

东兴金属：关注金属原材料库存周期变化，重视黄金资产多头配置机会

2021年07月05日

看好/维持

有色金属 行业报告

投资摘要：

铜消费表现韧性，订单有效性或推动产业链补库周期再现。铜矿端供给处于阶段性宽松态势，周度 TC 报价升至 44 美元/吨，中国铜精矿港口库存亦增至 65 万吨，重回年内一月高位。铜冶炼端受国内冶炼厂六月延续的集中检修影响而产量环降 3.2%，但月度供应仍维持 83 万吨之上。尽管七月六家冶炼厂继续处于检修状态，考虑到大部分冶炼厂产能利用率的修复，预计国内七月精炼铜累计产量将回归至 85 万吨左右。另一方面，尽管当前处于季节性的开工淡季，但铜消费整体表现强韧性。铜价阶段性的回落推动下游低价备库提货的积极性，这一方面推升现铜交易升水周内升至 100 元/吨之上，另一方面则带动中国电解铜显性库存延续下滑态势。当前上海铜库存已降至 10.6 万吨，而全国现货铜总库存月降 9.3 万吨至 22.9 万吨。由于周内电解铜进口吨亏损仍在 400 元左右，进口窗口的关闭未能对库存去化形成补充。考虑到铜产业链原材料库存的整体偏低（10.1%原材料库存比）以及细分铜材产品领域需求的高增长（如铜箔产品当前的供不应求），预计铜市场供需仍将处于紧平衡状态，这对铜价会形成有效支撑。后期铜市定价中枢需关注订单有效性对库存周期的传递，即铜产业链原材料库存周期或由被动补库向主动补库转变。

继续把握分歧巨大的黄金市场多头配置机会。黄金市场依然处于强分歧状态，但近阶段美元指数与黄金同步上涨现象的出现意味着黄金重归 1900 美元/盎司的阻力开始减弱。正如我们之前所分析，黄金市场当前仍处固化通胀水平下的惯性交易阶段，美元及利率收益率的变化与黄金走势呈现高度负相关关系。但当前的经济现状为预期通胀率已经开始显著高于实际利率收益率，这意味着通胀溢价将开始在黄金价格中逐步计入，即黄金与美元及美债收益率的强逆向关系将被打破，而这正被最近市场走势所逐步印证。此外，考虑到当前不断攀高的油金比，额外计价因素的实质性上涨将推动因担忧流动性市场鹰派而预期充分悲观的黄金定价出现大幅上行修复。另一方面，考虑到黄金作为金属供需本身所显现的周期性交易强化，如金饰消费的系统性增长（中国 Q1 金饰消费增 2.12 倍，5 月金饰消费增 31.5%；美国金鹰币消费创 21 年最高），中国黄金进口量的大幅增加（Q1 黄金进口 54 吨，5 月总量升至 178 吨），以及全球新兴央行对于黄金购买的一致性再现等（前四个月全球央行净购金 169.6 吨，俄罗斯央行购金量有再度增长预期），黄金的定价中枢将系统性上移，我们认为美元黄金将在六个月内再度回归至 1900 美元/盎司定价，需把握并珍惜分歧巨大的黄金市场多头资产的配置机会。

供需格局边际好转，Q3 钴系产品价格展望偏乐观。海外夏休备库叠加合金需求回暖，MB 钴价近期出现连续抬升，带动国内电钴现货价格上涨（本周 36.4 万元/吨）；三元前驱体产能预计在三季度有进一步提升，硫酸钴（7.65 万元/吨，周度环比+4.8%）等钴盐具备上行动力。供应方面，南非第三波疫情高峰到来，或再度对钴供应链和国内备库节奏造成阶段性扰动。另需关注嘉能可 Mutanda 矿山复产计划（2021 年底重启，2 万吨/年增量）对钴市情绪面的影响。

氢氧化锂维持结构性强势，Altura 复产难解精矿紧缺。供应紧平衡情形下，本

未来 3-6 个月行业大事

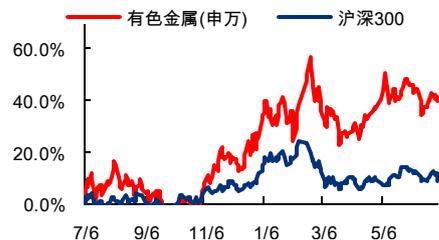
7 月 15 日左右，国家统计局发布 6 月有色金属月度产量数据；

7 月中旬至 8 月底，行业 112 家上市公司将陆续披露 2021 中报；

行业基本资料

		占比%
股票家数	109	2.72%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	22161.71	2.66%
流通市值(亿元)	18413.79	2.89%
行业平均市盈率	40.72	/
市场平均市盈率	8.34	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

分析师：胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080001

周电池级氢氧化锂小幅上涨 1000 元/吨至 9.4 万元/吨，微粉级报价达到 10 万元/吨；电碳则维持 8.8 万元/吨不变。锂精矿方面，Pilbara 计划于今年四季度分阶段重启 Altura 产能，目标于 2022 年中达到 18-20 万千公吨年产能，满产后预计形成全球 LCE 边际增量不足 5%，难解当前锂精矿紧缺格局。

建议关注 6 月 5 日当周美联储 6 月会议记录，重点关注 FED 对通胀、缩减购债和利率的最新看法。经济数据方面，需关注欧元区综合 PMI、投资、零售销售数据，中国财新服务业 PMI、通胀、社融及货币数据。

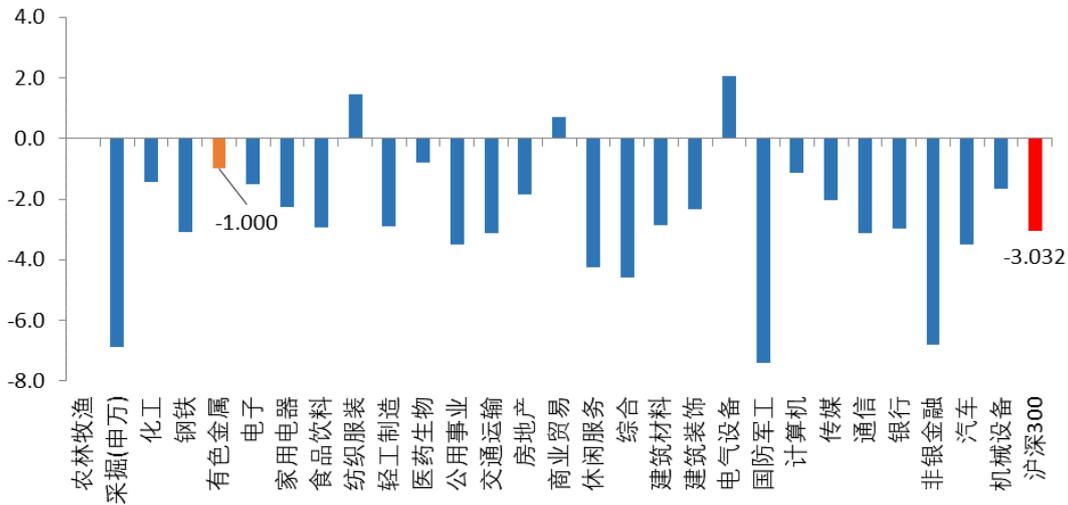
建议关注紫金矿业、山东黄金、银泰黄金、赣锋锂业及江西铜业。

风险提示：利率急剧上升，流动性交易拐点显现，库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，国际贸易关系紧张。

1. 有色金属周行情回顾

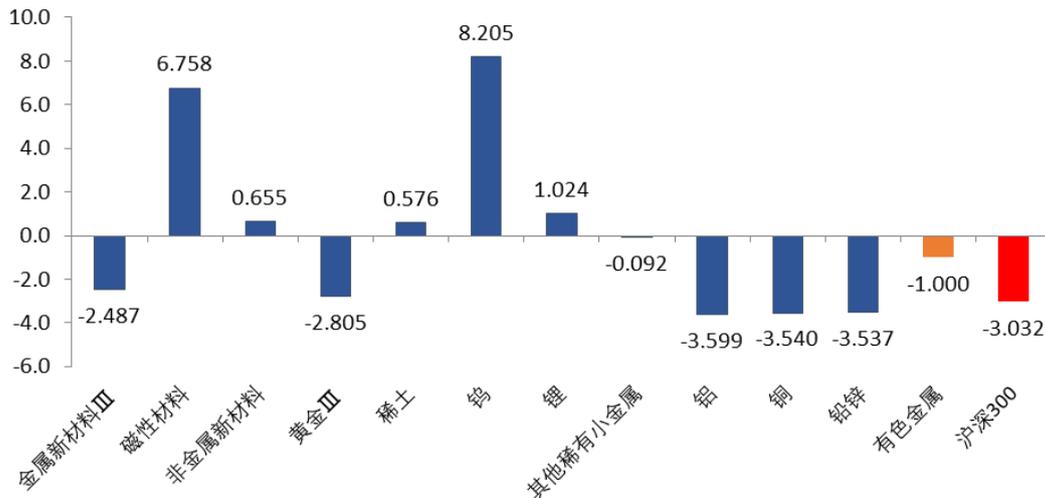
上周沪深 300 指数下跌 3.03%，有色金属板块下跌 1.00%，跑赢沪深 300 指数 2.03 个百分点。子板块涨跌互现，钨（+8.21%）、磁性材料（+6.76%）、锂（+1.02%）位列涨幅前三，铝（-3.6%）、铜（-3.54%）、铅锌（-3.54%）位列跌幅前三。从个股表现观察，金力永磁（+33.01%）、中钨高新（+21.78%）、合盛硅业（+21.00%）位列有色板块涨幅前三；阿石创（-13.88%）、宝钛股份（-12.88%）及西部材料（-12.77%）位列有色板块跌幅前三。

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

2. 有色金属价格回顾

基本金属价格本周涨跌互现，伦铅表现相对较强。沪铜、沪铝、沪锌、沪铅、沪镍及沪锡分别变动-0.64%、-0.26%、+1.19%、+0.51%、-2.60%及+0.79%，与之对应的伦铜、伦铝、伦锌、伦铅、伦镍及伦锡分别变动-0.59%、+2.53%、+0.89%、+2.91%、+2.17%及+0.31%。

贵金属后半周小幅反弹。沪金、沪银本周分别变动+0.33%、-0.33%，COMEX金、COMEX银分别变动+0.31%、+1.59%。

能源金属方面，电池级氢氧化锂延续上涨态势，本周上涨 1000 元/吨至 9.4 万元/吨，碳酸锂维持 8.8 万元/吨；钴系列产品价格反弹明显，电钴本周最新报价 36.4 万元/吨，硫酸钴、三氧化二钴最新均价为 7.65 万元/吨、27.5 万元/吨。

表 1:主要金属品种价格变动

		单位	本周	周涨跌幅	月涨跌幅	年涨跌幅	2021 年均价	2020 年年均价	均价涨跌幅
铜	SHFE	(元/吨)	68,260	-0.64%	-3.74%	18.20%	66,842	48,796	37%
	LME	(美元/吨)	9,379	-0.59%	-5.74%	20.96%	9,150	6,199	48%
铝	SHFE	(元/吨)	18,880	-0.26%	3.28%	22.12%	17,438	14,009	24%

锌	LME	(美元/吨)	2,558	2.53%	5.66%	29.13%	2,274	1,732	31%
	SHFE	(元/吨)	22,020	1.19%	-2.22%	6.51%	21,590	18,189	19%
铅	LME	(美元/吨)	2,936	0.89%	-2.81%	6.78%	2,852	2,280	25%
	SHFE	(元/吨)	15,730	0.51%	4.62%	7.56%	15,229	14,672	4%
镍	LME	(美元/吨)	2,297	2.91%	6.12%	15.49%	2,091	1,836	14%
	SHFE	(元/吨)	134,000	-2.60%	2.02%	8.43%	129,617	109,556	18%
锡	LME	(美元/吨)	18,330	-1.32%	2.23%	10.62%	17,511	13,863	26%
	SHFE	(元/吨)	211,550	0.79%	3.68%	39.94%	183,701	138,842	32%
金	LME	(美元/吨)	31,520	2.17%	2.89%	54.89%	26,743	17,101	56%
	SHFE	(元/克)	373	0.33%	-2.61%	-5.66%	378	390	-3%
银	COMEX	(美元/盎司)	1,783	0.31%	-5.75%	-5.90%	1,804	1,779	1%
	SHFE	(元/千克)	5,446	-0.33%	-3.27%	-2.51%	5,487	4,729	16%
锂	COMEX	(美元/盎司)	27	1.59%	-5.00%	0.34%	27	21	28%
	碳酸锂 99.5%	(元/吨)	88,000	0.00%	0.00%	69.23%	82,050	44,098	86%
	氢氧化锂 56.5%	(元/吨)	94,000	1.08%	2.17%	91.84%	74,008	51,877	43%
钴	长江钴	(元/吨)	364,000	1.11%	2.54%	30.47%	349,708	267,393	31%
锰	电解锰	(元/吨)	17,750	0.57%	4.11%	27.70%	16,935	11,553	47%
稀土	氧化镨	(元/千克)	2,375	4.40%	-2.06%	22.74%	2,565	1,813	41%
	氧化镝	(元/吨)	536,500	1.71%	4.17%	49.03%	489,142	321,560	52%
	氧化铽	(元/吨)	485,000	3.74%	-1.02%	-4.90%	565,379	336,440	68%
	氧化镧	(元/吨)	8,750	0.00%	0.00%	-7.89%	8,962	10,584	-15%
	上海有色指数		3,853	0.16%	-0.05%	17.46%	3,579	2,882	24%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

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	0.957	0.874	0.161	0.661	0.942	-0.751	0.673	0.941	-0.672	0.950
AL	0.957	1.000	0.885	0.157	0.567	0.917	-0.695	0.564	0.897	-0.708	0.897
ZN	0.874	0.885	1.000	0.094	0.667	0.799	-0.816	0.638	0.802	-0.660	0.829
PB	0.161	0.157	0.094	1.000	0.135	0.232	0.085	0.288	0.209	-0.290	0.031
NI	0.661	0.567	0.667	0.135	1.000	0.667	-0.821	0.843	0.695	-0.361	0.616
SN	0.942	0.917	0.799	0.232	0.667	1.000	-0.676	0.691	0.952	-0.652	0.891

USD	-0.751	-0.695	-0.816	0.085	-0.821	-0.676	1.000	-0.782	-0.718	0.524	-0.717
上证	0.673	0.564	0.638	0.288	0.843	0.691	-0.782	1.000	0.764	-0.551	0.645
WTI	0.941	0.897	0.802	0.209	0.695	0.952	-0.718	0.764	1.000	-0.706	0.923
VIX	-0.672	-0.708	-0.660	-0.290	-0.361	-0.652	0.524	-0.551	-0.706	1.000	-0.633
美债	0.950	0.897	0.829	0.031	0.616	0.891	-0.717	0.645	0.923	-0.633	1.000

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

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		最新升水	
	LME	SHFE	LME	SHFE	LME	SHFE	LME	SHFE
铜	(25)	66	2	(66)	(6)	110	(26)	(140)
铝	(15)	(52)	9	(25)	7	(117)	(11)	(220)
锌	(11)	687	3	(56)	7	143	(17)	710
铅	11	(73)	20	(127)	14	(107)	19	(80)
镍	(3)	892	3	40	28	(471)	10	1250
锡	1611	2046	(74)	(568)	(423)	1230	1295	2950

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）

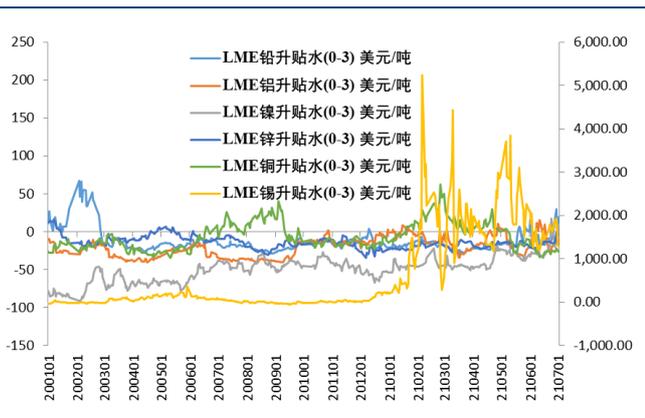
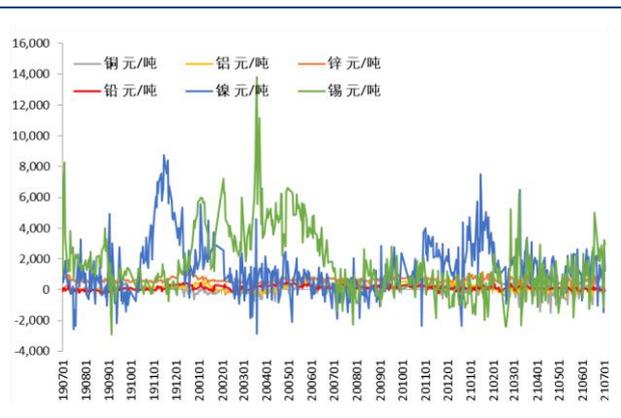


图 5:基本金属现货升贴水（长江）



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

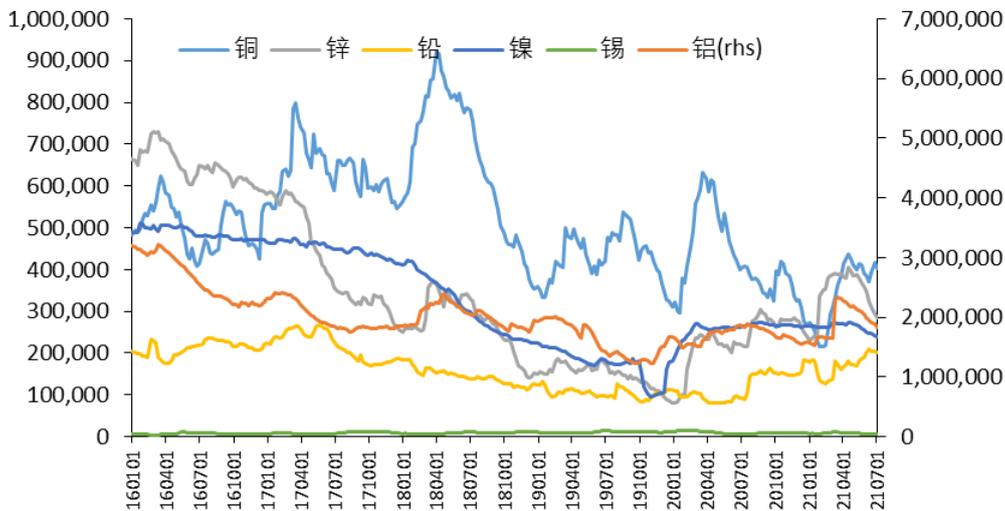
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

全球期货交易所总库存 (SHFE+LME+COMEX):

铜的交易所库存本周下降 1.16 万吨至 40.38 万吨 (-2.78%)，其中 LME 仓库库存上升 0.1 万吨至 21.2 万吨 (+0.46%)；SHFE 库存下降 1.13 万吨至 14.25 万吨 (-7.34%)；COMEX 美精铜库存下降 0.13 万吨至 4.93 万吨 (-2.5%)，上海保税区库存上升 0.7 万吨至 44.6 万吨。铝交易所库存本周下降 4.39 万吨至 184.13 万吨 (-2.33%)，其中 LME 铝库存下降 3.35 万吨至 156.3 万吨 (-2.1%)；SHFE 库存下降 1.04 万吨至 27.84 万吨 (-3.6%)。

其他基本金属方面，锌、铅、镍及锡库存变化分别为下降 0.72 万吨 (-2.46%)、下降 0.19 万吨 (-0.91%)、下降 0.3 万吨 (-1.26%) 及下降 323 吨 (-5.76%)。

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:

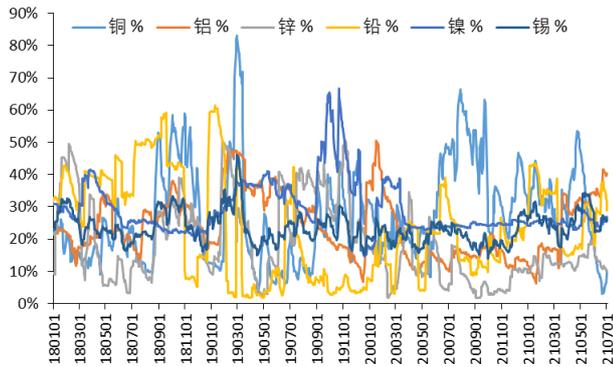
	库存	周涨跌幅	较去年同期		库存	周涨跌幅	较去年同期
铜	40.38	-2.8%	-0.3%	铅	20.19	-0.9%	120.6%
铝	184.13	-2.3%	-0.6%	镍	23.76	-1.3%	-9.9%

锌	28.56	-2.5%	30.8%	锡	0.53	-5.8%	-19.1%
---	-------	-------	-------	---	------	-------	--------

资料来源：Wind，东兴证券研究所

伦敦金属的注销仓单占比：伦铜、伦铝、伦锌、伦铅、伦镍及伦锡的注销占比则分别为 9.85%、40.22%、9.98%、28.79%、26.89%、38.02%。注销仓单数量分别变化+13775 吨、-25975 吨、-4125 吨、-8350 吨、+1698 吨、-125 吨。

图 7:伦敦基本金属注销仓单占比走势%



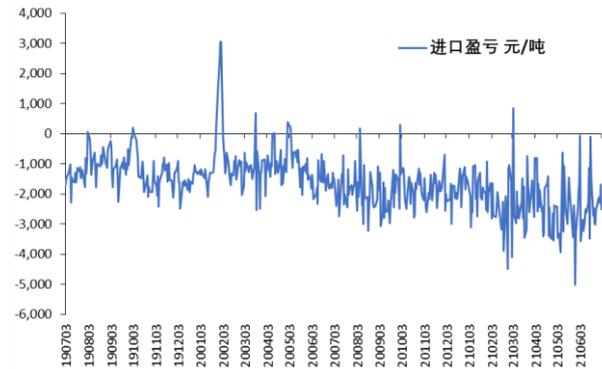
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8:上海保税仓库铜库存（44.6 万吨，较上周+0.7 万吨）



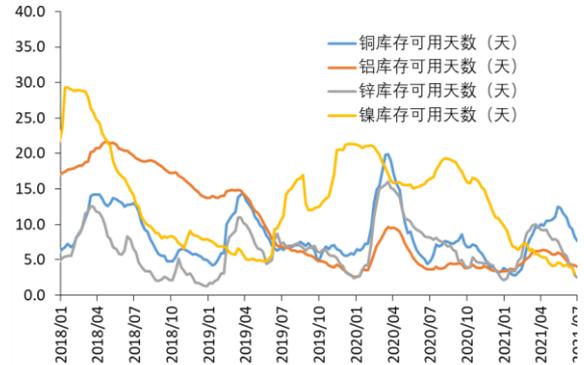
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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）

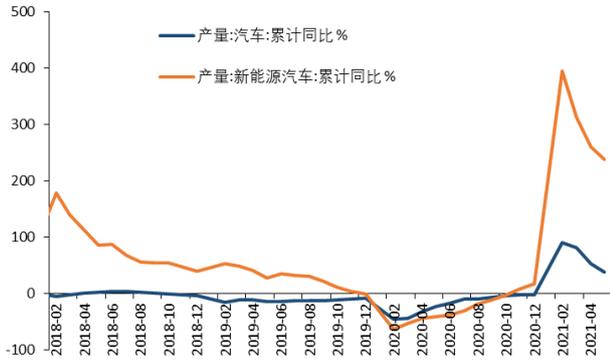


资料来源：Wind，东兴证券研究所

3. 有色金属行业终端消费及相关数据图览

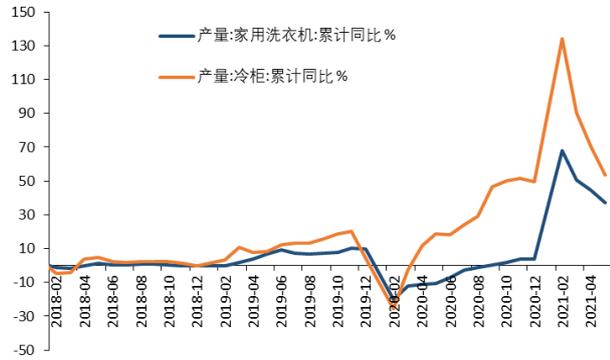
图 11:汽车及新能源汽车产量累计同比增速

图 12:冰箱及空调产量累计同比增速



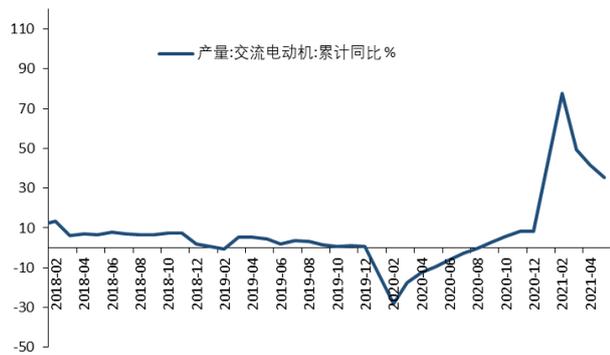
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 13: 洗衣机及冷柜产量累计同比增速



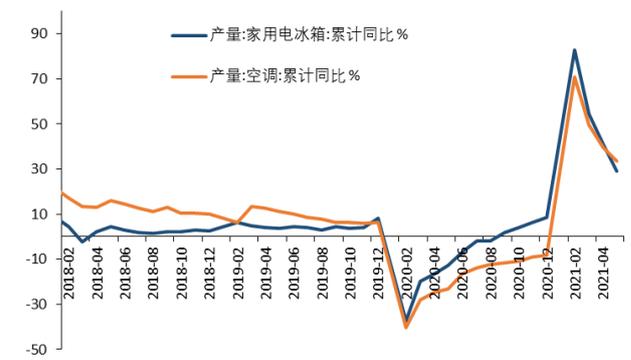
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 15: 中国电动机产量累计同比增速



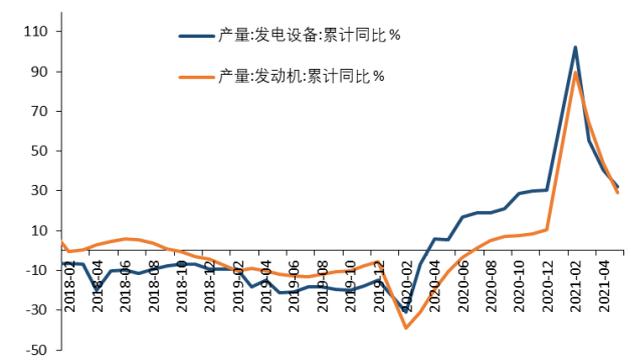
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 17: 期铜价格



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累计同比增速



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 16: 中国铜材产量累计同比增速



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 18: 期铜库存



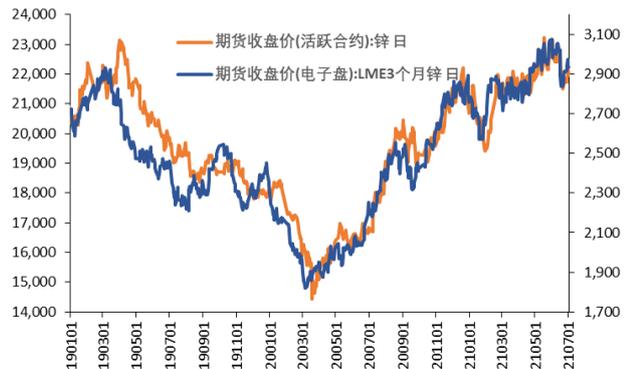
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 19:期铝价格



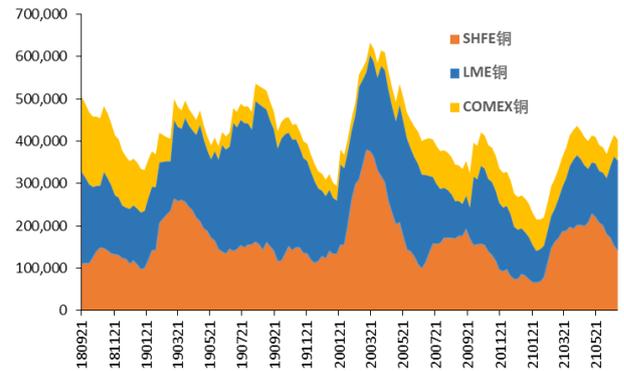
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 21:期锌价格



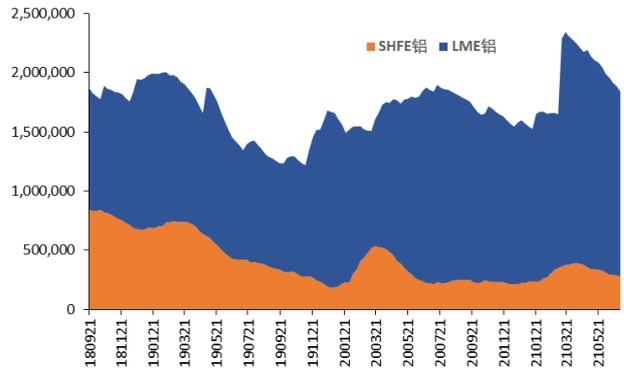
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 23:期铅价格



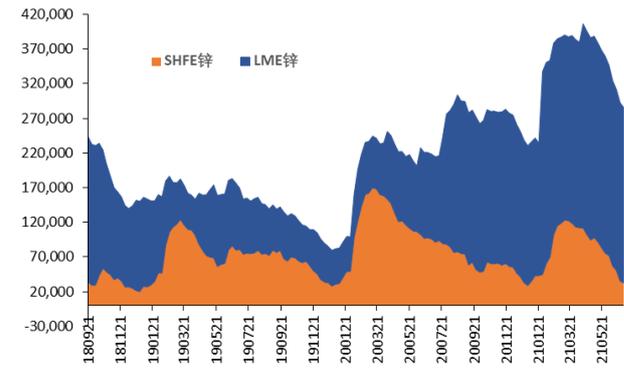
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 20:期铝库存



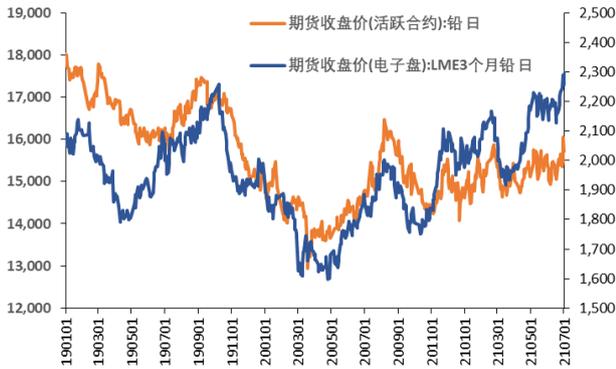
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 22:期锌库存



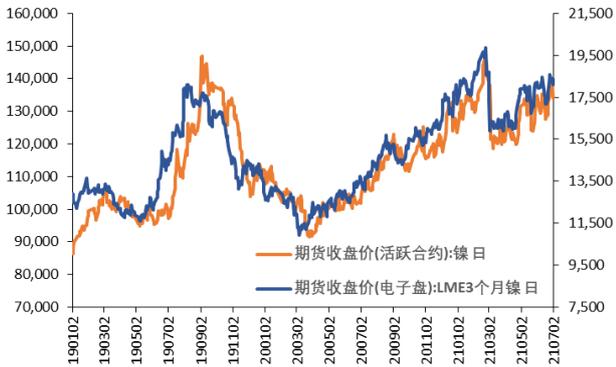
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 24:期铅库存



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 25:期镍价格



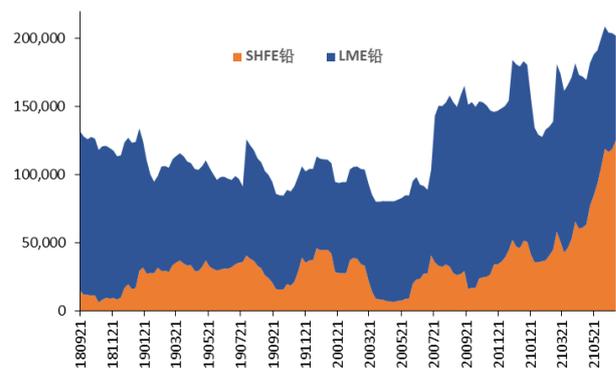
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 27:期锡价格



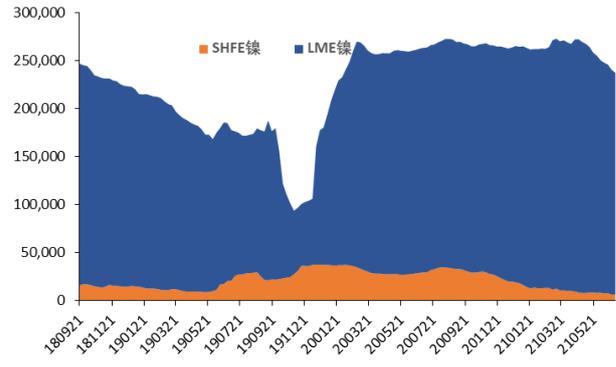
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 29:黄金 SPDR 持仓量



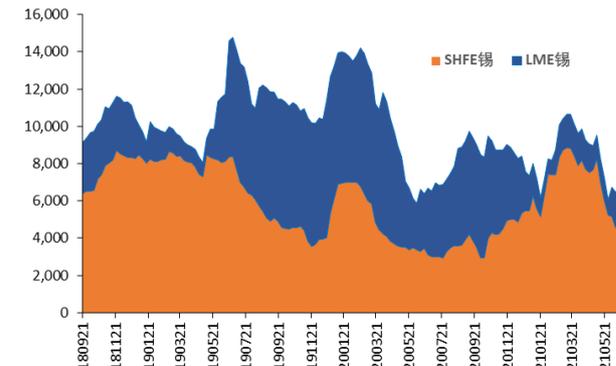
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 26:期镍库存



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 28:期锡库存



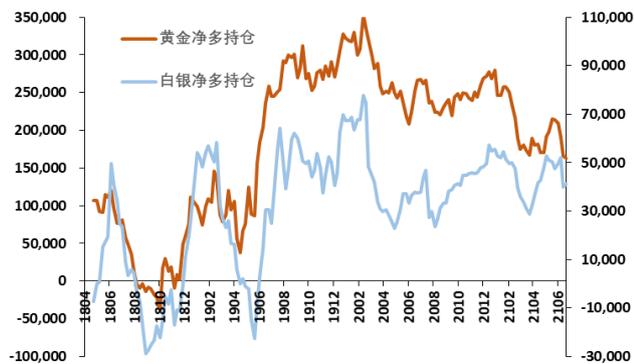
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 30:白银 SLV 持仓量



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 31:CFTC 金银净多持仓量

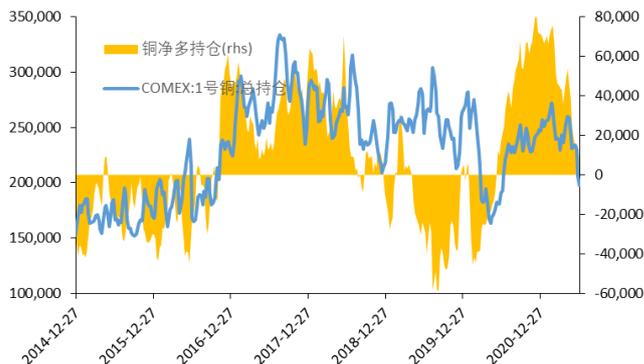


资料来源：Wind, 东兴证券研究所



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 32: CFTC 铜持仓量



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

4. 周行业和公司动态：

美国发布锂电国家蓝图：美国联邦先进电池联盟（FCAB）发布了“美国锂电池国家蓝图（2021-2030）”，针对美国锂电产业链的原料，电池材料，电池制造，电池回收及技术与人才储备五大方面均提出了目标，其中包括：保障原料供应、鼓励材料加工、刺激电池制造业发展、实现大规模报废电池梯次利用与回收、以及支持 STEM 教育及科学研究。

俄罗斯从 8 月 1 日起对铜、镍、铝和黑色金属出口征收 15% 关税：俄罗斯总理米哈伊尔·米舒斯京签署了一项法令，将从 8 月 1 日起对黑色金属和主要基本金属征收出口关税。关税范围为 54 美元/吨至 2,321 美元/吨，有效期至年底 12 月 31 日。新关税制度以 15% 为基数，涉及金属特定税率，适用于部分炼钢原材料、半成品和轧钢产品以及初级铜、镍和铝的出口。

格林美拟投建年产 10 万吨电池级高纯镍钴盐晶体项目：6 月 29 日，格林美（002340）发布公告称，公司全资下属公司格林美（荆门）高纯化学材料有限公司将投资 3.1 亿元，用于建设年产 10 万吨电池级高纯镍钴盐晶体（3.3 万吨电池级高纯硫酸镍晶体、3.3 万吨电池级高纯硫酸钴晶体、3.3 万吨氯化钴晶体）项目生产线及其配套环境工程等设施。

澳大利亚矿产品出口创纪录：据 Mining Weekly，2020/21 财年，澳大利亚资源和能源产品出口额将达到创纪录的 3100 亿澳元，其中近一半来自铁矿石。2021/22 财年，其出口额将进一步增至 3340 亿澳元。

紫金矿业净利润预计增长 156.09% 到 172.61%：7 月 1 日晚，紫金矿业发布半年度业绩预告，预计 2021 年 1-6 月实现归属于上市公司股东的净利润为 62 亿元到 66 亿元，同比增长 156.09% 到 172.61%。

资料统一来源：SMM, Wind, Mysteel, 中国冶金报, 新华财经, 海关总署, 上证资讯

5. 周重要经济数据

表 5：20210704-20210711 重要经济数据及事件预览：

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
2021/7/5	9:45	中国	6 月财新服务业 PMI:经营活动指数	55.1	--	--
2021/7/5	15:55	德国	6 月服务业 PMI	52.8	52.8	58.1
2021/7/5	16:00	欧盟	6 月欧元区:服务业 PMI	55.2	55.1	58
2021/7/5	16:00	欧盟	6 月欧元区:综合 PMI	57.1	56.9	59.2
2021/7/6	14:00	德国	5 月制造业订单指数:环比:季调(%)	-0.18	1	--
2021/7/6	14:00	德国	5 月制造业订单指数:同比(%)	78.88	--	--
2021/7/6	17:00	德国	7 月 ZEW 经济景气指数	79.8	86	--
2021/7/6	17:00	德国	7 月 ZEW 经济现状指数	-9.1	-27.8	--

2021/7/6	17:00	欧盟	7月欧元区:ZEW经济景气指数	81.3	--	--
2021/7/6	18:00	欧盟	5月欧盟:零售销售指数:同比(%)	22.4	--	--
2021/7/6	18:00	欧盟	5月欧元区:零售销售指数:环比(%)	-3.1	--	--
2021/7/6	18:00	欧盟	5月欧元区:零售销售指数:同比(%)	23.9	--	--
2021/7/6	21:45	美国	6月Markit服务业PMI:商务活动:季调	70.4	--	--
2021/7/6	22:00	美国	6月非制造业PMI	64	--	--
2021/7/7	待定	中国	6月官方储备资产(亿美元)	33,624.71	--	--
2021/7/7	待定	中国	6月黄金储备(万盎司)	6,264.00	--	--
2021/7/7	待定	中国	6月外汇储备(亿美元)	32,218.03	--	--
2021/7/7	22:00	美国	5月职位空缺数:非农:总计:季调	9,286.00	--	--
2021/7/7	22:30	美国	7月02日EIA库存周报:成品汽油(千桶)	21,647.00	--	--
2021/7/7	22:30	美国	7月02日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	-6,718.00	--	--
2021/7/8	2:00	美国	7月美联储将公布会议纪要			
2021/7/8	14:00	德国	5月出口额:环比:季调(%)	0.3	0.5	--
2021/7/8	14:00	德国	5月进口额:环比:季调(%)	-1.7	-1.1	--
2021/7/8	20:30	美国	6月26日持续领取失业金人数:季调(人)	3,469,000.00	--	--
2021/7/8	20:30	美国	7月03日当周初次申请失业金人数:季调(人)	364,000.00	--	--
2021/7/9	9:30	中国	6月CPI:同比(%)	1.3	1.15	--
2021/7/9	9:30	中国	6月PPI:同比(%)	9	8.44	--
2021/7/9	14:00	英国	5月工业生产指数:同比:季调(%)	27.49	--	--
2021/7/9	14:00	英国	5月制造业生产指数:同比:季调(%)	39.71	--	--
2021/7/9	22:00	美国	5月商业批发库存:季节调整	698,039.00	--	--
2021/7/9	22:00	美国	5月商业批发销售:季节调整	570,755.00	--	--

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

利率急剧上升，流动性交易拐点显现，库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，国际贸易关系紧张。

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。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大赛三等奖，中金所股指期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师。2018年9月加入东兴证券研究所。

胡道恒

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有1年PE机构及4年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019年7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。本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法律责任。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526