

有色金属

供求缓解，流动性独木难支

——2009年下半年有色金属行业投资策略

研究结论

- 在各国政府积极财政和宽松货币政策作用下，全球经济正逐渐走出低谷。世界主要经济体美国制造业 PMI 虽然未恢复至 50 以上，但自 2 月触底后，正处于加速回升。房地产市场价格也见底回升。中国在 4 万亿政府投资刺激下，经济率先走出低谷，制造业 PMI 回升至 50 以上，固定资产投资大幅增加，带动了对包括有色金属在内的大宗商品的需求。
- 宽松的货币政策以及对经济复苏的预期，使得金融市场风险厌恶情绪大幅降低，在大量的基础货币供应背景下，增添了投资者对未来通胀的预期。流动性的改善进一步推动大宗商品价格的上涨。
- 从全球最大的有色金属生产和消费国——中国看，在经历了去年 4 季度“去库存化”和今年 1 季度的补库行为后，大部分有色金属的供求由 1 季度的供应偏紧转向供求平衡。金属价格的进一步走高有待真实需求来消化当前过剩的产能。
- 相对于铜、锌的 1 季度供求偏紧，2 季度供求改善，铝行业则表现为 1 季度供过于求，2 季度消费逐渐改善，由此铝价正成为逐渐走出谷底。
- 黄金依然将和工业金属呈现出我们在年初在市场中首次提出“跷跷板”效应。黄金价格和工业金属价格同样受益于美元贬值和流动性泛滥的影响，但工业金属还将受制于经济复苏的进程，从而使未来工业金属价格面临较大的波动性。因此，我们认为在未来一个阶段，黄金仍将跑赢工业金属。
- 估值看，当前有色金属行业估值水平已进入历史高位区间；相对于大盘估值水平看，PB 比值也接近历史高位期。
- 结论：未来金属价格要维持高位并继续上涨有待经济的进一步复苏带来的对有色金属需求的大幅增加。同样当前股价也反映了这种乐观的预期，市场将等待新的数据来验证并延展这种预期。流动性是一个放大器，充裕的流动性在经济向好的预期下将推动金属价格大幅上涨，否则将加大价格的波动性。未来中国需求的边际效应将递减，来自西方尤其是美国经济的复苏将对金属价格起决定作用。因此，我们对整个行业持谨慎的态度，认为难以跑赢大盘指数。行业内相对看好黄金、铝子行业。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施卫平

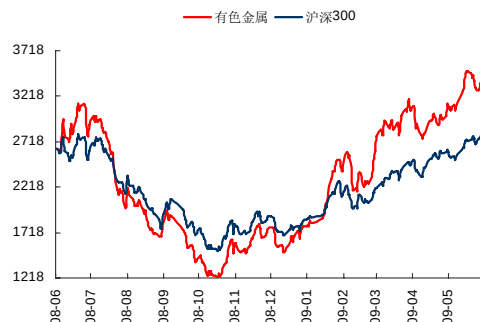
有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

shiwp@orientsec.com.cn

行业评级	看好 中性 看淡 (调低)
国家/地区	中国/A 股
行业	金属
报告日期	2009 年 6 月 20 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	7.73	19.97	26.16
相对表现 (%)	-1.77	-9.45	18.07

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	08EPS	09EPS(E)	10EPS(E)	股价	评级
宝钢稀土	0.21	0.10	0.20	18.66	增持
江西铜业	0.76	0.40	0.45	30.56	增持
金钼股份	1.12	0.31	0.45	14.38	增持
山东黄金	1.81	1.24	1.77	46.83	增持

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《探寻周期性底部-09 策略》	2009 年 1 月 12 日
《中国需求将支持铜价》	2008 年 8 月 11 日
《披云雾，睹青天》	2008 年 6 月 20 日
《东山再起-通胀下的资产选择》	2008 年 3 月 16 日
《追求确定性下的投资》	2007 年 12 月 9 日
《资源为王》	2007 年 9 月 27 日
《淡化价格影响，注重内生增长》	2007 年 5 月 29 日
《如何看待近期铜价的走势》	2007 年 4 月 27 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

投资要点:	4
一、经济见底，缓慢复苏	5
全球经济见底	5
中国一枝独秀	7
风险偏好升温	9
二、供求缓解	11
价格高位振荡	11
供应大幅增加	12
铜	12
锌	16
铝	18
黄金	19
三、估值面临挑战	20
四、结论	21
分析师承诺	3
投资评级说明	3

图表目录

图 1: OECD 综合领先指数 (CLIs) 表现	5
图 2: 美国制造业采购经理人指数	6
图 3: 美国房地产新屋开工及营建支出	7
图 4: 中国制造业采购经理人指数 PMI	8
图 5: 中国有色金属行业固定资产投资 (2004-2007 年)	8
图 6: 中国投资状况	9
图 7: 美国联邦基金利率	10
图 8: 金融市场风险偏好变化	10
图 9: LME 金属价格及库存水平	11
图 10: 中国铜月度产量 (2006-2009)	12
图 11: 中国铜月度进口量 (2006-2009)	13
图 12: 中国废铜月度进口 (2007-2009)	13
图 13: 中国铜材产量 (2006-2009)	13
图 14: 中国电力电缆月度产量 (2006-2009)	14
图 15: 中国变压器月度产量 (2006-2009)	14
图 16: 中国通讯电缆月度产量 (2006-2009)	14
图 17: LME 铜升贴水	15
图 18: 中国铜期限结构	15
图 19: 中国锌月度产量 (2006-2009)	16
图 20: 中国锌精矿月度产量	17
图 21: 中国锌精矿月度进口	17
图 22: 中国镀锌板月度产量	17
图 23: 中国铝材月度产量	18
图 24: 中国电解铝月度产量	18
图 25: 中国氧化铝月度产量	19
图 26: 中国氧化铝月度进口	19
图 27: 中国有色金属行业估值状况	20
图 28: 有色金属行业相对 A 股估值水平	20
表 1: 全球各主要经济体 CLI 表现	6
表 2: 流动性与供求关系对商品价格的影响	10
附表: 财务报表预测与比率分析	2
附表: 财务报表预测与比率分析	2
附表: 财务报表预测与比率分析	2

投资要点：

在经历了痛苦的“去库存化”以及价格大幅下跌导致生产商大规模减产后，全球各主要经济体纷纷推出积极地财政刺激计划以及加大基础货币投放量，由此引发有色金属价格在 2009 年上半年出现大幅反弹。以此为催化剂，国内有色金属行业指数出现 140% 的涨幅。

与市场普遍看法——认为流动性、美元贬值是有色金属价格上涨的主要原因不同，在我们的上期策略《探寻周期性底部》中，我们认为 1 季度有色金属价格的上涨是有着基本面支撑的。2008 年 4 季度价格的大幅下跌，导致有色金属矿产商大面积减产，如锌曾出现 50% 以上矿产商亏损，过多的减产在下游“补库”及对经济复苏预期下，导致市场出现短期的供不应求。市场风险厌恶情绪的放缓导致流动性逐渐释放，从而推动金属价格在 1 季度出现大幅上涨。

延续以上逻辑，我们认为，随着有色金属价格的大幅上涨，前期关闭的产能再度释放，从而使市场由前期的供求紧张进入到供求缓解，甚至供过于求的局面。此时流动性对工业金属价格的推升将处于独木难支的局面。有色金属价格未来能否继续再上台阶有赖于经济复苏的进程。工业金属价格的上涨面临较大的波动性。相应地黄金价格对通胀预期更敏感，再经济复苏之路尚不平坦之际，其与工业金属“跷跷板”效应（2 月 23 日销售邮件）依然存在，我们认为黄金将是此时较好的防御品种。

从行业估值看，无论是纵向的行业历史 PB，还是横向的相对 A 股市场估值 PB 看，目前的估值水平平均接近历史第二高位，再缺乏资源大规模扩张以及金属价格大幅上涨的催化剂背景下，我们认为难以继续大幅超越市场平均收益。因此我们调低行业评级至中性。

一、经济见底，缓慢复苏

在经历了 2008 年 10 月以来的大幅衰退，全球各主要经济体在 2009 年 2 季度开始逐步见底回升。其中中国表现尤为抢眼。从近期公布的经济数据看，与有色金属消费密切相关的制造业和房地产行业正逐渐复苏。

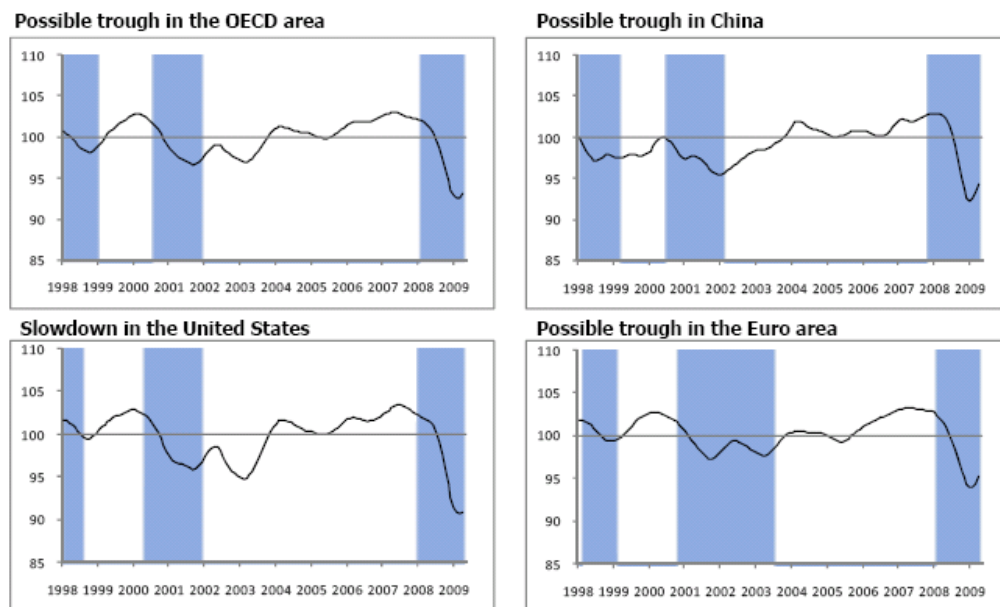
全球经济见底

在经历了痛苦的“去库存化”后，延后的消费在 2009 年 1 季度逐渐释放。同时，在各主要经济体强力经济刺激计划下，全球经济在 2 季度出现见底回升的迹象。

全球主要经济体 OECD 综合领先指数（CLIs）于 2009 年 2 月见底反弹，其中经合组织地区、中国、欧元区显示可能已形成经济周期低谷，全球最主要经济体美国仍处于衰退中，但以上地区的复苏依然很难认定这种反弹的牢固和稳定性。最新公布的 4 月 CLIs 指数在上月上升 0.1 点后，继续提高 0.5 点，至 93.2，但依然低于去年同期 8.3 点。欧元区和中国 4 月 CLIs 分别提升 0.8 和 0.9 点，都是连续 2 个月出现上涨。美国 CLIs 在 4 月才出现向上拐点（图 1）。（图中阴影部分过去观测到的该指标所揭示经济转折和实际经济周期状况。）

从全球主要经济体美国与有色金属行业相关宏观经济数据看，PMI 在 5 月份大幅改善，尽管没有达到表明制造业扩张的 50，但较去年底的 32.9 已大幅回升至 42.8（图 2）。房地产市场的复苏相对制造业则充满较大波动。新屋开工数在 4 月创出新低后，5 月则表现大幅改善；营建支出虽然连续 2 个月出现回升，但幅度有限（图 3）。

图 1：OECD 综合领先指数（CLIs）表现



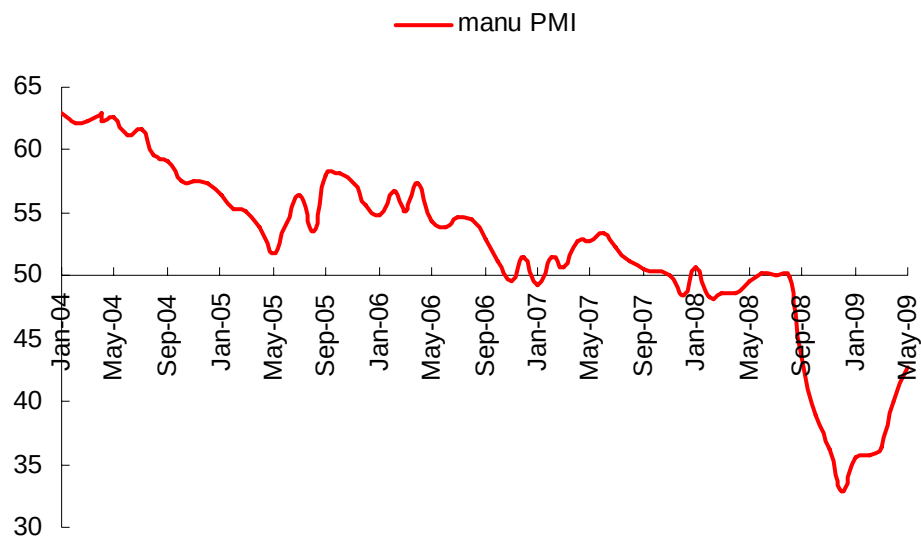
资料来源：OECD，东方证券研究所

表 1：全球各主要经济体 CLI 表现

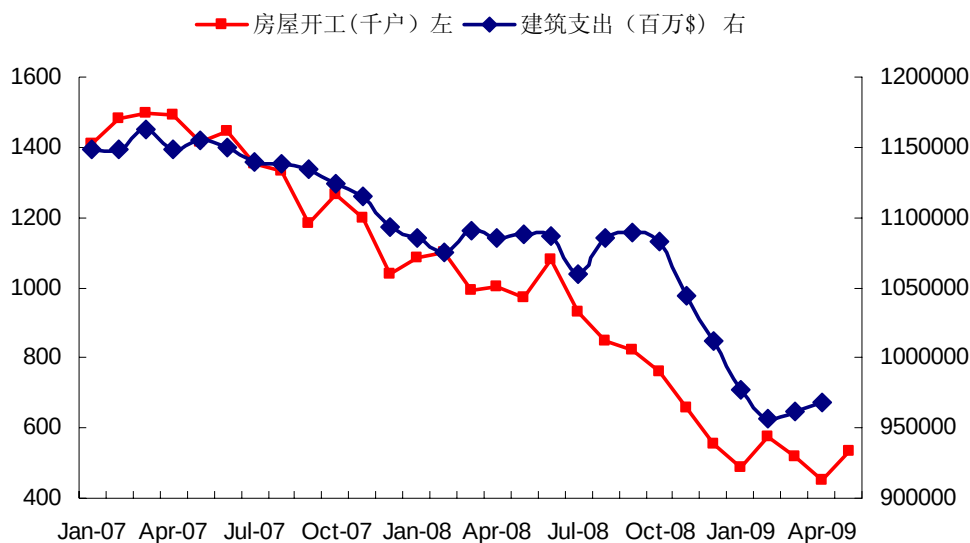
OECD CLI（长期均值=100）4 月同比变化						增长周期
	2008-2009					
	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	
OECD 区	93.6	92.9	92.6	92.7	93.2	-8.3 可能见
欧元区	94.3	94.0	94.0	94.5	95.3	-6.3 可能见
主要亚洲五国*	93.0	92.4	92.3	92.7	93.3	-8.9 可能见
主要经济七国	93.3	92.5	92.0	92.0	92.4	-9.2 放
加拿大	93.8	93.2	93.0	93.2	93.6	-7.6 可能见
法国	96.0	96.2	96.7	97.8	99.0	-1.2 可能见
日本	92.6	91.3	90.2	89.4	89.5	-11.9 放
德国	91.7	90.8	90.3	90.2	90.3	-13.4 放
意大利	95.3	95.7	96.3	97.3	99.4	-0.6 可能见
英国	96.2	96.1	96.3	96.7	97.4	-4.2 可能见
美国	92.6	91.5	90.9	90.7	90.9	-10.8 放
巴西	98.8	96.7	95.0	93.6	92.9	-12.8 强烈放
中国	92.5	92.2	92.6	93.4	94.3	-8.3 可能见
印度	94.4	93.8	93.6	93.5	93.9	-7.9 放
俄罗斯	90.7	88.4	87.0	86.2	85.9	-21.3 强烈放

*中国、印度、印尼、日本、韩国

资料来源：OECD，东方证券研究所

图 2：美国制造业采购经理人指数


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 3：美国房地产新屋开工及营建支出


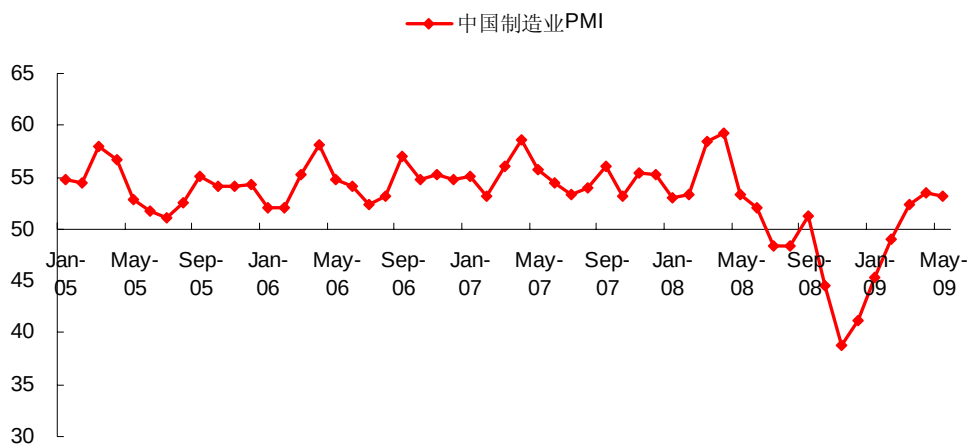
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

中国一枝独秀

中国经济在 4 万亿投资的拉动下，成为全球表现最为亮眼的地区。中国制造业采购经理人指数在去年 11 月见底后迅速回升，并在最近的 3 个月持续保持在 50 以上，表现了中国制造业在经历了去年 4 季度短暂的低迷后，于 09 年 3 月重新进入扩张的轨道（图 4）。分项指标看，新订单、采购量保持了同样趋势（图 5）。

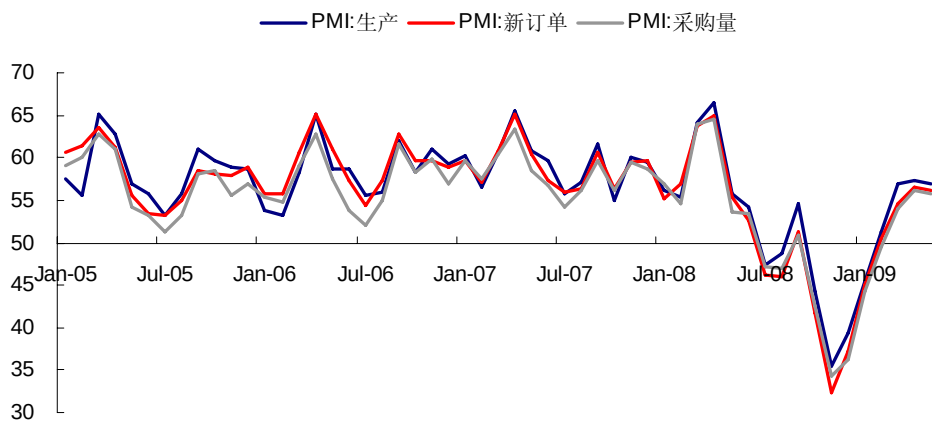
对中国整体经济拉动最大的投资在今年的前 5 个月大幅增长。尤其是城市固定资产投资和新增固定资产投资增速为今 6 年以来的高位。其中，城镇固定资产投资累计同比增速在 2-5 月份持续上升，表明投资环比增速在加快。截至 5 月份，城镇固定资产投资累计增速达到 32.90%。新增固定资产投资增速今年表现为明显的高开，并在前 4 个月保持环比递增的态势，5 月份投资增速有所放缓，但前 5 个月投资增速仍然保持了 60% 以上，创近 6 年来的新高。房地产投资虽然增速回升较慢，但累计同比增速仍在持续上升，尤其 5 月份累计同比增速呈现加速上升的态势，跳升近 2 个百分点，表明房地产投资在自 5 月出现环比大幅增长（图 6）。由于我国固定资产投资增速通常表现为前高后低，09 年的特殊情形又使上半年投资超常规大幅增长，因此下半年投资增速放缓是必然的，民间投资、房地产投资能否跟上将对后期经济乃至有色金属消费起到重要作用。

图 4：中国制造业采购经理人指数 PMI

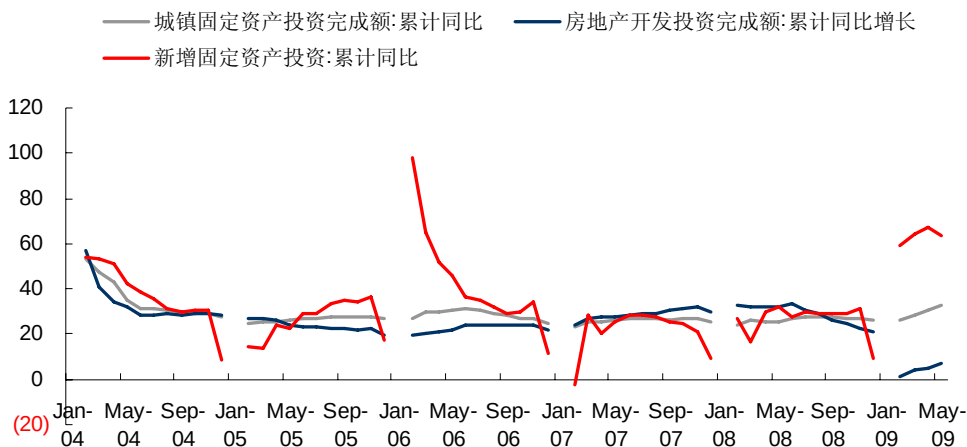


资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 5：中国有色金属行业固定资产投资（2004-2007 年）



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 6：中国投资状况


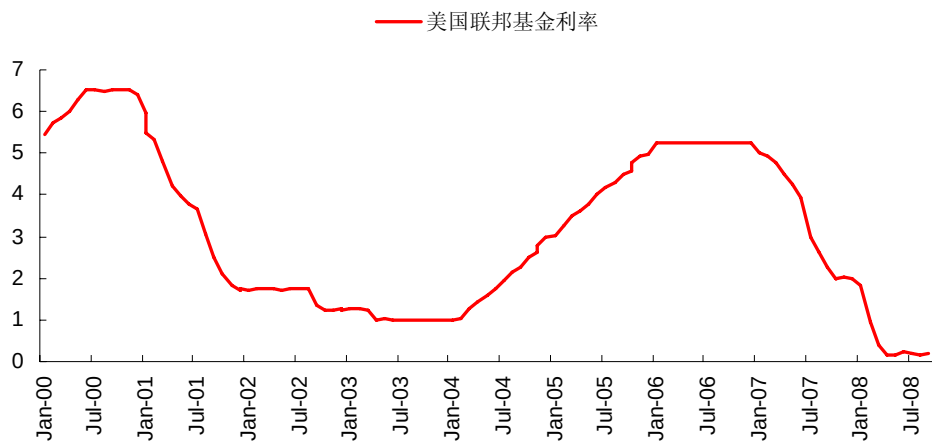
资料来源：WIND，东方证券研究所

风险偏好升温

自去年 10 月发生全球性金融危机后，各主要经济体大幅降低利率，美联储更是将联邦基金利率降至 0-0.27% 的历史最低水平。但是低利率并没有立刻给市场带来充沛的流动性，市场的风险延误情绪居高不下，降低了资金的流动速度，因此市场的风险延误情绪成为流动性释放的瓶颈。使以国际市场通行的衡量金融市场风险偏好的指标之一，3 月美元 Libor 利率和美国市场隔夜互换指数的利差来看，当前国际金融市场的风险厌恶情绪大幅降低经过了 2-3 月份的反复后，继续下降，目前至 08 年初全球流动性旺盛时的水平。高风险偏好加上庞大的基础货币供应量将导致全球流动性开始逐渐释放，并加大了大宗商品的波动。

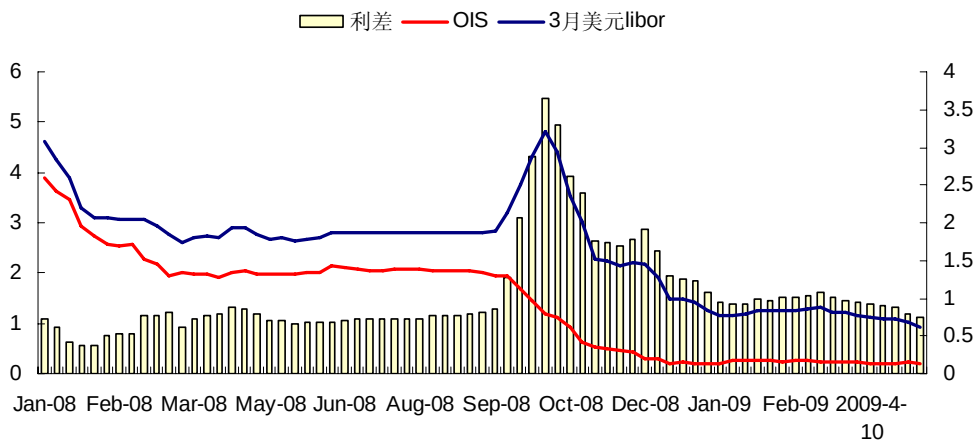
我们对流动性的膨胀和未来的通胀预期坚信不疑的，但我们并不认为流动性膨胀就必然导致金属价格的大幅上涨。流动性是商品价格走势的放大器，但一定是服从商品基本供求关系的。正如 2006 年以来，尽管流动性充足，并有泛滥趋势，但有色金属中只有供求偏紧的铜保持了高位，锌、镍价则开始了持续下跌。当前的流动性扩散加大了金属价格的波动，但最终将服从金属供求关系的变化（表 2）。

图 7：美国联邦基金利率



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 8：金融市场风险偏好变化



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

表 2：流动性与供求关系对商品价格的影响

	供不应求	供过于求
流动性宽松	大幅上涨	大幅波动
流动性偏紧	小幅上涨	大幅下跌

资料来源：东方证券研究所

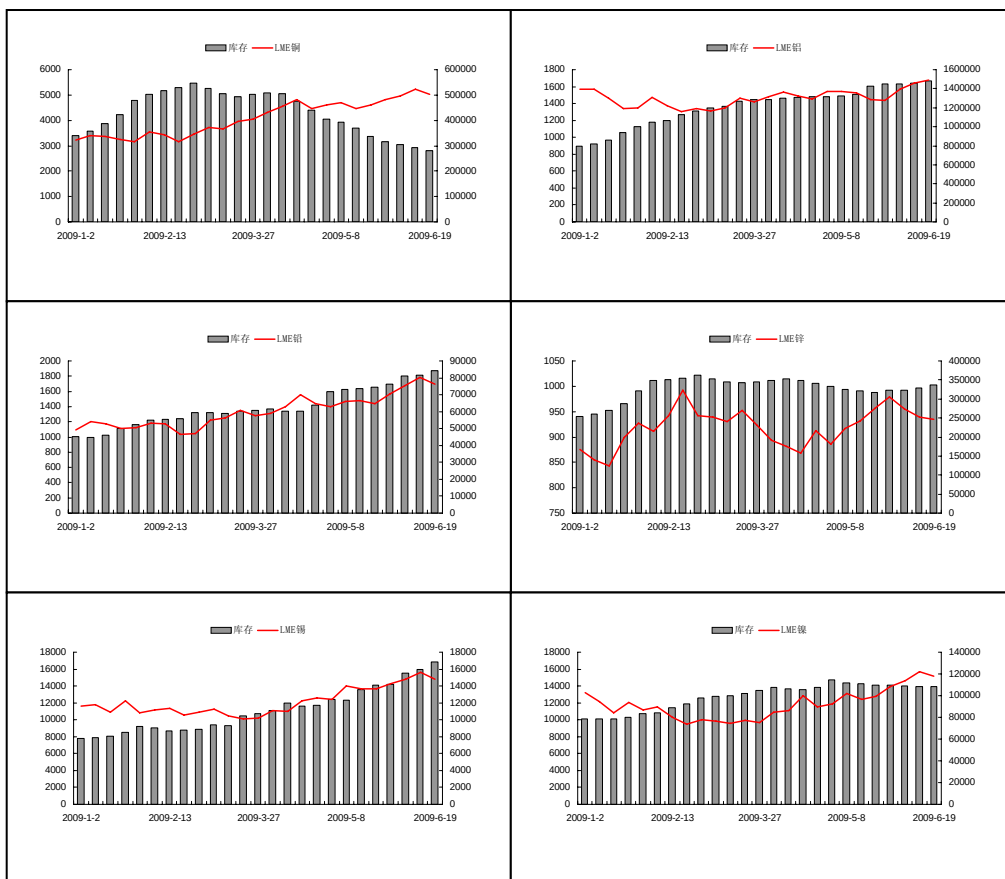
二、供求缓解

在大量产能关闭导致供应量大幅下降以及全球资本流动性逐渐恢复下的双重因素刺激下，1季度有色金属价格出现大幅反弹。其中来自中国的需求以及国储的吸储行为成为拖动全球有色金属价格上涨的最大基本面。进入二季度后，数据显示各有色金属价格供应量大幅增加，前期跨市套利进口的金属将因为船期的因素，将在未来1-2月内对继续形成供应压力。同时国内消费旺季已过，高企的价格难以吸引国储再度入场吸纳。供求面上，1季度供应紧张的局面在2季度得到很大缓解，甚至出现供过于求的局面。

价格高位振荡

随着美元在2月底见顶，走出逐级下滑趋势，以及中国大规模基础设施建设的启动以及国储开始对铜、锌、铝等金属进行收储，国内外基本金属开始走出单边上升行情。这其中供求关系的局部不平衡，如生产商产能关闭，原料供应大幅减少以及中国收储，消费经历了“库存化”到“补库”的演变，是导致价格反弹的基础。流动性的释放、美元贬值则成了推动金属价格上涨的助推器。3月以来，美元指数下跌最大跌幅为12.6，相应地LME3月铜上涨69.97%，其他各基本金属录的不等涨幅，其中铝表现较弱，库存大幅增加。5月之后，基本金属涨幅停滞，数据显示供应大幅增加，而需求增加幅度弱于供应，价格涨势难以为继。

图9：LME金属价格及库存水平



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

供应大幅增加

铜

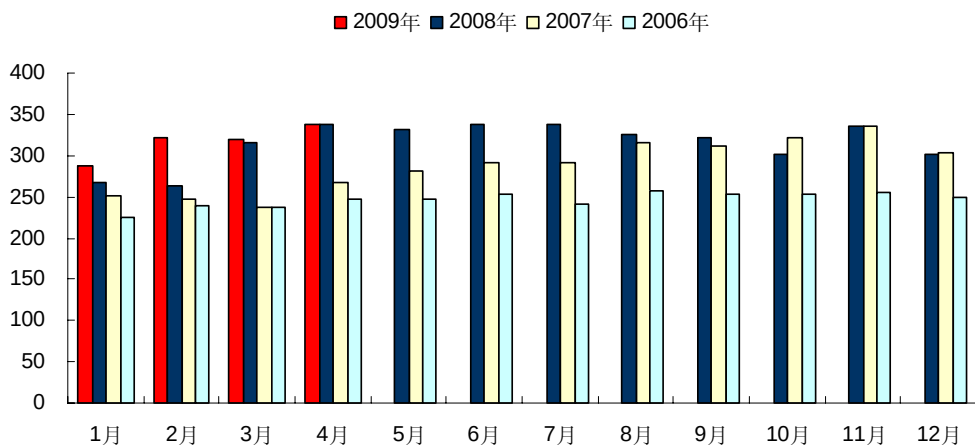
尽管铜价在经历了去年 10 月以来的大幅跳水后，但中国铜产量一直没有出现明显的减少，1-5 月月产量基本与去年持平（图 10）。而中国铜消费的另一主要来源进口铜则出现了大量增长，并在今年前 4 个月逐步走高，创出历史新高（图 11）。我们预计由于船期的原因，铜的大量进口将至少延续到今年 6-7 月。进口铜除了部分为满足国内需求外，更多是由于中国收储以及国内外价差吸引的套利盘。这些套利进口铜将在未来对铜价形成供应压力。

今年以来铜价上涨的另一主要因素是由于经济的下行，全球废铜供应减少，从而导致废铜供应紧张，从废铜和电解铜的比价效应出发，原来废铜的消费商转向了精铜消费，这使得铜金属消费结构偏向电解铜，从而增加了电解铜的消费。从海关数据看，今年以来废铜的进口恢复迅速，已快接近前 2 年同期水平（图 12）。废铜消费的增加将减少对电解铜消费的依赖有望在 3 季度逐渐显现。

从铜的下游消费看，铜材产量上涨的势头出现减缓，国内铜材产量在 3 月份达到创纪录的 84.3 万吨后，4 月产量出现明显回落，减少约 5%（图 13）。从终端消费看，我国铜消费最大领域电力设备产量看，4 月产量均出现明显下降。电力电缆看，4 月产量环比下降了 12.86%，同比增长 10.35%，表明电力电缆消费有放缓迹象（图 14）；变压器产量看，4 月环比下降 17.15%，同比增长 14.51%（图 15）通讯电缆方面下降明显，4 月环比下降 22.22%，同比下降达 34.17%（图 16）。

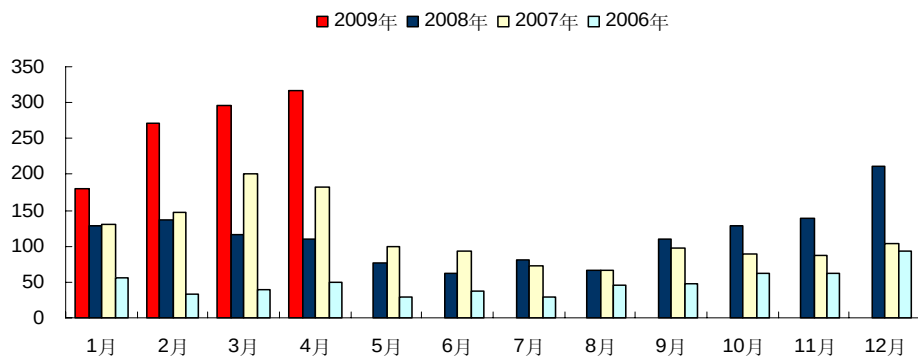
从商品市场期限结构看，LME 市场尽管铜价持续走高，库存不断下降，但现货对 3 个月期货始终保持贴水状态，说明国际市场铜供应相对宽松（图 17）。进入 5 月以来，中国铜市场现货升水幅度逐渐下降，由 2-3 月份的升水 2000 元以上逐渐降低到 5 月份的 4-500 元，在 6 月初甚至出现近低远高的现象。表明了目前国内市场铜供应紧张的局面已大幅放缓，现货市场铜供应由 1 季度的紧张演变为供应充足。商品市场的这一变化与以上我们看到的下游消费数据的变化是吻合的（图 18）。

图 10：中国铜月度产量（2006-2009）



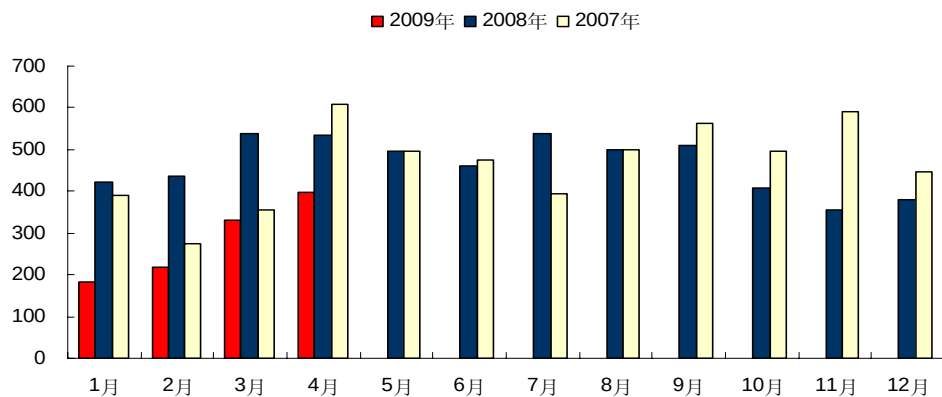
资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 11：中国铜月度进口量（2006-2009）



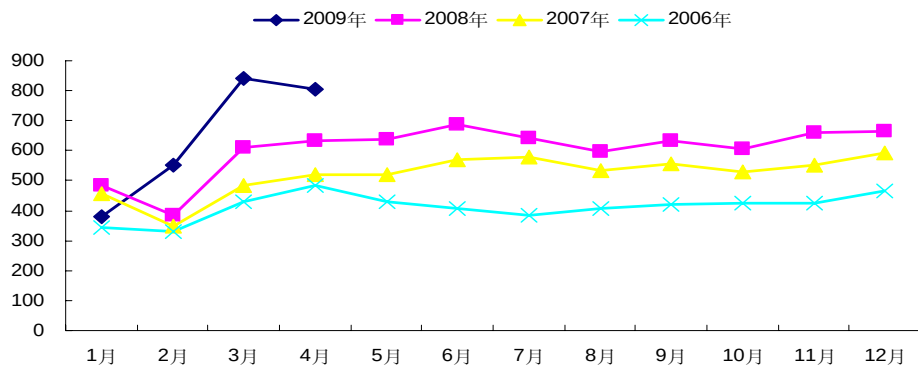
资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 12：中国废铜月度进口（2007-2009）



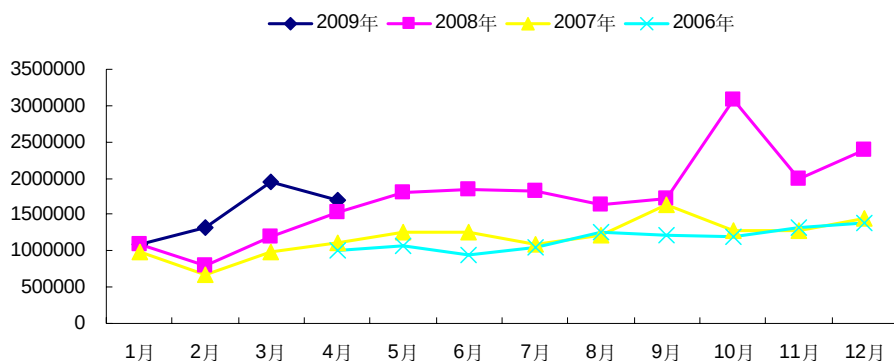
资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 13：中国铜材产量（2006-2009）



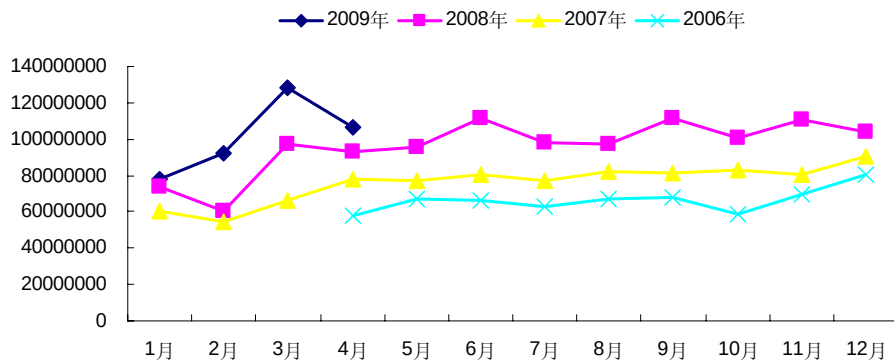
资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 14：中国电力电缆月度产量（2006-2009）



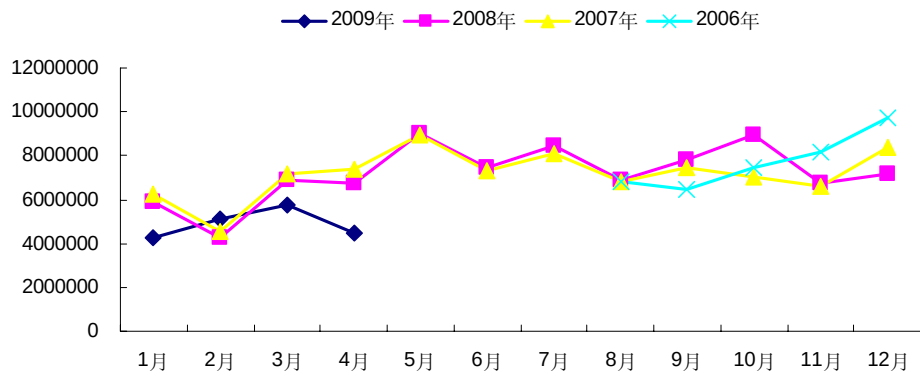
资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 15：中国变压器月度产量（2006-2009）



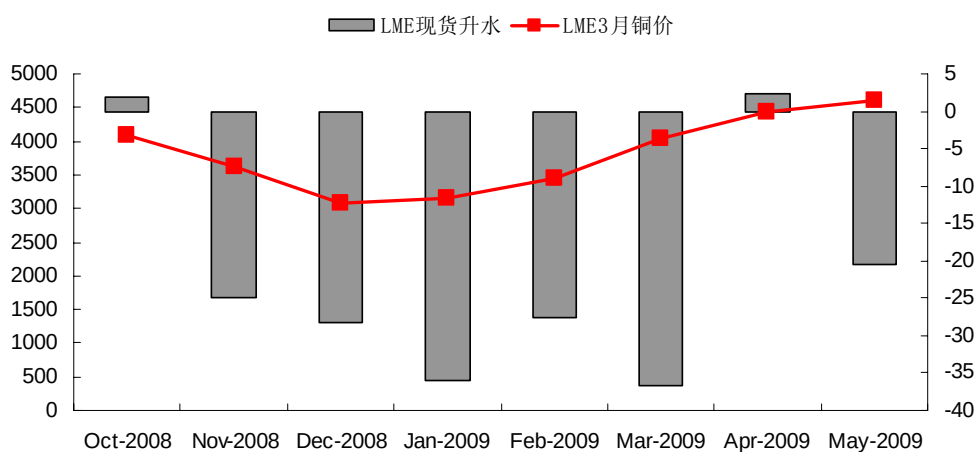
资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 16：中国通讯电缆月度产量（2006-2009）



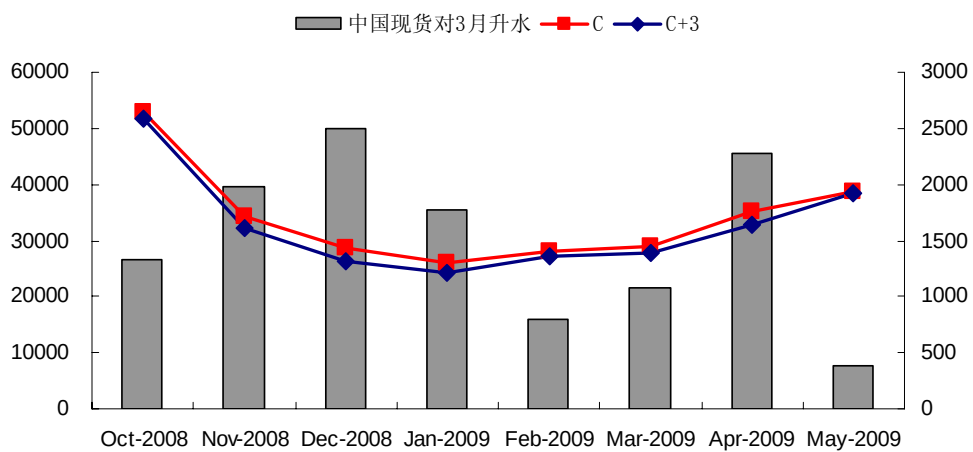
资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 17: LME 铜升贴水



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 18: 中国铜期限结构



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

锌

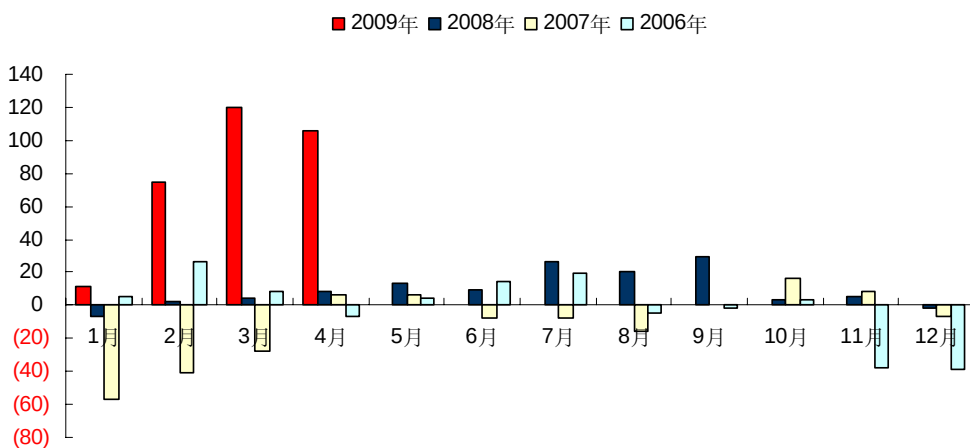
锌是本轮基本金属反弹中最先上涨的。正如我们在去年 12 月指出的，由于锌价的大幅下跌，一度跌至生产成本的 20-30% 以下，使得最上游的锌矿生产企业大幅亏损，全球约 50% 的锌矿面临关闭产能，因此，由于全球锌冶炼厂面临原料短缺的困境，供应过度的减少使锌价面临反弹。

国内 1 季度锌生产及进出口正是验证了上述判断：锌生产减少，锌精矿产量仅为正常月份的一半左右，进口大量增加，锌现货加工费大幅下降，都反映了锌供应面临原料短缺的风险。然而进入二季度，我们发现锌供应出现了改善。主要表现在：

锌进口大幅增加，由过去的月进出口维持在 2 万吨左右的水平，演变成净进口 10 万吨以上，占到国内月度产量的 1/4 以上，已经成为国内锌的重要供应源（图 19）。锌精矿的产量恢复较快，由 1-2 月份的同比下降 25% 上升到 3-5 月份的同比下降仅 5%（图 20）。锌进口的进口则出现大幅增加，4 月锌精矿进口较上月大幅增加 82.36%，同比增长 166%。进口锌精矿大幅增加，已超过了国内锌精矿的产量，使的国内锌生产企业原料紧张的状况大为缓解（图 21）。

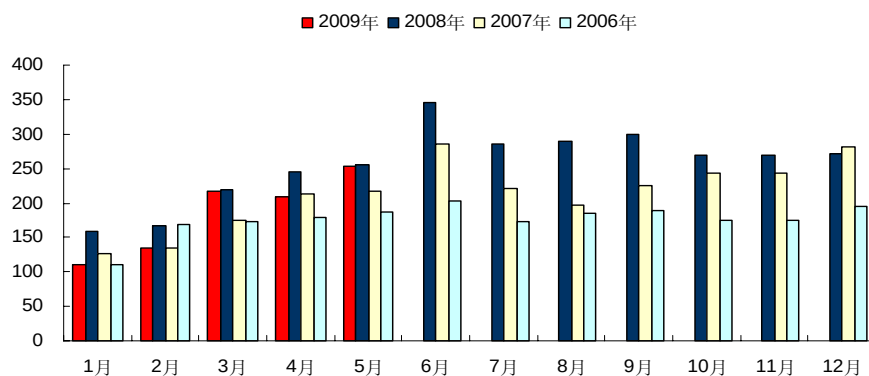
在供应大幅改善的环境下，我们并没有看到下游消费出现相应的增长。锌的最大运用领域镀锌板产量 1-4 月维持平稳，低于去年同期产量的 87%。环比看，增量也不显著。4 月镀锌板产量基本与 3 月持平（图 22）。供应大幅增加，而下游需求保持平稳，预示着锌价面临较大的供应压力，锌价有回落要求。

图 19：中国锌月度产量（2006-2009）



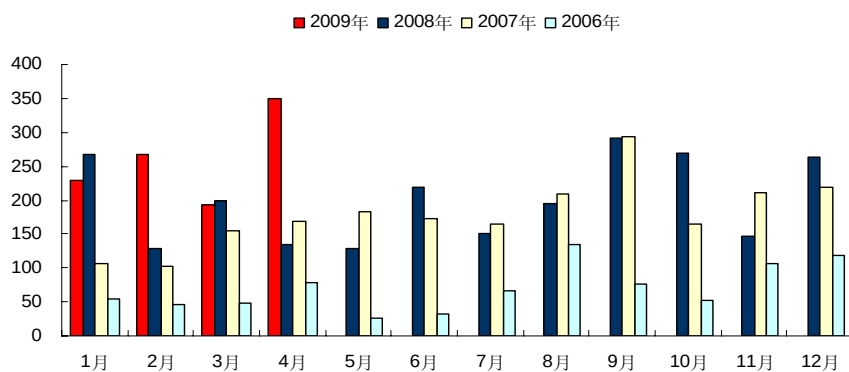
资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 20：中国锌精矿月度产量



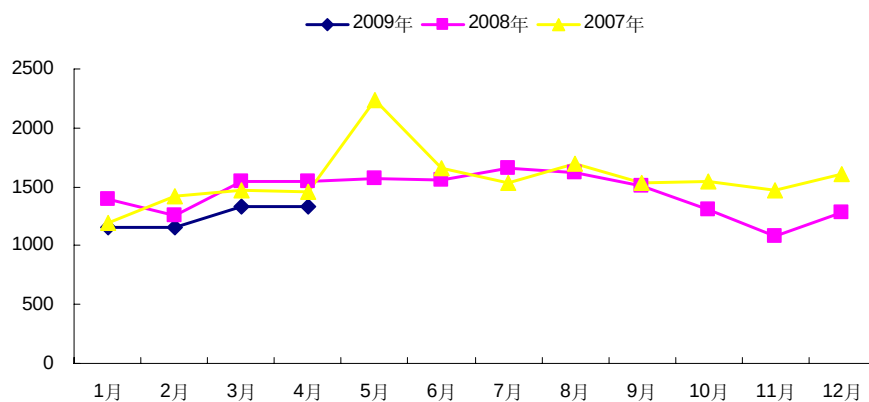
资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 21：中国锌精矿月度进口



资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 22：中国镀锌板月度产量



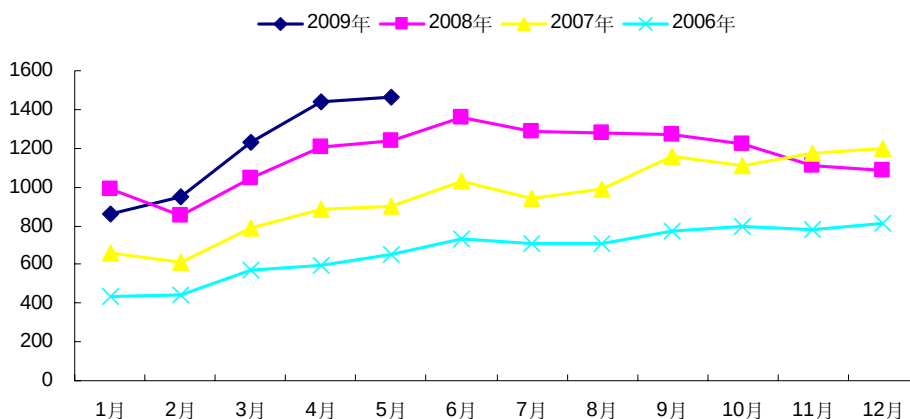
资料来源：中华商务网，东方证券研究所

铝

与其他工业金属不同，铝行业的复苏晚于其他工业金属。1-2月铝材产量低于去年同期，但在随后的3个月铝材产量环比大幅增长，5月份铝材产量达到146万吨，创出近4年来新高（图23），表明国内铝消费正在回暖。从电解铝的产量看，5月份电解铝产量恢复较快，环比增长14%，但整体看，铝产量仍低于去年水平（图24），过剩的产能将对未来铝价上扬构成压力。从其上游看，氧化铝产量也出现恢复，但仍表现为同比下降（图25）。同时进口氧化铝4月大幅增加，使今年前4个月氧化铝供应与去年持平（图26）。

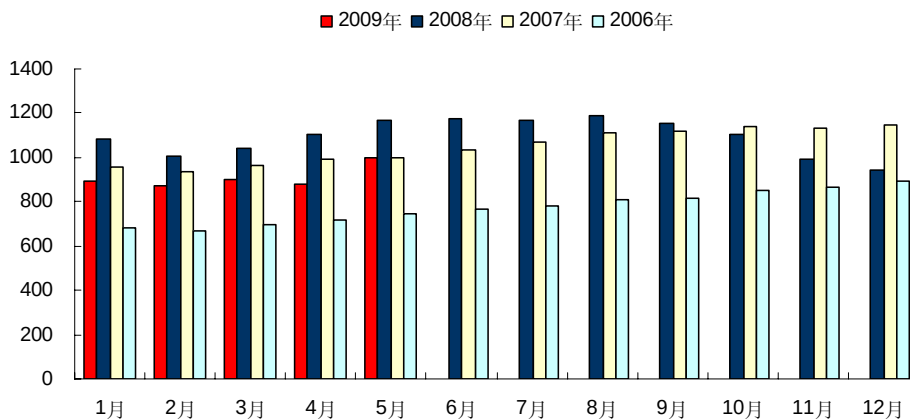
我们认为，受益于国内房地产市场回暖和汽车销量的增加，铝消费正走出低谷。但行业内过剩的产能以及庞大的库存使铝价上涨面临较大压力。

图 23：中国铝材月度产量

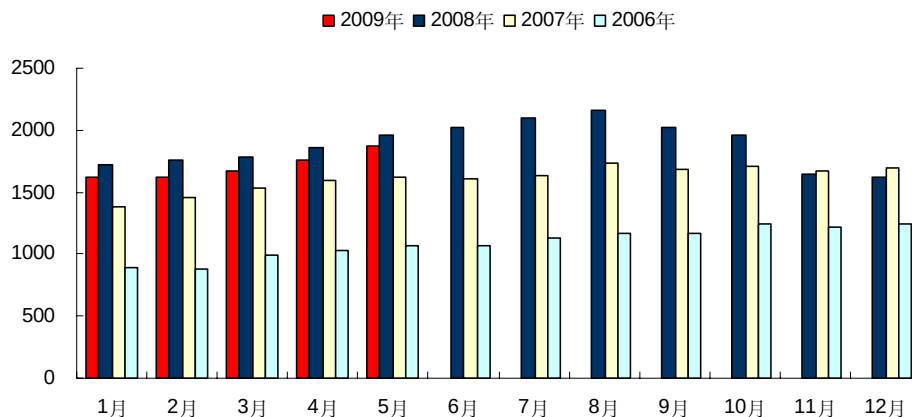


资料来源：中华商务网，东方证券研究所

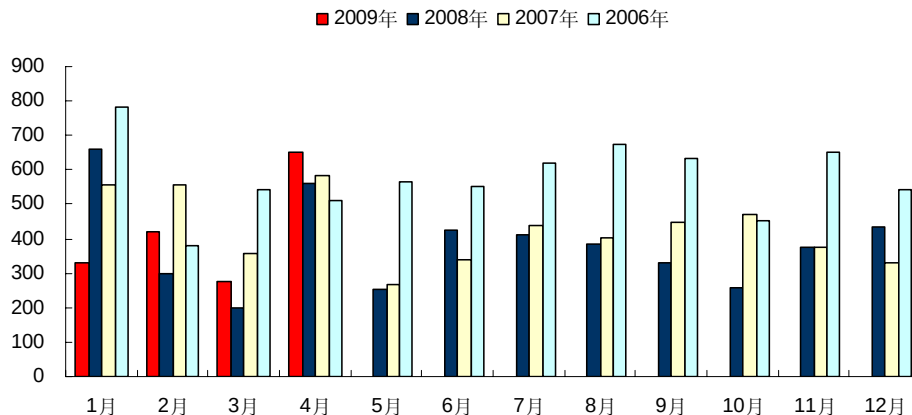
图 24：中国电解铝月度产量



资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 25：中国氧化铝月度产量


资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 26：中国氧化铝月度进口


资料来源：中华商务网，东方证券研究所

黄金

我们认为在目前经济复苏仍具较大不确定性背景下，其与工业金属的“跷跷板”效应仍将存在（具体逻辑请参阅我们与 2 月 23 日《不仿玩玩工业金属与黄金的跷跷板游戏》）。同样受益通胀预期及流动性扩散的影响，相对工业金属，经济的复苏进程对黄金价格的影响相对较弱，因此，现阶段黄金将成为较好的防御品种。

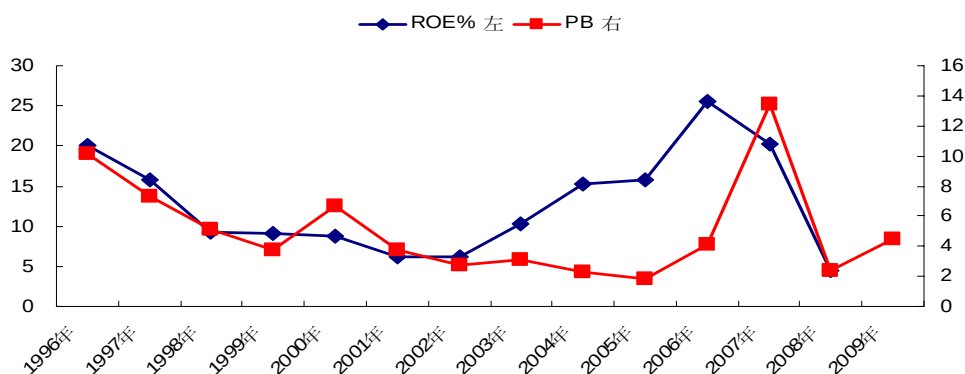
有色金属行业股价的驱动因素主要有两方面：金属价格和资源扩张。从资源扩张的角度看，国内有色金属行业大部分上市公司在 2007-2008 年完成了大股东资源注入。而黄金类上市公司（如中金黄金、山东黄金、紫金矿业）的大股东仍有一定资源，在未来的 1-2 年内仍有资源扩张的可能。

三、估值面临挑战

从国内历史上有色金属行业 ROE 和 PB 的走势看，行业在 2001-2002 年是上一个盈利的周期性低点。整体法计算的行业摊簿 ROE 为 6.20%，2002 年缓慢回升至 6.22%，之后加速回升，到 2006 年最高达到 25.47%。而行业的 PB（相对上年净资产）估值水平自 1996 年以来一直走低，直到 2005 年的谷底值 1.85。之后大幅上升至 2007 年的 13.41。2008 年行业 ROE 水平有前一年的 20.22% 大幅滑落至 4.45%，09 年 1 季度 ROE 仅 -0.54%，我们判断 09 年全年将低于 08 年水平，约为 3.5%，但将形成谷底，2010 年行业 ROE 水平将逐渐回升 8% 以上。而行业 PB 看，目前已有去年底的 2.35 上升至当前的 4.5，这一水平接近对应的 2005 年 15.78% 的 ROE 水平（图 27）。因此，我们认为当前股价过度乐观地反映了行业的转暖。

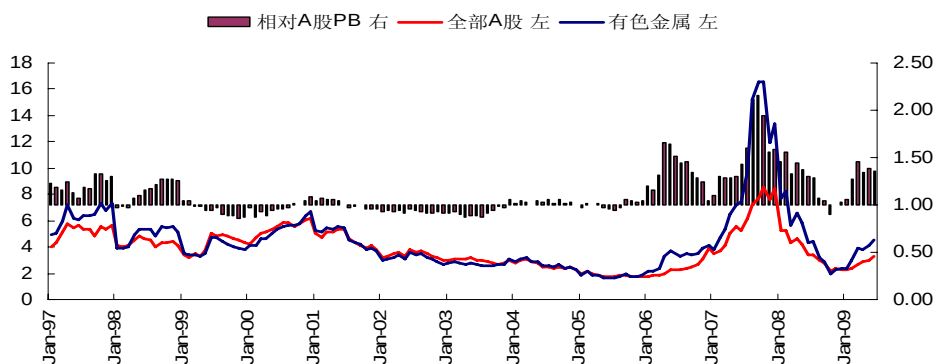
从有色金属行业相对全部 A 股的估值水平看，当前有色金属行业 PB 高于 A 股市场 36%，已高于近 12 年来的平均水平 1.12（图 28）。尽管有色金属行业属于高 Beta 值行业，均值水平对其约束较小，但当前的相对估值水平也接近了上轮牛市创下的第二峰值，上升空间受到考验。因此结合我们对供求基本面的判断和盈利能力的预测，我们认为当前行业估值水平已过度反映了行业回暖。需要有进一步的消费回暖证据来支持当前股价。

图 27：中国有色金属行业估值状况



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 28：有色金属行业相对 A 股估值水平



资料来源：WIND，东方证券研究所

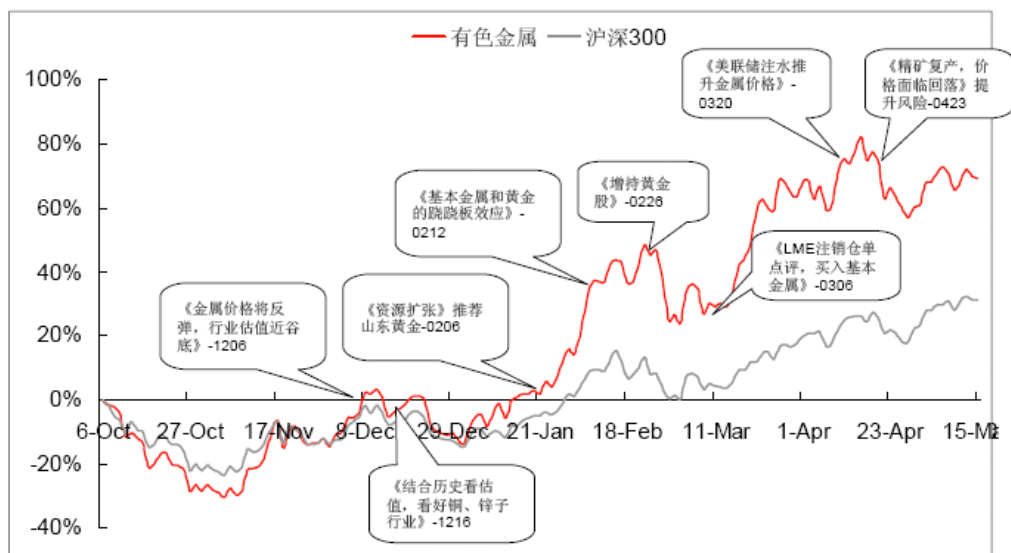
四、结论

如果说 1 季度有色金属价格的上涨是由于去年 4 季度价格大幅下跌导致的供应减少，并在流动性扩散环境下引发的大幅反弹，那么目前我们认为市场进入了一个相对平衡和再评估的阶段。从统计数据看，进入 2 季度后，各有色金属供应量以及原料进口量均大幅增加，缓解了 1 季度的供应紧张局面。

从下游需求来看来自中国的对主要金属如铜、锌的需求在二季度出现拐点，需求有放缓的趋势。我们认为未来中国需求的边际效应将逐渐递减，3-4 季度来自欧美，尤其是美国经济的复苏进程将决定未来金属价格的走势。

我们认为当前有色金属行业股价已过度过快反映了经济复苏，金属价格上涨的预期，需要进一步数据的支持，因此未来面临不确定性加大，调降行业评级至中性，难以跑赢大盘。同样受益于流动性扩散和通胀预期，由于黄金对经济复苏的敏感度弱于工业金属，并有资源注入的预期，因此，我们在行业内相对看好黄金子行业。

附录：今年以来的观点



扩资源,保增长

事件: 山东黄金(600547.SS)以自由资金收购平邑县归来庄金矿70%股权

研究结论

- 本次收购增加公司黄金资源储备 16.26 吨, 白银 28.175 吨。我们预计新矿山 2009 年可以带来矿金增量 0.5 吨, 全年矿金产量达到 18.5 吨, 2010 年矿金产量为 21 吨。
- 从公布品位看, 新增矿山平均品位高于山东黄金公司目前既有矿山, 达到 7.77 克/吨。新增矿山将增加公司矿金业务毛利率。随着黄金价格的走高, 冶炼金数量假使不变的情况下, 我们预计 2009 年公司整体毛利率将增加 1.2 个百分点。
- 我们认为当前黄金价格仍有望保持上升趋势。全球宽裕的流动性在经济逐渐走出谷底的背景下, 正唤起人们对未来通胀的担忧。作为抗通胀工具之一, 黄金成为投资持有的保值工具。
- 此外, 通过对公司现有矿山及相应采矿权证情况的分析, 以及国家对“一矿一证”的规定, 我们认为随着周边矿区勘探的进行, 未来仍然存在有新矿山资源注入的可能, 这意味着未来两年公司的矿金产量仍有增长的可能。
- 我们预计国内 2009 年黄金价格有望达到 210 元/克的水平, 并在 2010 年继续上涨, 预计未来 2 年公司盈利仍将增长, 分别为: 1.24 和 1.77, 维持增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施卫平

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

shiw@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持** 中性 减持 (维持)

股价(2009年6月22日) 55.69 元
目标价格(6个月) 61.95 元
总股本/A股(万股) 35576/15510
A股市值(百万元) 10790
国家/地区 中国
行业 有色金属
报告日期 2009年3月1日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	47.05	71.36	96.95
相对表现(%)	38.88	39.78	105.00

资料来源: WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	19873	22798	24420	22400
同比(%)	75%	15%	7%	-8%
归属母公司净利润	637	881	1262	1110
同比(%)	72%	38%	43%	-12%
毛利率(%)	8.7%	9.6%	11.0%	10.6%
ROE(%)	28.2%	28.0%	32.6%	26.2%
每股收益(元)	1.79	1.24	1.77	1.56
P/E	31.24	45.18	31.54	35.86
P/B	8.80	12.66	10.26	9.42
EV/EBITDA	16.36	24.58	19.12	21.10

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1026	2663	2827	2606	营业收入	19873	22798	24420	22400
现金	287	1368	1465	1344	营业成本	18137	20619	21737	20028
应收账款	57	43	46	42	营业税金及附加	2	2	2	2
其它应收款	179	90	90	90	营业费用	25	27	29	27
预付账款	242	619	652	601	管理费用	712	684	733	672
存货	249	535	564	520	财务费用	75	90	105	72
其他	12	8	10	9	资产减值损失	68	30	30	30
非流动资产	3168	3715	4030	4000	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	28	28	28	投资净收益	46	0	0	0
固定资产	1911	1935	2039	1916	营业利润	901	1345	1783	1569
无形资产	255	323	424	507	营业外收入	25	0	0	0
其他	991	1429	1539	1549	营业外支出	31	100	0	0
资产总计	4195	6378	6858	6606	利润总额	896	1245	1783	1569
流动负债	1663	2903	2578	1905	所得税	221	311	446	392
短期借款	978	2362	2025	1467	净利润	675	934	1338	1177
应付账款	315	206	217	200	少数股东损益	38	53	76	67
其他	371	335	336	238	归属于母公司净利润	637	881	1262	1110
非流动负债	103	112	107	110	EBITDA	1266	1685	2177	1964
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.79	2.48	3.55	3.12
其他	103	112	107	110					
负债合计	1766	3015	2686	2015	主要财务比率				
少数股东权益	167	220	296	363	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	356	356	356	356	成长能力				
资本公积	838	838	838	838	营业收入	75.2%	14.7%	7.1%	-8.3%
留存收益	1068	1948	2681	3034	营业利润	38.8%	49.2%	32.6%	-12.0%
归属母公司股东权益合计	2261	3142	3876	4228	归属于母公司净利润	72.5%	38.3%	43.2%	-12.0%
负债和股东权益	4195	6378	6858	6606	获利能力				
					毛利率	8.7%	9.6%	11.0%	10.6%
现金流量表				单位:百万元	净利率	3.2%	3.9%	5.2%	5.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	28.2%	28.0%	32.6%	26.2%
经营活动现金流	1145	620	1679	1556	偿债能力				
净利润	675	934	1338	1177	资产负债率	42.1%	47.3%	39.2%	30.5%
折旧摊销	290	250	289	323	净负债比率				
财务费用	75	90	105	72	流动比率	0.62	0.92	1.10	1.37
投资损失	-46	0	0	0	速动比率	0.47	0.73	0.88	1.09
营运资金变动	65	-605	-57	-14	营运能力				
其它	87	-49	4	-1	总资产周转率	6.58	4.31	3.69	3.33
投资活动现金流	-1725	-837	-611	-290	应收账款周转率	501	425	517	478
资本支出	784	788	490	190	应付账款周转率	96.58	79.17	102.64	95.91
长期投资	0	-29	0	0	每股指标 (元)				
其他	-941	-78	-121	-100	每股收益	1.79	1.24	1.77	1.56
筹资活动现金流	537	1298	-971	-1387	每股经营现金流	3.22	1.74	4.72	4.37
短期借款	488	1384	-337	-558	每股净资产	6.36	4.42	5.45	5.95
长期借款	-3	0	0	0	估值比率				
普通股增加	196	0	0	0	P/E	31.24	45.18	31.54	35.86
资本公积增加	570	0	0	0	P/B	8.80	12.66	10.26	9.42
其他	-713	-86	-634	-829	EV/EBITDA	16.36	24.58	19.12	21.10
现金净增加额	-42	1081	97	-121					

资料来源：东方证券研究所

云铝股份 000807.SZ

资源扩张,锁定成本

云铝股份发布增发预案

1. 计划非公开发行 2 亿股, 募集约 12 亿资金。
2. 募集资金用于增资云南文山铝业建设 80 万吨氧化铝工程项目

我们的观点:

- 文山氧化铝工程投产后将形成 80 万吨氧化铝的生产能力, 能完全满足当前公司 40 万吨电解铝产能所需的原料。由于 80 万吨氧化铝的原料全部来自文山铝土矿, 因此, 募集资金项目投产后, 云铝股份将成为国内铝业上市公司中唯一原料自己率达到 100% 的上市公司。
- 从整个电解铝产业链过程看, 氧化铝是除了电价外另一个决定电解铝成本的重要因素。而氧化铝的供应则取决于铝土矿的供应。全球范围看, 铝土矿的供应趋于集中, 全球 5 大铝土矿供应商占据全球 50% 的铝土矿供应。因此, 只有拥有自身铝土矿资源的企业才能充分享受电解铝价上涨带来的盈利增长。
- 我们判断当前包括电解铝在内的整个有色金属价格处于周期性底部, 随着各国政府刺激经济的政策陆续出台, 全球经济整处于底部并逐步回升的过程, 相应地, 电解铝价格将处于缓慢回升的过程。
- 随着文山氧化铝工程逐渐建成并投产, 云铝股份的原料——氧化铝供应将逐步摆脱市场的影响, 企业盈利将由底部出现回升, 并充分享受电解铝价格上涨带来盈利增长。
- 我们预计未来公司盈利将出现跳跃性增长, 未来 3 年 09-11 年 EPS 分别为: 0.08 元、0.15 元和 0.29 元。
- 基于公司盈利正处于周期性底部, 并具备良好的成长性, 我们给与买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施卫平

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

shiw@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2009 年 6 月 22 日)

8.80

目标价格 (6 个月)

12

总股本/A 股 (万股)

105354/53698

国家/地区

中国

行业

有色金属

报告日期

2009 年 3 月 26 日

股价表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

36.40

56.18

-40.56

相对表现 (%)

20.58

22.58

-3.89

财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6161	4504	5401	6427
同比(%)	-12%	-27%	20%	19%
归属母公司净利润	21	94	162	366
同比(%)	-86%	14%	93%	96%
毛利率(%)	9.2%	11.6%	13.4%	16.1%
ROE(%)	2.4%	2.7%	4.9%	8.8%
每股收益(元)	0.07	0.08	0.15	0.29
P/E	120.77	105.90	54.88	27.95
P/B	2.93	2.85	2.71	2.47
EV/EBITDA	20	16	11	8

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3036	1510	1748	2000	营业收入	6161	4504	5401	6427
现金	1914	811	972	1157	营业成本	5593	3981	4679	5395
应收账款	8	5	6	8	营业税金及附加	9	7	8	10
其它应收款	51	22	26	32	营业费用	113	81	97	116
预付账款	325	119	140	162	管理费用	271	158	189	225
存货	687	552	602	641	财务费用	159	167	237	252
其他	50	0	1	1	资产减值损失	85	0	0	0
非流动资产	4398	5762	6812	6571	公允价值变动收益	34	0	0	0
长期投资	36	36	36	36	投资净收益	63	0	0	0
固定资产	3323	4432	5817	6840	营业利润	29	111	190	430
无形资产	97	97	97	97	营业外收入	13	0	0	0
其他	942	1196	861	-402	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	7434	7272	8560	8570	利润总额	36	111	190	430
流动负债	2370	2228	3355	3000	所得税	15	17	29	65
短期借款	1270	1580	2624	2171	净利润	21	94	162	366
应付账款	238	207	243	281	少数股东损益	-48	14	8	64
其他	862	441	487	548	归属于母公司净利润	70	80	154	302
非流动负债	1609	1494	1494	1494	EBITDA	430	525	770	1124
长期借款	1494	1494	1494	1494	EPS (元)	0.07	0.08	0.15	0.29
其他	114	0	0	0					
负债合计	3979	3723	4849	4494	主要财务比率				
少数股东权益	574	588	597	661	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1054	1054	1054	1054	成长能力				
资本公积	1272	1272	1272	1272	营业收入	-12.0%	-26.9%	19.9%	19.0%
留存收益	555	635	788	1090	营业利润	-95.7%	278.5%	72.1%	126.1%
归属母公司股东权益合计	2881	2961	3114	3416	净利润	-85.9%	14.0%	93.0%	96.3%
负债和股东权益	7434	7272	8560	8570	获利能力				
					毛利率	9.2%	11.6%	13.4%	16.1%
现金流量表					净利率	1.1%	1.8%	2.8%	4.7%
单位:百万元					ROE	2.4%	2.7%	4.9%	8.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	偿债能力				
经营活动现金流	523	311	754	1091	资产负债率	53.5%	51.2%	56.6%	52.4%
净利润	21	94	162	366	净负债比率				
折旧摊销	242	248	343	442	流动比率	1.28	0.68	0.52	0.67
财务费用	159	167	237	252	速动比率	0.95	0.43	0.34	0.45
投资损失	-63	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	30	-82	3	31	总资产周转率	0.94	0.61	0.68	0.75
其它	135	-115	9	0	应收账款周转率	452	387	545	543
投资活动现金流	523	-1550	-1400	-200	应付账款周转率	20.61	17.89	20.78	20.60
资本支出	883	1600	1400	200	每股指标 (元)				
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.07	0.08	0.15	0.29
其他	1406	50	0	0	每股经营现金流	0.50	0.30	0.72	1.04
筹资活动现金流	1396	136	807	-706	每股净资产	2.73	2.81	2.96	3.24
短期借款	804	310	1044	-454	估值比率				
长期借款	838	0	0	0	P/E	120.77	105.90	54.88	27.95
普通股增加	180	0	0	0	P/B	2.93	2.85	2.71	2.47
资本公积增加	825	0	0	0	EV/EBITDA	20	16	11	8
其他	-1250	-174	-237	-252					
现金净增加额	1039	-1103	161	185					

资料来源：东方证券研究所

包钢稀土 600111.SS

拓展产业链,迎接新发展

研究结论

- 包钢稀土（600111.SS）2008 年营业收入增长 29%，但归属于上市公司股东的净利润下滑 45.11%，为 1.55 亿元，合计 EPS0.209 元。同期公布的 2009 年一季报净利润亏损 0.79 亿元，同比下降 160%，合计 EPS0.098 元
- 公司经营环境在 2008 年经历了由盛及衰的过程，尤其是 2008 年 3 季度后，公司主要产品稀土氧化物的价格大幅下跌，2008 年底稀土综合氧化物的价格仅为同年 5 月份的一半左右，由此导致公司 4 季度出现 0.14 元的亏损。2008 年公司毛利率下降 14 个百分点。
- 报告期内，公司继续展开行业整合，成立国际贸易公司、收购和发稀土等举措，导致现金需求大量增加，财务费用及管理费用大量增加，两项合计增加 1.1 亿元。
- 由于公司主要产品价格的大幅下跌，导致公司资产减值 0.7 亿元，其中存货减值 0.72 亿元，约占存货帐面余额的 8.27%。
- 由于经营环境急转直下，公司在销售过程中增加了应收票据，导致应收票据大量增加 630%，公司经营性现金流下降 168.29%，由上年的 2.99 亿元变为-2.04 亿元。
- 值得关注的是，尽管 2008 年公司经营环境经历了由盛及衰的过程，但 2008 年也是公司开始做大做强的开始。包钢稀土公司正是在从 2008 年开始了行业整合，拓展产业链的道路。
- 我们预计 2009 年公司将继续沿着既定方针，在上游将继续收购稀土分离企业，同时通过建立稀土精矿储备，控制轻稀土上游资源。同时在下游稀土应用方面，通过合作，抓住国家发展新能源政策契机，提高稀土产品附加值，提高企业抗行业周期波动的风险。
- 我们预计 2009 年，包钢稀土盈利将出现拐点，预计未来 2 年实现 EPS 为 0.099 元和 0.198 元，基于公司独特的资源优势和未来行业面临的发展机遇，我们维持增持评级。
- 风险因素：稀土价格持续低迷，下游产业链拓展面临不确定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施卫平

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

shiwp@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持** 中性 减持 **（维持）**

股价（2009 年 6 月 22 日） 18.41 元

目标价格（6 个月） 25.75 元

总股本/A 股（万股） 80735/41285

A 股市值（百万元） 7737

国家/地区 中国

行业 有色金属

报告日期 2009 年 4 月 21 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	6.91	72.88	35.45
相对表现 (%)	-4.12	38.89	52.57

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	2500	3225	2988	3261
同比 (%)	55%	29%	-7%	9%
归属母公司净利润	308	169	79	160
同比 (%)	326%	-45%	-53%	103%
毛利率 (%)	36.3%	22.7%	20.5%	25.1%
ROE (%)	20.3%	10.3%	4.4%	8.2%
每股收益 (元)	0.38	0.21	0.10	0.20
P/E	54.00	98.14	210.83	103.80
P/B	10.97	10.15	9.28	8.52
EV/EBITDA	22	28	46	31

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	736	2927	2950	3345	营业收入	9930	20183	21512	24200
现金	314	1842	1809	2084	营业成本	9267	18415	19395	21473
应收账款	17	50	53	56	营业税金及附加	0	2	2	2
其它应收款	44	0	0	0	营业费用	16	24	26	29
预付账款	269	552	582	644	管理费用	252	605	645	726
存货	92	479	504	558	财务费用	19	-26	-75	-80
其他	1	3	2	3	资产减值损失	36	80	80	80
非流动资产	1110	1547	1946	2332	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	14	23	23	23	投资净收益	36	0	0	0
固定资产	711	750	737	714	营业利润	375	1082	1440	1970
无形资产	99	77	60	43	营业外收入	2	0	0	0
其他	286	697	1126	1552	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	1846	4474	4896	5677	利润总额	368	1082	1440	1970
流动负债	721	654	466	391	所得税	126	271	361	494
短期借款	490	0	0	0	净利润	241	811	1079	1476
应付账款	61	184	194	215	少数股东损益	48	33	44	61
其他	170	470	272	176	归属于母公司净利润	193	778	1034	1415
非流动负债	124	135	133	134	EBITDA	501	1156	1476	2012
长期借款	3	3	3	3	EPS (元)	0.54	2.19	2.91	3.98
其他	121	132	130	131					
负债合计	844	788	599	524	主要财务比率				
少数股东权益	184	218	262	323	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	160	356	356	356	成长能力				
资本公积	268	2059	2059	2059	营业收入	175.5%	103.3%	6.6%	12.5%
留存收益	390	1052	1620	2415	营业利润	52.7%	188.8%	33.0%	36.9%
归属母公司股东权益合计	818	3467	4035	4830	归属于母公司净利润	54.5%	303.2%	33.0%	36.9%
负债和股东权益	1846	4474	4896	5677	获利能力				
					毛利率	6.7%	8.8%	9.8%	11.3%
现金流量表				单位:百万元	净利率	1.9%	3.9%	4.8%	5.8%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	23.6%	22.4%	25.6%	29.3%
经营活动现金流	213	672	868	1322	偿债能力				
净利润	241	811	1079	1476	资产负债率	45.7%	17.6%	12.2%	9.2%
折旧摊销	107	99	112	123	净负债比率				
财务费用	19	-26	-75	-80	流动比率	1.02	4.48	6.33	8.57
投资损失	-36	0	0	0	速动比率	0.89	3.74	5.25	7.14
营运资金变动	-157	-233	-246	-195	营运能力				
其它	39	20	-1	-1	总资产周转率	6.18	6.39	4.59	4.58
投资活动现金流	-150	-546	-510	-507	应收账款周转率	617	577	394	419
资本支出	192	555	519	516	应付账款周转率	236.01	150.31	102.59	105.09
长期投资	5	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	46	9	9	9	每股收益	0.54	2.19	2.91	3.98
筹资活动现金流	49	1403	-391	-540	每股经营现金流	0.60	1.89	2.44	3.72
短期借款	171	-490	0	0	每股净资产	2.30	9.75	11.34	13.58
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	196	0	0	P/E	85.14	21.12	15.88	11.60
资本公积增加	-21	1791	0	0	P/B	20.08	4.74	4.07	3.40
其他	-101	-94	-391	-540	EV/EBITDA	33.30	14.44	11.30	8.29
现金净增加额	111	1529	-33	275					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

施卫平：有色金属行业资深分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 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。
- 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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn