

有色金属行业 2011 年中期投资策略： 金铜领衔盼反弹，然中期存隐忧

中性 下调评级

核心观点：

● 基本金属短期难以下跌

基本金属未来 2 个月内主要受中国进口基本面预期所影响。在市场预期中国进口数据未来转好的前提下，价格有望保持坚挺。但中长期宽松货币政策结束、国际市场基本金属质押受利率影响的不确定性和高企的库存都使得基本金属价格存在隐忧。我们短期看好前期领先于指数下跌的铜类上市公司。

● 贵金属三季度仍有上升空间

我们认为受基本面持续向好影响，三季度贵金属价格有望保持强势。但受货币因素影响，三季度后期到年底，贵金属价格可能出现明显调整。我们认为，由于今年以来黄金价格持续向好，但黄金相关上市公司股价低迷，后市此类公司股价存在修复性反弹机会。

● 稀土类上市公司股票已沦为投机工具

我们认为稀土类上市公司长期业绩增长不确定，短期估值已经过高。短期稀土类上市公司股价将和市场主要指数呈现负相关。长期看，我们最为看好五矿系在南方稀土并购中的整合能力。

● 中期投资策略

总体上，我们对有色金属行业给予中性评级，即未来 6-12 个月有色金属行业指数与市场中主要指数平均回报相当。

但我们看好从现在起到未来 2 个月有色金属行业。我们认为由于有色金属行业重点公司在 5 月末以前领先市场调整，跌出来的机会已经出现。我们认为短期应当积极对超跌子行业逢低进行吸纳，并维持以高抛低吸的短期策略。

联系人



张一凡
☎：(8621) 2025 2682
✉：zhangyifan@chinastock.com.cn



张迪
☎：(8610) 6656 8757
✉：zhangdi_zb@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130110014639

分析师



董俊峰
☎：(8610) 6656 8780
✉：dongjunfeng@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511010002

相关研究

2011 年 6 月 6 日《有色金属行业：积极逢低吸纳，静候龙头反弹》

2011 年 5 月 31 日《有色金属行业策略：加大配置黄金，短期关注铜，长期关注锌；近期首次给予山东黄金、中金黄金、江西铜业和中金岭南推荐评级》

2011 年 5 月 29 日《看好公司管理能力，上调山东黄金 2011 年度盈利预测》

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS (元)				PE (X)			11-13EPS	ROE
		2010A	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	CAGR	2011
山东黄金	600547	0.86	1.18	1.45	1.62	38.4	31.3	27.9	17.3%	36.0%
中金黄金	600489	0.79	1.05	1.37	1.61	25.4	19.4	16.5	24.0%	33.9%
江西铜业	600362	1.42	2.33	2.65	2.96	14.9	13.1	11.8	12.7%	19.6%
中金岭南	000060	0.45	0.47	0.58	0.71	28.1	22.5	18.4	23.6%	21.4%
驰宏锌锗	600497	0.46	0.56	0.61	0.66	37.9	34.6	31.8	8.9%	14.5%
贵研铂业	600459	0.45	0.54	0.64	0.71	43.3	36.2	32.9	14.8%	12.9%

资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

由于货币政策预期难以持续放松,中长期影响基本金属价格的主要因素将从货币因素转向基本供求决定。市场对 6、7 月进口数据乐观的前提是对中国经济仍然较为看好。如果期间宏观数据过差导致市场直接改变对经济整体判断,则对有色金属价格短期趋势的判断结果也会随之改变。

贵金属市场短期波动明显加大。我们预计这种波动加大将可能持续。我们认为实际供求决定了黄金的长期价格,后市仍有上升空间。我们维持前期对金价的预期,即国内黄金现货均价 2011 年 288 元/克,2012 年 336 元/克,2013 年 353 元/克;对应美元价格 2011 年 1388 美元/盎司,2012 和 2013 年分别为 1706 美元/盎司和 1827 美元/盎司。

我们与市场不同的观点:

市场对美元分歧十分严重。我们认为中期 USD/EUR 存在反弹机会,对 USD/JPY 下跌空间也不大,美元中期底部区间已经看到,但短期市场可能有所反复,这可能也会在短期支持黄金价格。

我们认为三季度是市场博弈的重点和 QE2 结束后各种政策最朦胧的时期,因此三季度前半部分黄金价格走强甚至见到阶段性顶部的概率较大,三季度后半段开始,黄金价格有望出现今年的重要调整时期,但幅度不会很深,油价的长期稳定将给黄金未来进行调整时提供一定的支持。

估值与投资建议:

总体上,我们对有色金属行业给予中性评级,即未来 6-12 个月有色金属行业指数与市场主要指数平均回报相当。

但我们看好从现在起到未来 2 个月有色金属行业。我们认为由于有色金属行业重点公司在 5 月末以前领先市场调整,跌出来的机会已经出现。我们认为短期应当积极对超跌子行业、股票逢低进行吸纳并维持以高抛低吸的短期策略。

对于各子行业,我们提出如下建议:

贵金属类上市公司可选择逢低吸纳耐心持有一段时间,等待反弹卖出的投资策略;

基本金属资源类上市公司可选择逢低吸纳并在未来一段时间进行反复高抛低吸的投资策略;

稀土类上市公司可选择(已持有)逢高逐步卖出/或(未持有)回避的投资策略。

股价表现的催化剂:

金属价格大幅走强,新一轮的货币政策宽松密集出台,行业公司盈利数据超预期。

主要风险因素:

金属价格走势大幅低于预期,宽松货币政策无以为继。

目 录

一、基本金属短期难以下跌.....	3
（一）金融危机以来基本金属上涨的逻辑	3
（二）未来中长期基本金属市场有隐忧	3
（三）短期基本金属股票存在交易机会	7
二、贵金属价格三季度仍有上升空间.....	10
（一）黄金价格仍处于上升趋势	10
（二）5月以来黄金基本面明显偏多	11
（三）黄金类上市公司有交易型机会	13
三、稀土小金属板块已经沦为投机品种.....	13
四、投资策略建议和重点关注标的.....	14
（一）投资策略建议	14
（二）重点关注标的	15
插图目录	21
表格目录	21

一、基本金属短期难以下跌

（一）金融危机以来基本金属上涨的逻辑

金融危机以来，主要基本金属价格均较金融危机时低点出现了大幅上涨。在价格上涨的同时，全球主要金属库存均保持相对或绝对高位，这与供求决定价格的基本逻辑似乎背道而驰。我们认为，本轮有色金属行情（指金融危机以来）的上涨，不是实际需求基本面推动的，而是宏观经济因素，特别是宽松的货币政策和积极的财政政策导致货币超发推动，这是在基本面表现并不强劲的状态下整个有色金属出现价格快速回升的基本逻辑。

宽松货币政策导致大宗商品价格飙升已是市场广为流传的逻辑，而这背后根本上还是货币政策影响实际供求的逻辑。我们认为宽松的货币政策从两个维度影响实际供求：

一是宽松货币政策导致投资需求激增，尤其在宽松货币政策导致购买力下降的预期下，投资人积极购入大宗商品进行保值；二是宽松货币政策中的低利率政策导致融资成本低廉，投资人借入低息货币（主要是美元、日元）投资包括基本金属在内的风险资产，并通过抵押实物再次获得低息货币重复这一行为。此外，以中国为代表的多个国家在金融危机后还推行了积极的财政政策，也拉动了基本金属的实际需求。

表 1：金融危机以来基本金属价格表现强劲

LME 交易品种	金融危机前高点	金融危机低点	最大跌幅	反弹高点	最大涨幅	6 月 17 日收盘	目前涨幅
3 个月铜	8940	2817.5	-68.48%	11190	297.16%	9075	222.09%
3 个月锡	25545	9723	-61.94%	33800	247.63%	25000	157.12%
3 个月铅	3895	850.5	-78.16%	2904	241.45%	2438	186.65%
3 个月镍	51800	8838	-82.94%	29425	232.94%	21618	144.60%
3 个月锌	4580	1037.5	-77.35%	2735	163.61%	2129	105.20%
3 个月铝	3381	1278	-62.20%	2803	119.33%	2531	98.04%

资料来源：中国银河证券研究部整理

（二）未来中长期基本金属市场有隐忧

1、判断未来中长期基本金属行情的两个维度

判断后续行情能否持续发展，也有两个逻辑维度：第一，金融危机以来的推动因素能否持续；第二，能否有新的因素（比如实际供求、新的买盘等）推动价格上涨。

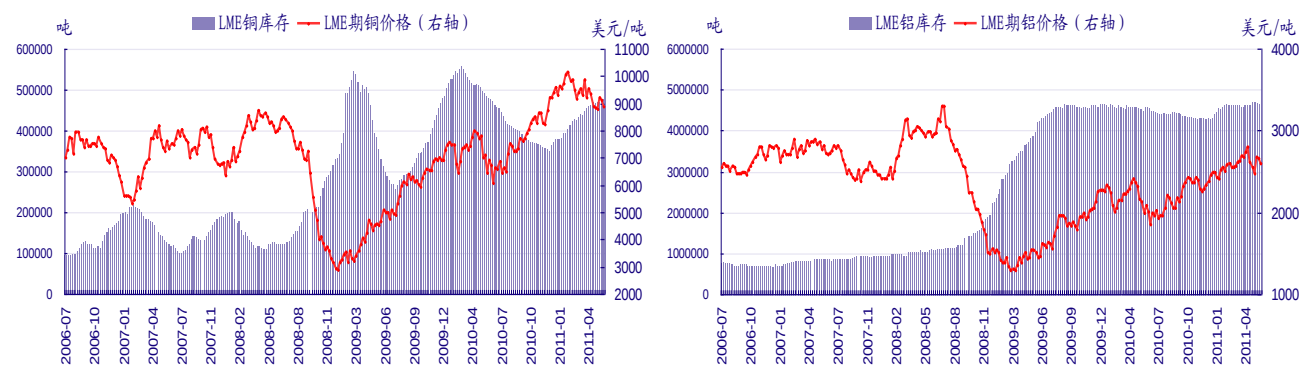
2、金融危机后刺激措施的长期负面影响将逐渐显现

本轮金融危机实际上由于过早的政策介入，使得实体经济没有经历正常新陈代谢和彻底调整，实质上延缓并加深了危机。由于发达经济体消费过度，全球多国财政都已不堪重负，靠不断做大蛋糕稀释债务的方式变得不可能，政府推出的刺激政策本身又加重了财政负担，从而将金融危机向财政危机过渡，欧洲、日本、美国都存在类似情况。尽管中国的刺激计划没有出现财政问题，但土地财政模式面临挑战和政府透明度的不断提高都将从长期影响中国政府财政支持的力度。因此，从长期看，金融危机以来推动基本金属上涨的因素将难以为继。

3、中长期基本金属价格压力明显

我们认为，由于货币政策预期持续难以持续放松，中长期影响基本金属价格的因素将主要从货币因素转向基本供求决定。

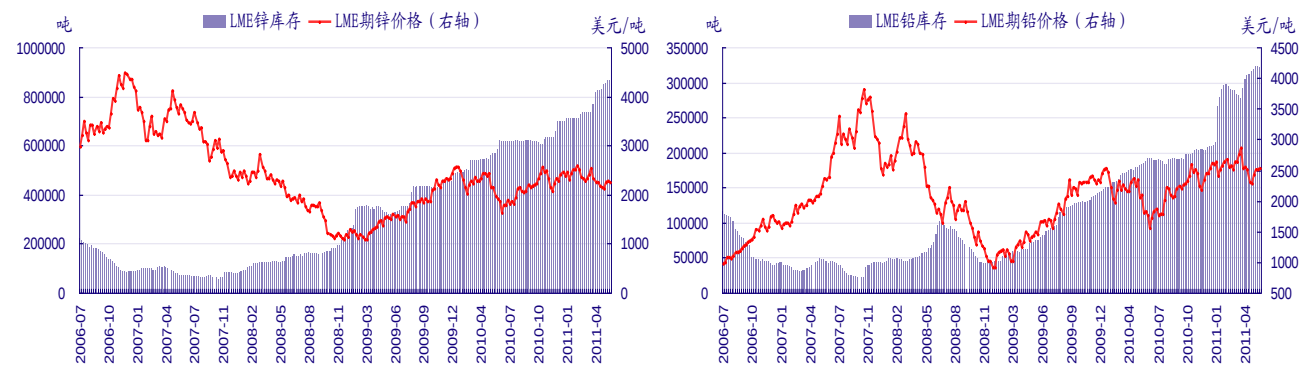
图 1: LME 铜、铝价格上涨，库存上升



资料来源：中国银河证券研究部，Wind

LME 铜、铝库存都处于较高水平。我们认为，在库存增长的同时价格上涨，印证了长期价格上涨的驱动因素并非实际供求的逻辑。

图 2: LME 锌、铅价格调整，库存持续走高



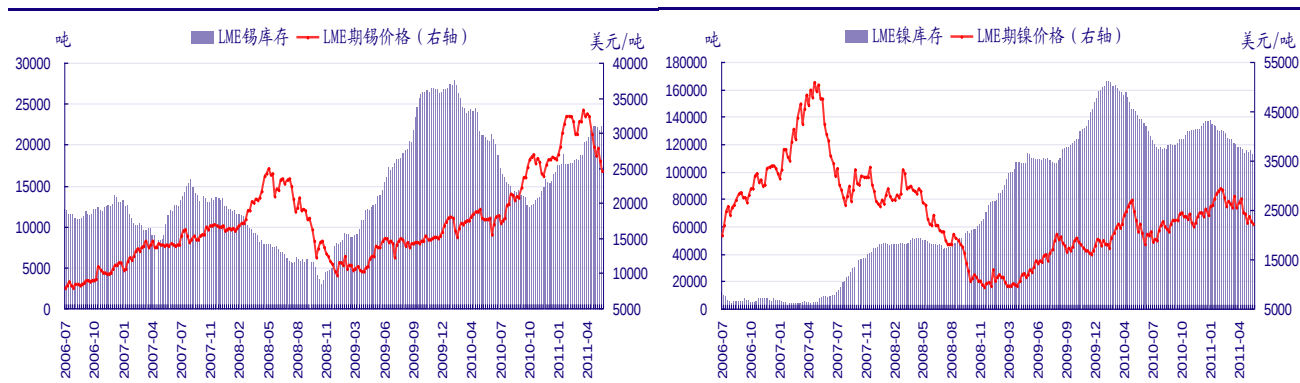
资料来源：中国银河证券研究部，Wind

LME 锌、锌库存持续走高，价格出现一轮调整。目前库存尚未出现改善迹象。有统计指出，目前全球锌库存处于 16 年高位。在金融危机以来的行情中，锌是除铝之外反弹幅度最小的品种，这与其沉重的基本面密不可分。

锡、镍是与铜一样投机性较强的基本金属品种。锡价在金融危机以后涨幅很大，曾创出了历史新高。与其他基本金属相比，锡、镍目前的库存情况是最为利好的。

和其他金属相比，LME 镍库存与价格的关系极为特殊，基本是价格滞后与库存走势同向变动，这与常识中认为的库存和价格呈反比的逻辑正好相反，显示了镍这种金属具有很强的现货投机性。

图 3: LME 锡、镍库存情况最为利好



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

4、长期金属价格断崖式崩塌可能性犹存

我们认为, 产能和预计需求并不是影响市场的最主要因素。因为产能是相对固定的, 产能和需求的关系早已包含在市场价格中。而需求是随经济变化的, 并且是放大的, 不但通过实际需求——消费变化, 而且通过库存与去库存放大, 通过投资和投机性囤积放大。而供给的周期很长, 导致其可预测性如此之强。因此从投资角度来说, 其实关键是需求的判断, 也就是对宏观经济的判断。

图 4: CRB 指数技术分析: 中期调整似乎不可避免



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

今年 3 月起, 业内都在谈论企业利用信用证和银行商品融资条款进行铜融资的事。相比之下我们更为关注全球市场资金流动对市场的影响。

各国纷繁的货币宽松政策的一大成果就是让资金变得便宜。因为不少对冲基金和投机者就会借入低成本的资金买入高收益资产。在传统上, 借入低成本货币买入高成本货币的套息交易是被广泛运用和不难理解的, 而由于大宗商品交易的金融化, 这种交易近年来被对冲基金运用到了大宗商品上。

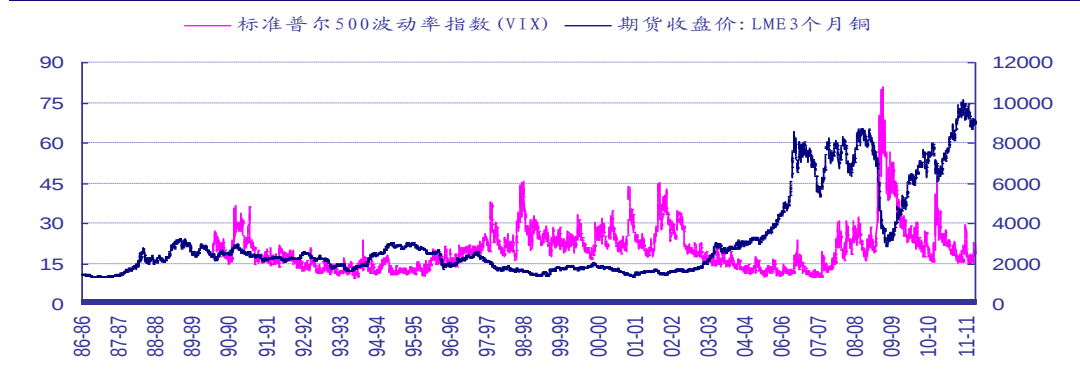
大宗商品被看作是一种风险资产, 尽管存储大宗商品并不生息, 但潜在的价差收益预期和杠杆效应使得高风险偏好的投资者对其情有独钟。根据初步的统计, 经过反复质押, 借出一美

元大约可以最终得到 5 美元的铜现货。大量的铜被融资固化,我们不知道这一交易占多大比例,但我们判断这应该是全球基本金属库存高企下,基本金属价格并不低的重要原因。一旦现有低息货币加息,投机者有可能会随时解除这种套息交易,导致这些固化的库存重新进入市场。这个反应在最初会是随着低息货币加息预期上升逐步进行的,市场难以感受到。但一旦出现触发因素使得市场觉醒,连锁反应,高杠杆套息交易在价格下跌预期下的保证金压力,将使得市场在远期存在断崖式崩塌的风险。

除非实际需求在远期能够跟上,在市场崩塌前逐步消化这些固化的库存,以避免远期市场出现这一风险。但如果全球监管不对这一融资形式本身加以限制,资本的逐利性会在实际需求跟上时变本加厉地加大这一交易。

5、VIX 指数的启示

图 5: VIX 指数与铜价负相关特征十分明显



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

我们同时密切关注 VIX 指数和铜价的变动趋势。VIX 和铜价的负相关特征十分明显。曾有研究表明铜、VIX 和弱势美元之间相关性极高。我们看到金融危机到现在, VIX 指数大约有两处明显的上升, 这两次均造成了铜的大幅下跌。而从 02 年到 08 年间, VIX 指数一直处于非常低的位置, 这一时期铜也经历了历史上最大的牛市。

目前 VIX 指数尽管已经较危机时期明显处于低位, 但仍低于 15 的绝对安全线。从历史上看, 持续长期低于 15 能酝酿一轮显著的新的牛市。短期我们看铜价前期在高位下跌时, VIX 指数曾经位于略高于 15 的位置。自从 2007 年 7 月以来 VIX 一直未能低于 15。因此全球市场的投机者目前形成了基本一致的观点, 即从 VIX 指数的技术角度来讲, 如果 VIX 越低, 铜铝价格越高, 那么目前不稳定的形势下, 指望 VIX 指数长期低于 15 的基本面似乎不存在, 这意味着当 VIX 指数触及接近 15 的位置时(例如今年 4 月中下旬), 铜铝的价格上升空间便不大。因此尽管铜价已经创出历史新高, 但我们仍将其当做是金融危机以前长期行情的反弹, 而非一轮新的行情。我们对行情的长期持续性始终表示怀疑。

5 月下旬到现在, VIX 指数最高涨幅已经超过 25%, 数值突破 20, 但在 VIX 剧烈上升的过程中, 铜铝价格下跌也不明显, 显示出铜铝价格短期的抗跌特征。

(三) 短期基本金属股票存在交易机会

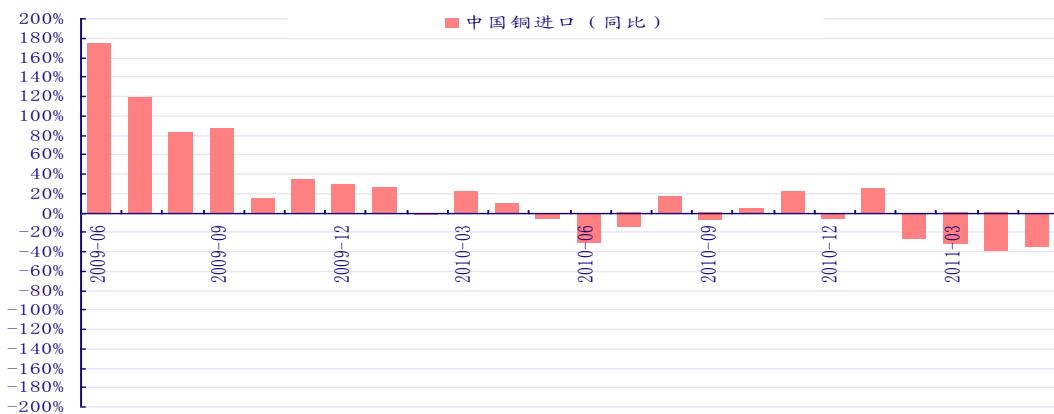
1、铜需求下降并未得到证实

我们以铜为代表分析未来有色金属的价格走势。

5 月份中国未锻造的铜及铜材进口量较上年同期下降 35.80%。今年前 5 个月，除一月份同比上升 21.17%外，2-5 月份均呈现负增长，分别为-26.94%，-33.30%，-39.80%和-35.80%，下降十分惊人。

有调查机构对上海金属市场 21 个主要的铜生产商做的一份调查称 5 月的业务率为 81%，持平于 4 月，预计 6 月将仍保持不变。我们认为目前尚未有确切证据表明中国基本金属需求下降。

图 6：近期中国铜进口同比连续下降



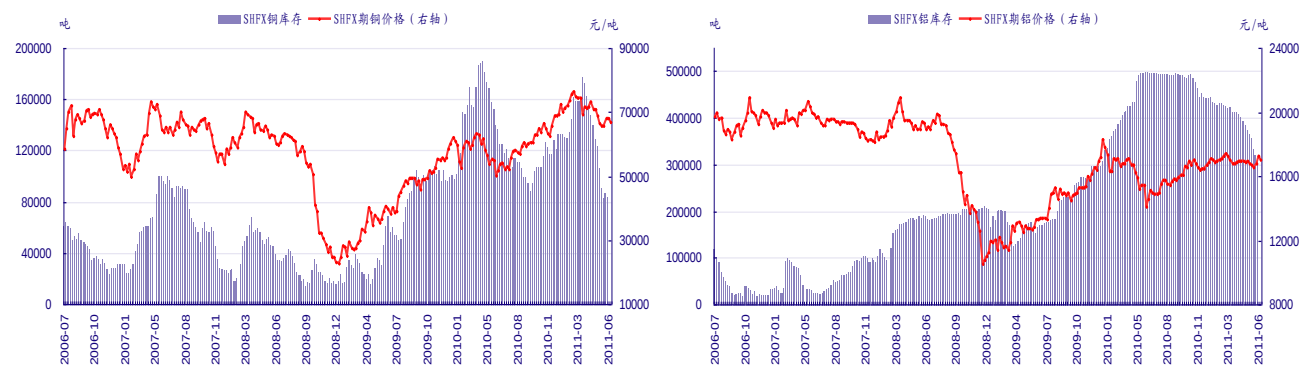
资料来源：中国银河证券研究部，Wind

2、阶段性去库存难以持续

由于去年的宽松货币政策和去年同期的交割价差因素，去年 3-5 月进口量是全年峰值，因此今年 3-5 月份的进口大幅下降有去年基数的因素。由于缺乏权威的统计，目前市场对国内铜库存未有权威统计，市场主流观点认为中国铜库存已从年初的 60-70 万吨下降至目前的 35-50 万吨。

前期我们到云南、山东等地进行了调研。我们了解到的情况是，今年以来的信贷收紧对下游采购的确影响较大。中小企业由于资金压力主动去库存减少占款。但是当库存降到一定水平后，这种阶段性的去库存已经难以持续，企业将开始采购现货应对日常生产。因此，未来终端真实的需求如何，下半年将开始逐步显现。

图 7：中国上海期货交易所铜铝库存持续下降



资料来源：中国银河证券研究部，Wind

3、对中国进口数据的预期决定短期市场方向

决定短期市场走势的因素很多。我们一直在试图通过跟踪大宗商品之间的相关关系来分析这些因素。

近期我们发现，铜价从独立的走势回归与其他基本金属趋同，整个基本金属之间的短期相关性明显增强，铜铝铅锌走势趋同，锡、镍长期和其他基本金属趋同。前期铝和油价关系密切，近期这种关联有所减轻。我们认为这体现了市场对基本金属的价格影响因素从金融属性短期逐渐转为实际供求。

从逻辑上说，这一时期出现这样的主要影响因素转移是有意义的。首先，金融危机之后影响基本金属最主要的因素：货币政策目前仍不明朗。市场对 QE2 后的政策仍存在较大分歧。其次，市场仍然观望中国的实际需求情况。市场本来预期 5 月份中国进口数据转好，结果十分失望。市场将继续期待 6 月、7 月的有关数据。从目前预期看，市场依然预期这两个月基本金属进口数据乐观。如果 6 月数据符合市场预期，则铜有望带领基本金属走出一轮上升行情；如果 6 月数据仍低于预期，市场仍将不会出现大跌，市场将继续期待 7 月数据，但这可能是市场容忍的极限。

当然，市场对 6、7 月进口数据乐观的前提是对中国经济仍然较为看好。如果期间宏观数据过差导致市场直接改变对经济整体判断，则对有色金属价格短期趋势的判断结果也会随之改变。

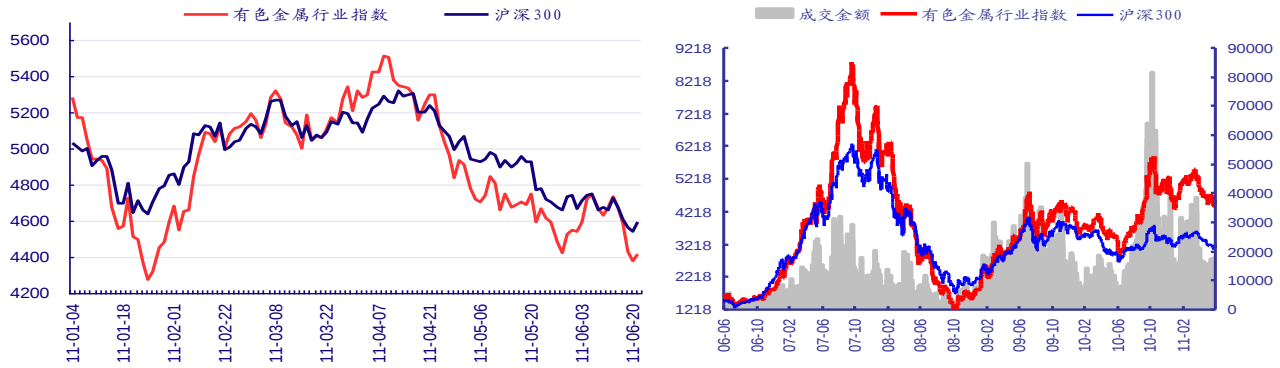
4、有色金属行业相对市场整体的高弹性存在阶段性

长期市场比较表明，有色金属行业指数在上涨和下跌中的弹性明显大于沪深 300 指数，且这种高弹性通常表现在一轮明显单边趋势的初期和后期。而在一轮趋势中段，有色金属行业的弹性并不明显，呈现出与市场同步涨跌特征。

上述情况显示出有色金属行业相对于市场整体的高弹性存在明显的阶段性。从逻辑上说，我们认为可以从以下方面进行解释：第一，作为周期性行业，大行情下主流资金对有色金属板块的流入流出反映了市场预期的改变，显著牵引整体市场。第二，在趋势进行了一段时间，到趋势中段，有色金属板块相对市场呈现的超买超卖引起主流资金在板块之间的切换，从而使得有色金属板块阶段性弹性降低。

在震荡市中，有色金属行业的价格波动也显著强于大势。

图 8: 今年以来有色金属行业指数强于沪深 300 行业指数（左）历史上有色行业与沪深 300 指数相比高弹性特征明显（右）



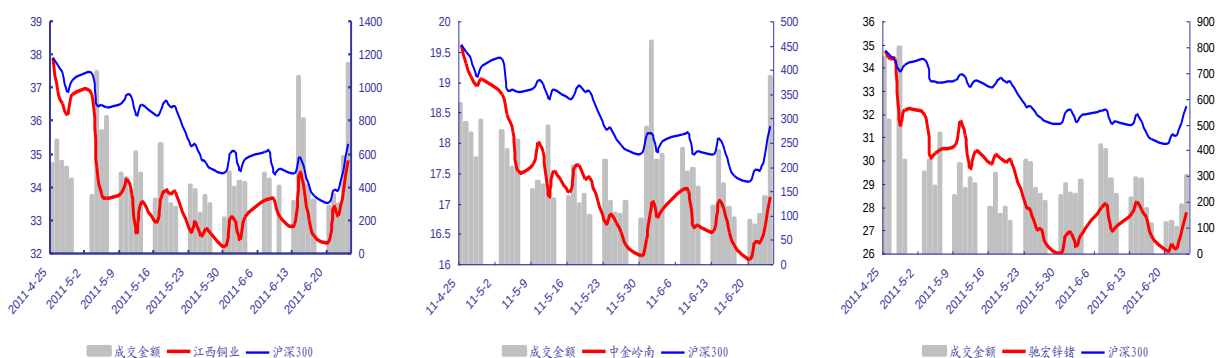
资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

5、资源型基本金属相关股票有望反弹

今年以来，有色金属行业指数明显强于沪深 300 指数。近期市场大幅下跌，沪深 300 指数创出今年以来新低，而有色金属指数却没有创出新高。我们看到作为重要的周期性行业，有色金属与沪深 300 走势出现了一定背离。

从近期走势看，基本金属股票在本轮市场调整中提前下跌。4 月份到 5 月上旬，主要基本金属股票出现了一轮明显杀跌。此时，主要基本金属价格出现较大波动。综合我们收集的一些资料，在 5 月 10 日起 LME 铜接近 8500 美元附近位置，不但有一定量的对冲基金入场交易，市场的流量中也看到不少中国贸易和终端买家身影。这与我们之前对中国上半年铜等基本金属终端消费需求并未得到证实的观点相互印证。如果铜价短期调整，实际需求买盘仍会跟进，从而限制铜价短期跌幅。

图 9: 江西铜业（左）中金岭南（中）驰宏锌锗（右）与沪深 300 走势比较（近两月）



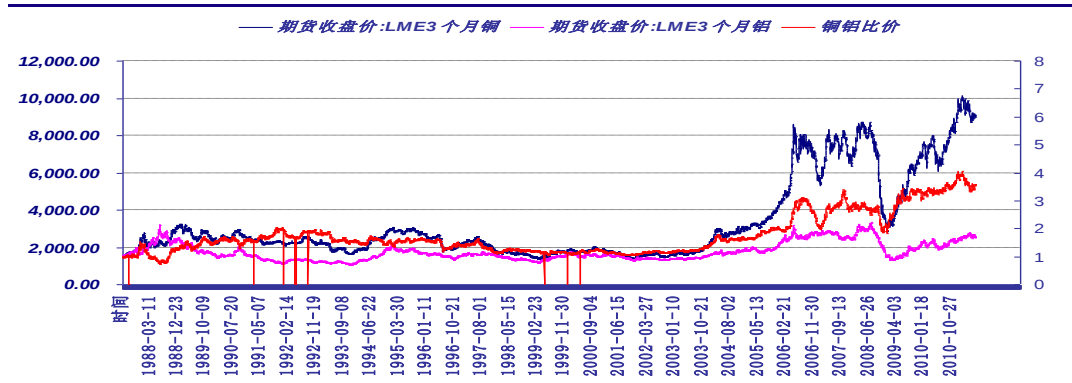
资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

主要基本金属股票提前下跌后，在 5 月中下旬指数杀跌的过程中，这些股票都呈现了筑底走势，成交量表现较为温和，并非缩量筑底，我们认为这是有增量资金判断阶段性底部可能性大而产生资金流入的迹象。

鉴于上半年铜价总体保持坚挺，短期我们预计仍将保持平稳甚至再有所反弹，我们认为上

半年铜企的业绩将得到保证。而由于加工费用签订周期等因素,下半年铜企利润也相对有保障。在中报业绩良好预期、铜价保持相对稳定和相关上市公司股价下跌到相对低位的多重安全边际下,掌握资源的铜上市公司有望在短期取得超额收益。

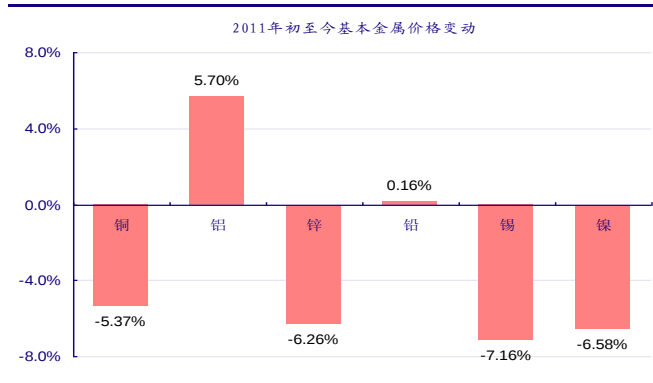
图 10: LME3 个月铜铝价格和比价



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

关于铝上市公司的未来。我们认为,单纯地看有自备电厂的电解铝企业受益于电荒的逻辑长期是经不起推敲的。我们认为铝行业的未来仍在于基础资源的占有和高附加值产业链的延伸。从历史上看,铝价的弹性远小于铜价,且铜铝和铜铝比价变化趋势相同。相对而言在短期看涨的市场中,配置铜的收益性更好。

图 11: 今年以来主要基本金属价格表现



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

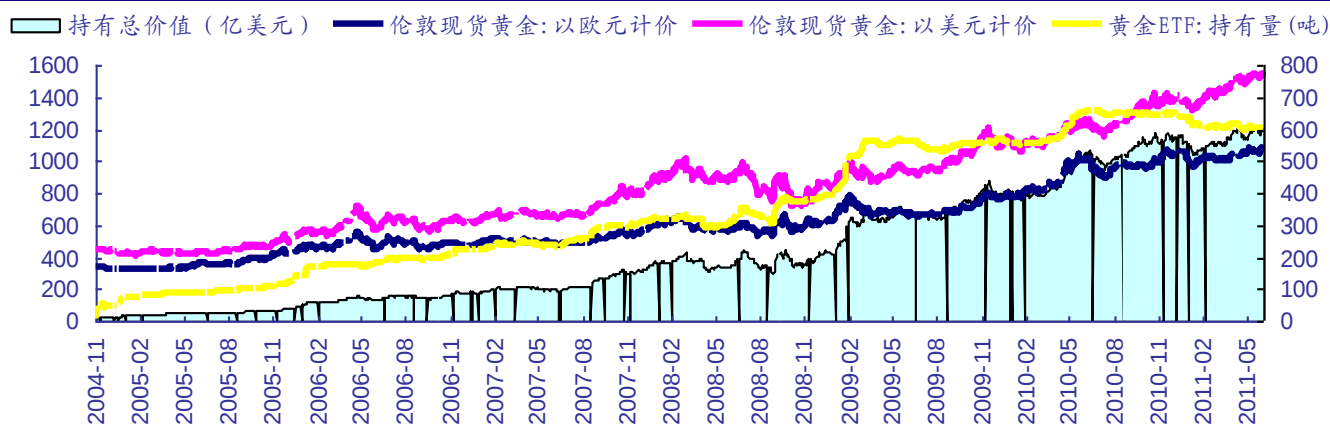
二、贵金属价格三季度仍有上升空间

(一) 黄金价格仍处于上升趋势

2011 年以来,黄金市场价格持续上涨,以美元、欧元等多个币种的黄金价格创出新高。至今未见黄金价格出现持续的有力度的调整,黄金价格仍处于上升趋势。

贵金属市场短期波动明显加大。我们预期这种波动加大将可能持续。

图 12: 黄金美元/欧元价格和 ETF 持仓情况



资料来源：中国银河证券研究部，Wind

（二）5 月以来黄金基本面明显偏多

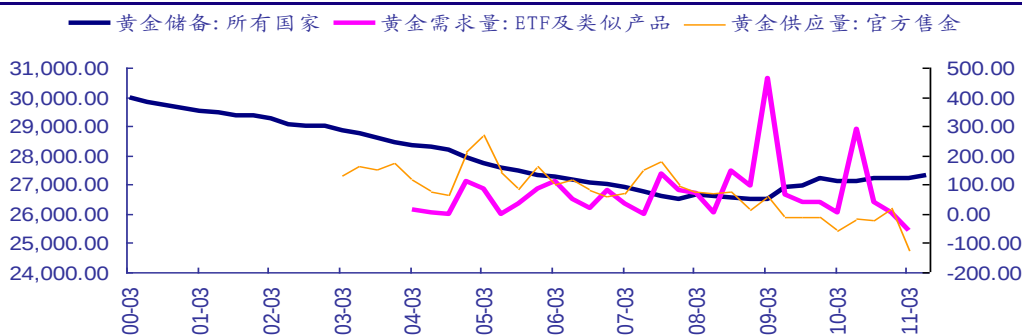
1、黄金 ETF 买盘回流显示投机气氛开始聚集

由于黄金 ETFs 持仓变化通常领先于黄金价格。目前我们十分关心 ETFs 是否能够重新大幅增仓。2011 年第一季度黄金上市交易基金(ETF)出现自 2007 年中期以来的首次净流出，因投资者偏爱金条和金币。黄金 ETF 一季度总持仓下降 55.9 吨。金条和金币需求则上升 52%，至 366.4 吨。其实我们注意到这个趋势去年已经出现。ETF 需求下降和金条需求上升一方面反映了长期投资需求的持续上升，另一方面却反映出投机性需求的下降。由于黄金价格的上涨，在 ETF 持仓降低数量降低的同时，其黄金持仓价值还在逐渐攀升。

特别我们看到第二季度，主要黄金 ETF 持仓经历了先降后升的过程。在第二季度前半段，ETFs 的持仓承接第一季度继续下降，而 5 月份起 ETFs 的持仓有止跌回稳迹象。这是投机气氛开始重新聚集的信号。

前期我们关于黄金市场的专题报告中，我们提到 2006 年以来，每年全球 ETFs 的买入都具有单季集中的特点。05 年以来分别出现在 06Q1，07Q3，08Q3，09Q1 和 10Q2。今年目前还没有出现这一情况。我们认为今年 ETF 对市场的影响力在减弱，而实物需求在黄金价格中的作用在加大。

图 13: 各国黄金储备、官方售金和 ETF 需求（按季度）



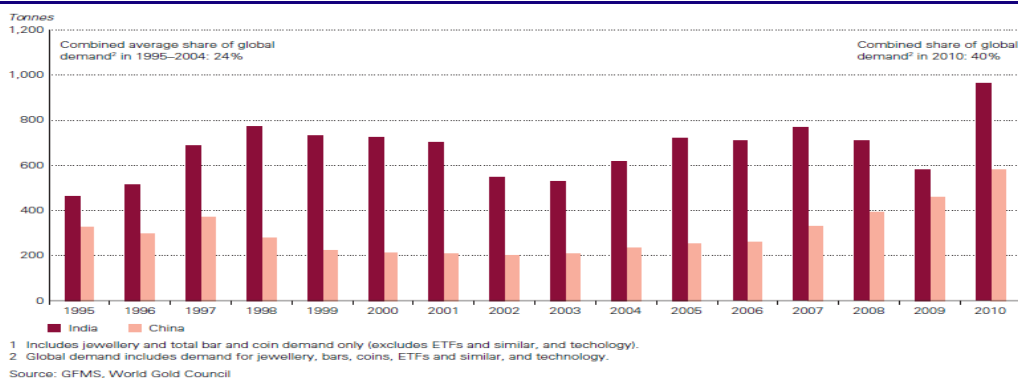
资料来源：中国银河证券研究部，Wind

2、黄金实物需求激增有利于行情长期发展

各国央行一季度增持黄金 129.3 吨，去年同期为净买入 58.8 吨。而全球国家的黄金储备已经于 2009 年出现拐点并稳步增加，这些都显示了各国官方对黄金的偏好。

去年全年实物黄金需求增长就较为明显。今年在一季度 ETF 持仓下降的同时，金条和金币需求则上升 52%至 366.4 吨，反映了长期投资需求的持续上升。

图 14: 中国和印度的实物黄金需求



资料来源: 世界黄金协会

我们从国内商业银行了解的情况，今年实物黄金销售情况较为理想。而从境外银行了解的情况，5 月份印度传统的黄金消费淡季，本应是低于年度平均水平的季节，目前的初步统计印度实物黄金销售高于往年年度平均水平，这是一个反常现象。我们认为实物需求的上升是终端接收和认同黄金高价格的重要标志，将使得黄金市场进入“缩量上涨”时代。

我们看到今年一季度，全球黄金供求平衡表上的供需平衡量为 872.2 吨，较去年同期减少 4.4%，但黄金价格持续上涨。在供给一方，央行售金转负和循环用金供应同比较少 5.9%是主要原因，需求方面主要是 ETF 需求转为负和 OTC 市场流量减少所致。

3、投资和循环用金对黄金供求形势影响较大

我们看到在所有金属中，黄金的投资需求占比最大，而循环用金占供应比例也是最大。当市场上涨时，由于预期的变化，投资需求和循环用金的量变化弹性较大，这些在长期都会影响市场的实际供求，进而影响价格。从目前的情况看，今年就出现了投资金条金币增长和循环利用下降同时出现的情况，这将加剧实物供求的紧张形势。

表 2: 不同金属供求分类统计表

品种名称	需求				供给	
	珠宝首饰	投资/金条金币	工业和科技	矿产	循环利用	其他
黄金	49%	41%	10%	60%	40%	
白银	25%	25%	50%	79%	19%	2%
铜	2%	3%	95%	85%	15%	
铂金	36%	9%	55%	88%	12%	

资料来源: 中国银河证券研究部, 世界黄金协会

4、贵金属价格第三季度仍有上升空间

综上所述，我们认为实际供求决定了黄金价格长期支持因素明显，后市仍有上升空间。如果 ETF 或 OTC 市场资金流能够有效跟进，市场将出现急速上涨，否则市场仍将维持强势震荡格局。

我们必须提到，众所周知，黄金价格和美元高度相关。市场对美元分歧十分严重。我们认为中期 USD/EUR 存在反弹机会，对 USD/JPY 下跌空间也不大，美元中期底部区间已经看到，但短期市场可能有所反复，这可能也会在短期支持黄金价格。

从宏观因素看，金融市场波动加大，各类政治、经济、军事的突发事件和黑天鹅事件下半年仍将不断涌现，贵金属存在机会。我们看到近期欧洲和美国的博弈在显著加强。近期一系列基本面因素都在向好美国，而不利欧洲。欧洲正在多方面寻求突破，包括中国的因素。比如前期中国是不是要加大购买欧债，被反复炒作，说明中欧在博弈，同时，又都在和美国博弈。奥巴马政府马上要面临很多挑战，一定要在新一年度大选前搞好经济。吸引和加大投资是最快最有效的方法，因此我们认为美元的吸引力将在未来一年提高，这也是我们判断美元中期底部的一种重要逻辑。

另外，我们关注油价。我们发现布伦特和 WTI 原油价格已经长时间出现价差过大的现象，尽管现货价差没有盘口表现的这么巨大，但这也影响了欧洲和美国实际的油价负担。我们认为油价是美国与全球博弈的重要手段，包括近日 IEA 出乎意料的释放应急石油储备，未来 30 天释放 6000 万桶原油，其中 50% 来自美国。美国对油价的控制力很强，美国会希望油价中性偏强，维持在 90-120 美元的水平，这样自己的经济能够承受，也能打击他国。

所以市场看点很多，不确定性很大。我们认为三季度是市场博弈的重点和 QE2 结束后各种政策最朦胧的时期，因此三季度前半部分黄金价格走强甚至见到阶段性顶部的概率较大，三季度后半段开始，黄金价格有望出现今年的重要调整时期，但幅度不会很深，油价的长期稳定将给黄金未来进行调整时提供一定的支持。

另外，市场目前判断日本汽车业恢复好于预期，以及铑 ETF 未来的推出预期，都将利好以铂、钯和铑为代表的铂族金属，间接对其他贵金属形成支持。

（三）黄金类上市公司有交易型机会

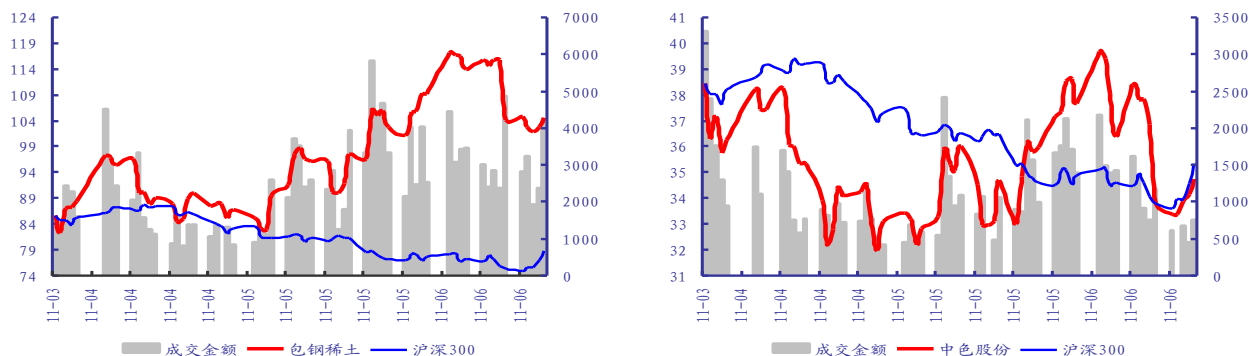
我们维持前期对金价预期：即国内黄金现货均价 2011 年 288 元/克，2012 年 336 元/克，2013 年 353 元/克；对应美元价格 2011 年 1388 美元/盎司，2012 和 2013 年分别为 1706 美元/盎司和 1827 美元/盎司。

总体上我们认为黄金价格将以震荡市为主，每次下跌都是买入的机会，但追涨风险较大。应该以逢低买入逢高卖出的波段交易为主。对于 A 股的黄金类上市公司，我们发现今年以来始终没有什么起色，在近期市场大跌的情况下，黄金价格仍处于高位，相关上市公司存在阶段性逢低买入的交易型机会。

三、稀土小金属板块已经沦为投机品种

近期从中央到地方各级政府出台了一系列与稀土、小金属相关的措施,尤其近期对南方中重稀土的整合颇受市场关注。我们重申,在整个南方稀土整合的过程中,五矿集团可能最为受益,中色集团、中铝集团也可能取得一定份额,但由于三家的数量限制,存在不确定性。就对板块上市公司业绩影响来说,我们认为短期影响不大,甚至由于规模限制和对配额的严格管理,中期可能偏负面。

图 15: 包钢稀土、中色股份与沪深 300 价格对比



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

我们认为,长期看,判断一家公司是否未来有外延式增长,主要从两个维度,一是规模做大,产生规模效益和利润增长,二是产品价格上涨引起利润率提高。就稀土来说,目前市场预期 2013 年以后美国、澳洲会有稀土供应市场,远期价格能否持续上涨存在疑问。而由于国家政策因素,规模做大只能靠兼并重组收购。我们知道,对于周期性行业,在市场环境一片火热的情况下收购重组,要付出很大的代价,风险很大。而稀土本身缺乏金融化进行收购保值的金融工具,因此我们并不看好稀土行业上市公司的业绩增长超预期前景。投资者应保持清醒认识。

四、投资策略建议和重点关注标的

(一) 投资策略建议

总体上,我们对有色金属行业给予中性评级,即未来 6-12 个月有色金属行业指数与市场主要指数平均回报相当。

但我们看好从现在起到未来 2 个月有色金属行业。我们认为由于有色金属行业重点公司在 5 月末以前领先市场调整,跌出来的机会已经出现。我们认为短期应当积极对超跌子行业、股票逢低进行吸纳并维持以高抛低吸的短期策略。

对于各子行业,我们做如下建议:

贵金属类上市公司可选择逢低吸纳耐心等待一段时间,等待反弹卖出的投资策略;

基本金属资源类上市公司可选择逢低吸纳并在未来一段时间进行反复高抛低吸的投资策略;

稀土类上市公司可选择(已持有)逢高逐步卖出/或(未持有)回避的投资策略。我们认为未来一段时间稀土类上市公司股价走势可能和市场主要指数呈现反向相关,因此如果对指数

未来存在悲观判断，则可适当延长稀土类上市公司的持有期限。

(二) 重点关注标的

1、绝对估值水平低——重点关注江西铜业

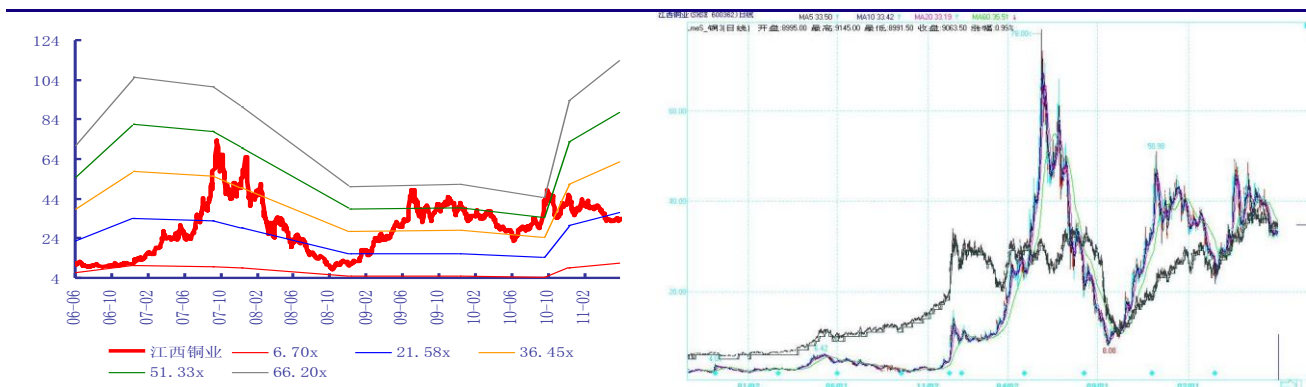
公司主要产品铜、贵金属、硫酸价格今年以来均保持强势运行。公司生产形势良好，我们预计 2011 年上半年江西铜业利润有望比 2010 年同期增长 40%-60%，预计今年全年自有资源产铜有望达到 20 万吨，有效提升公司 2011 年全年业绩。

公司长期业绩看好。公司所得税优惠在 2012 年后影响将逐渐明显。公司因国产设备抵扣在 2010、2011 年不能完全享受所得税优惠带来的影响，但影响逐渐增加。公司管理层激励机制有助于公司业绩长期稳定增长。

公司套期保值经验十分丰富，公司外购原料加工采取 100%全覆盖套期保值策略，并根据市场情况对自产矿进行套期保值，一旦未来铜市场发生调整，公司业绩保障系数相对较高。

我们预计江西铜业 2011-2013 年每股收益分别为 2.33 元, 2.65 元和 2.96 元, 公司目前股价绝对估值较低。我们维持推荐评级。

图 16: 江西铜业 PE-Bands, 江西铜业股价与 LME 铜价对比



资料来源：中国银河证券研究部，Wind，文华财经

主要风险因素：铜价表现不及预期。

2、受益集团资产收购预期——重点关注中金黄金

公司目前五大冶炼基地包括内蒙苏尼特、河南金源、山西太白和湖北三鑫四个矿山和三门峡冶炼厂，潼关冶炼厂已走上正轨，未来金山金矿也有冶炼能力，公司采取了基地建设、冶炼能力扩张等多项举措提升公司内部业务集中度，今后管理能力仍有提升空间。

长期集团资产有望持续注入上市公司，公司黄金储量和矿产金产量有望继续增长。

我们预计公司 10-12 年业绩为 1.05 元、1.37 元和 1.61 元。考虑到公司新收购项目和未来资产注入预期，重申推荐的投资评级。

风险提示：未来金价大幅下跌。公司资产注入慢于预期。

3、管理和资源整合能力优异——重点关注山东黄金

我们认为，公司拥有行业内最为优秀的管理能力。公司去硝氰化和精炼部分统一完成，统一定价，有利于公司在未来金价波动时快速决策和采取各种措施。公司历史上的异地扩张项目取得了较好的经营效果，有利于我们对公司未来在山东以外可能进行的其他异地扩张做出乐观的判断。

我们预计公司 10-12 年业绩为 1.18 元、1.45 元和 1.62 元。考虑到公司本次增发项目和未来资产持续注入预期，重申推荐的投资评级。

风险提示：未来金价大幅下跌。公司增发项目进度缓慢。

4、积极增加资源储备——重点关注驰宏锌锗

该公司重视资源储备工作，一直在进行系统化的增储工作，资源整合能力优秀。公司目前 26 万吨冶炼能力，矿产自给率为 50%，其中铅外购率 55%。目前公司一直以来的思路是扩产保证产能自给率达到 50%，增加产能的同时增加自给率，因此我们认为公司发展较为稳健。

公司铅锌资源十分丰富，且一直在增储，主营业务优势突出。公司拟收购大兴安岭金欣项目钼储量十分突出，有望给公司带来新的利润增长点。公司拟收购的大股东资产中，澜沧铅矿值得重视。澜沧铅矿除了具有褐煤外，还可能拥有钼资源（澜沧铅矿公司网站曾有具体分析）。我们判断钼业有可能成为公司今后转型的重要方向。

公司存在较大的资金压力。有融资需求。

由于会泽项目投产后试生产的不确定性，公司 2010 年业绩存在不确定性。

风险提示：公司澜沧铅矿钼资源最终结果与初步判断不符；公司会泽项目试生产不稳定；公司增储计划未达预期。

5、小公司变为大公司的投机型投资机会——适当关注鲁丰股份

按照公开资料提供的信息，该公司未来两年处于明显扩张期，业绩加速明显，且公司处于从小市值成长为大市值公司的成长期，投资机会明显。

但有两点风险我们认为值得特别留意：

一是公司的毛利下跌风险。公司扩产后，目前海外业务毛利已经较低，若未来扩张仍依靠海外业务，则毛利可能进一步下跌。

二是公司扩张风险。公司从小公司成长为大公司的过程中，可能遇到一般企业扩张中遇到的各种问题。我们认为公司对未来前景十分乐观，对这方面困难估计并不充足。

6、高弹性锌冶炼公司——未来锌价如有起色可关注罗平锌电

公司确实缺乏长期增长动力和清晰规划。公司水电资源丰富，成本低廉，主要受制于自有矿产资源约束。公司目前正在大范围找矿试图提高资源自给能力，但不确定性很大。但从业务逻辑上，公司存在再融资进行矿山收购的可能。

公司所在地每年 6-10 月为丰水期，我们初步测算，同期该公司吨锌冶炼成本低于同行业

1200 元以上，因此我们认为下半年公司业绩有望好转。

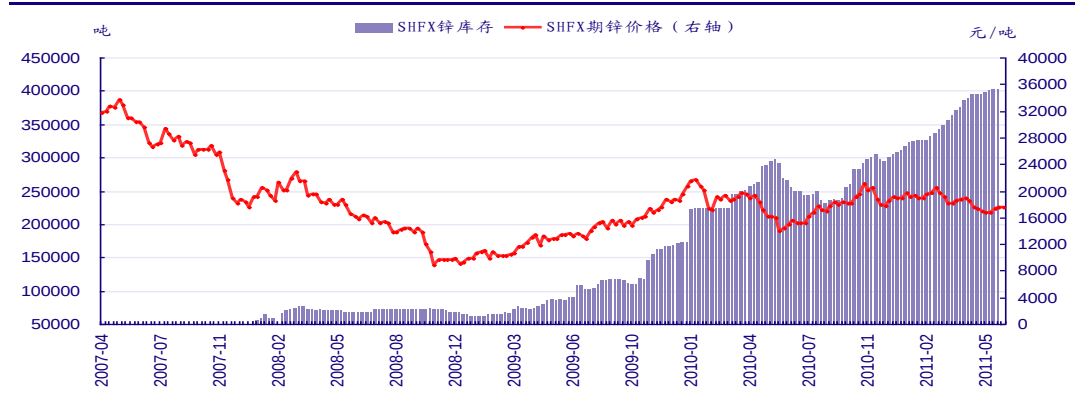
公司业绩严重依赖锌价。公司库存很高，一季度末存货已超过股东权益，一方面存在经营风险，另一方面公司对锌价弹性很大。如果后市锌价出现上涨，可优先考虑关注罗平锌电。

风险提示：公司所在地降水情况对发电的影响。锌价下跌的影响。如果锌价持续下跌，公司 2011 年存在继续亏损的可能。

7、资源优势明显——长期关注中金岭南

短期锌的基本面较为沉重，但长期锌基本面最为乐观，综合国际大宗商品研究机构观点，我们认为，2012 年底可能是全球锌供应的重要转折之年。未来两年，长期锌价将周期性逐步走强，底部不断抬高。

图 17：国内锌库存极为沉重，锌价表现不佳



资料来源：中国银河证券研究部，Wind

目前锌冶炼行业面临明显挑战，锌价在整体基本金属中表现较为落后，锌库存居高不下。在这种情况下，中金岭南仍能保持估值水平较低，实属不易。该公司资源禀赋较好，长期业绩增长稳定，管理能力优异。我们预计其 2011 至 2013 年每股收益分别为 0.47、0.58 和 0.71 元，对应 PE 分别为 26.8 倍、21.5 倍和 17.5 倍，维持推荐评级。

附录 1: 山东黄金（600547）财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	401	817	1180	1446	1597	营业收入	23360	31515	39347	48188	53224
应收款项	20	25	86	106	117	营业成本	21299	28486	35371	43268	47731
预付款项	456	605	615	752	829	营业税金及附加	2	4	5	6	6
存货	394	254	570	697	769	销售费用	28	22	28	34	38
其他流动资产	120	90	305	373	412	管理费用	854	1103	1338	1638	1810
非核心资产	222	515	515	515	515	财务费用	81	110	235	334	371
固定资产	2476	3182	3647	4212	4771	非经常性损益	2	2	0	0	0
在建工程	992	1148	1459	1584	1633	资产减值损失	34	-6	0	0	0
无形资产	1108	2870	4227	5515	6739	投资收益	20	0	0	0	0
长期待摊费用						公允价值变动损益	4	-5	0	0	0
资产总计	6263	9583	12684	15284	17472	营业外收入	41	32	0	0	0
短期借款	1790	1590	1590	1590	1590	税前利润	1094	1788	2371	2907	3269
应付款项	334	502	586	717	791	减：所得税	280	491	593	727	817
预收款项	20	34	22	27	30	净利润	814	1297	1778	2180	2451
其他流动负债	463	1035	741	907	1000	归属于母公司的净利润	746	1223	1677	2056	2312
长期借款	300	1270	1270	1270	1270	少数股东损益	68	74	101	124	139
应付债券	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.05	0.86	1.18	1.45	1.62
长期经营性负债	167	565	258	304	342	稀释每股收益	0.52	0.86	1.18	1.45	1.62
负债合计	3074	4996	6953	8147	8756	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	712	1423	1423	1423	1423	成长性					
资本公积	464	0	0	0	0	营收增长率	17.5%	34.9%	24.9%	22.5%	10.5%
留存收益	1706	2468	3512	4793	6233	EBIT 增长率	18.0%	61.4%	37.2%	24.4%	12.3%
少数股东权益	309	699	800	923	1063	净利润增长率	20.6%	59.3%	37.1%	22.6%	12.4%
股东权益合计	3188	4586	5732	7137	8716	盈利性					
负债和权益合计	6263	9583	12684	15284	17472	销售毛利率	8.8%	9.6%	10.1%	10.2%	10.3%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	3.5%	4.1%	4.5%	4.5%	4.6%
净利润	814	1297	1778	2180	2451	ROE	28.3%	33.4%	36.0%	35.1%	32.0%
折旧与摊销	354	488	517	672	817	ROIC	25.7%	24.0%	28.8%	29.9%	28.3%
经营活动现金流	1162	1968	1400	3182	3648	估值倍数					
投资活动现金流	-1966	-2419	-2654	-2654	-2654	PE	43.2	52.7	38.4	31.3	27.9
融资活动现金流	918	866	-868	-3595	-4576	P/S	1.4	2.0	1.6	1.3	1.2
现金净变动	114	416	-2121	-3068	-3582	P/B	10.1	14.0	11.2	9.0	7.4
期初现金余额	287	401	817	1180	1446	股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
期末现金余额	401	817	1180	1446	1597	EV/EBITDA	22.3	28.2	21.4	17.1	15.0

资料来源：中国银河证券研究部

附录 2: 中金黄金（600489）财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1949	1132	1617	3199	5291	营业收入	18712	21647	25792	32864	37311
应收款项	107	101	129	164	187	营业成本	16690	18422	21546	27412	31006
预付款项	296	526	646	822	930	营业税金及附加	31	45	54	69	78
存货	1564	2089	2155	2741	3101	销售费用	63	49	59	75	85
其他流动资产	167	306	387	493	560	管理费用	777	959	1083	1380	1567
非核心资产	876	1087	1097	1107	1117	财务费用	102	180	206	202	195
固定资产	3185	4106	4742	5416	6035	非经常性损益	20	-161	0	0	0
在建工程	1258	1051	1210	1242	1248	资产减值损失	23	27	0	0	0
无形资产	3119	3089	3511	3924	4326	投资收益	9	44	0	0	0
长期待摊费用						公允价值变动损益	0	0	0	0	0
资产总计	12553	13501	15515	19136	22827	营业外收入	61	189	0	0	0
短期借款	2089	904	904	904	904	税前利润	1029	2153	2844	3726	4379
应付款项	638	769	862	1096	1240	减：所得税	280	545	711	931	1095
预收款项	43	169	155	197	224	净利润	749	1608	2133	2794	3284
其他流动负债	1468	1804	1810	2303	2605	归属于母公司的净利润	521	1125	1492	1955	2298
长期借款	1697	1826	1826	1826	1826	少数股东损益	227	483	641	839	986
应付债券	1200	1200	1200	1200	1200	基本每股收益	0.66	0.79	1.05	1.37	1.61
长期经营性负债	767	930	862	1096	1240	稀释每股收益	0.37	0.79	1.05	1.37	1.61
负债合计	7901	7602	7618	8623	9239	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	791	1423	1423	1423	1423	成长性					
资本公积	1787	1171	1171	1171	1171	营收增长率	29.0%	15.7%	19.1%	27.4%	13.5%
留存收益	1321	2343	3700	5477	7565	EBIT 增长率	23.1%	88.6%	40.4%	28.8%	16.4%
少数股东权益	739	962	1603	2442	3429	净利润增长率	9.4%	114.7%	32.7%	31.0%	17.5%
股东权益合计	4637	5900	7896	10513	13588	盈利性					
负债和权益合计	12538	13501	15515	19136	22827	销售毛利率	10.8%	14.9%	16.5%	16.6%	16.9%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	4.0%	7.4%	8.3%	8.5%	8.8%
净利润	749	1608	2133	2794	3284	ROE	19.2%	32.6%	33.9%	34.6%	32.3%
折旧与摊销	453	487	482	582	673	ROIC	11.6%	18.2%	21.4%	22.1%	20.9%
经营活动现金流	811	1954	2543	3679	4213	估值倍数					
投资活动现金流	-3102	-1261	-1717	-1717	-1717	PE	40.3	33.6	25.4	19.4	16.5
融资活动现金流	3204	-1509	-342	-380	-405	P/S	1.1	1.7	1.5	1.2	1.0
现金净变动	913	-816	485	1582	2091	P/B	5.4	7.7	6.0	4.7	3.7
期初现金余额	921	1949	1132	1617	3199	股息收益率	1.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
期末现金余额	1834	1132	1617	3199	5291	EV/EBITDA	15.4	15.3	11.8	9.1	7.6

资料来源：中国银河证券研究部

附录 3: 江西铜业 (600362) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3600	6303	11510	16599	24049	营业收入	51715	76441	103387	118853	128056
应收款项	2465	5169	6513	7488	8068	营业成本	46148	68161	91041	105280	113073
预付款项	1356	1790	2276	2632	2827	营业税金及附加	284	302	0	0	0
存货	11490	18270	20029	23162	24876	销售费用	296	346	467	537	579
其他流动资产	1675	3329	3619	4160	4482	管理费用	1083	1217	1646	1892	2039
非核心资产	1176	2066	2066	2066	2066	财务费用	367	388	260	221	173
固定资产	12405	14166	16226	17551	18560	非经常性损益	360	47	0	0	0
在建工程	2762	2538	1648	1350	1251	资产减值损失	109	14	0	0	0
无形资产	1104	1209	1278	1346	1413	投资收益	-255	90	0	0	0
长期待摊费用						公允价值变动损益	-63	-194	0	0	0
资产总计	38034	54845	65166	76356	87593	营业外收入	97	183	0	0	0
短期借款	2531	3596	3596	3596	3596	税前利润	3176	5980	9973	10922	12193
应付款项	4087	5105	5918	6843	7350	减: 所得税	830	1015	1795	1638	1829
预收款项	295	473	620	713	768	净利润	2347	4965	8178	9284	10364
其他流动负债	2593	4931	5918	6843	7350	归属于母公司的净利润	2349	4907	8083	9176	10243
长期借款	112	713	713	713	663	少数股东损益	-3	58	95	108	120
应付债券	4948	5178	5498	5818	6138	基本每股收益	0.78	1.42	2.33	2.65	2.96
长期经营性负债	294	312	593	694	741	稀释每股收益	0.68	1.42	2.33	2.65	2.96
负债合计	14859	20307	22856	25220	26605	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	3023	3463	3463	3463	3463	成长性					
资本公积	5319	11551	11551	11551	11551	营收增长率	-4.2%	47.8%	35.3%	15.0%	7.7%
留存收益	14472	19109	26788	35505	45236	EBIT 增长率	-24.9%	64.4%	59.5%	8.9%	11.0%
少数股东权益	361	414	509	617	738	净利润增长率	6.8%	111.6%	64.7%	13.5%	11.6%
股东权益合计	23175	34537	42311	51136	60988	盈利性					
负债和权益合计	38034	54845	65166	76356	87593	销售毛利率	10.8%	10.8%	11.9%	11.4%	11.7%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	4.5%	6.5%	7.9%	7.8%	8.1%
净利润	2347	4965	8178	9284	10364	ROE	10.3%	14.5%	19.6%	18.4%	17.2%
折旧与摊销	0	1012	660	804	924	ROIC	10.9%	13.4%	17.4%	16.5%	15.5%
经营活动现金流	0	-1973	7452	7349	9765	估值倍数					
投资活动现金流	0	-3633	-1901	-1901	-1900	PE	44.8	24.5	14.9	13.1	11.8
融资活动现金流	0	7778	-344	-360	-415	P/S	2.0	1.6	1.2	1.0	0.9
现金净变动	0	2171	5207	5088	7450	P/B	4.6	3.5	2.9	2.4	2.0
期初现金余额	0	3600	6303	11510	16599	股息收益率	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
期末现金余额	0	5762	11510	16599	24049	EV/EBITDA	22.6	16.7	11.0	9.6	8.1

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: LME 铜、铝价格上涨, 库存上升.....	4
图 2: LME 锌、铅价格调整, 库存持续走高.....	4
图 3: LME 锡、镍库存情况最为利好.....	5
图 4: CRB 指数技术分析: 中期调整似乎不可避免.....	5
图 5: VIX 指数与铜价负相关特征十分明显.....	6
图 6: 近期中国铜进口同比连续下降.....	7
图 7: 中国上海期货交易所铜铝库存持续下降.....	8
图 8: 今年以来有色金属行业指数强于沪深 300 行业指数 (左) 历史上有色行业与沪深 300 指数相比高弹性特征明显 (右)	9
图 9: 江西铜业 (左) 中金岭南 (中) 驰宏锌锗 (右) 与沪深 300 走势比较 (近两月)	9
图 10: LME3 个月铜铝价格和比价.....	10
图 11: 今年以来主要基本金属价格表现.....	10
图 12: 黄金美元/欧元价格和 ETF 持仓情况.....	11
图 13: 各国黄金储备、官方售金和 ETF 需求 (按季度)	11
图 14: 中国和印度的实物黄金需求.....	12
图 15: 包钢稀土、中色股份与沪深 300 价格对比.....	14
图 16: 江西铜业 PE-Bands, 江西铜业股价与 LME 铜价对比.....	15
图 17: 国内锌库存极为沉重, 锌价表现不佳.....	17

表格目录

表 1: 金融危机以来基本金属价格表现强劲.....	3
表 2: 不同金属供求分类统计表.....	12
附录 1: 山东黄金 (600547) 财务报表预测.....	18
附录 2: 中金黄金 (600489) 财务报表预测.....	19
附录 3: 江西铜业 (600362) 财务报表预测.....	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908