

忽如一夜春风来

研究结论

- 近期国内铝价走势强劲，连续上涨刷新年内高点，并创下金融危机以来新高。截止 7 月 29 日，国内长江现货铝价报 18500 元/吨，较两个月前 16500 元/吨上涨 12%，较年初价格上涨 13.7%。国内铝价的强劲上涨主要受国内铝库存大幅下降推动，以国内期货库存为例，已自年初 45 万吨左右下降至当前不足 20 万吨，处于近 3 年低位。以国内铝行业资讯机构广州凯投统计的社会电解铝库存数据看，去年 5 月份一度高达 120 万吨以上，之后持续下降，当前已降至不足 30 万吨。相对于 LME 铝价看，由于库存依然处于历史高位，近期价格表现相对平淡。
- 推动国内铝价强劲大涨的主要原因，从表象上看主要是：今年上半年产量增长大幅放缓，需求增长依然强劲，导致库存大幅下滑。但我们推测更实质的原因可能是产能增长受限，受年初九部委联合发文《遏制电解铝行业产能过剩和重复建设》，紧急叫停 700 多万吨拟建电解铝产能，预计今年来产能增长严重受限。据亚洲金属网最新统计显示，当前河南、山西目前的综合产能利用率分别达 87.7% 和 94.7%，与 2007 年顶峰时的 97% 的行业产能利用率已经非常接近。这就意味着当前存量产能的边际供给已经乏力，在目前低库存条件下，若需求进一步增加，阶段性的产能瓶颈势必显现。
- 我们看好短期铝价走势，认为在当前低库存情况下，且产量预计受夏季电力供应紧张制约增长受限，而需求仍相对稳健，近期铝价易涨难跌。我们预计未来 3-6 月国内铝价有望上冲 20000 元/吨大关。中长期看，我们预计受成本上涨推动及国内电解铝产能利用率回升，国内铝价震荡上涨是大概率事件。
- 电解铝板块投资策略。因国内近期铝价上涨属于需求推动，而非成本拉动，导致行业利润水平明显回升。中长期看，尽管成本上涨会推动铝价上涨，但我们预计中国严控电解铝产能措施至少部分生效，从而推动电解铝产能利用率回升，并推动行业利润水平回升。鉴于我们看好电解铝行业短期和中长期行业利润水平的回升，建议关注电解铝板块。短期从个股相对铝价弹性看，推荐焦作万方（增持）。同时关注中孚实业（未评级），云铝股份（未评级）等。中长期我们看好在降低成本上能有所成效——或向上游铝土矿进军、或煤电一体化的电解铝企业。
- 风险因素：（1）产能扩张超预期。受价格上涨利润扩张激励，电解铝产能扩张超预期，特别是西北地区有强烈扩张产能冲动。（2）需求增速大幅放缓超预期。（3）若国内铝价大幅上涨，或引发大量进口铝锭到港，进而又压低国内铝价。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号：S0860207100115

联系人

徐建华

8621-63325888 × 6090

xujianhua@orientsec.com.cn

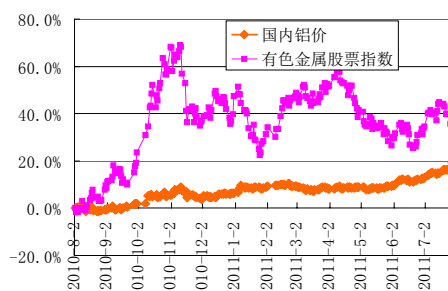
行业评级 看好 中性 看淡（维持）

国家/地区 中国/A 股

行业 金属

报告发布日期 2011 年 8 月 1 日

行业表现



资料来源：WIND，东方证券研究所整理

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

受库存持续下降，国内电解铝价格强劲上涨，创金融危机以来新高	5
近期国内电解铝价格强劲上涨，连续刷新年内高点	5
国内库存大幅下降，是推动国内铝价强劲上涨的最直接原因	5
国内铝现货价大涨的同时，现货相对期货再现久违升水结构	6
推动近期国内铝价强劲上涨，表象上看有以下几点原因：	7
国内电解铝产量增长大幅放缓	7
国内电解铝需求增长依然强劲	7
国内电解铝库存大幅下降	8
但更实质的原因我们推测可能是产能增长受限	10
九部委联合发文叫停拟建电解铝产能，引导行业利润合理回归	10
有色金属行业十二五规划也将控制冶炼产能过快增长	10
我们对电解铝价格短期及中长期价格的看法	10
低库存条件下，近期国内铝价依然易涨难跌	10
中长期而言，受成本上涨推动及电解铝产能利用率回升，铝价震荡上行是大概率事件	12
电解铝板块投资策略简析	12
风险因素	13
产能扩张超预期	13
需求放缓超预期	13
若国内价格大幅上涨，将导致铝锭大量进口	13

图表目录

图 1：国内电解铝价格已经创金融危机以来新高.....	5
图 2：LME 电解铝价格受高库存压制，近期走势相对疲弱	5
图 3：国内期交所库存自去年底 50 万吨降至当前不足 20 万吨	6
图 4：LME 铝库存仍处历史高位.....	6
图 5：国内现货铝价相对期货价持续走强，再现久违的升水.....	6
图 6：LME 铝现货相对期货依然贴水 1%多	6
<u>!异常的公式结尾</u>	
表 2：今年上半年国内铝材产量，及铝下游领域需求增长依然强劲.....	7
图 7：发展中国家铝消费结构	8
图 8：发达国家铝消费结构.....	8
图 9：国内铝现货库存自去年 5 月 120 万吨持续下降至当前不足 30 万吨	9
图 10：华东三地现货铝库存下降至当前不足 25 万吨	9
图 11：广东地区主要仓库铝库存下降至 6 万吨左右	9
图 12：近期国内铝价大幅上涨的同时，成本相对稳定，推动电解铝冶炼利润大幅上升.....	11
表 3：国内铝进口成本核算.....	11
表 4：预计未来几年我国电解铝产能利用率将稳步回升 产能/产量单位：千吨.....	12
表 5：国内电解铝上市公司相关资料汇总	12

近期国内电解铝价格强劲上涨，连续刷新年内高点。截止 7 月 29 日，国内长江现货铝价报 18500 元/吨，较两个月前 16500 元/吨上涨 12%，较年初价格上涨 13.7%，并创下金融危机以来新高。国内铝价的强劲上涨主要受国内铝库存大幅下降推动，以期货库存为例，已自年初 45 万吨左右下降至当前不足 20 万吨，处于近 3 年低位。以广州凯超统计的主要消费集散地库存为例，已经自去年 5 月份 120 万吨下降至当前不足 30 万吨。相对而言，LME 库存当前仍处历史高位，近期并无明显变化，LME 铝价近期走势也相对平淡，年初以来涨幅 6.3%。

推动国内铝价强劲大涨的主要原因，从表象上看主要是：今年上半年产量增长大幅放缓，需求增长依然强劲，导致库存大幅下滑。但我们推测更实质的原因可能是产能增长受限，受年初九部委联合发文《遏制电解铝行业产能过剩和重复建设》，紧急叫停 700 多万吨拟建电解铝产能，预计今年产能增长严重受限。据亚洲金属网最新统计数据显示，当前河南、山西目前的综合产能利用率分别达 87.7%和 94.7%，与 2007 年顶峰时的 97%的行业产能利用率已经非常接近。这就意味着当前存量产能的边际供给已经乏力，在目前低库存条件下，若需求进一步增加，阶段性的产能瓶颈势必显现。

我们看好短期铝价走势，认为在当前低库存情况下，且产量预计受夏季电力供应紧张制约增长受限，而需求仍相对稳健，近期铝价易涨难跌。我们预计未来 3-6 月国内铝价有望上冲 20000 元/吨大关。中长期看，我们预计受成本上涨推动及国内电解铝产能利用率回升，国内铝价震荡上涨是大概率事件。

电解铝板块投资策略。因国内近期铝价上涨属于需求推动，而非成本拉动，因此近期行业利润水平明显回升。中长期看，尽管成本上涨会推动铝价上涨，但中国严控电解铝产能措施至少部分生效，从而推动电解铝产能利用率回升，并推动行业利润水平回升。鉴于我们看好电解铝行业短期和中长期行业利润水平的回升，建议关注电解铝板块。短期从个股相对铝价弹性看，推荐顺序依次为焦作万方（增持评级），中孚实业（未评级），云铝股份（未评级）。中长期我们看好向上游铝土矿进军、或煤电一体化的电解铝企业。

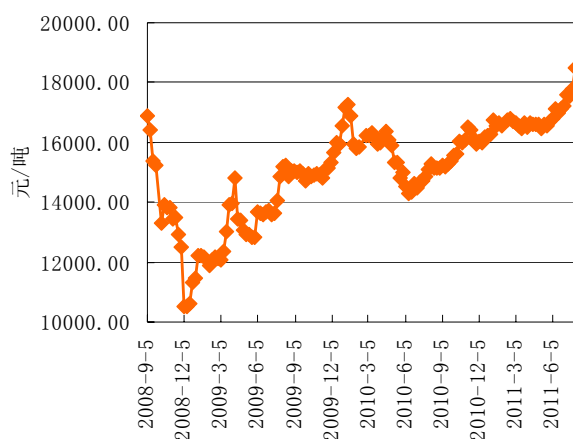
受库存持续下降，国内电解铝价格强劲上涨，创金融危机以来新高

近期国内电解铝价格强劲上涨，连续刷新年内高点

自今年 5 月底以来，国内电解铝价格持续走强，在 2 个月时间自 16500 元/吨上涨至当前 18500 元/吨，广州地区铝现货最近几日最高达到 18900 元/吨，刷新金融危机以来历史高点。今年以来国内电解铝价格涨幅已经达到 13.7%。

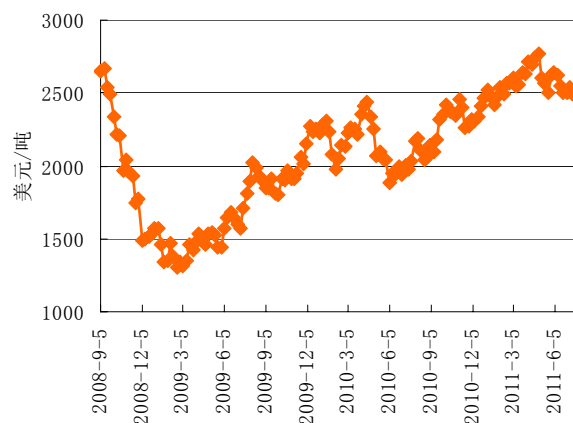
LME 伦铝价格走势相对平缓，最近两月价格始终徘徊在 2500-2700 美元。今年来 LME 铝价格上涨 6.3%。

图 1：国内电解铝价格已经创金融危机以来新高



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

图 2：LME 电解铝价格受高库存压制，近期走势相对疲弱



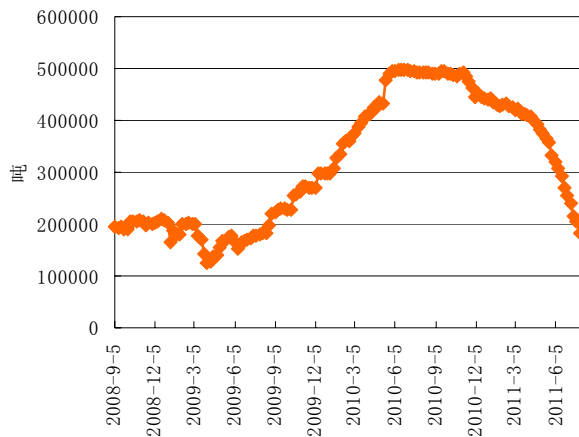
资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

国内库存大幅下降，是推动国内铝价强劲上涨的最直接原因

从交易所期货库存看，今年来国内期货库存下降明显，自年初的 40 万吨以上，每周持续下降至当前不足 20 万吨，我们认为库存的持续下降，是推动国内铝价强劲上涨的最直接因素。当前国内期货铝库存已经降至近 3 年来的相对低位。

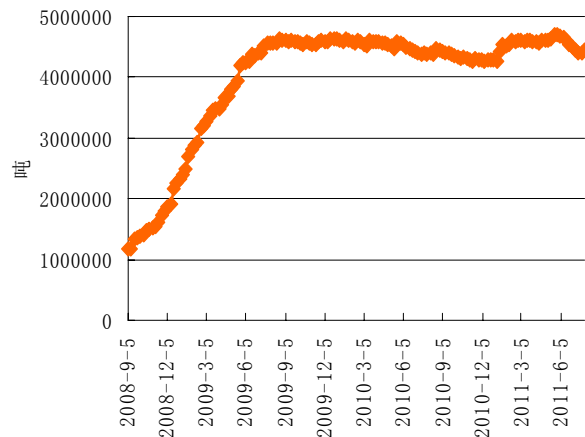
相比较 LME 来看，当前库存仍处在历史高位，接近 450 万吨。自金融危机爆发后，LME 库存在一年之内从 100 多万吨库存上升到 400 万吨以上，最近两年一直在 400 万吨以上水平高位徘徊。

图 3：国内期交所库存自去年底 50 万吨降至当前不足 20 万吨



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

图 4：LME 铝库存仍处历史高位

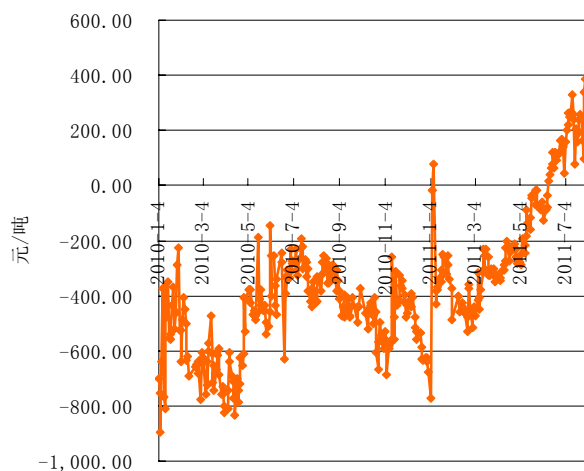


资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

国内铝现货价大涨的同时，现货相对期货再现久违升水结构

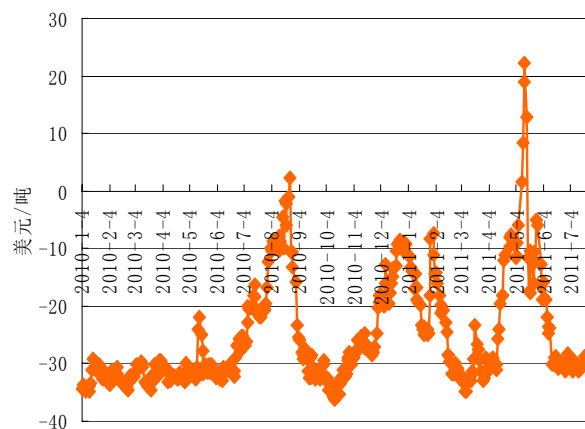
受国内电解铝库存持续大幅下降至近年低位，国内现货铝价强劲上涨，自 6 月份以来甚至出现了久违的升水结构，近期现货铝价相对于期货近月合约升水高达 400 元左右，升水幅度相对现货铝价 2% 以上。而 LME 受库存仍处高位，铝价近期并无明显表现，现货相对于期货仍贴水 30 美元左右，贴水 1% 多。

图 5：国内现货铝价相对期货持续走强，再现久违的升水



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

图 6：LME 铝现货相对期货依然贴水 1% 多



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

推动近期国内铝价强劲上涨，表象上看有以下几点原因：

表象上看，是国内电解铝产量增幅放缓，需求增长则依然强劲，导致库存大幅下滑，推动铝价大涨。

国内电解铝产量增长大幅放缓

从下表我们统计的近 10 年我国电解铝产量看，今年 1-6 月产量增速同比增长 6.5%，是剔除金融危机后的 2009 年（金融危机导致价格暴跌，企业严重亏损，大面积停产）外，增幅最低的年份。

表 1：2011 年上半年国内电解铝产量同比增长仅 6.5%，降至 9 年来（除 2009 年以外，金融危机影响）增幅最低

年/月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-6月	同比
2011	133.0	130.5	142.8	145.9	153.6	159.1							864.9	6.5%
2010	126.2	130.8	136.4	136.5	141.6	140.6	135.2	127.9	117.2	120.8	117.8	121.2	812.1	44.7%
2009	88.7	89.4	90.2	87.6	99.9	105.4	106.8	112.2	120.7	126.0	135.5	136.9	561.3	-14.7%
2008	104.2	99.8	107.7	114.5	116.3	115.2	113.4	117.9	114.1	108.8	101.5	102.3	657.7	16.0%
2007	90.7	89.3	96.3	97.4	95.5	97.7	103.4	107.8	110.4	112.0	113.2	113.8	566.9	32.1%
2006	66.4	67.6	70.3	72.2	74.5	78.0	76.2	81.1	80.3	81.6	81.8	88.6	429.1	27.0%
2005	47.8	55.7	56.8	59.2	58.1	60.1	62.6	76.0	63.4	63.9	65.9	67.1	337.8	9.1%
2004	50.2	48.3	53.4	51.3	54.7	51.8	51.9	54.1	56.0	60.7	61.7	58.7	309.7	20.9%
2003	41.3	39.6	42.2	44.5	43.6	44.8	45.1	48.1	50.3	49.5	51.8	49.4	256.0	24.4%
2002	32.0	33.8	33.6	34.1	35.9	36.4	36.3	37.6	39.6	41.7	42.5	45.5	205.8	

资料来源：国家统计局，东方证券研究所

国内电解铝需求增长依然强劲

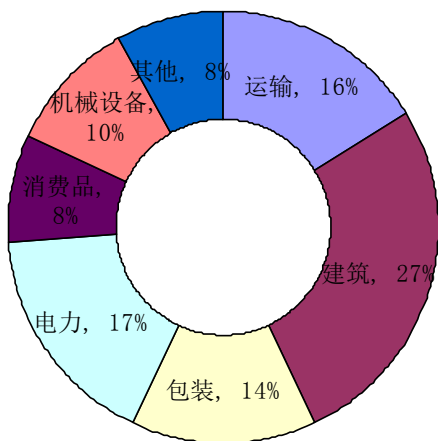
在产量增幅大幅放缓的情况下，我们看到铝的下游需求依然强劲。以最直接的铝材为例，今年 1-5 月份同比增长 27.3%，最新统计局数据显示 1-6 月同比增长 33%，和过去几年相比，依然处在高速增长阶段。从监测的铝材下游其他直接或间接数据看，无论是固定资产投资，还是房屋建筑、汽车、电力、家电等，今年上半年数据依然强劲。

表 2：今年上半年国内铝材产量，及铝下游领域需求增长依然强劲

	铝材产量	固定资产投资	房地产开发投资	房屋施工面积	房屋竣工	汽车	电力电缆	电力设备	空调	家用电冰箱
2003		29.10	29.70	26.0	21.5	36.7	11.5	74.5	53.8	40.3
2004		27.60	28.10	19.2	2.1	14.6	13.8	92.9	32.6	34.1
2005	26.3%	27.20	19.80	17.1	14.9	13.0	24.3	30.2	13.2	2.6
2006	34.6%	24.30	21.80	17.1	-0.6	26.0	16.5	25.8	5.5	28.9
2007	43.3%	25.80	30.20	21.1	4.3	22.9	6.9	11.2	24.1	22.5
2008	38.9%	26.10	20.90	16.0	-3.5	6.5	1.8	-6.1	-4.9	8.0
2009	7.9%	30.50	31.10	12.8	9.2	47.8	8.9	-12.4	-4.1	18.8
2010	28.0%	24.50	34.10	26.6	4.5	32.4	26.5	7.9	34.9	23.1
2011年1-5月	27.3%	25.80	34.60	32.4	12.9	5.2	27.4	23.4	39.4	17.6

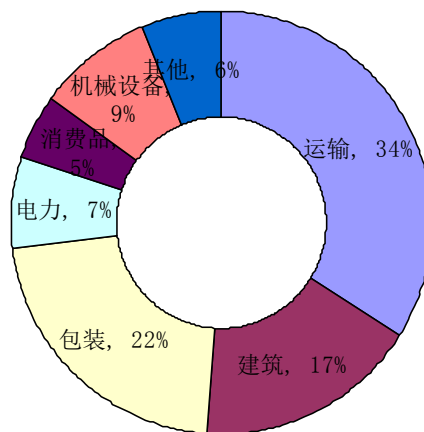
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 7：发展中国家铝消费结构



资料来源：俄铝招股说明书,东方证券研究所

图 8：发达国家铝消费结构



资料来源：俄铝招股说明书,东方证券研究所

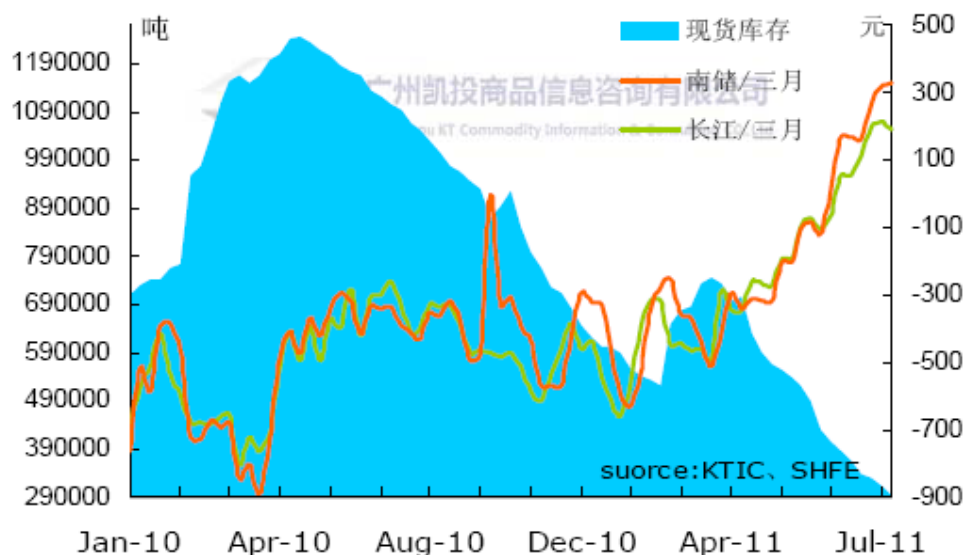
国内电解铝库存大幅下降

国内下游铝消费领域强劲增长,铝材以及铝锭消费增长强劲,而铝锭产量今年上半年增幅大幅放缓,因此库存消耗成为弥补铝锭产量不足的最直接来源。

从国内专业铝资讯研究机构广州凯超的数据看,国内铝现货库存(广州及华东主要铝消费地区仓库库存,包括交易所库存)在去年 5 月份最高曾达到 120 万吨以上水平,之后持续下降,当前不足 30 万吨水平,已经降至过去几年来的历史相对低位。从库存分地区看,华东地区(无锡、上海和杭州)的库存自高点近 90 万吨降至当前不足 25 万吨,而广州地区自高点 30 多万吨降至当前仅 6 万吨左右。

图 9：国内铝现货库存自去年 5 月 120 万吨持续下降至当前不足 30 万吨

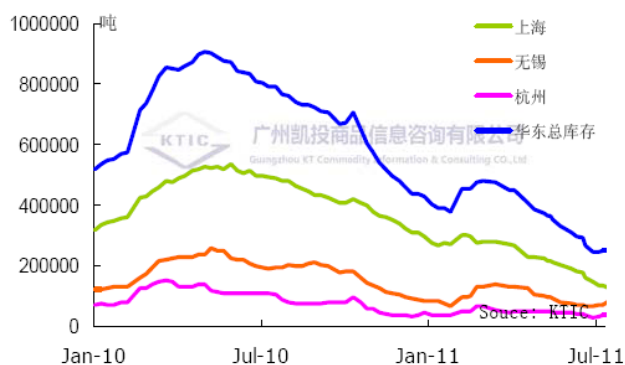
国内现货库存与升贴水



资料来源：广州凯投，东方证券研究所

图 10：华东三地现货铝库存下降至当前不足 25 万吨

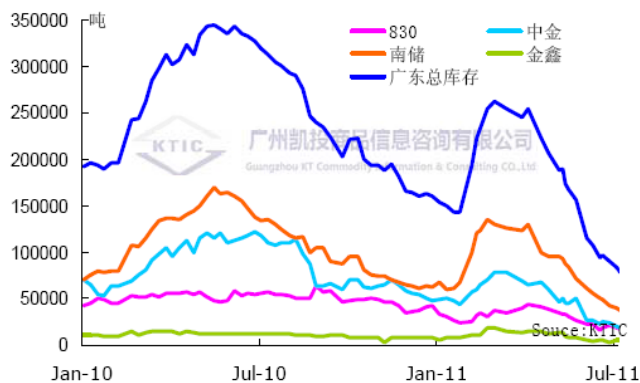
华东三地库存变化



资料来源：广州凯投，东方证券研究所

图 11：广东地区主要仓库铝库存下降至 6 万吨左右

广东地区各主要仓库库存



资料来源：广州凯投，东方证券研究所

但更实质的原因我们推测可能是产能增长受限

九部委联合发文叫停拟建电解铝产能，引导行业利润合理回归

2011 年 4 月 20 日，工信部、发改委、监察部、环保部、国土资源部、人民银行、银监会、电监会、能源局及中国有色金属协会等九部委联合发紧急通知《遏制电解铝行业产能过剩和重复建设》，称当前我国电解铝产能利用率低下，行业整体利润水平偏低，并紧急叫停拟建电解铝项目共计 770 万吨（占 2010 年底产能 34%），总投资 700 多亿元，以引导产业健康发展。据统计，到 2010 年底，全国电解铝产能已达 2300 万吨，实际产量 1620 万吨，产能利用率仅 70%。2010 年 1 至 11 月铝冶炼行业利润 104 亿元，销售利润率仅 3.59%，大大低于工业行业平均水平。

据最新媒体报道，九部委组成联合检查组，对 10 个省（区）的 23 个拟建电解铝项目在 6 月底前已完成了实地检查。工信部称，相关省（区）及生产企业均已明确表示，将坚决执行国家宏观调控的各项政策措施，坚决叫停拟建电解铝项目，遏制电解铝产能盲目扩张，促进电解铝行业的持续健康发展。

有色金属行业十二五规划也将控制冶炼产能过快增长

据媒体前期透露，“十二五”有色金属工业发展规划的主要目标是：优化有色工业产业结构，提高发展质量和效益，有效控制冶炼产能的过快增长。“十二五”时期有色金属工业增加值(可比价格)年均增长 10%，十种有色金属产量年均增幅控制在 8% 左右。此外，产业结构将进一步升级，2015 年，具有自备电和直购电的电解铝产能将达到 90% 以上。

据统计，2003 年中国电解铝产能 660 万吨，铝产量约为 552 万吨；而到了 2010 年，电解铝产能达 2300 万吨，铝产量 1620 万吨。电解铝产能年均复合增长率达到 16.6%，铝产量年均复合增长率达到 19.4%。过去 7 年无论是我国电解铝产能还是产量，均远高于十二五规划有色金属平均 8% 左右的复合增长率。

我们对电解铝价格短期及中长期价格的看法

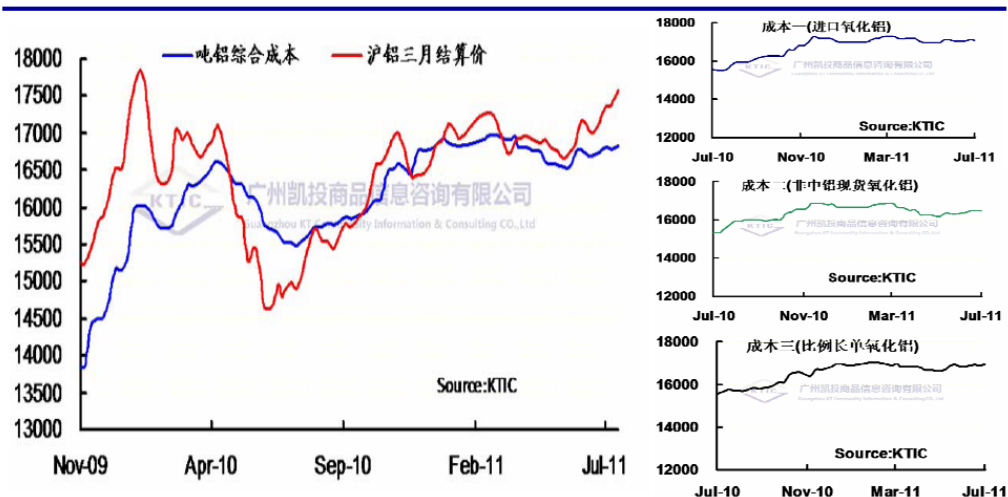
低库存条件下，近期国内铝价依然易涨难跌

我们继续看好未来 3-6 个月铝价行情，认为在低库存条件下，且 8-9 月受国内电力供应紧张局势，电解铝产量增长恐将受限，国内铝价易涨难跌，我们预计本轮行情国内铝价可能上冲 20000 元/吨。

因本轮电解铝价格上涨行情主要受库存大幅下降拉动，即受需求增长带动，而非成本推动，因此近期电解铝行业的利润水平明显回升。若未来国内电解铝价格有望上冲 20000 元/吨大关，预计电解铝企业利润水平还将扩大。

图 12：近期国内铝价大幅上涨的同时，成本相对稳定，推动电解铝冶炼利润大幅上升

我国电解铝生产成本及沪铝三月均价对比图 元/吨



资料来源：广州凯投，东方证券研究所

后期受国外铝锭库存依然庞大，国内外比价效应，我们预计国内铝锭价格在 20000 元/吨附近会有较长盘整时期。根据我们测算，当前 LME 铝现货价格 2600 美元，进口到中国的成本约 20000 元/吨。受 LME 庞大库存拖累，我们预计 LME 短期还难以走出区间盘整行情，价格的上涨更多来自成本推动。因此若国内铝价上涨至 20000 元/吨，则国内可以大量从海外进口铝锭，从而满足国内铝锭需求增长。

表 3：国内铝进口成本核算

LME 三月铝价 美元/吨	2628
现货升贴水 美元/吨	-27
关税	0%
汇率	6.52
增值税	17%
手续费	0.06%
开证检验费	0.30%
杂费 元/吨	200
进口成本 元/吨	20113
国内铝价/LME铝价 比值	7.73

资料来源：广州凯投，东方证券研究所

中长期而言，受成本上涨推动及电解铝产能利用率回升，铝价震荡上行是大概率事件

中长期而言，受成本——电力和氧化铝（即铝土矿）中长期价格看涨推动，电解铝价格会跟随上涨。此外，我们预计中国严控电解铝产能的各项措施，至少有部分会生效，从而使得电解铝产能增幅放缓，推动电解铝产能利用率回升，并推动价格的上涨。

下表我们采集和预测的电解铝产能数据均为年底产能，而产能形成到达产至少需要 3-6 个月时间，因此实际电解铝产能利用率应该比下表数据更高。

据亚洲金属网近期统计数据显示，国内具有代表性的电解铝省份河南、山西目前的综合产能利用率分别达 87.7% 和 94.7%，与 2007 年顶峰时的 97% 的行业产能利用率已经非常接近。这就意味着当前存量产能的边际供给已经乏力，在目前低库存条件下，若需求进一步增加，阶段性的产能瓶颈势必显现。

表 4：预计未来几年我国电解铝产能利用率将稳步回升 产能/产量单位：千吨

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
中国电解铝产量	5,517	6,646	7,812	9,324	12,574	13,695	14,320	16,200	19,500	22,500	26,000
中国电解铝产能	6,633	8,889	10,286	11,504	13,975	16,672	19,634	23,000	26,000	28,000	30,000
产能利用率	83%	75%	76%	81%	90%	82%	73%	70%	75%	80%	87%

资料来源：国家统计局，东方证券研究所

电解铝板块投资策略简析

受国内电解铝价格持续刷新年内高点，并创下金融危机以来历史最高激励，7 月 27 日国内电解铝板块一鼓作气，多家电解铝相关公司强势封涨停。

鉴于我们继续看好未来 3-6 月电解铝价格行情，认为在低库存情况下，价格依然存在再创新高可能，因此我们建议近期可以逢低布局电解铝板块。因本轮电解铝价格上涨属于需求拉动，而非成本推动，因此近期电解铝企业利润增幅明显扩大。中长期 2-3 年，我们预计受成本上涨推动，电解铝价格将震荡上行是大概率事件。且我们相信中国严控电解铝产能的制度至少会部分生效，从而推动电解铝产能利用率回升，并推动电解铝行业利润向正常水平回归。鉴于我们看好电解铝行业短期和中长期行业利润水平的回升，建议关注电解铝板块。

寻找相对对铝价弹性大的投资标的。短期从个股相对铝价弹性看，推荐焦作万方（增持）。同时关注中孚实业（未评级），云铝股份（未评级）等。中长期我们看好在降低成本上能有所成效——或向上游铝土矿进军、或煤电一体化的电解铝企业。

表 5：国内电解铝上市公司相关资料汇总

	产能 万吨	股本 亿股	市值 亿元	单位股本隐含产能	吨市值 元	备注
焦作万方	42	4.8	93.2	8.8	22190	控股上游煤炭资源
中孚实业	42	15.15	157.85	2.8	37583	控股上游电力资源，近期宣告进军上游煤炭资源
云铝股份	45	15.39	148.84	2.9	33076	控股上游氧化铝资源，4 季度投产

资料来源：Wind，东方证券研究所

风险因素

产能扩张超预期

受盈利好转推动，电解铝产能扩张再次大幅反弹，特别是西北地区电解铝产能扩张冲动强烈。

需求放缓超预期

中国受高通胀困扰出台的持续紧缩政策，导致经济增长大幅放缓，并引发铝下游需求增长大幅放缓。

若国内价格大幅上涨，将导致铝锭大量进口

根据目前我们监测，当前国外铝锭进口到中国成本大约 2 万元/吨。若后期国内铝价大幅上涨至 2 万元/吨上方，国外铝价受高库存制约涨幅有限，将导致大量铝锭进口，从而压低国内铝价。

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn