

报告日期：2021年06月28日

分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

分析师：潘京 S1070520010001

☎ 13986555777

✉ panjing@cgws.com

相关报告

<<“七普”趋势变化面面观>> 2021-05-13

<<震荡中把握核心逻辑>> 2021-02-09

<<长城证券 2021 年十大金股>> 2020-12-30

大宗商品周期的成因及本轮周期的演变

——复盘大宗商品对中下游企业盈利的影响（一）

核心观点

- 大宗商品周期受到实体经济供需端和美元走势影响，与经济周期相关度较高。供需错位中短期来源于基钦周期和朱格拉周期的叠加，长远期来源于库兹涅茨周期和康德拉季耶夫周期的支撑。
- 90年代以来，全球一直处于长波的底部，在长波环境较为稳定的基础上，2005年以来，其他不同经济周期影响效果叠加下，全球经历了三轮主要的商品周期。第一轮商品周期处于第一轮设备投资周期内的上升阶段和库兹涅茨周期的上升阶段。由于中国加入WTO后总需求剧增，库存周期下行期效果减弱，上升期和设备投资周期以及库兹涅茨周期同向加强构成此轮商品周期走势。第二轮商品周期则处于设备投资周期下行阶段和库兹涅茨周期上升阶段，总体向上力量弱于第一轮商品周期。第三轮商品周期处于第二轮设备投资周期上升阶段和库兹涅茨周期触顶阶段，总体向上力量弱于第一轮商品周期。目前，我们正处于第四轮商品周期的上行期。
- 本轮大宗商品的价格上行源于供需错配。疫情发生后，欧美通过财政扩张通过转移支付输入居民部门以支撑其消费能力，总需求仍然旺盛，但海外生产因疫情反复而持续停摆，生产能力较弱，库存快速消耗。尽管国内与海外的政策对于供给与需求各有侧重，国内供给端快速恢复，需求相对偏弱，因而导致中国在疫情之后出口持续强势，部分满足海外的旺盛需求。
- 去年四季度以来，全球经济逐步从疫情中恢复，经济复苏持续拉动大宗商品的需求，而不同品种的商品呈现不同的价格涨幅，首先，在国内复苏和海外资源的供需错配环境下，铁矿石、铜等定价权在海外的商品开启了第一波价格上涨，随后，国内“碳中和”的启动形成了类似供给侧改革的环保约束，定价权在国内的商品如煤炭、螺纹钢、电解铝等开启了第二波价格上行，与第一波商品形成价格共振上行。原油商品由于疫情影响叠加石油价格战，油价一度大幅下跌，今年以来供需矛盾也逐渐缓解，目前已恢复至疫情前水平。
- 本轮大宗商品周期的形成是供需变化、弱势美元和经济周期这三因素叠加的作用，周期叠加的正效应仍未消失。目前来看，海外疫情正在加速恢复，复工复产逐渐平稳，库存周期处于主动补库存到被动补库存阶段，但供需平衡结构上看，大部分主要商品的库存仍然处于历史低位。库存周期对有色金属与能源化工产品产业链的影响正逐步显现，这几类大宗商品价格正通过PPI逐步传导至下游行业的成本端，目前库存周期正处于上升期的末尾，而房地产周期和设备投资周期则仍处于上升期，中短期内仍将对商品价格形成支撑。

随着夏季美国全民免疫时点的临近以及通胀的抬升，美联储6月议息会



议声明措辞和经济预测较以往都更加乐观，同时 FOMC 委员大幅上调了 2023 年加息预期，表述更加鹰派。由于国际大宗商品以美元计价，从历史上看，量缩前后美元容易呈现弱势，对大宗商品的价格仍能存在一定支撑。

- **风险提示：**海外流动性超预期收缩，经济复苏不及预期，疫情再次爆发，供需缺口再次扩大



目录

1. 大宗商品周期复盘.....	5
1.1 商品周期受到经济周期波动的影响.....	5
1.2 三轮商品周期概述.....	10
1.3 三轮商品周期不同种类的商品价格表现.....	12
2. 本轮大宗商品周期的演变路径.....	16
2.1 本轮大宗商品涨价成因.....	16
2.2 本轮商品周期的演变.....	18
3. 风险提示.....	19



图表目录

图 1: 美国库存周期	6
图 2: 中国库存周期	6
图 3: 库存周期的四个阶段	6
图 4: 朱格拉周期的经济基本面循环	7
图 5: 主要国家设备投资占比	7
图 6: 加入 WTO 后第三产业占比逐年提高	8
图 7: 主要经济体的设备投资增速呈现较强的同步性	8
图 8: 中国历年出生人数	8
图 9: 中国历年城市建成区面积	8
图 10: CRB 和美元指数呈现反向关系	9
图 11: 能源收盘价 (Wind 分类)	13
图 12: 非金属建材收盘价 (Wind 分类)	13
图 13: 谷物收盘价 (Wind 分类)	14
图 14: 贵金属收盘价 (Wind 分类)	14
图 15: 化工品收盘价 (Wind 分类)	14
图 16: 煤焦钢铁收盘价 (Wind 分类)	14
图 16: 农副产品收盘价 (Wind 分类)	14
图 17: 软商品收盘价 (Wind 分类)	14
图 18: 油脂油料收盘价 (Wind 分类)	15
图 20: 国内生产恢复领先海外约一个季度	16
图 21: 政策导向不同导致国内出口持续超预期	16
图 22: 定价权在海外的商品价格领先上行	16
图 23: 定价权在国内的商品在碳中和预期下加速上行	16
图 24: 原油价格恢复至疫情前水平	17
表 1: 周期的划分与主要指标	5
表 2: 库存周期的四个阶段	5



1. 大宗商品周期复盘

1.1 商品周期受到经济周期波动的影响

大宗商品周期受到实体经济供需端和美元走势影响，与经济周期相关度较高。供需错位中短期来源于基钦周期和朱格拉周期的叠加，长期期来源于库兹涅茨周期和康德拉季耶夫周期的支撑。自上世纪 90 年代以来，世界一直处于康波周期的底部。美元走势效应来源于美联储根据本国经济状况进行货币政策调整，通过其世界货币的地位对世界贸易产生影响。

表 1: 周期的划分与主要指标

周期	长度	振幅	主要驱动因素	关键指标
库存周期 (基钦周期)	3-4 年	有限	库存(占美国 GDP 约 6%)	库存
资本支出周期 (朱格拉周期)	7-10 年	可能较大	资本性支出(占美国 GDP 约 10%)	产能利用率, 上市公司预期收益率等
房地产周期 (库兹涅茨周期)	15-25 年	可能非常大	房屋建造及房价的财富效应(全球房屋价值与全球 GDP 之比约为 250%)	房价收入比, 房价租金比, 地产价值与 GDP 之比等
长周期 (康德拉季耶夫周期、康波周期)	50-60 年	非常大	科学技术发展, 生产技术革命, 资本聚集	-

资料来源: 公开资料, 长城产业研究院

■ 库存周期

库存周期是最常见的短期影响供需端错配的一类周期。自 1993 年以来, 美国经济先后经历了九轮库存周期, 平均每轮库存周期持续约 33 个月。1996 年以来, 我国总共经历 7 次库存周期, 平均每轮库存周期持续约 38 个月。

库存周期通常被划分主动去库存、被动去库存、主动补库存、被动补库存四个阶段。

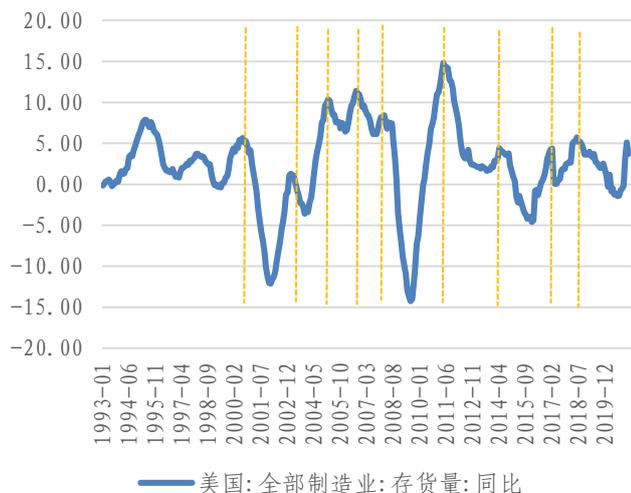
表 2: 库存周期的四个阶段

库存周期	造成原因	企业信心
主动去库存	需求回落	企业对未来经济状况的预期悲观, 不得不主动降低库存以改善自身资金状况
被动去库存	需求触底反弹	企业依然谨慎, 需求逐渐超过企业的预期, 此时企业的库存进一步下降
主动补库存	需求已连续多月反弹	企业对未来逐渐乐观, 企业的库存也已降至较低水平, 企业逐渐补充库存以应对需求的反弹
被动补库存	需求开始下滑	企业依然乐观, 需求逐渐低于企业的预期, 此时企业的库存进一步上升

资料来源: WIND, 长城产业研究院

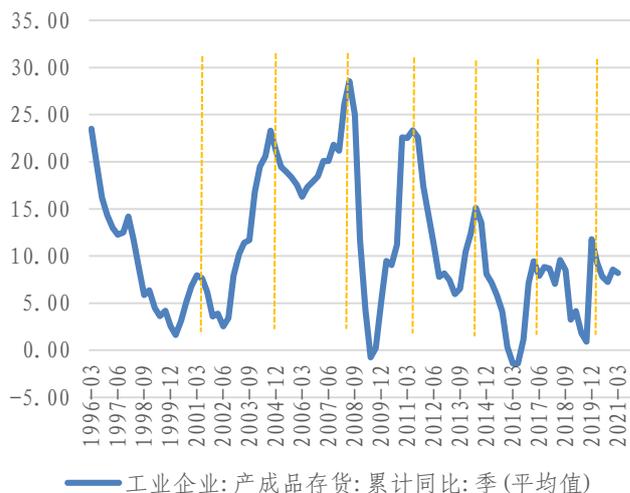


图 1: 美国库存周期



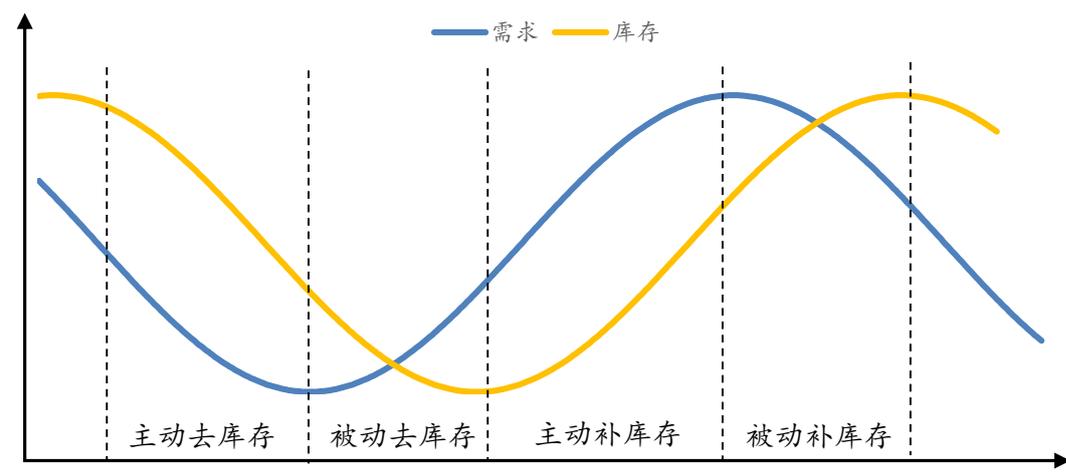
资料来源: WIND, 长城产业研究院

图 2: 中国库存周期



资料来源: WIND, 长城产业研究院

图 3: 库存周期的四个阶段



资料来源: 公开资料, 长城产业研究院

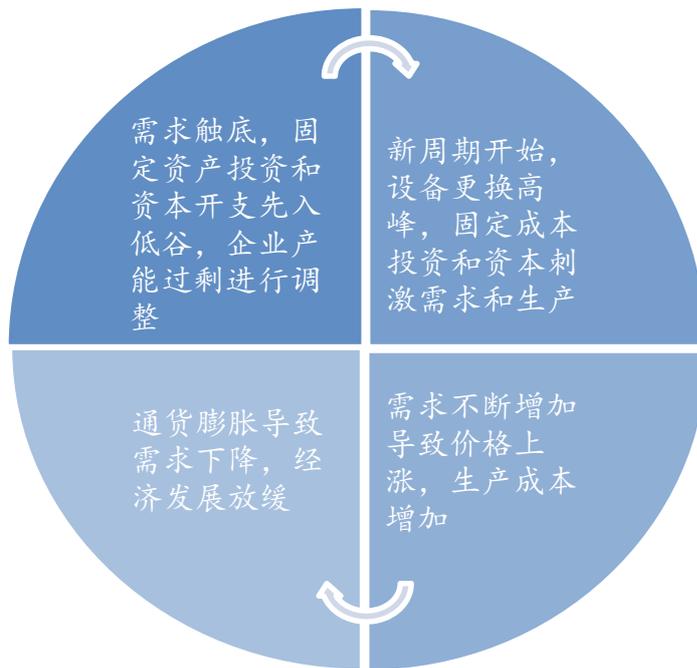
■ 设备投资周期

朱格拉周期衡量设备投资周期, 可将设备投资增速和设备投资占 GDP 比重作为识别朱格拉周期的基本识别变量。

全球主要经济体设备投资周期呈现出较强的同步性, 中国在本世纪经历两轮设备投资周期 (2002-2011 年、2011 年至今)。本世纪以来, 随着中国加入 WTO、成为世界工厂以及世界各国贸易不断融合, 主要经济体设备投资周期趋向同步。第一轮设备投资周期中, 中国制造业不断壮大, 产业结构改善, 第三产业比重上升。2004 年中国固定资产投资完成额同比增加 30.3%, 增速率先到达峰顶; 2005 年日本私人企业设备投资同比年增速登顶 7.6%; 2007 年美国国内私人投资总额到达最高, 为 13.3%。第二轮设备投资周期中, 2011 年之前美国和日本设备同比增速为负 在 2011 年回复至 0, 可认为全球设备投资需求在 2011 年触底, 高新技术产业和服务业不断进步。2015 年设备投资占 GDP 触顶, 为 15.9%, 此后设备置换速度下降。中国目前正处于两轮设备投资周期之交。

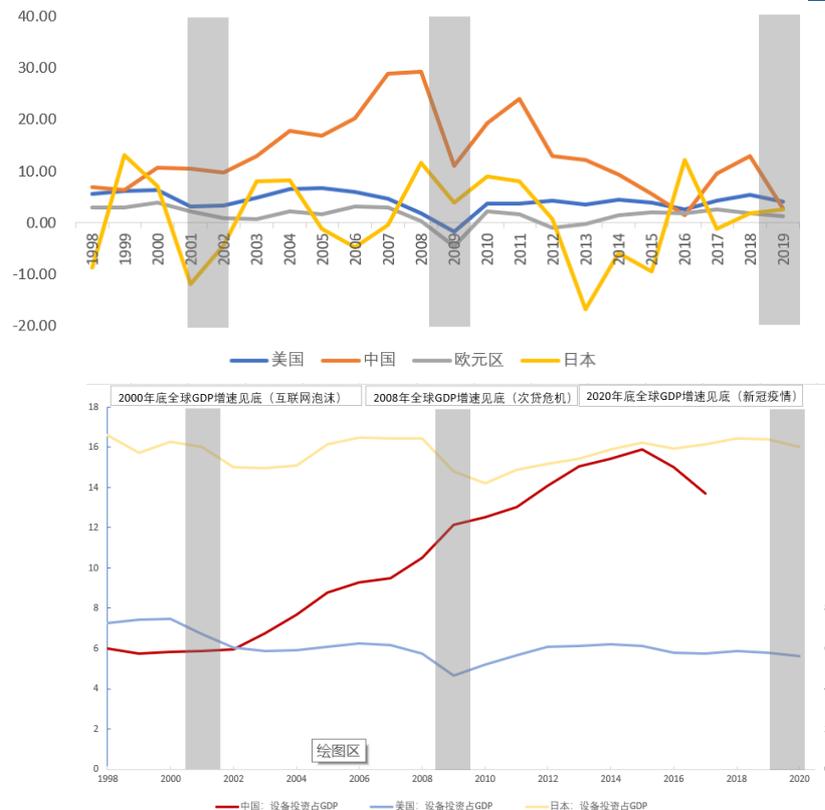


图 4: 朱格拉周期的经济基本面循环



资料来源：公开资料，长城产业研究院

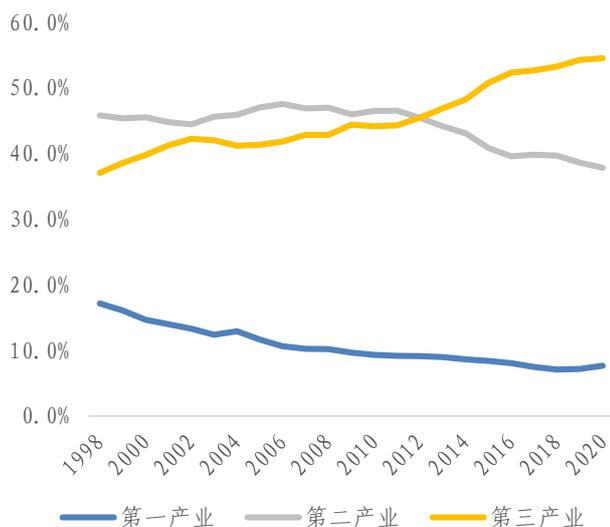
图 5: 主要国家设备投资占比（阴影处为相同时期）



资料来源：WIND，长城产业研究院

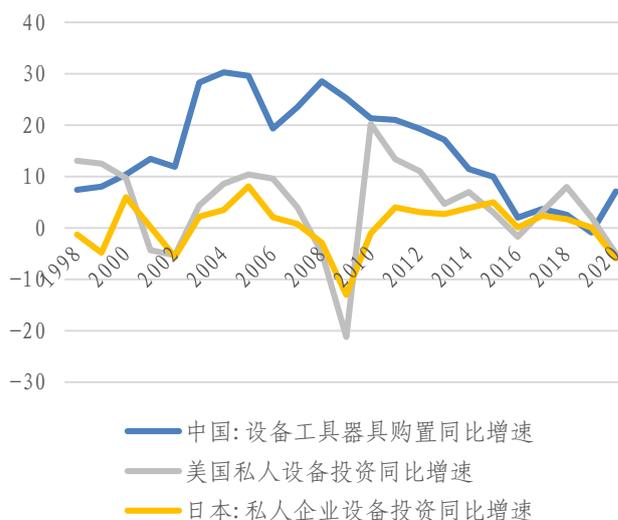


图 6: 加入 WTO 后第三产业占比逐年提高



资料来源: WIND, 长城产业研究院

图 7: 主要经济体的设备投资增速呈现较强的同步性



资料来源: WIND, 长城产业研究院

■ 库兹涅茨周期

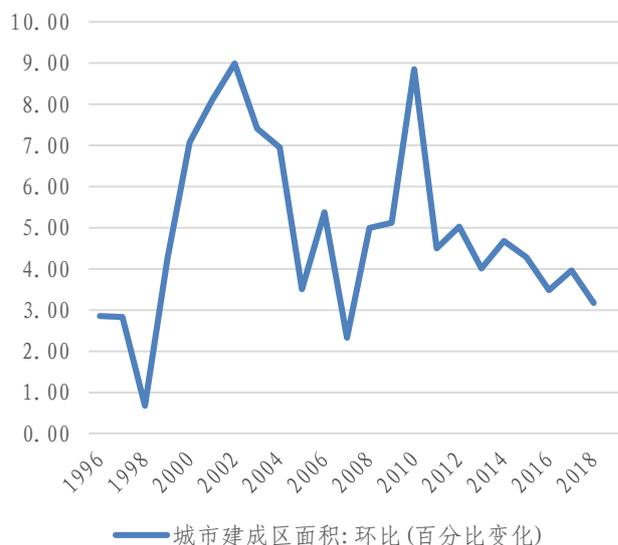
中国从上世纪末起正经历一次库茨涅茨周期, 当前正处于下行期。库兹涅茨周期以建筑业的兴旺和衰落这一周期性波动现象为标志加以划分, 一定程度上能反应人口周期。上世纪 80 年代第三轮婴儿出生潮、1998 年住房货币化改革以及城市化进程加速共同促成此轮库茨涅茨周期的启动。计划生育的实施和人口红利逐渐消失, 当前中国正处于此轮周期尾部。

图 8: 中国历年出生人数



资料来源: WIND, 长城产业研究院

图 9: 中国历年城市建成区面积



资料来源: WIND, 长城产业研究院

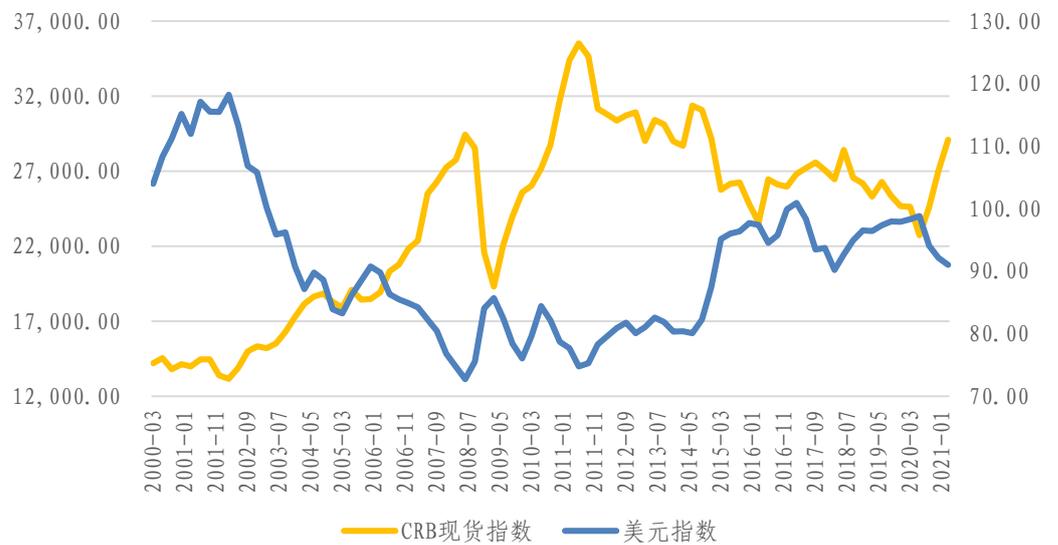
■ 美元走势

美元指数是影响国际定价大宗商品的重要定价因素。美元指数计算美元和一篮子货币综合变化比例, 强势(弱势)美元会削弱(增强)全球范围内大宗商品的总需求。从 2002 年至 2007 年 9 月, 美元指数从 120 跌落至 80 以下, 同期 CRB 现货指数进入长期上升通



道。2014 年至 2015 年，商品价格大幅度下跌。2020 年至今，美元指数再次走弱，商品价格重新上扬。

图 10: CRB 和美元指数呈现反向关系



资料来源: WIND, 长城产业研究院



1.2 三轮商品周期概述

90年代以来，全球一直处于长波的底部，在长波环境较为稳定的基础上，2005年以来，其他不同经济周期影响效果叠加下，全球经历了三轮主要的商品周期。第一轮商品周期处于第一轮设备投资周期内的上升阶段和库茨涅兹周期的上升阶段。由于中国加入WTO后总需求剧增，库存周期下行期效果减弱，上升期和设备投资周期以及库茨涅兹周期同向加强构成此轮商品周期走势。第二轮商品周期则处于设备投资周期下行阶段和库茨涅兹周期上升阶段，总体向上力量弱于第一轮商品周期。第三轮商品周期处于第二轮设备投资周期上升阶段和库茨涅兹周期触顶阶段，总体向上力量弱于第一轮商品周期。而目前，我们正处于第四轮商品周期的上行期。

■ 第一轮商品周期（2005-2008年）

供需端差异是此轮周期开始与结束的核心原因。第一轮商品周期的启动源于美国经济复苏及中国加入WTO后利好因素的不断释放。伊拉克战争结束后，企业信心迅速恢复，促进投资增长，同时政府颁布减税计划，结合美联储采取的低利率政策以及弱势美元利好出口，美国经济快速复苏。2001年，中国加入WTO后，全球贸易合作进一步加强，逐步释放巨大消费需求，全球经济共振促成商品牛市。大宗商品价格从2005年第二季度开始缓慢上行，2007年开始加速上行，最终坠落于金融危机。

值得注意的是，由于国内外政策的背离，国内大宗商品价格先于海外定价商品见顶。从2007年7月起，中国CPI同比快速攀升，从1.0%快速上涨至5.6%，通货膨胀加速。央行开始收紧货币政策，全年十次上调存款准备金率，六次上调存贷款基准利率，并在12月的中央经济工作会议中定调货币政策的转向。而美国受困于次级贷款引起的流动性危机，从2007年9月18日开启自2003年6月以来首次降息，并在年底前降息至4.75%，不久海外商品价格开始大幅下挫，价格峰值迟于国内约4个月。

■ 第二轮商品周期（2009-2011年）

2008年金融危机后，为了刺激经济重启，美联储分别于2008年11月和2011年11月推出两轮QE，分别为17250亿和6000亿美元。第一轮QE扭转商品价格颓势，使之进入上升通道，第二轮QE加速商品价格上升，促使商品价格基本恢复至金融危机前水平。而后，2011年欧债危机引发国际资本对避险资产的需求升高，叠加汇率因素，国际定价商品价格重度下挫。

国内方面，为危机后进一步扩大内需，促使经济软着陆，中央于2008年末提出“四万亿”一揽子计划，2009年全年维持扩张性财政和货币政策。随后2010-2011年货币政策逐渐收紧，国内定价商品价格逐渐下行。

金融危机后国内外经济刺激政策差异导致商品价格分化，在这轮周期中，国内定价商品价格仅存在一轮上涨行情并保持高位震荡，而海外定价商品则有两波主升浪，直至2011年2月才见顶回落。第二轮商品周期内国际供需关系指标总体平稳，对比时间节点和商品价格走势，可以判断此轮商品周期触发于危机后政策实施，消弭于欧债危机。

■ 第三轮商品周期（2016-2018年）

海外方面，供需指标缓步上升预示全球经济弱复苏。海外定价商品价格从2016年初缓慢上涨，总体于2018年8月确定顶点，复苏周期长于国内。2018年9月，先行指标显示增长预期的放缓，市场预期指数显示悲观预期，两者共同叠加终结此轮商品周期。国内方



面，由于需求端刺激政策逐渐失效，2015 年底中央政府提出并实施供给侧改革，通过去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板等举措优化供给结构，国内定价商品价格从 2016 年初开始缓慢爬升，2017 年 9 月登顶回落，确定顶部时间依旧领先于海外定价商品。

对比国内外价格走势变化，全球经济弱复苏背景下，此次供需关系调整是国内定价商品价格走势的重要原因。本轮商品周期受益于全球经济弱复苏和国内供给侧改革，终止于增长放缓和市场悲观预期。



1.3 三轮商品周期不同种类的商品价格表现

■ 能源类商品

自 2006 年底起，受第一轮商品周期的影响，能源类商品价格大幅攀升，而后在经济危机时大幅下挫，止跌于 963 点附近。随后，源于全球强刺激政策带来的第二轮商品周期，能源类商品价格再次迅速攀升并长期缓跌至 2015 年底结束，此后世界经济的长期低迷使原油需求量不断下降。2016 年以来世界经济弱复苏，第三轮商品周期引导能源需求上升，而后 2020 年受新冠疫情影响重新低迷。在中国率先复产复工以及美国 QE 拉动世界经济后，能源商品价格掉头向上。**原油作为能源大类乃至所有大宗商品中最重要的构成，其走势基本趋同于大宗商品总走势。**

■ 非金属建材类商品

2009 年底起，受第二轮商品周期影响，金融危机后非金属建材类商品价格持续下降，在 2010 年下半年短暂回温后，又于 2011 年起长期缓跌至 2016 年。自 2016 年以来，受益于供给侧改革及相关政策和行业运行规律演变，第三轮商品周期支撑非金属建材行业价格震荡上升。此后，随着非金属建材行业进入“新均衡”第二阶段，“稳”成为行业运行的主基调并有望延续，但在 2020 年初受疫情及雨季降水影响下减缓节奏，2020 年 5 月后非金属建材积压需求开始释放，价格快速上升。

■ 谷物类商品

自 2005 年开始，第一轮商品周期中，谷物价格在 500 点附近宽幅度震荡。2008 年后半年，受经济危机影响以及 G8 同意成立谷物储备制度，谷物价格大幅下降，此后除 2011 年美国春播延迟利好亚洲谷物价格小幅度上升外，一直保持平稳波动。2015 年，谷物需求疲软，收获压力沉重，价格短暂低迷。自 2016 年起，第三轮商品周期中，受益于全球经济弱复苏与供应改善，谷物持续上升，并在近期达到新高度。

■ 贵金属类商品

2008 年初，贵金属商品受金融危机的影响价格大幅下降，但在 2008 年底，由于美元疲弱和通货膨胀等，贵金属商品价格持续攀升，持续上涨局势也同样受益于 2010 年美国等经济体推行的量化宽松货币政策。第二轮商品周期，2012 年底后由于美国经济确认复苏以及欧债危机等，贵金属价格一度暴跌后趋于平缓下落。随后，自 2016 年起，第三轮商品周期中全球经济弱复苏，贵金属行业价格相对稳定并与 2019 年开始稳步小幅度上升。

■ 化工类商品

自 2005 年起，受第一轮商品周期的影响，化工类商品价格大幅攀升，而后 2006 年开始下挫，止跌于 871 点附近。随后，化工类商品价格宽幅度波动并在经济危机时再次大幅下挫。2009 年起，第二轮商品周期期间，受天气、需求的逐步恢复以及节能减排等因素影响，化工类商品价格逐步回温。2011 年初开始，化工行业下游需求不振，化工类商品价格长期缓跌至 2015 年底结束。2016 年以来世界经济弱复苏，原油价格持续上涨带动化工类商品价格缓步上升，后在新冠疫情影响下小幅度低迷。2020 年 5 月后，受原油价格反弹以及化工产品需求增加影响，化工类商品价格掉头向上。

■ 煤焦钢矿类商品



2009 年年初，煤焦钢矿类商品价格先短暂大幅攀升后，受金融海啸冲击以及全球经济陷入衰退的影响，又逐步大波动跌落至最低点(约 292 点)。2016 年以来国内供给侧改革下去库存、去杠杆和稳增长，第三轮商品周期支撑煤焦钢矿类商品需求，煤焦钢矿类商品价格大波动上升并逐渐平稳。2020 年中旬疫情基本控制后，市场需求逐步好转，煤焦钢矿类商品价格出现了较之前更大幅度的攀升。

■ 农副产品

2015 年年初起，市场供大于求，农副产品价格大幅度下降。2016 年以来受季节因素以及猪肉持续增长态势，农副产品价格小幅度上升后又回落至原点，然后继续缓慢增长。2018 年开始，受到季节性因素影响，农副产品价格剧增后又急速回落。2020 年后，受疫情影响农副产品销售成本增加，农副产品价格虽然波动较大但整体趋势相对平稳。

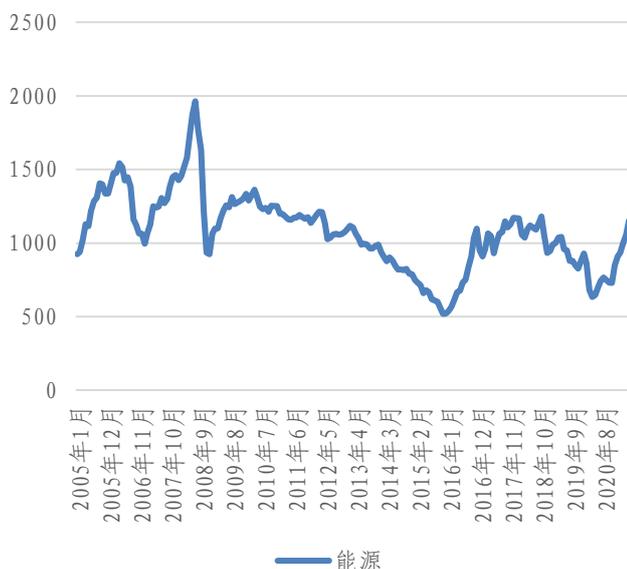
■ 软商品

自 2005 年起，第一轮商品周期导致软商品需求疲软，软商品价格持续走低后趋于平稳。2008 年受经济危机影响，软商品价格先大幅度下降，接着又缓慢上升。随后，由于全球强刺激政策带来的第二轮商品周期，软商品价格在 2010 年底后由于供不应求急速上升，后又由于高价抑制需求以及欧债危机接连爆发而急速下降并长期缓跌至 2015 年底结束。2016 年之后，受益于供给侧改革，第三轮商品周期拉动软商品价格小幅度上升，但又重新缓慢低迷。随着疫苗投入使用后，国际疫情的缓解改善全球软商品的需求，软商品价格掉头向上。

■ 油脂油料类商品

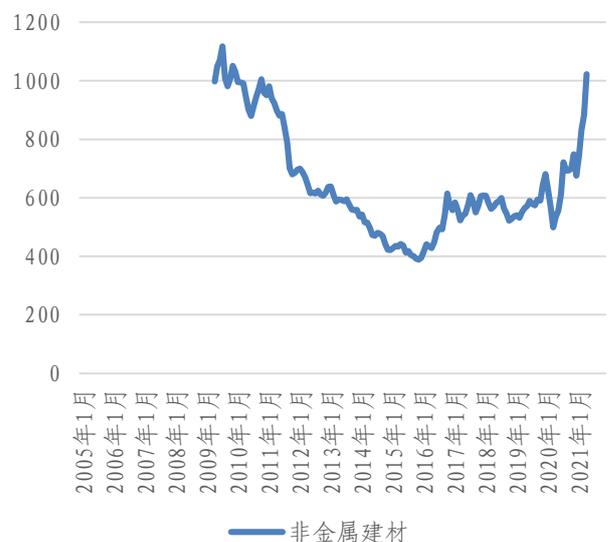
自 2005 年起，受第一轮商品周期的影响，油脂油料商品价格大幅攀升后回落。接着，油脂油料商品价格再度上升并在经济危机时大幅下挫，止跌于 1040 点附近。随后，源于全球强刺激政策带来的第二轮商品周期，国内油料产量下降对油脂生产造成不利影响，油脂油料类商品价格再次攀升并长期缓跌至 2015 年底结束。2016 年以来全球经济弱复苏，第三轮商品周期中，人均消费油脂价格提升以及大豆等油料库存降低，油脂油料商品价格在宽幅度震荡中上升。国内新冠疫情基本控制后，油脂油料商品价格急速飞升。

图 11: 能源收盘价 (Wind 分类)



资料来源: WIND, 长城产业研究院

图 12: 非金属建材收盘价 (Wind 分类)



资料来源: WIND, 长城产业研究院



图 13: 谷物收盘价 (Wind 分类)



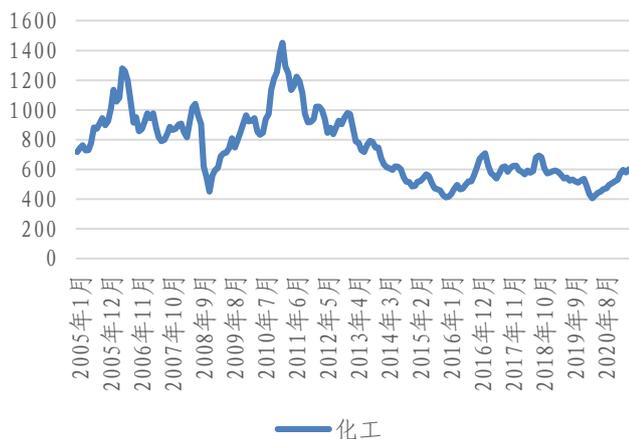
资料来源: WIND, 长城产业研究院

图 14: 贵金属收盘价 (Wind 分类)



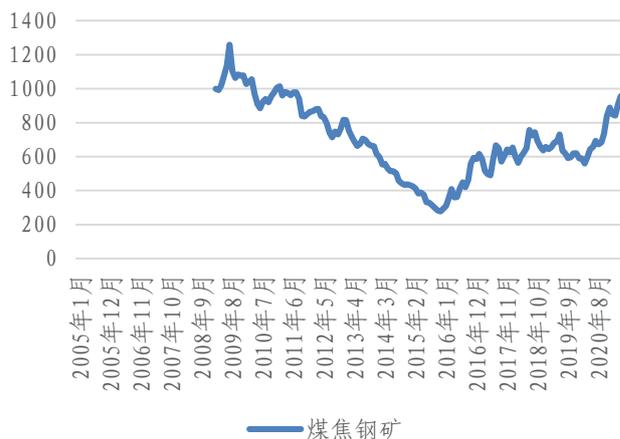
资料来源: WIND, 长城产业研究院

图 15: 化工品收盘价 (Wind 分类)



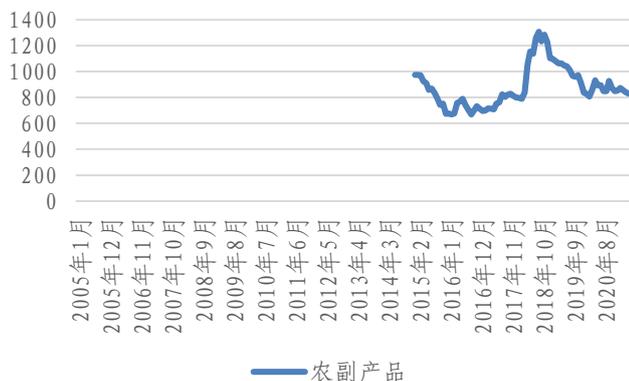
资料来源: WIND, 长城产业研究院

图 16: 煤焦钢铁收盘价 (Wind 分类)



资料来源: WIND, 长城产业研究院

图 17: 农副产品收盘价 (Wind 分类)



资料来源: WIND, 长城产业研究院

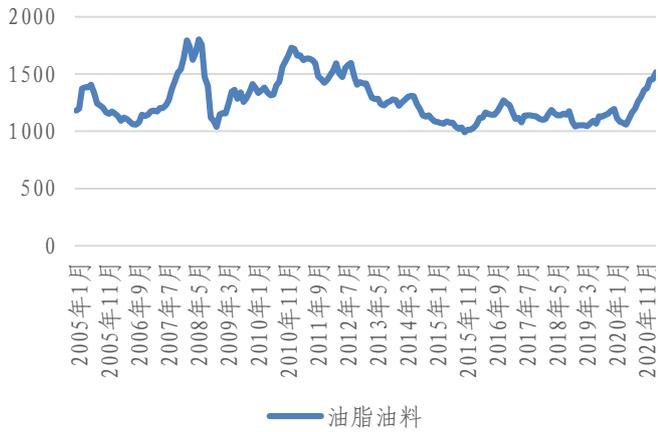
图 18: 软商品收盘价 (Wind 分类)



资料来源: WIND, 长城产业研究院



图 19: 油脂油料收盘价 (Wind 分类)



资料来源: WIND, 长城产业研究院



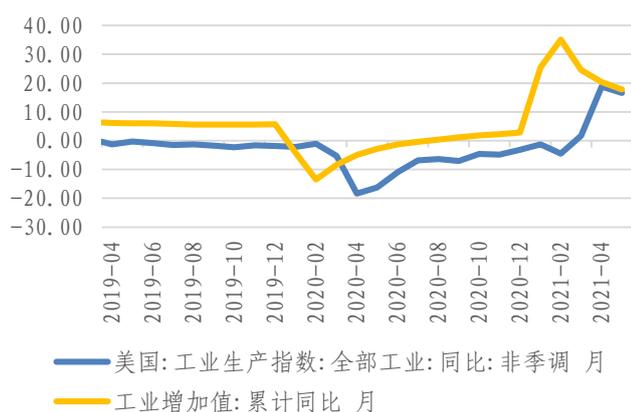
2. 本轮大宗商品周期的演变路径

2.1 本轮大宗商品涨价成因

本轮大宗商品的价格上行源于供需错配。疫情发生后，欧美通过财政扩张通过转移支付输入居民部门以支撑其消费能力，总需求仍然旺盛，但海外生产因疫情反复而持续停摆，生产能力较弱，库存快速消耗。尽管国内与海外的政策对于供给与需求各有侧重，国内供给端快速恢复，需求相对偏弱，因而导致中国在疫情之后出口持续强势，部分满足海外的旺盛需求。

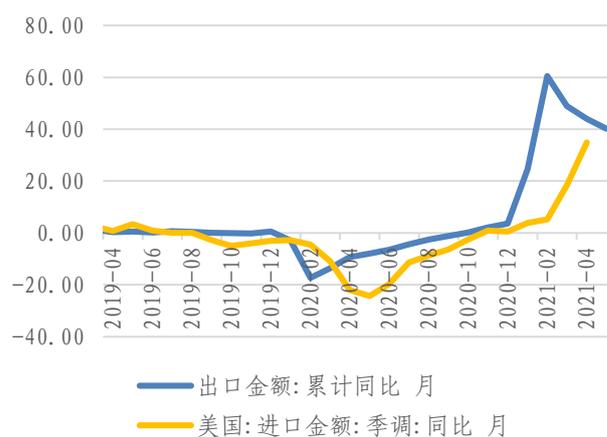
去年四季度以来，全球经济逐步从疫情中恢复，经济复苏持续拉动大宗商品的需求，而不同品种的商品呈现不同的价格涨幅，首先，在国内复苏和海外资源的供需错配环境下，铁矿石、铜等定价权在海外的商品开启了第一波价格上涨，随后，国内“碳中和”的启动形成了类似供给侧改革的环保约束，定价权在国内的商品如煤炭、螺纹钢、电解铝等开启了第二波价格上行，与第一波商品形成价格共振上行。原油商品由于疫情影响叠加石油价格战，油价一度大幅下跌，今年以来供需矛盾也逐渐缓解，目前已恢复至疫情前水平。

图 20: 国内生产恢复领先海外约一个季度



资料来源: WIND, 长城产业研究院

图 21: 政策导向不同导致国内出口持续超预期



资料来源: WIND, 长城产业研究院

图 22: 定价权在海外的商品价格领先上行



图 23: 定价权在国内的商品在碳中和预期下加速上行



资料来源: WIND, 长城产业研究院

资料来源: WIND, 长城产业研究院

图 24: 原油价格恢复至疫情前水平



资料来源: WIND, 长城产业研究院



2.2 本轮商品周期的演变

本轮大宗商品周期的形成是供需变化、弱势美元和经济周期这三因素叠加的作用，周期叠加的正效应仍未消失。目前来看，海外疫情正在加速恢复，复工复产逐渐平稳，库存周期处于主动补库存到被动补库存阶段，但供需平衡结构上看，大部分主要商品的库存仍然处于历史低位。库存周期对有色金属与能源化工产品产业链的影响正逐步显现，这几类大宗商品价格正通过 PPI 逐步传导至下游行业的成本端，目前库存周期正处于上升期的末尾，而房地产周期和设备投资周期则仍处于上升期，中短期内仍将对商品价格形成支撑。

随着夏季美国全民免疫时点的临近以及通胀的抬升，美联储 6 月议息会议声明措辞和经济预测较以往都更加乐观，同时 FOMC 委员大幅上调了 2023 年加息预期，表述更加鹰派。由于国际大宗商品以美元计价，从历史上看，量缩前后美元容易呈现弱势，对大宗商品的价格仍能存在一定支撑。



3. 风险提示

海外流动性超预期收缩，经济复苏不及预期，疫情再次爆发，供需缺口再次扩大



研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城产业研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城产业研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

