

近期重点关注黄金、铜子行业，长期关注 铝土、钨、轻型材料子行业

回 避 维持评级

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

感谢实习生刘先政对本报告的贡献

1. 事件

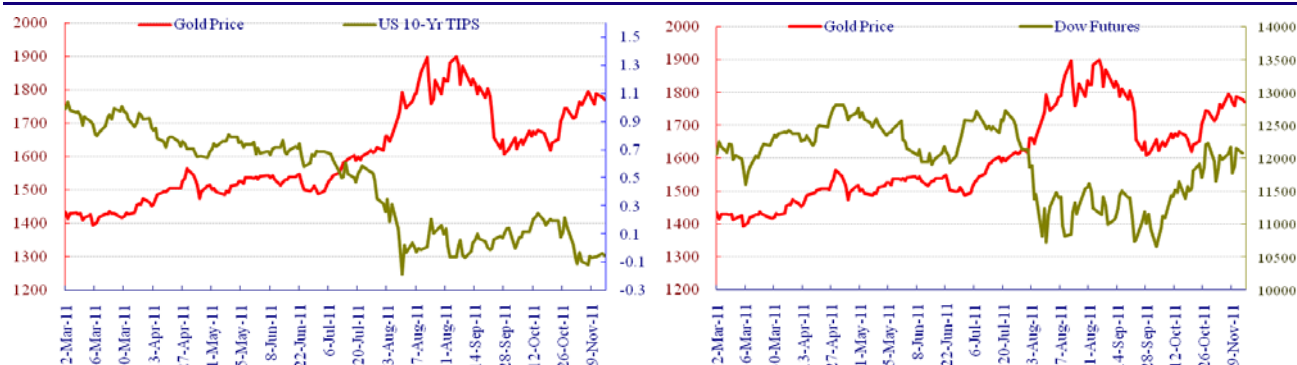
周一，A股黄金板块出现异动。其中中金黄金上涨4.03%，山东黄金上涨3.43%，紫金矿业上涨2.37%，恒邦股份上涨2.67%。基本金属相关股票价格走势坚挺，整个有色金属板块涨幅超过2.5%，居市场所有行业前列，一改前期低迷态势。

2. 我们的分析与判断

(一)、近期黄金价格仍将易涨难跌

我们重申看好金价近期的走势：

图1 美国10年期通胀保值债券收益率重新下滑，黄金与道琼斯指数近期出现正相关性



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

一是黄金已脱离低波动率产品的属性，高波动+天然避险属性使其成为高波动高风险环境下兼具投资和投机属性的品种；

二是伊朗问题，叙利亚问题，巴尔干半岛问题继续不断进展，战争预期持续升温是对黄金最大的利好；

三是保增长成为欧洲、美国和中国的一直目标，市场普遍预期各国央行对通胀容忍度提高；

四是今年春节早于往年，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。

表 1 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	0.48	-0.19	-0.11
Stoxx50	0.46	-0.07	-0.03
沪深 300	0.93	-0.26	-0.78
Euro	0.54	0.03	0.07
CNY	-0.22	-0.13	-0.18
Aussie	0.48	0.05	0.15
Yen	-0.31	-0.22	-0.11
Swiss	0.23	0.12	0.15
iTraxx Senior Financials	-0.50	-0.04	-0.04
5 Year CDS SOVX	-0.38	-0.06	-0.04
2 Year Treasury Rate	0.17	-0.26	-0.18
5 Year Treasury Rate	0.18	-0.30	-0.21
10 Year Treasury Rate	0.17	-0.31	-0.22
5 Year TIPS	0.01	0.41	0.30
10 Year TIPS	0.01	-0.11	-0.10
Silver	0.78	0.75	0.71
Crude	0.42	0.11	0.23
Copper	0.47	0.26	0.27
Soy Bean	0.17	0.21	0.28
Corn	-0.02	0.15	0.21
SH Spot Gold Premium	0.97	0.98	0.99

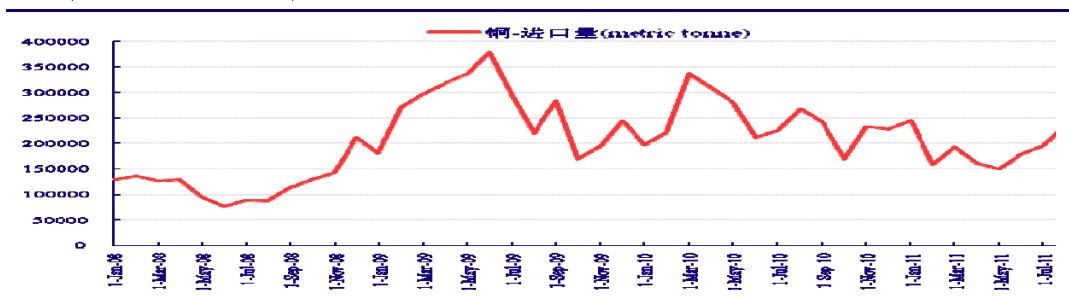
资料来源：中国银河证券研究部，银河有色行业重要交易指标数据库，彭博

结合我们观察到近期黄金 ETFs 持仓也持续上升，我们维持前一周对短期黄金价格将继续易涨难跌的判断。尽管市场已经出现一定程度上涨，但目前上市公司股价和金价对比仍具有显著优势。

(二)、基本金属近期价格影响因素已由宏观逐渐转向基本面

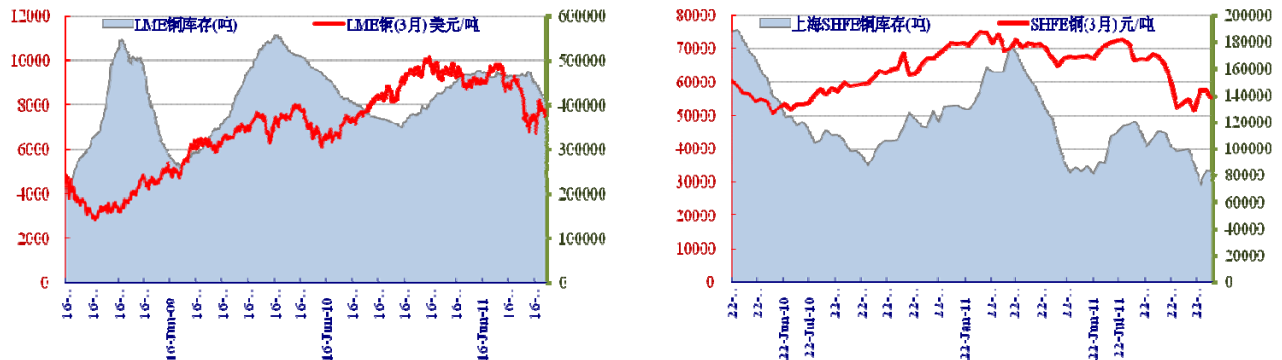
近期铜与其他金属间相关性维持高位。尽管铜与主要风险资产相关性也同样维持高位，但金属间相关性更强且短期相关性大幅提升，我们认为这是影响基本金属的因素从宏观因素转向基本面的重要信号。

图 2 中国铜进口量连续回升



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 3 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

表 2 铜与其他基本金属相关性维持高位

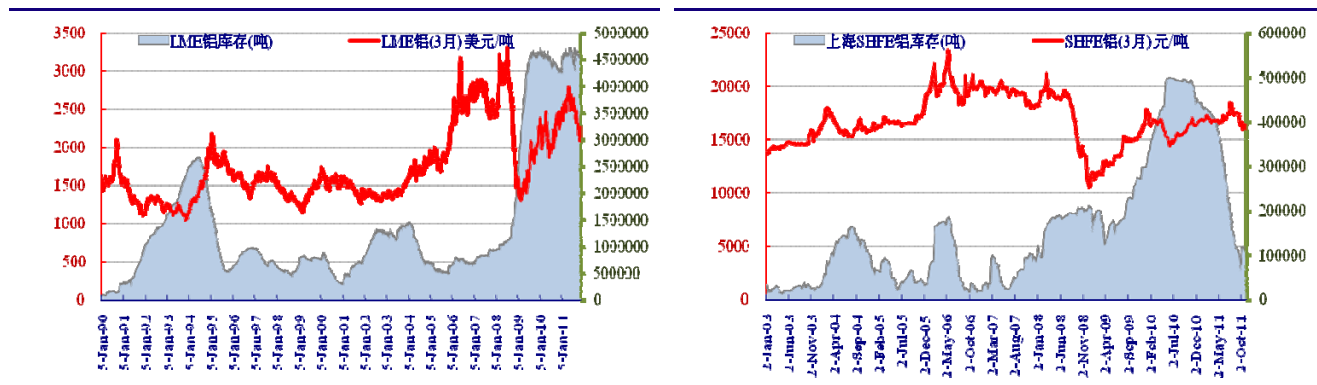
Historical Correlation to Copper			
	1M	3M	6M
Dow Futures	0.60	0.50	0.47
Stoxx50	0.70	0.60	0.56
沪深 300	0.80	0.92	0.82
Euro	0.52	0.40	0.36
Yen	-0.21	-0.09	-0.07
Swiss	0.32	0.11	0.13
Gold	0.47	0.26	0.27
Silver	0.64	0.51	0.46
Crude	0.52	0.60	0.57
Aluminium	0.85	0.80	0.73
Zinc	0.85	0.83	0.80
Lead	0.83	0.79	0.77
Nickel	0.80	0.72	0.73
Tin	0.67	0.65	0.67
长江铜 (spot)	0.95	0.99	0.99
上海 SHFE 铜 (3M)	0.96	0.99	0.99
Soy Bean	0.26	0.46	0.44
Corn	-0.13	0.23	0.19
iTraxx Senior Financials	-0.68	-0.55	-0.49
5 Year CDS SOVX	-0.53	-0.40	-0.35
2 Year Treasury Rate	0.33	0.12	0.15
5 Year Treasury Rate	0.45	0.30	0.31
10 Year Treasury Rate	0.47	0.38	0.38
5 Year TIPS	-0.09	0.12	0.07
10 Year TIPS	0.25	0.10	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

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。我们认为，基本面为主，宏观面为辅主导市场的格局在未来一段时间内将得以持续，这将限制铜价的波动。我们一直认为，没有一个独立单一逻辑主导的市场很难产生大的趋势性行情，现在虽然影响基本金属因素从宏观逐渐转向基本面，但无法彻底完成转换，市场将在多因素交织下呈现震荡偏强的特征。

(三)、长期关注铝土资源

图 4 LME 铝库存处于高位，上海铝库存大幅下降



资料来源：中国银河证券研究部，银河有色行业数据库，彭博

我们看到一条 10 月 13 日的消息近两日被行业媒体广泛转载，商务部产业损害调查局已经发出预警，中国铝土矿对外依存度高达 60%。其中，来自印尼的铝土矿所占比例超过 70%，仅今年 7 月，来自印尼的铝土矿所占比例就创下 84.19% 的新高。印度进口量占比约 1.7%。铝土矿在全球储量巨大，而在我国却面临枯竭。我国铝土矿资源相对匮乏，静态保证年限仅 10 年。

尽管是过气消息，但结合目前的市场我们认为有必要进行强调：我们看到 LME 市场铝的现货、3 个月、15 个月、27 个月和 63 个月的价格分别为 2145.75, 2165.00, 2251.00, 2343.00 和 2604.00。远月升水十分突出。我们知道，构成铝价的一个重要部分是能源，而我们看到一年的能源价格期限结构是贴水的，这就证明市场对远期价格上升的看法不是由能源价格驱动的，更可能是由于资源价格驱动的。

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：

尽管金价目前在 1800 美元/盎司关前震荡，但我们认为金价自 9 月 26 日从最低 1550 美元/盎司下方反弹以来，幅度已经足够高，而相关上市公司股价表现并不明显。近期黄金市场仍然保持易涨难跌态势，ETFs 增仓明显，在我们“黄金板块走好需要金价和指数双驱动”的逻辑下，黄金板块未来仍存在明显机会，重点关注山东黄金、中金黄金。

我们看到近期影响铜价走势从宏观因素向基本面因素转向，市场更关注中国局部政策放松带来的铜交易型机会。进口方面我们看到了不错的铜进口和产出数据，而 LME 的铜库存持续下滑。我们认为这些都有利于铜价在未来短时间内继续保持坚挺，并驱动相关上市公司股价强于市场平均水平，重点关注江西铜业。

我们始终对铝土交易的金融化前景十分看好，近几年我国铝土进口价格已经大幅飙升，从 2005 年、2006 年的进口均价在 33 美元/吨左右到 2011 年前 7 月的 45.2 美元/吨，而国际市场上铝土资源的集中度一直在加强，我们认为长

期看铝土交易金融化是较为确定的趋势，一旦金融化进程开始，将给市场带来长期的投资机会，这种机会不是短期的，而是三五年以上的。重点关注云铝股份。

本周我们继续维持对钨子行业的看好和对厦门钨业的推荐评级。

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 3 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	-0.01	0.29	0.57	0.55	0.50	0.47	0.52	0.46	0.84	-0.73
Nikkei225	0.33	0.31	0.38	0.26	0.21	0.21	0.33	0.28	0.66	-0.13
Shanghai Composite	0.82	0.80	0.83	0.54	0.80	0.70	0.55	0.59	0.72	0.12
沪深 300	0.85	0.85	0.88	0.63	0.86	0.78	0.60	0.67	0.73	0.20
Hang Seng	0.84	0.76	0.82	0.52	0.70	0.62	0.69	0.63	0.78	0.03
S&P/ASX 200	0.31	0.20	0.26	0.01	0.09	0.02	0.41	0.11	0.60	-0.44
Euro	0.06	0.29	0.46	0.44	0.41	0.37	0.43	0.38	1	0.26
Yen	-0.17	-0.14	-0.09	-0.17	-0.05	-0.07	0.02	-0.14	-0.04	-0.40
Gold	1	0.79	0.39	0.25	0.29	0.35	0.25	0.27	0.06	-0.16
Silver	0.79	1	0.63	0.50	0.50	0.49	0.19	0.48	0.29	-0.08
Crude	0.24	0.52	0.67	0.64	0.55	0.54	0.39	0.61	0.49	-0.02
Copper	0.39	0.63	1	0.82	0.85	0.79	0.61	0.72	0.46	-0.19
Aluminium	0.25	0.50	0.82	1	0.77	0.68	0.68	0.82	0.44	-0.22
Zinc	0.29	0.50	0.85	0.77	1	0.84	0.60	0.70	0.41	-0.05
Lead	0.35	0.49	0.79	0.68	0.84	1	0.58	0.66	0.37	-0.17
Tin	0.19	0.39	0.68	0.60	0.58	0.58	1	0.65	0.43	-0.30
Nickel	0.27	0.48	0.72	0.82	0.70	0.66	0.58	1	0.38	-0.17
上海 SHGD 金 (spot)	0.97	0.97	0.94	0.80	0.93	0.89	0.73	0.84	0.57	0.41
上海 SHGD 银 (spot)	0.91	0.98	0.94	0.88	0.96	0.94	0.71	0.90	0.59	0.56
长江铜 (spot)	0.93	0.98	0.98	0.87	0.97	0.95	0.76	0.91	0.65	0.48
上海 SHFE 铜 (3M)	0.93	0.99	0.99	0.88	0.98	0.96	0.78	0.92	0.65	0.46
长江铝 (spot)	0.64	0.81	0.77	0.94	0.86	0.89	0.65	0.84	0.47	0.78
上海 SHFE 铝 (3M)	0.78	0.91	0.89	0.97	0.93	0.96	0.79	0.93	0.56	0.63
长江锌 (spot)	0.82	0.94	0.92	0.94	0.97	0.97	0.73	0.90	0.58	0.64
上海 SHFE 锌 (3M)	0.91	0.97	0.97	0.91	0.99	0.98	0.79	0.92	0.63	0.49

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