

## 轻工制造

### 纸浆期货系列三：我们看多 2019 年浆价的十个理由

**我们看多 2019 浆价的 10 个理由。**近期纸浆期货上市，交割标的漂白针叶浆遭到机构做空，价格一落千丈。在市场对 2019 年木浆价格的讨论中，结合我们前期对于行业的判断供需变动和全国商品浆格局的判断，我们看多 2019 年浆价：（1）当前现货价格已严重倒挂，贸易商大幅浮亏，真实交易难以为继；（2）供应商自十月起大幅降低发往中国运量，幅度为-13.7%，预计 12-1 月到港量将大幅下滑；（3）主要商品木浆产能所在地森林净减少趋势严重，木片资源呈匮乏趋势；（4）2019 年全球商品浆新增产能低于产能收缩；（5）2018 年 10 月美国的“麦克飓风”将影响北美将近 80 万吨针叶浆产能；（6）2019 年中国纸厂需求有望回暖；（7）近期巴西两大阔叶商品浆生产企业合并进入最后程序，合计 1100 万吨阔叶商品浆产能将形成协同；（8）全球禁塑风潮下，木浆纤维需求有望得到结构性提升；（9）国内纸包装五层板向三层板转移趋势下，高质量木浆纤维用量将得到提升；（10）2014 年起，国际木浆价格就与主流大宗商品价格脱钩，木浆有其自身特有的需求逻辑。

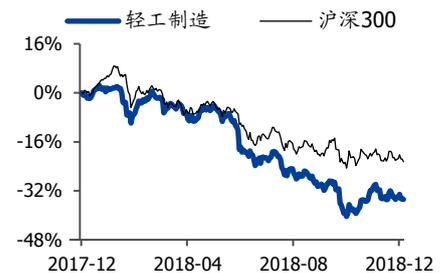
**纸浆期货机构持仓详细解读。**净多单方面渤海期货一直秉承看多观点，而其他机构则追随市场走势，下跌时降多仓，期价低位后进行补仓操作，且其对后市均以看多为主；净空单永安系方面，12 月 14 日净空单持仓量仅为 462 手，而上市当天该机构净空单量达 5655 手，降幅高达 91.83%，显示出其对漂针浆后市价格走向发生改变。

总结：本周纸浆期货交易逐渐降低，期价则表现为窄幅震荡，各机构对漂针浆后市价格看法不一，但众多均以减仓空单，小幅配置多单或持仓观望为主。

**风险提示：**2019 年宏观经济刺激政策力度不足，中美贸易摩擦趋势恶化，新型包装材料加速替代纸制品包装。

增持（维持）

#### 行业走势



#### 作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

#### 相关研究

- 《轻工制造：木浆价格短期继续探底，生活用纸历史性套保机会已现》2018-12-16
- 《轻工制造：纸浆期货专题二：交割规则设置合理，国际化有望加速》2018-12-09
- 《轻工制造：纸浆期货标的合理，包装原材料价格下滑助业绩增长》2018-12-09

#### 重点标的

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002511	中顺洁柔	0.46	0.34	0.43	0.55	19.7	26.6	21.1	16.5
600308	华泰股份	0.58	0.71	0.80	0.88	7.8	6.4	5.6	5.1
002078	太阳纸业	0.78	0.97	1.14	1.28	7.7	6.2	5.3	4.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



## 内容目录

一、我们看多 2019 浆价的 10 个理由 .....	3
二、纸浆期货机构持仓详细解读 .....	7
三、风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1: 纸浆期货收盘价 (单位: 元/吨) .....	3
图表 2: 纸浆期货交易量和持仓量 (单位: 手) .....	3
图表 3: 国内针叶浆价格走势 (单位: 元/吨) .....	3
图表 4: 进口浆 CFR 现货价 (单位: 美元/吨) .....	3
图表 5: 港口库存量 .....	4
图表 6: 10 月全球对中国木浆发运情况 .....	4
图表 7: 1990-2015 主要产浆国原料分布&全球森林年度净变化 .....	5
图表 8: 化学纸浆的产能增减情况 .....	5
图表 9: 瓦楞纸板差异 .....	6
图表 10: 五层箱占比比率 .....	6
图表 11: 价格情况 .....	7
图表 12: 纸浆期货成交额 (单位: 亿元) .....	7
图表 13: 纸浆期货价格情况 (单位: 元/吨) .....	7
图表 14: 成交量龙虎榜前五、前十占比 .....	8
图表 15: 多头持仓前五、前十情况 (单位: 手) .....	8
图表 16: 多头持仓前五-前十情况 (单位: 手) .....	8
图表 17: 多单持仓前五细分情况 (单位: 手) .....	9
图表 18: 净多头持仓前五、前十情况 (单位: 手) .....	9
图表 19: 净多头持仓前五-前十情况 (单位: 手) .....	9
图表 20: 净多单持仓前六细分情况 (单位: 手) .....	10
图表 21: 空头持仓前五、前十情况 (单位: 手) .....	10
图表 22: 空头持仓前五-前十情况 (单位: 手) .....	10
图表 23: 空头持仓量前五细分情况 (单位: 手) .....	11
图表 24: 空头持仓量前五-前十细分情况 (单位: 手) .....	11
图表 25: 净空头持仓前五、前十情况 (单位: 手) .....	11
图表 26: 净空头持仓前五-前十情况 (单位: 手) .....	11
图表 27: 净空头持仓量前五细分情况 (单位: 手) .....	12
图表 28: 净空头持仓量前五-前十细分情况 (单位: 手) .....	12

## 一、我们看多 2019 浆价的 10 个理由

本周 SP1906 周五夜盘收于 5122 元/吨，较前一交易日收盘价下跌 0.19%，较上周五下跌 0.31%；SP1909 周五夜盘收于 4990 元/吨，较前一交易日收盘价下跌 0.08%，较上周五下跌 0.36%；现货方面，国内江浙沪地区乌针价格为 5650 元/吨，环比下跌 0.88%，同比下跌 18.71%，较年初下跌 14.4%，期现基差为 518 元/吨，贴水幅度为 9.17%，静待市场选择方向；阔叶浆方面，华北布阔现货价为 5150 元/吨，现货针阔价差为 500 元/吨，较上周缩小 100 元/吨。

图表 1: 纸浆期货收盘价 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

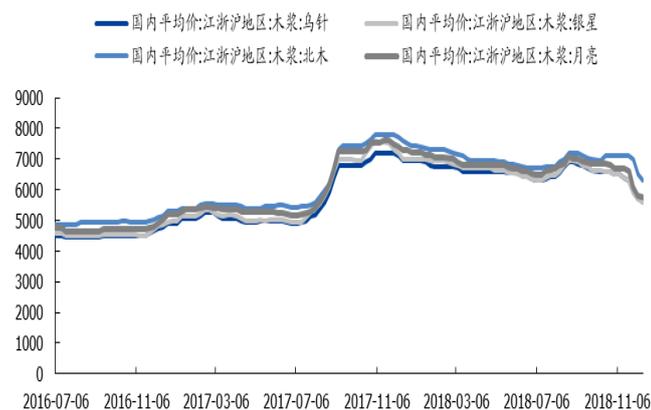
图表 2: 纸浆期货交易量和持仓量 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

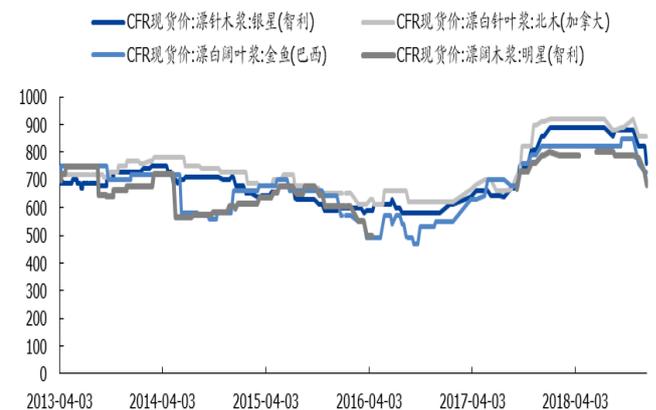
近期纸浆期货上市，交割标的漂白针叶浆遭到机构做空，价格一落千丈，内盘现货和外盘远期现货价格在过去半个月时间内分别大幅下滑 1200 元/吨至 5700 元/吨一线，100 美金/吨至 760 美金/吨一线。在市场对 2019 年木浆价格的讨论中，结合我们前期对于行业的判断供需变动和全国商品浆格局的判断，我们看多 2019 年浆价。

图表 3: 国内针叶浆价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 进口浆 CFR 现货价 (单位: 美元/吨)

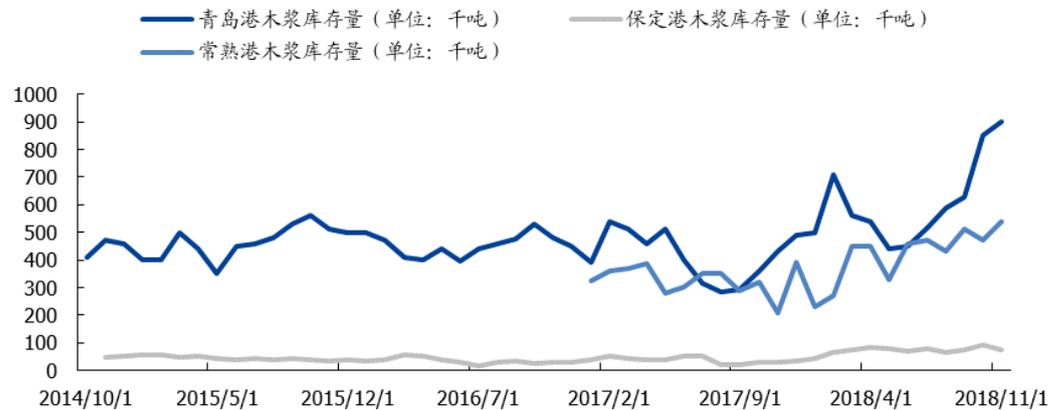


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**看多理由一: 当前现货价格已严重倒挂, 贸易商大幅浮亏, 真实交易难以为继。**  
截至 11 月底, 三大港口现货库存高位, 其中青岛港 90 万吨, 同比提升 109%, 常熟港 54 万吨, 同比提升 38%。其中针叶浆在 50 万吨左右, 其余为硬木阔叶浆。我们调研得

知，目前港口存货大多为8-9月去全球供应商发往中国的货，综合成本在6800元/吨以上。以当前市场报价的5700元/吨出货，贸易商浮亏1100-1300元/吨，消化库存阶段，在真实交易层面，当前现货价格难以为继。

图表5: 港口库存量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**看多理由二: 供应商自十月起大幅降低发往中国运量, 幅度为-13.7%, 预计12-1月到港量将大幅下滑。**

2018年10月全球往中国漂白针叶浆发运量为62.6万吨, 同比下滑13.7%, 预计该批货到港时间为12月至2019年1月。我们预计11-12月发运量亦将延续同比大幅下滑趋势。为何有这样的趋势? 因为中国价格不好。故预计2019年一季度漂针到港量将出现同比大幅下滑。

图表6: 10月全球对中国木浆发运情况

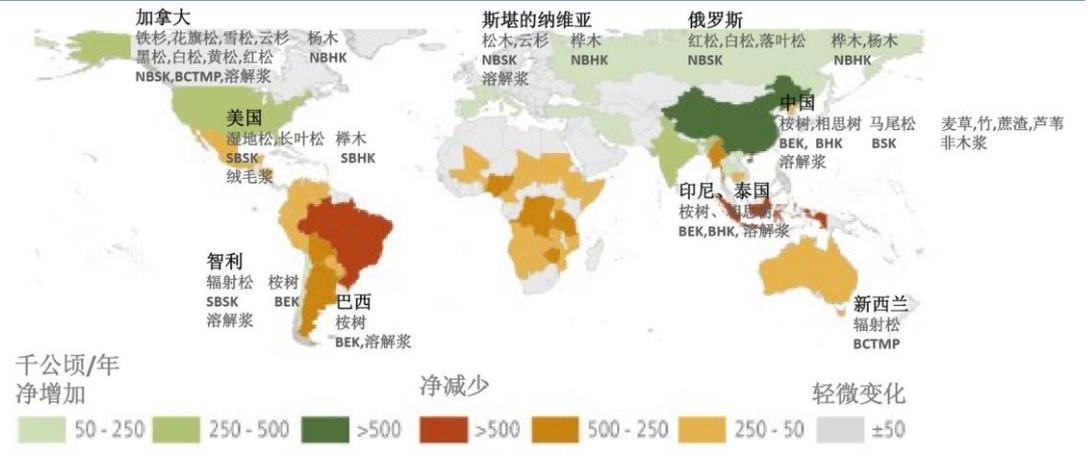
000s tonnes	October			10 months		
	2018	2017	%	2018	2017	%
<b>Chinese Demand</b>						
Total Chemical Market Pulp	1673	1770	-5.5%	17761	16922	5.0%
Bleached Softwood Sulphate	626	725	-13.7%	6547	6705	-2.4%
Bleached Hardwood Sulphate	991	987	0.4%	10610	9685	9.6%
Unbleached Sulphate	54	58	-6.0%	600	527	14.0%
Sulphite	1	0	>100%	4	5	-25.8%

资料来源: PPC, 国盛证券研究所

**看多理由三: 主要商品木浆产能所在地森林净减少趋势严重, 木片资源呈匮乏趋势**

主要商品木浆生产地巴西, 印尼, 智利, 加拿大等区域, 自1990年至2015年以来, 国家森林资源呈趋势性净减少态势, 其中印尼和巴西净减少量最大, 均超过50万公顷/年, 智利净减少在25-50万公顷/年, 加拿大净减少量在5万公顷/年。全球只有中国 and 美国的森林资源在过去25年中是净增加的, 然而中国政府严格限制森林资源砍伐用于制浆, 且该政策趋势大概率不会改变, 以晨鸣纸业黄冈林地开发受阻为例可见一斑。

图表 7: 1990-2015 主要产浆国原料分布&全球森林年度净变化

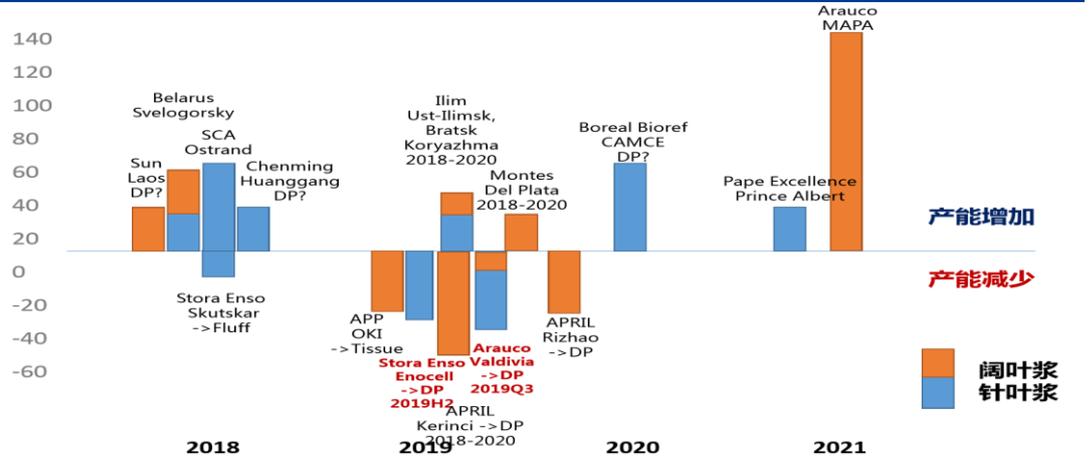


资料来源: PPPC, C&D, 国盛证券研究所

#### 看多理由四: 2019 年全球商品浆新增产能低于产能收缩

据 PPPC, C&D 统计, 2019 年 APPOKI 有接近 30 万吨漂阔将转供应自有造纸产能, 斯道拉恩索二季度 35 万吨漂针, 亚太森博有合计 70 万吨漂阔, 智利银星三季度有合计 40 万吨针阔, 转产溶解浆。而新增产能统计中, 中国太阳老挝 50 万吨阔叶化学浆目前已转产溶解浆, 晨鸣合计 70 万吨针阔也将用于供应其下游新增造纸产能, 不会流入商品浆市场。2019 年商品浆市场总体供给下滑。

图表 8: 化学纸浆的产能增减情况



资料来源: PPPC, C&D, 国盛证券研究所

**看多理由五: 2018 年 10 月美国的“麦克飓风”将影响北美将近 80 万吨针叶浆产能**  
2018 年 10 月, 名为“麦克”的强劲飓风袭击美国佛罗里达州西北部地区, UBS 估计该飓风将影响当地将近 80 万吨左右针叶浆产量, 10 月起全球发往中国针叶浆量减少也与此有一定关系, 这场飓风将在未来相当长一段时间影响全球针叶浆供应格局。

#### 看多理由六: 2019 年中国纸厂需求有望回暖

2018 年中国纸厂需求整体呈下滑趋势, 究其原因, 我们认为与下游整体去库存有密切关系, 反应的是对第一年出现的高位纸价接受度偏低, 以及对未来造纸行业需求的极度悲观预期。无论预期如何变化, 当前事实就是生产单位原纸库存已至低位, 具备补库空间。结合我们对明年将出现托底型宏观经济政策出台的判断, 明年终端需求极有可能优于目前预期, 下游补库存将带动纸厂需求复苏, 从而拉动木浆整体需求回暖。

**看多理由七：近期巴西两大阔叶商品浆生产企业合并进入最后程序，合计 1100 万吨阔叶商品浆产能将形成协同**

巴西鹦鹉和金鱼的合并，使得接近 1100 万吨商品阔叶浆产能形成协同，占到全球商品阔叶浆总产能的 3 成以上，商品阔叶浆供应商定价能力进一步提升。从针阔叶历史价格上来看，阔叶价格可谓针叶价格的底。浆价继续向下动力和空间皆有限。

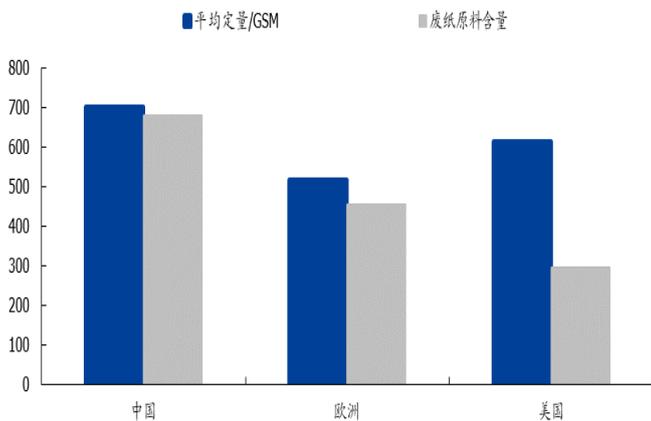
**看多理由八：全球禁塑风潮下，木浆纤维需求有望得到结构性提升**

2018 年 11 月初，欧盟高票通过全面“禁塑令”，批准 2021 年起禁止使用一次性塑料产品，以遏制日益严重的塑料废弃物对海洋生态环境的破坏。我们认为，全面禁塑将成全球趋势，且不可逆，原因在于，中国和东南亚地区目前正在执行全面禁废进口政策，且该政策不会逆转，欧美发达国家的废物垃圾未来将没有去处，只能禁止使用。因此全球禁塑风潮下，用来替代一次性塑料包装制品的只有可再生属性较强的木浆纤维，木浆纤维需求未来大概率得到结构性提升。

**看多理由九：国内纸包装五层板向三层板转移趋势下，高质量木浆纤维用量将得到提升**

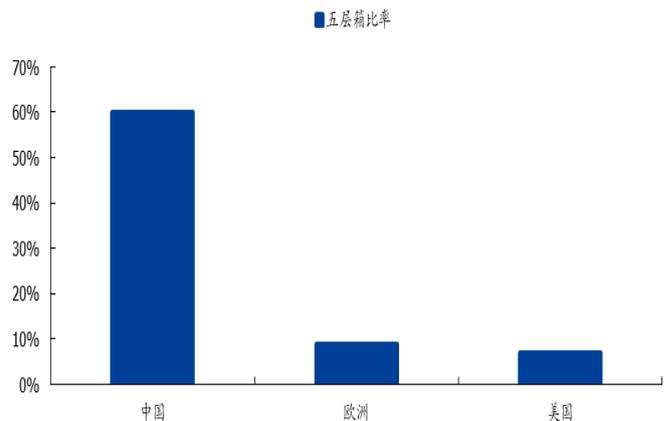
目前中国纸包装中，五层板比例接近 60%，而欧洲这个比例小于 10%，北美接近 7%，在今年开始的进口废纸严限政策下，国内废纸原材料短缺已成确定趋势，包装企业用三层板替代五层板以降低原纸用量将成为行之有效的应对方案，然而客户对包装保护和缓冲功能的要求并不会因轻量化而降低，因此纤维质量更好的木浆纤维未来被用在箱板瓦楞纸的生产原材料中是必然选择。粗略估计，全国箱板瓦楞纸年产量在 5600 万吨左右，因质量要求，在原材料中增加 5%（可能更多）左右的木浆纤维，将带动国内木浆 280 万吨左右的需求，对应国内 8%左右的需求提升弹性。

图表 9：瓦楞纸板差异



资料来源：ICCA，国盛证券研究所

图表 10：五层箱占比比率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

**看多理由十：2014 年起，国际木浆价格就与主流大宗商品价格脱钩，木浆有其自身特有的需求逻辑**

2014 年年中开始，布伦特原油与铁矿石价格出现大幅下滑，而国际木浆价格维持平稳，2015 年原油与铁矿石价格双双出现回暖，木浆价格才开始探底，2016 年中期开始，铁矿石与原油价格震荡上行，而木浆价格同期则出现大幅上涨。从历史价格数据看，国际木浆价格自 2014 年起就与原油及铁矿石等大类大宗商品价格脱钩，木浆拥有自身特有的结构性需求提升逻辑，一方面是纸张消费升级带来的木浆纤维在纸制品中渗透率提升，另一方面新型经济体国家生活用纸需求快速提升也在拉动木浆纤维总体需求。

图表 11: 价格情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018 年是中国纸张及纸制品高价的第一年, 行业出现不适应性高价恐慌导致需求下滑只是暂时的状况, 随着全球木材资源逐年匮乏, 木浆及造纸供应格局日趋优化, 壁垒不断提升, 企业整体 ROE 水平上移仍将是我们对行业的判断。纸浆期货上市的大跌, 给了纸浆成本型企业历史性的套期保值机会, 我们希望企业抓住机会, 锁定成本, 将更多精力用于前端销售渠道及市占率开拓上, 实为正道。与此同时, 因短期价格及 2019 年价格预期下滑导致的木浆系造纸企业股价及估值双杀局面, 极有可能在未来的两个月后得到修正, 我们仍然提示关注太阳纸业 1.3 倍 PB, 晨鸣纸业 A0.6 倍 PB, 华泰股份 0.7 倍 PB 的投资机会。

## 二、纸浆期货机构持仓详细解读

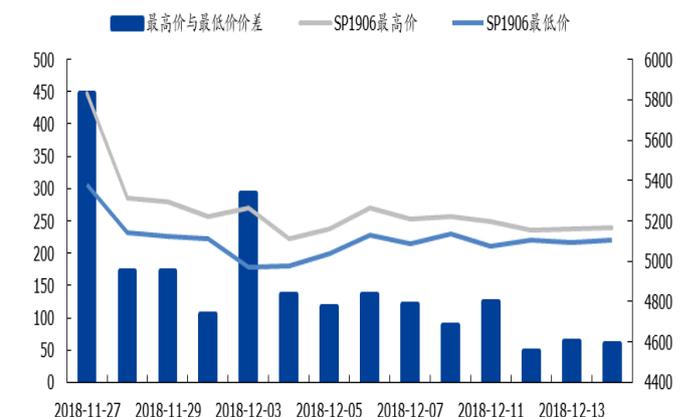
本周纸浆期货交易量逐渐降低, 12 月 14 日成交额为 299.33 亿元, 环比下跌 16.36%, 较上周五下跌 55.96%, 较成交额最大的 12 月 6 日下跌 65.19%; SP1906 方面, 12 月 14 日最高价与最低价价差仅为 60 元/吨, 而上市当天有将近 448 元/吨的价差, 近期窄幅震荡为主, 静待市场选择方向。

图表 12: 纸浆期货成交额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 纸浆期货价格情况 (单位: 元/吨)

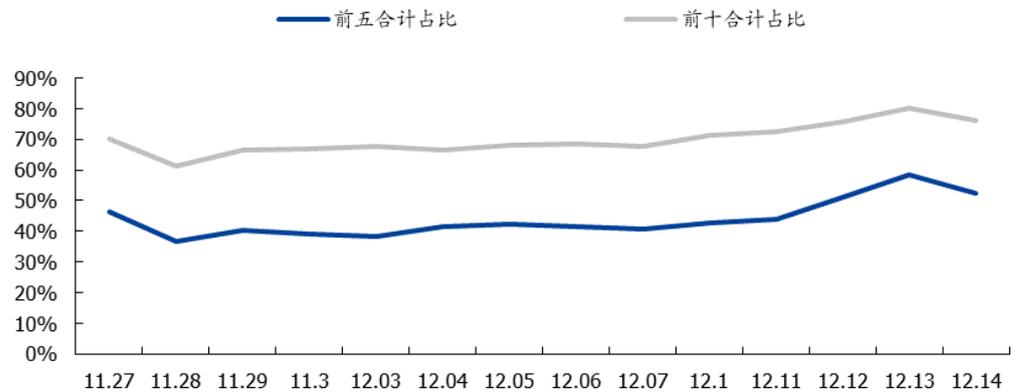


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

机构成交龙虎榜方面, 12 月 14 日前五、前十成交量合计占比为 52.44%/76.32%, 环比下跌 5.85pct/3.68pct, 较上市第一天增加 6.03pct/6.01pct, 头部机构成交占比较大, 主

要系近期纸浆期货前期下跌过多，空头情绪得以有效释放，近期以横盘震荡为主，顺势操作难度加大。

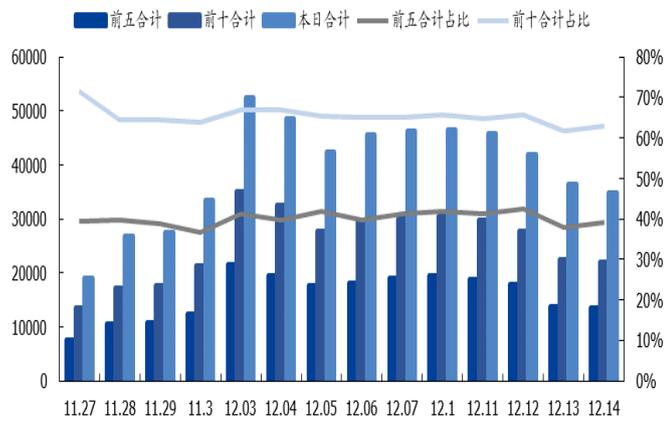
图表 14: 成交量龙虎榜前五、前十占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

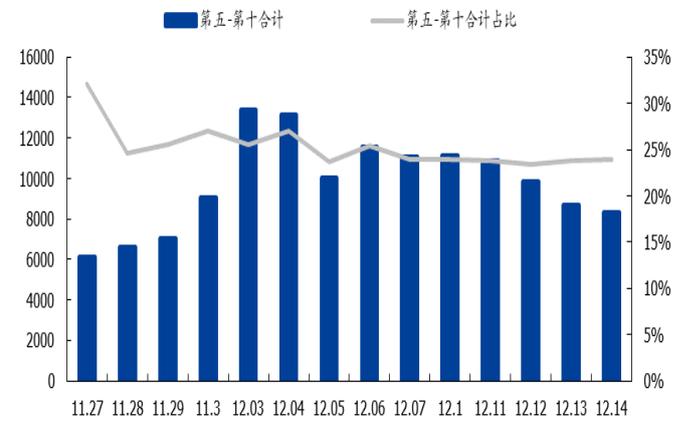
多头持仓方面，12月14日前五、前十合计共持有13600/21920手，环比下降1.58%、2.49%，分别占比39.09%/63.00%，环比上升1.06pct/1.15pct，较上市当天分别下跌0.33pct/8.56pct。前五至前十多头12月14日持仓量为8320手，环比下跌3.93%，由于近期交易量下降，部分投资者选择平仓止损离场，故若按占比来看，前五至前十机构持仓占比这几天均保持在23%水平。

图表 15: 多头持仓前五、前十情况 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

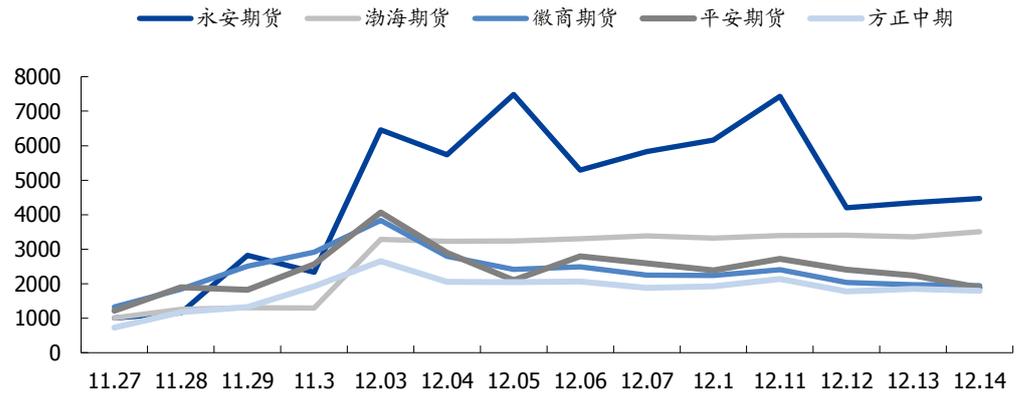
图表 16: 多头持仓前五-前十情况 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

多单持仓细分机构方面，永安期货/渤海期货/徽商期货/平安期货/方正中期于12月14日分别持有纸浆期货多单各持有4473/3506/1944/1885/1792手，环比增加120/146/-26/-352/-54手。前五机构的多单持仓量方面，永安期货和渤海期货均稳步提升。

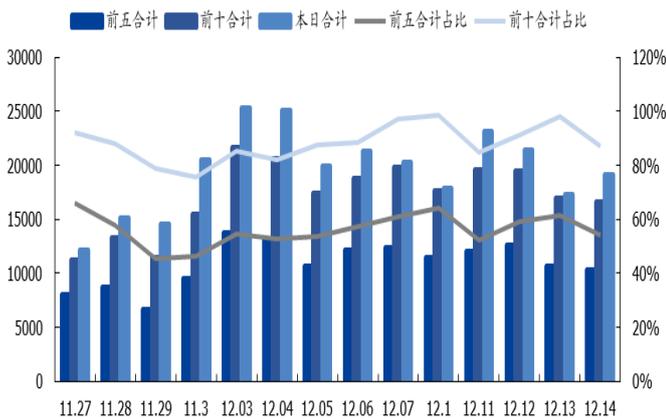
图表 17: 多单持仓前五细分情况 (单位: 手)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

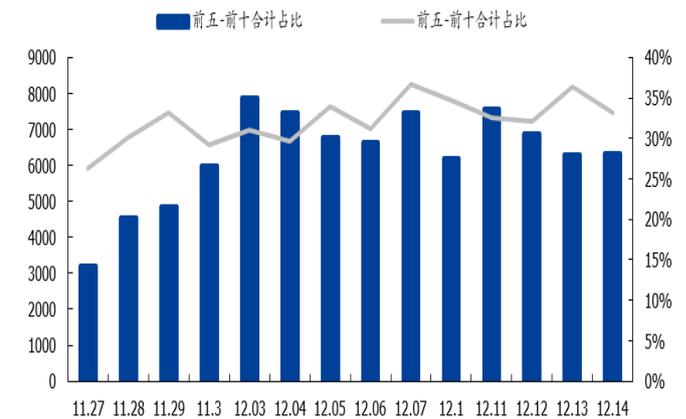
净多头持仓方面, 12月14日前五、前十合计共持有 10302/16641 手, 环比分别下跌 3.29%/1.73%, 较上市当天分别增加 27.86%/47.87%。前五至前十净多头 12月14日持仓量为 6339 手, 环比上升 0.91%, 较上市当天增加 98.28%。净多头持仓量持续增加, 市场对后市漂针浆价格持续下跌预期不大。

图表 18: 净多头持仓前五、前十情况 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

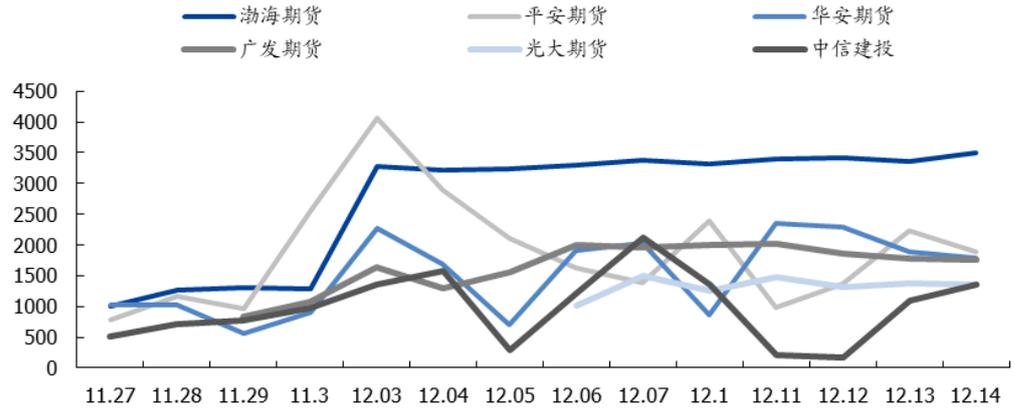
图表 19: 净多头持仓前五-前十情况 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

净多单持仓细分机构方面, 渤海期货/平安期货/华安期货/广发期货/广大期货/中信建投于 12月14日净多单共持有 3506/1885/1789/1763/1359/1355 手, 环比增加 146/-352/-110/-18/-16/254 手。前六机构的净多单持仓量方面, 渤海期货一直秉承看多观点, 而其他机构则追随市场走势, 下跌时降多仓, 期价低位后进行补仓操作, 且其对后市均以看多为主。

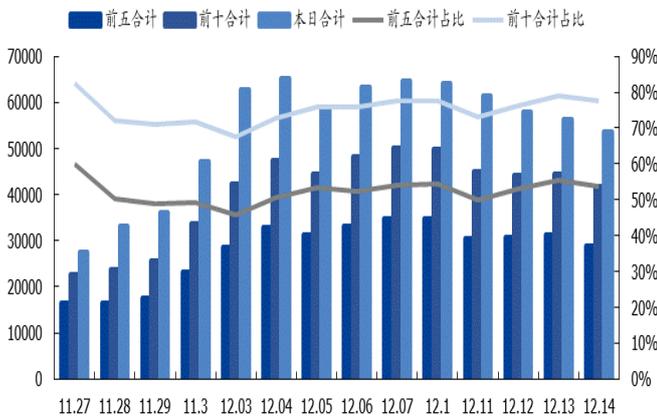
图表 20: 净多单持仓前六细分情况 (单位: 手)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

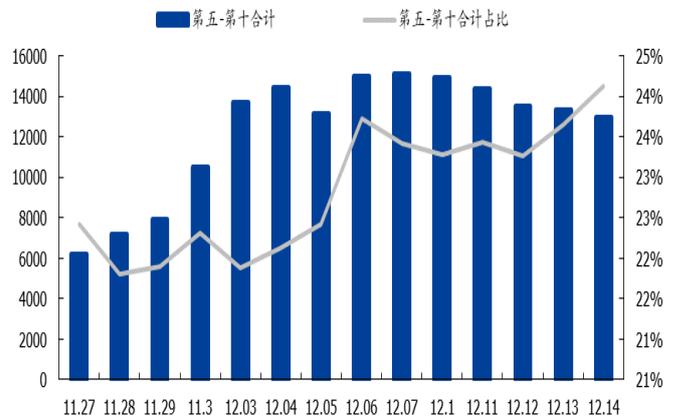
空头持仓方面, 12月14日前五、前十合计共持有 28820/41783 手, 环比下跌 7.73%/6.28%, 分别占比 53.63%/77.75%, 环比下降 1.73pct/1.26pct。前五至前十空头 12月14日持仓量为 12963 手, 环比下跌 0.29%, 而在占比上, 前五至前十机构席位逐渐增加, 12月14日占比为 24.12%, 环比上升 0.46pct, 较上市初上升 1.71pct。故前十机构均在空单持仓量上减仓, 而前五机构减仓较多, 前十机构减仓较少, 使得其空单占比逐渐提升。

图表 21: 空头持仓前五、前十情况 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

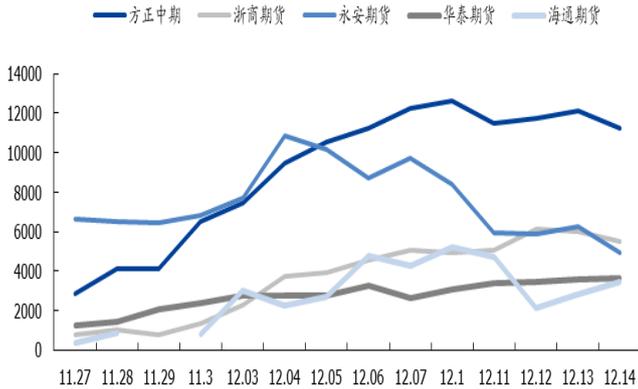
图表 22: 空头持仓前五-前十情况 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

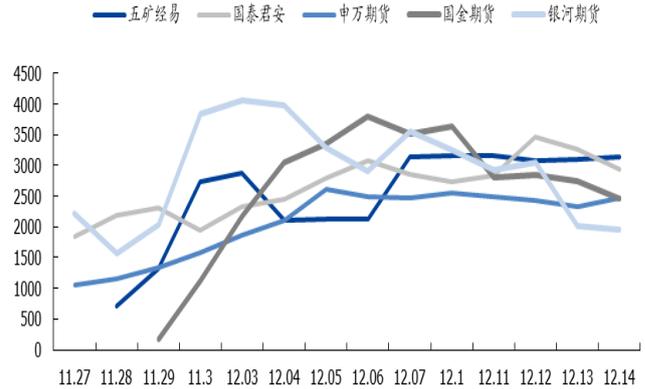
空单持仓细分机构方面, 方正中期于纸浆期货于上市连续两天跌停后持仓量达 4131 手, 并于 12月03日 SP1906 创新低 4970 元/吨后持仓量达 7433 手, 后又持续加仓, 并于 12月10日空单持仓量达到最大, 为 12652 手, 而近期随着纸浆期货窄幅震荡后缓慢减仓, 12月14日持仓量为 11250 手, 环比下跌 880 手; 永安系方面, 上市初期即空单量达 6660 手, 后于 12月4日达最高空单持仓量, 为 10882 手, 随后减仓效果明显, 于 12月14日达 4935 手, 环比下跌 1324 手, 较最高持仓量减仓 5947 手, 降幅达 54.65%。

图表 23: 空头持仓量前五细分情况 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

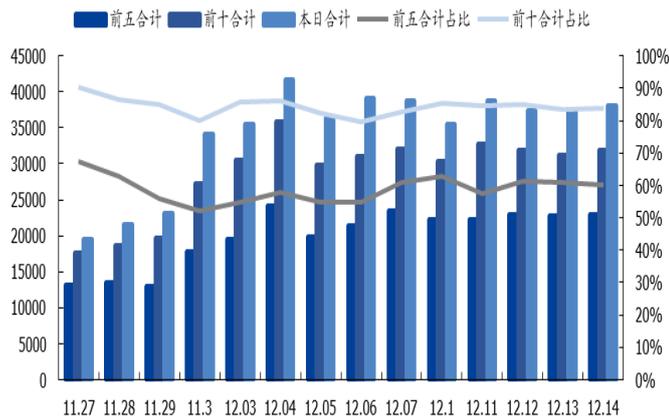
图表 24: 空头持仓量前五-前十细分情况 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

净空头持仓方面, 12月14日前五、前十合计共持有 22938/31828 手, 环比增加 0.55%/2.14%, 分别占比 60.29%/83.66%, 环比上升-0.78pct/0.24pct。前五至前十机构席 12月14日净空单量为 8890 手, 环比上升 6.51%, 占比达 23.37%, 环比上升 1.02%。

图表 25: 净空头持仓前五、前十情况 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

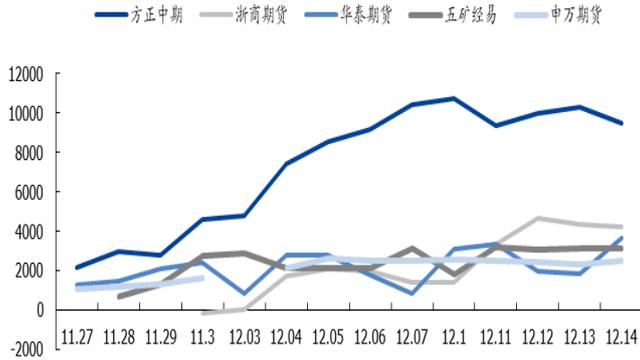
图表 26: 净空头持仓前五-前十情况 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

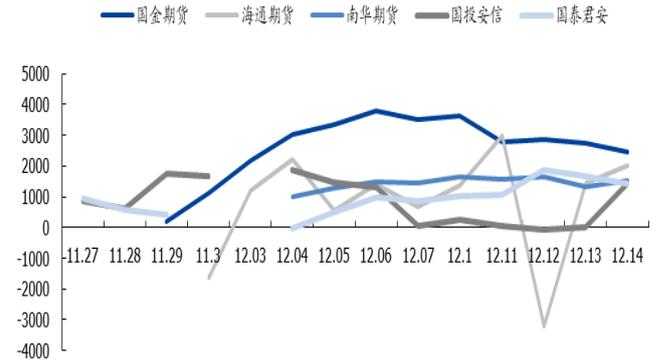
净空单持仓细分机构方面, 各机构均以上市初持续加仓, 而后于 SP1906 创下新低后或配置多单, 或减仓空单来使得净空单持续下降。方正中期/浙商期货/华泰期货/五矿经易于 12月14日分别持有净空单 9458/4184/3673/3142 手, 环比分别增加 -826/-167/1845/36/156 手, 其中方正中期自纸浆期货上市以来一直以看空态度, 并不断加码, 近期一直维持 10000 手的空单; 华泰期货于 14日净空单剧增 1845 手, 而 13日净空单量为 1828 手, 主要原因为其于当天平掉较多多单, 导致净空单量剧增。净空单持仓量前五-前十方面, 国投安信席位持仓量波动较大, 13日净空单持仓量仅为 1, 而 14日其净空单持仓量则高达 1439 手, 主要系其平掉账户里所有多单所致。永安系方面, 12月14日净空单持仓量仅为 462 手, 而上市当天该机构净空单量达 5655 手, 降幅高达 91.83%, 显示出其对漂针浆后市价格走向发生改变。

图表 27: 净空头持仓量前五细分情况 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 净空头持仓量前五-前十细分情况 (单位: 手)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

总结: 本周纸浆期货交易量逐渐降低, 期价则表现为窄幅震荡, 各机构对漂针浆后市价格看法不一, 但众多均以减仓空单, 小幅配置多单或持仓观望为主。

### 三、风险提示

**2019 年宏观经济刺激政策力度不足。**若宏观经济刺激不足, 则总体需求会下降, 对浆价形成不了一个支撑作用。

**中美贸易摩擦趋势恶化。**若对木浆持续加税, 则木浆的价格将会上升, 影响成本端和需求端。

**新型包装材料加速替代纸制品包装。**若新型包装材料种类增多, 对纸制品形成一个替代, 则对纸制品需求将会降低, 影响整体产业链。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com