

2024年4月债券市场信用分析

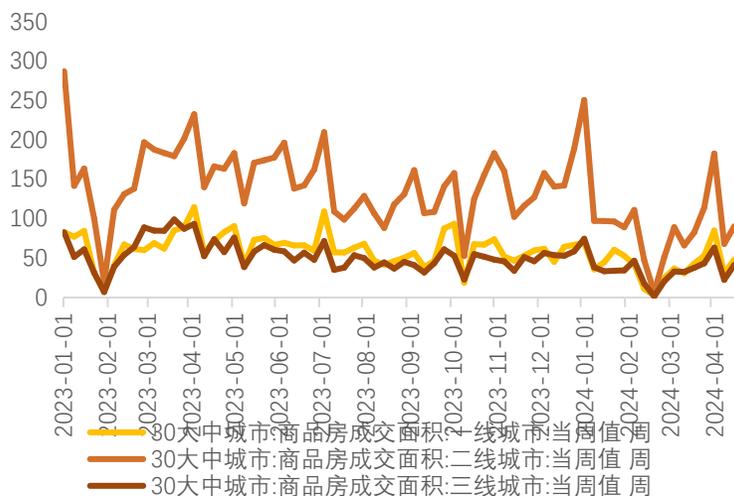
◆ 较上一期主要变化：

- ✓ 下游：房地产政策继续放松，小阳春表现平淡，低于往年季节性表现，去年一季度基数较高，后续销售降幅可能有所收窄，但2024年全年销售端仍面临很大下行压力。各线城市价格继续下滑，地产开发的各个环节均较低迷，投资、施工和竣工累计同比均下滑，仍需关注居民购房意愿的修复情况。汽车产销增长，但终端交强险数据同比下行，或由于价格战下的观望情绪所致，预计在以旧换新、外销及新能源持续发力背景下，今年汽车销量仍有望实现一定增长。
- ✓ 中游：地产乏力，中游施工产业链同步指标仍偏弱，具体体现在水泥价格旺季下跌，产量创近十年最大跌幅、挖机开工小时数低迷等方面。低基数效应消退的背景下，发、用电增速均有所回落，但仍位于季节性高位，二产用电尚可，指示生产端尚可。
- ✓ 上游：煤价回调，产销皆弱化。大宗方面，受供给端收缩影响，有色金属价格指数（铜铝铅锌镍锡）在权重金属铜铝的带动下上升明显。
- ✓ 整体看，一季度GDP增速5.3%，工业增加值4.5%，整体生产端表现尚可，但地产下行拉动下，终端需求仍然偏弱。
- ✓ 预判：高频数据显示地产销售仍在走弱，房地产市场目前仍处于下行趋势中，近两年新开工下滑的背景下，预计24年竣工端增速也有所下滑。后续持续关注政策组合拳下，地产销售和土地成交改善情况。

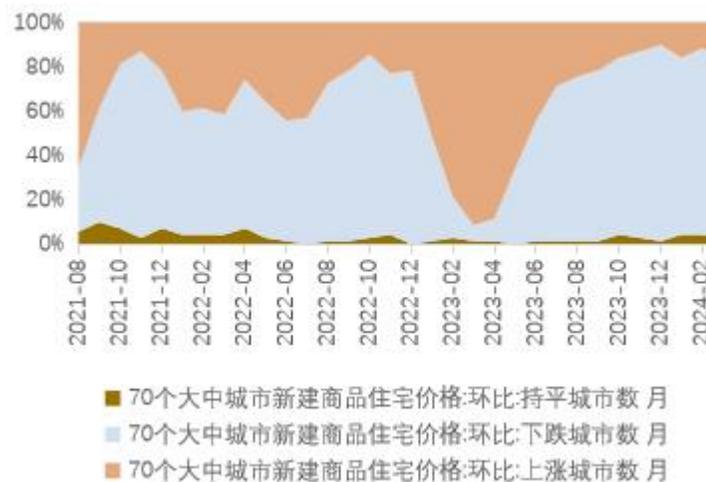
下游：房地产-开年销售端低迷，房价持续下行

- 销售：**根据统计局公布数据，3月商品房销售面积同比-18.3%、销售额同比为-25.9%，上月分别为-20.5%、-29.3%。统计局数据对23年基数进行了调减，经计算23年前3月商品房销售面积数值下调了6.1%，**如果剔除基数调整影响，那么目前销售端也将更弱。**30大中城市商品房周成交高频数据显示4月份前两周成交面积为150.8万平，“小阳春”表现平淡，和2023年周成交面积267.71万平相比也大幅下降，近三年平均周成交面积292.8万平。整体来看，受居民购房意愿低迷，二手房价下跌对新房挤压作用，及2023年一季度疫情累计需求集中释放带来的高基数影响，2024年1-3月销售面积大幅下降。
- 价格：**3月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比-2.7%，上月-1.9%，环比-0.3%（此前连续5个月环比0.4%下降）。70个大中城市二手住宅价格环比上涨家数和上月持平为1家，持平家数为0家，下降家数较上月增长1家至69家。3月70个大中城市二手房同比均下跌，下跌幅度较小的城市为三亚、赣州分别为-2.1%和-2.2%，下跌幅度较大的城市为郑州、广州、温州、武汉、南京、厦门、徐州分别为-8.2%，-8.6%，-8.6%，-8.9%，-9.5%，-9.6%和-11.3%。
- 资金：**1-3月开发资金来源累计增长率为-26%，国内贷款累计同比为-9.1%，降幅收窄。

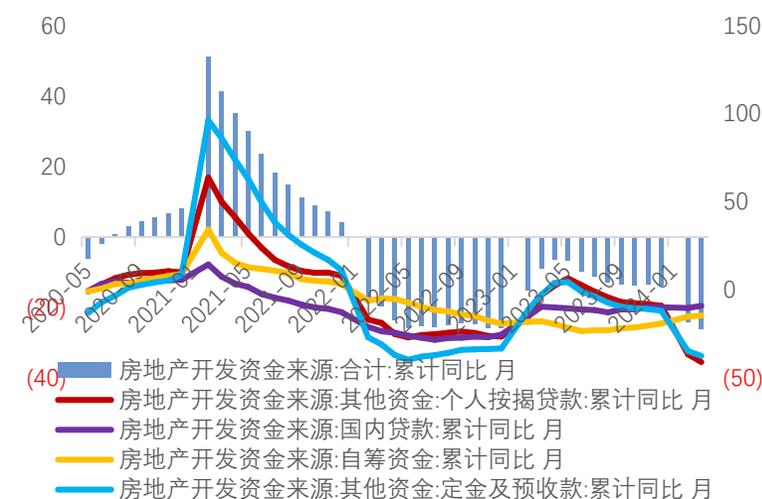
图：30大中城市商品房成交面积



图：70大中城市新建商品住宅价格



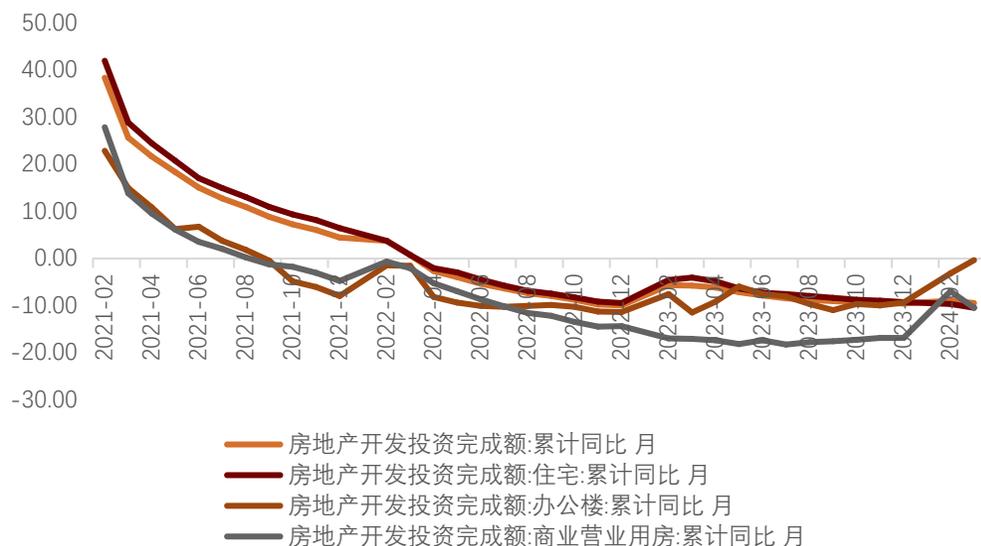
图：房地产开发资金来源



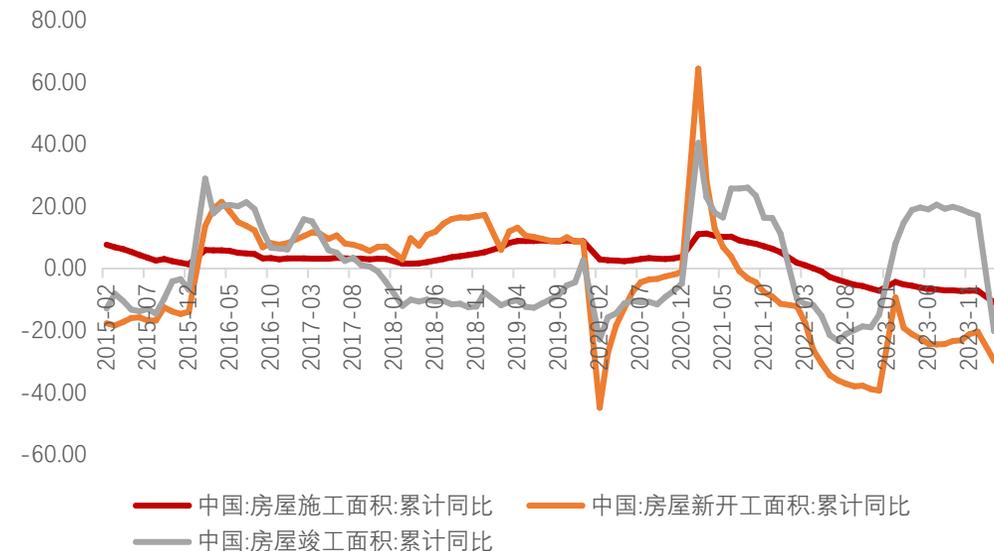
房地产—投资端疲弱，新开工降幅小幅收窄，竣工延续大幅下降

- **投资：**根据统计局披露，1-3月房地产开发投资累计同比-9.5%，较1-2月下降0.5个百分点，但是若考虑基数调减影响则下降1.3个百分点。统计局数据对于23年基数进行了调减，经计算23年前3月房地产开发投资数值下调了6.2%，如果剔除基数调整影响，那么目前投资端也将更弱。考虑到目前销售端疲弱，供给端出清补库存较困难，预计投资端仍将下行。
- **开发：**3月房屋新开工面积同比-25.4%，较前值降幅收窄4.3个百分点。3月全国竣工面积同比-21.7%，较前值下降1.5个百分点，去年受保交楼政策影响，竣工维持较高增速，今年以来竣工面积增速大幅下降。

图：房地产开发投资



图：房地产开发各环节情况



- 1) **各地房地产政策继续优化。**因城施策方面，4月8日，北京住房公积金中心明确对使用住房公积金贷款购买二星级及以上绿色建筑、装配式建筑或者超低能耗建筑的缴存职工，贷款额度最高可上浮40万元。同日，广州发布的《关于调整个人住房公积金贷款最高额度有关事项的通知》提出，单人申请住房公积金的贷款最高额度从60万元调整至70万元，两人或两人以上申请贷款最高额度从100万元调整至120万元；另外，对于所购住房为绿色建筑或新建装配式建筑的新建住房，贷款额度可再上浮10%-20%。截至4月10日，据不完全统计，已有广州、赣州、济宁等15个城市阶段性取消首套住房商业性个人住房贷款利率下限。据中指研究院统计，2023年以来已有超30城表态支持房子“以旧换新”。
- 2) **3月22日国常会指出：**房地产产业链条长、涉及面广，事关人民群众切身利益，事关经济社会发展大局。去年以来，各地因城施策优化房地产调控，落实保交楼、降低房贷利率等一系列举措，守住了不发生系统性风险的底线。要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。倪虹表示，构建房地产发展新模式是破解房地产发展难题、促进房地产市场平稳健康的治本之策。**要始终坚持“房住不炒”定位，完善“市场+保障”的住房供应体系，政府保障基本住房需求、市场满足多层次多样化住房需求，建立租购并举的住房制度，努力让人民群众住上好房子。**
- 3) **万科舆情持续发酵。**2024年4月1日，烟台市百润置业发布一篇文《关于郁亮操控万科谋取私利有关情况的反映》，称“郁亮团伙利用万科挪用资金、发放高利贷、偷税漏税、洗钱等违法经营问题”。

- 1) **政策端**。预计一线及部分热点二线城市限购政策仍将陆续放松。
- 2) **销售端**。今年小阳春表现平淡，受居民购房意愿低迷，二手房价下跌对新房挤压作用，及2023年一季度疫情累计需求集中释放带来的高基数影响，2024年1-3月销售面积大幅下降。预计一季度销售端同比降幅较大，后续降幅可能有所收窄，但2024年全年销售端仍面临很大下行压力。（1）在整体居民收入预期、对房价预期仍较弱的背景下，预计居民购买新房意愿仍偏低。中长期来看，城镇化率放缓，人口下降，前期投资需求过度释放等影响下房地产市场面临较大下行压力。（2）预计二手房整体表现优于新房市场，一方面市场对烂尾仍有所担忧，另一方面，较多二手房较新房价格有明显优势，除此之外，优质地段的二手房供给也多于新房。除极少数有倒挂的核心一二线城市购房者偏向新房外，二手房整体对购房者吸引力较新房有所增加。（3）二手房价格持续下行，预计未来对新房价格及销售将产生较大压制，尤其对新房的刚需产生较大冲击。
- 3) **拿地端**。根据Wind统计，2024年1-3月土地出让成交总价同比下降3.5%。预计未来房企拿地将更加集中于核心一二线的更加核心地段，房企拿地偏好的一致性较高。拿地房企仍然以国央企为主。预计在销售仍较为疲弱的情况下，房企拿地积极性仍不足。
- 4) **融资端**。商业银行主观上对于融资困难及出险项目意愿仍较弱，但在住建部、金融监管总局城市房地产融资协调白名单机制下，对部分相对资质尚可的在建项目边际有所利好，持续关注资金落地情况。但由于项目资金采取全封闭式，对房企主体融资方面影响较为有限。经营性物业贷款新规对持有较多尚未融资经营性物业且主体资质较优的主体边际有所利好，但考虑到经营性物业整体估值面临较大下行压力，以及此前资金压力大的房企已将大多数优质经营性物业进行融资，对整体的融资改善可能较为有限。债券市场融资方面，仍以国央企融资为主。预计除个别民企可以通过纯信用或者中债增担保增信的方式进行发债外，绝大多数民营房企无法进行公开市场发债。国企和央企仍是债券市场融资的主要部分。
- 5) **信用端**。中大型房企可能继续出险。

汽车-产销同比增长，但价格战持续

- 3月汽车产量268.71万辆，环比78.42%，同比3.99%（上月-25.89%），累计同比6.38%；批发销量269.45万辆，环比70.16%，同比9.93%（上月-19.87%），累计同比10.6%，其中乘用车销量223.63万辆，同比10.87%，上月-19.35%。但从交强险数据来看，3月乘用车交强险销量同比-3.6%，环比43.7%。**节后产销均现恢复性增长，但终端交强险走弱，或为价格战下观望情绪所致**，其中内销同比5.06%，外销同比37.9%，上月分别为-26.77%、14.66%。新能源汽车3月销量88.29万辆，环比85.22%，同比35.26%（上月-9.19%），渗透率32.77%。3月汽车经销商库存系数1.56，较上月下行0.18，库存目前位于历史同期偏低水平。
- 政策：商务部、改革委、工信部、财政部等14部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》，组织在全国范围内开展汽车等以旧换新，力争到2025年，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰，报废汽车回收量较2023年增长50%；到2027年，报废汽车回收量较2023年增加一倍，二手车交易量较2023年增长45%。**据券商测算，当前国III及以下乘用车保有量约1600万辆，车龄15年以上的达750万辆，按照平均15年的报废周期测算，预计2024年符合报废条件的车辆约为750万辆。地方政府亦陆续出台汽车以旧换新相关政策文件或补贴细则，4月9日，上海发布新一轮老旧汽车“以旧换新”补贴实施细则，对报废或转让（不含变更登记）国五及以下非营业性燃油小客车并购买国六b燃油小客车新车的个人用户发放2800元补贴。
- 展望：20年以来外销占比持续提升，3月外销占比18.62%，外销同比累计增长32.87万辆，贡献同期汽车销量累计同比增长的51.26%，后续看，以旧换新、外销及新能源持续发力背景下，今年销量仍有望实现一定增长。但随着年初以来以比亚迪、特斯拉等为代表的新能源厂商大力降价，行业内卷加剧，或将加速洗牌，关注年内车企盈利表现。**

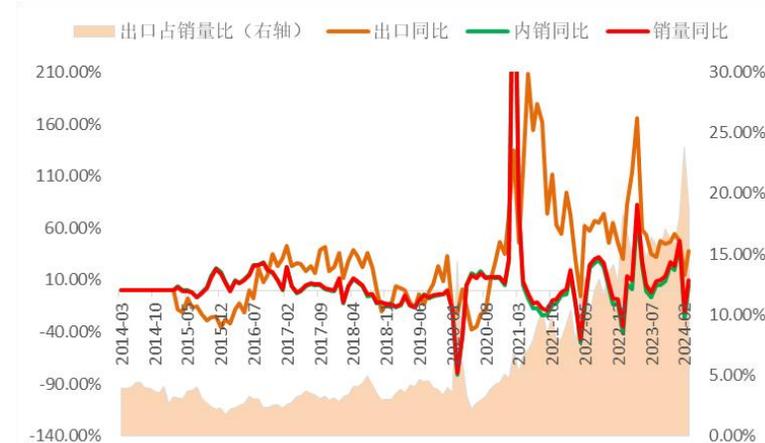
图：汽车产销量同比走势



图：新能源汽车销售情况



图：汽车销量内外销结构

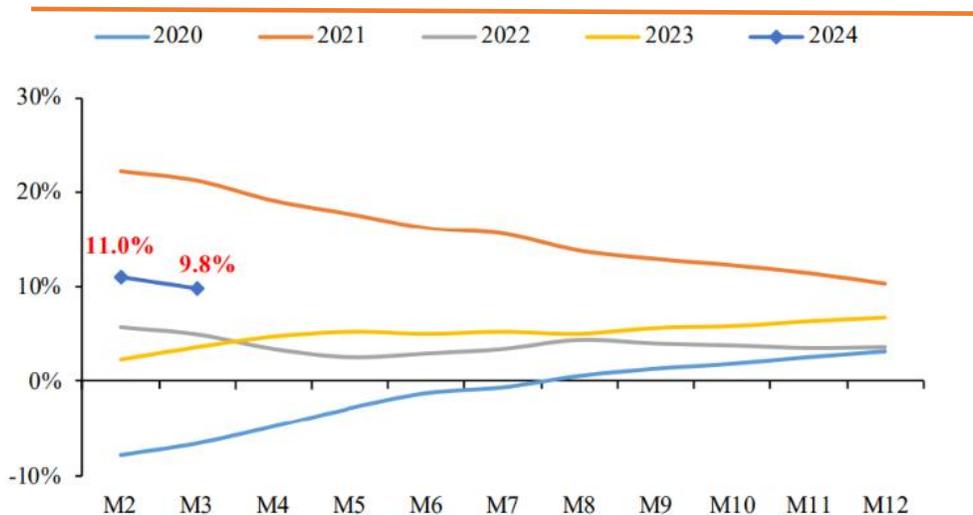


电力-低基数消退，3月发用电量增速边际回落，火电回落，水电增速提升

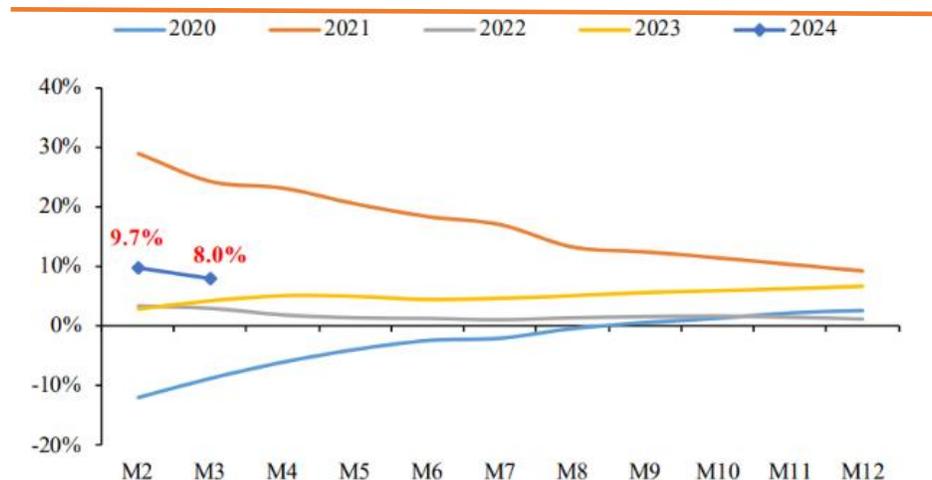


- 3月，全国规模以上机组发电量7477亿千瓦时，同比+2.8%，上月8.3%，1-3月累计发电量22372亿千瓦时，同比+6.7%（1-2月同比+8.3%）；3月，全社会用电量7942亿千瓦时，同比+7.4%，上月11%，1-3月累计用电量23373亿千瓦时，同比+9.8%（1-2月同比+11.0%）。低基数效应消退的背景下，发用电增速均有所回落。
- 从发电结构看，本月火电受清洁能源挤出影响增速回落，水电来水好转，风光较高。其中，火电同比+0.5%（1-2月同比+9.7%）；水电同比+3.1%（1-2月同比+0.8%）；风力发电同比+16.8%（1-2月同比+5.8%）；光伏发电同比+15.8%（1-2月同比+15.4%）；核电同比-4.8%（1-2月同比+3.5%）。
- 从用电结构看，3月第一产业用电量96亿千瓦时，同比+7.0%（1-2月同比+11.1%）；第二产业用电量5421亿千瓦时，同比+4.9%（1-2月同比+9.7%）；第三产业用电量1365亿千瓦时，同比+11.6%（1-2月同比+15.7%）；城乡居民用电量1060亿千瓦时，同比+15.8%（1-2月同比+10.5%）。2023年同比低基数效应消退背景下，二产用电增速显著回落，与当月工业增加值、社零等经济数据相印证。
- 行业展望：社会用电量增速将继续围绕GDP增速中枢稳定增长，2024年前两月发、用电量数据增速较好，存在一定低基数效应，3月以后低基数效应逐渐消失。今年4月全国范围来水增多，需关注新能源装机增加及厄尔尼诺对来水影响下对火电出力的挤出效应。

图：2024年1-3月全社会用电量同比增长9.8%



图：2024年1-3月二产累计用电量同比增长8%



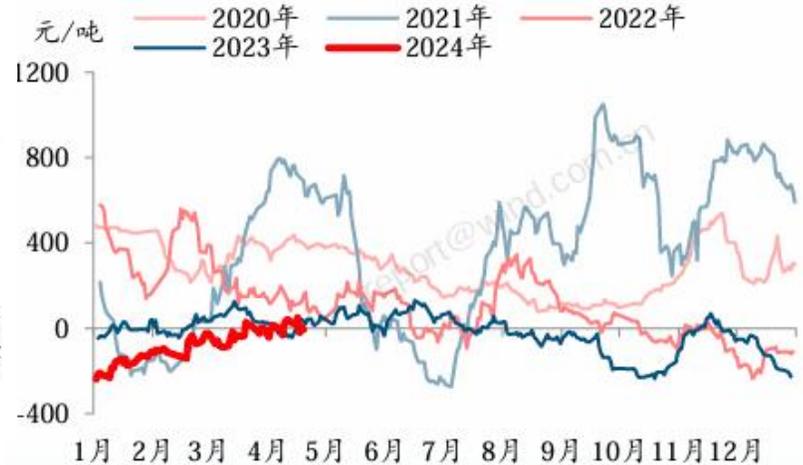
钢铁-供给收缩，政策面继续加码，钢价反弹，盈利恢复

- 供给和需求：**2024年3月粗钢产量8827万吨，同比-7.8%，上月1.6%，日均产量284.7万吨，环比增1.7%；1-3月累计产量25655万吨，同比-1.9%。从供给上面来看，春节后钢厂复产力度有限。2024年3月粗钢日均产量环比1-2月日均值仅小幅增加，不及去年3月粗钢日均产量308.8万吨；进入四月以来钢厂利润逐步修复，钢厂盈利比例恢复至38%上方，但下游需求恢复仍较为缓慢，五大品种钢材表观消费不及去年同期水平，钢厂生产积极性不高。截至2024年4月19日，Mysteel调研247家钢厂高炉开工率78.86%，环比上月上升3.26个百分点，同比去年减少5.73%；高炉炼铁产能利用率84.59%，月环比回升1.48%，同比减少6.91%。
- 价格及盈利：**截至4月19日，上海螺纹钢价格 (HRB400 20mm) 3640 元/吨，相比于上月同期末+95元/吨。而热轧卷板 (Q235B, 4.75mm) 价格3847元/吨，较上月同期+4元/吨。
- 展望：**展望2024年二季度，我们认为需求不足仍是制约钢铁行业景气度恢复的关键，在成本端价格大幅波动下，企业之间经营明显分化，钢铁市场供强需弱，钢材价格整体低位震荡，行业盈利能力普遍较弱。

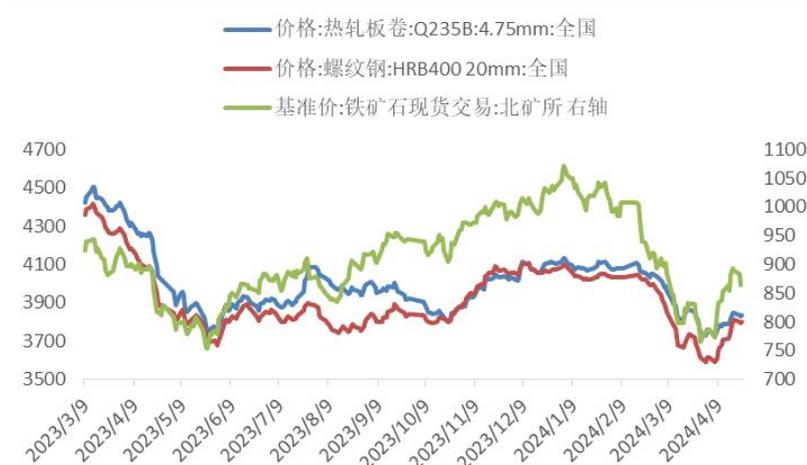
图：高炉开工率



图：螺纹吨钢盈利走势



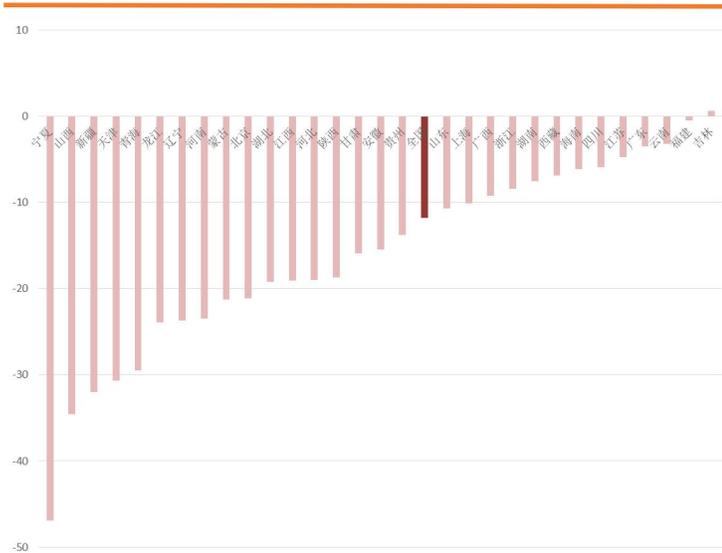
图：钢价及铁矿石价格走势



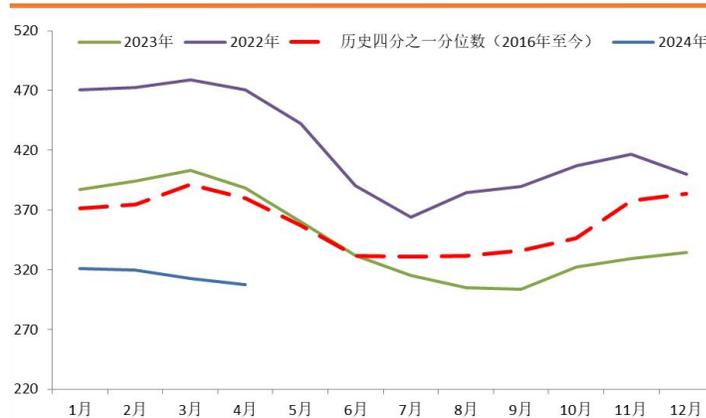
水泥-需求低迷，旺季价格下跌

- 供需：需求低迷，3月水泥产量1.54亿吨，同比-22%，当月同比超过疫情期间降幅，累计同比-11.8%，上月-1.6%，跌幅显著扩大，目前的产量水平已为2010年后（除疫情影响的2020年）同期最低水平。
- 价格：水泥价格目前仍位于17年以来当月最低水平，传统旺季价格竟现环比下行，4月10日P. O. 42.5普通硅酸盐水泥报价307.6元/吨（2月底为319.7元/吨，去年同期401.2元/吨），区域上，仅华东、中部部分省份实现旺季微涨，煤价震荡下行，水泥煤炭价格差560.4元/吨，较前期变动不大，盈利维持低位。
- 展望：考虑到地产新开工、拿地仍然低迷，行业需求仍在磨底，水泥需求仍在下行轨道，价格预计随着煤价波动调整，旺季弹性较弱，毛利维持低位，预计全年利润表现将进一步下台阶。

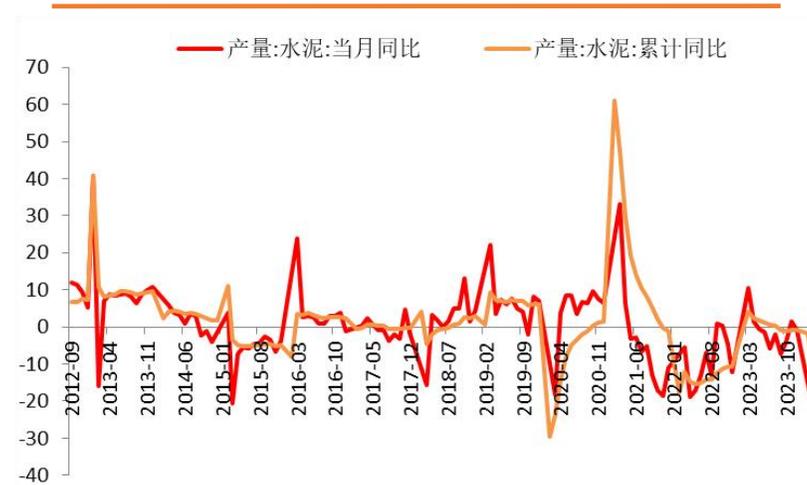
图：全国各区域水泥产量3月累计同比 (%)



图：水泥价格同期对比



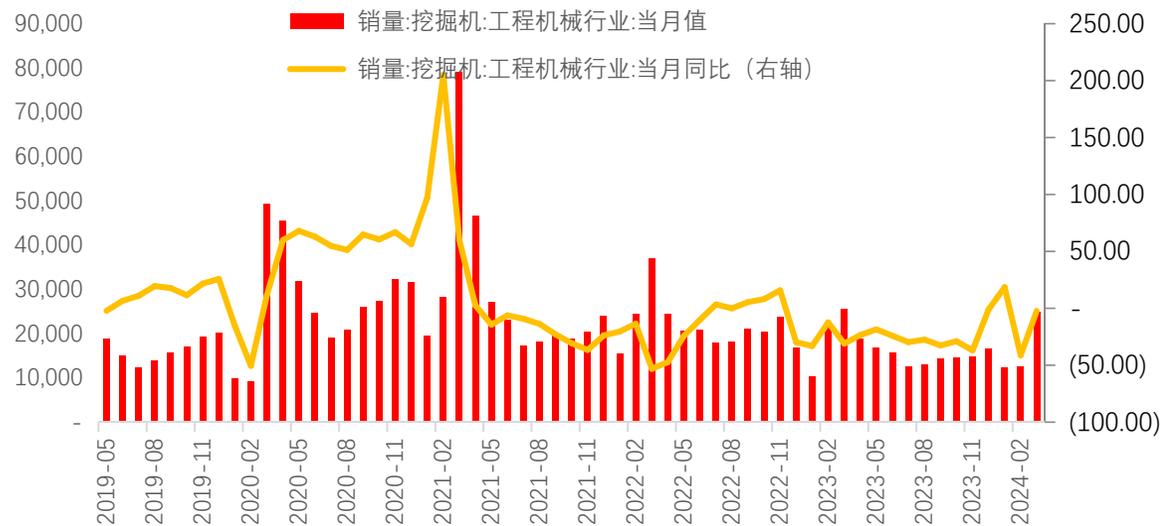
图：全国水泥同期产量对比



工程机械-3月挖机内销低位反弹，外销持续下行，利用小时数仍处历史低位 PICC

- ▶ **挖掘机**：2024年3月挖掘机销量24980台，同比-2.34%，其中国内15188台，同比增长9.27%，实现低位反弹；出口9792台，同比下降16.16%，外销占比回落至39.2%。2024年1-3月挖掘机销量49964台，同比-13.1%（1-2月同比-21.7%），其中国内26446台，同比-8.3%（1-2月同比-24.6%）；出口23518台，同比-17.9%（1-2月同比-19.1%）。
- ▶ 3月挖机开工小时数为93小时，同比减少11小时，仍处于2017年以来历史最低值，体现行业开工利用效率仍不高。
- ▶ **行业展望**：市场主流卖方普遍预测2024年挖机销量整体持平或微降，目前一季度销售及开工小时数据印证下游基本面仍不景气。短期可关注大规模设备更新政策影响，中长期仍待基建发力及地产磨底。

图：挖掘机销量走势



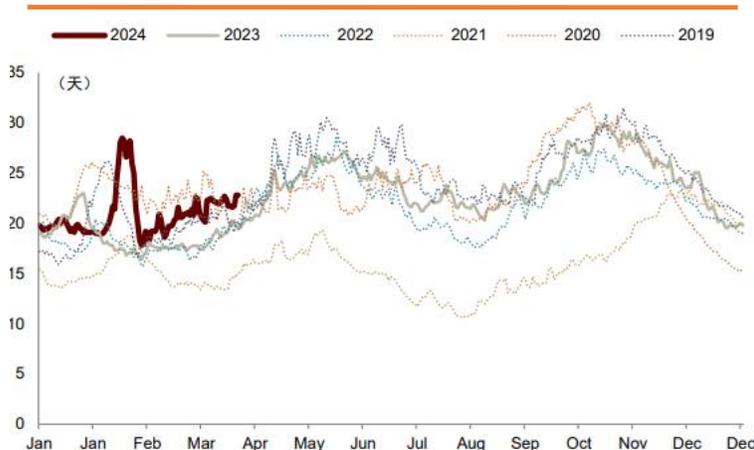
图：挖掘机开工小时数



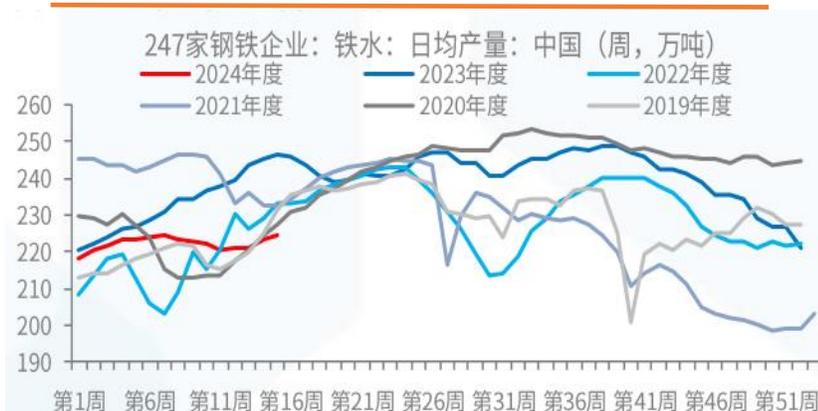
煤炭-供需皆走弱，月度产量连续负增长

- 供给和需求：**供给方面，2024年3月，国内实现原煤产量3.99亿吨，同比-4.2%；1-3月国内实现累计原煤产量11.06亿吨，同比-4.1%。2024年3月，全国原煤日均产量为1288万吨/天，较1-2月增加113万吨/天，同比2023年3月减少58万吨/天。国内煤炭产量下降可能与产地安监以及增产保供压力缓解有关。2024年3月，我国进口煤炭4138万吨，同比增长0.5%，增速较2024年1-2月明显回落；1-3月我国累计进口煤炭1.16亿吨，同比增长13.9%。按照2024年1-3月国内产量增速-4.1%以及进口量增速13.9%计算，国内煤炭供应增速为-2.4%。**需求整体走弱，火电增速回落，水泥产量下降，甲醇生产旺盛，钢铁、焦炭产量同比有一定下滑。**
- 价格：**截至4月18日，5500大卡京唐港动力末煤山西产动力煤价格831元/吨，较3月同期-23元/吨。同期，焦煤方面，京唐港山西产主焦煤库提价（含税）2,140元/吨，较上月同期-190元/吨。
- 展望：**展望2024年二季度，我们认为动力煤价仍存在一定支撑，供给侧，我们认为煤矿安全隐患对供给的扰动已经显现，并可能延续，而进口方面，过去一个月海内外煤价价差明显收窄并出现倒挂，也将影响进口节奏。焦煤方面，我们认为炼焦煤价格可能维持弱势运行，主要是地产、基建需求较弱。

图：17省动力煤终端库存天数



图：铁水产量走势（万吨）



图：煤价走势



铜铝金属-供给偏紧叠加国际能源价格上涨，铜价延续强势，铝价快速上行

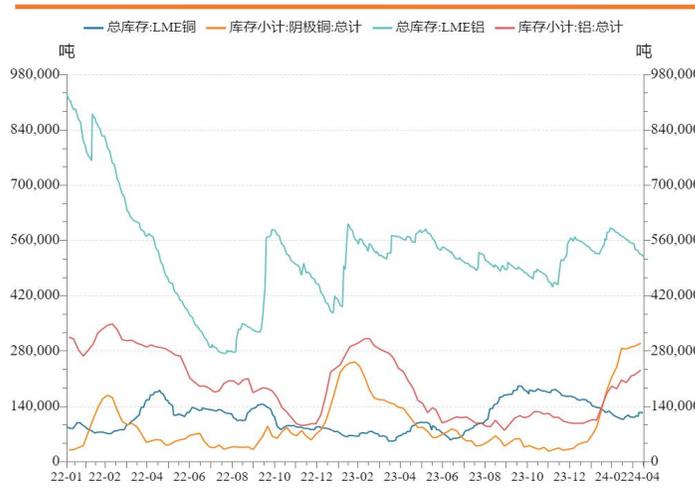


- **铜价延续强势：**受年初部分矿企下调2024年铜矿产量指引，铜矿供给预期由平衡转向紧张。铜现货TC快速下降，从上年90美元/干吨的高位断崖式跌至4美元/吨，而年初以来全球制造业PMI回到50上方，对铜矿需求形成支撑。3月至今铜价延续强势上行态势。具体看，3月1-19日，铜价上行，特别是3月13日，有色金属协会召开铜冶炼企业工作会议，传出联合减产倡议，刺激上期所铜价突破前期7万元/吨的区间震荡上沿。3月19-31日，铜价有所回调，但进入4月份铜价再次快速上行，4月15日上期所铜价已来到7.7万元/吨上方。据SMM统计，3月中国电解铜产量为99.95万吨，同/环比+5.06%/+5.18%。
- **铝价快速上行：**由于国际能源价格上涨支撑外盘铝价，国内“以旧换新”政策和出口数据表现良好利多铝下游需求，加之云南水电供给不足导致电解铝复产缓慢，3月以来电解铝价格呈加速上行趋势，4月8日上期所铝价突破2万元/吨。4月13日，美英出台对俄铝的出口限制措施，市场担忧受限俄铝将更多流入亚太，导致内外盘铝价走势略有分化。由于之前俄罗斯已经历多轮制裁，此次制裁不改变供需形式，仅改变贸易流向，对铝价的最终影响偏中性。3月国内电解铝产能开工率88.88%，产量357万吨，环比+6.25%。
- **预测：**短期看，美联储延迟降息、国内铜铝库存上升及地产基建投资下滑给铜铝价格带来回调压力；而地缘政治冲突带来的国际能源价格上涨、新能源及人工智能快速增长带来的新增电力投资需求均对铜铝的长期需求构成有力支撑，在供给端未有明显增量的情况下，铜铝价格长期仍有上行动力。

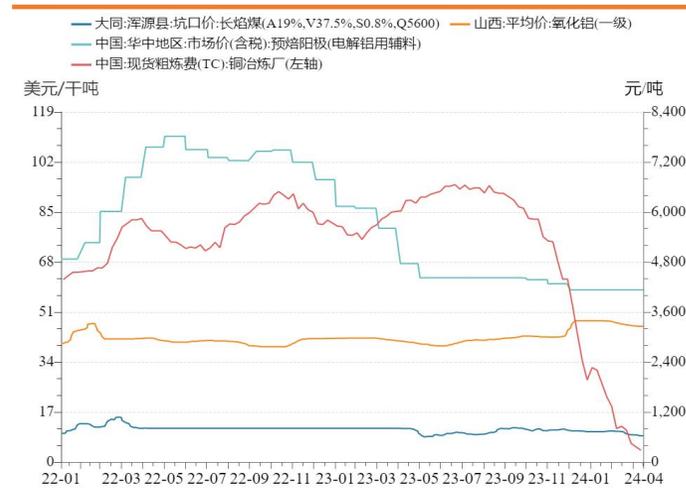
图：铜、铝期货价格走势



图：铜、铝库存走势



图：铜精矿、氧化铝、动力煤、预焙阳极价格走势



有色金属及贵金属价格指数走势

- 有色金属价格指数（铜铝铅锌镍锡）在权重金属铜铝的带动下上升明显，以南华有色金属指数为例，4月15日为1705.21，较3月初上涨8.39%。铜铝之外，铅锌镍锡价格整体跟随有色板块偏强运行，具体变动点评如下：**铅**：海外部分矿山因天气和采矿证问题暂停锌矿开采，造成铅精矿供应紧张，铅价自3月初的15980元/吨上涨至4月中旬的16795元/吨。**锌**：3月在冶炼厂减产和政策利好等因素推动下，锌价呈冲高回落态势；4月外盘锌价上涨，锌矿进口窗口关闭，加之国内矿山复工缓慢，锌矿供应趋紧带动锌价快速攀升，自4月初的20915元/吨涨至4月中旬的23040元/吨。**镍**：受印尼矿山RKAB 审核的扰动，镍价3月至今波动较大。**锡**：受缅甸佤邦禁矿政策以及印尼出口问题的扰动，锡价3月至今继续强势上行。
- 贵金属价格指数快速攀升：在地缘政治风险持续和全球央行增持黄金储备的大背景下，贵金属对美联储延迟降息反应冷淡，金银价格持续上行。

图：有色金属综合价格指数走势



图：铅锌镍锡期货价格走势



图：黄金白银期货价格走势



光伏制造-多晶硅、硅片、电池片价格转跌，组件价格僵持

- 多晶硅价格转跌：3月下旬，随着多晶硅累库以及二三线企业低价出货增多，多晶硅价格开始转跌，致密料均价已低于6万元/吨。2024年3月多晶硅产量预计为18.5万吨，环比增长5%。
- 硅片价格转跌：硅片环节产能持续释放，过剩加剧，硅片价格3月初以来开始走跌，P型182、210硅片已跌至1.7元/片、2.2元/片，2024年3月，国内硅片的产量达到了69.75GW，环比增长9.04%，增幅持续快于硅料产量增幅。据报道，硅片厂家已开始下调开工率，预计四月份总体排产环比下降约6-7%。
- 电池价格转跌：在硅片跌价的传导下，电池片价格亦开始转跌，但跌幅略好于硅片。截至4月中旬，P型182/210电池片的单W均价分别为0.36元、0.35元，N/P价差缩窄至0.06-0.07元。3月份，主流电池企业的电池产量63GW，环比28%；4月份，电池片排产仍在提升，预计产出70-71GW，N型渗透率提升至68%。
- 组件价格维稳：P型单面G12、M10组件单W均价维持在0.93元、0.90元，双面维持在0.95、0.92元；N型M10双面TOPcon组件维持在0.96元/W。
- 预测：新增产能长期仍存在释放压力，先进产能的完全成本在5万元/吨以下，多晶硅价格存在继续下跌可能；产能大幅过剩压力下，硅片环节维持相对弱势；电池片新旧产能切换加速，短期存在的供需错配对价格构成扰动，中长期走势仍将跟随产业链总体趋势；组件环节竞争激烈下难言企稳，仍面临下行压力。

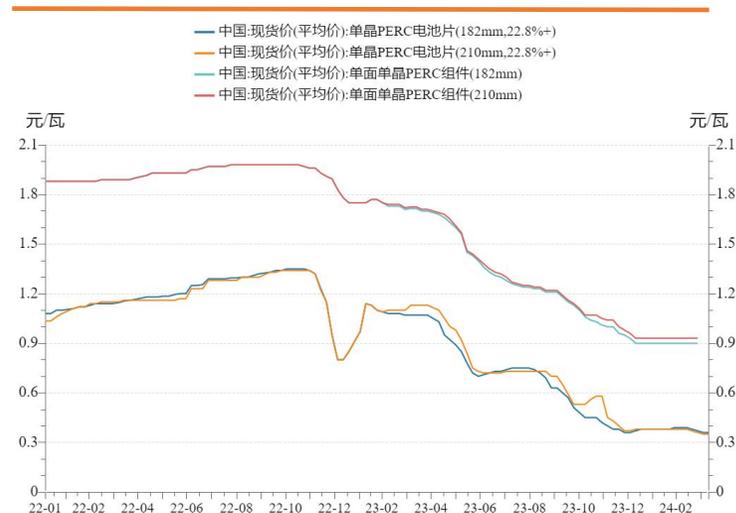
图：多晶硅价格走势



图：硅片价格走势



图：电池、组件价格走势



动力电池-锂价反弹，下游产业链价格总体平稳，关注需求增速变化

- 锂价反弹：在高成本澳矿减产及国内江西锂矿环保检查等因素发酵下，供应预期阶段性趋紧，3月碳酸锂价格有所反弹，3月中旬达到高点11.2万元/吨左右，环比2月底上涨近15%，随后随着月底期货仓单注销和进口碳酸锂到港，碳酸锂供应缓解，价格回落到11万元/吨以下。4月初，下游需求排产上升，带动碳酸锂价格冲高到11.3万元/吨左右，随后回落至11.2万元/吨下方。3月，国内碳酸锂产量4.05万吨，环比+20.48%，开工率41.3%，环比+19.95%。
- 前驱体与正极价格总体平稳：除硫酸镍跟随镍金属价格有所波动外，其余前驱体价格走势平稳，三元（622）及磷酸铁锂正极材料价格亦变化不大。磷酸铁锂3月产量18.52万吨，环比46.16%，开工率42.42%，产量大幅提升主要系假日因素及铁锂企业为提高开工率让利下游企业所致；三元材料3月产量6.2万吨，环比+20.5%，开工率47%。
- 电芯价格平稳：国产方形三元和磷酸铁锂电芯价格3月第2周略有下降，单Wh价格分别自0.48元、0.38元降至0.47元、0.375元，随后保持稳定。
- 预测：随着动力电池下游需求增速放缓，同时非洲锂矿、低成本的南美盐湖锂矿持续投产，碳酸锂稳价压力增加，存在下行可能；正极材料价格和碳酸锂联动紧密；前驱体材料已处盈利低位，价格跟随下游需求窄幅波动；下游车企频繁降价促销，对电芯降价诉求增加，电芯价格面临下行压力。

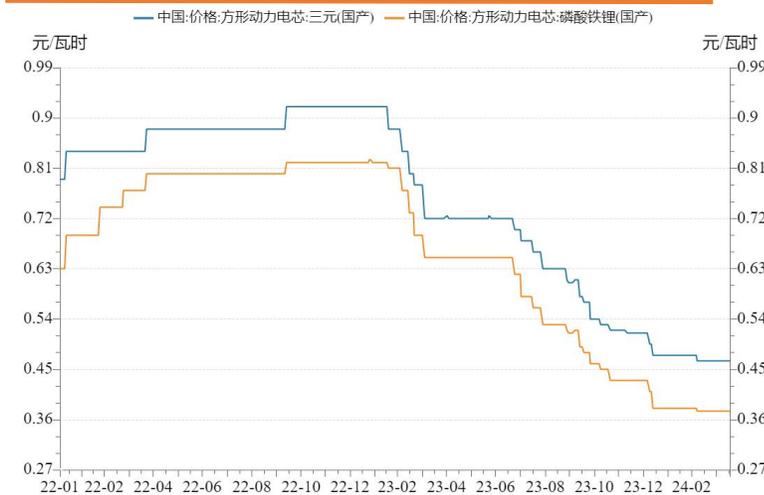
图：锂价格走势



图：正极材料与前驱体价格走势



图：电芯价格走势



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