

# 2023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

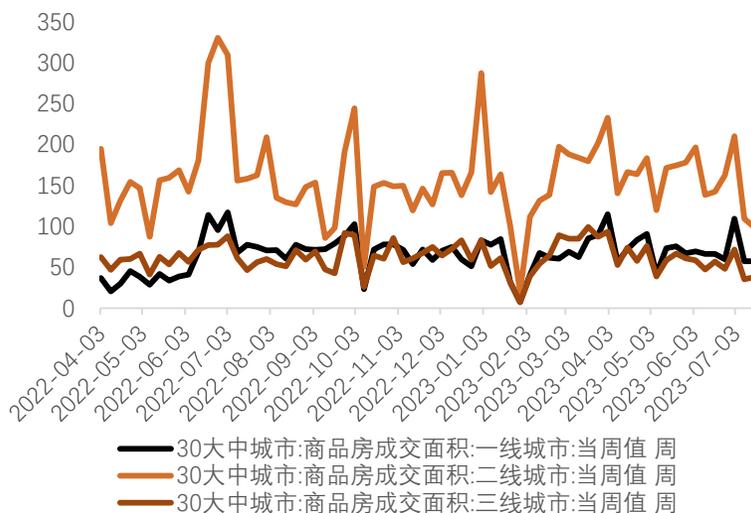
# 结论：经济弱复苏，结构上服务业好于制造业和消费

## ◆ 较上一期主要变化：

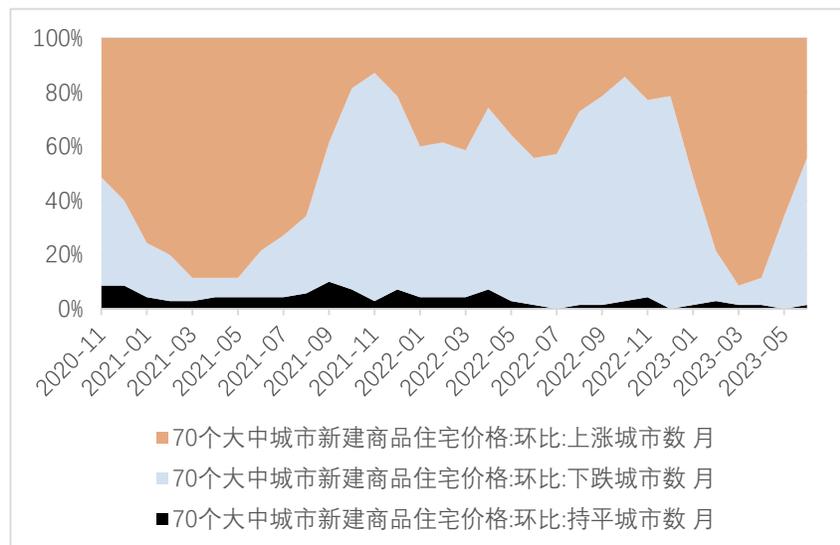
- ✓ 下游：积压需求释放后，房地产销售热度继续下降，新开工及土地市场持续低迷，地产开发投资同比继续维持低位。汽车产销环比改善。由于基数反弹对同比增速形成拖累，社零增速3.1%，较上月大幅下滑9.6个百分点。
- ✓ 中游：地产乏力，基建对冲，中游施工产业链同步指标仍较弱，水泥价格、挖机开工小时数居于近年低位；用电继续恢复，但6月用电增速显示工业生产继续降速，服务业延续较好复苏态势。
- ✓ 上游：动力煤价格回升，铜价震荡维稳；铝价依然疲弱；冶炼企业盈利有所增加。
- ✓ 整体看，尽管低基数下二季度GDP同比较一季度改善，但季调环比显示经济整体偏弱；6月工业增加值反弹至4.4%，较5月（3.5%）边际微幅改善，但复苏力度偏弱，制造业PMI连续三个月处于收缩区间。居民对房地产市场信心仍然不足，收入增速放缓，居民购房能力相对不足，商品房销售明显改善面临掣肘，继续关注房地产政策对销售和地产土地市场的影响。

- ◆ **销售：**根据统计局公布数据，1-6月商品房销售面积累计同比-5.3%（1-5月为-0.9%）、销售额累计同比为1.1%（1-5月为8.4%）。6月单月销售面积同比下降18.2%，较5月下降15.2个百分点。6月单月销售金额同比下降19.2%，较5月下降26个百分点。**3月份开始，统计局对2022年销售数据进行了基数调整，经计算2022年1-6月商品房销售面积数值下调了8.8%。实际销售端表现比统计局公布数据更为疲弱。**30大中城市商品房周成交高频数据显示7月份前三周成交面积为262.28万平，和2022年周成交面积285.51万平相比小幅下降，近三年平均周成交面积354.11万平。整体来看，1季度疫情累计需求集中释放，销售有所改善，但随后明显走弱，整体需求仍不足，居民购房意愿仍较低。而供给端的出清和补货困难也一定程度约束销售端恢复。
- ◆ **价格：**6月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比-0.4%（5月-0.5%），环比-0.1%（5月环比0.1%）。70个大中城市二手住宅价格环比上涨家数较上月减少8家至7家，持平家数为0家，下降家数增加8家至63家。70个大中城市中二手房同比涨幅靠前的城市有成都（6.8%）、长沙（2.0%）、北京（1.5%）、南充（0.7%）、三亚（0.3%），跌幅从大到小有吉林（-7.7%）、牡丹江（-7.5%）、丹东（-6.2%）、宜昌（-6.1%）、泉州（-6.0%），沈阳（-5.9%）价格走势区域分化仍很大。
- ◆ **资金：**1-6月开发资金来源累计增长率为-9.8%，国内贷款累计同比为-11.1%，下降幅度有所扩大。

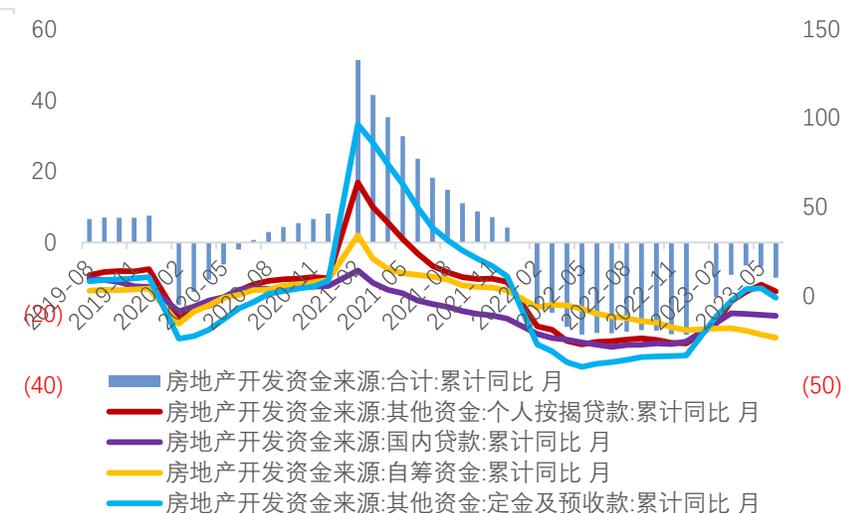
图表：30大中城市商品房成交面积



图表：70大中城市新建商品住宅价格



图表：房地产开发资金来源

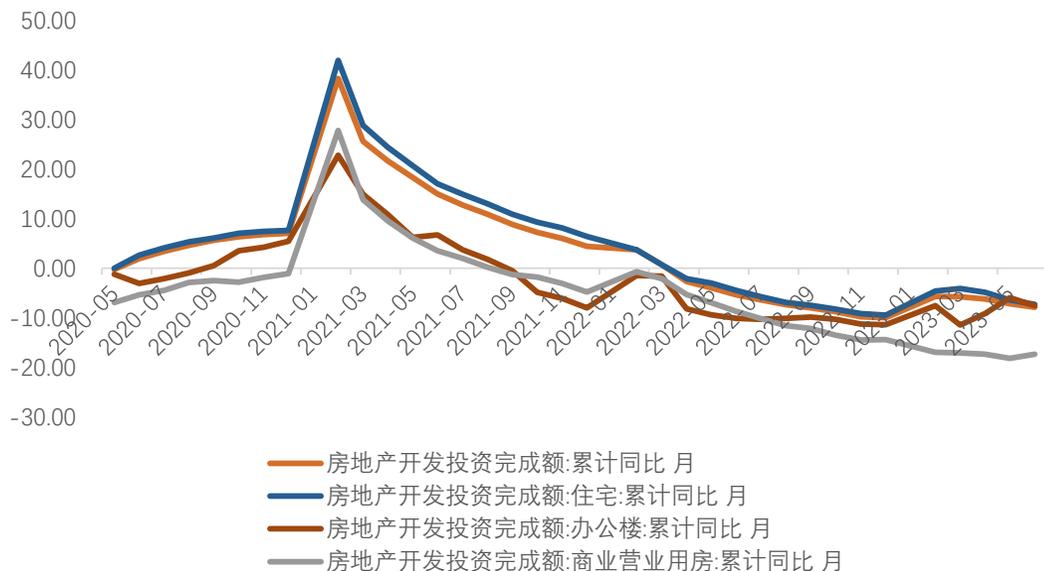


# 房地产—新开工继续走弱，竣工高位小幅下滑，房企拿地意愿继续走弱



- ◆ **投资：**1-6月房地产开发投资累计同比降幅继续扩大至-7.9%（1-5月为-7.2%）。2023年以来统计局土地购置费数据不再披露，根据中指数据统计，2023年1-6月，土地成交额同比下降21%，降幅较前5个月进一步扩大。**3月起**，统计局数据对**2022年基数**进行调减，并且**4月、5月**调减的幅度和范围扩大，如果剔除基数调整影响，目前投资端将更为疲弱。2023年，22城“集中供地”进一步淡化，普遍发布2023年土地拟出让清单，并采取“多次少量”模式供地，22城核心城市土拍热度持续，部分城市民企拿地信心有所修复，但全国土地继续缩量，土拍分化现象进一步加剧。预计投资修复节奏将显著慢于以往周期。
- ◆ **开发：**1-6月房屋新开工面积累计同比-24.3%，较1-5月-22.6%降幅有所扩大，受销售端疲弱影响，整体房企新开工动力不足，新开工继续转弱。1-6月施工面积累计同比为-6.6%，较1-5月-6.2%降幅有所扩大。全国竣工面积累计同比小幅下降至19%，但仍维持高位。预计“保交楼”政策将持续为竣工端形成支撑。

图表：房地产开发投资情况



图表：房地产开发各环节情况

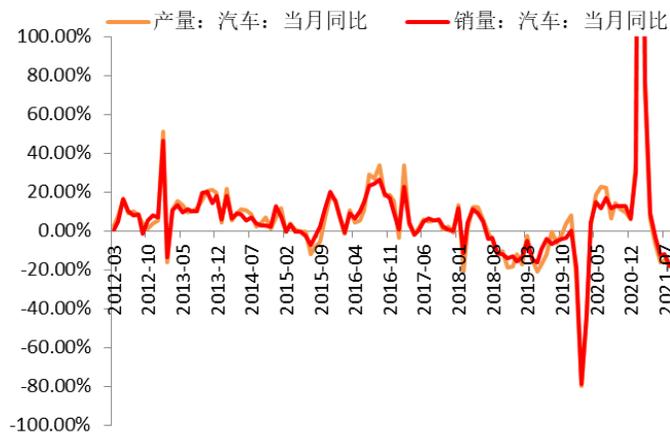


- ◆ 1) **房企风险继续发酵。** 7月初远洋集团股东中国人寿委任中金入驻开展尽职调查。据彭博报道，7月17日万达商管向一些债权人表示，公司仍在努力筹钱兑付于7月23日到期的4亿美元债券，公司资金缺口至少在2亿美金。万达地产存在多个被执行人信息，累计被执行约2.65亿元。
- ◆ 2) 6月，央行降低5年期以上LPR10个基点至4.2%，首套房贷利率下限降至4.0%，各地政策出台频次继续放缓，核心城市政策优化调控力度有限。7月10日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，对2022年11月发布的“金融十六条”中有关政策有适用期限的，将适用期限统一延长至2024年12月31日。6月政策的出台频次继续放缓，三四线城市前期政策出台较多，政策空间已受限，核心城市优化调控力度进一步增强。部分地区继续放松限售政策。青岛、福清等地放松限售政策，降低限售年限，对特定群体放松限售条件。多城持续优化公积金政策。北京、连云港、广州等城市优化公积金政策，主要涵盖提高公积金贷款及租房提取额度，支持公积金支付首付以及支持多孩家庭公积金租房购房等相关举措。部分城市出台房票安置措施。泰州、福清等部分城市推进房票安置制度，对持房票购房的安置人给予购房奖励。此外，尚有部分城市从放松限价政策、调整预售资金监管、加大引才力度等方面满足居民合理购房需求。
- ◆ 6) **6月份房企融资仍以央国企为主。** 2023年6月，房地产行业非银融资总额715.9亿元，同比下降51.4%，环比下降18.7%。信用债融资规模为332.9亿元，同比下降30.5%，环比上升37.9%。海外债融资规模为0亿元。信托规模为12.8亿元，同比下降86.4%，环比下降69.1%。ABS规模为370.3亿元，同比上升31.4%，环比上升62.7%。

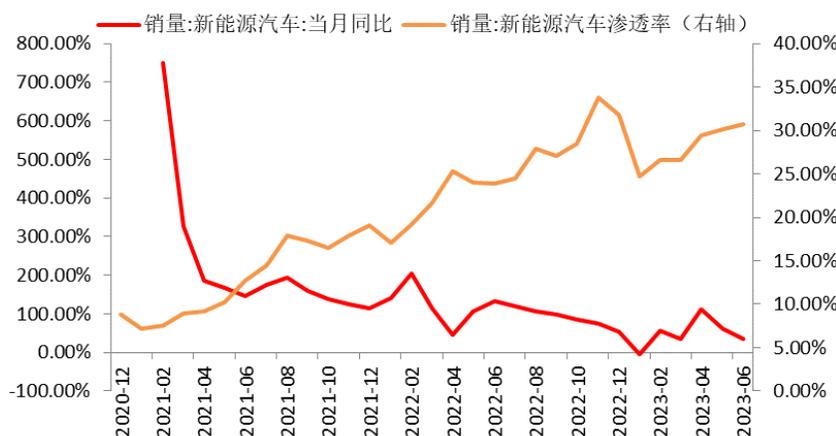
# 汽车-基数效应下增速下滑，环比改善

- ◆ 6月汽车产量256.11万辆，环比9.79%，同比2.48%（上月21.09%），累计同比9.33%；批发销量262.23万辆，环比10.11%，同比4.8%（上月27.91%），累计同比9.8%，其中乘用车销量226.78万辆，同比2.08%，上月26.39%，1-6月销量较21年同期增2.72%，上月-2.39%，去年同期高基数下产销增速回落，但整体销量尚可，后续看，去年下半年的相对较高基数，乘用车购置税减半政策带来的需求透支效应或仍压制销量增长，7月6日在上海嘉定举办的2023中国汽车论坛上，中国汽车工业协会以及特斯拉、比亚迪、长城、蔚来等16家主流车企签署了《汽车行业维护公平市场秩序承诺书》，价格战或将终止。
- ◆ 新能源汽车6月销量80.6万辆，环比12.48%，同比35.14%（上月60.24%），渗透率提升至30.74%，新能源购置税获“两免两减”，后续关注新能源下乡政策的落地。
- ◆ 6月汽车经销商库存系数1.35，较上月下降0.29。

图表：汽车产销量同比走势



图表7：新能源汽车销售情况



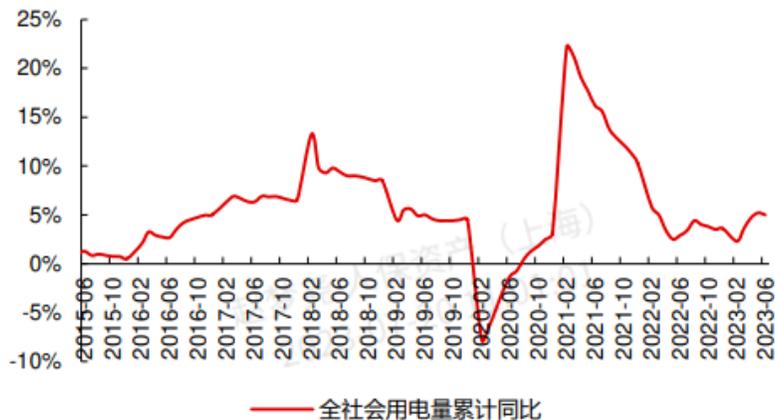
图表：经销商库存系数走势



# 电力-二产用电增速仍低，清洁能源延续分化，火电补缺增速维持高位 PICC

- ◆ 6月全社会发电量7399亿千瓦时，同比增长2.8%（5月同比增长5.6%），1-6月份，累计发电41680亿千瓦时，同比增长3.8%（前5月同比增长3.9%）；6月全社会用电量7751亿千瓦时，同比增长3.9%（5月同比增长7.4%）；1-6月，全社会累计用电量43076亿千瓦时，同比增长5.0%（前5月同比增长5.2%）。去年同期疫情低基数影响减弱，二产用电增速减缓反应工业生产活动降温，三产成为增长主力。
- ◆ 从发电结构看，当年来水继续偏枯，火电继续补位高增，风光分化。其中，火电继续发挥支柱作用，同比高增14.2%（5月同比增长15.9%）；水电因去年同期基数偏高及今年来水偏枯导致同比降幅扩大至33.9%（5月同比下降32.9%）；风力发电同比减少1.8%（5月同比增长15.3%）；光伏发电同比增长8.8%（5月同比微增0.1%）；核电同比增长13.8%（5月同比增长6.3%）。
- ◆ 从用电结构看，6月第一产业用电量122亿千瓦时，同比增长14.0%（5月同比增长16.9%）；第二产业用电量5027亿千瓦时，同比增长2.3%（5月同比增长4.1%，4月同比增长7.6%），体现工业生产继续降速；第三产业用电量1494亿千瓦时，同比增长10.1%（5月同比增长20.9%），体现服务业延续较好复苏态势；城乡居民用电量1108亿千瓦时，同比增长2.2%（5月同比增长8.2%）。

图：2023年1-6月全社会用电量当月同比增长5.0%



图：2023年1-6月火电累计发电量同比增长7.5%

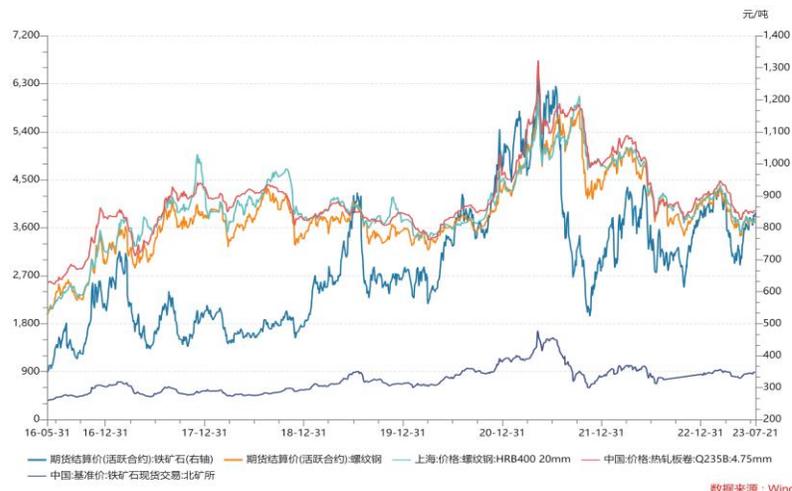


# 钢铁-供给略增，库存小幅上升，钢企盈利震荡

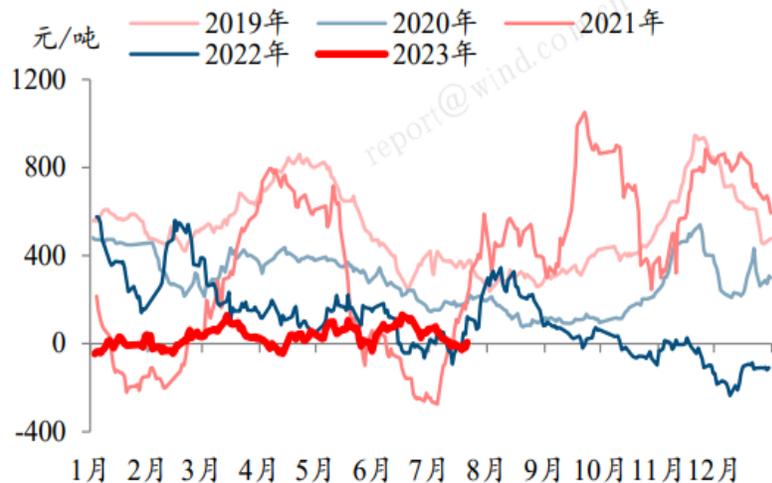
◆ 供给和需求：6月我国生产粗钢9111万吨，同比+0.4%（环比5月+7.7pct），1-6月我国粗钢累计产量53564万吨，同比+1.3%；6月我国生铁产量7698万吨，同比持平（环比+4.8pct），1-6月我国生铁累计产量45156万吨，同比+2.7%；6月我国钢材产量12008万吨同比+5.4%（环比+6.7pct），1-6月我国钢材累计产量67655万吨，同比+4.4%。供应端，6月粗钢产量同比略增，日均粗钢产量月环比增加4.5%，日均生铁与钢材产量同步回升，截至6月底粗钢累计产量同比仍增1.3%，2022年下半年基数偏低，后续若粗钢平控，供给端仍有收缩预期；下游主要耗钢行业中地产投资增速依旧低迷，除施工面积同比增速改善外，新开工、竣工及商品房销售面积同比增速均下滑，基建投资增速环比下行，钢铁相关制造业增加值普遍回落。7月以来，虽然铁矿石价格快速修复，但弱势的双焦价格推动247家钢厂盈利比例增至64.1%。

◆ 价格及盈利：供给端略增，铁矿石价格快速修复，钢企盈利小幅震荡。截至7月21日，上海螺纹钢价格(HRB400 20mm)3750/吨，相比于上月同期-50元/吨。

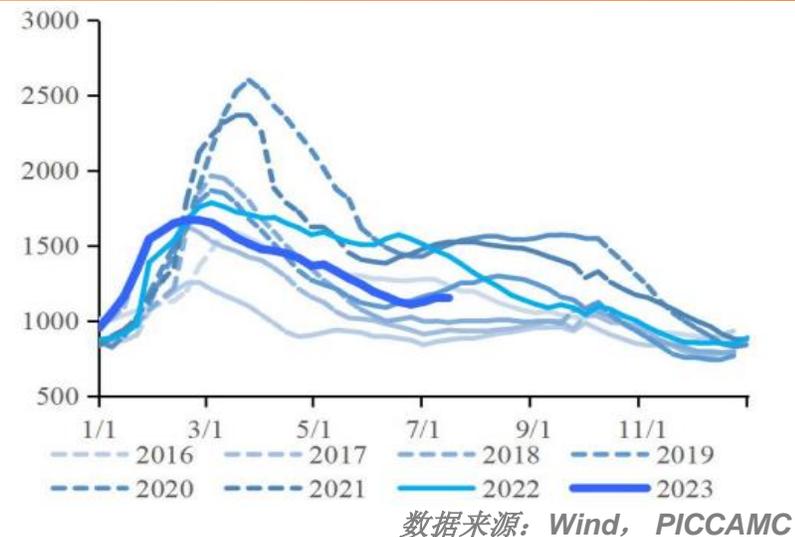
图表：钢材价格回升，铁矿石价格快速跟进



图表：螺纹钢吨钢盈利趋势



图表：5大品种库存小幅上升



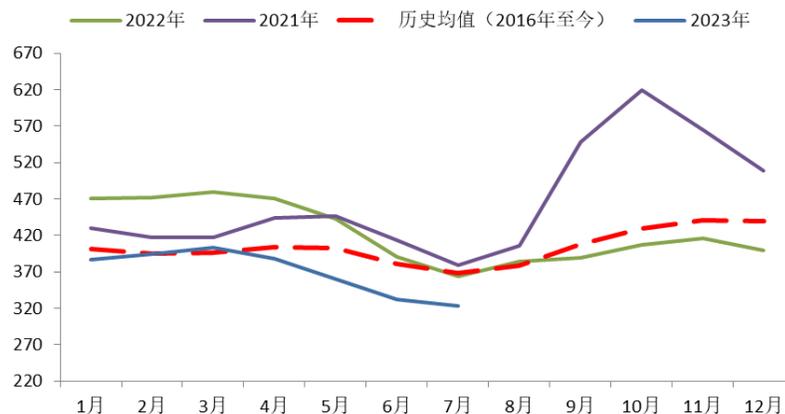
数据来源：Wind, PICCAMC

- ◆ 供需：低基数下，同比延续负增长，显示需求整体低迷，6月水泥产量1.85亿吨，当月同比-1.5%，上月环比-0.4%，累计同比1.3%。
- ◆ 价格：需求低迷，叠加淡季逐步到来，水泥价格目前仍位于17年以来当月最低水平，7月10日P.O. 42.5普通硅酸盐水泥报价323.6/吨（5月底为360.3元/吨），来水不利，火电需求旺盛下，煤价上涨，水泥煤炭价格差上升至591.4元/吨，盈利压缩。

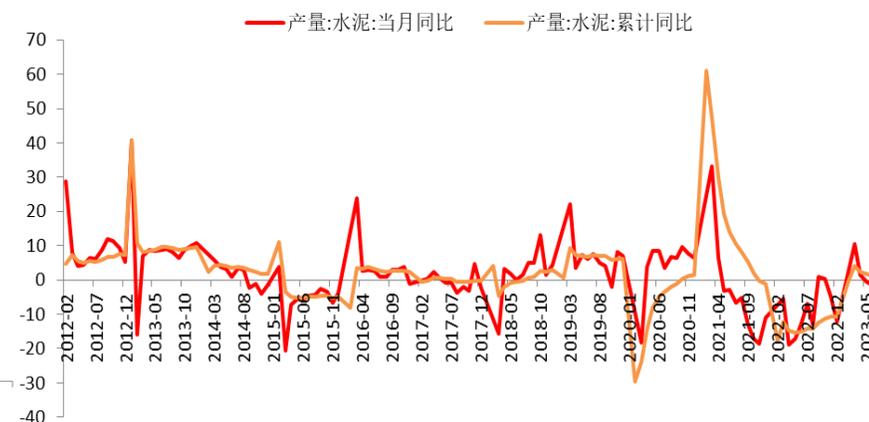
图表：水泥及煤炭价格走势（元/吨）



图表：同期水泥价格走势（元/吨）



图表：全国水泥产量同比（%）

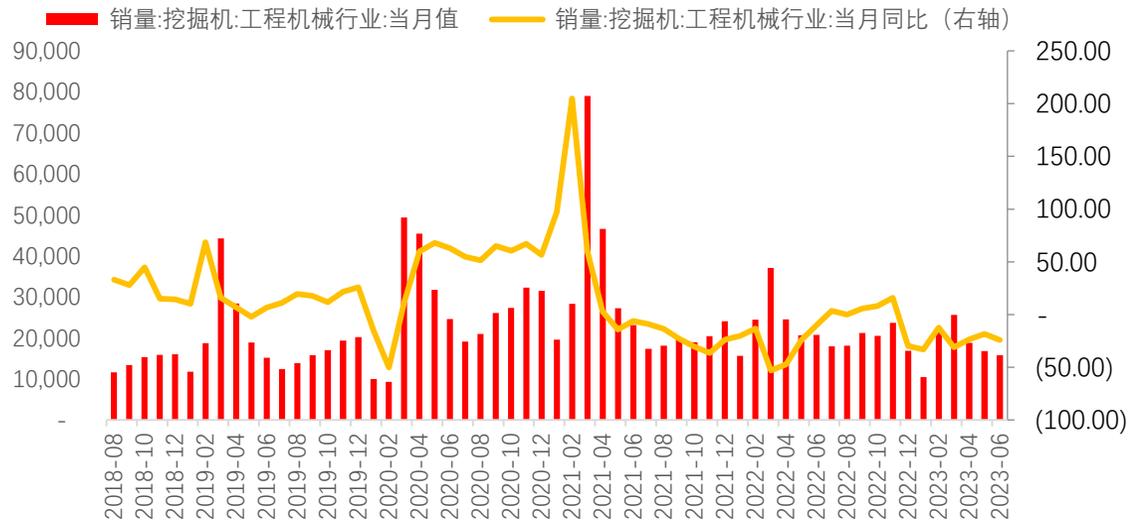


# 工程机械—地产拖累挖机内销仍疲软，出口同比转负

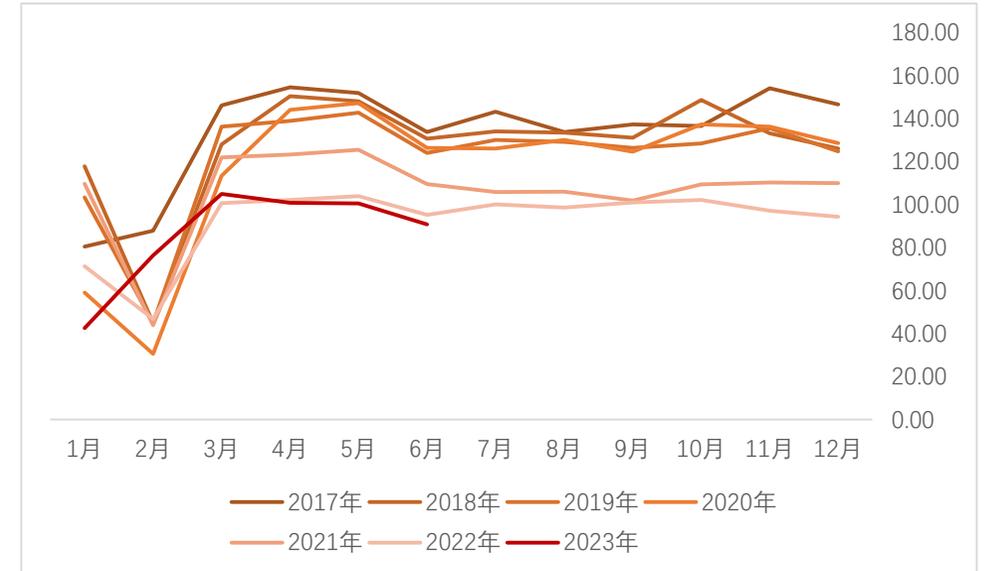


- ◆ 挖掘机：2023年6月挖掘机销量15766台，同比下降24.06%（5月同比下降18.5%），其中国内6098台，同比下降44.70%（5月下降45.9%），地产不振导致内销延续疲软趋势；出口9668台，同比下降0.68%（同比增长21.0%），高基数下出口转负。2023年1-6月挖掘机销量108818台，同比下降23.95%，其中国内51031台，同比下降44.0%；出口57787台，同比增长11.19%。二季度以来地产销售迅速转弱，投资持续低迷，下游客户换新需求仍不乐观；外需增速在高基数下或已迎来景气顶点。
- ◆ 6月挖机开工小时数为90.8小时，同比下降2.9小时，环比下降9.3小时。开工小时数重新回落至近5年最低水平，行业复苏关键仍看地产周期。

图表：挖掘机销量走势



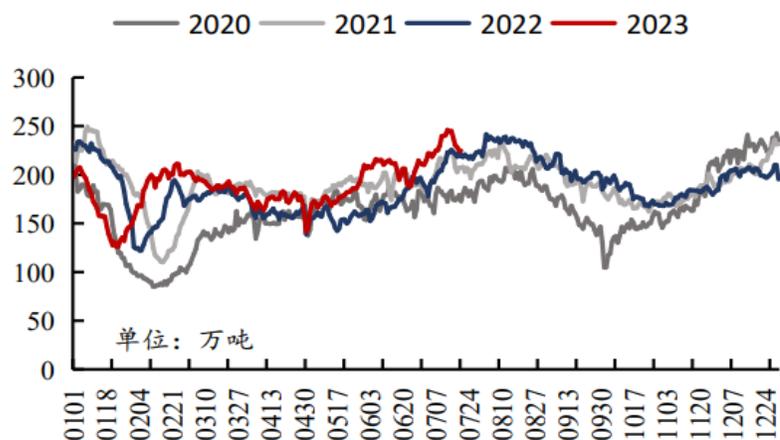
图表：挖机开工小时数走势



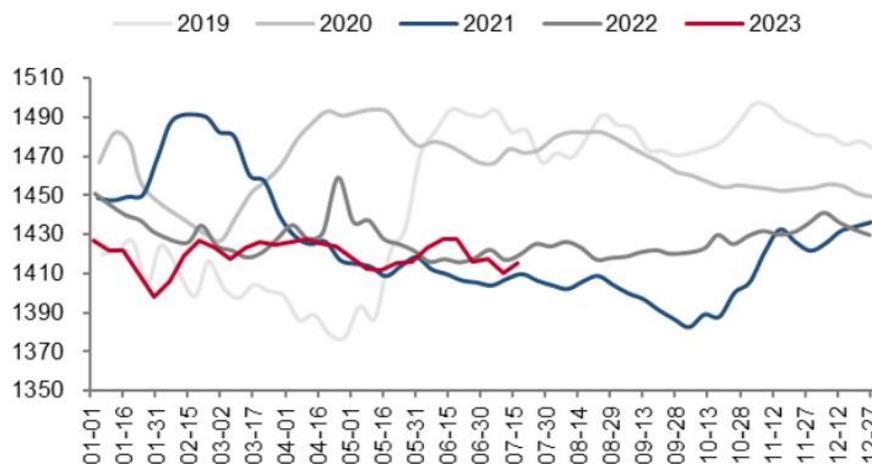
# 煤炭—安监力度趋严，叠加高温需求，煤炭价格显著回升

- ◆ 供给和需求：供给方面，6月份，生产原煤3.9亿吨，同比增长2.5%（增速较5月收窄1.7个百分点），环比持平，日均产量1243万吨。1-6月累计原煤产量23亿吨，同比增长4.4%。产量收窄的主要原因是近期矿难事件发酵，使得山西、内蒙、陕西产地安监力度持续常态化、高强度化。截至7月20日，鄂市伊金霍洛旗11座煤矿因安检出现停产，核定产能合计3710万吨/年。进口方面，6月份，我国进口煤炭3987.1万吨，同比增长110%，较同年5月的3958.4万吨增加28.7万吨，环比增长0.7%，环比增速趋稳。进口煤单月同比高增主要归因为国际煤价同比明显下行；全球三大国际动力煤的6月均价同比降幅超过60%，带来明显价格优势，叠加澳煤进口解禁、进口零关税政策顺延等因素加持，刺激国外煤炭进口。需求端，动力煤方面，步入传统用电旺季，叠加异常高温扰动因素，6月沿海八省与内陆十七省日耗普遍高于过去4年的同期水平，6月单月全社会用电量同比增长3.9%，环比增长7.3%。焦煤方面，6月粗钢产量同比+0.4%，伴随供应边际改善，焦煤第二轮涨价落地。
- ◆ 价格：截至7月20日，5500大卡京唐港动力末煤山西产动力煤价格880/吨，月环比+65元/吨。同期，焦煤方面，京唐港山西产主焦煤库提价（含税）2,020元/吨，月环比+210元/吨。

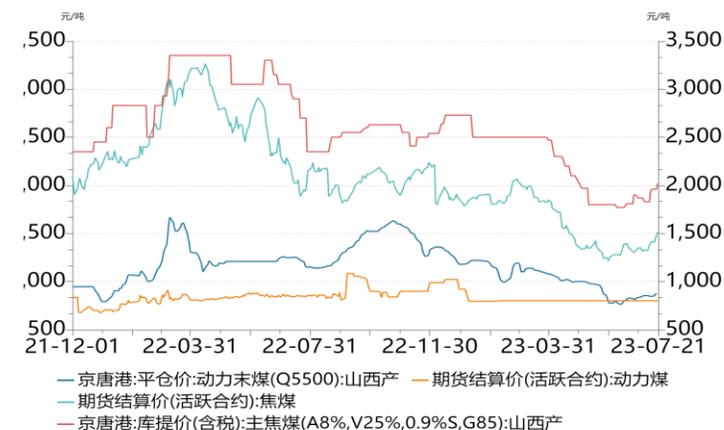
图表：沿海八省电厂日耗（动力煤）



图表：动力煤库存变化（万吨）



图表：动力煤、焦煤现货及期货价格

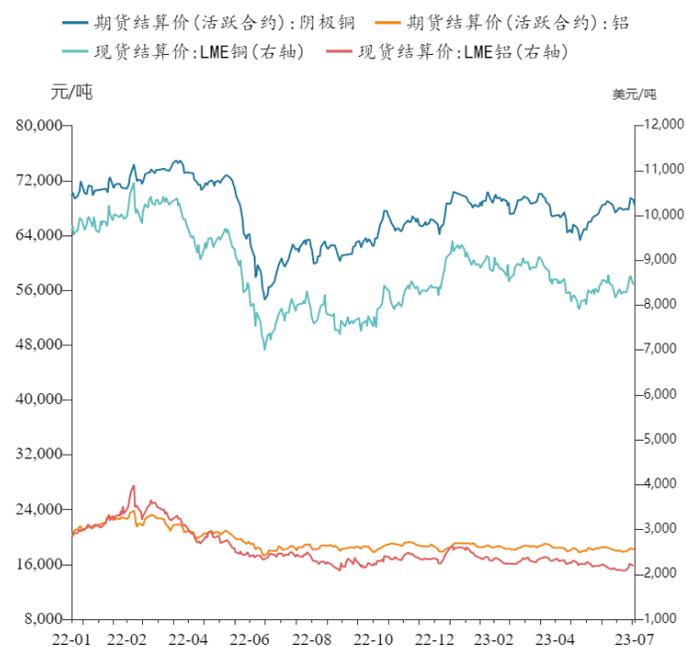


数据来源：wind, PICCAMC

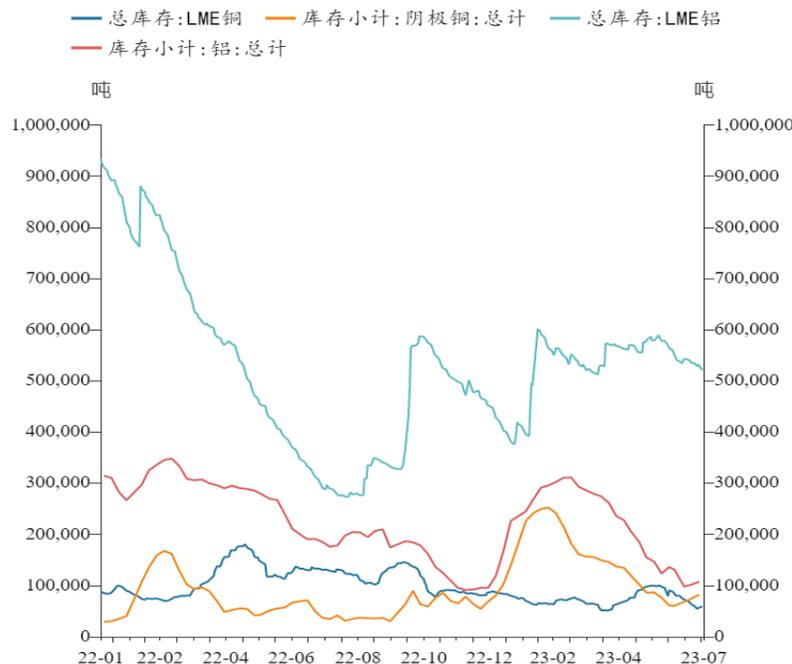
# 铜铝金属—铜价震荡维稳；铝价依然疲弱；冶炼企业盈利有所增加

- ◆ **铜价震荡维稳：**6月中旬至今，铜价呈先低后高走势。7月13日美国劳工部发布的数据显示美国6月PPI同比增速从上月的1.1%放缓至0.1%，创2020年8月以来新低。通胀压力缓解下，美联储加息预期进一步降温，美元走弱，带动铜价上行。截至2023年7月17日，国内阴极铜期货结算价（活跃合约）为69170元/吨，较上月中旬上涨0.98%。
- ◆ **铝价依然疲弱：**受云贵州地区电解铝企业复产及经济增速疲弱影响，即使有美联储加息预期减弱的提振，铝价反弹幅度有限，总体走势依然疲弱。截至2023年7月18日，国内电解铝期货结算价（活跃合约）为18220元/吨，环比上月中旬下降1.78%。
- ◆ **冶炼企业盈利情况：**随着铜矿供给端扰动因素减少和电解铜企业检修期来临，铜冶炼现货加工费（TC）持续回升，截至2023年7月14日为93.80美元/干吨，环比上月中旬上升2.80美元/干吨。随着氧化铝新增产能投放，氧化铝价格维持下降走势，叠加动力煤和预焙阳极价格走弱，电解铝生产成本有所下降，电解铝企业冶炼环节盈利近期有所增加。

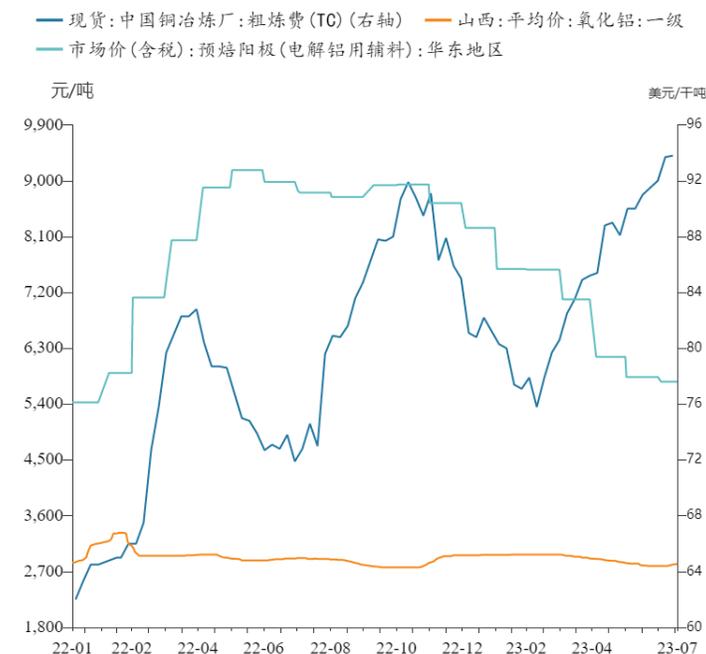
图表：LME铜、铝价格走势



图表：铜、铝库存走势



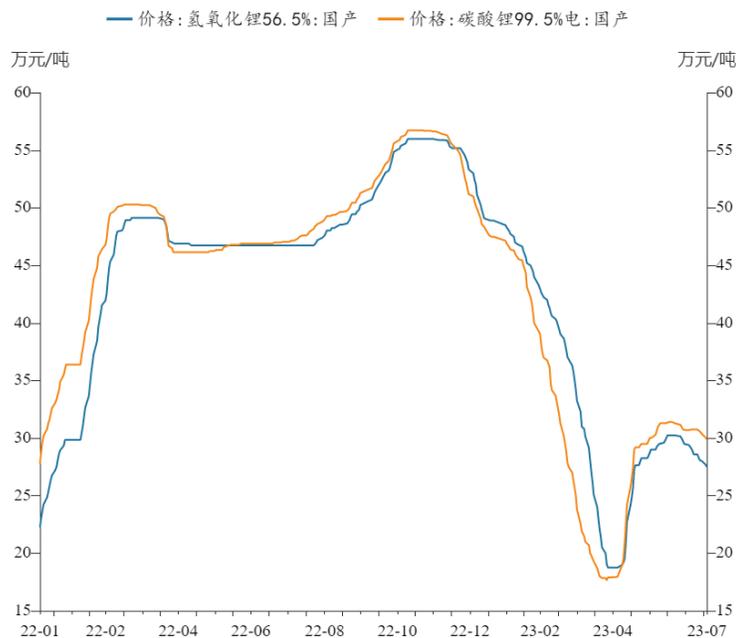
图表：铜加工费TC和氧化铝价格走势



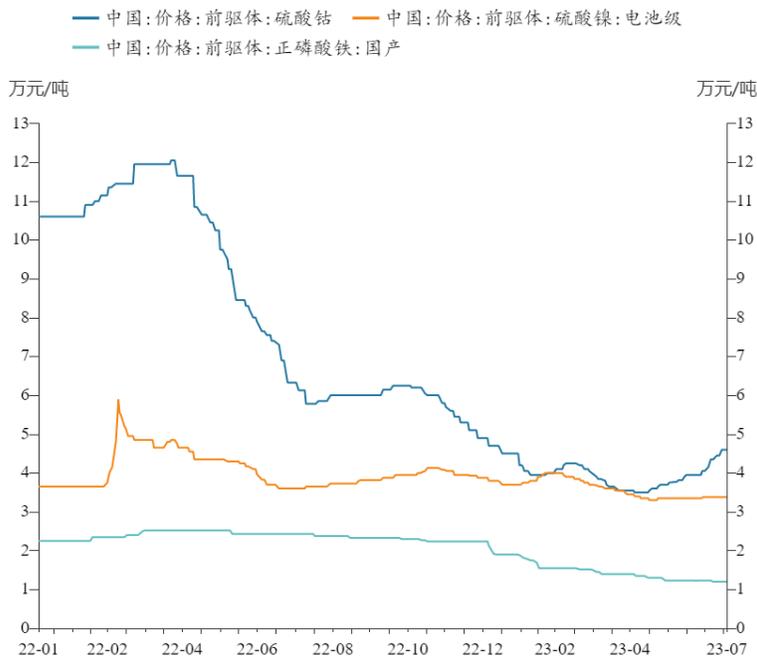
# 动力电池—碳酸锂价格有所回落，正极与电芯价格总体维稳

- ◆ **锂价出现回落：**6月中旬以来，随着下游补库需求阶段性回落和对高价锂的接受度有限，锂价环比上月有所回落。截至2023年7月18日，国产碳酸锂为29.90万元/吨，环比上月中旬下降4.78%；国产氢氧化锂价格为27.50万元/吨，环比上月中旬下降9.09%，降幅较大或与高镍三元电池需求相对不足有关。
- ◆ **前驱体价格走势分化：**受海外电解钴价格上涨和国内收储信息刺激，近期硫酸钴价格涨幅较为明显。截至2023年7月18日，硫酸钴价格为4.60万元/吨，环比上月中旬上涨16.46%；同期，硫酸镍价格震荡持稳，而磷酸铁受制于行业竞争格局恶化，价格持续小幅下行。
- ◆ **正极与电芯价格维稳：**在产业链价格和下游需求波动不大的情况下，近期正极材料及电芯价格总体维稳。

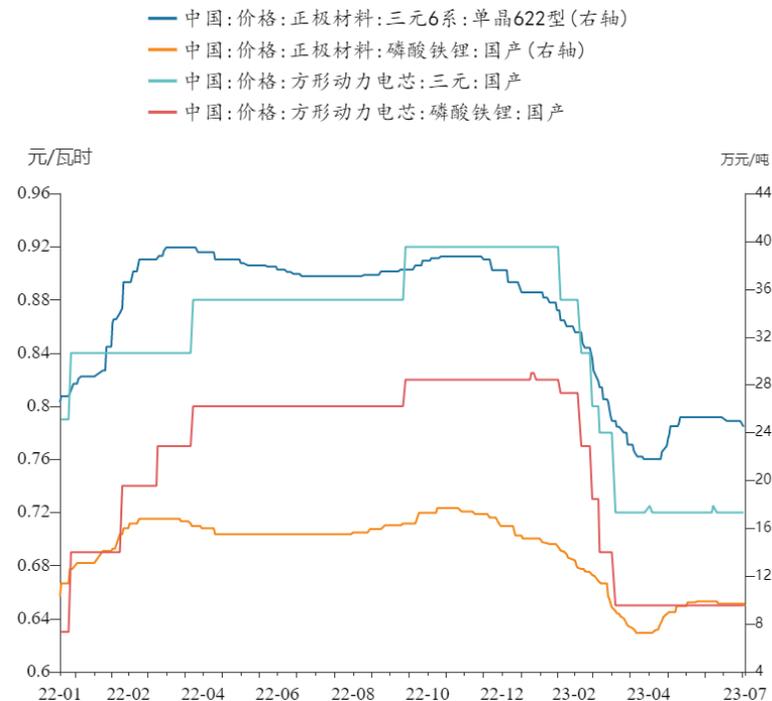
图表：锂价格走势



图表：正极材料前驱体价格走势



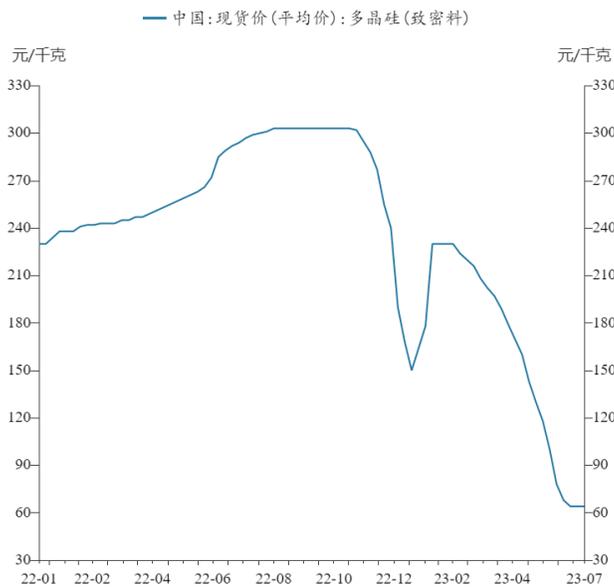
图表：正极材料及电芯价格走势



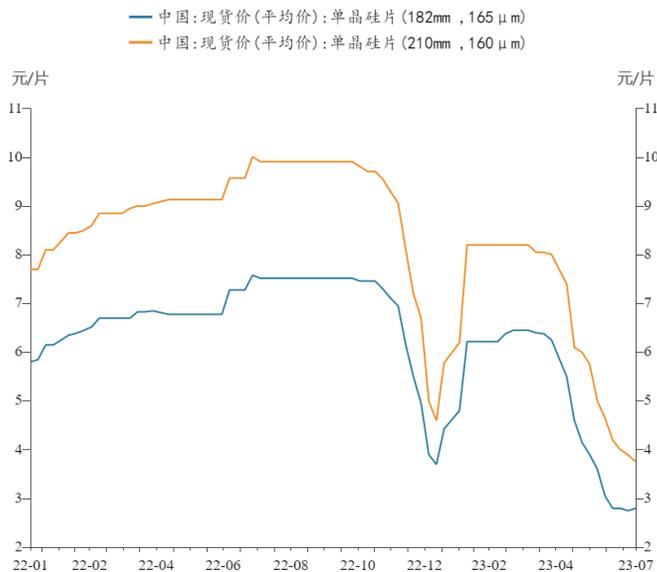
# 光伏制造—产业链价格现企稳迹象，组件报价竞争依然激烈

- ◆ **多晶硅价格筑底：**近一个月以来，多晶硅价格虽总体仍呈下降趋势，但降幅趋缓，出现企稳迹象。截至2023年7月12日，多晶硅（致密料）价格为64元/kg（上月中旬为78元/kg），已连续两周持平；该价格水平已靠近大部分二线企业生产成本，多晶硅盈利水平的下降致使部分新产能推迟投产、扩产项目暂停建设，短期供给过剩局面得到缓解。
- ◆ **硅片价格企稳：**随着硅料价格开始筑底，硅片价格随之有所企稳。截至2023年7月12日，P型182mm和210mm规格的单晶硅片价格分别为2.80元/片、3.75元/片，环比上月中旬的跌幅分别为8.20%和19.35%，其中182mm硅片价格环比上周上涨0.05元/片。
- ◆ **电池片价格企稳：**由于大尺寸高效电池供应相对有限，近期电池片价格出现止跌回升迹象。截至2023年7月12日，P型G12、M10电池片的均价分别为0.72元/W（上月中旬为0.84元/W）、0.72元/W（上月中旬为0.78元/W），环比上周分别变化0.00元/W、0.01元/W。
- ◆ **组件报价竞争依然激烈：**由于下游电站开发商观望情绪浓厚以及新进入者的加入导致竞争格局恶化，组件价格依然维持下行趋势，但降幅有所缓和。截至2023年7月12日，G12、M10组件的均价分别为1.35元/W、1.33元/W，环比上月中旬分别下降6.90%、下降8.27%。近期最新组件报价已来到1.3元/W下方。

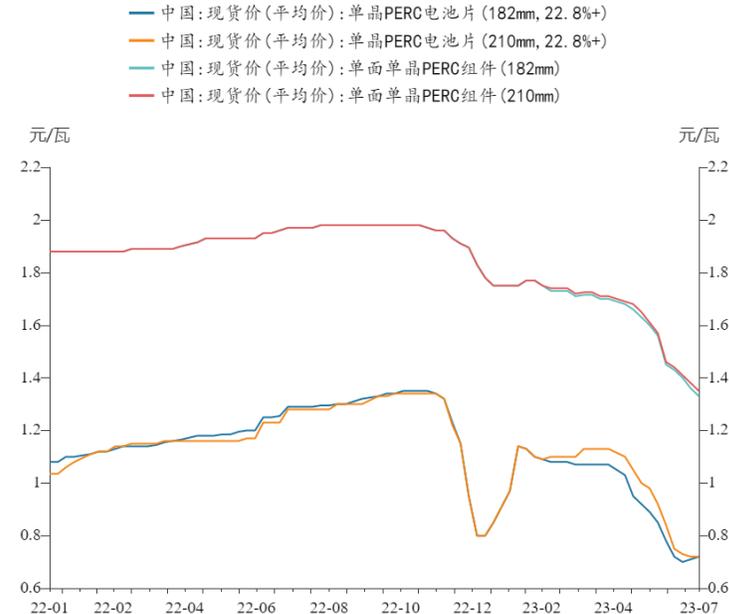
图表：多晶硅价格走势



图表：硅片价格走势



图表：电池、组件价格走势



**1.从中观看宏观**

**2.信用市场概况**

# 信用债净融资环比显著下降，本月新增首次违约主体一家

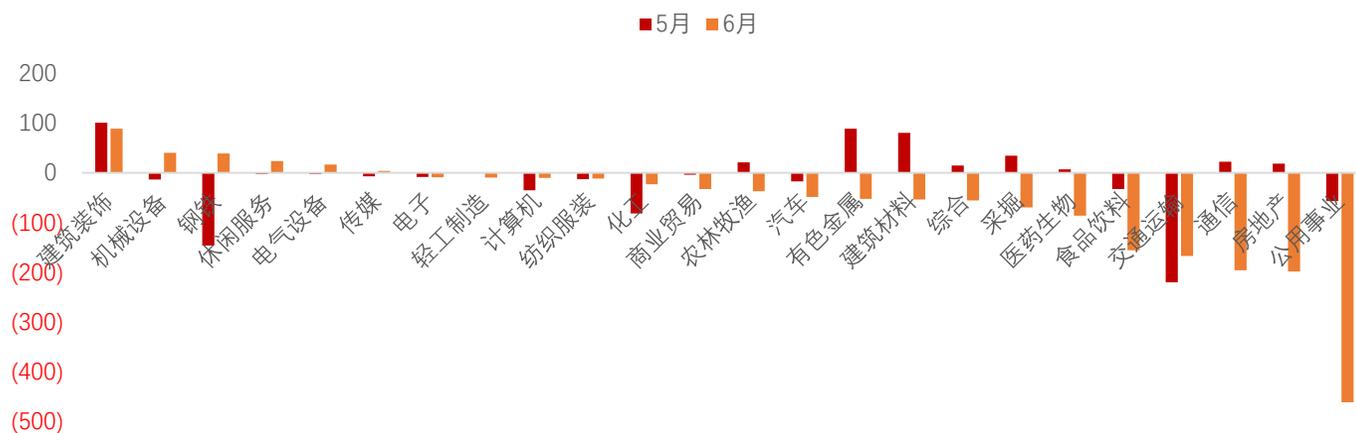


◆ 跟踪期内信用债发行环比显著下降。本月城投债发行额环比下降1072亿，产业债发行额环比下降1222亿；城投净融资额510亿元，较上月下降1498亿；产业债净融资额-2868亿，较上月下降1699亿元。

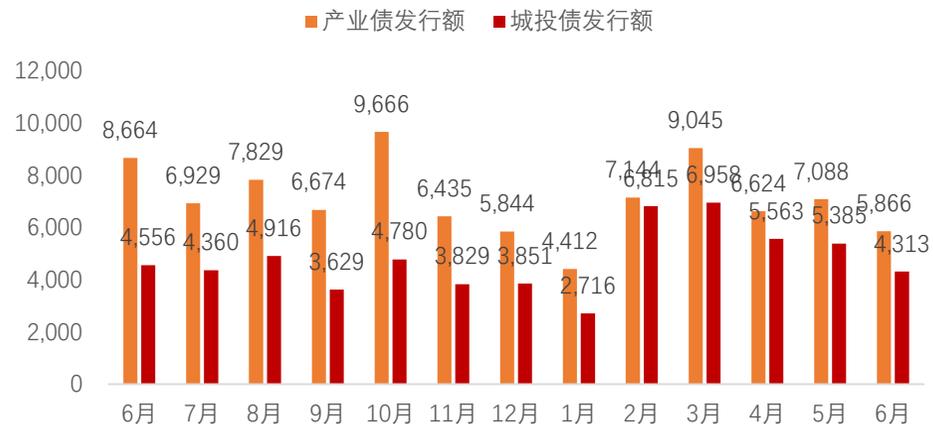
◆ 分行业来看，大多数行业均为净融出，其中净融资规模居前的行业为**建筑装饰、机械设备、钢铁**；净融出规模居前的行业为**公用事业、房地产、通信**；**钢铁**行业净融资由负转正；**房地产、公用事业**行业净融资下降较多。

◆ 跟踪期内，新增首次违约主体**佳源创盛控股集团有限公司**，民营地产企业，存续债券余额34.21亿。

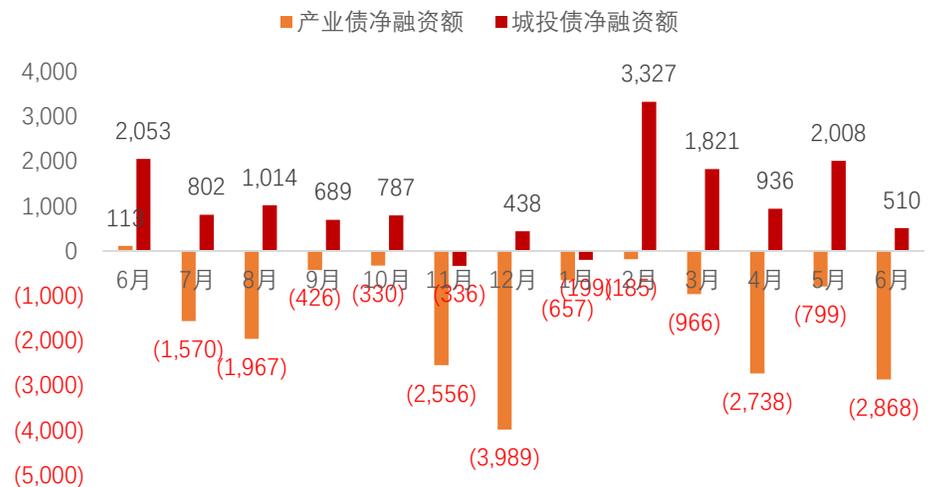
图：各行业产业债净融资额情况（亿元）



图：非金融产业债和城投债发行额情况（亿元）



图：非金融产业债和城投债净融资额情况（亿元）



注：统计周期为6月16日至7月15日

数据来源：Wind, PICCAMC

# 跟踪期内信用债利差小幅下行，利差结构保持稳定



- ◆ 跟踪期内，信用债市场不同期限利差低位震荡。
- ◆ 跟踪期内，短端一年期信用利差维持历史低位，中长期信用利差亦有小幅下降。
- ◆ 跟踪期内，各等级信用债收益率均有所下行，不同等级利差结构维持稳定。

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	-5	-5	-3	5%	14%	38%	15	21	34
AA+	-6	-4	-3	2%	22%	34%	9	24	44
AA	-6	0	-2	1%	29%	24%	8	55	67
AA-	-4	2	0	66%	90%	86%	206	214	204

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



数据来源：Wind, PICCAMC

# 跟踪期内多数行业各等级信用利差普遍小幅收窄



表：不同等级信用利差较上月变化

	AAA	AA+	AA
交通运输	-5.72	-4.05	17.70
休闲服务	-5.22	-1.79	1.25
传媒	-8.97	-8.45	-1.73
公用事业	-5.04	-3.33	-9.63
农林牧渔	-3.91	-24.22	-6.49
化工	-5.65	-7.95	-6.79
医药生物	-6.24	-18.00	0.94
商业贸易	-4.56	-3.67	-7.17
国防军工	-6.95	-3.77	--
城投	-0.04	-2.73	-6.35
家用电器	-2.40	-3.04	--
建筑材料	-6.88	-9.10	-2.23
建筑装饰	-5.40	-6.27	-7.14
房地产	2.34	-1.29	-3.71
有色金属	-5.97	-9.01	--
机械设备	-8.40	-1.03	--
汽车	-7.04	-6.64	--
电子	3.45	-2.39	-1.44
电气设备	-5.44	-7.16	--
纺织服装	-4.01	-6.45	15.23
综合	-4.74	-6.21	6.75
计算机	-7.65	-2.15	--
轻工制造	-3.28	-6.23	--
通信	5.33	-4.53	28.62
采掘	-4.07	-0.73	-0.75
钢铁	-3.55	-0.28	--
非银金融	-5.26	-3.77	-5.79
食品饮料	-5.46	-8.81	-10.64

- ◆ 跟踪期内，国内呈弱复苏态势，利差小幅收缩，等级间利差结构维持稳定。
- ◆ 城投行业AAA主体利差未见收窄，主要是贵州、云南等弱资质地区利差大幅走阔；电子、通信、房地产行业AAA主体利差小幅走阔，来自华为、中兴、天马、龙湖、金地等利差上升；农林牧渔、医药生物行业AA+主体利差整体显著收窄，主要是宁夏农垦、株洲国资、南京医药等企业利差显著下降；交通运输、纺织服装、通信等行业AA主体利差大幅变化，受样本较少、弱资质主体经营情况波动较大等因素影响。

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

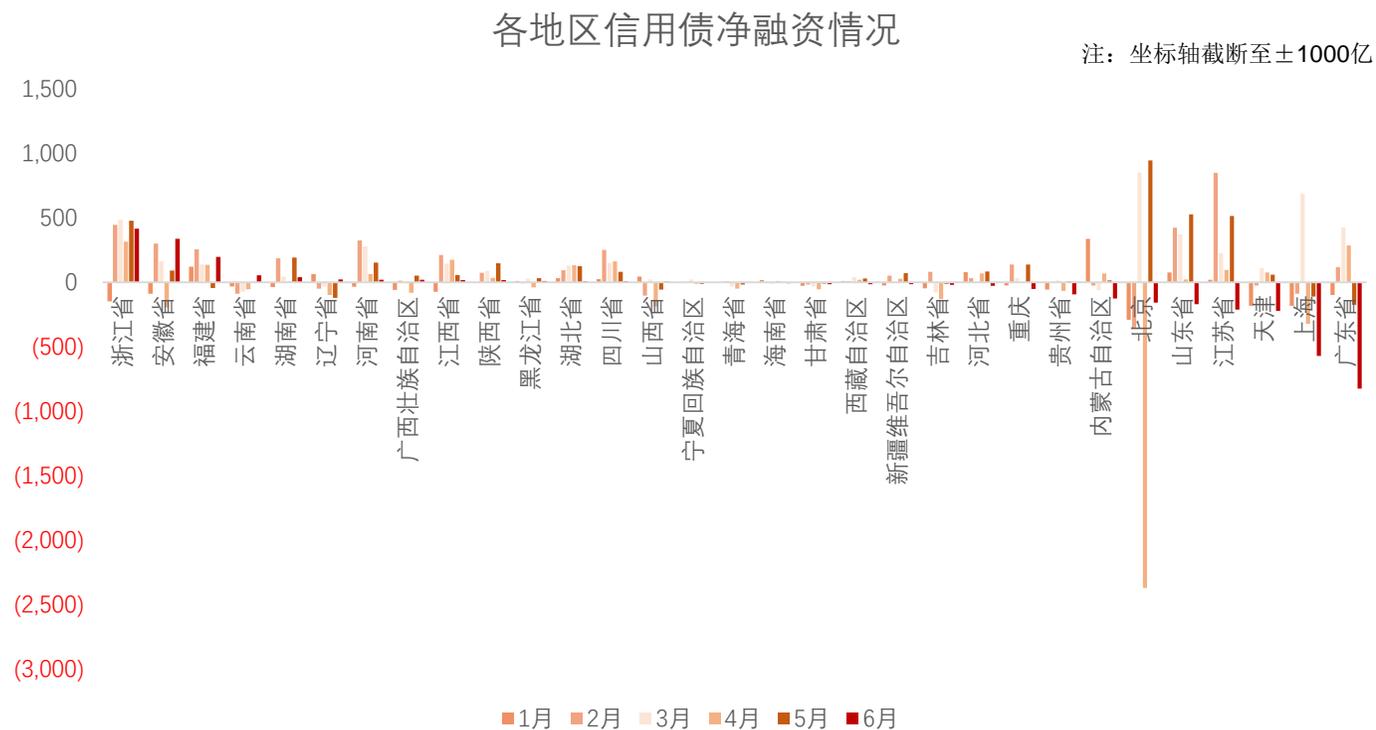
数据来源：Wind, PICCAMC

# 利差中枢小幅下移，甘肃等地持续净流出

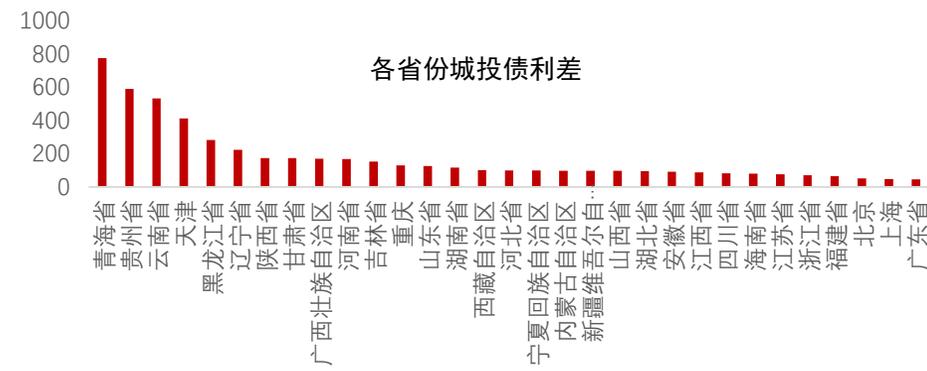


- ◆ 跟踪期内信用债净融资额主要分布在浙江、安徽、福建三省；广东、上海、天津等地净流出排名居前；甘肃、青海、贵州近半年净融资持续为负；云南净融资小幅转正。
- ◆ 跟踪期信用利差中枢轻微下移，云南、贵州、海南等地利差继续走阔；辽宁、陕西等地信用利差收窄较多；其他地区利差普遍维持或小幅收敛。

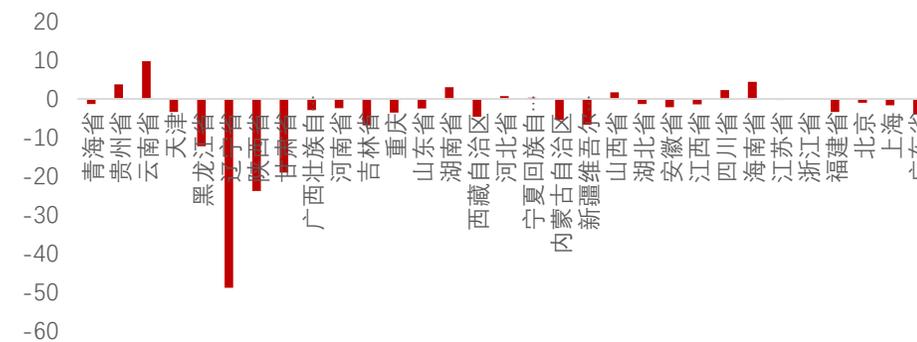
图：最近6个月分地区信用债净融资情况汇总（单位：亿）



图：各省份城投债利差



图：利差较上月变动



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

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