

推荐 (维持)

黄金光采依旧，风景锡钼独好

2010 年 9 月 28 日

有色金属行业2010年四季度投资策略

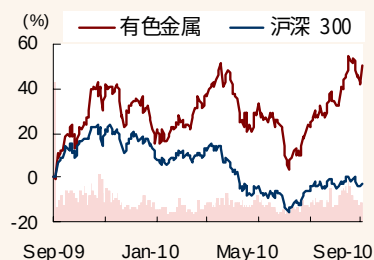
上证指数 2592

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	58	3.5
总市值 (亿元)	8889	4.1
流通市值 (亿元)	5535	3.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	12.6	13.0	42.8
相对表现	11.0	24.3	47.9



相关报告

1、《有色金属行业 2010 年中期投资策略-拨开迷雾看未来》

2010/6/8

2、《有色金属行业 2010 年二季度投资策略-存鲲鹏之志，蓄九霄之势》

2010/4/2

王晓丹

0755-82943260
 wxiaodan@cmschina.com.cn
 S1090208080233

李洪冀

021-68407470
 lihongji@cmschina.com.cn
 S1090210050010

基于全球通胀预期渐起，有色金属四季度仍在高位运行。本篇报告重点分析了强烈产业政策预期下的板块投资机会，重点推介锡、钼、黄金的趋势性投资机会。

- **全球通胀渐起是四季度有色金属价格主要的刺激因素：**英国 8 月 CPI 较同期上涨 3.1%，亚洲方面，印度于 9 月中旬上调利率 25 个基点，是继 7 月以来的第三次加息，全球通胀渐起将支撑有色金属在四季度继续高位运行。
- **美元难以走强，支撑有色金属价格：**由于美国贸易逆差大幅上升，预期美国政府为了扩大出口，将避免美元走强。其次，经济复苏前景的恶化以及宽松的货币政策都使美元难以具备走强的条件，因此我们认为美元将保持弱势，从而对大宗商品价格产生强劲的支撑。
- **锡行业政策比钼更进一步：**锡产业比钼的政策更进了一步，从行业准入规则到保护性开采的细则进一步对锡资源保护和合理开采进行了规范。同时半导体行业出货量水平仍在持续上升，电子行业仍然处于高景气周期内。另一方面，印尼受环保、天气及政府控制，产量受限，出口下降，全球锡进入耗库存阶段。
- **钼产业强烈的政策预期将带来趋势性投资机会：**我们预期，钼行业下一步的政策方向应旨加大保护性开采和资源整合力度方面的措施。一方面副产钼受制于铜钼伴生矿品位下降，原生矿在全球钼供给的作用占主要地位，钼价低位限制钼产量。另一方面中国成为全球钼消费新的引擎，全球消费格局改变。
- **黄金的主要供应源撤离市场，避险需求推高金价：**在当前全球经济没有明朗，美国经济复苏缓慢的宏观背景下，黄金的避险情绪仍然高涨。另外欧洲各国几乎完全停售黄金，一个非常重要的黄金供应源撤离了市场；中国将在长期增加黄金储备，以提高黄金占外汇储备的比例。我们继续重申黄金目标价 1350 美元/盎司的目标价！

四季度重点关注产业政策预期强烈的板块：强烈推荐：锡业股份、山东黄金、西藏矿业、中色股份；谨慎推荐：金钼股份、东方钽业、宝钛股份。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
锡业股份	27.09	0.2	0.6	0.8	45.2	33.9	5.4	强烈推荐 A
山东黄金	51.42	1.05	0.95	1.15	54.1	44.7	21.6	强烈推荐 A
西藏矿业	39.06	0.08	0.18	0.27	217.0	144.7	17.4	强烈推荐 A
云南锗业	59.8	0.75	0.97	1.27	61.6	47.1	6.3	强烈推荐 A
中色股份	19.35	0.13	0.18	0.32	107.5	60.5	7.1	强烈推荐 A
东阳光铝	15.07	0.09	0.38	0.67	39.7	22.5	6.1	强烈推荐 A
金钼股份	17.46	0.17	0.44	0.73	39.7	23.9	4.3	审慎推荐 A
宝钛股份	25.77	0.04	0.12	0.36	214.8	71.6	3.1	审慎推荐 A

资料来源：招商证券

正文目录

一、三季度大金属与小金属轮番上涨	4
1. 有色金属价格整体上扬	4
小金属分化严重	4
2. 有色板块	5
二、通胀预期是四季度金属的主要催化剂	6
1. 美联储着手第二波宽松货币政策	6
2. 全球通胀预期渐起	7
3. 工业整体显示在缓慢复苏	8
三、四季度关注产业政策预期强烈的钨和锡行业	9
1. 锡：供给受限支撑锡价，政策预期带来机会	9
锡行业政策比钨更进一步	9
电子行业仍处于景气度高峰	9
锡供应日趋紧张	10
2. 钨：强烈的政策预期将带来趋势性投资机会	11
四、避险与通胀预期下黄金长期投资价值依然存在	15
欧洲各国央行几乎完全停售黄金	15
美国经济前景的悲观预期，加重黄金避险需求	16
中国将长期增加黄金储备	16
五、股票投资策略	17

图表目录

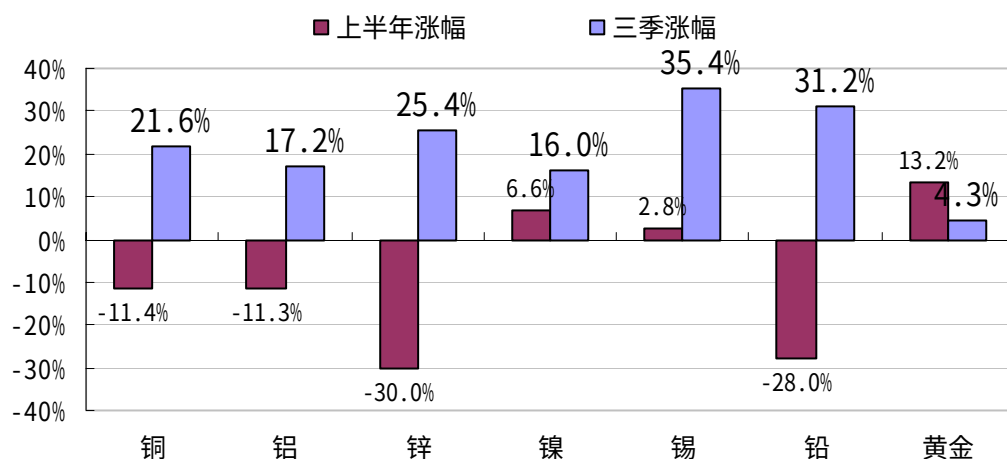
图 1：基本金属上半年涨幅及三季度涨幅情况.....	4
图 2：小金属价格一季度涨幅及半年涨幅情况.....	4
图 3：前三季度有色子板块涨幅	5
图 4：美国 CPI 同比增速	6
图 7：美国汽车销售	7
图 8：美国 PMI 指数	8
表 1：锡行业相关政策	9
图 11：锡终端需求	9
图 12：半导体器件出货量	10
图 13：印尼锡出口	10
图 14：LME 锡库存与锡三月期价	11
表 2：钨行业相关政策	11
表 3：稀土行业准入条件及相关政策	11
图 15：全球原生钨供给量	12
图 16：全球钨供给量	13
图 17：中国消费与全球消费占比	13
图 18：全球吨钢耗钨量	14
图 19：11 年来央行售金数据总计	15
图 20：官方供给	15
图 21：各大经济体黄金占外汇储备比例	16
表 4：公司盈利预测及投资评级	17

一、三季度大金属与小金属轮番上涨

1. 有色金属价格整体上扬

三季度有色金属一改上半年的分化走势，整体出现上涨行情。受欧美经济复苏的需求拉动、通胀压力下资源的金融属性等因素推动，使得基本金属、小金属、贵金属在三季度表现良好。其中锡是表现最好的基本金属，三季度涨幅 35.4%。

图 1：基本金属上半年涨幅及三季度涨幅情况

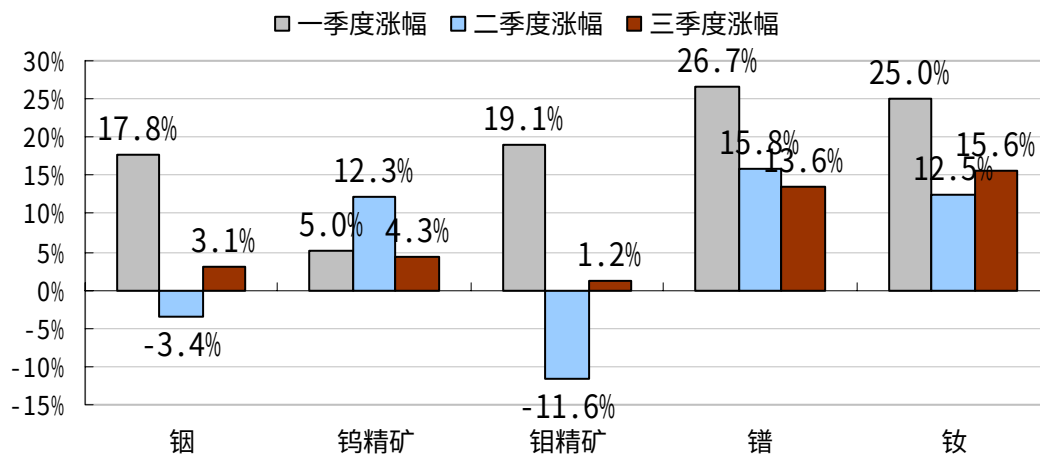


资料来源：BLOOMBERG、招商证券

小金属分化严重

虽然三季度小金属普遍上涨，但是内部分化严重。钨、钼、铟等缺乏产业政策配合的小金属三季度表现平平，仅微幅上涨 4% 左右。而国家产业整合政策频出的稀土行业，平均涨幅超过 10%，以镨钕为例，三季度金属镨上涨 13.6%，金属钕上涨 15.6%，前三季度分别上涨 66.7%、62.5%，远超前同期钨、钼涨幅。

图 2：小金属价格一季度涨幅及半年涨幅情况

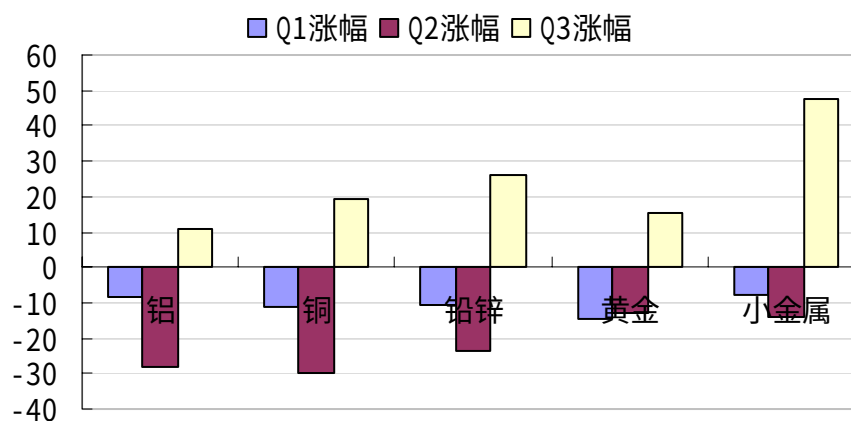


资料来源：BLOOMBERG、招商证券

2. 有色板块

三季度有色金属板块表现突出，大金属和小金属轮番上攻，演绎整体有色行业的上涨。小金属仍然是表现最好的板块，涨幅高达 47.77%，铅锌、铜涨幅居后，分别上涨 26.29%、16.33%。

图 3：前三季度有色子板块涨幅



资料来源：BLOOMBERG、招商证券

二、通胀预期是四季度金属的主要催化剂

1. 美联储着手第二波宽松货币政策

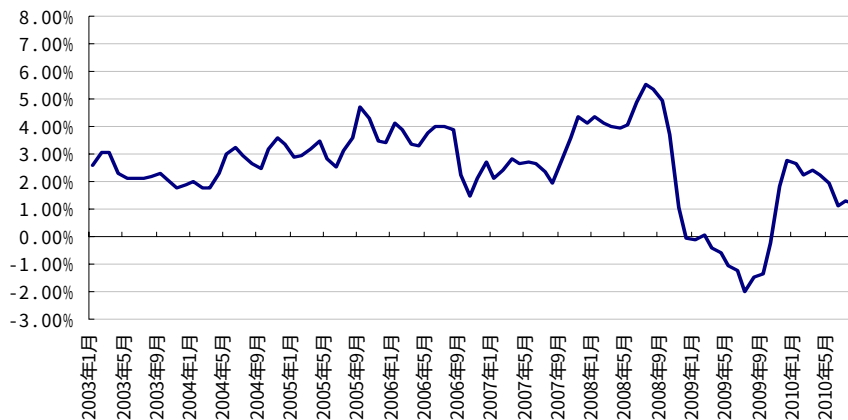
美国经济复苏的进程痛苦而缓慢，第二季度美国经济增长幅仅为 1.6%，8 月份失业率升至 9.6%，为此奥巴马于 9 月 10 日再度公布总额度达 3500 亿美元的新一轮经济刺激经济，但是市场对此反映并不热烈。因为研发、投资的税负减免及基础建设等三项提案的规模不够大，不足以影响经济前景。再加上房地产和汽车终端数据的颓废显示出工业制造业的疲弱，消费者信贷连续六个月放缓，都显示出市场对美国经济复苏前景的担忧。

过低的通胀将可能引起通货紧缩可能性的加大和物价大范围的下降，这将进一步阻碍经济的复苏步伐。为解决过低的通胀及缓慢的经济增长问题，美国或将重启宽松货币政策。美联储在 8 月重申了“较长时间内”维持低利率在 0%-0.25% 区间不变，确定有必要重启宽松货币政策策略。从 8 月 17 日起，美联储将开始购买国债，并将在每月中旬发布未来一个月预期购买的资产规模。

美国保持较低的通胀率

虽然 8 月美国 CPI 与 PPI 环比正增长，同比增速保持平稳，但是通胀率仍然维持在较低的水平。

图 4：美国CPI同比增速



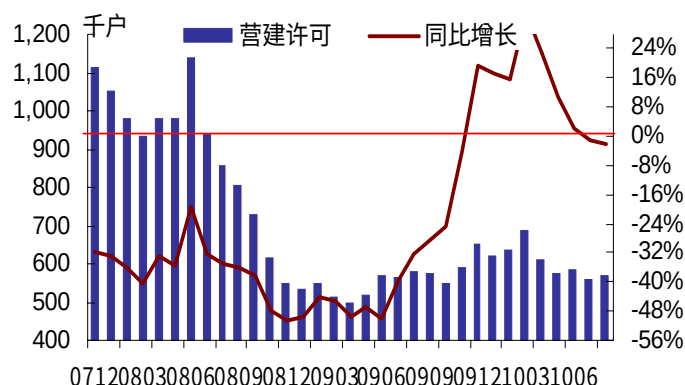
资料来源：BLOOMBERG、招商证券

汽车和房地产终端需求疲弱

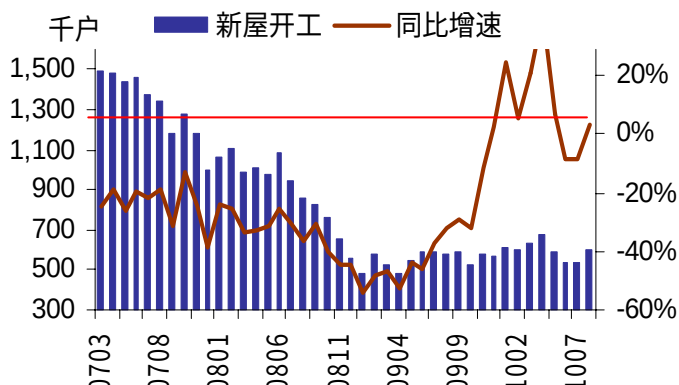
从美国的房地产数据来看：2010 年 Q3 数据比较平稳，继 Q3 强劲的反弹后，营建许可与新屋开工较 09 年同期增幅归零。

图 5：美国营建许可

图 6：美国新屋开工



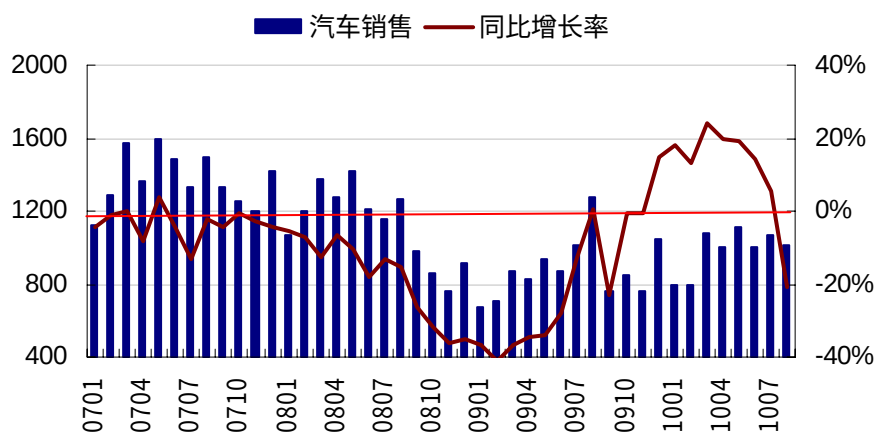
资料来源：FREELUNCH，招商证券研发中心



资料来源：FREELUNCH，招商证券研发中心

从汽车销售数据来看：美国汽车销售数据相比于 09 年三季度，表现比较淡，三季度汽车销售同比下降 20%，显示出政策刺激的效应已经完全消失。然而环比来看，汽车销售趋于稳定，意味着经济已走入自发需求带来的复苏阶段。

图 7：美国汽车销售



资料来源：BLOOMBERG、招商证券

美元难以走强

首先，由于美国贸易逆差大幅上升，来自中国的进口快速上升导致美国与全球其它国家的贸易逆差在 6 月份达到两年来最高水平，达 499 亿美元。自 09 年 5 月美国贸易逆差降至 248 亿美元以来，已经增长了一倍多。日益增长的逆差影响了美国的产出，今年 2 季度，贸易逆差拉低美国经济增长率达 3 个百分点。预期美国政府为了扩大出口，应采取手段避免美元走强，这很可能促使美元继续走软。

其次，经济复苏前景的恶化以及宽松的货币政策都使美元难以具备走强的条件，因此我们认为美元将保持弱势，从而对大宗商品价格产生强劲的支撑。

2. 全球通胀预期渐起

英国 8 月 CPI 较同期上涨 3.1%，其核心 CPI 在 2010 年已经多次超过 3% 的标准，预期未来英国物价仍有进一步上行的压力。而亚洲方面，印度于 9 月中旬上调利率 25 个基点，是继 7 月以来的第三次加息。

3. 工业整体显示在缓慢复苏

美国采购经理人指数显示，8月美国ISM制造业指数为56.3，为四个月连续下滑后的首次上涨，远超前于之前市场预期，也进一步显示美国的制造业仍然处于景气周期内。

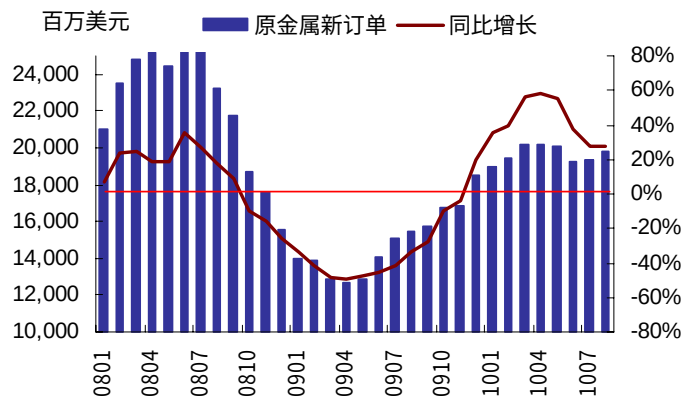
图 8：美国PMI指数



资料来源：BLOOMBERG、招商证券

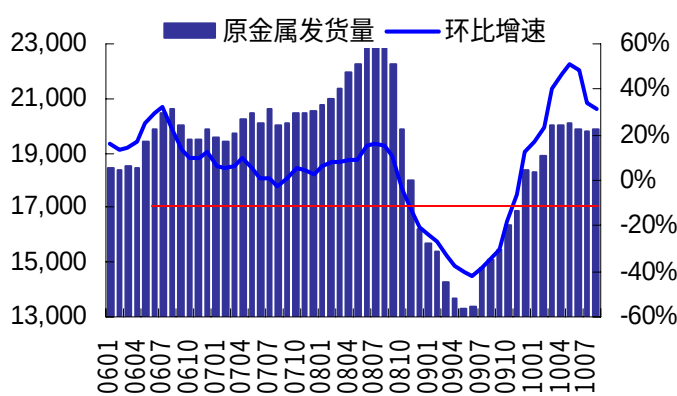
从金属订单和发货来看：原金属的订单和发货量进入了稳步增长期，新订单和发货量的同比增速连续三季保持在20%以上。

图 9：金属订单



资料来源：FREELUNCH，招商证券研发中心

图 10：金属制品订单



资料来源：FREELUNCH，招商证券研发中心

全球性的通胀预期将是四季度有色金属的主要催化剂，而美国重启宽松的货币政策以及弱势美元的支撑，将为有色金属价格提供多重的支撑。

三、四季度关注产业政策预期强烈的钨和锡行业

2、锡：供给受限支撑锡价，政策预期带来机会

锡行业政策比钨更进一步

锡与钨行业政策预期比较相近，钨的政策仍停留在行业准入方面，但是锡比钨的政策更进了一步，从行业准入规则到保护性开采的细则进一步对锡资源保护和合理开采进行了规范。

表 1：锡行业相关政策

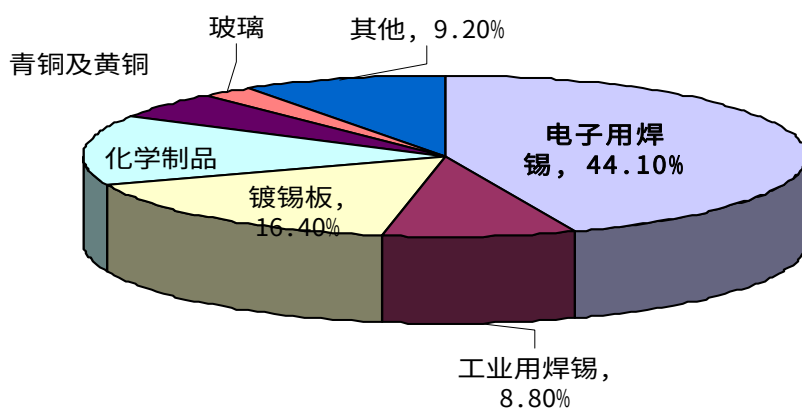
方向	年份	相关政策	政策法规
保护性开采	1991 年	将锡产列为国家实行保护性开采特定矿种	
行业准入	2005 年	对锡实行矿产年度开采总量和出口产品配额总量计划，严禁超计划开采和计划外出口；将严格对锡行业准入管理；尽快制定锡勘查开采领域的准入条件和生产经营领域的准入条件；提出资金、技术、装备、规模以及能耗、资源综合利用、环境保护和安全生产等方面的要求；	《关于加强钨锡铋行业管理的意见》
保护性开采	2009 年	规定实行保护性开采的特定矿种的勘查和开采实行规划调控、限制开采、严格准入和综合利用；严格实行锡年度开采总量指标控制，严禁超计划开采和计划外出口；到 2015 年锡年开采总（金属量）15 万吨左右；	《全国矿产资源规划》

资料来源：招商证券

电子行业仍处于景气度高峰

锡的终端需求中，电子用焊锡占了 44.1%，是锡最主要的用途，因此电子行业的景气度与锡的需求息息相关。

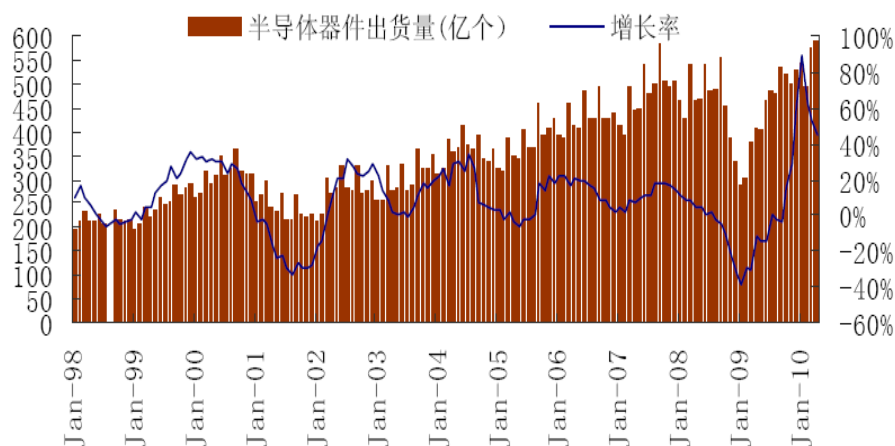
图 11：锡终端需求



资料来源：bloomberg，招商证券研发中心

半导体行业出货量水平仍在持续上升，单月出货量水平已经创历史新高。三季度旺季弥补了二季度后库存回补削弱的需求，因此我们认为电子行业仍然处于高景气周期内。

图 12：半导体器件出货量



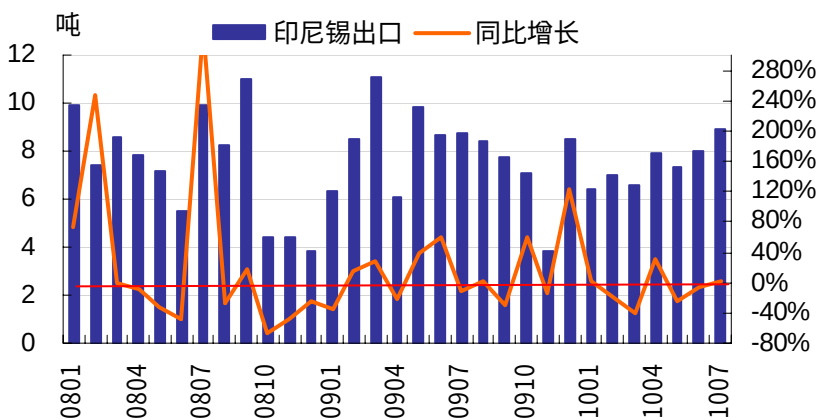
资料来源：bloomberg，招商证券研发中心

锡供应日趋紧张

印尼产量和出口受限：

一方面，受警方打击非法采矿、环保、天气原因，印尼产量受限。印尼政府最新称“因长期非季节性降雨影响采矿，2010 年精炼锡产量预期将较目标产量 10.5 万吨下降 20%”。另一方面，由于出口规定更加严格，印尼出口量不断在下降，印尼 1-7 月精炼锡出口仅为 5.2 万吨，较去年同期的 5.9 万吨减少了 12%。

图 13：印尼锡出口



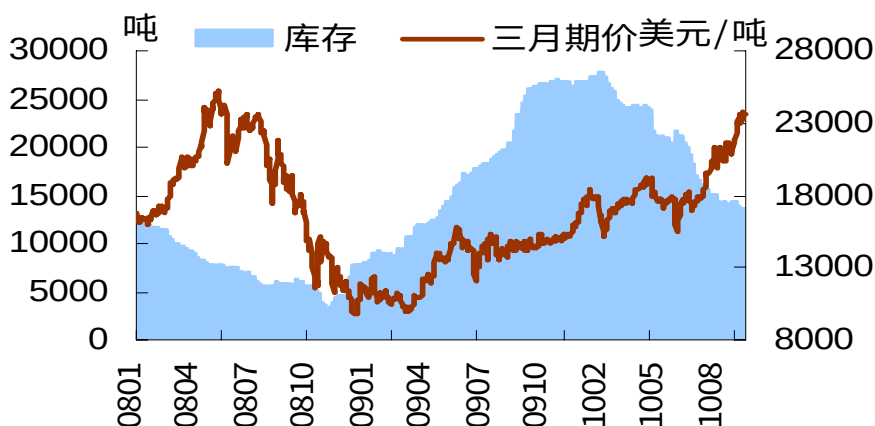
资料来源：中国金属网

中国节能减排打压锡产量：广西的华锡集团减产 1/3，小厂矿停产；云南检修损失产量 4000 吨；

刚果（金）：对东部矿区进行整顿；刚果年产锡矿 7-8000 吨左右，并对锡精矿的出口颁发出口禁令。

由于供给受限，而需求保持高景气度，锡进入了快速消耗库存阶段，LME 的锡库存量已从今年年初时最高的 2.8 万吨，减少至近期的 1.36 万吨，LME 锡库存减少了二分之一！库存低位将为锡价提供强有力的支撑！

图 14：LME锡库存与锡三月期价



资料来源：中国金属网

2. 钨产业：强烈的政策预期将带来趋势性投资机会

强烈的政策预期

从 09 年下半年开始，国务院提出稀有金属产业升级资源合理利用，“能够保护有限的资源，有限的资源能够有序的发挥资源价值”。从此展开了稀有金属产业整合的大幕。

2010 年 5 月 17 号发改委的会议，把原来“十三种金属的规划”调整为“稀土、钨、钼、锡、锑五种金属”，指导方针为重点抓五种金属，保护性开采以及提高产业的集中度。

钨行业目前的政策仍然停留在行业准入方面的措施。

表 2：钨行业相关政策

方向	相关政策	政策法规
行业准入	禁止或限制钨钼行业新建项目的土地审批	关于发布实施《限制用地项目目录（2006 年）》《禁止用地项目目录（2006 年）的通知》
行业准入	禁止外商投资钨、钼等矿产的勘探、冶炼、分离等产业	外商投资产业指导目录（2007 年修订版）
加工贸易	钨精矿被列为禁止类加工贸易产品的类目；	中华人民共和国进出口税则
行业准入	露天矿采选矿综合生产能力不能低于日处理矿石量 1 万吨； 坑采采选矿综合能力不得低于日处理矿石量 5000 吨； 冶炼生产工业氧化钨（含钨不低于 51%）年产能不得低于 5000 吨； 冶炼生产钨铁（含钨不低于 60%）年产能不得低于 5000 吨；	钨行业准入条件（征求意见稿）

资料来源：招商证券

以稀土产业整合的路径为蓝本，我们预期，钨行业下一步的政策方向应旨大加大保护性开采和资源整合力度方面的措施。**保护性开采**意味着所有的开采计划都要报发改委批试，二是所有的生产都要指令性；**提高产业的集中度**意味着为提高资源利用率，提高资源价值，将把小散乱，造成环保安全的问题都进行整治，并加大资源整合的力度。

表 3：稀土行业准入条件及相关政策

方向	相关项目	相关政策
----	------	------

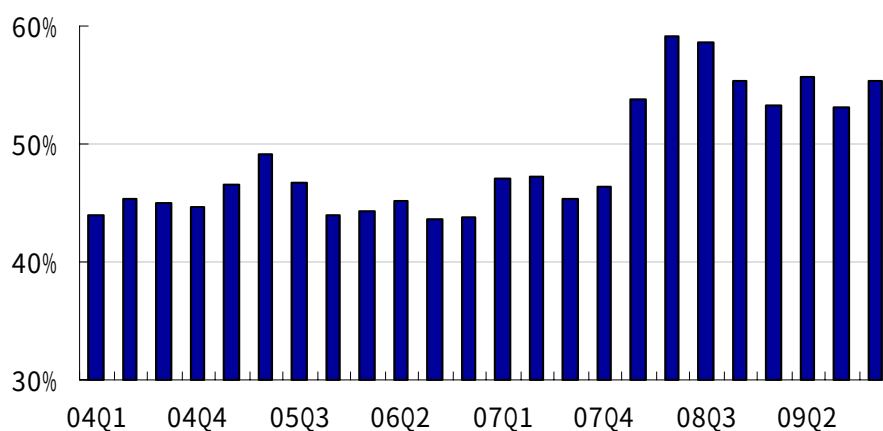
行业准入	提高行业准入门槛	在生产规模、工艺装备、能源消耗、资源综合利用、环境保护、产品质量、监督与管理等多方面都做出规定
保护性开采	受理稀土勘查、开采申请	国土部通知，2011 年 6 月 30 日前暂停受理稀土勘查、开采登记申请。
	限制稀土产量	2010 年稀土指令性生产计划 3 月已下达，目标产量控制在 8.9 万吨。
	限制稀土出口配额	2010 年 1 月，商务部下达了 2010 年第一批一般贸易稀土出口配额，国内 22 家重点骨干稀土企业获得配额，总量为 1.6 万吨。预计 2010 年中国稀土出口配额的总量，将控制在 3.5 万吨/年以内
资源整合	国家收储开始	首批稀土矿产地战略储备工作的试点定在包头，包钢稀土已经宣布了储备方案，将兴建十个稀土氧化物储备设施，总储备量为 20 万吨
	国企进行整合	工信部和发改委已经选定几家大型国有企业对稀土进行整合，为防止过度开采，民营企业将只能通过参股这几家国企的方式参与开发。

资料来源：招商证券

伴生钼供给受限，原生钼对价格非常敏感

全球钼资源分为原生矿和伴生矿。历史上伴生矿的产量始终超过原生矿的产量，占全球钼供给的 60% 以上。由于伴生矿的生产成本较低，完全成本在 4~8 美元/磅钼左右，因此伴生钼的产量对钼价格不敏感，只与铜的价格与生产情况密切相关。原生矿的完全成本偏高，在 7-12 美元/磅左右，在钼价低迷时，只有成本较低的原生钼矿可以保持产量。而进入 20 世纪，随着钢铁消费领域对钼需求的快速增长，钼价上涨促进了原生矿的开采。原生钼矿由原来的 40% 快速上升，近几年已经达到 55% 左右。

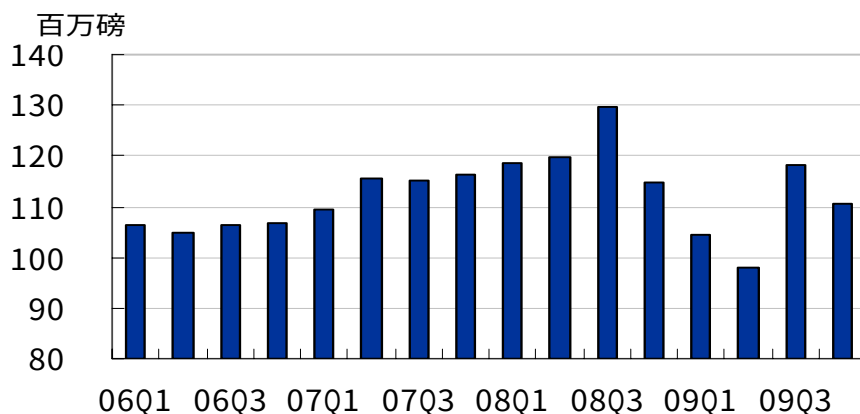
图 15：全球原生钼供给量



资料来源：CRU，招商证券研发中心

副产钼受制于铜钼伴生矿品位下降和大型新矿发现的缺失，未来供应增长潜力很小。原生矿在全球钼供给的作用越来越重用。从 08 年钼价快速下跌，而全球钼供给快速减少来看，钼产量对价格不敏感的格局已经改变。

图 16：全球钼供给量

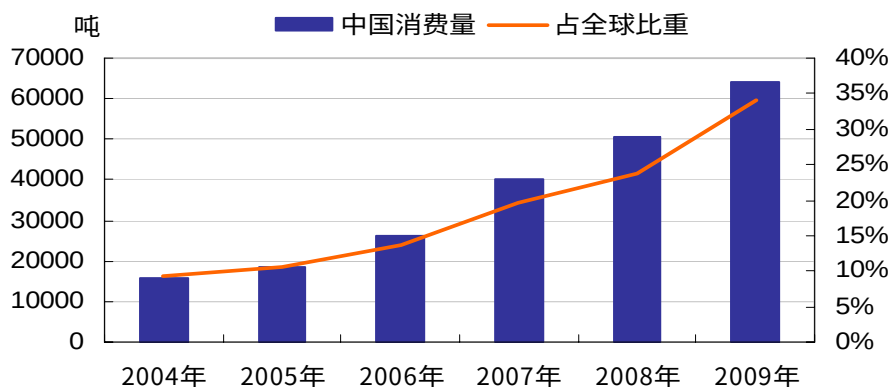


资料来源：CRU，招商证券研发中心

消费格局改变：中国成为全球钼消费新的引擎

近三年，中国钼表观消费量呈现快速增长，2009 年中国表观消费已经超过欧洲成为世界第一大消费国，占全球钼总消费的比重接近 35%。

图 17：中国消费与全球消费占比



资料来源：中国金属网

中国钢铁产量除了总量同比高速上升外，钢铁产品结构也在不断改进中。我们中国钼金属消费增速 07 年、08 年均在 50%左右，远高于钢铁产量的增速，我们认为主要原因中国不锈钢产量和合金钢产量占比的快速上升，并且这种趋势未来仍将延续。

A，建筑用钢结构升级

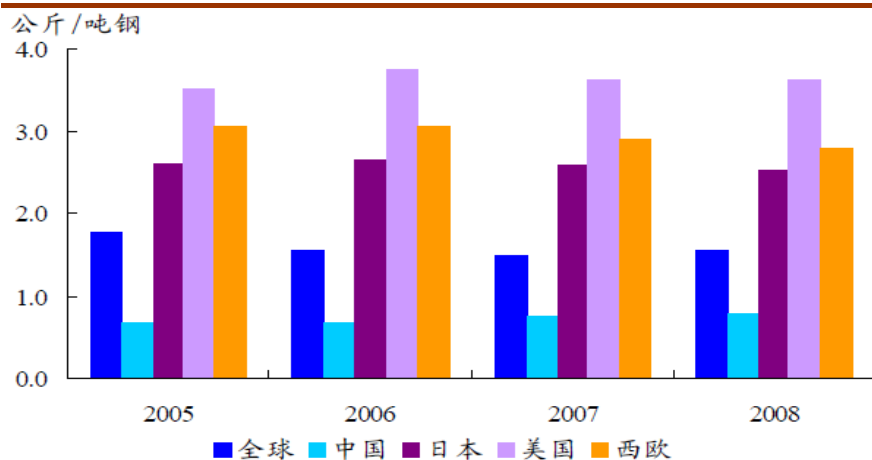
建筑钢材以螺纹钢和线材为主，建筑用钢占钼需求的 35%，是需求量最大的一块。由于 08 年汶川大地震的影响，现在政府对震区的建筑用钢要求更加严格。以前不添加钼的线材、螺纹钢现在都都开始添加钼以增强耐蚀性、坚固性，从而导致中国钼需求加速上涨。

B，机械行业用合金钢结构升级

在全球制造业转移和中国工业化和城市化的大背景下，机械行业整体仍处于成长期，预计未来工程机械、冶金机械、机床、铁路设备行业仍处于高成长期，从而带动钼消耗量的快速增长。

中国吨钢消耗钼金属的量，远远低于全球均值；若达到全球均值，带动全球钼需求增加 40%；若达到欧美日水平，将带动全球钼需求增加 100%以上。

图 18：全球吨钢耗钼量



资料来源：中国金属网

综上所述，我们认为钼供给受限，消费结构升级的大背景下，强烈的产业整合预期将催生钼行业趋势性的投资机会。

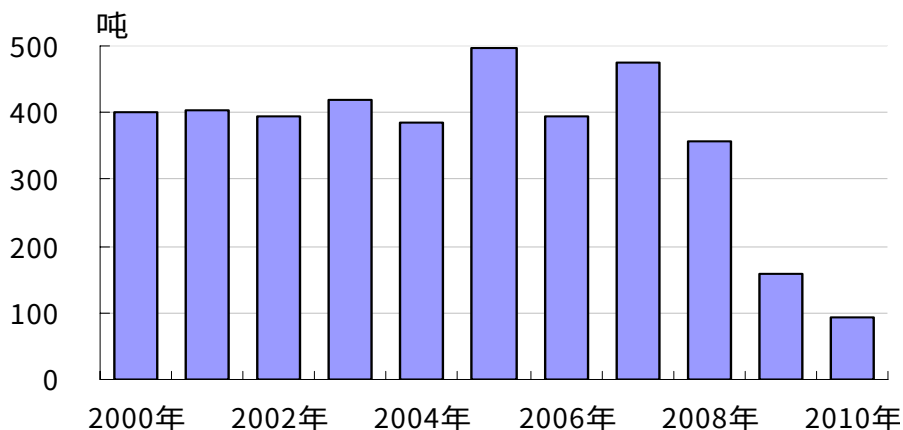
四、避险与通胀预期下黄金长期投资价值依然存在

在当前全球经济没有明朗,美国经济复苏缓慢的宏观背景下,黄金的避险情绪仍然高涨。另外欧洲各国几乎完全停售黄金,一个非常重要的黄金供应源撤离了市场;中国将在长期增加黄金储备,以提高黄金占外汇储备的比例。我们继续重申黄金目标价 1350 美元/盎司的目标价!

欧洲各国央行几乎完全停售黄金

欧洲各国央行几乎完全停止了本国黄金储备的出售,数据显示,截至 9 月 26 日的 CBGA 年度里,各签约方总共出售了 6.2 吨黄金,同比下降 96%。这是自 1999 年签订协议以来最低的年售金总量,远低于 2004-05 年度 497 吨的峰值水平。各国央行及国际货币基金组织出售黄金量创 11 年来最低水平

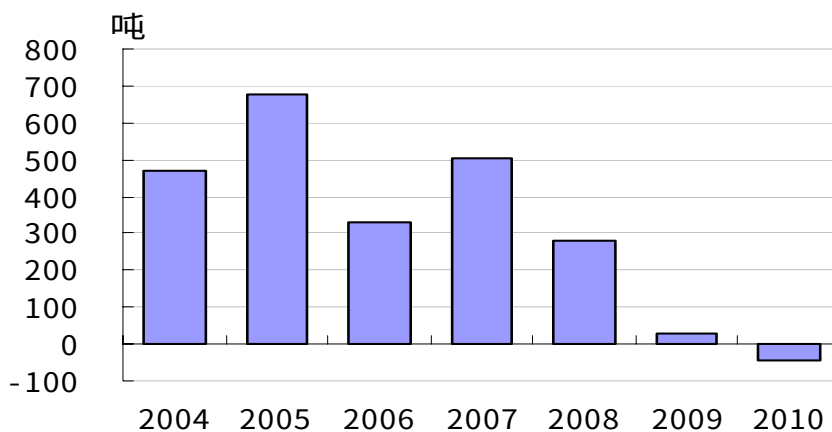
图 19：11年来央行售金数据总计



资料来源：世界黄金协会

世界黄金协会(WGC)二季度黄金需求趋势报告指出,各国央行 2010 年二季度黄金买入量略高于卖出量,净买入 7.7 吨,央行今年将逾 15 年来首次成为黄金的净买家。

图 20：官方供给



资料来源：世界黄金协会

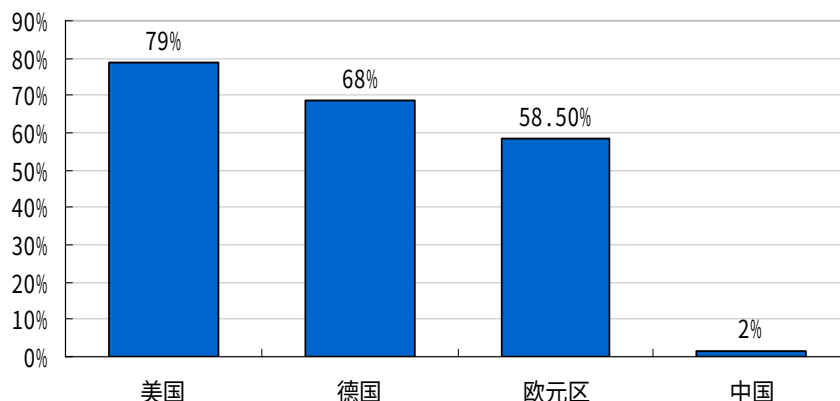
美国经济前景的悲观预期，加重黄金避险需求

美联储褐皮书虽然承认美国经济温和复苏，但仍表达了对美国经济前景的悲观。第二季度美国经济增幅仅为 1.6%，8 月份失业率升至 9.6%，美国 7 月消费信贷下降 36.3 亿美元，美国 7 月消费信贷连续第六个月减少，一系列悲观的经济数据加重了市场悲观情绪。在经济未显现出确定性的明显性，黄金的避险情绪将在较长一段时间发挥支撑金价的作用。

中国将长期增加黄金储备

中国做为全球最大产金国，国内的黄金价值占外汇储备率却非常低。截至今年 3 月底，中国官方仅持有 1054 吨黄金，占外汇储备比例仅 1.6%，是各大经济体中比例最少的一个。

图 21：各大经济体黄金占外汇储备比例



资料来源：招商证券

黄金储备作为国际储备资产的重要组成部分，其储备量的多少直接关系到国民经济的稳定、通货膨胀的抑制。若黄金储备率长期保持低比例，将会难以抵制通货膨胀，并威胁到中国的金融体系安全。由六部委联合公布的《关于促进黄金市场发展的若干意见》，将黄金市场的发展上升到“金融稳定和安全”高度，为增加官方外汇储备、黄金储备奠定基础，同时可以壮大内地民间的黄金持有量，藏富于民。

五、股票投资策略

综上所述，四季度我们维持中期策略的观点，除继续关注稀土以外，重点关注产业政策预期强烈的板块——钨、锡；关注黄金板块长期的投资机会。

另外我们上调基本金属投资评级至“审慎推荐”。

强烈推荐：锡业股份，山东黄金，西藏矿业，中色股份。

谨慎推荐：金钼股份，东方钽业，宝钛股份

表 4：公司盈利预测及投资评级

公司	EPS			PE			评级
	09	10E	11E	09	10E	11E	
锡业股份	0.2	0.6	0.8	135.5	45.2	33.9	强烈推荐 A
山东黄金	1.05	0.95	1.15	49.0	54.1	44.7	强烈推荐 A
西藏矿业	0.08	0.18	0.27	488.3	217.0	144.7	强烈推荐 A
云南锗业	0.75	0.97	1.27	79.7	61.6	47.1	强烈推荐 A
中色股份	0.13	0.18	0.32	148.8	107.5	60.5	强烈推荐 A
东阳光铝	0.09	0.38	0.67	167.4	39.7	22.5	强烈推荐 A
金钼股份	0.17	0.44	0.73	102.7	39.7	23.9	审慎推荐 A
宝钛股份	0.04	0.12	0.36	644.3	214.8	71.6	审慎推荐 A
中金黄金	0.66	0.69	0.9	58.1	55.6	42.6	审慎推荐 A
包钢稀土	0.07	0.95	1.28	1029.3	75.8	56.3	审慎推荐 A
厦门钨业	0.31	0.57	0.76	107.2	58.3	43.7	审慎推荐 A
中金岭南	0.4	0.45	0.56	41.3	36.7	29.5	审慎推荐 A
云南铜业	0.29	0.5	0.7	73.0	42.4	30.3	审慎推荐 A
江西铜业	0.78	1.22	1.52	37.1	23.7	19.0	审慎推荐 A
铜陵有色	0.47	0.6	0.71	36.3	28.5	24.1	审慎推荐 A
焦作万方	0.4	1.33	1.6	54.8	16.5	13.7	审慎推荐 A
驰宏锌锗	0.26	0.45	0.56	80.4	46.4	37.3	审慎推荐 A
宏达股份	0.17	0.28	0.5	85.1	51.6	28.9	审慎推荐 A
西部矿业	0.25	0.45	0.6	51.8	28.8	21.6	审慎推荐 A
吉恩镍业	0.15	0.53	0.8	154.9	43.8	29.1	审慎推荐 A
中孚实业	0.47	0.9	1.1	28.5	14.9	12.2	审慎推荐 A
鲁丰股份	0.56	0.6	0.9	70.9	66.2	44.1	中性 A
中国铝业	-0.34	0.2	0.25	-32.0	54.4	43.5	中性 A
云铝股份	0.04	0.46	0.6	235.8	20.5	15.7	中性 A
南山铝业	0.43	0.56	0.78	21.5	16.5	11.9	中性 A
紫金矿业	0.24	0.33	0.4	27.6	20.1	16.6	中性 A

资料来源：招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，两年证券研究从业经验，两年期货研究从业经验。

李洪冀，英国帝国理工大学金融学硕士，数学学士，四年有色金属行业研究经验，曾任国信证券有色行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。