

风险情绪回暖提振工业金属，伦铜软逼仓风险隐现

——有色金属行业数据周报03.04-03.08

2019年03月04日

看好/维持

有色金属 周度报告

投资观点：

1、一周价格综述：工业金属整体偏强，市场风险情绪复燃

- 上周基本金属价格整体表现偏强，本周影响价格的核心因素聚焦现货、库存及市场风险偏好的变化。从价格涨跌幅看，SHFE3月期铜、铝、锌、铅、镍及锡分别涨跌+1.16%、+0.07%、+2.86%、+4.31%、+1.99%及+0.98%，LME3月期铜、铝、锌、铅、镍及锡则分别变化-0.54%、-0.21%、+1.7%、+1.6%、+0.9%及+0.44%。
- 经济数据方面，周内公布的制造业数据整体不佳，但经济数据出现分化，而全球风险偏好整体提升。中国方面，中国2月官方制造业PMI创三年新低至49.2，但中美贸易谈判取得实质性进展，此外，中国的上证指数录得2015年来最大单周涨幅且已进入技术性牛市。欧元区方面，其2月工业景气指数创2016年12月以来最差，2月PMI终值创近66个月低位，但欧洲股票指数整体创2018年10月以来新高。美国2018年GDP升至2.9%并创2015年来最佳增速，美国成屋销售数据亦录得两年最佳表现，带动美元周内的探底反弹，但美国ISM制造业PMI却创2016年11月以来最低至54.2，但这并不影响道指及标普分别创去年11月及10月的新高。
- 本周风险事件和数据较多。中国两会将在周内召开，此外中国的2月贸易帐及2月外汇储备将在本周四公布。而欧洲央行、澳洲联储及加拿大央行周均将公布利率决议，美国2月非农报告及失业率亦将公布。
- 黄金ETF-SPDR持仓周内累计减少近16吨至772.46吨，回归至12月末水平——对金价的反弹可能形成抑制。
- 基本金属代表实际消费的现货价格与代表预期消费的期货价格出现分歧
- 金属库存区域性转移，铜、铝及锌均为外降内增，国内季节性累库延续。上海保税铜库存相当于全球交易所铜仓单总量的99.6%，而社会库存相当于总量的115%。但铜注销仓单大幅攀升（83%）隐现软逼仓风险，伦敦可交割铜库存仅为2.22万吨，且伦铜2月库存降幅创1970年来最大。伴随CFTC铜非商业净空持仓的急速下降，需关注是否有大量多头买盘跟进。

2、投资建议：估值修复行情或延续

- 全球金融市场的风险情绪均有提升，这意味着有色板块估值修复的行情可能延续。但另一方面，市场风险情绪的上涨对黄金的避险需求产生压制，这或意味着短期黄金下行压力可能加大。铜方面需要关注伦铜的软逼仓风险或有所形成，沪伦比值或因此而有进一步回落的可能。建议组合配置紫金矿业（40%）、江西铜业（30%）及鹏欣资源（30%）。**风险提示：**市场风险情绪大幅回撤，基本金属库存大幅增长，基本金属现货贴水持续大幅放大。

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

执业证书编号：

S1480118100014

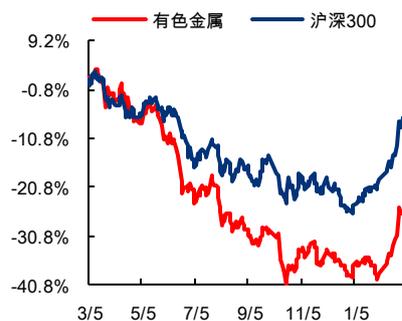
细分行业评级

贵金属	中性
铜	看好
铝	中性
铅	中性
锌	中性
锡	看好
小金属	看好

近期推荐股票

紫金矿业	推荐
江西铜业	推荐
鹏欣资源	推荐

行业指数走势图

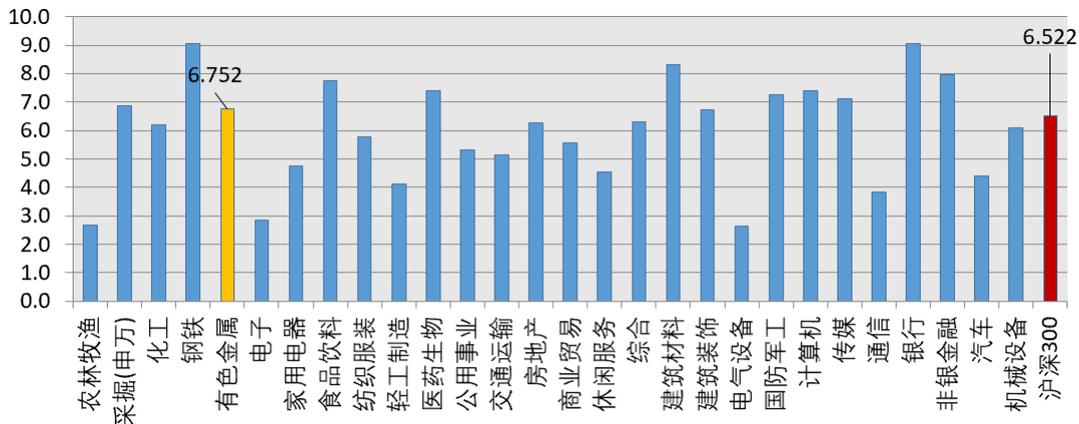


资料来源：东兴证券研究所

一、周行情回顾

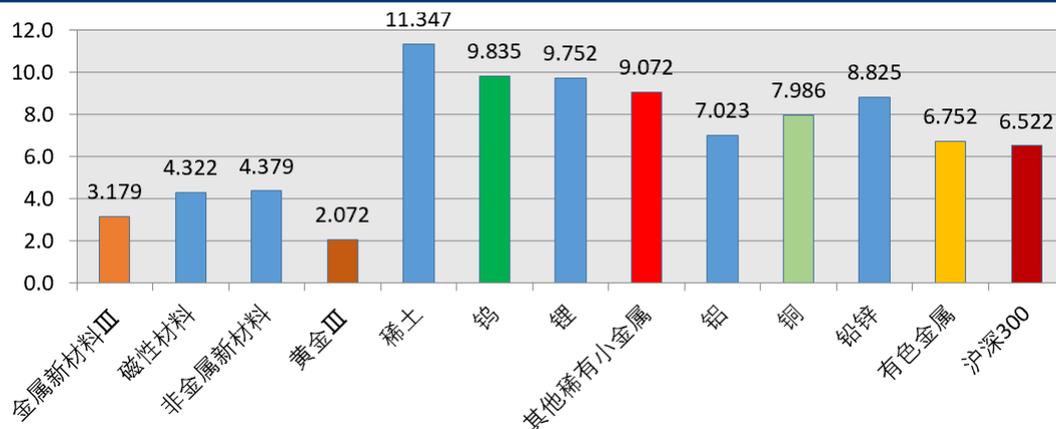
上周 HS300 指数上涨 6.52%，有色金属板块上涨 6.75%，跑赢 HS300 指数 0.2 个百分点。从年初至今的有色板块及 HS300 指数收益率观察，有色板块整体反弹 20.7%，跑输 HS300 指数 3.9 个百分点，在申万各子版块中收益排名 14。从有色子版块观察，年内有色行业以新材料、磁性及小金属板块整体年回报率强于 HS300 指数，其他子版块未能跑赢指数，而黄金板块涨幅最低仅为 6.9%。再回到周内表现观察，周内有色金属板块全线上涨，稀土板块重归强势。其中稀土、钨及锂分别上涨+11.3%、+9.8%及+9.6%，磁性材料、金属新材料及黄金板块表现略逊，但亦分别出现+4.3%、+3.2%及+2.1%的涨幅。基本金属各板块涨幅区间处于+7%至+9%之间。从个股表现观察，宏达股份(+25%)，锌业股份(+21%)及章源钨业(+20%)位列有色板块涨幅前三；兴业矿业(-11%)、鹏起科技(-6%)及银泰资源(-3%)位列有色板块跌幅前三，其中兴业矿业的大幅下跌主要与银漫矿业安全事故停产停休整顿有关。

图 1：周申万行业指数及 HS300 涨跌幅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：有色金属子板块周涨跌幅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：有色板块周涨跌幅前五公司


资料来源：Wind，东兴证券研究所

二、金属价格回顾

周内基本金属价格整体表现强势。上海及伦敦的基本金属指数均现不同程度反弹。分品种看，铜及铝境内外略有分化，其中沪铜周内上涨+1.16%而伦铜周内下跌-0.54%，沪铝周内上涨+0.07%而伦铝下跌-0.21%。其他基本金属内外盘涨幅均接近且基本一致。

表 1：基本金属涨跌

		本周	周涨跌幅	月涨跌幅	年涨跌幅	2019年均价	2018年均价	2017年均价	均价涨跌幅
铜	SHFE(元/吨)	50,500.0	1.16%	6.1%	4.5%	48236	50,674	49,334	-5%
	LME(美元/吨)	6,442.0	-0.54%	3.5%	8.5%	6162	6,493	6,204	-5%
铝	SHFE	13,685.0	0.07%	2.1%	0.7%	13473	14,336	14,680	-6%
	LME	1,910.5	-0.21%	-0.7%	2.8%	1880	2,102	1,981	-11%
锌	SHFE	22,300.0	2.86%	2.8%	6.6%	21291	23,024	23,617	-8%
	LME	2,777.5	2.42%	1.7%	11.9%	2645	2,853	2,892	-7%
铅	SHFE	17,780.0	4.31%	0.8%	-1.5%	17358	18,849	18,267	-8%
	LME	2,137.0	3.59%	1.6%	8.6%	2054	2,221	2,326	-8%
镍	SHFE	104,740.0	1.99%	10.0%	18.9%	96042	103,595	85,729	-7%
	LME	13,175.0	1.42%	0.9%	17.6%	12313	13,173	10,469	-7%
锡	SHFE	151,070.0	0.98%	2.3%	5.3%	148371	146,525	144,515	1%
	LME	21,645.0	0.44%	3.7%	8.6%	20916	20,047	19,989	4%
有色指数	上海有色指数	3,028.6	1.71%	4.9%	5.8%	2899	3,056	2,928	-5%
	伦敦有色指数	3,042.9	1.34%	2.4%	8.6%	2921	3,118	2,447	-6%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

基本金属价格周内的相关性状态稳定。金属价格间的关联性有所增强，与美元延续了负相关系，与原油的正联动关系略有修复。此外，以上证为代表的国内金融市场风险情绪及以美 10 债为代表的利率环境对基金属价格的整体影响依然较为显著，反映了风险偏好及流动性环境与基金属价格仍有

较高联动的特点。

表 2: 基本金属与大类资产周相关性

	CU	AL	ZN	PB	NI	SN	USD	上证	WTI	VIX	美债
CU	1	0.502	0.788	0.658	0.538	0.206	-0.318	0.730	0.455	-0.248	0.718
AL	0.502	1	0.318	0.556	0.698	-0.015	-0.486	0.485	0.776	-0.535	0.658
ZN	0.788	0.318	1	0.452	0.350	0.099	-0.318	0.849	0.340	-0.072	0.719
PB	0.658	0.556	0.452	1	0.605	-0.084	-0.530	0.449	0.521	-0.242	0.584
NI	0.538	0.698	0.350	0.605	1	0.058	-0.182	0.488	0.799	-0.733	0.516
SN	0.206	-0.015	0.099	-0.084	0.058	1	0.372	-0.030	-0.140	-0.156	-0.168
USD	-0.318	-0.486	-0.318	-0.530	-0.182	0.372	1	-0.390	-0.433	-0.061	-0.705
上证	0.730	0.485	0.849	0.449	0.488	-0.030	-0.390	1	0.481	-0.364	0.814
WTI	0.455	0.776	0.340	0.521	0.799	-0.140	-0.433	0.481	1	-0.593	0.702
VIX	-0.248	-0.535	-0.072	-0.242	-0.733	-0.156	-0.061	-0.364	-0.593	1	-0.262
美债	0.718	0.658	0.719	0.584	0.516	-0.168	-0.705	0.814	0.702	-0.262	1

资料来源：Wind，东兴证券研究所

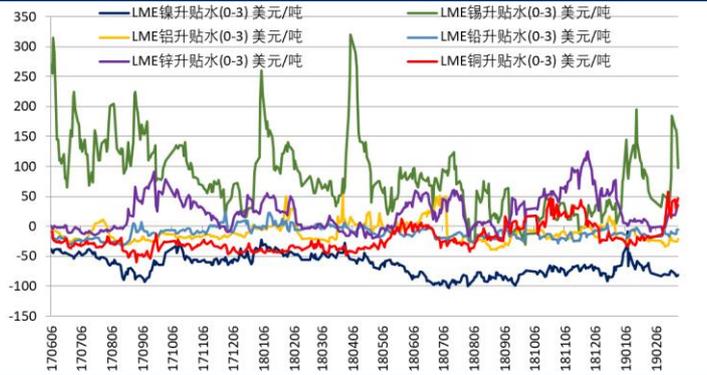
现货升贴水周均价变化：代表实际消费的现货价格与代表预期消费的期货价格出现分歧

周内基本金属现货升贴水均价维持相对稳定，除了沪锌和沪铅现货升贴水周均价出现收窄外，其他金属现货升贴水变动幅度不大（锡现货升贴水出现走强迹象）。尽管基本金属现货升贴水稳定，但若按月均值变化幅度观察，可以发现上海的基本金属现货较期货价格全面出现均值回落现象，反映出代表实际消费的现货和代表预期消费的期货间已经出现分歧。此外，从最新现货升贴水及时价格观察，除沪锌外国内基本金属全面进入现货贴水状态，而沪锌现货升水幅度亦由 1 月底的 1060 元/吨大幅降至当前的 150 元/吨，现货升贴水的变化与近期库存的变动有关系，此外也与实际消费依然未有明显起色有关（即实际消费弱于预期消费），这在一定程度上会对期货价格的上涨形成压力。

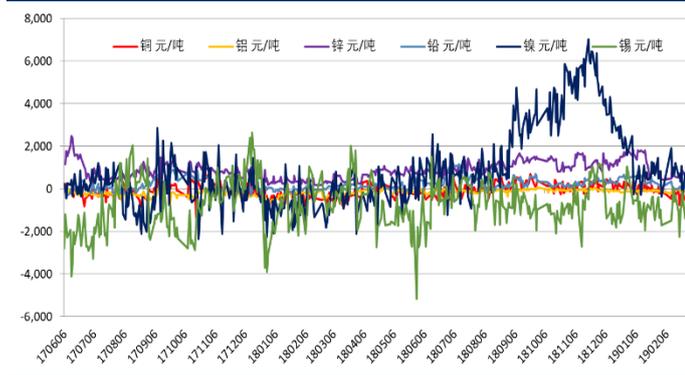
表 3: 基本金属现货升贴水（均价）

	周均价		周变化		较月均值变化		最新价格	
	LME	SHFE	LME	SHFE	LME	SHFE	LME	SHFE
铜	40.00	(340)	15	54	64	(334)	47	(560)
铝	(24.25)	(100)	2	3	(6)	(1)	(22)	(125)
锌	25.55	432	8	(254)	18	(775)	36	150
铅	(9.75)	12	3	(13)	2	(384)	(6)	(230)
镍	(80.20)	444	(2)	22	(22)	(210)	(81)	(1190)
锡	151.40	(894)	98	152	45	(3)	97	(1320)

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：基本金属现货升贴水（LME0-3）


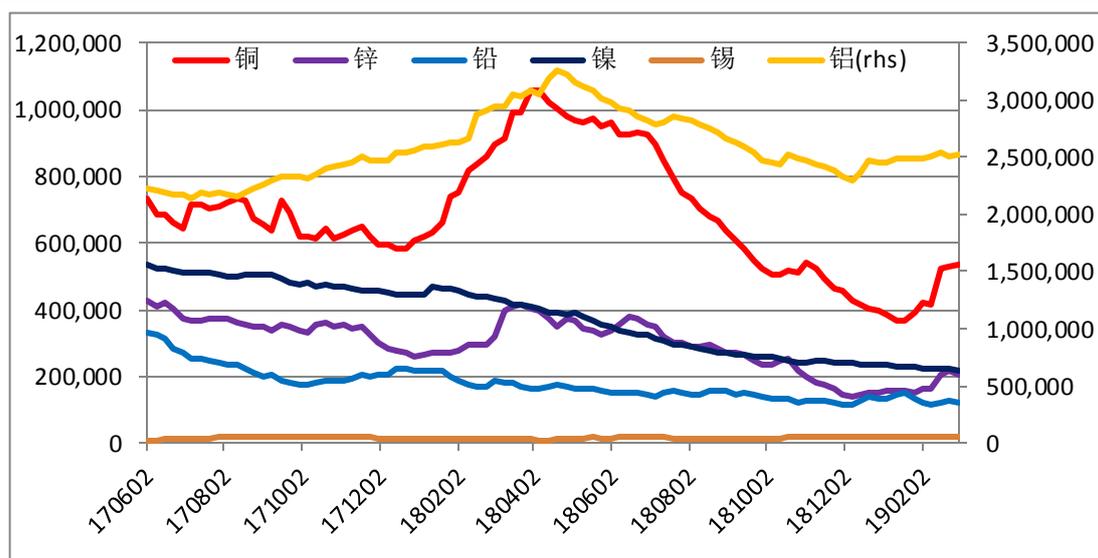
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 5：基本金属现货升贴水（长江）


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

全球期货交易所总库存（SHFE+LME+COMEX）：库存区域性转移继续，铜、铝及锌均为外降内增。基本金属全球显性库存在周内变化不大，但库存区域性转移格局延续。铜、铝库存微幅上涨，锌、铅、镍库存略有回落。从库存变动幅度及地区观察，铜及铝分别出现+0.7%及+0.2%的增长至 53.4 万吨及 251.8 万吨，锌库存下降-4.3%至 20.6 万吨，而库存的区域性转移在这两品种上依旧明显。其中 LME 及 Comex 铜库存周内分别下降 7725 吨（-6%）及 6751 吨（-11%），但上海铜库存却出现 1.82 万吨的增长（+5%），致使全球交易所铜库存周内略有攀升。此外，上海的保税铜库存已经达到 53.2 万吨，相当于全球交易所显性铜库存的 99.6%，而上海计入保税库存后的社会库存（未计入交易所仓单）累计达到 61.67 万吨，相当于全球显性铜库存的 115.5%，这部分库存压力对仓单的转化仍然需要关注。铝库存方面，LME 出现 6850 吨的下降（-1%），而上海方面出现 1.14 万吨的增长（主要源于小计库存增加），致使全球铝库存周内亦略有攀升。锌库存方面，周内 LME 锌下降 1.66 万吨（-20.4%），但国内锌库存出现 7223 吨增加（主要源于小计出现 7529 吨上涨），削弱了全球显性锌库存的降幅。

图 6: 基本金属全球显性总库存走势图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 4: 基本金属全球显性库存涨跌幅变化表:

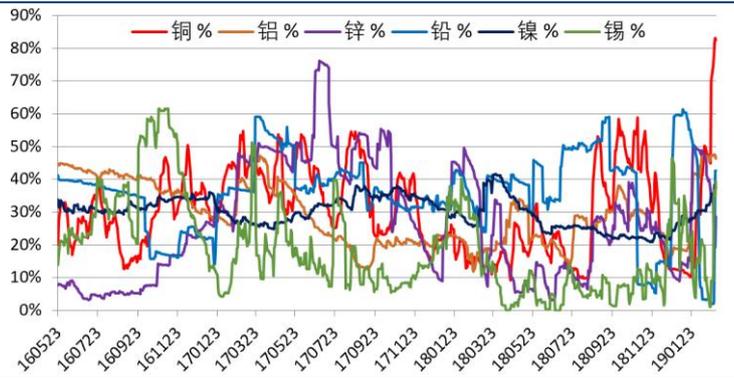
	库存	周涨跌幅	年涨跌幅		库存	周涨跌幅	年涨跌幅
铜	53.37	0.7%	35.0%	铅	12.41	-1.5%	-7.5%
铝	251.80	0.2%	2.5%	镍	21.71	-1.7%	-7.9%
锌	20.60	-4.3%	36.3%	锡	1.81	3.8%	-1.1%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

从各基本金属 LME 的注销仓单占比观察：铜注销仓单大幅攀升隐现软逼仓风险

注销仓单方面最亮眼的莫过于伦铜注销仓单占比的大幅攀升，此外，伦铅注销仓单占比亦有比较明显的上涨。伦铜注销仓单方面，周内伦铜的注销仓单大幅增加近 1 万吨吨至 10.39 万吨，带动其注销仓单占比由二月初的 29% 大幅攀升至二月末的 83%，这意味着伦敦金属市场可交割的铜库存仅有 2.22 万吨，显示出软逼仓风险已经开始出现。而伦铅方面，其注销仓单占比亦由二月初的 9.58% 大幅升至 42.5%，对周内铅价的上涨起到了有效贡献。从其他基本金属观察，铝、锌、镍、锡的注销仓单占比分别为 46.3%、28.7%、37.5% 及 39.3%，整体注销仓单占比亦维持于相对偏高位置。

图 7：伦敦基本金属注销仓单占比走势%



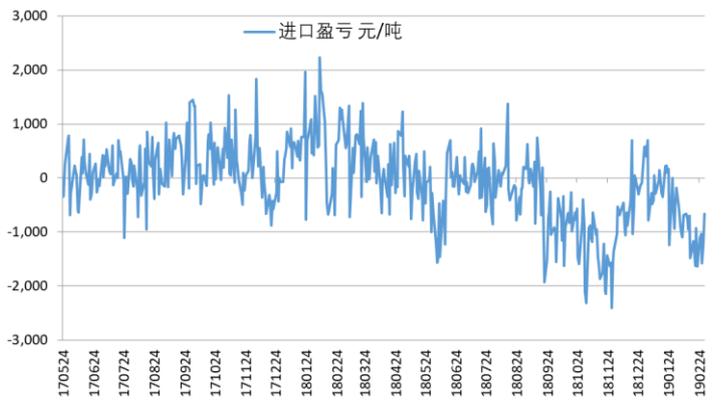
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 8：上海保税仓库铜库存（53.2 万吨）



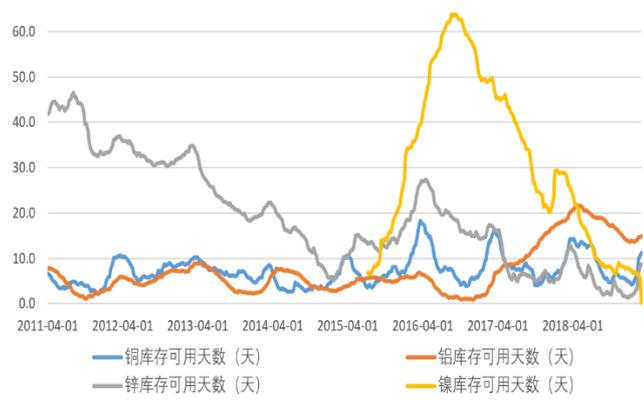
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 9：精炼铜进口盈亏



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 10：国内显性库存可用天数（天）



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

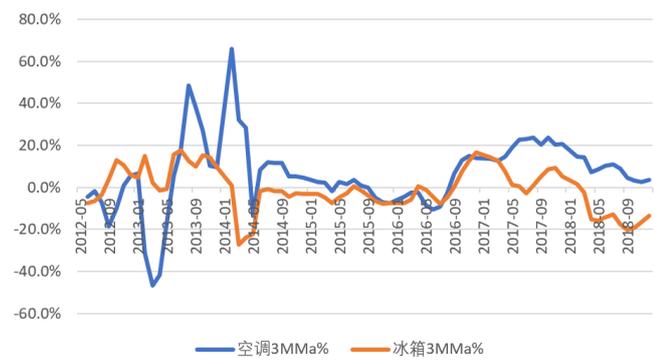
三、终端消费概览及相关数据图览

图 11: 汽车及新能源汽车产量增速三月移动均值



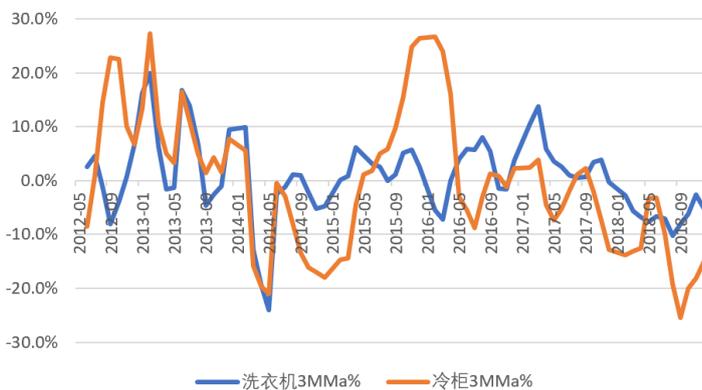
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 12: 冰箱及空调产量增速三月移动均值



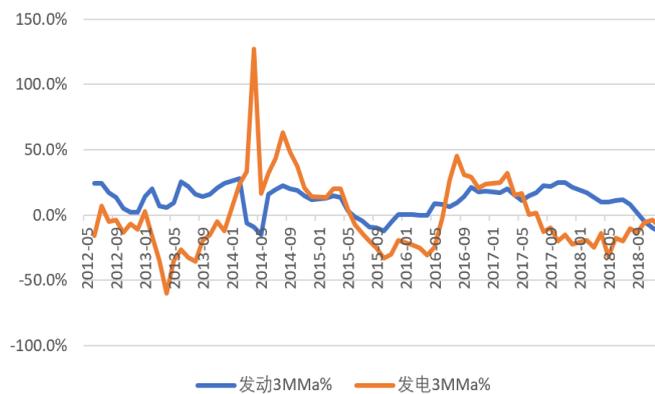
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 13: 洗衣机及冷柜产量增速三月移动均值



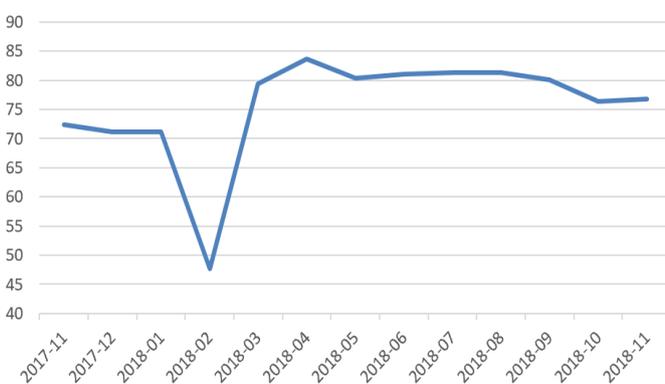
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 14: 发动及发电设备产量增速三月移动均值



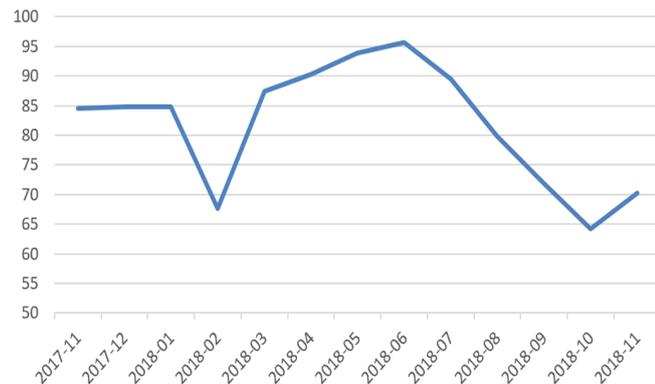
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 15: 中国铜杆线企业开工率



资料来源: Smm, 东兴证券研究所

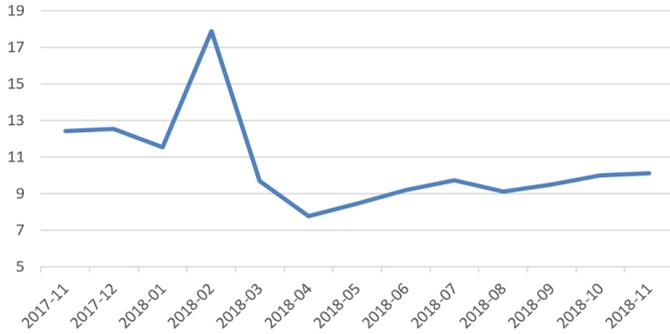
图 16: 中国铜管企业开工率



资料来源: Smm, 东兴证券研究所

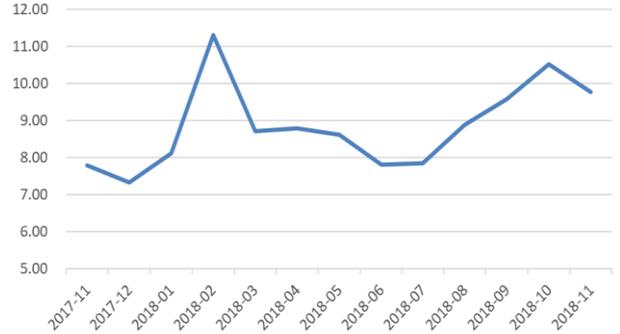
图 17: 中国铜杆线企业成品库存比 (%)

图 18: 中国铜管企业成品库存比 (%)



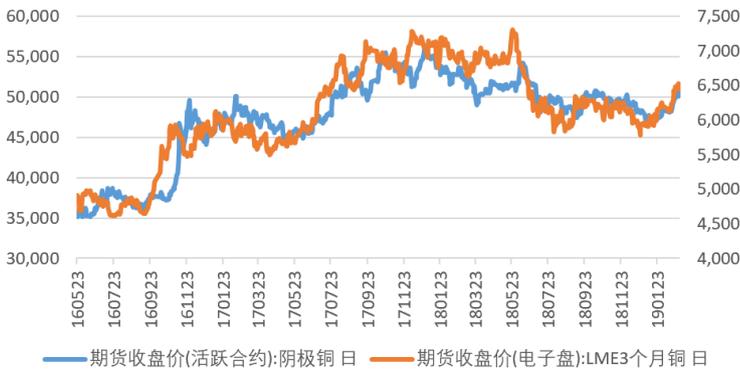
资料来源：Smm, 东兴证券研究所

图 19: 期铜价格



资料来源：Smm, 东兴证券研究所

图 20: 期铝价格



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 21: 期铅价格



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 22: 期锌价格



资料来源：Wind, 东兴证券研究所



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 23: 期镍价格



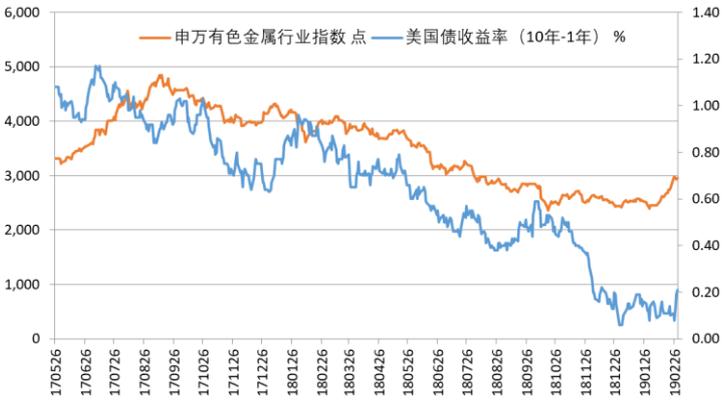
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 24: 期锡价格



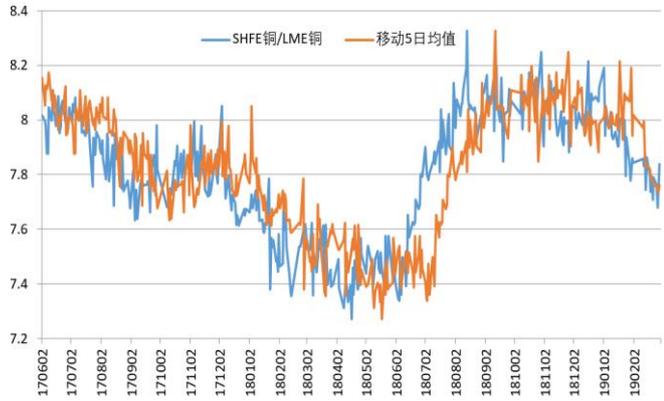
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 25: 申万有色指数与美债收益率差额



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 26: 铜沪伦比值及 5 日移动均值



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

三、周行业和公司动态：

- **迪拜黄金和商品交易所推出以美元结算的锌、铝期货：**迪拜黄金和商品交易所(DGCX)周日表示将推出两种新的基础金属产品，即铝期货和锌期货；这两款新产品将于3月22日上市，旨在吸引全球投资者，每份铝期货和锌期货的合约规模将为5公吨，以美元计价和交易。
- **秘鲁发生7.2级地震：**3.1日北京时间17点，秘鲁东南部发生7.2级地震，秘鲁南部为主产铜矿区，秘鲁2018年产铜矿金属量250万吨左右，位居世界第二，2月上旬秘鲁南部，智利北部连续暴雨，刚果金因为采矿税上调矿企减产等，铜矿产量disruption在2019Q1尽显提升，加剧市场对于铜矿紧缩预期，1月上旬SMM铜精矿现货TC报价在90美元/吨以上，而截至本周五成交区间已经回落至75-80美元/吨。
- **韦丹塔有意销售Sterlite铜精矿库存：**Vedanta计划很快将年产40万吨的冶炼厂剩余的35,000吨铜精矿出售。公司和政府消息人士上周表示，Vedanta正在销售泰米尔纳德邦的Sterlite冶炼厂铜精矿库存，希望削减去年5月份永久关闭的工厂的成本。大选将在5月举行，泰米尔纳德邦的两个主要政党反对重新开放冶炼厂，增加停产的可能性。
- **五矿资源Las Bambas货运不受影响推迟部分发货：**中国五矿集团控股的MMG周一表示，因当地土著社区封锁了拉斯班巴斯(Las Bambas)大型铜矿通往港口的运输道路，将被迫暂停秘鲁马塔拉尼港(Matarani)部分铜精矿发货。秘鲁监察专员办公室表示，该公司一直使用替代路线将其铜精矿从Las Bambas运往马塔拉尼港进行装运。
- **科马索铜业扩建铜矿一期产量360万吨：**总部位于美国的Cupric Canyon Capital的子公司科马索铜业(Khoemacau Copper Mining)表示，已获得5.65亿美元的债务和特许权使用费资金，用于建设一座铜矿。该矿计划从2021年起第一阶段生产约360万吨铜矿。
- **盛屯矿业刚果(金)项目第一批电积铜产品下线：**近期盛屯矿业刚果(金)项目第一批电积铜产品下线。该项目于2018年2月开始动工，2018年6月29日进入安装调试阶段。该项目设计产能3500吨钴，10000吨铜，总投资额6000万美元。
- **秘鲁预计2019年铜产出250万吨：**锌产出和黄金产量将与2018年的水平类似。预计2019年矿业投资将增长至60亿美元。
- **盛屯矿业拟逾5亿元收购海外铜钴矿山资产：**盛屯矿业2月26日晚间公告，公司间接全资控股子公司旭晨国际，拟现金收购恩祖里100%股权，总交易金额不超1.14亿澳大利亚元(折合人民币不超5.46亿元)。恩祖里主要资产为刚果民主共和国加丹加地区铜钴矿山，主要包括卡隆威采矿项目和FTB勘探项目。
- **常铝股份在2月27日晚间发布2018年度业绩快报，**实现营业总收入42.09亿元，较上年同期增长3.58%，实现归属于上市公司股东净利润-4.32亿元，较去年同期下降352.99%。
- **亿纬锂能对外发布业绩快报显示，**2018年度公司实现营业总收入43.51亿元，较上年同期上升45.90%；归属于上市公司股东的净利润5.71亿元，较上年同期上升41.57%。

- **天齐锂业发布业绩快报**：报告期内，公司实现营业总收入 62.45 亿元，同比增加 14.16%；实现归属于上市公司股东的净利润 22.1 亿元，同比增加 3.03%。
- **银漫安全事故**：银漫矿业二期 5000t/d 铅锌系统于 18 年底提前实现试生产，达产后主要金属产量预计分别为锌 4 万吨，铅 0.6 万吨，铜 0.5 万吨，银 350 吨，锡 0.75 万吨。本次发生的重大运输安全事故已造成 21 人死亡，SMM 认为，本次安全事故可能将引发政府对内蒙古地区各矿山生产安全的高度重视，或波及内蒙古地区的铜矿生产，内蒙古地区 2018 年产铜矿占中国年度产量 8% 左右。
- **诺里尔斯克预计 2019 年钯的供应缺口将扩大**：全球最大的钯生产商诺里尔斯克镍业(Norilsk Nickel)周二表示，所有主要市场的排放法规更加严格，初级供应停滞不前，这将扩大 2019 年钯的缺口。主要用于减排汽车催化剂的钯的价格周二在伦敦创下历史新高，原因是南非矿工可能举行罢工，加剧了市场本已吃紧的供应担忧。
- **钯价突破每盎司 1550 美元 续刷纪录新高**：由于担忧全球供应短缺，现货钯价延续强劲涨势，一度涨 0.6%，至创纪录的 1,552.13 美元/盎司。钯价年初至今上涨了 23%。
- 全球金矿业巨头巴里克黄金(Barrick Gold)没有意向提高对竞争对手纽蒙特矿业(Newmont Mining)的收购出价。

资料统一来源：SMM，华尔街日报，上证资讯

风险提示：市场风险情绪大幅回撤，基本金属库存大幅增长，基本金属现货贴水持续大幅放大。

四、周重要经济数据：

表 5：20190304-0308 重要经济数据预览：

20190304-0308	时间	指标	前值	预测值
周一	17:30	欧元区 3 月 Sentix 投资者信心指数	-3.7	-3.1
	18:00	欧元区 1 月 PPI 年率%	0.8	0.2
十三届全国人大二次会议开幕--政府工作报告				
周二	9:45	中国 2 月财新服务业 PMI	53.6	53.7
	11:30	澳洲联储公布利率决议%	1.5	1.5

	17:00	欧元区 2 月 Markit 综合 PMI 终值	51.4	51.4
	18:00	欧元区 1 月零售销售月率%	-1.6	
	23:00	美国 2 月 ISM 非制造业 PMI	56.7	57.2
	21:15	美国 2 月 ADP 就业人数	21.3	18.5
周三	21:30	美国 12 月贸易帐 (亿美元)	-493	-542
	23:00	加拿大央行公布利率决议	1.75	1.75
	3:00	美联储公布经济褐皮书		
	10:30	中国 2 月贸易帐 (美元计价)	391.6	271.5
周四	16:00	中国 2 月外汇储备 (亿美元)	30880	30930
	18:00	欧元区四季度季调后 GDP 年率终值%	1.2	1.2
	20:45	欧洲央行利率决议	-0.4	-0.4
	21:30	美国 2 月季调后非农就业人口变动(万)	30.4	18.5
周五	21:30	美国 2 月失业率%	4	3.9

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。9年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期货做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018年9月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。