

标题

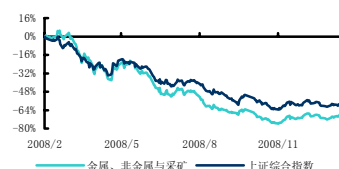
报告要点

- 09 年全球经济将继续经历金融危机的冲击，各国政府为了尽快挽救和刺激经济，不顾未来出现通胀的可能，大量超发货币，降低利率，这可能导致后期流动性出现泛滥，货币也有贬值的风险，而经济的下行期也使得过多的流动性无法寻找除了黄金之外更好的投资标的。上述几个因素可能使得未来金价出现一定的上涨。
- 国内金价也将因人民币预期后期不会对美元出现大幅升值而消除因汇率变动对国内金价的压制作用。
- 通过分析黄金价格在过去将近 40 年的价格走势，发现黄金价格在一般在 6 月份会出现一年中的最低点。而 1~5 月份金价很少出现大跌。
- 通过考察黄金价格与美国道琼斯指数与具有代表性的两支黄金股票Barrick和Newmont历史走势的对比，我们发现总体上，黄金股票走势主要还是跟随金价走，而与股票大盘走势并不十分紧密。
- 通过考察国际和国内黄金股票历史估值，国际黄金类企业历史最低 PE 在 17~20 倍，最高 PE 在 90 倍。国际黄金类企业历史最低 PB 在 1~1.5 倍，最高 PB 在 7 倍。A 股黄金类企业历史最低 PE 在 20 倍，最高 PE 在 90 倍。A 股黄金类企业历史最低 PB 在 1~1.5 倍，最高 PB 在 7 倍。
- 推荐山东黄金和中金黄金
 - (1) 山东黄金。储量目前165吨，大股东仍有160~170 吨黄金储量，我们预计后期公司在适当的时候，将继续收购大股东的黄金资产。预计公司08、09、2010 年产量将达到16.3吨、18 吨和21吨。我们预计080910年eps分别为1.88元、2.46元和3.32元。给予“推荐”评级。
 - (2) 中金黄金。储量目前 310 吨，大股东除了甘肃阳山矿目前集团控制了 162 吨（预计总储量 308 吨，远景储量 500 吨），预期注入公司的集团 13 家金矿预计资源量约为 223 吨，06 年产量在 6.44 吨。公司未来 3 年资源储量预计将持续增加，预计 08、09、10 年公司矿产金产量将分别达到 11.7 吨、16 吨和 20 吨。预计 080910 年 eps 为 1.31 元、1.78 元和 2.21 元，维持“推荐”评级。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600489	中金黄金	推荐
600547	山东黄金	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

相关研究

“让历史告诉未来”-有色金属 2009 年投资策略》2008-12-25

分析师：

葛军
027-65799505
gejun@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤
(8621) 63217917
yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

一、影响黄金价格的几个因素	4
(1) 美元汇率与黄金价格负相关	4
(2) 通货膨胀率与黄金价格正相关	4
(3) 避险保值需求对黄金价格影响很大	6
二、我们现在对于黄金的看法	7
三、金价与黄金股票	10
四、黄金类企业历史估值水平	11
五、重点行业上市公司	13
山东黄金	13
中金黄金	14
六、行业背景资料-黄金的全球资源储量及产量情况	17

图表目录

图 1: 黄金价格和美元走势近 10 年来保持 80%以上的负相关	4
图 2: 黄金价格与通货膨胀率走势比较一致	5
图 3: 黄金剔除通胀之后的真实价格	5
图 4: 各国黄金储备比例情况	6
图 5: 全球央行黄金储备情况（2008 年底）	6
图 6: 上世纪 60 - 80 年代各类资产收益对比	7
图 7: 美元、黄金和美国股市（1967-2007）	8
图 8: 滞涨的 70 年代	8
图 9: 人民币汇率与从金价推导出汇率走势非常一致	9
图 10: 黄金价格走势的季节性特点	9
图 11: 总体上两支黄金股票相对大盘走势，与金价走势更加紧密	10
图 12: 国际黄金类企业历史最低 PE 在 17-20 倍，最高 PE 在 90 倍	11
图 13: 国际黄金类企业历史最低 PB 在 1-1.5 倍，最高 PB 在 7 倍	11
图 14: A 股黄金类企业历史最低 PB 在 1-1.5 倍，最高 PB 在 7 倍	12
图 15: A 股黄金类企业历史最低 PB 在 1-1.5 倍，最高 PB 在 7 倍	12
图 16: 中金黄金成本情况	15
图 17: 集团拟注入资产情况	15
图 18: 公司黄金产量（左）及黄金资源储量情况	15
图 19: 中国和南非黄金历史产量对比	17
图 20: 黄金供给结构和主要矿产供给地区结构	18
图 21: 黄金消费结构和主要消费地区	18
表 1: 上世纪 65-75 年间各类资产收益波动情况对比	7
表 2: 山东黄金业绩敏感性分析	13
表 3: 山东黄金现有矿山基本情况	14
表 4: 中金黄金业绩敏感度分析	16
表 5: 国际黄金企业储量产量和成本情况	16
表 6: 国际矿业公司估值水平	16
表 7: 黄金的供给和需求	19

黄金天生是一种特殊的金属品种，其既有商品属性又有金融属性，比较来看，黄金的金融属性要更加突出。

黄金不同于其他基本工业金属，它不是用来消耗的，而是主要用来储备的。2007年全球地表黄金存量约3.39万吨，约为每年黄金产量的14倍。不管黄金怎样地被“非货币化”，但黄金依然是硬通货，是重要的金融资产和保值手段以及投资工具。金融属性对黄金价格来说影响更大。

从金融属性来看，黄金价格受美元走势、全球通胀率、避险保值需求因素影响较大。

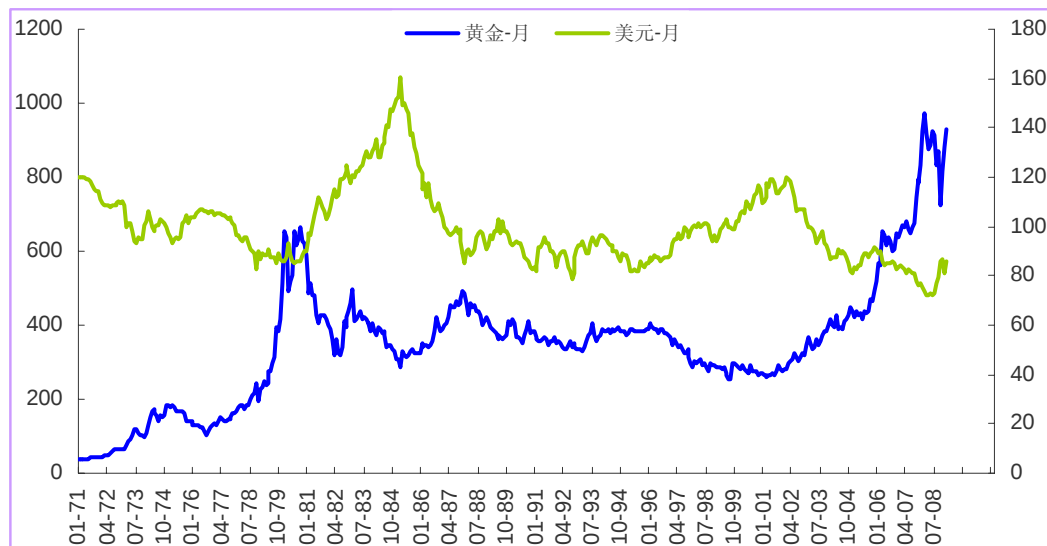
我们对黄金后期价格走势仍有积极的预期。

一、影响黄金价格的几个因素

（1）美元汇率与黄金价格负相关

美元走势对黄金价格较大的负相关影响，这主要表现在两个方面，一方面是美元的标价效应，另一方面是投资替代效应。以美元标价的黄金随着美元的贬值，价格相应上升。另一方面黄金可以作为美元资产的替代投资工具。从近30年的历史数据统计来看，美元与黄金保持的大概80%的负相关关系，因此美元走势对黄金价格的走势具有重要的影响。

图 1：黄金价格和美元走势近 10 年来保持 80%以上的负相关



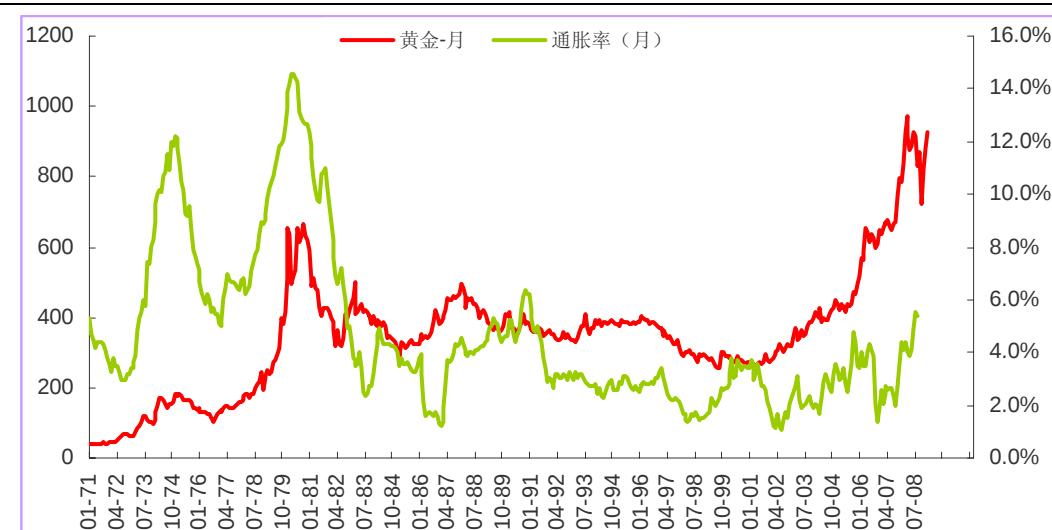
资料来源：彭博资讯，长江证券研究所

（2）通货膨胀率与黄金价格正相关

黄金作为典型的保值品，也受通货膨胀的影响。从历史走势来看，金价与通货膨胀率保持较高的正相关度。

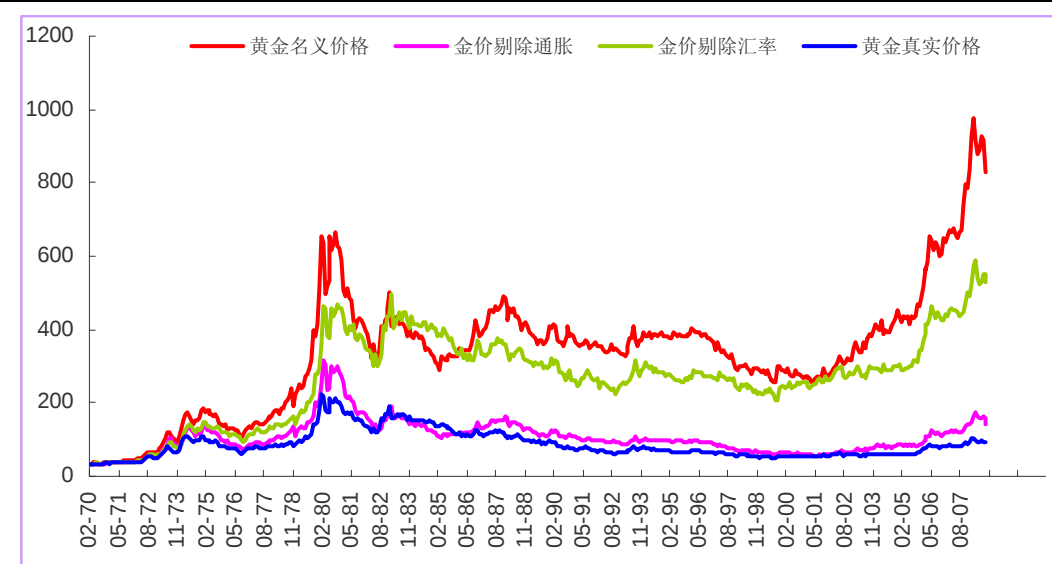
我们认为面临如此严重的金融危机，各个政府纷纷注入大量流动性来挽救经济。大量的流动性注入给未来全球进一步的通货膨胀埋下祸根。但在目前经济出现大幅下滑的情况下，两弊相较取其轻，使得政府对于未来可能出现滞胀的容忍度有所提高。因此虽然短期整个全球经济仍处于紧缩，但大量的流动性注入将使得未来全球可能出现大幅的通货膨胀。

图 2：黄金价格与通货膨胀率走势比较一致



资料来源：彭博资讯

图 3：黄金剔除通胀之后的真实价格



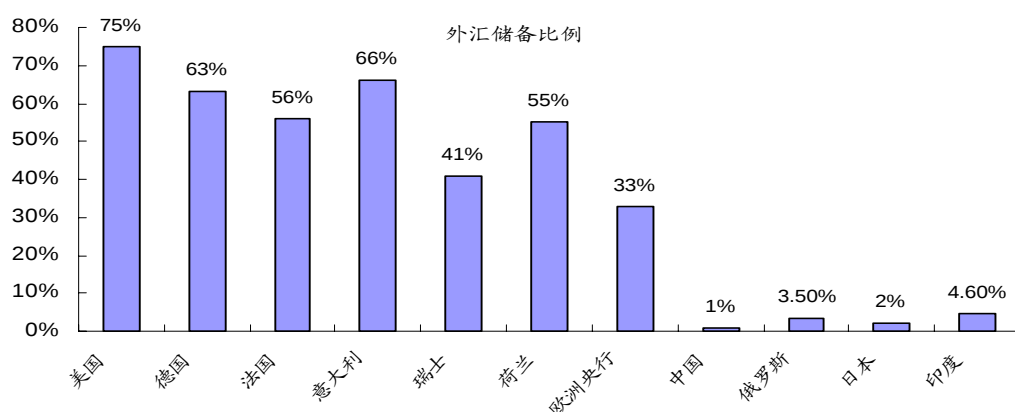
资料来源：彭博资讯

（3）避险保值需求对黄金价格影响很大

此外，避险和保值对黄金价格影响也很大。当国际局势处于动荡时，黄金的避险功能就显现出来。1980年的黄金价格暴涨其中一个重要原因是当时局势不稳，1979年11月发生了伊朗挟持美国人质事件，12月苏联入侵阿富汗，从而使得金价每日以30-50美元速度飙升。而目前大量货币超发所引起的货币贬值也将刺激黄金作为保值的避风港而受到追捧。

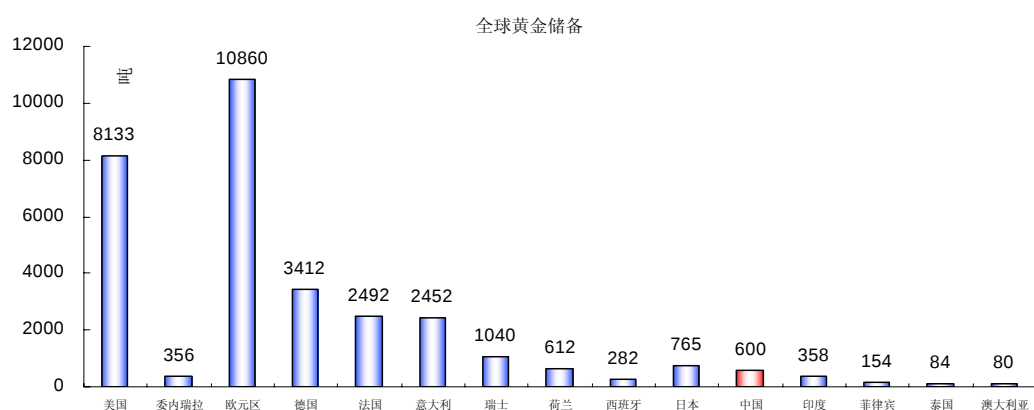
在目前经济衰退，全球经济格局、货币体系有点混乱的情况下，那些以美元为主要外汇储备的国家（尤其是亚洲国家向中、印、俄、日）有可能调整外汇储备结构，增加黄金储备比例。

图 4：各国黄金储备比例情况



资料来源：国际货币基金组织统计报告

图 5：全球央行黄金储备情况（2008 年底）



资料来源：彭博资讯，GFMS

二、我们现在对于黄金的看法

我们总体上认为黄金价格后期仍将有上涨的预期。这主要基于以下的思考：

虽然前面是单独的去分析每个因素对黄金的影响方向，但实际上黄金价格走势是几种因素共同作用的结果。在一般的情况下，黄金价格与美元负相关，但当投资避险保值需求起作用时，黄金价格有可能与美元不出现负相关现象。春节期间黄金价格的上涨就伴随着美元的没有反向下跌（09年春节的此轮金价上涨源于对英镑和欧元的信心危机）。未来我们看好黄金价格的一个重要原因就是投资避险需求因素有可能成为推动金价上涨的主要动力。

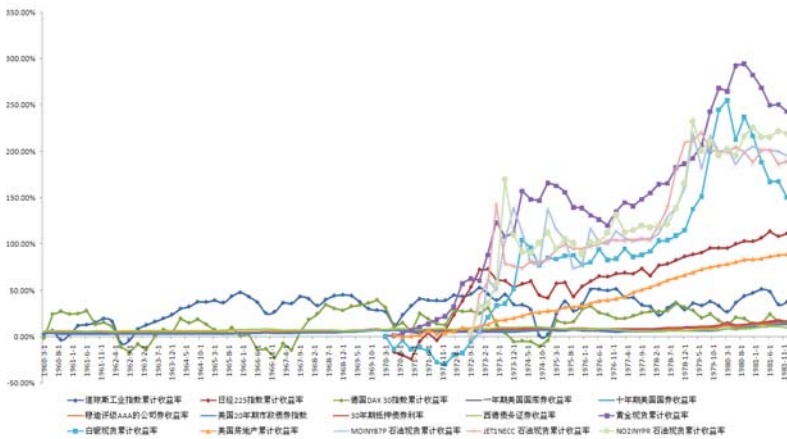
09年全球经济将继续经历金融危机的冲击，各国政府为了尽快挽救和刺激经济，不顾未来出现通胀的可能，大量超发货币，降低利率，这可能导致后期流动性出现泛滥，货币也有贬值的风险。而经济的下行期也使得过多的流动性无法寻找除了黄金之外更好的投资标的（见下表）。上述几个因素可能使得未来金价出现一定的上涨。

表 1：上世纪 65-75 年间各类资产收益波动情况对比：长波衰退期中贵金属的表现要优于股市和债市，但若经济出现见底回升，则这类投资品的收益率会下降。

标的资产指标	时间区间	月度波动率（%）	季度波动率（%）	年度波动率（%）
道琼斯工业指数	1965~1975	4.34	7.51	15.03
日经 225 指数	1970~1975	5.82	10.07	20.15
德国 DAX30 指数	1965~1975	5.08	8.79	17.58
1 年期美国国债	1965~1975	6.32	11.00	22.00
10 年期美国国债	1965~1975	3.15	5.46	10.92
穆迪 AAA 公司债	1965~1975	1.86	3.22	6.43
20 年美国市政债	1965~1975	3.66	6.33	12.67
30 年美国抵押债	1971~1975	1.73	3.00	6.00
西德债务证券	1965~1975	2.16	3.75	7.50
黄金现货	1970~1975	60.85	105.40	210.80
白银现货	1970~1975	46.39	80.35	160.70
NOIMY87P 石油	1972~1975	39.57	68.54	137.08
JET1NECC 石油	1973~1975	31.09	53.85	107.70
NO2INYP 石油	1972~1975	37.08	64.23	128.46
美国房地产市场	1970~1975	1.09	1.88	3.77

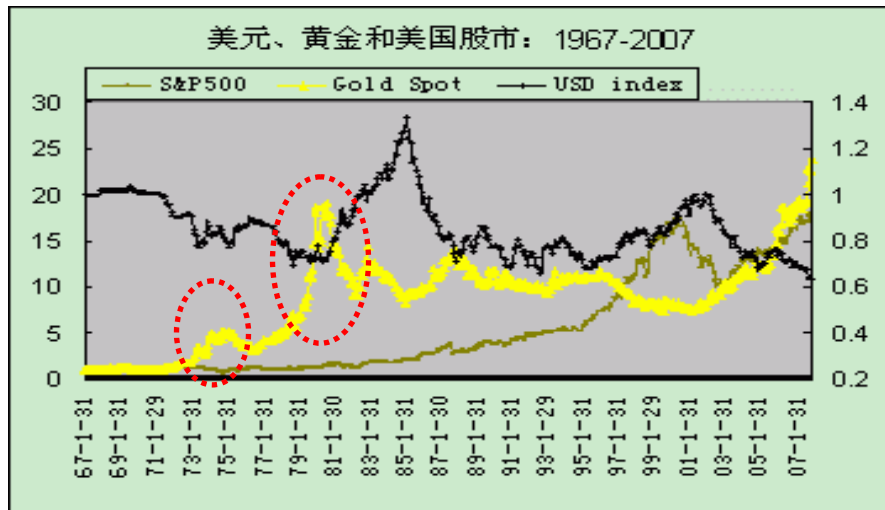
资料来源：彭博资讯，长江证券研究部

图 6：上世纪 60-80 年代各类资产收益对比：长波衰退期中贵金属的表现要优于股市和债市，但若经济出现见底回升，则这类投资品的收益率会下降。



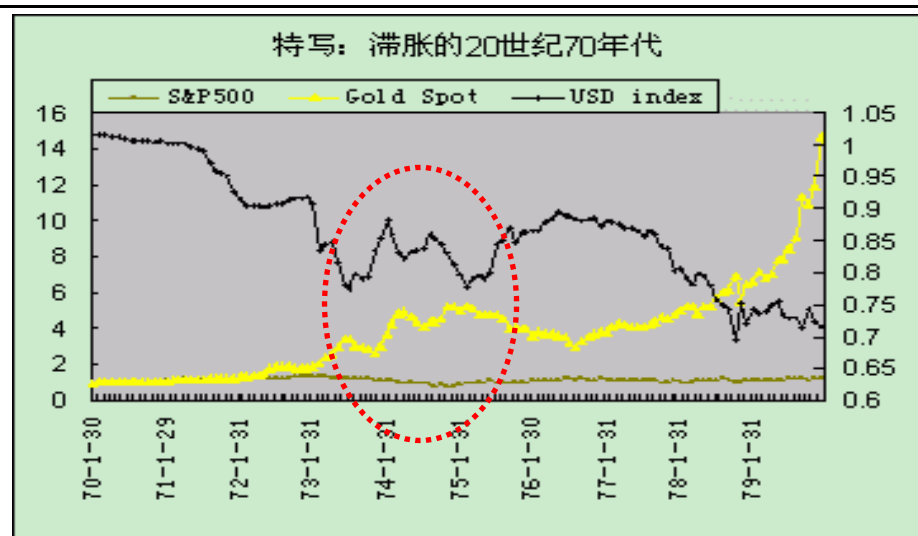
资料来源：彭博资讯，长江证券研究部

图 7：美元、黄金和美国股市（1967-2007）：在 73-81 年的两次危机中，黄金都有表现



资料来源：长江证券研究部

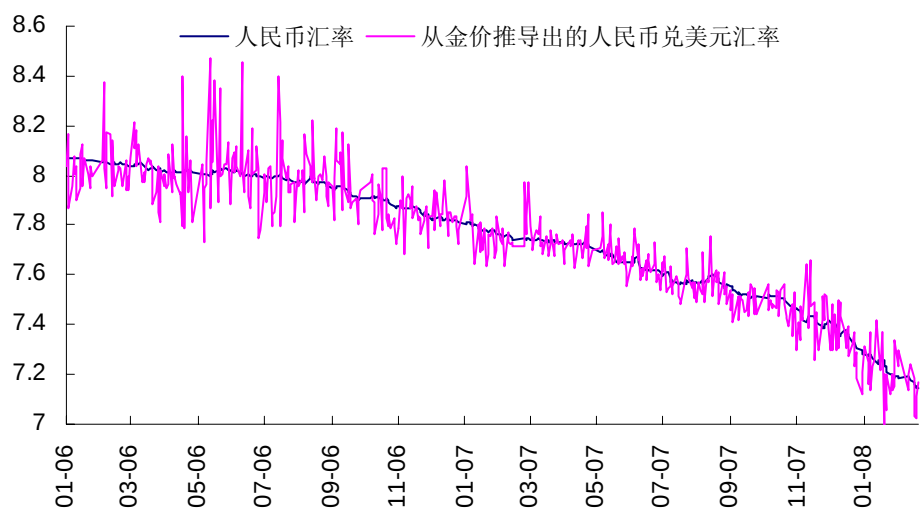
图 8：滞胀的 70 年代



资料来源：长江证券研究部

此外，国内金价也将因人民币预期后期不会对美元出现大幅升值而消除因汇率变动对国内金价的压制作用。通过我们的研究发现，国内金价除了反映国际金价走势，还受汇率变动的影响。人民币兑美元的升值幅度与国际和国内金价相差幅度完全相符，未来我们预期人民币对美元将不太可能出现大幅升值将打消汇率变动对国内金价上涨的压制顾虑。

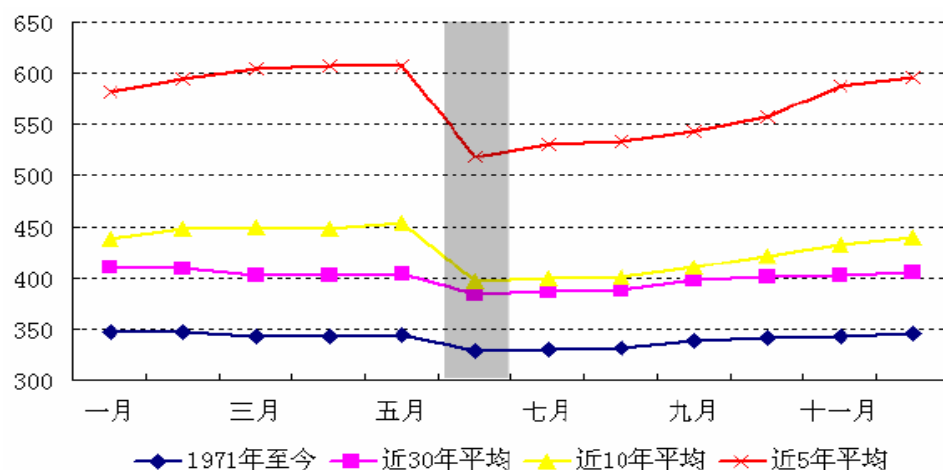
图 9：人民币汇率与从金价推导出汇率走势非常一致说明人民币预期对美元的停止升值将使国内金价上涨的压制顾虑消除



资料来源：彭博资讯 长江证券研究部

此外，我们分析了黄金价格在过去将近 40 年的价格走势，发现黄金价格在一般在 6 月份会出现一年中的最低点。而 1~5 月份金价很少出现大跌。

图 10：黄金价格走势的季节性特点 在 1~5 月份黄金价格很少下跌，一般 6 月份是低点



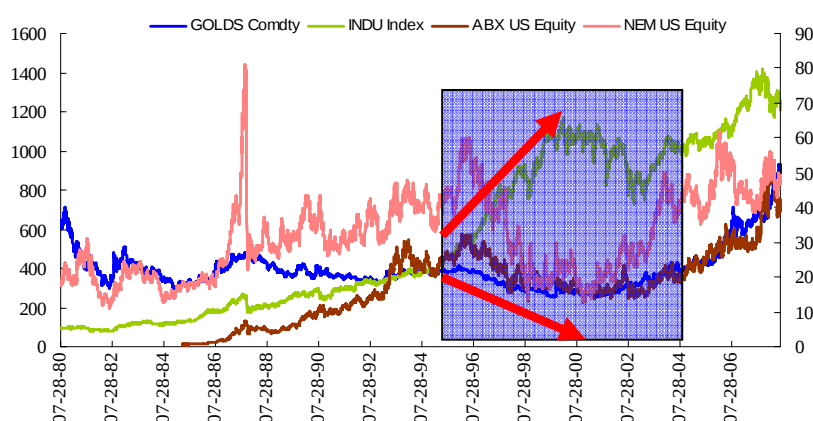
资料来源：彭博资讯 长江证券研究部

三、金价与黄金股票

如果我们对黄金的上涨预期有可能实现的话，在经济衰退期，我们还需考察“黄金股票的走势到底是跟随股票大盘走势紧密还是与金价走势紧密”？

我们考察了黄金价格与美国道琼斯指数与具有代表性的两支黄金股票Barrick和Newmont的走势对比。在黄金价格与道琼斯指数走势出现方向性差别的时候，我们发现总体上，两支黄金股票走势主要还是跟随金价走，而脱离大盘走势。

图 11：总体上两支黄金股票相对大盘走势，与金价走势更加紧密



资料来源：彭博资讯 长江证券研究部

四、黄金类企业历史估值水平

巴里克（Barrick）1990 年 3 月——2008 年 10 月的月度 PE 和 PB 数据显示，这一时期其平均最高 PE 和 PB 分别为 100~200、4~8；平均最低 PE 在 17~20，PB 为 1.2~1.5。

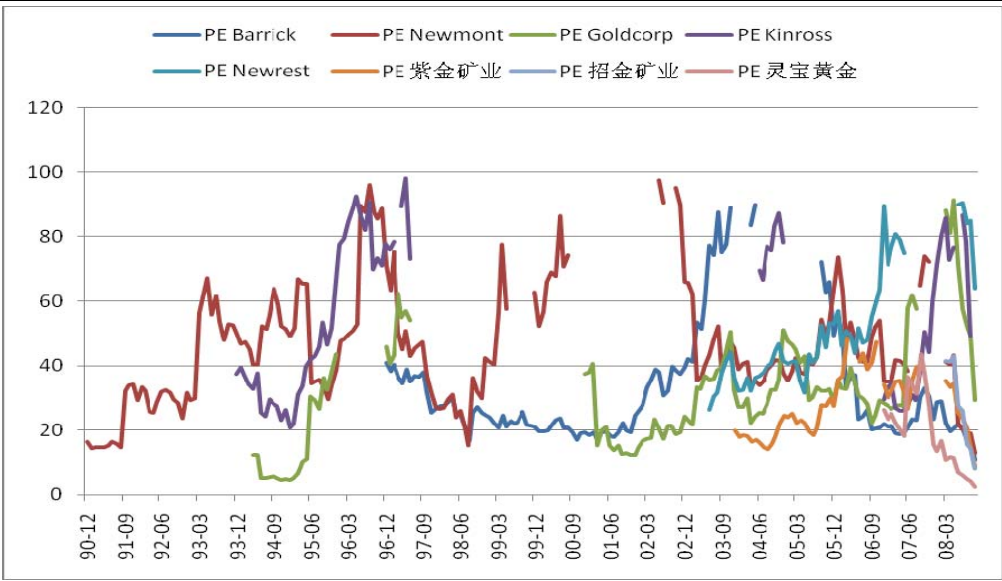
纽蒙特(Newmont)1990 年 9 月——2008 年 10 月的月度 PE 和 PB 数据显示，这一时期其平均最高 PE 和 PB 分别为 50~200、5~6；平均最低 PE 在 14~18，PB 为 1.3~1.5。

Goldcorp 1994 年 4 月——2008 年 10 月的月度 PE 和 PB 数据显示，这一时期其平均最高 PE 和 PB 分别为 100~200、5~7；平均最低 PE 在 4~5，PB 为 0.8~1.2。

Kinross 1993 年 6 月——2008 年 10 月的月度 PE 和 PB 数据显示，这一时期其平均最高 PE 和 PB 分别为 100 以上、4~4.5；平均最低 PE 在 20~25，PB 为 0.5~1.2。

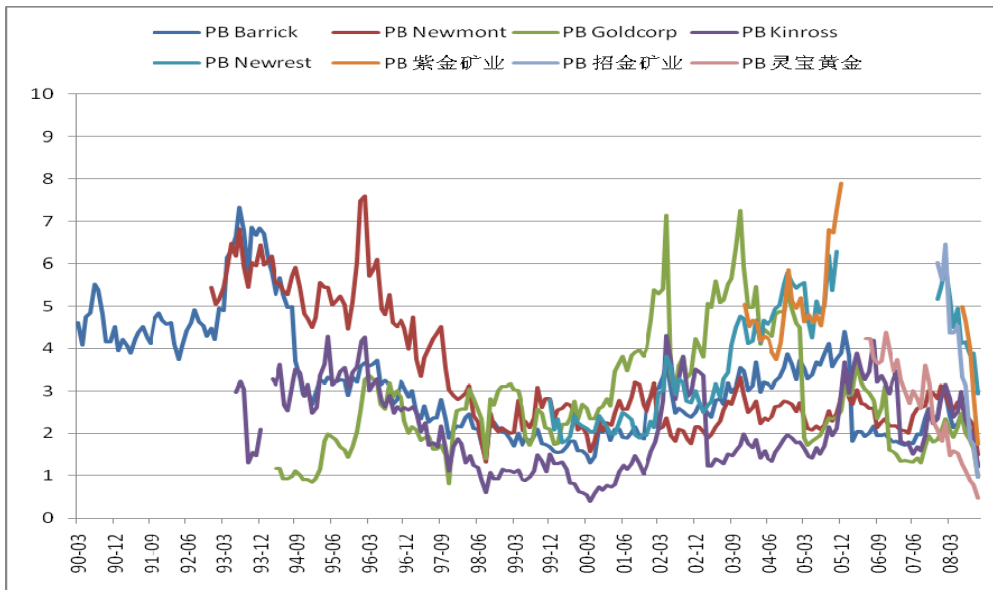
Newrest1999 年 12 月——2008 年 10 月的月度 PE 和 PB 数据显示，这一时期其平均最高 PE 和 PB 分别为 100 以上、5.5~6.0；最低 PE 在 25 以下，PB 为 1.7 左右。

综上所述，黄金类企业历史最低 PE 在 15~20 之间，历史最低 PB 在 0.8~1.5 之间。
图 12：国际黄金类企业历史最低 PE 在 17~20 倍，最高 PE 在 90 倍



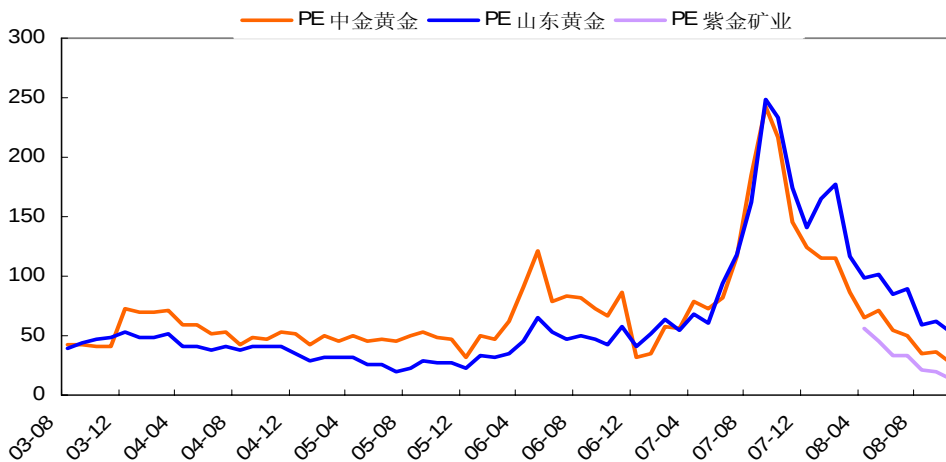
资料来源：彭博资讯，注：pe、pb 值引用彭博的预测

图 13：国际黄金类企业历史最低 PB 在 1~1.5 倍，最高 PB 在 7 倍



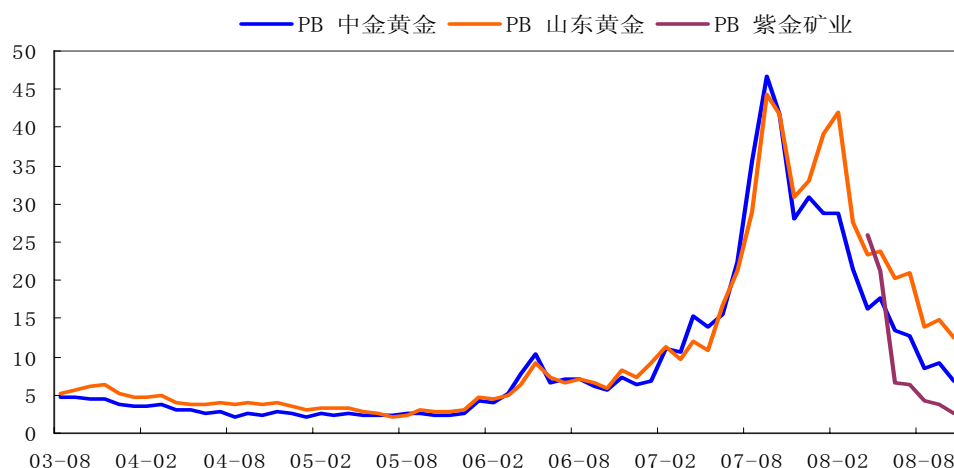
资料来源：彭博资讯，注：pe、pb 值引用彭博的预测

图 14: A 股黄金类企业历史最低 PE 在 20 倍，最高 PB 在 90 倍



资料来源：彭博资讯，注：pe、pb 值引用彭博的预测

图 15: A 股黄金类企业历史最低 PB 在 1~1.5 倍，最高 PB 在 7 倍



资料来源：彭博资讯，注：pe、pb 值引用彭博的预测

五、重点行业上市公司

山东黄金

- 公司 08 年完成定向增发之后，资源储量和产量都有大幅提升。储量从 80 吨提高到 168 吨，自产金量从 5.5 提高到 16 吨。
- 公司未来仍有储量增加的预期。公司目前的储量 165 吨，大股东山东黄金集团仍有 160~170 吨黄金储量，我们预计后期公司在适当的时候，将继续收购大股东的黄金资产。此外，前期山东又发现 103 吨金矿，在焦家金矿成矿带深部，因为一个矿区一般的只有一个采矿证，因此我们预计公司收购此矿优势还是非常明显。我们在不考虑继续资产收购的情况下，预计公司 08、09、2010 年产量将达到 16.3 吨、18 吨和 21 吨。
- 正如前面所述，我们对黄金后期走势后期仍有积极的预期。
- 基于对金价的上涨预期以及公司储量和产量仍维持扩张趋势，因此我们仍然看好后期股票价格的走势。我们预计公司 080910 年 eps 分别为 1.88 元、2.46 元和 3.32 元。给予“推荐”评级。

表 2：山东黄金业绩敏感性分析

		金价						
		170	180	190	200	210	220	230
自产黄金产量	16.00	1.52	1.85	2.19	2.53	2.87	3.20	3.54
	16.30	1.55	1.89	2.23	2.58	2.92	3.26	3.61
	17.00	1.61	1.97	2.33	2.69	3.04	3.40	3.76
	18.00	1.71	2.09	2.46	2.84	3.22	3.60	3.98
	19.00	1.80	2.20	2.60	3.00	3.40	3.80	4.20
	20.00	1.90	2.32	2.74	3.16	3.58	4.00	4.42

	21.00	1.99	2.43	2.88	3.32	3.76	4.20	4.65
--	-------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源：长江证券研究所

表 3：山东黄金现有矿山基本情况

金矿	金金属量 (t)	矿石品位(g/t)	黄金年产量(t)	权益比例%	所在位置
新城金矿	42	4.3	2.25	100	山东莱州
焦家金矿	28	3.45	1.75	100	山东莱州
金洲金矿	12	5.02	1.45	51	山东乳山
金仓金矿	58	4.1	3.52	100	山东莱州
三山岛金矿	11.5	3.22	1.17	100	山东莱州
玲珑金矿	6.9	7.17	1.51	100	山东招远
沂南金矿	0.6	2	0.54	100	山东临沂
鑫汇金矿	8.1	4.53	0.97	100	山东青岛
总计	167.1		13.16		

资料来源：长江证券研究所

中金黄金

- 我们认为公司未来两年随着陕西太白、河南金源、凤山天成等在建项目的逐步达产，在不考虑未来资产注入的情况下，公司矿产金产量未来2年仍将持续增长。

(1) 陕西太白3000吨/日选厂改扩建工程，设计规模为3000吨/日，项目总投资5700万元，建设期半年。预计08年底将投产。此扩建项目前4年将主要采用原堆积的低品味尾矿，（400万吨，3000吨扩产每年大概处理100万吨尾矿。）4年之后将采用周边新发现的新原矿。该项目投产约年新增黄金产量300~400公斤。

(2) 河南金源3000吨改扩建项目总投资为3.1亿元，达产后将年生产黄金1.686吨（增加0.634吨），项目预计09年中期完成。

(3) 凤山天成金牙金矿1000吨采选项目，项目总投资9277万元，投产后预计年增金产量1.226吨，预计09年上半年投产。

(4) 河北峪耳崖金矿低品位堆浸项目。项目总投资13,960万元，投产后年增加黄金0.424吨，该项目2009年初投产。

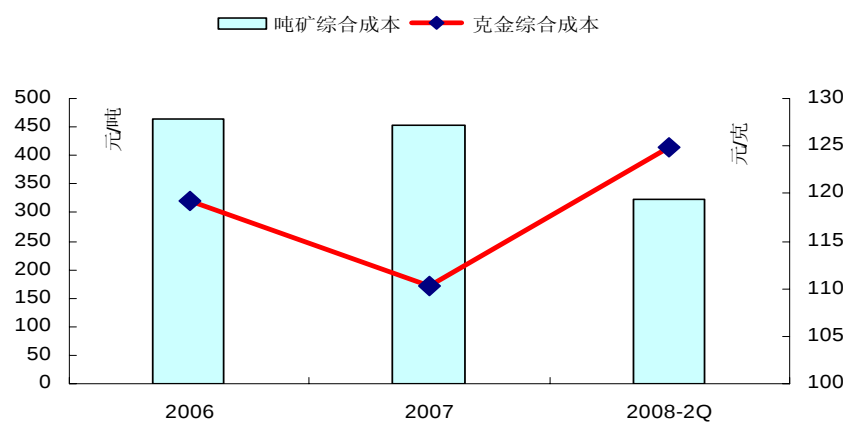
(5) 苏尼特金曦3000吨采选项目设计产能3吨，预计09年10月投产。

考虑到五龙矿业公司停产一段时间的影响，我们预计08、09、10年公司矿产金产量将分别达到11.7吨、16吨和20吨。

- 在储量方面，公司一方面加大自有矿山的探矿力度，增加储量，一方面也将继续对外扩张，收购资源，包括集团的矿山。按照之前公司的公告，大股东后期仍有一部分矿山将在适当时候注入公司。除了甘肃阳山矿目前集团控制了162吨（预计总储量308吨，远景储量500吨），预期注入公司的集团13家金矿预计资源量约为223吨，06年产量在6.44吨。因此，我们认为，公司未来3年资源储量将持续增加。

- 正如前面所述，我们对黄金后期走势后期仍有积极的预期。
- 基于上述几个原因，我们看好公司未来的发展趋势。我们预计公司08、09、10年的eps为1.31元、1.78元和2.21元，维持“推荐”评级。

图 16：中金黄金成本情况



资料来源：公司资料

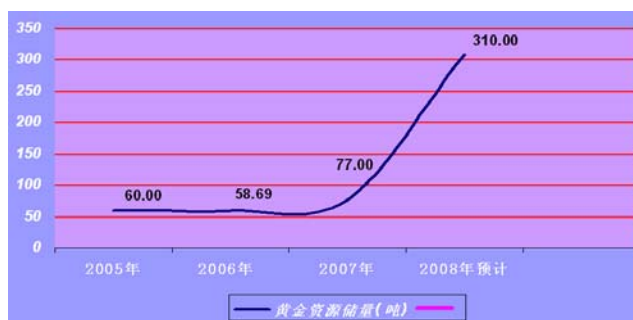
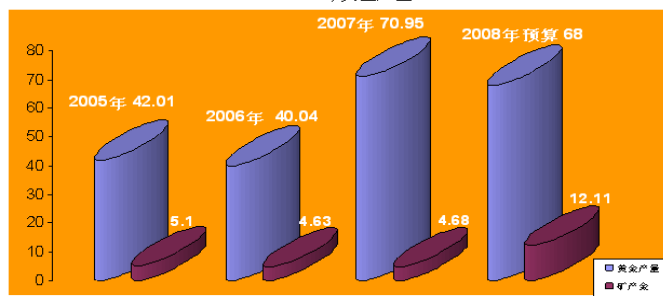
图 17：集团拟注入资产情况



资料来源：公司资料

图 18：公司黄金产量（左）及黄金资源储量情况

2005-2008年黄金产量



资料来源：公司资料

表 4：中金黄金业绩敏感度分析

	170	180	190	200	210	220	230
12.00	0.83	1.08	1.33	1.58	1.83	2.08	2.33
14.00	0.97	1.26	1.55	1.84	2.14	2.43	2.72
16.00	1.10	1.44	1.77	2.11	2.44	2.77	3.11
18.00	1.24	1.62	1.99	2.37	2.75	3.12	3.50
20.00	1.38	1.80	2.21	2.63	3.05	3.47	3.89
22.00	1.52	1.98	2.44	2.90	3.36	3.81	4.27

资料来源：长江证券研究所

表 5：国际黄金企业储量产量和成本情况

	储量(吨)	产量	成本
Barrick	2566 (07 年底数据)	251	77 元/克 (现金成本)
Newmont	2691 (07 年底数据)	192	87 元/克(直接开采和加工成本)
中金黄金	310 (08 年中期)	12.1 (08E)	---
山东黄金	165 (08 年中期)	16.5 (08E)	---
紫金矿业	663.25 (08 年中期)	24.8 (08E)	---
招金矿业	150 (07 年底数据)	10.4 (08E)	---

资料来源：barrick、newmont，长江证券研究部

表 6：国际矿业公司估值水平

国际矿业公司-公司名称		PE		PB		EV/EBITDA	
		08	09	08	09	08	09-
黄金		32.27	28.72	2.24	2.04	14.47	12.53
巴里克 Barrick	37.08	20.08	20.77	1.98	1.81	10.82	10.45
纽蒙特 Newmont	39.99	19.99	20.72	2.21	1.98	10.24	9.25
Goldcorp	29.55	48.84	54.12	1.53	1.50	19.01	20.03
Kinross	21.49	42.61	25.91	2.07	1.97	18.42	12.34
Newrest	30.22	29.86	22.09	3.42	2.93	13.87	10.60

资料来源：彭博资讯

六、行业背景资料-黄金的全球资源储量及产量情况

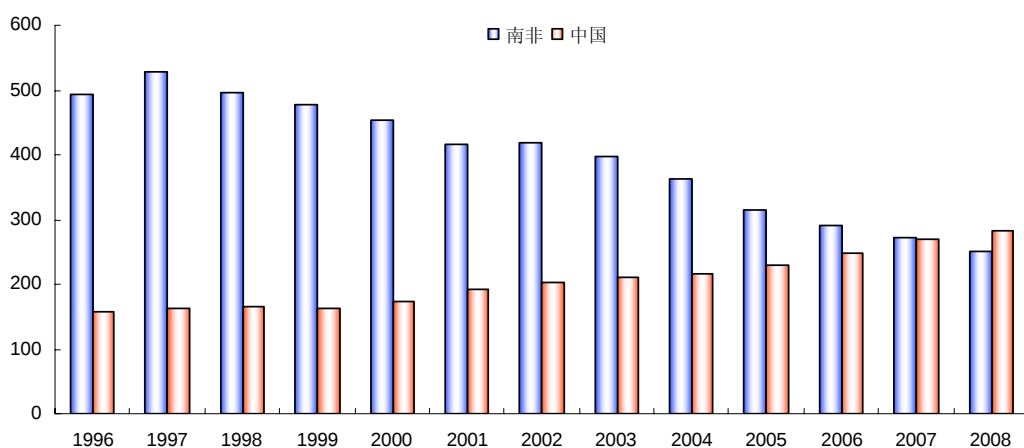
2006 年世界已开采出的黄金大约有 15 万吨，每年大约以 2% 的速度增加。世界现查明的黄金资源量为 8.9 万吨，储量基础为 7.7 万吨，储量为 4.8 万吨。黄金储量和储量基础的静态保证年限分别为 19 年和 39 年。

南非占世界查明黄金资源量和储量基础的 50%，占世界储量的 38%；美国占世界查明资源量的 12%，占世界储量基础的 8%，世界储量的 12%。除南非和美国外，主要的黄金资源国是俄罗斯、乌兹别克斯坦、澳大利亚、加拿大等。据统计，中国黄金资源量在 1.5 万吨至 2 万吨左右，探明储量排名世界第七。目前中国黄金保有储量达 4634 吨，其中，岩金 2786 吨，沙金 593 吨，伴生金 1255 吨。中国黄金资源特点并不十分适宜开采，主要表现为岩金为主，伴生金比重大；难选冶金矿比重大；小型矿床多，大型、超大型矿床少；开采技术复杂，可供露天开采矿床少。

中国除重庆外，各省、直辖市、自治区均有探明的资源。东部是至今探明金矿资源/储量相对集中的地区。其中，岩金保有储量最高的是山东。2006 年中国在滇黔桂、陕甘川等地区探明黄金储量超过 650 吨，2007 年至今，又陆续发现包括冈底斯雄村铜金矿、青海大场金矿、甘肃甘南地区阳山金矿、山东省莱州市寺庄金矿、海南抱仑金矿等 5 座大型、特大型金矿。

目前全球最大的黄金生产国是中国。随着南非黄金产量的逐年下降，中国黄金产量已经连续 2 年超过南非成为全球最大的产金国，2008 年中国黄金产量达到 282 吨，同比增长 4.26%，而南非这个产金王国的黄金年产量却自 2002 年的 400 吨一路下降，2007 年的黄金产量达到 272 吨，下降比例达 8%。08 年受电力供应影响，南非黄金产量将继续下降。

图 19：中国和南非黄金历史产量对比

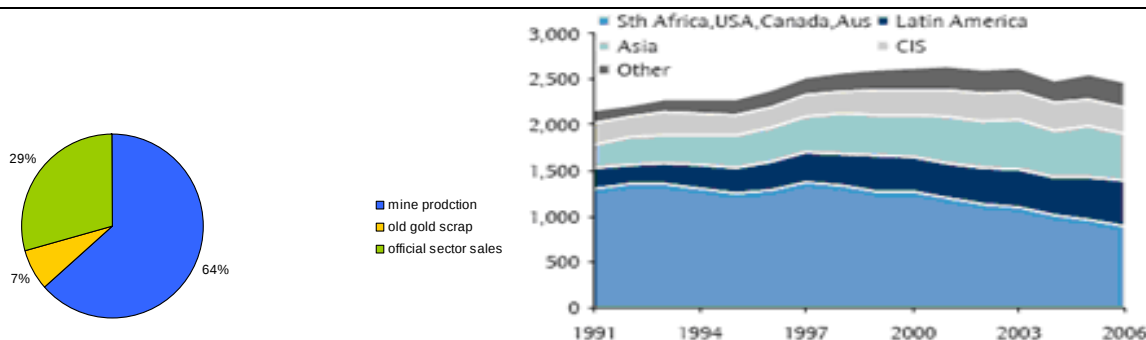


资料来源：长江证券研究所

注：南非 08 年产量为预测值

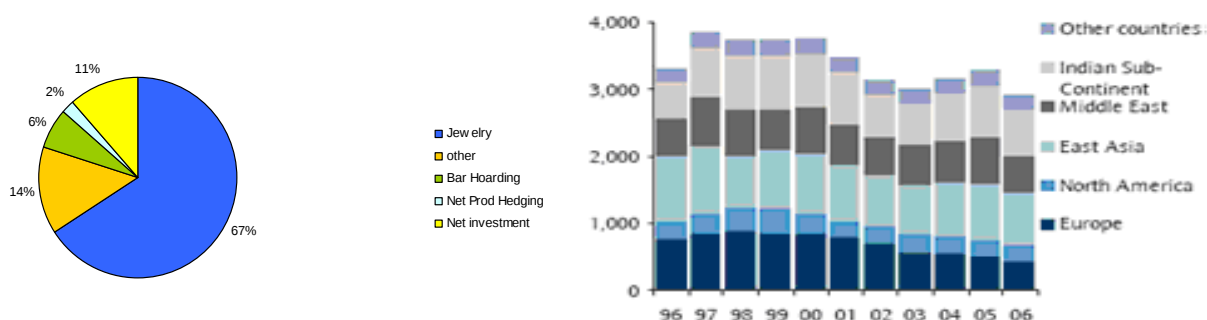
黄金供给方面主要来自三个方面，其中最主要的是来自矿产金，大概占到整个黄金供给的64%，其次是再生金，约占28%，其次为官方售金，约占黄金供应量的8%。黄金的消费领域主要用于黄金首饰，约占73%的比例。具体见下图：

图 20: 黄金供给结构和主要矿产供给地区结构



资料来源：GFMS

图 21: 黄金消费结构和主要消费地区



资料来源：GFMS

表 7：黄金的供给和需求

GFMS	2005	2006	2007	2008
World Supply				
mine production	2548	2486	2473	2385
Off sector sale	663	370	485	279
Old Gold Scrap	897	1126	977	1108
disinvestmeng	300	300	300	300
total Supply	4108	3982	3935	3772
World Demand				
Jewelry	2708	2284	2401	2139
other	579	648	671	685
Tot. Fabrication	2997	3168	3287	2932
Bar Hoarding	264	235	236	383
Net Prod Hedging	92	410	447	346
Net investment	465	404	180	219
Total Demand	4108	3981	3935	3772

资料来源：彭博资讯

分析师介绍

葛军，武汉大学毕业，长江证券有色金属行业研究员

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。