2021 年地方政府专项债新政点评

宏观周报丨2021 年 7 月 4 日

研究部

卢仁扬
rylu@cebm.com.cn

边泉水
qsbian@cebm.com.cn

报告摘要

- 近年来，随着专项债发行规模的增长，专项债项目的安全性、收益性对各地区财政状况的影响也越来越大。项目未来绩效目标的实现情况，以及项目收益现金流的稳定性也因此受到监管层的关注。根据 2021 年 6 月 7 日所公布的《国务院关于 2020 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》显示，2020 年债务风险总体呈收敛态势，但仍存在专项债券重发行轻管理的问题。至 2020 年底，55 个地区专项债余额 1.27 万亿元中有 413.21 亿元（占 3.25%）未严格按用途使用，其中 5 个地区将 204.67 亿元投向无收益或年收入不足本息支出的项目，偿债能力堪忧。

- 近日，财政部印发了《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》，主要从发行前项目事前评估、项目绩效目标设定与管理，发行后对项目运行采取“双监控”模式以及绩效评价管理四个方面规范地方政府专项债发行，涵盖了专项债发行流程从发行方案编制到最后债务偿还的各个环节，对以往已有政策进行了汇总以及进一步细化完善，同时对专项债发行提出了新的要求。专项债的发行量和各地的财政收入，GDP 规模高度相关。专项债审批趋于严格，对于发达省份影响相对较小，给落后省份财政状况和经济增长造成更大压力。对于基建投资来说，在这种情况下，今年三万多亿的专项债虽然依然可能发完，但可能并不能形成实物量的投资，基建投资难以明显回升。

- 生产数据：高炉开工率本周（6.26-7.02）大幅下滑至历史最低点 42%，环比上周下降 31.1%，主要是因为临近七一，京津冀及周边环保限产不断加码，多数钢企高炉实行闷炉，七一后环保限产解除，供应将逐步恢复正常水平。铁矿石上涨势头不减，环比上涨 2%，动力煤价格震荡，环比下降 2.4%，螺纹钢价格较为平稳，保持上周同一水平。CRB 商品延续上涨势头，环比上涨 2.2%，原油保持平稳。

- 需求：本周 30 大中城市房地产成交面积下行，环比下降 7.1%，同比下降 10%，100 大中城市土地供应、成交面积本周分别上涨 29.9%和 136.8%，同比上月同期降幅为 54.8%和 45.3%。汽车销量环比上涨 123.6%，同比上月上涨 60%，7 月或是汽车销售市场转好的转折期。

- 食品价格：农产品批发、蔬菜和水果价格延续下行，猪价止跌，增幅 5.6%，鸡蛋价格微弱上浮，增幅 0.2%。月度看，食品价格平稳，波动较小。

- 流动性：货币净投放量为 200 亿元，比上周减少 300 亿元，跨季资金维持较为平稳，DR007 下降至 1.89%（7 天逆回购利率）,环比下行 31BP。国债收益率短端下行，长端维持在 3.14%不变。沪市和创业板本周小幅震荡，分别下跌 2.5%和 0.4%。

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

目录

一、《地方政府专项债券资金绩效管理办法》点评

1.《办法》颁布背景：专项债发行存在“重发行轻管理”问题。上半年专项债发行速度放缓，资金使用效率较低 4

2. 专项债新政的规范机制 5

3. 专项债新政可能对落后地区财政和经济增长构成更大压力 6

图表目录

图表 1：2021 第一季度专项债发行速度较慢 4
图表 2：新增专项债对基建投资的带动作用减弱 4
图表 3：专项债发行流程 5
图表 4：2020 年财政收入和专项债 7
图表 5：2020 年各省 GDP 和专项债 7
图表 6：2020 年专项债偿债能力（根据 2020 中国地方政府发展报告汇总） 8
图表 7：上周高频数据更新 9

一、《地方政府专项债券资金绩效管理办法》点评

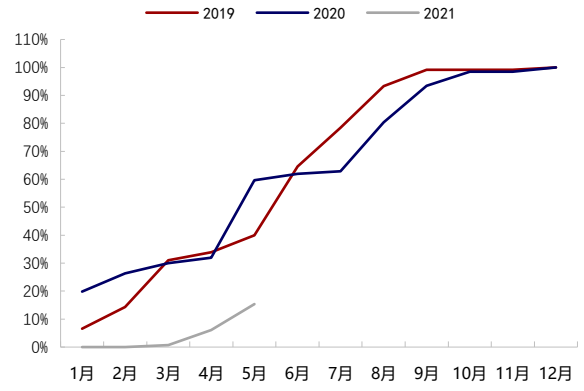
1.《办法》颁布背景：上一年度专项债发行存在“重发行轻管理”问题，一季度专项债发行速度放缓，资金使用效率较低

根据 2021 年 6 月 7 日所公布的《国务院关于 2020 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》显示，2020 年债务风险总体呈收敛态势，但仍存在专项债券重发行轻管理的问题。至 2020 年底，55 个地区专项债余额 1.27 万亿元中有 413.21 亿元（占 3.25%）未严格按用途使用，其中 5 个地区将 204.67 亿元投向无收益或年收入不足本息支出的项目，偿债能力堪忧。中诚信的测算认为，若按照 3.25%的比例，并结合财政部目前已经下达的 34676 亿元的新增专项债额度推算，2021 年全国新增专项债中或约有 1127 亿元资金未严格按用途使用、558 亿元资金投向无收益或收不抵支的项目。

从今年第一季度来看，专项债发行速度有所放缓。根据财政部披露，截至 6 月 15 日，全国地方累计发行新增地方政府债券 12850 亿元，占已下达限额的 30%。其中专项债券 8645 亿元，占已下达限额的 25%，低于往年同期水平。究其原因，2020 年专项债发行规模和速度都大幅上升，但部分资金供给没有足够的高质量项目进行投入，导致去年部分专项债资金虽然已经募集到位，但却并未投入对应项目，部分地区出现资金滞留问题。这一现象也能从去年下半年以来基建增速较弱中也能得到体现。

此外，对发债项目监管要求的提高也减缓了发债速度。根据财新网的报道，由于财政部对专项债项目实施穿透式监管，严格落实项目收支平衡等有关要求使得新增专项债发行偏慢，部分被包装为有现金流的项目发债受限。此外，2021 年财政部不再像 2019 年—2020 年那样要求专项债尽快发行，财政部部长刘昆 6 月上旬称，适当放宽专项债券发行时间限制，合理把握发行节奏。

图表 1：2021 前五个月专项债发行速度较慢



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：新增专项债对基建投资的带动作用减弱



来源：Wind，莫尼塔研究

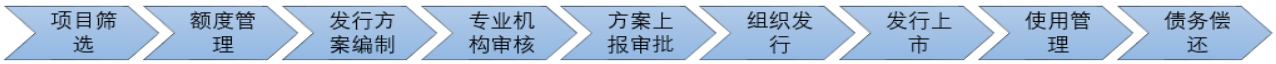
根据财新网记者的报道，新增专项债从 2015 年的 1000 亿元快速膨胀至 2020 年的 3.75 万亿元，2021 年略降至 3.65 万亿元，同时也逐渐暴露出问题，包括对基建投资的带动作用日渐减弱；符合条件有一定现金流的项目越来越少、还债压力加大；资金筹集和项目进度不衔接，“钱等项目”、资金闲置现象经常出现。对专项债项目实施绩效管理，有利于提升债券资金配置效率和使用效益，防范地方债务风险。但今年专项债的额度受影响可能会发不完。根据彭博社的报道，可能全年只发 3 万亿，远低于两会指定的 3.65 万亿的目标。对于基建投资的支持作用也可能明显减弱。即便发完，可能大量沉淀资金也无法形成实物工作量，基建投资反弹力度仍然有限。

专项债以投资项目所产生的现金流作为还本付息的保证，项目经营不善发生亏损将影响专项债的资金偿付。另一方面，监管强化会在一定程度上降低资金的使用效率。这次颁布的《地方政府专项债券资金绩效管理办法》在规范投资项目选择标准的同时，也对各地区专项债资金拨付情况及时监控提出了要求。

2.专项债新政的规范机制

专项债的发行要经过层层审批，每一个环节都需要严格把控。一笔专项资金在投出之前，首先要对项目进行筛选，同时确定投资金额，编制详细的发行方案，由上级机关主管部门审核通过后才能组织发行，发行后依然要对项目进行评价分析，管理下一步的资金投放，并以项目产生的现金流为基础对到期债务本息进行偿付。

图表 3：专项债发行流程



来源：莫尼塔研究

从《办法》准则来看，专项债新政主要从发行前项目事前评估、项目绩效目标设定与管理，发行后对项目运行采取“双监控”模式以及绩效评价管理四个方面对地方政府专项债发行做出规范，涵盖发行流程从发行方案编制到最后债务偿还的各个环节。

a、规范专项债事前绩效评估，提高准入项目质量

在申请专项债资金前，项目单位或主管部门要对项目实施的必要性、公益性以及成本收益特征等八个方面进行评估，并将其作为进入专项债券项目库的必备条件。2019 年 6 月 10 日，《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》中曾提出省级政府对组合使用专项债券和市场化融资的项目建立事前评审和批准机制的要求，而这一次的《办法》首次对申请专项债资金前开展绩效评估做出了细化明确的要求。这一举措会在一定程度上提高准入项目的质量，引导专项债资金向流入具有投资价值的项目，增加资金使用效率，但也可能会加大专项债发行难度。

b、设定项目绩效目标，加强绩效目标审核

项目单位在申请专项债券项目资金需求时，要同步设定绩效目标。绩效目标要反映出未来项目的产出、成本以及经济、社会效益等指标。要尽量细化绩效目标，将其作为日后衡量项目完成情况的重要依据。绩效目标将作为安排专项债券资金的前置条件，审核后的绩效目标与专项债券资金同步批复下达。绩效目标的设定是判断当前项目质量的重要依据，也是分析日后项目实际运行情况优劣的重要参考。

2018 年，出台的《关于全面实施预算绩效管理的意见》强调了项目的绩效评估重要性，提出构建全方位预算绩效管理格局，提出力争用 3 年至 5 年时间基本建成全方位、全过程、全覆盖的预算绩效管理体系。而今年，最新的《办法》已经将绩效目标的设定作为安排专项资金的前置条件，目标的审核与管理也成为必要环节。随着专项债发行规模的增长，资金流入项目的安全性对各地区财政状况的影响也越来越大，未来项目绩效目标的实现情况以及现金流的稳定性也因此受到更多的关注。“项目成熟一批，债券发行一批”已经成为各地专项资金拨付的准则，资金的投放更加合理稳健，成熟、稳定、风险低的项目成为资金主要流向地。

c、“双监控”模式确保专项资金得到合理利用，加快资金拨付速度

所谓“双监控”是指在专项债券资金使用过程中，对专项债券资金预算执行进度和绩效目标实现情况进行同时管理，查找资金使用和项目实施中的薄弱环节，及时纠正偏差。“双监控”模式能将专项资金及时合理的拨入各类合格项目，同时对投资项目的绩效目标完成情况进行严格审查。这一要求能提高投资安全性，优化资金使用效率。

关于提高专项债资金使用效率问题早在《办法》颁布之前就已经得到重视。2021 年 3 月 18 日，广东财政厅实行“月度通报、每周一报”机制，以此来强化对资金库款的监控，加快资金支出速度，减少滞留，推动债券资金规范高效使用；2021 年 6 月，陕西、北京等地区也强调对资金拨付速度的管理，保持适度的支出强度，尽量减少资金闲置浪费。

2020 年 11 月 4 日颁布的《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》中，已经提出地方财政部门应当做好债券发行与库款管理的衔接，可通过先行调度库款的办法支付项目资金或还本资金，发行地方债后及时回补库款的意见。这一次的《办法》要求对库款拨付情况与项目绩效目标情况同时管理，兼顾了资金使用效率与安全性。

d、开展绩效评价管理，对评价结果进行应用

项目单位要开展绩效自评，项目主管部门和本级财政部门选择部分重点项目，从包含决策、管理、产出和效益等多个方面来开展绩效评价，将评价结果量化为百分制综合评分。评分结果将作为各地区专项资金分配调整的参考因素，同时地方财政部门会将绩效评价结果作为项目建设期专项债券额度以及运营期财政补助资金分配的调整因素，确保当项目出现经营效益不及预期时有快速调整的机制，引导专项资金合理流动。

2018 年，出台的《关于全面实施预算绩效管理的意见》已经提出了绩效评价结果应用的初步构想。这一次的《办法》明确了绩效评价的评分体系，分为“优、良、中、差”四个等级，并给出了评级参考指标以及需要接受评价的项目范围，将评价结果作为资金拨付调整以及财政资金分配的依据。

3. 专项债新政可能对落后地区财政和经济增长构成更大压力

我国区域之间一直存在发展不平衡的问题，东部沿海地区的财政收入以及 GDP 相对中西部地区较高，尤其是浙江省、江苏省、广东省以及上海等地区，GDP 及财政收入水平领先全国大部分地区。不仅如此，由于这些地区经济发展水平较高，基础设施相对完善，投资经营环境较为优越，因此有更多高质量项目可以进入专项债投资项目库。

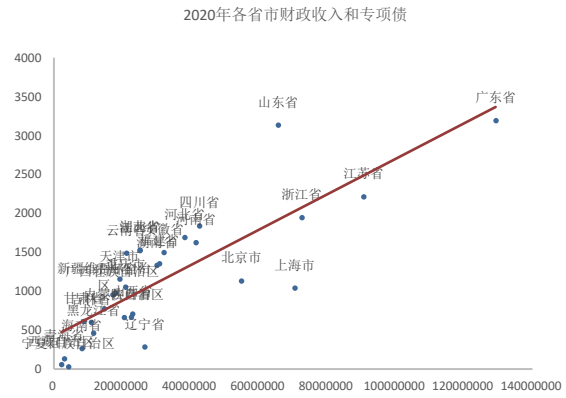
以 2020 年广东省为例，无论是专项债发行规模还是地方财政收入均位列第一位。《中国地方政府债券发展报告（2021）》中指出，2020 年 1～6 月，广东省新增项目收益专项债中 59.57%的项目本息覆盖倍数为 1～2 倍，15.31%的项目本息覆盖倍数为 2～3 倍，项目收益对债券本息覆盖能力较好，有极强的经济基础和偿债能力。

专项债偿还债务的资金主要来自于财政收入以及投资项目产生的现金流两方面，东部经济相对发达的地区有着领先全国大部分地区的财政收入，此外专项债投资项目库中有更多优质项目。《办法》对专项债发行做出新的规范，对东部地区财政状况影响可能相对更小。然而，对于东北中西部欠发达地区而言，由于缺少优质稳健的投资项目，更加严格的专项债审批制度会在一定程度上造成专项债发行放缓，资金库款滞留增加，资金可能会延缓投入到城市基础设施建设以及其他各个领域，给这些地区的经济增长带来更大的压力。

总体看来，发达地区省份如浙江省、江苏省、广东省等，其专项债中 60%左右项目本息覆盖倍数在 1～2 倍之间，剩余项目均高于 2 倍，且各个领域的项目质量较为均衡，整体项目收益对债券本息覆盖能力较好。而反观非发达地区省份，专项债本息覆盖倍数总体在 1-2 倍之间，且部分出现本息覆盖倍数

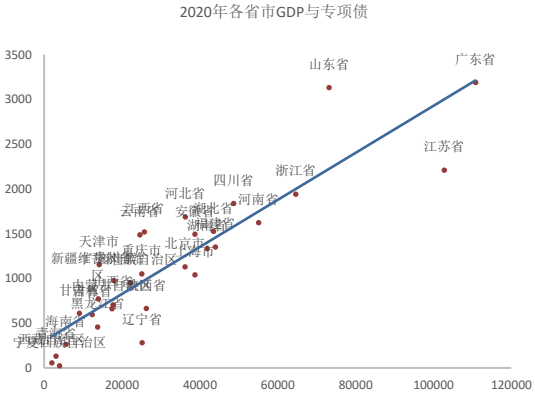
项目间差异大的情况，如贵州省不同领域项目本息覆盖倍数最低 1.22 倍，最高 4.39 倍，本息覆盖倍数项目间差异大；或出现实际覆盖能力可能弱于指标值的情况，如辽宁、吉林等省份部分项目预期总收入未考虑投资及运营成本，实际融资本息覆盖能力可能弱于指标值。据此可部分得出结论：发达地区的专项债项目质量较为均衡，且与非发达地区专项债项目相比较质量普遍更高。

图表 4：2020 年财政收入和专项债



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：2020 年各省 GDP 和专项债



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：2020 年专项债偿债能力（根据 2020 中国地方政府发展报告汇总）

	中国地方政府债券发展报告（2021）中对于专项债偿债能力的表述
北京	从项目偿债情况看，项目融资本息覆盖倍数均值为 1.90，偿债风险不大。
天津	项目本息覆盖倍数主要集中于 1～1.5 倍（含），占比为 79.68%。
上海	所有募投项目的收入均能覆盖项目融资本息，覆盖倍数中位数为 1.23 倍，考虑到上海市地方财政实力较强，其偿债风险较小。
广东	广东省新增项目收益专项债中 59.57%的项目本息覆盖倍数为 1～2 倍，15.31%的项目本息覆盖倍数为 2～3 倍，项目收益对债券本息覆盖能力较好。
江苏	从项目覆盖倍数情况来看，715 个项目中仅 1 个项目的覆盖倍数低于 1 倍（0.89 倍），1～2 倍、2～5 倍和 5 倍以上的占比分别为 52.17%、29.65%和 18.04%。
浙江	66.59%的项目本息覆盖倍数在 1 到 2 倍之间，15.64%的项目本息覆盖倍数在 2 到 3 倍之间。
甘肃	从收入对项目本息覆盖倍数情况来看，覆盖倍数主要集中于 1～1.5 倍，占比为 46.35%。
青海	从项目本息覆盖倍数情况看，其倍数均大于 1，募投项目整体偿债能力较好。
海南	项目本息覆盖倍数方面，所有募投项目的收入均能覆盖项目融资本息，偿债风险不大。
贵州	从项目偿债情况看，市政和产业园区基础设施建设项目的平均融资本息覆盖倍数最高，达到 4.39 倍，生态环保项目最低，仅为 1.22 倍，最高值为最低值的 3.6 倍，各项目融资本息覆盖倍数差异较大，项目偿债保障有待改善。
云南	本息覆盖倍数为 1.01～4.21 倍，主要集中在 1～1.5 倍，占比达到 88.21%。
陕西	募投项目融资本息覆盖倍数均大于 1 倍，反映了募投项目资金自平衡情况较好。
山西	经统计，项目本息覆盖倍数主要集中在 1～1.5 倍（含），占比为 61.74%。
辽宁	据统计，项目本息覆盖倍数主要集中于 1～1.5 倍（含），占比为 76.94%
吉林	据统计，项目本息覆盖倍数主要集中于 1～1.5 倍（含），占比为 70.82%
河北	据统计，1～1.5 倍（含）项目数量占比为 61.40%，1.5～2 倍（含）项目数量占比为 18.95%，2～4 倍（含）项目数量占比为 14.03%，4 倍以上项目数量占比为 5.62%
黑龙江	据统计，项目本息覆盖倍数主要集中于 1～1.5 倍（含），占比为 76.67%。
内蒙古	据统计，项目本息覆盖倍数主要集中于 1～1.5 倍（含），占比为 54.03%。
新疆	从项目本息覆盖情况来看，项目本息覆盖倍数主要集中于 1～1.5 倍（含），占比为 35.37%。
宁夏	从项目本息覆盖倍数情况看，其覆盖倍数均大于 1，具有一定偿债能力。
河南	项目本息覆盖倍数为 1～1.5 倍的债券规模为 644.11 亿元，占比为 52.24%。
湖北	募投项目融资本息覆盖倍数最低为 1.10 倍，募投项目收益均能覆盖其使用的债券资金。
湖南	项目本息覆盖倍数均大于 1，其中最大倍数为 22.59 倍，最小倍数为 1.10 倍，募投项目整体偿债能力较好。
西藏	在项目融资本息覆盖倍数方面，倍数均大于 1，募投项目的偿债来源较有保障。
江西	2020 年 1～6 月，省级、地市级及区县级的加权平均项目融资本息覆盖倍数分别为 1.56 倍、1.51 倍和 1.62 倍。
重庆	项目收入对其融资本息的覆盖倍数达 4.56 倍,专项债还本付息来源较有保障。
安徽	2020 年 1～6 月安徽省新增项目收益专项债募投项目中可偿债资金对融资本息的覆盖倍数主要为 1 ～ 1.5 倍 (含),占比达 83. 35%。
山东	987 个募投项目的本息覆盖倍数在 1 到 2 倍之间，募投资金占山东省当期项目收益专项债发行总规模的比重为 91.17%，79 个募投项目的本息覆盖倍数在 2 到 3 倍之间，募投资金占山东省当期项目收益专项债发行总规模的比重为 6.78%。
福建	福建省项目收益专项债募投项目本息覆盖倍数均大于 1。
四川	新增项目融资本息平均覆盖倍数为 10.62，为全国 31 个省（区、市）同期最高水平，是全国平均覆盖倍数 4.63 的两倍多。

来源：中国地方政府债券发展报告（2021），莫尼塔研究

图表 7：高频数据更新

		单位	当周值	环比	上周值	6 月	5 月	2020 年	2019 年
实体经济	国内主要港口:平均价:动力煤	元/吨	923	-2.4	946	929	843	764	566
	期货结算价(连续):铁矿石	元/吨	1346	2.0	1319	1381	1182	1381	788.5
	期货结算价(连续):螺纹钢	元/吨	4908	0.0	4909	4893	4842	4220	3796
	库存期货:螺纹钢	吨	18645	0.0	18645	18645	25252	31557	307
	高炉开工率(163 家):全国	%	42.0	-31.1	60.9	60.9	62.4	67.5	65.3
	水泥价格指数:全国	/	145.9	-1.0	147.4	146.9	157.6	154.6	166.4
	中国玻璃综合指数	/	1665.5	1.9	1635.1	1513.1	1476.1	1527.5	1175.6
	南华工业品指数	/	3101.8	-1.2	3139.1	3088.7	2996.0	2550.5	2345.5
	30 大中城市:商品房成交面积	万平方米	478	7.9	443	1783	1773	17478	17994
	100 大中城市:供应土地占地面积	万平方米	713	29.9	549	4214	3283	82695	76415
	100 大中城市:成交土地占地面积	万平方米	909	136.8	384	3851	2883	73376	67371
	100 大中城市:成交土地溢价率	%	7.6	-11.3	8.6	10.3	13.0	6.0	10.4
	当周日均销量:乘用车:厂家批发	辆	55729	123.6	24923	34823	47383	140067	89657
食品价格	农产品批发价格 200 指数	/	109.0	-0.3	109.4	109.4	113.8	130.3	124.1
	平均批发价:猪肉	元/公斤	22.9	5.6	21.68	22.99	25.2	45.4	43.25
	平均批发价:鸡蛋	元/公斤	9.0	0.2	8.9	9.0	9.0	8.5	8.8
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	4.1	-2.6	4.2	4.2	4.2	5.3	4.8
	平均批发价:7 种重点监测水果	元/公斤	5.8	-1.4	5.9	6.0	6.6	6.0	5.3
大宗商品	RJ/CRB 商品价格指数	/	215.0	2.2	210.4	213.4	205.7	167.8	185.8
	期货结算价(连续):布伦特原油	美元/桶	76.2	0.0	76.2	75.1	69.3	51.8	66.0
	期货结算价(连续):WTI 原油	美元/桶	75.2	1.5	74.1	73.5	66.9	48.5	61.1
	现货结算价:LME 铜	美元/吨	9296.5	-1.0	9390.5	9385	10160	7741.5	6156
	现货结算价:LME 铝	美元/吨	2481.0	3.5	2397.5	2523	2404.5	1978	1800
金融市场	DR007	%	1.89	-0.31	2.20	2.55	2.58	2.46	2.65
	R007	%	2.01	-0.72	2.73	3.24	2.70	2.59	3.07
	SHIBOR:隔夜	%	1.61	0.06	1.55	2.18	2.23	1.09	1.69
	货币净投放	亿元	200	-300	500	-1800	1300	8940	-7784
	国债到期收益率：1 年	%	2.37	-0.05	2.42	2.45	2.41	2.47	2.36
	国债到期收益率：10 年	%	3.14	0.00	3.14	3.08	3.06	3.14	3.14
	上证指数	/	3518.8	-2.5	3607.6	3591.2	3615.5	3473.1	3050.1
	创业板指	/	3333.9	-0.4	3347.7	3477.2	3309.1	2966.3	1798.1
	即期汇率:美元兑人民币	/	6.48	0.4	6.46	6.46	6.36	6.54	6.97
	USDCNH:即期汇率	/	6.47	0.2	6.46	6.47	6.37	6.50	6.96

注：货币净投放=逆回购数量-逆回购到期量+国库现金定存中标量-国库现金定存到期量+MLF 投放量-MLF 到期量

来源：Wind，莫尼塔研究

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。

本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。邮编：100052

纽约

Address：110 Wall St., New York, NY 10005, United States

业务咨询：sales.list@cebm.com.cn