

分析师：周岳

执业证书编号：S0740520100003

邮箱：zhouyue@r.qlzq.com.cn

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

邮箱：xiaoyu@r.qlzq.com.cn

联系人：沈阳

邮箱：shenyang@r.qlzq.com.cn

投资要点■ **本周利率债市场复盘：**

一级供给大幅增加，招标情绪维持高位。本周利率债总计发行 6853 亿元，其中国债 2032 亿元，地方债 3782 亿元，政金债 1040 亿元，本周净融资量为 5418 亿元，较上周回升 4126 亿元。一级市场招标情绪较好，短期限利率债全场倍数较上周普遍回升，中长期利率债全场倍数维持在较高水平。口行债招标需求较旺，如 2Y、3Y、5Y 口行债全场倍数均超过 8。

中长端利率下行，曲线小幅走平。周一央行超预期开展 6000 亿元 MLF 操作，7 月主要经济指标全线走弱，收益率不降反升，可能由于市场对于 7 月基本面数据不佳的预期较充分，反而开始担心供给冲击和财政发力带来的利空影响。周二，受避险情绪升温影响，210009 小幅下行。周三，黑色商品期货大幅下跌，流动性宽松驱动叠加一级招标情绪较好，210009 大幅下行 3.25bp。周四，消息面平静，资金面边际趋紧，不过多头情绪延续，210009 当日下行 1.25bp。周五，LPR 报价“按兵不动”，降息预期落空，收益率全线上升。本周，1Y 国债收益率累计上行 4.73BP，3Y、5Y、7Y、10Y 国债收益率分别下行 1.97BP、0.86BP、2.76BP、2.72BP。国开债除 1Y 期限上升近 6BP 外，其余期限大多小幅下行。国债和国开债 10Y-1Y 期限利差明显压缩，10Y 国开债隐含税率下降至 9.0% 历史分位数。

■ **高频跟踪：商品房销售续降，大宗商品价格普跌。**生产方面，唐山高炉开工率与产能利用率均回升，汽车轮胎开工率小幅下跌，全钢胎和半钢胎分别较上周下降 2.52 和 2.91 个百分点，PTA 开工率反弹 3.52 个百分点。需求方面，商品房销售延续下降态势，成交土地面积大幅下降，汽车销量迎来回升，钢材库存窄幅震荡，进出口指数持续上升。价格方面，食品与原材料价格多数收跌。布伦特原油和 WTI 原油分别下跌 7.66% 和 9.21%，LME 铜和铝价格环比下跌 4.92% 和 2.14%。国内方面，大宗商品价格呈下跌趋势，Myspic 综合钢价指数环比下跌 1.68%，南华工业品指数本周环比下跌 3.48%。长江有色市场铜价由涨转跌，下跌 4.22%。螺纹钢价格环比下跌 2.29%，水泥价格指数小幅回升 1.59%。铁矿石价格走低，国产矿和进口矿分别下降 2.92% 和 16.80%。

■ **资金面：央行维稳流动性，资金利率整体下行。**本周资金面整体宽松，R007 和 DR007 分别下行 7.2BP、10.0BP 至 2.14% 和 2.09%。周一为 8 月缴税截止日，税期过后资金面转松，叠加央行缩量续作 6000 亿元 MLF 超出市场预期，周二、周三利率下行；受地方债供给放量影响，周四开始资金利率小幅反弹。周五，DR007 与 OMO 利率的利差为 11BP，1 年期存单利率与 MLF 利率的利差为 27BP。本周银行间质押式回购成交量均值 4.4 万亿元，较上周 4.1 万亿的水平明显回升，显示债市加杠杆情绪升温。

■ **风险提示：**地方债发行超预期，货币政策宽松不及预期，利率波动超预期。

相关报告

内容目录

一、本周利率债市场复盘	3 -
二、高频跟踪：商品房销售续降，大宗商品价格普跌	4 -
三、资金面：央行维稳流动性，资金利率整体下行	7 -

图表目录

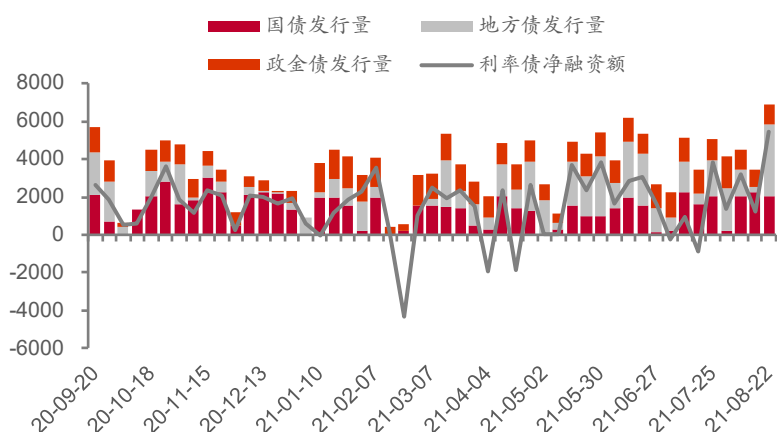
图表 1：利率债发行量与净融资量均回升（亿元）	3 -
图表 2：一级招标情绪维持高位	3 -
图表 3：国债各期限收益率变动（BP）	4 -
图表 4：国开债各期限收益率变动（BP）	4 -
图表 5：国债、国开债期限利差明显收窄（BP）	4 -
图表 6：10Y 国开债隐含税率下行（%）	4 -
图表 7：生产端主要高频数据	5 -
图表 8：需求端主要高频数据	6 -
图表 9：价格相关高频数据	7 -
图表 10：本周资金利率先下后上（%）	8 -
图表 11：央行公开市场操作变化（OMO+MLF+国库现金定存、亿元）	8 -
图表 12：存单利率与 MLF 利率倒挂加深（%）	8 -
图表 13：银行间质押式回购成交量与 R001 成交量占比	8 -
图表 14：同业存单净融资额回升（亿元）	9 -
图表 15：各期限发行利率小幅波动（%）	9 -

一、本周利率债市场复盘

■ 一级供给大幅增加，招标情绪维持高位

本周利率债总计发行 6853 亿元，其中国债 2032 亿元，地方债 3782 亿元，政金债 1040 亿元，本周净融资量为 5418 亿元，较上周回升 4126 亿元。下周利率债总发行量预计回落至 3098 亿元。一级市场招标情绪较好，短期限利率债全场倍数较上周普遍回升，中长期利率债全场倍数维持在较高水平。口行债招标需求较旺，如 2Y、3Y、5Y 口行债全场倍数均超过 8。

图表 1：利率债发行量与净融资量均回升（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 2：一级招标情绪维持高位

全场倍数	91D	182D	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
国债	2.96	2.13	2.57					5.6
国开债			3.51		5.27/7.40	5.46	6.75	4.28
农发债			4.03	4.54	4.09	4.01	3.21	4.58
口行债			6.18	8.37	8.62	7.15/8.50		6.42

来源：WIND，中泰证券研究所

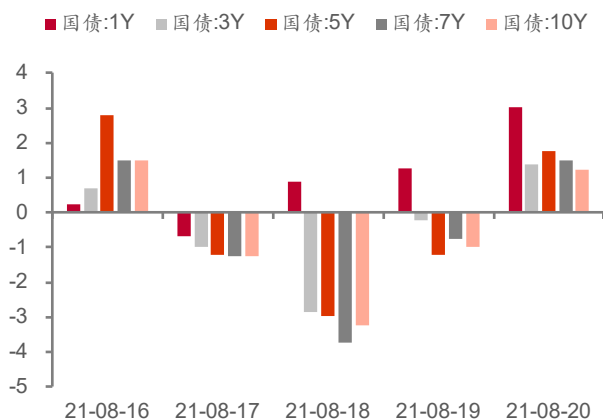
■ 中长端利率下行，曲线小幅走平

利率债供给冲击不明显，收益率曲线走平。周一，央行超预期开展 6000 亿元 MLF 操作，统计局公布的 7 月经济数据显示制造业、服务业、投资、消费等指标全线走弱，上午收益率小幅下行，但下午逐渐回升并最终高于上周五收盘水平。可能原因在于，市场对于 7 月宏观数据较差的预期较充分，反而开始担心供给冲击和财政发力带来的利空影响。周二，受避险情绪升温影响，210009 小幅下行 1.5bp。周三，黑色商品期货大幅下跌，流动性宽松驱动叠加一级招标情绪较好，210009 大幅下行 3.25bp。周四，消息面平静，资金面边际趋紧，不过多头情绪延续，210009 当日下行 1.25bp。周五，LPR 报价“按兵不动”，降息预期落空，收益率全线上升，其中 1Y 国债收益率上行幅度最大达 3.02BP，210009 上行 1.25bp。从全周看，1Y 国债收益率上行 4.73BP，3Y、5Y、7Y、10Y 国债收益率分别下行 1.97BP、0.86BP、2.76BP、2.72BP。国开债除

1Y 期限上涨近 6BP 外，其余期限大多小幅下行。

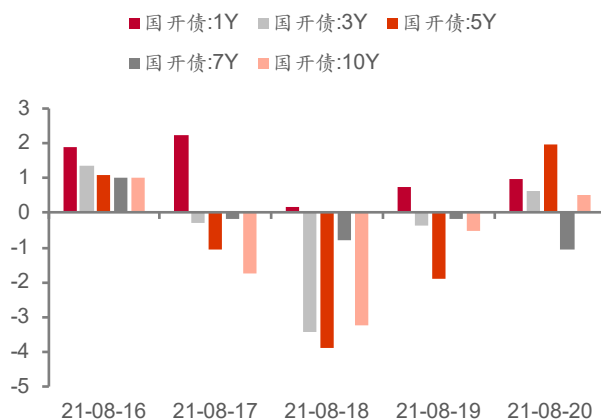
本周 10Y-1Y 期限利差明显压缩，曲线变平。国债 10Y-1Y 期限利差收窄 7.5BP 至 58.4BP，国开债 10Y-1Y 期限利差收窄 9.9BP 至 84.8BP。10Y 国开债隐含税率较上周回落，处于 9.0% 历史分位数的低位。

图表 3：国债各期限收益率变动 (BP)



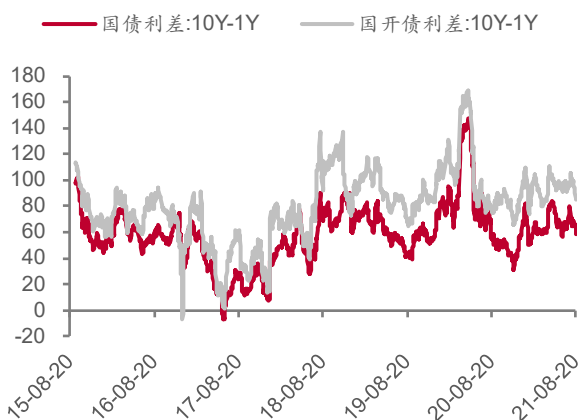
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 4：国开债各期限收益率变动 (BP)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 5：国债、国开债期限利差明显收窄 (BP)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 6：10Y 国开债隐含税率下行 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

二、高频跟踪：商品房销售续降，大宗商品价格普跌

■ 生产：化工开工率分化，轮胎开工率下跌

钢厂生产方面，本周全国高炉开工率为 57.18%，较上周回落 0.42 个百分点。唐山高炉开工率 53.17%，较上周上升 0.79 个百分点，产能利用率上涨 1.81 百分点，报 65.52%。本周汽车轮胎全钢胎开工率 61.33%，较上周下降 2.52 个百分点，半钢胎开工率 57.29%，下降 2.91 个百分点。9、10 月份是轮胎需求的传统旺季，企业轮胎开工有望出现抬升。**化工方面**，PX 开工率 78.13%，较上周小幅下降 0.51 个百分点。PTA 开工率 76.52%，反弹 3.52 个百分点，随着 8 月下旬 PTA 装置检修陆续完成，预计后市仍有反弹空间。涤纶长丝开工率小幅上涨至 96.15% 的高位水平，但涤纶价格却不断下滑，导致产品利润被压缩，涤纶大厂计划减产

以保持价格稳定。本周主要钢厂螺纹钢产量 324.68 万吨，周环比下降 1.12%，主要受到需求减少影响。

图表 7：生产端主要高频数据

大类	指标名称	本周值	本周环比 (%)	上周环比 (%)	月初至今 环比 (%)	月初至今 同比 (%)	更新时间
开工率	高炉开工率:全国 (%)	57.18	-0.42	0.42	3.96	-13.77	2021-08-20
	高炉开工率:唐山钢厂 (%)	53.17	0.79	0.00	19.04	-33.86	2021-08-20
	产能利用率:唐山钢厂 (%)	65.52	1.81	-0.33	11.33	-25.39	2021-08-20
	开工率:PX:国内:周 (%)	78.13	-0.51	0.00	-10.53	-2.72	2021-08-19
	开工率:PTA:国内:周 (%)	76.52	3.52	2.03	-6.02	-10.85	2021-08-19
	汽车轮胎开工率:全钢胎 (%)	61.33	-2.52	1.17	13.34	-11.38	2021-08-19
	汽车轮胎开工率:半钢胎 (%)	57.29	-2.91	0.78	10.60	-11.07	2021-08-19
	开工率:涤纶长丝:江浙地区 (%)	96.15	0.01	5.00	1.57	8.86	2021-08-19
产量	主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值 (万吨)	324.68	1.12	0.97	-8.37	-16.65	2021-08-20

来源: WIND, 中泰证券研究所

需求: 成交土地面积下降, 进出口指数上升

商品房销售方面, 本周商品房成交面积延续下降态势, 周环比下降 5.03%, 主要由于各地楼市调控政策频出, 房贷利率上调, 限购、限售、限价政策集中出台, 房地产进入下行周期。分项来看, 一线城市成交面积环比上升 4.15%, 显示购房情绪仍然较高。二线城市环比下降 13.03%, 三线城市环比下降 1.80%。**土地成交方面**, 受多地集中供地延期影响, 100 大中城市成交土地面积下滑至 368.62 万方, 周环比下降 62.06%。分项来看, 一线城市成交 52.59 万方, 环比上升 126.58%, 主要受到上周低基数的影响; 二线城市成交 135.63 万方, 下降 60.57%; 三线城市成交 180.40 万方, 下降 70.15%。消息面上, 上海第二批集中供地公告将延迟至 9 月发布; 天津第二批集中供应地块延迟至 9 月 10 日出让; 青岛第二批集中供地 100 幅地块终止出让, 再次出让时间待定。**成交溢价方面**, 100 大中城市成交土地溢价率 8.73%, 环比上升 2.42 个百分点, 分项来看, 一线城市溢价率较上周下降 0.73 个百分点; 二线城市溢价率环比下降 1.28 个百分点; 三线城市溢价率为 14.73%, 上涨 7.52 个百分点。消息面上, 自然资源部调整二批次“两集中”土地出让政策, 提出严格控制实际房价, 限定土拍溢价上限 15%, 到达上限后通过摇号、一次性报价等方式决定土地归属。**汽车销售方面**, 本周销量迎来反弹, 日均批发和零售环比分别上升 9.00% 和 17.32%, 主要受到国内疫情减弱, 消费需求回暖带动。**钢材库存窄幅震荡**, 线材环比上涨 1.97%, 螺纹钢和热轧板分别环比下降 1.13%、0.15%。中钢协指出, 受减产、限产措施影响, 钢材市场阶段性偏紧预期有所上升。**进出口指数延续上升趋势**, 出口方面, CCFI 指数和 SCFI 指数环比上升 2.31% 和 1.37%。进口方面, BDI 和 CDFI 指数环比上升 14.75% 和 6.60%, BDI 指数创 11 年新高。由于疫情影响, 中澳两大主要散货船进出国相继开始加强船舶管控, 全球近 3000 艘散货船陷入拥堵。叠加近期台风频发, 多港口停止营运, 影响装卸效率, 进一步加剧了运力紧张问题。

图表 8: 需求端主要高频数据

大类	指标名称	本周值	本周环比(%)	上周环比(%)	月初至今环比(%)	月初至今同比(%)	更新时间
商品房销售	30 大中城市:商品房成交面积 (万方)	268.47	-5.03	-8.82	-31.58	-22.72	2021-08-20
	30 大中城市:商品房成交面积:一线城市 (万方)	87.33	4.15	12.21	0.67	4.30	2021-08-20
	30 大中城市:商品房成交面积:二线城市 (万方)	109.37	-13.03	-16.25	-46.44	-24.47	2021-08-20
	30 大中城市:商品房成交面积:三线城市 (万方)	71.76	-1.80	-14.18	-23.61	-38.11	2021-08-20
土地成交	100 大中城市:成交土地溢价率:当周值 (%)	8.73	2.42	-0.73	-15.81	-14.49	2021-08-15
	100 大中城市:成交土地溢价率:一线城市 (%)	0.00	-0.73	0.73	-1.50	-16.13	2021-08-15
	100 大中城市:成交土地溢价率:二线城市 (%)	0.00	-1.28	0.11	-35.53	-10.49	2021-08-15
	100 大中城市:成交土地溢价率:三线城市 (%)	14.73	7.52	-1.71	-1.20	-8.56	2021-08-15
	100 大中城市:成交土地占地面积:当周值 (万方)	368.62	-62.06	17.74	-34.35	-42.22	2021-08-15
	100 大中城市:成交土地占地面积:一线城市 (万方)	52.59	126.58	-41.56	74.55	-51.61	2021-08-15
	100 大中城市:成交土地占地面积:二线城市 (万方)	135.63	-60.57	25.44	-29.05	-54.29	2021-08-15
	100 大中城市:成交土地占地面积:三线城市 (万方)	180.40	-70.15	18.21	-40.27	-30.33	2021-08-15
乘用车销量	当周日均销量:乘用车:厂家批发 (辆)	30020.00	9.00	-70.45	-3.06	-12.19	2021-08-15
	当周日均销量:乘用车:厂家零售 (辆)	36158.00	17.32	-65.68	-1.35	-2.81	2021-08-15
库存	中国螺纹钢社会库存: 合计 (万吨)	1139.24	-1.13	-0.70	0.34	-4.18	2021-08-20
	中国线材库存: 合计 (万吨)	152.75	1.97	-0.68	-4.69	-21.64	2021-08-20
	中国热轧板库存:合计 (万吨)	299.62	-0.15	0.02	4.00	9.69	2021-08-20
出口	CCFI (点)	3047.32	2.31	-0.94	35.34	232.57	2021-08-20
	SCFI (点)	4340.18	1.37	1.32	26.32	344.51	2021-08-20
进口	BDI (点)	4092.00	14.75	5.78	10.60	132.07	2021-08-20
	CDFI (点)	1839.11	6.60	2.92	9.32	96.13	2021-08-20

来源: WIND, 中泰证券研究所

■ 价格: 食品与原材料价格多数收跌

食品方面, 本周猪肉价格下降 0.89%, 降幅有所收窄。夏季为畜肉消费淡季, 市场上猪肉供过于求, 但 7 月以来, 国家发展改革委联合相关部门三次启动中央储备猪肉收储, 一定程度上抑制了猪肉价格下跌势头, 使猪肉价格降幅放缓。牛肉、羊肉价格下降 1.05%、1.34%, 一方面受季节性影响, 另一方面进口牛羊肉数量不断上升, 进口价格相对较低。白条鸡价格上涨 0.12%。鸡蛋价格本周环比下降 2.79%, 主要受食品企业前期备货完成, 需求减少的影响。蔬菜价格较上周环比下降 2.15%, 主要由于高温高湿天气逐渐退去, 对菜价的影响减弱。水果价格下跌 2.64%。

工业品方面, 原油价格下跌, 布伦特原油和 WTI 原油分别下跌 7.66% 和 9.21%, 主要因为 Delta 病毒蔓延引发的市场担忧仍在持续。LME 铜和铝价格大幅走弱, 较上周分别环比下跌 4.92% 和 2.14%。一方面, 美联储议息会议纪要偏鹰, 市场流动性预期收紧; 另一方面, Delta 病毒拖累美国经济复苏进程, 高盛 3 周内 2 次下调美国 GDP 增速预期。大宗商品几乎全线下挫, CRB 现货指数下跌 0.32%。国内方面, Myspic 综合钢价指数环比下跌 1.68%, 南华工业品指数环比下跌 3.48%。长江有

色市场铜价由涨转跌，下跌 4.22%。长江有色市场铝价延续上涨态势，本周上涨 0.30%。螺纹钢价格环比下跌 2.29%，水泥价格指数环比继续上涨 1.59%，主要由于近期水泥行业错峰生产的力度有所加大，带动市场回暖。铁矿石价格指数继续走低，国产矿和进口矿分别下降 2.92%和 16.80%，主要受到钢铁减产、限产措施的影响。

图表 9：价格相关高频数据

大类	指标名称	本周值	本周环比(%)	上周环比(%)	月初至今环比(%)	月初至今同比(%)	更新时间
CPI	平均批发价:猪肉 (元/公斤)	21.21	-0.89	-3.39	-3.36	-55.29	2021-08-20
	平均批发价:牛肉 (元/公斤)	75.35	-1.05	0.58	-1.04	3.53	2021-08-20
	平均批发价:羊肉 (元/公斤)	69.70	-1.34	0.20	-2.95	-0.55	2021-08-20
	平均批发价:鸡蛋 (元/公斤)	10.44	-2.79	2.19	17.06	28.86	2021-08-20
	平均批发价:白条鸡 (元/公斤)	16.83	0.12	0.36	0.25	2.33	2021-08-20
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜 (元/公斤)	4.55	-2.15	-1.27	13.29	2.79	2021-08-20
	平均批发价:7 种重点监测水果 (元/公斤)	5.54	-2.64	-0.35	-3.53	7.31	2021-08-20
PPI	期货结算价(连续):布伦特原油 (美元/桶)	65.18	-7.66	-0.16	-5.69	55.66	2021-08-20
	期货结算价(连续):WTI 原油 (美元/桶)	62.14	-9.21	0.23	-7.15	60.40	2021-08-20
	期货收盘价: LME3 个月铜 (美元/吨)	9051.50	-4.92	0.53	-0.05	45.27	2021-08-20
	期货收盘价: LME3 个月铝 (美元/吨)	2555.00	-2.14	1.06	3.23	45.75	2021-08-20
	CRB 现货指数:综合 (点)	562.53	-0.32	0.73	0.94	47.78	2021-08-19
	Myspic 综合钢价指数 (点)	200.29	-1.68	-0.02	2.79	42.19	2021-08-20
	南华工业品指数 (点)	3051.12	-3.48	-0.02	-0.39	38.16	2021-08-20
	长江有色市场:平均价:铜:1# (元/吨)	67360.00	-4.22	0.72	1.29	36.76	2021-08-20
	长江有色市场:平均价:铝:A00 (元/吨)	20100.00	0.30	0.60	5.02	36.36	2021-08-20
	价格:螺纹钢:HRB400 20mm:全国 (元/吨)	5238.00	-2.29	0.21	3.77	38.72	2021-08-20
	价格指数:铁矿石:国产矿 (点)	541.01	-2.92	-5.06	-6.00	55.52	2021-08-19
	价格指数:铁矿石:进口矿 (点)	496.88	-16.80	-6.19	-25.36	37.30	2021-08-19
	水泥价格指数:全国 (点)	146.68	1.59	1.48	0.97	4.36	2021-08-19
	秦皇岛港:平仓价:动力末煤 (元/吨)	942.00	0.00	0.00	0.00	69.90	2021-08-19
汇率	即期汇率:美元兑人民币	6.50	0.26	0.22	0.08	-6.83	2021-08-21
	即期汇率:欧元兑人民币	7.59	-0.24	-0.41	-0.36	-6.78	2021-08-21
	即期汇率:100 日元兑人民币	5.93	0.85	-0.26	0.60	-10.52	2021-08-21
	人民币实际有效汇率指数	130.10	0.22	0.26	0.15	6.15	2021-08-21

来源: WIND, 中泰证券研究所

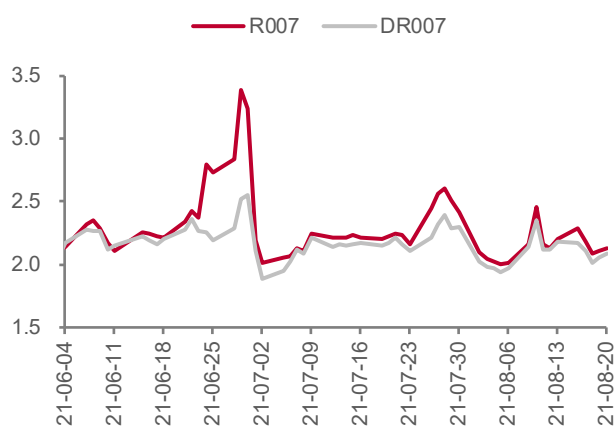
三、资金面：央行维稳流动性，资金利率整体下行

资金面宽松，利率先下后上。本周 R007 和 DR007 分别下行 7.2BP、10.0BP 至 2.14%和 2.09%。具体来看，上半周资金面宽松带动利率下行，R007 和 DR007 在周三分别降至 2.09%和 2.01%的周内低点，一方面因为周一是 8 月缴税截止日，税期过后资金面转松；另一方面，央行缩量续作 6000 亿元 MLF，略超出市场普遍预期的 3000-5000 亿元。周四、周五资金利率小幅反弹，主要受到地方债供给放量，资金面边际趋

紧影响。周五，DR007 与 7 天 OMO 利率的利差为 11BP，显示银行间市场流动性较为充裕。

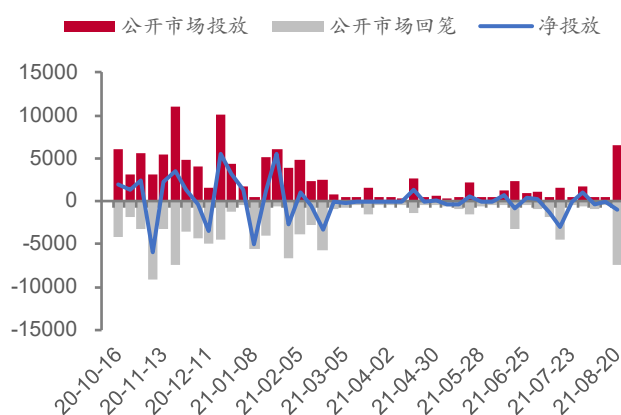
资金利率持续倒挂，债市交易情绪升温。7 月 15 日，央行实行全面降准后，市场流动性宽松、银行负债端成本降低，存单利率持续下行，而本周央行并未下调 MLF 利率，周五 1 年期存单利率与 MLF 利率的利差扩大至 27BP。本周银行间质押式回购成交量均值 4.4 万亿元，较上周 4.1 万亿的水平明显回升，隔夜回购成交量占比均值 87.7%，较上周上涨 1.3 个百分点，显示债市加杠杆情绪升温。

图表 10：本周资金利率先下后上（%）



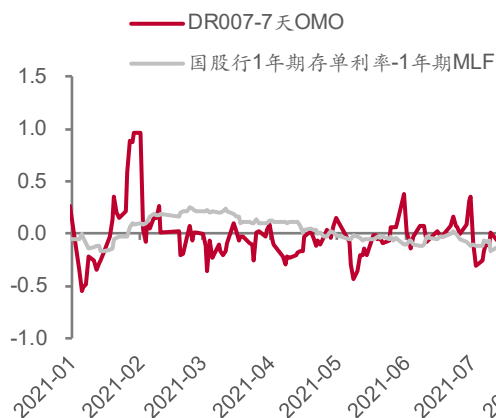
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 11：央行公开市场操作变化（OMO+MLF+国库现金定存，亿元）



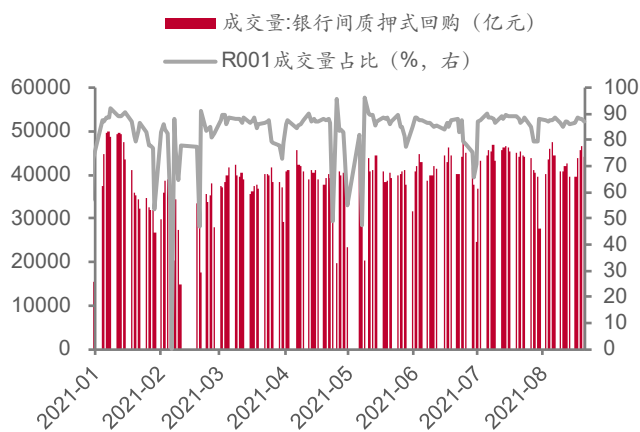
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 12：存单利率与 MLF 利率倒挂加深（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

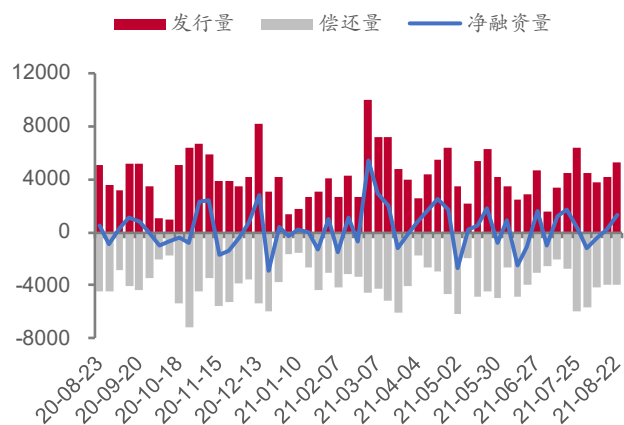
图表 13：银行间质押式回购成交量与 R001 成交量占比



来源：WIND，中泰证券研究所

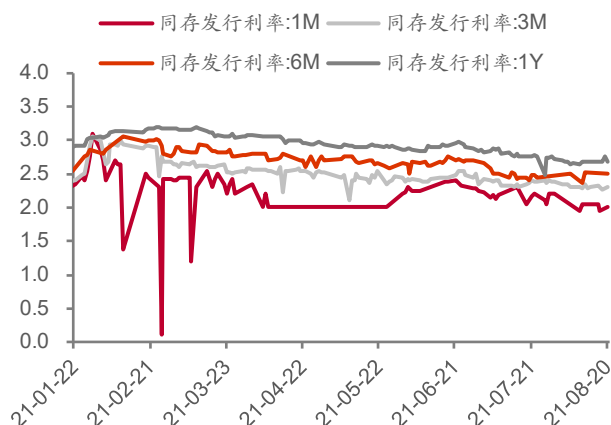
同业存单净融资额回升，发行利率与上周持平。本周同业存单发行量为 5248.7 亿元，净融资额为 1254.2 亿元，分别较上周上升 1114.2 和 1040.7 亿元。3M、6M、1Y 期限发行利率与上周基本持平，1M 期限发行利率小幅下行 5BP 至 2.00%。下周预计有 3617.9 亿元存单到期。

图表 14: 同业存单净融资额回升 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 15: 各期限发行利率小幅波动 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示: 地方债发行超预期, 货币政策宽松不及预期, 利率波动超预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。