

# 2022年10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

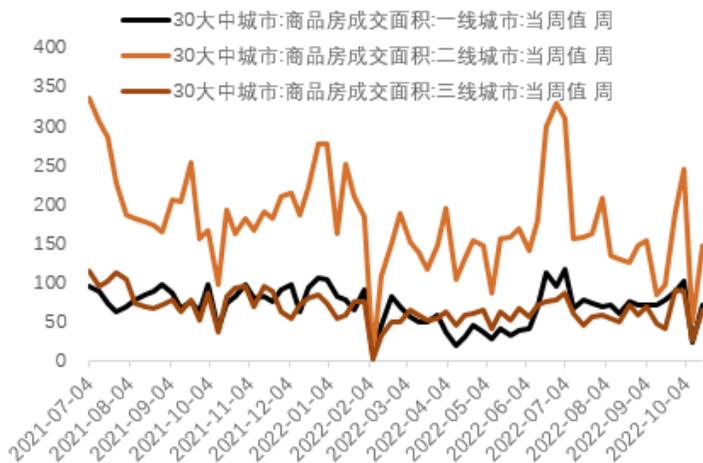
## ◆ 较上一期主要变化：

- ✓ **下游：房地产政策继续边际放松，销售降幅收敛但依然疲弱**，随着保交付政策加速落地，竣工数据修复，但土地、新开工及投资数据仍在恶化，房企资金面改善程度有限，违约持续，关注销售后续修复及对新开工的传导、监管对出险开发商的救助及风险切割。汽车产销环比继续修复，但疫情反复背景下，其他可选消费品下行为主，消费整体仍然偏弱。
- ✓ **中游：中游施工产业链同步指标小幅好转但整体仍然偏弱**，表现在钢铁产量降幅收敛、水泥产量增速首次转正，但钢铁、水泥价格走势仍较疲弱，挖机开工小时数仍不及往年，发电量同比下行。
- ✓ **上游：保供背景下动力煤产量环比上行**，但供给弹性仍偏弱，需求端来水不足、火电发力，且随着冬储逐步开始，动力煤价格增长。
- ✓ **整体看，9月需求端仍偏疲弱**，地产拿地和新开工仍低迷，销售在政策刺激下降幅收敛但整体仍弱，保交楼下竣工数据修复，民企开发商违约延续；施工产业链伴随地产走势小幅好转，经济整体延续弱复苏格局，三季度GDP同比3.9%，9月工业增加值同比6.3%，后续关注二十大后经济政策的推出及基建实物工作量的进一步转化。

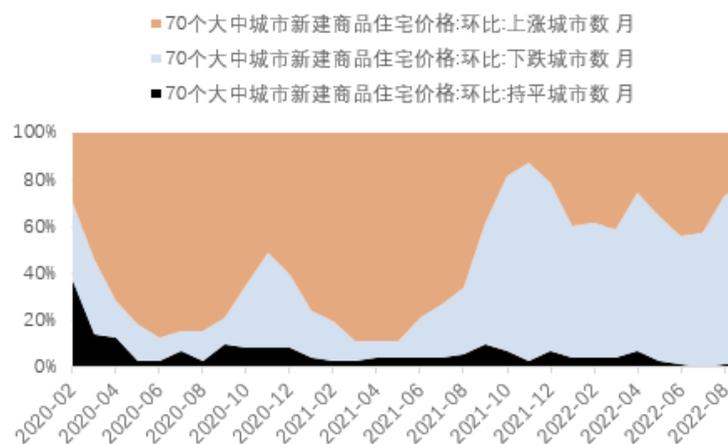
# 下游：房地产-销售额同比下滑幅度收窄，但仍处于低迷状态

- ◆ **销售：**9月商品房销售面积、销售额，单月同比分别为-16.16%、-14.21%（8月为-22.58%、-19.89%）。30大中城市商品房周成交高频数据显示**10月份前三周成交面积为273.25万平**，较1-9月份周成交面积287.07万方小幅下降，2021年30大中城市商品房周成交面积为398万平，近三年平均周成交面积（363.35万平）。受放松政策持续推出，9月份单月成交下行略有收窄，但由于去年8月份以来地产市场销售端明显下行，整体基数较低，整体销售仍然低迷。
- ◆ **价格：**9月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比-2.3%（8月-2.1%），环比-0.3%（8月-0.3%）。70个大中城市二手住宅价格环比下跌家数比上月继续增加5家至61家，**即绝大多数城市均在下跌**，持平家数为1家，上涨家数较上月减少5家为8家。70个大中城市中二手房同比涨幅靠前的城市有成都、北京、上海、昆明，跌幅从大到小有牡丹江（-11.0%）、哈尔滨（-9.5%）、北海（-7.3%）、吉林（-7.1%）、洛阳（-7.0%），价格走势区域分化持续拉大。
- ◆ **资金：**1-9月开发资金来源累计增长率为-24.50%，下降幅度略有小幅收窄，信贷表现更弱，国内贷款累计同比为-27.2%。

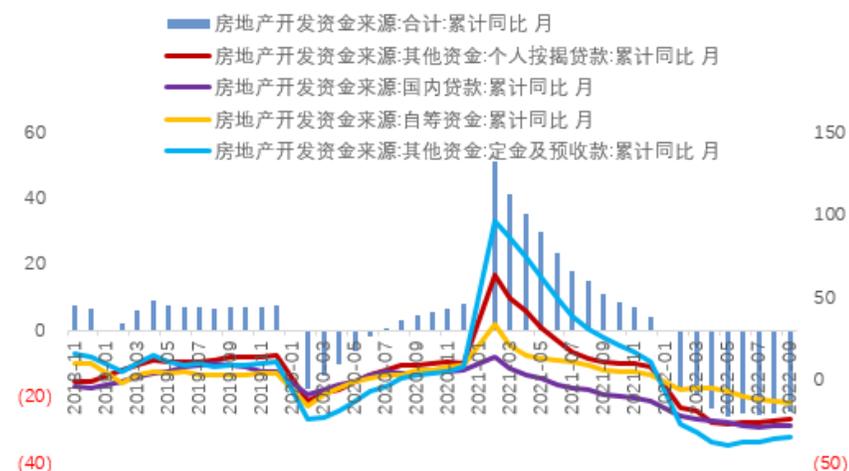
图表1：30大中城市商品房成交面积



图表2：70大中城市二手房住宅价格

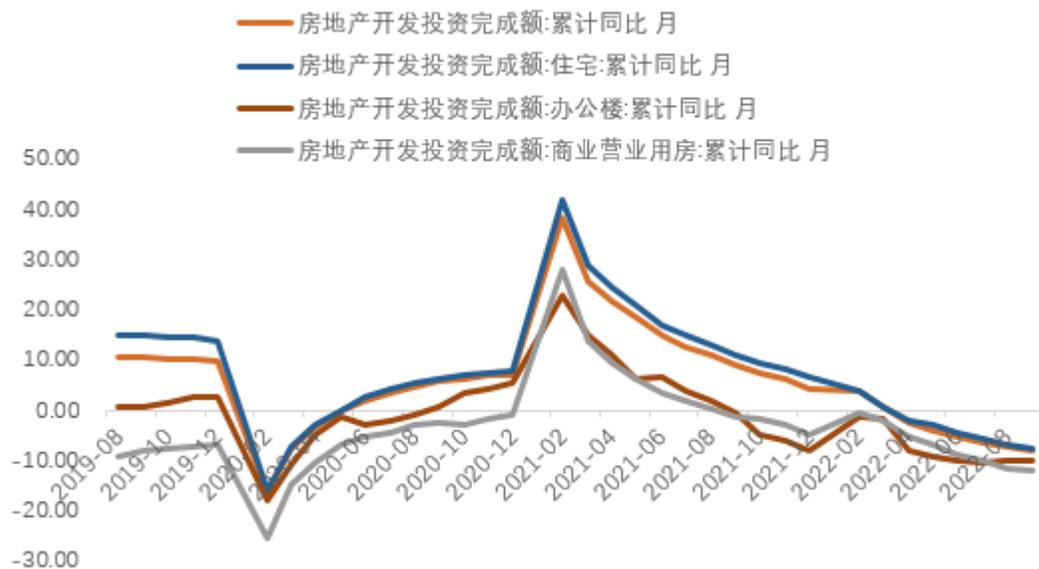


图表3：房地产开发资金来源

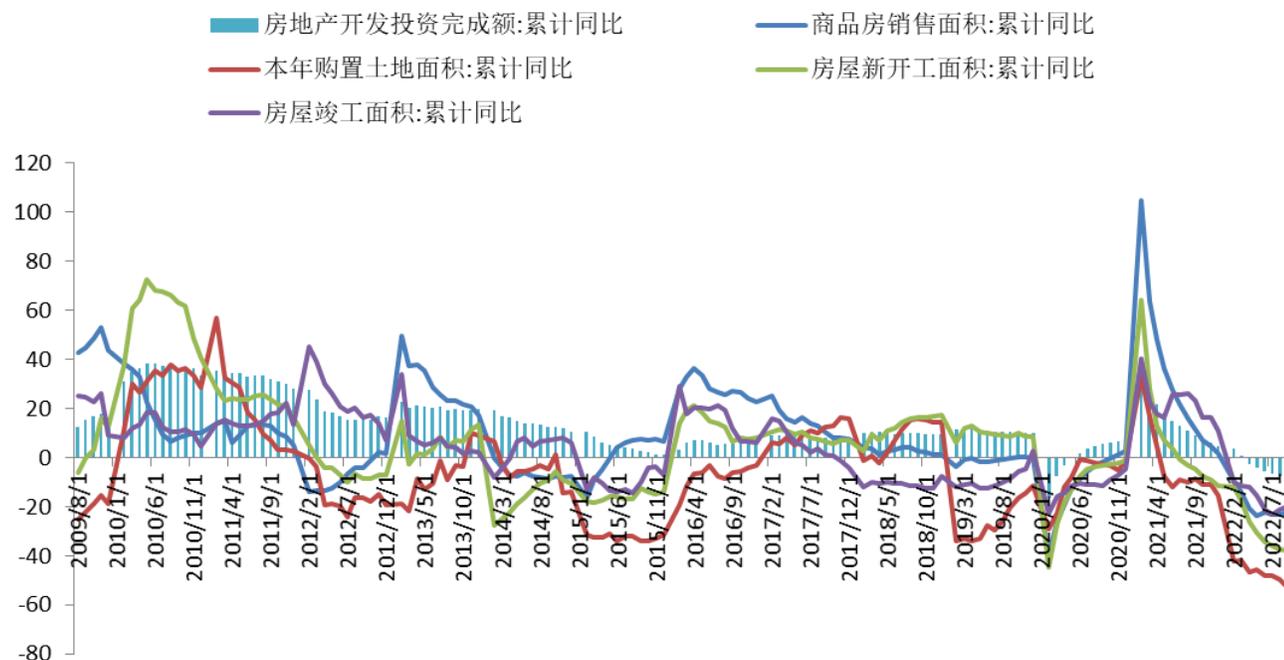


- ◆ **投资：**1-9月房地产投资累计同比继续下滑至-8.0%，上月-7.4%。1-9月全国土地购置面积累计同比-53.00%（1-8月为-49.70%）；1-9月全国土地成交价款累计同比-46.20%，降幅小幅走扩（1-8月为-42.5%）。
- ◆ **开发：**1-9月房屋新开工面积累计同比继续下滑，由1-8月份的-37.2%继续下滑至-38.0%，新开工继续下滑，一方面是房企资金压力较大，施工活动的开展受到波及，导致建安投资支撑减弱；另一方面是房企投资意愿不足，土地市场热度仍然低迷。9月施工面积累计同比由-4.5%继续下降至-5.3%，全国竣工面积累计同比由8月份的-21.1%小幅收窄至-19.9%，显示疫情对施工的影响逐渐减弱，以及保交楼措施逐步起效。

图表4：房地产开发投资情况



图表5：房地产开发各环节情况



- ◆ 1) 旭辉美元债违约，房企违约展期层级不断抬升。金地龙湖等民营房企价格大幅下跌，在行业销售持续低迷，市场化公开市场再融资不畅的情况下，信用风险继续提升。作为中债增担保发债的首批示范性房企之一，旭辉美元债违约对市场造成巨大冲击。在销售持续低迷，再融资断裂，预售监管政策严格，保交楼压力增大的情况下，民营房企现金流逐步消耗直至枯竭。
- ◆ 2) 各地放松政策持续推出，但效果较为有限。9月29日，人民银行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。对于 2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在 2022 年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。9月30日，财政部发布，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。9月30日，央行下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为2.6%和 3.1%。9 月底，监管部门指示工行、建行、中行等多家大行加大对房地产融资的支持力度，要求每家大行年内对房地产融资至少增加 1000 亿元，融资形式包括房地产开发贷款、居民按揭贷款以及投资房地产开发商的债券，但和银行沟通下来，支持的房企仍以国央企为主。
- ◆ 3) 本月发行总额环比小幅上升，成功发行债券主体绝大多数仍为国企，民企发行成功债券均为由中债增提供担保债券。2022年9月，房地产行业非银融资总额777.9亿元，同比下降 32.2%，环比上升13.3%。其中，信用债融资规模为368.1亿元，同比上升10.6%，环比上升30.8%。海外债没有新发行。信托规模为85.2亿元，同比下降 73.2%，环比下降 42.3%。ABS 规模为 324.7 亿元，同比上升 41.1%，环比上升 26.0%。本月信用债、ABS 成为发行主力。

# 汽车-产销仍较强

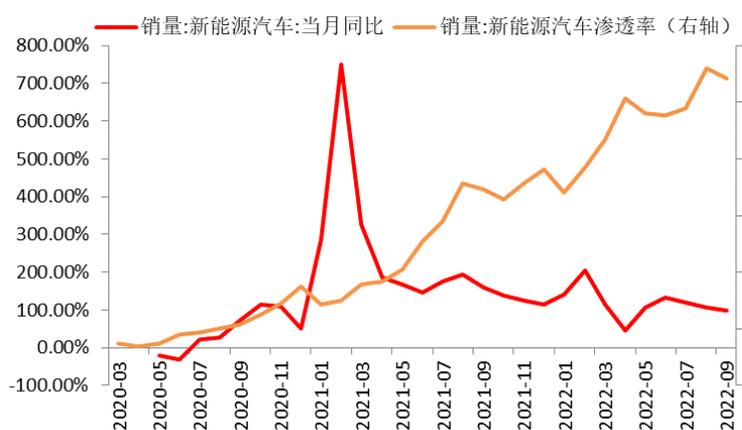


- ◆ 9月汽车产量267.2万辆，环比11.54%，同比28.66%(上月38.84%)；批发销量261.03万辆，环比9.52%，同比26.28%，上月32.49%，其中乘用车销量233.18万辆，同比3.2%，上月36.94%。
- ◆ 新能源汽车9月销量70.8万辆，环比6.28%，同比98.06%，上月107.55%，产销同比继续较高速增长，渗透率27.12%。
- ◆ 9月汽车经销商库存系数1.47，较上月增长0.01。

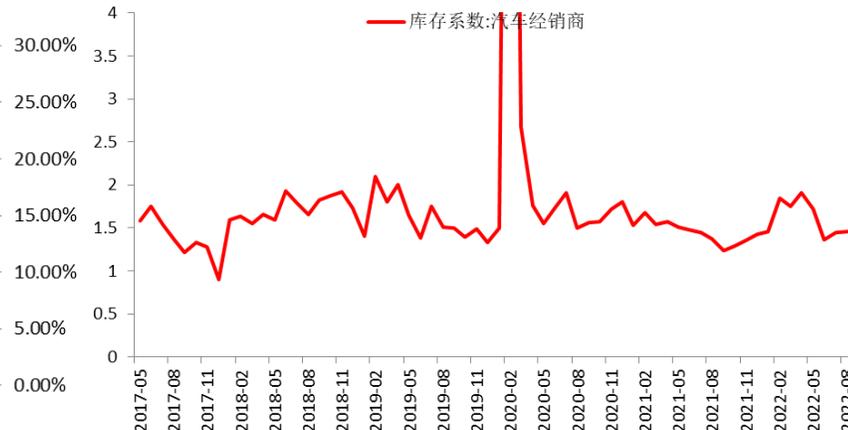
图表6：汽车产销量同比走势



图表7：新能源汽车销售情况

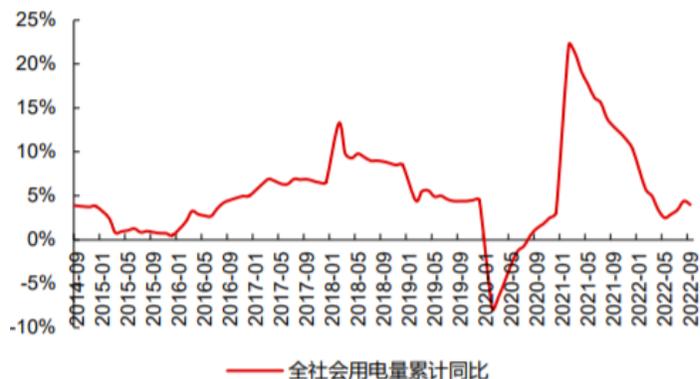


图表8：经销商库存系数走势



- ◆ 9月发电量8248亿千瓦时，同比由增转-0.4%（8月同比9.9%），1-9月累计发电量62867亿千瓦时，同比增长2.2%（1-8月累计同比增长2.5%）；9月全社会用电量7092亿千瓦时，同比增长0.9%（上月同比增10.7%）；1-9月全社会用电量累计64931亿千瓦时，同比增长4.0%（1-8月累计同比增长4.4%）。**9月全国夏季用电高峰结束，叠加经济复苏势头仍较弱，发电量、用电量增速同比显著回落。**
- ◆ 从发电结构看，**水电出力持续受损，火电继续补缺口多发但增速已有所回落，新能源发电继续高增。**其中，9月当月火电同比增长6.1%，增速比上月回落8.7个百分点；水电-30.3%，较上月继续回落19.3个百分点；新能源发电量同比增长38.8%。
- ◆ 从用电结构看，**各产业用电量同比均有下滑**，其中，9月当月第一产业用电量105亿千瓦时，同比增长4.1%，增速环比下降10.4个百分点；第二产业用电量4676亿千瓦时，同比增长3.3%，增速环比微降0.3个百分点；第三产业用电量1234亿千瓦时，同比下降4.6%，增速环比下降19.6个百分点；城乡居民用电量1077亿千瓦时，同比下降2.8%，增速环比下降36.3个百分点，夏季用电高峰结束带动三产及城乡居民用电量增速显著放缓。

图9：2022年1-9月全社会用电量同比增长4.0%



数据来源：WIND

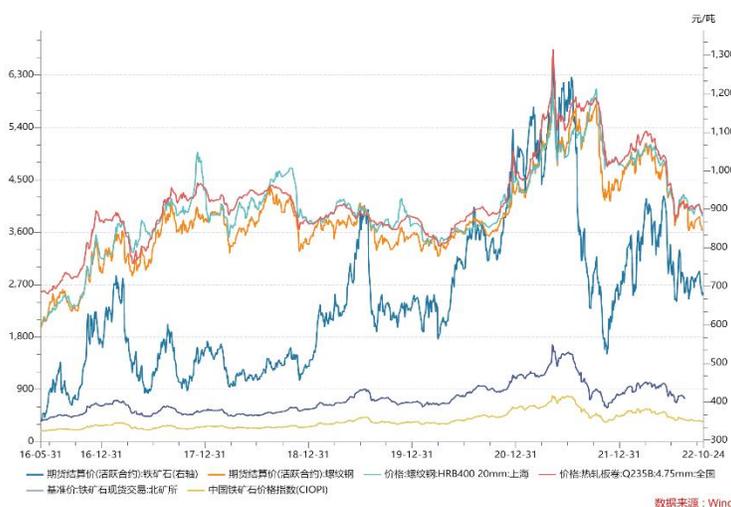
图10：近一年全社会用电需求结构分布



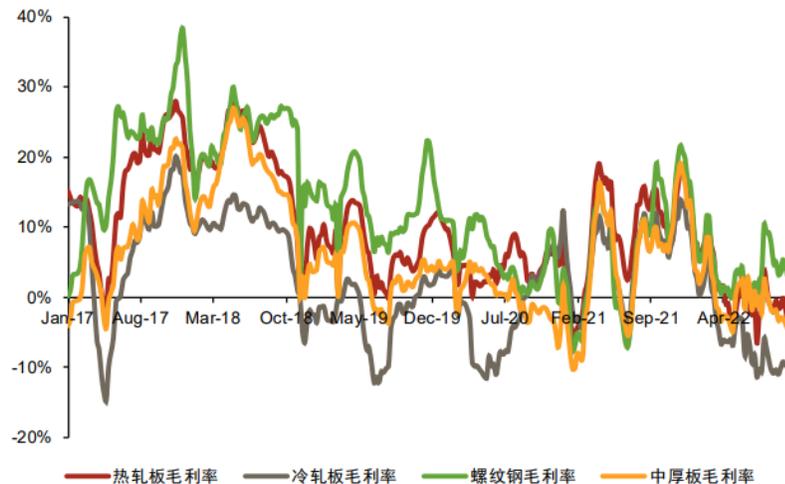
# 钢铁-供给回升，钢价弱势运行

- ◆ **供给回升：**9月粗钢产量8695万吨，日均产量289万吨，环比+7.1%；1-9月粗钢产量78083万吨，同比-3.4%，上月-5.7%；9月生铁产量7394万吨，同比+13.0%，上月-0.5%；1-9月生铁产量65610万吨，同比-2.5%，上月-4.1%；9月钢材产量11619万吨，同比+12.5%，上月-1.5%；1-9月国钢材产量100585万吨，同比-2.2%，上月-4.3%。**短流程钢厂复产较为明显，主要原因在于主要原材料废钢价格下跌。**需求方面，9月全国房地产开发投资仍然录得双位数同比降幅，拿地、开工、施工、竣工等指标表现仍不理想，需求延续弱势。
- ◆ **价格及盈利：**矿价下跌使得各品种利润小幅改善，但仍多处于亏损状态。截至10月21日，上海螺纹钢价格(HRB400 20mm)3890元/吨，相比于上月同期-60元/吨，降幅收窄。毛利方面，热轧卷板(3mm)毛利升51元/吨，毛利率升至-1.99%；冷轧板(1.0mm)毛利升120元/吨，毛利率升至-6.79%；螺纹钢(20mm)毛利升22元/吨，毛利率升至3.64%；中厚板(20mm)毛利降53元/吨，毛利率降至-3.17%。
- ◆ **展望：**随着今年传统意义上的需求旺季逐渐接近尾声，钢材消费或难见明显起色，而目前钢材产量又处于年内高位水平，吨钢盈利或持续低迷，不排除钢企再次主动减产的可能性，且当前原料市场预期较弱，后期钢厂将压力向上游传导存在空间。

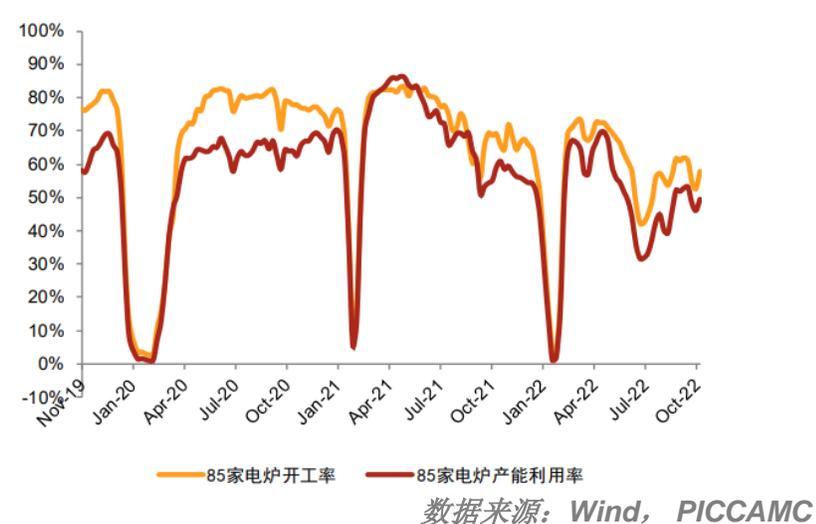
图表11：供给回升需求弱复苏钢价持续承压



图表12：各主要品种毛利率走势

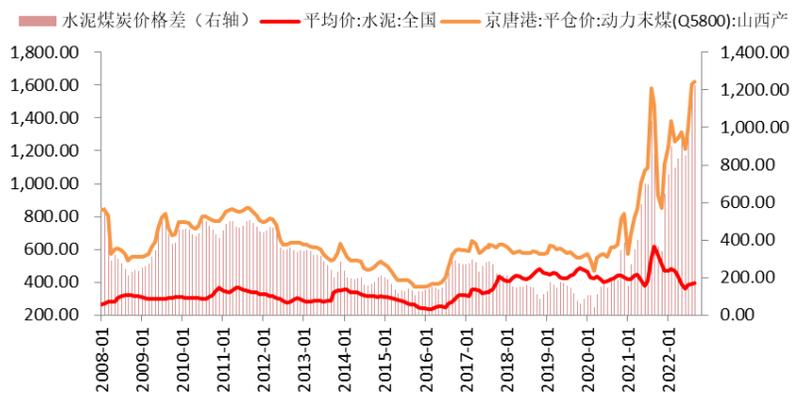


图表13：短流程厂家产能利用率回升

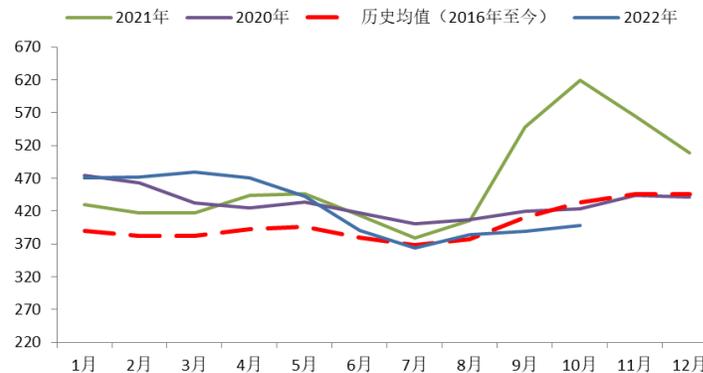


- ◆ 供需：房地产行业维持弱势，旺季水泥供需虽较上月改善，但整体仍弱，9月水泥产量2.09亿吨，当月同比近1年半以来首次转正至 1%，累计产量15.63亿吨，同比-12.5%，上月-14.2%。未来关注基建实物量落地情况及地产走势。
- ◆ 价格：水泥价格旺季小幅上涨，但需求仍疲弱，提价幅度较弱，价格位于近5年低点，10月20日P.O.42.5普通硅酸盐水泥报价401.9元/吨（8月末384.3元/吨），水泥煤炭价格差10月上升至1226.3元/吨，煤价上涨下，成本压力凸显。

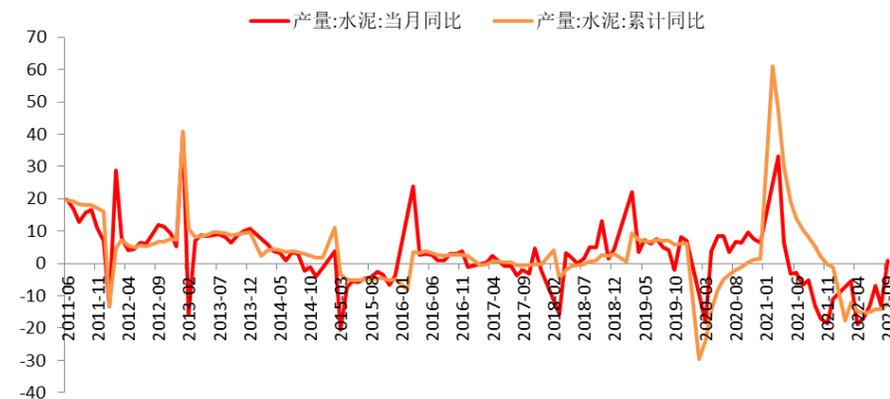
图表14：水泥及煤炭价格走势（元/吨）



图表15：同期水泥价格走势（元/吨）



图表16：全国水泥产量同比（%）

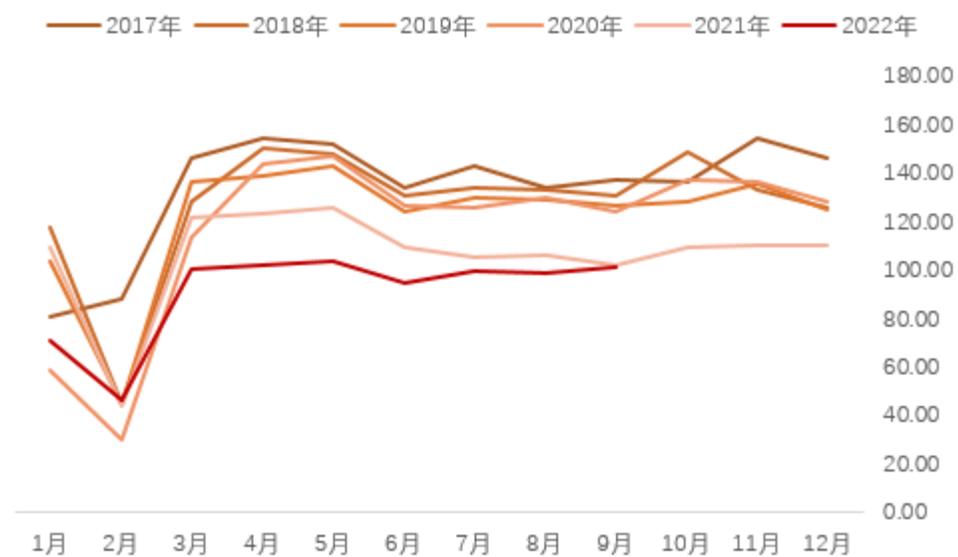


- ◆ 挖掘机：9月挖掘机销量21187台，销量同比5.49%（上月同比持平），出口继续高增。其中国内销售10520台，同比-26%（上月-24%）；出口10667台，同比73.42%，增速继续回升（上月57%），**出口量在总销量中占比持续提升至50.35%的高位**（上月为49.7%），同比提升19.72个百分点。2022年1-9月，全国共销售各类挖机20.03万台，同比-28.3%（1-8月同比-30.9%）；其中国内销售11.99万台，同比-48.35%（1-8月同比-49.9%）；出口8.03万台，同比70.8%（1-8月同比70.1%）。
- ◆ 9月挖机开工小时数为101.00小时，仍处于近六年最低水平，但已接近2021年同期水平，四季度基建行业落地情况成为关键变量。

图表17：挖掘机销量走势



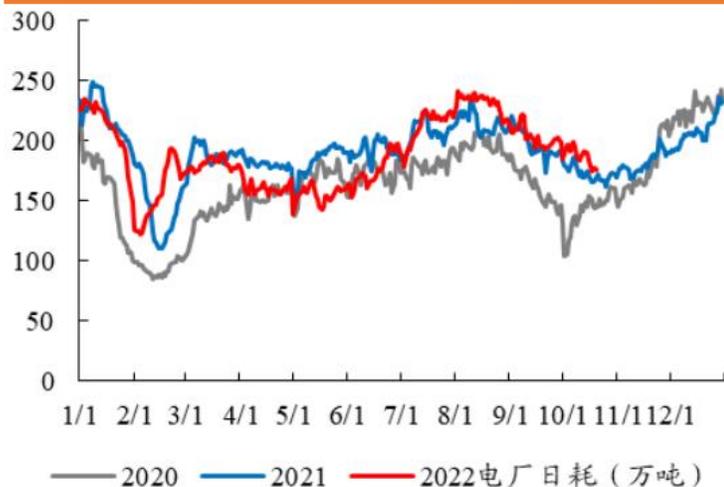
图表18：挖机开工小时数走势



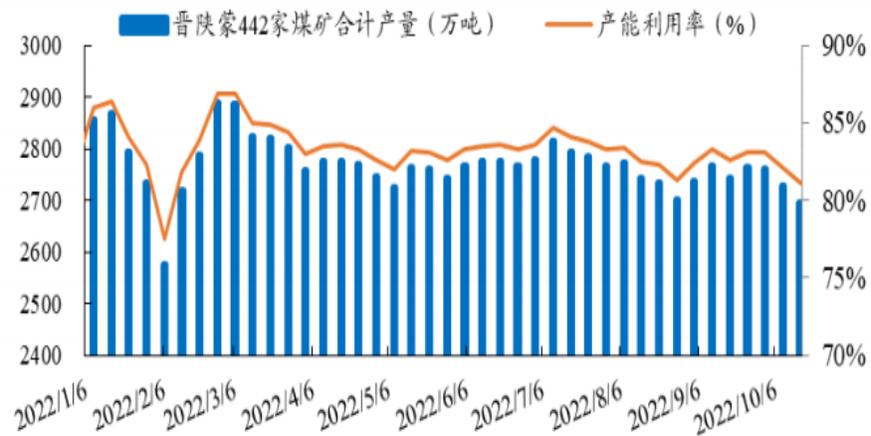
# 煤炭-原煤产量反弹，但供给压力仍存，终端价格继续走强

- ◆ **供给和需求：**供给方面，2022年1—9月份，生产原煤33.2亿吨，同比增长11.2%，上月11%。9月原煤产量3.90亿吨，同比+12.3%，上月8.1%，日均产量较8月水平增加94万吨至1,289万吨。同期，进口3,304.8万吨，同比/环比+0.5%/+12.19%，1-9月煤炭累计进口2.1亿吨，同比-12.7%，上月-14.9%。9月原煤产量加速，反映了在保供压力下，相关部门紧抓能源安全保供不松劲，加快释放先进产能所做出的努力；但是进入10月后，二十大召开安监力度加强，不少煤矿因此停工，从而抑制了后续的开工率，此外疫情近期多点扩散，大秦线秋季集中检修，预计10月煤炭供给仍偏紧，供给压力仍存。需求方面，动力煤因煤炭供暖保供工作开展，叠加化工、建材等终端采煤需求继续增长；焦煤方面，因下游钢价走弱，钢企盈利表现不佳，焦炭第二轮提涨仍未落地，焦化企业多维持按需采购，需求端继续弱势运行。
- ◆ **价格：**截至10月14日，5800大卡京唐港山西产动力煤价格1648元/吨，月环比增长192元/吨。焦煤方面，截至10月21日京唐港山西产主焦煤库提价（含税）2630元/吨，月环比上升80元/吨。
- ◆ **展望：**受疫情影响，大秦线本轮秋季检修从10月22日推迟到10月29日结束，运力收紧下秦港日均调入量大幅下滑，叠加产地疫情反复，动力煤价格上行动力强劲。

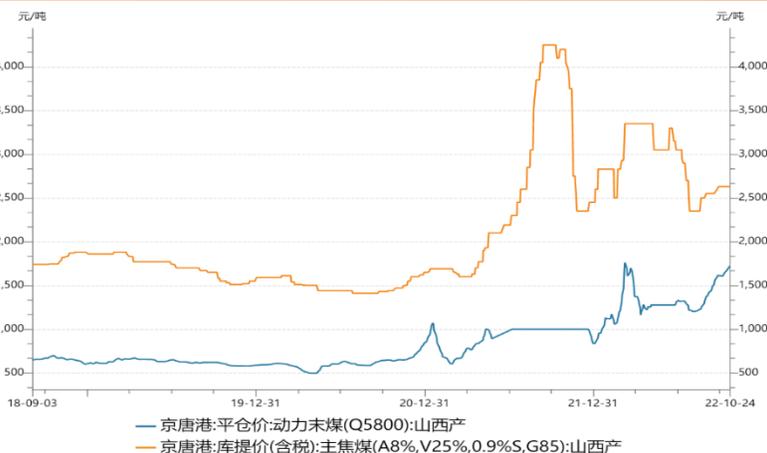
图表19：沿海8省电厂终端电耗仍高于去年同期



图表20：10月受会议和疫情影响产能利用率下跌



图表21：动力煤、焦煤价格

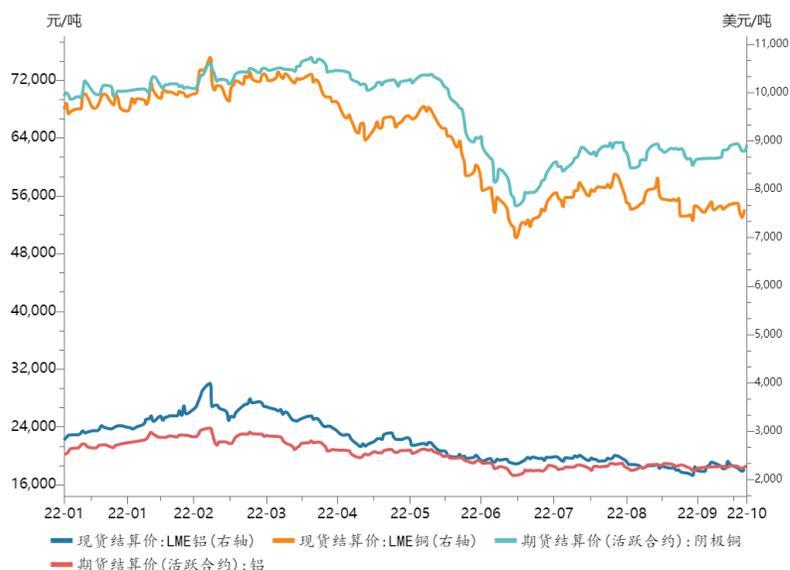


# 铜铝金属-国外经济衰退预期下，铜价持续震荡，铝价走势疲弱

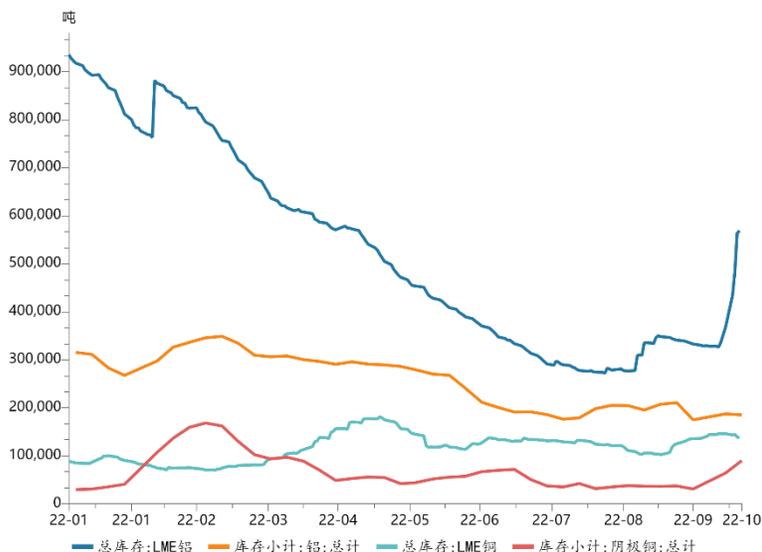


- ◆ **铜价持续震荡**：受国内稳增长政策逐步落地影响，下游需求边际改善，国内铜价9月中旬以来稳中有升。截至2022年10月20日，上期所阴极铜期货结算价（活跃合约）为63070元/吨，较9月中旬上涨1.25%；但阴极铜库存国庆节后出现大幅上升，铜价继续上涨承压。受美联储加息和俄乌冲突影响，国外经济衰退预期不减，LME铜库存9月中旬以来有所上升，LME铜价有所下行。截至2022年10月20日，LME铜现货结算价为7585美元/吨，较9月中旬下降2.83%。后续预计铜价总体或将维持震荡走势。
- ◆ **产能恢复缓慢，铝价走势疲弱**：受下游需求不振影响，电解铝走势疲软，价格环比变化不大。从库存端看，近期国内上期所铝库存略有下降，LME铝库存短期受俄乌冲突加剧等因素影响出现大幅上升，但总体看国内外铝库存仍处在历史低位。从供给端看，受降雨偏少导致水力发电能力下降影响，电解铝产能大省云南9月10日起对电解铝企业限产10%，且限产程度可能扩大至20-30%，同时四川电解铝企业复产缓慢，海外电解铝产能在能源价格高位下存在进一步减产可能，铝价短期大幅下行可能性较小。
- ◆ **冶炼企业盈利情况**：在铜精矿供给充裕背景下，铜冶炼加工费（TC）继续走高。截至2022年10月20日，国内铜冶炼加工费(TC)为87.80美元/干吨，较9月中旬上升7.60%。电解铝企业的上游原料氧化铝持续走低，电解铝盈利水平有所提升。

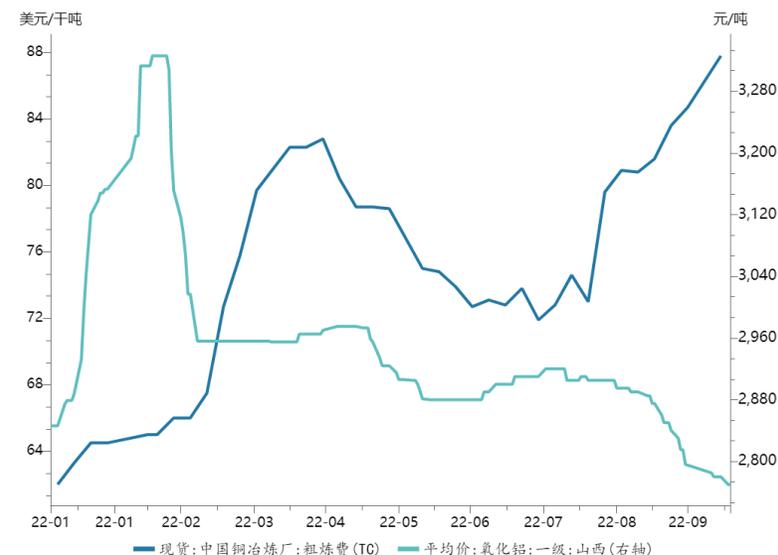
图表22：LME铜、铝价格走势



图表23：铜、铝库存走势



图表24：铜加工费TC和氧化铝价格走势

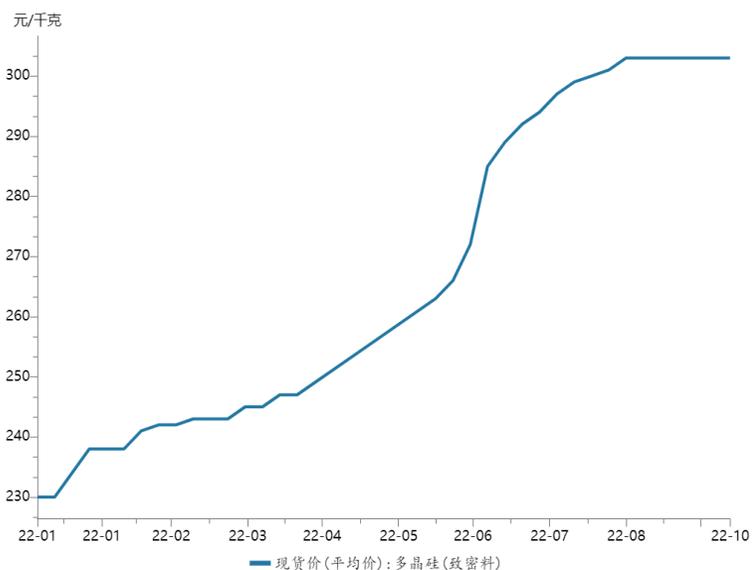


数据来源：Wind, PICC/AMC

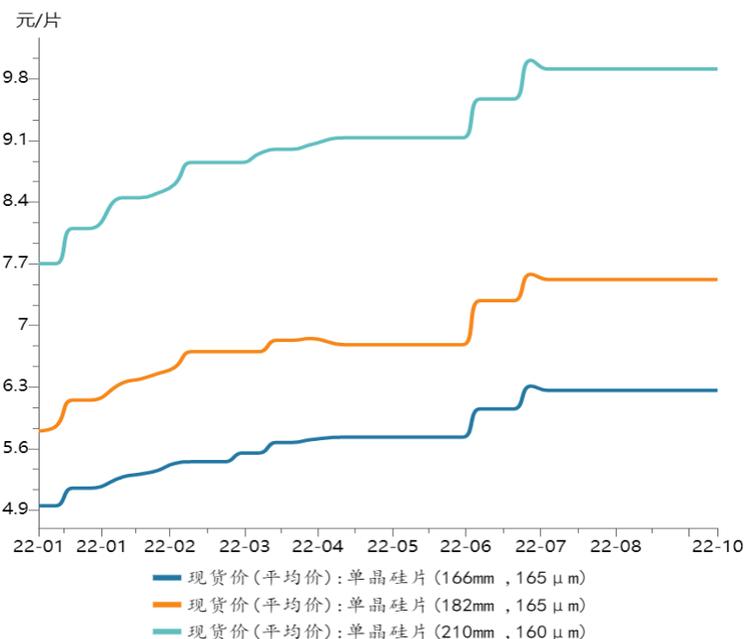
# 光伏制造-多晶硅新增产能集中释放，产业链价格走势分化

- ◆ **多晶硅价格高位盘整：**9月中旬以来，受新增产能释放和监管约谈等因素影响，多晶硅价格保持平稳。截至2022年10月19日，多晶硅（致密料）均价为303元/kg，与9月中旬持平。据工信部10月9日披露的工作动态，工信部、市场监管总局和国家能源局集体约谈了部分多晶硅骨干企业及行业机构，引导相关单位加强自律自查和规范管理，不搞囤积居奇、借机炒作等哄抬价格行为。国内9月多晶硅产量约7.62万吨，环比增长超20%，预计10月产量8.4万吨（30GW），年底产能可达10万吨/月（35GW），硅料价格下行预期愈发强烈。
- ◆ **电池片价格继续上涨：**在硅料价格维稳情况下，各规格硅片价格变化不大。由于硅料供应增加，9月硅片产量30.8GW，环比增长18%。在下游组件排产增加和新增供给有限的情况下，电池片价格持续上涨，特别是大尺寸电池片供应依然紧张。截至2022年10月19日，166mm、182mm和210mm尺寸单晶PERC电池的均价分别为1.31元/瓦、1.34元/瓦和1.33元/瓦，环比9月中旬分别上涨0.02元/瓦、0.04元/瓦和0.03元/瓦。
- ◆ **组件报价维稳：**随着四季度装机旺季来临，在国内大型地面电站装机启动的带动下，组件需求上升。但下游电站开发商预期硅料价格下行拐点临近，对组件新签订单价格较为谨慎，在电池片价格持续上涨的情形下，组件价格上下均有阻力，暂时保持稳定。500w+双玻组件执行价格持稳约每瓦1.95-2.05元人民币、单玻的价格价差每瓦1-3分人民币左右。

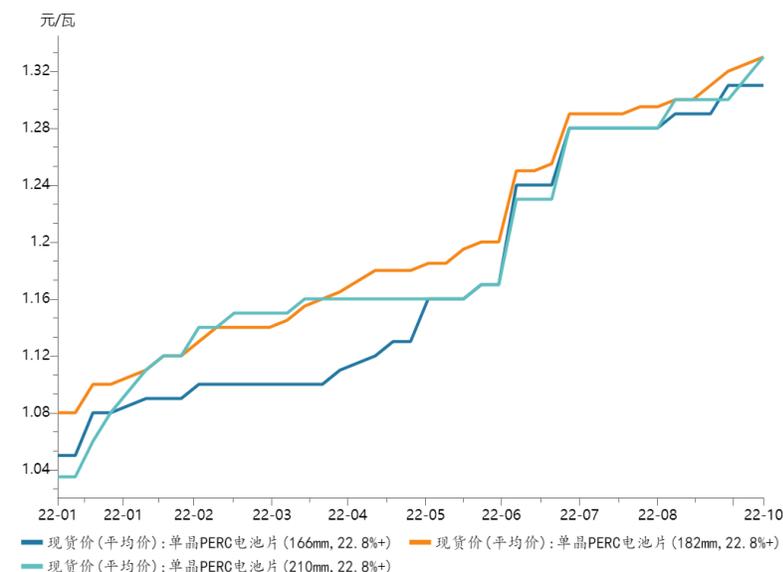
图表25：多晶硅价格走势



图表26：硅片价格走势



图表27：电池片价格走势



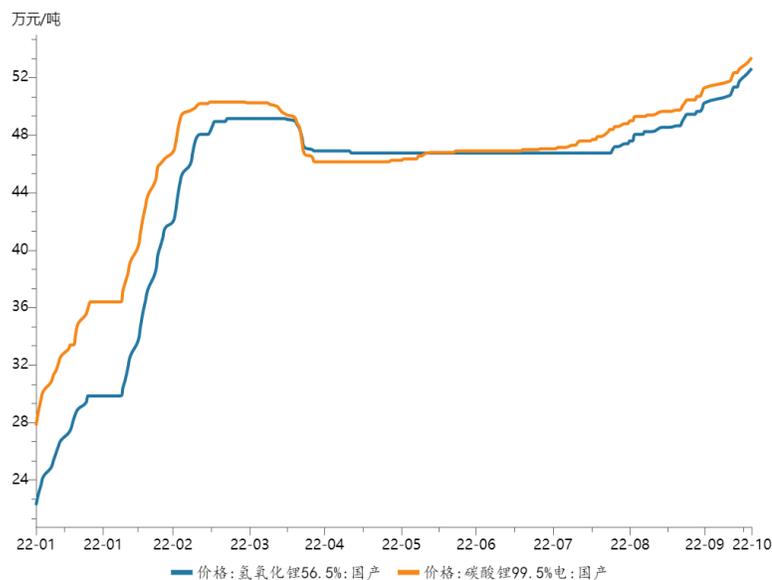
数据来源：Wind, PICC/AMC

# 动力电池-锂价持续上涨，镍钴价格反弹，电芯价格上调

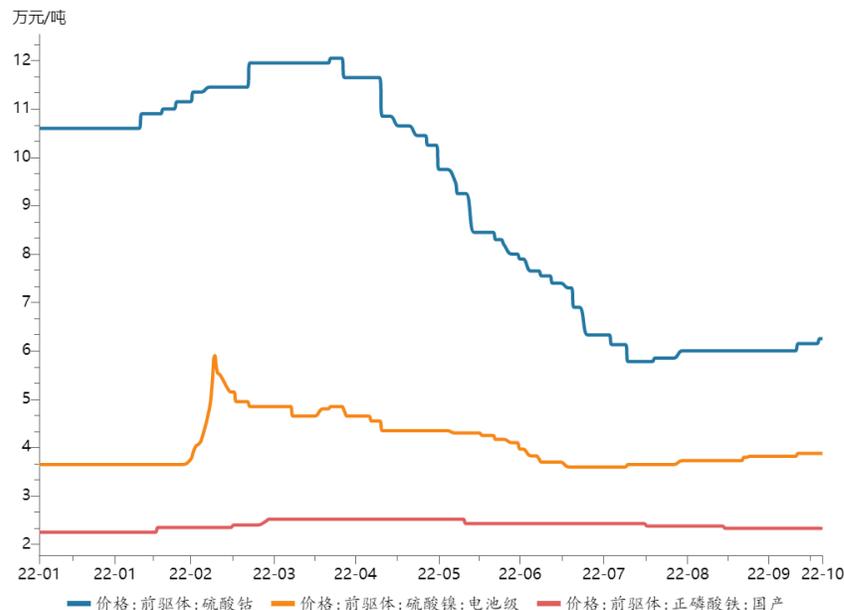


- ◆ **锂价持续上涨：**据中汽协统计，2022年9月中国新能源汽车销售70.8万辆，同环比94%/6%，渗透率达到27.1%。欧洲9月主流九国销量20.9万辆，同环比10%/65%。美国受IRA影响，9月销量环比下降3%至8.0万辆。随着销售旺季来临，电池企业排产持续上升。在下游需求旺盛但供给端弹性有限的背景下，锂价持续上涨，屡创新高。截至2022年10月20日，国产碳酸锂（99.5%）和氢氧化锂（56.5%）均价分别为53.50万元/吨和52.75万元/吨，较9月中旬分别上涨5.52%和6.24%。
- ◆ **钴镍价格延续反弹：**9月中旬以来，在外围金属价格回暖带动下，硫酸钴和硫酸镍价格持续反弹。而在上游原材料磷酸价格走高但磷酸一铵走势疲弱的综合影响下，磷酸铁价格持稳运行。截至2022年10月20日，硫酸钴、硫酸镍和磷酸铁的价格分别为6.25万元/吨、3.88万元/吨和2.33万元/吨，较9月中旬分别变化4.17%、4.02%和0.00%。
- ◆ **正极材料价格小幅抬升，电芯价格上调：**在锂价持续走高情形下，三元正极材料和磷酸铁锂正极材料价格均有小幅抬升。截至2022年10月20日，三元正极材料（单晶622型）和磷酸铁锂正极材料均价分别为37.65万元/吨和16.40万元/吨，较9月中旬分别上涨1.21%和2.82%。同期电芯价格迎来调价窗口，三元方形动力电芯和磷酸铁锂正极电芯单价分别调升至0.92元/瓦时和0.82元/瓦时，较9月中旬分别增加0.04元/瓦时和0.02元/瓦时。

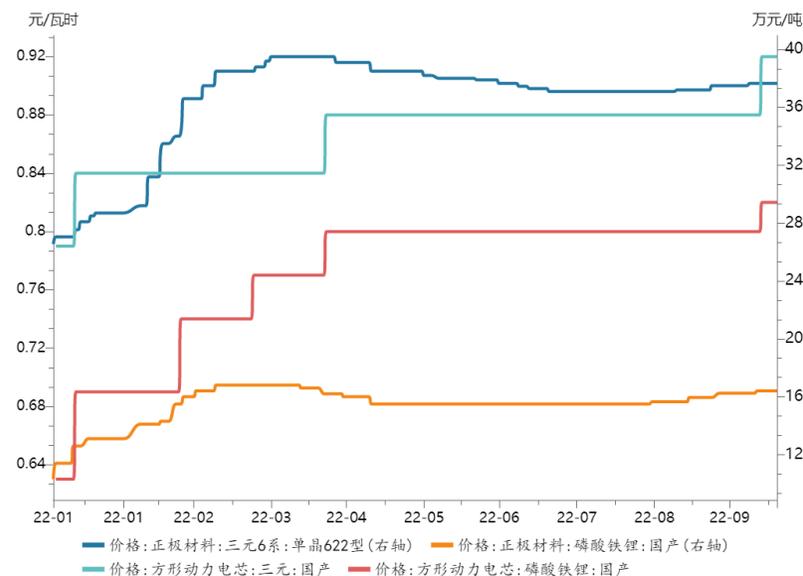
图表28：锂价格走势



图表29：正极材料前驱体价格走势



图表30：正极材料及电芯价格走势



数据来源: Wind, PICC/AMC

# 目 录

1. 从中观看宏观

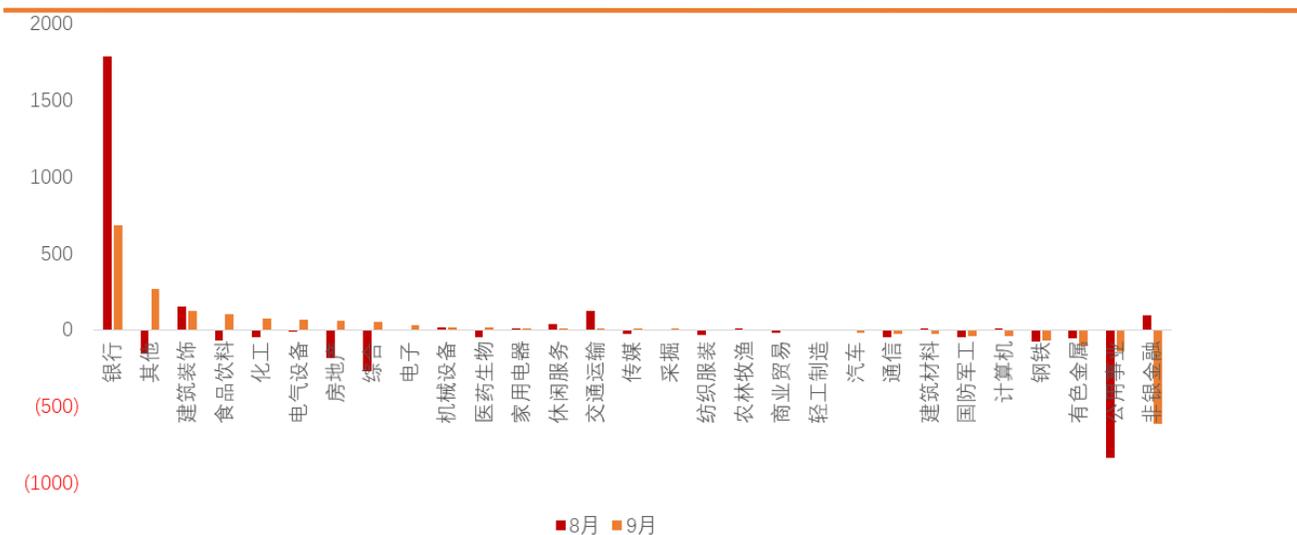
2. 信用市场概况

# 信用债发行环比下降，当期新增境内首次违约主体一家

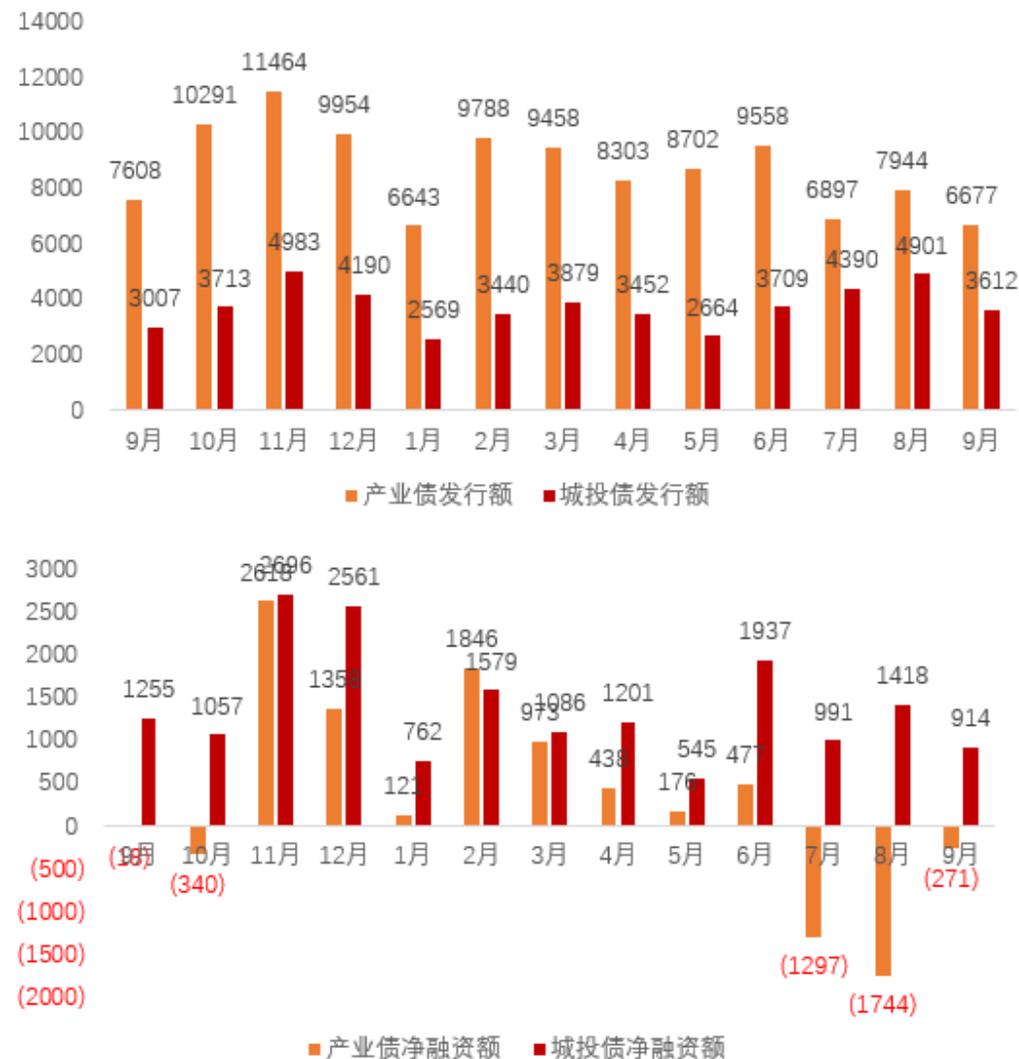


- ◆ 跟踪期内信用债发行环比小幅下降。本月城投债发行额环比下降1289亿，产业债发行额环比下降1267亿；城投净融资额914亿元，较上月小幅回落，但仍为正；产业债净融资额-271亿，较上月回升1474亿元，但仍未转正。
- ◆ 分行业来看，净融资规模居前的行业为**银行**；净流出居前的行业为**非银金融、公用事业**，此外，**钢铁行业**近一年几乎处于净融出状态，累计净融出资金541亿。
- ◆ 当期境内新增首次违约主体**广西万通房地产有限公司**，系民营地产私募债，还有存续债共31亿。此外，关注旭辉境外债付息违约对“尚未躺平”非国资房企的进一步冲击。

图表31：产业债各行业净融资额情况（亿元）



图表32：非金融产业在和城投债发行和净融资额情况（亿元）



注：统计周期为9月16日至10月15日 数据来源：Wind, PICCAMC

# 跟踪期内信用债收益率持续低位

- ◆ 跟踪期内国内经济修复弱、资金面偏松、机构配置压力大、利率水平持续处于历史低位。
- ◆ 跟踪期内各等级信用利差多震荡下行，短端1年期中高等级信用债利差继续压缩至历史极值分位数。

图表33：中债中短期票据信用利差变动情况（单位：%）



图表34：同业存单和中短期票据收益率对比



	利差变动			历史分位数			当前值-min()		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA	-1	0	-7	0%	3%	7%	15	12	21
AA+	-2	2	-2	0%	3%	8%	0	9	27
AA	-2	-1	-8	0%	1%	10%	0	15	53
AA-	-2	-1	-8	65%	69%	78%	195	172	188

注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为9月16日-10月15日

# 跟踪期内多数行业各等级信用利差小幅走阔



图表35：不同等级信用利差较上月变化

- ◆ 跟踪期内，多数行业各等级信用利差小幅走阔。
- ◆ 家用电器行业AA+、农林牧渔行业AA、商业贸易行业AA主体利差波动较大主要因样本过少所致波动。

	AAA	AA+	AA
交通运输	5.33	7.54	-10.16
休闲服务	13.30	4.91	5.50
传媒	6.06	3.58	2.15
公用事业	4.40	5.72	4.89
农林牧渔	2.33	11.86	75.08
化工	5.16	-10.58	0.25
医药生物	1.23	5.53	-0.47
商业贸易	5.28	2.01	35.58
国防军工	3.05	--	--
城投	7.58	11.27	5.83
家用电器	--	-39.57	--
建筑材料	4.26	1.22	6.66
建筑装饰	6.48	2.78	10.16
房地产	6.70	25.22	4.92
有色金属	6.47	-0.50	--
机械设备	10.94	-0.09	--
汽车	-7.18	0.49	--
电子	24.36	5.95	5.27
电气设备	4.32	5.70	5.91
纺织服装	3.31	10.45	-21.66
综合	3.61	11.40	8.30
计算机	16.51	4.97	--
轻工制造	--	4.73	--
通信	1.83	1.52	--
采掘	-1.31	-35.02	2.36
钢铁	7.26	7.50	--
非银金融	2.12	3.37	9.96
食品饮料	-3.86	2.97	15.38

注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为9月16日-10月15日

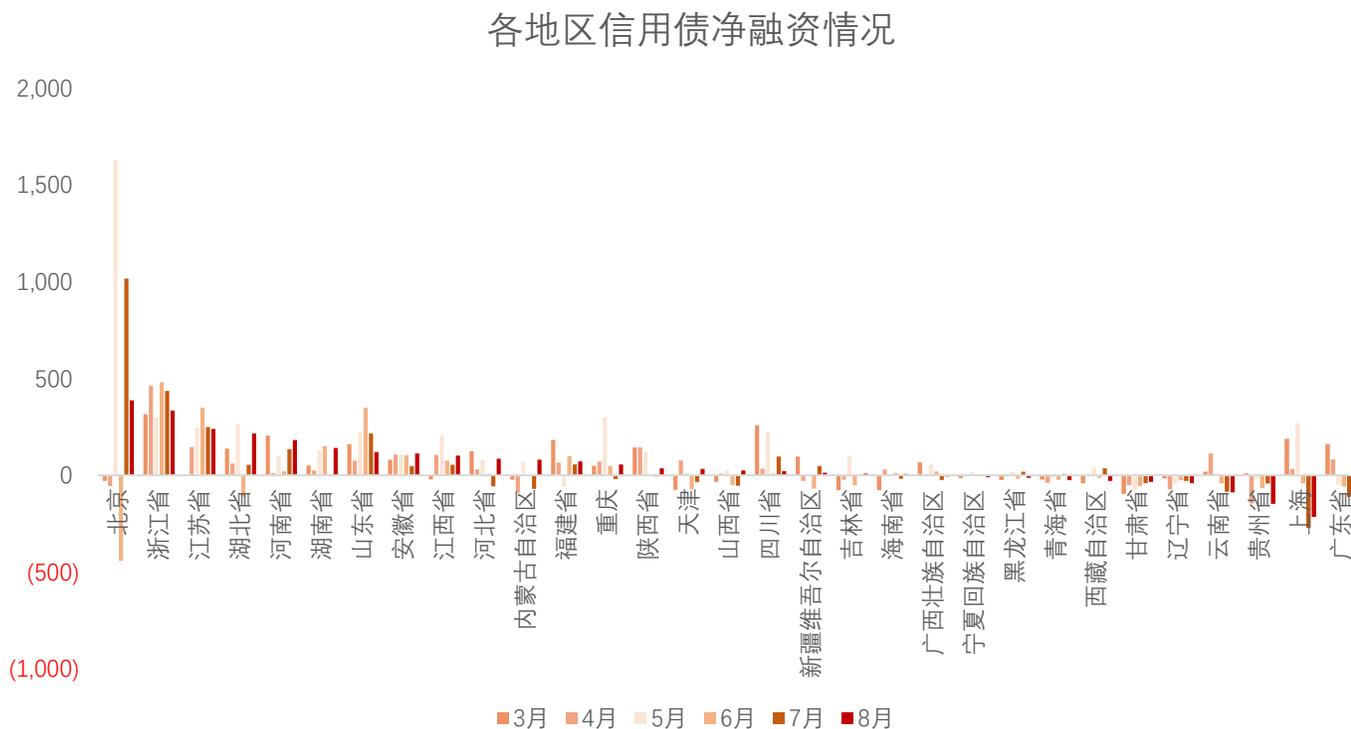
数据来源：Wind, PICCAMC

# 辽宁、甘肃等地持续净流出，青海、贵州利差维持高位

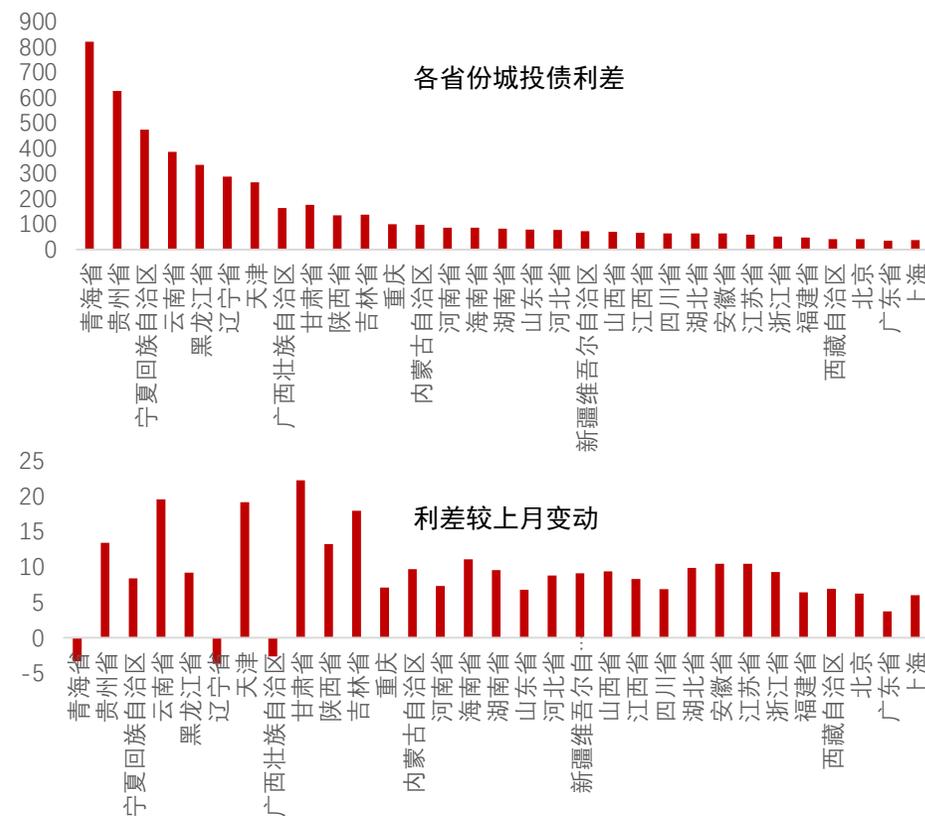


- ◆ 跟踪期内信用债净融资额主要分布在北京、浙江、江苏、湖北、河南等省市；广东、上海、贵州净流出排名居前，辽宁、甘肃近半年净融资持续为负，贵州连续五个月净融资为负、云南连续三个月净融资为负。
- ◆ 跟踪期各省份利差排名趋势保持稳定，利差普遍小幅上涨，其中甘肃、吉林、天津、云南利差走阔幅度较大。青海、贵州城投利差保持在500BP以上高位。

图表36：最近6个月分地区信用债净融资情况汇总（单位：亿）



图表37：分地区城投信用利差及较上月变化情况（单位：BP）



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