

报告日期：2020 年 05 月 20 日

分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

分析师：徐颖 S1070519120001

☎ 021-31829701

✉ yingxu@cgws.com

相关报告

<<全年前低后高，二季度或再现逆差>>

2020-04-16

<<疫情危机中的黄金走势分析>>

2020-03-30

<<如何理解黄金跟随美股大跌>>

2020-03-02

复盘 2001-2011 黄金十年牛市

——历史复盘与未来展望

结论

本文对 2001-2011 年黄金十年牛市进行了分析复盘，详细研究了黄金价格影响因素的变化和金价在 2001-2011 十年牛市中经历的历史情景，对于理解当前和未来的黄金价格走势具有重要参考意义。当前我们正在经历流动性挤兑与救市措施之后的货币大宽松阶段。参考 2001-2011 年黄金十年牛市历史的后半段，金融危机后续伴随着各种风险事件，如主权债务危机、战争、美国债务问题等，在当前新冠疫情的背景下看，似乎这一次类似风险事件发生的概率也并没有减小。我们依然坚持去年底提出的对于今年金价的看法，今年金价有坚实的基本面因素支撑，很大概率将突破历史新高。

要点

- 在布雷顿森林体系瓦解之后，金价的走势呈现出非常明显的长期趋势性特征，历史上曾经出现两轮涨幅超过 100% 的黄金大牛市。其中最近一轮 2001-2011 年的黄金十年大牛市，持续了 126 个月的时间，伦敦现货金价由 256 美元每盎司上涨至 1895 美元每盎司，涨幅约 640%。
- 2001-2011 黄金十年牛市整体符合我们之前总结的黄金研究框架，美国实际利率的下行，科技与生产率的增长停滞和风险事件的爆发，是助力黄金十年牛市的主要因素。
- 本轮黄金十年牛市，大致划分为 3 个主要阶段：（1）2001 年 3 月-2007 年 7 月：经济复苏与全球化带来的通胀；（2）2007 年 8 月-2009 年 5 月：次贷危机、流动性挤兑与政策救市；（3）2009 年 6 月-2011 年 9 月：四万亿、欧债危机与美国债务上限危机。
- 在 2001 年 3 月-2007 年 7 月这一阶段，金价的上涨，主要体现了美国经济复苏与中国入世推进全球化所带来的大宗商品通胀的影响。
- 在 2007 年 8 月-2009 年 5 月这一阶段，我们分阶段详细分析了金价在金融危机期间的特有走势规律。
- 在 2009 年 6 月-2011 年 9 月这一阶段，由于金融危机之后导致的货币大宽松环境和中国四万亿刺激计划助推了大宗商品价格，而次贷危机传导到欧洲引发了欧债危机，另外 2011 年的美国债务上限危机，都持续加重了市场的避险情绪，并且这期间还爆发了利比亚战争等风险事件，因此这一阶段金价的上行直至创历史新高，主要是受到了货币宽松、通胀和风险事件等因素的综合影响。
- 我们依然坚持去年底提出的对于今年金价的看法，今年金价有坚实的基本面因素支撑，很大概率将突破历史新高。
- 风险提示：政策不及预期风险，新冠疫情的演变，相关药物与疫苗的研发

目录

1. 历史上的黄金牛市	4
2. 整体分析 2001-2011 年黄金十年牛市	4
2.1 黄金研究框架	4
2.2 2001-2011 黄金牛市整体符合黄金研究框架	5
3. 分阶段复盘 2001-2011 黄金十年牛市	7
3.1 经济复苏与全球化带来的通胀（2001 年 3 月-2007 年 7 月）	8
3.2 次贷危机、流动性挤兑与政策救市（2007 年 8 月-2009 年 5 月）	11
3.3 四万亿、欧债危机与美国债务上限危机（2009 年 6 月-2011 年 9 月）	17
4. 总结与展望	20

图表目录

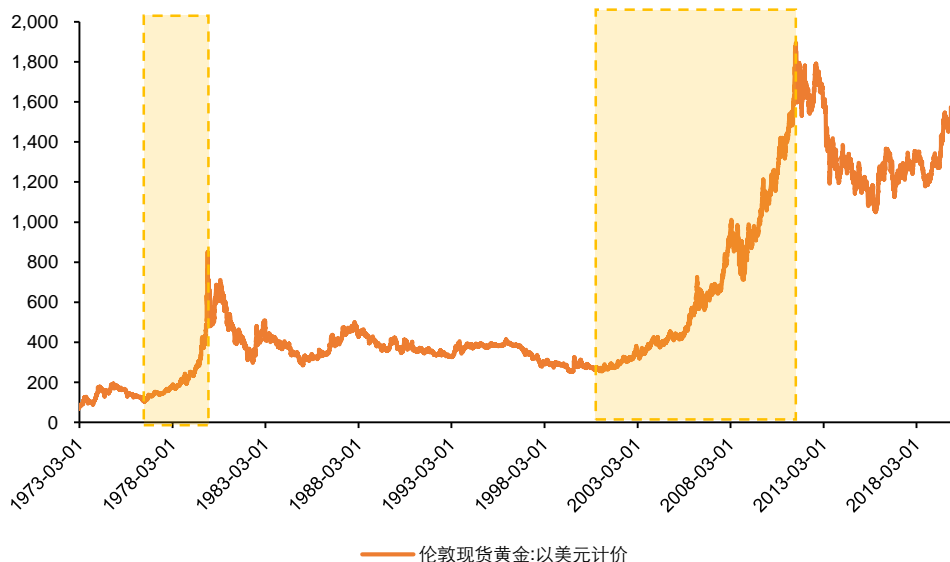
图 1: 历史上的两轮黄金牛市	4
图 2: 两轮黄金大牛市统计	4
图 3: 黄金研究框架	5
图 4: 金价、10 年期 TIPS 收益率	5
图 5: 2001-2011 年期间风险事件	6
图 6: 美国潜在劳动生产率和潜在全要素生产率	6
图 7: 美国经济周期	7
图 8: 金价与铜价的走势	8
图 9: 美国 GDP 与联邦基金目标利率	8
图 10: 金价、十年期美债收益率与美国 CPI	9
图 11: 中国对外出口金额同比、10 年期美债收益率、原油和商品价格指数	9
图 12: 原油、铜、铝的价格走势	10
图 13: 金价、10 年期 TIPS 收益率	10
图 14: 2008 年金融危机的时期划分: 金价、TIPS 与 LIBOR-OIS	11
图 15: 危机初现	12
图 16: 联邦基金目标利率	12
图 17: RJ/CRB 商品价格指数	12
图 18: 美元指数	13
图 19: 原油价格、RJ/CRB 商品价格指数	13
图 20: 金价、TIPS 与美债收益率	14
图 21: 标普 500 金融指数、6 大银行信用违约互换息差平均值	14
图 22: 金价、LIBOR-OIS 利差	15
图 23: 金价、十年期美债收益率、TIPS	16
图 24: 金价、十年期 TIPS	16
图 25: 中国 M2、基建投资、房地产投资	17
图 26: 伦铜、螺纹钢价格	17
图 27: 德国、希腊、葡萄牙、意大利、西班牙 10 年期国债收益率	18
图 28: 美国联邦债务法定上限	19
图 29: 美国联邦财政赤字变化	19
图 30: 2011 年美国股市波动	19

1. 历史上的黄金牛市

1971年8月15日尼克松政府宣布停止履行外国政府或中央银行可用美元向美国兑换黄金的义务。1973年3月16日，欧洲共同体9国在巴黎举行会议并达成协议，联邦德国、法国等国家美元实行“联合浮动”，彼此之间实行固定汇率。此外，其他主要西方货币也都实行了对美元的浮动汇率。至此，以黄金为中心实行双挂钩模式的布雷顿森林体系彻底瓦解，黄金从名义上退出了全球货币体系的舞台。

在布雷顿森林体系瓦解之后，金价的走势呈现出非常明显的长期趋势性特征，历史上曾经出现两轮涨幅超过100%的黄金大牛市。其中最近一轮2001-2011年的黄金十年大牛市，持续了126个月的时间，伦敦现货金价由256美元每盎司上涨至1895美元每盎司，涨幅约640%。

图 1: 历史上的两轮黄金牛市



资料来源: 长城证券研究所

图 2: 两轮黄金大牛市统计

开始时间	结束时间	初始金价	结束金价	涨幅	时间
1976.8	1980.9	104	711	584%	49个月
2001.3	2011.9	256	1895	640%	126个月

资料来源: wind, 长城证券研究所

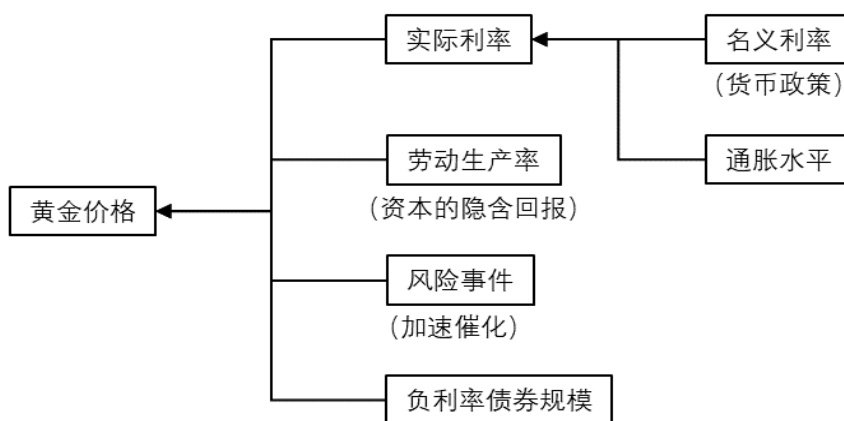
2. 整体分析 2001-2011 年黄金十年牛市

2.1 黄金研究框架

我们在之前的黄金系列研究报告中，分析总结得出了黄金价格的研究框架，影响金价的主要因素，主要包括：美国实际利率，科技和劳动生产率，全球负利率债券的规模，全

球风险性事件等。其中，美国实际利率与劳动生产率变化与黄金价格成负相关关系，尤其是美国实际利率与金价的相关系数高达-0.8以上。劳动生产率变化代表的科技进步，将提升投资收益率，在历史上与黄金价格成反向相关关系，但劳动生产率的变化较为缓慢，受到研发投入、技术储备、政策支持等因素影响。2015年以来，全球负利率债券的规模与黄金价格形成了惊人的同步。全球风险性事件因素将激发黄金的避险需求，风险性事件因素在金价的趋势性行情中起到了加速催化的作用。

图 3: 黄金研究框架



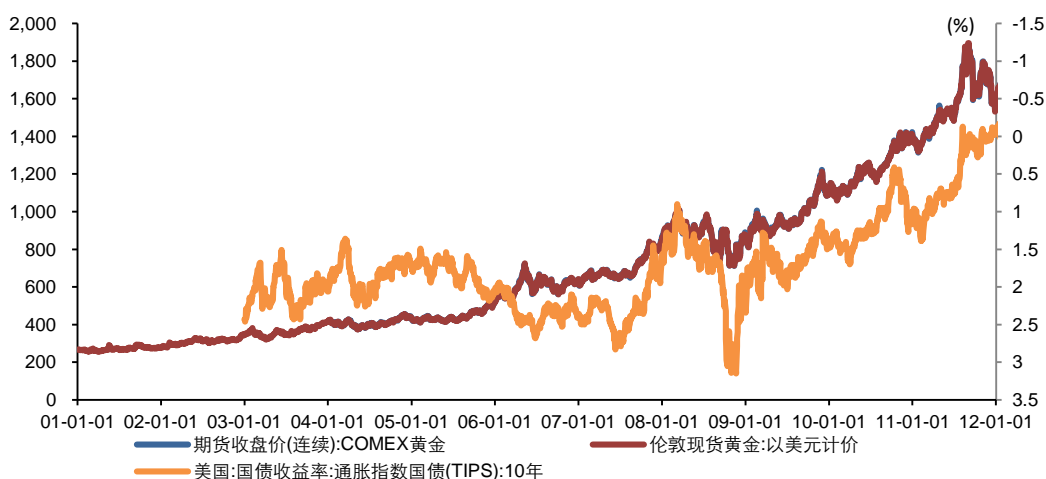
资料来源: wind, 长城证券研究所

2.2 2001-2011 黄金牛市整体符合黄金研究框架

(1) 美国实际利率的角度

通常用 10 年期 TIPS 收益率代表美国的实际利率。回顾 2001-2011 年，可以金价整体与美国实际利率呈反向关系。

图 4: 金价、10 年期 TIPS 收益率



资料来源: wind, 长城证券研究所

(2) 风险事件的角度

2001-2011 年期间，接连发生了 911 恐怖袭击、伊拉克战争、次贷危机、欧债危机、利比亚战争和美国主权信用危机等一系列全球性风险事件，对于金价的上涨起到了催化作用。

图 5: 2001-2011 年期间风险事件

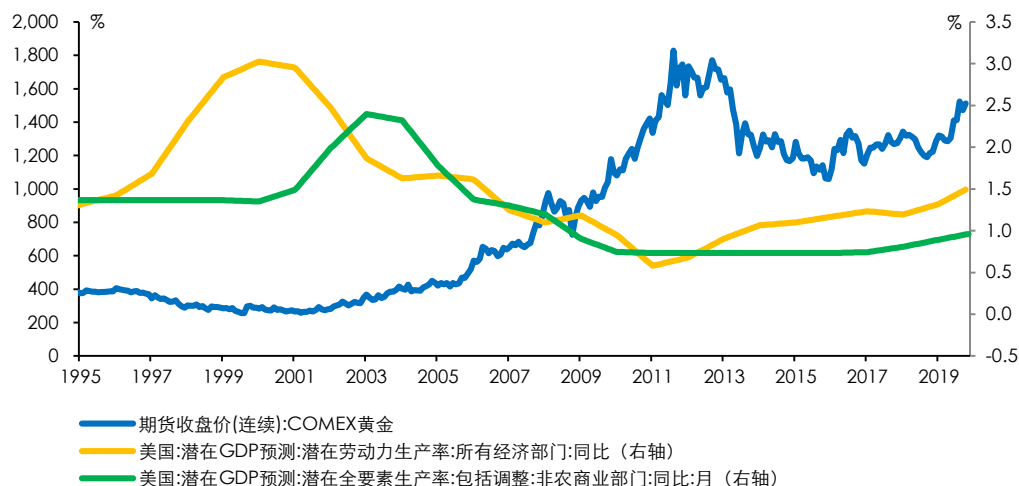


资料来源: wind, 长城证券研究所

(3) 科技和劳动生产率的角度

随着 2000 年互联网泡沫的破灭，美国的劳动生产率和全要素生产率在 21 世纪最初的十年呈现连续下降的趋势，表明 20 世纪 90 年代由计算机推动的第三次工业革命提高劳动生产率的红利在 2004 年前后已经基本耗尽，而黄金价格则一路上行，符合黄金投资与实体经济生产回报率相反的经济逻辑。

图 6: 美国潜在劳动生产率和潜在全要素生产率



资料来源: wind, 长城证券研究所

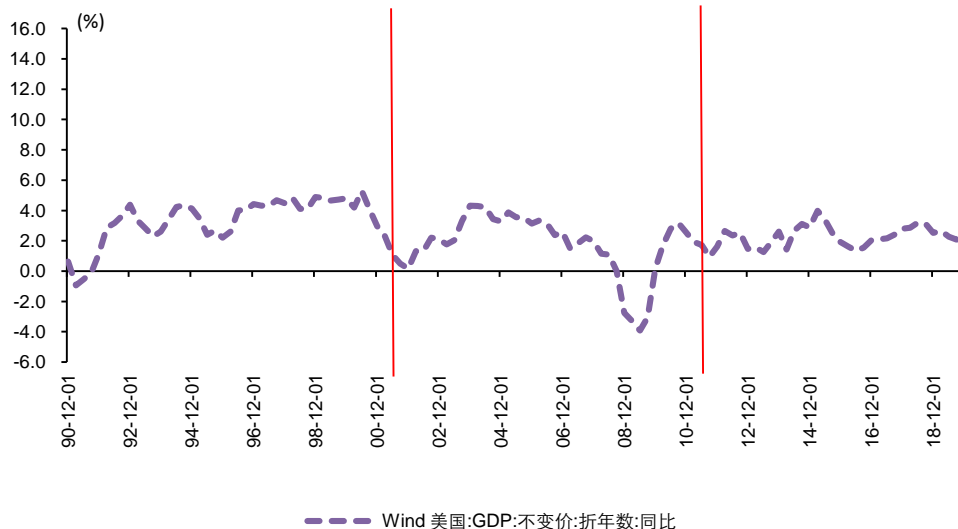
3. 分阶段复盘 2001-2011 黄金十年牛市

我们认为, 2001-2011 年黄金十年牛市, 可以大致划分为以下 3 个主要阶段:

- (1) 2001 年 3 月-2007 年 7 月: 经济复苏与全球化带来的通胀
- (2) 2007 年 8 月-2009 年 5 月: 次贷危机、流动性挤兑与政策救市
- (3) 2009 年 6 月-2011 年 9 月: 四万亿、欧债危机与美国债务上限危机

从美国经济周期、金价与铜价的走势表现中, 也可以大致看出我们这样划分的逻辑。2001-2011 年的黄金牛市, 贯穿了美国经济由互联网泡沫破灭-经济复苏-全球化-次贷危机-政策救市, 这样一个过程。

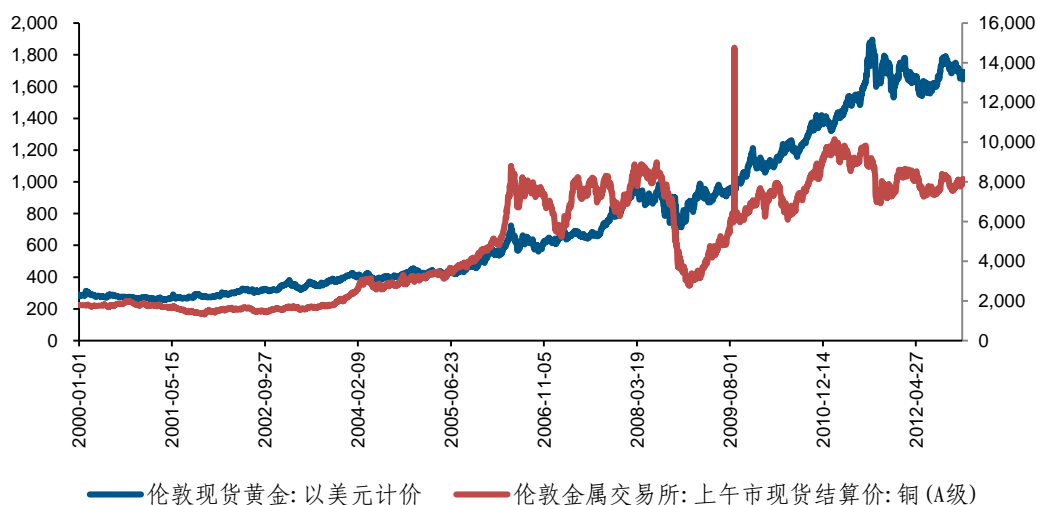
图 7: 美国经济周期



资料来源: wind, 长城证券研究所

期间，铜价与金价的同向走势，表明通胀因素在金价上涨中起到了重要作用，而铜价与金价的反向走势，则表明非通胀因素在较大程度上影响金价的表现。

图 8: 金价与铜价的走势



资料来源: wind, 长城证券研究所

3.1 经济复苏与全球化带来的通胀（2001 年 3 月-2007 年 7 月）

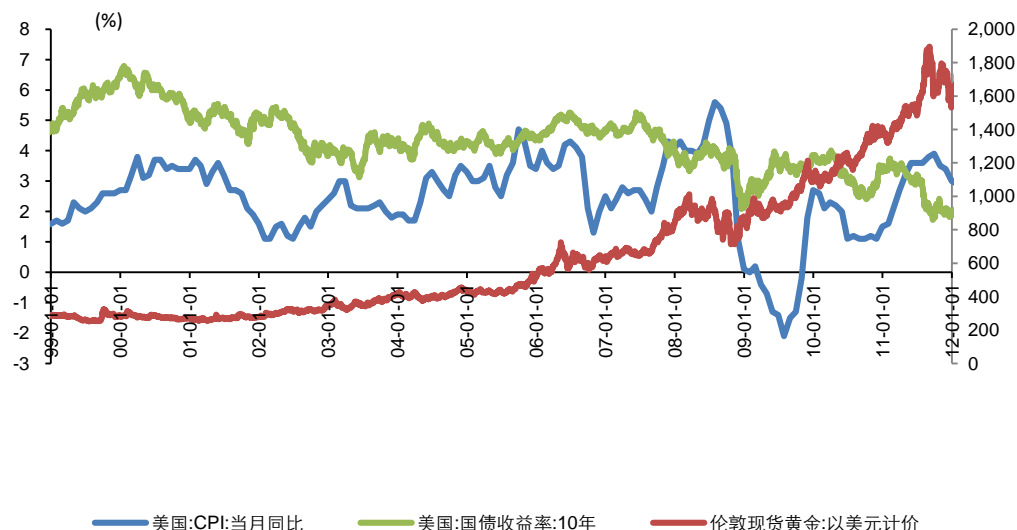
为了应对 2000 年互联网泡沫破灭导致的经济衰退，美联储于 2001 年 1 月开启了降息周期，直至 2004 年 9 月，14 次下调联邦基金目标利率，由 6% 下调至 1.5%。宽松的货币政策引导了美债名义利率的下降，期间美国 CPI 一度由 3.6 下降至 1.1，但由于 911 事件和随后中东紧张局势对原油价格的影响，CPI 又重新回升至 2.6，而美国债名义利率则维持持续下行至 2003 年 6 月。这一时期金价的上涨，主要体现了名义利率下行和油价上涨的影响。

图 9: 美国 GDP 与联邦基金目标利率



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 10: 金价、十年期美债收益率与美国 CPI

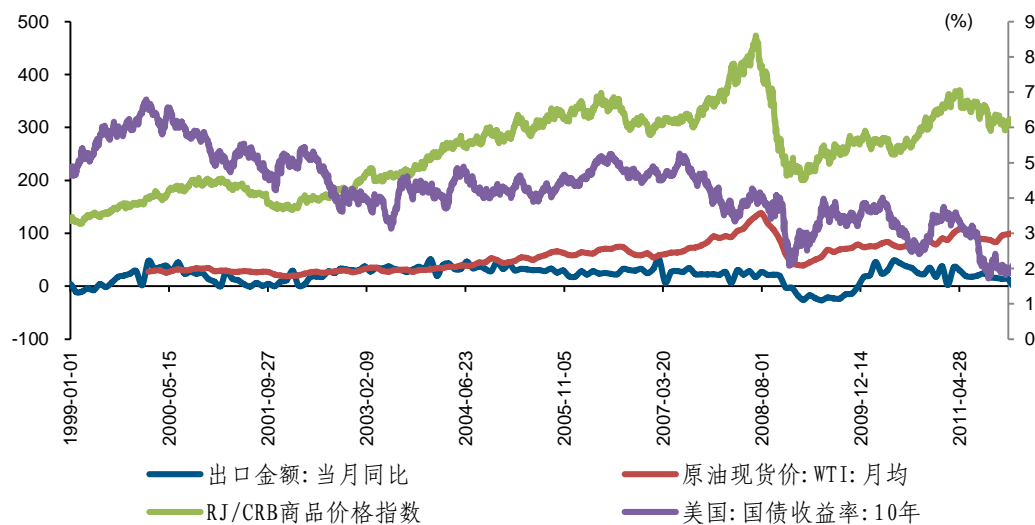


资料来源: wind, 长城证券研究所

2001 年 12 月中国正式加入 WTO 之后, 中国的对外贸易增速大涨, 在 2008 年金融危机之前, 中国月出口金额同比大多保持在 20%-30% 的增速水平。中国的入世, 向世界打开了巨大的消费市场, 带动了全球贸易的增长, 加速了全球化的进程, 提高了全球产业链的效率。受益于全球化的推进, 西方国家顺利走出了 2000 年美国互联网泡沫破灭之后的经济危机, 全球化产业链上下游的新兴市场国家经济增速也大幅提高。2003-2005 年, 世界经济连续 3 年保持 5% 左右的快速增长, 成为近 30 年来增长最快的时期。

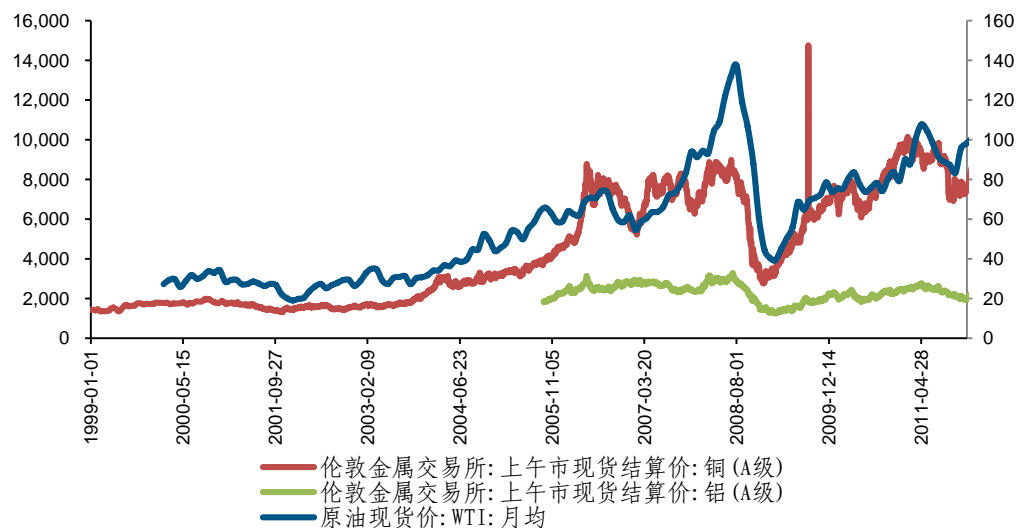
随着 2003 年伊拉克战争的爆发, 中东局势持续紧张导致了原油价格上涨, 同时全球经济的持续繁荣也带来了国际铜、铝等原材料价格屡创新高。尽管美联储于 2004 年 9 月重启了加息周期, 但在繁荣与通胀预期的作用下, 实际利率仍然持续下行。这一时期金价的上涨, 主要体现了通胀预期与商品价格上行的影响。

图 11: 中国对外出口金额同比、10 年期美债收益率、原油和商品价格指数



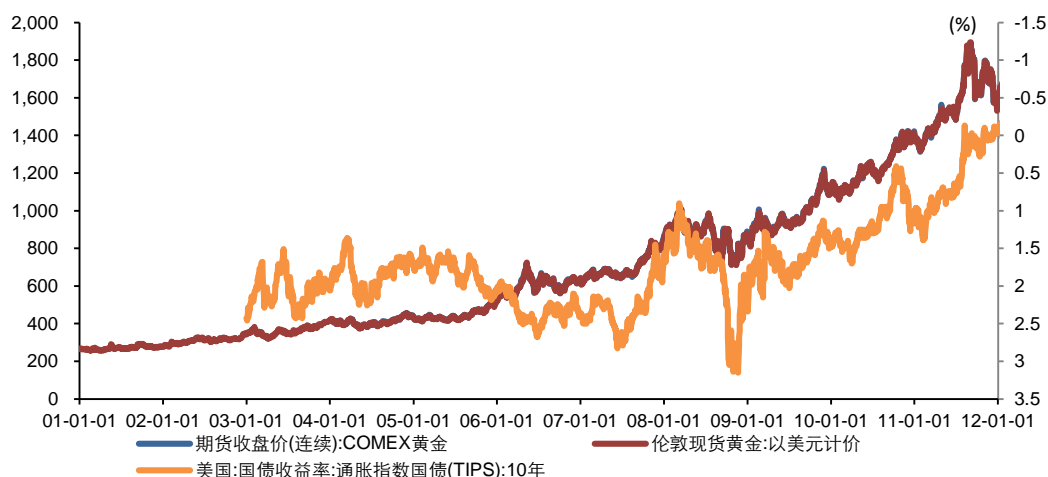
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 12: 原油、铜、铝的价格走势



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 13: 金价、10 年期 TIPS 收益率



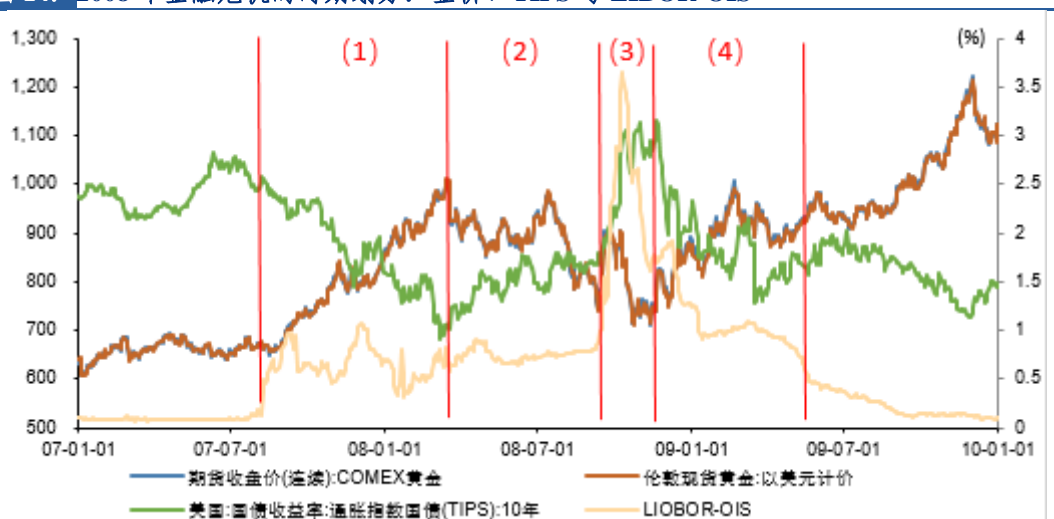
资料来源: wind, 长城证券研究所

3.2 次贷危机、流动性挤兑与政策救市(2007年8月-2009年5月)

我们之前的报告《疫情危机中的黄金走势分析——与2008年金融危机时期的比较》，详细地分析过2007年8月-2009年5月金融危机期间金价的走势与规律。整体而言，金价与美国实际利率负相关，但货币政策、通胀预期、避险情绪、投机资金、流动性挤兑、政策救市等因素的演变，将影响危机时期金价的走势。

具体而言，2008年金融危机的演变可以分为4个阶段：1) 2007年8月-2008年3月，危机初现期；2) 2008年3月-2008年8月，短暂平静期；3) 2008年9月-2008年10月，全面爆发期；4) 2008年10月-2009年5月，政策救火期。

图 14: 2008 年金融危机的时期划分: 金价、TIPS 与 LIBOR-OIS



资料来源: wind, 长城证券研究所

在第一阶段，2007年8月-2008年3月，危机初现期：危机已经在部分次贷机构中蔓延，但市场此时并未意识到次贷危机对整体金融体系和宏观经济的巨大破坏性，仍然沉浸在经济繁荣的幻象中。美联储采取了较常规的措施缓和次贷机构的困境，同时不断降息，美元和美债收益率持续下行，原油、黄金、有色等大宗商品价格迅速上涨。黄金由2007年8月的660美元/盎司左右，一路持续上涨，站上了1000美元/盎司。

图 15: 危机初现

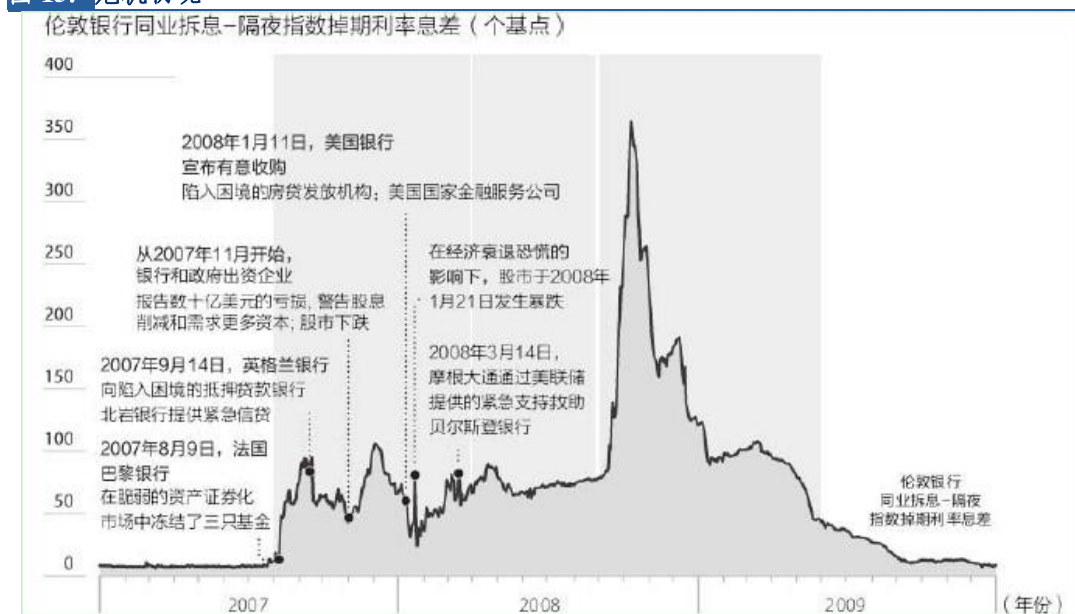
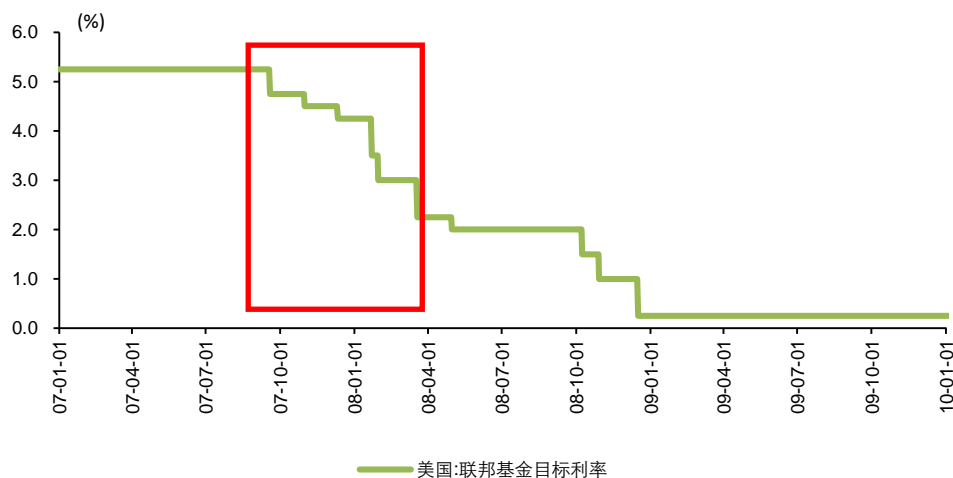
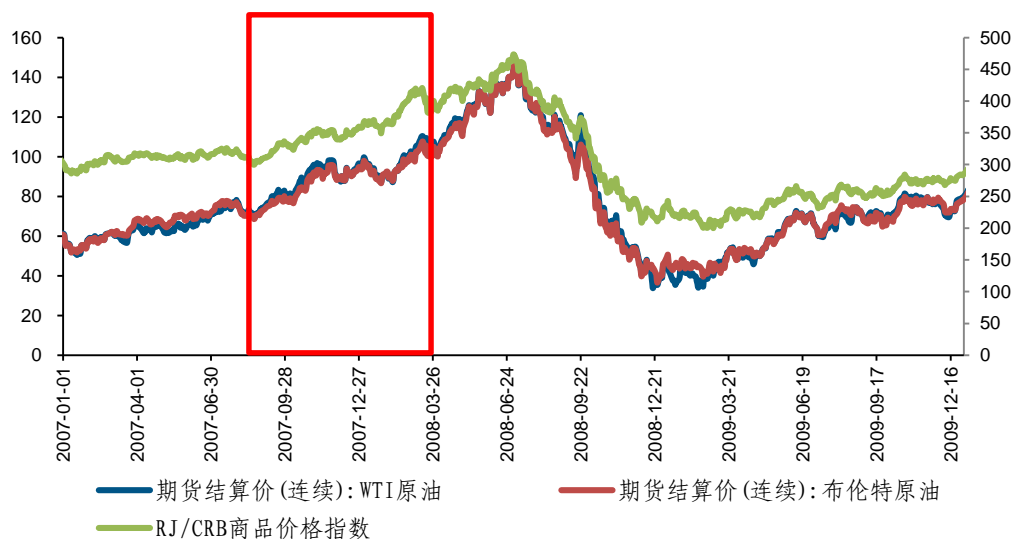


图 16: 联邦基金目标利率



资料来源: wind, 长城证券研究所

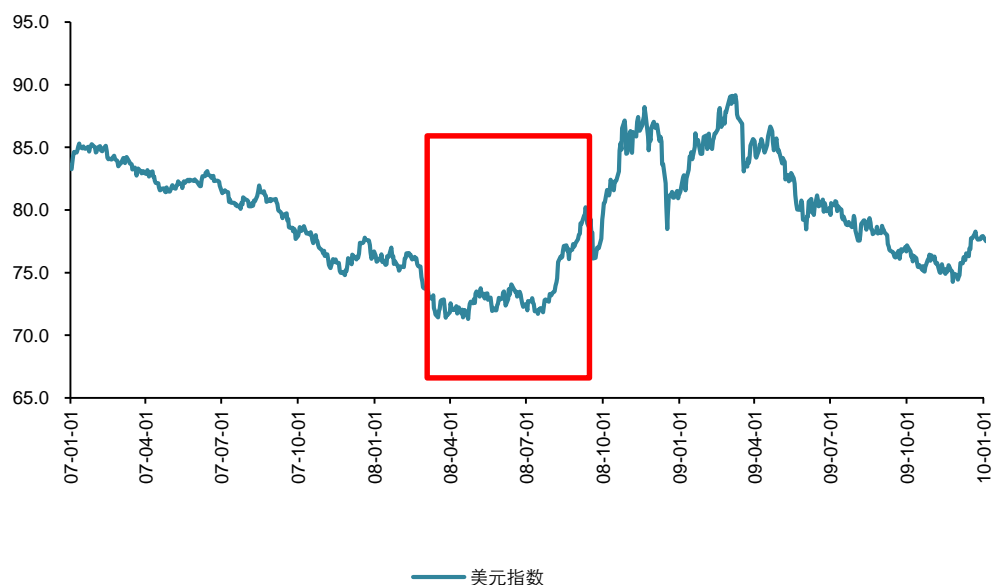
图 17: RJ/CRB 商品价格指数



资料来源: wind, 长城证券研究所

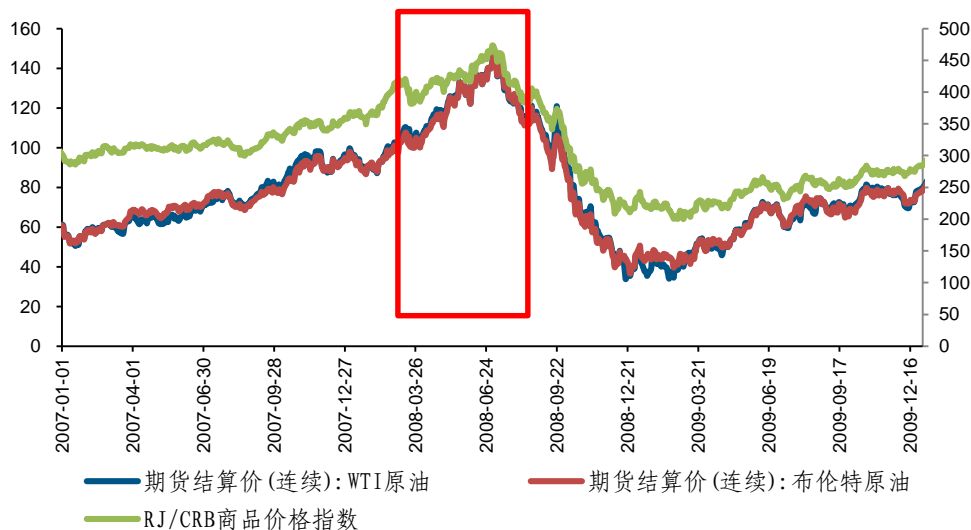
在第二阶段, 2008 年 3 月-2008 年 8 月, 短暂平静期: 在监管部门的干预与引导措施下, 次贷危机似乎有所缓和, 市场获得了一段短暂的平静期。日益高企的大宗商品价格反而引起了美联储对于长期潜在通胀的担忧。在强势美元, 低名义利率与高通胀预期的组合下, 美国实际利率下行, 黄金和原油价格下跌。黄金价格由 1000 美元/盎司左右下跌至 850 美元/盎司左右。

图 18: 美元指数



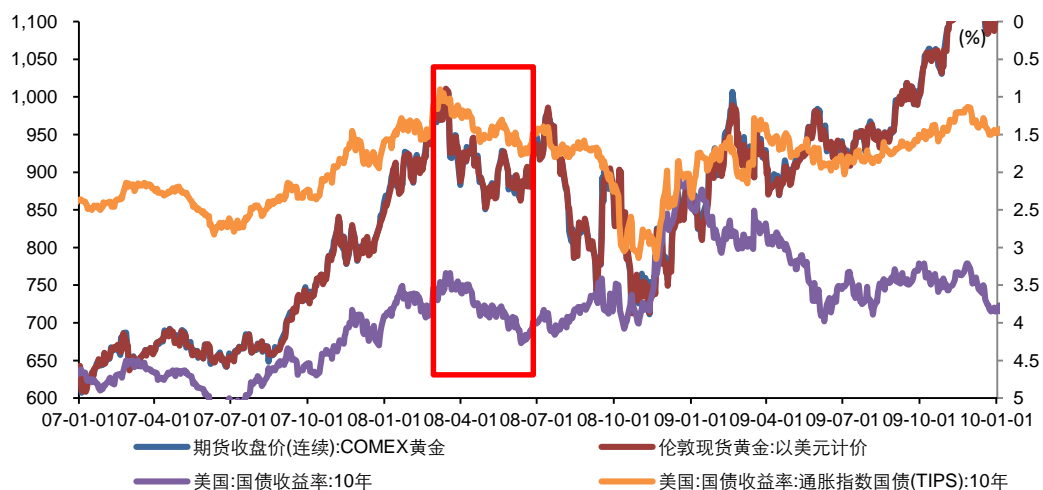
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 19: 原油价格、RJ/CRB 商品价格指数



资料来源: wind, 长城证券研究所

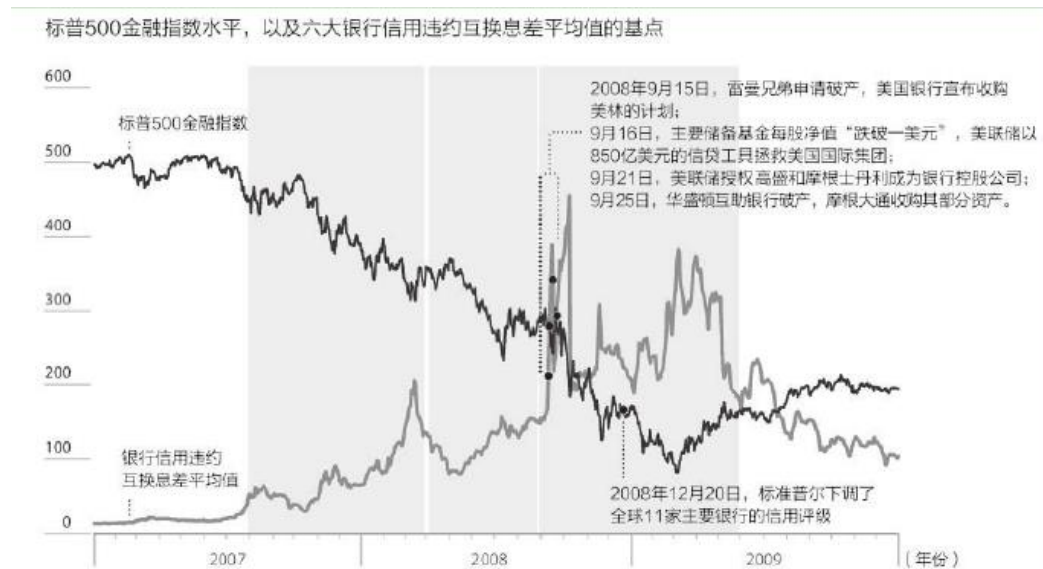
图 20: 金价、TIPS 与美债收益率



资料来源: wind, 长城证券研究所

在第三阶段，2008 年 9 月-2008 年 10 月，全面爆发期：2008 年 9 月，次贷危机全面爆发，一系列重要金融机构被卷入次贷危机引发的困境中，市场恐慌情绪蔓延至整个金融系统，并迅速影响实体经济。市场流动性遭受挤兑，银行信用违约互换息差飙升，LIBOR-OIS 利差也迅速扩大至 3.64%，达到历史最高水平。

图 21: 标普 500 金融指数、6 大银行信用违约互换息差平均值

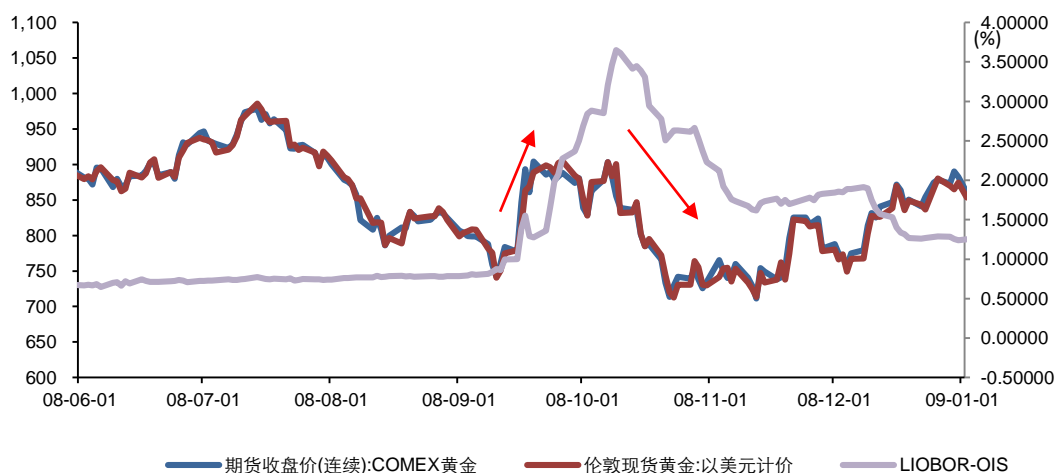


资料来源：《灭火》，长城证券研究所

在金融危机的全面爆发期，黄金的走势明显分为两个阶段。

从避险与流动性的角度，在两房、AIG、雷曼等金融机构濒临破产的9月份，金价主要体现了避险属性，由740美元/盎司左右的价格迅速上涨至905美元/盎司。但随着市场的恐慌加剧，进入踩踏与普遍挤兑的10月份，资产价格大崩盘，黄金也被投资者抛售用以回补流动性。金价在短时间内又大幅下跌至710美元/盎司。

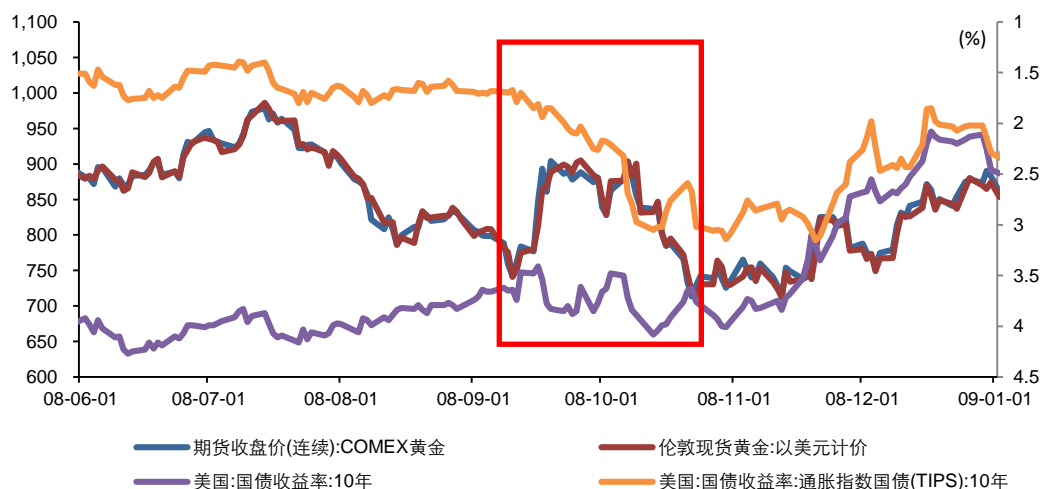
图 22: 金价、LIBOR-OIS 利差



资料来源：wind，长城证券研究所

从美国实际利率与通胀预期的角度，9月中旬一系列重要金融机构濒临破产，导致市场对于未来通缩预期强烈，10年期TIPS快速上行。由于金价与美国实际利率负相关，因此金价在短期的避险性上涨后，伴随着强烈的通缩预期和上行的实际利率而下跌。

图 23: 金价、十年期美债收益率、TIPS

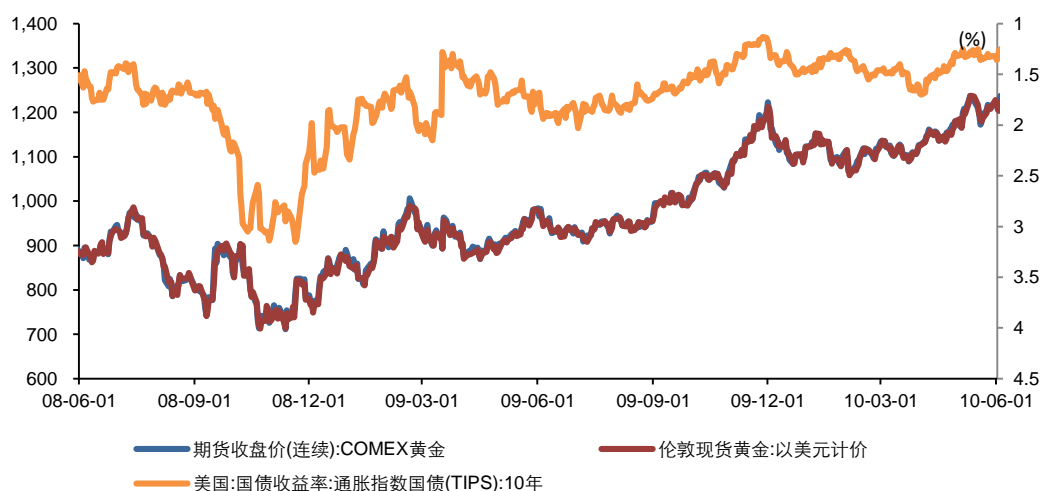


资料来源: wind, 长城证券研究所

在第四阶段，2008 年 10 月-2009 年 5 月，政策救火期：美联储和政府实施了一系列非常规的救市措施和政策刺激之后，金融体系终于免于崩溃。2009 年 5 月 7 日，19 家金融机构的压力测试完成，市场终于相信金融体系将免于崩溃恢复安全。2008 年 11 月，美联储启动第一轮量化宽松，用以对抗通缩和刺激经济复苏。并于 2009 年 3 月扩大 QE1，扩大资产购买的额度和范围。

在这一时期，由于美联储一系列的救市措施恢复了市场对于金融体系的信心，流动性危机得以缓解，同时 TIPS 代表的实际利率不断走低，金价由 712 美元/盎司大幅上涨至 985 美元/盎司左右的水平，涨幅超过 30%。

图 24: 金价、十年期 TIPS

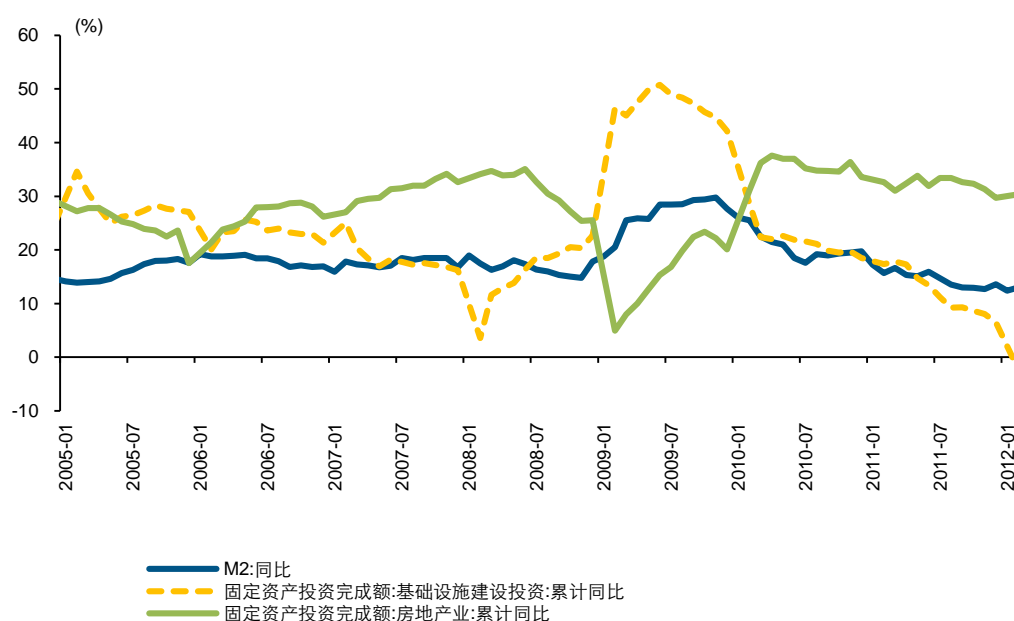


资料来源: wind, 长城证券研究所

3.3 四万亿、欧债危机与美国债务上限危机（2009 年 6 月-2011 年 9 月）

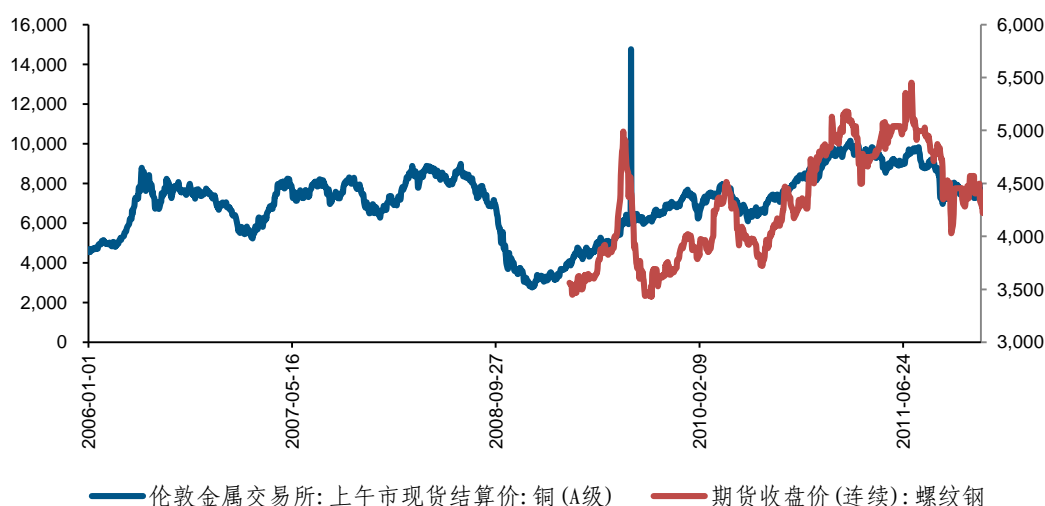
为了应对 2008 年金融危机，中国在 2009 年初推出了“四万亿”刺激计划，主要是运用财政政策刺激，涵盖了基建、保障房、税改等 9 个领域的政府投资，同时还强调了金融尤其是信贷对一些重点工程的支持。相关政策一经推出，信贷增速飙升，基建投资和房地产投资迅速扩大，同时也拉动了铜、螺纹钢等相关大宗商品的价格上涨，大宗商品价格在被金融危机打断之后，重回牛市。直至 2011 年初，中国监管部门才开始有意调控信贷，遏制通胀上涨势头。这一轮大宗商品牛市也在 2011 年见顶结束。

图 25: 中国 M2、基建投资、房地产投资



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 26: 伦铜、螺纹钢价格



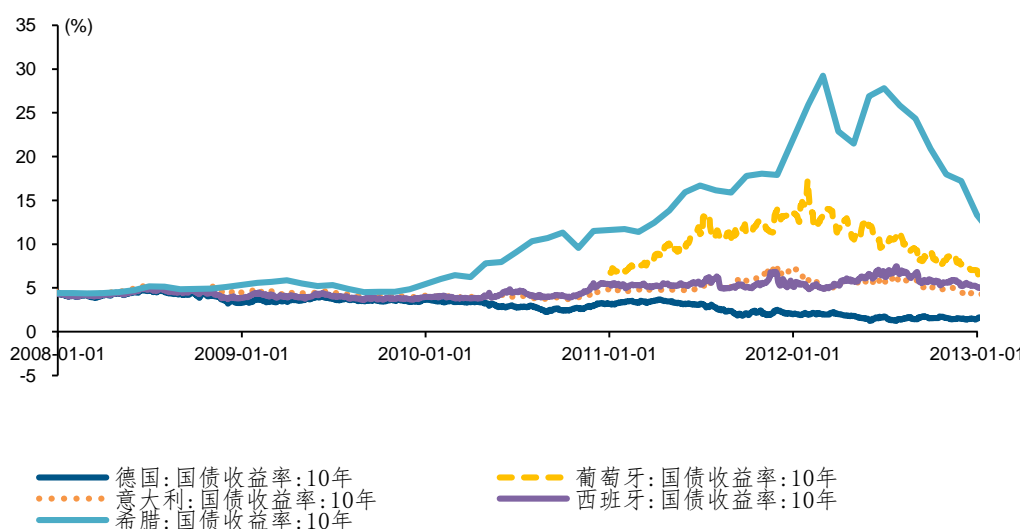
资料来源: wind, 长城证券研究所

我们在上文讨论过, 经过美联储与财政部的一系列政策救助, 次贷危机引发的美国金融体系崩溃得以避免, 但是这些有毒资产在欧洲银行体系中的存在, 使得次贷危机自然传导到了欧洲的金融体系, 叠加欧元区内部经济结构的失衡, 引发了欧债危机。

欧元区内部的经济失衡是由于欧元区内不同国家的经济基本面所内生决定的, 以德国为代表的核心国家由于其制造业的优势, 在欧元区内作为贸易输出国, 输出经常账户顺差, 而相应地, “欧猪五国” 等边缘国家作为贸易输入国, 承担了经常账户逆差。这种失衡结构的维系, 有赖于核心国家银行向边缘国家放贷的资金链条。但是次贷危机的冲击, 导致核心国家的银行体系自顾不暇, 不愿意再向边缘国家提供贷款, 维持失衡格局的跨国资金流动就此断裂。之后, 虽然边缘国家的政府挺身而出, 通过财政借款来为本国经常账户赤字融资, 但也将财政拖到了不可持续的状态, 最终导致欧债危机爆发。

我们从不同国家的国债收益率表现可以看出, 欧债危机最早于 2009 年在希腊开始, 直到 2011 年底危机到达顶峰, 之后才逐渐缓解。欧债危机不仅拖累了次贷危机之后全球经济的复苏, 作为当时重要的一个全球性风险因素, 也在一定程度上助推了金价的上涨。

图 27: 德国、希腊、葡萄牙、意大利、西班牙 10 年期国债收益率



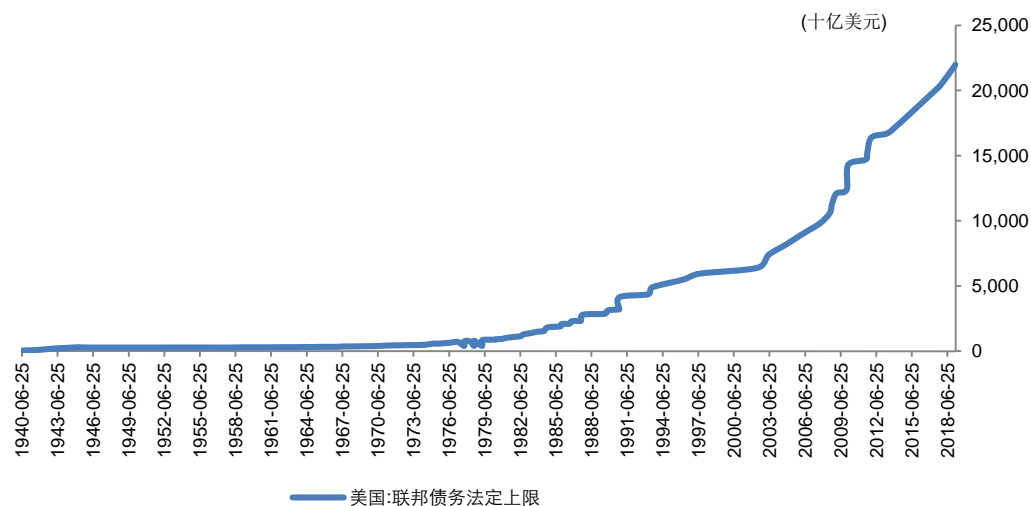
资料来源: wind, 长城证券研究所

2011 年 5 月 16 日, 美国债务达到法定上限 14.29 万亿美元。当月, 财政部开始采取非常规措施管理财政, 以使政府债务在最后期限 8 月 2 日到来前不至 “断供”。7 月 31 日, 经过艰苦谈判, 两党终于在提高债务上限方面取得共识。根据协议, 美国债务上限将至少被提高 2.1 万亿美元, 并且政府在未来 10 年内将削减赤字 2 万亿美元以上。协议同时满足了两党的核心要求, 即换届选举不受债务上限问题困扰且不向美国民众额外征税。8 月 1 日, 美国众议院通过提高美国债务上限和削减赤字的法案。8 月 6 日, 标普将美国长期主权信用评级由 “AAA” 降至 “AA+”, 评级展望负面。

2011 年发生的美国政府债务上限危机, 一定程度加剧了当时金融市场的动荡和避险情绪。虽然自 1976 年以来, 美国政府因为预算不足或拨款法案未能通过而多次暂时关门, 但实

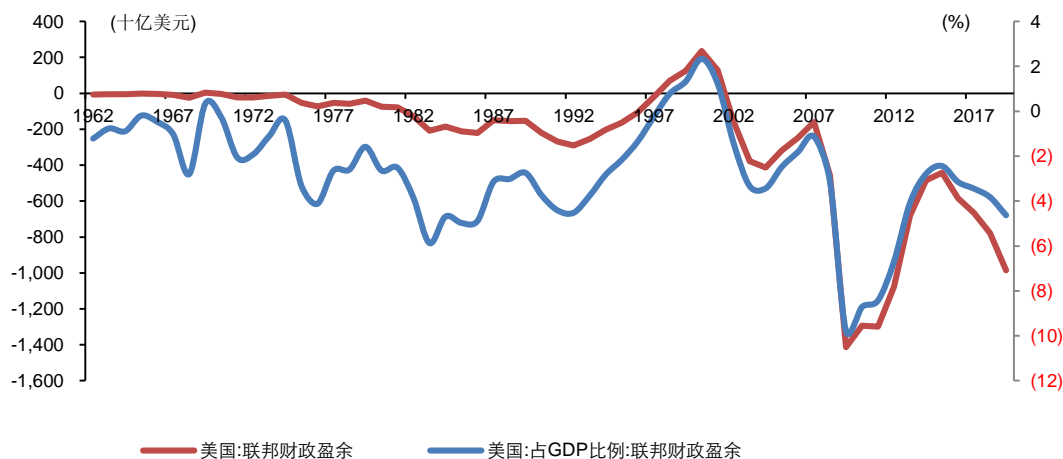
际上美国联邦政府还没有出现过违约的情况。但据历史经验，违约风险上升以及评级下调会影响投资者信心，容易导致金融市场动荡。2011 年美国债务上限危机，不仅加大了美股市场波动，避险情绪也助推了金价的上行。

图 28: 美国联邦债务法定上限



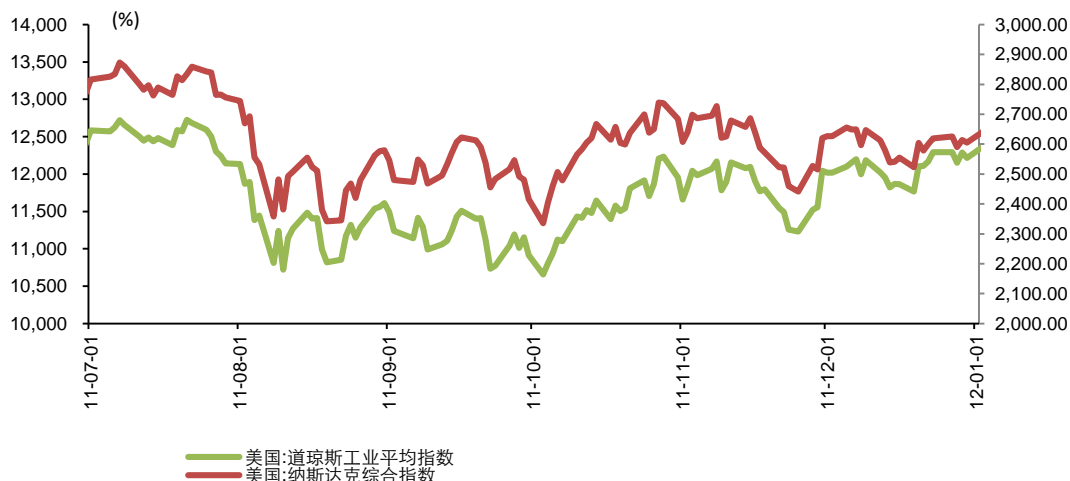
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 29: 美国联邦财政赤字变化



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 30: 2011 年美国股市波动



资料来源: wind, 长城证券研究所

综上,在2009年6月-2011年9月这一阶段,由于金融危机之后导致的货币大宽松环境和中国四万亿刺激计划助推了大宗商品价格,而次贷危机传导到欧洲引发了欧债危机,另外2011年的美国债务上限危机,都持续加重了市场的避险情绪,并且这期间还爆发了利比亚战争等风险事件,因此这一阶段金价的上行直至创历史新高,主要是受到了货币宽松、通胀和风险事件等因素的综合影响。

4. 总结与展望

我们复盘了2001-2011年黄金十年牛市,详细研究了黄金价格影响因素的变化和金价在2001-2011年十年牛市中经历的历史情景,对于理解当前和未来的黄金价格走势具有重要参考意义。

当前市场普遍认同2020年新冠疫情对于经济的影响将远大于2008年的金融危机,我们正在经历流动性挤兑与救市措施之后的货币大宽松阶段。各国的财政救助措施陆续实施,虽然从政策力度上,中国还未采取如当年四万亿计划刺激力度那么大的财政措施,但两会召开在即,市场对于财政政策的期待较大。另一方面,关于“财政赤字货币化”的讨论也说明了货币政策的方向和潜在空间确实较大。美联储的无限量化宽松与欧洲日本的负利率政策,政策速度和力度已经远远大于2008年金融危机时期。参考2001-2011年黄金十年牛市历史的后半段,金融危机后续伴随着各种风险事件,如主权债务危机、战争、美国债务问题等,在当前新冠疫情的背景下看,似乎这一次类似风险事件发生的概率也并没有减小。疫情的演进和相关药物、疫苗的研发依然是影响金融市场的重要因素,但已经在发生的全球货币大宽松、可能会发生的主权债务危机和逆全球化可能伴生的各种风险事件的爆发,将利好黄金价格的上涨。我们依然坚持去年底提出的对于今年金价的看法,今年金价有坚实的基本面因素支撑,很大概率将突破历史新高。

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：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——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：

推荐——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；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

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>