

大跌中坚持策略不变，长期看淡无碍阶段性关注金铜锌镍钨铝土

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

感谢实习生刘先政对本报告的贡献

1. 事件

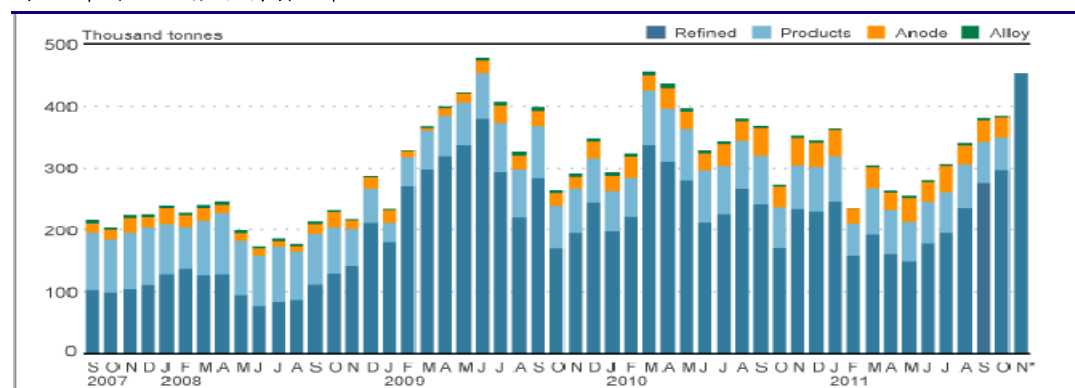
近期主要基本金属价格和贵金属价格出现较大调整。

2. 我们的分析与判断

(一)、基本面形势仍不构成基础金属价格利空

周末海关公布数据，中国 11 月末锻造铜及铜材进口 452022 吨，无论同比、环比均大幅增加。今年以来中国累计进口铜 356.43 万吨，同比下降 9.7%，但逐月恢复迹象明显。当月中国进口废铜 43 万吨，今年以来累计进口 424 万吨，同比增长 7.9%。11 月末锻造的铝及铝材进口 78673 吨，进口废铝 28 万吨。

图 1：中国进口铜数据持续回升



资料来源：路透

市场对中国包括铜、铁矿石等在内的进口数据恢复性增长并未有足够预期，而受宏观因素影响，近期基本金属价格持续调整，与基本面背离十分显著。

需要注意的是，我们在这里并非强调金属价格与基本面要保持一致，相反，我们始终认同宏观因素主导基本金属价格的逻辑。然而，基本面形势不构成价格利空，反而构成价格利好的情况下，一旦宏观因素未来出现与现在相反的逆向波动，基本面因素将对市场起到助推作用。

(二)、欧洲“放水”是大概率事件

欧洲央行近期连续第二次降息。新行长上任以来的举措已经表明欧洲央行的政策取向发生了重大变化，通胀容忍度显著提升。在欧洲危机进一步深化的情况下，欧洲央行在 2012 年初进一步推出宽松政策的预期十分强烈。

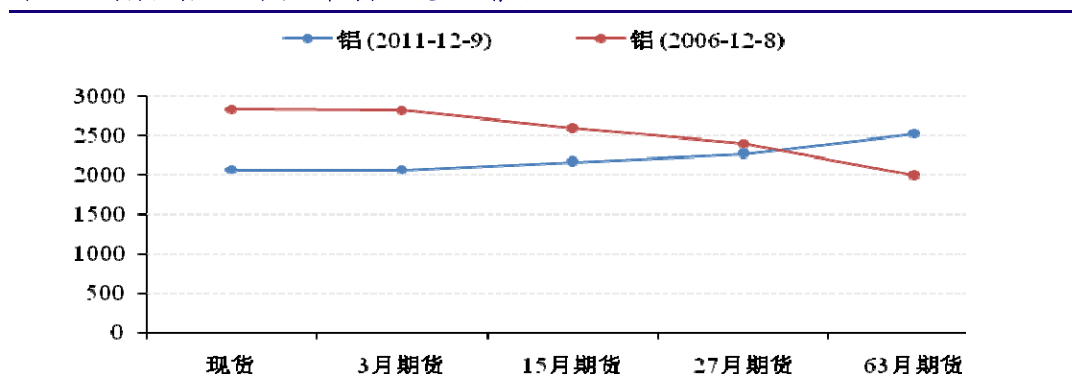
自金融危机以来，我们从未见过欧洲“放水”的情况。一旦未来形势进一步恶化导致欧洲放水，甚至欧美同时“放水”，将对大宗商品价格整体产生阶段性正面作用，而我们判断这是较大概率的事件。

(三)、欧洲银行出借黄金是暂时现象

近期伦敦黄金出借利率持续走低。我们认为这主要是欧洲部分银行出借黄金融资的影响，对黄金市场造成了压力。但我们认为这是短期行为，说到底这一情况仍然是近期欧洲美元资金紧张造成的。前期全球央行联合干预就是针对欧洲美元紧张的现象，尽管目前现象仍未得到缓解，但我们认为这一情况在政策干预下不会持续太久，是暂时现象。

(四) 铝土资源金融化是趋势，但进程受经济环境影响较为显著

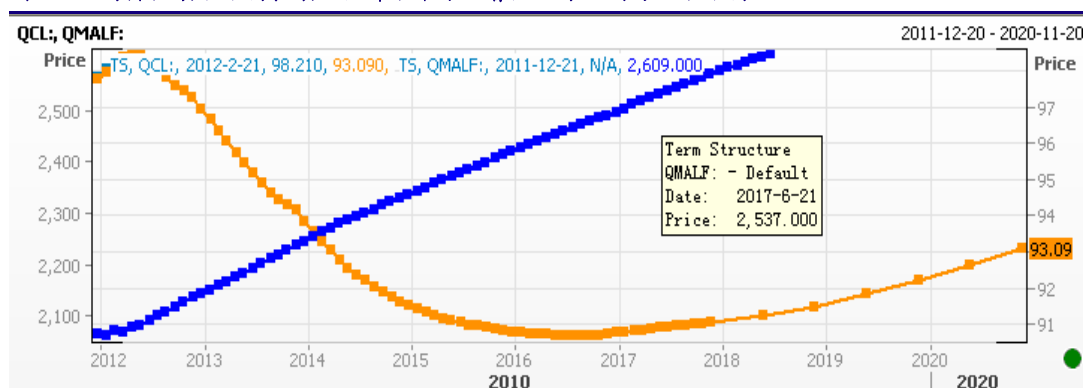
图 2：铝的价格期限结构与五年前相比发生显著变化



资料来源：中国银河证券研究部，彭博

铝的价格期限结构与五年前相比已经发生了显著变化。较强的升水的确可能与现货压力巨大有关，但长期升水的结构并非现货压力的单一因素引起，更多地仍是长期价格与目前价格基差的影响。

图 3：铝的价格期限结构长期大幅升水十分显著，而原油则为贴水结构



资料来源：中国银河证券研究部，路透

当然，的确我们承认，铝土价格的金融化进程不但取决于目前的中国需求国别结构、上游产业集中度和产业意愿，最根本的还是需求的持续增加和价格的波动预期。如果大宗商品价格整体出现形如 1980 年以后的长期调整或 2008 年时的短期大调整，那么在那个时候一是金融化进程显然将受到延缓，二是本身价格的弱势也不能使铝土生产企业受益。但总的来说，铝土—氧化铝的金融化定价是一个趋势，且在目前还是不断强化的。

3. 投资建议

尽管近期基本金属和黄金价格出现了较大调整，但我们仍坚持在 2012 年年度策略中的观点：

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。

现在的下跌不足以改变我们的判断，阶段性地，我们认为 2012 年春节前后到 5 月中旬以前，海外政策叠加短期货币环境的好预期将主导大宗商品市场，结合我们看待市场的长期逻辑和短期分析，黄金、铜、锌、镍仍是一旦宽松最为受益的金属，而钨是相对最为安全的金属。

建议阶段性积极关注相关上市公司，重点关注山东黄金(600547, SH), 中金黄金(600489, SH), 江西铜业(600362, SH), 厦门钨业(600549, SH) 和云铝股份(000807, SZ) 等。

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。

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