



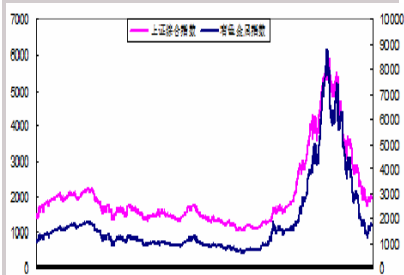
有色金属行业年度报告

—— 资产重估与行业并购主导投资机会

行业评级：
中性（维持）

投资要点：

- ◇ 由于美国次债危机扩大化、全球经济减速不可避免，宏观经济进入调整周期。国家为了防止宏观经济大幅度下滑，紧急出台一系列固定资产投资政策。我们认为这将是一个长期效应的显现，对于阻止经济的快速下落有一定的作用，但短期内还无法从根本上改变经济的运行周期。
- ◇ 综合经济周期及产业情况分析，对有色金属行业作出以下判断：一、2009 年有色金属行业仍然是较为困难的一年。2008 年报表中各企业将计提各项亏损，2009 年一季度开工率将严重不足，二季度以后行业稍有回暖，但整体需求仍难大幅度回升。二、2009 年美元的波动影响着以美元计价的有色金属价格的走势。我们认为明年进入二季度开始，美元强势难再，中长期仍然是贬值的趋势。三、大多数有色金属品种在消化了前期积压库存之后，产业的成本、价格将有一个再次寻找平衡点的过程，行业低位修整。
- ◇ 对于有色金属行业来讲，虽然已经经历了一年左右的调整期，但从宏观经济的层面，经济的大型周期调整才刚刚开始，所以在目前对于企业来说，尽可能的压低库存、盘活资产、保留现金仍然是重要的对策。在行业萧条的中末期，一般资产的价格都比较低，是进行行业重组与并购的好时机。
- ◇ 由于目前多数企业在减产、停产的状况中，年关将至，企业产量的恢复要到一季度末期，再加之 2008 年年底多数企业报表需要计提损失项目较多，所以我们认为明年一季度期间，由于企业年报、一季报的整体情况比较差，所以会出现一个较为集中的风险释放区。二季度以后，一年之中的行业需求小旺季又将来临，加之我们判断二季度开始美元整体走贬值行情，有色金属价格会出现恢复性上涨，所以明年二季度开始适合有色金属行业的中短期投资。而且企业业



齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师

李莉

Tel: (86531) 8128-3779

Fax: (86531) 8128-3782

Email: girl_li_li@sina.com

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



绩普遍负增长的前提下，股价深跌之后的资产重估价值与行业并购机会将是主导 2009 年行业投资的主线。

表： 有色金属行业投资评级表

代码	名称	收盘	每股净资产	PB	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	09EPS	目前评级
600219	南山铝业	7.06	6.34	1.11	0.87	0.48	0.39	8.10	14.71	18.10	中性
601600	中国铝业	6.39	4.31	1.48	0.76	0.12	0.09	8.45	53.25	71.00	中性
600489	中金黄金	34.19	10.72	3.19	0.71	1.35	1.10	47.90	25.33	31.08	谨慎推荐
600547	山东黄金	46.15	6.32	7.30	0.54	2.10	1.81	85.15	21.98	25.50	谨慎推荐
000878	云南铜业	8.75	5.52	1.59	0.73	0.48	0.40	11.93	18.23	21.88	中性
600111	包钢稀土	7.59	2.18	3.48	0.38	0.45	0.51	19.88	16.87	14.88	中性
600531	豫光金铅	7.71	4.36	1.77	0.70	0.49	0.25	11.09	15.73	30.84	中性
600362	江西铜业	10.82	6.84	1.58	1.37	1.34	0.35	7.91	8.07	30.91	中性
600456	宝钛股份	12.00	8.85	1.36	1.25	0.91	0.86	9.60	13.19	13.95	谨慎推荐
000960	锡业股份	11.13	4.47	2.49	0.93	0.78	0.40	11.96	14.27	27.83	中性
000655	金岭矿业	10.31	3.79	2.72	0.67	1.59	0.78	15.30	6.48	13.22	中性
601168	西部矿业	6.40	4.37	1.46	0.72	0.48	0.15	8.84	13.33	42.67	中性
601899	紫金矿业	4.54	1.07	4.24	0.18	0.24	0.20	25.91	18.92	22.70	中性

资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所



正文目录

一、2009 年世界经济增长继续下滑	5
1、美国经济进入衰退周期	5
2、全球经济减速运行	8
3、我国宏观经济增速面临考验	8
二、有色金属行业回顾	13
1、有色金属价格受全球经济衰退影响继续下跌	13
2、国内有色金属生产量减、开工率不足	15
3、有色金属企业业绩普遍下滑	17
三、有色金属细分子行业分析	19
1、铝行业分析	19
2、铜行业分析	21
3、铅行业分析	24
4、锌行业分析	25
5、锡行业分析	27
6、镍行业分析	29
7、黄金行业	30
四、对有色金属行业的整体判断及出路	32
1、对有色金属行业的整体判断	32
2、对有色金属行业的出路在哪里	32
五、行业投资策略	33
重点公司:	35

图目录

图 1: 美国GDP与工业生产指数	6
图 2: 美国工业生产年增率与产能利用率	6
图 3: 美国失业率、消费者信心指数、产能利用率	7
图 4: 美国房地产业数据继续下滑	7
图 5: 美国联邦利率	8
图 6: IMF对世界经济的预测	8
图 7: 中国GDP走势图	9
图 8: 中国社会总需求、收入指数	10
图 9: 中国进出口商品贸易月度增长率	10
图 10: 国内固定资产投资增长率	11
图 11: 货币供应量增长速度	11
图 12: 国际原油价格走势	14
图 13: 美元指数	15
图 14: 十种有色金属当月产量及同比增减速度	15
图 15: 十种有色金属当月产量及同比增减速度	16
图 16: 部分有色金属产品出口量	16





图 17: LEM铝价格及总库存	- 19 -
图 18: 上海期交所铝结算价及库存	- 20 -
图 19: LEM铜价格及总库存	- 22 -
图 20: 上海铜期结算价格及库存	- 22 -
图 21: LEM铜价格及总库存	- 24 -
图 22: LEM铅价格及总库存	- 25 -
图 23: LEM锌价格及总库存	- 26 -
图 24: 上海期交所锌价及总库存	- 26 -
图 25: 镀锌板当月产量与同比增速	- 27 -
图 26: LEM锡价格及总库存	- 28 -
图 27: LEM镍价格及总库存	- 29 -
图 28: 国际黄金价格与美元指数的走势	- 30 -

表目录

表 1: 2008 年部分有色金属价格涨跌幅度	- 13 -
表 2: 2008 年三季度有色金属上市公司主要情况表	- 17 -
表 3: 国内原铝市场平衡表	- 21 -
表 4: 中国铜加工企业开工率	- 23 -
表 5: 中国铜企业减产数据	- 23 -
表 6: 中国精铜供需平衡表	- 24 -
表 7: 锡锭供需平衡表	- 29 -
表 8: 镍市场供需平衡表	- 30 -
表 9: 有色金属行业投资评级表	- 33 -



一、2009年世界经济增长继续下滑

1、美国经济进入衰退周期

2007 年中期开始蔓延的次债危机在 2008 年继续大规模的暴发，尤其是进入三季度以后。多家大型金融机构相继被接管清算，虽然各国央行多有注资等应对措施，但对于经济下滑甚至衰退业界已是不争的事实。

没有一个经济体可以永久地入不敷出。美国经常驻机构账户赤字从 1995 年占 GDP 的 1.5% 猛然升至 2006 年的 6%。2006 年三季度赤字按年计算的规模达到 8440 亿美元的顶峰，美国每个交易日要从海外引入 34 亿美元的资本，来补足国内储蓄的巨大差额。本次次债危机的根源在于美国国内从以收入为基础的储蓄模式向以资产为基础的储蓄模式的转型。1994 年至 2007 年 14 年间，美国实际消费需求的趋势增长率平均每年高达 3.5%，2007 年的消费高达当年 GDP 的 72%。个人家庭负债率为可支配收入的 133%。这一结果的背后是推动了房产和信贷两方面的巨大泡沫，而泡沫的破裂引发了严重的危机。

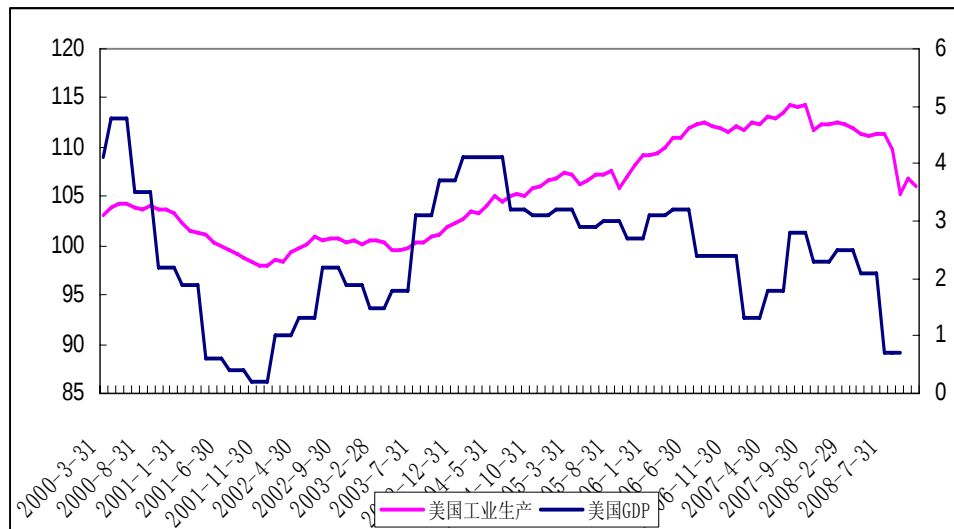
美国国内的这种消费结构决定了，由房产、信贷而引起的危机必然会向实体经济传导，消费需求的下滑会在今后很长一段时间存在，社会重新转回以收入为基础的储蓄模式。需求的长期减少引起经济的衰退。

三季度美国 GDP 已放缓至 0.7，工业生产年增长率已经下滑为负值，产能利用率约 70% 左右，经济衰退迹象明显。年底又加之美国汽车行业的信贷危机和业界普遍所担心的明年信用卡行业可能所面临的问题，都使后期经济的运行存在很多的不确定性。美国新一届政府上台后，对经济实行怎样的挽救计划、效果如何，也确在较多的不确定性。所以，我们认为，目前经济虽然下跌幅度已深，但并未见底。目前我们只看到了危机的广度，并不能完全的测量危机的深度。

针对经济衰退，美联储已将利率降至 0~0.25 之间，但对经济的扭转作用仍然不明显。

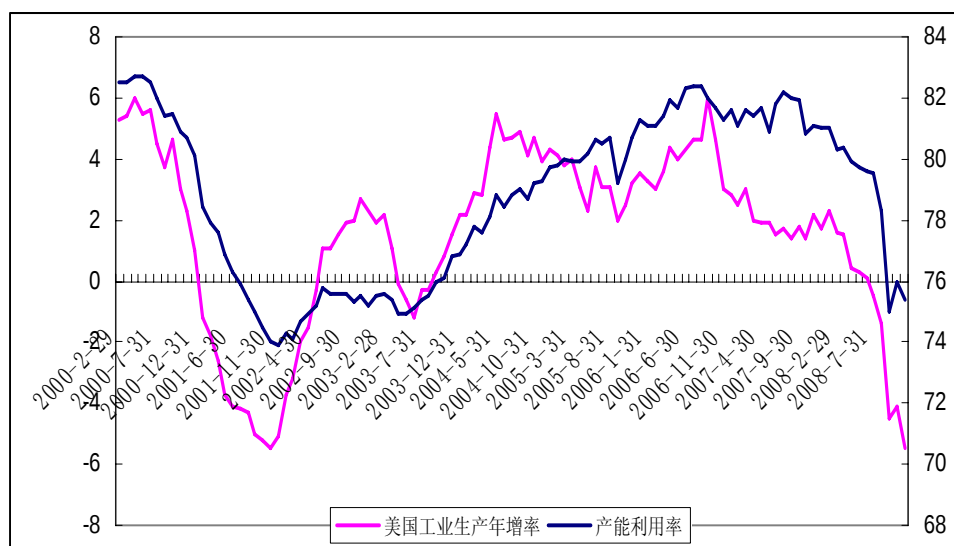


图 1: 美国 GDP 与工业生产指数



资料来源 VSAT, 齐鲁证券研究所

图 2: 美国工业生产年增率与产能利用率

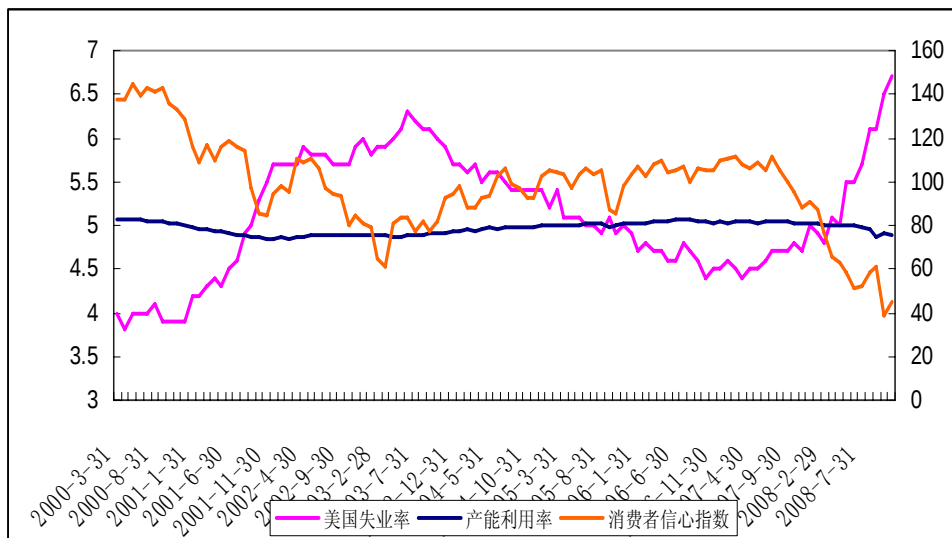


资料来源 VSAT, 齐鲁证券研究所

美国 11 月失业率自 6.5% 升至 6.7%，创 1993 年 9 月以来新高。11 月份主要出现就业人数缩减的产业包括零售业、制造业以及建筑业，而医疗保健业则是持续增加雇员。零售业就业人数较前月减少 91000 人，其中汽车经销商就占了 24000 人；制造业就业人数较前月减少 85000 人，过去 12 个月总计减少了 604000 人；建筑业就业人数减少 82000 人，自 2006 年 9 月触顶以来，营建业就业人数总计减少了 780000 人；金融业就业人数减少 32000 人，过去 12 个月以来总计减少了 142000 人。

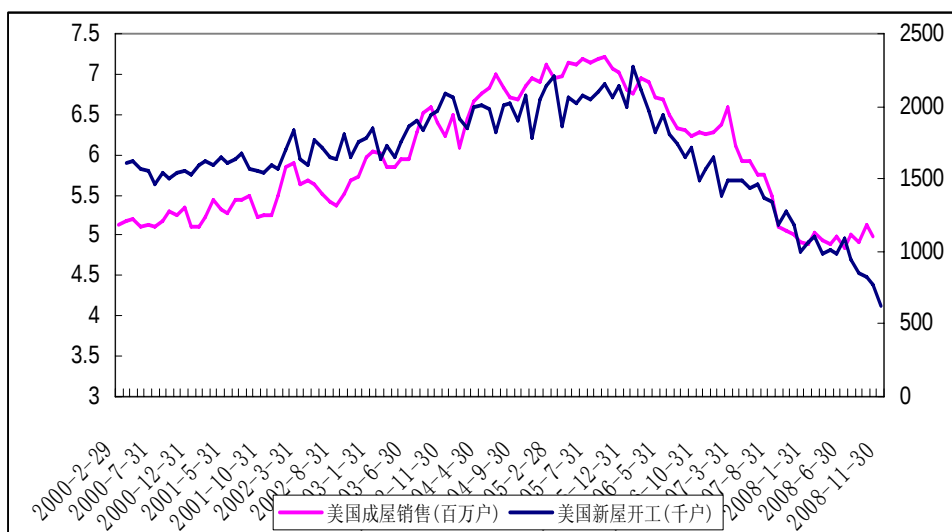


图 3: 美国失业率、消费者信心指数、产能利用率



资料来源 VSAT, 齐鲁证券研究所

图 4: 美国房地产业数据继续下滑

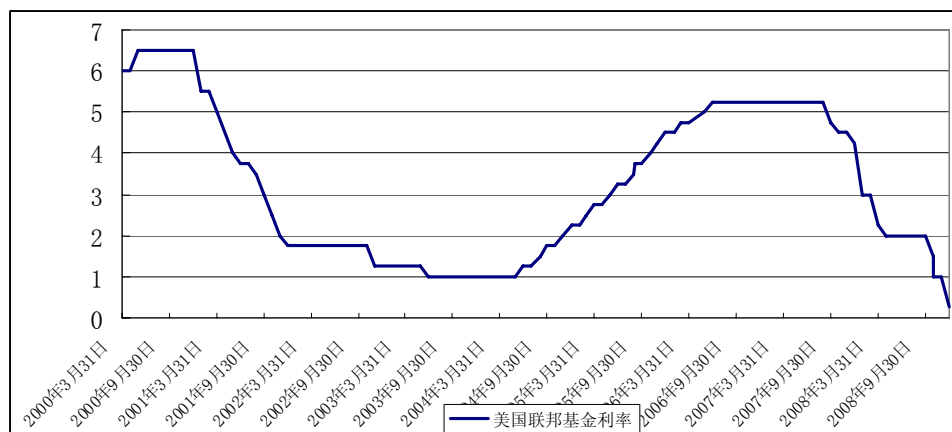


资料来源 VSAT, 齐鲁证券研究所

美国联邦利率已经降到了最低水平, 但短期对经济的刺激作用仍然不是很明显。



图 5: 美国联邦利率

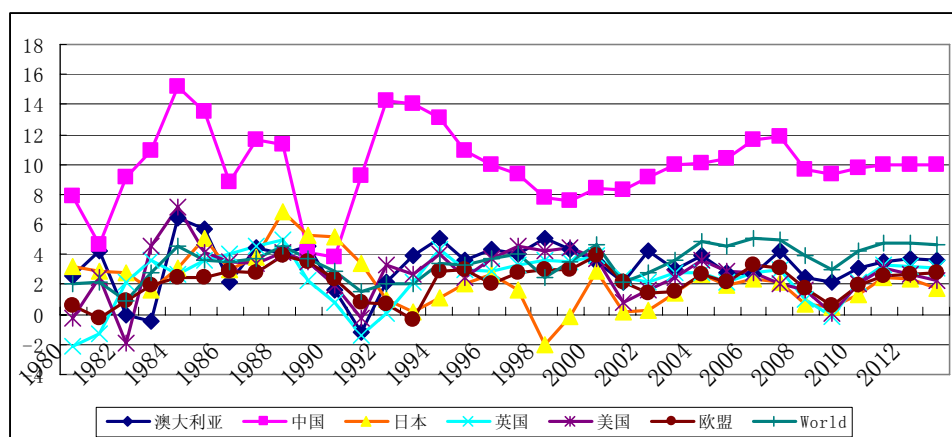


资料来源 VSAT, 齐鲁证券研究所

2、全球经济减速运行

受美国经济衰退的冲击, 全球经济减速运行。这一场危机正从金融危机向全球实体经济迅速蔓延, 尤其是出口占比较重的国家和经济实体。国际货币基金组织等机构纷纷调低对经济的预期。而全球各大型跨国公司, 不断报出减产、裁员的消息。

图 6: IMF 对世界经济的预测



资料来源 IMF, 齐鲁证券研究所

3、我国宏观经济增速面临考验

改革开放三十年, 我国经济经历了长足发展, 尤其是近几年都维持在 10%以上的高速增长。今年以来, 在全球金融危机的大背景下, 我国

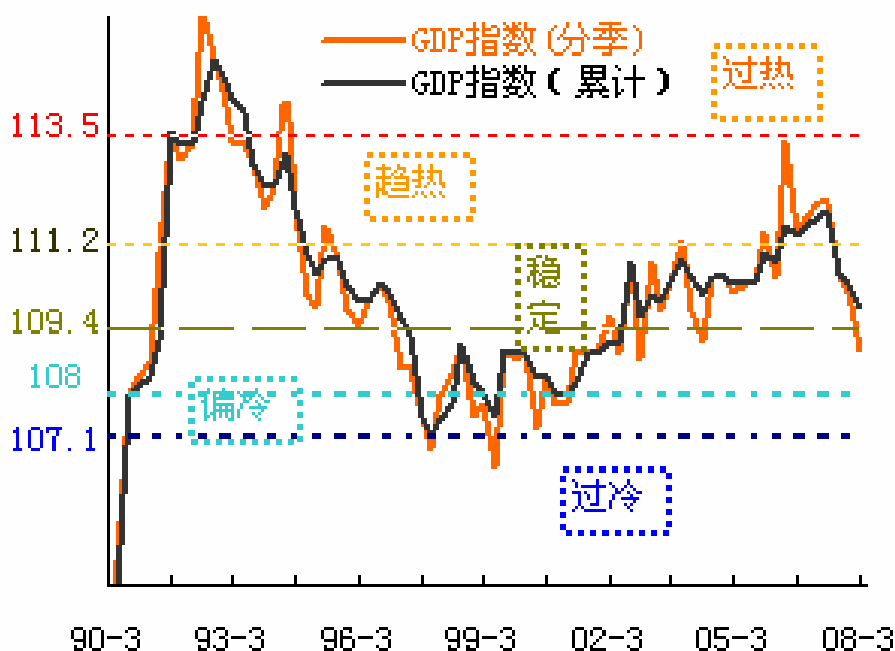


经济的发展也受到考验，发展过程中的结构性矛盾进一步突出。一方面投资与出口在经济发展中所占的比例居高不下，另一个方面内需启动严重不足，这影响着经济发展的后劲。

美国次债危机暴发之后，债务链索危机开始从金融企业开始向实体经济传导，直接影响着全球经济的放缓。在这种背景下，我国经济的增速也面临着放缓的局面，尤其是出口对经济的拉动效应开始大幅度减慢。

二季度国内宏观经济增速大幅度冲高之后，从三季度开始步入快速的下降期。数据显示，这一轮宏观经济减速与 2005 年相比较速度更为快速，情况比较严峻。

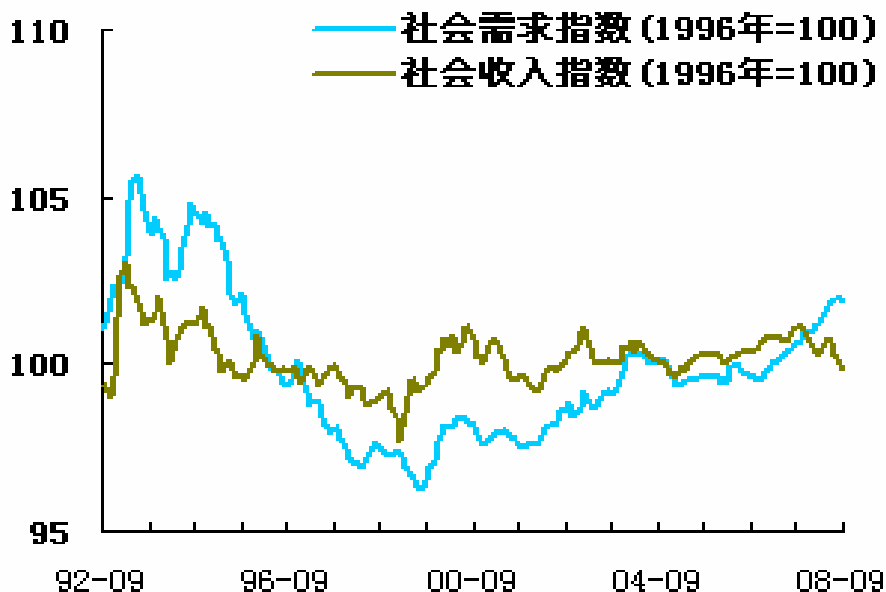
图 7：中国 GDP 走势图



资料来源：国家统计局，齐鲁证券研究所

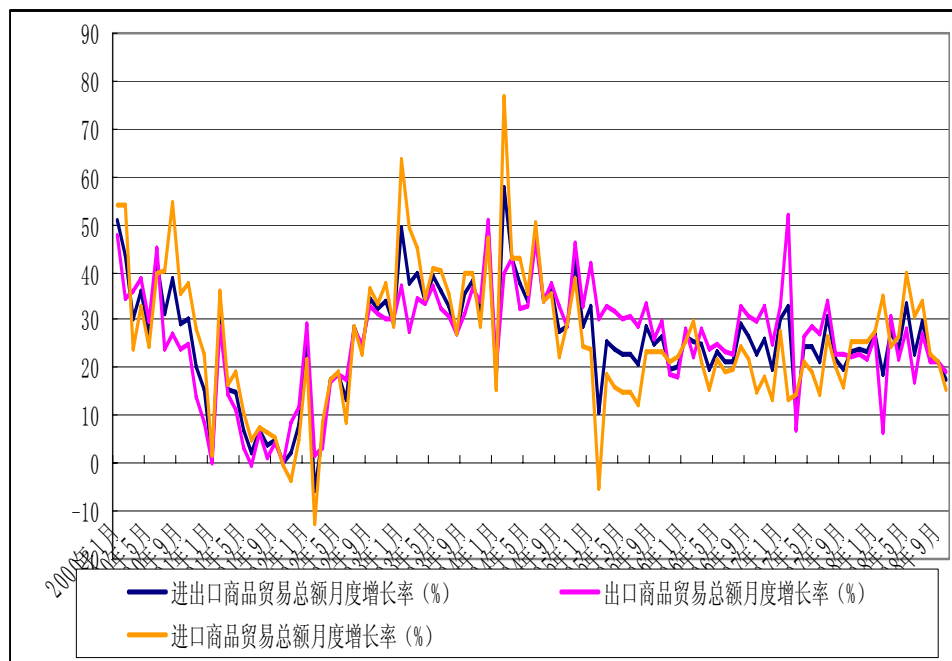


图 8: 中国社会总需求、收入指数



资料来源: 国家统计局, 齐鲁证券研究所

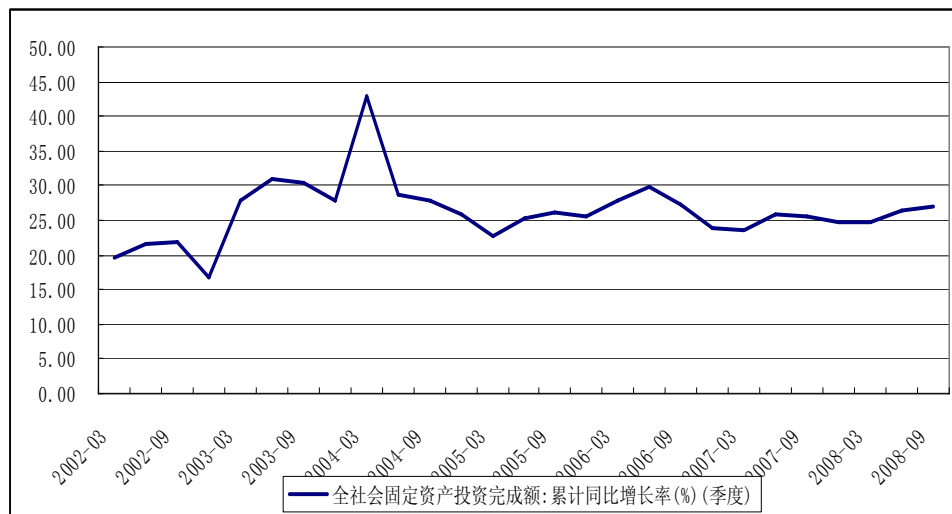
图 9: 中国进出口商品贸易月度增长率



资料来源: 国家统计局, 齐鲁证券研究所

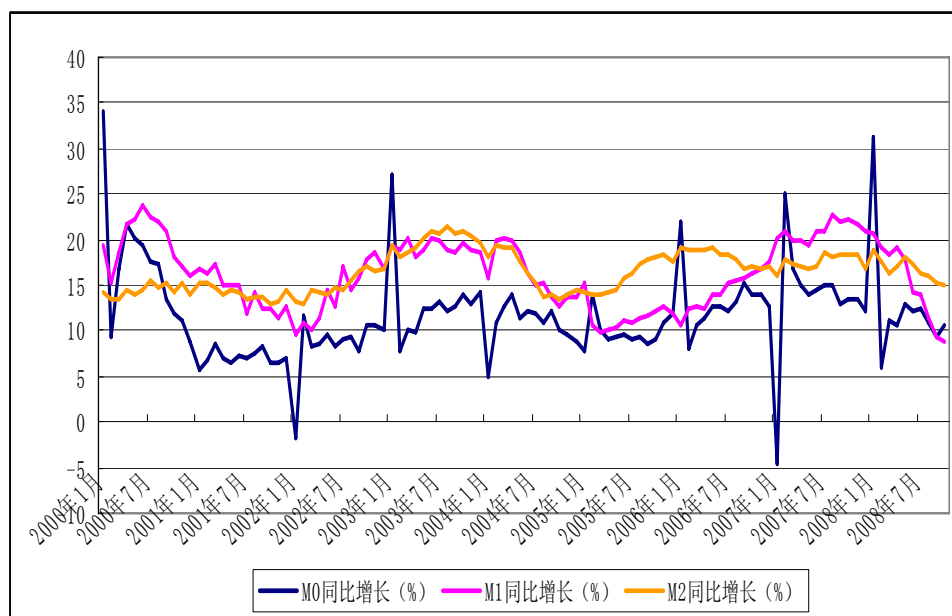


图 10: 国内固定资产投资增长率



资料来源: 国家统计局, 齐鲁证券研究所

图 11: 货币供应量增长速度



资料来源: 国家统计局, 齐鲁证券研究所

九月份以后国内经济受全球的影响更加明显, 需求的减弱使原材料价格短期出现较大幅度下跌。经济由通胀开始向通缩转变。虽然央行三季度在银根上有所松动, 但短期社会货币供应量增速仍然走低。

国家为了防止宏观经济大幅度下滑, 紧急出台一系列固定资产投资政策, 以中央投资带动地方, 继续拉动经济的增长。我们认为这一系列



政策将是一个长期效应的显现，对于阻止经济的快速下落有一定的作用，但短期内还无法从根本上改变经济的运行周期。

外部的大环境与国内的结构矛盾相结合，我国经济发展方向面临着又一次转型。经济的增长速度开始减缓，短期进入周期性调整阶段也是显而易见的。如何快速的渡过这样一个调整时期，保证我国经济长久又快又好的发展是当时的主要任务。在国际大环境下，国内实体经济与全球的联动性更为强烈，需求的降低是全球性的，个体很难在短期内很难独善其身。



二、有色金属行业回顾

1、有色金属价格受全球经济衰退影响继续下跌

受全球经济衰退的影响，2008 年全球有色金属价格出现全面下跌，除钛、黄金等少部分品种价格相对稳定外，大部分品种 12 月份价格较年初跌价 50%，尤其在三季度中受美元反弹及金融危机扩大化影响，下跌幅度尤深。

表 1： 2008 年部分有色金属价格涨跌幅度

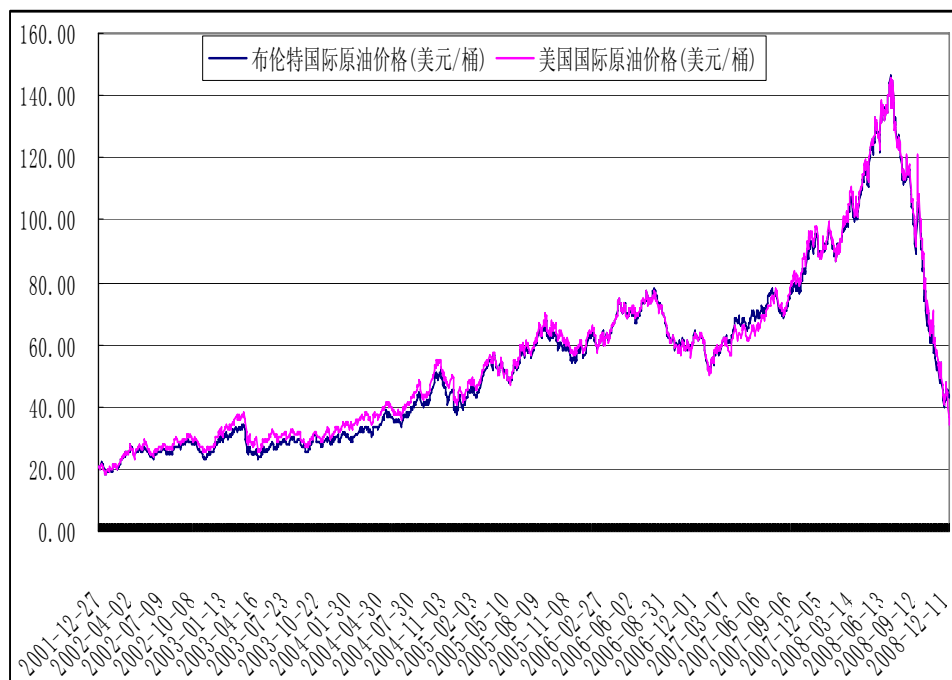
	20080102 日 价格	20080630 日 价格	20081210 日 价格	比年初涨跌 幅度 (%)	比年中涨跌 幅度 (%)
伦敦铜(美元/吨)	6755	8520	3305	-51.07%	-61.21%
伦敦铝(美元/吨)	2438	3114.5	1525	-37.45%	-51.04%
伦敦锌(美元/吨)	2451	1930	1104	-54.96%	-42.80%
伦敦铅(美元/吨)	2615	1790	1005	-61.57%	-43.85%
伦敦锡(美元/吨)	16350	23450	11850	-27.52%	-49.47%
伦敦镍(美元/吨)	27200	21950	10300	-62.13%	-53.08%
国内阴极铜期货收盘价(元/吨)	58280	63350	27910	-52.11%	-55.94%
国内铝期货收盘价(元/吨)	17730	18730	10615	-40.13%	-43.33%
国内锌期货收盘价(元/吨)	19100	16200	9310	-51.26%	-42.53%
黄金(美元/盎司)	846.75	930.25	802.25	-5.26%	-13.76%
欧洲战略小金属-镁(美元/吨)	4200	6100	2800	-33.33%	-54.10%
欧洲战略小金属-电解锰(美元/吨)	3000	4300	2400	-20.00%	-44.19%
欧洲战略小金属-钼(美元/磅)	32	34	12	-62.50%	-64.71%
欧洲战略小金属-钛(美元/磅)	48	45	45.5	-5.21%	1.11%
欧洲战略小金属-海绵钛(美元/公斤)	19	8	10	-47.37%	25.00%
欧洲战略小金属-钨酸盐(美元/吨度)	239	255	235	-1.67%	-7.84%

资料来源：齐鲁证券研究所

对于经济衰退的影响，国际原油价格的暴跌深刻的反应出全球需求的减少，这比有色金属价格更具有代表性。石油与有色金属价格一般同向波动，但石油的价格弹性比有色金属更大。



图 12: 国际原油价格走势



资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所

美国经济衰退, 而美元指数在今年下半年整体表现强势。国际游资在全球股市、汇市、期市普遍大跌的背景下, 寻找相对安全的避险品种, 而美元与黄金成为这类资金增持的主要品种, 所以托高了美元的价格。我们认为, 美元的强势维持, 取决于后期场外还有多少国际游资参与这种避险行为, 一旦避险效应不在, 在美国经济进入衰退期的背景下, 美元的强势格局难以维持。从目前经济层面的综合分析, 我们认为美元的强势维持到明年一季度, 明年二季度以后可能会再次出现美元贬值的走势。



图 13: 美元指数

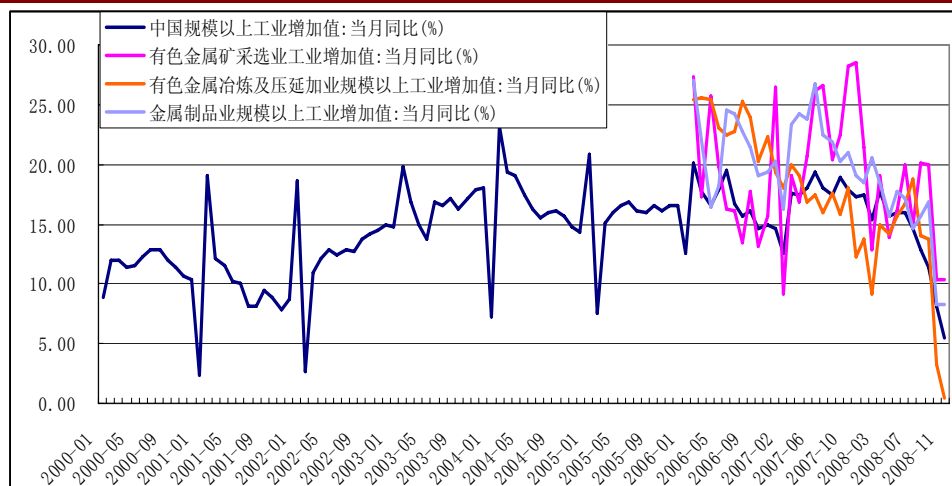


资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所

2、国内有色金属生产量减、开工率不足

国内经济在 2008 年 11 月份开始, 工业增加值增长幅度出现快速的下跌, 有色金属行业增幅也快速下降。由于产品价格的暴跌, 企业继续减产、限产, 开工率普遍下降。全国十种有色金属月度产量同比出现负增长。

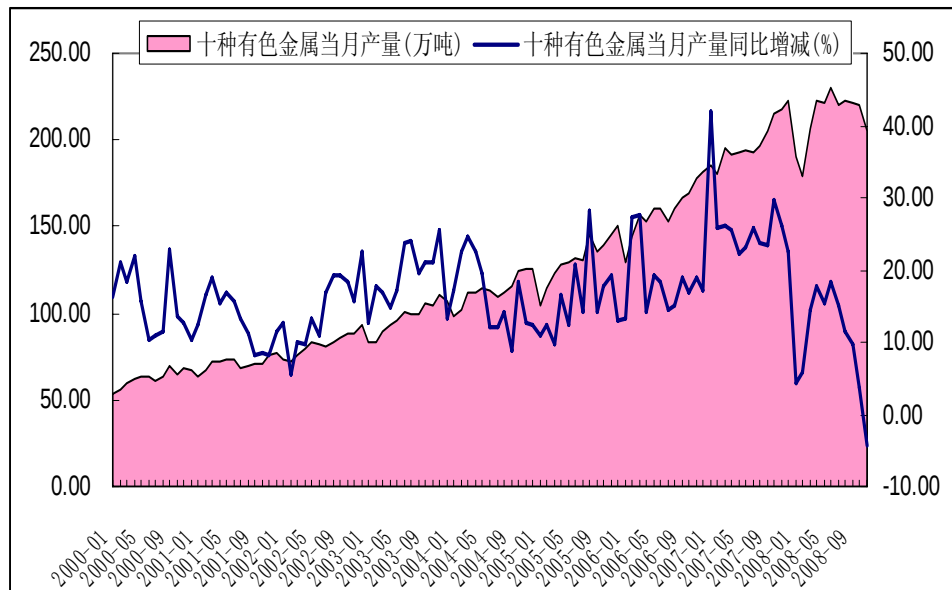
图 14: 十种有色金属当月产量及同比增减速度



资料来源: 国家统计局, 齐鲁证券研究所



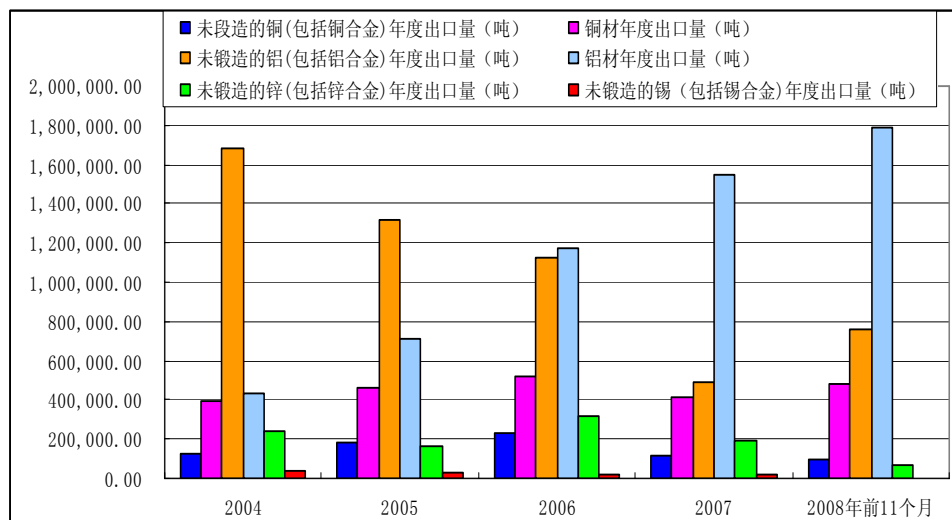
图 15: 十种有色金属当月产量及同比增减速度



资料来源: 国家统计局, 齐鲁证券研究所

另外, 全球经济的衰退也影响到了有色金属行业的出口, 从 2007 年开始大部分有色金属品种出口大幅度下降, 2008 年仍然维持较低的水平, 只有铝材的出口量稍有增长。

图 16: 部分有色金属产品出口量



资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所



3、有色金属企业业绩普遍下滑

受价格产品价格下跌的影响，有色金属业绩明显下滑，今年三季度企业毛利率普遍低于今年年初。从现在了解企业状况来看，四季度受全球金融危机的影响，企业在减产、停产、价格下跌的影响下，毛利率水平将继续走低。

表 2： 2008 年三季度有色金属上市公司主要情况表

证券代码	证券简称	2008 年 前三季 度每股 净资产 EPS-最 新股本 摊薄 (元)	2008 年 前三季 度每股 净资产 BPS-最 新股本 摊薄 (元)	2008 年 前三季 度净资 产收益 率 ROE- 摊薄 (%)	2008Q3 净利润 (亿元)	2008 年 前三季 度营业 总收入 (亿元)	2008 年 前三季 度营业 总收入 同比增 长 (%)	2008 年 三季度 销售毛 利率 (%)	2008 年 三季度 毛利率 与去年 年底相 比增减 变动百 分点数
000612.SZ	焦作万方	1.02	4.02	25.41	4.90	49.44	38.95	17.23	-6.48
000807.SZ	云铝股份	0.20	2.87	6.83	2.19	48.18	-9.31	11.68	-3.81
000831.SZ	关铝股份	0.01	2.22	0.56	0.08	19.36	-9.57	5.60	-4.13
002082.SZ	栋梁新材	0.25	2.91	8.76	0.62	46.21	31.78	3.35	0.21
002160.SZ	常铝股份	0.18	3.81	4.68	0.30	12.12	-5.12	10.61	0.26
600219.SH	南山铝业	0.46	6.34	7.21	8.12	57.09	11.35	20.89	-7.45
600595.SH	中孚实业	0.59	3.86	15.17	3.85	51.84	32.63	14.66	-5.35
600673.SH	东阳光铝	0.14	2.43	5.59	1.47	20.00	241.36	22.21	11.06
600888.SH	新疆众和	0.41	5.07	8.15	1.45	8.47	10.14	32.33	-0.04
601600.SH	中国铝业	0.19	4.31	4.44	27.89	586.88	-7.38	12.97	-11.92
000060.SZ	中金岭南	0.74	3.78	19.65	7.71	58.92	-3.55	29.07	0.44
000630.SZ	铜陵有色	0.71	4.54	15.65	10.63	310.20	14.88	7.14	0.20
000655.SZ	金岭矿业	1.13	3.79	29.73	3.62	8.37	46.69	64.79	13.08
000751.SZ	锌业股份	-0.27	2.17	-12.28	-2.95	52.60	-28.03	2.72	-1.60
000762.SZ	西藏矿业	0.25	2.29	10.74	0.68	4.25	63.12	45.87	2.47
000795.SZ	太原刚玉	-0.04	1.45	-2.86	-0.11	4.15	6.28	11.56	-3.16
000878.SZ	云南铜业	0.46	5.52	8.41	6.72	226.39	-15.52	7.85	0.12
000960.SZ	锡业股份	0.77	4.47	17.13	4.97	79.91	34.93	15.49	-0.35
000962.SZ	东方钽业	0.10	3.40	3.05	0.35	7.89	13.69	15.91	-5.79
000969.SZ	安泰科技	0.22	4.34	5.04	1.24	23.84	28.08	12.91	-2.70
000970.SZ	中科三环	0.18	2.31	7.61	1.09	16.35	12.18	23.21	-1.83
002056.SZ	横店东磁	0.32	5.48	5.75	1.30	13.05	12.87	25.82	-3.08
002114.SZ	罗平锌电	-0.11	2.68	-4.03	-0.19	7.23	-21.52	3.35	-10.54
002149.SZ	西部材料	0.28	3.82	7.32	0.38	5.91	55.35	13.03	-1.41
002167.SZ	东方锆业	0.38	4.62	8.17	0.19	1.35	8.17	26.10	-0.40



002171.SZ	精诚铜业	0.21	3.91	5.44	0.38	21.42	10.62	5.56	-0.60
002182.SZ	云海金属	0.33	4.68	7.15	0.64	19.71	74.83	15.04	3.76
002203.SZ	海亮股份	0.35	3.37	10.33	1.32	64.22	25.76	5.19	-0.33
600111.SH	包钢稀土	0.35	2.18	16.01	3.56	24.83	40.18	26.60	-9.71
600255.SH	鑫科材料	0.03	2.35	1.46	0.15	30.98	-5.90	3.47	-1.44
600331.SH	宏达股份	0.02	2.73	0.90	2.18	32.05	-28.66	29.07	-9.06
600362.SH	江西铜业	1.22	6.84	17.89	37.27	415.45	45.46	14.03	-0.26
600390.SH	金瑞科技	0.26	4.36	5.86	0.44	10.54	3.70	15.77	-2.31
600432.SH	吉恩镍业	0.75	5.64	13.23	3.84	18.34	-7.97	39.57	-4.56
600456.SH	宝钛股份	0.66	8.85	7.49	2.93	18.07	8.96	25.30	-6.50
600497.SH	驰宏锌锗	0.37	3.28	11.31	2.90	37.97	-16.08	22.52	-12.16
600531.SH	豫光金铅	0.46	4.36	10.48	1.04	63.98	26.68	4.84	-2.03
600549.SH	厦门钨业	0.20	2.80	7.26	2.03	34.50	9.34	17.18	1.55
600961.SH	株冶集团	0.17	3.95	4.27	0.89	68.66	-35.46	9.63	3.52
600980.SH	北矿磁材	0.05	2.50	2.00	0.05	2.02	-9.16	7.73	6.76
601168.SH	西部矿业	0.42	4.37	9.62	10.64	103.71	90.47	19.14	-17.11
601958.SH	金钼股份	0.97	5.05	19.22	26.41	51.53	18.95	74.57	0.22
600459.SH	贵研铂业	0.18	5.52	3.00	0.21	11.76	35.52	8.71	-11.43
002155.SZ	辰州矿业	0.25	3.46	7.20	1.36	10.55	7.91	33.60	6.46
002237.SZ	恒邦股份	1.72	11.22	15.33	1.69	14.73	54.16	19.91	1.92
600489.SH	中金黄金	1.10	10.72	10.27	5.86	119.71	55.00	11.70	3.35
600547.SH	山东黄金	1.75	6.32	27.71	6.37	166.03	168.71	8.35	1.68
601899.SH	紫金矿业	0.18	1.07	16.50	32.68	130.76	20.86	40.17	0.73

资料来源：齐鲁证券研究所

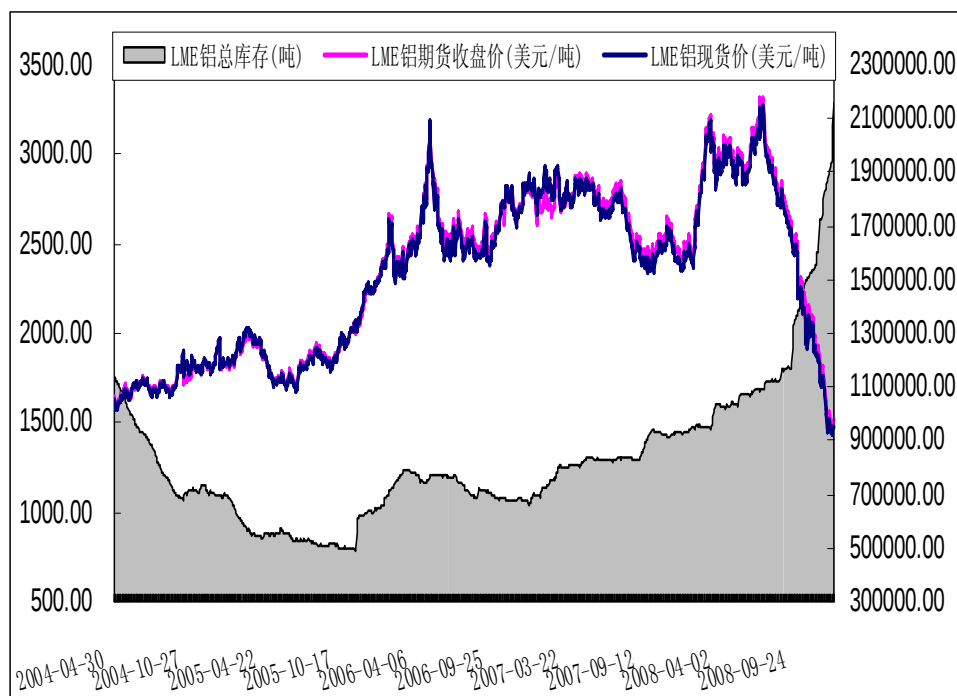


三、有色金属细分子行业分析

1、铝行业分析

铝产品价格今年上半年仍然维持了高位震荡的格局，但随着美国次债危机的深化及全球经济的衰退，国际铝价从8月份在需求疲软与信心崩溃的双重作用下开始了暴跌之路。至12月中旬，伦敦铝最低破1500美元整数关口，上海期交所铝期货交易价格最低也逼近10000元整数大关。而与之相对应，伦敦铝的库存量较年初攀升一倍，国内上海期交所的库存也有增无减。

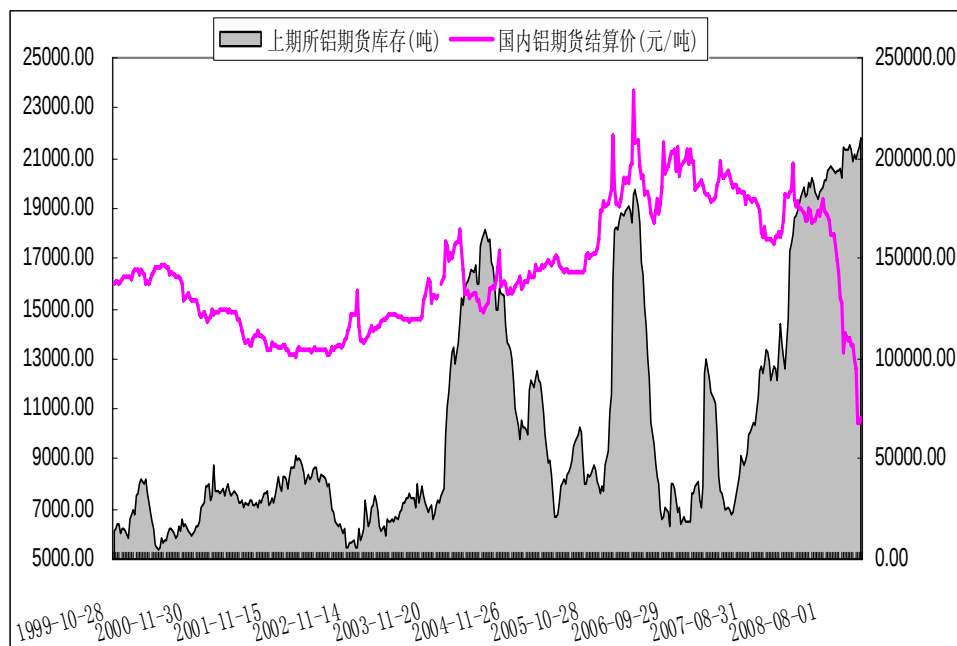
图 17: LME 铝价格及总库存



资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所



图 18: 上海期交所铝结算价及库存



资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所

根据国际铝协 (IAI) 的统计, 10 月份全球原铝产量为 329.3 万吨, 世界原铝日均产量 10.69 万吨, 较去年同期增加 5.4 万吨/日。根据中国有色金属协会的统计, 10 月份中国原铝产量为 110.6 万吨, 同比减少 2.64%, 日均产量为 3.57 万吨。10 月以来, 随着金融危机的深化, 全球各大铝厂不得不对原来的产能和扩建项目重新考虑。美铝公司目前的减产规模已经超过其原铝年产量的 15%, 闲置产能约 100 万吨; 俄铝联合公司表示将关停乌克兰 ZALK 铝厂, 停产 11.3 万吨原铝和 26.5 万吨氧化铝等等。截至 11 月中旬, 国外铝厂关停的原铝产能已经超过 100 万吨, 主要集中在北美洲、欧洲和南美洲。国内, 10 月下旬, 中国铝业表示将在山东、河南、辽宁和内蒙古的企业进行限产或部分停产, 减产规模约在 72 万吨, 占其电解铝总产能的 18%。除中铝以外, 其他铝厂也出现不同程度的减产。截至 11 月初, 中国国内铝生产企业宣称的减、停产产能已接近 200 万吨。

尽管欧美和国内的各大铝厂不断有减产的消息, 但金融危机影响下的实体经济情况持续的恶化, 使需求的下降速度更快。除了建筑业之外, 汽车行业下滑速度也是飞快。美国 9 月份汽车销量较去年同期下降 27%, 创 1991 年以来最大月度跌幅, 而欧洲的汽车销量 9 月份下降了 9.3%。



汽车行业纷纷减产、减员，不仅如此，美国汽车行业在金融风暴的影响下，多家公司面临破产的风险，行业风险至今仍未渡。欧洲与亚洲日本等国的情况同样不容乐观。日本丰田汽车宣布下半年将出现 1500 亿日元的经营亏损，是自 1941 年开始公布年度收益以来首次年度营业亏损。

在欧美，交通运输行业一向是铝行业的最大用户，尤其是汽车行业，所以年底年初这段时间内，美国三大汽车巨头一旦有破产企业出现，对于铝行业仍然是个不小的打击，仍然面临着更为困难的时期。在国内，一方面企业的库存被套在较高的成本上，另一方面由于氧化铝、煤炭、碳素、网电价格等各种生产要素的价格都出现不同程度的下跌，行业正在寻找新的盈亏平衡点。而后期价格稍有回升，就会引得企业再次增产的动力，但在需求难以恢复的情况下，这将不利于行业的长期复苏。

我们认为铝行业最为困难的时期仍未渡过，明年一季度行业仍然面临着较大的考验，国内过剩的局面依然存在。2009 年国内铝价在 12000 元以下徘徊属于常态行情，企业业绩仍然呈现下滑的态势。

表 3：国内原铝市场平衡表

(万吨)

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 1-9 月	08/07
产量	668.9	780.6	940	1256	1014	10.50%
净进口量	-65.1	-68.2	-70	-26	-49	122.70%
供应量	603.8	712.4	870	1230	965	7.70%
消费量	598.5	710.5	867	1200	937	8.70%
市场平衡	5.3	1.9	3	30	28	

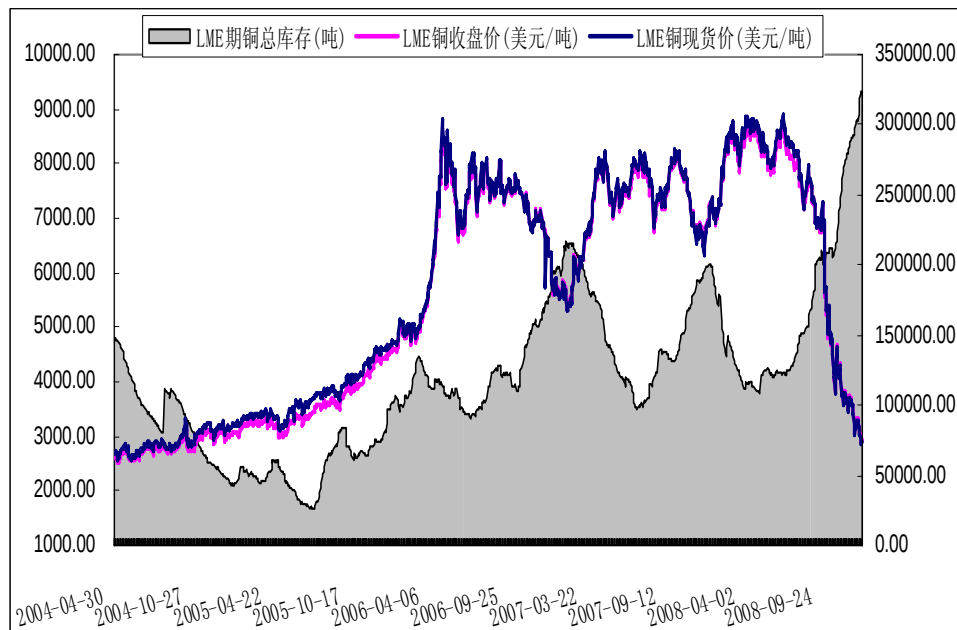
资料来源：中国有色金属协会，齐鲁证券研究所整理

2、铜行业分析

铜金属价格在 2008 上半年整体维持高位震荡的走势，从 8 月开始随着美元的反弹，同样走出大幅度跳水的走势。尤其是随着危机的深化，伦敦铜库存在短短的两个半月内大幅度攀升。上海期交所库存在价跌的同时，表现减少的态势，主要是因为价跌太快，使得现货商惜售，从而不得不消耗上期所库存。

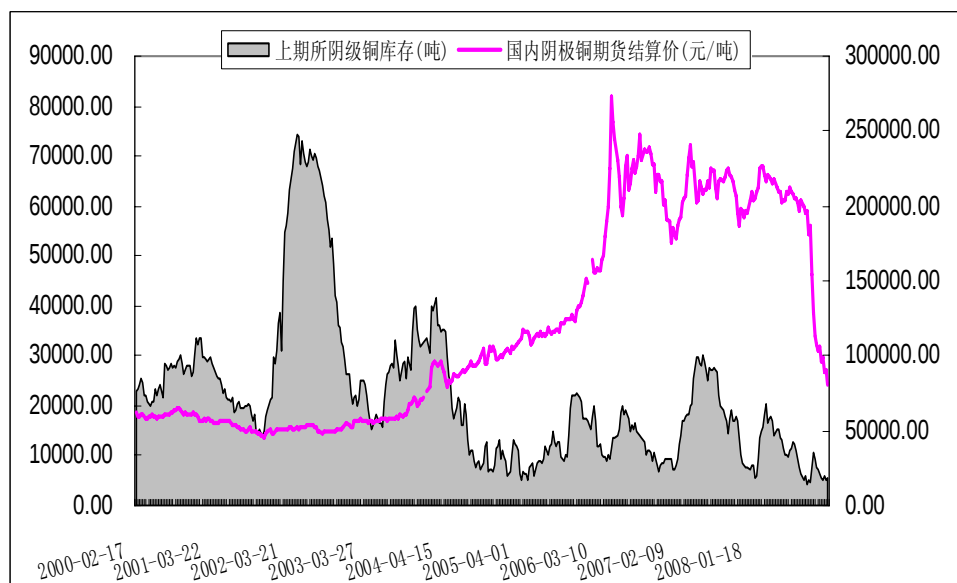


图 19: LME 铜价格及总库存



资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所

图 20: 上海铜期结算价格及库存



资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所

10 月份铜价暴跌使铜的贸易几乎中断, 11 月份情况稍有好转, 但在缺少订单或订单被取消的情况下, 加工企业开始推迟对铜的购买, 一些制造企业 12 月交货的订单已经下滑了 50%, 而且这种情况还在继续恶化。各地市场现货升水大大减少, 显示需求的疲软。美国 11 月份新房



销售、新房许可及新房开工率同比跌幅继续扩大，使美国的铜消费更加疲软。另外加之汽车行业的萧条、电子产品增幅的快速回落，也都严重影响到了铜的需求。欧元区和亚洲日本等国的情况基本相同。

国内加工企业因订单减少从而进一步降低开工率。下游需求行业中房地产今年一直表现不佳；家电行业从 11 月份开始产量大幅度削减，其中空调产量降幅扩大到 22.9%，冷柜产量降幅扩大到 10.9%，电冰箱产量同比小幅增加 3.1%等；电线电缆企业因年底电网增加采购对需求暂时有所支持，但如果房地产持续低迷，电线电缆企业对明年的形势也并不完全乐观。在国家 4 万亿投资建设计划安排中，国家电网、南方电网等公司明年开始对地区电网改造对铜行业形成利好，需求增量对来自于其它行业的减量是一种弥补。

表 4： 中国铜加工企业开工率

铜管		铜板带箔		电缆		线杆	
时间	开工率	时间	开工率	时间	开工率	时间	开工率
2007 年 10 月	58.40%	2007 年 10 月	78.50%	2007 年 10 月	77.50%	2007 年 11 月	75.60%
2008 年 10 月	50.50%	2008 年 9 月	71.50%	2008 年 9 月	69.20%	2008 年 10 月	59.70%
2008 年 11 月	47.20%	2008 年 10 月	53.00%	2008 年 11 月	69.00%	2008 年 11 月	60.60%

资料来源：安泰科，齐鲁证券研究所整理

在这种行业背景下，全球冶炼厂减产现象普遍。江西铜业计划 12 月份检修 40 万吨产能设备，减少精炼铜 3 万吨左右等等。冶炼厂的减产使全球铜精矿明显过剩，TC/RC 走高，至 12 月中旬，我国铜精矿现货加工费 TC/RC 已上涨至\$85/8.5。冶炼厂希望铜精矿加工费进一步提高，2009 年年度合同价格有望大幅度走高。

表 5： 中国铜企业减产数据

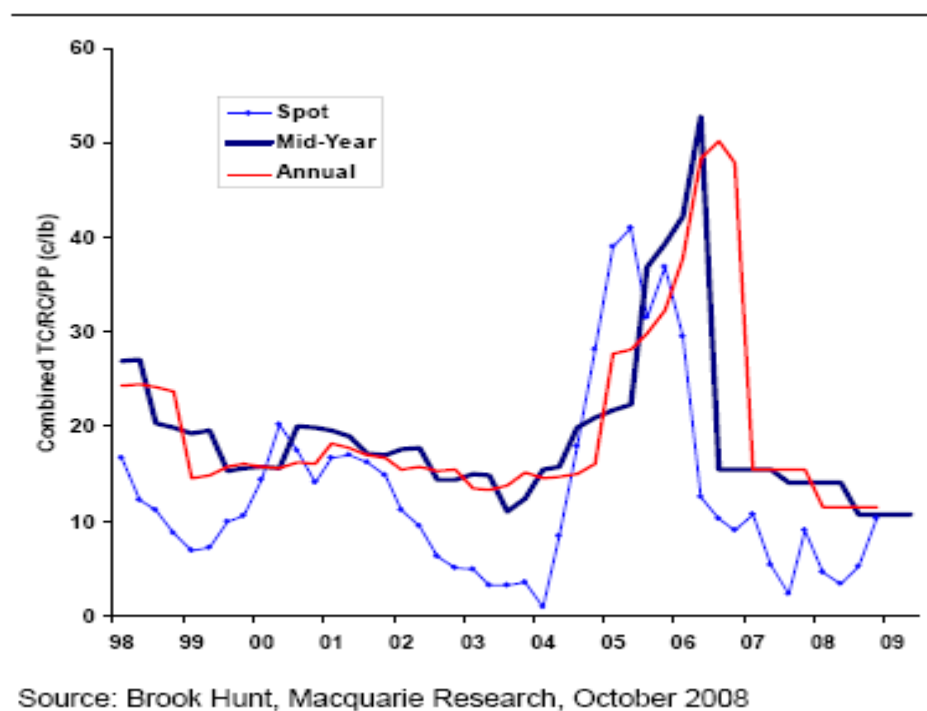
企业	产能	估算减产量	时间
江西铜业	70	4.25	11 月 13 日
铜陵有色	62	8.7	10 月 24 日
云南铜业	57	19	11 月 13 日
宁波金田	18	4.5	11 月 6 日
烟台鹏辉	10	2.5	11 月 6 日
富春江	12	4	11 月 6 日
合计	/	42.95	/

资料来源：安泰科，齐鲁证券研究所整理





图 21: LEM 铜价格及总库存



资料来源：安泰科，齐鲁证券研究所整理

综合分析，铜金属在 2800 美元/吨价格区域，已经达到冶炼企业的生产成本，2009 年企业利润将大幅度下降。国内企业在扩大内需的投资拉动下，明年二季度以后是否行业基本面转暖仍有待于继续观察。但行业整体过剩的局面依然存在。

表 6: 中国精铜供需平衡表

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 1-11 月
产量	258	299.9	349.7	344.5
净进口量	111.2	58.4	136.8	111.6
供应量	369.2	358.3	486.5	456.1
消费量	360	380	456.2	445
供需平衡	9.2	-21.7	30.3	11.1

资料来源：安泰科，齐鲁证券研究所整理

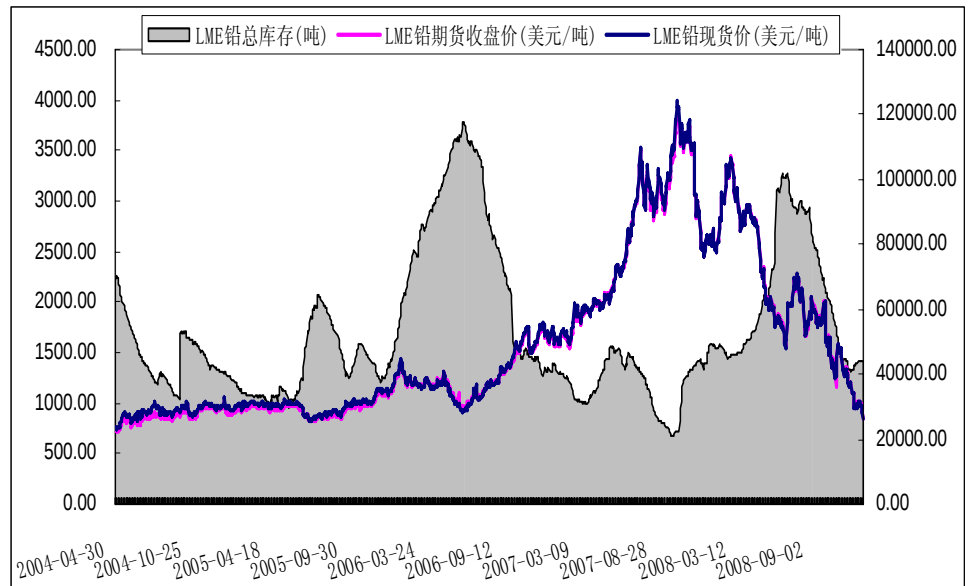
3、铅行业分析

国际铅价自 2007 年见顶以来，一年多的时间一直维持震荡下跌的走势，9 月份以后也跟随其它金属出现大幅度价格下跌的走势，目前不足 900 美元/吨。库存方面，伦敦期货较年初时有大幅度下降。





图 22: LEM 铅价格及总库存



资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所

从数据来看,至 2008 年 9 月份,虽然行业整体过剩的局面存在,但表现依然相对平稳,甚至西方国家还出现了一定的精铅供应短缺现象。但 9 月以后,随着全球经济危机的深化与石油价格暴跌,行业过剩局面持续扩大,价格出现大幅度下跌,至 2004、2005 年价格水平。

从需求面来看,下游产业铅酸蓄电池,在西方国家,其产品需求主要来源于保有汽车的更换,而在中国等新兴国家,其产品需求则主要来源于新增汽车的销量。所以在西方国家,对铅的需求下降幅度远小于汽车行业的衰退。而国内受经济危机的影响有一定的滞后性,2009 年中国的汽车行业增量究竟有多少存在很大的不确定性,所以有可能之前需求表现强劲的国内市场明年对精铅的需求下降幅度大于国外。

另外,铅价在一定程度上波动与外盘石油价格呈现正相关的走势,在石油价格大幅度下跌以后,目前继续深跌的可能性已经较小,2009 年石油价格仍然有望出现现象样的反弹行情。在这种情况下,也影响着铅价后期的下跌幅度不会很深,甚至跟随石油价格出现反弹走势。但是企业利润的角度来讲,生产企业也将面临着利润继续下降局面,成本方面还有一个再平衡的过程。

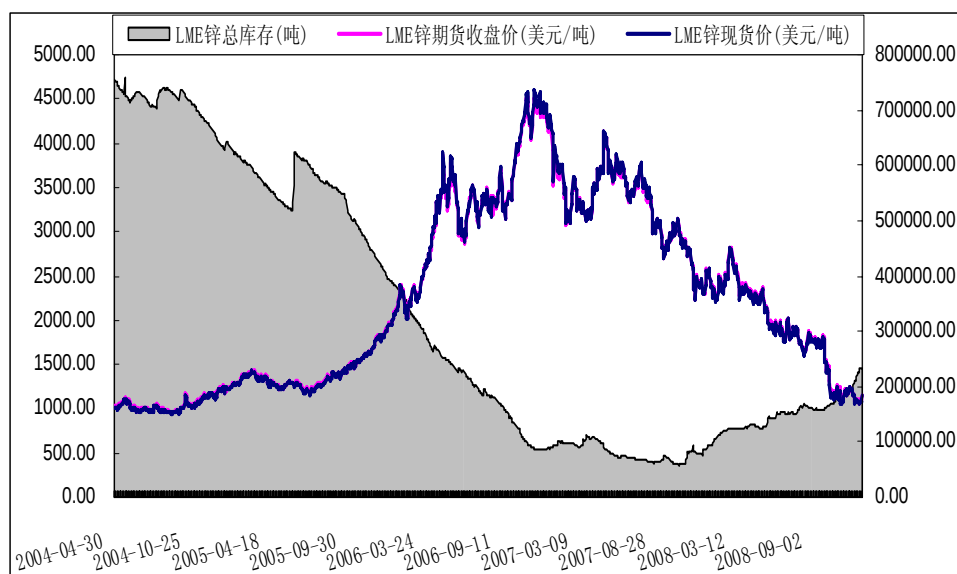
4、锌行业分析





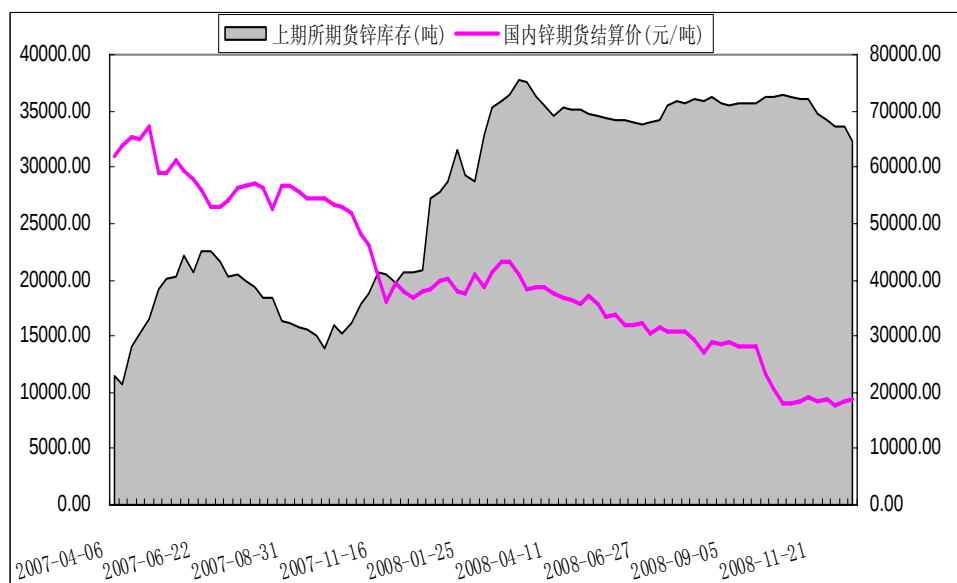
金属锌的调整开始于2006年12月,早于其它金属价格的调整,2008整体走势疲软,并且也未逃过今年9月底的全球商品价格暴跌走势。从库存来看,伦敦库存在2007年底曾下降至比较低的库存,但2008年下半年以后,库存回升比较明显。而上海期交所的库存今年以来一直维持在一个较高的水平。

图 23: LEM 锌价格及总库存



资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所

图 24: 上海期交所锌价及总库存



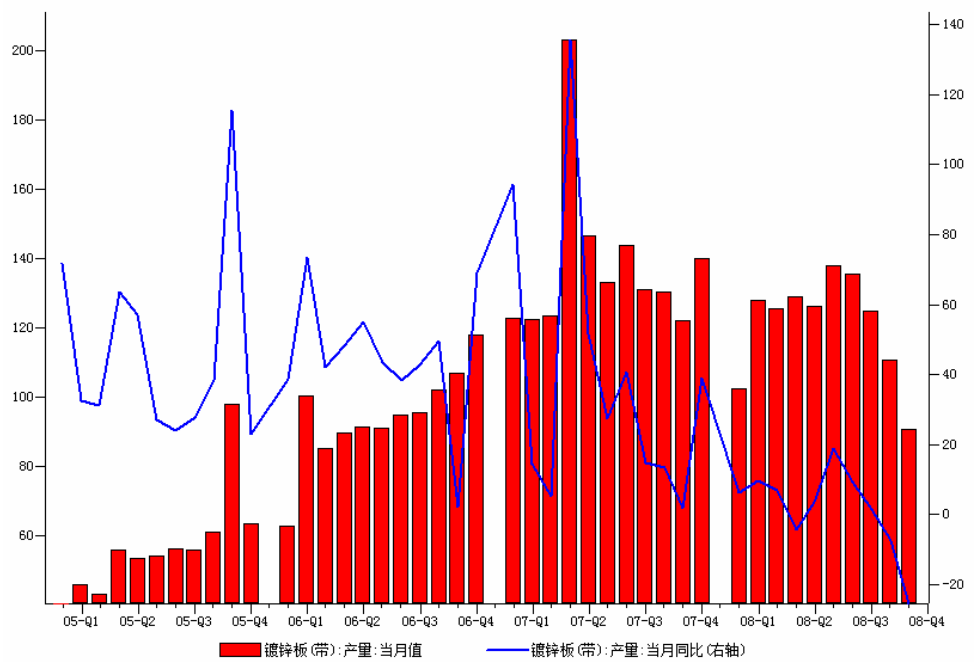
资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所



由于锌价格较早的开始调整，所以行业产量的削减也开始的较少，但在这种情况下 2008 年行业过剩局面依然存在。10 月以后，由于受全球经济危机的影响，钢铁行业需求快速下降，镀锌板产量与增速也出现双降局面，使锌金属需求也大幅度减少，价格跌至 1000 美元/吨以上区域。冶炼厂普遍出现亏损，停产、减产较多。而上游锌精矿的供应也显不足，10 月以后有更多的精矿临时宣布停产和减产，再加之价格过低，矿山也存在惜售的心理。国内精锌净进口量的增加也多为此原因。

综合分析，年关将至，行业从目前至明年一季度都不会有太大起色，二季度以后是否有所改善，一方面需观察美元后期走势对价格的影响，另一方面需观察国家固定资产投资对钢铁行业产能恢复的带动作用到底有多大。从周期的角度分析，锌受钢铁行业大调整周期的影响，2009 年仍然属于低位调整的走势。

图 25: 镀锌板当月产量与同比增速



资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所

5、锡行业分析

从 2007 年年底开始，锡的需求就已经开始缩减，但是由于印尼政府对金属锡的出口实行限制性政策，使全球供应量缩减的更快，才得以维持了上半年国际锡价的强势，部分避险资金出于避险交易的目的推高



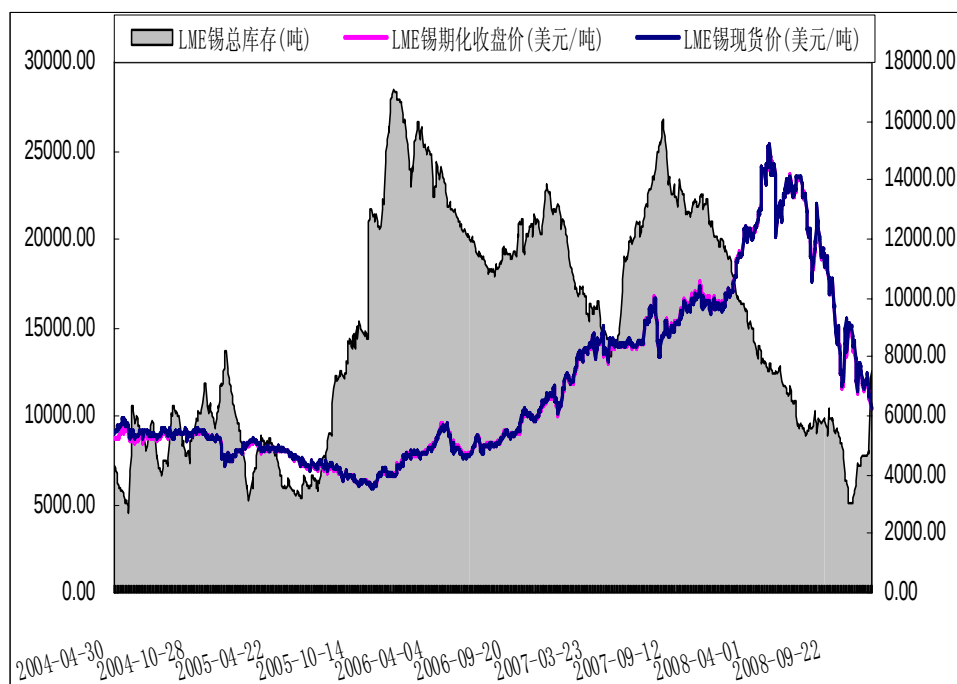
价格。但是，随着全球危机的深化，国际锡价从7月份开始了跳水之路，至12月中旬最低跌至9800美元/吨，较年中最高25500美元/吨下跌60%多。伦敦锡期货库存较年初增加不大，仍然维持较低的水平。

在10月份，国内大部分企业都减产40%左右。云南锡业股份宣布，四季度减产30%。12月份锡业股份的精炼、粗炼生产线陆续停产，估计要到春节后才会重新开工。

从目前经济危机的影响情况分析，锡消费的终端行业，如电子行业、马口铁行业、汽车行业、玻璃行业、化工行业都受到影响，其中电子行业与马口铁行业的影响相对较小。根据安科泰估计，马口铁行业减产幅度约在20%左右，焊料企业减产幅度在30%左右，而玻璃与化工行业影响则较大。

从整体看，锡的基本面仍然好于铝、铜、铅、锌等品种，社会库存与交易所库存都不大，但是对经济的信心严重影响到了金属的价格。2009年一季度仍然开工率不足，二季度以后有望出现恢复性好转。

图 26: LME 锡价格及总库存



资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所


表 7: 锡锭供需平衡表

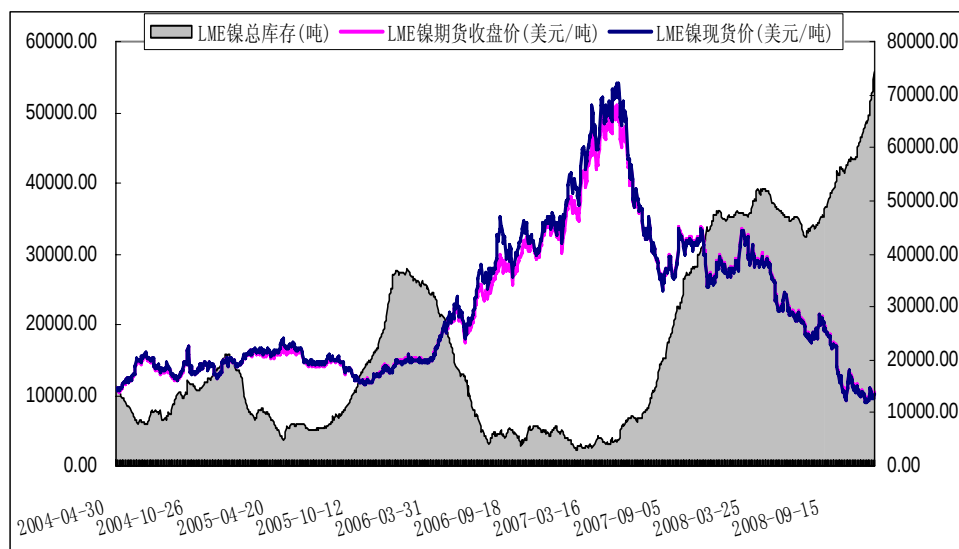
	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 1-9 月	08/07
产量	668.9	780.6	940	1256	1014	10.50%
净进口量	-65.1	-68.2	-70	-26	-49	122.70%
供应量	603.8	712.4	870	1230	965	7.70%
消费量	598.5	710.5	867	1200	937	8.70%
市场平衡	5.3	1.9	3	30	28	

资料来源：安泰科，齐鲁证券研究所整理

6、镍行业分析

镍金属价格从 2007 年 5 月开始调整以来，目前下跌幅度已深，伦敦库存方面有增无减，尤其是在 2008 年 8 月份以后，随着国内钢铁企业的大面积减产，镍库存升高较多。

据 CRU 统计数据显示，2008 年第四季度全球不锈钢产量预计为 602.7 万吨，同比减少 16%。11、12 月份国内不锈钢行业持续低迷，各大主要不锈钢钢厂陆续减产、停产，控制产量。受此影响，镍金属的需求进一步降低，价格出现暴跌。目前市场 9650 美元/吨的价格，已经跌穿湿法冶炼企业的成本价，企业也将出亏损局面。另外，今年国内不锈钢企业没有制定明年的生产计划，而是以需定产量。在这种行业背景下，镍行业的复苏仍然需要等待一个漫长的过程。

图 27: LME 镍价格及总库存


资料来源：WIND，齐鲁证券研究所


表 8: 镍市场供需平衡表

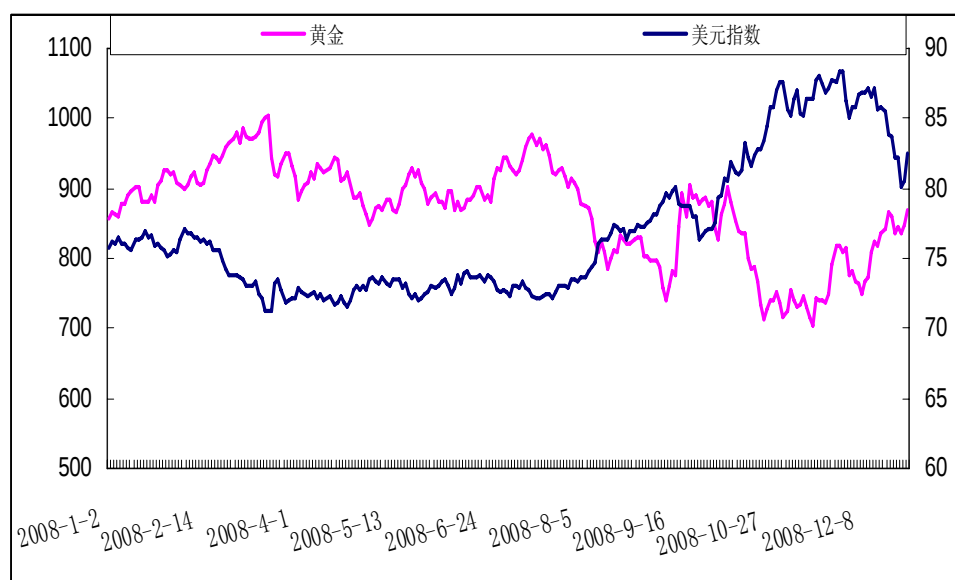
	2007	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008
中国产量	21.3	5.12	5.66	5.66	21
中国消费量	31.5	9.25	8.25	8	31.5
全球产量	144.7	35.4	35.5	34.9	139.8
全球消费量	137.3	36.6	35.3	33.6	138.48
供需平衡	7.4	-1.2	0.2	1.3	1.32

资料来源：安泰科，齐鲁证券研究所整理

7、黄金行业

在全球经济动荡的格局中，黄金行业今年表现相对突出。

一般情况下，黄金价格与国际原油价格正相关，与美元指数负相关。但是在全球经济衰退的背景下，国际游资选择投资避险品种，2008 年下半年从避险的角度同时增持了黄金和美元，所以市场表现出来为国际原油价格大幅度下跌、而黄金价格上涨、美元指数反弹的走势。对于这种避险交易行为，我们认为其持久性与强度主要取决于外围还有多少资金有意愿参与这种避险性交易。

图 28: 国际黄金价格与美元指数的走势


资料来源：齐鲁证券研究所

在供需的层面上，2008 年中国的黄金产量也有所下降。中国黄金协



会预计 2008 年产量将为 276 吨，略高于 2007 年的 270.49 吨，是近年来产量增幅最小的一年。增长缓慢的主要原因为：三季度国际黄金价格出现下跌，曾一度跌至 700 美元/盎司附近，造成一些高成本、低品位的矿山产量下降。再加之全球经济衰退，抑制了国内需求，预计中国今年的黄金需求下降至 360 吨，去年为 362 吨。另外，目前官方层面的售金计划或增持计划，暂时增量都不是很大，对价格的影响偏小。

后期我们认为有以下因素对国际黄金价格形成重要影响：一、美元的走势。美元之前的反弹走势已经基本走完，而经济继续走向衰退，所以美元的强势反弹只是阶段性的，如果经济持续向坏，美元将再次形成长期弱市走势，而这对以美元计价的黄金价格形成支持。二、地缘政治及冲突的持续升温会影响到黄金价格的大幅度波动。三、黄金价格近期的强势走势也受避险资金的推高影响，在经济衰退周期的末期，由于避险资金的撤出，也会造成价格的短期下跌。

综合以上分析，我们认为在不考虑地缘政治因素的前提下，2009 年国际黄金价格的波动区间在 650~900 美元/盎司之间。如果政治因素升温，则国际黄金价格有可能突破 900 美元/盎司。因为预期 2009 年月度黄金价格平均低于 2008 年，所以黄金企业的利润率比照 2008 年会稍有下降，但企业业绩仍然维持高位水平。



四、对有色金属行业的整体判断及出路

1、对有色金属行业的整体判断

我们综合了以上经济大周期及各产业的情况分析，对有色金属行业作出以下判断：

一、2009 年有色金属行业仍然是较为困难的一年。2008 年报表中各企业将计提各项亏损，2009 年一季度开工率将严重不足，二季度以后行业稍有回暖，但整体需求仍难大幅度回升。

二、2009 年美元的波动影响着以美元计价的有色金属价格的走势。我们认为明年进入二季度以后，美元的强势走势难以维持，中长期仍然是贬值的趋势。

三、大多数有色金属品种在消化了前期积压库存之后，产业的成本、价格将有一个再次寻找平衡点的过程，行业低位修整。

2、对有色金属行业的出路在哪里

2009 年将是有色金属行业在困难中前行的一年，那么，行业的出路在哪里？我们认为有以下几点：

一、有色金属行业虽然已经经历了一年左右的调整期，但从宏观经济的层面，经济的大型周期调整才刚刚开始，所以在目前对于企业来说，尽可能的压低库存、盘活资产、保留现金仍然是重要的对策。

二、在生产要素方面，在产品价格下降的同时，原材料成本也出现不同程度的下降，但是人力、折旧等方面的成本却很难降低。企业的各项生产成本需要一个再平衡的过程。企业在困难时期，如何节能降耗，通过改进生产工艺，提高产品质量、压缩成本将是重中之重。

三、行业萧条的中末期，一般资产的价格都比较低，是进行行业重组与并购的好时机。企业向上游努力的掌控资源、完善煤、电等配置生产要素，向下游尽量延长企业的深加工能力，以合理的产业链布局来提高抗系统风险的能力。



五、行业投资策略

通过对以上经济、行业整体状况的分析，我们有了整体的认识观点，即 2009 年是宏观经济的调整周期刚刚开始、有色金属行业在困难中努力前行的一年。2008 年虽然证券市场已经经历了漫长的下跌幅度，但是在宏观的大背景下，2009 年的证券市场依然存在着较多的投资风险。但同时我们也看到，在深跌之后、绝对价格偏低的情况下，行业虽然仍处调整期，但如果市场价格低于或接近企业的资产重估价值，则容易引发恢复性上涨行情。所以，我们整体判断 2009 年的证券市场为震荡市。

有色金属板块因为在 2007 年整体涨幅过大，所以 2008 年整体回落幅度也超越指数。对于 2009 年，在判断证券市场整体为“震荡市”的基础上，对于产业仍然较为困难的有色金属行业来讲，更多的则为二级市场中深跌之后的交易性机会。

由于目前多数企业在减产、停产的状况中，年关将至，企业产量的恢复要到一季度末期，再加之 2008 年年底多数企业报表需要计提损失项目较多，所以我们认为明年一季度期间，由于企业年报、一季报的整体情况比较差，所以会出现一个较为集中的风险释放区。二季度以后，一年之中的行业需求小旺季又将来临，加之我们判断二季度开始美元整体走贬值行情，有色金属价格会出现恢复性上涨，所以明年二季度开始适合有色金属行业的中短期投资。而且企业业绩普遍负增长的前提下，股价深跌之后的资产重估价值与行业并购机会将是主导 2009 年行业投资的主线。

表 9： 有色金属行业投资评级表

代码	名称	收盘	每股净资产	PB	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	09EPS	目前评级
600219	南山铝业	7.06	6.34	1.11	0.87	0.48	0.39	8.10	14.71	18.10	中性
601600	中国铝业	6.39	4.31	1.48	0.76	0.12	0.09	8.45	53.25	71.00	中性
600489	中金黄金	34.19	10.72	3.19	0.71	1.35	1.10	47.90	25.33	31.08	谨慎推荐
600547	山东黄金	46.15	6.32	7.30	0.54	2.10	1.81	85.15	21.98	25.50	谨慎推荐
000878	云南铜业	8.75	5.52	1.59	0.73	0.48	0.40	11.93	18.23	21.88	中性
600111	包钢稀土	7.59	2.18	3.48	0.38	0.45	0.51	19.88	16.87	14.88	中性
600531	豫光金铅	7.71	4.36	1.77	0.70	0.49	0.25	11.09	15.73	30.84	中性
600362	江西铜业	10.82	6.84	1.58	1.37	1.34	0.35	7.91	8.07	30.91	中性
600456	宝钛股份	12.00	8.85	1.36	1.25	0.91	0.86	9.60	13.19	13.95	谨慎推荐





000960	锡业股份	11.13	4.47	2.49	0.93	0.78	0.40	11.96	14.27	27.83	中性
000655	金岭矿业	10.31	3.79	2.72	0.67	1.59	0.78	15.30	6.48	13.22	中性
601168	西部矿业	6.40	4.37	1.46	0.72	0.48	0.15	8.84	13.33	42.67	中性
601899	紫金矿业	4.54	1.07	4.24	0.18	0.24	0.20	25.91	18.92	22.70	中性

资料来源：齐鲁证券研究所

**重点公司：**

山东黄金(600547): 公司经营主营黄金开采与冶炼。山东黄金 2008 年初完成定向增发工作后, 资产质量与收益水平双双大幅度提高。公司预计全年完成矿产金产量在 17 吨左右, 2009 年预计产量 19~20 吨左右。2008 年 9 月 21 日公司公告, 控股股东在未来可预见的三个月内有针对上市公司储量注入的初步计划。在判断 2009 年黄金价格平均低于 2008 年的前提下, 我们预计公司 2008、2009 两年每股收益为 2.1 元、1.81 元, 考虑到后期集团公司将有资产注入计划, 维持谨慎推荐的投资评级。

中金黄金(600489): 中国黄金集团旗下唯一上市公司。2008 年上半年由于集团公司注入资产、鸡笼山公司和山东鑫泰公司黄金产量较上年同期增长使公司矿产金产量增加。公司上半年生产矿产金 5.51 吨, 比去年增加 3.33 吨。上半年公司生产矿山铜 6583 吨, 比去年同期增加 1536 吨(其中新收购企业增加铜产量 1247 吨)。近半年公司也展开了一系列的资产收购计划, 9 月 9 日公司公告控股子公司湖北三鑫金铜股份有限公司拟以挂牌价受让中国黄金集团公司出让的西藏中金矿业 100%的股权、四川平武中金矿业 90%的股权、四川通用投资 85%的股权以及安徽太平矿业 70%的股权等。另外从每股含金量的角度, 在几家黄金上市类企业中目前中金黄金的每股含金量为最高。在判断 2009 年黄金价格平均低于 2008 年的前提下, 预计公司 2008、2009 两年每股收益为 1.35 元、1.1 元, 考虑到公司目前每股含金量较高, 维持谨慎推荐的投资评级。

宝钛股份(600456): 公司作为国内钛材的领导企业, 是国内唯一一家能够对国外大型飞机制造企业如波音公司等提供钛材的企业。在全球经济衰退的背景下, 钛材虽然也受到影响到企业的钛材出口, 业绩有所下降。预计公司 2008、2009 两年每股收益为 0.91 元、0.86 元。我们认为在此轮经济危机渡过之后, 钛行业的复苏会早于其它有色金属行业, 且公司目前的市净率在有色行业中较低, 维持谨慎推荐的投资评级。



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19F

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

