

换一种方式投资有色：把握季节的轮动——2010 年有色金属行业投资策略

有色行业

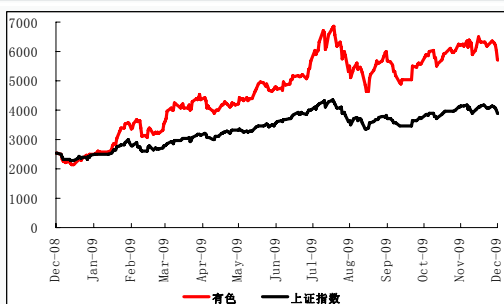
增持（维持）

报告日期：2009 年 12 月 22 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	年涨幅（%）
天相有色指数	5722	166.34%
天相流通指数	3661	91.76%
上证指数	3114	71.02%

行业指数近一年走势图



相关报告：

《铜行业：隐性库存压力增大，资源型公司仍是首选》 2009 年 9 月 29 日
《由加工费等刊铅锌企业盈利差异——对行业现状的思考》 2009 年 9 月 29 日
《老故事新内容，金属价格上涨的背后——2009 年有色行业中期策略》 2009 年 7 月 15 日
《持续关注资源优势企业——2009 年有色行业 2 季度及下半年展望》 2009 年 5 月 6 日
《有色行业：多因素共同驱动，上调行业评级至“增持”》 2009 年 3 月 25 日
《潮落潮起，金“守” 锌“攻”——2009 年度有色金属行业策略报告》 2008 年 12 月 24 日

杨晓雷 010-66045530 yangxl@txsec.com

张 方 010-66045552 zhangf@txsec.com

孟令圣 010-66045478 mengls@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 全球经济前景向好，金属总体消费有望持续增长；
- 细分金属各具优势，把握各品种的季节轮动投资实为上策；
- 两类公司投资主线：看重金属价格的上涨和淡化金属价格的上涨。

投资要点：

- 全球经济前景向好，金属总体消费有望持续增长。尽管2010年美元升值可能存在干扰，中国经济增长加快，以及西方主要国家经济的持续转暖有望推动有色金属总体消费出现持续增长。
- 细分金属品种各具优势。铜行业供给形势较为有利，且2季度体现了显著的季节性消费趋势；铅锌行业的下游需求和国内企业的资源优势仍是看点，且锌价对美元走势的敏感性较弱；国内铝行业可能受益于西方企业电力成本的上涨；尽管价格短期内可能会受到一定抑制以及对于美元更高的负相关性，但黄金行业中长期仍将受益于通胀的渐行渐近；钨行业整体供需形势较好，2010年值得期待。
- 维持行业“增持”评级，建议把握金属的季节轮动。1）我们认为，目前仍处于适合投资有色的大时段，金属价格有望继续上涨，企业盈利将持续增强，我们继续维持行业“增持”的投资评级。2）看重金属间的差异，把握季节的轮动，力图获取超额收益（以消费为主线）：1季度适宜配置铜业股票，1、3季度适宜配置铝业股票，2、3季度适宜配置铅锌股票，下半年配置黄金类股票，铝业股票则更侧重成本的变化对行业的影响。
- 公司投资机会。两条投资主线：1）考虑金属价格的上涨，把握细分行业的优势企业，主要考察资源优势及潜力、企业盈利增长预期、盈利弹性、企业财务的稳健性、行业属性、行业地位，建议关注中金岭南（000060）、焦作万方（000612）、山东黄金（600547）、金钼股份（601958）、江西铜业（600362）；2）淡化金属价格的上涨，看重2010年产能扩张较大且明确的公司，主要考察：产能扩张的程度、盈利增长预期、盈利弹性以及送转能力，建议关注东方锆业（002167）、恒邦股份（002237）。

正文目录

正文目录	2
图表目录	2
1. 不平凡的一年和平凡的百年	4
1.1 不平凡的一年	4
1.2 平凡的百年	4
2. 经济继续向好，金属需求持续增长可期	6
2.1 全球主要国家 2009 年经济逐步复苏	6
2.2 经济增长加快，我们对 2010 年金属消费抱以信心	7
3. 美元升值的干扰	10
3.1 息差的变化和美元升值	10
3.2 美元升值的干扰	11
4. 没有真正的完美，但各具优势	13
4.1 铜：“长期看好”遭遇“短期烦恼”	13
4.2 铅锌：下游需求和国内企业的资源优势仍是亮点	16
4.3 铝：2010 年，有利和不利的因素均来自于成本的上涨	20
4.4 黄金：中长期仍受益于通胀	21
4.5 钼：值得期待	23
5. 投资策略：换一种方式投资有色——把握季节的轮动	26
5.1 总体策略：仍处于适合投资有色的大时段	26
5.2 细分行业策略：季节的轮动	26
5.3 公司投资策略：两条主线——看重价格上涨和淡化价格上涨	27

图表目录

图表 1：股票指数及金属价格涨幅的对比	4
图表 2：109 年金属价格的上涨（对数坐标）	5
图表 3：剔除通胀因素后的 109 年金属价格（对数坐标）	5
图表 4：中国M1 及M2 同比增幅	6
图表 5：中国月度新增贷款	6
图表 6：中国PMI指数	6
图表 7：中国城镇固定资产投资	6
图表 8：西方主要经济体GDP	7
图表 9：美国GDP增速与铜表观消费量、实际消费量增速的对比	8
图表 10：美国GDP增速与铜、铝、锌表观消费量增速的对比	8
图表 11：世界银行 2010 年的经济预测	9
图表 12：联邦基金利率隐含加息概率（期货）一表	10
图表 13：联邦基金利率隐含加息概率（期货）一图	10
图表 14：风险偏好使美元指数和黄金价格同步走强	11
图表 15：美国对欧元区的息差逐步收窄	11
图表 16：原油价格在美国/欧元区息差下降时大幅走高	11



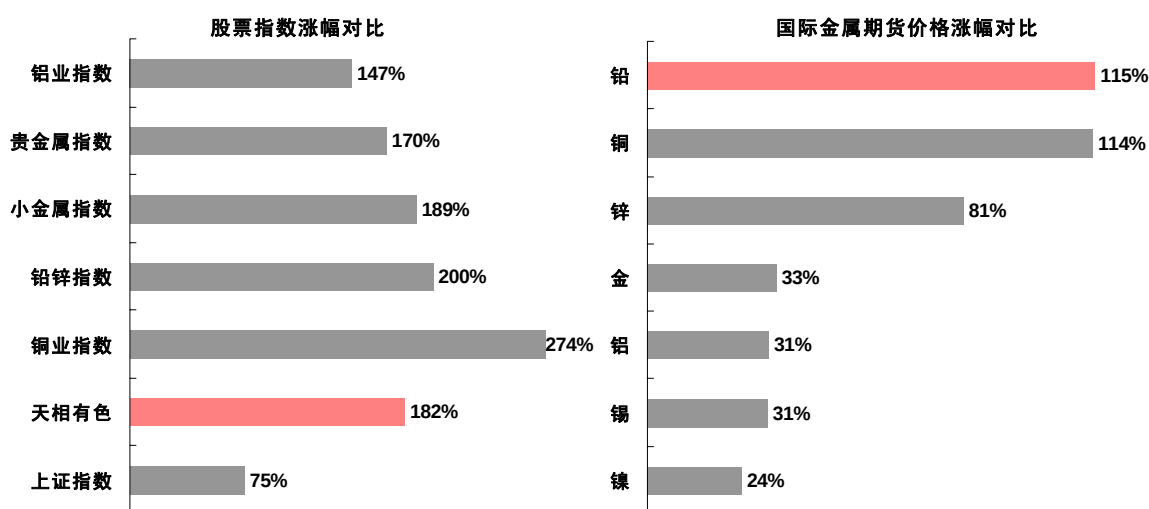
图表 17: 谁对美元走势最（最不）敏感？	12
图表 18: 世界铜矿可开采年限和平均品位的下降	13
图表 19: 国内精铜社会库存增加量的测算	13
图表 20: 国内精铜供应量的快速下降和下游需求的快速回升	14
图表 21: 全球精铜供需平衡	14
图表 22: 未来全球铜矿及精铜新增产能	14
图表 23: 铜消费的季度趋势	15
图表 24: 国内空调和家用电冰箱生产的季度趋势	15
图表 25: 全球精铅和精锌的供需平衡	16
图表 26: 国内车市的高速增长和国际车市的触底复苏	17
图表 27: 2009 年国内月度镀锌板产量持续走高	17
图表 28: 镀锌板生产的季度趋势	17
图表 29: 我国主要有色金属矿产资源自给率	18
图表 30: 锌、铅消费的季度趋势	18
图表 31: 2004、2008 年中国和美国再生铅的应用比例	19
图表 32: 铅价和锌价的比较	19
图表 33: 国际较大的铅锌共生矿生产企业	19
图表 34: 国内电解铝及氧化铝的表观消费量	20
图表 35: 国内电解铝产量及开工率	20
图表 36: 国内电解铝价格与氧化铝价格的比较	21
图表 37: 国内预焙阳极价格近期的变化	21
图表 38: 官方售金与黄金价格	22
图表 39: 黄金需求与黄金价格	22
图表 40: 黄金消费的季度趋势	22
图表 41: 世界副产钼比重的下降	23
图表 42: 美国钢铁产能利用率的上升	24
图表 43: 国内不锈钢产量的增长	24
图表 44: 世界原油的含硫量预测	24
图表 45: 108 年美国钼的表观消费量长盛不衰（对数坐标）	24
图表 46: 全球及西方国家钼供需平衡	25
图表 47: 钼消费的季度趋势	25
图表 48: 美林“投资钟”	26
图表 49: 东方锆业各产品产量预测（单位：吨）	29
图表 50: 恒邦股份的投产项目	30
图表 51: 恒邦股份的产量规划（单位：吨）	30
图表 52: 推荐公司盈利预测及估值	30
图表 53: 推荐公司的理论送转能力	30

1. 不平凡的一年和平凡的百年

1.1 不平凡的一年

2009 年，有色金属股票大放异彩，截至到 11 月底，天相有色指数累计涨幅达到 182%，超越上证指数 107 个百分点。有色股票的大幅上涨直接源于金属价格的大幅回升，在中国收储、全球主要国家经济刺激计划、宽松的货币环境、经济好转预期以及美元的贬值中，金属价格积累了可观的涨幅，我们是否会由此而担心 2010 年有色金属价格的走势呢？

图表 1：股票指数及金属价格涨幅的对比



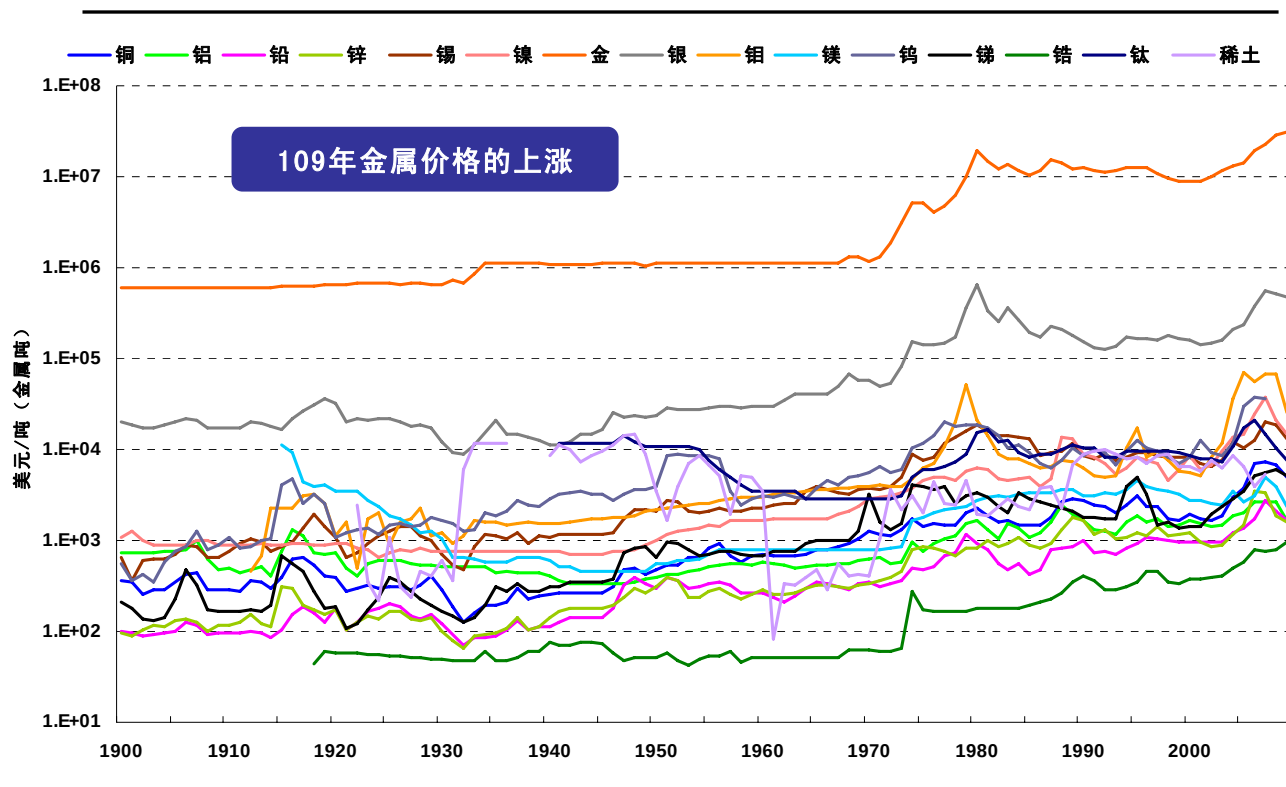
资料来源：Bloomberg、天相投资分析系统

1.2 平凡的百年

纵观历史，从 20 世纪初以来，有色金属价格均经历了不同程度的上涨（在对数坐标中，见图表 2）：几倍、十几倍、甚至几十倍！然而，如果剔除通货膨胀因素的影响后（以 1998 美元作为基期），大部分金属价格的走势却是不足称道，甚至可以说在长期趋势中是缓慢下降的。在历史的长河中，并没有掀起过多令人兴奋的波澜。因此，2009 年众多有色金属价格的涨幅其实显得也并不是那么瞩目。

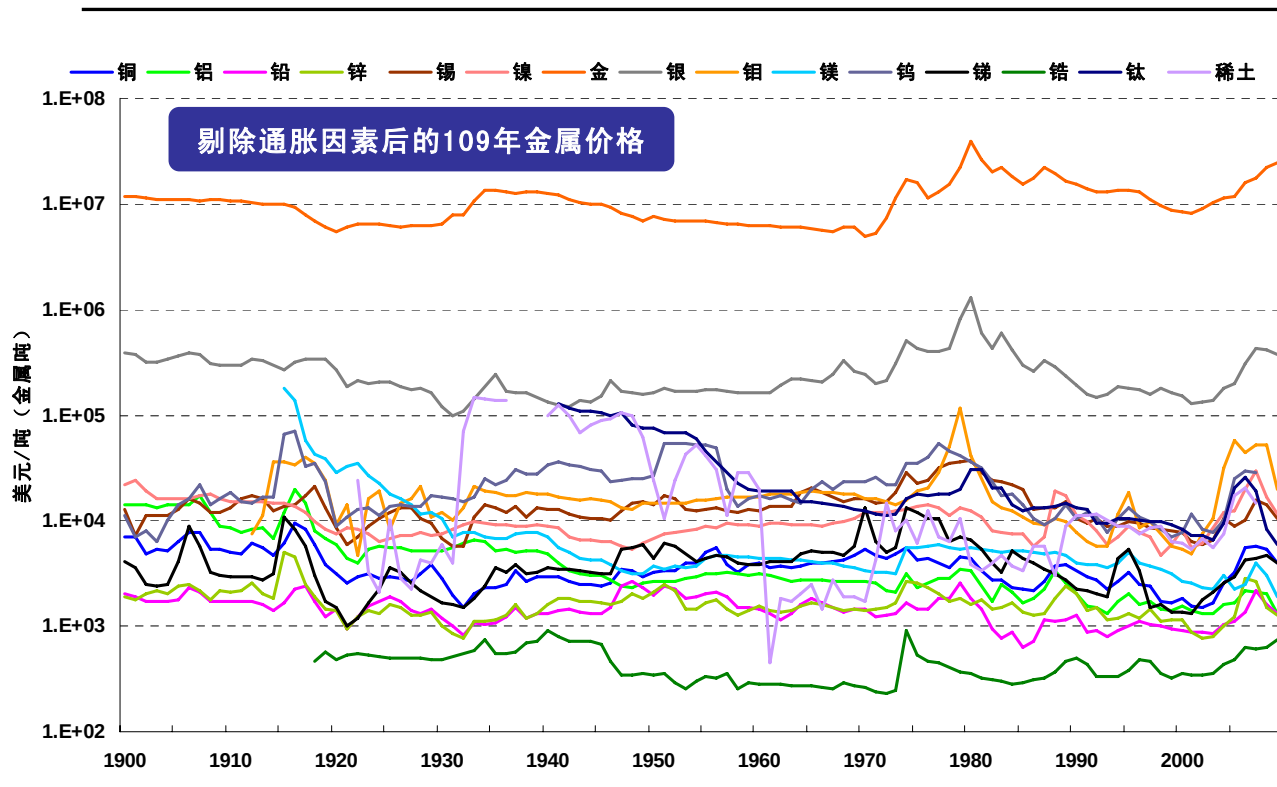


图表 2：109 年金属价格的上涨（对数坐标）



资料来源：USGS、天相投顾整理（注：“钛”为海绵钛、“锆”为锆英砂）

图表 3：剔除通胀因素后的 109 年金属价格（对数坐标）



资料来源：USGS、天相投顾整理（注：“钛”为海绵钛、“锆”为锆英砂）

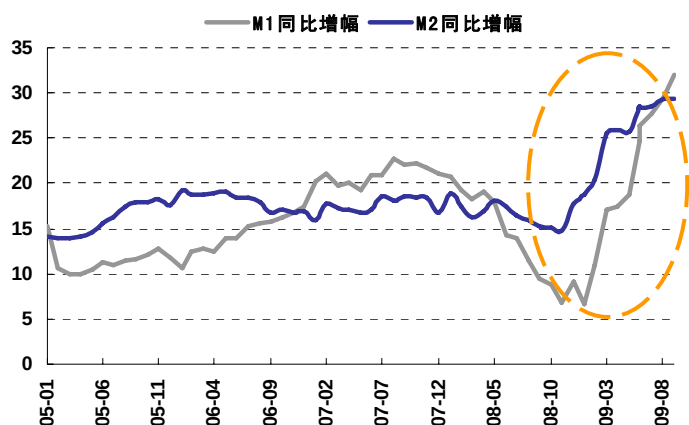
2. 经济继续向好，金属需求持续增长可期

2.1 全球主要国家 2009 年经济逐步复苏

2009 年全球主要国家经济逐步复苏，而 2010 年经济增长将加快。我们认为，金属消费也将持续增长，并刺激有色金属价格继续走强。

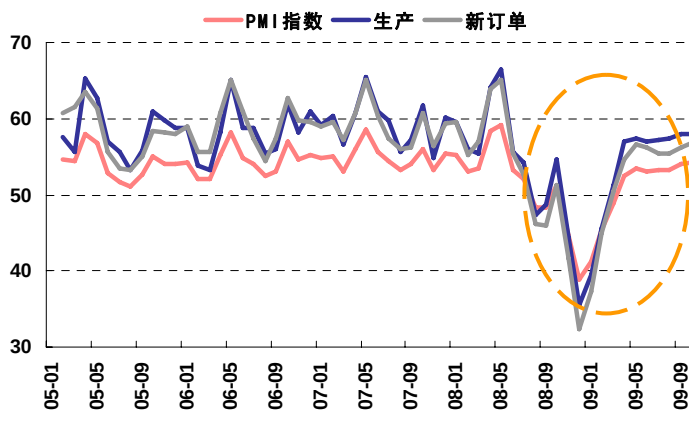
中国经济维持强劲的复苏势头。在积极的财政政策和适度宽松的货币政策推动下，中国经济维持强劲的复苏势头。2009 年前 10 月货币供应量 M1、M2 增幅分别为 32.03% 与 29.42%，显示货币供应量快速增长的同时，货币活性进一步增强；前 10 月人民币各项贷款增加 8.92 万亿元，同比多增 5.26 万亿元，同时中长期贷款占比的提升显示经济内生性增强；10 月份制造业采购经理指数(PMI)为 55.2%，创 18 个月以来新高，已升至中国潜在经济增速水平之上；前 10 月城镇固定资产投资同比增长 33.1%，成为推动中国经济增长的主要力量。

图表 4：中国 M1 及 M2 同比增幅



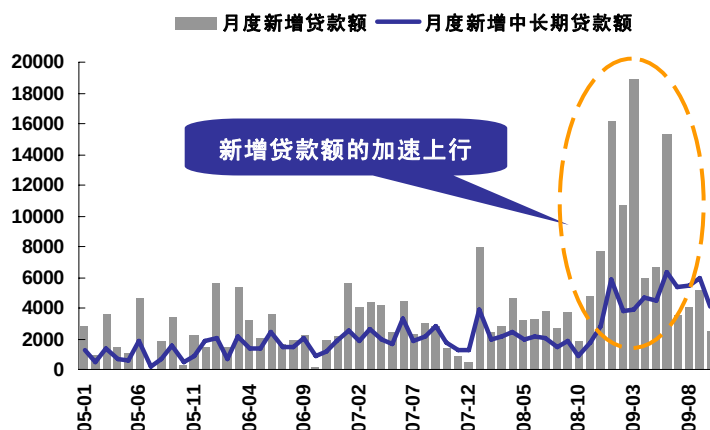
资料来源：统计局

图表 6：中国 PMI 指数



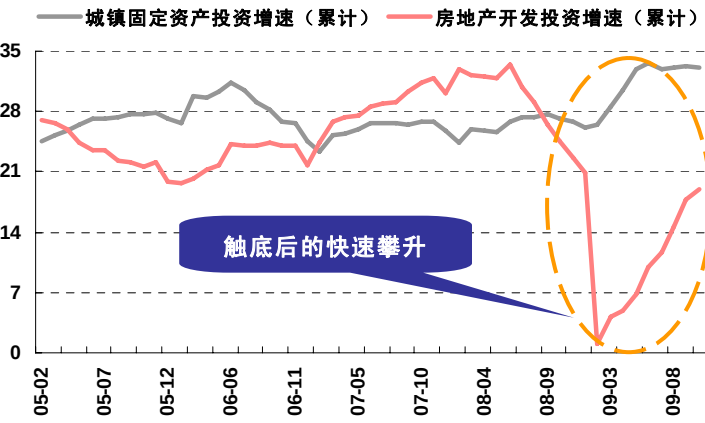
资料来源：统计局

图表 5：中国月度新增贷款



资料来源：统计局

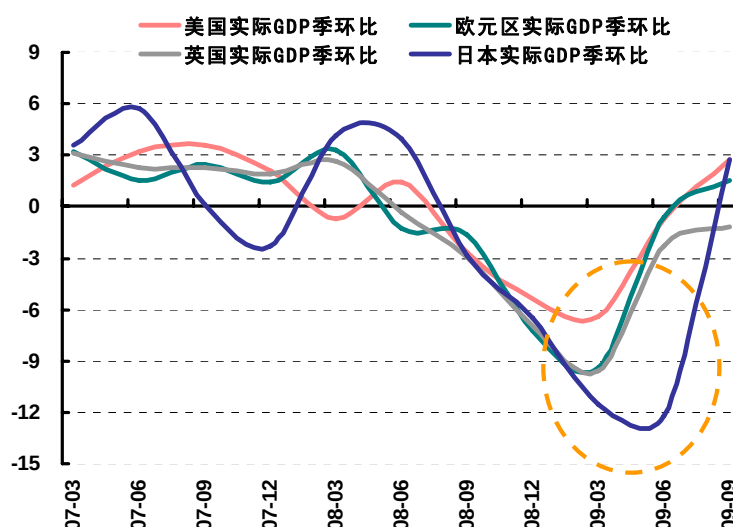
图表 7：中国城镇固定资产投资



资料来源：统计局

西方主要国家的经济亦在 2009 年中期先后触底回升。2009 年第三季度，美国、欧元区、英国、日本实际 GDP 季环比年化增长率分别为 2.8%、1.5%、-1.2%、2.7%。虽然复苏的基础还不牢固，但从货币供给、信贷恢复、领先指标、PMI、产能利用率、消费性支出、房地产、就业等方面综合来看，这些经济体步入复苏周期的可能性已经很大。

图表 8：西方主要经济体 GDP



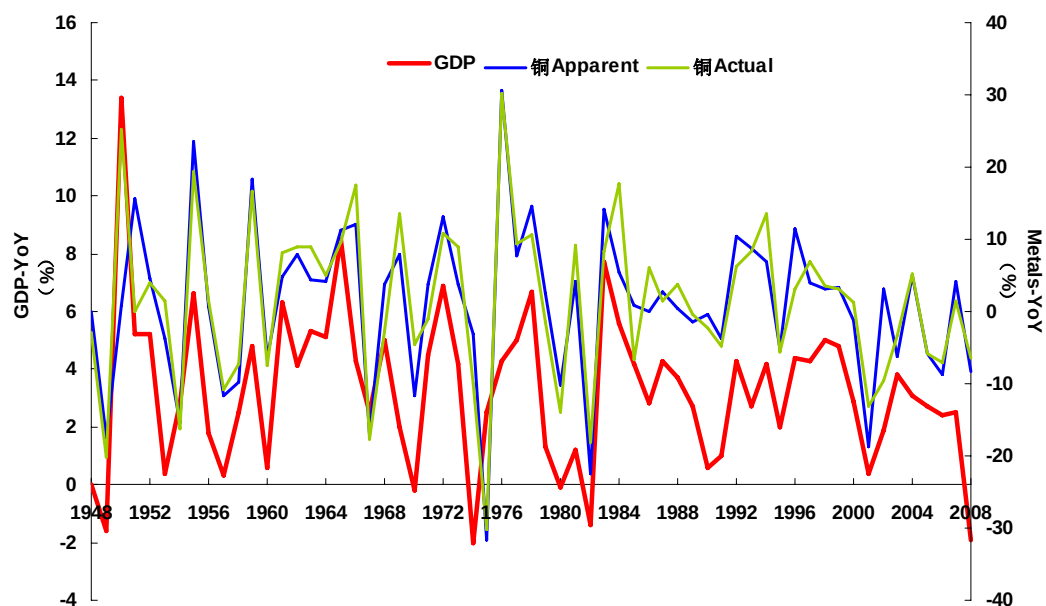
资料来源：Bloomberg、天相投资分析系统

2.2 经济增长加快，我们对 2010 年金属消费抱以信心

金属消费在经济扩张时期加速上升。我们发现，美国历史 GDP 增速与金属消费增速具有高度相关性。在经济扩张时期，金属消费表现为加速上升态势（见图表 9 和 10）。

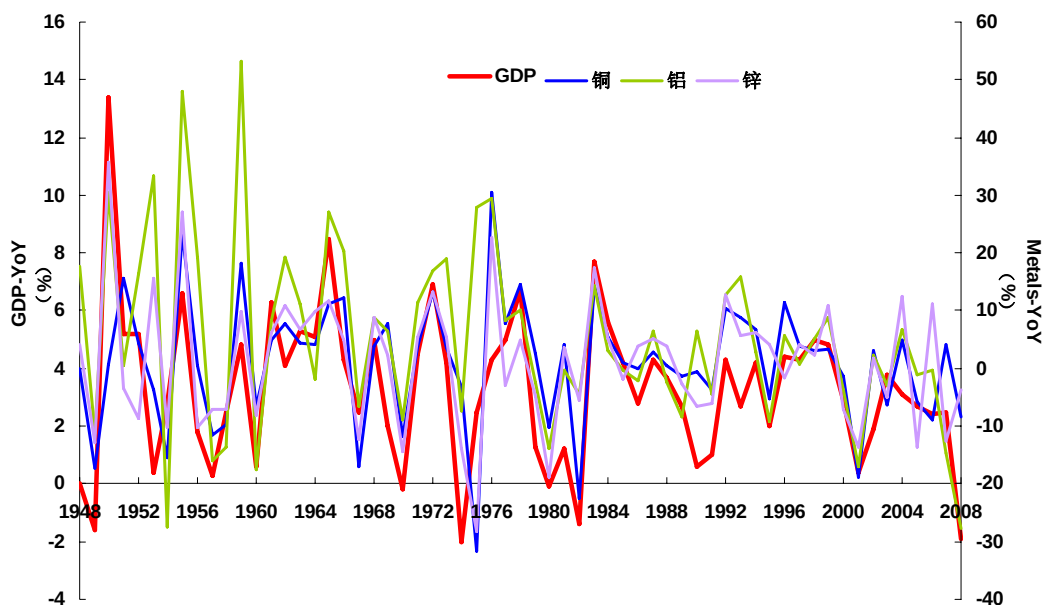
全球主要国家经济加速上升，我们对 2010 年金属消费抱以信心。世界银行预计 2010 年世界主要国家经济将呈现持续好转态势。我们认为，展望后市，全球经济集体复苏的态势明显，中国将在引领全球新一轮经济扩张中发挥重要作用。政府投资的连续性、产业振兴规划的实施、汽车、家电下乡及“以旧换新”等将成为中国投资与消费增长的持续推动力；而政府投资带动的私人部门投资的兴起、房地产投资的加快增长、出口形势的好转将成为 2010 年中国经济加快复苏的关键因素。加之西方主要经济体需求的加速回暖，我们对 2010 年全球金属消费报以信心。

图表 9：美国 GDP 增速与铜表观消费量、实际消费量增速的对比



资料来源：Bloomberg、USGS、天相投顾整理

图表 10：美国 GDP 增速与铜、铝、锌表观消费量增速的对比



资料来源：Bloomberg、USGS、天相投顾整理

图表 11：世界银行 2010 年的经济预测

世界银行2010年的经济预测			
	RealGDP	CPI	Unemployment
发达经济体	1.3	1.1	9.3
美国	1.5	1.7	10.1
欧洲地区	0.3	0.8	11.7
德国	0.3	0.2	10.7
英国	0.9	1.5	9.3
法国	0.9	1.1	10.3
日本	1.7	-0.8	6.1
中国	9.0	0.6	8.6
印度	6.4	8.4	-2.5
巴西	3.5	4.1	-1.9
俄罗斯	1.5	9.9	4.5

资料来源：WorldBank

3. 美元升值的干扰

3.1 息差的变化和美元升值

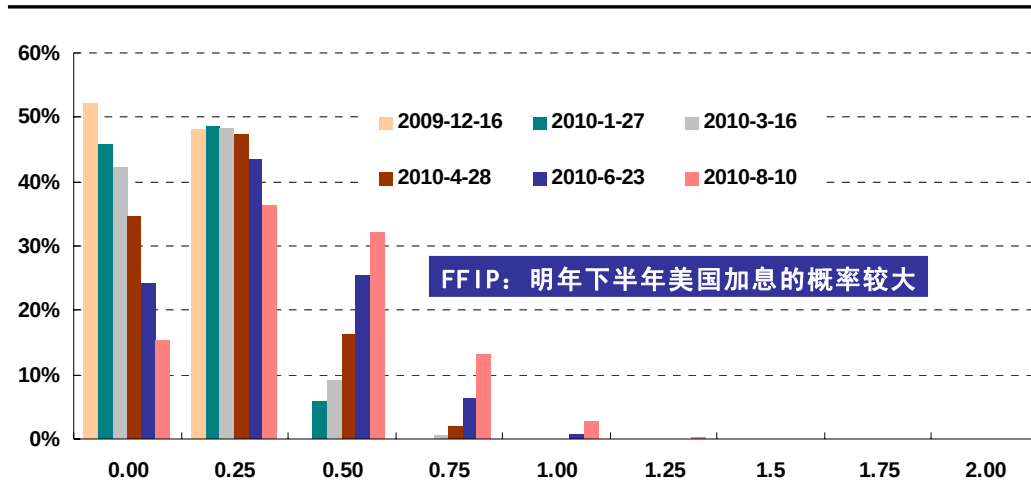
美国加息预期迫近。美国 11 月非农就业数据显示美国就业形势意外大幅改善，美国 11 月非农就业人口仅减少 1.1 万人，降幅远低于预期，且失业率小幅降至 10.0%。该数据显示美国的复苏进程可能加快，将提升美国的加息预期。从最新的 FFIP 数据显示（美国联邦基金利率隐含加息概率-期货）：2010 年 6-8 月美国的加息概率较大。加息本意味着流动性的回收，但我们认为实质的影响将小于市场心理的影响，因为，这仅仅是在非常规经济环境下的利率水平向常规水平回归。

图表 12：联邦基金利率隐含加息概率（期货）——表

Date	0.00	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.5	1.75	2.00
2009-12-16	52.0%	48.0%							
2010-1-27	45.7%	48.5%	5.8%						
2010-3-16	42.2%	48.3%	9.1%	0.4%	0.0%	0.0%			
2010-4-28	34.5%	47.2%	16.2%	2.0%	0.1%	0.0%	0.0%		
2010-6-23	24.1%	43.4%	25.5%	6.3%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	
2010-8-10	15.3%	36.3%	32.1%	13.3%	2.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

图表 13：联邦基金利率隐含加息概率（期货）——图



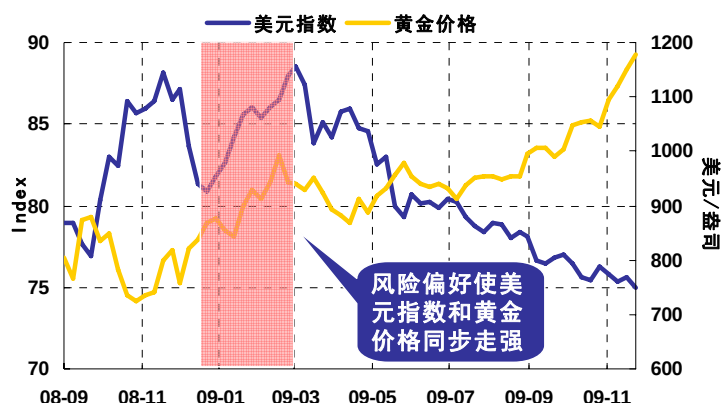
资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

美国对欧元区的息差收窄将直接导致美元的升值。衡量美元走势的美元指数在近几年总体一直处于下降通道，自 2008 年 9 月“雷曼事件”爆发之后，美元指数一度处于强势，特别是在 2008 年 12 月至 2009 年 3 月期间，美元指数和黄金价格同时走强，这其实反映了经济动荡时期资金的避险需求。

未来美元走势很可能受到美国对欧元区息差收窄的影响。目前美国对欧元区的息差为-0.75，美联储未来加息将直接导致该息差收窄，迫使套利资本流回美国，从而促使美元升值。

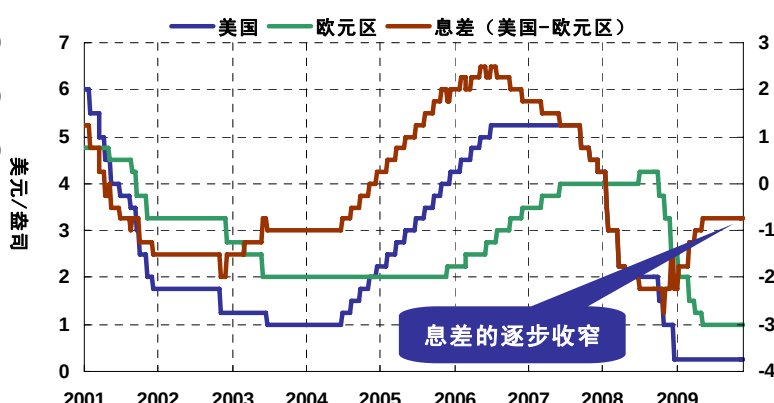
这其实也牵扯到欧元区加息的进程和频率，但我们认为，欧洲央行不得不为美元的走势“着想”，通货膨胀的考虑其实是根本因素。现如今，国际大宗商品仍旧以美元定价，如果欧洲央行更早加息，或者加息幅度超过美联储加息幅度，那么息差将继续扩大，导致美元贬值和大宗商品价格上涨。从 2007 年初开始，美国步入降息周期，而欧元区却一直处于升息之中，美元的贬值导致了国际原油价格持续走强，直到 2008 年 7 月欧洲央行最后一次将基准利率从 4% 上调至 4.25%，国际原油价格也同时创出了历史新高。

图表 14：风险偏好使美元指数和黄金价格同步走强



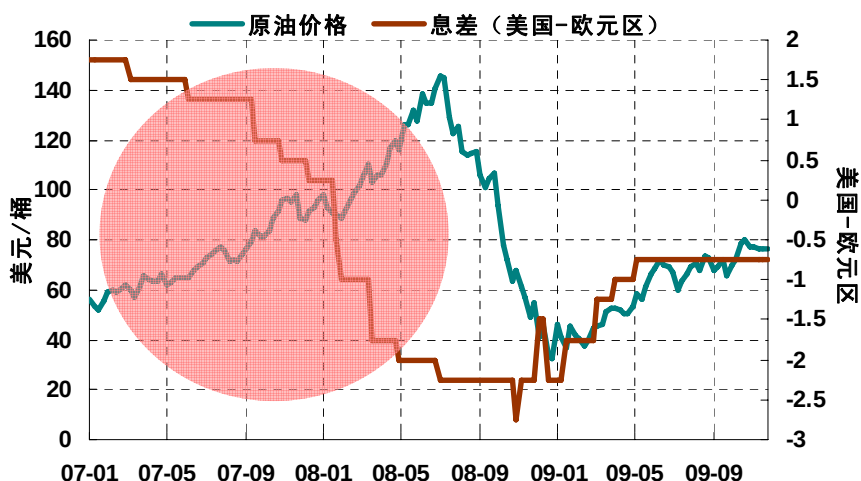
资料来源：Bloomberg

图表 15：美国对欧元区的息差逐步收窄



资料来源：Bloomberg

图表 16：原油价格在美国/欧元区息差下降时大幅走高



资料来源：Bloomberg

3.2 美元升值的干扰

美元升值的干扰。我们始终需要记得，国际金属（大宗商品）的定价是以美元进

行，美元升值的本身意味着金属价格的走弱。哪种金属对于美元升值会更敏感（不敏感）？我们通过统计对比（见图表 17），发现锌价与美元走势的相关性最低，不论是在哪个统计阶段（当然，统计期间越接近当前，结果的参考性越差），而黄金价格与美元走势的相关性最高。

图表 17：谁对美元走势最（最不）敏感？

	铜	铝	铅	锌	锡	镍	金	银
1990/2009	-0.653	-0.528	-0.612	-0.470	-0.663	-0.523	-0.674	-0.580
1993/2009	-0.699	-0.605	-0.662	-0.496	-0.711	-0.572	-0.728	-0.673
1995/2009	-0.718	-0.646	-0.688	-0.511	-0.733	-0.598	-0.742	-0.703
1997/2009	-0.784	-0.693	-0.759	-0.589	-0.808	-0.683	-0.808	-0.809
2000/2009	-0.793	-0.695	-0.758	-0.578	-0.811	-0.688	-0.820	-0.821
2003/2009	-0.766	-0.626	-0.796	-0.440	-0.892	-0.530	-0.793	-0.850
2005/2009	-0.615	-0.374	-0.733	-0.077	-0.903	-0.309	-0.720	-0.801
2007/2009	-0.735	-0.529	-0.565	-0.062	-0.851	-0.105	-0.452	-0.804

资料来源：Bloomberg、天相投顾整理（注：“美元走势”为美元指数走势）

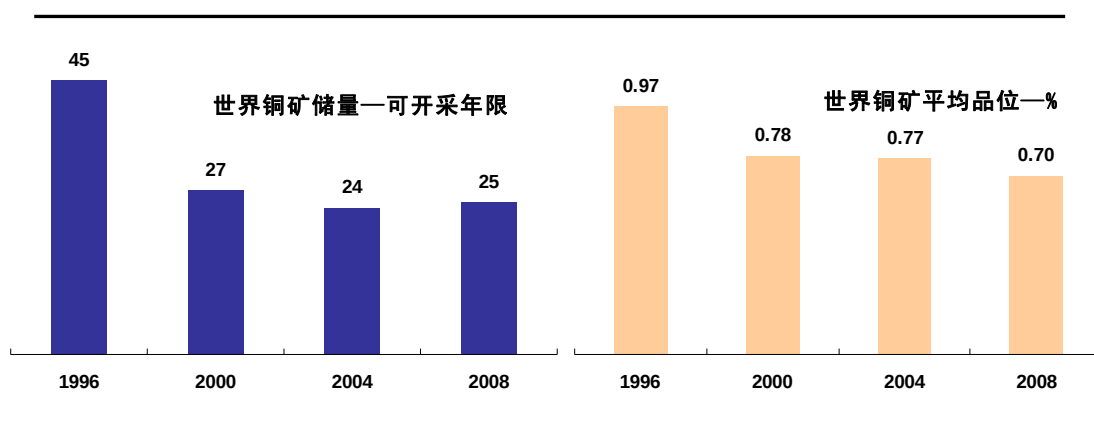
仅仅局限于干扰。我们相信美元升值将对金属价格走势产生干扰，而也仅仅局限于“干扰”。我们认为，美元升值预期将在美联储加息之前提前反映在美元的走势上（其走势很可能是温和的缓慢上行），在 2010 年全球经济前景良好的预期下，金属需求总体有望获得持续增长，美元的“干扰”并不会起决定性作用。因此在 2010 年，我们仍对金属价格的上涨报有信心。

4. 没有真正的完美，但各具优势

4.1 铜：“长期看好”遭遇“短期烦恼”

供给的紧张根深蒂固。目前全球精铜供应的近 85%直接来自于矿石（剩余 15%为再生铜的使用），而铜矿石供应的紧张一直是支撑铜价最有利的因素。世界铜矿可开采年限从 1996 年的 45 年下降到 2008 年 25 年，世界铜矿平均品位也从 1996 年的 0.97 下降到 2008 年 0.70。

图表 18：世界铜矿可开采年限和平均品位的下降



资料来源：BrookHunt

对过往需求的质疑——隐性库存并不少。铜的基本面在大多数时期都被市场给予厚望，但我们认为近一年来精铜的需求程度值得质疑，因为其实隐性库存可能并不少，这主要是来自于中国巨大的隐性库存。我们进行了一个简单的测算，2009 年前 10 月，中国精铜表观消费量（既国内供应量）为 617.7 万吨，如果以不同的实际消费量增速测算（+10%、+20%、30%），社会库存增加量将分别达到 125.2 万吨、83.3 万吨和 41.5 万吨，我们认为今年过高的精铜进口量实际上大部分转为了社会库存。

图表 19：国内精铜社会库存增加量的测算

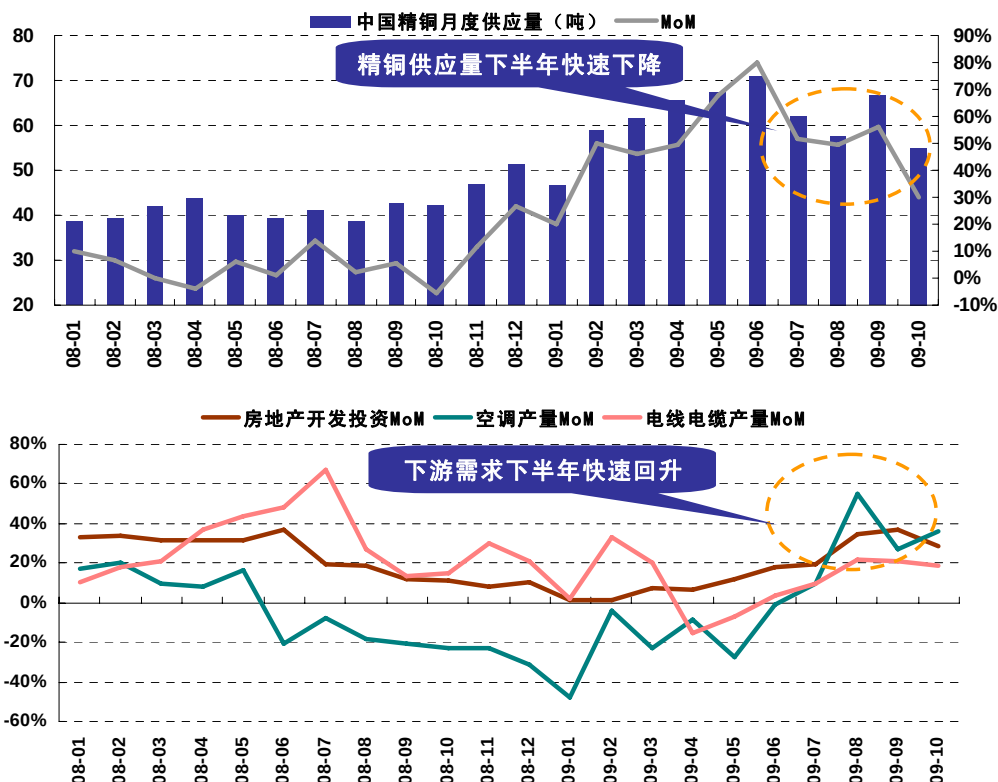
国内供应量	617.7	国内供应量	617.7	国内供应量	617.7
预测实际消费量（+10%）	460.3	预测实际消费量（+20%）	502.1	预测实际消费量（+30%）	543.9
SHFE库存增加量	8.8	SHFE库存增加量	8.8	SHFE库存增加量	8.8
SRB收储量	23.5	SRB收储量	23.5	SRB收储量	23.5
社会库存增加量（万吨）	125.2	社会库存增加量（万吨）	83.3	社会库存增加量（万吨）	41.5

资料来源：统计局、国家海关、天相投顾整理

未来的看好，需求的回升仅是短暂的落后于供给的增加。尽管如上所述，在经济前景向好的情况下，我们仍看好未来铜需求（从总体上，也包括其它金属）。我们认为，1）在经济复苏初期的需求增长预期更多的推动金属价格出现一定程度的涨幅；2）而后，金属价格上涨造成供给的迅速增加，同时需求才开始慢慢复苏，多表现为供应过剩，金属价格震荡整理；3）当经济复苏推动下游需求增长加快，同时供给受到原料供应及产能制约，增速放慢，开始向供求平衡靠拢时，金属价格将再起升势。



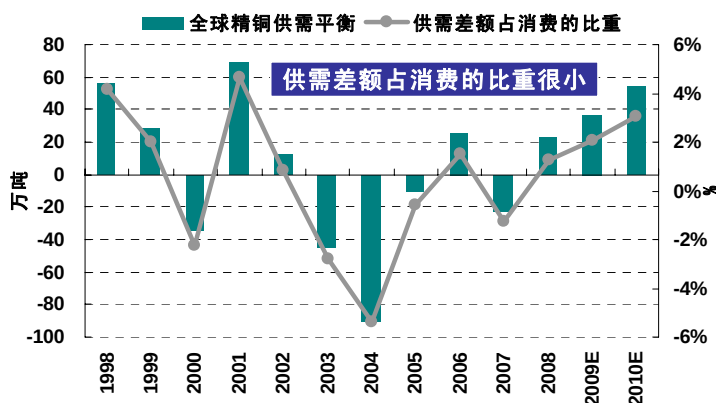
图表 20: 国内精铜供应量的快速下降和下游需求的快速回升



资料来源: 统计局、国家海关、天相投顾整理

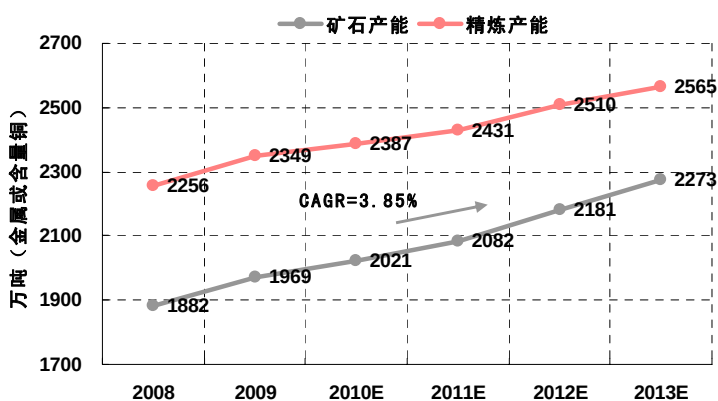
2010 年国内铜行业盈利增幅有限。ICSG 预计 2009 年全球精铜供应小幅过剩 37 万吨, 2010 年预计过剩程度小幅增加到 54 万吨。安泰科预计 2010 年国内精铜产量为 440 万吨, 同比增长 8.9%, 精铜消费量为 583 万吨, 同比增长 8%, 国内供应短缺 143 万吨。不过, 未来几年全球精炼产能的扩张要快于矿石产能的扩张, 加之国内铜行业相对较低的资源自给率, 使我们越看好铜价的同时, 却越不看好 TC/RC 的前景。安泰科预计 2010 年国内新增精炼产能 31 万吨, 2011 年新增 56 万吨, 至 2012 年将累计新增产能 120 万吨, 新增产能的释放也加剧了铜矿的进口需求。因此, 国内铜企很可能面临外购矿石的成本挤压。

图表 21: 全球精铜供需平衡



资料来源: ICSG、天相投顾整理

图表 22: 未来全球铜矿及精铜新增产能

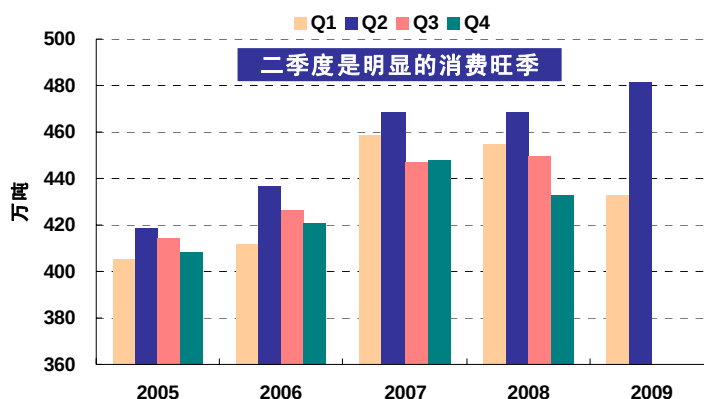


资料来源: ICSG、天相投顾整理



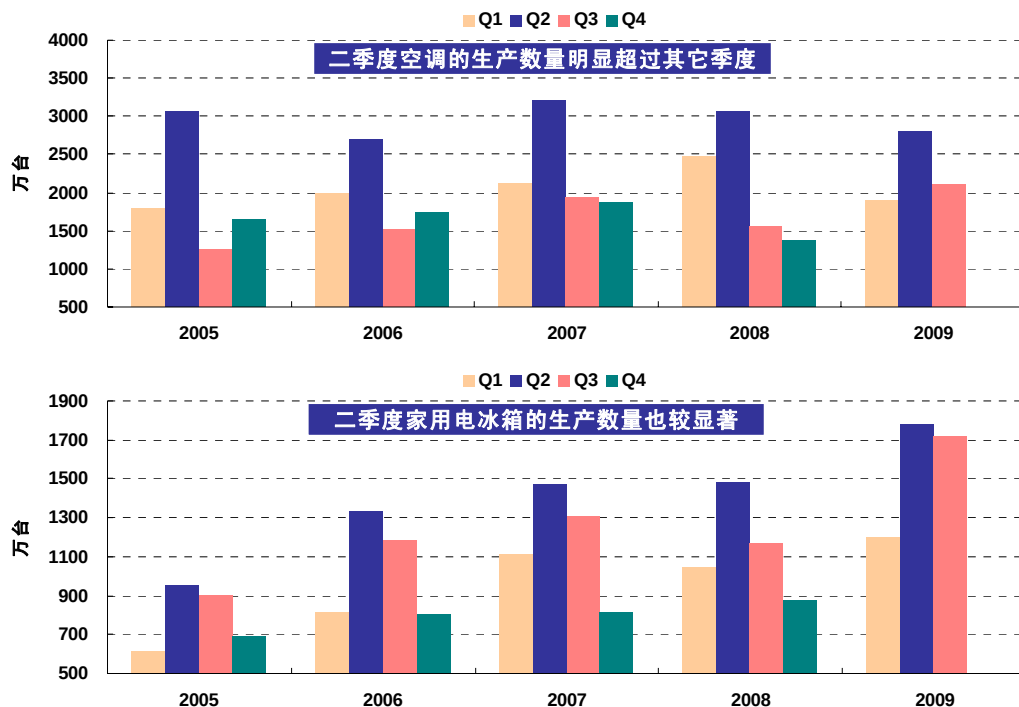
理论上，2 季度铜行业应有最佳表现。通过对 ICSG 精铜历史数据的整理，我们发现，铜行业消费具有明显的季度性，且在 2 季度达到高峰。由于空调制冷行业在国内铜消费结构中占有近 18% 的比重，空调和家用电冰箱的生产在很大程度上解释了铜消费的季度趋势。由此，仅从消费趋势上我们可以预计，一年之内铜价在 2 季度至少应可以称之为“活跃”，铜行业整体的盈利情况在 2 季度也可能是最好。

图表 23：铜消费的季度趋势



资料来源：ICSG、天相投顾整理

图表 24：国内空调和家用电冰箱生产的季度趋势

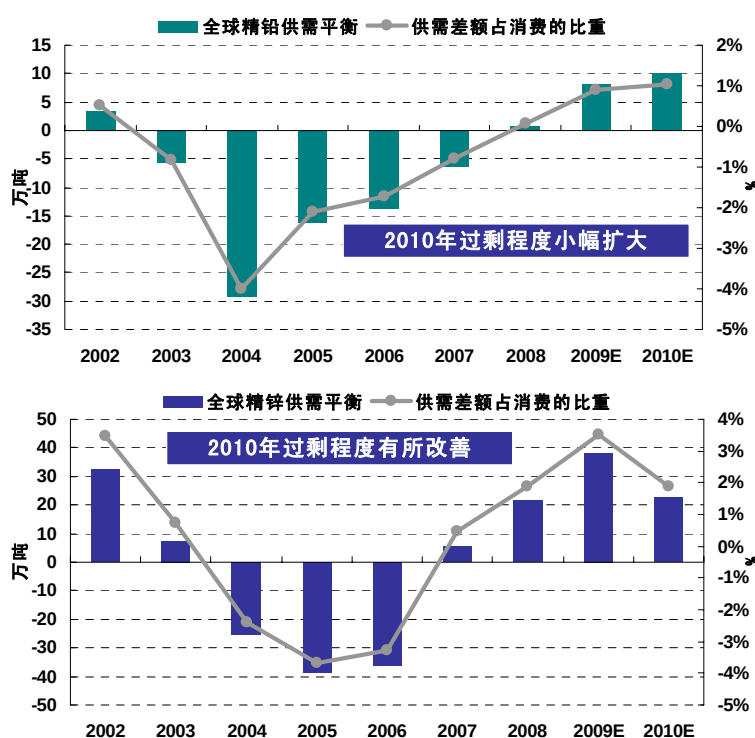


资料来源：统计局、天相投顾整理

4.2 铅锌：下游需求和国内企业的资源优势仍是亮点

2010 年全球精锌供给过剩程度有所改善，但库存及新增产能压力较大。ILZSG 预计 2009 年全球精铅供应过剩 8 万吨，2010 年供应过剩程度小幅增加到 10 万吨；预计 2009 年全球精锌供应过剩 38 万吨，2010 年供应过剩 22.7 万吨（其中 2009 年预计全球精锌消费同比下降 5.6%，2010 年全球精锌消费同比增长 11.9%）。国内方面，安泰科预计到 2009 年铅的冶炼能力将超过 400 万吨，锌的冶炼能力将超过 500 万吨，冶炼的建设高峰期将会持续到 2011 年。特别是锌，明年投产的新增产能将达到 55 万吨。另外，在库存方面，安泰科预计 2009 年年末全球精锌的总库存量将达到 150 万吨，而中国就占了其中的 97 万吨。

图表 25：全球精铅和精锌的供需平衡



资料来源：ILZSG、天相投顾整理

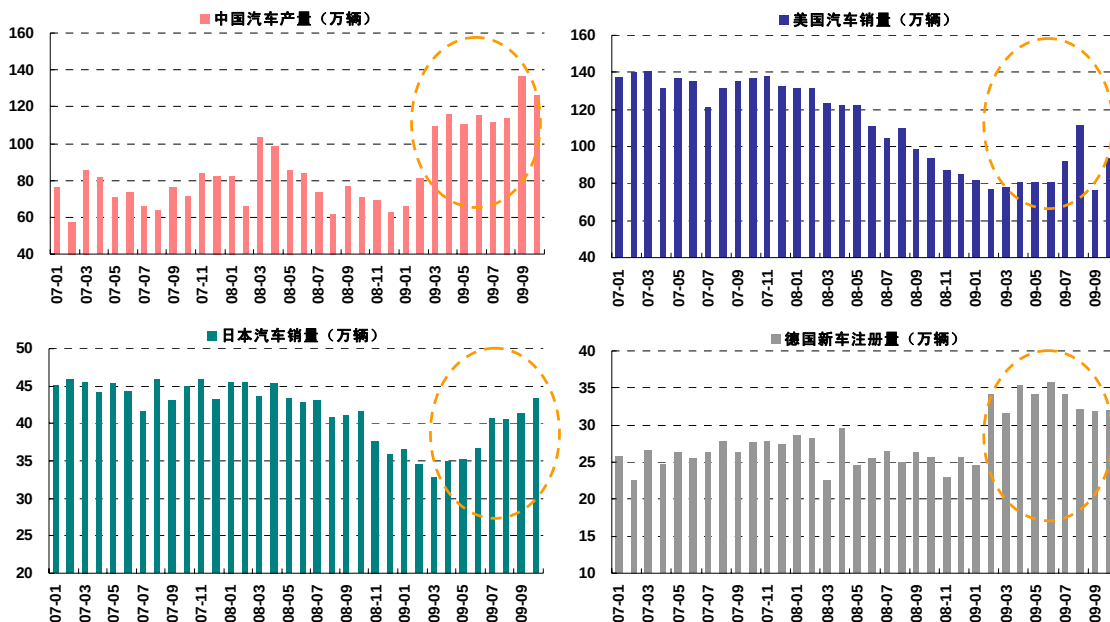
2010 年，需求的支撑较为强劲。2009 年，受益于国内外主要汽车消费大国汽车“以旧换新”政策的推动，国内车市的高速增长和国际车市的触底复苏另我们为之一目。而近期国务院常务会议研究完善促进消费的若干政策措施中继续强调了对于汽车消费的政策推动，主要包括“汽车下乡”政策的延长，“减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税”政策的延长，“汽车以旧换新”单车补贴金额的提高。由于铅的消费结构中有 78% 以上用于铅酸蓄电池的生产（以 2008 年主要铅酸蓄电池企业的生产数据计算，汽车用、电动助力车用、固体型铅酸蓄电池占据生产量的前三名：份额分别为 45%、24% 和 20%），我们认为，汽车市场的良好前景将是保证 2010 年国内铅需求增长的主要动力。不利因素来自于“电摩新国标”的出台（近期“电摩新国标”已被暂缓执行），可能会使电动自行车行业受到一定影响。

锌方面，一次消费结构中有五成以上是用于镀锌板的生产（主要用于建筑、汽车和家电），其它为黄铜、合金、化学品的应用。而终端消费结构则为建筑 49%、交通



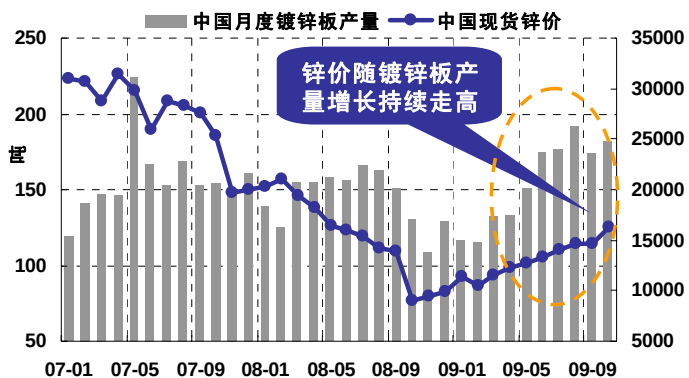
运输 23%、基础设施 13%、消费品 8%（主要为家电）、工业机械 7%。来自于汽车和家电行业的需求（“家电下乡”和“家电以旧换新”政策的延续）也将在 2010 年继续刺激锌消费的持续增长。

图表 26：国内车市的高速增长和国际车市的触底复苏



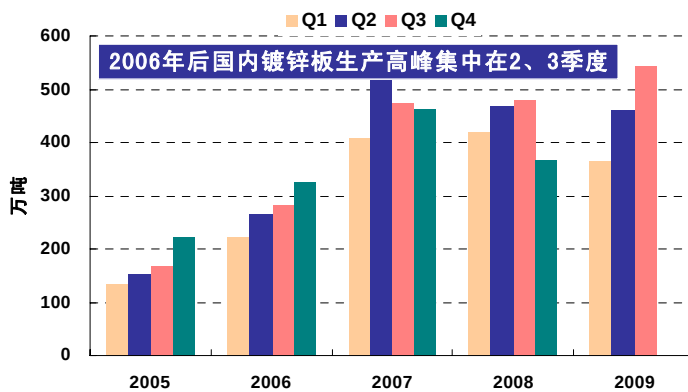
资料来源：统计局、Bloomberg

图表 27：2009 年国内月度镀锌板产量持续走高



资料来源：Bloomberg

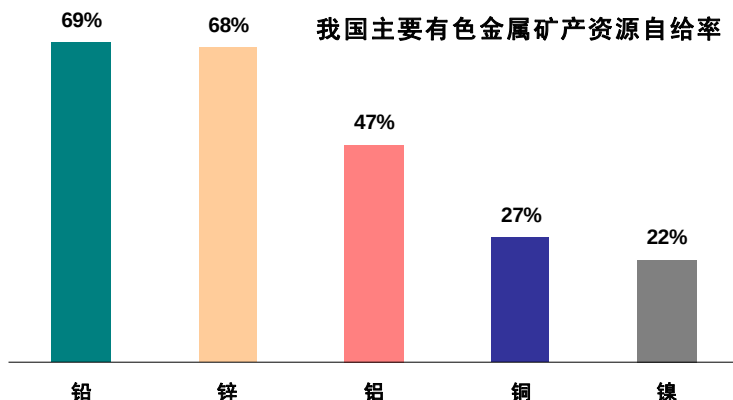
图表 28：镀锌板生产的季度趋势



资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

国内铅锌企业的资源优势。在我国主要有色金属矿产品中，铅、锌、铝、铜、镍的资源自给率分别为 69%、68%、47%、27%和 22%，国内铅锌行业较高的资源自给率提升了企业的核心竞争力，在铅锌价格保持上涨的态势中，铅锌资源型企业的盈利更具有弹性。

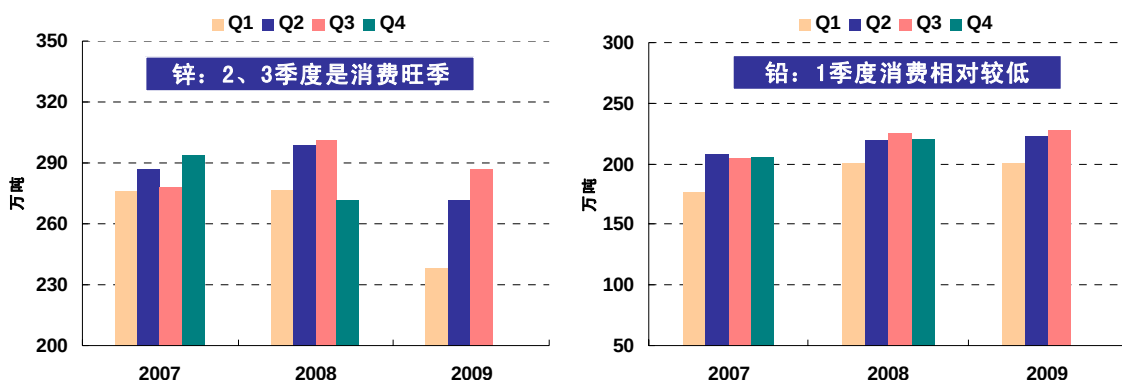
图表 29：我国主要有色金属矿产资源自给率



资料来源：有色协会

铅锌 2、3 季度的消费强势。从锌的季度消费趋势来看，2、3 季度是较明显的消费旺季，而铅在 2、3、4 季度的消费无明显差异，但 1 季度消费较弱。因此，仅从消费考虑，2、3 季度铅锌价格将更具强势。

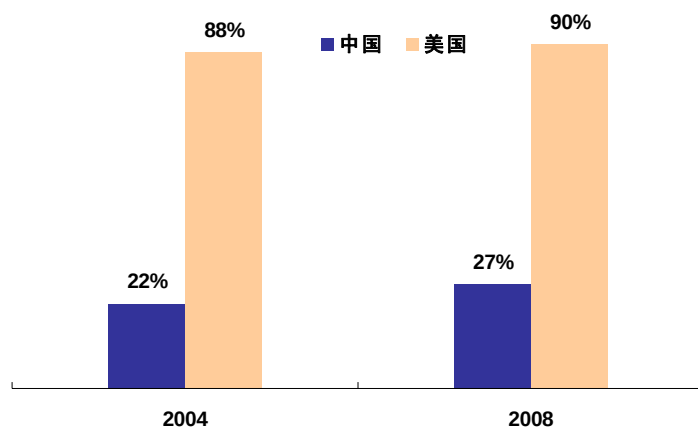
图表 30：锌、铅消费的季度趋势



资料来源：ILZSG、天相投顾整理

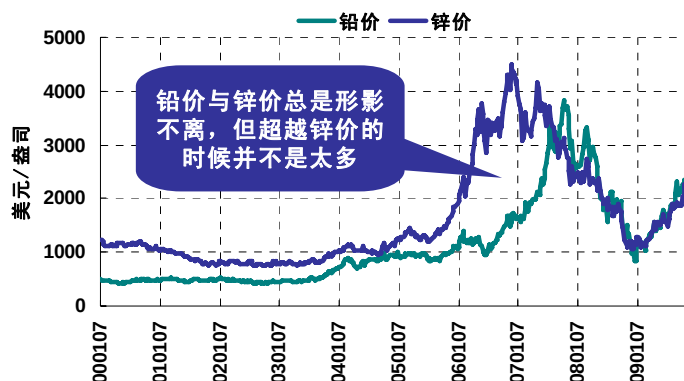
其它：铅另外的供需因素。1) 国内再生铅应用比例较低利好总供给：据公安部统计数据显示，截至到 2009 年上半年，全国机动车保有量约为 1.77 亿辆，其中汽车 6962.6 万辆、摩托车 9122.66 万辆，庞大的机动车保有量也增加了铅酸蓄电池的更换需求（每年汽车用铅酸蓄电池约有 2/3 来自于替换需求；电动助力车用铅酸蓄电池也同样存在巨大的替换需求），从而带动铅的需求（原生铅和再生铅），而铅酸蓄电池数量的增加本也提升了未来再生铅的供给。不过，对比美国 90%再生铅的应用比例，2008 年我国再生铅的应用比例仍只有 27%，而且这个比例的大幅改善相信决不会是一年半载的事情（我们可以想象，其实全球原生铅的消费增长将主要依赖于中国的需求）。2) 铅供给受锌供给的制约：铅价与锌价总是形影不离，但超越锌价的时期并不是太多，这主要是由于铅矿较多的与锌矿以共生形式存在，而含量又相对较低，直接受锌矿供给的影响，而不是自己本身的供给影响。

图表 31: 2004、2008 年中国和美国再生铅的应用比例



资料来源: USGS、天相投顾整理

图表 32: 铅价和锌价的比较



资料来源: Bloomberg

图表 33: 国际较大的铅锌共生矿生产企业

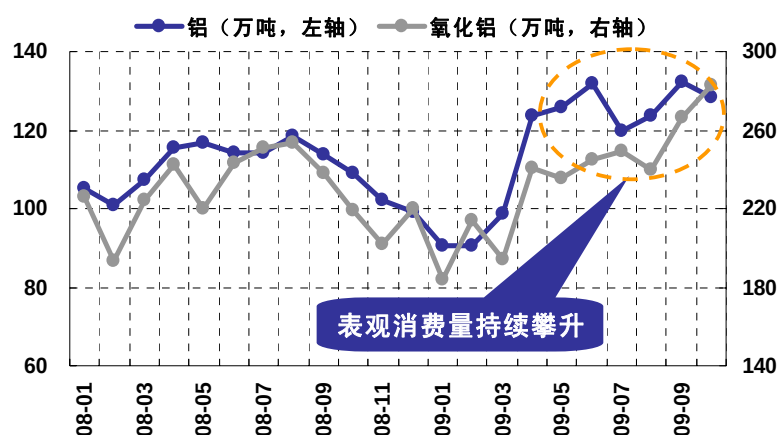
排名	公司	铅 (千吨)	锌 (千吨)	锌与铅的比值
1	BHP Billiton	257	188	0.7:1
2	Doe Run	225	39	0.2:1
3	Xstrata	152	586	3.9:1
4	Glencore	151	794	5.2:1
5	Teck	137	663	4.8:1
6	Volcan	106	353	3.3:1
7	Hindustan Zinc	79	615	7.8:1
8	Sumitomo (Apex)	70	133	1.9:1
9	Minmetals (OZ)	63	423	6.8:1
10	Anglo Amecrian	55	339	6.2:1
Top 10		1296	4133	3.2:1
西方世界		2148	7460	3.5:1

资料来源: CRU

4.3 铝：2010 年，有利和不利因素均来自于成本的上涨

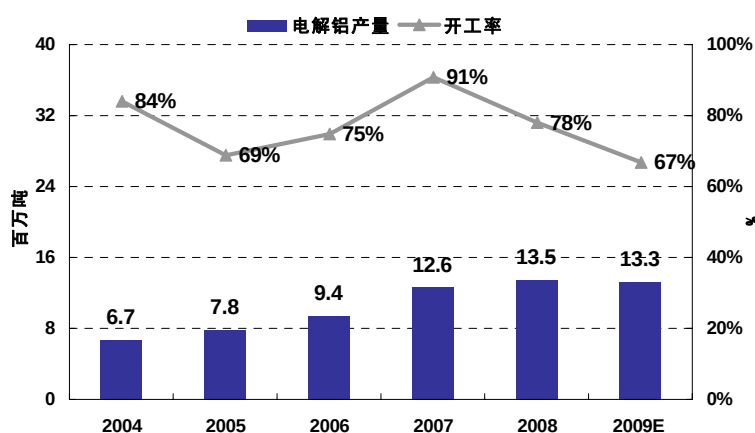
铝价的上行带动供给的释放，从而打压铝价。铝业的供给过剩问题经常被市场提及，其实已经索然无味。国内电解铝产能在 2009 年底接近 2000 万吨，占全球总产能的 40%。如果以 2009 年电解铝产量 1330 万吨计算，全年的开工率仅为 67%，且在建设的电解铝产能亦有 200 万吨。尽管在 2009 年下半年随着价格的上涨（以及今后可能的继续上涨），国内电解铝表观消费量持续攀升，但也意味着未来国内供给的加速释放。

图表 34：国内电解铝及氧化铝的表观消费量



资料来源：统计局、国家海关

图表 35：国内电解铝产量及开工率

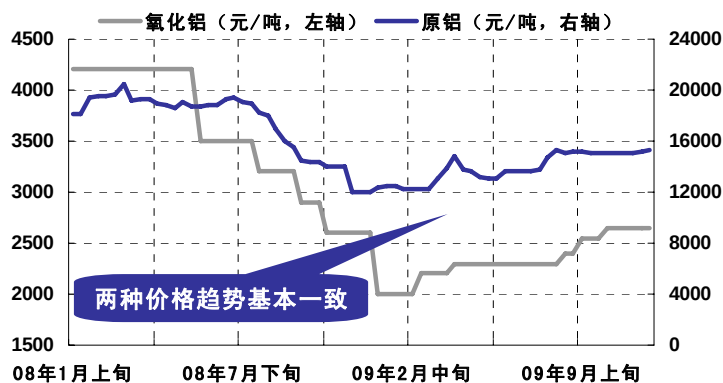


资料来源：中国欧盟商会—中国产能过剩研究

国内成本的上行已开始挤压电解铝企业的盈利。我们认为，对于电解铝行业来说，2010 年成本的变化最值得关注。国家发改委宣布从 11 月 20 日起非居民销售电价平均提高 2.8 分钱，在电力成本占比达 40% 以上的电解铝行业而言，对电价的上调最为敏感（行业平均吨铝耗电 14500kwh）。展望未来煤炭价格以及对 CPI 的影响，我们认为 2010 年非居民销售电价仍存在上调预期。氧化铝价格方面，也会由于电解铝生产需求的增长而逐渐提升，而从氧化铝与电解铝的市场集中度对比，氧化铝生产商也拥有逐步提价的能力。另外，近期由于石油焦（约占预焙阳极成本的 45%）和沥青（占预焙阳极成本的 15%）价格上调，铝用预焙阳极价格已经出现上涨，考虑未来原油价格的走势，我们认为预焙阳极也同样存在持续上涨可能。即使电解铝企业拥有自备电厂或自备阳极厂，外购的煤炭、石油焦和沥青同样要面临成本的上涨。[如果我们认为铝价上行完全是由成本推动而引起，那么从长期来看，铝价很可能是下降的，因为未来重大节电技术的突破将较大的降低用电单耗，也将从根本上降低电解铝的生产成本]。

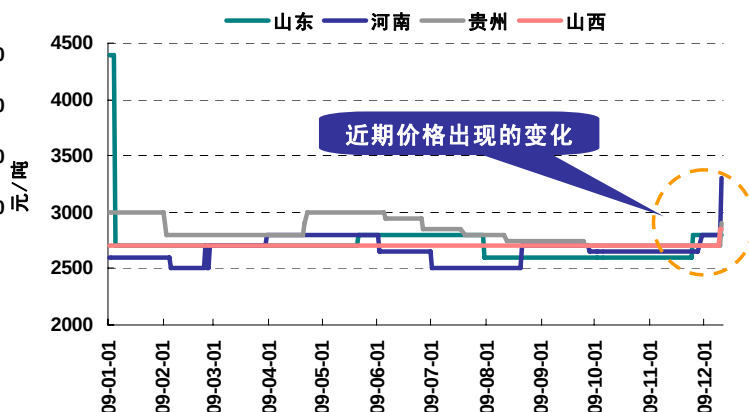


图表 36：国内电解铝价格与氧化铝价格的比较



资料来源：中国铝业、天相投顾整理

图表 37：国内预焙阳极价格近期的变化



资料来源：阿里巴巴、天相投顾整理

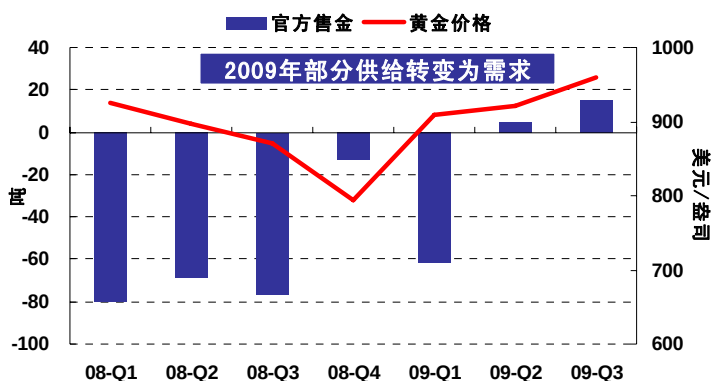
国际企业成本的上行，短期内应对国内企业形成利好。由于开始对二氧化碳排放征税，欧洲电解铝企业电力成本上升，多数企业面临减、停产威胁。减产预期和电解铝成本上升实际上是推动最近一段时期 LME 铝价上涨的主要因素。欧洲铝业协会预计，欧洲很多电解铝冶炼商长期供电合同即将到期，加入二氧化碳排放成本的电力成本将使欧洲 2/3 的厂商陷入危机，影响的电解铝供应量将在 400 万吨左右（占全球产量的 10%）。另外，据称澳大利亚、北美等主要电解铝生产地区也将对二氧化碳排放征税。因此，如果减产预期及成本上升影响加大，我们认为至少在短期内对铝价和国内企业盈利将形成实质性利好。

4.4 黄金：中长期仍受益于通胀

短期的需求受到金价上涨的抑制。从 2009 年初的经济危机中的恐慌，到 2009 年 3 月西方主要经济体宽松货币政策的执行，再到 11 月初印度央行向 IMF 购买黄金，国际黄金价格一路上行，并且一度突破 1200 美元/盎司。美元的贬值使外汇储备国提升黄金储备的需求增加，根据 WGC 的季度报告，“官方售金”在 2009 年 2 季度开始转变为“净买入”，曾经的供给转变为需求，而且这一趋势在 3 季度仍在扩大。不过，金价的上行也实实在在抑制了黄金的需求：2009 年前 3 季度与 2008 年前 3 季度相比，珠宝首饰、净零售投资的总体需求是处于下降的（尽管珠宝首饰需求由于更具有刚性在 2009 年仍处于逐季上升的状态），而代表机构投资者操作的 ETF 及相似产品仅在 1 季度大幅增仓，随后变大幅下降。我们相信黄金价格多少还是会受到需求的影响，价格屡创新高势必抑制需求的增长（在 3 季度时，只有中国一个国家仍呈现珠宝首饰和净零售投资需求的同步增长）。

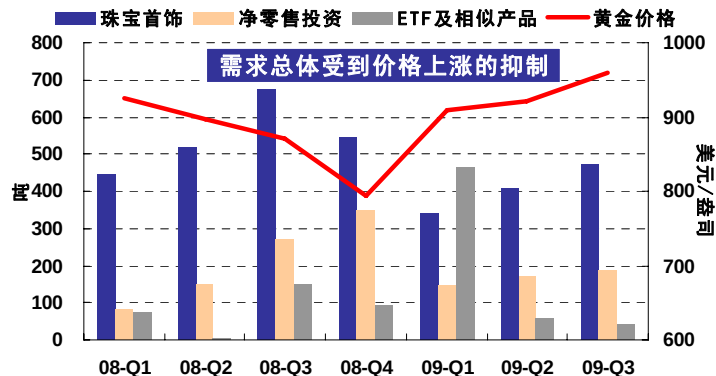


图表 38：官方售金与黄金价格



资料来源：WGC、天相投顾整理

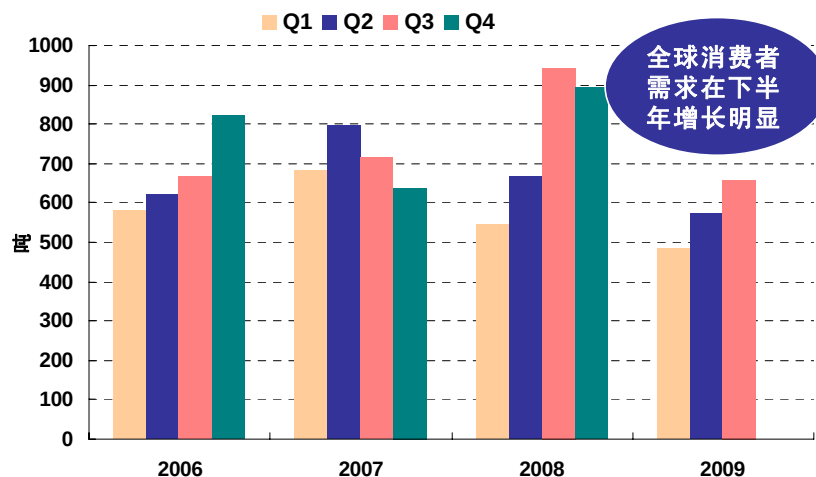
图表 39：黄金需求与黄金价格



资料来源：WGC、天相投顾整理

全球消费者需求在下半年增长明显。黄金消费者需求包括珠宝首饰需求和净零售投资需求，两者合计占总需求的比重超过 80%。而印度和中国在全球黄金消费者需求中一直拥有三成至四成的比重。在印度，每年的 Diwali 节（10 月或 11 月）以及传统的结婚季节（10 月至来年的 1 月，4 月及 5 月），在中国，每年的国庆时节、新年时节以及春节之前都成为黄金消费的旺盛时期，从而带动全球黄金消费者需求增长往往在下半年更为显著。

图表 40：黄金消费的季度趋势



资料来源：WGC、天相投顾整理

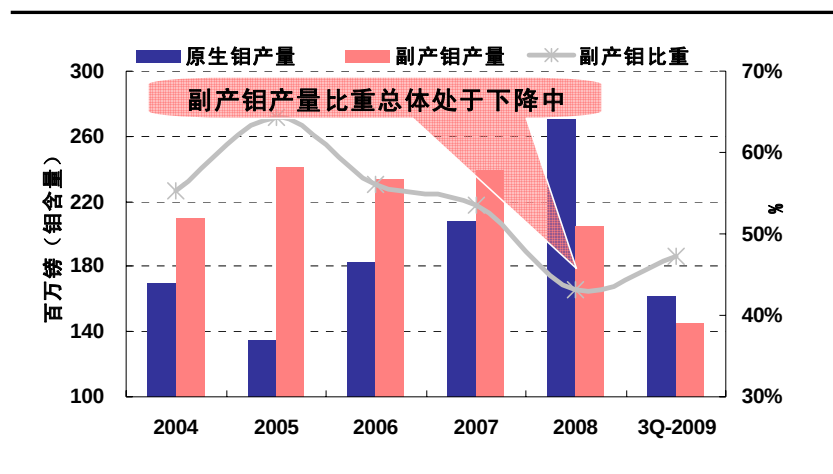
货币因素的影响：短期不利和中长期的受益。正如我们在图表 17 中所揭示的，由于黄金价格与美元指数具有更强的负相关性，美元升值或者美元升值预期愈发强烈，黄金价格在短期内受到的负面影响恐怕要加大，更何况这可能发生在黄金消费需求的淡季。但是，随着时间的推移，通货膨胀的预期将会愈发强烈，黄金价格在中长期内仍将因此而受益。

4.5 钼：值得期待

供给方面有利钼价上行。历史上，钼的供给主要由副产钼（铜矿的副产品）和原生钼构成。而副产钼的产量占比一直达 50% 以上，近几年由于铜价下降和铜矿品味降低导致的西方主要企业铜矿产出下降，进而也影响了副产钼的产出。副产钼的成本不足 5 美元/磅，原生钼的成本多为 5 美元/磅—9 美元/磅，市场上高成本原生钼的存在将推动钼价的上涨。另外，由于环保和原材料供应的因素，钼的焙烧产能（从钼精矿到工业氧化钼的生产环节）也受到制约，很多国内外中小型的钼冶炼企业在钼价较低时退出了市场。

2010 年，来自钢铁行业和能源行业的需求增长值得期待。钼的一次消费结构中，有 75% 用于钢铁的生产（其中不锈钢和建筑用钢是主要消费源），西方主要国家钢铁产能利用率在 2009 年触底反弹，未来有望继续向好；而我国 2009 年前 11 个月粗钢产量同比增长接近 13%，2010 年国内粗钢产量有望继续保持高速增长，另外，钢铁行业的结构调整也将提升钼的需求（比如在某些领域用钢性能和结构的变化）。在钼的终端消费结构中，有近 40% 的比重用于能源行业，随着全球经济的整体回暖，能源需求逐步提升，也将进一步带动炼油中脱硫含钼催化剂的应用、能源行业基础设施建设投资力度的增大（油气管道的建设、海上钻井平台的建设——含钼不锈钢、合金钢及高速钢的使用），钼价与原油价格具有较强的相关性，细心的阅者可能已经发现在图表 4 里上世纪 70 年代末剔除通胀因素的钼价走势仍旧令人侧目，而当时也正是处于第二次石油危机的年代。

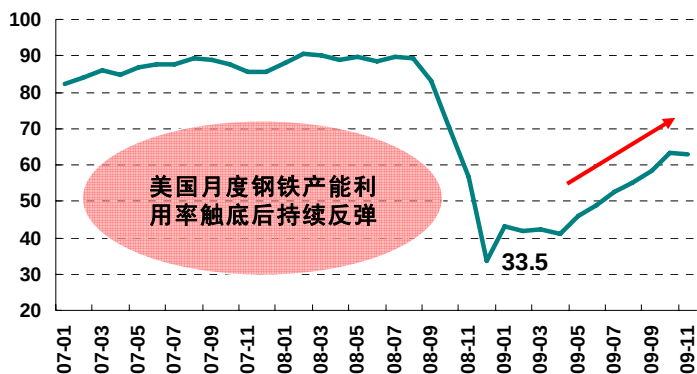
图表 41：世界副产钼比重的下降



资料来源：CRU、天相投顾整理

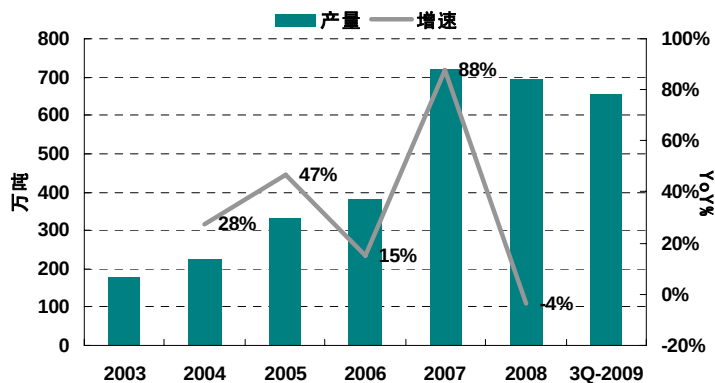


图表 42：美国钢铁产能利用率的上升



资料来源：Bloomberg

图表 43：国内不锈钢产量的增长



资料来源：特钢不锈钢分会

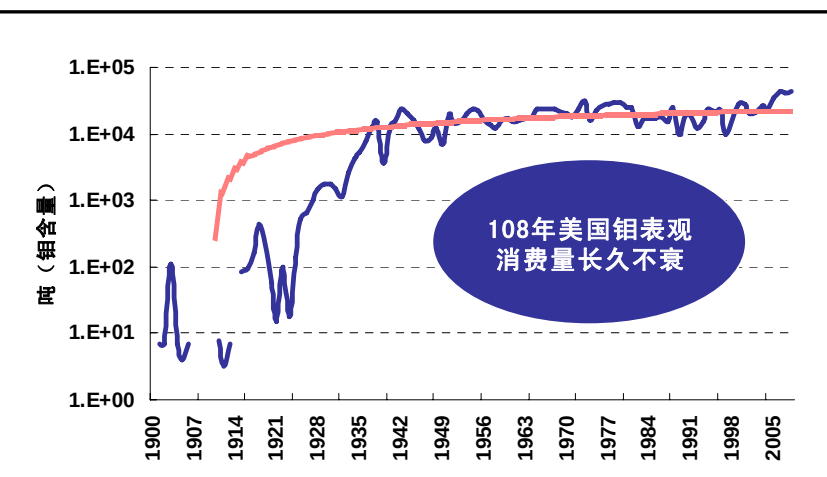
图表 44：世界原油的含硫量预测

	2000年		2010E		2015E	
	API度	硫%	API度	硫%	API度	硫%
西半球	28.10	1.33	27.60	1.42	27.30	1.43
东半球	34.00	1.08	34.00	1.12	33.80	1.19
世界平均	32.50	1.14	32.40	1.19	32.30	1.25

资料来源：世界炼油工业发展趋势

西方主要国家经济的持续回暖是有利于钼价上行最重要的基石。根据 CRU 的统计，历年全球钼的消费量有 70%以上源自西方主要经济体，如美国、欧盟和日本。借鉴美国长期表观消费量来看，钼的消费仍旧长盛不衰。CRU 数据显示，全球钼的供需情况在 3 季度已出现短缺，而西方国家的供给缺口也在持续扩大。我们认为，未来西方主要国家经济的持续回暖将是有利于钼价上行最重要的基石。

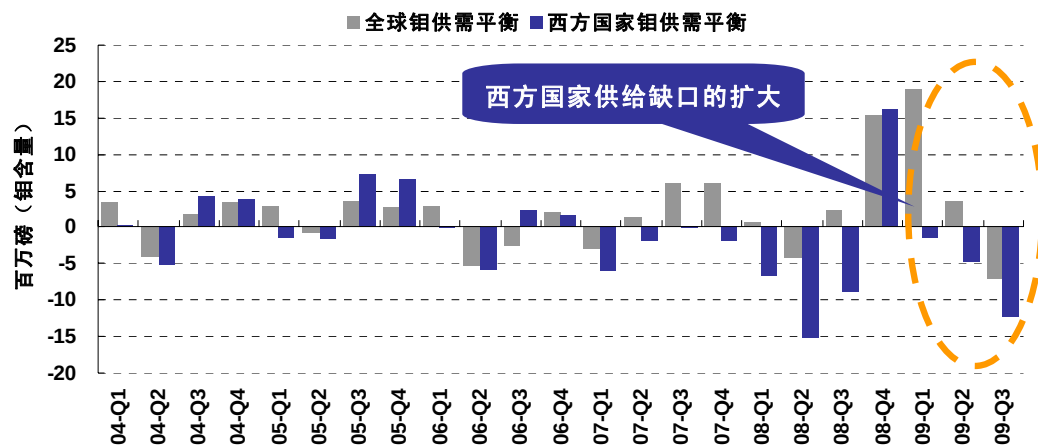
图表 45：108 年美国钼的表观消费量长盛不衰（对数坐标）



资料来源：USGS、天相投顾整理



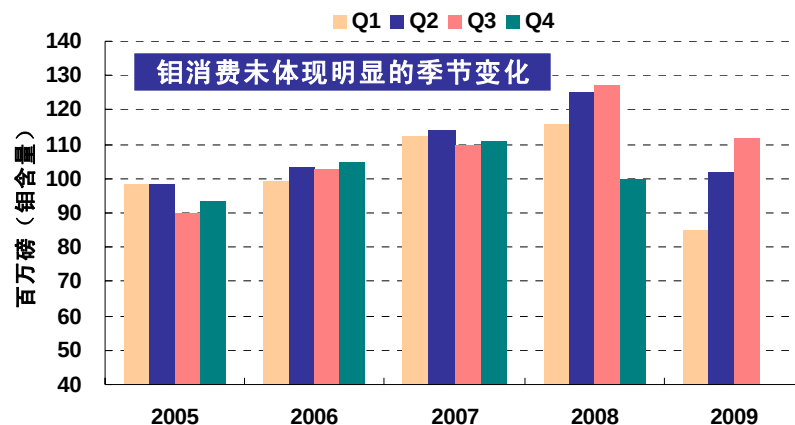
图表 46：全球及西方国家钼供需平衡



资料来源：CRU、天相投顾整理

钼消费未体现明显的季度趋势。我们发现，在正常的经济情况下，钼的消费较为平稳，并未体现明显的季节变化。除了主要受供需因素和西方主要国家的经济影响因素之外，由于 LME 钼期货极有可能在 1 季度面市，未来钼价也将拥有更多的金融属性，价格上行的空间也会被放大。

图表 47：钼消费的季度趋势



资料来源：CRU、天相投顾整理

5. 投资策略：换一种方式投资有色——把握季节的轮动

5.1 总体策略：仍处于适合投资有色的大时段

仍处于适合投资有色的大时段。参照投资周期理论，考虑到 2010 年主要经济体 GDP 增长率处于加速上升状态，而通胀水平将很可能由“负”转“正”，从大的投资时段来讲，资源类企业和黄金类股票普遍仍具有战略性的投资机会。

图表 48：美林“投资钟”

	阶段	GDP增长率	通胀率	最佳资产类别	最佳行业板块	收益率曲线斜率
1	衰退	↓	↓	债券	防守性增长	牛市陡
2	复苏	↑	↓	股票	周期性增长	——
3	过热	↑	↑	大宗商品	周期性价值	熊市平
4	滞胀	↓	↑	现金	防守性价值	——

资料来源：天相投顾整理

金属价格总体上涨，但应降低预期。我们认为，受整体经济的回暖及需求的带动，金属价格总体有望保持继续上涨，但我们应该降低预期，因为金属价格将受到美元升值的“干扰”。

企业盈利将继续增强，维持有色行业“增持”投资评级。在判断金属价格继续上涨的前提下，我们认为有色金属企业的盈利也将普遍持续走强，加之目前仍处于投资有色的大时段，我们继续维持有色行业“增持”的投资评级。

5.2 细分行业策略：季节的轮动

我们在文章的第四部分已经对细分行业进行了一定的展望，在此处进行简单总结。我们认为，2010 年各细分行业的前景都不具有明显的相较于其它细分行业的优势（但我们仍会综合考虑，给出一定的排序）。笼统的一整年的金属展望不能较好的展示各金属品种间的差异，也无助于投资者获得超额收益。我们将以金属的消费为主线，帮助投资者挖掘细分行业较佳的投资时节。

铅锌：单以需求来看，较好的配置时机在 2 季度，但消费不像铜行业一样在下半年变化过大。有利因素包括：下游行业消费的良好预期，国内企业的资源优势，锌价与美元相对较弱的相关性。负面因素主要为当前锌的供给过剩压力仍不小以及“电摩新国标”对电动助力车用铅酸蓄电池的影响。行业排序 1。

铝：总体上，供需形势较佳。虽然不存在明显的消费淡旺季的影响，但综合考虑 LME 铝期货可能的面市，较好的配置时间应在 1 季度。展望钢铁业的整体表现和西方主要国家经济的恢复程度，3 季度也是重要的配置时期，原油价格的走势同样是较好的先行指标。另外铝价对美元走势的影响还待观察。负面因素为：如果西方主要国家经济的恢复程度不如预期，铝的需求可能会打折扣。行业排序 2。

铝：消费在每个季度都不存在相较于其它金属品种的强势，季度性投资机会并



不容易把握。成本变化将是 2010 年首要关注点，可能的有利因素包括：国际铝业公司面临的成本上涨（近而减产停产）导致的供应减少和铝价上升，美元走势对铝价的影响稍弱。负面因素包括：不需要再多提的供给过剩，以及国内成本压力渐行渐近。行业排序 3。

黄金：我们认为 2010 年上半年黄金价格可能多以震荡为主，持续走强较难，高企的价格将抑制需求的增长（特别是投资需求），市场至少需要在 1000—1200 美元/盎司的区间有一段心理适应的过程，况且上半年本是黄金的消费淡季，另外黄金价格对美元升值可能更为敏感。在市场消化美元升值的影响后，适合的投资时节应在下半年，因为从中长期来讲，通货膨胀的临近仍旧使黄金价格看涨。行业排序 4。

铜：从理论上讲，最佳的配置时机在 1 季度，因为在 2 季度相较于其它金属品种更具有压倒性的季节消费优势，铜价在 2 季度最为强势也可以预料。供需形势稍好，但我们认为其实低于预期。另外一个小的加分项是：春耕需求已在近期带动硫酸价格出现上涨，2 季度硫酸价格应达到高峰，这对于平均单产硫酸最高的铜行业来说，会为较好的 2 季度盈利“添彩”。负面因素包括：国内铜行业整体资源性不高，2010 年整体盈利弹性较有限；2010 年 TC/RC 前景不明朗；消费在 3、4 季度下降较为明显。行业排序 5。

5.3 公司投资策略：两条主线——看重价格上涨和淡化价格上涨

考虑金属价格的上涨，关注细分行业的优势企业，主要考察：资源优势及潜力、企业盈利增长预期、盈利弹性、企业财务的稳健性、行业属性、行业地位。（从前至后排序；每个细分行业推荐一只首选股票。）

中金岭南（000060）投资要点：

- 1) 看好铅锌下游消费及锌铅价格；
- 2) 公司资源自给率高，对铅锌价格敏感性高；
- 3) 2010 年公司精矿产量和冶炼产能有望保持增长；
- 4) 控股的 PEM 公司经营效益逐季好转；
- 5) 天津房地产项目有望贡献收益。

预计 2009—2011 年 EPS 分别为 0.36 元、0.86 元和 1.40 元，动态 P/E 分别为 71 倍、30 倍和 18 倍，维持公司“增持”评级。

焦作万方（000612）投资要点：

- 1) 公司盈利对铝价最敏感；
- 2) 拥有自备电厂化解部分成本压力；
- 3) 参股赵固能源 30%权益增厚公司盈利。



预计 2009—2011 年 EPS 分别为 0.46 元、1.05 元和 1.20 元，对应的动态 P/E 分别为 53 倍、23 倍和 20 倍，维持公司“增持”评级。

山东黄金（600547）投资要点：

- 1) 公司几乎百分之百为黄金业务，盈利对黄金价格最为敏感；
- 2) 拥有资源增长潜力；
- 3) 财务稳健；
- 4) 公司 2009 年度存在送转的可能，也存在送转的能力（理论最大转增（每 10 股，后同）14.06 股，最大送股 41.09 股）；
- 5) 看涨金价的长期走势。

预计 2009—2011 年 EPS 分别为 1.10 元、1.59 元和 1.93 元，对应的动态 P/E 分别为 71 倍、49 倍和 41 倍，维持公司“增持”评级。

金钼股份（601958）投资要点：

- 1) 看好钼的供需形势及 2010 年钼价；
- 2) 公司资源完全自给自足；
- 3) 公司拥有产业链优势，2010 年钼化工和钼铁产能有望得到扩大；
- 4) 公司财务稳健。

预计 2009—2011 年实现 EPS0.20 元、0.46 元和 0.61 元，对应的动态 P/E 分别为 92 倍、40 倍和 30 倍，维持公司“增持”评级。

江西铜业（600362）投资要点：

- 1) 公司资源自给率在铜业股中最高，盈利可以较充分的受益铜价的上涨；
- 2) 公司拥有产业链优势；
- 3) 2010 年冶炼产能有所扩张；

预计 2009—2011 年实现 EPS0.87 元、1.14 元和 1.35 元，对应的动态 P/E 分别为 44 倍、33 倍和 28 倍，维持公司“增持”评级。

淡化金属价格的上涨，我们认为提升企业盈利的原动力来自于产能的扩张，建议投资者 2010 年关注产能扩张较大且明确的公司，主要考察：产能扩张的程度、盈利增长预期、盈利弹性、送转能力。

**东方锆业（002167）投资要点：**

公司主营锆系列制品及结构性陶瓷，2009 年中期，公司氯化锆、二氧化锆、复合氧化锆、硅酸锆、氧化锆结构陶瓷收入占比分别为 28%、23%、19%、17%和 13%。

产能扩张是公司最大亮点。公司 2000 吨高纯二氧化锆项目和先期投产的 5000 吨超微细硅酸锆项目于 2009 年 7 月 1 日投产，2010 年净利润高增长可期。而 2009 年增发募集项目 6000 吨高纯二氧化锆项目及 15000 吨超微细硅酸锆项目预计 2010 年中期投产，为公司业绩的持续高增长提供了保障。

其它投资要点：

高附加值的新兴锆制品占比提升。2009 年上半年公司新兴锆制品（复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷）收入和毛利占比分别达到 32.5%与 60.9%，已成为公司最重要的利润来源，后期占比将进一步提升。

新型材料、未来应用前景广阔。锆制品作为新型材料，公司虽然没有核级锆的生产能力，但复合氧化锆是用作固体燃料电池、特种陶瓷、高级耐火材料、光通讯器件等高端产品的基础原料，应用前景广阔。

公司 2009 年度存在送转的可能，也存在送转的能力（理论最大转增（每 10 股，后同）48.20 股，最大送股 14.50 股）。

预计 2009—2011 年实现 EPS0.37 元、0.67 元和 0.87 元，对应的动态 P/E 分别为 82 倍、46 倍和 35 倍，维持公司“增持”的投资评级。

图表 49：东方锆业各产品产量预测（单位：吨）

产量预测	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E
氯化锆	8073	9769	12500	20000	23000
其中外销	3356	3665	5976	6560	1440
二氧化锆	1388	1719	1350	3000	5550
硅酸锆	3518	3512	4750	11000	15000
复合氧化锆	359	542	980	1800	2150
其中外销	215	363	680	1400	1650
氧化锆结构陶瓷	144	179	300	400	500

数据来源：公司公告、天相投顾整理

恒邦股份（002237）投资要点：

公司为国内重点黄金冶炼企业，同时副产银、铜等多种金属，回收二氧化硫烟气制取硫酸，并利用硫酸继续进行磷肥等化工产品的生产。2008 年时公司具有黄金 8 吨、白银 40 吨、电解铜 2000 吨、硫酸 40 万吨、磷铵 10 万吨的生产能力。

公司黄金生产主要分为自产金精矿炼金、外购金精矿炼金（买断）和外购金精矿炼金（来料加工）三种形式，公司每年自产金规模一般在 1.5—1.8 吨之间，未来不会有较大扩产，公司盈利变化的根本在于通过外购金精矿炼金中多种元素的回收。

公司募集资金项目“复杂金精矿综合回收技术改造项目”2009 年底投产，将成为公司未来新的增长点。根据公司制定的经营目标，2010 年主要产品产量黄金 16.8



吨、白银 108 吨、电解铜 1.97 万吨、硫酸 53 万吨，将分别为比 2009 年增长 56%、116%、1091%和 61%。

其它投资要点：

硫酸价格已经历了最低迷的时刻，公司硫酸单产较高，而生产硫酸的成本较低，未来有望受益硫酸价格的上涨。

预计 2009—2011 年实现 EPS0.78 元、1.38 元和 1.69 元，对应的动态 P/E 分别为 67 倍、38 倍和 31 倍，维持公司“增持”的投资评级。

图表 50：恒邦股份的投产项目

产品	设计规模	达产产量	回收率提高幅度
黄金	8.5 吨/年	8631 公斤/年	5.76%
白银	58 吨/年	58432 公斤/年	47%
电解铜	1.8 万吨/年	高纯阴极铜18345 吨/年 二级电铜211 吨/年	12.67%
硫酸	25 万吨/年	252158 吨/年	

资料来源：公司资料、天相投顾整理

图表 51：恒邦股份的产量规划（单位：吨）

年份	黄金	银	电解铜	硫酸
2008	10	46	1440	320151
2009	10.8	50	1650	330066
2010	16.8	108	19650	530780

资料来源：天相投顾整理

图表 52：推荐公司盈利预测及估值

股票代码	公司简称	股价	EPS			PE			PB	流通市值
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E		
000060	中金岭南	25.41	0.36	0.86	1.40	71	30	18	7.67	281.44
000612	焦作万方	24.52	0.46	1.05	1.20	53	23	20	6.17	112.12
600547	山东黄金	78.48	1.10	1.59	1.93	71	49	41	22.55	293.86
601958	金钼股份	18.36	0.20	0.46	0.61	92	40	30	5.29	137.71
600362	江西铜业	37.96	0.85	1.14	1.35	45	33	28	5.90	151.10
002167	东方锆业	30.50	0.37	0.67	0.87	82	46	35	5.59	10.72
002237	恒邦股份	51.95	0.78	1.38	1.69	67	38	31	9.21	37.39

资料来源：天相投顾整理

图表 53：推荐公司的理论送转能力

股票代码	公司简称	最大送转能力（每10股）		
		转增能力（股）	送股能力（股）	派现能力（元）
000060	中金岭南	12.73	10.86	10.86
000612	焦作万方	7.02	20.17	16.65
600547	山东黄金	14.06	41.09	15.52
601958	金钼股份	24.27	9.47	9.47
600362	江西铜业	35.97	25.68	15.07
002167	东方锆业	48.20	14.50	14.50
002237	恒邦股份	26.79	22.48	11.20

资料来源：天相投顾整理

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