场容量已有压缩。作为信用增进行业的标杆企业，中债增进或为其他信用增进公司向产业债增信为主的业务结构转型提供有利借鉴。

（2）中证增进

中证增进成立于2015年，经中国证监会同意、深圳市地方金融监督管理局批准，由安信证券股份有限公司（现更名为“国投证券股份有限公司”）、中国人保资产管理有限公司、前海金融控股有限公司等股东共同发起设立。截至2024年9月末，公司注册资本及实收资本均为45.86亿元，公司股权分散，无控股股东和实际控制人。

作为全国性信用增进公司，中证增进的增信业务拓展区域亦较为广泛。截至2024年9月末，中证增进的增信债券余额主要分布在四川省、江苏省、山东省和陕西省等区域，其中四川省和江苏省合计占比超过一半。2019年—2024年9月末，中证增进的增信债券余额先增加、后持续减少，主要系中证增进进行业务结构调整所致，自2020年起，由于监管政策调整，中证增进新增增信业务均由其子公司中证信用融资担保有限公司承接，中证增进本部存量债券增信业务逐年到期解保。

图9 2019年—2024年9月末中证增进增信情况（单位：亿元、只）



资料来源：Wind，联合资信整理

投资业务方面，中证增进投资类资产主要为债券、基金、资管及信托计划、

应收债权及理财产品等。截至 2023 年末，其投资类资产（含交易性金融资产、债权投资、买入返售金融资产和衍生金融资产）占资产总额的比重为 78.95%，投资类资产占比较高，其中基金投资、债券投资、资管及信托计划占投资类资产的比重分别为 33.83%、33.79%和 20.86%，投资资产配置较为均衡。

此外，中证增进通过各个子公司发展信用评级、信用资产内评与数据服务以及信用资产交易管理等业务，围绕全信用价值链构建多元业务板块，在探索信用增进行业转型道路。

2. 区域性信用增进公司

区域性信用增进公司作为属地化机构，对于维护区域信用环境稳定具有重要作用。随着监管机构组织架构调整，各地方政府对信用增进公司的监管效力有所增强，各地政策存在差异，也对信用增进公司的发展带来了一定影响。

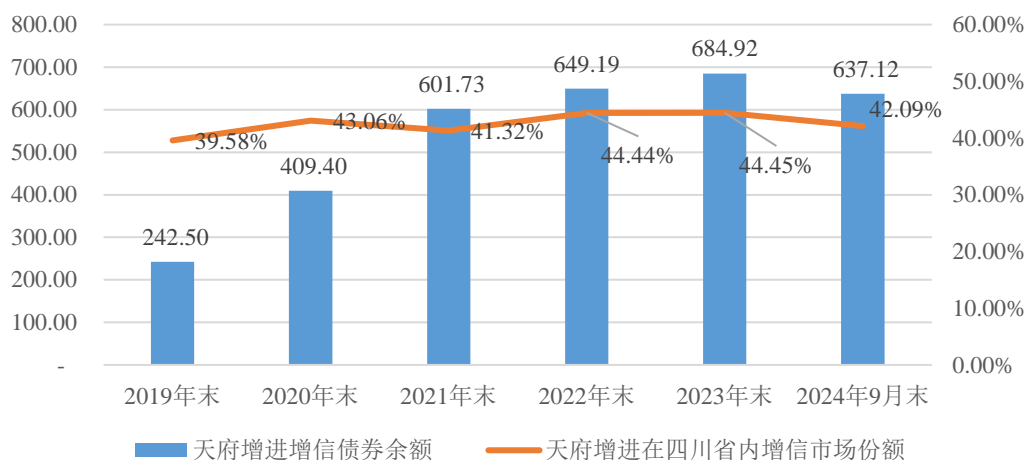
（1）天府增进

天府增进成立于 2017 年 8 月，为四川省内唯一的区域性信用增进公司，亦是目前国内业务规模最大的区域性信用增进公司，截至 2024 年 9 月末，其注册资本 40.00 亿元，控股股东为四川金融控股集团有限公司，实际控制人为四川省财政厅。

天府增进主要开展增信业务和投资业务，其中增信业务主要为基础债券增信业务。

基础债券增信业务上，天府增进坚持“立足四川、辐射西部、面向全国”的发展定位，截至 2024 年 9 月末，其在四川省内增信业务占比 87.76%，占有绝对比重；天府增进亦在重庆市、浙江省等经济较发达地区拓展增信业务，但占比相对较小。2019—2023 年末，天府增进增信债券余额持续增长，增速逐步放缓，截至 2024 年 9 月末其增信债券余额较上年末有所下降，主要系放大倍数较高、控制风险及业务结构调整综合影响所致。市场份额方面，2019—2023 年末，天府增进凭借地缘优势，在四川省内增信市场的份额波动提升；2024 年 9 月末市场份额较上年末略有下降，但仍为四川省内增信市场的最大参与者，具备很强区域竞争力。

图 10 2019 年—2024 年 9 月末天府增进增信情况（单位：亿元）



注：市场份额指该公司增信债券余额占四川省担保机构增信债券余额的比重

资料来源：Wind，联合资信整理

天府增进存量增信债券中城投债占比较高，在化债政策背景下，城投债发行无法延续过往体量，天府增进面临一定业务转型压力。

2024 年 5 月，国务院国资委党委召开扩大会议，要求国资央企进一步突出重点深化改革，围绕服务国家战略深化改革，推动国有企业在建设现代化产业体系、构建新发展格局中充分发挥科技创新、产业控制、安全支撑作用；围绕优化资源配置深化改革，坚持以企业为主体、市场化为手段，突出主业、聚焦实业，积极布局产业新赛道。政府层面陆续出台多项指示鼓励产业发展。

从天府增进增信产业债情况来看，根据 Wind 数据，2019 年—2024 年前三季度，其增信产业债规模虽波动上升但仍较小，2024 年前三季度为 16.00 亿元，而产业债发行的扩容为其业务增长带来了新的机遇。

2024 年 4 月，国家发改委发布《关于支持优质企业借用中长期外债促进实体经济高质量发展的通知（征求意见稿）》，2024 年上半年，天府增进亦进行了增信境外债券发行的尝试。

除基础债券增进业务外，天府增进积极布局创新增信业务。创新增信业务主要包括信用风险缓释合约、信用保护合约等综合增信金融产品。天府增进现已备案信用风险缓释工具一般交易商名单，并完成与多家交易商主协议的签署；获得上海证券交易所信用保护合约核心交易商和信用保护凭证创设机构资质。目前，银行间市场和交易所市场均出台了关于信用风险缓释工具的有关指引，且业务正逐步扩容，相关资质的获取有望进一步提升天府增进的风险分担职能。

另外，为提升资金使用效率、实现国有资产保值增值，天府增进主要使用自有资金购买银行理财产品、发放委托贷款和投资债券。2021 年以来，天府增进投资规模持续增长，从投资构成来看，以信用债投资为主。资产配置策略上，截至

2023 年末天府增进债券投资中自身增信债券占比 78.39%，在未扩大风险敞口的情况下实现了较好收益，整体投资债券票面利率约 4.00~7.00%；委托贷款客户以四川省内地方城投公司和国有企业为主，其中自身增信业务客户委托贷款余额占比 96.64%；银行理财均为结构性存款。

天府增进投资业务客户与自身增信业务客户重合度很高，实现了各类型业务的协同发展，投资业务亦为其实现了较好的收益以抵御可能发生的代偿风险。

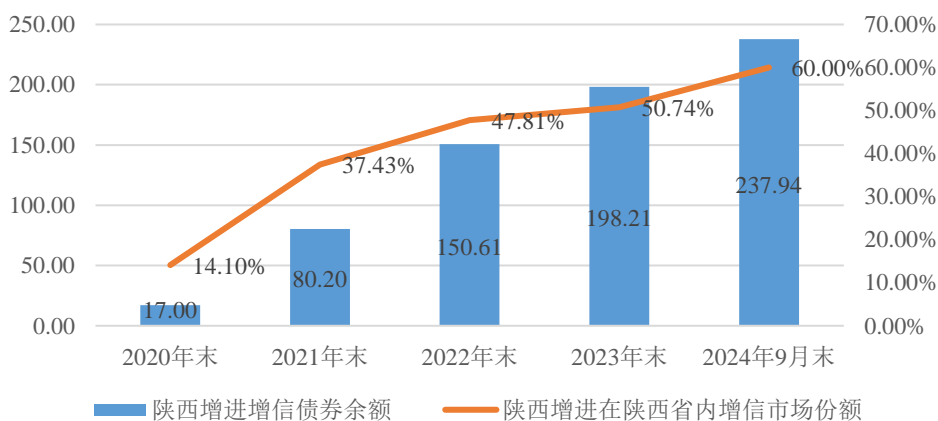
在“一揽子化债”背景下，城投债的发行量减少，过往增进公司以增信城投债为主要业务的模式受到冲击，天府增进积极拓展增信境外债、参与信用风险缓释工具市场；增进公司资金量较为充足的属性亦为其开展投资业务奠定了基础。

（2） 陕西增进

陕西增进于 2019 年变更为信用增进公司，为陕西省内唯一的区域性信用增进公司，是存量业务规模第二大的区域性信用增进公司，截至 2024 年 6 月末，其注册资本 55.00 亿元，控股股东为陕西金融资产管理股份有限公司，实际控制人为陕西省人民政府。由于陕西增进成立时间较晚，2020 年开始正式落地陕西省内债券增信项目。

陕西增进坚持支持陕西省重大战略、重要区域、重点产业的战略定位，服务陕西省债券市场。截至 2024 年 9 月末，其在陕西省内增信业务占比 88.90%，占有绝对比重；陕西增进亦在江苏省、重庆市等地区拓展增信业务，但占比相对较小。2020 年以来，陕西增进期末增信余额和在陕西省内市场份额均逐年快速提升，截至 2024 年 9 月末，陕西增进在陕西省内增信市场份额达 58.43%，已成为陕西省内最重要的债券增信机构；但其增信业务的增速逐渐放缓，伴随当前区域存量债务逐步化解，城投债亦有去担保化的趋势，增信市场空间逐步压缩，对产业债增信或成为陕西增进业务结构转型的有益尝试。

图 11 2020 年—2024 年 9 月末陕西增进增信情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

陕西增进较早地开展了对产业债的增信项目拓展，2024 年前三季度，陕西增进落地产业债增信业务规模达 42.50 亿元。截至 2024 年 9 月末，陕西增进增信的产业债余额合计 73.75 亿元，占其增信债券的 30.89%，占比已处于较高水平。在城投类企业发债难度持续加大的当下，陕西增进已较早地开始业务结构转型，也为地方性信用增进公司起到了较好的示范作用。

投资方面，陕西增进持续获得交易资质，现为中国银行间交易商协会会员、信用风险缓释工具一般交易商，上交所信用保护工具核心交易商、信用保护凭证创设机构，具备上交所和深交所合格投资人资质。较多交易资质的获取，也能为其提升资产投资的灵活性，提升自有资金的运用效率和投资收益率，用以支撑增信主业，提升其应对风险的能力。

三、总结与展望

当前，信用增进公司面临的挑战主要有：1.行业政策尚不完善，尚未出台专门针对信用增进行业的监管条例；2.行业增信业务结构与城投企业发债关联度过高，城投企业融资环境日趋收紧，显著加大了信用增进行业业务拓展难度，其增信业务结构面临转型需求；3.融资担保公司不断加入债券增信市场参与竞争，进一步加大了市场竞争激烈程度；4.部分信用增进公司成立时间短，增信业务和投资业务发展尚不成熟。

政策制定和行业指引方面，未来，结合当前全国性和区域性信用增进公司的发展阶段和经营经验，出台针对信用增进公司业务特征的专门监管办法和相关配套政策。另外，全国性信用增进公司成立时间较早，且参与了行业政策的制定，目前已成为行业标杆，能对行业发展起到一定先行示范作用，其业务模式为区域性信用增进公司的发展提供了重要参考；同时，当前宏观经济增速放缓背景下，部分全国性信用增进公司能够承担一定政策性职能，可作为政府的政策工具，为一部分具有全国重要性企业的融资活动提供增信，稳定国内重点行业发展。

面对当前宏观经济环境和债券市场特征，从长期来看，限城投、促产业的趋势或将延续，产业债的发行比重有望进一步提升，针对产业债进行增信或将构建信用增进行业的另一发展曲线，已有全国性和地方性信用增进公司在产业债增信方面做出先行有益尝试。当然，对产业债增信业务的拓展需要更强的风险控制能力，作为专业从事债券增信的金融担保机构，信用增进公司比融资担保公司在业务上具有更强的专一性和专业性，如何在行业发展的转折点抓住机遇，势必需要信用增进公司加强自身研究能力，提升对各类产业未来发展的认识和客户风险的识别能力，未来各信用增进公司或将由“增信+投资”转变为“增、投、研”联动模式，拥有自己的专业研究团队，能够覆盖各个行业进行深入研究，并以研究

引导增信和投资，以投资支撑增信主业，同时能够对外输出研究观点。另外，部分信用增进公司也对其增信业务品种进行持续创新，同时具备多类交易资质，提升其交易的灵活性和分散性，也值得后发入局的信用增进公司借鉴。

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，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

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。