

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

【平安固收】2025年二季度信用策略：利差或走阔，久期仍可加

平安证券研究所固定收益团队

刘璐 投资咨询资格编号：S1060519060001

张君瑞 投资咨询资格编号：S1060519080001

2025年4月9日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

核心摘要

- **2025年以来市场回顾**：开年以来信用债利率多数上升，但上升幅度少于利率债，使得信用利差基本压缩，低等级信用利差压缩最多，期限利差多小幅压缩。趋势上看，信用利差多呈现窄幅震荡的格局。信用利差压缩的供需两方面原因是：利率债净融同比大幅上升，信用债基本持平；资金利率上行，银行资金利率上升幅度超非银。
- **信用债整体策略**：二季度信用债收益率或跟随利率债下行，但由于信用债供给相对增加，需求相对走弱，因此信用利差有被动走阔风险。参考历史并结合估值，我们认为在二季度拉久期仍是更好的信用策略，其次可关注下沉机会。三大板块中更建议关注供给边际转弱更多的金融债，其次关注城投债。
- **板块策略**：
 - 1) **城投债**：关注好区域差城投的利差压缩机会。收储政策有利于继续缓释城投信用风险，上交所新规可能会促使城投债尤其是弱资质城投债供给走弱，而差区域好城投供给或下降更多。
 - 2) **产业债**：关注化债带来的国营地产债、建工债的票息机会，其次关注国营科创债的机会。政策呵护下，国企债券安全性无虞，而化债有利于加快国营地产企业、建工企业的回款。科创债在政策更大支持的背景下，供需可能两旺。
 - 3) **金融债**：关注二永债供给压力下降带来的整体性机会，以及农商行合并带来的结构性机会。特别国债注资大行等政策有利于降低二永债供给。越来越多地区的省联社改革方向确定为统一法人农商行模式，而统一法人农商行模式有利于降低金融债信用风险，因此可以关注相关区域的农商行债券。
- **风险提示**：1) 国企不再优先兑付债券。2) 货币政策超预期。3) 城投融资政策大幅放松。

市场回顾：债市走熊，信用跑赢

1.1 市场走势：债市走熊，信用跑赢

➤ **市场走势**：信用债利率多数上升，但上升幅度少于利率债；信用利差基本压缩，低等级信用利差压缩最多；期限利差多小幅压缩。

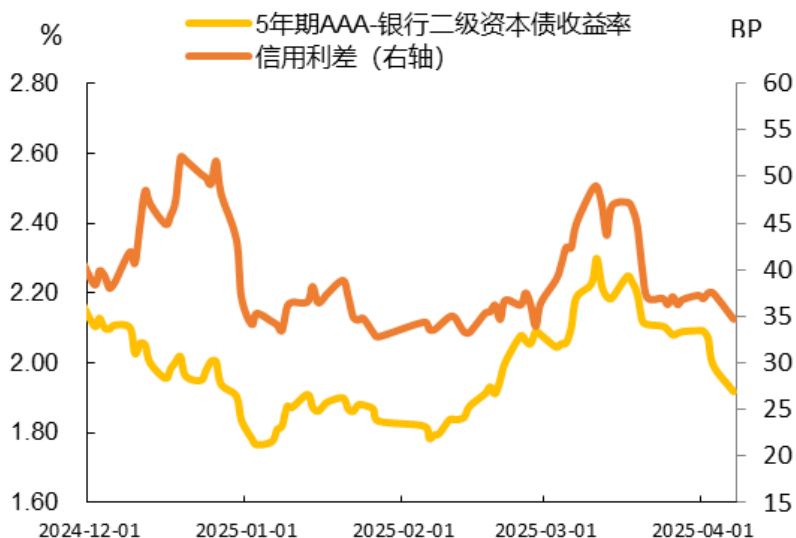
◆ 25年以来信用债市场表现

		收益率变化：BP			信用利差变化:BP			期限利差变化：BP		
		1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	3-1Y	5-1Y	5-3Y
产业	AAA	12.2	13.2	8.6	-23.4	-4.6	-2.0	1.0	-3.6	-4.6
	AAA-	10.9	8.7	5.1	-24.7	-9.1	-5.5	-2.2	-5.8	-3.6
	AA+	10.4	4.7	3.6	-25.2	-13.1	-7.0	-5.7	-6.8	-1.1
	AA	5.7	2.2	1.1	-29.9	-15.6	-9.5	-3.5	-4.6	-1.1
	AA-	-8.3	-2.8	3.1	-43.9	-20.6	-7.5	5.5	11.4	5.9
城投	AAA	12.2	7.7	6.1	-23.3	-10.2	-4.5	-4.6	-6.1	-1.5
	AA+	10.3	3.3	6.1	-25.2	-14.6	-4.5	-7.1	-4.2	2.9
	AA	6.6	-1.4	2.2	-28.9	-19.2	-8.4	-8.0	-4.4	3.6
	AA(2)	0.4	-2.3	5.1	-35.1	-20.2	-5.5	-2.8	4.7	7.5
	AA-	-10.4	-5.4	-22.9	-45.9	-23.2	-33.5	5.0	-12.5	-17.5
银行 永续	AAA-	12.1	10.6	6.0	-23.5	-7.2	-4.6	-1.4	-6.1	-4.7
	AA+	11.0	9.6	8.0	-24.5	-8.2	-2.6	-1.4	-3.1	-1.7
	AA	5.0	2.6	12.0	-30.5	-15.2	1.4	-2.4	6.9	9.3
	AA-	-15.0	-13.4	17.0	-50.5	-31.2	6.4	1.6	31.9	30.3
银行 二级	AAA-	15.0	10.2	8.3	-20.6	-7.6	-2.3	-4.7	-6.7	-1.9
	AA+	14.6	12.2	8.6	-21.0	-5.6	-1.9	-2.4	-5.9	-3.5
	AA	10.6	3.2	7.6	-25.0	-14.6	-2.9	-7.4	-2.9	4.5
	AA-	1.6	4.2	11.6	-34.0	-13.6	1.1	2.6	10.1	7.5
国开债		35.6	17.8	10.6				-17.7	-25.0	-7.2

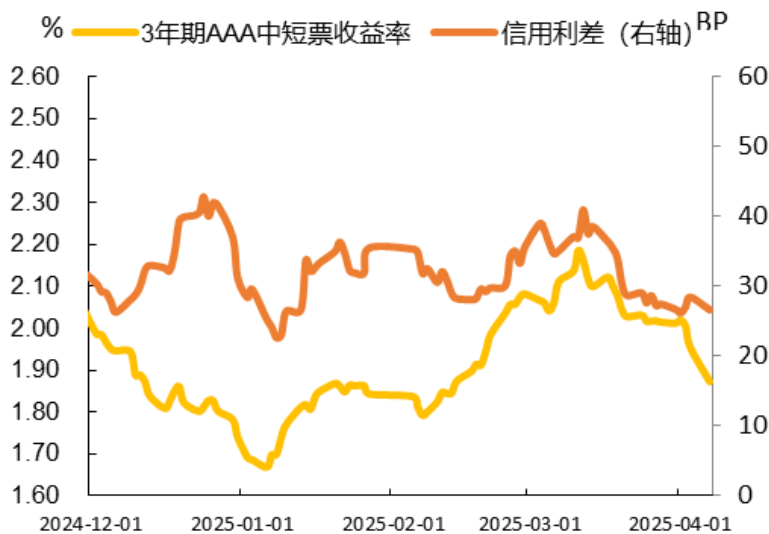
1.1 市场走势：信用利差多窄幅震荡，低等级利差以压缩为主

- 25年开年以来中高等级信用利差呈现窄幅震荡的格局，顶部和底部位置大致和24年12月近似。低等级信用利差以压缩为主，3月下旬开始明显压缩。

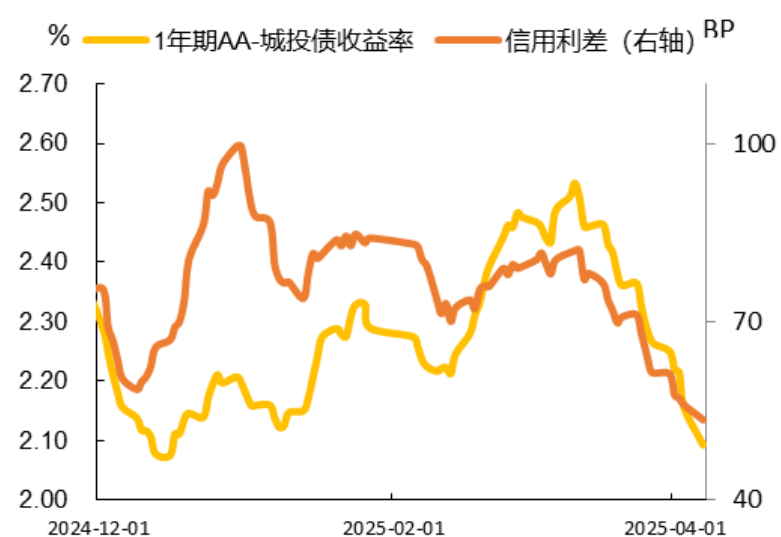
25年Q1高等级二级资本债走势



25年Q1高等级中短票走势



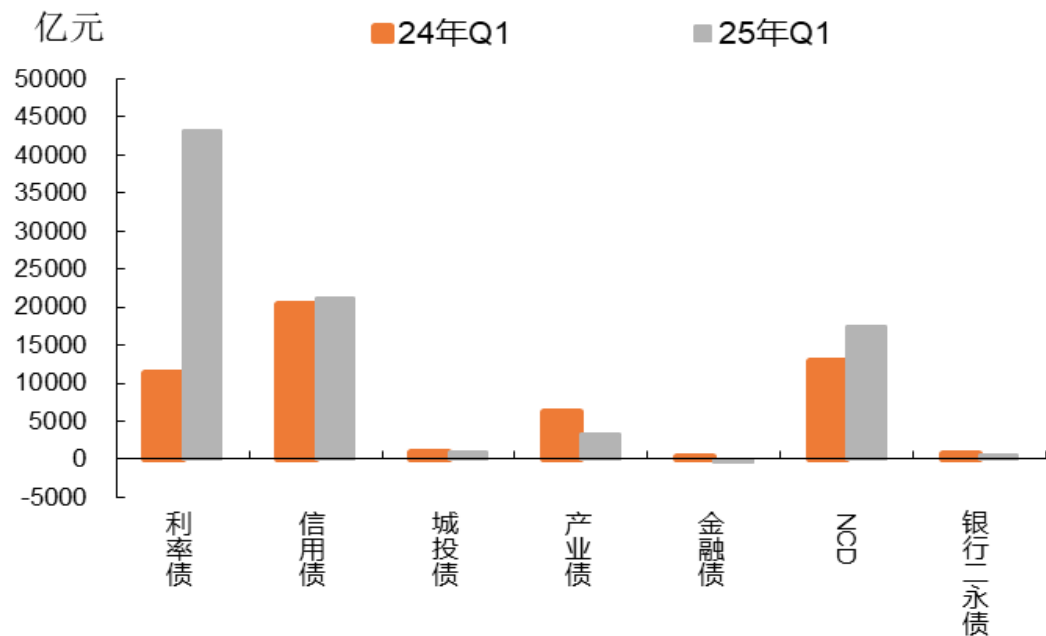
25年Q1低等级城投债走势



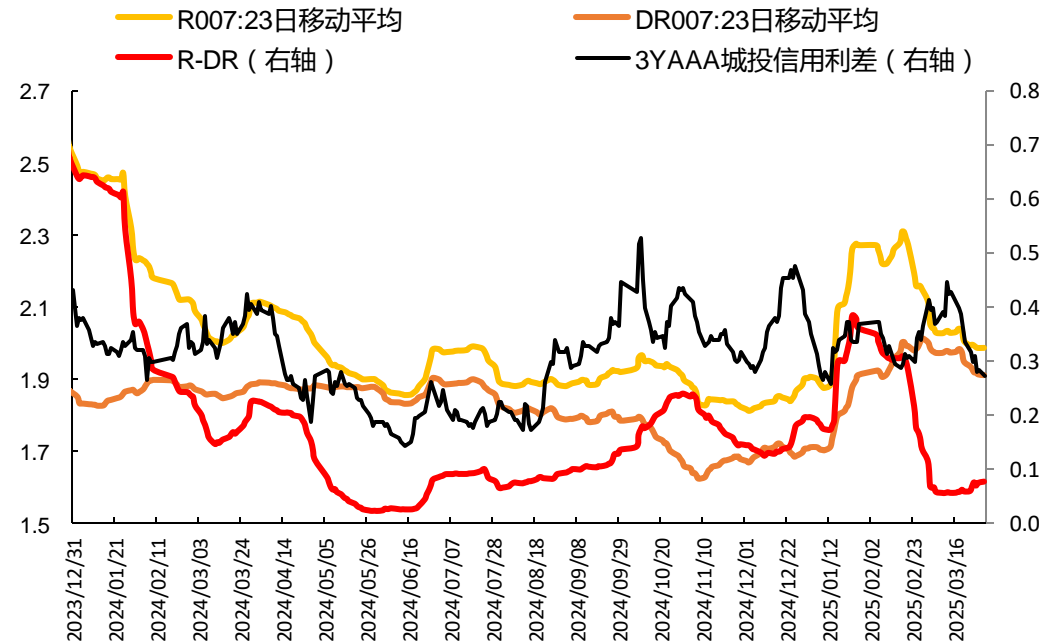
1.2 行情解析：供需利好信用利差压缩

- 今年一季度利率债净融同比大幅上升，信用债基本持平；NCD同比上升，城投债基本持平，产业债和金融债下降较多。利率债净融大升主要是因为25年财政加力较多。NCD同比上升主要是因为24年12月的非银活期存款新规导致银行的负债来源更依赖NCD。产业债和金融债下降应主要是因为利率上升较多。
- 今年一季度资金利率上行，银行资金利率上升幅度超非银。一季度政府债净融大升，但是央行资金投放偏少，导致资金利率上升较多，而DR利率上升比R更多，使得二者利差压缩。

今年一季度利率债供给明显多于信用债

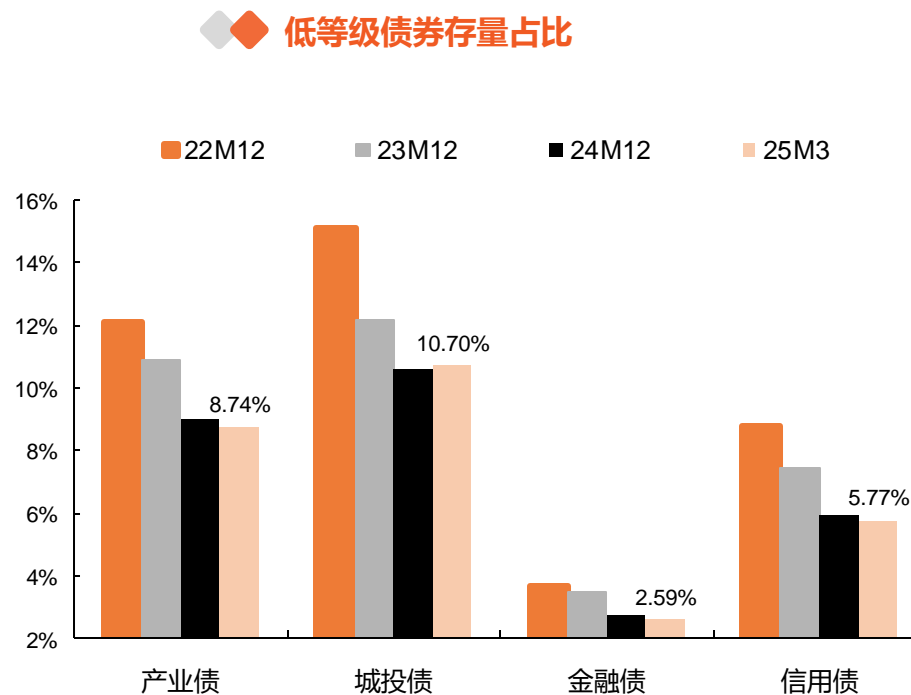
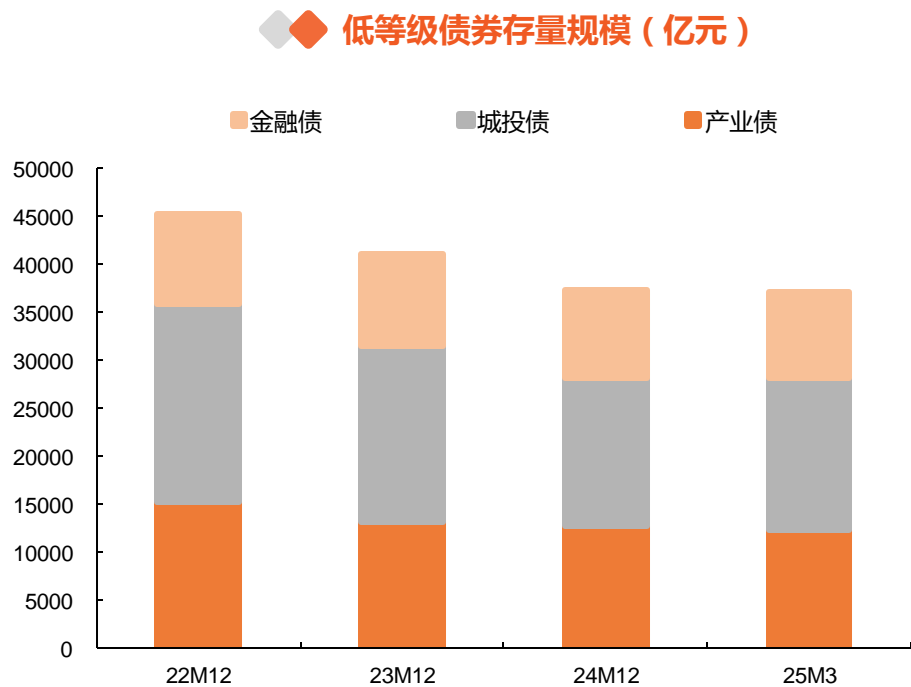


资金利率和信用利差波动 (%)



1.2行情解析：低等级债券占比下降

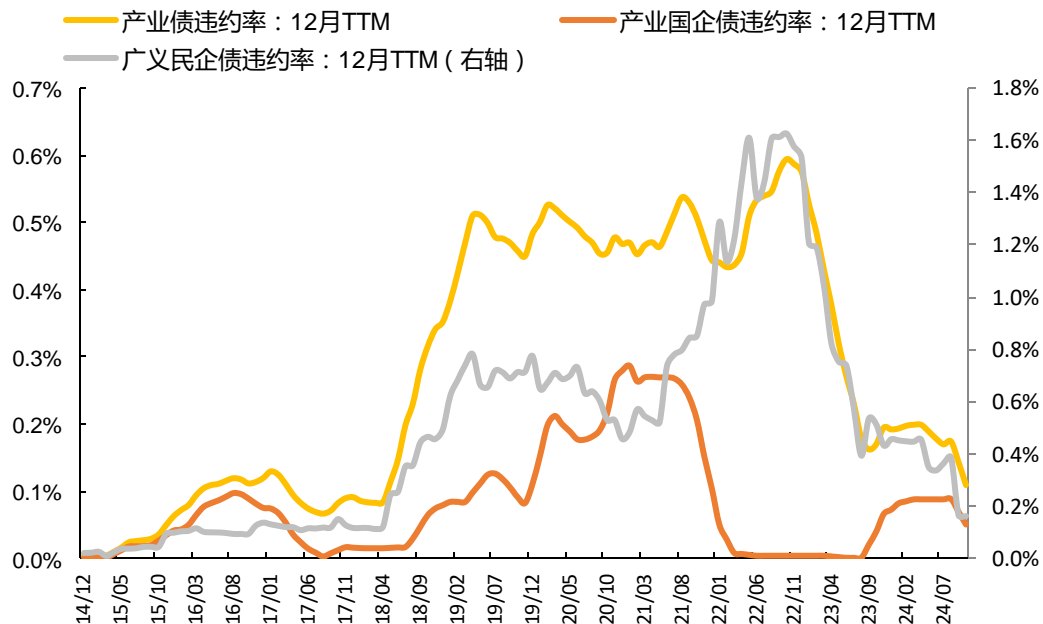
➤ 一季度低等级债存量规模基本持平，但占比继续压降。低等级债存量规模上升0.1%，占比下降0.17个百分点。



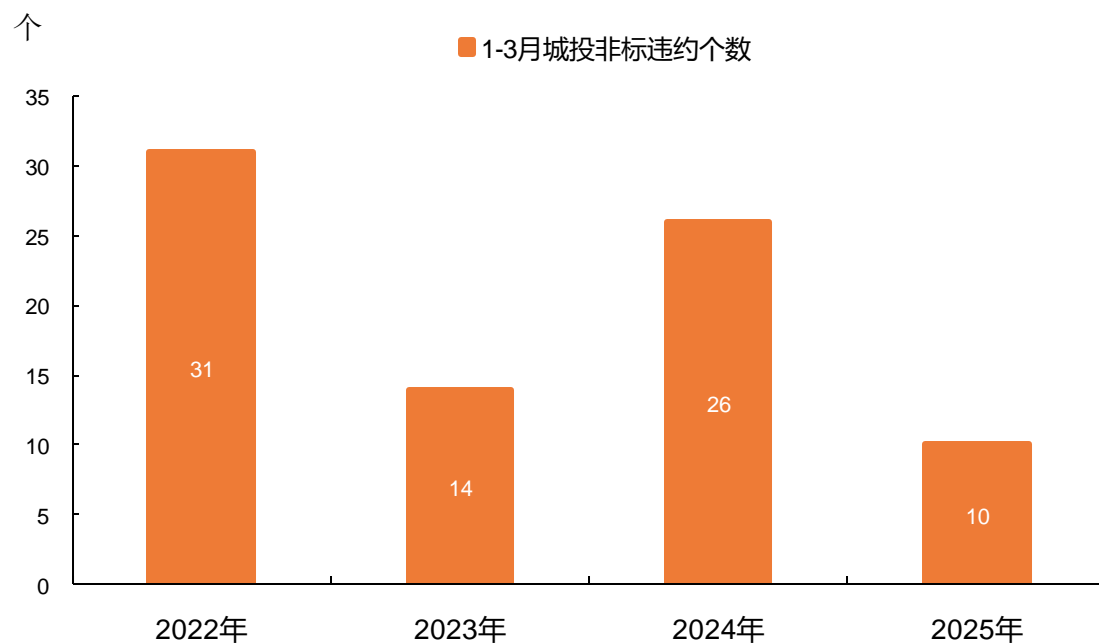
1.2 行情解析：违约频率大降，政策保兑付，利好风险下沉

- 违约率和违约规模下降。3月违约率为0.04%，较24年12月月下降0.06个百分点；1-3月违约规模为30亿元，同比下降39%。
- 地方债务置换密集开展使得今年一季度城投非标违约个数大幅下降，有利于降低市场对信用风险的担忧。

今年一季度债券违约率下降较多



今年一季度城投非标违约个数下降较多



策略展望：利差或走阔，久期仍可加

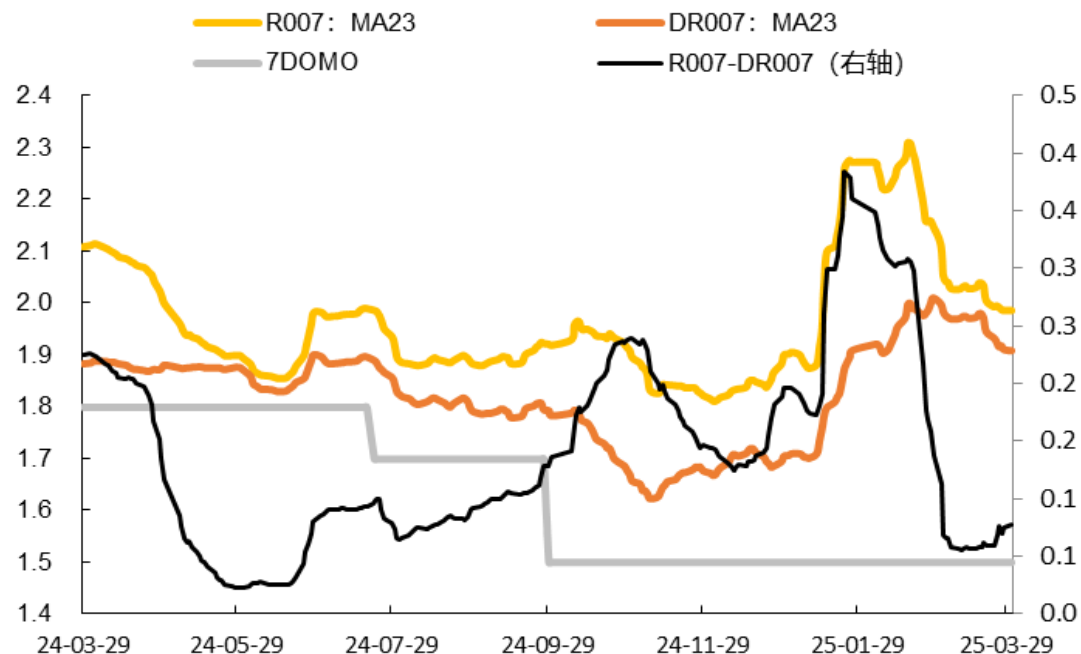
2.1 供需判断：供给相对增加，需求相对弱化，信用利差或被动走阔

- **二季度利率债供需格局较有利于收益率下行。**据wind，25年政府债净融资要比24年高2.4万亿，而一季度政府债净融同比就上升了2.6万亿，因此二季度政府债同比上升的幅度较可能下降，而央行可能在二季度降准。
- **二季度信用债供给相对利率债增加，需求相对弱化，信用利差或被动走阔。**1) 供给：信用债弱于利率债的幅度可能缩小。信用债供给在二季度可能会较一季度好转，主要是依靠产业债的放量。2) 需求：银行资金面改善幅度或大于非银。目前R与DR利差接近24年低位，因此后续DR利率下行幅度可能更大，会导致R与DR利差走阔。

分板块信用债供给分析

	相关政策
城投债	1) 隐债置换或能使得二季度退平台案例增多，宁夏等省也可能在二季度实现退重点省份； 2) 交易所出台了新的审核规则，对城投债的审核有所收紧； 综合来看，二季度城投债净融可能小幅走弱
产业债	1) 超长期特别国债或在二季度启动发行，稳增长扩投资专项债带来的增量央企债可能会逐步出现； 2) 一季度产业债净融下降较多，积压的融资需求可能会在二季度有所释放
金融债	1) 特别国债注资能增厚银行资本，有利于减少银行次级债供给； 2) 银行兼并重组继续，有利于压降低等级债存量规模

目前R和DR的利差较低（单位：%）



2.1 策略回测：信用利差被动走阔时期拉久期和下沉往往都有效

- 信用利差被动走阔时期，信用债虽往往跑输利率债，但拉久期和下沉策略往往都有效。23年以来信用债和利率债利率均下行，但信用利差走阔的时期有5次（以3个月为观察期），其中信用债4次跑输利率债，长久期资产均跑赢短久期，低等级4次跑赢高等级。

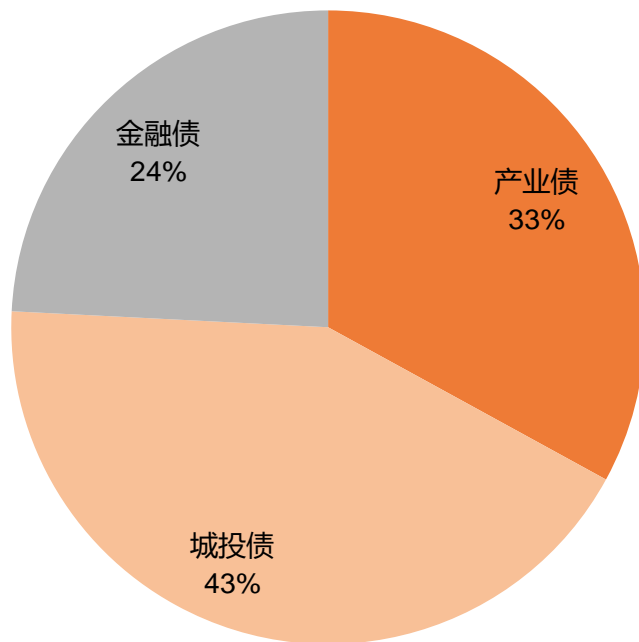
23年以来信用利差被动走阔时期的债券资产回报率

时期		23年3-5月	23年4-6月	23年5-7月	24年6-8月	24年9-11月
变化：BP	3Y国开利率	-34.9	-29.0	-24.5	-18.9	-13.8
	3YAA+中票利率	-29.5	-15.6	-10.7	-9.2	-10.7
	信用利差	5.4	13.5	13.7	9.8	3.2
持有期回报率	国开债	1.7%	1.6%	1.4%	1.1%	1.0%
	高等级（AAA到AA+）	1.6%	1.4%	1.1%	0.8%	0.7%
	中等级（AA和AA2）	1.8%	1.3%	1.1%	0.6%	0.7%
	低等级（AA-）	1.9%	1.6%	1.5%	1.0%	0.5%
	长久期（5年以上）	2.6%	2.1%	1.6%	1.3%	1.0%
	中久期（2、3年）	2.0%	1.6%	1.2%	0.7%	0.8%
	短久期（0.5、1年）	1.1%	1.0%	1.0%	0.6%	0.6%

2.1 存量债结构：低等级债规模或仍降，城投债仍是高收益主要来源

- 二季度低等级债占比或继续压降。二季度央企债扩容、上交所3号指引和银行兼并重组都有利于压降低等级债占比。
- 目前存量低等级债中城投债仍是主力。

低等级债券存量分布



2.1 大势研判：从估值角度看高等级拉久期或更佳

➤ 二季度长久期信用债表现或弱于长久期利率债，但在二季度拉久期或仍是更好的信用策略，其次可关注下沉机会。不考虑同时拉久期和下沉的情况下，目前国开债、高、中和低等级信用债收益率平均分位数分别为**6.1%**、**4.4%**、**2.9%**和**1.1%**。后续低等级债供给或更受限，但信用风险预计仍维持低位。

➤ 三大板块中更建议关注供给边际转弱更多的金融债，其次关注城投债。

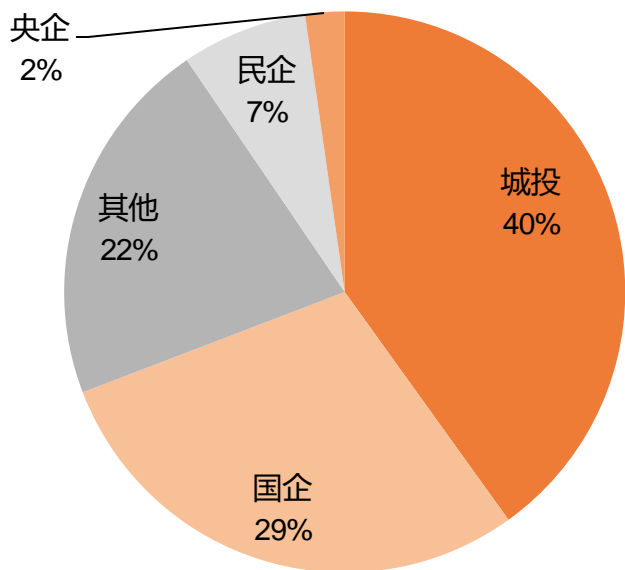
◆ 4月7日信用债收益率和利差水平

		收益率绝对水平：%			近三年以来的历史分位数：%								
					收益率			信用利差			期限利差		
		1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	3-1Y	5-1Y	5-3Y
产业	AAA	1.80	1.87	1.96	4.77	5.44	5.44	9.55	24.54	33.55	7.96	5.84	8.36
	AAA-	1.84	1.90	2.00	4.64	4.38	3.98	5.97	14.19	23.08	4.11	4.91	7.96
	AA+	1.88	1.96	2.08	4.24	3.98	4.77	4.11	13.93	23.34	5.17	8.22	13.26
	AA	1.93	2.09	2.30	3.58	2.25	5.70	1.19	15.38	25.46	14.99	18.30	27.45
	AA-	2.64	3.07	3.47	2.52	8.62	11.01	6.76	9.81	15.12	33.55	33.55	58.09
城投	AAA	1.83	1.89	1.98	4.77	5.31	5.17	12.73	23.74	30.90	5.31	5.70	11.41
	AA+	1.88	1.95	2.08	3.98	4.11	5.31	8.62	14.59	27.19	5.17	7.82	20.42
	AA	1.94	2.04	2.22	3.85	1.99	6.63	6.37	13.79	27.72	5.70	15.65	31.70
	AA(2)	2.00	2.17	2.44	1.99	3.18	9.28	6.63	15.12	26.92	17.37	20.69	25.33
	AA-	2.09	2.40	3.07	0.27	2.65	5.44	6.63	10.61	14.46	19.10	18.17	52.65
银行 永续	AAA-	1.82	1.90	1.96	3.85	4.11	3.58	0.66	10.21	17.51	5.97	4.38	3.98
	AA+	1.83	1.92	2.03	3.85	4.11	4.11	0.53	11.01	22.28	6.10	5.70	9.55
	AA	1.91	2.05	2.28	2.25	2.52	6.23	1.59	11.41	25.07	7.96	20.29	29.44
	AA-	2.16	2.41	2.88	0.93	2.79	14.06	7.03	12.73	27.85	17.51	27.59	49.47
银行 二级	AAA-	1.80	1.86	1.92	4.51	4.11	4.24	2.92	12.33	21.75	7.29	5.97	6.50
	AA+	1.81	1.90	1.99	4.38	4.24	4.11	2.65	13.26	23.61	7.69	5.31	4.77
	AA	1.86	2.00	2.21	3.85	3.45	4.64	0.00	13.40	27.59	11.94	18.17	36.34
	AA-	2.03	2.32	2.59	0.80	8.62	14.46	4.24	20.29	29.05	38.73	25.73	27.98
国开债	1.56	1.61	1.57	6.76	5.84	5.84				2.92	1.59	1.72	

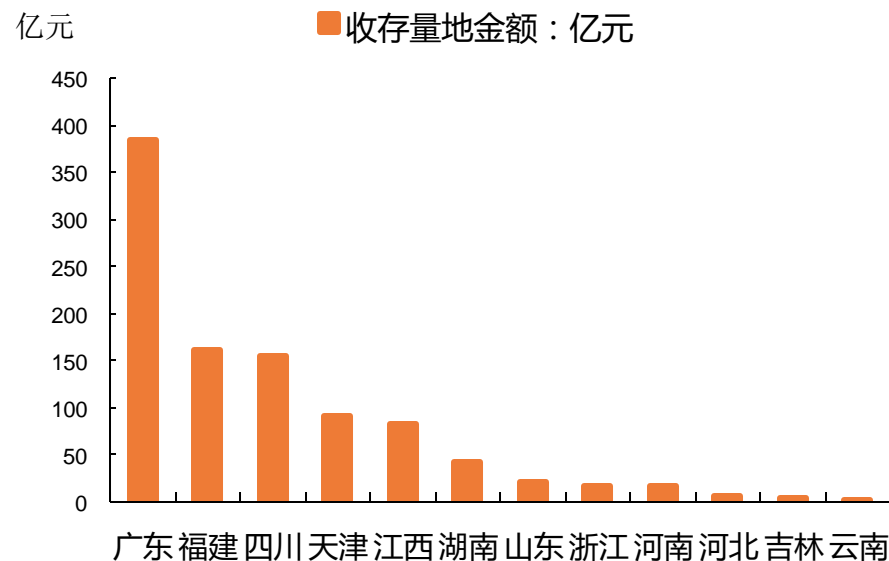
2.2 城投债：政府仍会防城投爆雷，收储政策利好风险缓释

- 全口径债务管控模式下，融资平台经营性债务可能会归并到地方国企债务中，但江苏提到其仍会积极防范城投爆雷。江苏在预算报告中提到后隐债时代“防范重心从化解政府性债务风险向防范融资平台爆雷转变”。
- 政府工作报告首次将收存量地和存量房列为专项债的重点任务，规模可能不低于8000亿元。今年政府工作报告明确将收存量地和存量房列为新增专项债的第二项重点任务，第一项是投资建设，第三项是化债。25年用于化债的新增专项债有8000亿元，因此收存量地和存量房的专项债规模可能不低于8000亿元。目前来看地方政府更会收购城投和地方国企手中的标的，因此该政策属于另类的化债政策。

今年一季度地方政府拟收购存量土地的来源



今年一季度各地政府拟收购存量土地的金额



2.2 城投债：退平台和严监管并行，城投债净融或小幅下降

- 全国两会对发展的重视超过化债，有利于城投新增融资。1) 央行提到24年平台数量已经压降40%，较超预期；2) 官方首次提到支持退重点省份以打开投资空间，而重点省份提前批额度已经大幅上升。
- 上交所新版3号指引会加大城投尤其是弱资质城投的发债难度。新政加大了对贸易业务和业务分散等的关注。
- 综上：利好利空因素叠加，城投债净融或小幅下降，其中弱资质城投可能下降更多。

25年全国两会对城投政策的表述

上交所新版3号指引对城投债的影响

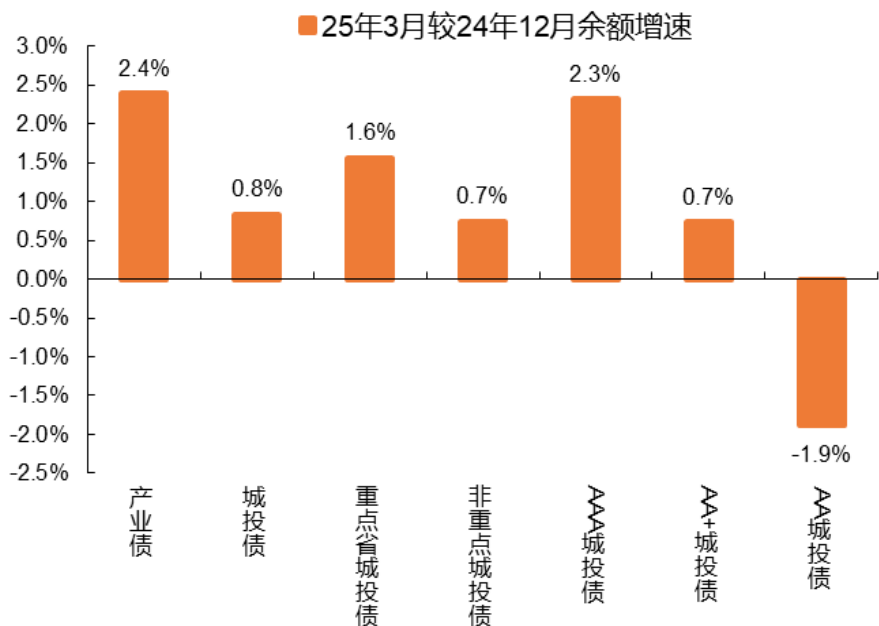
关键词	相关内容
退平台	<p>从去年四季度情况看，置换政策实施后平台减少4680家占全年减少总数的三分之二以上。下一步还要持续推进融资平台改革转型</p> <p>到2024年末，与2023年初相比，约有40%的融资平台通过市场退出、市场化转型等方式，退出了融资平台的序列。2024年末，融资平台经营性金融债务规模约14.8万亿元，较2023年初下降25%左右</p>
退重点省	动态调整债务高风险地区名单,支持打开新的投资空间
统筹化债与发展	坚持在发展中化债、在化债中发展

主要新增内容	影响
存货及应收款占总资产比重超70%的发行人应审慎确定公司债发行方案	城投此类资产占比较高，弱资质城投的此类资产占比更高，因此 该政策会加大城投特别是弱城投的发债难度
新增贸易业务或贸易业务收入占比超30%的发行人应充分披露上下游情况、会计核算方法合理性、贸易业务合理性	城投往往通过增加贸易业务来降低城建业务收入占比，因此 限制贸易业务会加大城投发债难度
EBITDA小于有息债务一年利息的发行人应披露自身是否具备持续盈利能力。盈利能力不足的发行人应审慎发债	城投盈利能力往往偏弱，因此 增加对盈利能力的关注会加大城投特别是弱城投的发债难度
资质良好的城市建设企业发行人可以将募集资金用于手续合规、收益良好的项目建设	强资质城投新增发债的难度可能会下降
业务多元分散的发行人应说明业务的协同性、盈利性和实际控制情况	城投可能通过兼并多个产业类主体来降低市场化业务收入和资产占比，因此 限制业务多元会加大城投发债难度

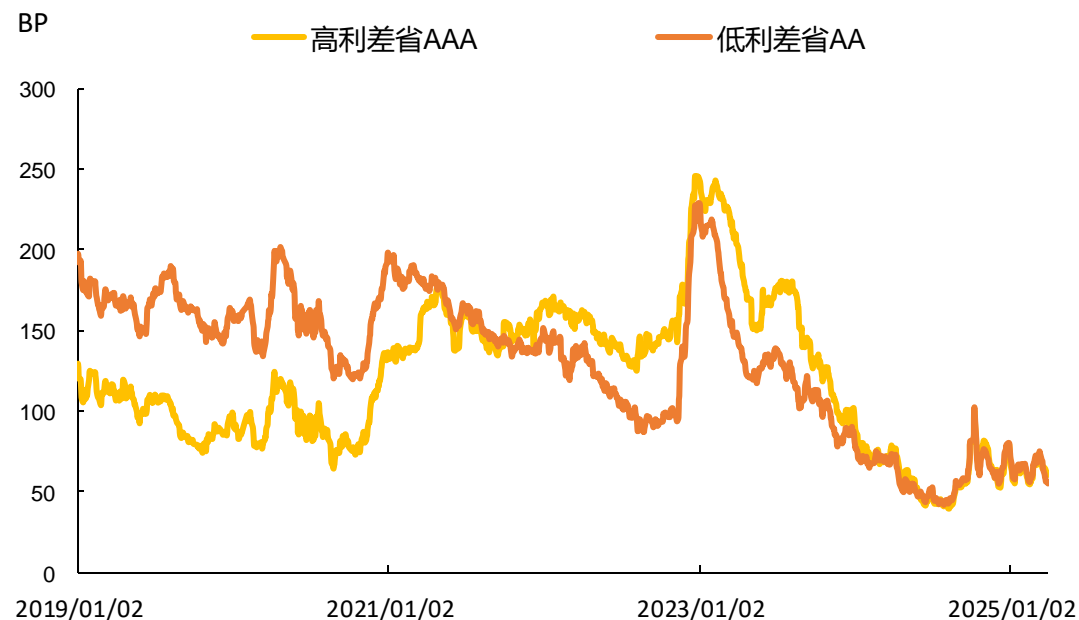
2.2 城投债：建议关注好区域差城投的利差压缩机会

- **弱资质城投中的好区域差城投供给更可能压缩。** 1) 今年重点省份提前批地方债额度大幅上升，相应的配套融资需求也会上升；2) 上交所新版指引增加了对利润和真实转型的关注，而差区域好城投更可能属于交通等有现金流的城投。
- **结合信用债整体策略，建议更关注好区域差城投的利差压缩机会。** 目前高利差省AAA城投债信用利差比低利差省AA高6BP，利差分位数也更高，因此好区域差城投更有利差压缩机会，而差区域好城投更有高票息机会。

今年重点省城投债融资相对改善



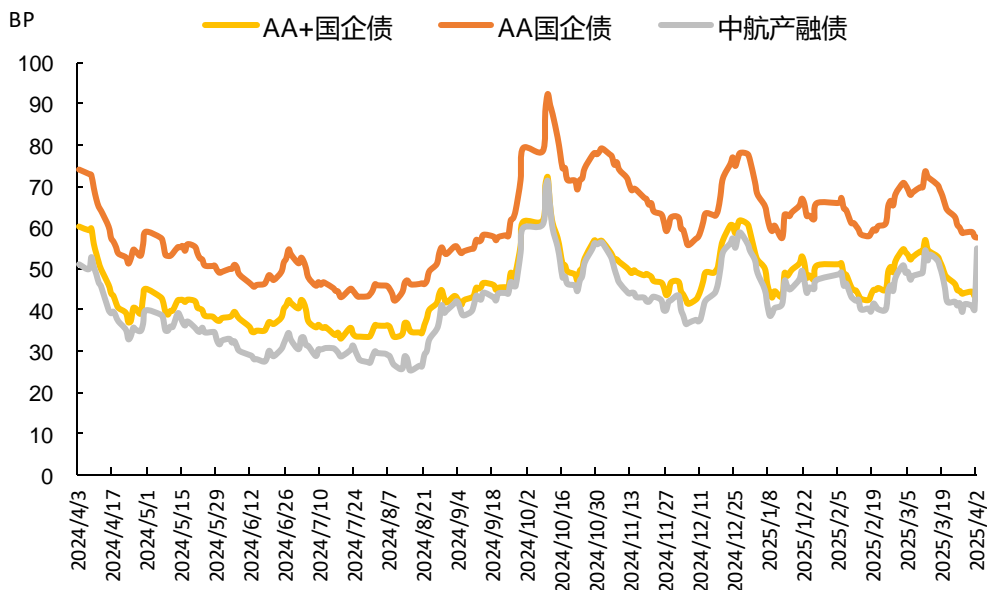
目前差区域好城投的利差高于好区域差城投



2.3 产业债：国企债券安全性无虞

- **保国企债券兑付的制度持续夯实。** 24年发布的《四川省属监管企业债券发行管理暂行办法》中提到“推动省属监管企业强化债券全流程管控，有效防范债券违约风险”。今年3月山东证监会提到“加强债券本息兑付等关键环节管控，提前落实兑付资金安排，避免出现技术性违约等情形”。
- **近期防债券违约的案例仍有落地。** 1) 据wind，2月深圳国资安排大量中高层管理人员进入万科，大股东深铁集团向万科提供股东借款用于支持万科偿还债券，带动万科债信用利差大幅下降。2) 中航产融公告退市，对中小投资者给予了一定补偿，同时宣布存续债券将转到场外兑付并承诺不违约，中航产融债信用利差只是因为流动性受限小幅上升。

◆ 中航产融债券信用利差仅小幅上升



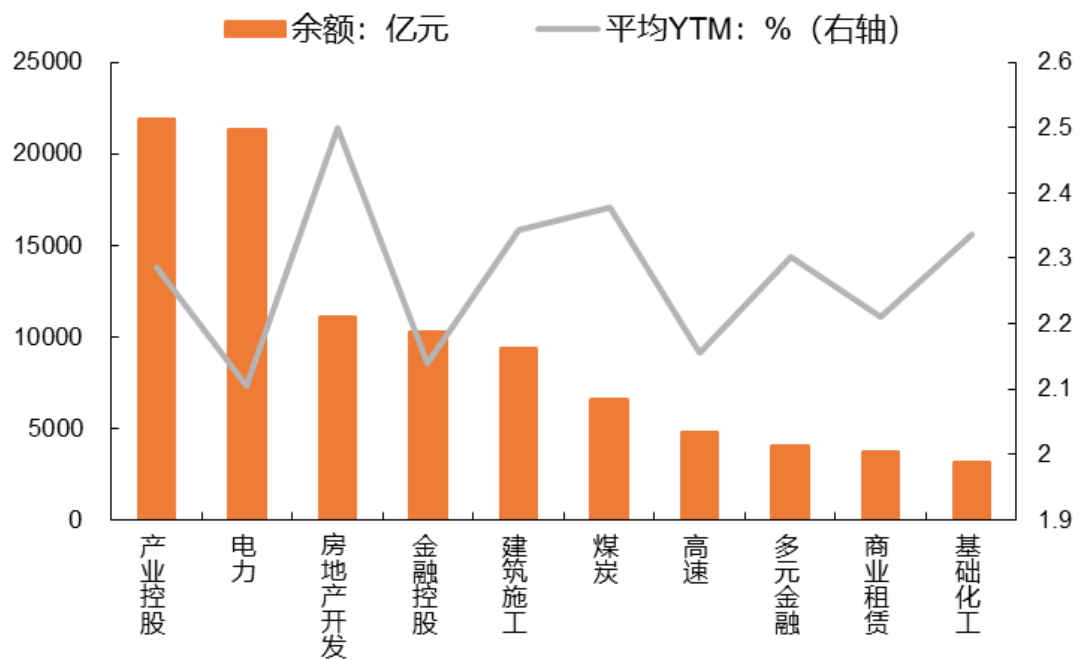
◆ 万科债信用利差冲高回落



2.3 产业债：行业层面关注国企地产债和建工债

- 目前国企债收益率较高且债券规模较大的行业包括地产、煤炭和建筑施工，其中地产和建筑施工会受益于化债，地产还会受益于保主体政策。

25年3月末国企产业债行业分布



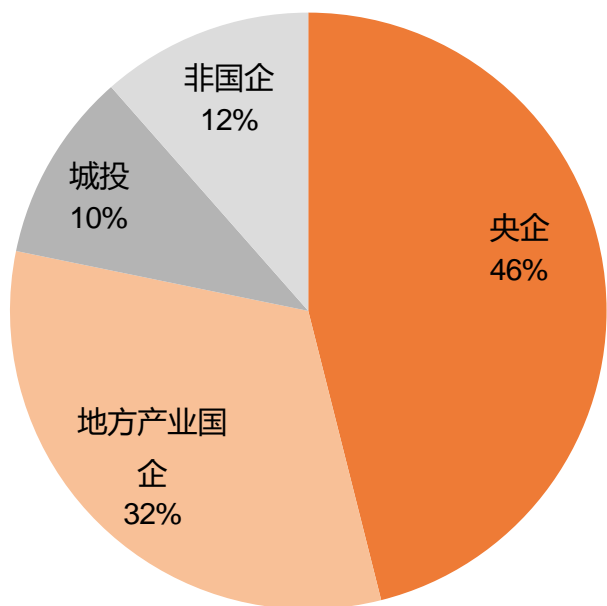
地产和建筑施工的利好逻辑

行业	利好逻辑
地产	<p>1) 国营地产持有的闲置土地较多，和政府关系更密切，以往实践中被收购的存量房也较多；</p> <p>2) 政府工作报告提到“有效防范房企债务违约风险”</p>
建筑施工	化债和收储有利于基建和房建工程回款，减少坏账损失

2.3 产业债：主题层面关注科创债

- 科创债发行主体多是国企，安全性较高。非国企占比仅12%。
- 科创债将获得政策支持，供需或将两旺，利差可能压缩。央行等表态将支持三类主体发行科创债，有望促进科创债供给上量。央行等表态支持投资者加大配置科创债，支持降低科创债发行成本。

◆ 历史发行的科创债的属性分布



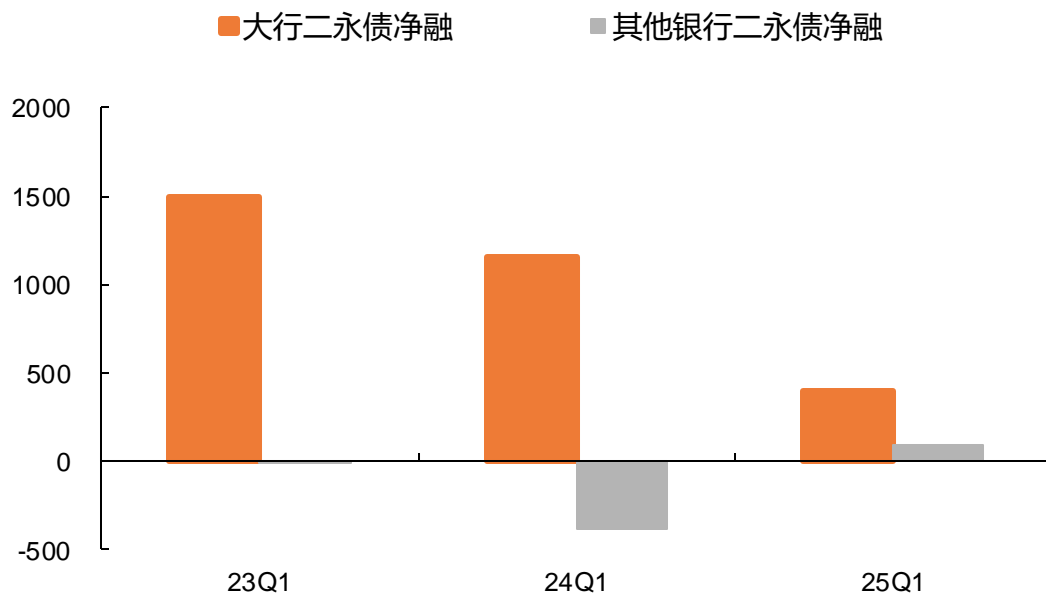
◆ 近期科创债政策

场合	政策
3月6日央行行长答记者问	<ol style="list-style-type: none"> 1) 人民银行将会同证监会、科技部等部门，创新推出债券市场的“科技板”。 2) 支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券，丰富科技创新债券的产品体系。 3) 完善科技创新债券发行交易的制度安排，创新风险分担机制，降低发行成本，引导债券资金更加高效、便捷、低成本投向科技创新领域
4月1日金监总局办公厅发布《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》	<ol style="list-style-type: none"> 1) 鼓励银行机构为符合条件的科技型企业发行科创票据、资产支持票据、资产担保债券等提供承销服务。 2) 支持银行保险机构、资产管理机构等加大科创类债券投资配置力度，推动保险机构投资资产支持计划等证券化产品

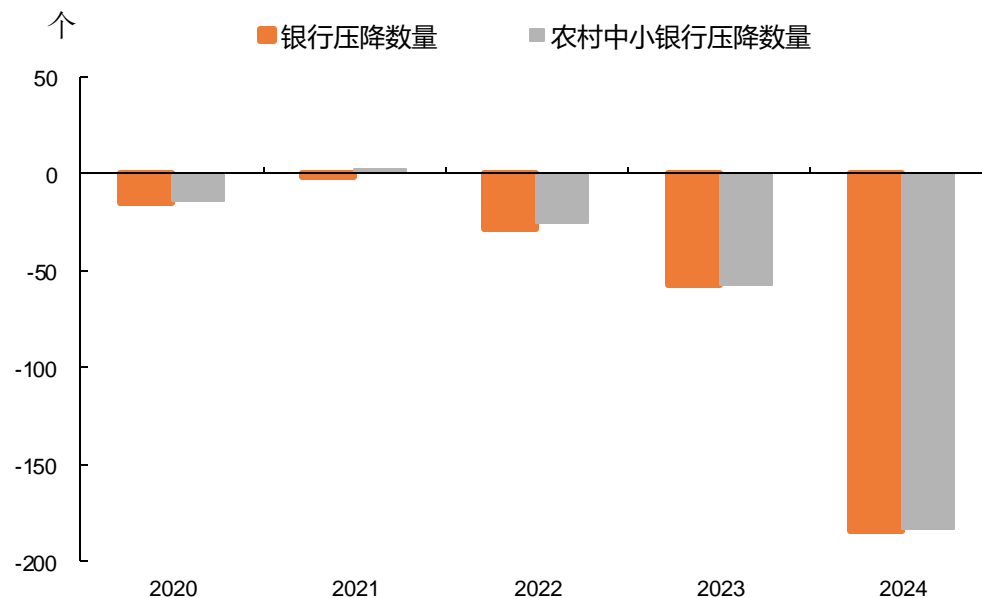
2.4 金融债：二永债供给或下降，尤其是低等级

- 特别国债注资大行、化债和资本新规有利于降低二永债供给。5200亿元注资将平均提升4家大行核心一级资本充足率1个百分点，这可能是今年1季度大行二永债净融资大降的原因。化债和资本新规能降低风险权重，减少资本计提。
- 监管推动下，24年银行数量压降大幅增多，主要靠农村中小银行贡献，而25年会持续。2025年中央一号文件提出“坚持农村中小银行支农支小定位，一省一策加快农村信用社改革，稳妥有序推进村镇银行改革重组”。

◆ 银行二永债一季度净融（单位：亿元）



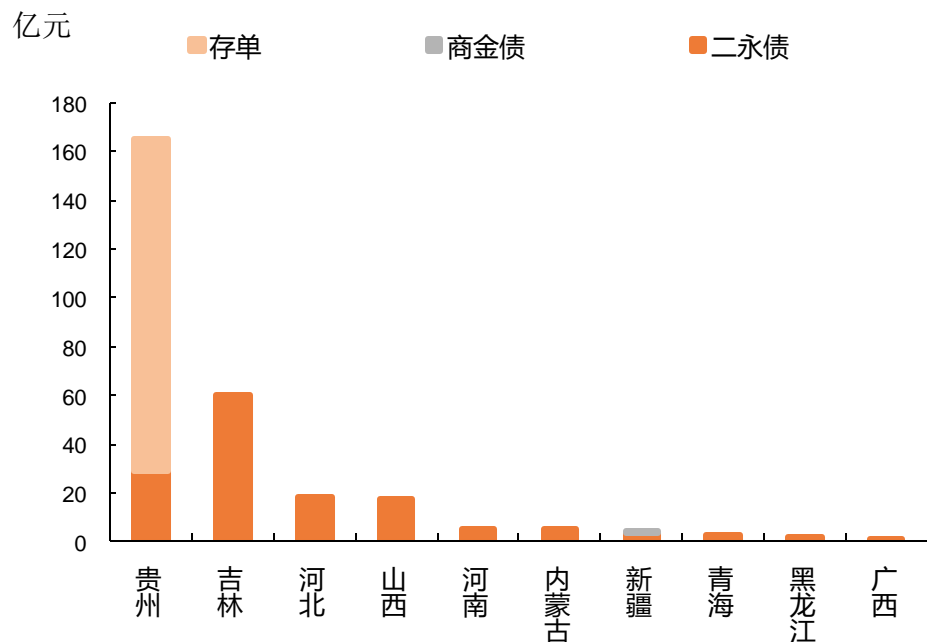
◆ 近年银行数量压降情况



2.4 金融债：关注金融承载力较弱区域的农商行债券

- **金融承载力较弱地区的省联社改革都较可能采用统一法人模式。** 24年1月金监总局农村中小银行监管司曾要求“支持金融承载力较弱地区的农信社实施市场化重组，重塑经营管理机制”。2025年以来新疆、河南、甘肃和内蒙古相继推进省级统一法人农商行的组建进程。
- **统一法人农商行模式有利于降低金融债信用风险，因此可以关注相关区域的农商行债券。** 贵州等地虽然确立了联合银行模式，但也可能像河南、甘肃那样转变为统一法人模式。

具有潜在合并预期的省份在一季度末存续的农商行金融债



2025年以来各地省联社改革进程

时间	省联社改革进展
1月	金监总局批准江西筹建江西农商联合银行
1月	金监总局批准新疆组建全区 统一法人农商银行 的方案
2月	河南农商行 正式开业，合并了省内 25 家农村中小银行
3月	甘肃将推进 筹建统一法人模式的“甘肃农商银行” 。在此之前甘肃省曾在 2023 年政府工作报告提出“稳妥推进农信社改革，组建甘肃农商联合银行”。
3月	金监总局批准内蒙古筹建 内蒙古农商行
4月	陕西省联社上报改革方案，改革方向是成立省级联合银行

策略总结及风险提示

三、25年二季度展望

25年二季度展望

➤ **整体策略：**二季度信用债收益率或跟随利率债下行，但由于信用债供给相对增加，需求相对走弱，因此信用利差有被动走阔风险。参考历史并结合估值，我们认为在二季度拉久期仍是更好的信用策略，其次可关注下沉机会。三大板块中更建议关注供给边际转弱更多的金融债，其次关注城投债。

➤ **板块策略：**

1) 城投债：关注好区域差城投的利差压缩机会。收储政策有利于继续缓释城投信用风险，上交所新规可能会促使城投债尤其是弱资质城投债供给走弱，而差区域好城投供给或下降更多。

2) 产业债：关注化债带来的国营地产债、建工债的票息机会，其次关注国营科创债的机会。政策呵护下，国企债券安全性无虞，而化债有利于加快国营地产企业、建工企业的回款。科创债在政策更大支持的背景下，供需可能两旺。

3) 金融债：关注二永债供给压力下降带来的整体性机会，以及农商行合并带来的结构性机会。特别国债注资大行等政策有利于降低二永债供给。越来越多地区的省联社改革方向确定为统一法人农商行模式，而统一法人农商行模式有利于降低金融债信用风险，因此可以关注相关区域的农商行债券。

风险提示

- **国企不再优先兑付债券。** 卖地收入下滑压低政府救助能力，或者政府改变以往督促国企优先兑付债券的态度，使得国企不再优先兑付债券。
- **货币政策超预期。** 若受汇率等方面压力影响，货币政策偏紧、无风险利率上移，给金融资产带来调整压力。
- **城投融资政策大幅放松。** 政策放松导致城投债发行量大幅上升，而债市承接能力有限，导致利率大幅上升。

固定收益团队				
行业	分析师	邮箱	资格类型	资格编号
固定收益	刘璐	LIULU979@pingan.com.cn	投资咨询	S1060519060001
	张君瑞	ZHANGJUNRUI748@pingan.com.cn	投资咨询	S1060519080001

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。