

基本金属下跌空间暂时封闭，继续看好黄金子行业和钨全产业链的投资机会

回避 维持评级

分析师：孙 勇 电话：(8610) 6656 8738 邮箱：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，国际市场黄金价格持续上涨。主要钨制品（ATP、三氧化钨）价格高位震荡。主要基本金属价格震荡。

2. 我们的分析与判断

（一）、近期黄金价格仍将易涨难跌

我们自 9 月 25 日发布《从不确定中的确定出发多维度审视黄金和黄金股的未来》以来，持续看好金价和黄金板块上市公司的阶段性走势。前期我们认为，黄金在经历了九月全月的阶段性调整后，将步入宽幅震荡走势，而受实物买盘的支持在 1600 美元/盎司下方很难继续下跌，向上波动可能性极大。目前市场就处于这种向上波动之中。近期市场上涨速率有所加快，主要受以下因素影响：

表 1：以投资者为代表的黄金 ETFs 持仓近期显著走高，投机性 ETFs 也有增仓迹象

黄金 ETFs 持仓（单位：盎司）	2011-11-8	2011-10-18	2011-9-22	2011-9-1	2011-8-1	2011-7-1	2011-6-1	2011-4-29
SPDR Gold Trust GLD	40370545	39465716	40259833	39620114	40625345	38767956	38994859	39534241
ETF Securities goldfunds	8763677	8705403	8716354	8858922	8715066	8488048	8348852	8477156
ZKB Physical Gold	6867836	6792696	6482688	6553867	6553665	6322167	6286363	6283472
COMEX Gold Trust IAU	5404366	5263048	5404249	5368250	5035427	4638616	4434006	4322536
Julius Baer Physical Gold Fund	3351007	3248292	3180792	3325292	3201631	3067503	3006003	2956431
NewGold ETF	1365480	1404680	1455640	1467620	1546010	1546610	1535330	1590450
Sprott Physical Gold Trust	1222377	1222377	1222377	1222377	1195973	1037605	1037605	1037458
ETFS Physical Swiss Gold Shares	1040913	1021418	1017048	1011748	957900	918659	899200	899200
合计	68386199	67123629	67738980	67428190	67831017	64787163	64542218	65100944

资料来源：中国银河证券研究部，路透

第一，欧债危机仍未平息，投资人已将目光转向意大利。尽管我们强调阶段性的欧债危机在转好，但其中的曲折和复杂程度仍将令事件不断反弹。黄金已脱离低波动率产品的属性，高波动使其成为此时市场追逐的对象；

第二，由于欧洲各国央行有巨大的黄金储备，市场一直担心欧洲会抛售这类资产解决债务问题，但德国总理默克尔的表态让市场对此类担心减轻。而卡扎菲的死也让抛售利比亚黄金维持战争的预期落空，这些都有利于市场心理层面；

第三，伊朗问题，叙利亚问题，巴尔干半岛问题都在不断进展，战争预期升温是对黄金最大的利好。

表 2 黄金与风险资产具有一定短期相关性

Historical Correlation to Gold			
	1M	3M	6M
Dow Futures	0.27	-0.22	-0.14
Stoxx50	0.38	-0.10	-0.05
沪深 300	0.86	-0.39	-0.78
Euro	0.22	-0.02	0.04
CNY	-0.12	-0.11	-0.17
Aussie	0.33	0.02	0.12
Yen	-0.29	-0.22	-0.10
Swiss	0.06	0.12	0.14
iTraxx Senior Financials	-0.33	0.01	-0.02
5 Year CDS SOVX	-0.24	0.00	-0.02
2 Year Treasury Rate	-0.03	-0.27	-0.19
5 Year Treasury Rate	0.01	-0.31	-0.22
10 Year Treasury Rate	-0.02	-0.32	-0.23
5 Year TIPS	0.16	0.41	0.30
10 Year TIPS	-0.34	-0.11	-0.10
Silver	0.76	0.74	0.71
Crude	0.45	0.11	0.24
Copper	0.48	0.25	0.26
Soy Bean	0.23	0.20	0.28
Corn	0.08	0.15	0.21
SH Spot Gold Premium	0.96	0.98	0.99

资料来源：中国银河证券研究部，银河有色行业重要交易指标数据库，彭博

第四，欧洲央行上周的意外降息高度利好黄金：一方面，降息有利于投资者对黄金作为不生息资产的买入和持有，另一方面，降息反映了欧洲央行宽松货币的意愿。最为主要的是，在 CPI 高企的状态下欧洲央行宣布降息标志着欧洲央行行为模式的重大转变，即从盯住通胀模式转变为更重视增长和更容忍通胀，这将对黄金是很大的长期利好。

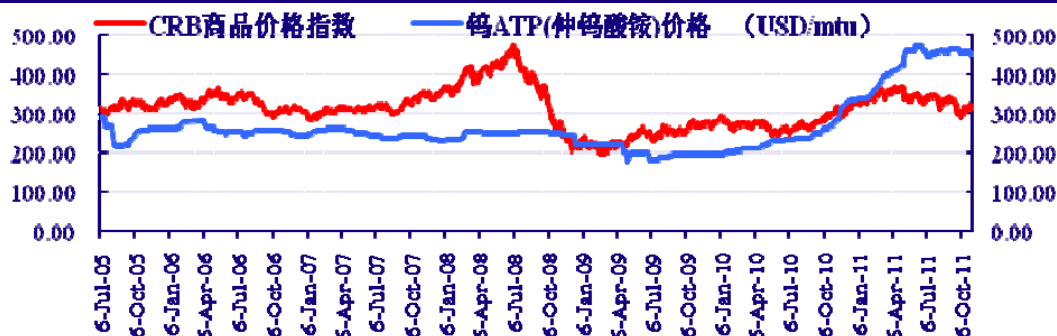
第五，今年春节早于往年，目前中国即将进入一年的采购高峰期，这种预期对金价形成进一步支撑。

我们认为，短期黄金价格将继续易涨难跌。而 2010 年 7 月，2009 年 8 月，2008 年 2 月，对应金价分别为 1200 美元/盎司，950 美元/盎司和 950 美元/盎司，目前上市公司股价和金价对比具有显著优势。

(二)、钨价仍将保持坚挺

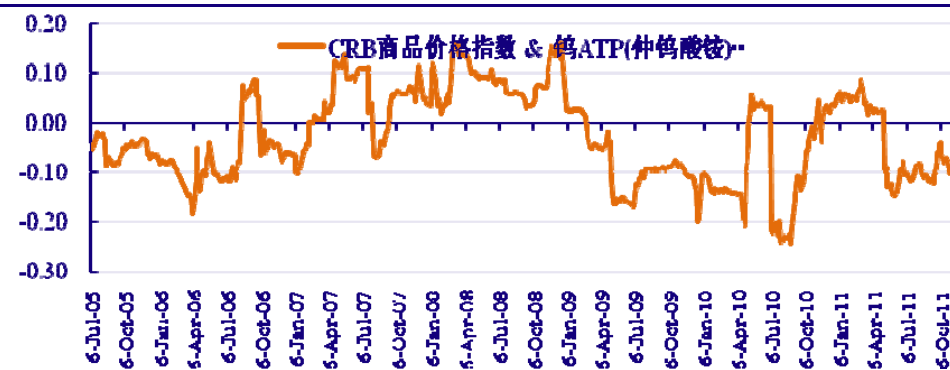
上周矿产开发管理司副司长薄志平回答记者关于稀土矿产开发管理的问题，继续强调了稀土、钨、锑是国家优势矿产，实行有计划的开采。尽管近期钨价在高位出现了一定的波动，我们认为未来继续下跌的空间不大。据我们了解，钨和稀土在贸易环节的较大不同是钨精矿、产品缓解发生囤积的规模和概率都要小于稀土，短期不大可能出现类似稀土价格暴跌的情况。

图 1 钨 ATP 价格高位整理，大宗商品指数同期回落



资料来源：中国银河证券研究部，银河有色行业数据库，彭博

图 2 金融危机以来，钨 ATP 价格与大宗商品指数相关性明显变差

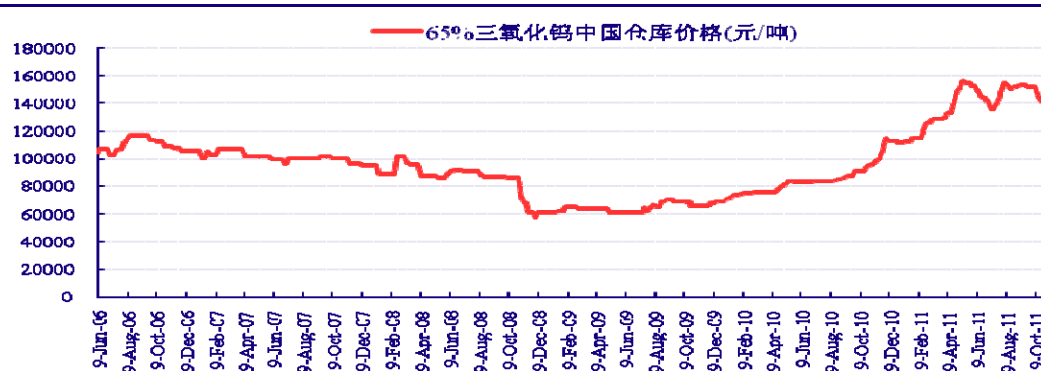


资料来源：中国银河证券研究部，银河有色行业数据库，彭博

我们看到金融危机以来钨 ATP 价格与大宗商品整体走势明显变差，甚至多数时间呈现负相关特征，显示出钨价良好的抗周期性。

我们认为国家未来持续出台政策支持以钨为代表的小金属企业做足产业链和深加工的可能性极大。这些都有利于钨深加工企业未来业绩提升。

图 3 三氧化钨中国仓库价格出现下降



资料来源：中国银河证券研究部，银河有色行业数据库，彭博

综上所述，我们最为看好具有资源、深加工为一体的钨全产业链行业未来的投资机会。

(三)、基本金属短期下跌空间被封闭

我们认为，OT2 宣布之后产生的基本金属恐慌期已经结束。以铜为例，目前 LME 铜库存持续下滑，市场对中国需求的阶段性预期不断升温，在明年 2 季度前，基本金属价格下跌空间都将十分有限。

表 3 铜与其他基本金属相关性维持高位

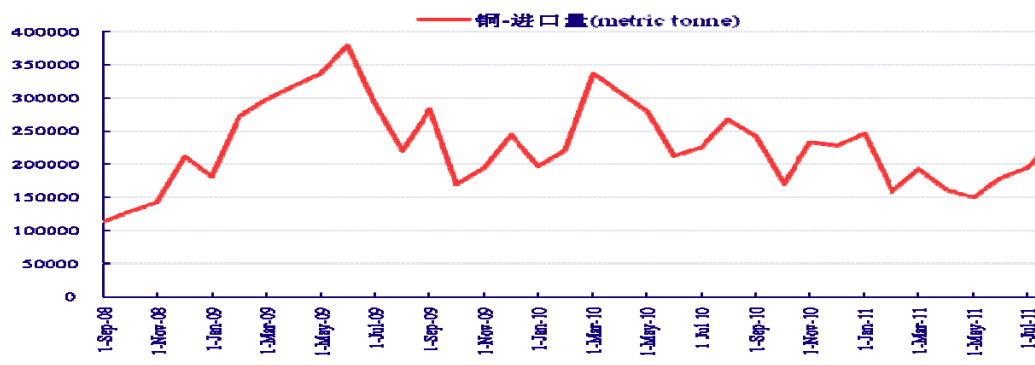
Historical Correlation to Copper	1M	3M	6M
Dow Futures	0.61	0.51	0.47
Stoxx50	0.72	0.60	0.56
沪深 300	0.85	0.93	0.82
Euro	0.49	0.39	0.36
Yen	-0.18	-0.06	-0.07
Swiss	0.33	0.12	0.12
Gold	0.48	0.25	0.26
Silver	0.68	0.51	0.46
Crude	0.62	0.62	0.57
Aluminium	0.82	0.80	0.74
Zinc	0.85	0.83	0.80
Lead	0.81	0.78	0.76
Nickel	0.71	0.74	0.73
Tin	0.67	0.66	0.67
长江铜 (spot)	0.95	0.99	0.98
上海 SHFE 铜 (3M)	0.97	0.99	0.99
Soy Bean	0.35	0.46	0.43
Corn	0.08	0.23	0.20
iTraxx Senior Financials	-0.67	-0.54	-0.49
5 Year CDS SOVX	-0.50	-0.37	-0.35
2 Year Treasury Rate	0.25	0.13	0.15
5 Year Treasury Rate	0.40	0.31	0.31
10 Year Treasury Rate	0.45	0.39	0.38
5 Year TIPS	-0.01	0.11	0.07
10 Year TIPS	-0.08	0.11	0.10

资料来源：中国银河证券研究部，银河有色行业重要交易指标数据库，彭博

铜与其他基本金属相关性已经维持高位，近期未有特殊变化，显示出市场目前的交易重心在基本面，宏观因素对市场的短期影响较为有限。

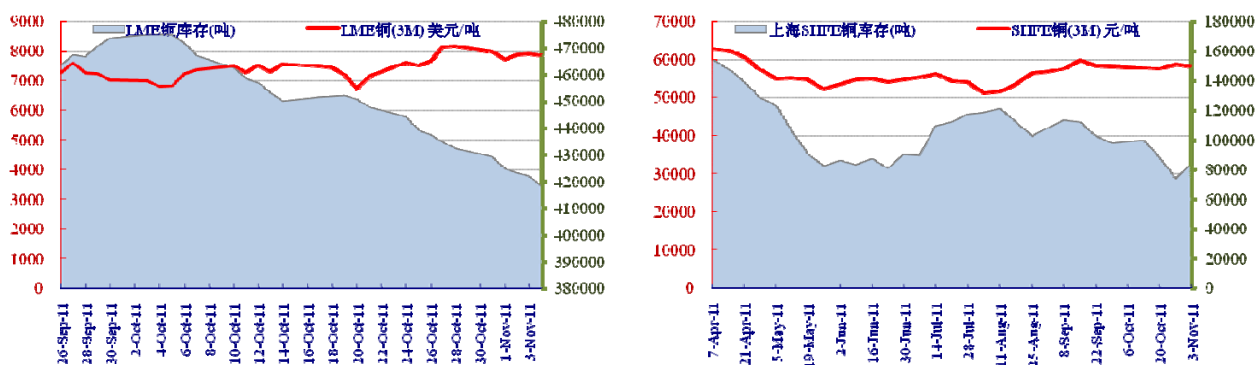
近期中国铜进口已从低位回升，而有调查显示，中国铜库存在之前也处于相对低位。我们认为市场未来对中国铜进口的预期将转向继续乐观，这将支持以铜为代表的基本金属价格。

图 4 中国铜进口量已从低位显著回升



资料来源：中国银河证券研究部，银河有色行业数据库，彭博

图 5 LME 铜库存持续下降，上海铜库存低位略有反弹



资料来源：中国银河证券研究部，银河有色行业数据库，彭博

3. 投资建议

我们维持有色金属行业的“回避”评级，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内部主要子行业采取以下策略：

我们阶段性看好黄金类上市公司的表现预期，目前时刻建议积极配置；

图 6 与历史弹性相比，黄金股（以山东黄金为例）走势落后于金价（左），合理于指数



资料来源：中国银河证券研究部，路透

我们建议选择性配置钨行业全产业链公司，其中重点关注厦门钨业（600549，SH）；

我们建议未来一段时间保持对轻型材料、节能金属、新能源金属等相关子行业的关注，未来适当关注锌资源类公司。

表 4 主要金属价格 60 天相关性矩阵

	XAU	XAG	CU	AL	ZN	PB	SN	NI	EUR	CNY
Dow Futures	-0.10	0.20	0.56	0.55	0.47	0.48	0.57	0.47	0.78	-0.66
Nikkei225	0.34	0.36	0.47	0.39	0.33	0.31	0.48	0.42	0.71	-0.04
Shanghai Composite	0.76	0.82	0.89	0.78	0.85	0.80	0.69	0.79	0.82	0.37
沪深 300	0.78	0.84	0.90	0.81	0.88	0.83	0.70	0.81	0.81	0.40
Hang Seng	0.83	0.82	0.89	0.74	0.78	0.74	0.77	0.80	0.85	0.25
S&P/ASX 200	0.31	0.28	0.36	0.22	0.19	0.15	0.50	0.30	0.68	-0.29
Euro	0.01	0.26	0.48	0.45	0.39	0.39	0.45	0.39	1	0.30
Yen	-0.15	-0.12	-0.09	-0.16	-0.04	-0.05	0.04	-0.16	0.00	-0.06
Gold	1	0.78	0.34	0.21	0.25	0.30	0.25	0.24	0.01	-0.12
Silver	0.78	1	0.61	0.48	0.48	0.47	0.12	0.45	0.27	-0.03
Crude	0.18	0.46	0.67	0.63	0.55	0.55	0.35	0.59	0.47	0.00
Copper	0.34	0.61	1	0.84	0.85	0.79	0.66	0.73	0.48	-0.19
Aluminium	0.21	0.48	0.84	1	0.79	0.69	0.68	0.83	0.45	-0.21
Zinc	0.25	0.48	0.85	0.79	1	0.84	0.63	0.75	0.40	-0.05
Lead	0.30	0.47	0.79	0.69	0.84	1	0.57	0.69	0.39	-0.19
Tin	0.12	0.35	0.68	0.63	0.57	0.59	1	0.67	0.45	-0.26
Nickel	0.24	0.45	0.73	0.83	0.75	0.69	0.59	1	0.39	-0.18
上海 SHGD 金 (spot)	0.97	0.97	0.92	0.86	0.92	0.91	0.70	0.87	0.56	0.51
上海 SHGD 银 (spot)	0.94	0.98	0.94	0.90	0.95	0.94	0.71	0.90	0.60	0.58
长江铜 (spot)	0.94	0.98	0.98	0.92	0.97	0.96	0.78	0.94	0.68	0.51
上海 SHFE 铜 (3M)	0.94	0.98	0.99	0.94	0.98	0.96	0.80	0.94	0.68	0.50
长江铝 (spot)	0.76	0.86	0.84	0.93	0.92	0.92	0.72	0.84	0.52	0.71
上海 SHFE 铝 (3M)	0.86	0.92	0.92	0.97	0.96	0.96	0.83	0.93	0.60	0.56
长江锌 (spot)	0.89	0.95	0.94	0.95	0.98	0.97	0.76	0.90	0.61	0.61
上海 SHFE 锌 (3M)	0.93	0.97	0.97	0.95	0.99	0.98	0.81	0.94	0.65	0.51

资料来源：中国银河证券研究部，银河有色金属行业重要交易指标数据库，彭博

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