

量化宽松政策暂且歇息

有色金属 同步大市-A
上次评级 同步大市-A

报告日期 2010-11-09

报告关键点:

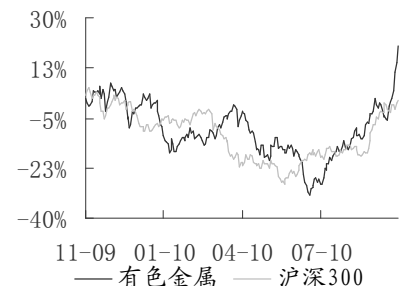
- 基本金属价格继续上涨，金价再创新高；但交易所库存小幅增长；
- 投资者对全球流动性泛滥预期有所减弱，预计短期内基本金属价格以震荡为主，铜、锡、铅、锌、锰等具有较好的基本面。
- 金价有望在避险情绪带动下继续走高；
- 我们11月份的投资组合是：中金岭南（30%）、锡业股份（20%）、紫金矿业（15%）、山东黄金（15%）、神火股份（20%）。

报告摘要:

- 受美联储量化宽松政策预期的影响，10月份全球大宗商品价格继续走强。其中，铅锌价格表现突出，涨幅分别达到10.3%和15.6%；贵金属价格则由于美元贬值以及大宗原料价格上涨而再创新高。其中白银价格创出26.7美元/盎司的历史新高，9月底以来的涨幅高达22.9%。不过，铜、铅、锌和镍的交易所库存小幅增长。
- 由于国内大型铜冶炼商集中检修，9月份国内精铜产量延续了7月份以来的下降趋势；而原铝则由于节能减排压力影响，减产范围有所扩大而产量继续回落。另外，9月份国内精铜与原铝进口量也出现回落，表明国内消费尚未好转。
- 自美国公布量化宽松政策细节后，10月份的就业报告对美元带来支撑，美元开始出现反弹。同时，之前被淡化的欧洲债务危机以及随后举行的G20峰会备受关注。这些因素对美国量化宽松政策的实施效果带来一定的冲击，但可能会推动大宗商品价格继续上涨。
- 国际铜价10月份以来一直保持强势，并一度涨至8,653美元/吨的年内新高。今年精铜市场有望出现供应缺口是支撑铜价走强的基础。虽然中美精铜消费仍然较弱，但中国主要冶炼商的集中检修以及南美地区4季度的罢工潮将使全球精铜供应下降。
- 今年以来，锡价表现突出，在六种基本金属中涨幅居首。这符合我们此前的预期。全球电子行业的强劲复苏推动精锡消费旺盛增长；同时，全球锡供应持续紧张。我们预计，锡价有望继续走强。
- 下半年以来，国内电解锰价格稳步回升。目前，上海长江现货电解锰报价20,500元/吨，较年内低点上涨了29.0%。我们认为，电解锰价格的上涨与国内限电、环保、矿山整顿等导致的供应持续紧张有关。考虑到电解锰市场供应仍然较为紧张，而成本也正在逐步上升，预计锰价仍然具备上涨的力量。
- 综合考虑价格走势和估值水平，我们维持有色金属行业“同步大市-A”的投资评级。我们11月份的投资组合是：中金岭南（30%）、锡业股份（20%）、紫金矿业（15%）、山东黄金（15%）、神火股份（20%）。

首选股票	评级
000060 中金岭南	增持-A
000960 锡业股份	增持-A
000933 神火股份	买入-B
601899 紫金矿业	增持-A
600547 山东黄金	中性-A
600489 中金黄金	中性-A

12个月行业表现



研究员

衡昆	首席行业分析师
021-68766182	hengkun@essence.com.cn
证书编号	S1450209090268
章小韩	行业分析师
021-68765163	zhangxh2@essence.com.cn
证书编号	S1450210090006

前期研究成果

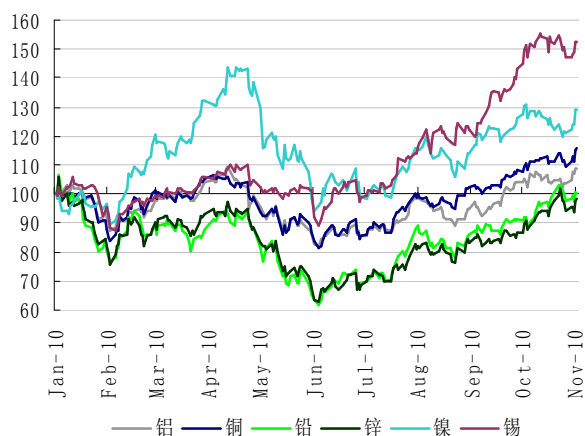
行业月报：避险情绪减弱，价格快速反弹	2009-08-05
行业月报：部分价格进入成本区域	2009-07-02
行业月报：避险情绪主导价格走势	2009-05-04

■ 本月市场回顾：价格持续走强，库存小幅增长

1. 价格持续走强

10 月份，受美联储量化宽松政策预期的影响，全球大宗商品价格继续走强。截止至本报告日，代表六种基本金属的 LME 金属价格指数较 9 月底上涨 7.5%。其中，铅锌价格表现突出，涨幅分别达到 10.3% 和 15.6%；此外，锡和铜价分别上涨 9.0% 和 8.1%；铝和镍价分别上涨 4.4% 和 4.2%。

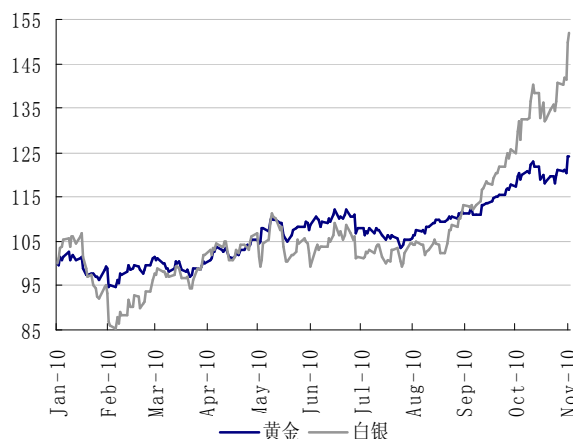
图 1：LME 主要基本金属价格变化(2010 年~)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：以 2010 年 1 月 4 日为 100

图 2：主要贵金属价格变化(2010 年~)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：以 2010 年 1 月 4 日为 100

在美元贬值以及全球大宗原料价格大幅上涨的影响下，贵金属吸引力再次上升。金价于 11 月 5 日创出 1,394 美元/盎司的历史新高，较 9 月底上涨 6.5%。同时，白银价格连续暴涨，亦在 11 月 5 日创出 26.7 美元/盎司的历史新高，9 月底以来的涨幅高达 22.9%。

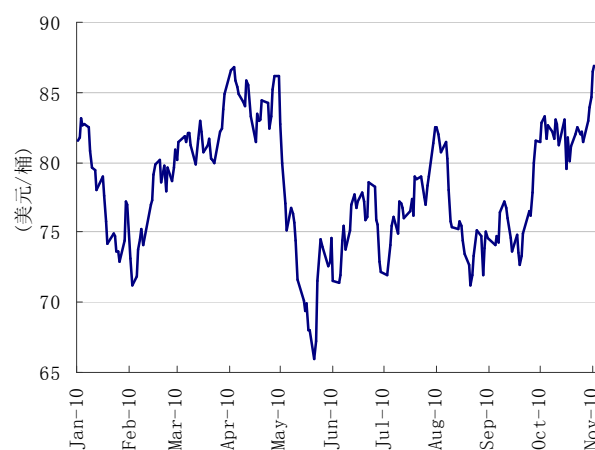
8 月底美联储主席伯南克称美国经济复苏转弱程度大于预期，必要时美联储将买入更多长期证券以提振止步不前的经济。该言论发布之后，投资者对美国量化宽松政策的实施预期相当强烈，并引发美元的持续贬值。至本报告日，美元指数进一步下跌至 76.5，较 9 月底下跌了 2.8%。原油价格则于 10 月下旬大幅走强，至本报告日，NYMEX 原油期货价格收于 86.9 美元/桶，较 9 月底上涨 8.6%。

图 3：美元指数走势(2010 年~)



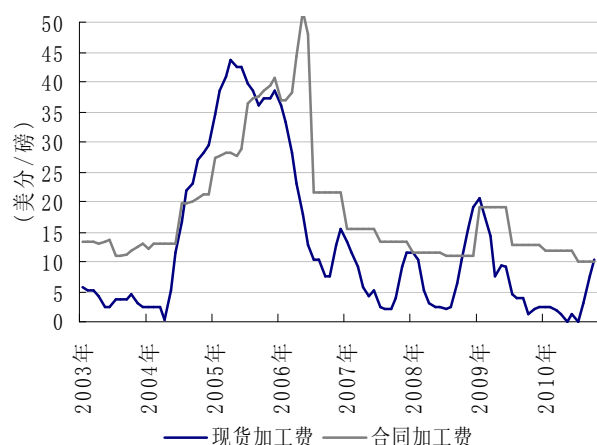
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 4：NYMEX 原油期货价格(2010 年~)



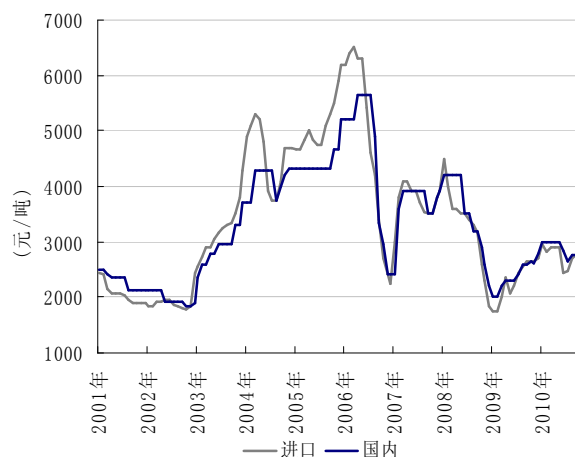
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 5：铜精矿加工费



数据来源：CRU，安信证券研究中心

图 6：国产、进口现货氧化铝价格比较(完税价)



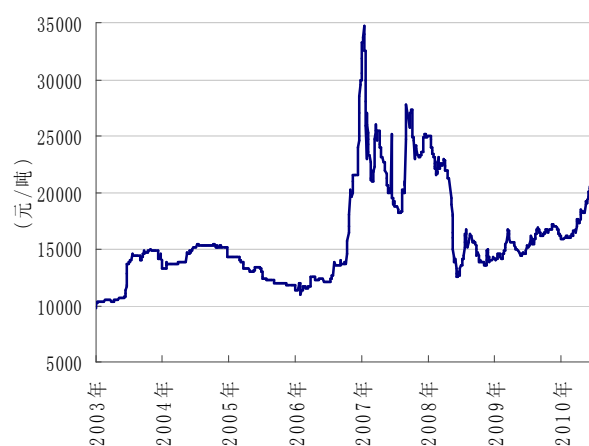
数据来源：上海有色网，安信证券研究中心

由于前期中国铜冶炼商的集中检修以及近期全球铜原料供应的增多使得全球铜精矿市场紧张局面得到缓解，10 月份中国铜精矿现货加工费大幅上涨。目前加工费已上涨至 80 美元/8.0 美分，较 8 月份的 17 美元/1.7 美分上涨了近 5 倍。

相对于电解铝价格大幅度上涨，氧化铝价格涨幅相对有限，这主要是因为 10 月份国内电解铝企业减产范围有所扩大。目前，中铝现货氧化铝价格继续维持在 2,750 元/吨的水平；而国内“非中铝”企业氧化铝主流价格为 2,730~2,800 元/吨，基本上与 9 月底持平。

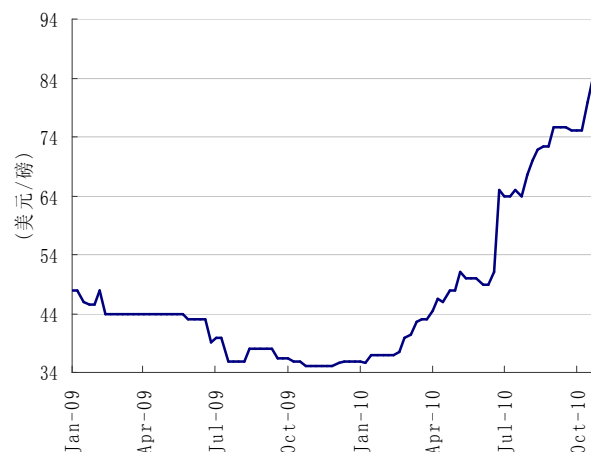
小金属方面，受矿山整顿和节能减排等影响，湖南、广西等电解锰企业开工率大幅下滑，国内电解锰价格稳步上涨；目前，上海长江现货电解锰价格为 20,500 元/吨，较 9 月底上涨了 12.3%。另外，钽铁矿价格继续受益于电容器市场景气度回升而继续上涨，目前市场报价为 85.0 美元/磅，较 9 月底上涨 12.6%，今年来累积涨幅高达 136.1%。

图 7：上海长江现货电解锰价格



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 8：MB 钽铁矿报价

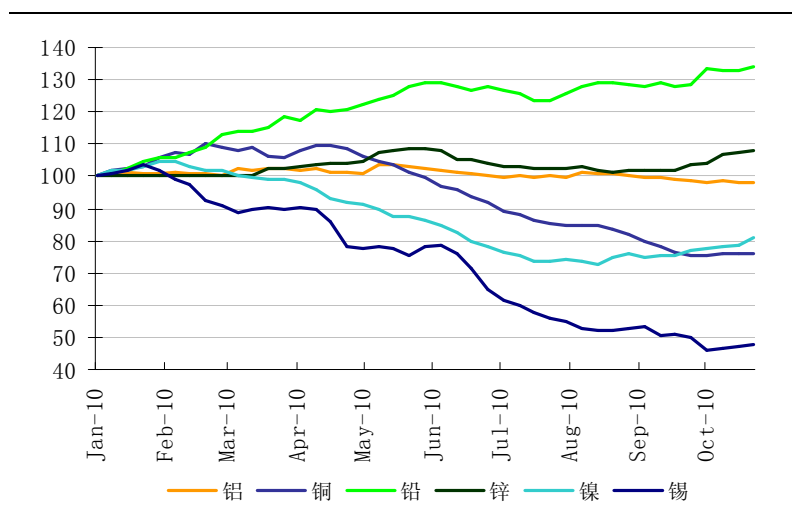


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

2. 交易所库存小幅增长

10 月份，全球三大交易所铜库存仅较 9 月底增加 0.7%。值得注意的是，国内外交易所铜库存严重分化。其中当月 LME 铜库存下降 1.5%，COMEX 铜库存下降 11.5%，但上海期交所铜库存大幅增加 21.3%。

图 9：基本金属交易所库存变化（2010 年~）



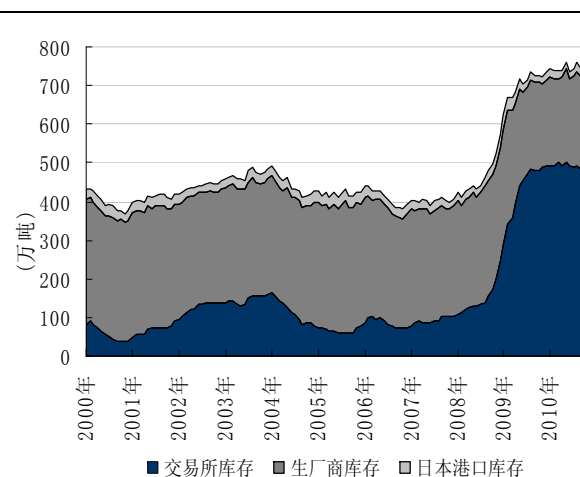
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：以2010年1月7日为100。交易所库存包括LME、COMEX和SHFE库存之和

9 月份全球报告铝库存均有所下降。其中，日本港口铝库存较 8 月份减少 2.4%至 23.0 万吨；同时，9 月份全球(不含中国)生产商铝库存减少 2.8%至 237.6 万吨；再加上 9 月份全球主要交易所铝库存环比减少 2.0%，全球报告铝库存较 8 月份减少 2.3%。另外，10 月份全球主要交易所铝库存继续减少 0.8%。

当月 LME 锌库存增加 8.4%，加上上海期交所锌库存增加 14.1%，全球交易所锌库存增加了 4.0%；今年以来，LME 铅库存持续大幅增加，虽然 6、7 月份库存曾一度下滑，但最近又恢复增长的态势，10 月份 LME 铅库存继续增加 4.2%。另外，当月 LME 镍库存增加 4.7%，但锡库存继续减少 4.5%。

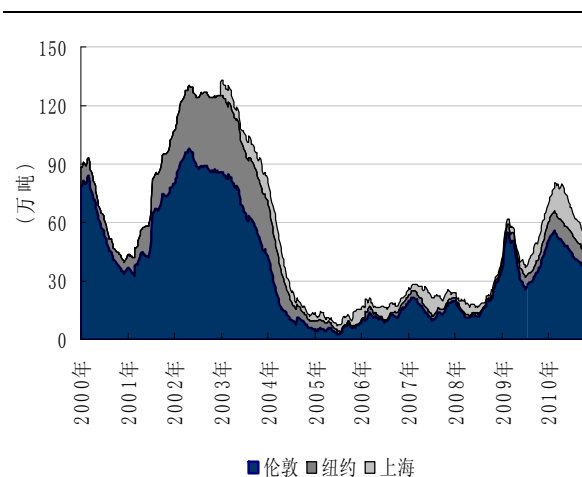
图 10：全球铝库存



数据来源：Bloomberg，IAI，CRU，安信证券研究中心

注：交易所库存包括 LME、COMEX 和 SHFE 库存之和；IAI 数据包括 IAI 会员和非会员公司自愿报告的所有库存；日本港口库存包括横滨、名古屋和大阪港口的铝库存

图 11：全球主要交易所铜库存



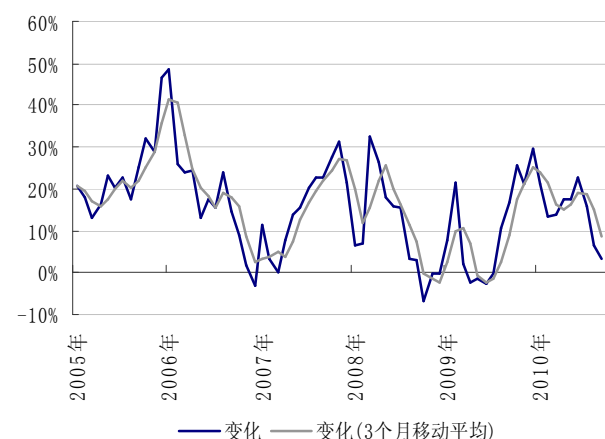
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

3. 铜、铝产量继续减少

9 月份国内精铜产量延续 7 月份以来的下降趋势。有色金属行业协会的数据显示，当月国内精铜产量为 38.8 万吨，环比增长 1.0%，同比增长 3.5%，同比增速自今年 6 月份达到 22.7% 之后一直下滑；前 9 个月国内精铜累计产量为 341.7 万吨，同比增长 26.6%。

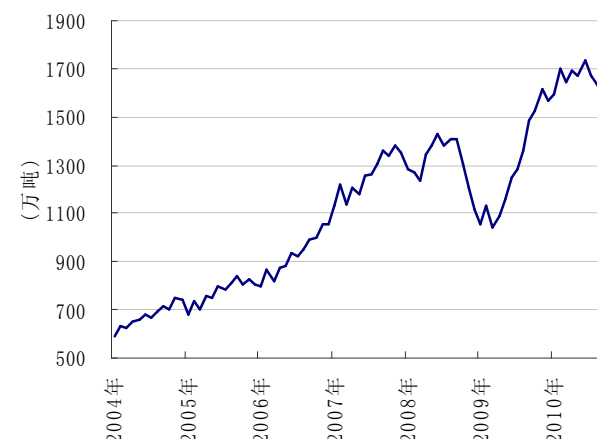
由于今年下半年铜精矿现货加工费下降至历史低位，国内铜冶炼商关闭了部分设备进行检修，这导致企业开工不足，并影响了当期产量。9~10 月份，包括金川集团、金隆铜业、湖北大冶、江西铜业以及云南铜业等在内的大型铜企业也计划检修，预计受影响产能规模超过 160 万吨。我们预计，10 月份精铜产量将仍然因开工不足而继续下降。

图 12：国内精铜产量变化



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 13：国内原铝年化产量



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

9 月份国内原铝产量为 131.0 万吨，同比增长 7.4%，但环比减少了 5.7%；9 月份年化值为 1,593 万吨，较 8 月份的 1,635 万吨环比减少 41.5 万吨。今年电解铝企业面临多重困难，上半年由于铝价与成本倒挂，企业处于亏损境地，下半年则在全国各省市节能减排压力下被迫减产。

9 月初，广西和贵州的铝厂已被要求减产，共涉及产能约 75 万吨。今年 10 月初，河南省提出在最后三个月对当地电解铝生产进行限制，涉及的电解铝产能约为 72 万吨。10 月中旬，焦作万方公告减产 14 万吨产能。最近，河南省限电力度进一步升级，包括豫港龙泉、河南中孚、万基铝业等企业被要求减产的幅度扩大至 2/3 至 1/2 不等；神火股份亦被要求进一步减产；剩余的中小型电解铝厂减产的幅度更有可能扩大至其运行产能的 1/2。河南省 3 季度运行的电解铝产能约为 400 万吨，预计关停的产能将有可能超过 200 万吨，结合前期国内其他地区企业的减产产能，全国受影响电解铝产能规模将超过 275 万吨，占目前全国总产能的 12% 以上。

受影响产能再次加大符合我们之前的预期。随着“十一五”尾声的临近，各省市将会继续加大节能减排的力度，受影响的企业产能有可能会继续增加；预计 4 季度国内电解铝产量还将进一步回落。

4. 进口量再次回落

9 月份国内铜、铝消费增速再次出现回落。汽车、家电和建筑等主要终端消费领域生产仍然低迷，而下游加工领域的增速也出现下滑。

有色金属行业协会的数据显示，9 月份国内铜材产量为 84.2 万吨，环比减少 2.3%，同比仅增长 6.4%，同比增速较 8 月份的 14.5% 明显下降；前 9 个月铜材累计产量为 731.5 万吨，同比增长 24.2%。

图 14：国内铜材产量变化



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 15：国内铝材产量变化

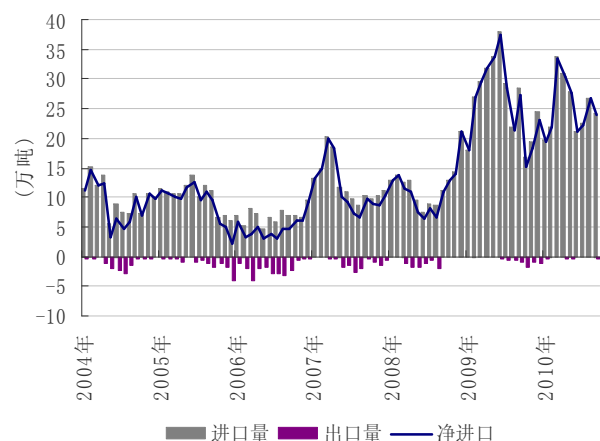


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

铝材生产则相对稳定。数据显示，9 月份国内铝材产量为 174.8 万吨，环比增长 1.1%，同比增长 19.1%；前 9 个月累计产量为 1,426 万吨，同比增长 31.2%。

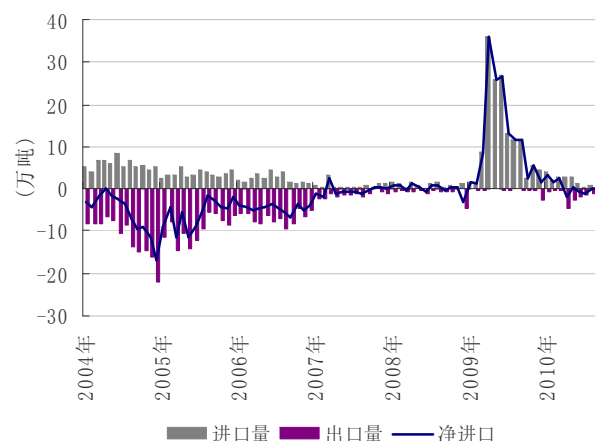
消费增速回落表现为中国进口量的下降。海关总署公布的数据显示，9 月份中国精铜进口量为 24.2 万吨，环比减少 9.5%，同比减少 14.5%；今年前 9 个月累计进口量为 229.0 万吨，同比减少 4.4%。

图 16：中国精铜进出口量



数据来源：中国海关，安信证券研究中心

图 17：中国原铝进出口量



数据来源：中国海关，安信证券研究中心

9 月份中国原铝进口量为 0.8 万吨，环比减少 19.5%，同比减少 93.4%；今年前 9 个月累计进口量为 17.7 万吨，较去年同期减少 86.9%。

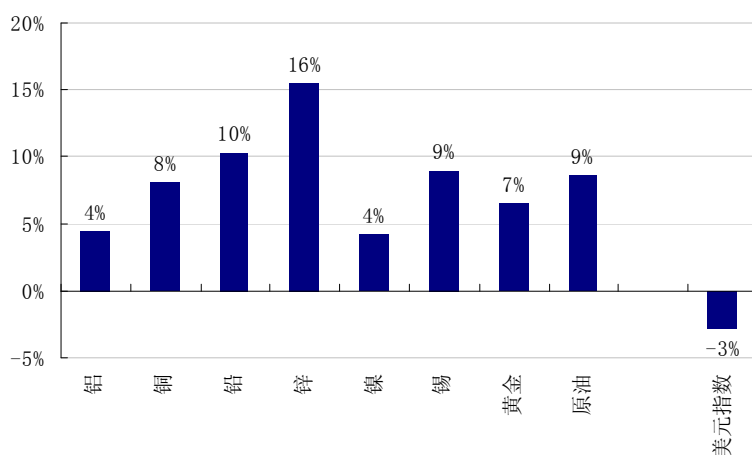
■ 本月聚焦：量化宽松政策暂且歇息

1. 美联储量化宽松策略超预期

2 季度以来，发达国家的各项经济指标再次走弱，特别是劳动力市场持续恶化，美国于 8 月份率先宣布可能进一步实施宽松的货币政策，并继续维持其 2008 年以来 0~0.25% 的低利率政策。这引发了投资者对市场流动性再次泛滥的担忧，带动美元持续贬值并跌至年内的低点。

流动性泛滥引发了投资者对全球大宗商品价格的乐观预期，CTA 投资基金再次活跃，有色金属等主要大宗商品价格再次大幅上涨。同时，在美元贬值的推动下，黄金作为一种替代性的资产也受到市场的青睐，金价不断创出历史新高。

图 18：9 月底以来全球主要大宗商品价格变化



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：有色金属为 LME 当月期价格，原油为 NYMEX 期货价格，铁矿石为澳大利亚进口价格，煤炭为澳大利亚焦煤价格

11 月 3 日，美联储公布了量化宽松政策细节，决定在未来长时间内继续保持 0%~0.25% 的联邦基金利率，同时在明年 6 月底前购买 6,000 亿美元长期国债。这略高于此前市场的预期。但随后的情况则与市场预期不一致。

首先，美国劳动力市场出现意外好转，10 月份非农就业人数增加了 15.1 万人，高于市场预期的 6 万人，该数据为 5 个月以来首次增加。由于美国劳动力市场的恶化是该政策推行的触发因素。因此，该劳动力数据不仅令投资者开始质疑新一轮量化宽松政策的必要性，同时也令投资者开始担心未来通胀问题。

其次，此前相继发布言论宣称也将实施量化宽松政策的主要工业国在货币政策上的态度开始出现动摇。其中，由于美联储重启量化宽松政策并未引起日元大幅升值，日本央行 11 月 5 日宣布将维持资产购买规模 5 万亿不变，同时推迟放松货币政策。欧洲央行则宣布维持 1% 的基准利率不变，但并未明确下一步刺激政策的时间表。同时，英国央行货币政策委员会宣布，维持基准利率 0.5% 的历史低点不变，并维持原 2,000 亿英镑的量化宽松规模。

在美国量化宽松暂时歇息之余，投资者开始关注此前被市场淡化的欧洲债务危机以及 G20 峰会。目前，爱尔兰的借贷成本正在不断上升，其主权违约风险正在持续增加；同时，希腊、葡萄牙和意大利的债券将在 11 月第 2 周拍卖，这对欧元来说是个较大的冲击。而自从美国宣布量化宽松政策以来，新兴市场国家和欧洲等主要工业国家对此陆续提出批评，这将可能成为 G20 峰会的主要议题之一，并对美国量化宽松政策的实施效果产生一定压

力。

从实体经济的层面来看，虽然 10 月份的劳动力市场给出了正面乐观的信号，但美国经济短期内复苏的不确定性仍然较大。同时，中国作为最大的有色金属消费国，其消费增速仍在下滑，但国内的通胀水平高涨也正在迫使当局在未来一段时间内采取相应对策制止物价的快速上涨。

考虑到美国量化宽松政策明确化后，全球进一步的流动性泛滥预期开始减弱。同时市场开始将目光转向欧洲以及即将举行的 G20 峰会；再加上短期内主要金属消费国难以给出相应的正面刺激，我们认为有色金属价格在经过 9 月份以来的快速上涨后将可能面临一定的压力，进一步的行情将可能以震荡走势为主。

2. 精铜供应短缺支持价格走高

10 月份国际铜价一直维持在 8,000 美元/吨的水平之上，但至 10 月底，LME 当月期铜价走弱下滑至 8,187 美元/吨。随着美联储超预期的量化宽松货币政策的发布，11 月 5 日铜价再次上行至 8,653 美元/吨的年内新高，距离 2008 年中 8,900 美元/吨的历史新高仅有一步之遥。

图 19：国内外精铜价格

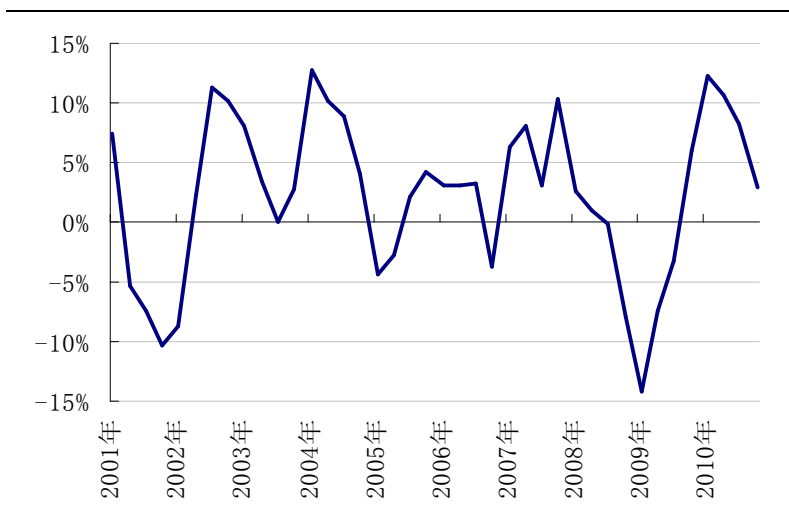


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

由于原料供应的限制，多年来全球精铜产量增长稳定且缓慢。随着今年上半年全球经济从危机中恢复，精铜消费出现了强劲的增长。CRU 的数据显示，今年第 2 季度，全球精铜消费量达到 485.0 万吨的历史新高，较去年同期增长了 10.7%；同时，第 2 季度全球精铜市场出现了 16.8 万吨的供需缺口。而至第 3 季度，全球精铜市场缺口再次增加 7.1 万吨；因此今年前 3 季度累计缺口为 19.6 万吨，这成为支撑今年铜价走强的基础。

不过，第 4 季度全球精铜消费增速下滑幅度较大。CRU 预计第 4 季度全球精铜消费同比增速仅为 2.8%，其中中国和美国两大精铜消费国的消费增速分别为 6.4%和-2.5%。

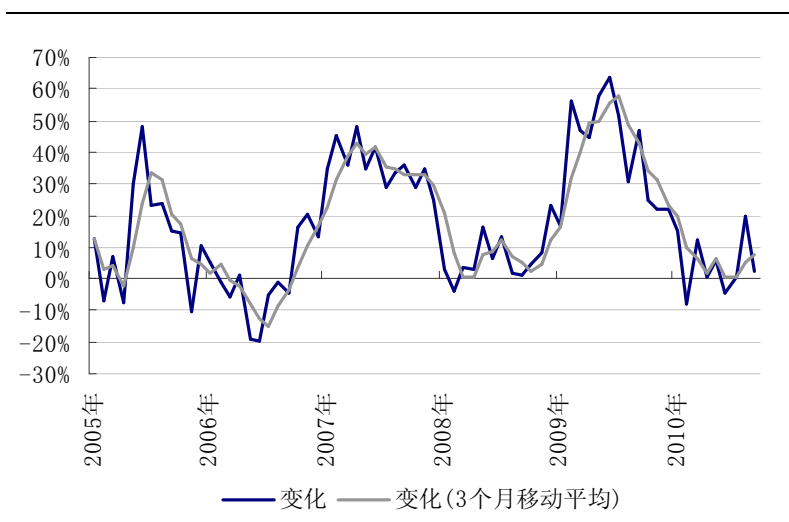
图 20: 全球精铜消费变化



数据来源: CRU, 安信证券研究中心

实际上,中国铜材产量从今年8月份开始增速就已经下滑。有色金属行业协会的数据显示,9月份国内铜材产量84.2万吨,同比仅增长6.4%;结合海关总署的数据,9月份国内精铜表观消费量65.0万吨,同比仅增长2.4%,而8月份的同比增速为19.8%。

图 21: 国内精铜表观消费量变化



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

供应方面,今年第4季度全球精铜市场生产遭受的干扰事件较多,影响了全球市场的精铜供应量。

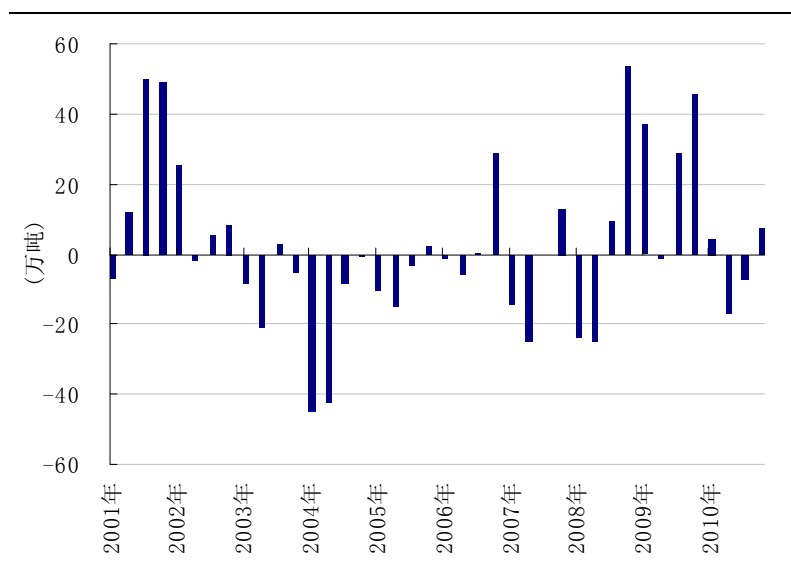
今年9~10月份,国内主要铜冶炼商对冶炼设备进行了集中检修,这包括了金川集团、金隆铜业、湖北大冶、江西铜业以及云南铜业等,预计受影响产能规模超过160万吨。因此,期间国内精铜产量增速出现了明显的回落,并拖累全球精铜产量逐步减少。CRU数据显示,今年第3季度全球精铜产量为459.0万吨,同比减少0.2%,环比减少2.0%。

同时,海外铜矿接近年底的罢工热潮正在逐渐启动,这包括智利的Collahuasi、Codelco和El Teniente等大型铜矿企业。其中,智利Collahuasi铜矿工会本月4号宣布该铜矿的工会工人将从5号开始举行罢工。该铜矿工人罢工不仅在短期内对全球铜价造成一定影响,同时该矿劳资纠纷的进展或为智利其他三家铜矿的劳资谈判提供前车之鉴,这三家铜矿约占智利铜产量的20%。因其他铜矿的工人或模仿Collahuasi矿工人的谈判策略,以

便在未来数月陆续开始的劳资谈判中获得更多的有益条款。其中，Codelco 铜公司年产 30 万吨的 Radomiro Tomic 矿场工人已开始薪资谈判，此前工人在 9 月份拒绝了公司的初步提案。

因此，4 季度全球精铜产量将有可能下降。CRU 预计，今年第 4 季度全球精铜产量为 459.0 万吨，同比减少 0.2%。同时，预计 4 季度全球精铜市场将有 7.3 万吨的过剩量，与前年和去年分别 53.7 万吨和 45.3 万吨的过剩程度相比有明显的改善。预计 2010 年全球精铜市场将有出现 12.3 万吨的供需缺口。另外，由于全球铜市场产量的增长不及消费，预计铜市场的短缺状况还将延续至 2011 年。

图 23: 全球精铜市场供需平衡

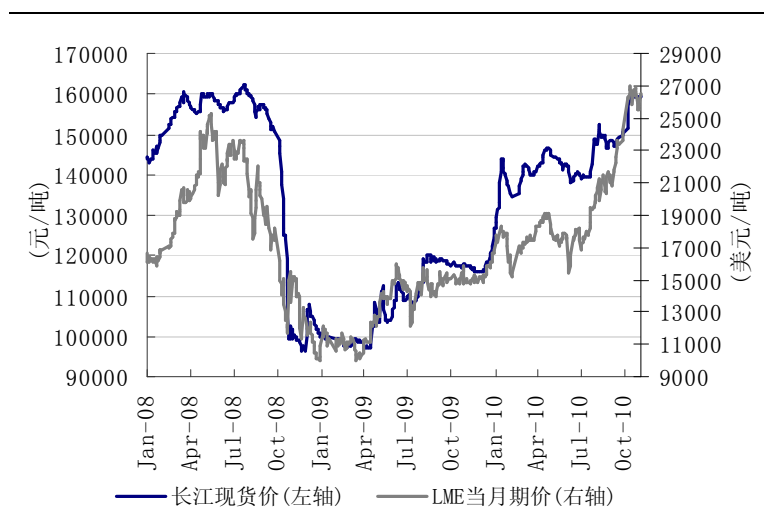


数据来源：CRU，安信证券研究中心

3. 锡仍然具备良好基本面

今年以来，锡价表现突出，在六种基本金属中涨幅居首。至本报告日，LME 当月期锡价已经上涨至 26,436 美元/吨，较 9 月底上涨 9.0%；年初至今，涨幅已达到 56.7%。国内锡价走势相对较弱，但年初至今的涨幅也达到 25.8%，略低于镍价涨幅。

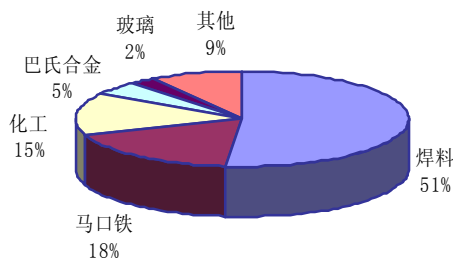
图 24: 国内外精锡价格



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

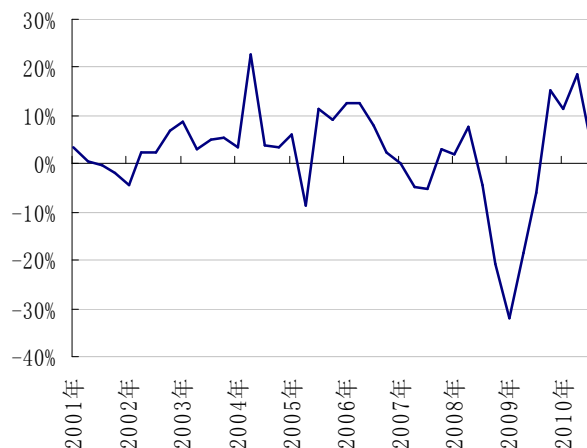
我们在今年7月份的月报中强调，由于电子行业的强劲复苏，与此相关的金属品种价格可获得有效支持。全球51.7%的锡用于焊料生产，因此，电子行业的复苏使得今年精锡消费相对于其他基本金属更为旺盛。CRU数据显示，今年第2季度全球精锡消费量为9.3万吨，同比增长18.7%；不过3季度消费增速出现回落，同比增速下降至4.0%。

图 25：全球精锡消费构成(2009 年)



数据来源：CRU，安信证券研究中心

图 26：全球精锡消费变化



数据来源：CRU，安信证券研究中心

另外，今年全球锡供应持续紧张，也进一步支持了锡价的相对走强。印尼政府已经表示，年初预定的全年10.5万吨精锡产量计划将可能由于非季节性长期降雨导致的开采困难影响而下滑20%。印尼是全球第2大的精锡生产国，2009年精锡产量为6.3万吨，占全球精锡总产量的19.4%，但近年来印尼精锡产量持续下降。CRU数据显示，今年前3季度印尼的精锡产量为4.2万吨，同比减少11.0%。同时，印尼贸易部最新数据显示，9月份印尼精锡出口量下降到0.7万吨，较去年同期下降11.0%；今年前9个月，印尼累计出口锡6.7万吨，同比下降11.3%。

除此之外，印尼精锡产量的下降还包括了政府对非法开采的镇压政策以及国内资源量的下降。尽管印尼已批准了两家新的锡冶炼厂的出口许可，使得允许出口精锡的冶炼厂总数达到33家，但这并不可以提高印尼向全球提供的精锡供应量。目前印尼的陆上资源正在逐渐枯竭，而在目前的技术水平和资金条件下，印尼国内只有天马和科巴两家公司可以进行海上勘探和开采。

至10月底，印尼精锡企业的负面消息也逐渐增多。印尼天马锡业公司（PT Timah）发言人称，由于不可抗力，公司今年精锡产量将远远低于原生产目标，甚至无法完成现有的4.2万吨长单，公司已经推迟向客户发货。天马公司认为全年产量最多为4.0万吨。天马公司是印尼第一大、全球第二大的精锡生产商，2009年精锡产量占全球的14.0%。天马公司原计划2010年生产精锡5.0万吨，其去年的产量为4.5万吨。今年上半年，天马公司精锡的产量为2.0万吨，仅比去年同期的略为增多。天马公司预计明年产量将会小幅下滑。

另外，全球第三大精锡生产商秘鲁Minsur也称无法完成2010年的计划产量，预计今年产量将为3.5万吨。同时，受矿石品位下降影响，Minsur2011年的年度产量计划也需要下调。

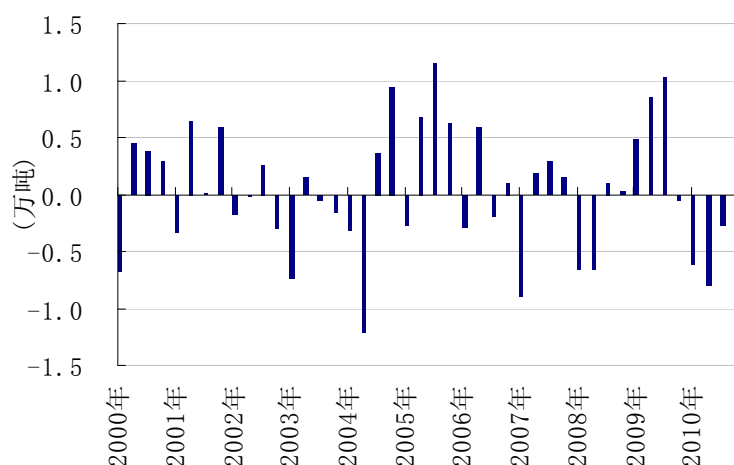
中国第4季度节能减排政策的紧急实施也造成国内多家精锡冶炼商的产能关闭，这包括了云南乘风和华锡集团旗下位于广西的两个主要冶炼厂。同时，云锡公司计划9月25日开始检修停产，检修期计划为30天，期间约有3,000~4,000吨的精锡产量受到影响。按9月份全国精炼锡产量1.3万吨计算，此次受影响产量约占全国的27.3%。

商务部10月28日公布了2011年农产品和工业品出口配额总量。我们将涉及的工业品出

口配额数量与去年做了比较,发现只有锡、矾土和镁的配额总额出现下降,减少幅度分别为 10.0%、10.8%和 7.5%。

我们注意到,自 2002 年锡及锡制品纳入出口配额管理以来,其出口配额总额呈现下降趋势。其中最大降幅发生在 2007 年,当年出口配额从 5.3 万吨降至 3.7 万吨,降幅达 30.2%;2008 年,配额降幅进一步下降 10.0%,同时,当年中国开始对未锻轧非合金锡征收 10% 的出口关税,中国从此开始成为锡的净进口国。

图 27: 全球精锡供需平衡



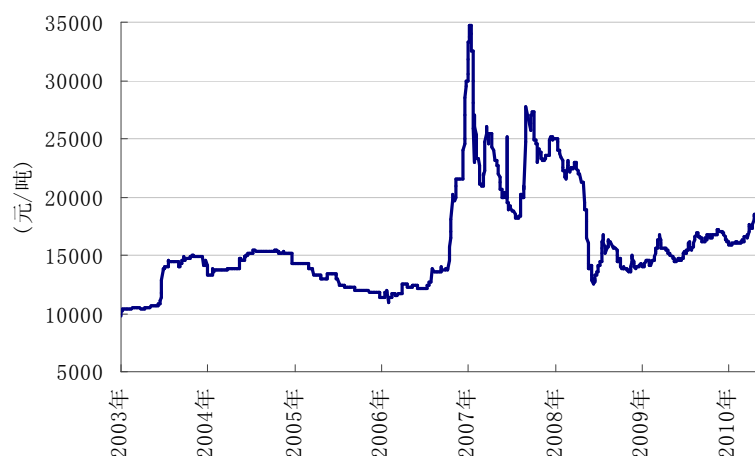
数据来源: CRU, 安信证券研究中心

由于需求的增长以及供应的持续紧张,今年精锡也将有望出现供需缺口。CRU 数据显示,第 3 季度全球精锡供需缺口为 0.3 万吨,预计全年将出现 2.4 万吨的缺口。我们预计,受供需缺口持续存在的影响,锡价有望继续走强。

4. 供应持续紧张带动锰价稳步上涨

自今年 6 月初国内电解锰价格跌至 15,850 元/吨的年内低点后,电解锰价格稳步回升。目前,上海长江现货电解锰报价 20,500 元/吨,较年内低点上涨了 29.0%。我们认为,下半年以来电解锰价格的上涨与限电、环保、矿山整顿等导致的供应持续紧张有关。

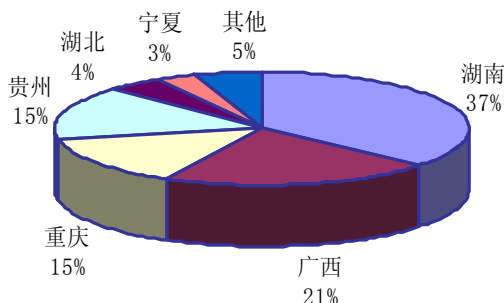
图 28: 上海长江现货电解锰价格



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

中国是全球最大的电解锰生产国。2008 年中国电解锰产能与产量分别达到了 187.9 万吨和 113.9 万吨，分别占全球的 98.6%和 97.4%。国内电解锰产能集中分布在湖南、广西、重庆和贵州，2008 年这四个区域的电解锰产能占了全国的 87.3%。

图 29：中国电解锰产能分布结构



数据来源：中国锰业，安信证券研究中心

6 月份起，国家对超标高耗能企业优惠电价的清理工作在“锰三角”地带全面实施。其中，湖南电解锰企业电价上调约 0.1 元/度至 0.64~0.67 元/度；广西电解锰企业电力优惠政策取消后的现行电价为 0.53~0.63 元/度；只有贵州和重庆电价受影响较小。由于电力成本高企以及前期电解锰价格的低迷，湖南、和广西地区的电解锰企业出现较大幅度的停产。

今年 4 月中旬，湘西花垣锰渣库发生溃坝事故，造成了 6 人死亡。随后，花垣县 8~10 家电解锰企业被勒令停产整顿，周边古丈、保靖等地同样受其影响接受环保审查。7 月 20 日，花垣县磊鑫有限责任公司发生透水事故，造成 10 人死亡。连续的矿山事故引起锰矿区的集中整顿。目前，花垣县锰矿区的整顿仍在进行，相关企业至今仍未复产。另外，广西省靖西等县矿山整顿从今年年初开始进行，整顿时间较长，目前原料供应同样较为紧张。近期，广西全州县两河乡非法采矿的打击力度加大，当地执法人员在 11 月初封闭非法窿道 30 个，烧毁厂棚 13 个，收缴非法开采工具一批，遣散非法开采人员 50 余人。

同时，电解锰企业还面临着清洁生产环保整顿的困扰。目前，湖南湘西电解锰企业的环保整顿已经结束，广西 85%以上的电解锰生产企业也已完成整治工作；但重庆秀山整顿初步方案才刚刚确定。秀山县的 18 家电解锰企业中，5 家企业 9 月份关停，8 家企业被勒令在 3 个月之内找到新的渣场，另 5 家企业需要重新检测再确定新的环保标准。另外，贵州其它主产地如松桃县也未能幸免，近日也将迎来较为严格的环保检查。

近期，随着完成“十一五”节能减排指标压力的增大，各地纷纷开始对高耗能行业进行用电量和产能调控。节能减排推动最严厉的省份当属广西，目前广西省崇左、白色地区电解锰企业受节能减排影响，电解锰企业开工率从 8 月末的 48.3%已下降到目前的 34.0%。另外，9 月 17 日国家发改委披露各地区节能目标完成情况，贵州省作为二级预警省份名列其中，随后，贵州铜仁地区供电局开始对电解锰企业实行拉闸限电，目前贵州地区的电解锰企业已经限产约 50%。

在电价上调、矿山整顿以及节能减排的压力下，国内电解锰主产区的企业开工率自 6 月份以来持续下降。全国电解锰企业整体开工率已从 5 月份的 70.0%下降至 9 月份的 54.5%。其中，下降最为明显的是湖南湘西，开工率从 68.9%下降至 39.7%；其次是节能减排最为严厉的广西白色、崇左地区，开工率从 61.1%下降至 34.0%。

不过，目前电解锰下游消费仍然低迷。国内电解锰约有 70%~75%用于下游钢铁行业，其中，45%用于锰钢合金钢，30%用于 200 系不锈钢。同样受节能减排的影响，国内不锈钢企业开工率仍维持低位，对电解锰的需求有限。

由于枯水期即将到来，国家电网和南方电网将统一上调电费，而超过国内 70%的电解锰企业使用两网，因此该电解锰企业还将受到电价上调带来的成本上升压力。另外，广西地区由于锰矿资源不足，需要向外购买原料，但贵州、重庆秀山等未进行大幅整顿的矿石主产地现在实行矿石出省（甚至出县）加收 200-250 元/吨过关费政策，这也加大了电解锰企业的生产成本。

考虑到电解锰市场供应仍然较为紧张，而成本也正在逐步推升，我们预计锰价仍然具备上涨的力量。

5. 维持行业“同步大市-A”投资评级

我们认为，美国量化宽松政策明确化后，全球进一步的流动性泛滥预期开始减弱。同时，实体经济的复苏短期内仍然面临较大的不确定性。因此，短期内有色金属价格行情将可能以震荡走势为主。

基本金属方面，铜、锡具备较好的基本面，今年有望出现供需缺口，这将继续支持这两个品种价格相对走强。

小金属中，电解锰和钨精矿由于受到国内供应不足的影响而有望继续上涨；钽铁矿价格则由于电子行业的强劲复苏而将继续维持上涨的态势。受下游磁性材料行业的支持以及国家对原料的持续控制，稀土价格仍然具有上升的动力。随着“十二五”规划的逐渐到来，小金属再次受到市场的关注，其行情仍然可期。

综合考虑价格走势和行业估值水平，我们维持有色金属行业“同步大市-A”的投资评级。我们 11 月份的投资组合是：中金岭南（30%）、锡业股份（20%）、紫金矿业（15%）、山东黄金（15%）、神火股份（20%）。

附录 1、有色金属行业重点公司财务和估值汇总表:

公司 名称	公司 代码	价格 (11/5)	EPS (元)				P/E (x)				投资评级	
			2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	原评级	现评级
铜												
铜陵有色	000630	29.27	0.49	0.47	0.65	0.69	59.5	62.3	44.9	42.7	中性-A	中性-A
云南铜业	000878	29.13	-2.22	0.30	0.36	0.66	n/a	n/a	80.4	43.8	中性-A	中性-A
江西铜业	600362	45.32	0.76	0.78	1.27	1.52	60.0	58.3	35.7	29.8	增持-A	增持-A
铝												
焦作万方	000612	26.90	0.69	0.40	0.77	0.83	38.8	n/a	35.1	32.3	增持-A	增持-A
云铝股份	000807	14.15	0.07	0.04	-0.05	0.22	n/a	n/a	n/a	63.4	增持-A	增持-A
神火股份	000933	28.85	2.30	0.80	1.25	1.48	12.5	36.1	23.1	19.4	买入-B	买入-B
南山铝业	600219	11.73	0.48	0.43	0.32	0.42	24.6	27.1	36.2	28.1	中性-A	中性-A
中孚实业	600595	16.91	0.30	0.47	0.25	0.28	57.1	35.8	66.4	59.8	中性-A	中性-A
新疆众和	600888	24.96	0.30	0.47	0.68	0.84	84.3	52.8	37.0	29.8	增持-A	增持-A
中国铝业	601600	12.60	0.00	-0.34	0.03	0.09	n/a	n/a	n/a	146.7	增持-B	增持-B
铅、锌												
中金岭南	000060	23.54	0.34	0.40	0.46	1.17	69.7	58.2	51.0	20.1	增持-A	增持-A
宏达股份	600331	20.01	-0.57	0.17	-0.27	0.49	n/a	n/a	-73.4	41.0	中性-A	中性-A
驰宏锌锗	600497	30.01	0.20	0.26	0.41	0.65	153.3	115.0	73.9	46.4	中性-A	中性-A
西部矿业	601168	19.31	0.24	0.25	0.51	0.69	80.7	76.5	38.1	27.9	中性-A	中性-A
黄金												
辰州矿业	002155	41.18	0.13	0.18	0.57	0.73	321.2	224.0	71.9	56.8	中性-A	中性-A
中金黄金	600489	46.67	1.33	0.66	0.80	1.08	35.0	70.8	58.6	43.1	中性-A	中性-A
山东黄金	600547	64.10	1.79	1.05	0.94	1.22	35.8	61.2	68.5	52.4	中性-A	中性-A
紫金矿业	601899	10.31	0.21	0.24	0.36	0.47	48.9	42.3	28.7	22.1	增持-A	增持-A
其它												
格林美	002340	68.66	0.59	0.81	0.94	1.32	116.3	n/a	72.9	51.8	增持-A	增持-A
锡业股份	000960	40.35	0.04	0.21	0.54	0.76	n/a	195.4	74.2	53.0	增持-A	增持-A
吉恩镍业	600432	31.23	0.46	0.16	0.36	0.48	68.1	n/a	87.8	65.7	中性-A	中性-A
宝钛股份	600456	34.56	0.70	0.04	0.07	0.21	49.4	n/a	n/a	164.7	中性-A	中性-A
厦门钨业	600549	55.67	0.30	0.31	0.59	0.94	187.4	178.4	94.5	59.2	增持-A	增持-A
金钼股份	601958	29.35	1.02	0.17	0.27	0.36	28.9	172.3	108.9	82.7	中性-A	中性-A
行业平均							80.6	91.7	53.1	53.4		

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 安信证券研究中心预测
 注: 2009 年和 2010 年预测值均按最新股本计算。

附录 2、价格与库存变化情况

表 1：主要期交所有色金属价格变化

	单位	价格			变化	
		2009-12-31	2010-09-30	2010-11-05	今年	本月
伦敦期交所						
有色金属价格指数		3,404	3,687	3,962	16.4%	7.5%
铝	美元/吨	2,197	2,322	2,424	10.3%	4.4%
铜	美元/吨	7,342	8,006	8,653	17.8%	8.1%
铅	美元/吨	2,402	2,252	2,485	3.5%	10.3%
锌	美元/吨	2,529	2,166	2,503	-1.0%	15.6%
镍	美元/吨	18,452	23,406	24,389	32.2%	4.2%
锡	美元/吨	16,869	24,259	26,436	56.7%	9.0%
黄金	美元/盎司	1,097	1,308	1,394	27.0%	6.5%
白银	美元/盎司	16.9	21.8	26.7	58.5%	22.9%
上海期交所						
铝	人民币元/吨	16,700	15,590	16,580	-0.7%	6.4%
铜	人民币元/吨	59,440	59,920	66,180	11.3%	10.4%
锌	人民币元/吨	20,805	17,310	20,370	-2.1%	17.7%
黄金	人民币元/克	244.5	282.1	297.4	21.6%	5.4%
现货氧化铝						
MB 报价	美元/吨	305	315	355	16.4%	12.7%
美元汇率						
人民币兑美元	人民币元/美元	6.827	6.692	6.657	-2.5%	-0.5%
美元兑欧元	美元/欧元	1.432	1.363	1.403	-2.0%	2.9%
日元兑美元	日元/美元	93.02	83.53	81.26	-12.6%	-2.7%

资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

表 2：主要有色金属价格及其预测

	单位	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
国内(含税价)							
铝	元/吨	19,448	17,025	13,886	16,000	16,200	16,500
铜	元/吨	61,998	54,777	41,934	59,200	63,000	63,000
铅	元/吨	20,000	16,977	13,764	16,000	17,000	17,000
锌	元/吨	27,890	15,300	13,891	17,300	18,500	18,500
镍	元/吨	327,883	174,332	115,218	166,000	165,000	165,000
锡	元/吨	121,812	143,269	109,421	145,000	155,000	155,000
黄金	元/克	170.5	195.5	214.5	264.9	278.0	273.8
白银	元/公斤	3,587	3,357	3,294	4,208	4,811	4,739
氧化铝(国产)	元/吨	3,495	3,300	2,350	2,700	2,750	2,850
氧化铝(进口)	元/吨	3,600	3,300	2,350	2,700	2,750	2,850
国际							
铝	美元/吨	2,640	2,576	1,671	2,165	2,200	2,250
铜	美元/吨	7,112	6,959	5,178	7,400	8,000	8,000
铅	美元/吨	2,585	2,088	1,726	2,100	2,300	2,300
锌	美元/吨	3,273	1,880	1,662	2,140	2,380	2,380
镍	美元/吨	37,205	21,058	14,712	22,050	22,000	22,000
锡	美元/吨	14,472	18,455	13,618	20,000	23,000	23,000
黄金	美元/盎司	695	872	974	1,215	1,300	1,300
白银	美元/盎司	13.4	15.0	14.7	19.3	22.5	22.5

资料来源：Bloomberg，实达期货，安信证券研究中心预测

表 3: 主要有色金属库存变化

单位		库存			今年 变化	本月 变化
		2009-12-31	2010-09-30	2010-11-05		
铝						
LME 库存	吨	4,628,900	4,355,650	4,284,275	-7.4%	-1.6%
COMEX 库存	吨	1,767	1,767	1,767	0.0%	0.0%
上海期交所库存	吨	297,509	489,234	492,811	65.6%	0.7%
铜						
LME 库存	吨	502,325	374,150	366,350	-27.1%	-2.1%
COMEX 库存	吨	99,182	84,883	74,709	-24.7%	-12.0%
上海期交所库存	吨	95,315	87,447	106,851	12.1%	22.2%
其他(LME 库存)						
铅	吨	146,500	191,700	203,225	38.7%	6.0%
锌	吨	488,050	616,750	633,200	29.7%	2.7%
镍	吨	158,010	122,556	129,102	-18.3%	5.3%
锡	吨	26,765	13,430	13,375	-50.0%	-0.4%

资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

附录 3、本月股价表现

表 4: 国内重点公司股价表现

公司 名称	公司 代码	价格 (2010/11/5)	今年 变化	本月 变化
上证指数	000001	3,129.50	-4.1%	5.1%
铜				
铜陵有色	000630	29.27	33.2%	10.0%
云南铜业	000878	29.13	-3.6%	3.9%
江西铜业	600362	45.32	14.9%	3.6%
铝				
焦作万方	000612	26.90	-3.1%	5.0%
云铝股份	000807	14.15	5.2%	10.1%
神火股份	000933	28.85	10.3%	2.5%
南山铝业	600219	11.73	-10.0%	5.7%
中孚实业	600595	16.91	17.4%	6.6%
新疆众和	600888	24.96	61.2%	6.6%
中国铝业	601600	12.60	-13.0%	-2.1%
铅、锌				
中金岭南	000060	23.54	31.8%	4.2%
宏达股份	600331	20.01	10.4%	15.4%
驰宏锌锗	600497	30.01	15.5%	4.6%
西部矿业	601168	19.31	33.0%	8.1%
黄金				
辰州矿业	002155	41.18	64.6%	7.0%
中金黄金	600489	46.67	47.2%	7.0%
山东黄金	600547	64.10	60.1%	7.6%
紫金矿业	601899	10.31	9.5%	7.0%
其它				
格林美	002340	68.66	58.1%	7.9%

锡业股份	000960	40.35	52.0%	4.1%
吉恩镍业	600432	31.23	6.9%	3.8%
宝钛股份	600456	34.56	52.8%	-3.1%
厦门钨业	600549	55.67	197.4%	-9.1%
金钼股份	601958	29.35	57.1%	14.8%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 5: 香港有色金属类股价走势

所属子行业	公司名称	股票代码	收盘价格 (2010/11/5)	市盈率 (TTM)	今年变化	本月变化
铝	中国铝业	2600	7.8	n/a	-8.3%	6.5%
铝	中国忠旺	1333	4.6	5.5	-25.6%	-0.6%
铜	江西铜业	358	25.1	19.6	36.7%	16.2%
黄金	灵宝黄金	3330	5.9	31.8	97.6%	7.5%
黄金	紫金矿业	2899	7.9	22.8	6.9%	8.5%
黄金	招金矿业	1818	26.7	32.4	72.3%	10.8%
综合	五矿资源	1208	6.2	28.9	132.1%	4.5%
综合	新鑫矿业	3833	5.8	31.4	35.8%	10.1%
综合	湖南有色	2626	3.7	n/a	23.2%	7.5%

资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

表 6: 国际主要有色金属上市公司股价走势

所属子行业	公司名称	币种	价格 (2010/11/5)	市盈率 (TTM)	今年变化	本月变化
电解铝						
	ALCOA INC	美元	13.1	140.0	-13.2%	6.6%
	ALUMINA LTD	澳元	2.0	1278.1	20.7%	9.4%
	HINDALCO INDUSTRIES LIMITED	印度卢比	210.5	10.5	44.5%	10.4%
	NATIONAL ALUMINIUM CO LTD	印度卢比	401.3	32.4	-1.9%	2.2%
	CENTURY ALUMINUM COMPANY	美元	13.5	n/a	-8.5%	9.5%
精铜						
	FREEMPORT-MCMORAN COPPER-B	美元	94.7	12.7	30.6%	10.7%
	ANTOFAGASTA PLC	英国便士	1,322.0	25.8	45.7%	8.2%
	VEDANTA RESOURCES PLC	英国便士	2,075.0	17.1	-11.2%	11.8%
	KGHM POLSKA MIEDZ S.A.	兹罗提	128.0	7.8	26.9%	5.1%
	NORDDEUTSCHE AFFINERIE AG	欧元	36.9	5.4	29.7%	6.2%
	MITSUMI MINING & SMELTING CO	日元	245.0	n/a	6.7%	4.5%
	MITSUBISHI MATERIALS CORP	日元	252.0	n/a	15.9%	4.4%
	SUMITOMO METAL MINING CO LTD	日元	1,278.0	14.3	0.0%	7.9%
	DOWA MINING CO LTD	日元	489.0	34.6	0.8%	5.9%
精锌						
	XSTRATA PLC	英国便士	1,209.5	17.8	23.6%	14.5%
	KAGARA ZINC LIMITED	澳元	0.8	124.3	-19.5%	11.2%
	OZ MINERALS LTD	澳元	1.6	11.0	46.6%	10.5%
	PERILYA LTD	澳元	0.5	12.7	-16.5%	2.8%
	HINDUSTAN ZINC LTD	印度卢比	1,235.0	13.6	7.5%	5.3%
钨						
	KENAMETAL INC	美元	34.1	22.1	35.8%	3.1%
	SANDVIK AB	瑞典克朗	100.7	29.5	26.7%	8.7%
	SECO TOOLS AB-B SHS	瑞典克朗	98.3	23.1	9.6%	-3.3%
镍						
	ERAMET	欧元	249.1	56.7	19.4%	5.8%

锡						
PT TIMAH	印尼卢比	2,850.0	24.5	50.0%	5.3%	
钼						
THOMPSON CREEK	美元	12.0	n/a	11.9%	9.1%	
钛						
VISMPO-AVISMA CORP-CLS	美元	95.5	n/a	51.6%	0.0%	
TITANIUM METALS CORP	美元	19.7	55.0	53.8%	-2.0%	
ALLEGHENY TECHNOLOGIES INC	美元	52.7	55.9	24.9%	6.1%	
RTI INTERNATIONAL METALS INC	美元	31.1	n/a	23.0%	-0.5%	
SUMITOMO TITANIUM CORP	日元	3,770.0	n/a	54.6%	4.4%	
TOHO TITANIUM CO LTD	日元	2,073.0	n/a	56.5%	5.7%	
综合						
BHP BILLITON LTD	澳元	41.9	20.1	5.0%	8.0%	
RIO TINTO LTD	澳元	82.7	21.4	16.4%	5.5%	
ANGLO AMERICAN	英国便士	2,908.0	39.0	11.7%	4.2%	
TECK RESOURCES	加元	45.6	29.4	35.0%	9.0%	

资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

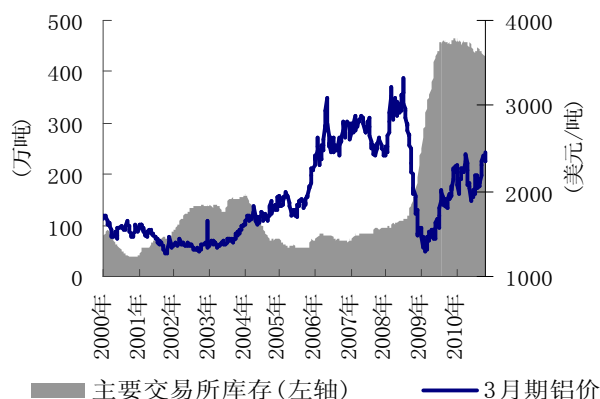
表 7: 国际主要黄金生产企业股价走势

公司名称	币种	收盘价格 (2010/11/5)	市盈率 (TTM)	今年 变化	本月 变化
ANGLOGOLD ASHANTI LTD	南非兰特	32,649.0	n/a	10.3%	3.5%
BARRICK GOLD CORP	加元	49.1	17.4	18.5%	0.2%
GOLD FIELDS LTD	南非兰特	10,962.0	24.0	18.3%	5.8%
NEWMONT MINING CORP	美元	60.9	15.3	30.2%	1.2%
AGNICO-EAGLE MINES	加元	0.4	n/a	113.9%	-2.5%
ELDORADO GOLD CORPORATION	加元	17.3	51.0	26.4%	9.2%
IAMGOLD CORP	加元	18.6	38.6	12.2%	-0.4%
HARMONY GOLD MINING CO LTD	南非兰特	8,020.0	211.3	11.5%	5.4%

资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

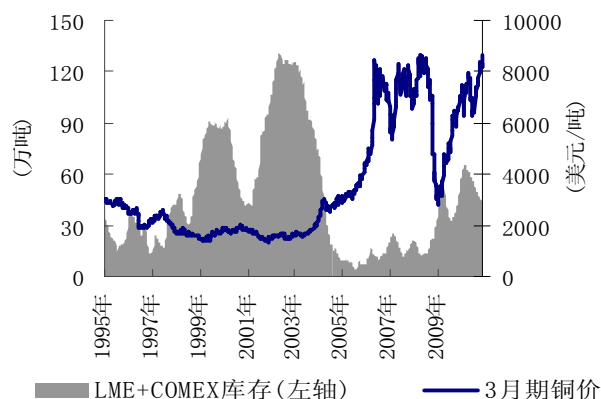
附录

图 1: 主要交易所铝库存 vs 铝价



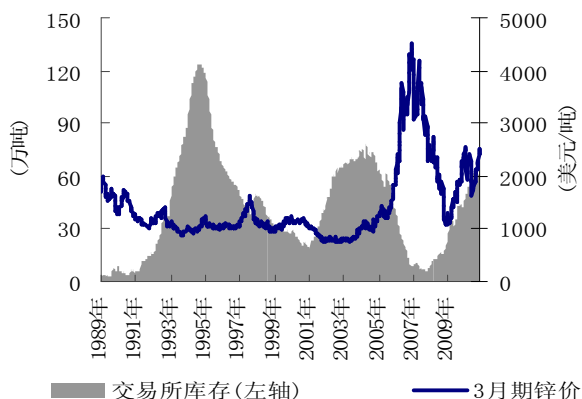
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 2: 主要交易所铜库存 vs 铜价



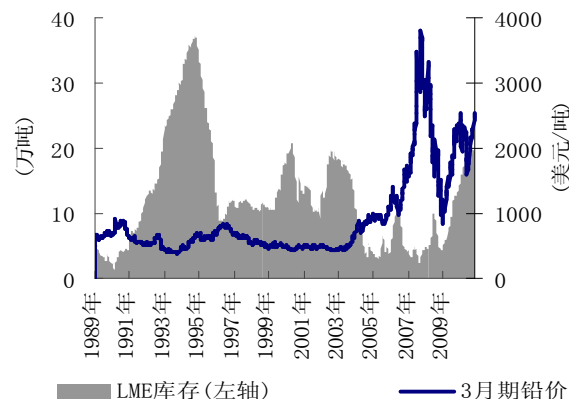
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 3: 主要交易所锌库存 vs 锌价



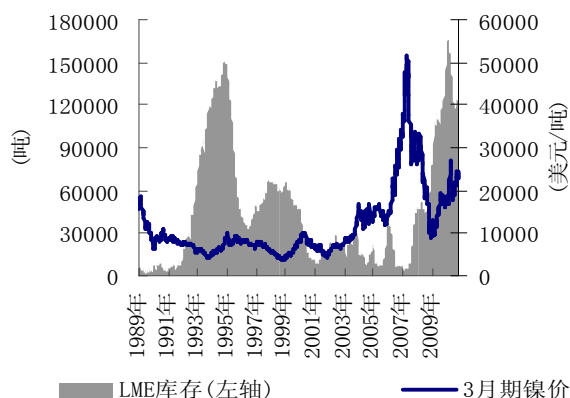
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 4: 主要交易所铅库存 vs 铅价



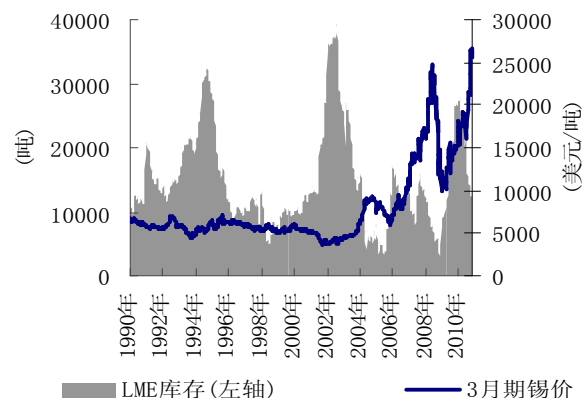
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 5: 主要交易所镍库存 vs 镍价



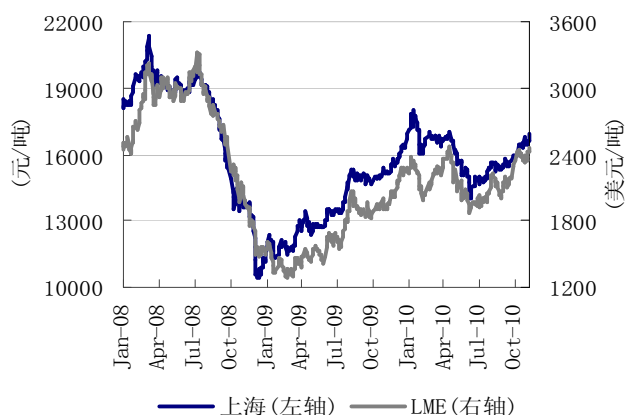
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 6: 主要交易所锡库存 vs 锡价



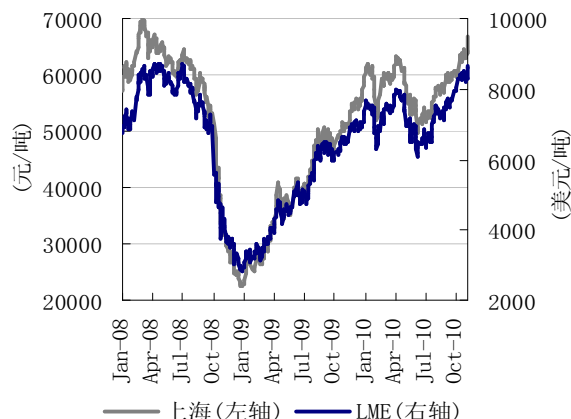
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 7：上海期交所同 LME3 月期铝价格



数据来源：Bloomberg，上海期交所

图 8：上海期交所同 LME3 月期铜价格



数据来源：Bloomberg，上海期交所

图 9：美元金价走势（月度）



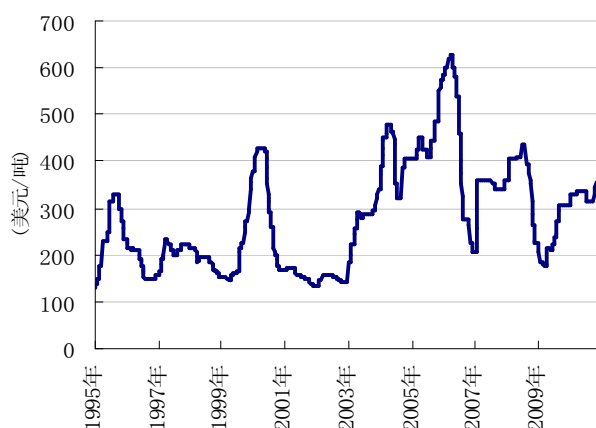
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 10：美元银价走势（月度）



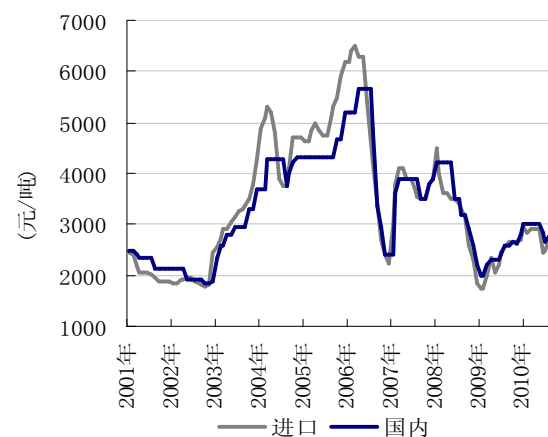
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 11：MB 现货氧化铝 FOB 报价



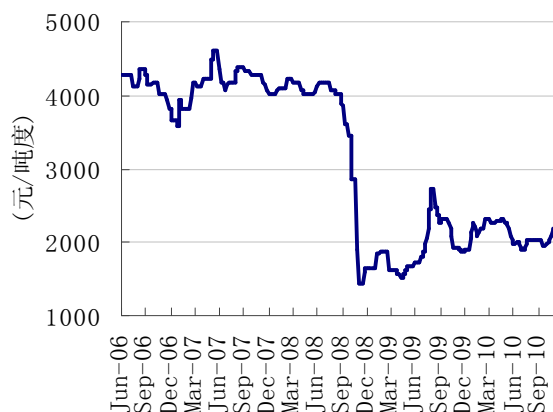
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 12：国产、进口现货氧化铝价格比较（完税价）



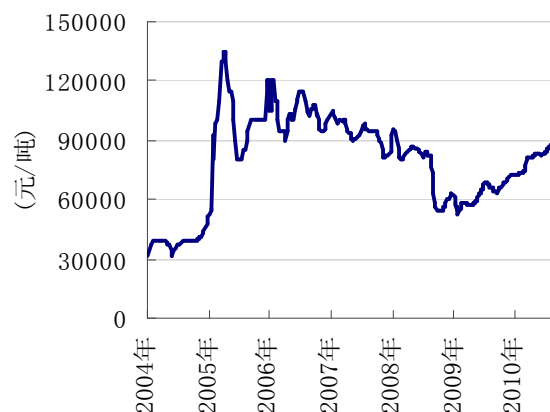
数据来源：上海有色网，安信证券研究中心

图 13: 国内钼精矿报价



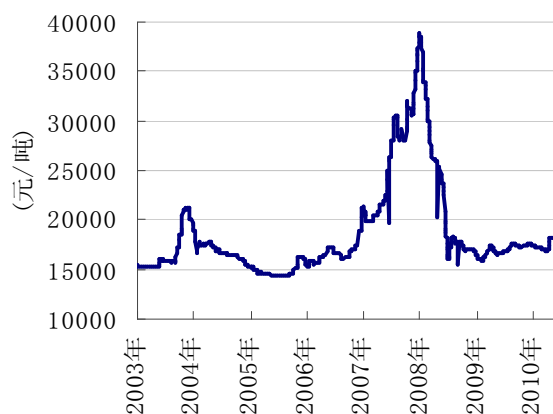
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 14: 国内钨精矿报价 (湖南)



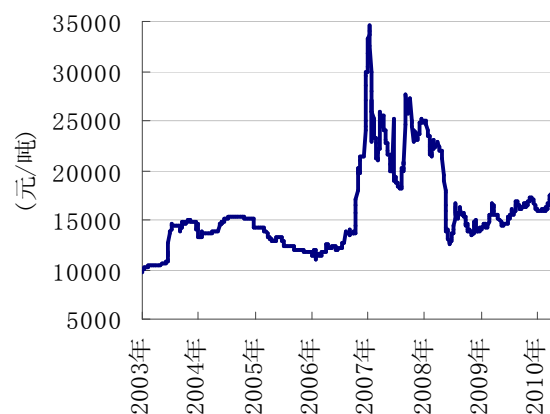
数据来源: 上海有色金属网, 安信证券研究中心

图 15: 长江现货市场电解镁报价



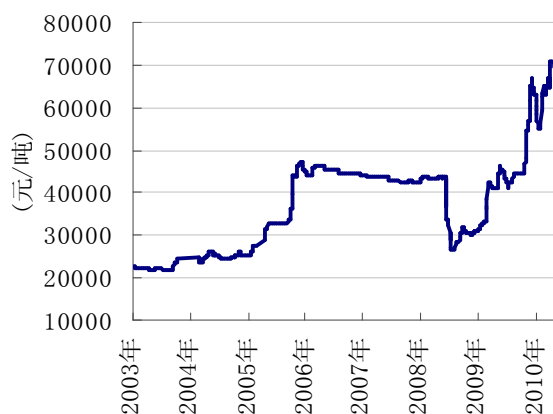
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 16: 长江现货市场电解锰报价



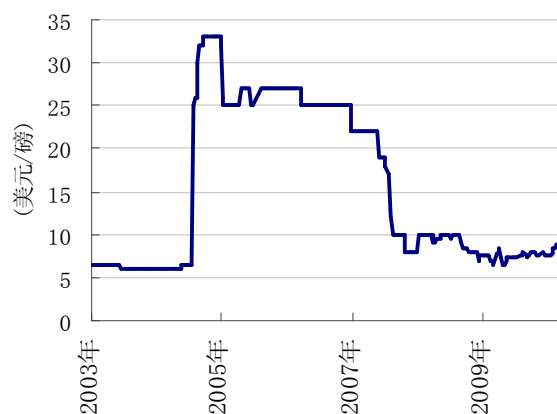
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 17: 长江现货市场 1# 铋锭报价



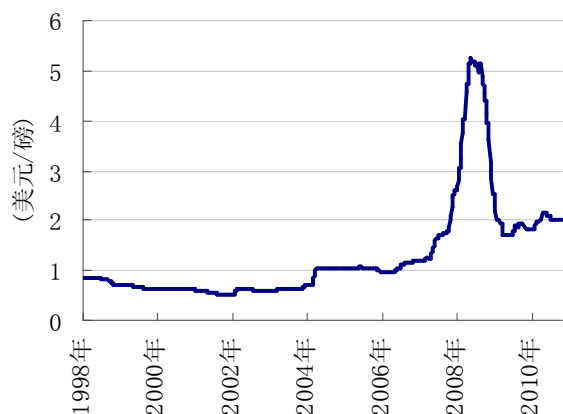
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 18: MB 海绵钛报价



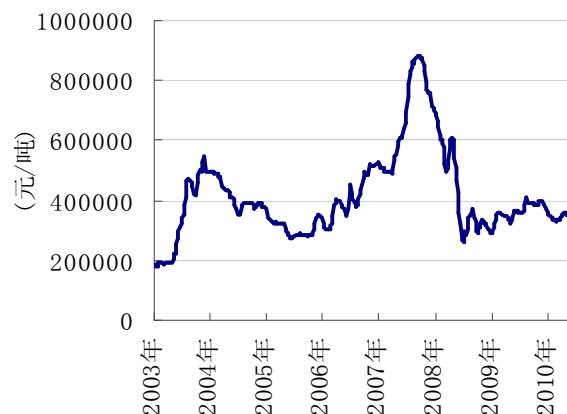
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 19: MB 铬铁报价 (含铬 68~70%)



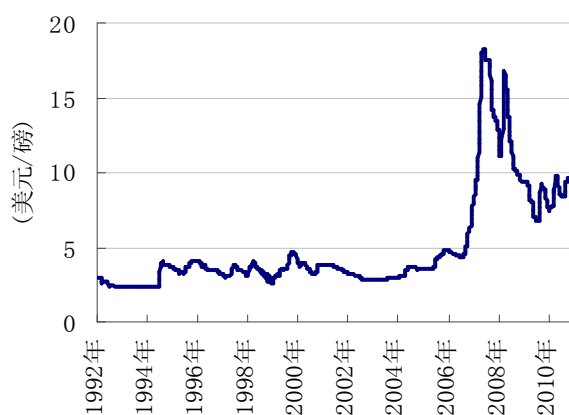
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 20: 长江现货市场金属钴报价



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 21: MB 金属铋报价



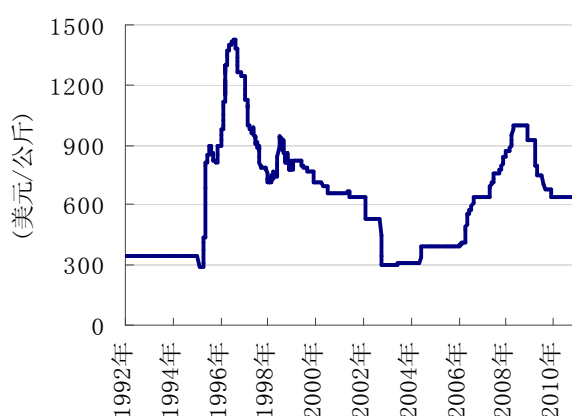
数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 22: 镨钕氧化物报价



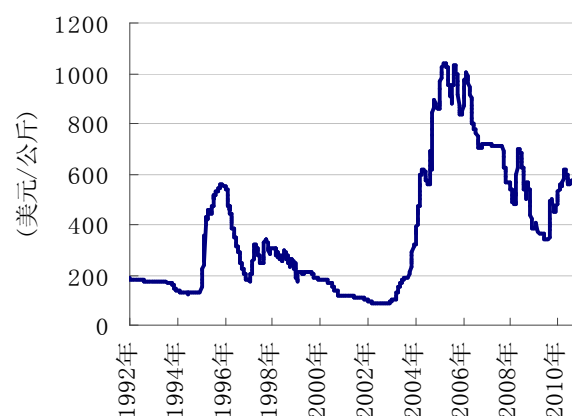
数据来源: 上海有色网, 安信证券研究中心

图 23: MB 二氧化锆报价



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 24: MB 金属钨报价



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034