

惠誉博华金融租赁公司 2024 年度展望： 业务转型成效初显，将对资产质量产生积极影响

租赁行业进入转型深水期，在行业合同规模整体收缩态势下，金融租赁公司仍保持稳健增长。其融资租赁业务结构持续优化，先进制造业及战略新兴业务实现大幅增长，公用事业及政信业务快速压降。金租公司加大经营租赁业务布局，头部金融租赁公司在专业化领域保持长期优势。

金融租赁公司的资产质量指标良好，并保持了较高的拨备水平。惠誉博华预计，政信类业务监管升级有助于促进金融租赁公司回归以“融物”为核心的租赁经营模式，长期来看将对金融租赁公司资产质量产生积极影响。

金融租赁公司盈利指标近年来处于下行通道，但短贷长配的经营方式在市场利率下行阶段有助于保持其低成本水平。但预计隐债置换及战略新型产业竞争加剧将对收益产生负面影响。

金融租赁公司的“类信贷”业务已显著压降，但新业务尚未进入快速增长通道。惠誉博华预计，金融租赁公司在业务转型期将减弱对资本的消耗，资本水平将维持良好。

金融租赁公司凭借母公司资金及流动性优势实现“借短投长”赚取利差，期限错配程度较高。随着长端融资限制放开，金融租赁公司期限错配料将得到改善。

惠誉博华

相关报告

惠誉博华新版非银行金融机构评级标准解读及信用质量测试结果分布

惠誉博华融资租赁公司信用质量测试结果分布

疫情冲击下中国金融机构管窥

分析师

王梦媛

+ 86 10 5663 3825

mengyuan.wang@fitchbohua.com

方芮

+86 10 5663 3827

carol.fang@fitchbohua.com

媒体联系人

李林

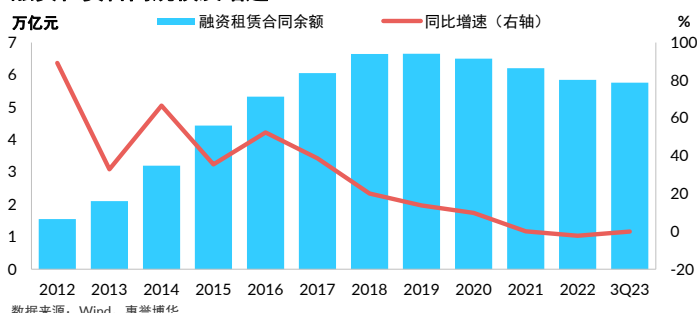
+86 10 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

租赁行业进入转型深水期，金融租赁公司逆势实现良好增长

随着租赁业务监管力度持续加强，租赁标的物进一步规范，融资租赁行业（包括金融租赁公司和商租公司）进入转型深水区，由“类信贷”业务向“融物”本源发展过程中，业务增速呈现放缓趋势。疲弱的经济环境下，优质投资标的稀缺，同时融资租赁公司亦收紧了风险偏好，国内融资租赁合同余额连续负增长，2023 年 9 月末，租赁公司合同余额为 5.8 万亿元，较年初下降 1.6%。其中，金融租赁公司的合同余额 2.5 万亿元，较 2022 年末微增 0.1%，占租赁行业的 43.7%。

融资租赁合同规模及增速



金融租赁公司转型相对较早、专业化程度较高，在介入战略新兴领域方面具有规模和成本优势，2022 年实现了较好增长。中国银行业协会披露数据显示，2022 年末金融租赁公司总资产规模 3.8 万亿元，同比增长 5.6%，租赁资产余额 3.6 万亿元，同比增长 9.3%，增速企稳回升。同时，金融租赁业务结构持续优化，2022 年末经营租赁资产余额 6,656.9 亿元，同比增长 20.2%，在租赁资产中占比 18.2%；直接租赁资产余额 3,448.0 亿元，同比增长 15.0%，在租赁资产中占比 9.5%。惠誉博华预计，2023-2024 年，金融租赁行业规模继续保持个位数增长。大型银行的金融租赁公司凭借行母行的低资金成本、渠道资源丰富和自身在经营租赁方面的规模和专业优势，有望进一步提升市场地位。

业务转型成效显著，大型金融租赁公司专业化优势突出

惠誉博华选取了 36 家发债金融租赁公司作为测试样本，并按照其母公司类型将其分为全国性银行系、地方性银行系和非银系金融租赁公司。截至 2022 年末，36 家金融租赁公司应收融资租赁款余额为 2.4 万亿元，占金融租赁公司资产总额的 63.2%。

金融租赁公司加大对先进制造业及战略新兴产业等实体经济领域的支持力度，政信业务压降速度料将继续加快

融资租赁资产对交通运输、水利、电力等公用事业领域集中度有所下行，2022 年末该三大行业合计占比达 57.9%，较上一年下降 2.2 个百分点。其中，全国性银行系金融租赁公司在公用事业的资产配置最高，2022 年末高达 66.9%，远高于地方性银行系金融租赁公司的 45.7% 和非银行系金融租赁公司的 44.0%。主要由于大型金融租赁公司在交通运输、仓储和邮政业的占比继续提升，体现了大型租赁公司在单笔金额量甚大的铁路、道路、航空和管道领域具有显著优势。水利、环境和公共设施管理业方面。虽然 2022 年国内基础设施投资仍然保持双位数增速，但各类型金融租赁公司的占比均有同比下行，尤其是全国性银行系金融租赁公司占比大幅收缩 4.2 个百分点。部分公用事业类资产涉及地方政府或城投企业合作项目，租赁标的物涉及道路、公路、隧道、水塔、水利管道、市政管道等构筑物，在构筑物类适格性、非设备售后回租监管持续加强以及地方政府债务置换背景下，该类业务将进一步压降。惠誉博华预计，基于国家宏观导向的新基建和绿色能源领域将是未来公用事业领域的新发力点，具体投放标的包括风电设备、光伏设备、新能源汽车和新能源船舶等领域，同时以绿色债券、绿色资产支持证券等进行融资能够降低资金成本和提高流动性状况。

2022 年末，租赁和商务服务业资产占比同比压降 0.4 个百分点，其中，地方性银行系金融租赁公司录得最高降幅，达 2.4 个百分点，但占比仍然处于各类金租中最高，2022 年末为 22.3%，这类资产与地方城投企业具有较高关联度，也显示出地方金融机构与地方政府较为密切的业务关联。

非银系金融租赁公司受母公司产业背景影响，制造业投放占比相对较高，2022 年末为 15.1%，较上一年上涨 2.3 个百分点。此外，在立足实体、融入实业发展大方向下，各类金融租赁公司加大对先进制造业的支持力度，样本金融租赁公司制造业投放占比均有提升。

当前房地产行业风险持续蔓延，金融租赁公司的租赁物以非地产固定资产为主，在房地产行业投放占比极低（不足 1%），基本未受到房地产行业风险直接影响。但金融租赁公司仍有可能受到房地产行业风险蔓延影响，如建筑业和政信类业务的风险影响。

2022年样本金融租赁公司投放行业分布

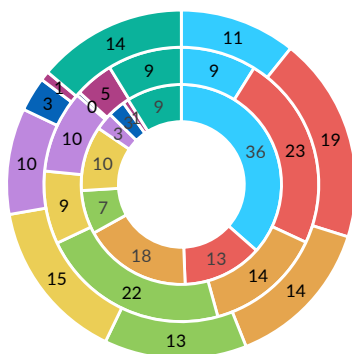
内环：全国性银行系

中环：地方性银行系

外环：非银行系

单位：%

- 交通运输、仓储和邮政业
- 水利、环境和公共设施管理业
- 电力、燃气及水的生产和供应业
- 租赁和商务服务业
- 制造业
- 建筑业
- 采矿业
- 农林牧渔业
- 其他



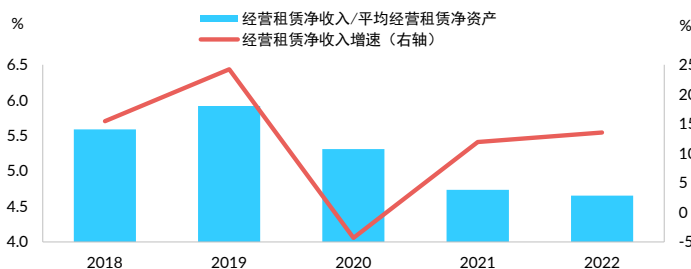
数据来源：各公司年度报告，惠誉博华整理

金融租赁公司积极推进经营租赁专业化转型，航空租赁业务将随国内外航空业务复苏稳步增长

面对息差收窄、优质资产竞争加剧和经济承压、监管从严的外部环境，金融租赁公司过度依赖类信贷业务赚取利差的融资租赁业务模式难以长期维持。经营租赁业务的核心是弱化对承租人信用状况的依赖，形成以租赁物为核心的经营模式，强调未来现金流以及租赁资产本身价值管理。租赁业务兼具融资与融物的属性，相较商业银行而言，着力发挥业务融物属性、拓展经营租赁是租赁公司形成差异化竞争优势的必然路径。

2022 年，金融租赁公司积极推进业务专业化转型，结合国家区域发展战略，扩大在飞机、船舶、机车、盾构机等设备领域投放力度，加快经营租赁业务发展，经营租赁净收入增速稳中有升，达 13.5%，较 2021 年上升 1.6%。不过，受租赁业务竞争加剧及利率中枢持续下行影响，2022 年平均经营租赁净资产收益率持续小幅下降，由 2021 年的 4.73% 下降至 4.65%，创近年来新低，未来仍有继续下行的可能。

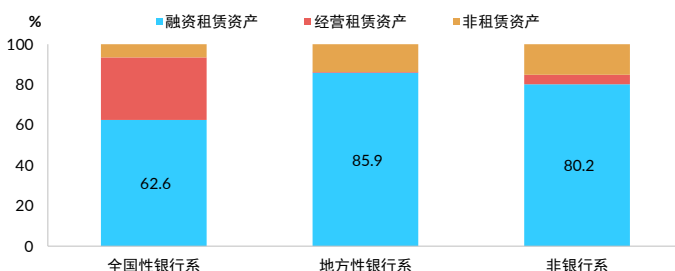
样本金融租赁公司经营租赁收益情况



数据来源：年度报告，惠誉博华

各类型金融租赁公司依托自身资源及优势，寻求发展差异化经营租赁业务。国内头部银行系金融租赁公司凭借母行资源及规模优势先行发力，不断拓展专业化的经营租赁业务模式，有利于长期竞争实力的提升。截至 2022 年末，全国性银行系金融租赁公司经营租赁资产规模占总资产比重达 30.9%，同比提高 3.7 个百分点，占比远高于其他类型的金融租赁公司，涉及行业主要集中在飞机和船舶领域。相较之下，地方性银行系金融租赁公司受限于母行经营区域及资产规模限制，租赁业务更多作为其母行信贷资产的延伸，经营租赁资产占比仅在 1% 以下，但较 2021 年亦有小幅提升。而非银系金融租赁公司的经营租赁资产主要为机械设备，占总资产比重由 2021 年的 5.6% 小幅下跌至 2022 年的 5.1%。

2022年样本金融租赁公司资产结构

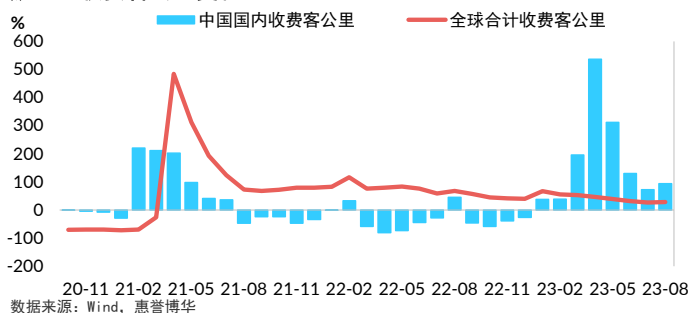


数据来源：年度报告，惠誉博华

中国的航旅管制放开推动了全球客运量的增长，据中国民航局披露，2023 年 1-9 月，航空运输市场保持良好恢复态势，全行业完成运输总周转量 868.1 亿吨公里，同比增长 84.1%，恢复至 2019

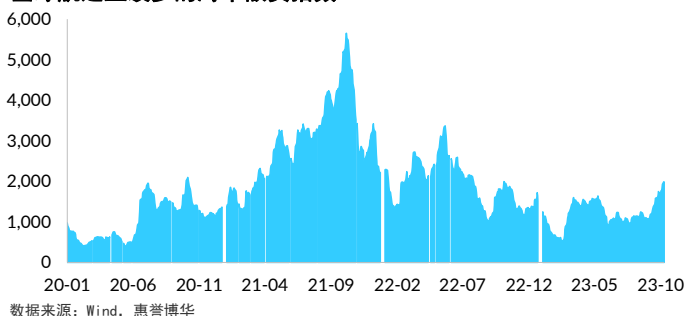
年的 89.9%；完成旅客运输量 7,635.6 万人次，同比增长 141.3%，恢复至 2019 年的 86.5%。惠誉博华预计，金融租赁公司航空租赁业务将随着国内外航空业务复苏稳步增长，但是海外业务仍有可能受到地缘政治冲突、通货膨胀、利率上升和美元走强的压力。

航空业收费客公里变化



航运业务方面，2023 年上半年，全球集装箱海运贸易量较 2022 年同期有所上升，但海运价格继续回落，运价基本恢复至疫情前水平，全球航运业波罗的海干散货指数在上半年维持低迷。在美元融资成本居高不下的背景下，金融租赁公司的固定租金航运业务利润率受到挤压，同时，人民币兑美元持续收跌，同一船只对资金占用加大，航运租赁收益率出现下行。因融资成本上升，现金流较为充沛的船东有意愿选择提前还款或赎回船舶，据克拉克森统计，2023 年 6 月末，中国船队 2,479 艘，较年初小幅下行，上半年新增租赁项目和项目资产价值同比均有明显下挫。惠誉博华预计，基于航运业务景气度低迷，金融租赁公司的航运租赁业务将继续保持低增速，盈利水平亦将出现下行，同时仍需警惕国际政治经济环境变化带来的影响。

全球航运业波罗的海干散货指数

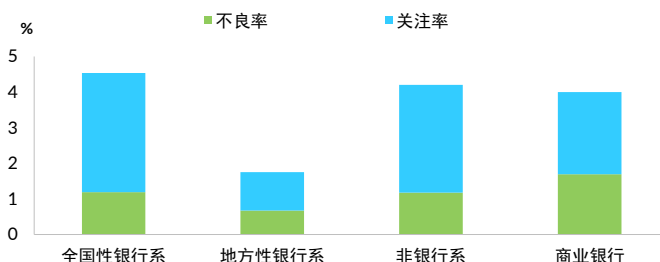


回归以“融物”为核心的租赁经营模式料将对金融租赁公司资产质量产生积极影响

截至 2022 年末，样本金融租赁公司不良及关注类融资租赁资产占比分别为 1.1%和 2.8%，与 2021 年末基本持平，不良率低于同期商业银行的平均水平(1.7%)，但关注率处于较高水平。

分类型来看，全国性银行系及非银系金融租赁公司的不良及关注类资产合计占比高于同期上市商业银行，主要受累于其较高的关注比例。而地方性银行系金融租赁公司的资产质量指标明显优于其他金融租赁公司和上市商业银行，其不良及关注类资产占比仅为 1.7%，主要是由于这些金融租赁公司成立时间较短，存量不良资产较少，且租赁业务不受区域经营限制，相对于历史包袱较重或者区域风险较高的商业银行有一定优势。此外，业务的资产负债表在成立初期的快速增长，亦使得不良率指标失真。

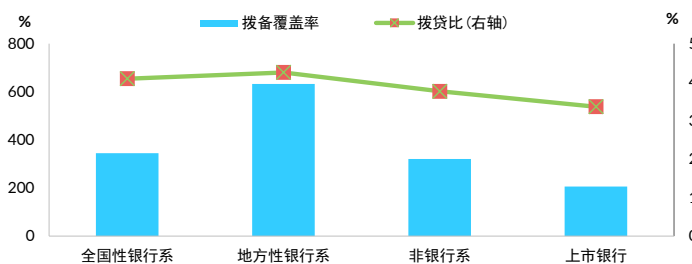
2022年各类型金融租赁公司的资产质量指标



数据来源: 年度报告, 惠誉博华

金融租赁公司具有较好风险缓冲能力，截至 2022 年末，样本金融租赁公司融资租赁资产平均拨备覆盖率为 374.7%，同比下行 47.8 个百分点，高于同期商业银行拨备覆盖率 205.9%。此外，各类金融租赁公司拨贷比水平平均高于同期商业银行的平均水平。

2022年样本金融租赁公司拨备情况



数据来源: 年度报告, 惠誉博华

金融租赁公司不良率上升压力主要来源于政信类业务。由于地方财政收入承压导致债务率攀升，财政薄弱地区的城投企业违约风险持续积累，除标准债外，城投企业的商票、银行贷款、非标融资、私募债券均有违约发生，非标融资趋紧背景下，金融租赁公司的相关业务有较大兑付压力。2023 年 7 月，中央政治局会议提出要防范化解地方债务，制定一揽子化债方案，对于城投公司融资环境改善起到了积极作用，但是化债仍将是较为漫长的过程。10 月以来，多个省份超 1.2 万亿元特殊再融资债券密集发行，主要用于置换到期的存量非标和高息债务，部分地区可用于偿还拖欠工程款，可以缓解短期债务偿还压力，但长期来看弱资质主体的风险仍可能继续暴露。

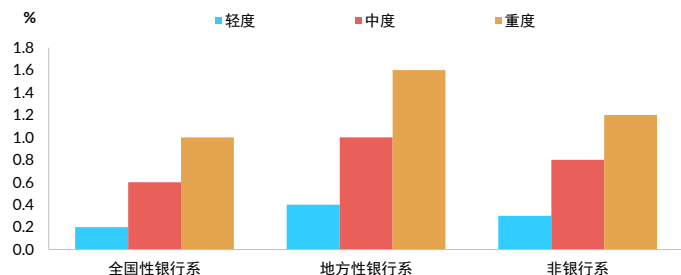
分类型来看，全国性银行系金融租赁公司政信类业务的占比相对可控，且风险偏好相对较低，融资租赁资产的收益率保持相对较低水平，政信类业务的信用要求较为严格。根据目前出现风险的城投企业公布的逾期数据，虽然涉及一些全国性银行系金融租赁公司，但风险敞口很小，整体风险可控。部分中西部、东北部及一些沿海的地方性银行系金融租赁公司以及非银行系金融租赁公司或存在更高的信用风险，因其与地方政府的密切合作，这类金融租赁公司承接了较多的平台类业务，在尾部城投企业非标债务风险继续暴露的预期下，在非标准融资存续规模高、债务接续压力较大地区投放集中的公司可能面临较大的资产质量下行风险。

近来，中国监管层持续收紧政信类业务监管政策。2023 年 7 月，国家金融监督管理总局对金融租赁公司下发了《关于进一步做好金融租赁公司监管工作的通知》(149 号文)，要求金融租赁公司回归以“融物”为核心的租赁经营模式，停止开展非设备类售后回租业务。11 月，国家金融监督管理总局进一步发布了《关于促进金

融资租赁公司规范经营和合规管理的通知》（金规〔2023〕8号），要求逐步提高直租业务占比，力争在2026年实现年度新增直租业务占比不低于50%的目标，并严禁新增非设备类售后回租业务。非设备类融资租赁标的物以构筑物为主，监管意图即进一步控制城投企业以存量构筑物进行“类信贷”融资。监管思路延续2022年发布的《中国银保监会办公厅关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》（加强构筑物作为租赁物的适格性监管，严禁将涉嫌新增地方政府隐性债务以及被处置后可能影响公共服务正常供应的构筑物作为租赁物，分步压降构筑物租赁业务），从资金方控制金融租赁公司作为非标融资增加地方政府隐性债务。预计金融租赁公司的城投敞口将进入快速下降阶段，城投公司的非标融资收紧短期内对其形成一定兑付压力，2023年上半年，部分金融租赁公司的受此影响关注率有所上升。但长期来看，相关业务的压降将对金融租赁公司资产质量产生积极影响。

为前瞻性地分析金融租赁公司资产质量情况，惠誉博华通过设定信用风险较高的投放行业违约率上升压力情景（详见附录2），对金融租赁公司整体信用状况进行敏感性分析。根据压力情景测试结果，在中度压力情景下，样本金融租赁公司的资产质量整体恶化约0.7个百分点。

样本金融租赁公司资产质量压力测试结果

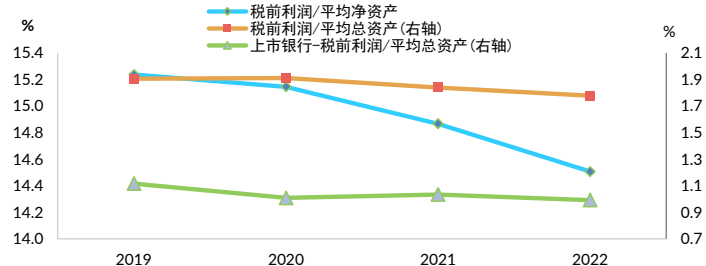


数据来源：年度报告，惠誉博华

盈利延续下行趋势，大型金融租赁公司盈利指标下挫明显

与商业银行类似，金融租赁公司盈利指标近年来处于下行通道。2022年，样本金融租赁公司“税前利润/平均总资产”及“税前利润/平均净资产”分别为1.8%及14.5%，同比继续下行，但盈利水平优于商业银行，主要因为短贷长配的经营方式在市场利率下行阶段有助于保持较低的成本水平。

2019-2022年样本金融租赁公司盈利指标变化趋势



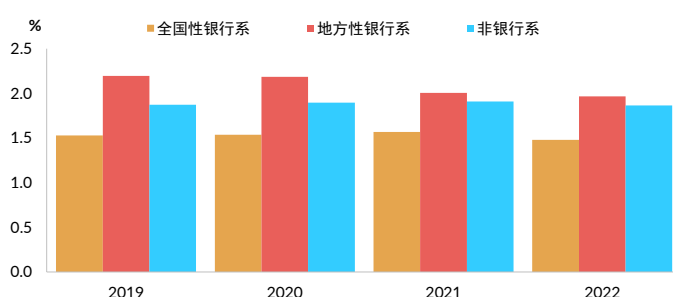
数据来源：年度报告，惠誉博华

从不同股东背景的金融租赁公司资产收益表现来看，全国性银行系金融租赁公司“税前利润/平均总资产”始终低于其他类型金融租赁公司，反映其客户资质明显优于其他类型金融租赁公司，此类租赁公司

可以获得相对更有力的股东支持以获取低成本融资和优质客户资源。2022年，全国性银行系金融租赁公司在“税前利润/平均总资产”录得最大降幅，大型金融租赁公司在推进转型发展和进入新领域阶段对收益做出较大让步。地方性银行系金融租赁公司生息资产收益率略高于非银系金融租赁公司，反映其更为下沉的客户资质使其获得了较高的收益能力。规模较小、客户较为下沉的金融租赁公司通常对于弱资质平台公司的敞口更高，这类平台公司流动性风险持续积累，可能出现不良上升和租金回收率下行将进一步削弱金融租赁公司盈利能力。

惠誉博华预计，2024年金融租赁公司盈利水平继续下行压力加大，一方面，在隐债置换过程中金融租赁公司面临资产质量恶化、息差收窄的压力，另一方面，《商业银行资本管理办法》的执行将加大同业资产风险资本消耗，以短期同业融资为主的金融租赁公司或面临成本上升压力。

各类型金融租赁公司“税前利润/平均总资产”对比

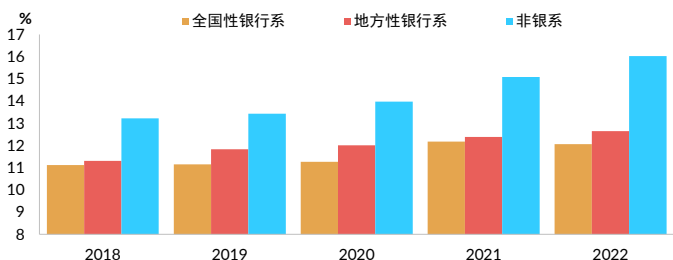


数据来源：年度报告，惠誉博华

转型期金融租赁公司资本消耗减速，资本充足率料将维持较高水平

近年来，金融机构资本监管要求趋严，金融租赁公司资本充足率呈现稳步增长态势。截至2022年末，样本金融租赁公司平均核心一级资本充足率为13.4%，较2021年末增长0.2个百分点，高于同期商业银行10.7%的平均水平。从不同股东背景的金融租赁公司来看，全国性银行背景的金融租赁公司因盈利能力弱化，资本充足水平小幅下行，其他类型金融租赁公司核心一级资本充足率均有提升，尤其是非银系金融租赁公司升幅继续扩大。惠誉博华认为，金融租赁行业目前处于转型关键阶段，“类信贷”业务已快速压降，但新业务尚未进入快速增长通道，因此我们预计业务转型期金融租赁公司将减弱对资本的消耗，资本水平将维持良好。

样本金融租赁公司核心一级资本充足率

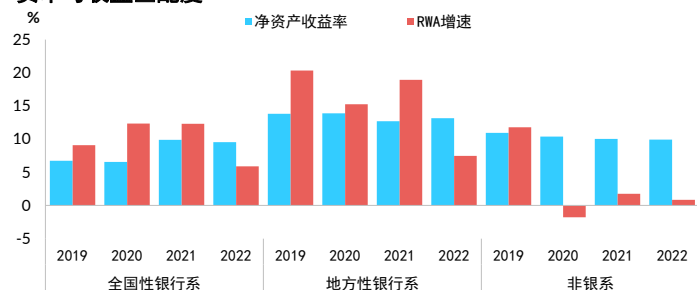


数据来源：年度报告，惠誉博华

金融租赁公司整体资本消耗速度放缓，2022年各类型金融租赁公司的RWA增速都有明显下行，因而对于外源性资本补充需求有所

下降。2022 年，共 7 家金融租赁公司完成增资，合计增资规模 37.1 亿元，同比下降 73.2 亿元。

资本与收益匹配度



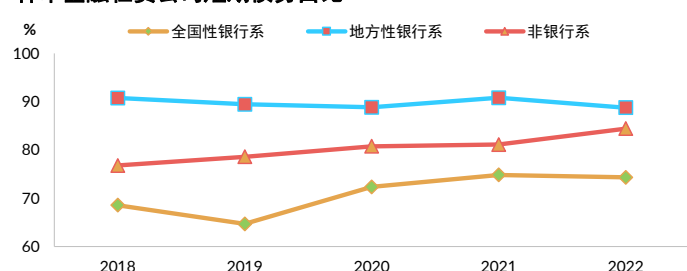
数据来源：年度报告，惠誉博华

金融租赁公司长期负债严重缩量，期限错配程度仍保持高位运行

租赁业作为资金密集型行业，其融资成本和便利性对融资租赁公司业务有着深刻影响。金融租赁公司，特别是银行系金融租赁公司凭借母行在融资端提供的资源禀赋优势，能够获取长期稳定、成本低廉的资金并建立竞争优势，相应的在投资端往往能够选择更为稳健的企业和项目。

惠誉博华认为，金融租赁公司因母公司提供的流动性支持和同业拆借的便利使其更倾向于利用“借短投长”赚取更多利差。在融资环境宽松背景下，金融租赁公司有意愿保持较高的短期债务比例，截至 2022 年末，样本金融租赁公司整体短期债务占总债务的比例高达 78.0%，较 2021 年下行 0.6 个百分点。

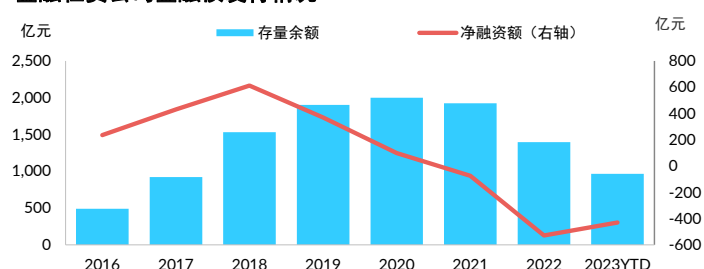
样本金融租赁公司短期债务占比



数据来源：年度报告，惠誉博华

金融租赁公司融资结构以银行借款和发行债券为主，债券作为一种长期债务工具，能有效改善金融租赁公司期限错配状况。目前金融租赁公司发债结构以 3 年期金融债为主，ABS 占比偏小。自 2019 年以来，金融租赁公司金融债发行规模有所下滑。2022 年，金融租赁公司境内发债审批延续收紧态势，全年累计仅发行金融债 74 亿元，实际净融资额大幅下滑至-529 亿元。2023 年前三季度，仅民生金租发行了 70 亿元金融债。目前金融租赁公司债券发行限制有放宽迹象，惠誉博华预计，各金融租赁公司有意愿在市场利率低位进行加大长期融资规模，2024 年金融租赁公司长期债务占比将回升。

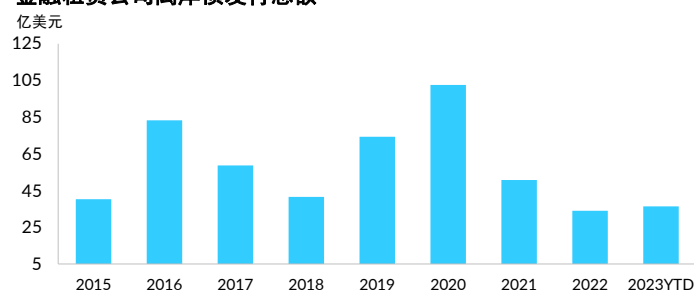
金融租赁公司金融债发行情况



数据来源：Wind，惠誉博华

受美联储连续加息导致发行利率大幅走高及市场流动性紧缩影响，2022 年起金融租赁公司离岸债券发行随之严重缩量。2023 年，美债收益率持续走高，受美元指数走强及中国人民银行降息影响，人民币兑美元汇率走弱，发行美元债亦可能受到一定兑付损失。

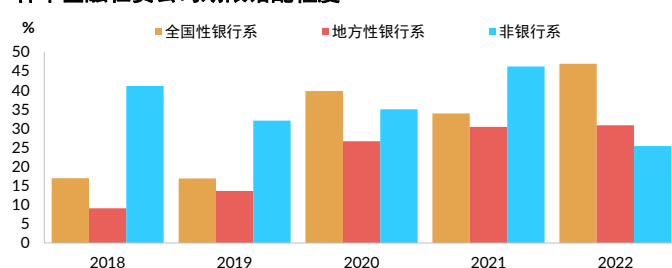
金融租赁公司离岸债发行总额



数据来源：Wind，惠誉博华

当前金融租赁行业整体呈现较为明显的短债长用的期限错配现象。金融租赁公司资产端期限较为稳定，通常为 3-5 年，融资端期限主要集中在 1 年期左右。2022 年金融租赁公司期限错配程度维持在较高水平，全国性银行系金融租赁公司幅度最为明显，因其资产端快速扩张而负债端缺乏长期融资来源，期限错配程度由 2021 年的 33.9% 大幅上升至 2022 年的 46.9%。长期而言，虽然金融租赁公司在必要时可以向母公司寻求流动性支持¹，但随着金融租赁公司规模不断扩张，母公司在流动性支持方面所面临的压力也将随之加大，最终仍需金融租赁公司优化自身的资产负债期限结构来缓解流动性风险。

样本金融租赁公司期限错配程度



期限错配程度 = (一年内有息债务 - 一年内融资租赁资产) / 一年内有息债务
数据来源：年度报告，惠誉博华

¹ 原中国银监会于 2014 年发布的《金融租赁公司管理办法》中规定金融租赁公司发起人应当在金融租赁公司章程中约定，在金融租赁公司出现支付困难时，给予流动性支持。

附录

1. 36 家金融租赁公司分类标准

- 1) 惠誉博华选取了 36 家发债金融租赁公司，并按照其母公司类型分为了全国性银行系、地方性银行系、非银系。
- 2) 全国性银行系包括母公司为国有银行、政策性银行、股份制银行在内的共 12 家金融租赁公司。
- 3) 地方性银行系包括母公司为城商行、农商行在内的共 15 家金融租赁公司。
- 4) 非银系包括母公司为资产管理公司、非金融企业在内的共 9 家金融租赁公司。

2. 36 家金融租赁公司对城投企业非标融资违约率上升的资产质量压力测试

城投企业主要经营城市基础设施相关的公益性业务或准公益性项目，包括城市敞开式道路、城市绿化、广场、学校、医院等非市场化运营项目。我们根据租赁公司业务投放与城投企业经营业务相关性，选取了水利、环境和公共设施管理业（与城投企业相关租赁标的为污水处理和水利管网等）、电力、燃气及水的生产和供应业（与城投企业相关标的为燃气管网）和租赁和商务服务业（城投企业的融资）三个相关行业，假设在城投企业融资收紧与土地财政收缩的压力下，这三个行业违约风险有不同程度的提升，其中，租赁和商务服务业与城投企业的业务关联性较高，而其他两个行业除包含城投企业业务外，还涉及一些燃气、电力及水务公司等非平台类运营公司，因此在压力情景中的假设有所区分。压力测试中各投放行业占比运用 2022 年数据。

表 1：压力情景假设

单位：%	租赁和商务服务业	水利、环境和公共设施管理业	电力、燃气及水的生产和供应业
轻度	1.0	0.5	0.5
中度	2.0	1.5	1.5
重度	3.0	2.5	2.5

根据压力情景测试结果，样本金融租赁公司在轻度、中度和重度压力下，融资租赁资产不良率可能分别上升 0.3、0.7 和 1.1 个百分点，其中，全国性银行系金融租赁公司相关业务敞口更小，在各压力情景下表现均最优，而地方性银行系金融租赁公司可能会受到更大影响，尤其缺乏产业背景、业务投放下沉的金融租赁公司。

表 2：各类金融租赁公司在压力情景下的资产质量恶化风险

单位：%	轻度	中度	重度
全国性银行系	0.2	0.6	1.0
地方性银行系	0.4	1.0	1.6
非银行系	0.3	0.8	1.2
全口径	0.3	0.7	1.1

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。