

2022年7月债券市场信用分析

人保资产信用评估部

目 录

1. 从中观看宏观

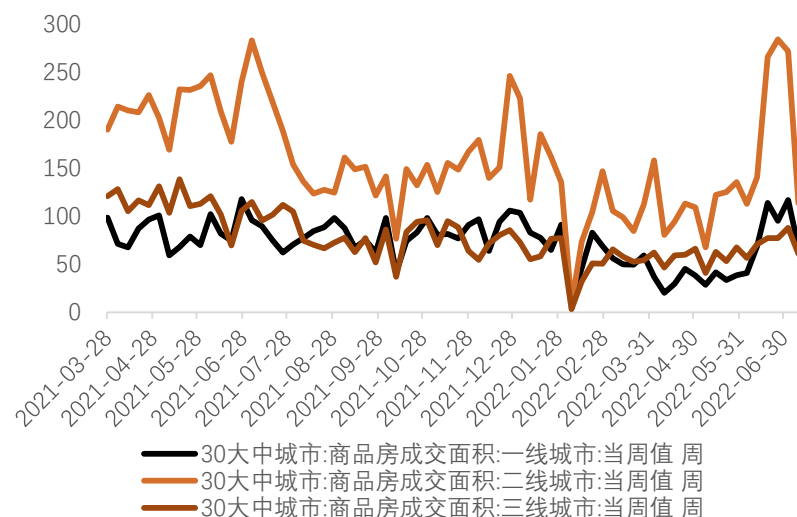
2. 信用市场概况

◆ 较上一期主要变化：

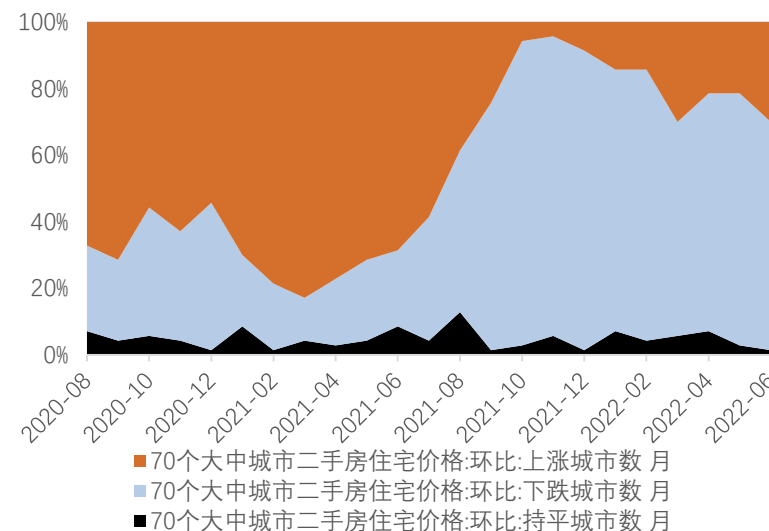
- ✓ 下游：**地产仍低迷**。需求端，销售高频数据显示6月销售数据降幅收窄，但7月上旬销售数据又再次走弱，说明市场复苏尚不稳固；供给端，新开工及土地市场仍然低迷，降幅进一步扩大，房企拿地谨慎、开工迟缓，投资短期难修复。在复工复产和购置税减半的政策推动下，**汽车产销同比和环比均显著修复**。
- ✓ 中游：**中游各行业产量同比边际改善为主，用电需求有所提振**。但房地产投资增速下滑，施工产业链同步指标走势总体上仍然低迷。数据上表现为水泥和工程机械的销量降幅均缩窄，钢铁总库存出现回落，但挖机开工小时数处于较弱水平，水泥、钢铁价格仍下降，电炉开工率继续下行。
- ✓ 上游：随着迎峰度夏旺季到来，电厂日耗走高，煤炭产销增速好转，动力煤价格仍存在上涨压力。新能源产业链上游景气度较高，多晶硅料持续超预期上涨，国内新增装机承压；锂价稳定，钴镍降温。
- ✓ 整体看，随着疫情缓解，复工复产持续推进，工业增加值6月同比增长3.9%，显著高于5月的0.7%，经济显现出疫后修复趋势；高频数据显示出地产复苏趋缓，地产投资同比继续下探且幅度加大，开发商尤其是民企开发商资金链仍然较紧张，叠加7月份以来断贷事件持续发酵，地产施工产业链短期大概率会延续低迷态势，后续需继续观察疫情走势、断供问题的解决及地产修复情况。

- ◆ **销售：**6月商品房销售面积、销售额，单月同比则分别为-18.28%、-20.82%（5月为-31.77%、-37.68%）销售面积和销售额单月同比下滑幅度有所收窄。30大中城市商品房周成交高频数据显示7月份近两周平均成交面积为232万平，较1-6月份周成交面积244.57万平出现下降，2021年30大中城周成交面积为354万平，近三年平均周成交面积（330万平）。地产放松政策持续出台，疫情短期缓和，叠加年中房企集中推盘，6月份商品房销售环比出现较明显幅度改善，但7月数据又再次走弱。
- ◆ **价格：**6月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比-1.3%（5月-0.8%），环比-0.1%（5月-0.2%）。70个大中城市二手住宅价格环比下跌家数比上月减少5家为48家，即绝大多数城市均在下跌，持平家数减少1个至1个，上涨家数较上月增加6家为21家。70个大中城市中二手房同比涨幅靠前的城市成都、海口、北京、上海和杭州，跌幅从大到小有牡丹江（-10.4%）、哈尔滨（-8.4%）、大理（-6%）、安庆（-6%）、贵阳（-5.4%），上涨和下跌靠前的城市没有变化，价格走势区域分化持续拉大。
- ◆ **资金：**1-6月开发资金来源累计增长率为-25.30%，下降幅度小幅收窄；自筹资金占比有所上升，但国内贷款，个人按揭均有所下降。而信贷表现更弱，国内贷款累积同比为进一步弱化至-27.2%，开发资金更加倚重销售回款。

图表：30大中城市商品房成交面积

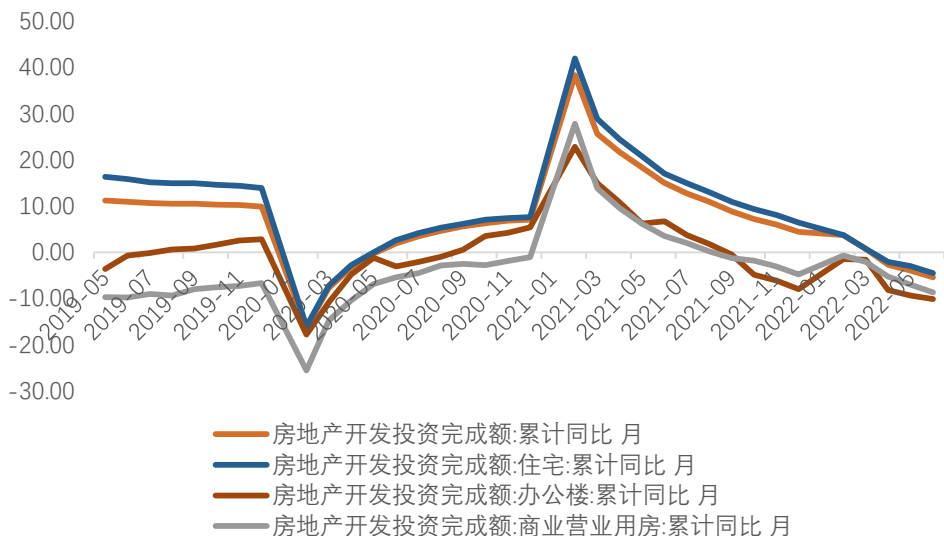


图表：70大中城市二手房住宅价格

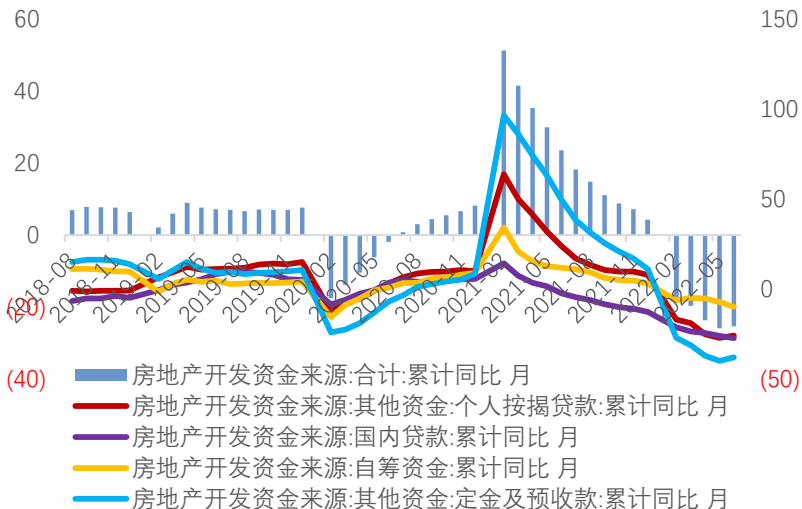


- ◆ **投资：**1-6月房地产投资累计同比继续下滑至-5.4%(前5个月为-4.0%)，下滑幅度加大。1-6月全国土地购置面积累积同比下降-48.3%（1-5月为-45.70%）；1-6月全国土地成交价款累计同比下降46.30%，降幅大幅扩大（1-5月为-28.1%）。
- ◆ **开发：**6月房屋新开工面积累计同比继续下滑，由1-5月份的-30.6%继续下滑至-34.4%，在**疫情、销售、资金承压**下，房企开工意愿与开工能力整体较为不足；6月施工面积累计同比由-1.0%继续下降至-2.8%。6月全国竣工面积累计同比由1-5月份的-15.3%继续下滑至-21.5%。**新开工面积累计同比仍是下滑幅度最大的**，受房企资金链紧张及销售较弱影响，房企竣工动力也有所减弱，竣工面积累计同比下滑幅度较大。房企资金承压未缓解的背景下，预计新开工仍面临较大压力。

图表：房地产开发投资情况



图表：房地产开发资金来源



◆ 1) 7月份以来断贷事件持续发酵，预计将对房企产生较大负面影响。(1) 将影响居民购房预期，对烂尾担忧有所加剧，尤其是对非国企央企主体的担忧，从而影响销售端。(2) 此次事件发酵后，预计住建部和银行均将继续加强预售监管资金账户的监管，对地产主体的现金流回流产生一定的负面影响(3) 烂尾和按揭业务风险将影响银行风险偏好，进一步提高按揭和开发贷业务门槛，信用投放收缩。(4) 除了已出险房企外，目前很多资金链较为紧张的房企对于销售情况较差的项目采取主动停工或者减缓施工的措施，预计未来随着断贷事件发酵，各地住建保交付的压力将有所增加，这部分压力也将向房企传导，对于资金压力较大的房企来说，随着保交付压力增加，偿债意愿可能有所下降。

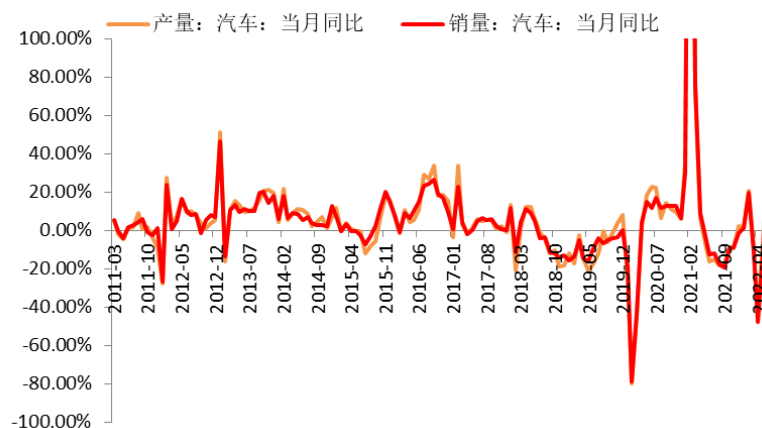
银保监会有关部门负责人7月15日作出回应，表示将引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作。财新报道，据不愿具名人士称，银行将暂时搁置针对烂尾楼购房者暂停支付房贷的司法追诉，且购房者在缓冲期内的征信不会受影响。具体的宽限期则将因地制宜，由地方政府和银行视项目情况决定。银行被要求新增信贷支持以帮助项目复工的同时，地方政府也将协助完成保交楼的任务。彭博报告，作为缓解房地产困境的解决方案的一部分，一位知情人士透露，监管部门已要求全国房地产按揭贷款规模最大的银行—中国建设银行探索试点，与符合条件的地方政府合作设立基金，购买部分在建房地产项目并将其改建为公租房。

◆ 2) 6月份各地放松政策持续出台。多城限购措施继续放松，武汉、青岛和成都等城市放松限购政策，主要涵盖放松限购区域范围，对本地户籍和非本地户籍放宽购房条件，对多孩家庭、相关人才以及投靠家庭提供购房支持等政策。限贷政策逐步优化。沈阳、银川和石家庄等城市限贷政策逐步宽松，主要涵盖降低首套二套房贷款首付比例，降低个人住房贷款利率下限，开展商贷+公积金组合贷款，第二套贷款认贷不认房等相关措施。部分城市优化公积金政策。长春、乌鲁木齐和成都等城市优化公积金政策，主要涵盖降低公积金贷款首付比例，提高公积金贷款最高额度，受疫情影响的企业和个人可缓交公积金，支持公积金提取支付房租等相关举措。

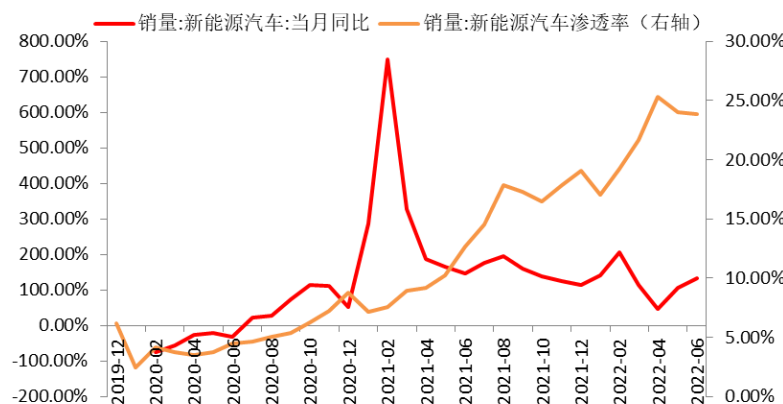
◆ 3) 本月发行总额环比上升同比下降，成功发行债券主体绝大多数仍为国企。2022年6月，信用债融资规模为478.8亿元，同比下降9.8%，环比上升7.4%。海外债融资规模为26.5亿元，同比下降90.8%。信托规模为121.8亿元，同比下降79.3%，环比上升20.8%。ABS规模为281.2亿元，同比下降51.3%，环比下降47.5%。总体来看，本月行业发行证券融资612.0亿元，同比下降39.0%，环比上升69.5%。本月信用债成为发行主力。

- ◆ 复产显著推进，6月汽车产量249.92万辆，环比29.748%，同比28.62%(上月-5.58%)；批发销量250.23万辆，环比34.39%，同比24.16%(上月-12.49%)，其中乘用车销量222.16万辆，同比41.59%(上月-1.41%)。
- ◆ 新能源汽车6月销量59.6万辆，环比33.28%，同比133.04%(上月105.71%)，产销同比继续较高速增长，渗透率23.82%(上月24.01%)。
- ◆ 6月汽车经销商库存系数1.36，较上月回落0.36。

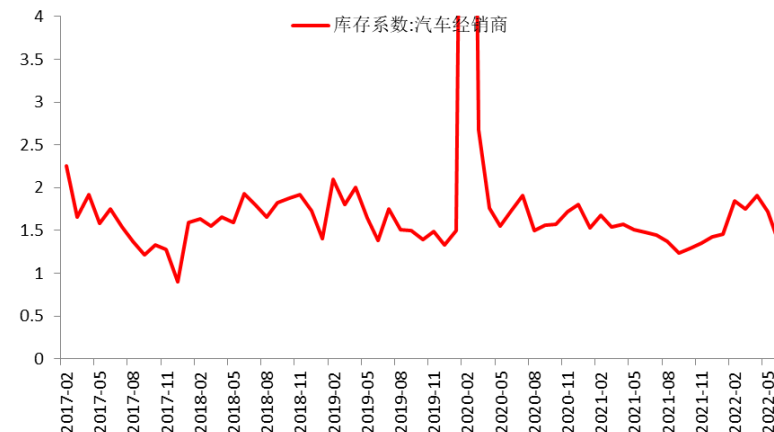
图表：汽车产销量同比走势



图表：新能源汽车销售情况

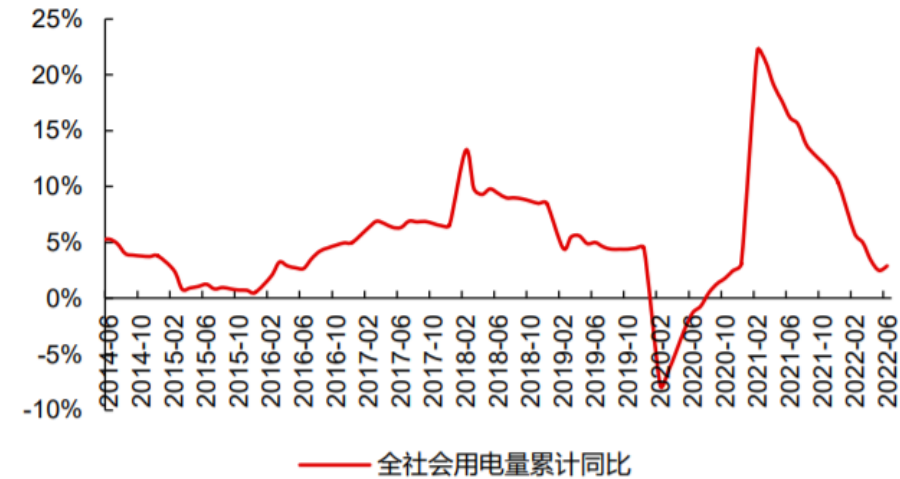


图表：经销商库存系数走势



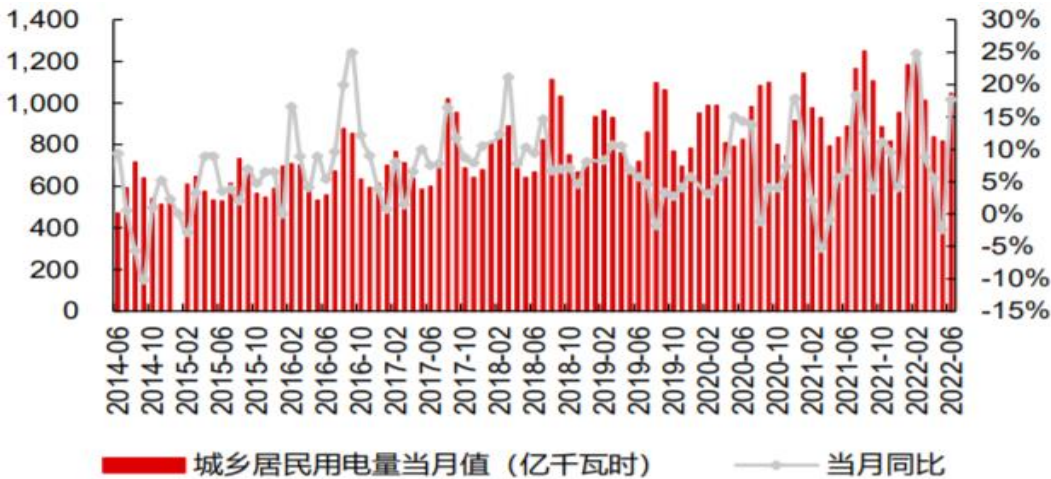
- ◆ 6月发电量7090亿千瓦时，同比转增1.5%（5月降3.3%）；6月全社会用电量7451亿千瓦时，同比转增4.7%（上月降1.3%）；1-6月全社会用电量累计40977亿千瓦时，累计同比增2.9%（1-5月累计同比增2.5%）。疫情缓解下经济边际好转，与此同时6月中旬以来全国多地出现历史高温气候，带动用电负荷提升，用电需求迅速反弹。
- ◆ 从发电结构看，6月当月火电发电量降幅继续收窄，同比下降6.0%；受益于入夏南方来水持续偏丰，水电发电量同比增长29.0%，增速再创年内新高；风、光、核电当月发电增速同比分别为16.7%、9.9%、-9.0%。
- ◆ 6月各部门用电量均好转，三产与居民用电增速环比提升突出。6月第一产业用电量105亿千瓦时，同比增长12.4%，环比提升6.1个百分点；第二产业用电量4949亿千瓦时，同比增长0.8%，环比回升1.3个百分点；第三产业用电量1351亿千瓦时，同比增长10.1%，环比大幅提升14.5个百分点；城乡居民用电量1046亿千瓦时，同比增长17.7%。

图：全社会用电量同比情况



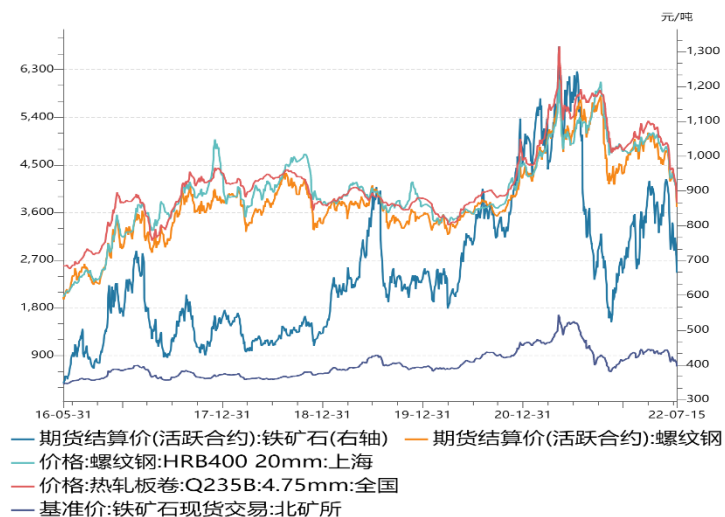
数据来源：wind

图：2022年城乡居民用电量同比增长17.7%



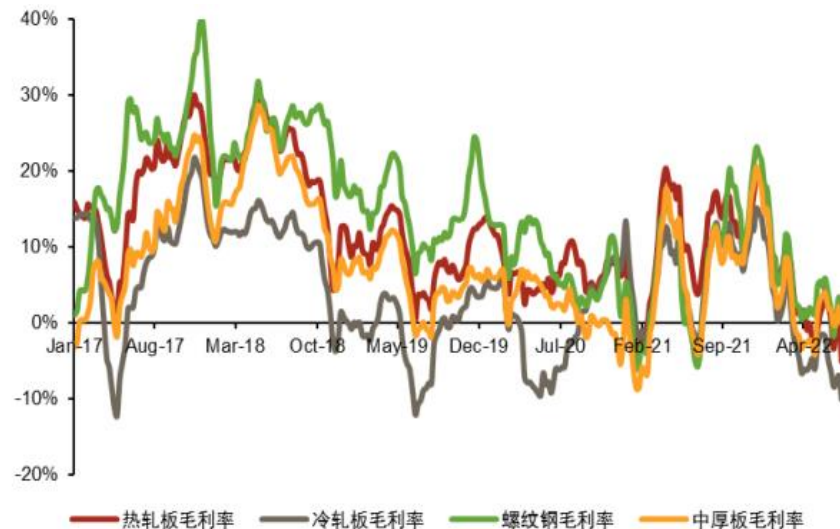
- ◆ **供需边际改善：**2022年6月我国粗钢产量9073万吨，日均产量302万吨，同比增0.8%；1-6月我国粗钢产量52688万吨，同比降6.5%；6月我国生铁产量7688万吨，同比增0.5%；1-6月我国生铁产量43893万吨，同比减4.7%；6月我国钢材产量11842万吨，同比减2.3%；1-6月我国钢材产量66714万吨，同比减4.6%。**结合产量和库存数据测算的6月钢铁需求同比增速为+0.4%，较2021年6月增速提高3.5%，较上月增速实现转负为正。**需求方面，本月下游地产销售面积当月同比增速-18.3%，较上月的-31.8%显著回升。基建投资同环比继续延续正增长态势，工业增加值同比增速较上月提高3.2%，达到+3.9%。
- ◆ **价格及盈利：**需求数据的边际改善，并未对钢价起到明显的提振作用。截至7月15日，上海螺纹钢价格(HRB400 20mm)3780元/吨，相比于上月同期下跌790元/吨或17.28%，其他各主要品种也都保持差不多的下跌幅度。本月热轧卷板(3mm)毛利率降至-5.10%；冷轧板(1.0mm)毛利率降至-10.00%；螺纹钢(20mm)毛利率降至2.32%；中厚板(20mm)毛利率降至0.13%。
- ◆ **展望：**在严禁新增粗钢产能以及限产的背景下，钢铁供给失去弹性，因此一旦需求端出现改善，价格和盈利将显示出更大的增长空间。预计若后续短期吨钢盈利改善，主导因素将是需求的负反馈（即受益于成本端的边际改善），原因在于目前钢企盈利水平仍多处于亏损区间，但7-8月份处于需求淡季，需求启动相对缓慢，因此短期内钢企通过减产将压力向上游传导可行性更强，钢价短期多震荡。

图表：6月以来铁矿石比钢价回落更多

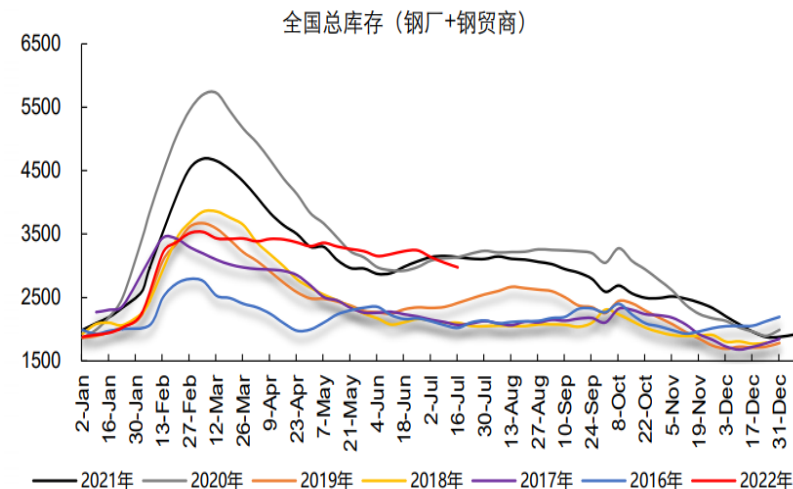


数据来源: Wind

图表：毛利率再度探底后企稳



图表：总库存回落



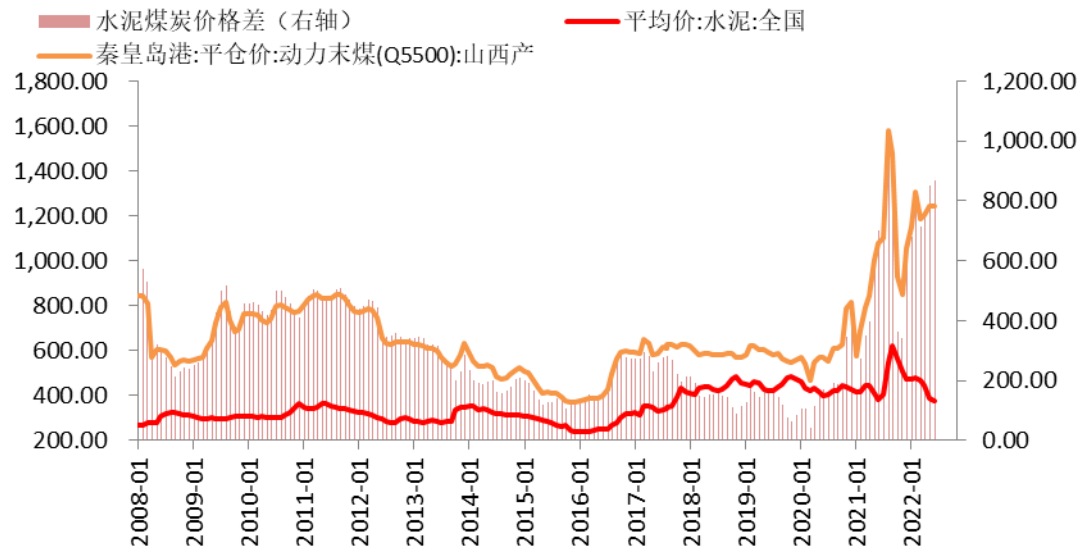
数据来源: Wind, PICCAMC

水泥-产销仍弱，淡季价格继续下跌

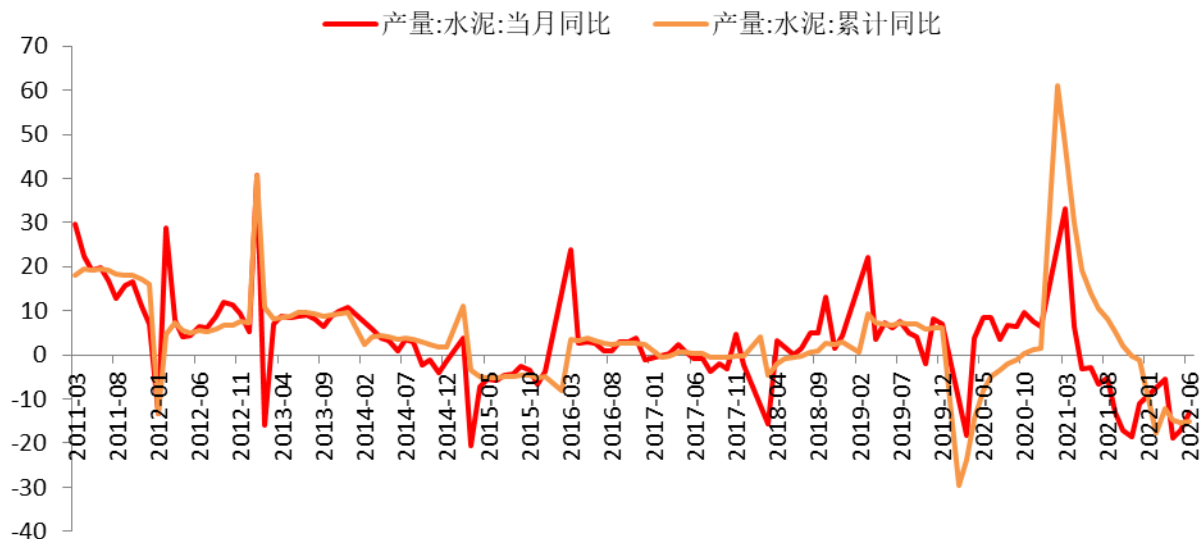


- ◆ **供需：**地产行业维持弱势，叠加淡季到来，基建拉升和复工推动下，水泥供需虽降幅收窄但整体仍弱，6月水泥产量1.96亿吨，当月同比-12.9%(上月同比-17%)，1-6月累计产量9.77吨，同比-15%(上月-15.3%)。
- ◆ **价格：**水泥价格淡季回落，疫情之下需求仍疲弱，价格跌破去年同期，7月10日P.O.42.5普通硅酸盐水泥报价377.8元/吨（5月末442.1元/吨），水泥煤炭价格差867.2/吨，煤价上涨对行业成本带来的压力进一步提升。

图表：水泥及煤炭价格走势（元/吨）

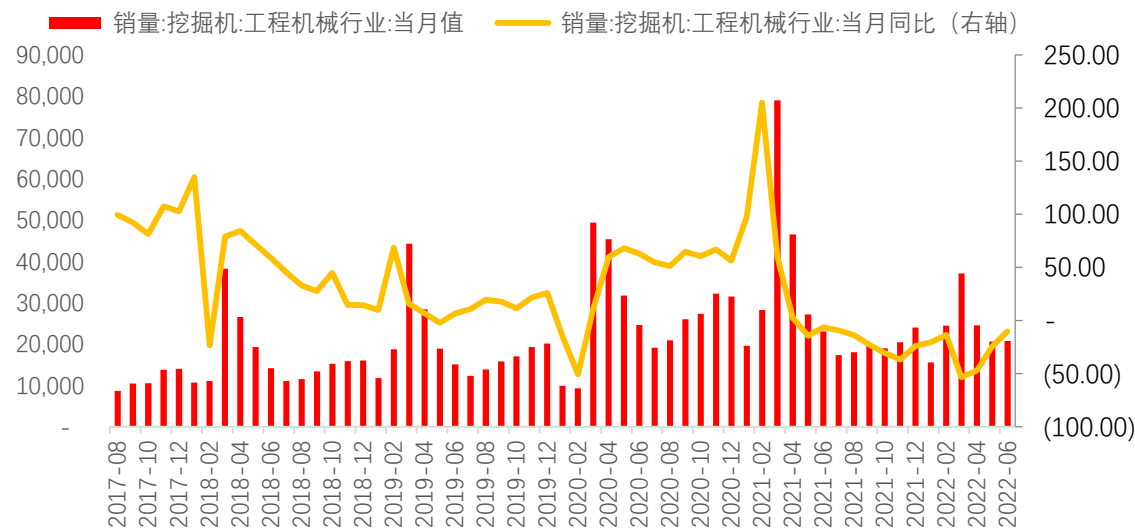


图表：全国水泥产量同比（%）

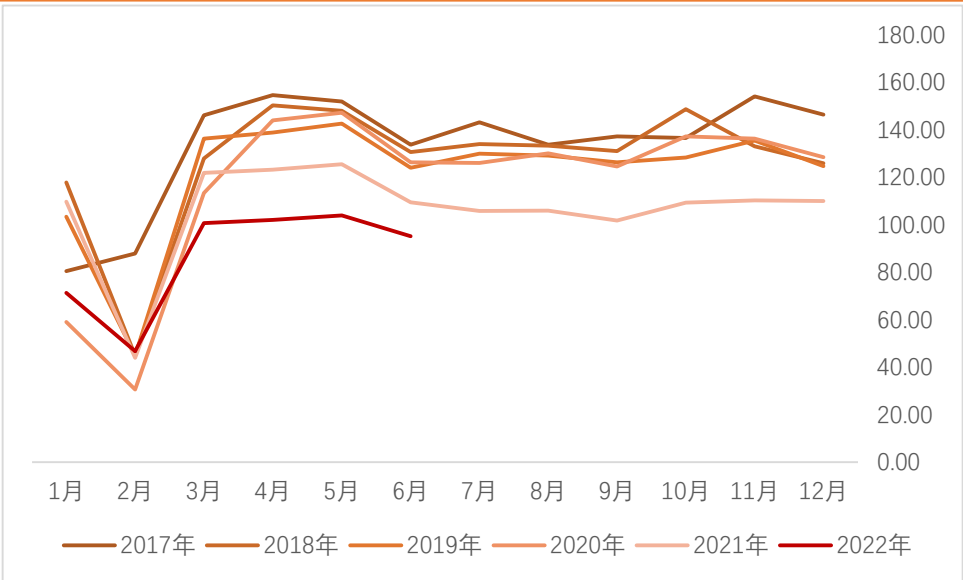


- ◆ **挖掘机：6月挖掘机销量20761台，同比下降10%（上月为-24%），降幅继续边际改善，环比上月收窄14pct。**其中国内销售11027台，同比下降35%（上月同比降45%）；出口9734台，同比增长58%（上月同比增64%），继续高增长。机械设备行业整体受疫情防控及地产开工不振持续影响。5月以来稳增长政策频出，国内挖机销量三季度有望探底。
- ◆ 6月挖机开工小时数为95.2小时（上月为104小时），受疫情防控及地产开工不振影响，挖机开工小时数低于近五年同期水平，下半年关注基建落地进度及地产开工触底情况。

图表：挖掘机销量走势



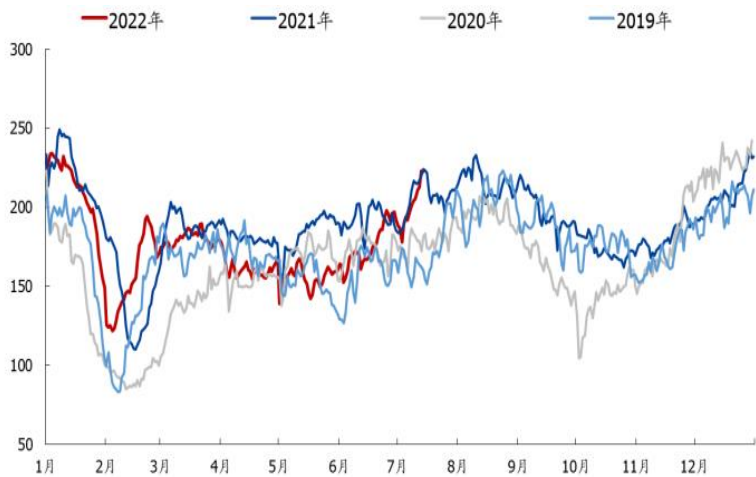
图表：挖机开工小时数走势



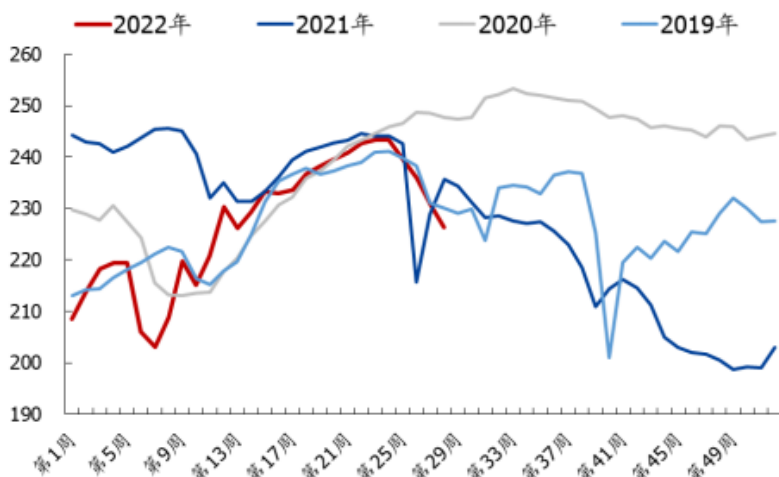
煤炭-6月夏季高温，日耗走高，动力煤需求边际恢复，焦煤需求等待修复

- ◆ **供给和需求：**2022年1-6月全国原煤产量21.9亿吨，同比+11%。6月原煤产量3.79亿吨，同比+15.3%，日均产量较5月水平增加77万吨至1264万吨。同期煤炭累计进口11500万吨，同比-17.5%。6月进口1898万吨，同比/环比-33.1%/-7.6%，6月进口继续恶化，主要原因仍然是海外煤炭资源供应紧张加剧，动力煤主要进口煤种长期处于倒挂状态，进口难言乐观。需求方面，6月动力煤需求边际改善，6月全口径发电量7090亿千瓦时，同比+1.5%，上月增速同比为-3.3%，火电同比下降6.0%，降幅比上月收窄4.9个百分点。而焦煤需求等待修复，6月粗钢产量9073万吨，同比下降3.3%，1-6月粗钢累计产量52688万吨，同比下降6.5%，下游需求不及预期。
- ◆ **价格：**动力煤方面夏季高温，电厂日耗增加，下游需求边际恢复，价格上涨；焦煤方面，需求不足，第二轮调价落地，价格显著下跌。截至7月17日，5500大卡秦皇岛港山西产动力煤价格1265元/吨，月环比增长60元/吨。同期焦煤方面，京唐港山西产主焦煤库提价（含税）2900元/吨，月环比下降400元/吨。
- ◆ **展望：**动力煤方面，在迎峰度夏耗煤需求逐渐释放、保供限价政策压力犹在、终端库存有待去化等多重背景下，短期内动力煤价或仍以高位震荡为主。而焦煤方面，短期来看，考虑到钢企需求和利润修复仍需时日，双焦价格短期内或将震荡偏弱运行；然而中长期来看，由于当前焦煤终端库存仍处低位、澳煤进口限制尚未解除下供需或仍存在刚性缺口，因此随着疫情影响减弱叠加“稳增长”政策有望持续发力，焦煤全年中枢价格较去年或仍易涨难跌。

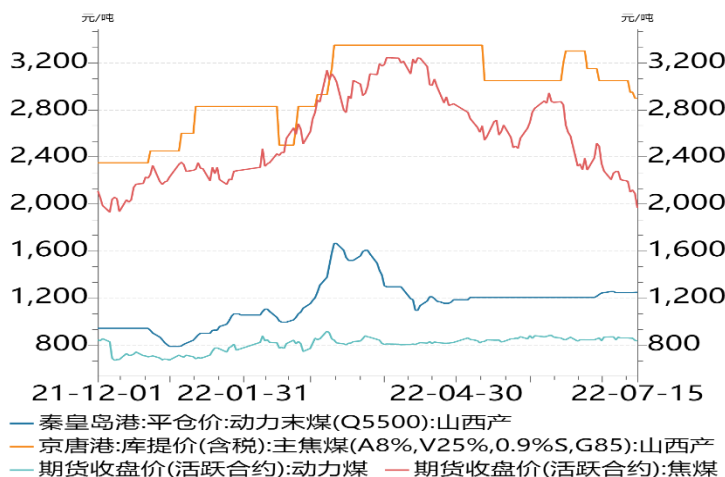
图表：沿海8省电厂日耗增速同比转正



图表：247家样本钢厂铁水产量持续下滑（万吨）



图表：动力煤焦煤现货及期货价格

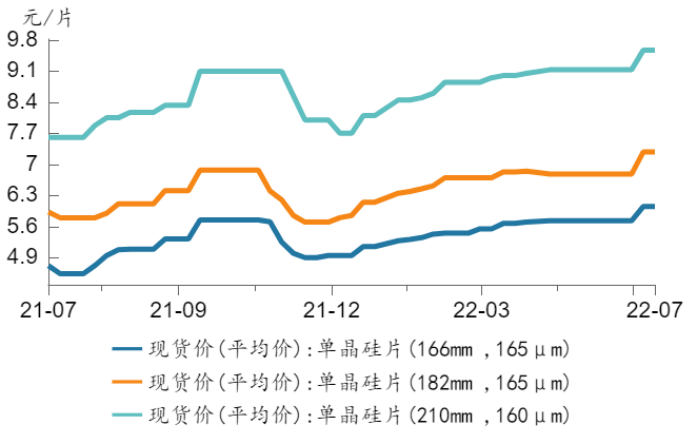


- ◆ **多晶硅供需持续紧张：**市场年初预期2022年硅料价格有望随新增产能释放而逐季下降，实际情况是硅料除年初因需求尚不明朗，产业链开工率偏低而短暂有所下滑外，整体呈持续上升趋势。2022年6月，国内多晶硅产量6.16万吨，环比下降1%。叠加高温天气下硅料企业检修预期上升，硅料价格7月初出现跳涨。国产多晶硅一级料的现货价格从2022年6月13日的39.74美元/千克升至7月11日的43.61美元/千克，涨幅9.74%，达2011年以来新高。
- ◆ **中游价格随之上调：**随着硅料价格上涨，硅片与电池片厂家陆续上调产品报价。不同规格的硅片和电池片涨幅不一。其中下游需求相对旺盛的M10硅片及供给持续收缩的M6电池片涨幅最大。国内现货M10硅片（182mm,165 μ m）2022年7月7日均价为7.28元/片，较2022年6月15日上涨7.37%；国内现货M6电池片（166mm,22.8%+）2022年7月7日均价为1.24元/w，较2022年6月15日上涨6.90%。整体上看，硅片和电池片厂家基本有效传递了此轮硅料的价格涨幅。
- ◆ **组件报价来到2元/W上方，国内下游新增装机承压：**组件端对下游开发商议价能力较弱，组件价格过高会直接侵蚀开发项目收益率。在硅片、电池片价格创新高情况下，据PV InfoLink统计，组件最新7月份报价已至2-2.1元/w（接近2021年四季度高位水平），原计划7月需要交付的大型项目已暂缓拉货，租赁式户用也有部分受到影响。
- ◆ **展望：**鉴于7月份部分公司有检修计划，硅业分会预计7月国内硅料产量环比-5%，硅料价格短期难以下降。组件价格的高位运行或将致部分国内电站装机延后，静待新增硅料产能释放带动供应链价格走低。海外总体对高价组件接受程度高，特别是欧洲在地缘政治冲突导致能源供应受限的背景下需求持续高涨。同时，美国6月初取消对中国组件海外设厂的反规避调查有望刺激其国内需求的增长。

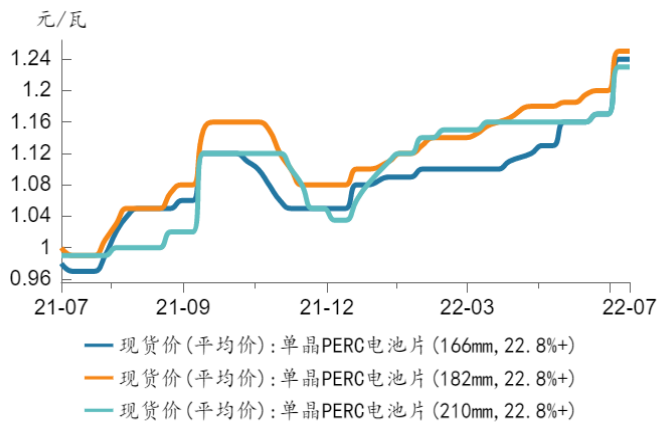
图表：多晶硅价格走势



图表：硅片价格走势



图表：电池片价格走势

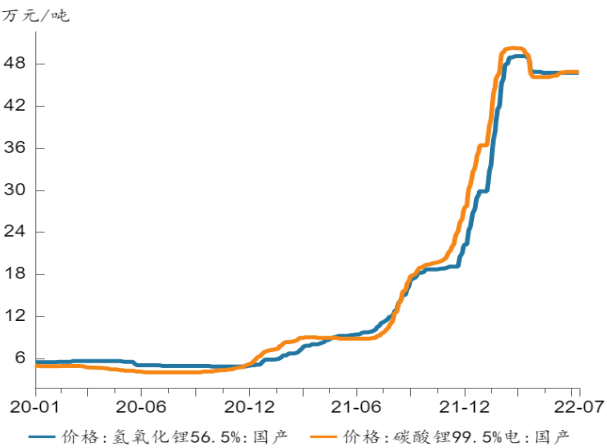


动力电池-锂价企稳，镍钴价格持续走低，三元装机占比有望回升

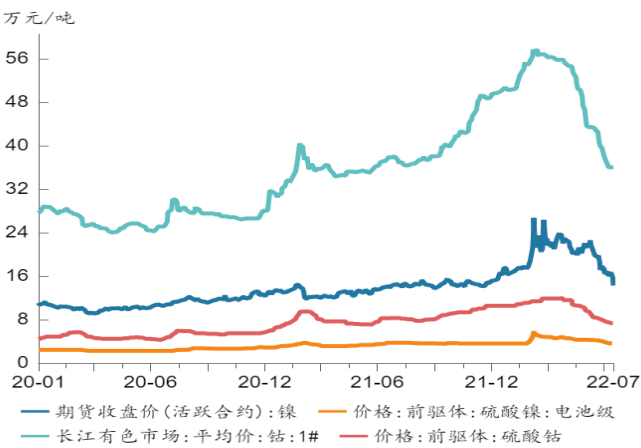


- ◆ **锂价企稳：**2022年6月中旬至7月中旬，锂价维持稳定。截至2022年7月14日，国产碳酸锂（99.5%）和氢氧化锂（56.5%）均价分别为46.80万元/吨和46.75万元/吨，环比基本持平。据统计，2022年锂矿有望新增供给17-20万吨（折碳酸锂），约对应280-300GW左右电池供应能力。综合考虑电动车和储能的新增需求，全年锂矿供应仍将处于紧平衡状态，锂价难改高位运行态势。
- ◆ **镍钴价格持续走低：**由于供给端产能相对充裕，随着美联储加息效应发酵，镍钴价格跟随大宗商品价格持续下行。截至2022年7月14日，硫酸镍和硫酸钴的价格分别为3.70万元/吨和7.40万元/吨，环比分别下降13.95%和12.43%。以NCM811电池为例，不考虑其他其他因素（磷酸铁锂正极材料价格近期维稳），上述镍钴金属价格的下降将使其成本下降0.03元/wh。
- ◆ **展望：**随着锂价企稳和镍钴等原材料价格走低，动力电池成本将有所降低，有助于进一步刺激下游的装机需求。同时，镍钴价格的持续走低亦降低了磷酸铁锂电池相对三元电池的性价比，三元电池装机占比有望回升。

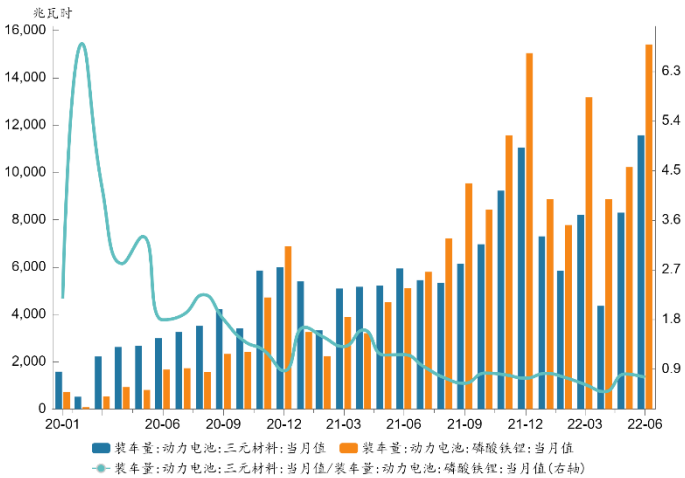
图表：锂价格走势



图表：镍钴价格走势



图表：磷酸铁锂和三元材料装机变化情况



目 录

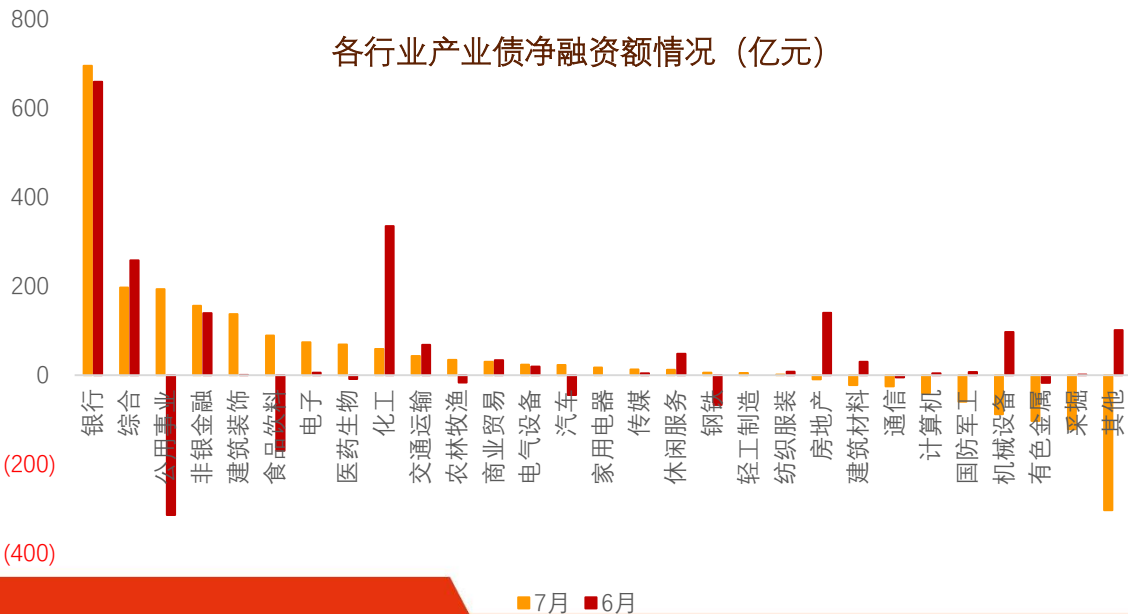
1. 从中观看宏观

2. 信用市场概况

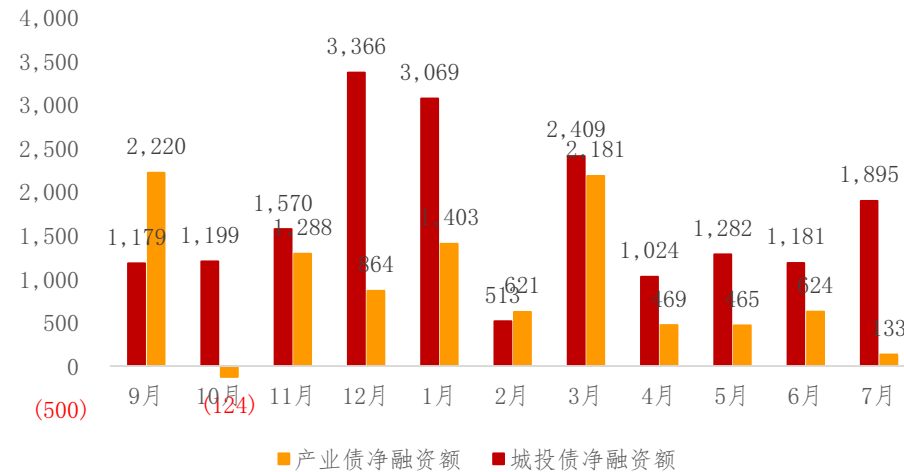
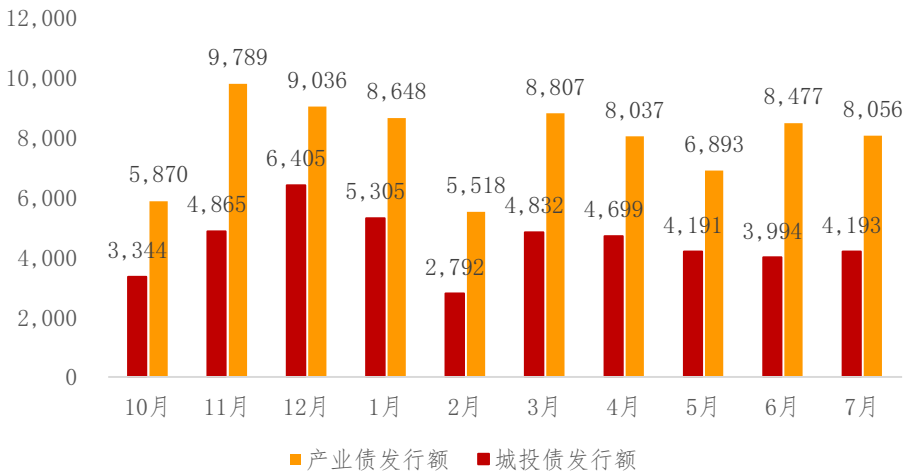
跟踪期内信用债发行及净融资保持平稳



- 跟踪期内信用债发行平稳。本月城投债发行4193亿，环比增长199亿；产业债发行8056亿，环比微降421亿；城投净融资额1895亿元，较上月上涨714亿元，产业债净融资额133亿，较上月下降491亿元。
- 分行业来看，净融资规模居前的行业分别为公用事业、非银金融、建筑装饰；净流出居前的行业为采掘、有色金属、机械设备；公用事业、食品饮料净融资额由负转正。
- 新增首次违约境内发债主体北京鸿坤伟业房地产开发有限公司，金额1亿元；尚有3支债券存续，存续金额9.2亿元。



非金融产业债和城投债发行和净融资额情况（亿元）

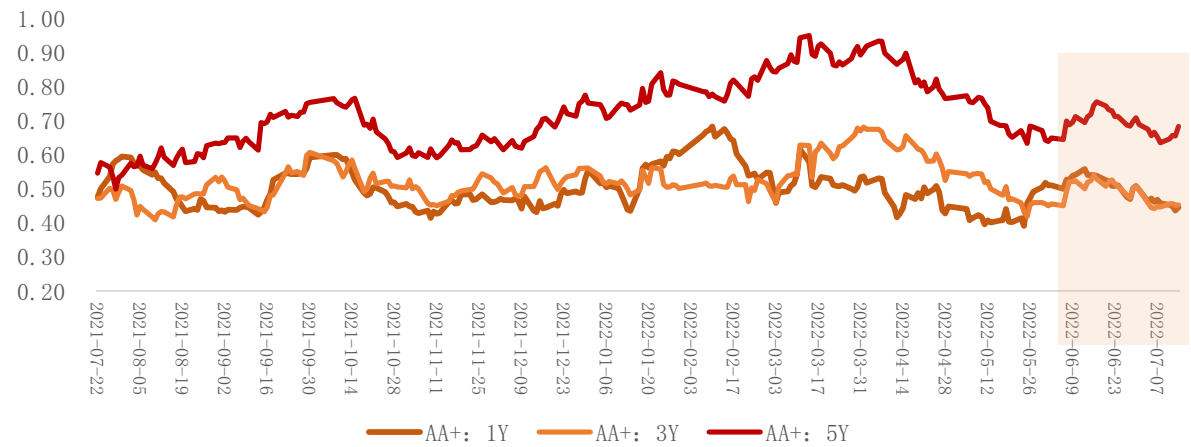


注：统计周期为6月16日至7月15日

数据来源：Wind，PICCAMC

- 跟踪期内，信用债收益率波动下行。六月下旬，各级信用债收益率在月初上行后保持平稳，六月末七月初以来全国疫情有所反弹，地产需求高频数据不振，带动收益率重新走入下行轨道，一年期AAA票据与同期限存单收益率再次趋同。
- 同样地，受经济基本面影响，七月以来经济复苏信心再度走弱，带动各等级各期限信用利差有所压缩，高等级短端利差压缩显著。

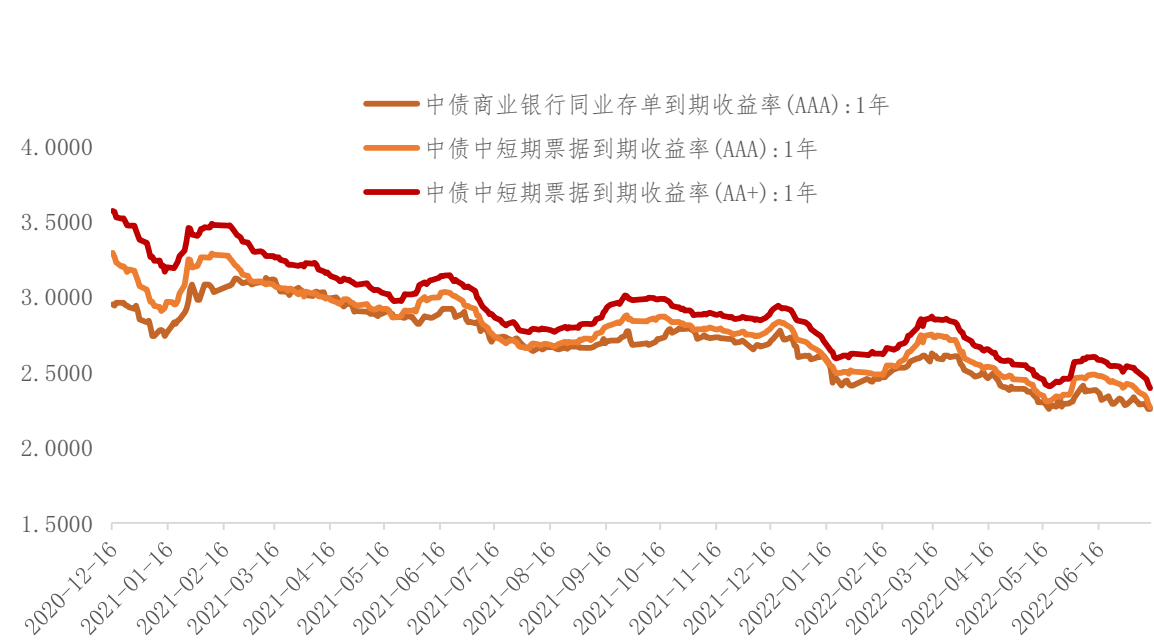
图：中债中短期票据信用利差变动情况（单位：%）



	利差变动			历史分位数			当前值-min()		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA	-12	-6	-9	3%	3%	33%	26	15	34
AA+	-10	-5	-6	1%	3%	16%	13	11	35
AA	-5	5	-7	0%	4%	18%	9	28	65
AA-	-7	3	-9	72%	76%	85%	208	183	198

注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为6月16日-7月15日

图：同业存单和中短期票据收益率对比



受经济基本面预期走弱影响，跟踪期各行业高等级信用利差普遍收窄



- ◆ 跟踪期内，受经济基本面预期再度走弱应影响，各行业高等级信用债利差普遍收窄。
- ◆ 房地产行业AA+利差波动较大主要因为统计样本的收益率分布较离散，部分企业债券利差波动大且样本个数有变化所致。跟踪期内AA+个券利差走阔的主体占30%，其中世茂、融侨、宝龙、富力、中骏、中南建设等主体的部分个券利差走阔1000BP以上；
- ◆ 计算机行业AAA主体中，同方股份在跟踪期内利差显著压缩带动行业利差显著压缩。
- ◆ 农林牧渔、家电、通信行业低等级信用利差大幅波动主要因样本过少所致。

表：不同等级信用利差较上月变化

	AAA	AA+	AA
交通运输	-6.6	8.4	-2.5
休闲服务	-10.2	6.5	7.3
传媒	-7.8	8.5	-1.9
公用事业	-5.8	4.1	-16.5
农林牧渔	-11.5	-45.1	-7.8
化工	-7.4	-7.6	1.2
医药生物	-7.6	11.9	-11.7
商业贸易	-8.9	14.6	-0.1
国防军工	-10.6	-	-
家用电器	-	128.4	-
建筑材料	-7.3	-19.4	10.4
建筑装饰	-6.1	2.6	-89.4
房地产	-6.9	-198.5	11.7
有色金属	-8.3	5.8	-
机械设备	-3.3	6.2	-
汽车	-12.5	3.1	-
电子	-2.3	6.4	8.6
电气设备	-7.6	-10.0	6.0
纺织服装	-4.3	16.6	3.7
综合	-5.9	13.3	3.2
计算机	-100.7	7.8	-
轻工制造	-8.2	4.4	-
通信	-10.3	0.9	58.2
采掘	-8.6	15.5	4.1
钢铁	-6.3	7.4	-
非银金融	-5.1	6.6	-49.5
食品饮料	-5.4	17.1	-74.2

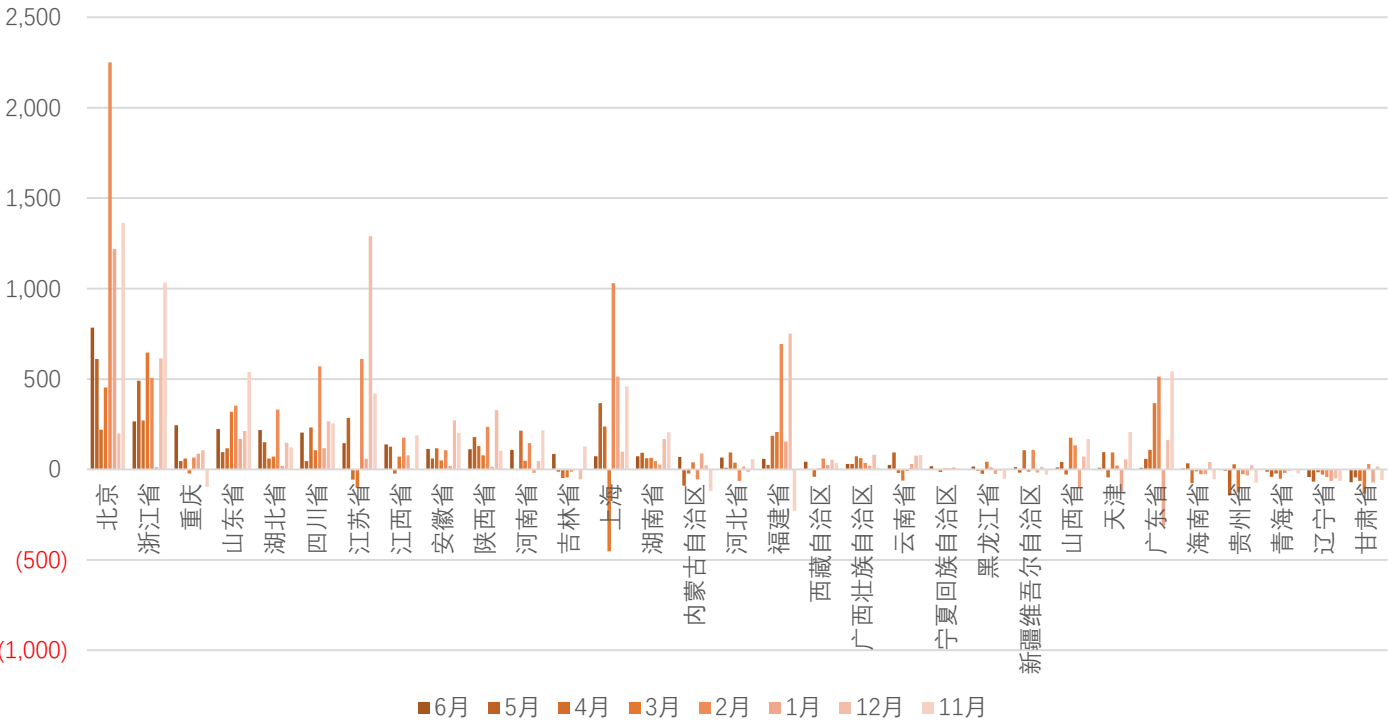
注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为6月16日-7月15日

辽宁融资持续净流出，多数省份利差小幅收窄，青海、贵州维持高位



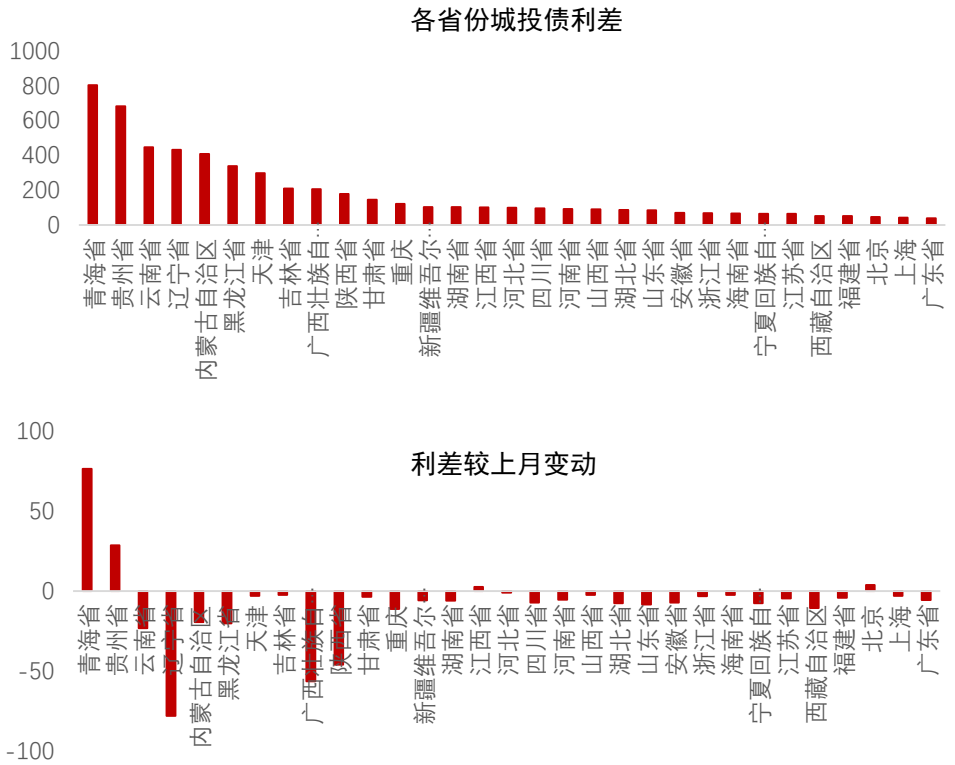
- ◆ 跟踪期内信用债净融资额主要分布在北京、浙江、重庆、山东、湖北、四川等省市；甘肃、辽宁、青海、贵州净流出排名居前，辽宁、青海近半年净融资持续为负，甘肃连续四个月净融资为负，贵州连续两个月为负。
- ◆ 跟踪期各省份城投利差排名趋势保持稳定，多数省份城投利差继续小幅收窄。青海、贵州城投利差保持在500BP以上高位。云南、辽宁城投利差略有下降。

图：最近6个月分地区信用债净融资情况汇总（单位：亿）



注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为6月16日-7月15日

图：分地区城投信用利差及较上月变化情况（单位：BP）



数据来源：Wind，PICCAMC

重要声明



本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中国人保资产管理有限公司，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本文作者以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中国人保资产管理有限公司

北京

北京市西长安街88号8层（邮编：100031）

电话：(8610) 69009500

传真：(8610) 69009546

上海

上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座20、21、22、25层（邮编：200122）

电话：(8621)38571800

传真：(8621) 68598911

深圳

深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心（一期）B栋1801A（邮编：518040）

电话：（0755）21846585

做有温度的人民保险