

有色金属行业 2011 年四季度投资策略

深陷经济疲弱与金融风险困局

原材料/有色金属

投资要点：

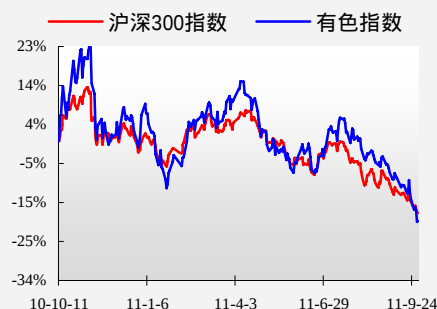
- 有色价格重挫。3 季度，欧债危机持续恶化，并迅速蔓延到欧洲银行与金融业；经济增长前景恶化；避险情绪高涨，美元指数大涨。大宗商品遭受多重沉重打击，铜铅锡等金属价格下跌 20% 多，铝在成本的支撑之下，跌幅最小。黄金及多数小金属价格同样中招。
- 有色市场仍有支撑。经济恶化，金融体系风险的增长，已经开始影响海外市场的大宗商品需求。但国内现货趋紧，进口套利窗口开启，且中国精炼铜生产与进口同时创年内新高，为中国需求的强劲提供了更多的佐证。铝、锌等金属价格接近边际成本。
- 全球经济下滑，但宏观政策遭遇高赤字与债务风险、通胀担忧制约，政策空间受限，不确定性仍占上风：一是欧债危机的解决及控制信用风险向金融体系传播。二是美国政治博弈中政策的不确定性，货币政策如何更有效地推动美国经济增长。三是，中国对经济下滑的容忍度，通胀及政策的调整节奏。
- 基本金属需求增速下滑，调低价格预期。若经济继续下行，我国有色金属的需求将有所放缓。预计，在第四季度，LME 铜均价为 7800 美元左右。2012 年的铜均价则在 8400 美元左右。有色金属价格继续下挫空间小，看好 6000 美元对于铜价的强支撑。
- 消费旺季，不确定性支撑黄金价格，新材料政策呼之欲出，小金属与深加工受转型青睐。依据市场需求前景、企业资源及行业竞争状况来选择新材料公司。
- 第四季度，有色金属行业“同步大市”，重点关注，一、钨及硬质合金、钽铌材料等新材料领域，重点公司包括厦门钨业、东方钽业等。二、关注高强轻型合金材料及合金新材料公司，如利源铝业、亚太科技、博威合金。三、关注能从环保政策及循环经济政策不断提高、准入门槛提升中受益的一些领域，如有色资源循环利用企业和再生铅冶炼行业，代表性公司有格林美和豫光金铅。同时适当把握基本金属的阶段性投资机会。

同步大势

维持评级

发布时间：2011 年 10 月 11 日

走势图



子行业	评级
新材料	优于大势
基本金属	同步大势

重要公司	评级
锡业股份	谨慎推荐
铜陵有色	推荐
厦门钨业	推荐
豫光金铅	谨慎推荐
利源铝业	推荐
博威合金	谨慎推荐

分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0550511070002

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: chenbh@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

目 录

一、世界经济步履维坚，金融风险激增，有色金属价格急挫.....	4
（一）经济形势恶化，避险主导市场.....	4
（二）基本金属价格急挫 库存状况未现恶化.....	5
（三）贵金属价格亦受重创	6
（四）小金属价格多数走软	7
二、海外基本金属需求受冲击、国内消费未受影响.....	8
（一）国内现货趋紧，进口套利窗口开启.....	9
（二）铜进口数据回升至年内新高.....	10
（三）铝、锌等金属价格接近边际成本.....	11
三、宏观经济不确定性仍占上风	11
（一）发达国家经济增长动能趋弱.....	12
（二）通胀与政府债务困扰政策导向.....	12
（三）政策回应力度弱，不确定性仍占上风.....	13
（四）不确定的经济环境当中，美元仍受青睐.....	15
四、基本金属需求前景趋淡，调低价格预期.....	16
五、消费旺季、不确定性，支撑黄金价格.....	18
六、新材料政策呼之欲出，小金属与深加工受转型青睐.....	19
七、投资策略	20

图 表 目 录

图 1 CDS 报价表明欧洲债务国违约风险居高不下.....	4
图 2 希腊等欧洲债务国长期债务评级一再被调降	4
图 3 意大利国债收益率小幅上升	4
图 4 希腊国债收益率跳涨	4
图 5 欧洲经济增长快速下滑	5
图 6 多数发达国家失业率居高不下	5
图 7 避险情绪升温，美元、美债走高	5
图 8 信用利差及股市不确定性增加	5
图 9 基本金属价格重挫，铜价跌幅近 25%.....	6
图 10 金属库存并未大幅增长	6
图 11 黄金 3 季度表现最为突出	6
图 12 9 月，投机头寸获利了结打压黄金价格	6
图 13 黄金价格与黄金 ETF 持仓量	7
图 14 金银比价上升到 50 之上	7
图 15 美元攀升是 9 月黄金下挫的主因	7
图 16 避险引发黄金价格的 8 月攻势	7
图 17 多数金属自 6 月以来，价格走弱	8
图 18 稀土价格自 6 月以来下挫 20%以上	8
图 19 中重稀土回落幅度最大	8

图 20 轻稀土下跌约 20%.....	8
图 21 锑价自 6 月未来维持升势	8
图 22 锆价保持稳定	8
图 23 钨精矿价格稳步攀升	8
图 24 镁钛价格略有下滑	8
图 25 国内铜期现价差走高	9
图 26 国内铝期现价差上升	9
图 27 LME03 价差均有走弱.....	9
图 28 LME3-15 溢价自 6 月来走弱	9
图 29 LME 亚洲注销仓单猛增.....	10
图 30 LME 铜亚洲库存呈降低态势.....	10
图 31 国内外铝价差逐步提高	10
图 32 国内外铜价差转正	10
图 33 精炼铜进口回升至年内新高	11
图 34 铝相关材料进口略有回落	11
图 35 8 月国内精炼铜产量创新高，同比增长 29%	11
图 36 随着比价回升，铜铝材出口量急降	11
图 37 欧日 PMI 回落至 50 以下，中美略有回升	12
图 38 9 月中国 PMI 回升至 51.2	12
图 39 各国都面临着一定的通胀压力	13
图 40 发达国家面临较高的债务压力	13
图 41 8 月国内 CPI 略有回落，但仍处高位	15
图 42 货币供应增速向个位数逼近	15
图 43 美国房地产市场仍深陷低迷	16
图 44 欧洲工业景气回落、美国略好	16
图 45 中国房地产开发投资仍较高	16
图 46 固定资产投资增速放缓，电力投资尤甚	16
图 47 电力设备产量实现增长	17
图 48 汽车、空调等消费品增长较为稳定	17
图 49 全球铜需求增长乏力	17
图 50 镍需求强劲，但铅、锡需求回落	17
图 51 粗炼铜供应增长约在 2% 左右	18
图 52 镍等金属产量增速较快	18
 表 1 基本金属价格展望	 18
表 2 有色新材料涉及领域及主要公司	19
表 3 主要上市公司估值简表	21

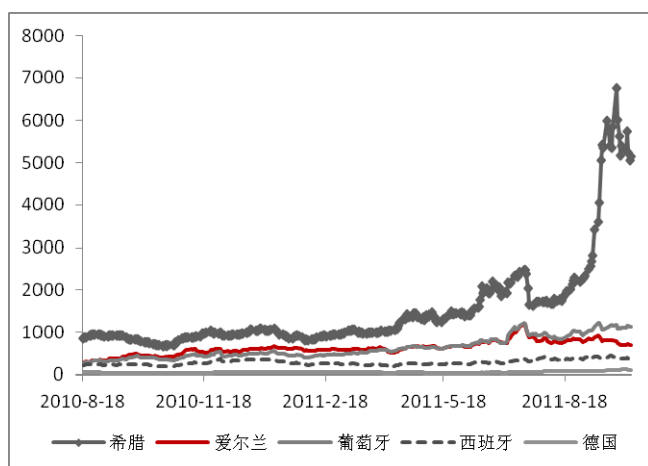
一、世界经济步履维艰，金融风险激增，有色金属价格急挫

（一）经济形势恶化，避险主导市场

进入到 3 季度，特别是自 8 月初以来，全球经济形势急转直下，金融市场也一直承受着风险事件的冲击。风险事件的脉络主要有三条：

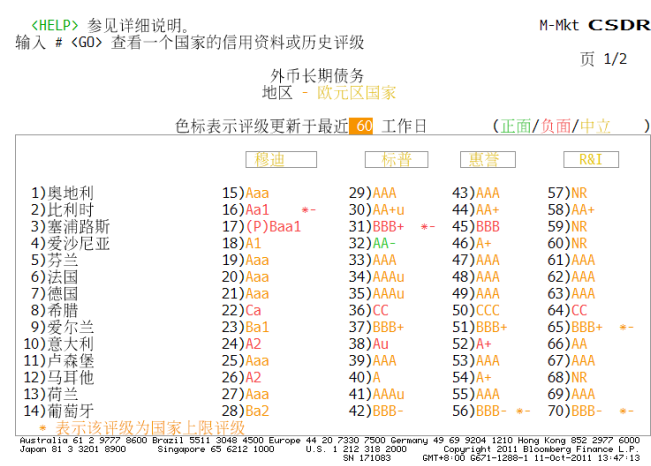
第一，欧洲主权债务危机持续恶化，信用风险一再发酵，并迅速蔓延到欧洲银行与金融业。一方面，欧洲主要赤字国家，欧猪五国，并没有拿出切实有效的措施来削减赤字，控制债务规模的扩大，而欧洲的核心国，德法等国，在国内政局压力之下，并没有出台强有力的债务风险解决措施，也没有严格、快速执行此前达成的救助协议，致使解决与控制债务危机的机遇一再延误。面对僵局，市场人士纷纷逃离欧猪五国国债市场，其二级市场收益率不断攀升，信用评级也一再调降，金融市场违约的风险一再推高。与此同时，在希腊债务违约几乎被市场人士视为定局，其他国债资产质量也呈下降趋势的情况下，欧美银行信用遭遇考验，希腊等国可能债务违约给欧洲大银行金融机构资产形成冲击，并可能导致银行业的危机，在此担忧之下，意、法等国多家商业银行的信用评级成为评级机构降级的重灾区，银行业风险一触即发。

图 1 CDS 报价表明欧洲债务国违约风险居高不下



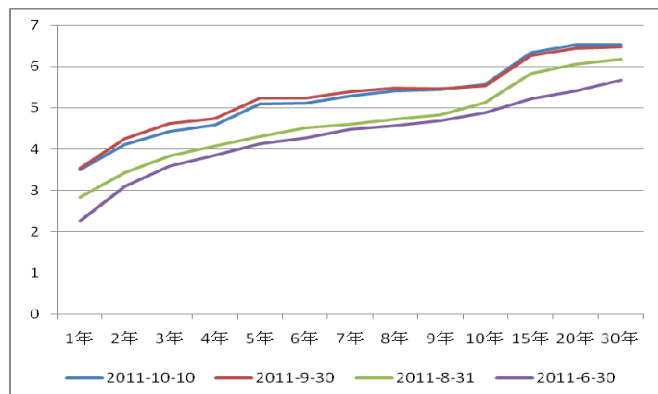
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 2 希腊等欧洲债务国长期债务评级一再被调降



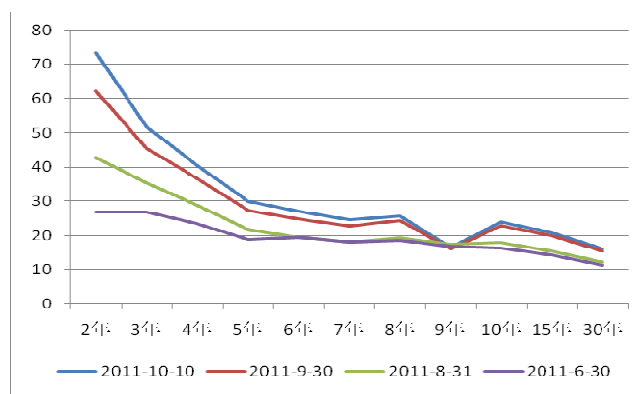
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 3 意大利国债收益率小幅上升



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

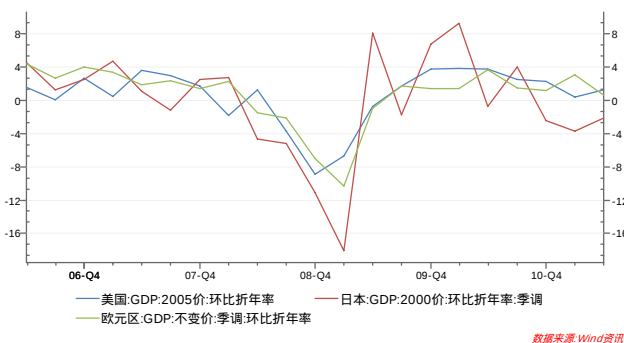
图 4 希腊国债收益率跳涨



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

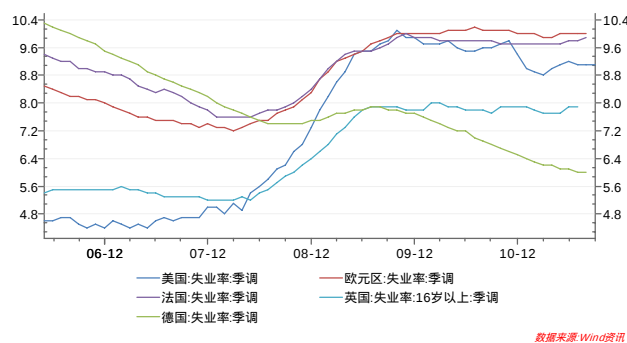
第二，经济增长前景恶化。自今年年初以来，2009 年的救市政策效应不断减退，而世界经济增长的原动力仍然不足，但多数国家政府在债务压力之下，对经济增长的放缓并无太多举措，甚至不得不要大幅收紧政府支出，增加税收，以削减财政赤字。经济增长也承受了更重的负担。在此环境之下，主要国家的经济增长不断放慢，前景也日趋恶化。尤其是欧洲国家，在第二季度经济增速下滑较大，增长乏力之势显露无遗。同时，发达国家的失业率状况也毫无进展，美国欧洲失业率都处高位，与 2008 年危机前水平相去甚远，在一些国家如法国和英国，失业率则还有走升之势。

图 5 欧洲经济增长快速下滑



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

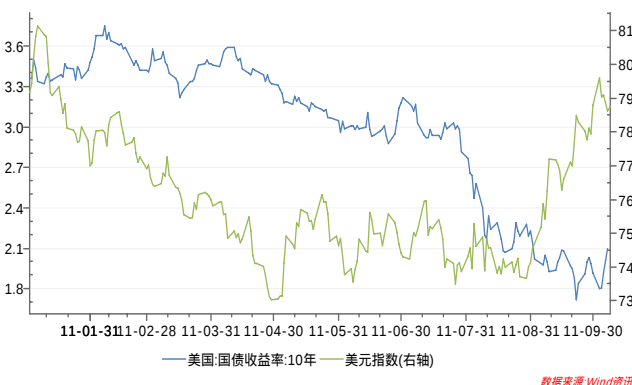
图 6 多数发达国家失业率居高不下



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

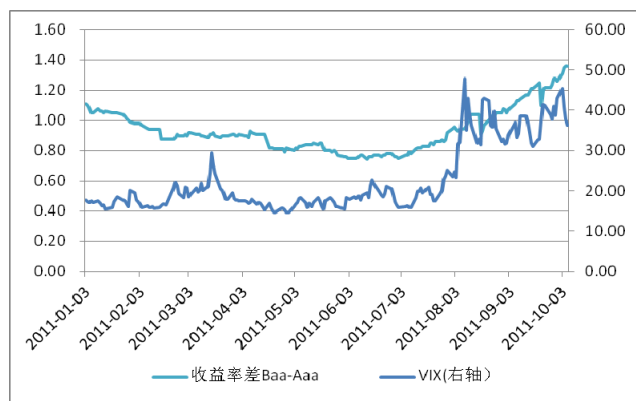
第三，避险情绪高涨。面临主权债务风险阴霾不散，金融体系风险激增，市场与经济前景不确定性提升的局面，投资者纷纷退出风险资产市场，投入到美元、高等级国债等市场寻求避险，美元指数大涨，美国国债收益率也一再走低。反映市场情绪的 VIX 指标自 7 月份以来就在高位徘徊，而反映信用风险程度的 Baa 与 Aaa 级公司债券信用利差也呈抬升之势。

图 7 避险情绪升温，美元、美债走高



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 8 信用利差及股市不确定性增加

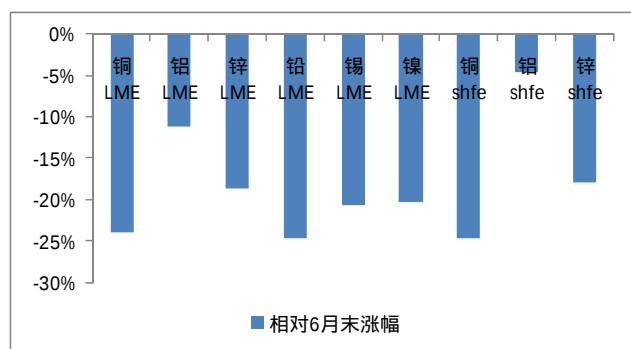


资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

（二）基本金属价格急挫 库存状况未现恶化

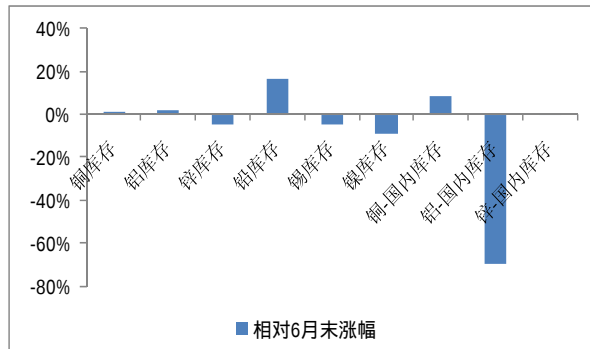
在经济前景恶化，金融风险激增的背景下，大宗商品遭受多重沉重打击。一来经济前景恶化，引发市场对大宗商品未来需求的担忧，二来避险需求推升美元，并使投资者抛售风险资产，对商品价格也形成打压。双杀之下，大宗商品价格在 9 月份暴跌。与今年 6 月末相比，铜铅锡等金属价格下跌了 20% 多，LME 铝在成本的支撑之下，跌幅最小，但也在 10% 之上。

图 9 基本金属价格重挫，铜价跌幅近 25%



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 10 金属库存并未大幅增长



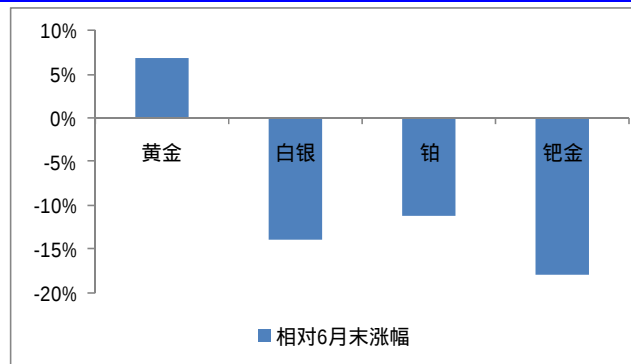
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

不过在库存方面，需求减少的态势还没有显现出来，除 LME 铅库存增长 20%之外，其他品种的国内外库存并没有显示出大幅增加的势头，国内铝的库存甚至大幅减少了 60% 多。

（三）贵金属价格亦受重创

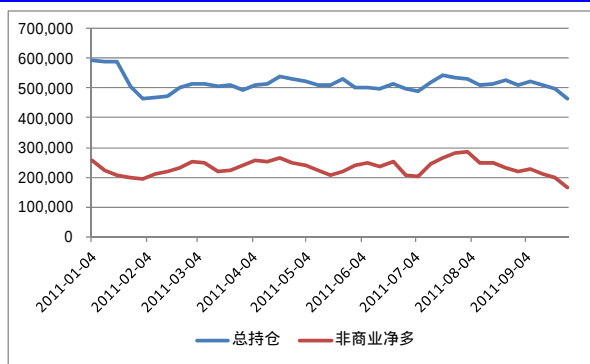
与基本金属相比，贵金属价格还算比较幸运，自 6 月末以来，在避险需求的推动之下，黄金价格走出一波快速上扬的行情，并创出了新高。但是到了 9 月中下旬，随着欧洲金融体系风险担忧的加剧，及美元指数的快速反弹，贵金属价格也承受了回调的压力。总体而言，黄金仍然是第三季度表现最好的金属品种之一，整个季度上涨了 5% 以上，但其他贵金属下跌了 10%-20%。

图 11 黄金 3 季度表现最为突出



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 12 9 月，投机头寸获利了结打压黄金价格

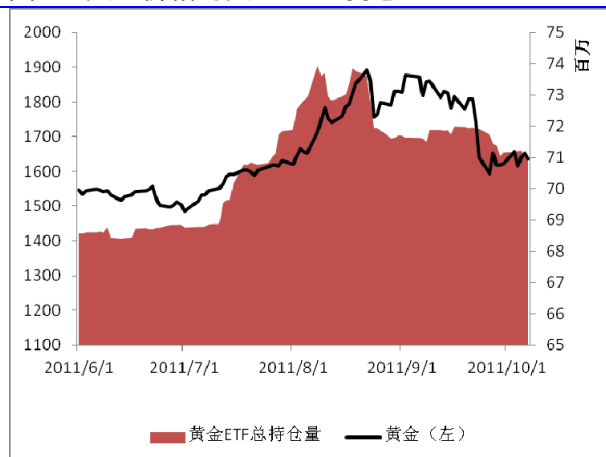


资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

观察黄金价格与 VIX 指数的关系，便可发现，在 8 月份 VIX 指数上升之初，黄金价格也受益于避险需求升温，而出现了快速的拉升，但此后，在黄金价格大幅上扬累积了大量的获利盘（黄金 ETF 的持仓量接近了 1900 吨）之后，黄金的避险能力迅速回落。此时美元指数对黄金价格的负面作用占了上风。在美元指数飙升的过程中，黄金价格受获利盘的打击而急挫。可见在极度恐慌之下，就连黄金白银也遭到投资者的抛弃，日跌幅甚至达到了 10% 以上。

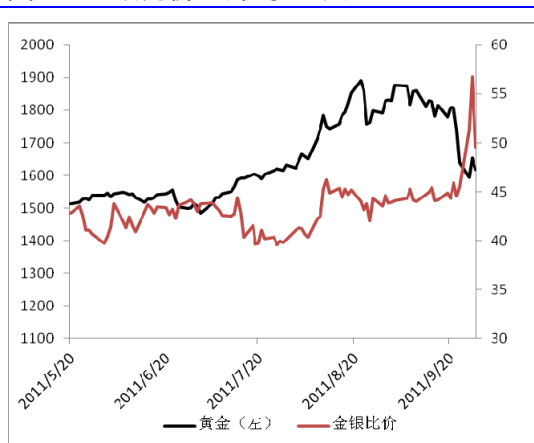
在避险需求主导之下，贵金属当中白银、钯等工业属性较高的金属在第三季度表现要弱于金属与货币属性更强的黄金。这使黄金白银比较迅速回升到了 50 以上。

图 13 黄金价格与黄金 ETF 持仓量



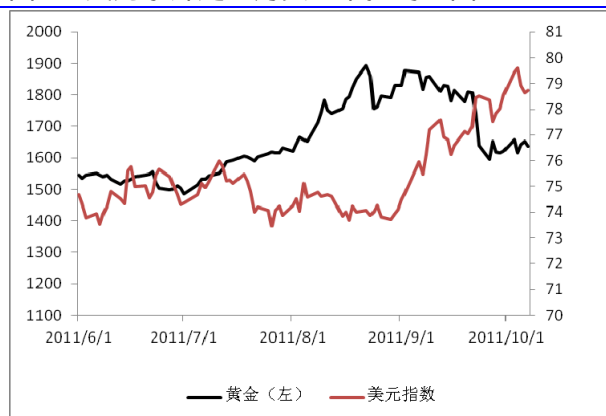
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 14 金银比价上升到 50 之上



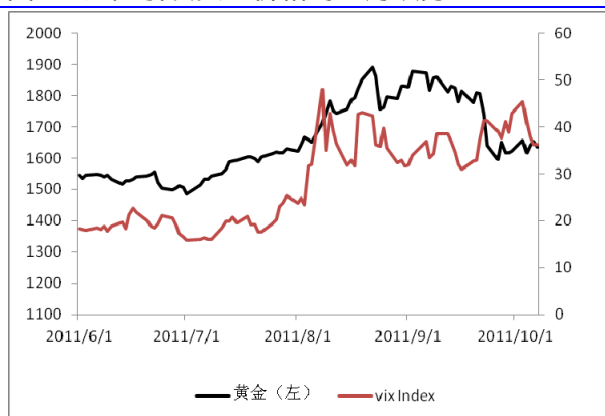
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 15 美元攀升是 9 月黄金下挫的主因



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 16 避险引发黄金价格的 8 月攻势



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

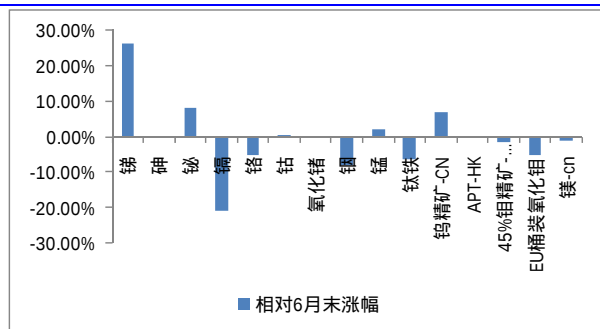
（四）小金属价格多数走软

第三季度，在整个经济环境出现增长下滑的影响之下，多数小金属价格的也出现了一些下滑，但相比去年年末，小金属价格仍然维持了平盘或是上扬的态势。从各个细分品种来看，第三季度锑、钨和锰等小金属品种出现了价格上扬，其中锑的表现要强于前两个季度，而钨和锰则延续了价格上升的势头。但其他的金属品种如钼、钛、镁等在第三季度出现了价格回落，扭转了前两季度的价格上涨趋势。

分析这些金属表现的差异，可以清楚地发现，在第三季度价格出现上扬的金属，其供应的格局多较为集中，主导公司对价格的控制力增强，同时需求也较为坚挺。例如，锑主要用于阻燃剂，需求具有刚性，但供应面上，我国是全国锑的主要供应商，而在我国锑的生产又主要分布在湖南、贵州等地，并被湖南有色和辰州矿业所牢牢控制，两个企业合计的市场份额近 60%。锰的基本面同样受到贵州等地开展锰矿整治的支撑。同样，钨也是我国具有战略优势的品种，国内市场集中度也较高。

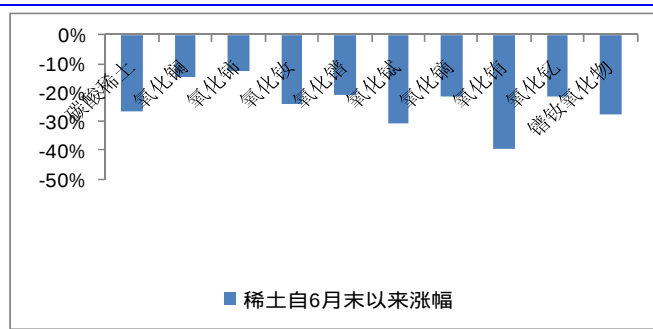
经过了上半年价格的暴涨之后，稀土价格在第三季度出现了较大幅度的回调。以氧化镨为代表的中重稀土的下跌幅度尤其显著，氧化镨下跌幅度超过了 30%。而稀土价格的标杆，氧化钕和氧化镨的价格也自 6 月末以来下跌了 20%多。

图 17 多数金属自 6 月未来，价格走弱



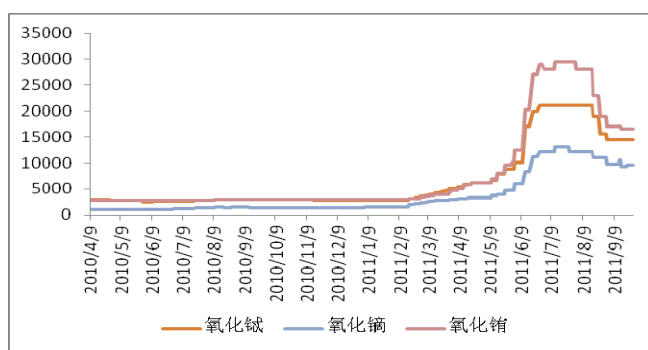
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 18 稀土价格自 6 月末以来下挫 20% 以上



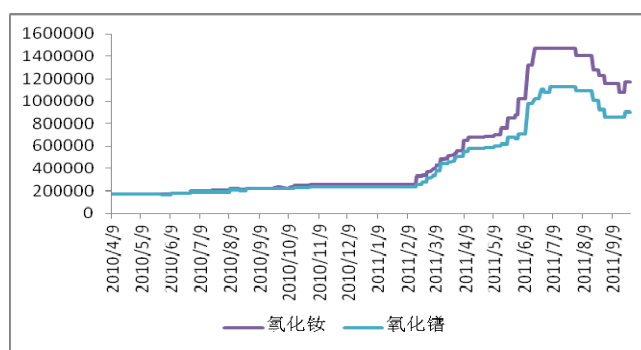
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 19 中重稀土回落幅度最大



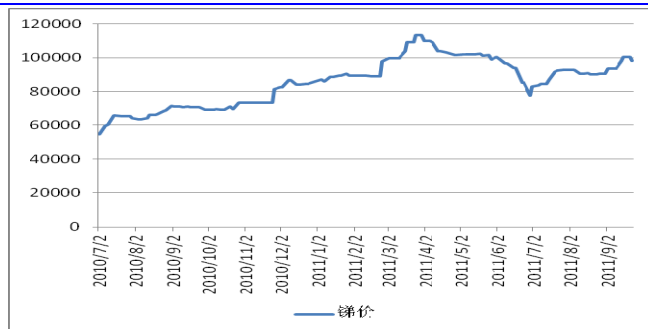
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 20 轻稀土下跌约 20%



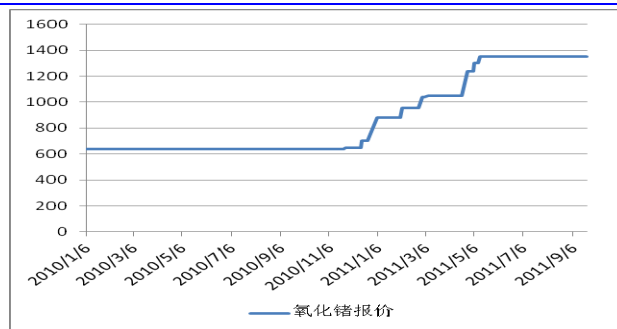
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 21 锑价自 6 月末未来维持升势



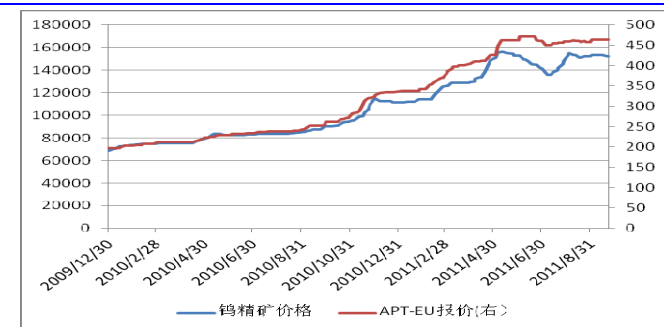
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 22 锗价保持稳定



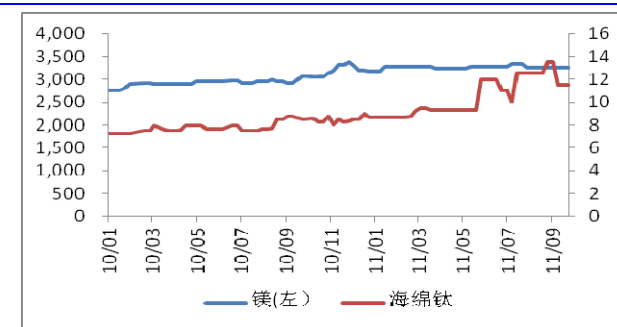
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 23 钨精矿价格稳步攀升



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 24 镁钛价格略有下滑



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

二、海外基本金属需求受冲击、国内消费未受影响

（一）国内现货趋紧，进口套利窗口开启

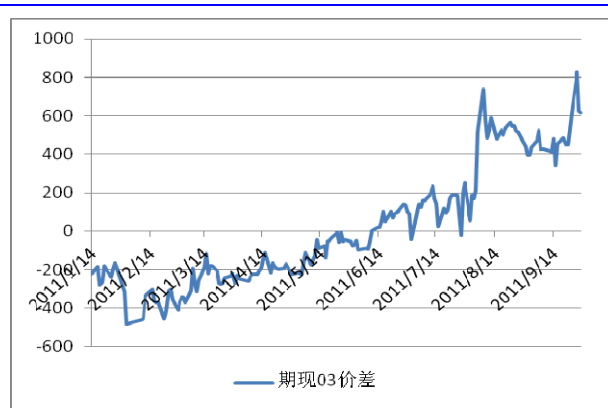
实物需求数据显示，大宗商品的需求并没有出现快速萎缩的势头。从国内的铜铝期现价差来看，铜铝现货升水的态势并没有因为金属价格的大幅下跌而有所变化，升水幅度呈稳步提升的趋势。这就表明，在金属价格的下挫过程中，金属的需求并没有出现实质性的衰减。

图 25 国内铜期现价差走高



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

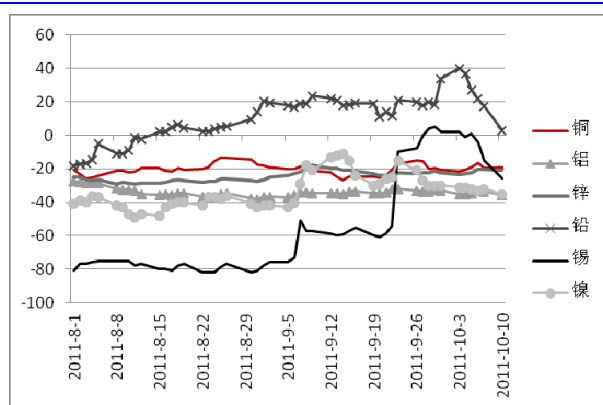
图 26 国内铝期现价差上升



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

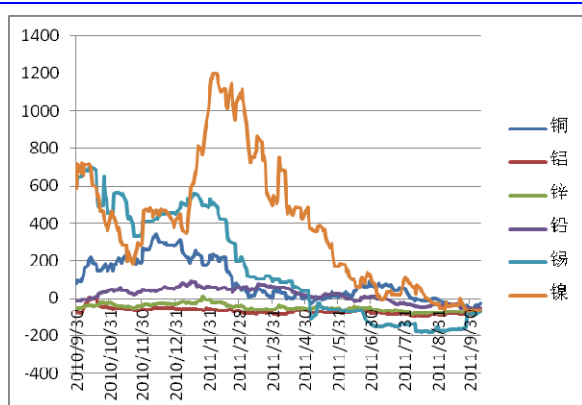
但海外市场则有着很大的不同，LME 市场的现货与 3 个月期货的价差多为负，即现货是贴水的，其价格要低于 3 个月期货价格。在 9 月末以来，这种贴水的局面甚至得到了进一步的强化，多数商品的价差进一步走低。这里特别说明的是锡的价差变动反映了印尼自 10 月 1 日开始禁止锡出口所引发的现货紧张态势。这表明，经济恶化，金融体系风险的增长，已经开始影响海外市场的大宗商品需求，并损及海外市场对大宗商品现货的需求。而 LME3 个月与 15 个月的期货价差，更反映了这种趋势，自 2011 年 6 月末以来，3 个月和 15 个月期货价格价差一直呈减小的趋势。

图 27LME03 价差均有走弱



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

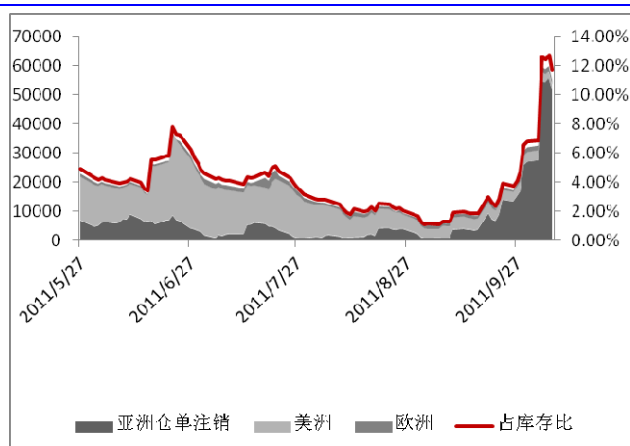
图 28LME3-15 溢价自 6 月来走弱



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

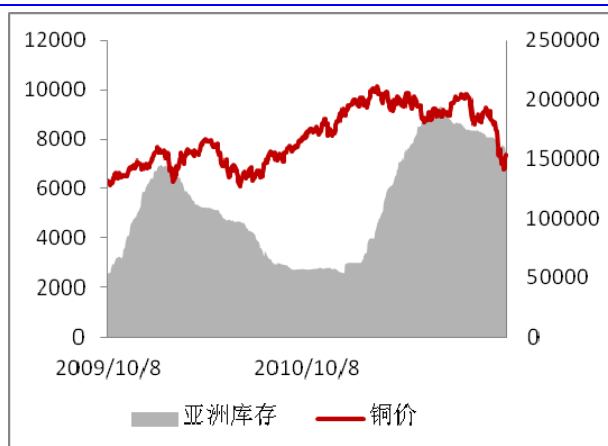
由此可见，目前，此次风险事件对基本金属市场的影响，主要是对海外市场的金属需求产生了冲击，但国内市场则与其形成了显明的对比，3 季度风险事件频发并没有影响到国内市场的需求。

图 29 LME 亚洲注销仓单猛增



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

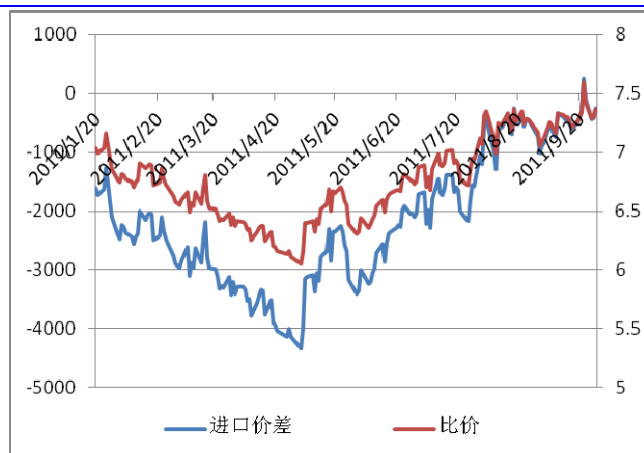
图 30 LME 铜亚洲库存呈降低态势



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

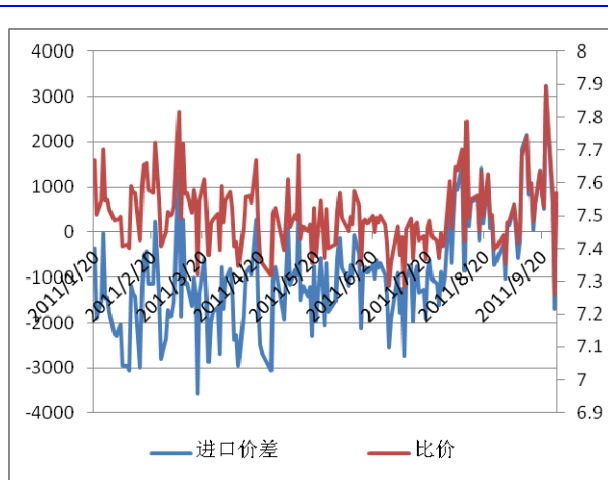
在国内外市场差别鲜明的供需基本面影响下，国内外价差向有利于国内进口的方向变动。铜和铝的国内外价差，都从负价差向正价差靠拢，目前都已经位于正价差的水平。国内外套利窗口保持开启。数据显示，LME 铜亚洲库存已经开始呈降低的态势，而亚洲仓库注销仓单的数量则猛增，这些库存或仓单的变动很可能是我国铜进口所引致的，这也证明当前我国的铜消费仍然非常旺盛。

图 31 国内外铝价差逐步提高



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 32 国内外铜价差转正



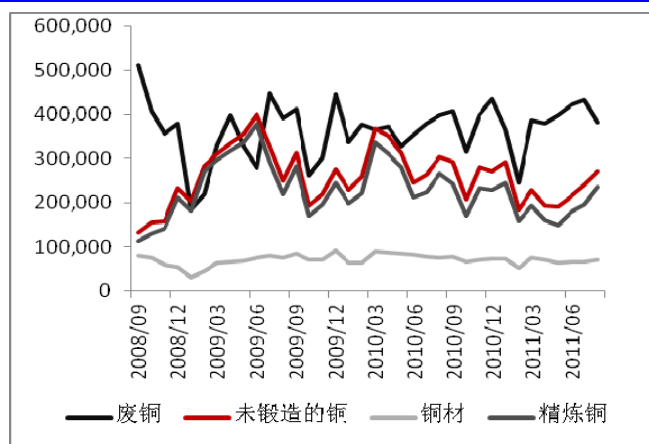
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

（二）铜进口数据回升至年内新高

基本金属进出口数据也为中国需求的强劲提供了更多的佐证。8月份，精炼铜进口数据上升到半年来新高，达到了23.55万吨，环比增长了21%。

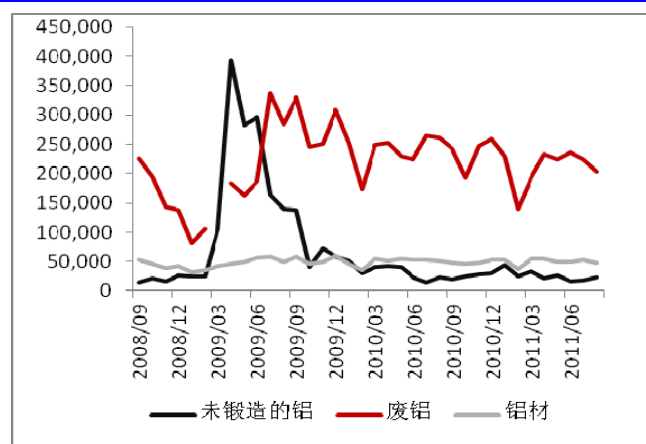
与此同时，国内精炼铜产量也处于高位，按月份计，8月国内粗炼铜产量达到了47.8万吨，同比增长了近30%。

图 33 精炼铜进口回升至年内新高



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

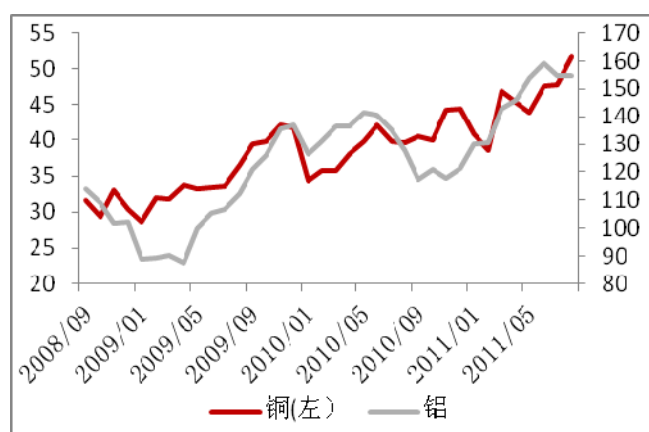
图 34 铝相关材料进口略有回落



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

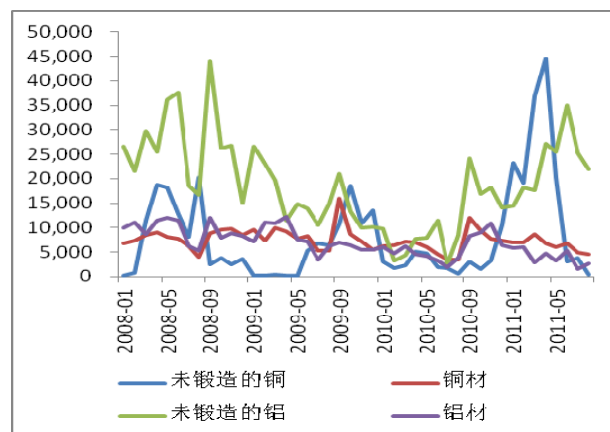
精炼铜的进口量及产量同时出现大幅的增长，而交易所库存水平变化幅度不大，表明我国铜表观消费回升，而其本质则在于经过了半年多的去库存之后，铜库存水平得到削减，随着企业向合理的库存政策回归，铜需求呈回升之势。

图 35 8 月国内精炼铜产量创新高，同比增长 29%



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 36 随着比价回升，铜铝材出口量急降



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

（三）铝、锌等金属价格接近边际成本

随着基本金属价格的急挫，铝、铅锌等基本金属品种价格纷纷接近或跌破边际成本价，例如，据统计，铝当前的市场价为 16600 元/吨左右，成本约为 17000 元/吨，锌市场价 15400 元/吨，而中国精锌的成本约为 16000 元/吨。

若此情况持续，铝、锌等小矿企将开始主动减产。产量下降将给市场提供支撑，但目前，还没有企业停产的消息。

三、宏观经济不确定性仍占上风

综观发达国家的每次经济危机，我们都能看到，在危机发生之初，政府当局对于救市毫无疑问与分歧，政策频出，力挽狂澜，恢复经济增长前景，但是在危机发生后的 3 年左右，政府当局总会面临更为严酷的局面。通常在此时，经济已走出低谷，而为救助

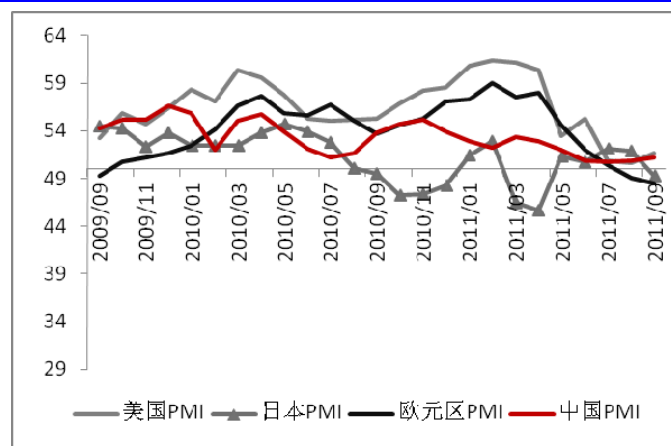
经济财政赤字激增，宽松货币政策也导致了通胀苗头崭露。政策分歧愈加明显，是继续扩大赤字，增加支出，还是控制债务规模，量入为出，保持财政的长期稳健？是继续放松货币，刺激投资，推动经济增长，还是逐步收紧货币，转向通胀控制目标及长期的经济稳定增长？需求如何从公共部门转移到私人部门，经济又如何从政府救助的体系向市场自主运营的体系转移？经济结构如何完成变革，形成核心推动力，恢复经济增长。政策分歧的空间越大，目标的一致性越弱，政策的连续性与有效性就越差，而决策也就更无效率。同时，危机各有特点，人们也无法完全借鉴历史经验来做出判断，而过早或过晚的政策转向都会对经济的稳定增长造成负面影响。这又增加了当局决策的难度。

当前的经济局面正是如此，经济增长已有所恢复，但动能越来越弱，动力不足；通胀已经有所抬头，甚至在一些国家已经较为严重，债务压力持续上升；发达国家决策当局，分歧增加。

（一）发达国家经济增长动能趋弱

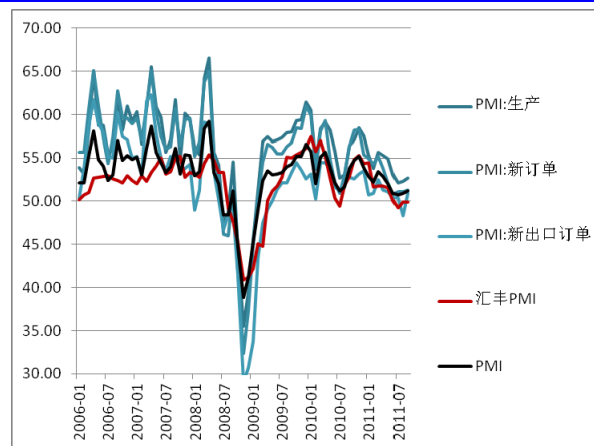
自 3 季度以来，面对经济增长乏力的局面，各大经济组织或政策当局纷纷调低世界经济增长前景。IMF 在 9 月 20 日发布的 2011 年下半年《世界经济展望》报告，将今、明两年的全球经济增长预测分别由 4.3%和 4.5%下调至 4.0%。报告指出，中国等新兴经济体将继续保持较为强劲的经济增势，但也调低了新兴经济体的增速，如中国今明两年经济增速比 6 月份预测分别下降 0.1 和 0.5 个百分点，降至 9.5%和 9.0%；印度今明两年的经济增速降至 7.8%和 7.5%，比 6 月份预测分别下降 0.4 和 0.3 个百分点。同时预计 2011 年美国的经济仅增长 1.5%，下调幅度达 1%。而 9 月份召开美联储货币政策会议，更是称“经济前景的下滑风险很大。”

图 37 欧日 PMI 回落至 50 以下，中美略有回升



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 38 9 月中国 PMI 回升至 51.2



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

与此同时，近期公布的先行指标数据，也预示了经济前景的不断恶化，9 月制造业 PMI 数据显示，日本及欧元区的 PMI 都继续下滑，并跌落到 50 以下，表明经济处于收缩阶段。虽然美国和中国的 PMI 指数小幅回升，并在 50 的上方，但其力度也略显不足。

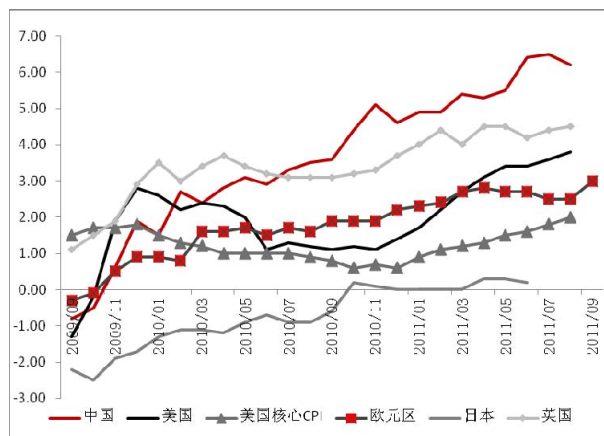
更令人担忧的是，各国政府深受赤字与债务束缚，继续采用积极政策的救市能力有限，而且由于政治分歧严重，美国政策走向具有高度不确定性。政策博弈压力重重。

（二）通胀与政府债务困扰政策导向

与世界主要国家的经济增长乏力形成对比，通货膨胀的上升势头却非常强劲，在全

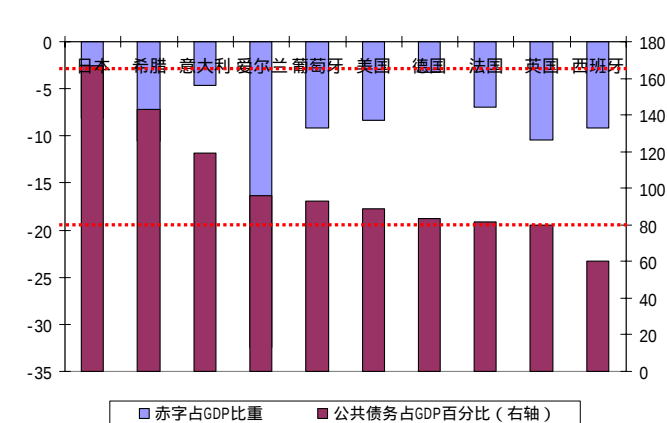
球积极的救市政策和超宽松的货币政策的刺激之下，通货膨胀快速上扬，并逐步成为掣肘各国政策的一个关键因素。欧元区的通货膨胀在 9 月份已经达到了 3%，已经超过了欧洲银行可容忍的范围，而美国的核心 CPI 同比上扬的幅度也在 8 月份接近控制目标的 2%，而 CPI 更是达到了 3.80%。英国面临的局面则更为严峻，CPI 同比涨幅已经在 4% 以下徘徊数月，8 月份已经达到了 4.5%。

图 39 各国都面临着一定的通胀压力



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 40 发达国家面临较高的债务压力



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

目前，多数央行对通货膨胀的走势还持相比乐观的态度，例如美联储则认为，随着能源和其他商品价格攀升所造成的影响消退，通胀将放缓至符合或低于委员会的目标水平。而欧洲央行及英格兰银行也将重心放在了对经济增长的刺激方面，对通胀有更高的容忍度，英格兰银行更是推出了第二轮 750 亿英镑的量化宽松政策。

但未来是否会如央行所预期的呢？对此，我们持怀疑态度。如果发达国家经济要恢复增长就需要依赖消费支出的增加，而这同样会推动通胀，同时，人民币升值也将推升这些进口国的商品价格。相信通胀仍将是政策当局在决策时不得不考虑的一个因素。

在 2009 年以来的全球政府大规模救市之后，发达国家的财政赤字迅速扩大，本已债务缠身的西欧国家在高压之下，偿债能力恶化，而德法及英美的财务压力也日渐增加，截至 2010 年，希腊、意大利、爱尔兰等国的债务规模已经远超 80% 的国际警戒线水平。而大部分发达国家当年的财政赤字占 GDP 的比重，也要远高于 3%。市场对于高债务国的偿债能力的担忧不断提升，最终导致了部分债务国家收益率的急升和违约风险的提高。

在财务及市场压力之下，政府对于应如何协调财务赤字及经济增长的分歧逐步显现，高债务国被迫牺牲经济增长，严控赤字；美国也围绕债务规模上限及长期赤字控制进行了争议，市场影响重大。可见债务规模正成为制衡经济增长和政策的又一重大因素。

（三）政策回应力度弱，不确定性仍占上风

从前面的分析，可以得出这样的一个结论，在 3 季度的此次大宗商品急挫过程中，最为核心的影响因素，是宏观经济下滑预期与金融风险增长，而在实物层面上，下滑预期和风险因素也对海外市场形成了一定的冲击，但在中国，基本金属的消费需求并没有在此过程中出现快速的回落，旺盛势头依旧，因此，我们认为左右金属市场下一步发展的关键因素，是全球执政当局在债务与通胀的约束下，如何对这些担忧与不确定性做出回应，具体来说，我们认为以下几个方面将是重要的关注点，一是欧洲国家乃至全球

各国如果同心协力度过主权债务危机难关，及时控制信用风险向金融体系传播。二是美国政府与议会如何在债务与经济增长之间形成妥协，货币政策如何更有效地推动美国经济增长。三是，中国对经济下滑的容忍度及政策的调整节奏。

第一，欧债危机仍悬而未决。希腊政府确认 2011 年、2012 年，财政赤字将超出预算，其中，2011 年财政赤字占国内生产总值的比例将达到 8.5%，高于原定 7.6% 的目标；估计 2012 年希腊财政赤字占国内生产总值的比例为 6.8%，也高于原定 6.5% 的目标。希腊能否如期获得第六笔总额 80 亿欧元的救援贷款仍是未知数。这又可能再度引发市场焦虑情绪。同时，意大利、西班牙等国的信用评级也已经开始遭遇调降。信用风险传染的可能性仍非常大。

不过，欧债危机及金融体系风险的解决正朝积极的方向演进。德法确认，希腊将坚决留在欧元区；全球央行的流动性注入政策；G20 承诺稳定市场；德法准备对资本力量疲弱的银行进行资本重整，EFSF 可以作为银行业资本重组的最后保障。欧洲金融稳定基金扩容也已经获得了德国等大多数欧元区国家议会的批准；欧元区共同债券也正在提上议程。

欧元区的核心国能否顾全大局，狠下心来解决欧债危机，建立欧元区财政的长效稳定机制，并着力于切断信用风险向其他国家及金融体系传播，以及全球各国特别是金砖国家能否伸给援助之手，将左右市场。

第二，美国政局混乱，博弈中，政策不确定性显著。在美国，两党在议会中就债务规模、增加就业法案及增加税收法案等争执不休，核心的问题仍是，权衡债务控制与经济增长。政治博弈当局，能否达成一致，协调政策目标，降低政策博弈的不确定性和效率损失。这对于稳定市场对美国经济前景的预期有很高的价值。

美联储的货币政策对世界经济也将形成重大影响。在 9 月份的货币政策会议当中，美联储出台了被称为“扭曲操作”的售短债、购长债的政策举措，伯南克指出，扭曲操作的执行相当于美联储降低了 50 个基点。但市场普遍对该政策没有信心。扭曲操作的政策效果还要等时间的检验。接下来，美国是否还有有效的启动信贷和投资的更有效的政策呢？QE3 是否会成为伯南克不得不寻求的救市举措呢？

第三，在国内，最为关键的因素在于货币政策何时放松，信用风险能否得到控制及地方政府的融资问题。

货币政策的转向，还需依赖于通胀的明显改善和政府对于经济下滑的容忍度。自 2009 年末以来我国的货币供应量就呈回落之势，目前 M1 和 M2 的同比增速已经下滑至 11.20% 和 13.50%，同时国内的 CPI 在 7 月达到了这一轮的新高之后，已经回落至 8 月份的 6.2%。总体上，通胀仍处于高位。在经济转型时期，中央政府对经济下滑有一定的容忍度，目前，还没有达到政府需要改变政策的地步。

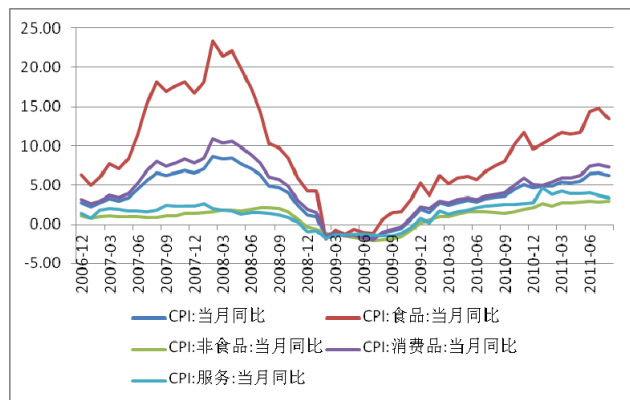
信用风险不是一个重大问题。市场对于国内信用风险的担忧主要体现在对于银行业的不良资产及地方民间借贷的信用违约。我们不担心银行业的资产风险，因为，国内银行的再融资问题不大。民间信用的风险，如果能有效地获得银行信用的支持，就不会出现大的问题。目前，温总理对温州的考察，及温州向央行的申请金融稳定贷款等一系列政策举措表明，政府正在对民间信用风险做出反应。

地方发债增强经济增长动力。地方发债的试点与制度变迁将对地方政府的融资能力

有着重要的作用，在房地产市场低迷，地方政府收入锐减，财政压力激增的情况下，保障地方政府的财政能力，对于发挥地方政府促进经济发展的作用意义重大。因此，地方发债试点及随后的制度保障，可能会给地方政府的财政来源注入新的血液。

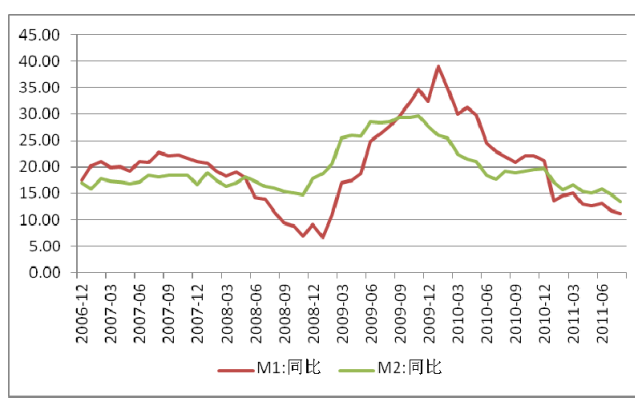
总之，目前国内经济仍在中央的掌握之中，但经济回落的趋势无法改变。货币政策的转向还需等待，我们预测时间可能在 M1 达到个数，而 CPI 回落至 5% 左右时，才可能会出现。

图 41 8 月国内 CPI 略有回落，但仍处高位



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 42 货币供应增速向个位数逼近



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

（四）不确定的经济环境当中，美元仍受青睐

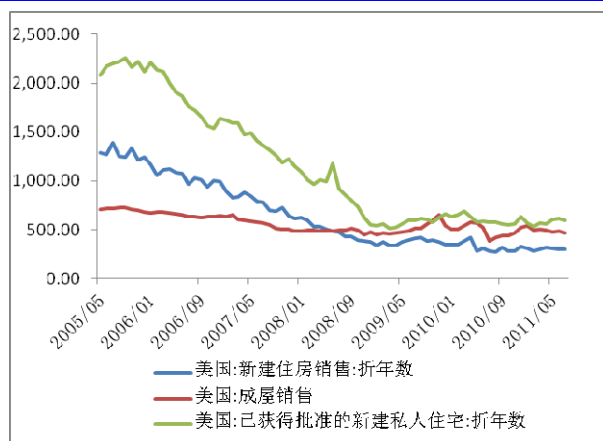
面临极度不确定的世界经济与金融形势，美元仍将受到市场的青睐。首先，从避险情绪的演进来讲，在接下的第四季度，全球经济要妥善解决这些不确定性还有较大的约束，特别是对于经济下滑的不确定性风险，当局所面临的政策选择较少。第二，欧债危机的延续将进一步损害欧元价值，若隐若现的希腊等高赤字国的债务违约风险，将波动金融体系，并损害欧元。第三，美国经济的相对强劲，近来的 PMI 及就业数据表明，美国经济并不如预期的差，PMI 的反弹及就业的改善，增强了投资者对美国经济避免二次衰退的信心。

此外，我们也认为，美国如执行强势美元政策也有其合理的理由。首先，强势美元政策的执行，有利于美国吸纳全球流动性，流动性的回流将增强美国金融体系的实力，保障美国金融体系的资金需求，并掩盖与消化美国金融体系的风险，降低美国金融体系再融资的风险。其次，强势美元政策，吸引美元的回流，有助于美国进一步压低国债收益率，刺激国内投资。这也符合，美国出台“扭曲操作”货币政策的初衷。再次，美元流动性的回流可能会刺激银行金融体系放贷。最后，强势美元政策对出口有多少损害还很难说。目前，在当前，欧洲在债务危机的压力之下，如果资金进一步从欧洲流出，欧洲经济增长下降，企业活力也将受损，对美国出口企业的竞争可能会有所降低。而对于中国，强势美元政策并不会改变推进人民币兑美元升值的政策，甚至与之配合，对华的出口同样会有显著的好转，因而更能起到提升美国产品竞争力的作用。同时，强势美元政策也能打击非美元储备货币，捍卫美元的国际储备货币地位。

四、基本金属需求前景趋淡，调低价格预期

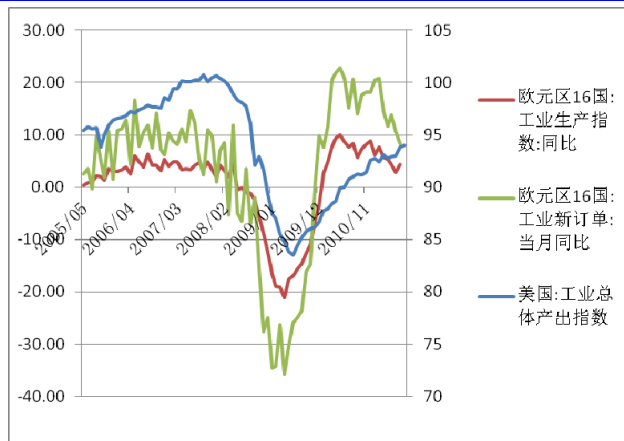
从宏观面的判断来讲，全球经济增长的动能正在减弱，虽然现在说全球经济将进入二次衰退还为时尚早，但全球经济增长增速放缓的趋势一再得到确认。在这种增速放缓的趋势当中，有色金属的需求也将慢慢受到影响。正如前文所言，库存及价差数据已经表明，海外特别是欧洲市场的有色金属需求已经受到了经济增速下滑和风险增加的影响，现货疲软的态势已经显露无疑。美国经济状况略好于欧洲，但其房地产市场依然非常低迷。

图 43 美国房地产市场仍深陷低迷



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

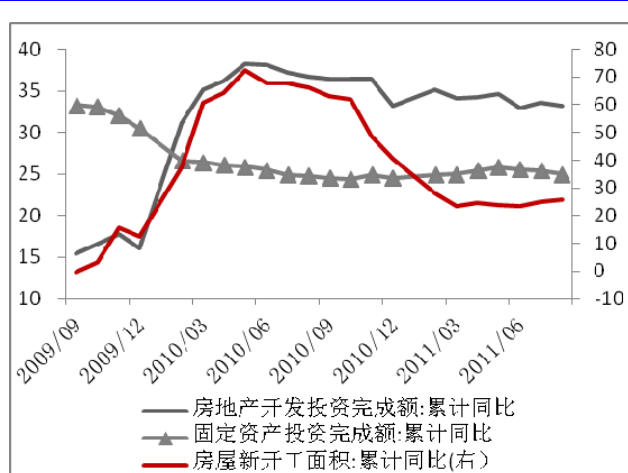
图 44 欧洲工业景气回落、美国略好



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

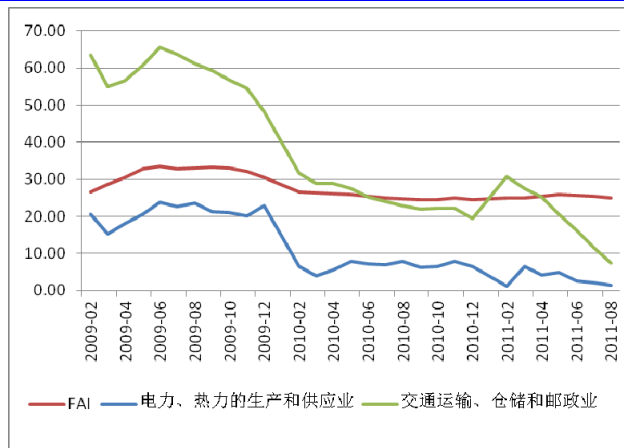
在国内，国外的经济与金融状况并没有对国内的有色需求形成冲击，铜进口数据表明，国内需求仍较旺盛，精炼铜进口数量仍在上涨趋势，同时国内市场铜、铝等价差数据均表明现货市场需求旺盛的势头仍在延续，经济下滑对于有色需求的打压作用还没有显现。但从趋势来讲，如果经济继续下行，有色金属的增长前景仍会较为黯淡。

图 45 中国房地产开发投资仍较高



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 46 固定资产投资增速放缓，电力投资尤甚



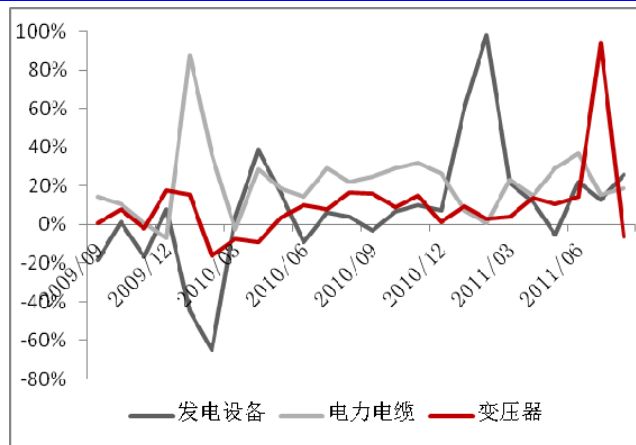
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

具体到下游各个行业来说，房地产市场仍较为活跃，房地产开发投资额的同比增速仍在 30% 之上，同时，在保障房建设进度加快推进之下，房屋新开工面积的同比增长幅度也有所回升。预计，房地产市场中商品房市场的前景，在限购、融资困难及房产税

试点在全国推行的影响，会越来越黯淡。相比之下，保障房建设作为一项政治任务，将得到地方政府的贯彻与执行，但落实的程度还要受地方政府的财务能力制约。总体来看，房地产市场的景气度会逐步下滑，但回落程度有限。

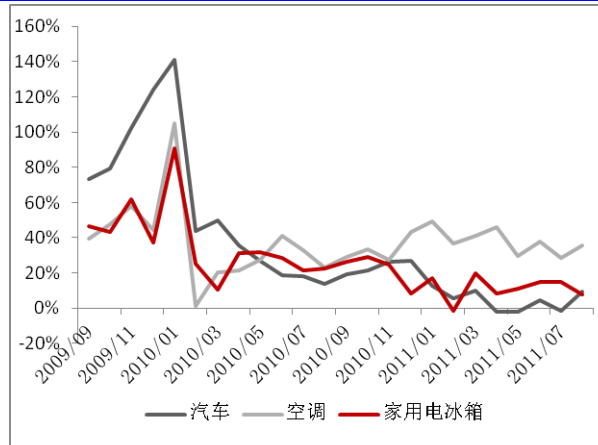
然而整个经济的固定资产投资已经显露增长疲态，全社会固定资产投资累计完成额同比增幅已经下降至 25%，而在 5 月的今年峰值为 25.8%，更为令人担忧的是，电力、势力的生产和供应业的投资增长幅度不但快速下滑，而且增长的比例也仅为 1.50%。与此同时，受到交通事故的影响，以铁路为代表的交通运输的投资也迅速下降。

图 47 电力设备产量实现增长



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 48 汽车、空调等消费品增长较为稳定



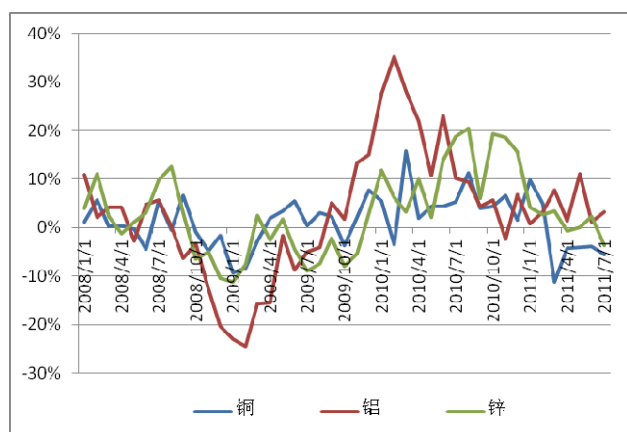
资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

目前，发电设备、电力电缆等电力产品的产量还没有出现大幅下滑，但如电力投资及铁路等交通运输业的投资继续减少，这些投资品的需求很有可能会面临下调的风险。

在有色下游行业的消费性产品方面，主要的产品如汽车、空调和家用电冰箱产品的产量还较为稳定。随着人民生活水平的提升，这部分产品的需求有望维持较快的增长，预计汽车产量全年的增速仍可达 10% 左右，家电行业的增速在 20% 左右。

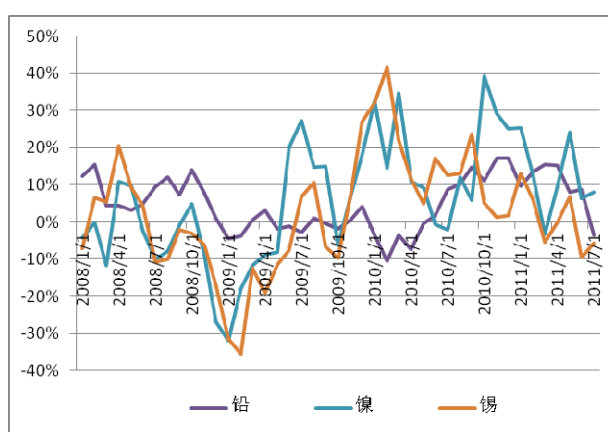
总之，我们预计从四季度开始，我国的铜等有色金属的需求将有所放缓。但总体仍将保持 6% 以上的年增幅。

图 49 全球铜需求增长乏力



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 50 镍需求强劲，但铅、锡需求回落

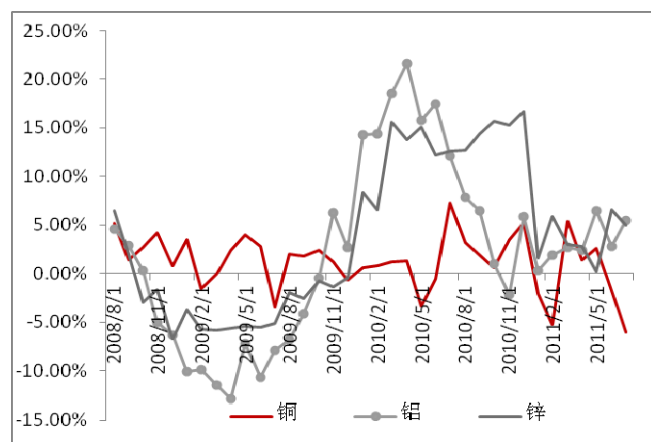


资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

综合来看，我们将调降对世界有色金属的需求的预估，与此同时，由于铜等有色品

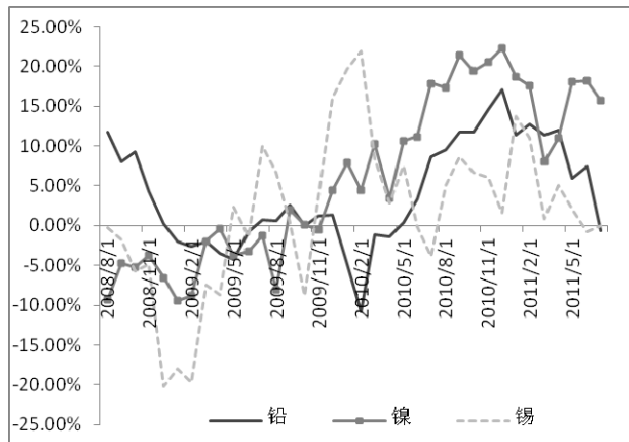
种短期供给增长仍较小，但市场预计到 2012 年，随着中小铜矿企不断投产，铜矿供应增速将超过自 2005 年以来的 0-3%，甚至将达到 5%以上。那么，明年铜供需状况将有明显的改善，趋向于均衡。

图 51 粗炼铜供应增长约在 2%左右



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

图 52 镍等金属产量增速较快



资料来源：WIND，BLOOMBERG，东北证券。

在供需更趋于均衡，而美元指数强势将得到维持的预期之下，我们下调对于铜等有色金属的价格预期。我们预计，在第四季度，LME 铜价的波动区间为 6000-8500 美元之间，预计第四季度的均价为 7800 美元左右。2012 年的铜均价则在 8400 美元左右。在第四季度，欧债危机恶化的可能，经济增速的下滑，金融风险扩散的不确定性将可能会导致有色金属再度下挫，但从当前国内的有色金属消费的状况来看，我们并不认为有色金属价格将继续下挫。对此我们看好 6000 美元对于铜价的强支撑。同时，我们也调低了其他金属品种的价格预期。需要说明的是，铝、铅锌等金属品种受到成本的支持，其下挫的空间并不是非常大。

表 1 基本金属价格展望

	铝	铜	铅	镍	锡	锌
2011Q1	2530.64	9628.63	2574.78	26927.78	29915.9	2414.37
2011Q2	2618.29	9163.37	2531.24	24191	28635.4	2270.56
2011Q3	2434.65	9022.88	2456.73	22106.33	24749.7	2253.02
10 月 10 日价	2250	7410	1996	19325	23150	1947
2011Q4E	2250	7800	2150	19600	23600	2000
2012E	2400	8400	2200	20100	25000	2100

资料来源：WIND，东北证券。

五、消费旺季、不确定性，支撑黄金价格

通常第四季度都是有黄金等贵金属的消费旺季，在历史上四季度黄金价格也多呈上扬的势头。消费旺季的来临，可能会给黄金价格带来一定的支撑。与此同时，在风险激增，市场陷入恐慌之际，黄金积累的大量投机头寸已经逃离的黄金市场，而剩余的投资者则对黄金的持有态度更为坚定。在接下来的 4 季度乃至 2012 年，全球的金属风险仍处高位，欧债危机、金融体系风险依旧困扰着全球，部分国家继续宽松的货币政策，为未

来更高的通货膨胀积累力量。在实物的消费方面，中国与印度已经成为黄金市场现货市场的积极参与者，两国通胀处于高位，投资工具又十分缺乏，黄金的保值功能将获得居民的持续认可。

央行在黄金市场上的净购买地位，也不会立即产生变化，特别是在发达国家债务问题悬而未决之际，新兴经济体对储备货币的信任度并不会发生根本性的变化。据此，我们认为在急挫之后，黄金价格的进一步下跌空间不是很大，黄金价格有望在第四季度稳步上扬，但在强势美元政策的压制之下，黄金价格要创出新高还需时日。因此，预计，黄金价格的波动区间为 1500-1850 美元之间。

六、新材料政策呼之欲出，小金属与深加工受转型青睐

自金融危机爆发以来，特别是从 2010 年开始，我国就将调整经济结构，推进经济转型作为我国经济政策的核心目标之一，在这一背景下，我国出台了《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》等一系列举措，并将节能环保产业、高端装备制造产业、新能源产业、新材料产业等七大产业作为我国经济发展的新兴战略性产业，力图通过财政、金融等多项举措将新兴战略性产业培育成支柱和主导产业。

九月中旬，工信部在哈尔滨披露了十二五新材料规划的部分内容。根据该规划，到 2015 年，我国的新材料产业总产值将由 2010 年的 6500 亿，增加至 2 万亿元，年均增长率超过 25%。规划明确将对九大材料进行重点支持，涉及到高强轻型合金材料、稀土及稀有金属功能材料等金属新材料，包括高强铝合金及高精度铝板带，镁合金板带及压铸件、钛合金材料、稀土及稀土新材料、稀有金属材料等领域。规划指出，力争在十二五末，形成 10 家产值在 150 亿和 20 家 50 亿以上的规模化新材料企业。

目前，十二五新材料规划仍还没有出台，其政策着力点及具体的政策手段，目前还无从得知，但至少一点是可以明确的，在十二五期间，政府当局将加大对新材料的扶持力度，提升新材料企业的技术能力，并为其打开快速发展的大门。在这一政策背景下，相关新材料企业面临发展机遇。

不论是在新兴战略性产业，还是新材料领域，有色金属行业都是重要的基础性行业，甚至于一些子行业本身就被纳入了新兴产业和新材料政策的内涵之中，例如新材料规划将重点发展的高强轻型铝合金，镁钛合金等，因此，新兴战略产业、新材料的发展机遇也是有色金属行业的发展机遇，特别是在一些重要的材料领域，如钛合金，它们甚至制约到高端装备制造等新兴产业的发展前景。在这一发展机遇当中，传统的被视为小金属和金属深加工的一些企业将面临极大的发展空间。

表 2 有色新材料涉及领域及主要公司

领域	简介	主要公司
高强轻型合金材料	高强轻质铝合金材料 镁合金材料 钛合金材料	亚太科技、利源铝业、 云海金属、 宝钛股份、西部材料、
稀土及稀有金属功能材料	稀土类：磁材、发光材料、催化材料、储氢材料。 钨钼类硬质合金、超硬难熔材料 贵金属材料	包钢稀土、中科三环、宁波韵升、正海磁材、 银河磁体、安泰科技、太原刚玉、 厦门钨业、章源钨业、云南锗业、 贵研铂业、

	钽、铌、铍材料	东方钽业
先进电池材料	碳酸锂	天齐锂业、赣锋锂业、西藏矿业
高性能铜合金材料	铜合金材料	博威合金

资料来源：东北证券。

根据小金属价格变化的趋势，及新材料规划的前景，我们认为，在新材料类公司投资标的选择时可从以下几个点着手，第一，市场前景，即着眼于公司所处行业的未来发展前景，那些市场容量大，未来需求广的新材料品种，未来可以容纳的企业规模也大，从而可能为企业发展创造广阔空间和空间。但也要注意的，市场空间越广阔，市场关注度就越高，因此，潜在进入者就可能越多，从而会导致市场的分割。第二，企业资源，该视角着眼于挖掘公司本身所具有的资源与能力，如其人才储备、技术条件（新材料企业之间的竞争说到底还是技术与人才之间的竞争，能率先完成研发，实现产业化的企业将引领市场），自然资源条件（新材料也需要依赖于上游资源的支持，特别是在一些存在资源瓶颈的材料领域，拥有自然资源的保障，企业才不会受制于上游），客户资源与渠道等，我们倾向于关注那些拥有自身独有资源，如独特的人才储备，突出的技术研发实力，丰富的生产经验，及上游自然资源储备丰富的企业；第三，行业竞争环境，也即新材料企业所面临的外部竞争的强弱，如新材料细分行业中的企业数量，规模分布和竞争力的强弱分布。

根据这些选择视角，我们认为硬质合金材料及上游钨钼行业，钽铌子行业，高强轻型合金行业等具有较好的发展前景，这些领域中具备优势资源的企业有较大的发展空间。如硬质合金材料及上游钨钼行业是我国具有战略优势的资源品种，行业竞争格局良好，市场集中度高，国内话语权高，而以厦门钨业为代表的一系列企业的技术水平也在不断进步，更重要的是国内外行业需求的对比显示，我国钨及硬质合金业仍有非常大的产品升级空间。钽铌子行业，虽然是一个小行业，但其全球竞争格局已成寡头竞争之势，企业数量与规模分布能使核心企业获益，同时，在这一领域我国企业也具有了较强的技术实力，而钽铌等新材料的开发，将推动超导、电子信息材料的技术进步，未来需求的空间也较大。高强轻型合金材料，作为可大量使用的基础原材料，在汽车、轨道交通和高铁、航空航天等领域具有较高的需求前景，同时国内企业也有较多的技术积累，行业中具有技术优势的企业，可能会在技术上实现突破及成功的产业化。

七、投资策略

综上，我们认为目前的国内外经济格局仍较为微妙，概括起来有以下几个特点，一是海外经济不确定性仍占上风，经济增速下滑渐成定局，经济衰退风险增加；二是信用风险盛行，欧债危机阴魂不散，并不时恶化，侵蚀欧洲银行金融体系资产质量；三政策分歧加大，经济政策的出台更加曲折，低效，政策目标的协调性差，而政策的不确定性高。四是中国经济在政府的掌控下有序回落，通胀困扰影响货币政策的调整时机。

在微妙的宏观背景之下，有色金属的需求所受影响将逐步显现。目前，风险的增长与经济增速下滑的预期，已经影响到海外特别是欧洲企业的有色金属需求，中国市场所受影响暂可忽略，但随着经济进一步下滑，国内有色金属的需求前景仍将趋淡，并将对价格形成不利影响。但黄金等贵金属的价格在消费旺季，可能会受到世界经济、金融不确定性居高不下的支撑，维持强势，并小幅攀升。另外，在结构调整与经济转型政策的

支持下，金属新材料及与新兴战略产业的子行业可能会面临一次发展机遇。这些子行业又主要集中于小金属与有色深加工两块。

根据上述对于宏观经济形势及有色金属行业需求与价格的展望，我们认为在接下来的第四季度，有色金属公司的股价走势并不会特别乐观，为此，给予有色金属行业“同步大市”评级，至于投资思路，可从以下几个方面着手：

- 第一，布局新材料行业，在政策重点支持，市场需求稳步扩张，技术进步与产品升级的推动之下，新材料子行业将成为投资者关注的重点方向之一。在新材料子行业当中，我们关注未来市场需求增长前景较好的，行业竞争格局有利于在位企业发展的，拥有核心资源优势的新材料公司，这些公司主要分布于钨及硬质合金领域、钽铌材料领域，重点公司包括厦门钨业、东方钽业等。
- 第二，关注高强轻型合金材料及合金新材料公司，标的选择，一是在经济下滑过程中需求较为稳定的，以消费品为主要下游产品的，产品具备良好应用远景的公司，如利源铝业、亚太科技。二是，估值较低，具有技术优势，产品线具备扩张能力的公司，如博威合金。三、技术含量高，需求前景广泛的钛合金企业，如西部材料。
- 第三，把握铜、铝等基本金属的阶段性投资机会，特别是要捕捉到金融风险警报解除、国内货币政策转向带来的投资机会。但基本金属行业要形成趋势性的投资机会，需要更为明确的政策预期和更加强劲的经济增长的支撑。相比之下，黄金可能比基本金属拥有更好的价格前景。可供选择的标的有铜陵有色、锡业股份和山东黄金。
- 第四，我们始终认为节能环保要求的提升将是我国经济政策的一大发展方向，有色资源的回收利用也将得到政策的更多倾斜，因此可关注能从环保政策及循环经济政策不断提高、准入门槛提升中受益的一些领域，如有色资源循环利用企业和再生铅冶炼行业，代表性公司有格林美和豫光金铅。

表 3 主要上市公司估值简表

代码	简称	最新 价格（元）	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB（MRQ）
			TTM	2011	2012	TTM	2011	2012	
000960.SZ	锡业股份	23.78	0.59	0.92	1.18	40.13	25.90	20.20	4.41
600547.sh	山东黄金	38.55	1.19	1.45	1.69	32.27	26.51	22.81	11.40
000630.SZ	铜陵有色	19.35	0.84	1.13	1.26	22.96	17.12	15.36	2.97
002340.SZ	格林美	22.30	0.42	0.55	0.87	53.21	40.90	25.73	4.94
601137.SH	博威合金	18.32	0.63	0.80	1.10	29.15	22.90	16.65	2.20
000962.SZ	东方钽业	20.27	0.58	0.70	0.74	34.70	28.96	27.44	5.14
600549.SH	厦门钨业	39.49	0.90	1.31	1.49	43.70	30.15	26.50	9.36
600531.SH	豫光金铅	20.37	0.81	0.72	0.90	25.19	28.29	22.63	3.19
002501.SZ	利源铝业	20.49	0.64	0.91	1.60	32.04	22.52	12.83	3.25
002540.SZ	亚太科技	18.58	0.60	0.71	1.08	30.96	26.17	17.20	1.83

资料来源：WIND，东北证券。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。