

供需因素渐成主导，金融因素依旧活跃——铅锌行业 09 年中期策略

有色金属行业/铅锌

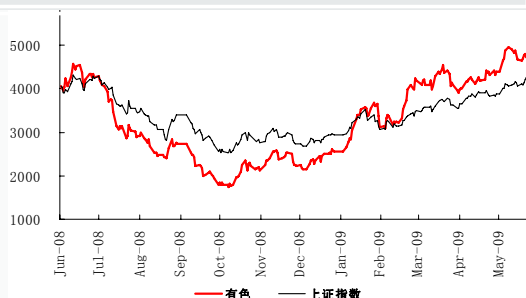
增持（维持）

报告日期：2009 年 7 月 15 日

行业指数与相关市场指数比较

指数名称	收盘	09年以来涨幅(%)
天相有色指数	4882.18	127.3%
天相流通指数	3327.45	74.3%
上证指数	2975.31	63.4%

行业指数近一年走势图



相关报告：

《价差缩小，将缓解国内供给压力——有色金属行业 5 月报》 2009 年 6 月 4 日

《需求有分化，持续关注铅锌行业——有色金属行业 4 月报》 2009 年 5 月 12 日

《持续关注资源优势企业——有色行业 2 季度及下半年展望》 2009 年 5 月 6 日

《黄金依然受宠，铅锌铜成亮点——10Q9 有色金属基金重仓股变动分析》 2009 年 4 月 22 日

《经济渐企稳，期待需求进一步释放——有色金属行业 3 月报》 2009 年 4 月 7 日

《潮落潮起一金“守”锌“攻”——09 年有色金属投资策略》 2008 年 12 月 24 日

张 方

010-66045552 zhangf@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 09年上半年铅锌行业上涨推动因素分析；
- 09年下半年铅锌行业供需状况以及金融环境分析；
- 从三方面把握铅锌行业的投资机会。

投资要点：

- 09年上半年多因素推动铅锌行业涨幅居前。推动铅锌行业上半年涨幅居前的因素有：（1）各国宏观调控政策引导，全球经济复苏预期增强；（2）流动性复苏，为市场注入活力；（3）收储支撑价格，为市场注入信心；（4）下游需求回暖，铅锌价格反弹；（5）行业景气度回升，上市公司盈利状况大幅好转。
- 供需因素渐成主导，金融因素依旧活跃。在铅锌行业前期的涨幅中，金融因素的推动作用很大。目前来说，由于铅锌行业的金融属性较黄金、铜弱，虽然金融因素依旧活跃，但推动铅锌行业的供需因素将逐渐成主导。铅锌行业正处于“去产能化+内需乃至外需恢复”的阶段，去产能化的进程将加速行业的复苏；在现阶段我国仍是铅锌消费的主力；而美国房地产的复苏以及国外汽车行业的触底反弹都将有力的带动铅锌的消费。从中长期来看，存在通胀和美元贬值的预期，这将对铅锌价格构成支撑，但短期来看通胀的压力并不很突出，而且美元也可能在一定强度上保持稳定。
- 维持铅锌行业“增持”评级，首推中金岭南。我们认为，铅锌行业的供需状况正在加速好转，维持铅锌行业增持的投资评级。在投资策略上主要把握三条主线：（1）具有高品位、高储量资源的企业仍是首选，这类企业可以充分享有价格上涨带来的收益，建议关注中金岭南（000060）、驰宏锌锗（600497）和宏达股份（600331）；（2）资源并购带来的投资机会，目前铅锌价格仍处于06年的水平，而且有国家的鼓励政策，资源并购的良机并未消失，建议关注中金岭南（000060）和中色股份（000758）；（3）副产品价格的上涨对于一些企业的利润贡献不可小觑，从这个角度出发也可以把握一些投资机会，建议关注豫光金铅（600531）、株冶集团（600961）和驰宏锌锗（600497）。

正文目录

正文目录.....	2
图表目录.....	3
1. 多因素助推铅锌行业涨幅居前	5
1.1 09 年上半年有色金属表现强劲，铅锌涨幅居前	5
1.2 铅锌行业与宏观经济关系密切	5
1.3 多因素助推市场反弹	7
1.3.1 宏观调控政策引导，全球经济复苏预期增强	7
1.3.2 流动性复苏，为市场注入活力	8
1.3.3 收储支撑价格，给市场注入信心	9
1.3.4 下游需求有所回暖，价格反弹	10
1.3.5 行业景气度回升，上市公司盈利状况好转明显	10
2. 供需因素渐为主导，金融因素依旧活跃	12
2.1 去产能化将利于行业加速好转	12
2.2 我国仍将是铅锌消费的主力	13
2.3 国外消费在低谷中回暖	14
2.4 金融因素依旧活跃，但较前期有所弱化	17
3. 行业加速回暖，维持“增持”评级	19
3.1 资源优势企业仍是首选	19
3.2 资源并购或将持续	22
3.3 不可忽视的副产品	23
3.4 首推中金岭南	25

图表目录

图表 1: 2009 年以来有色行业表现强劲.....	5
图表 2: 2009 年铅锌行业指数涨幅居前.....	5
图表 3: 铅产业链及影响因素	6
图表 4: 锌产业链及影响因素	6
图表 5: 2009 年以来城镇固定资产投资和新增贷款大幅增长.....	7
图表 6: 工业增加值稳定回升, 制造业复苏	7
图表 7: 铅锌进口大幅增加 (单位: 万吨)	8
图表 8: 美、欧、日制造业反弹	8
图表 9: 央行目标利率和 LIBOR-OIS 利差降低	9
图表 10: 美元指数加速下跌助推金属价格	9
图表 11: 收储支撑铅锌价格 (单位: 万吨, 元/吨)	10
图表 12: LME 铅锌价格反弹	10
图表 13: 行业景气度回升, 铅锌上市公司大幅减亏 (单位: 亿元)	11
图表 14: 09 年 3-5 月铅锌行业盈利状况大幅好转.....	11
图表 15: 09 年 3-5 月铅锌行业采选、冶炼实现盈利 (单位: 亿元)	12
图表 16: 09 年以来有色行业固定资产投资额大幅下滑.....	13
图表 17: 我国铅锌消费结构	13
图表 18: 汽车产量稳步增长, 镀层板产量逐步上升	14
图表 19: 房地产开发投资有望继续回升	14
图表 20: 美国房屋销售市场回暖	15
图表 21: 房屋库存消化顺利, 房价回升	15
图表 22: 国外汽车销量回暖	16
图表 23: 我国汽车保有量稳步上升, LEM 铅库存三、四季度成下降趋势 (单位: 吨)	17
图表 24: 美国和欧元区 M1、M2 增速.....	17
图表 25: 美国 10 年、5 年期国债收益率上升.....	18
图表 26: CPI 处于低位、短期通胀担忧有所下降	18
图表 27: 国外机构铅价预测逐步提升 (单位: 美元/吨)	19
图表 28: 国外机构锌价预测逐步提升 (单位: 美元/吨)	19
图表 29: 世界铅锌资源储量 (单位: 万吨)	20
图表 30: 主要上市公司资源储量 (单位: 万吨)	20
图表 31: 上市公司铅锌产能产量预测 (单位: 万吨)	21
图表 32: 上市公司铅锌精矿产量预测 (单位: 万吨)	21
图表 33: 2008 年存货跌价准备影响 (单位: 万元)	22
图表 34: 澳大利亚 PEM 资源金属量	22
图表 35: 澳大利亚 Terramin 矿业公司铅锌资源储量 (单位: 万吨)	23



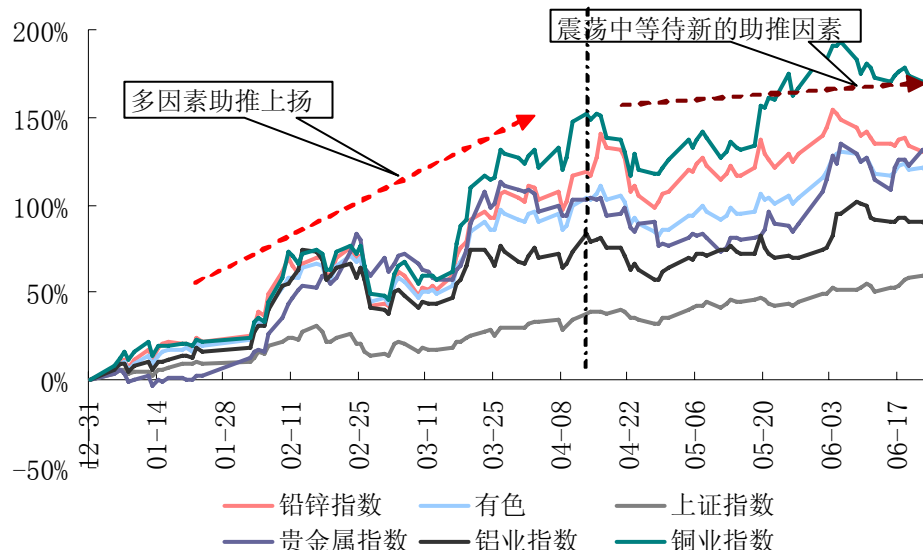
图表 36: 关注副产品价格上涨带来的机会	24
图表 37: MB镉价格走势	24
图表 38: 铅锌冶炼副产品价格走势	25
图表 39: 中金岭南 (000060) 财务分析	27
图表 40: 铅锌行业上市公司盈利预测及评级	28

1. 多因素助推铅锌行业涨幅居前

1.1 09 年上半年有色金属表现强劲，铅锌涨幅居前

正如我们 2009 年有色金属行业年度策略中所述，“有色金属行业的复苏依赖于国家宏观政策的引导、流动性的复苏以及下游需求的回暖”，2009 年上半年有色金属行业表现确实强劲，其中铅锌行业涨幅居前。截至 6 月 30 日，天相铅锌行业涨幅为 143%，高于有色行业 124%和上证指数 62%的涨幅，次于铜业 186%和 154%的涨幅。但从涨势来看，明显分为两个阶段。从 2009 年初到 4 月 17 日，多因素助推有色行业强势上扬，从 4 月 17 日至今，有色行业明显在震荡整理中等待新的助推因素。

图表 1：2009 年以来有色行业表现强劲



数据来源：天相投资分析系统

图表 2：2009 年铅锌行业指数涨幅居前

	截至 4 月 17 日	截至 6 月 30 日
铅锌指数	133%	143%
贵金属指数	94%	154%
铝业指数	75%	88%
铜业指数	138%	186%
有色	103%	124%
上证指数	38%	62%

数据来源：天相投资分析系统

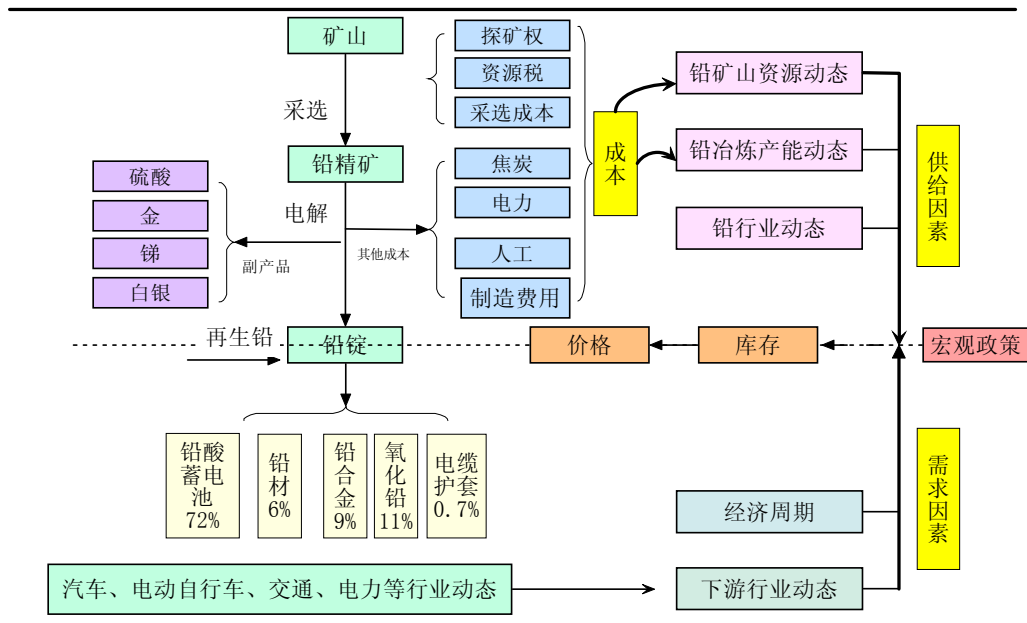
1.2 铅锌行业与宏观经济关系密切

有色金属工业是国家的基础产业，为国民经济活动提供各种必不可少的原材



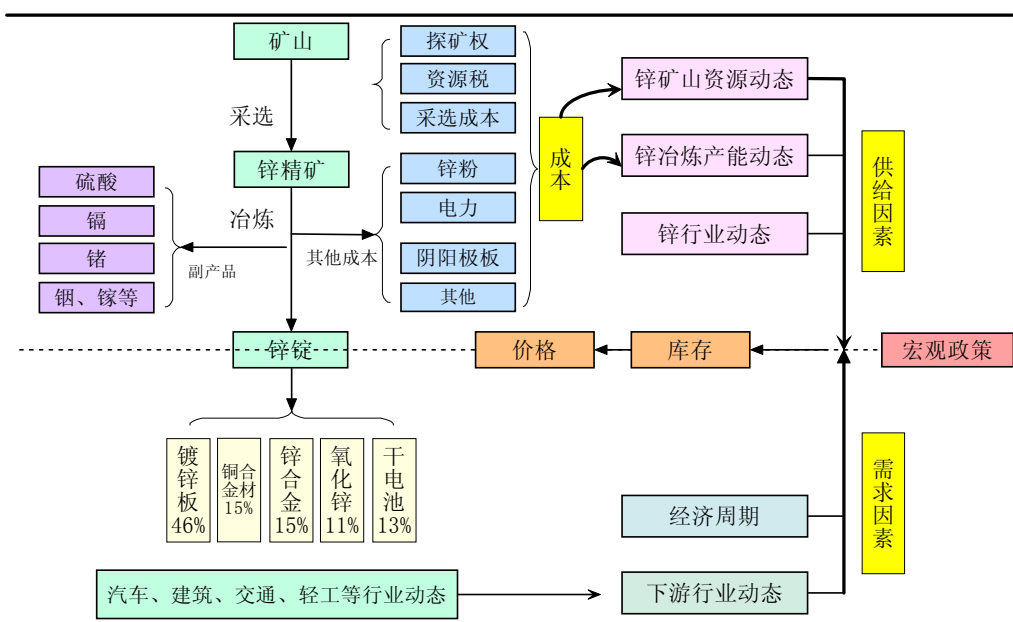
料，产业关联度很强。以铅锌为例，铅锌广泛应用于房地产、交运设备（汽车、电动自行车、摩托车等）、家用电器、电力、电子元器件等行业。另外，由于有色行业的周期性运行特征和资源属性，使得有色行业运行与宏观政策和经济周期关系密切。因此，我们将从宏观经济运行、产业环境等方面分析铅锌行业的现状及运行趋势。

图表 3：铅产业链及影响因素



数据来源：天相投顾

图表 4：锌产业链及影响因素



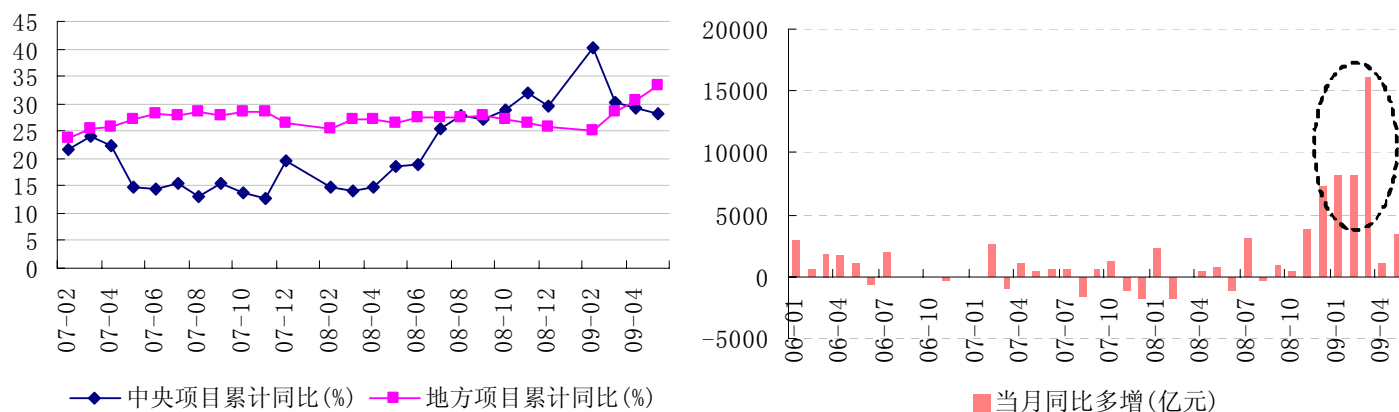
数据来源：天相投顾

1.3 多因素助推市场反弹

1.3.1 宏观调控政策引导，全球经济复苏预期增强

中国经济率先触底反弹，“中国因素”得以强化。2008年10月份以来，我国提出多项经济刺激计划。特别是“四万亿”投资计划（包括加大廉租房建设力度、完善农村电网、加快城市电网改造以及加快铁路、公路等重大基础设施建设）及后续政策（产业振兴规划和新增贷款额的增加），加大了经济复苏的预期，同时也带动了有色金属的消费。2008年11月以来城镇固定资产投资（中央项目）累计同比增长31.8%，2009年2月达到了40.3%，同时带动2009年以来城镇固定资产投资（地方项目）的稳定增长。

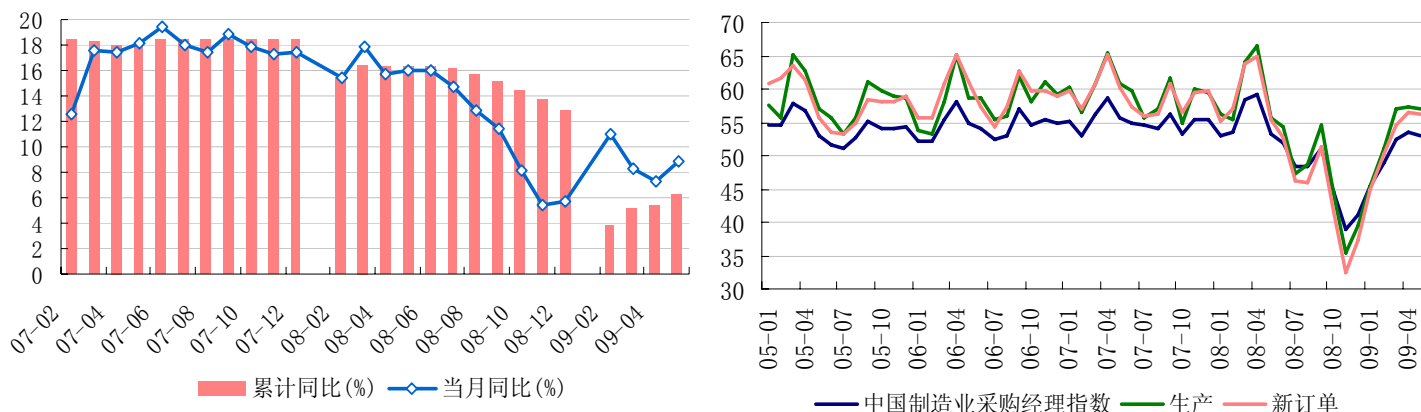
图表 5：2009 年以来城镇固定资产投资和新增贷款大幅增长



数据来源：国家统计局，中央银行网站

在经济计划的刺激下，我国工业增加值增速稳步回升，5月工业增加值同比增长8.9%，1-5月累计增长6.3%。另外从趋势上看，我国采购经理人指数连续5个月回升，并从3月份50以上的扩张领域，预示着未来几个月中国制造业仍将处于复苏通道中。

图表 6：工业增加值稳定回升，制造业复苏

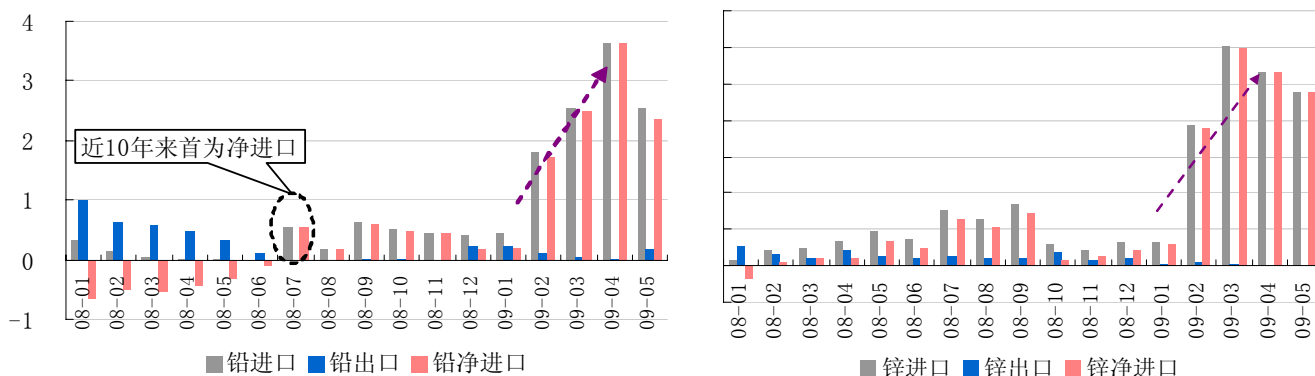


数据来源：国家统计局



从铅锌消费上看，2009年以来，美国、欧洲、日本铅锌消费还没有恢复到正常水平；我国在一系列经济计划和信贷大幅增长的刺激下，“内强外弱”格局延续，“中国因素”不仅没有减弱，反而强化了。2009年以来，我国铅锌净进口量激增，虽然有收储刺激、沪伦价差套利的因素，但更反映了我国铅锌需求的回暖。

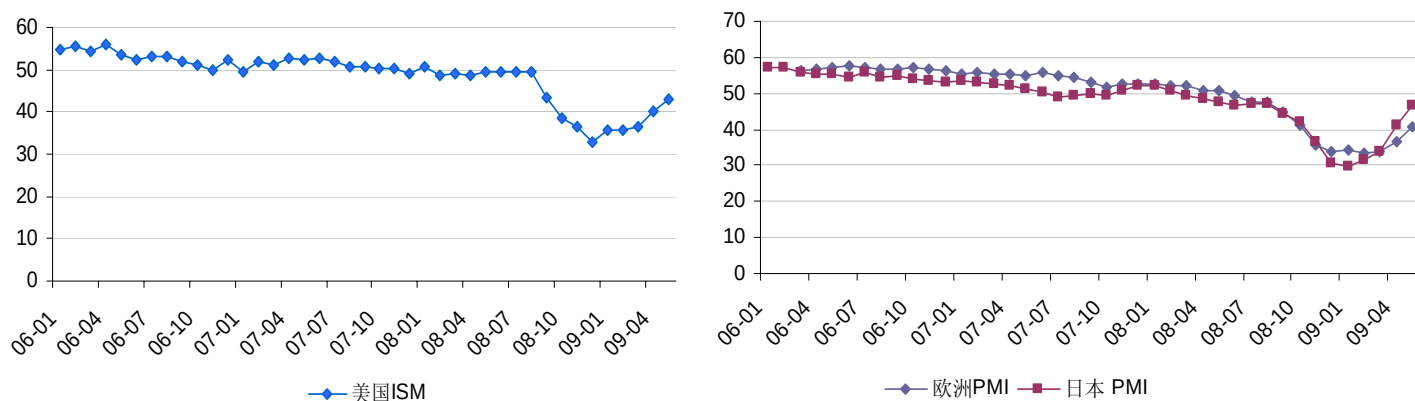
图表 7：铅锌进口大幅增加（单位：万吨）



数据来源：中国海关，天相投顾

美国经济复苏虽不及中国迅速，但离触底不远，美国ISM制造业指数连续5个月回升，5月已经达到42.8；欧洲、日本等西方国家经济下滑的趋势也有所放缓，5月欧洲PMI指数为40.7，5月日本PMI指数大幅回升至46.6，显示了良好的复苏势头。

图表 8：美、欧、日制造业反弹



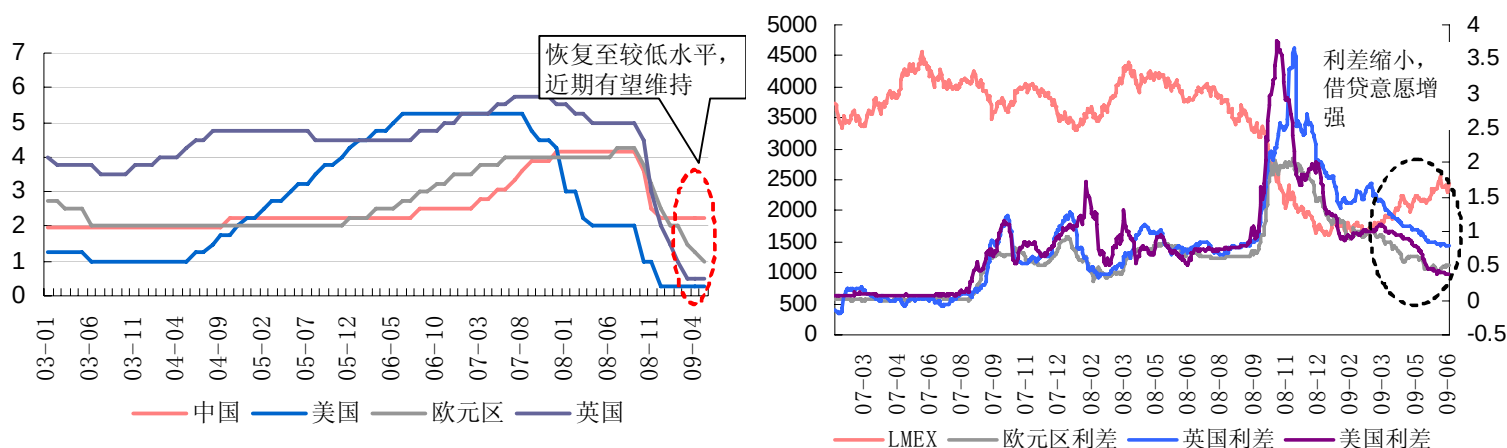
数据来源：Bloomberg，天相投顾

1.3.2 流动性复苏，为市场注入活力

2009年以来，各国相继实施扩张的货币政策，尤其是美国3月份公布3000亿美元美元的国债购买计划，造成货币供应大幅增加，同时各国央行目标利率大幅下调，市场流动性恢复，也刺激了用于投机动机的货币需求。衡量银行间借贷意愿

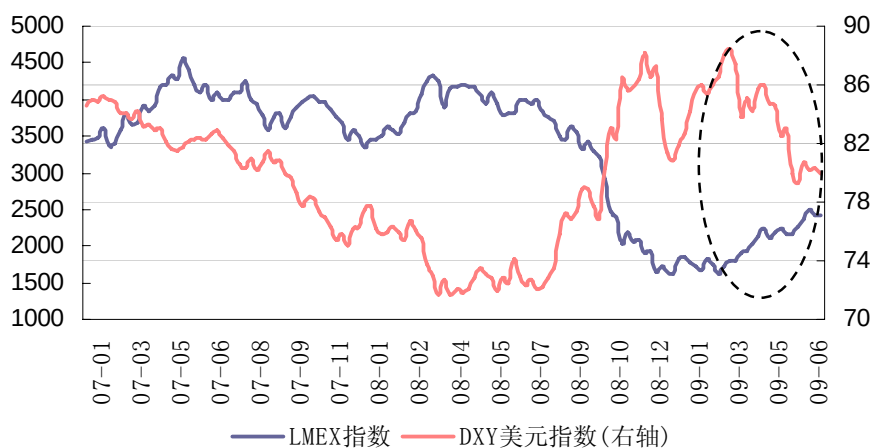
的LIBOR-OIS利差指标也处于下降通道，LIBOR-OIS利差是衡量现金可获得性的指标，利差越小，银行出借资金只需获得较低的风险补偿，借贷意愿越高，反之亦然。随着流动性的复苏，有色金属的资源属性自然成为资金追逐的对象。同时，随着美元供给的增加，以及全球经济向好使得美元避险需求下降，09年3月以来加速贬值，也推动了以美元计价的有色金属价格。

图表 9：央行目标利率和 LIBOR-OIS 利差降低



资料来源：Bloomberg，天相投顾

图表 10：美元指数加速下跌助推金属价格



资料来源：Bloomberg，天相投顾

1.3.3 收储支撑价格，给市场注入信心

自2008年以来，铅锌价格暴跌，企业大量减产、停产，需求的“突然”消失使企业经营困难。2008年12月份云南省首先计划收储有色金属，随后国储局和各地方政府都相继出台政策。虽然国储局和地方政府收储机制不同，但无疑对缓解市场短期供需关系有一定帮助，而且能够降低企业库存，解决企业资金周转问题。从收储的实际执行程度上看，国储局收储比地方收储要显著，但从提升市场信心的角度讲，效果是相同的，也给铅锌价格反弹提供了强有力的支撑。

图表 11: 收储支撑铅锌价格（单位：万吨，元/吨）

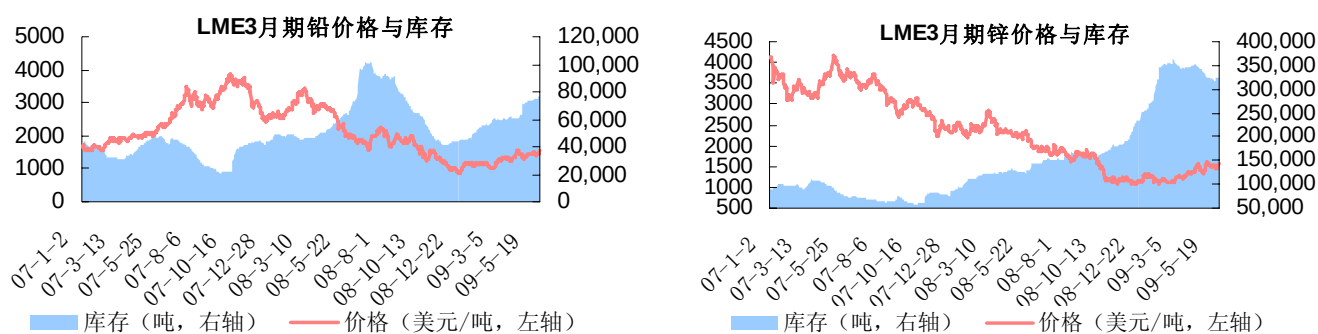
收储日期	品种	已收储量	价格	收储方	供应方	备注
2009 年 1 月	锌	5.9	11800	国储局	株冶集团 1.5 万吨, 中金岭南 1.3 万吨, 白银有色 1 万吨, 锌业股份 6000 吨, 其余 1.5 万吨由豫光金铅、驰宏锌锗、八一锌业 3 家瓜分	计划收储铅 10 万吨、锌 30 万吨
2008 年 12 月	锌	2.6	/	云南省	罗平锌电	计划 30 万吨
	铅	/	/		/	计划 10 万吨
2009 年 3 月	锌	4.4	11300	陕西省	汉中八一和陕西商洛各 2.2 万吨	/
	铅	3.3	12900		/	/
2009 年 3 月	铅锌	/	/	湖南郴州	金贵有色、云湘矿冶等	计划 10 万吨
2009 年 4 月	铅锌	/	/	湖南有色	株冶集团、锡矿山闪星锑业	计划斥资 12 亿元

资料来源：天相投顾

1.3.4 下游需求有所回暖，价格反弹

另外，受益于国家基建投资和汽车产业振兴规划的拉动，铅锌行业下游需求明显好转。供需结构改善使得铅锌库存压力缓解，再加上流动性的充裕，助推铅锌价格大幅反弹。

图表 12: LME 铅锌价格反弹

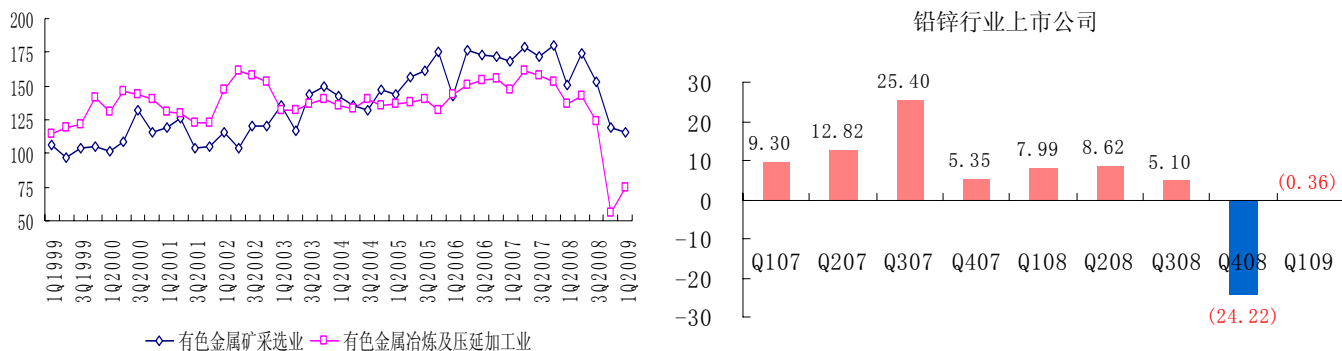


资料来源：Bloomberg，天相投顾整理

1.3.5 行业景气度回升，上市公司盈利状况好转明显

2009年一季度冶炼及压延加工业指数在经历连续急挫之后回升，采选业指数下降幅度趋缓，预计二季度将反弹，行业整体运行状况好转。2009年一季度铅锌行业上市公司归属母公司净利润为-0.36亿元，较2008年四季度的-24.22亿元，大幅减亏。

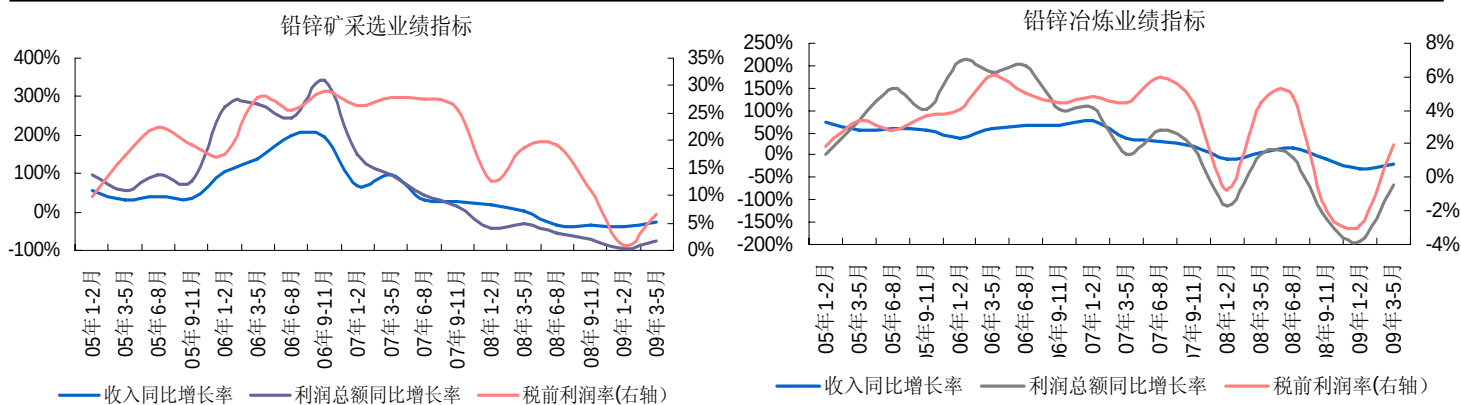
图表 13: 行业景气度回升, 铅锌上市公司大幅减亏 (单位: 亿元)



资料来源: Bloomberg, 天相投顾

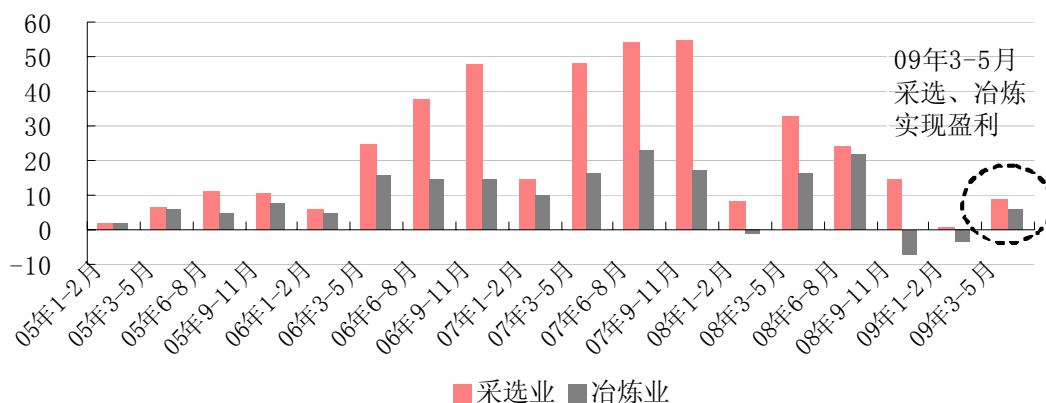
根据国家统计局公布的1-5月最新企业财务数据, 铅锌行业收入和盈利状况好转明显, 冶炼业也实现盈利。2009年1-5月铅锌采选企业实现营业收入176.04亿元, 同比下降24.84%, 实现利润总额9.14亿元, 同比下降76.07%; 铅锌冶炼业实现营业收入425.55亿元, 同比下降27.53%, 实现利润总额1.96亿元, 同比下降89.78%。从3-5月分段数据看, 铅锌采选业和冶炼业分别实现利润8.77亿元和5.73亿元(1-2月分别为0.37亿元和-3.77亿元), 税前利润率也回升至6.54%和1.95%。

图表 14: 09 年 3-5 月铅锌行业盈利状况大幅好转



资料来源: 国家统计局, 天相投顾

图表 15: 09 年 3-5 月铅锌行业采选、冶炼实现盈利（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，天相投顾

2. 供需因素渐为主导，金融因素依旧活跃

金融危机后，实体经济需要经历三个阶段：需求冻结、去库存化+部分需求释放（刚性需求及双积极政策敏感性的需求释放）、去产能化+内需乃至外需恢复，而铅锌行业目前在经历了刚性需求及积极的财政政策和货币政策后，正向第三个阶段转化。在此阶段，支撑行业持续上涨的因素中，供需因素将逐渐成为主导，金融因素依旧活跃，但较前期将有所弱化。

2.1 去产能化将利于行业加速好转

有色金属作为强周期性行业，一般情况下，在一轮牛市的中期和后期都伴随着快速的产能扩张，而在熊市导致的需求萎缩和价格暴跌后，往往会出现一定程度的产能过剩现象。在需求仍处于薄弱阶段，价格有所反弹时，这些过剩产能的重起将会抑制价格的持续回升，因此去产能化的程度较大将利于行业的加速好转。我们所讲的去产能化，不仅包括已有产能的淘汰，还包括在建产能的延迟和新增投资的减少。

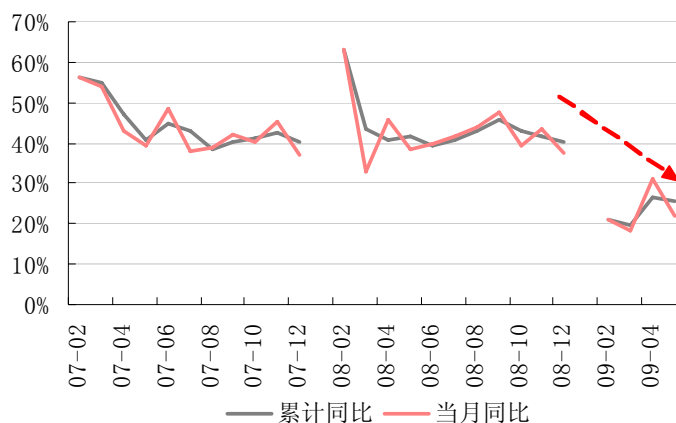
产业政策淘汰落后产能，提高新建产能限制标准。在我国已经制定的有色产业振兴规划中，2009年将淘汰落后铅冶炼产能60万吨（约占总产能的13%）、锌冶炼产能40万吨（约占总产能的9%）；同时提高新建产能限制标准，在规模、设备、能源消耗、环保等方面进行严格限制。

行业并购增加，集中度提高。铅锌行业由于资源集中度较低，冶炼技术相对简单，矿山和冶炼企业较为分散，这对去产能化不利。一般来说，集中度较高的行业在行业稍回暖时，重启产能更慎重。在产业振兴规划中加大铅锌行业区域整合，鼓励企业充分利用国外资源，被列为重点，并提出到2011年，国内排名前十位的铅、锌企业的产量占全国总产量的比重分别提高到60%和60%，而2008年这一比例分别为35%和50%。而且国内的大型矿业公司如五矿集团、中金岭南、中色股份也相继加大海外资源的股权投资。

另一方面，由于产业融资环境的恶化以及行业盈利能力预期的下调，企业

也缩减了未来的资本支出计划，导致中长期行业产业潜力的下滑。2009年以来，我国有色金属矿采选、冶炼及加工固定资产投资额较2007年、2008年已大幅下滑。

图表 16：09 年以来有色行业固定资产投资额大幅下滑

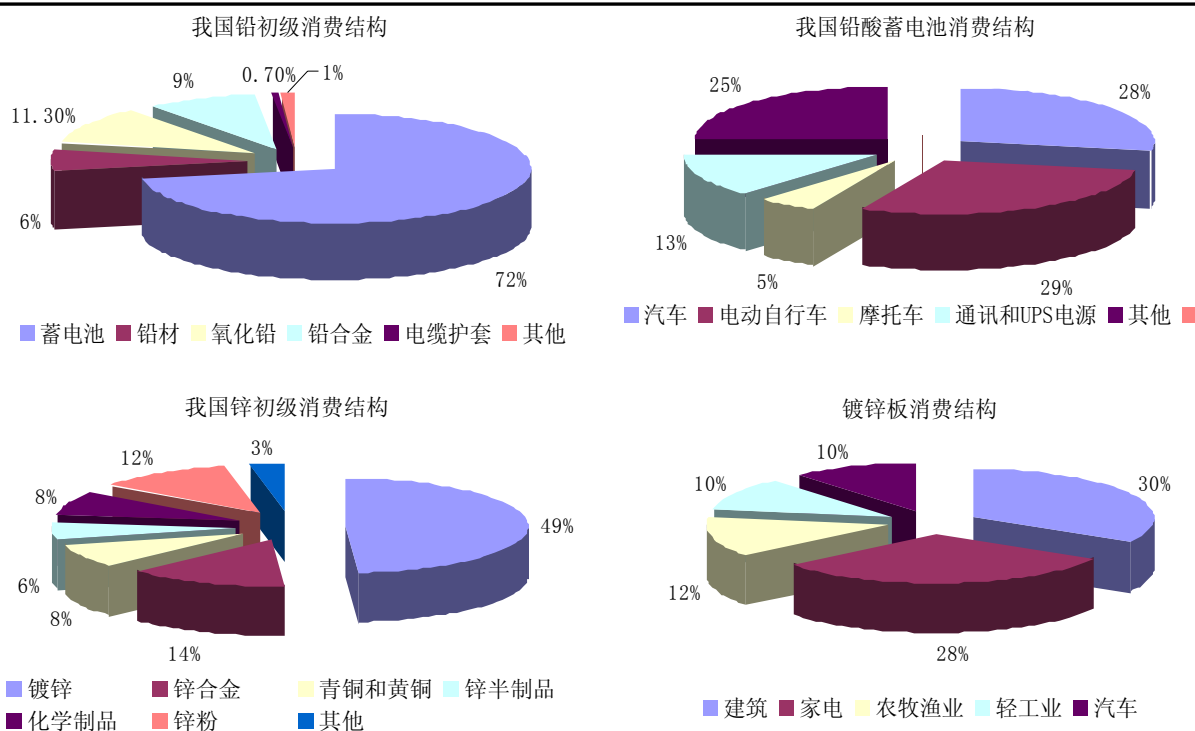


资料来源：国家统计局，天相投顾

2.2 我国仍将是铅锌消费的主力

我国铅72%左右用于制造铅酸蓄电池，铅酸蓄电池主要用于汽车和电动自行车行业。我国锌49%左右用于制造镀锌行业，镀锌板主要用于家电、建筑和汽车行业。

图表 17：我国铅锌消费结构

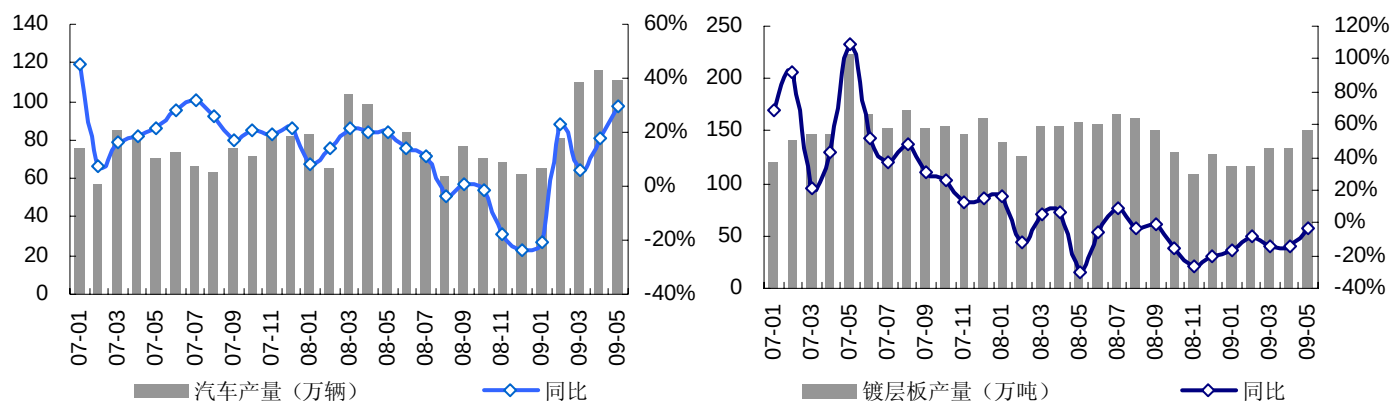


数据来源：天相投顾

我国铅锌消费将继续受益于“汽车下乡”（主要是轻卡和微客）和“家电

下乡”（主要是冰箱）政策，而且，空调和冰箱也进入消费旺季。另外，5月份的镀层板（90%以上为镀锌板）产量已经出现明显回升，也印证了下游消费的稳定回暖。

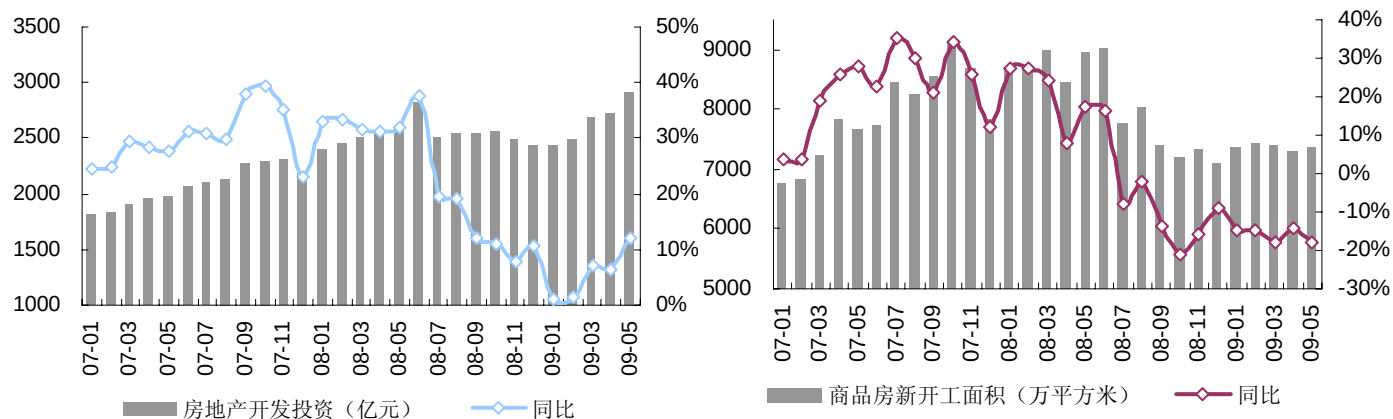
图表 18：汽车产量稳步增长，镀层板产量逐步上升



数据来源：中经网产业数据库，天相投顾

另外，国务院自5月25日下调固定资产投资项目资本金比例，其中保障性住房和普通性住房从35%下降至20%，这有利于降低开发商资金压力，推动房地产投资增速稳定增长，房地产新开工面积也有望逐步回升。

图表 19：房地产开发投资有望继续回升

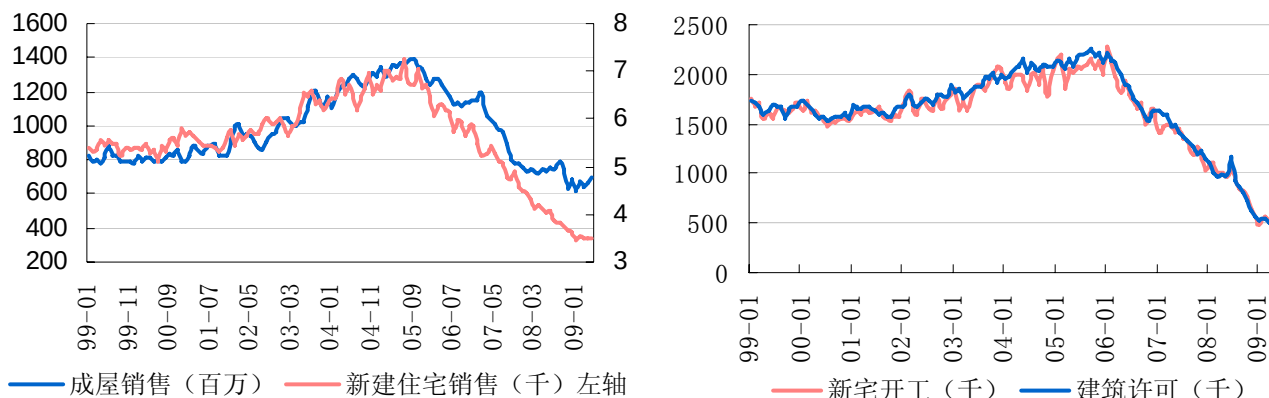


数据来源：中经网产业数据库，天相投顾

2.3 国外消费在低谷中回暖

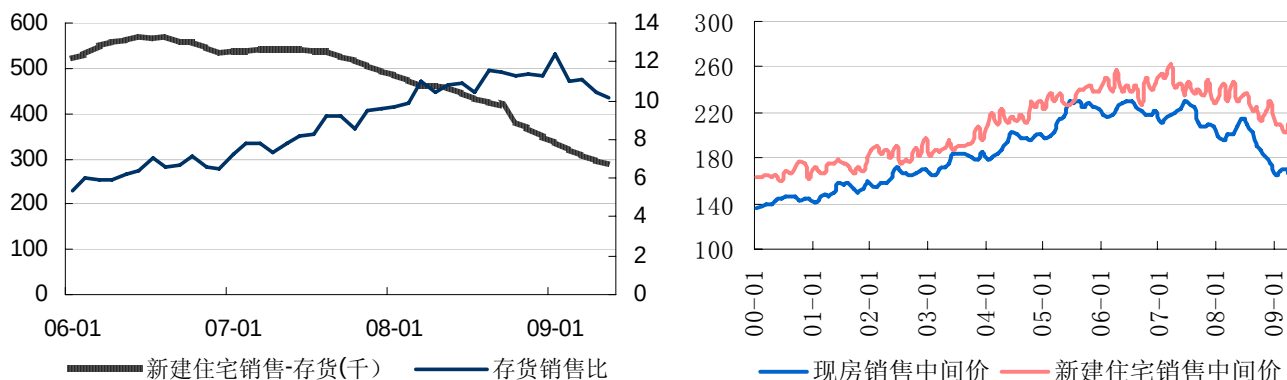
房地产市场方面，美国随着经济逐步复苏以及近期的低利率政策，已经为房地产市场储存了反弹力量，从5月数据来看，美国房地产市场的需求已经出现回暖迹象，无论是成屋销售还是新屋销售在4、5月份均呈现反弹迹象，从新建住宅的存货来看，存货已经连续21个月下滑，且自08年10月以来处于高速库存消化阶段，目前的新建住宅库存水平仅仅是05年和06年美国房地产高度繁荣时期的一半，这预示着新屋开工的回暖有望在随后一段时间得到延续。另外美国现房销售和新建住宅销售中间价也明显反弹，种种迹象表明美国房市正进入复苏的轨道。

图表 20: 美国房屋销售市场回暖



数据来源: Bloomberg, 天相投顾

图表 21: 房屋库存消化顺利, 房价回升

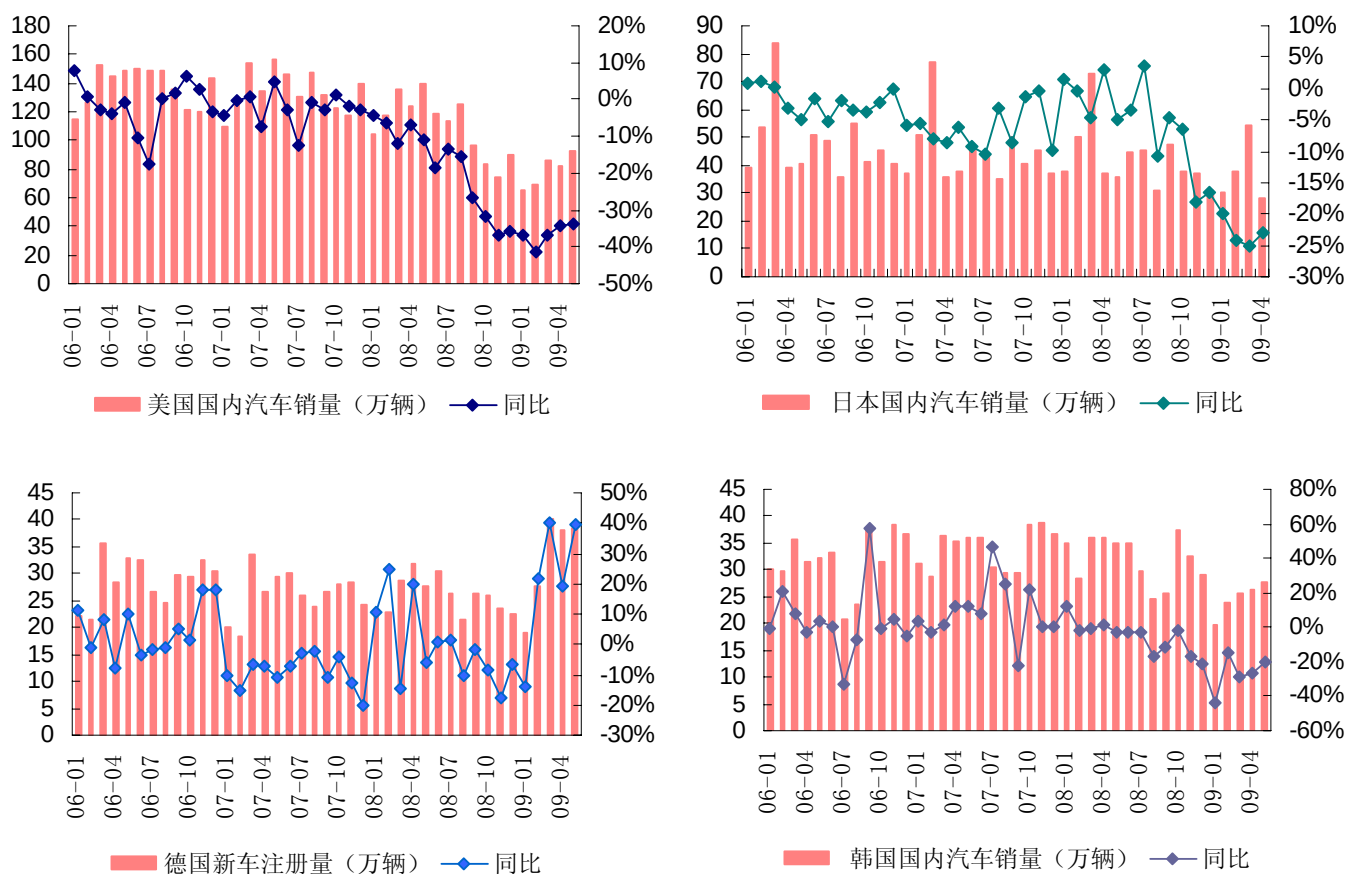


数据来源: Bloomberg, 天相投顾

汽车市场方面, 随着各国消费者信心的回升以及各项刺激政策, 虽然美、日、韩国内汽车销量仍处于同比下降趋势, 但已经稳步回升, 全球汽车市场回暖趋势加强。其中德国5月新车注册数量为38万辆, 同比增长40%, 主要受益于政府鼓励民众以旧换新的现金奖励措施。德国政府2月推出一项补贴措施, 淘汰车龄九年以上旧车、改买新车的车主, 可获得2500欧元(约3310美元)补助, 这项措施大受欢迎, 政府已同意将经费由原先的15亿欧元提高至50亿欧元, 并将政策实施到今年底, 预计德国新车注册量将会持续增长。另外, 日本政府为了帮助本国汽车制造业渡过难关, 先后推出对购置环保车实行减免购置税、重量税并对“以旧换新”提供补贴等政策也逐步显示出效果。



图表 22：国外汽车销量回暖

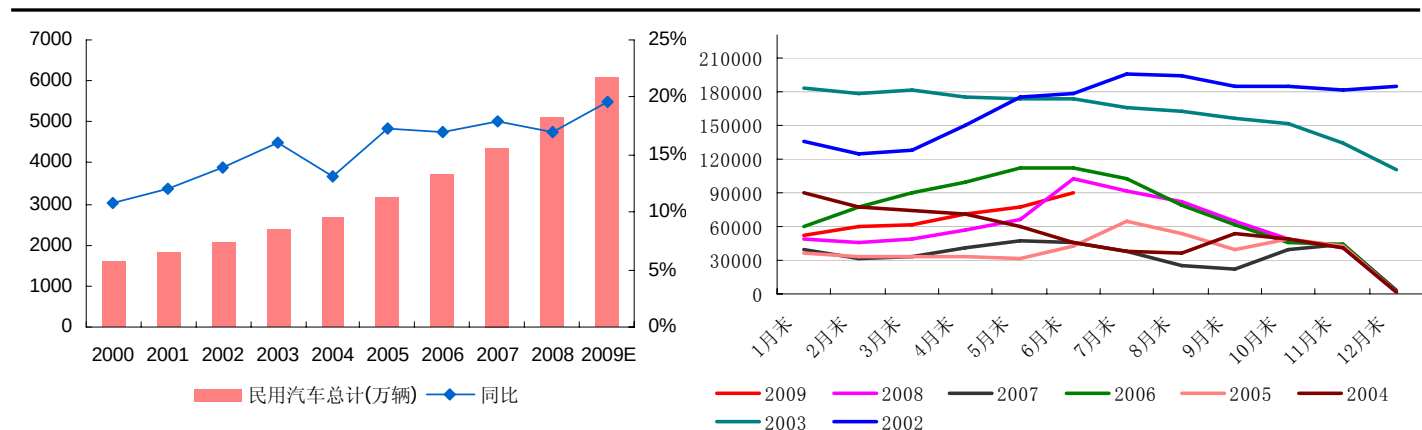


数据来源：Bloomberg，天相投顾

下半年铅的表现尤其较好。铅70%以上用于铅酸蓄电池，铅酸蓄电池分为启动型蓄电池、固定型蓄电池和牵引型蓄电池，其中启动型蓄电池主要用于汽车、摩托车、拖拉机等启动和照明；固定型蓄电池主要用于通讯、发电厂、计算机系统作为保护、自动控制的备用电源；牵引型蓄电池主要用于电动自行车、叉车、铲车等动力电源。

汽车启动用铅酸蓄电池的使用寿命一般为1-3年（重卡等大型车1年，轿车等小型车2-3年），因此汽车用铅酸蓄电池的需求与汽车新增产量和汽车保有量都密切相关，用于新车配套和旧车替换的比例大约为1：2。蓄电池耗铅量与电池型号和生产技术有关，一般情况下电池型号越大，单体电池耗铅量越大，生产技术越高，单体电池耗铅量越小。随着全球汽车保有量的提升以及汽车销量的回暖，铅的刚性需求和新增需求都将大幅提升，而且从以往的库存数据可以看到，铅的库存在三、四季度成下降趋势，这里一方面的原因就是三季度是欧美国家“自驾游”的旺季，铅酸启动用蓄电池替换率提高。

图表 23：我国汽车保有量稳步上升，LEM 铅库存三、四季度成下降趋势（单位：吨）



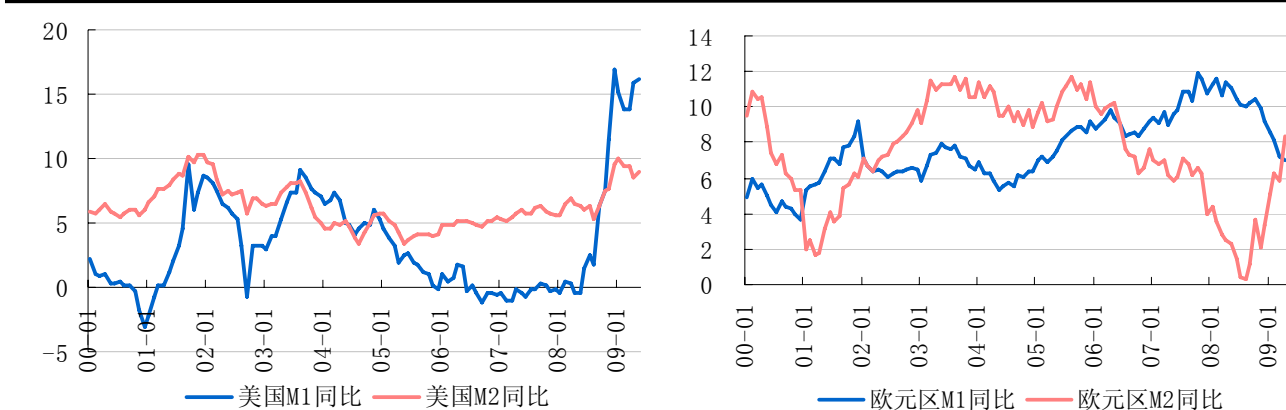
数据来源：Bloomberg，天相投顾

2.4 金融因素依旧活跃，但较前期有所弱化

铅锌作为工业金属，金融属性要弱于黄金和铜，但由于具有资源属性，未来的通胀预期也将推动铅锌的价格，另外美元中期期贬值的影响也将一直存在。总体来说，影响铅锌行业的金融因素依旧活跃，但较前期有所弱化。

为应对经济危机，各国分别采取宽松的货币政策，下调目标利率，注入大量的流动性，各国M1、M2出现大幅提升。从逻辑上讲，这么多的货币流入市场必将推动资产价格的上涨，增加对未来通胀预期的担忧。从美国10年期国债利率已经回升至2.3以上，5年期国债利率也回升至1.5以上，也印证了这个判断。

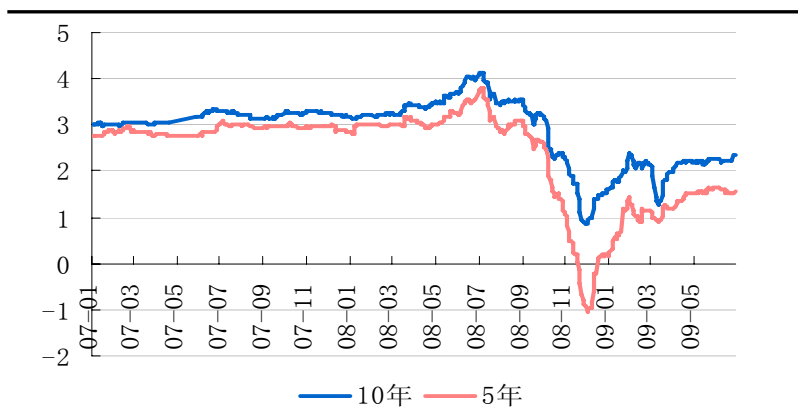
图表 24：美国和欧元区 M1、M2 增速



数据来源：Bloomberg，天相投顾



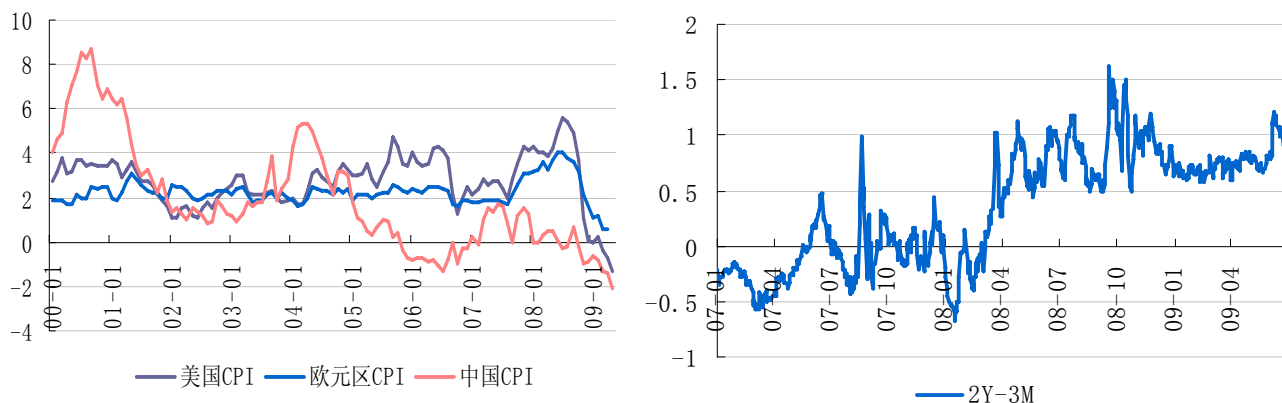
图表 25: 美国 10 年、5 年期国债收益率上升



数据来源: Bloomberg, 天相投顾

但是就目前来说, 各国CPI依旧处于低位, 通胀并不明显。而且近期美联储的货币声明表示将不会更改1.75万亿的机构抵押贷款证券, 并表示未来一段时间的通胀水平仍处于一个较为合适的水平, 对控制通胀预期有非常大的信心。美国两年期国债收益率与美国三个月国债利率之差近期出现下滑, 也说明市场对近期通胀的担忧有所下降。

图表 26: CPI 处于低位、短期通胀担忧有所下降



数据来源: Bloomberg, 天相投顾

另外, 由于美国经济恢复程度要好于欧洲, 美元、欧元未来货币供给的差异将可能使得美元继续保持对欧元的强势, 一方面欧洲央行行长特里谢表示要进一步帮助欧洲的银行“去坏账化”, 这暗示出欧元区货币政策仍有进一步宽松的可能性, 而另一方面美国经济复苏迹象越发明晰, 使得美联储可以维持目前货币宽松的程度。由于欧元占美元指数的比重在58%左右, 美元对欧元的强势将在一定程度上左右美元指数的走势。事实上, 美元对原材料价格的压制作用更利于目前阶段经济的恢复速度和力度, 但我们认为随着下半年全球经济的回暖和需求的回升, 金属价格将重回升势。



图表 27：国外机构铅价预测逐步提升（单位：美元/吨）

日期	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	2009	2010	2011	2012
2009 年 2 月底	1140	1125	1250	1275	1220	1219	1213	1213
2009 年 3 月底	1149	1168	1250	1300	1154	1238	1248	1213
2009 年 4 月底	-	1213	1300	1323	1273	1269	1361	1474
2009 年 5 月底	-	1280	1300	1323	1278	1269	1361	1474
2009 年 6 月底	-	1290	1323	1323	1335	1433	1361	1625

数据来源：Bloomberg

图表 28：国外机构锌价预测逐步提升（单位：美元/吨）

日期	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	2009	2010	2011	2012
2009 年 2 月底	1100	1140	1275	1300	1190	1513	1962	2161
2009 年 3 月底	1100	1170	1250	1300	1172	1528	1900	2161
2009 年 4 月底	-	1206	1250	1300	1254	1534	1786	2080
2009 年 5 月底	-	1231	1300	1355	1254	1534	1786	2080
2009 年 6 月底	-	1318	1350	1411	1320	1651	1786	2000

数据来源：Bloomberg

3. 行业加速回暖，维持“增持”评级

铅锌行业供需环境已经得到了较大改善，未来有望加速回暖，而且中长期通胀的预期以及美元指数的贬值也将对铅锌价格形成支撑，我们认为铅锌行业仍具有较高的投资价值，维持行业“增持”评级。在投资策略上主要把握三条主线：

（1）具有高品位、高储量资源的企业仍是首选，这类企业可以充分享受价格上涨带来的收益，这从1-5月铅锌行业的利润结构可以得到印证（1-5月铅锌采选业利润总额占比行业采选、冶炼利润总额的82.34%）；（2）资源并购带来的投资机会，目前的铅锌价格仍处于2006年的水平，而且有国家的鼓励政策，因此仍然是资源并购的良机；（3）铅锌冶炼的副产品较多，副产品价格的上涨对于一些企业的利润贡献不可小觑，从这个角度出发也可以把握一些投资机会。

3.1 资源优势企业仍是首选

我国是世界铅锌储量大国，2008年我国铅、锌矿储量分别为1100万吨和3300万吨，仅次于澳大利亚。但与国外相比，我国的铅锌矿山中富矿、大矿少。国内较大的铅锌矿山主要有兰坪矿、凡口矿、会泽矿和锡铁山矿，铅锌储量约2100万吨，占我国铅锌总储量的48%，其余的矿山多为小矿山，且品位较低。

图表 29：世界铅锌资源储量（单位：万吨）

国家	铅储量	铅储量基础	铅储量占比	国家	锌储量	锌储量基础	锌储量占比
澳大利亚	2400	5900	30%	澳大利亚	4200	10000	23%
中国	1100	3600	14%	中国	3300	9200	18%
美国	770	1900	10%	秘鲁	1800	2300	10%
哈萨克斯坦	500	700	6%	哈萨克斯坦	1400	3500	8%
秘鲁	350	400	4%	美国	1400	9000	8%
墨西哥	150	200	2%	墨西哥	700	2500	4%
摩洛哥	50	100	1%	加拿大	500	3000	3%
其他国家	2580	4200	33%	其他国家	4900	8700	27%
合计	7900	17000	100%	合计	18000	48000	100%

资料来源：美国国家地质调查局 2009

矿产资源的稀缺性决定了有色金属行业产业链内部利润分配的结构，一般情况下，上游采选业由于存在资源供应瓶颈而能够享有行业内部大部分利润，而下游冶炼环节则因为原料供应与竞争压力等多种因素影响只能分享较低利润。关于资源型企业和纯冶炼型企业的盈利能力比较，在我们前期的报告中已经详细说明，这里不再赘述。

因此资源优势企业仍是投资的重要标的，综合上市公司的资源储量和矿山品位，我们首选中金岭南(000060)、驰宏锌锗(600497)，其次宏达股份(600331)、西部矿业(601168)和中色股份(000758)。当然，西部矿业还拥有约270万吨铜的权益储量，中色股份目前在老挝探明的铝土矿权益储量约有0.54亿吨，且有继续增长的可能。

图表 30：主要上市公司资源储量（单位：万吨）

公司	矿山名称	铅锌储量	权益	铅锌品位	锌品位	铅品位	权益合计	每股储量(千克)
中金岭南	凡口矿	434	100%	14.01%	9.33%	4.68%	663	6.48
	盘龙矿	86	55%	4.18%	3.13%	1.05%		
	澳大利亚 PEM	363	50.1%	16.41%	9.11%	7.3%		
驰宏锌锗	会泽矿	201	100%	25%	15%	10%	230	2.95
	昭通矿	29	100%	18.58%	13.42%	5.16%		
宏达股份	兰坪矿	1280	60%	8.97%	7.38%	1.59%	768	7.44
西部矿业	锡铁山矿	209	100%	10.33%	5.99%	4.34%	444	1.86
	获各琦矿	131	100%	2.90%	1.55%	1.35%		
	呷村矿	137	76%	13.65%	8.44%	5.21%		
中色股份	赤峰白音诺尔矿	103	51%	7.5%	5.53%	1.97%	142	2.22
	内蒙敖包锌矿	113	51%	13%	13%	/		
	澳安格斯铅锌矿	23.1	11.22%	9.72%	7%	2.72%		
	阿尔及利亚塔拉哈姆扎铅锌矿	382	7.99%	6.50%	5.20%	1.30%		

资料来源：天相投顾



图表 31：上市公司铅锌产能产量预测（单位：万吨）

	2008		2009E		2010E	
	铅产量/产能	锌产量/产能	铅产量/产能	锌产量/产能	铅产量/产能	锌产量/产能
中金岭南	12/12.5	24/24.5	12.5/15	25/30	14/15	28/30
驰宏锌锗	9.01/10	18/20	9.01/10	18/20	12.1/16	23.3/30
宏达股份	/	17.7/22	/	19.5/22	/	22/32
西部矿业	1.9/4.5	4.7/7.4	5.7/10	6.1/17	8/10	12/17
中色股份	/	10.1/11	/	10.1/11	/	13/21
豫光金铅	29/30	/	29/30	/	30/30	
株冶集团	9/10	40/50	9/10	42/50	9/10	45/50
*ST 锌业	2.1/3	/39	2.5/3	35/39	2.5/3	36/39
罗平锌电	/	5.8/6	/	8/12	/	10/12

资料来源：天相投顾

图表 32：上市公司铅锌精矿产量预测（单位：万吨）

	2008	2009E	2010E	2011E
中金岭南	17.25	30	32	35
驰宏锌锗	17.5	18	20	21
宏达股份	13	13	15	18
西部矿业	17.5	14.5	17.5	18
中色股份	8.8	8.9	9.5	10
罗平锌电	1	1	1	1

资料来源：天相投顾

另外，由于2008年四季度铅锌价格暴跌，导致大部分公司计提了存货跌价准备。如果铅锌价格持续上升，一般存货跌价准备通过两种方式影响来年的净利润：要么体现为09年毛利率的上升（领用原材料成本按08年末账面价值计量，降低了产品成本），要么体现为资产减值损失的减少（未领用库存将于资产负债表日进行存货跌价准备的转回）。

存货跌价准备计提额的大小与公司采购成本、经营规模及经营能力有关。一般情况下，采购成本越高、经营规模越大、库存周转率越低，计提存货跌价准备额越高。从2008年计提存货跌价准备额可以发现：（1）计提额最大的是*ST锌业，最小的是中色股份，主要原因是*ST锌业锌产量较大，成本较高，中色股份铅锌成本较低，且业务的主要部分还有工程承包等。（2）一季度已冲回较大的有西部矿业和豫光金铅，主要原因是铅价回升较快，这也意味着对后续的利润影响将变小。（3）中金岭南一季度冲回为0，主要原因是库存周转率高，存货跌价准备已经体现为成本的下降和毛利率的提升。

图表 33：2008 年存货跌价准备影响（单位：万元）

	08 年计提存货跌价准备	一季度已转回	预计影响 09 年净利润	预计增厚 09 年 EPS
宏达股份	37542	5781	12000	0.11
驰宏锌锗	20415	126	8000	0.1
*ST 锌业	38644	3440	10000	0.09
西部矿业	37744	14955	15300	0.07
豫光金铅	18649	9000	10000	0.44
中金岭南	14989	0	6800	0.07
株冶集团	7175	-4586	10000	0.19
中色股份	2412	919	2000	0.03

资料来源：天相投顾

3.2 资源并购或将持续

对铅锌企业来说，更多的占有矿产资源，提高资源自给率，才能更最大限度地享有行业内部利润，并在经济周期底部运行中保持主动地位。

2009年5月份公布的有色产业振兴规划明确提出鼓励企业重组，加大境外资源开发力度。对铅锌行业来说，由于国内小的铅锌矿山居多，且品位较低，收购的价值不大，如何更多的通过股权投资的方式开发国外资源是我国铅锌企业应考虑的问题。

同时，虽然LME铅锌价格自2009年以来反弹40%以上，但仍处于2006年的水平，也为资金实力雄厚、经营能力较强的企业继续并购提供了土壤，可关注中金岭南（000060）和中色股份（000758）。

中金岭南（000060）在2亿元人民币收购澳大利亚公司PEM50.01%股权后，铅锌资源权益储量达到了660万吨。而且随着PEM公司铅锌开采成本的持续下降，盈利能力的回升，有可能成为资源整合的平台，继续收购澳洲其他矿产资源。另外，大股东广晟资产经营有限公司（持有中金岭南股权31.73%）近期斥资1.4亿美元获得澳大利亚泛澳公司19.9%的股权（成为该公司第一大股东），泛澳公司主要矿山为位于老挝的Phu Kham铜金矿，矿石储量1.46亿吨，而这部分铜矿资产，按照广晟资产的规划，存在注入中金岭南的可能。

图表 34：澳大利亚 PEM 资源金属量

矿山名称	锌（万吨）	铅（万吨）	银（吨）	铜（万吨）	钴（吨）
布罗肯山	182（9.4%）	141（7.3%）	1757.89	/	/
弗林德斯锌项目	30（29.8%）	/	/	/	/
	10.68（27.6%）	/	/	/	/
昆士兰	/	/	139.5	20.15（1.3%）	7750
合计	222.68	141	1897.39	20.15	7750

资料来源：公司资料。注：括号内为金属品位

中色股份（000758）主营有色金属资源业务和工程承包业务，有色金属资源主要为蒙古敖包锌矿（铅锌资源储量123万吨）、内蒙赤峰白音诺尔铅锌矿（铅锌资源储量110万吨）以及老挝铝土矿（已探明氧化铝权益储量0.57亿吨，远景权益储量3.76-7.04亿吨）。公司近期认购澳大利亚Terramin矿业公司定向增发的1550万股可流通普通股，从而持有该公司现有发行在外股本总数11.22%（为公司第一大股东）已获国家发改委批准，尚需商务部批准，在当前政策背景下，被批准的可能性较大。

另外，公司大股东中国有色矿业集团公司（持股比例33.34%），是我国大型国有骨干企业，业务涵盖有色金属项目咨询服务、施工、采矿、选矿、冶炼、金属加工、贸易等，已拥有资源量含铜500万吨、钴15万吨、锌103万吨；正在运作的项目资源量含铜3100万吨，含金580吨，铝土矿储量26.7亿吨，是我国开采海外有色金属资源最多的企业，在全球三十多个国家和地区设有办事处和经营机构。大股东的实力和背景或将为中色股份（000758）的海外资源并购提供支持。

而且，有色矿业集团5月份以0.36澳元/股购入7亿新股，共斥资2.52亿澳元（约12.56亿元人民币）获得澳大利亚稀土矿业公司Lynas Corp 51.66%股份。Lynas公司拥有位于西澳威尔德山区的高品位稀土矿，拥有约118万吨稀土氧化物（REO）的资源储量（平均品位约9.7%），占澳大利亚稀土总资源储量的22.69%。目前集团正等待澳大利亚外国投资审查委员会的审批。如果收购成功，集团再重新评估该资产后注入到中色股份的可能性是比较大的。

图表 35：澳大利亚 Terramin 矿业公司铅锌资源储量（单位：万吨）

矿山名称	铅锌储量（万吨）	权益	铅锌品位	锌品位	铅品位
澳大利亚安格斯铅锌生产矿山	23.1	11.22%	9.72%	7%	2.72%
阿尔及利亚塔拉哈姆扎铅锌矿	382	7.99%	6.50%	5.20%	1.30%
	其中：富矿 153	7.99%	13.90%	10.90%	3%

资料来源：公司公告

3.3 不可忽视的副产品

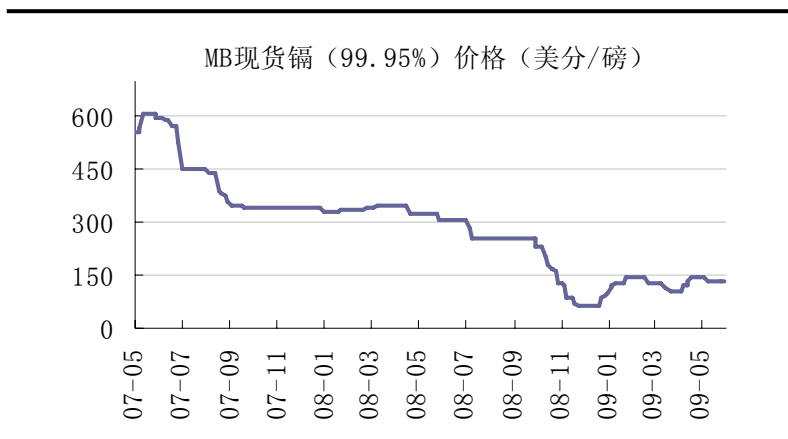
铅锌的主要冶炼副产品除了硫酸外，还有白银、镉、铟、锗等稀贵金属，这些稀贵金属的产量主要依赖于公司的冶炼回收技术及铅锌产量。当副产品价格形成持续上涨的态势时（需要密切关注其价格走势），我们可以选择对公司收入和盈利影响相对较大的公司作为投资的对象（当然对铅锌行业都是利好）。

图表 36：关注副产品价格上涨带来的机会

金属	用途	关注公司	备注
锗	锗具有半导体性质，锗单晶可作晶体管；含二氧化锗的玻璃有较高的折射率和色散性能，可用于制作广角照像机和显微镜镜头。	驰宏锌锗	2008 年生产锗产品（含锗）15.32 吨，营业收入 845 万元，占总营业收入比重 1.87%，毛利占比 3.01%。
镉	主要用于制造电池、颜料、荧光粉等。	罗平锌电	2008 年生产镉锭 273 吨，营业收入 785 万元，占总营业收入比重 0.96%，毛利 554 万元。
铟	液晶显示器所需 ITO（铟锡氧化物）占比 83%，半导体行业 3%。	株冶集团	铟产能 50-60 吨，占我国总产能的比重在 14% 左右。
白银 黄金	用于制合金、焊药、银箔、银盐、化学仪器等，并用于制银币和底银等方面。	豫光金铅	豫光金铅年产白银 600 吨，是国内最大的白银生产商，2008 年白银收入占比公司总收入的 26%，占比毛利的 8.8%。公司 2008 年产黄金 2.1 吨，黄金收入占比公司总收入的 5.3%，占比毛利的 14%。
硫酸	用于制造化肥等。	*ST 锌业	*ST 锌业 2008 年产硫酸 58 万吨，2008 年公司锌业务亏损，只有硫酸业务盈利，收入占比公司总收入的 14%。

资料来源：公司公告，天相投顾

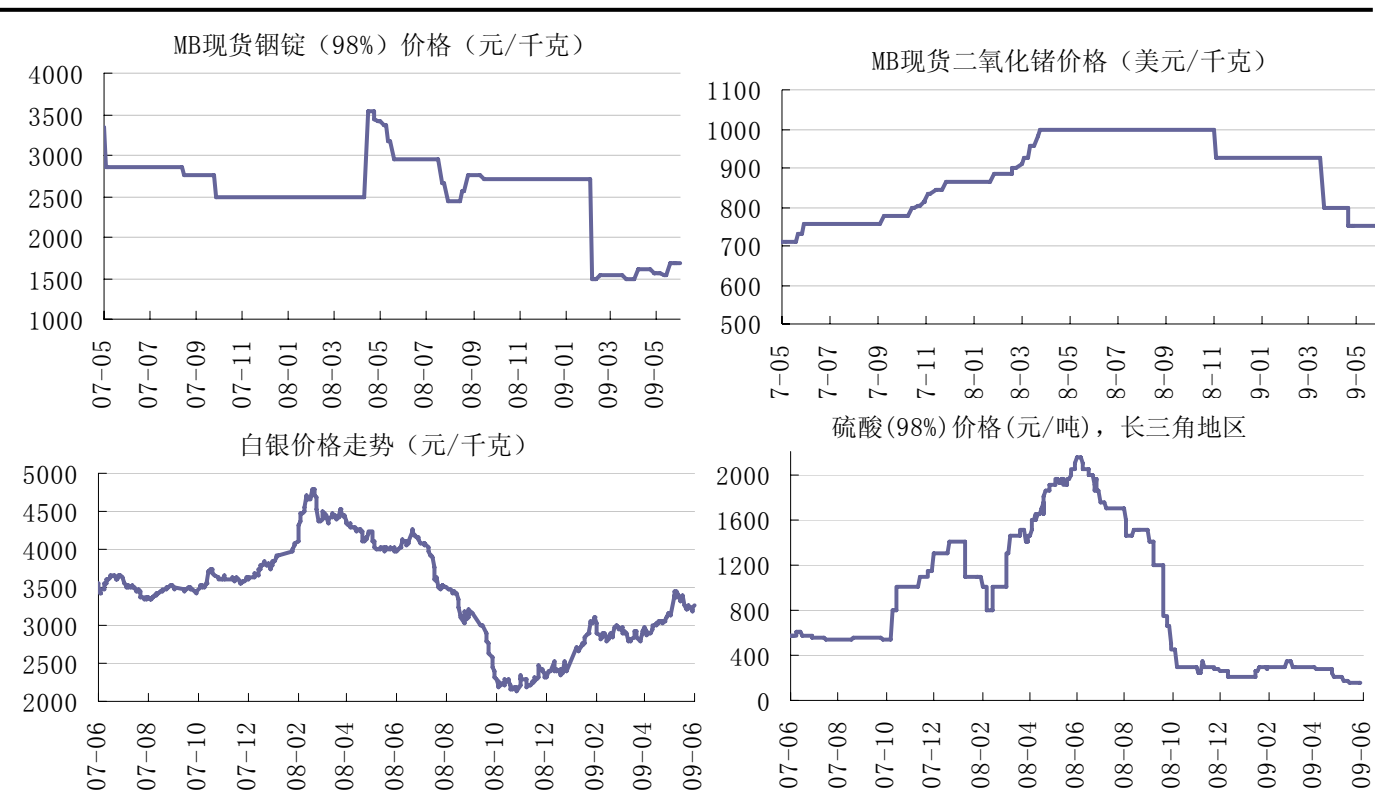
图表 37：MB 镉价格走势



资料来源：Bloomberg



图表 38：铅锌冶炼副产品价格走势



资料来源：Bloomberg

3.4 首推中金岭南

中金岭南 (000060)：公司主营铅锌的采选与冶炼，2008 年共生产铅锌精矿金属量 17.25 万吨，铅锌冶炼产品 35.96 万吨。公司在收购澳大利亚 PEM 公司 50.1% 股权后，铅锌资源储量（权益量）达到了 660 万吨左右。公司 2008 年实现归属于母公司所有者净利润 4.00 亿元，同比下降 65.73%；2009 年 1 季度实现归属于母公司所有者净利润 1176 万元，同比下降 95.78%。

为什么选择中金岭南：

1) 我们看好我国铅锌行业整体的资源形势，看好汽车行业对铅锌需求的拉动作用，看好铅锌价格在第三季度的表现，看好硫酸价格下行对铅锌行业负面影响较小。

2) PEM 公司股权的获得不仅仅代表了公司资源储量的增加，公司在合理的时期，利用较短的时间果断低调并以较低价格完成了该项交易，显示了公司资本运营的技巧及熟练度，企业管理者的判断及决心，是公司综合竞争力的体现。当然，这里也可能有运气的成份。

3) PEM 公司现金成本持续下降，目前已经实现微利。PEM 公司一季度通过提高生产效率和开采高品位矿山（锌 5.7%、铅 4.7%；上一报告期锌 4.5%、铅 3.2%），精矿现金成本继续下降至 0.56 美元/磅（上期为 0.94 美元/磅），并



低于此前计划的 0.60-0.65 美元/磅。PEM 公司表示至下一报告期（2009 年 6 月 30 日），现金成本有可能下降至 0.52 美元/磅。实际上，从 2009 年 3 月份开始，PEM 公司已产生正的现金流，目前已经实现微利。

4) 铅锌精矿产量持续增长。凡口铅锌矿每年将达产铅锌精矿 18 万吨；广西盘龙铅锌矿技改预计 2009 年下半年完成，年选矿能力 90 万吨/年，考虑到市场情况及开采成本，预计 2009 和 2010 年产铅锌精矿约为 0.5 万吨和 1.5 万吨；如果不考虑经过协商供给公司精矿的情况下，PEM 公司在包销合同执行完后（铅 2009 年到期，锌 2011 年到期），将直接供给公司精矿，预计 PEM 公司 2009 年和 2010 年产铅锌精矿约 11.5 万吨和 13.5 万吨。

5) 冶炼产能稳中有升：（1）丹霞冶炼厂 8 万吨技改项目 2009 年 7 月份将调试运行，预计 2009 年 10 月份完工，加上已有产能 2 万吨，丹霞冶炼厂产能将达到 10 万吨；（2）韶关冶炼厂粗炼产能已达到 30 万吨，精炼产能已达到 35 万吨。预计 2009 年下半年公司粗炼产能将达到 40 万吨，精炼产能将达到 45 万吨。

6) 子公司：房地产项目有望带来收益，电池新材料是亮点。（1）天津金康房地产公司“金康·国际中心”项目进展顺利，共投资约 9 亿元，有望在 2009 年底或 2010 年贡献收益。（2）岭南科技有限公司主要产品冲孔镀镍钢带（主要用于镍氢电池负极板材料）产能已达到 3000 吨/年，球形亚镍（主要用于镍电池材料）产能已达到 2000 吨/年，镍氢动力电池未来几年前景广阔，公司产能有望逐步释放。（3）岭南新材料有限公司 SNP 型特种镍粉主要用于二次电源的导电剂或添加剂、粉末冶金等，公司一期产能达到 500 吨/年，远期产能可达 2000 吨/年，随着市场的开拓，将逐步贡献利润。（4）岭南高能电池有限公司无汞电池锌粉（占市场份额的 70%）2008 年产能达到 12000 吨/年，片状锌粉产能也达到 200 吨/年。

6) 其它原因包括：

——公司的长期财务数据稳健；

——公司从资本市场募资较少，保证了较高的股东回报率水平，较强盈利能力和较好的企业经营效率；

——公司从资本市场募资较少，但重视股东回报，并且有能力回报股东。

（注：我们可以这样理解这个问题：工业企业（有色金属企业）的净利润不太可能有长期的持续增长，我们不需要企业以保持“g”为名过多浪费股东的资源而进行不合理的扩张和投资，我们需要企业在光景好的时候注重“g”和“d”的平衡，驰宏锌锗就是一个很好的例子）。

盈利预测。我们预计公司 2009 年、2010 年的 EPS 分别为 0.29 元和 0.52 元，6 月 29 日公司股价为 21.71 元，对应的动态 PE 分别为 75 倍和 42 倍，我们继续维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：1) PEM 公司成本控制的风险；2) 铅锌价格波动风险；3) 有色行业的周期性波动风险。

图表 39：中金岭南（000060）财务分析

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009Q1
盈利能力							
毛利率（%）	20.83	24.23	26.17	36.51	25.20	18.47	15.52
营业利润率（%）	7.19	10.19	12.54	28.94	17.38	10.13	3.55
有效税率	18.66	28.58	14.25	16.71	14.17	21.80	3.32
净利润率（%）	2.15	3.89	6.60	17.10	14.26	5.45	0.99
总资产收益率（%）	1.27	2.80	5.72	19.00	15.66	5.03	1.60
净资产收益率（%）	5.52	11.73	20.91	55.14	37.06	10.98	3.65
资本回报率（%）	4.34	5.66	9.28	24.63	21.07	6.66	2.17
成长性							
销售收入增长率（%）	5.50	25.43	19.62	54.13	26.42	-10.28	-29.90
营业收入增长率（%）	-0.52	77.90	47.20	255.58	-24.09	-47.72	-88.99
净利润增长率（%）	31.93	127.47	102.61	299.57	5.43	-65.73	-95.78
总资产增长率（%）	3.94	2.76	-3.94	45.43	15.96	-1.19	10.83
营运资本增长率（%）	-47.29	5.82	29.71	N/A	-3.12	7.15	40.27
资本增长率（%）	5.08	6.28	-2.60	20.06	24.28	-3.74	13.40
可持续增长率（%）	1.56	7.10	17.65	32.65	29.03	8.31	N/A
现金流							
经营活动的现金流（百万元）	290.56	465.13	339.99	-61.87	1055.66	1597.23	185.09
自由现金流（百万元）	76.86	318.82	131.19	-305.88	549.64	578.54	-4.27
每股经营现金流（元）	0.31	0.50	0.37	-0.06	1.03	1.56	0.18
每股自由现金流（元）	0.08	0.34	0.14	-0.30	0.54	0.57	0.00
经营活动的现金流/净利润	4.83	3.40	1.23	-0.06	0.90	3.99	15.74
经营活动现金流增长率（%）	23.25	60.08	-26.90	N/A	N/A	51.30	-66.11
盈利质量							
现金转换周期（天）	174.30	152.19	139.66	163.70	145.51	129.70	129.52
库存增长率 / 销售收入增长率	0.23	0.55	0.26	1.72	0.03	2.18	0.79
应收账款增长率 / 销售收入增长率	1.80	0.27	-0.52	0.47	-0.04	2.68	-1.77
非经常性项目收入 / 税前收入	10.25	-14.76	-21.74	-38.98	-3.15	-43.55	-306.58
折旧费用（百万元）	164.31	174.94	184.30	175.86	170.18	217.80	N/A
流动性及负债							
现金比率（%）	0.14	0.20	0.20	0.37	0.42	0.38	0.42
速动比率（%）	0.24	0.29	0.29	0.49	0.52	0.49	0.62
流动比率（%）	0.71	0.74	0.80	1.42	1.35	1.56	1.58
资产负债率（%）	58.01	59.46	55.22	32.34	28.59	25.15	26.56
财务杠杆	4.34	4.18	3.66	2.90	2.37	2.18	2.29
长期负债/总资本（%）	10.42	12.26	11.07	10.62	2.90	16.76	18.35
融资活动现金流/总负债（%）	0.10	0.16	0.13	-0.03	0.46	0.80	0.53
每股价值及估值							
基本每股收益（元）	0.06	0.15	0.30	1.18	1.14	0.39	0.01
每股净资产（元）	1.20	1.30	1.55	2.52	3.64	3.49	3.52
每股销售收入（元）	3.01	3.77	4.51	6.33	8.00	7.18	1.16



每股现金及现金等价物（元）	0.45	0.65	0.58	1.07	1.39	0.84	1.06
每股股利（元）	0.05	0.06	0.05	0.44	0.25	0.10	N/A
市盈率	51.79	18.94	9.66	9.52	27.78	20.00	159.60
市净率	2.80	2.16	1.86	4.46	8.72	2.24	5.88
市销率	1.12	0.74	0.63	1.78	3.97	1.09	3.09
每股价格 / 每股经营活动的现金流	5.63	7.85	N/A	30.78	5.00	13.19	17.14
股利收益率（%）	1.38	2.06	1.62	3.92	0.78	1.22	N/A

资料来源：公司资料、天相投顾整理

图表 40：铅锌行业上市公司盈利预测及评级

股票代码	公司简称	股价	盈利预测			P/E			最新评级
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
000060	中金岭南	21.48	0.39	0.29	0.52	55	74	41	增持
600497	驰宏锌锗	19.35	0.20	0.17	0.35	97	114	55	增持
000758	中色股份	15.99	0.19	0.14	0.27	847	1147	57	增持
600331	宏达股份	15.48	(0.57)	0.11	0.25	(27)	141	62	中性
601168	西部矿业	14.58	0.24	0.12	0.23	61	121	63	中性
600531	豫光金铅	15.59	0.27	0.15	0.25	58	104	62	中性
600961	株冶集团	13.37	0.04	0.05	0.18	334	267	74	中性
002114	罗平锌电	13.20	(0.29)	0.11	0.16	(46)	120	82	中性
000751	*ST 锌业	5.51	(0.88)	0.02	0.01	(6)	275	551	中性
600338	ST 珠峰	7.79	0.28	0.04	0.10	28	195	78	中性

资料来源：公司公告，天相投顾

注：股价为 6 月 29 日收盘价

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100