

有色金属

铝板块大爆发，持续性如何看？

分析师：谢鸿鹤

电话：021-20315185

邮箱：xiehh@r.qlzq.com

S0740517080003

分析师：李翔

电话：0755-22660869

邮箱：lixiang@r.qlzq.com

S0740518110002

研究助理：张强

电话：0755-22660869

邮箱：zhangqiang@r.qlzq.com

感谢刘洪吉对本报告的研究贡献！

投资要点

- **行情回顾：**周内，宏观需求预期修复，驱动全球市场风险偏好回升，商品配置需求回暖，基本金属整体大幅收涨，具体来看，LME3M 期铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为+1.9%、+1.9%、-0.2%、+3.5%、+1.8%、+3.4%。二级市场方面，12月社融数据超市场预期，再叠加此前降准+特麻辣粉（逆周期调节），共同催化 SW 一级行业指数上扬，其中，有色指数收于 2568 点，较前周上涨 1.4%，跑输上证综指 0.3 个百分点。**我们认为，经济下行压力加大背景下，“稳增长、稳预期”为题中之义，需重点关注政策预期差以及由此衍生的结构性机会，其中，铝最底部，锡主线逻辑兑现，铜宏观敏感型金属。分品种周内变化如下：**
- **【本周焦点】：如何看待铝板块底部抬升的持续性？**
- **【焦点解析】：**周内，电解铝板块大爆发，SW 铝行业指数环比前周上涨 3.11%，跑赢上证综指 1.45 个百分点，那么，当前电解铝板块处于什么阶段？底部抬升可持续吗？**实际上，我们在 19 年度策略报告《不破不立》中就明确提出，关注铝板块“估值修复、库存去化和供需错配”三大结构性机会，当前股价演绎的驱动力主要集中在第一阶段——估值修复，辅助驱动力则为库存去化，而实际的供需错配尚未兑现。**首先，极度的悲观预期正在被打破，2018 年 10 月以来，宏观层面的悲观预期是周期板块的核心压制力，中央经济工作会议以后，特别是今年以来，政策面“稳增长、稳预期”意图进一步加强，在逆周期调控+TMLF+降准+周内超预期的 12 月社融数据共同作用下，宏观需求预期逐步开始修复，并驱动板块底部抬升，从这一点来看，有色板块大涨同煤炭和钢铁板块并无本质不同，实际上是 β ，而非 α 。**其次，为什么是电解铝？核心在于铝板块底部特征明显，安全垫高。**从行业层面看，亏损是行业底部的领先指标，而市场化自发减停产是底部的确认指标，按照我们的测算，当前吨铝亏损额在 1100 元/吨水平（以原材料市场价格测算，未考虑具体企业因素），且自 2017 年 10 月至今，剔除俄铝事件短暂扰动外，绝大部分周期内盈利窗口均处关闭状态，在盈利能力持续恶化驱动下，2018 年初至今，电解铝累计减停产能已超 300 万吨；而从公司层面看，云铝股份、中国铝业 PB 已跌至 1x 附近，中孚实业则已破净，在此背景下，电解铝板块存较强估值修复动力，宏观预期一旦边际修复（政策驱动或贸易摩擦缓和等），则板块反弹力度最大。**最后，我们还能期待什么？**①去库存仍在延续，短期看，存季节性垒库压力（会压制商品价格表现），但考虑到减停产蔓延的实际情况，预计垒库幅度将弱于以往，对价格形成支撑；②需求端或许没预期的那么差，从电解铝两大核心应用领域看：第一，建筑&结构（32%），2018 年新开工面积维持两位数以上的高增长（ $\uparrow 17.2\%$ ），2019 年有望向竣工传导，再考虑到低基数效应，地产用铝有望回暖；第二，交通用铝（12%），中汽协预测 2019 年汽车产销将持平，而发改委副主任宁吉喆 1 月 8 日表示将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施，政策加持下，汽车产销有望重回正增长，并拉动原铝消费；此外，2018 年工业品经历了较为彻底的去库存，过渡到 2019 年，流动性改善背景下，补库需求或在一定程度上出现。**综上，我们认为，2019 年铝需求不必过分悲观。当前电解铝板块最底部，逆周期调控大背景下，仍是基本金属的配置首选。**
- **铝：**SMM 统计数据显示，2019 年 1 月 17 日国内电解铝社会库存 126.4 万吨，较前周续降 1.8 万吨，叠加“我的有色”铝棒库存数据，总计 136.55 万吨（其中，铝棒库存 10.15 万吨，降 0.85 万吨），较前周下降 2.65 万吨；年初至今累计去库 102.2 万吨（228.6 \rightarrow 126.4，约 45%）。**短期看，春节临近，季节性因素将导致去库进程放缓（供给端收缩会平滑垒库幅度）；中长期看，全球总库存处于低位水平（库存消费天数降至 15 天左右的历史低位），去库大趋势不会改变。**
- **铜：**周内，持货商略有惜售，铜精矿市场略显偏紧，成交结构延续分化：大厂议价能力强，小厂被压低 TC，但总量有限，基本成交在 90 美元/吨附近。截至本周五 SMM 现货 TC 报 89-93 美元/吨，较前周持平运行。

- **宏观“三因素”总结：**1) 中国，12月社融数据超预期，央行保持流动性合理充裕背景下，2019年实体融资环境有望进一步改善；2) 美国，密歇根大学消费者信心指数初值不及预期（创2016年10月以来新低），继续维持2019年美国经济增长回落的判断不变；3) 欧洲，英国12月CPI同比增速创两年新低，外部不确定性（中美经济增速放缓）叠加英国脱欧等事件性影响，仍将施压于欧元区表现。
- **投资建议：**贸易摩擦存缓和预期+中国“逆周期调节”，市场风险偏好有所回升，需求预期修复有望得以延续，需重点关注政策预期差以及由此衍生的结构性机会，其中：铝最底部，锡主线逻辑兑现，铜宏观敏感型金属。
- **1) 铝：**重点关注估值修复、库存去化以及供需错配三大结构性机会，宏观预期的期边际修复（政策预期差或贸易摩擦缓和等）将进一步驱动板块底部抬升。核心标的：云铝股份、中国铝业、神火股份（煤炭组）、露天煤业（煤炭组）等。
- **2) 锡：**缅甸矿收紧逻辑已逐步兑现，后续将进一步强化，供给组合：一大降（缅甸矿）、一小增（国内矿）、一平稳（再生锡），原料收紧趋势确立；而需求具有“弱周期性”，韧性较强。在供给收紧+消费微增的基本面组合下，锡板块值得重点关注。核心标的：锡业股份。
- **3) 铜：**全球铜精矿供应增量有限，冶炼端扰动增加，再叠加进口限废政策，铜原料中长期供给趋紧的方向不会改变，供需紧平衡依然是铜板块投资的“主线逻辑”。核心标的：紫金矿业等。
- **风险提示：**宏观经济波动、进口以及环保等政策波动带来的风险。

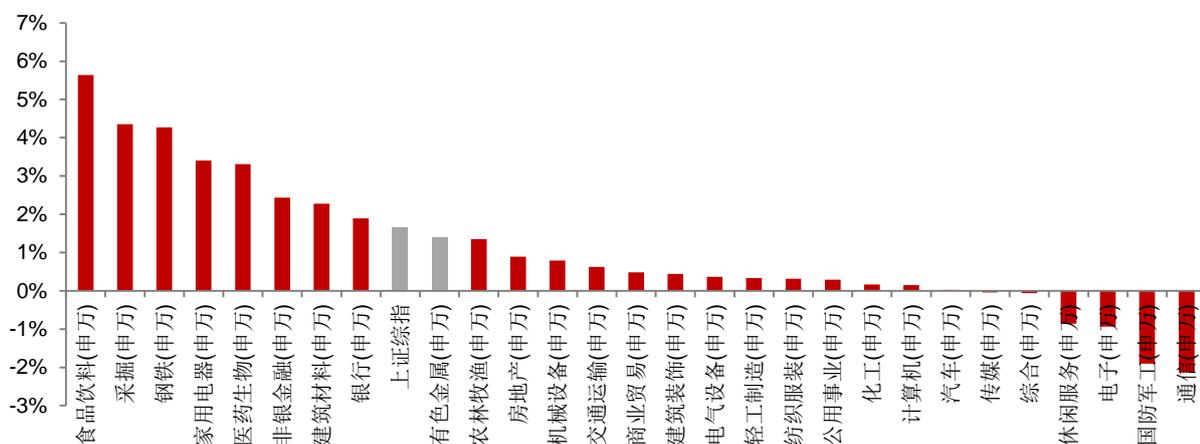
内容目录

1. 行情回顾：A股整体收涨，有色相对居前.....	- 4 -
2. 基本金属：价格涨跌互现，锡精矿进口下滑.....	- 5 -
2.1 铝：延续去库，价格反弹.....	- 5 -
2.2 铜：精矿TC高位持稳，12月铜板带箔企业开工率下滑.....	- 6 -
2.3 铅：加工费继续持稳，社会库存续降.....	- 7 -
2.4 锌：精矿TC延续高位，社会库存小增.....	- 8 -
3. 宏观“三因素”运行态势跟踪.....	- 9 -
3.1 中国因素：12月社融数据超预期.....	- 9 -
3.2 美国因素：密歇根大学消费者信心指数初值不及预期.....	- 9 -
3.3 欧洲因素：英国12月CPI同比增速创两年新低.....	- 9 -
4. 投资建议.....	- 10 -
5. 风险提示.....	- 10 -
6. 附录：全球有色金属价格、库存走势（1.11-1.18）.....	- 11 -

1. 行情回顾：A 股整体收涨，有色相对居前

- 周内，全球股市风险偏好回升，国际方面，纽约联储主席 John Williams 认为，美联储需要在进一步收紧货币的行动上拿出耐心，若环境有变，会重新评估缩表进程，受此提振，美股三大指数集体大幅收涨（道指 \uparrow 2.96%，纳斯达克 \uparrow 2.66%，标普 \uparrow 2.87%）；国内方面，周内，央行公布 12 月货币金融数据，其中，社融新增 1.59 万亿，人民币贷款新增 1.08 万亿，高于市场预期，催化 SW 一级行业指数整体上扬，其中，食品饮料、采掘板块涨幅居前，有色金属涨幅居第 10 位，亦相对靠前。
- 具体来看：上证指数收于 2596 点，环比前周上涨 1.65%；深证成指收于 7581 点，环比前周上涨 1.44%；沪深 300 收于 3168 点，环比前周上涨 2.37%；申万有色金属指数收于 2568 点，环比前周上涨 1.4%，跑输上证综指 0.25 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如图所示。

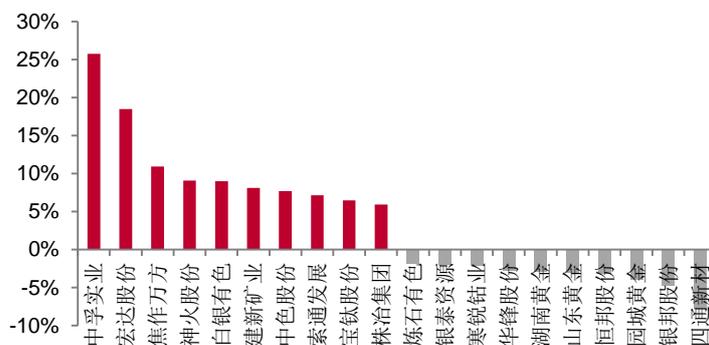
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅（1.11-1.18）



来源：wind，中泰证券研究所

- 周内，有色板块在大盘带动下，除黄金外（权益市场向上，避险情况弱化）、磁性材料板块外，其他二级子行业均收涨，SW 铝行业指数涨幅居前。具体来看，中孚实业周内涨幅最大（+25.76%），四通新材周内跌幅最为明显（-7.72%），所统计 93 只个股中：61 只个股出现不同程度的上涨，5 只个股持平，其余 27 只个股均出现不同程度下跌，涨幅前 10 名、跌幅前 10 名个股具体如下图所示。

图表 2：本周（1.11-1.18）个股涨跌幅表现



来源：wind，中泰证券研究所

2. 基本金属：价格涨跌互现，锡精矿进口下滑

- 本周 LME 基本金属指数收于 2873 点，环比前周上涨 2.1%。基本金属价格方面，LME3M 期铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为+1.9%（6052 美元/吨）、+1.9%（1870 美元/吨）、-0.2%（1998 美元/吨）、+3.5%（2580 美元/吨）、+1.8%（20674 美元/吨）、+3.4%（11819 元/吨）。

图表 3：基本金属周涨跌幅（1.11-1.18）

期货品种	交易所	最新价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
LMEX	LME	2873	2.1%	2.6%
铜	LME	6052	1.9%	1.5%
	SHFE	47750	0.9%	-1.1%
铝	LME	1870	1.9%	1.3%
	SHFE	13505	0.6%	-1.4%
铅	LME	1998	-0.2%	-1.2%
	SHFE	17350	1.0%	-1.6%
锌	LME	2580	3.5%	4.6%
	SHFE	20880	3.6%	2.7%
锡	LME	20674	1.8%	6.3%
	SHFE	148000	0.8%	0.8%
镍	LME	11819	3.4%	10.6%
	SHFE	94080	2.5%	7.0%

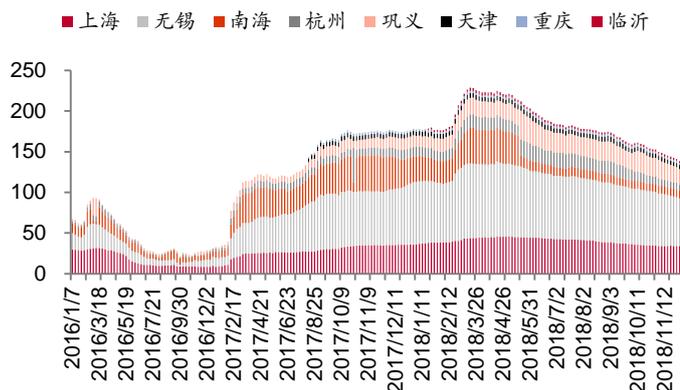
来源：wind，中泰证券研究所

- 周内，基本金属呈现不涨格局的主要驱动力为宏观预期修复，涨幅的不同主要体现的是品种之间的具体逻辑差异：铜，宏观敏感型金属，矿端供给依然偏紧，涨幅相对明显；铝，成本支撑效应续存，前期累计跌幅较大，周内铝价明显上修；铅，下游消费表现低迷，需求羸弱，价格基本持稳；锌，需求预期修复，涨幅较为明显；锡，精矿供给收紧预期不改，并逐步向精锡环节传导，价格持续上扬。

2.1 铝：延续去库，价格反弹

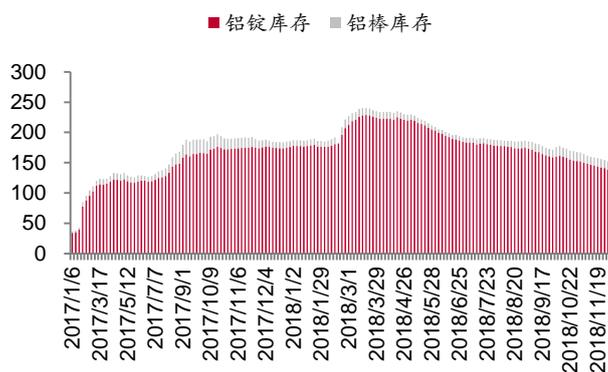
- SMM 统计数据显示，2019 年 1 月 17 日国内电解铝社会库存 126.4 万吨，较前周续降 1.8 万吨，叠加“我的有色”铝棒库存数据，总计 136.55 万吨（其中，铝棒库存 10.15 万吨，降 0.85 万吨），较前周下降 2.65 万吨；LME 库存 1 月 17 日为 130.3 万吨，较前周增 0.9 万吨。
- 周内，电解铝延续去库走势，较峰值库存（228.6 万吨）下降 102.2 万吨，去库幅度约为 45%。周内西北运力继续紧张，到库量有限，前期减产效果显现，再叠加节前备库驱动的出库量略有提升，共同导致库存持续去化。短期看，春节临近，季节性因素将导致去库进程放缓（供给端收缩会平滑垒库幅度）；中长期看，全球总库存处于低位水平（库存消费天数降至 15 天左右的历史低位），去库大趋势不会改变。

图表 4: 国内电解铝社会库存走势



来源: SMM, 中泰证券研究所

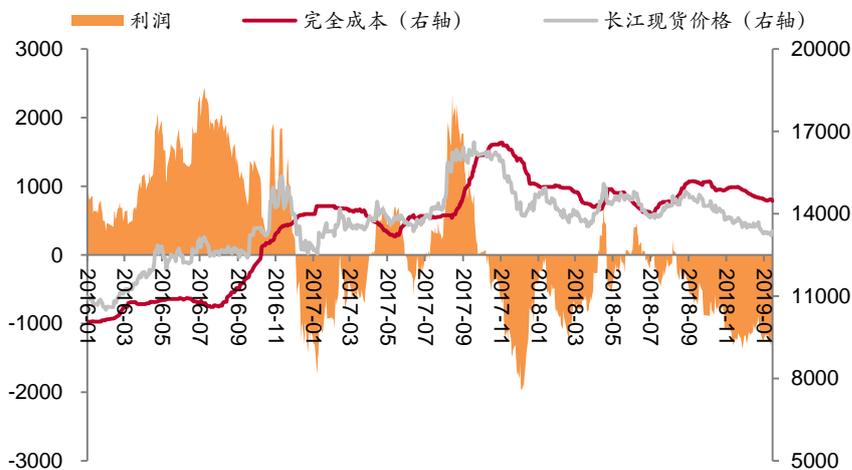
图表 5: 国内铝锭及铝棒总库存走势



来源: 我的有色, SMM, 中泰证券研究所

- 现货交投表现:** 节前备库需求显现, 成交活跃度提升, 但伴随铝价反弹, 下游接货力度有所减弱, 成交总体好于前周。**盈利表现:** 本周, 长江 A00 铝价震荡小幅下挫, 氧化铝价格继续回调, 电解铝环节亏损仍处高位。具体来看, 氧化铝价格运行在 2925-2955 元/吨区间, 继续中枢下移; 动力煤上调 5 元/吨、预焙阳极价格变动不大, 按 1 月 17 日原材料市场价格测算 (未考虑企业自身因素), 电解铝即时成本为 14469 元/吨, 吨铝亏损约 1100 元。具体走势如下图所示。

图表 6: 电解铝成本、利润图



来源: wind, 安泰科, 亚洲金属网, 中泰证券研究所

2.2 铜: 精矿 TC 高位持稳, 12 月铜板带箔企业开工率下滑

- 周内, 持货商略有惜售, 铜精矿市场略显偏紧, 成交结构延续分化:** 其中, 大厂议价能力强, 而小厂被压低 TC, 但总量有限, 基本成交在 90 美元/吨附近。截至本周五 SMM 现货 TC 报 89-93 美元/吨, 较前周持平运行。
- 现货交投表现:** 华东地区, 现货升水走高, 下游贸易商接货意愿降低, 整体成交乏善可陈; 华北地区, 供需两淡, 市场成交活跃度不高; 华南地区, 下游应用企业春节放假较以往提前, 需求减弱, 但由于广东地区

库存仍处低位，现货升水下扩阻力较大。

- 本周 1#光亮铜周均价 42990 元/吨，较前周降 20 元/吨，周均精废价差 607 元/吨，较前周增 125 元/吨。周内，精废价差虽有扩大，但仍处低位，废铜持货商出货意愿仍不强；需求方，废铜杆企业提前放假，补库需求逐步走弱，市场成交相对低迷。

图表 7: 1#电解铜和废铜价差表 (含税价, 单位: 元/吨)

日期	电解铜含税 均价 (A)	1#光亮线含 税均价 (B)	2#铜含税均 价 (C)	价差 1 (A-B)		价差 2 (A-C)	
				目前价差	合理价差	目前价差	合理价差
01.14-01.18	47,335	46,728	42,054	607	2,147	5,281	5,340
01.02-01.04	47,407	46,758	42,058	649	2,148	5,348	5,344
12.24-12.28	48,193	47,246	42,546	947	2,146	5,647	5,392
12.17-12.21	48,632	47,530	42,831	1,102	2,173	5,801	5,418
12.10-12.14	49,268	47,902	43,202	1,366	2,185	6,066	5,456
12.03-12.07	49,723	48,120	43,421	1,603	2,194	6,302	5483
11.26-11.30	49,456	47,792	43,093	1,664	2,189	6,363	5,467
11.19-11.23	49,230	47,792	43,093	1,438	2,185	6,173	5,454
11.12-11.16	49,099	47,705	43,005	1,394	2,182	6,094	5,446

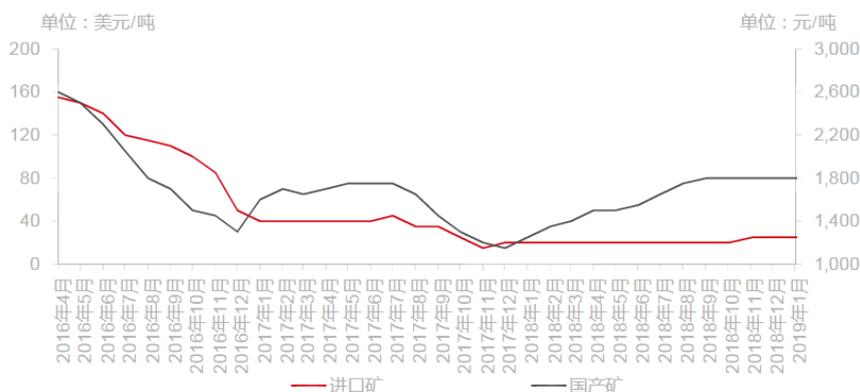
来源: SMM, 中泰证券研究所

- 开工率方面，据 SMM 调研数据显示，12 月铜板带箔企业开工率为 71.76%，环比下滑 0.92%，同比下滑 2.81%，板带箔企业环比连续 3 个月下滑的主因：第一，汽车产销同比持续疲软；第二，国内终端企业备库不及预期；第三，中美贸易摩擦背景下，终端出口业绩下滑，导致订单量有所下降。

2.3 铅：加工费继续持稳，社会库存续降

- 原料端，本周铅精矿成交价持稳，国产 50 品位铅精矿到厂主流成交于 1700-1900 元/金属吨，进口铅精矿主流报价 20-30 美元/干吨。冶炼端，周内伦铅盘整，沪铅下行（跌破万八关口），沪伦比值下修（9.2→9.0）。春节临近，冶炼厂有节前备库需求，更青睐于国内铅精矿。截止周五，50 品位铅精矿加工费，河南 1800-2000 元/金属吨；湖南、云南 1600-1800 元/金属吨；内蒙古 1900-2100 元/金属吨；广西 1600-1700 元/金属吨。

图表 8: 国产及进口铅精矿 TC 走势图



来源: SMM, 中泰证券研究所

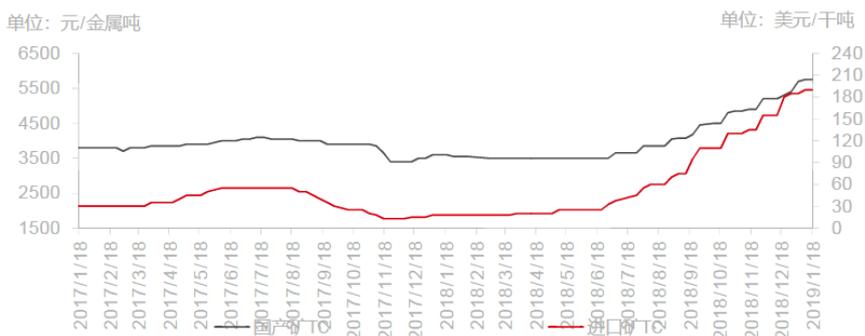
- 现货交投表现：铅主流成交在 17700-17975 元/吨，铅价下挫，炼厂盈

利能力持续较弱，导致惜售情绪浓厚；下游消费方面，铅酸蓄电池继续维持弱势格局，并无明显改善迹象，春节前备货主要以逢低采购为主。
库存变化：本周沪粤两地铅锭库存总量较前周降 7300 吨至 1.17 万吨，（统计截止日期有调整，趋势不变）。

2.4 锌：精矿 TC 延续高位，社会库存小增

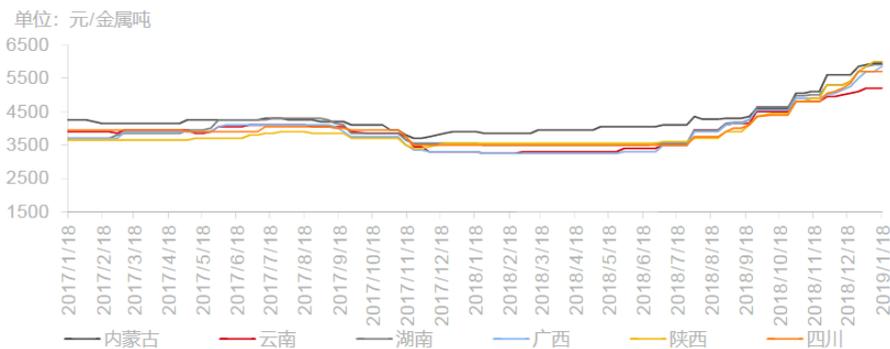
- 周内锌精矿 TC 持续高位运行，国内锌精矿主流成交于 5450-6050 元/吨附近；进口锌精矿加工费主流成交有 180-200 美元/干吨。周内，部分地区上调 TC 报价，但少有成交，其中，广西地区受炼厂检修影响，补涨部分加工费。截止周五，内蒙地区主流成交 5800-6100 元/金属吨；陕西地区 5900-5100 元/金属吨；湖南 5800-6000 元/金属吨；广西 5700-6000 元/金属吨；四川 5600-5800 元/金属吨，云南 4950-5450 元/金属吨。
- 沪伦比值 8.42，较前周（8.36）小幅上修；周内，进口较前周实现扭亏为盈，平均进口盈利 470 元/吨左右。

图表 9：国产及进口锌精矿加工费对比



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 10：国产锌精矿分地区加工费



来源：SMM，中泰证券研究所

- **现货交投表现：**华东市场，现货市场流通略显紧张，下游亦有备货需求，成交总体好于前周；华南市场，炼厂正常出货，下游开始春节放假，需求逐步转弱，期锌上调，下游畏高，采购意愿不强，刚性采购为主；天津地区，市场表现清淡，成交略逊于前周。
库存变化：本周三地社会库存较前

周增 0.25 万吨至 10.72 万吨；春节临近，炼厂以及贸易商出货意愿提升，叠加周内有部分进口货到库，小幅推升库存。

3. 宏观“三因素”运行态势跟踪

3.1 中国因素：12 月社融数据超预期

- 周内，央行公布 12 月货币金融数据，其中社融新增 1.59 万亿，人民币贷款新增 1.08 万亿，高于市场预期。
- “宽货币”向“宽信用”传导初现成果。经济下行压力，放贷意愿偏低，为更好支持实体经济、改善企业（特别是民企）融资环境，政府出台一系列政策来推动银行多放贷款、以及理顺直接融资，比如合理充裕的流动性环境、定向工具 TMLF、信用风险缓释工具等。从 12 月新增贷款强于市场预期、债券融资进一步走强可见，“宽信用”政策效果逐步显示。
- 从分项数据来看，12 月对企业的新增贷款偏强，但主要是由于票据融资；而中长期贷款，考虑到季节性，季调后跟前面几个月水平大体相当，这也显示出银行依然相对谨慎，风险偏好的进一步提升仍需数据印证。
- 往后看，央行保持流动性合理充裕大背景下，2019 年实体融资环境有望进一步改善，进而修复需求预期。

3.2 美国因素：密歇根大学消费者信心指数初值不及预期

- 美国 1 月密歇根大学消费者信心指数初值 90.7，创 2016 年 10 月以来新低，大幅弱于预期 96.8 和前值 98.3；而消费者预期指数亦大幅降至 78.3（前值为 87.0）。
- 2018 全年的指数平均值为 98.4，创 2000 年（107.6）以来最高。但该指数从 18 年 3 月起波动式下行，且下半年波动加大；自 18 年 3 月创新高之后，指数一直低于 100.00 的心理整数关口。
- 与此同时，美联储三号人物、纽约联储主席威廉姆斯（John Williams）认为，美联储需要在进一步收紧货币的行动上拿出耐心，若环境有变，会重新评估缩表进程。
- 从领先指数表现以及美联储的偏鸽表态可以看出，美国经济延续走强的概率不大，我们继续保持 2019 年美国边缘走弱的判断不变。

3.3 欧洲因素：英国 12 月 CPI 同比增速创两年新低

- 1 月 16 日（周三），英国国家统计局公布数据显示，2018 年 12 月 CPI 同比增速 2.1%，创 2017 年 1 月以来最低增速，与预期持平，但不及前值 2.3%；同时，由于脱欧带来的不确定性以及住房供给的不足，去年 12 月的近期房屋销售预期跌至 -28%，为 1999 年有记录以来的最低水平。
- 总体上，我们仍为外部不确定性（中美经济增速放缓）叠加英国脱欧等事件性影响，将施压于欧元区表现，而货币政策正常化的潜在预期或掣肘需求端，进而强化夹层属性。
- **宏观“三因素”总结：**1) 中国，12 月社融数据超预期，央行保持流动性合理充裕背景下，2019 年实体融资环境有望进一步改善；2) 美国，密歇根大学消费者信心指数初值不及预期（创 2016 年 10 月以来新低），继续维持 2019 年美国边缘走弱的判断不变；3) 欧洲，英国 12 月

CPI 同比增速创两年新低，外部不确定性（中美经济增速放缓）叠加英国脱欧等事件性影响，仍将施压于欧元区表现。

4. 投资建议

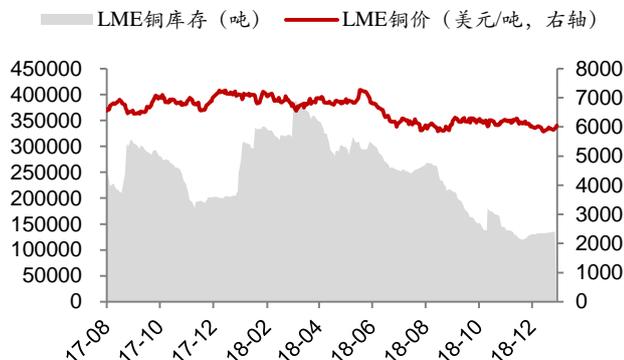
- 贸易摩擦存缓和预期+中国“逆周期调节”，市场风险偏好有所回升，需求预期修复有望延续，基本金属板块值得密切关注，其中：铝最底部，锡主线逻辑兑现，铜宏观敏感型金属。
- **1) 铝：**重点关注估值修复、库存去化以及供需错配三大机会，宏观预期转暖（政策预期差或贸易摩擦缓和等）将进一步驱动板块底部抬升。核心标的：云铝股份、神火股份（煤炭组）、中国铝业、露天煤业（煤炭组）等。
- **2) 锡：**缅甸矿收紧逻辑已逐步兑现，后续将进一步强化，供给组合：一大降（缅甸矿）、一小增（国内矿）、一平稳（再生锡），原料收紧趋势确立；而需求具有“弱周期性”，韧性较强。在供给收紧+消费微增的基本面组合下，锡板块值得重点关注。核心标的：锡业股份。
- **3) 铜：**全球铜精矿供应增量有限，冶炼端扰动增加，再叠加进口限废政策，铜原料中长期供给趋紧的方向不会改变，供需紧平衡依然是铜板块投资的“主线逻辑”。核心标的：紫金矿业等。

5. 风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 产业政策不及预期的风险
- 环保政策落地不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险等

6. 附录：全球有色金属价格、库存走势（1.11-1.18）

图表 11: LME 铜价及库存走势



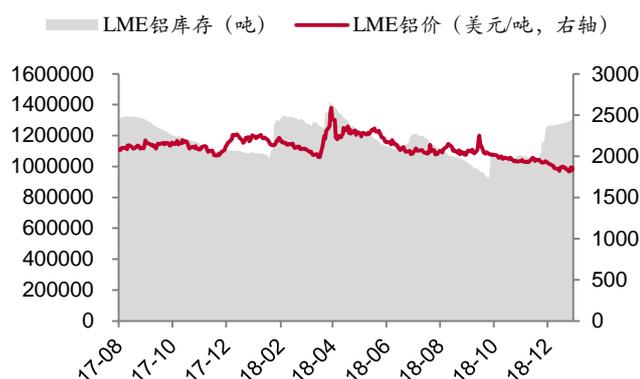
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: SHFE 铜价及库存走势



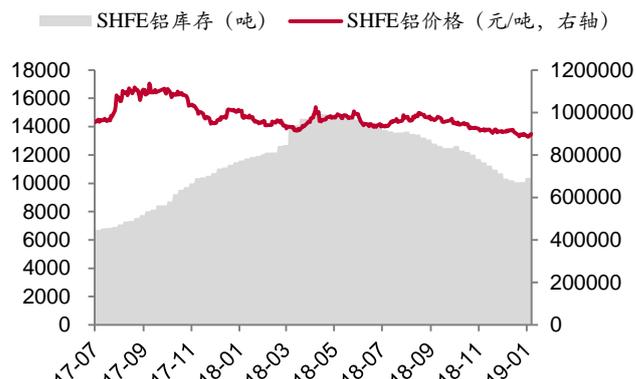
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: LME 铝价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: SHFE 铝价及库存走势



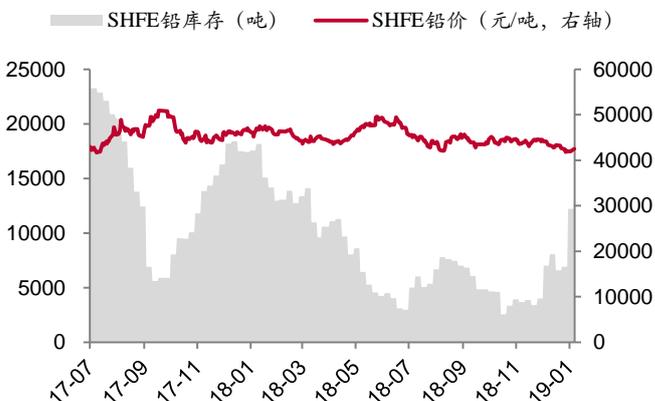
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: LME 铅价及库存走势

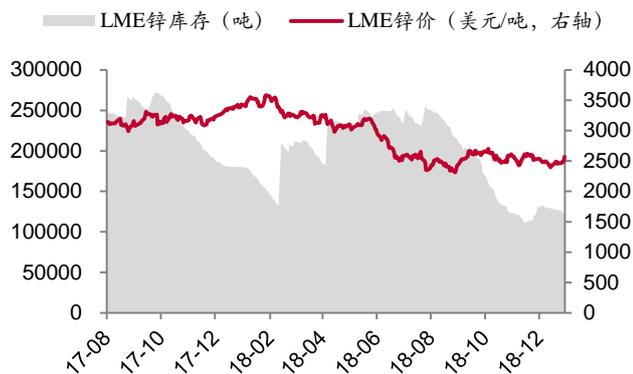


来源: wind, 中泰证券研究所

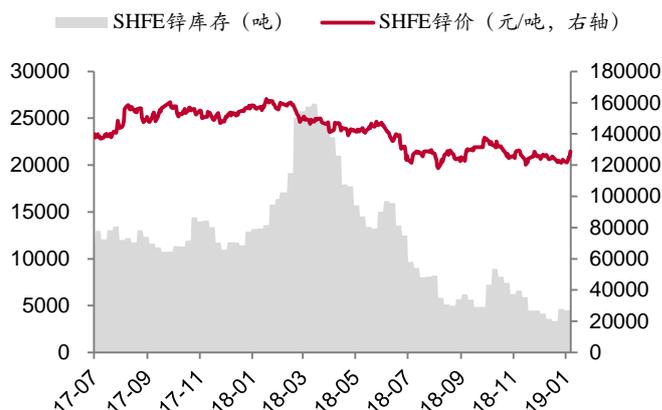
图表 16: SHFE 铅价及库存走势



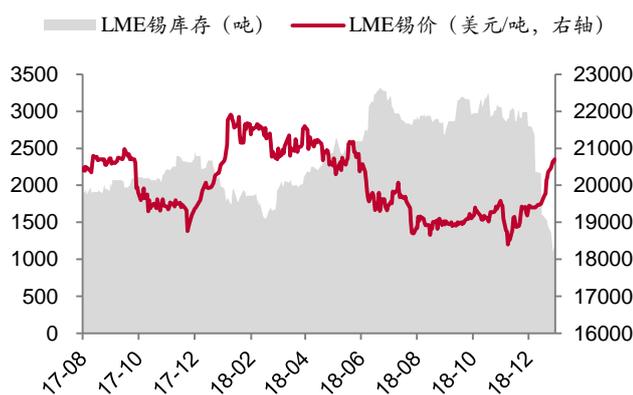
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 17: LME 锌价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 18: SHFE 锌价及库存走势


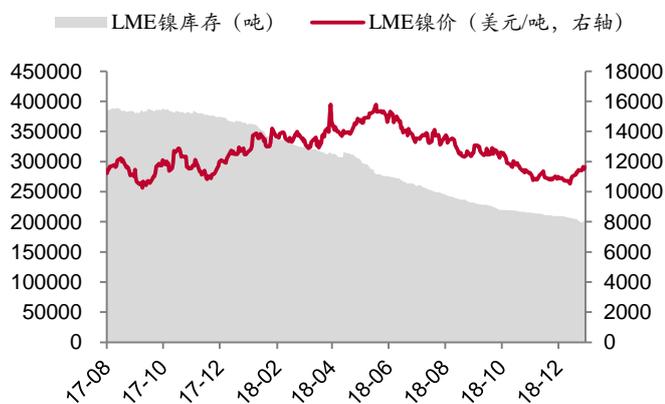
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 19: LME 锡价及库存走势


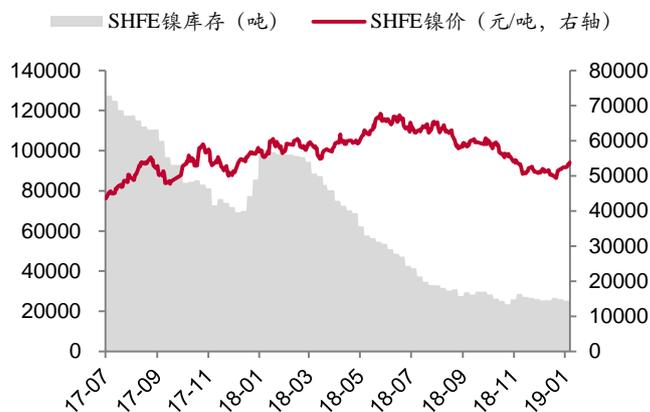
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 20: SHFE 锡价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 21: LME 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 22: SHFE 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

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。