

有色金属行业策略：“再调整，再平衡” 初见，资源类公司积重难返，中期回避

回 避 下调评级

分析师：孙 勇 ☎：(8610) 6656 8738 ✉：sunyong@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511010003

特此鸣谢

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

张 迪 (8610) 6656 8757 (zhangdi_zb@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

1. 事件

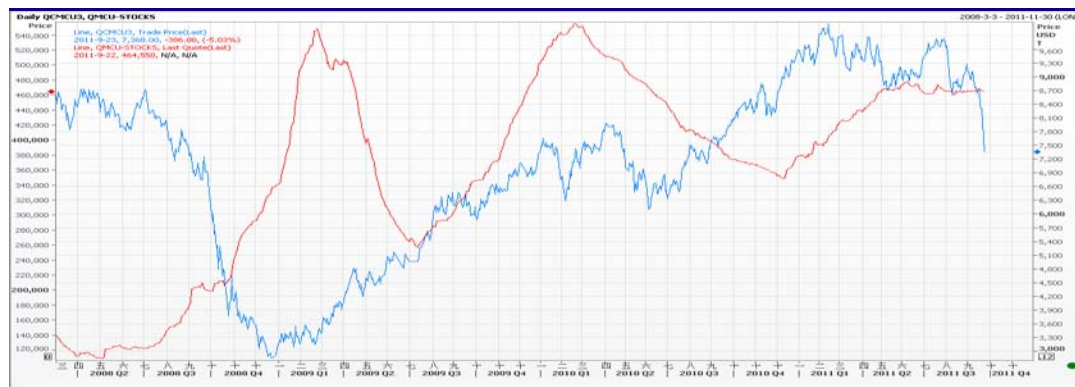
近期，美联储决定实施以 OT2 为主的新一轮刺激政策。政策宣布后，全球风险资产大跌，以铜、锡为代表的基本金属价格出现大幅下跌。周五伦敦金属交易所三个月期铜大跌 314 美元，收报 7360 美元，稍早时曾触及 2010 年 8 月至今的最低位 7115.75 美元。本周铜下跌 18%，为 2008 年 10 月雷曼兄弟倒闭以来最高单周跌幅。周末主要铜生产国智利出现大面积停电。

2. 我们的分析与判断

(一)、“再调整，再平衡”已经初见端倪

我们认为，本次美联储 OT2 政策只是基本金属价格大跌的一个导火索。

图 1 LME 铜库存与价格



资料来源：中国银河证券研究部，路透

我们重申金融危机之后的低利率政策导致了金融化的金属套息抵押融资交易的活跃。使得大量的金属库存被固化，没有进入到市场参与实际供求形成价格的过程中来。我们看到的 LME 库存中，有相当比例的这类库存。上述库存最终仍会进入市场，参与价格形成供求的过程，其时点将是上述金属套息抵押融资交易解除之时。OT2 为这种交易解除提供了合理的逻辑。

从长期看，世界经济在 2008 年金融危机后并未经过“优胜劣汰”式的调整，欧美国家的生活方式需要经历彻底地调整。整个世界经济需要再调整。在这个过程中，全球的重心将逐渐发生变化，政治经济格局需要再平衡。

(二)、短期市场或有平复，但中期看多情绪受到致命打击

由于中国国庆长假因素，空头获利平仓可能导致 9 月 26 日起的一周市场出现反弹，但中期市场看多情绪已经受到致命打击，以铜为例，我们认为在相当长的一段时间内，市场将难以再回到 9000 美元/吨。

图 2 LME 铜价格技术分析（长期，左；短期，右）



资料来源：中国银河证券研究部，文华财经

交易台信息显示本周市场交易者情绪从周二起就可能出现一定变化。本周一，市场传言中国客户铜买盘十分积极，我们也从部分交易商处证实了类似信息。而周二起形势急转直下，不光中国实物客户净买盘显著减少，我们了解到部分对冲基金也开始大局逃离基本金属市场，其中不乏亏损斩仓而出者。之后本周后两个交易日基本金属价格连续大跌。本周 LME 铅库存异常升高，也值得今后持续关注。

图 3 LME 铅库存与价格



资料来源：中国银河证券研究部，路透

我们认为，由于目前市场对希腊问题已经做了最坏的打算，对于欧洲主权债务危机，一方面，希腊问题可能随时露出曙光，平复市场的避险情绪，使得基本金属价格出现短期反弹和剧烈波动；另一方面，如果欧债危机继续蔓延，市场还有进一步恶化的可能。

(三)、资源类公司积重难返

我们认为，由于全球经济整体看淡的预期和对市场未来去杠杆化的预期，资源价格中期难以再有良好表现。对于资源股而言，由于 A 股上市公司普遍缺乏长期套期保值操作，因此一旦市场价格趋势发生扭转，资源股的盈利增长趋

势可能出现逆转，即使资源价格短期反弹，市场对中长期商品价格的担忧也会限制资源股的反弹幅度。

(四)、密切关注国际政治局势

经济情况的进一步恶化可能促使政治家寻求矛盾的转移。我们看到叙利亚和科索沃局势近来持续不稳定。我们认为，叙利亚局势相对稳定，而科索沃地区局势仍然十分敏感和脆弱，特别是少数族裔聚居的北部地区局势更为复杂。近期塞尔维亚议长访华、德国总理默克尔访问塞尔维亚，联合国安理会就科索沃问题专门召开了公开会议等一系列动作说明该地区局势有进一步升级可能。一旦出现战争，对钨等小金属的价格将起到进一步支持作用。

(五)、智利停电事故影响有限

据外电报道，本周末智利出现大面积停电事故，对当地铜矿生产造成了不利影响。但是我们认为，由于目前影响基本金属的主要因素已经从基本面转向宏观，智利停电事故的影响将较为有限。如果促成铜价反弹，导致铜资源类上市公司价格上涨，都可能是一过性的。

3. 投资建议

在我们 8 月 8 日的报告中，我们提到“基于‘再调整，再平衡’的预期，在预期的本轮有色金属板块反弹发生之后，我们可能在未来 1-3 个月将有色金属行业评级从中性下调至回避。”

今天起，我们将有色金属行业的评级正式从“中性”下调至“回避”，预计未来 12 个月，有色金属行业平均回报低于市场主要指数 10%以上。

我们建议对有色金属行业的主要子行业采取以下策略：

基于未来一个月基本金属价格反弹的可能和长期看淡的预期，我们建议对基本金属资源类上市公司采取回避和减持的策略，有色金属板块未来的主要关注重点可能在投机性较强的公司和小公司；

基于对钨价坚挺的预期和国际部分地区局势进一步紧张的可能，我们建议可以适当保持对钨资源上市公司的关注，重点关注厦门钨业（600549，SZ）。

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。

孙勇，有色金属行业证券分析师。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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：驰宏锌锗（600497.SH）、云铝股份（000807.SZ）、罗平锌电（002114.SZ）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、贵研铂业（600459.SH）、厦门钨业（600549.SH）等。

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证券投资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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn