

有色金属行业

兰可

010-88092288-3302

lk@swsc.com.cn

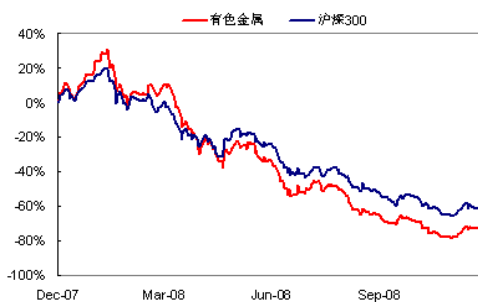
## 寻找完美产业链

——有色金属行业 2009 年投资策略报告——

2008 年 12 月 1 日

跟随大市

### 相对指数表现



### 前期研究

2008/11/03 有色金属行业：受制于期市股市两个市场，还未到买入时机

2008/05/30 有色金属行业：局部牛市依然存在

### 主要观点：

- 2009 年七大工业国无一例外经济将陷入衰退，新兴市场国家（BRICs）GDP 增速也将下滑至近年来的最低值，国内“保八”成为首要的经济目标，各国政府纷纷出台或者将要出台面对实体经济的振兴计划，但这些政策的效果显然需要时间来检验。美国、欧洲、日本、国内房地产市场和汽车销售曾经拉动金属需求的引擎都遭遇不小的困境，金属消费需求突然休克。
- 我们预计 2009 年全球主要基本金属市场都将面临过剩局面，铝、铜、锌、铅过剩量将分别达到 63 万吨、33 万吨、28 万吨和 29 万吨，分别约占当年全球消费总量的 1.5%、1.6%、2%和 3%。未来价格将在低位盘整，但较 10 月以来的恐慌情绪将大大舒缓。
- 有色金属行业天然的周期性决定了有高潮就会有低谷，对有色金属行业必须遵循顺周期投资。2009 年基本金属价格几乎都不会出现比较明显的好转，有色金属股缺乏向上的最大原动力，唯一能有的就是期待跟随国内 A 股市场整体估值水平的修正。年报披露前有色金属行业可能落后大盘，年底时可能由于经济数据的回暖将超越大盘，整体上全年将“跟随大市”。
- 完善的产业链是有色金属行业公司的核心竞争力，它决定了铝业公司的成本、决定了铜业公司能否盈利，决定了铅锌业公司盈利的大小。我们建议大家分别关注中孚实业（600595）、江西铜业（600362）和驰宏锌锗（600497），但现在还需要等待买入时机。

## 正文目录

一、全球经济困境导致金属需求休克.....	4
1.1 全球经济暗淡无光.....	4
1.2 主要金属消费领域需求休克.....	5
二、2009 年主要基本金属价格将低位徘徊 .....	8
2.1 铝市场.....	8
2.2 铜市场.....	10
2.3 铅锌市场.....	12
三、有色股还值得关注么? .....	14
四、产业链才是核心竞争力.....	17
4.1 铝业——产业链决定成本.....	17
细分行业关注：中孚实业（600595） .....	19
4.2 铜业——产业链决定了能否盈利.....	19
细分行业关注：江西铜业（600362） .....	20
4.3 铅锌——产业链决定了盈利大小.....	20
细分行业关注：驰宏锌锗（600497） .....	22

## 图表目录

表 1：IMF 对世界主要经济体 GDP 增速的预测 .....	4
表 2：全球电解铝供需平衡表 .....	9
表 3：近期宣布减产的电解铝公司及产能 .....	9
表 4：全球精炼铜供需平衡表 .....	11
表 5：近期宣布减产的铅锌业矿业公司及涉及产能 .....	14
表 6：国内主要铝业上市公司产业链发展状况 .....	18
表 7：三家主要铅锌业上市公司比较 .....	21
图 1：近 30 年来全球 GDP 增速变化 .....	5
图 2：OECD 领先指标持续下滑 .....	5
图 3：主要经济体 IP 同比持续下滑.....	5
图 4：美国住房市场继续恶化 .....	6
图 5：美国新车销量急剧下滑 .....	6
图 6：欧洲房地产市场加速恶化 .....	6

图 7: 欧洲汽车销售疲软 .....	6
图 8: 日本新房开工低于历史平均水平 .....	7
图 9: 日本汽车销售量大幅下挫 .....	7
图 10: 国内房地产状况持续恶化 .....	7
图 11: 国内汽车销售告别高增长 .....	7
图 12: 2000 年以来 LME 铝价和库存月度变化情况 .....	8
图 13: 全球及中国市场电解铝产量及增速 .....	8
图 14: 全球及中国电解铝生产成本 .....	8
图 15: 全球电解铝市场平衡状况和国内年均价 .....	8
图 16: 2000 年以来 LME 铜价及月度库存变化情况 .....	10
图 17: 全球精炼铜市场平衡状况和国内年均价 .....	10
图 18: 国内精炼铜产量和进口及增速 .....	11
图 19: 2009 年主要开工铜矿分布 .....	11
图 20: 2000 年以来 LME 锌价及月度库存变化 .....	12
图 21: 2000 年以来 LME 铅价及月度库存变化 .....	12
图 22: 国内镀锌板产量及同比增速 .....	13
图 23: 国内精炼铅净出口状况及同比增速 .....	13
图 24: 全球锌市场供应平衡状况及国内年均价 .....	13
图 25: 全球铅市场供应平衡状况及国内年均价 .....	13
图 26: 中国城市化率变化情况 .....	15
图 27: 全球主要地区人均铜消费量 .....	15
图 28: 2003 年以来 MSCI 全球主要行业指数变化情况 .....	15
图 29: 2003 年以来国内主要行业指数变化情况 .....	15
图 30: 1996 年以来自由港铜金公司股价与 LME 铜价变化 .....	15
图 31: 1990 年以来美国铝业公司股价与 LME 铝价变化 .....	15
图 32: 有色金属行业和沪深 300 指数 PE 走势变化 .....	16
图 33: 有色金属行业和沪深 300 指数 PB 走势变化 .....	16
图 34: OECDLI、LMEX、MSCIM 指数变化情况 .....	16
图 35: 全球铝业成本构成 .....	17
图 36: 全球主要电解铝生产企业产量及成本 .....	17
图 37: 电解铝生产完美产业链 .....	17
图 38: 主要电解铝公司季度毛利率与国内铝价变化 .....	18
图 39: 主要电解铝公司季度营业利润与国内铝价变化 .....	18
图 40: 主要精炼铜公司季度毛利率与国内铜价变化 .....	19
图 41: 主要精炼铜公司季度营业利润与国内铜价变化 .....	19
图 42: 国内三家铜业公司矿产量比较 .....	20
图 43: 江西铜业电解铜产量和铜精矿自给率 .....	20
图 44: 主要铅锌上市公司季度毛利率和国内锌价变化 .....	21
图 45: 主要铅锌上市公司季度营业利润和国内锌价变化 .....	21

## 我们与市场不同的观点——

- 1) 基本金属市场现在极度悲观，恐慌情绪主导了基本金属价格的形成，我们预期明年大部分基本金属的价格虽然不会出现像样的反弹，但是都有望高于 10 月以来的均价。有色金属牛市在 09 年是无法想象的，但是我们也并不怀疑有色金属牛市未来将再次光临。
- 2) 市场上有用资源 NAV 来比较矿业公司的价值，我们认为这一指标并不具有实际意义，其一国内矿业公司在储量披露方面并不完善和规范，缺乏动态监测；其二储量并不等于可开采量，不同的矿石种类和开采方式都将使资源 NAV 出现很大偏差；我们认为可以用矿产量/总股本指标来评价和比较矿业公司的价值。

## 一、全球经济困境导致金属需求休克

### 1.1 全球经济暗淡无光

2007 年开始的次贷危机最后演变成全球性的经济危机，并且蔓延到实体经济，重创全球经济，市场预期极度悲观，信心受损，股市期市短期内均大幅下挫，尽管目前各国政府纷纷出台或者将要出台面对实体经济的振兴计划，以阻止经济的持续快速下滑，但是这些政策的实施效果显然需要时间来检验。最近 IMF 也根据形势变化调整了其对全球经济增长速度的预测，他们认为 2008 年全球 GDP 增长率为 3.7%，2009 年下降至 2.2%，分别较 10 月预测值下调了 0.2 个百分点和 0.8 个百分点，此次金融危机的影响将超过近 30 年来诸如东欧剧变、亚洲金融危机、911 事件等事件对全球经济带来的负面影响，格林斯潘说的百年一遇也不是那么耸人听闻。七大工业国（G7）无一例外在 2009 年 GDP 都将陷入负增长，其中以英国最为严重，增速为-1.3%，美国和日本的增速分别为-0.7%和-0.2%；新兴市场国家（BRICs）的经济也将遭遇较大困境，IMF 预测的 GDP 增速均为近年来的最低值；相较于 IMF，国内对明年 GDP 的增速显得更为悲观，“保八”成为首要的经济目标。

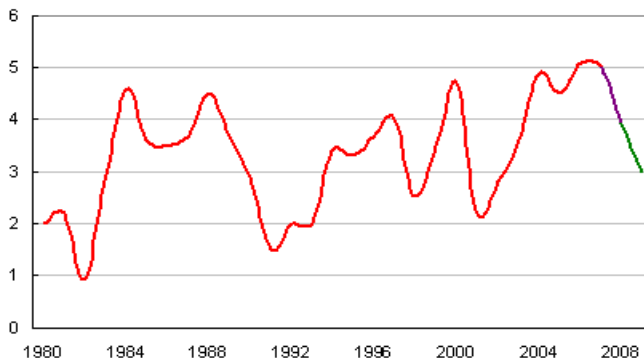
表 1：IMF 对世界主要经济体 GDP 增速的预测

	2005	2006	2007	2008f	2009f
China	10.4	11.6	11.9	9.7	8.5
India	9.1	9.8	9.3	7.8	6.3
Russia	6.4	7.4	8.1	6.8	3.5
Brazil	3.2	3.8	5.4	5.2	3.0
UK	2.1	2.8	3.0	0.8	(1.3)
US	2.9	2.8	2.0	1.4	(0.7)
Japan	1.9	2.4	2.1	0.5	(0.2)

Germany	0.8	3.0	2.5	1.7	(0.8)
---------	-----	-----	-----	-----	-------

资料来源：IMF，西南证券研发中心

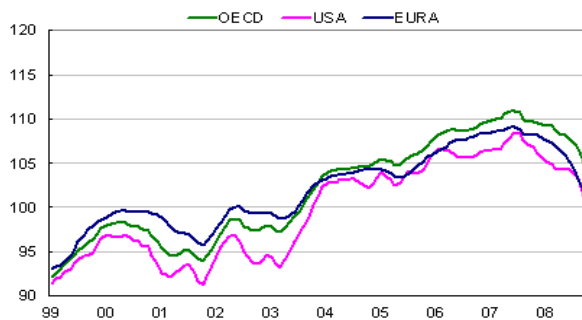
图 1：近 30 年来全球 GDP 增速变化



资料来源：IMF,西南证券研发中心

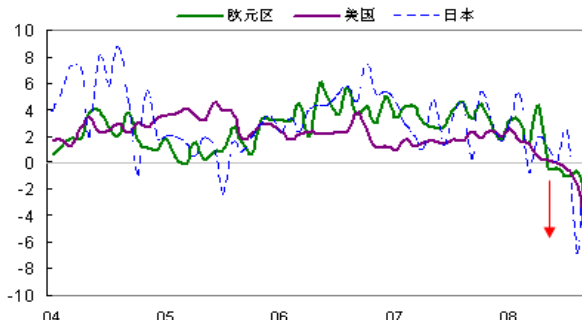
次贷危机以来 OECD 领先指标已经连续十五个月下跌，预示未来欧美发达经济体对金属需求将出现大幅萎缩。工业增加值（IP）方面，9 月美国工业增加值同比下降 5.4%，环比下降 2.8%，创 1974 年 12 月下降 3.5% 以来之最；欧元区 15 国情况也在恶化，9 月工业增加值同比下降 2.4%，已连续 5 个月下降，环比下降 1.6%；日本 9 月工业增加值尽管意外反弹，同比上升 0.2%，环比上升 1.1%，但市场人士普遍预期，未来几个月其工业增加值将不可避免地出现下滑。

图 2：OECD 领先指标持续下滑



资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

图 3：主要经济体 IP 同比持续下滑



资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

## 1.2 主要金属消费领域需求休克

美国房地产还未见底，汽车销售陷入困境。美国商务部数据显示，10 月份美国新房开工量环比下降 4.5%，经季节调整后按年率计算为 79.1 万套，创 1959 年美国政府开始统计这一数据以来的最低点。截至 10 月，美国新房开工量环比已连续 4 个月下降，而同比则连续 31 个月下跌。10 月份反映美国未来新房建造走势的新房建筑许可证发放量环比下降 12

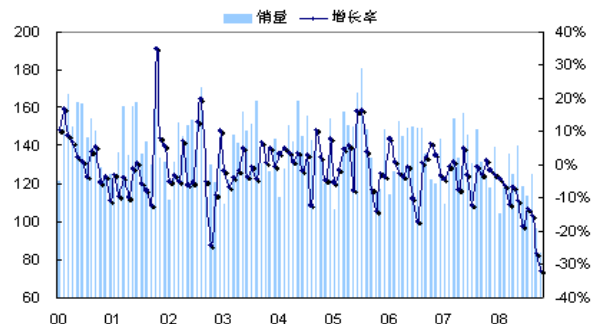
%，也创历史新低，连续 4 个月下跌，而此前的 9 月份新房建筑许可证发放量更是同比大幅下挫 37%。美国全国汽车销售商协会的数据显示，10 月份美国汽车销量仅为 83.8 万辆，同比大幅下降 32%，为 1991 年 1 月以来最低月度销量。目前陷入困境亟待救援的美国三大汽车公司通用、福特和克莱斯勒销量同比降幅则分别高达 45%、29% 和 35%。

图 4：美国住房市场继续恶化



资料来源：Bloomberg,西南证券研发中心

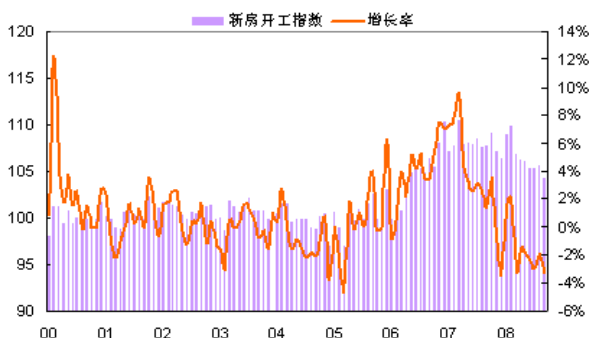
图 5：美国新车销量急剧下滑



资料来源：Bloomberg,西南证券研发中心

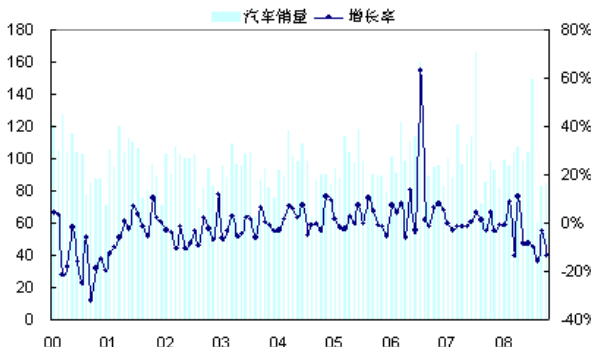
**欧洲房地产和汽车市场表现同样不佳。**欧洲房地产景气指数至 07 年 3 月起到达景气高峰后逐渐回落，至 08 年 9 月景气指数已下降至 104.2，同比下降 3.25%，这已是连续第 7 个月出现负增长。欧洲汽车制造商协会数据显示，10 月份欧洲汽车新车（包括轿车、重卡、轻卡）销售环比下降 14.5%，已连续 6 个月下跌，其中轿车销售同比下降 13.8%，连续 8 个月下跌。今年 1 至 10 月新车销售合计 1285 万辆，同比下降 5.4%。大众、标志雪铁龙、雷诺、菲亚特等欧洲主要汽车厂商 10 月份新车上牌数均出现两位数大幅下滑。

图 6：欧洲房地产市场加速恶化



资料来源：Bloomberg,西南证券研发中心

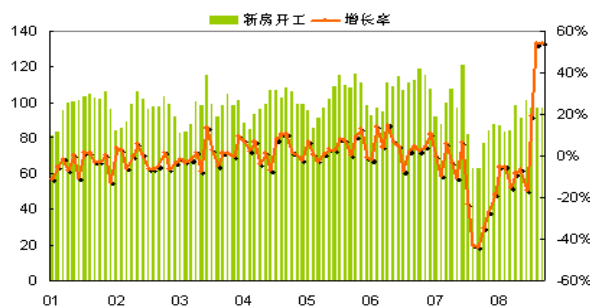
图 7：欧洲汽车销售疲软



资料来源：Bloomberg,西南证券研发中心

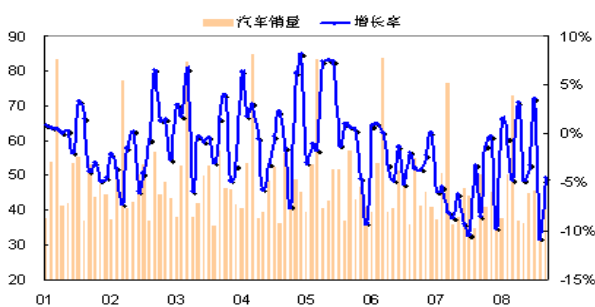
**日本房地产市场稍好，但汽车销售陷入低谷。**日本 9 月房屋开工较上年同期增加 54.2%，高于市场预估中值的 50.8%，房屋开工连续第三个月较上年同期同比增长，主要是因为 2007 年 6 月其国内实行新建筑法规，导致房屋开工去年下半年开始大幅减少，使得比较基数较低，但目前日本国内房屋开工量仍然低于过去几年的平均水平。日本汽车销售商联合会的统计显示，日本 10 月份新车销量同比下降了 6.61%，是连续第三个月下降，其中不包括微型车销售仅 23.92 万辆，同比减少 13.1%，是 1968 年该协会有记录以来第二差的月份。

图 8：日本新房开工低于历史平均水平



资料来源：Bloomberg,西南证券研发中心

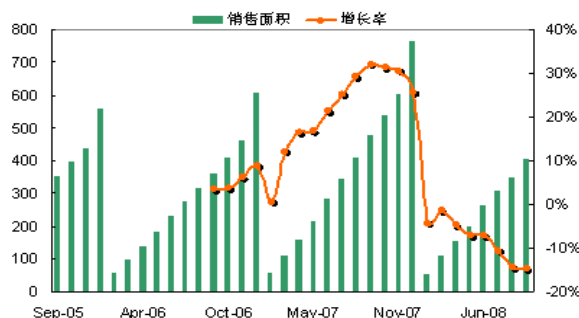
图 9：日本汽车销售量大幅下挫



资料来源：Bloomberg,西南证券研发中心

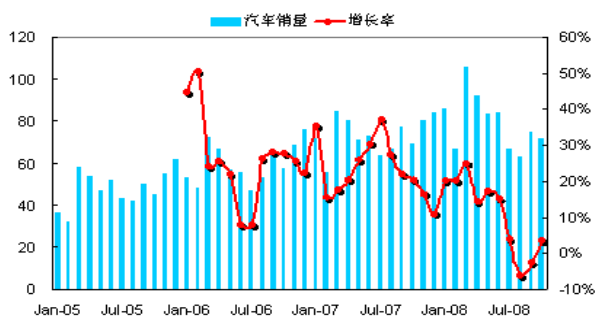
**国内房地产继续恶化，汽车销售告别高增长。**根据最新的数据显示，1-10 月全国商品房销售面积 4.5 亿平方米，同比下降 16.5%，而 9 月这一数字是 14.9%，从年初开始已经连续出现 10 个月下滑。商品房销售额 17590 亿元，同比也下降 17.4%。中国汽车工业协会数据显示，10 月汽车销售 71.57 万辆，环比下降 4.77%，同比增长 3.37%，国内汽车销售彻底告别高增长时代。

图 10：国内房地产状况持续恶化



资料来源：Bloomberg,西南证券研发中心

图 11：国内汽车销售告别高增长



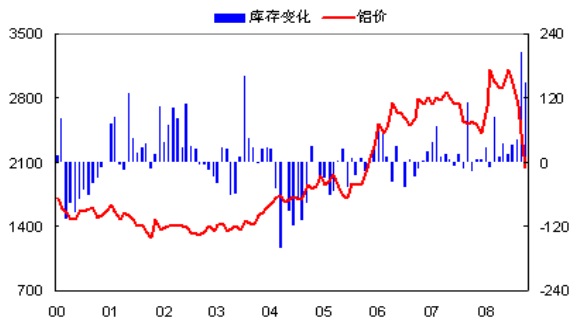
资料来源：Bloomberg,西南证券研发中心

从全球范围来看，房地产和汽车市场是拉动金属消费的主要引擎，铝的消费中有 37% 应用在汽车等交运设备领域，16% 应用在建筑市场；铜的消费中建筑市场和交运设备分别占到了 40% 和 30%；而铅的 79% 的需求应用在汽车蓄电池领域；新兴市场 50% 左右的锌主要应用在建筑市场；因此房地产和汽车市场的状况对金属市场来说至关重要，但是目前全球主要金属消费国家和地区的这两个市场状况都在恶化，短期内造成金属需求休克，基本金属过剩突现。

## 二、2009 年主要基本金属价格将低位徘徊

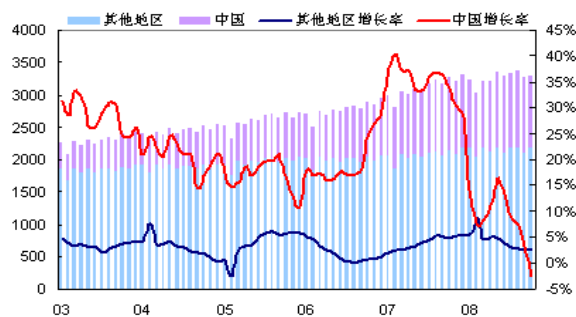
### 2.1 铝市场

图 12: 2000 年以来 LME 铝价和库存月度变化情况



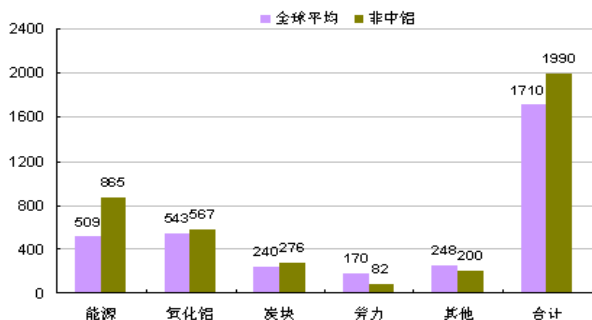
资料来源: LME, 西南证券研发中心

图 13: 全球及中国市场电解铝产量及增速



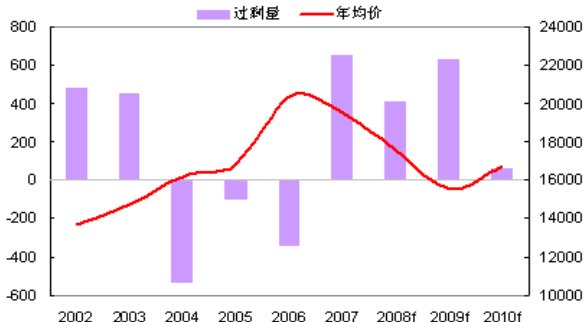
资料来源: IAI, CNIA, 西南证券研发中心

图 14: 全球及中国电解铝生产成本



资料来源: 西南证券研发中心

图 15: 全球电解铝市场平衡状况和国内年均价



资料来源: 西南证券研发中心

世界金属统计局(WBMS)最新数据显示,今年前 9 个月全球铝市供应过剩 108.3 万吨,而 2007 年同期仅为过剩 5.1 万吨,2007 年全年铝市也仅过剩 26.9 万吨;此间原铝需求为 2890 万吨,较去年同期高出 80.6 万吨,但同期铝产量却大幅上升 183.8 万吨至 2998 万吨,产量的增幅远远大于需求的增加,致使全球铝市过剩加剧。过剩也反映在 LME 市场的库存变化上,今年以来除 2 月份库存略有降低外,其余月份库存均有所增加,特别是近两个月库存更是大幅增加,截至 10 月末累计库存已达 152 万吨,可以支撑全球消费两个星期以上,其他散落在 SHFE、COMEX 和生产商、经销商的隐性库存量更是巨大,引致价格大幅快速下跌。为应对价格下跌,生产商 9 月以来纷纷减产求存,据我们的不完全统计,国内外正式宣布的减产涉及产能已达 350 万吨左右,这些减产产能在 08 年将减少 40 万吨的铝供应,我们发现海外铝巨头们也做出了减产决定,尽管他们的平均生产成本仅是中国的 85% 左右,未来需求继续萎靡,铝价长期低位徘徊,更多的产能将加入减产行列。国际铝协 IAI 和有色



协会 CNIA 的国外和国内数据显示, 10 月全球电解铝产量增长出现下降, 特别是中国 10 月产量同比已出现首次负增长。

表 2: 全球电解铝供需平衡表 (2008-12-01更新)

(千吨)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008f	2009f	2010f
<b>产量</b>									
北美	5,415	5,495	5,109	5,375	5,332	5,642	5,830	5,888	5,947
欧洲	8,401	8,770	9,236	9,384	9,290	9,685	9,740	9,837	10,034
亚洲	4,283	4,515	4,831	5,196	5,572	5,896	6,195	6,567	7,223
中国	4,321	5,547	6,689	7,806	9,349	12,607	<b>13,450</b>	<b>14,526</b>	<b>16,850</b>
其他	3,602	3,703	4,067	4,144	4,357	4,373	4,356	4,400	4,444
合计	26,022	28,030	29,932	31,905	33,900	38,203	39,571	41,218	44,498
<b>消费</b>									
北美	6,595	6,829	7,500	7,567	7,653	7,526	7,300	7,227	7,444
亚洲	5,473	6,001	6,646	6,780	6,960	7,100	7,384	7,606	8,214
欧洲	6,038	6,192	6,603	6,717	7,055	7,244	7,099	7,028	7,239
中国	4,189	5,148	6,086	7,091	8,480	11,497	<b>13,107</b>	<b>14,417</b>	<b>17,012</b>
其他	3,243	3,408	3,637	3,855	4,098	4,187	4,271	4,313	4,572
合计	25,538	27,578	30,472	32,010	34,246	37,554	39,161	40,592	44,438
<b>过剩</b>	<b>484</b>	<b>452</b>	<b>-540</b>	<b>-105</b>	<b>-346</b>	<b>649</b>	<b>410</b>	<b>626</b>	<b>60</b>

资料来源: IAI, WBMS, CNIA, 西南证券研发中心

表 3: 近期宣布减产的电解铝公司及产能

冶炼厂	公司	国家	涉及产能(万吨)	08 年损失 (万吨)
Abu Dhabi	Dubal	UAE	96	3.2
Karmoey	Hydro	NOR	2.4	0.2
Lynemouth	Rio	UK	5.5	0.9
Mettur	Malco	IN	4	0.2
Podgorica	KAP	MNE	12	0.6
Rockdale	Alcoa	US	26.5	4.4
Tiwai	Rio	NZ	35	1.7
Valesul	Vale	BRN	9.5	0.5
Various	Alcoa	CA,US	35	5.3
Zaporozhye	UC RUSAL	UKR	11.3	1.4
峨眉山	其亚铝业	CN	5	1.2
各地	中国铝业	CN	72	12
广元	四川启明星	CN	6	1
郑州	Vimetco	CN	9.5	2.3
洛阳	豫港龙泉	CN	4	1
眉山	金马集团	CN	6	1.2
内蒙	霍煤鸿俊	CN	6	1
<b>Total</b>			<b>345.7</b>	<b>38.1</b>

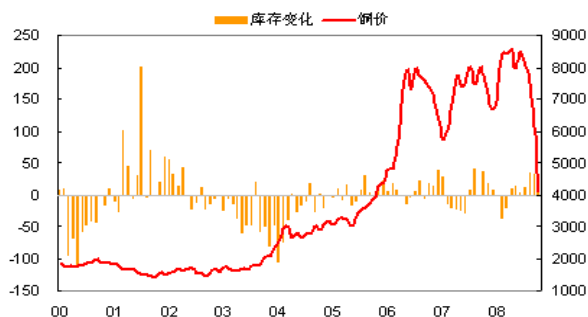
资料来源: 西南证券研发中心

2009 年我们认为随着发达国家经济陷入衰退，其内部的铝消费将继续减少，但各国经济刺激计划的不断出台，消费减少幅度将较 08 年略有好转，我们预计美欧铝消费都将减少 1% 左右；亚洲除中国外大多数国家依靠出口带动铝需求，未来也将因发达国家经济陷入衰退导致需求增速放缓；国内房地产和汽车消费销售不畅以及保八目标，我们认为中国 09 年铝消费将增长 10% 左右；总的来说全球铝消费增长将仅有 4%。产量方面由于新增产能的投产以及雨雪灾害以及电力供应问题的好转，全球电解铝产量即使扣除减产的因素将会有所放大。我们预计 2009 年全球电解铝市场将过剩约 63 万吨，国内将过剩 11 万吨左右，铝价仍将处于低位，但将逐渐好转，全年均价将有望高于今年 10 月以来的均价达到 15500 元左右。2010 年后我们认为铝价将出现较大程度的反弹，因国内需求的增长中国将转变为铝净进口国，国内铝价将有望高于国外，达 16700 元左右。

## 2.2 铜市场

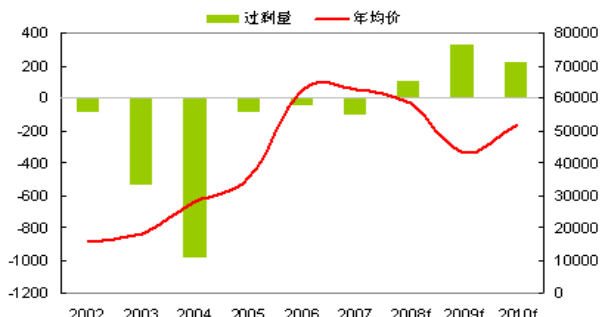
国际铜业研究小组(ICSG)在其最新的月报中表示，今年 1-9 月全球精炼铜市场过剩 7.4 万吨，而上年同期仅为过剩 2.2 万吨。IGSG 同时称前 9 月精炼铜消费量同比增长 2.5%，约合 29.3 万吨，其中中国市场同比增长 13%，而欧盟 15 国、美国和日本分别下降 5%、9% 和 1%，上述四个市场约占全球铜消费的 65%，其余市场铜消费增长 4%。世界金属统计局(WBMS)也宣称，今年 1-9 月全球铜市有 2.68 万吨的小幅供应过剩，而 2007 年同期全球铜市为短缺 1.87 万吨，2008 年 1-9 月总体铜消费量为 1378 万吨，较上年同期增长仅 1.5%。我们看到尽管不同机构具体的数据不同，但是需求减弱导致过剩是肯定的。ICSG 曾在 10 月的铜市场展望中预计今年全年铜市场将过剩 10 万吨，主要是因为下半年过剩 23.5 万吨填补了上半年 12.5 万吨的缺口；2009 年过剩将扩大至 27.5 万吨，约占全球消费量的 1.5%。他们认为 2008 年中国需求增速的放缓和欧盟 15 国、日本、美国消费下滑将使全球精炼铜消费仅增加 3%；2009 年精炼铜消费仍然比较虚弱，但是来自印度、埃及、海湾国家的需求将带动全球需求增加 3.4%，达 1890 万吨。

图 16: 2000 年以来 LME 铜价及月度库存变化情况



资料来源: LME, 西南证券研发中心

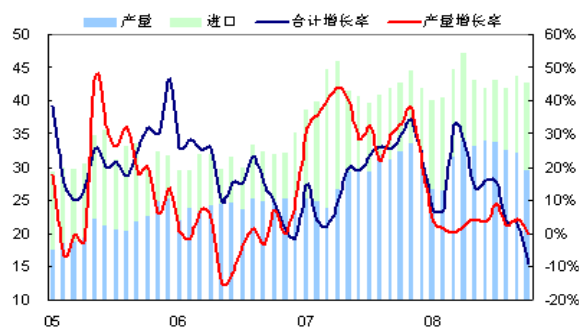
图 17: 全球精炼铜市场平衡状况和国内年均价



资料来源: 西南证券研发中心

我们看到 LME 铜库存在今年下半年也大幅增加，截止 10 月已达 22.7 万吨，引致铜价在 10 月雪崩式的下跌，面对此困境国内大多数铜冶炼企业已经减产，10 月国内铜产量同比首次出现负增长，下降近 9%，我们预计今年全年铜产量将只有 371.8 万吨，同比仅增长 7%，彻底告别两位数时代，即使考虑进口，国内铜供给也几乎保持零增长，这也从侧面反应了国内精炼铜消费恶化的状况。

图 18: 国内精炼铜产量和进口及增速



资料来源: CNIA, GAC, 西南证券研发中心

图 19: 2009 年主要开工铜矿分布



资料来源: 西南证券研发中心

表 4: 全球精炼铜供需平衡表 (2008-12-01 更新)

(千吨)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008f	2009f	2010f
<b>产量</b>									
北美	2,326	2,074	2,198	2,162	2,155	2,175	2,210	2,280	2,361
拉美	3,564	3,608	3,566	3,549	3,565	3,595	3,709	3,802	3,897
亚洲	3,358	3,489	3,541	3,831	4,200	4,330	4,380	4,490	4,670
中国	1,613	1,836	2,199	2,600	2,901	3,462	<b>3,718</b>	<b>3,978</b>	<b>4,336</b>
欧洲	3,420	3,309	3,449	3,533	3,605	3,620	3,710	3,780	3,910
其他	990	938	998	982	992	1,079	1,190	1,371	1,435
合计	15,271	15,254	15,951	16,657	17,418	18,261	18,917	19,701	20,609
<b>消费</b>									
北美	2,971	2,900	3,101	2,967	2,822	2,805	2,749	2,721	2,776
拉美	432	494	541	552	554	568	573	596	620
亚洲	4,196	4,216	4,564	4,522	4,680	4,900	4,949	4,998	5,148
中国	2,774	3,097	3,371	3,540	3,820	4,525	<b>5,045</b>	<b>5,550</b>	<b>6,271</b>
欧洲	4,651	4,754	5,031	4,814	5,208	5,155	5,052	5,001	5,051
其他	337	332	333	355	380	415	441	507	521
合计	15,361	15,793	16,941	16,750	17,464	18,368	18,809	19,374	20,388
过剩	-90	-539	-990	-93	-46	-107	108	327	221

资料来源: ICSG, WBMS, CNIA, 西南证券研发中心

我们预计 2009 年欧洲、美国由于陷入衰退将导致铜消费进一步下滑；国内的精炼铜消费增速将进一步放缓，下降至 10% 左右；其他国家消费增速仅有 2%。供应方面，面对铜价暴跌我们并没有看到铜矿企业的减产，减产的都是那些不具竞争力的纯冶炼企业，2009 年

欧洲、北美、拉美精炼铜产量增速仍将维持在低水平，都将不会超过 3%，而非洲等地由于新开工铜矿较多同时当地矿业政策变化将使精炼铜产量大幅增加约 15%左右，中国由于新建项目的投产产量预计将增长 7%左右。因此我们预计 2009 年全球铜将过剩约 33 万吨。

价格方面尽管库存上升但我们略显乐观，一方面 10 月的雪崩下跌带有太多恐慌的情绪，另一方面非洲等地的政治风险、拉美地区的劳工冲突、北美欧洲的信贷紧缩导致的项目推迟、老矿的品位下降都将给铜的供应带来负面影响，过剩量可能会减少，因此我们认为 2009 年国内铜均价将在 43000 元左右。

### 2.3 铅锌市场

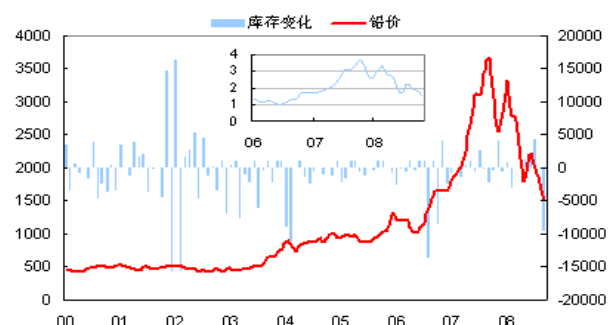
国际铅锌研究小组 (ILZSG) 最新月度报告显示，今年前 9 月全球精炼锌消费量为 871.3 万吨，去年同期消费量为 841.1 万吨，同比仅增长 3.5%，全球精炼锌市场过剩 11.2 万吨；而精炼铅市场过剩 3.5 万吨，去年同期为短缺 5.1 万吨。ILZSG 在 10 月初的展望中预测，2008 年全球精炼锌过剩 15 万吨，精炼铅市场过剩 3 万吨；2009 年锌过剩量进一步扩大至 33 万吨，而全球精炼铅市场供需料将接近平衡。ILZSG 认为锌市场主要因供应增长继续超过需求所致，2008 年全球精炼锌消费将增加 3.8% 左右至 1178 万吨，2009 年增幅将降为 3.3% 至 1218 万吨，精炼锌消费的动力仍然是来自中国需求的推动，但中国 2009 年精炼锌需求增速将从 2008 年的 13.2% 下降至 7.6%，2008 年欧洲及美国精炼锌需求将分别下降 2.2% 及 3%，2009 年这两个地区需求料将与 2008 年基本持平。ILZSG 同时认为金融危机将令全球经济大幅放缓，导致精炼铅消费量低于预期，2008 年全球精炼铅消费预期将增加 5.7% 至 865 万吨，2009 年仅增长 4% 至 899 万吨，这种增长仍然是主要受中国精炼铅需求的推动，他们认为 2008 年中国精炼铅消费将增加 19.1%，2009 年为 9.5%，但欧洲精炼铅需求量 2008 年将下降 2.1%，总需求量将下降至 15 年来的最低水平，2009 年进一步下降 1.4%，美国情况稍好 2008 年将增加 1.7%，2009 年增加 1.3%，显然全球主要区域明年对铅的消费将出现增速放缓甚至萎缩。

图 20: 2000 年以来 LME 锌价及月度库存变化



资料来源: LME, 西南证券研发中心

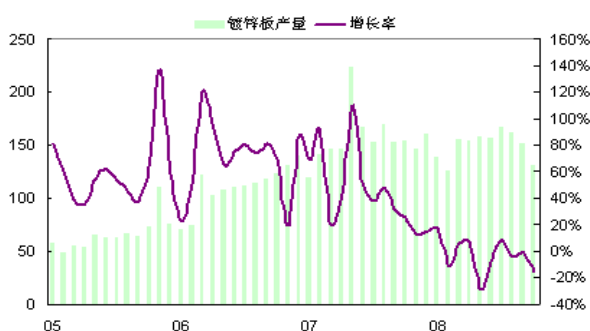
图 21: 2000 年以来 LME 铅价及月度库存变化



资料来源: LME, 西南证券研发中心

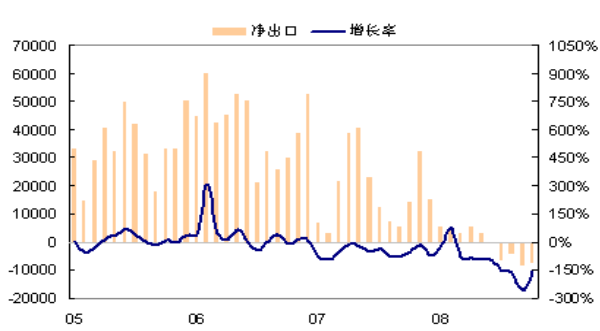
目前锌市场过剩已经非常明显，LME 库存从年初以来已经大幅快速增加，几乎回到 06 年初的水平，生产厂家特别是锌矿开采上也已经大幅减产，据不完全统计停产产能已达到 210 万吨以上，预计由此造成的锌供应损失 08 年将达到 30 万吨，09 年进一步扩大至 90 万吨；LME 的铅库存尽管目前并没有出现大幅增长，但是美国三大汽车厂陷入困境亟待救援和欧洲几大汽车厂也希望政府注资带给铅市场的前景也并不乐观，市场提前作出了下跌反应。我们认为中国铅锌市场的需求可能也并没有 ILZSG 预测的那么乐观，近几个月来国内汽车销量几乎零增长，镀锌板产量增速也几乎零增长，进入 10 月更是出现了负增长；尽管中国已经连续几个月成为精炼铅的净进口国，但铅酸电池产量下降，电动自行车销量增速缓慢，中国对铅的需求也不乐观。总的来说，我们认为尽管目前很多锌矿停产，明年全球锌产量仍将增长 4.7% 至 1243.5 万吨，特别是中国扣除掉今年年初雨雪灾害和地震等因素影响，新增产能带来的产量增速仍达 8% 左右；消费方面全球锌需求将增加 3.7% 达 1215.7 万吨，其中中国增加 8% 左右达 420 万吨，导致全球过剩进一步增加至 27.8 万吨约合全球消费量的 2%。铅市场方面，由于铅回收的增加，我们预计全球铅产量将增长 5.8%，达到 913.5 万吨，其中中国仍将增加 13% 左右至 345 万吨；需求方面由于欧美市场汽车消费的萎缩，导致铅酸电池需求量减少，预计全球铅消费将只增长 3.1% 至 884.4 万吨，其中中国也仅增长 10% 左右，全球精炼铅市场将面临 29 万吨左右的过剩，约占全球消费量的 3%。

图 22：国内镀锌板产量及同比增速



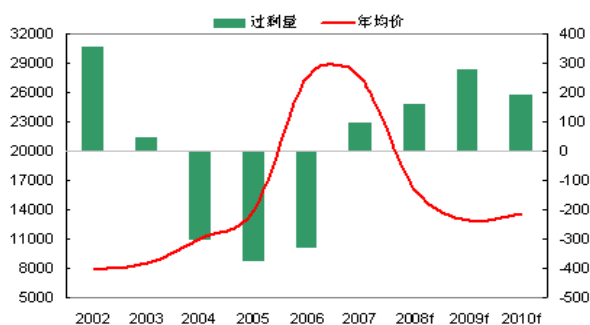
资料来源：CNIA, GAC, 西南证券研发中心

图 23：国内精炼铅净出口状况及同比增速



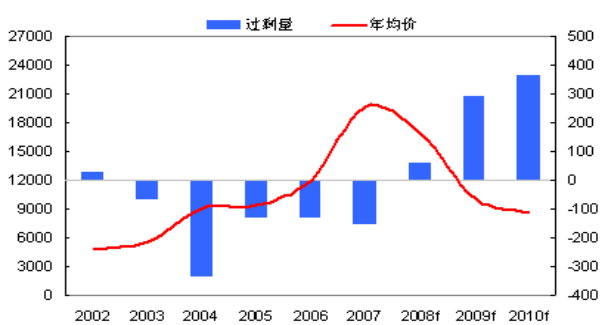
资料来源：GAC, 西南证券研发中心

图 24：全球锌市场供应平衡状况及国内年均价



资料来源：西南证券研发中心

图 25：全球铅市场供应平衡状况及国内年均价



资料来源：西南证券研发中心

Oz Minerals 公司的世纪矿作为全球第二大的锌矿山目前也宣布消减产量，说明目前的锌价已经跌至低于大部分锌矿厂商的成本，未来几个月随着经济前景的逐渐清晰，我们认为锌价有望出现一定程度的反弹，但是 09 年全年均价仍将低于 08 年全年，仅为 12800 元左右；而铅供应面依然较为充足，特别是回收利用方面成本也较低，我们预计铅价将继续保持下行趋势，2009 年全年均价 10000 元。

表 5：近期宣布减产的铅锌业矿业公司及涉及产能

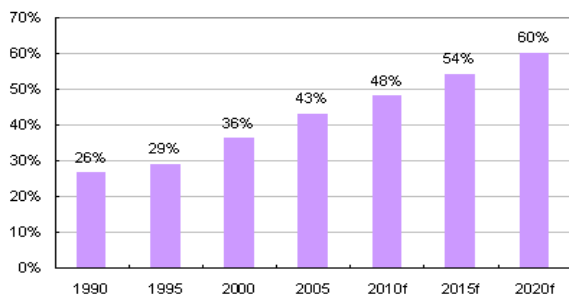
Mine	Company	Capacity	2008 Loss	2009 Loss
Aljustrel	Lundin	80	10	80
Balmat	HudBay	40	15	40
Black Angel	Angus & Ross	40	5	40
Broken Hill	Perilya	120	15	100
Caribou	Blue Note	40	4	40
Century	Oz Minerals	515	0	20
Comstock	Zeehan	20	5	20
Endeavor	CBH	70	10	35
Golden Grove	Oz Minerals	135	10	60
Hellyer	Intec	25	6	25
Langlois	Breakwater	30	3	30
Lennard Shelf	Teck/Xstrata	75	30	75
Monaca	Horsehead	150	10	25
Montana Tunnels	Apollo Gold	15	3	15
Mt Garnet	Kagara	20	4	20
MTM	SRA	55	10	55
Myra Falls	Breakwater	50	5	50
Perkoa	AIM Resources	68	8	60
Rapu Rapu	Philco	14	12	14
San Cristobal	Apex Silver	235	45	50
Southern Africa	Anglo	285	50	30
Taxco	Grupo Mexico	34	34	34
<b>Total</b>		<b>2116</b>	<b>294</b>	<b>918</b>

资料来源：西南证券研发中心

### 三、有色股还值得关注么？

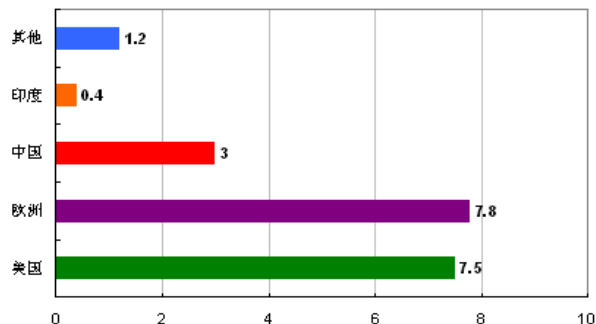
有色股还值得关注么？回答当然是肯定的。中国的城市化率依然很低，未来几年高速发展的态势没有改变，同时包括中国在内新兴市场国家的人均金属消费量较成熟市场依然存在较大差距，2020 年前中国依然将是拉动全球金属消费的主要因素，金属需求短暂休克后总会复苏，有色金属牛市卷土重来是毫无疑问的。

图 26: 中国城市化率变化情况



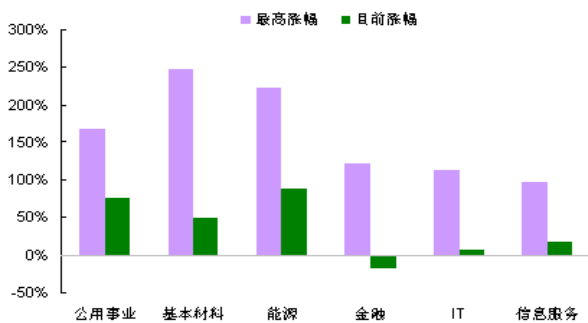
资料来源: NBS, 西南证券研发中心

图 27: 全球主要地区人均铜消费量



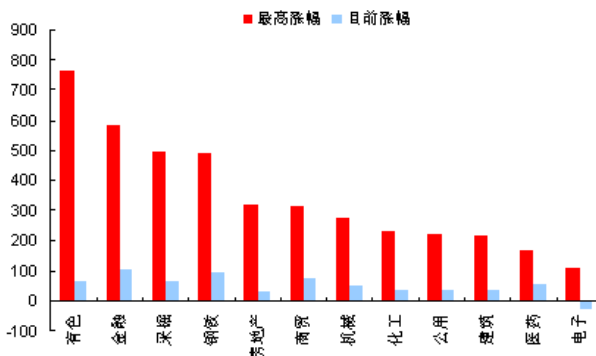
资料来源: 西南证券研发中心

图 28: 2003 年以来 MSCI 全球主要行业指数变化情况



资料来源: Bloomberg, 西南证券研发中心

图 29: 2003 年以来国内主要行业指数变化情况



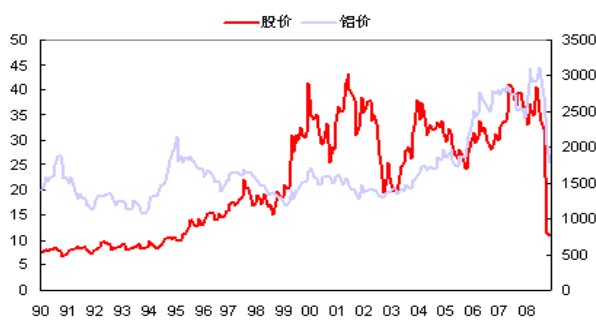
资料来源: Wind, 西南证券研发中心

图 30: 1996 年以来自由港铜金公司股价与 LME 铜价变化



资料来源: Bloomberg, 西南证券研发中心

图 31: 1990 年以来美国铝业公司股价与 LME 铝价变化



资料来源: Bloomberg, 西南证券研发中心

此轮全球范围内股市的牛市很大程度上可以看成是受商品牛市的带动，其中有色金属功不可没。从 2003 年开始的商品牛市使相关股票备受追捧，从全球来看 MCSI 全球基本材料股指期间最高涨幅曾高达 250%，远超金融、IT、信息服务、公用事业等行业；国内有色金属行业更是被投资者关爱有加，有色金属行业指数最高涨幅高达 730%，也远超其他行业；当然我们也应看到，有色金属行业周期性特征也表现得淋漓尽致，截至目前国内有色金属

行业指数和全球 MSCI 基本材料指数从高点回落的回调幅度都是最大的。从历史上看，有色金属股的股价表现和相关产品的价格表现密切相关，有色金属价格的暴涨暴跌注定了有色金属公司业绩的大幅波动，也决定了其股价的暴涨暴跌，因此我们认为有色金属行业并不适合长期投资，应该顺周期投资，以期获得远超其他行业的收益。

正如我们在此前的报告中一再强调的那样，有色金属行业的表现受到期市和股市两个市场的影响，2009 年基本金属价格几乎都不会出现比较明显的好转，有色金属股缺乏大幅向上的动力；另一方面尽管目前国内 A 股市场估值已经处于商品牛市以来的低谷，并且有色金属行业相对于 A 股市场整体来说还具有一定的吸引力，但是整体市场是否能够修正估值还需要关注，但是即使整体市场向上也只是带动有色金属行业估值的修复，同时由于今年四季度有色金属价格在成本线上震荡，相关上市公司年报的业绩很可能大幅低于预期，在 09 年 4 月年报披露时有色金属行业的整体表现将可能大幅弱于市场整体。

图 32：有色金属行业和沪深 300 指数 PE 走势变化



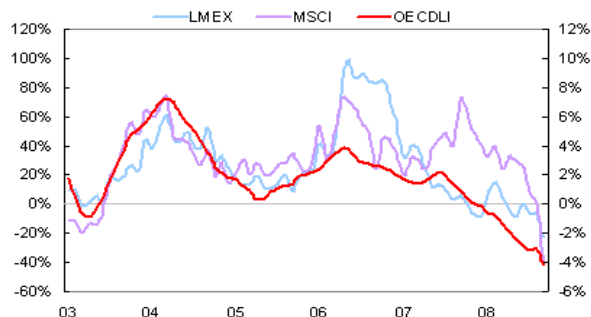
资料来源：Wind，西南证券研发中心

图 33：有色金属行业和沪深 300 指数 PB 走势变化



资料来源：Wind，西南证券研发中心

图 34：OECDLI、LMEX、MSCIM 指数变化情况



资料来源：Bloomberg，西南证券研发中心

无疑 2009 年有色金属行业上市公司业绩肯定会变得更差，亏损面将会扩大，但并不意味着我们什么都不需要做，毕竟危机总会过去。从历史上看，OECD 领先指标在很大程度上总是先于期市 (LMEX)、股市 (MSCI 矿业指数) 的变化，而期货市场上金属价格 (LMEX) 的变化又先于矿业股股价 (MSCI 矿业指数) 的变化，因为 OECD 领先指标预测的是未来 6



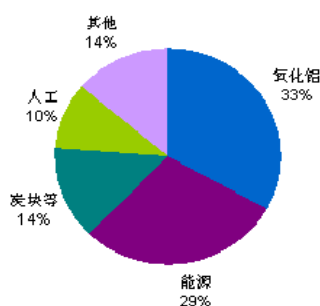
个月的工业生产情况，当 OECD 反弹时也许就是布局矿业股的时机了，这需要我们密切关注。介入有色股的时机确定了，那什么样的标的将在金属价格反弹时最先和最大获益呢，我们认为就需要从其产业链结构进行选择了，完善的产业链才是有色金属公司的核心竞争力。

## 四、产业链才是核心竞争力

### 4.1 铝业——产业链决定了成本

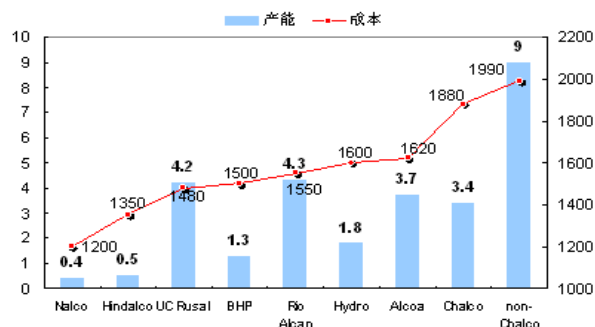
成本在牛市中往往被遗忘，因为相对于价格来说它基本可以忽略，只要能够生产出来都能赚钱，但是成本在熊市中却至关重要，决定了你能活多长。从全球来看，氧化铝和能源成本在电解铝生产中占了绝大部分，而中国几乎所有的企业都在这两部分都要高出全球同业平均水平，致使行业整体不具有竞争力，就如目前铝价来说，虽然国外部分高成本产能也有减产，但中国电解铝企业减产幅度最大，减产面最广。

图 35：全球铝业成本构成



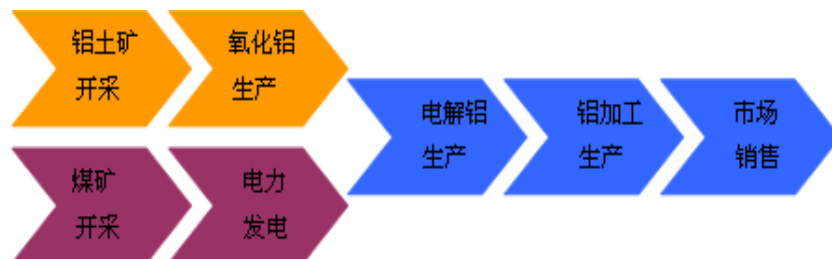
资料来源：西南证券研发中心

图 36：全球主要电解铝生产企业产量及成本



资料来源：西南证券研发中心

图 37：电解铝生产完美产业链



资料来源：西南证券研发中心

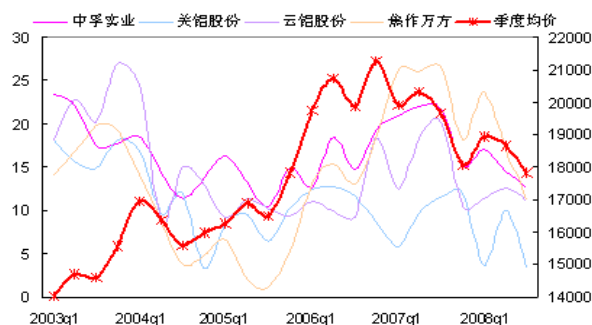
从全球来看，典型的铝产业链包括铝土矿开采、氧化铝生产、电解铝生产、铝加工和市场销售，但是另一条隐性产业链正在逐渐显示其优势，成为铝业产业链中不可或缺的因素，那就是煤矿开采、电力发电再到电解铝生产，特别是在中国电力系统行政色彩浓郁、政府指导定价的情况下，显得尤为重要。

表 6：国内主要铝业上市公司产业链发展状况

	铝土矿	氧化铝	煤炭	电力	电解铝产能（万吨）
中国铝业	有	1200 万吨	无	2030MW	350
焦作万方	无	长单 100%	无	520MW	40
南山铝业	无	60 万吨	无	732MW	13.6
云铝股份	有	80 万吨	无	无	60
中孚实业	控制人	长单 40%，现货 60%	控制人	1270MW	42（在建 25 万吨）
关铝股份	无	长单 40%，现货 60%	无	400MW	22

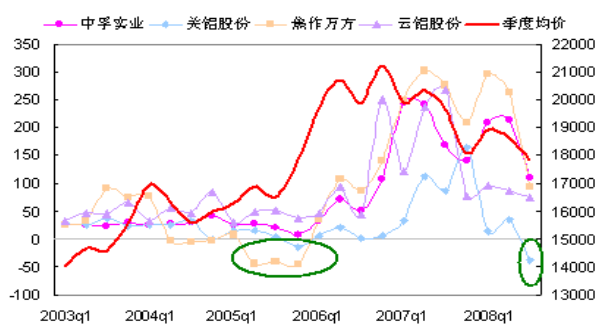
资料来源：西南证券研发中心

图 38：主要电解铝公司季度毛利率与国内铝价变化



资料来源：Wind，西南证券研发中心

图 39：主要电解铝公司季度营业利润与国内铝价变化



资料来源：Wind，西南证券研发中心

2003-2005 年间由于当时国内电解铝产能快速扩张，氧化铝产能未能跟上造成氧化铝价格飞涨，而同期国内铝价缓慢攀升也不足以抵消氧化铝价格带来的影响，电解铝公司毛利率普遍下滑，甚至出现亏损，部分企业被迫拱手让人，引发国内第一次大规模的铝业并购；2005 年后电解铝价格上涨加快，所有电解铝公司毛利率有所提升，但是当时仍然受困于氧化铝，相关公司业绩并没有因电解铝价格上涨而获益；2007 年后由于氧化铝产能增速快于电解铝，氧化铝价格下跌，加之企业产量增长，此时电解铝公司业绩才出现大幅增长；这期间没有自备电厂的电解铝企业的表现始终都是最差的，如关铝股份。我们判断，未来较长一段时间内由于国内氧化铝产能过剩，氧化铝价格对电解铝企业的影响将逐渐减小，另一方面国内电价持续攀升，而且电解铝公司根本没有讨价还价的余地，因此未来电价对电解铝企业的影响将越发明显，我们预计自备电厂的重要性越来越突出。另外目前市场上正在蕴量的直供电试点如果能够顺利实施并在全国范围内推开，无疑将对没有自备电厂的企业带来不小的利好，中国铝业（601600）将获益最大，但是在目前的铝价上这种获益并不能转变为盈利，更多的是弥补亏损。

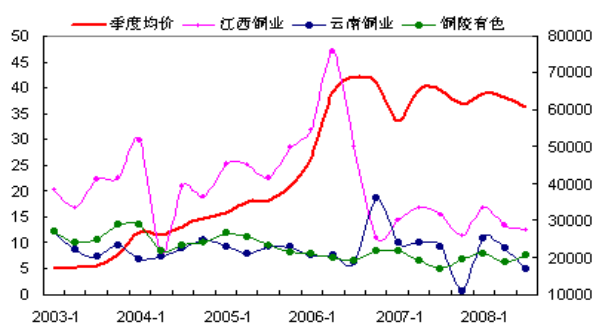
### 细分行业关注：中孚实业（600595）

中孚实业（600595）目前产能 42 万吨，在建产能 25 万吨，在铝价反弹时这部分产能将极大地提升公司的业绩。中孚实业（600595）子公司中孚电力拥有自备电厂电力装机 970MW，而大股东豫联集团电力装机 300MW，另有巩义和林州在建机组权益约 1100MW，完全能够保证公司 67 万吨的电解铝生产的需要，就中孚实业与关联企业签订的 08 年供电合同电价来看，仅为 359.8 元/千度（含税）比河南网电便宜 82.2 元/千度，较行业加权平均电价低 16.25%，电力成本具有较大优势，另外大股东手中还有充足的煤炭资源，可为电厂提供必要的电煤来源。我们预计该公司 09 年 EPS 为 0.38 元，建议大家关注。

## 4.2 铜业——产业链决定了能否盈利

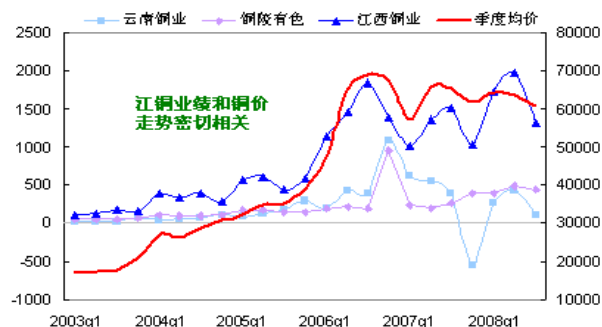
尽管此前铜价暴跌，但在全球铜市场上我们依然没有看到铜矿商主动减产的公告，看到更多的是冶炼厂叫苦不迭，其中中国的减产幅度也最大，宁波金田、烟台鹏辉、东营方圆、上海大昌等这些完全依赖进口铜精矿和废杂铜进行冶炼加工的企业合计减产约 27 万吨。造成这种情况的原因就是国内铜产业结构不合理，产业链不完善，精炼铜需求较大但铜企普遍缺乏上游铜矿资源，每年需大量进口铜精矿和废杂铜维持生产，在与铜矿巨头们的 TC/RC 谈判中几乎没有话语权，在铜精矿供应充足时 TC/RC 能够获得一定的提高，但是在铜精矿短缺时 TC/RC 将跌至谷底，同时国内企业在铜精矿综合回收利用方面能力不足也是事实，铜冶炼回收率低、不计价的金属和硫等的回收也不够，因此 TC/RC 即使在提高一定幅度的情况下，国内铜企也很难获得很好的业绩，价格牛市时也不能充分受益；TC/RC 低位时，铜企基本不能靠冶炼铜赚钱反而可能陷入亏损。

图 40：主要精炼铜公司季度毛利率与国内铜价变化



资料来源：Wind，西南证券研发中心

图 41：主要精炼铜公司季度营业利润与国内铜价变化



资料来源：Wind，西南证券研发中心

铜精矿的产量对铜业公司来说无疑就是核心资产，产业链上缺乏这一环，盈利就无法保证。铜精矿的产量不仅决定了其整体的毛利率，也决定了其是否能够分享铜价上涨带来的收益。江西铜业（600362）作为目前国内最大的矿产铜生产商，其营业利润与铜价走势变化最为密切，而铜矿自给率大小则决定了其整体毛利率。在 03/04 年间和 05/06 年间江西

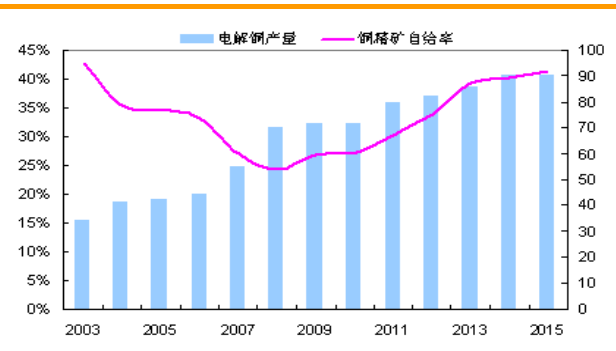
铜业由于均有新增冶炼产能投产，致使其铜精矿自给率下降大幅拉低了其整体的毛利率水平，而从铜价 03 年复苏开始，江西铜业的季度营业利润和铜价的走势变化近乎完美。目前市场上很多时候对矿业公司的评价采用资源 NAV 指标，但是我们并不太认同，其一是因为国内矿业公司在披露资源储量方面并不充分，同时储量指标随勘探和生产不断变化，很难有准确的数据，其二是储量并不等于实际开采量，实际开采量往往远远低于储量，这与该矿的矿石品位、矿石种类、采选回收率等密切相关。在这里我们引入一个新的评价指标即矿产量/总股本，我们认为这一指标可以更好的反映一个矿业公司的近期价值，矿产量多少很大程度上决定了矿业公司真实的盈利能力，而矿产量/总股本可以体现为公司的每股盈利能力。根据上述标准，江西铜业（600362）无论在自给率还是矿产量/总股本方面都大大优于其他两家公司，这主要是因为公司历年来都注重上游铜矿开采。

图 42：国内三家铜业公司矿产量比较

	江西铜业	云南铜业	铜陵有色
储量	1422	146	58
品位	0.80%	1%	1.05%
冶炼产能	72	63	70
矿产量	18.5	6.9	4
自给率	25.7%	11.0%	5.7%
总股本(万股)	302283	125669	129436
矿产量/总股本(吨/万股)	0.61	0.55	0.31

资料来源：西南证券研发中心

图 43：江西铜业电解铜产量和铜精矿自给率



资料来源：Wind，西南证券研发中心

### 细分行业关注：江西铜业（600362）

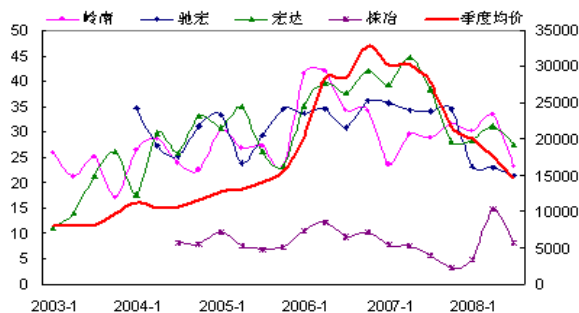
江西铜业（600362）目前拥有冶炼生产能力 70 万吨，并正在着手扩建至 90 万吨，但根据我们的分析其自给率并没有受到冶炼能力扩张的影响。因为它拥有的国内目前最大的露天铜矿—德兴铜矿，其铜厂矿区稳产年产量在 11 万吨左右，富家坞矿区一期工程也将于 2010 年建成，届时整个德兴铜矿产量将达到 13.4 万吨左右。公司旗下武山铜矿、城门山铜矿、东乡铜矿、银山铜矿等扩建项目和其他资源回收项目以及永平铜矿的稳产在 2010 年前将给公司带来 6.2 万吨的铜精矿含铜，届时公司铜精矿的自给率将从 08 年的最低点提升至 30% 左右，而 2011 年秘鲁加莱诺、2013 年阿富汗艾娜克铜矿相继投产，公司铜精矿自给率将进一步提升至 40% 左右，矿产量将达到 36 万吨。详细情况见我们以后的研究报告，我们预计该公司 09 年 EPS 为 0.64 元，建议大家关注。

### 4.3 铅锌——产业链决定了盈利大小

从历史上看，能够自给大部分铅锌精矿的铅锌业上市公司，能够很好地分享了铅锌价格上涨带来的丰厚收益，毛利率和营业利润都将随价格水涨船高，而铅锌精矿自己率较低

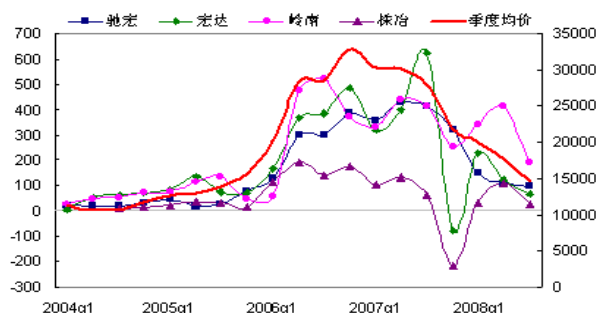
的如株冶集团其营业利润和毛利率都很难获得大幅的提高。铅锌行业同样存在着加工费的问题，但就目前国内铅锌行业主要上市公司来说由于其铅锌精矿的自给率都较高，TC/RC的重要性不及铜业公司那么高。目前铅锌价格已经跌过大多数铅锌矿生产商的成本线，减产已经成为必然之选，但并不是所有公司手中都没有牌可出，铅锌矿石品位和矿石种类直接决定了矿产商生产成本的高低，也决定了矿产商何时减产。就目前看国内大多数正在开采的铅锌矿品位不高，锌品位约大约在 2-3%之间，铅大约品位在 1-2%之间，整体品位在 6%左右，远低于国外 15%的平均水平，这其中大多数是氧化矿开采难度也较硫化矿大很多，也导致了国内铅锌矿生产商在面对价格下跌时较国外的厂商面临更大压力。在锌价低迷时矿产商可以选择开采更具成本优势的硫化矿来降低成本；在锌价高涨时此时成本不敏感则可以开采氧化矿。

图 44：主要铅锌上市公司季度毛利率和国内锌价变化



资料来源：Wind，西南证券研发中心

图 45：主要铅锌上市公司季度营业利润和国内锌价变化



资料来源：Wind，西南证券研发中心

从目前国内三家主要的铅锌业上市公司驰宏锌锗（600497）、宏达股份（600331）和中金岭南（000060）的比较来看，尽管宏达股份（600331）铅锌资源优势比较明显，但宏达股份（600331）规模最小，其矿产量/总股本和冶炼量/总股本都是三家公司中最小的，虽然自给率较高，但成长性不足，我们并不看好。中金岭南（000060）冶炼能力扩张计划增长较快，但是其矿山能力增长不足，上下游发展不平衡，缺乏对外扩张内在动力，其铅锌精矿自给率在 2010 年进一步下降至 38%左右。驰宏锌锗（600497）注重上下游协调发展，其冶炼量/总股本和矿产量/总股本指标均是三家公司当中最优的。

表 7：三家主要铅锌业上市公司比较

	驰宏锌锗	宏达股份	中金岭南
矿石量	1104	16840	3800
品位	25%	8%	14%
金属量	287	1347	532
冶炼产能（2010E）	50	30	60
矿产量（2010E）	26	22	23
自给率	52%	73%	38%
总股本	78000	103200	102379
冶炼量/总股本(吨/万股)	<b>6.41</b>	<b>2.91</b>	<b>5.86</b>

矿产量/总股本(吨/万股)	3.33	2.13	2.25
---------------	------	------	------

资料来源：西南证券研发中心

### 细分行业关注：驰宏锌锗（600497）

驰宏锌锗（600497）的会泽铅锌矿（包括 70 厂）铅锌品位高达 25%，在世界范围内排名都前列，高品位矿石使公司自产铅锌成本远低于国内其它铅锌矿山企业，即使铅锌价格低迷也能够保证其铅锌产品的毛利率。驰宏锌锗（600497）此前曾公告将对会泽地区的冶炼系统进行异地技术改造新增 10 万吨锌产能，在呼伦贝尔新建 14 万吨锌和 6 万吨铅的冶炼设施，我们预计这些项目将在 2010 年完成建设，届时公司将拥有 34 万吨锌和 16 万吨铅的综合生产能力，在冶炼能力上的大幅扩张是基于其矿山能力的信心，公司在西南地区公司拥有的会泽、昭通、宁南、彝良等地矿山完成扩建改造后将为公司提供约 26 万吨的铅锌精矿，将使公司毛利率保持在 50% 以上，在呼伦贝尔公司拥有 1000 多平方公里的探矿权面积将为呼伦贝尔 20 万吨产能保驾护航。我们预计驰宏锌锗（600497）09 年 EPS 为 0.31 元，建议对该公司给予关注。

**西南证券投资评级说明**

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估, 未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估, 未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理, 未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理, 未来6月内股价波动在5% -- 10%之间
	卖出	股价被高估, 未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估, 未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数将跑输综合指数

**重要声明**

本报告内容及观点仅供参考, 不构成任何投资建议, 报告中所引用信息均来自市场公开资料, 我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编: 100032

电话: (010) 88092288-3217、3507

邮箱: [market@swsc.com.cn](mailto:market@swsc.com.cn)

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>