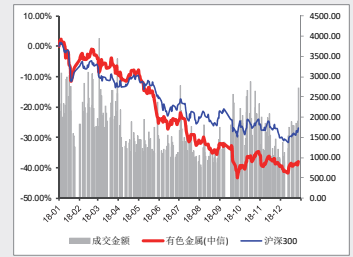


## 物“稀”为“贵”

中性

市场表现 截至 2018.12.28



### ⑤ 2018 年有色板块表现欠佳，行业估值震荡下行

中信有色指数全年下跌 40.93%，跑输上证指数 16.34 个百分点，在 29 个中信一级行业中位居第 27 位。行业估值全年震荡下行，与大盘估值的差值逐渐缩小。子板块方面，贵金属板块估值先降后升；工业金属和稀有金属板块的估值则全年震荡向下。

### ⑤ 全年金属价格普遍下跌

年初以来，工业金属价格以下跌为主，LME 铜、铝、铅、锌、镍相对年初均下跌 10% 以上；贵金属价格则走出了冲高回落触底反弹的走势；小金属方面除部分钢铁品种上涨，其余大部分品种均有下跌；稀土产品价格则涨跌互现。

### ⑤ 关注稀土供需关系变化，行业景气度提升

2018 年的全球稀土市场紧平衡。未来两年，尽管全球主要经济体经济增长预期放缓，抑制传统稀土下游领域增长，但永磁、新能源、环境保护等新材料领域仍保持高速发展。目前新材料领域对稀土的需求量已超过 70%，而传统行业对稀土的应用则已不到稀土总需求量的 30%。考虑全球供应增速下降，而需求端稳定增长，供应增速小于需求增速，供应过剩量有望逐年减少，行业景气度将逐年提升。

### ⑤ 把握贵金属投资机会

2019 年全球经济增速或逐渐放缓，美联储加息有望进入尾声，叠加美股熊市信号频出，全球或进入美元弱势周期。而中美贸易冲突、伊核问题、朝鲜半岛局势、美国退出中导条约、英国脱欧等不稳定因素或促使国际金价波动反弹，预计 2019 年国际金价将震荡上行。

### ⑤ 投资策略和重点公司

在世界经济增速放缓，美国经济或将触顶，全球或进入美元弱势周期的背景下，黄金将成为最好的避险品种；而经济下行导致的需求预期下降，受累工业金属，与政策关联更加紧密的小金属或将优于工业金属，国家政策导向良好的稀土板块值得关注。推荐公司为贵金属和稀土板块的龙头企业山东黄金（600547）和北方稀土（600111）。

### ⑤ 风险提示

1，宏观经济波动风险；2，美元指数波动风险；3，有色金属价格下跌风险。

分析师：贺众营

执业证书号：S1490514050001

电话：010-85556195

邮箱：hezhongying@hrsec.com.cn

联系人：彭勃

电话：010-85556201

邮箱：pengbo@hrsec.com.cn

证券研究报告

## 目录

一、 2018年有色市场回顾.....	4
1. 2018年有色金属板块市场表现弱于大盘.....	4
2. 金属价格.....	6
3. 行业估值震荡下行，工业金属处于相对低位.....	7
4. 2018年前三季度有色金属行业整体业绩增速放缓.....	9
二、 投资策略.....	10
1. 稀土板块.....	10
(1) 2018年稀土价格回顾.....	10
(2) 环保督查、稀土“打黑”常态化，重塑行业格局.....	12
(3) 全球稀土矿供应将持续增加，缅甸为最大不确定性因素.....	12
(4) 需求：永磁需求稳中有升.....	14
(5) 展望：供应放缓，需求端稳定增长，景气度有望提升.....	15
2. 贵金属：黄金.....	16
(1) 2018年黄金市场回顾.....	16
(2) 金价：金融属性驱动，与美元指数负相关.....	17
(3) 美国经济增长预期回落，美元走弱，促进金价上行.....	18
三、 个股推荐.....	21
1. 山东黄金.....	21
2. 北方稀土.....	21
四、 风险提示.....	22

## 图表目录

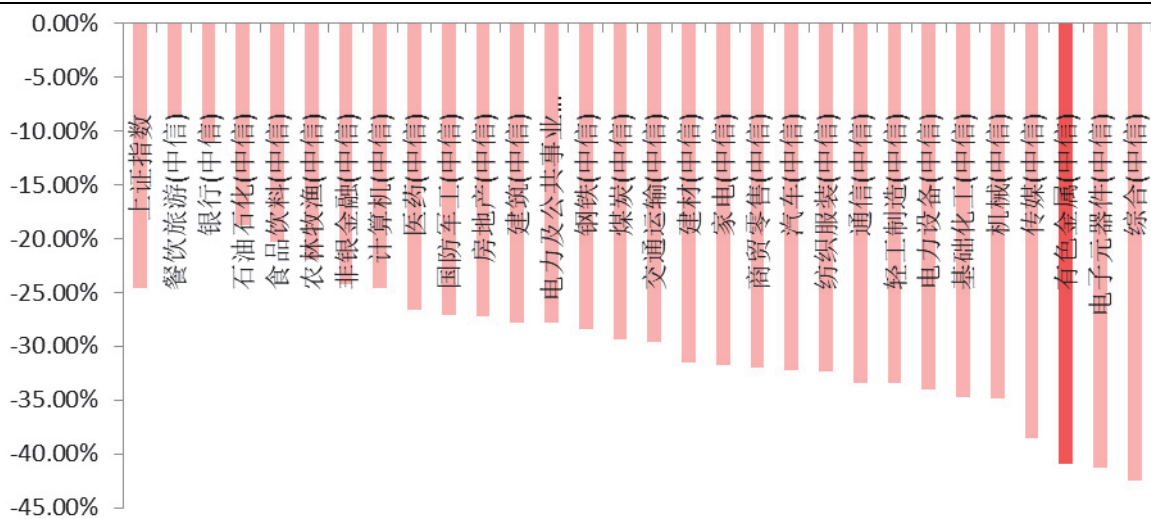
图表 1: 2018 年有色行业涨跌幅位居中信行业分类第 27 名	4
图表 2: 2018 年有色行业指数走势图	4
图表 3: 有色子板块指数涨跌幅	5
图表 4: 2018 有色板块及细分行业涨跌幅	5
图表 5: 2018 年有色板块股票涨跌幅前五	5
图表 6: 2018 年工业金属价格涨跌幅	6
图表 7: 2018 年贵金属价格涨跌幅	6
图表 8: 2018 年小金属价格涨跌幅	6
图表 9: 2018 年稀土价格涨跌幅	7
图表 10: 2018 年 29 个中信一级行业市盈率 PE 估值表现 (截至 12 月 28 日)	7
图表 11: 有色金属板块 PE	8
图表 12: 有色金属板块 PB	8
图表 13: 贵金属板块 PE	8
图表 14: 贵金属板块 PB	8
图表 15: 工业金属板块 PE	8
图表 16: 工业金属板块 PB	8
图表 17: 稀有金属板块 PE	9
图表 18: 稀有金属板块 PB	9
图表 19: 中信有色板块总营收规模 (亿元) 及增速	9
图表 20: 中信有色板块净利润规模 (亿元) 及增速	9
图表 21: 工业金属板块营业收入规模 (亿元) 及增速	10
图表 22: 稀有金属板块营业收入规模 (亿元) 及增速	10
图表 23: 有色子板块营业收入同比增速	10
图表 24: 有色子板块近五年毛利率	10
图表 25: 2018 年氧化镨、氧化铽和氧化镱价格走势 (截至 12 月 28 日)	11
图表 26: 2018 年氧化镱和氧化铪价格走势 (截至 12 月 28 日)	11
图表 27: 全球主要国家稀土矿产品产量分布 (吨, REO)	13
图表 28: 全球主要国家稀土冶炼分离产品产量 (吨, REO)	14
图表 29: 中国新能源汽车月销量及增速	15
图表 30: 全球稀土冶炼分离产品供需平衡表 (吨)	16
图表 31: COMEX 黄金	17
图表 32: 美元指数与黄金价格呈负相关	17
图表 33: 美国失业率到达十年来低点	18
图表 34: 美国 CPI 连续三月下滑	18
图表 35: 美债利差收紧	19
图表 36: IMF 对 2019 年主要经济体经济增长预测	20
图表 37: 重点公司盈利预测与评级	21

## 一、2018 年有色市场回顾

### 1. 2018 年有色金属板块市场表现弱于大盘

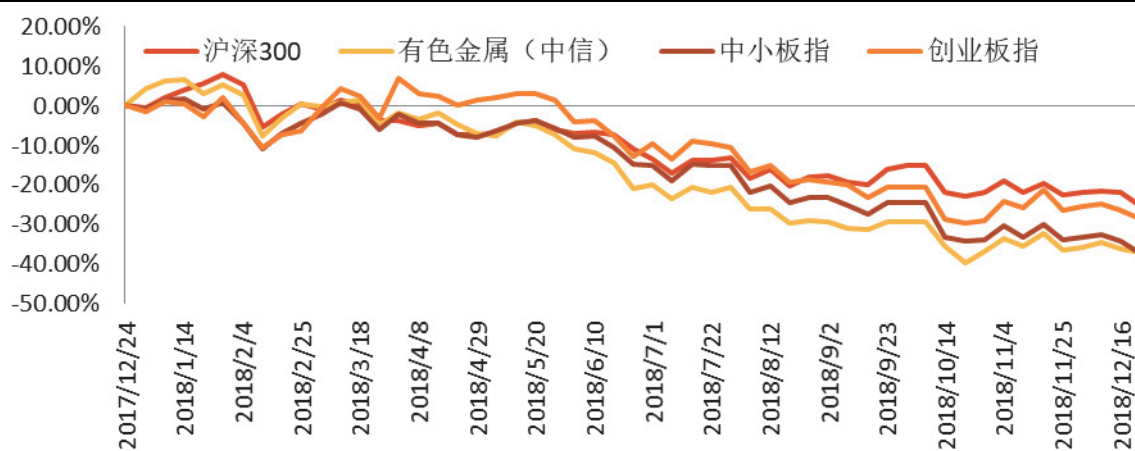
截至 2018 年 12 月 28 日（如无说明，下同），中信有色行业指数全年下跌 40.93%，跑输上证指数 16.34 个百分点，在 29 个中信一级行业中位居第 27 位。

图表 1：2018 年有色行业涨跌幅位居中信行业分类第 27 名



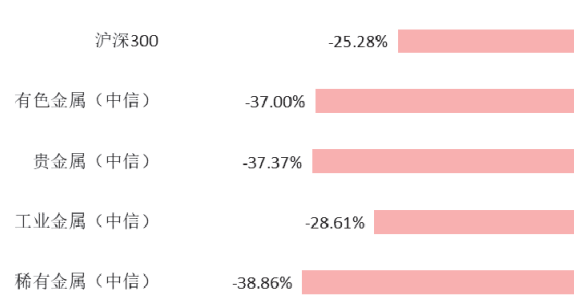
数据来源：wind，华融证券整理

图表 2：2018 年有色行业指数走势图

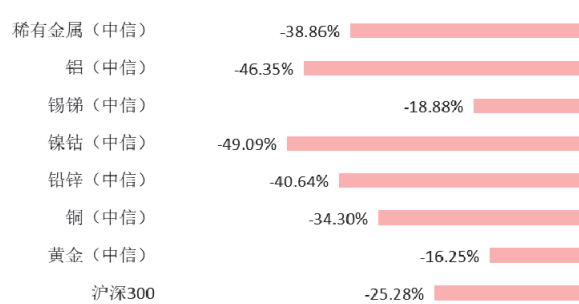


数据来源：wind，华融证券整理

2018年大盘整体表现震荡下行，在29个中信一级行业中，只有餐饮旅游、银行、石油石化、食品饮料和农林牧渔五个行业全年表现跑赢大盘，其余24个行业均跑输大盘，其中机械、传媒、有色金属、综合和电子元器件的表现垫底。2018年有色行业景气度回落，金属价格表现疲软，有色股价也出现大幅下行，有色指数持续震荡下行、全年整体跑输大盘。

**图表3：有色子板块指数涨跌幅**


数据来源：wind，华融证券整理

**图表4：2018有色板块及细分行业涨跌幅**


数据来源：wind，华融证券整理

在各子板块中，贵金属、工业金属和稀有金属指数分别下跌37.37%、28.61%和38.86%，均未跑赢大盘。而细分行业中，黄金和锡锑表现优于其他细分板块，分别跑赢大盘9.03和6.40个百分点，而镍钴(-49.09%)、铝(-46.35%)、铅锌(-40.64%)和稀有金属(-38.86%)板块表现较差，对有色行业的表现形成拖累，其中镍钴和铝跌幅最大、对行业整体表现的影响也最大。

**图表5：2018年有色板块股票涨跌幅前五**

代码	简称	一年内涨幅	代码	简称	一年内跌幅
000975.SZ	银泰资源	8.12%	000693.SZ	*ST华泽	-73.52%
600673.SH	东阳光科	7.85%	002501.SZ	利源精制	-72.71%
000688.SZ	建新矿业	6.29%	603612.SH	索通发展	-66.59%
002203.SZ	海亮股份	1.45%	600614.SH	鹏起科技	-64.67%
600547.SH	山东黄金	-2.58%	600687.SH	刚泰控股	-64.54%

数据来源：wind，华融证券整理

个股方面，全年表现普遍下跌，其中涨幅前五的有：华泰资源(8.12%)、东阳光科(7.85%)、建新矿业(6.29%)、海亮股份(1.45%)、山东黄金(-2.58%)；跌幅前十的有：\*ST华泽(-73.52%)、利源精制(-72.71%)、索通发展(-66.59%)、鹏起科技(-64.67%)、刚泰控股(-64.54%)。

## 2. 金属价格

2018 年年初以来，工业金属以下跌为主，LME 铜、铝、铅、锌、镍相对年初均下跌 10% 以上；而贵金属则相左美元指数，走出了冲高回落触底反弹的走势；小金属方面除部分钢铁品种上涨，其余大部分品种均有下跌；稀土产品则涨跌互现。

图表 6：2018 年工业金属价格涨跌幅

品种	年初至今涨跌幅	品种	年初至今涨跌幅
LME 铜	-16.62%	SHFE 铜	-13.56%
LME 铝	-16.23%	SHFE 铝	-10.15%
LME 锌	-22.68%	SHFE 锌	-18.61%
LME 铅	-19.05%	SHFE 铅	-6.23%
LME 镍	-11.79%	SHFE 镍	-9.03%
LME 锡	-1.84%	SHFE 锡	-0.65%

数据来源：wind，华融证券整理

图表 7：2018 年贵金属价格涨跌幅

品种	年初至今涨跌幅
COMEX 黄金	-1.06%
COMEX 白银	-8.63%
国内黄金	3.52%
国内白银	-4.91%

数据来源：wind，华融证券整理

图表 8：2018 年小金属价格涨跌幅

品种	年初至今涨跌幅	品种	年初至今涨跌幅
碳酸锂	-51.52%	氢氧化锂	-24.58%
金属钴	-35.04%	四氧化三钴	-35.44%
海绵钴	4.17%	1# 锑	-1.92%
钨精矿	-13.96%	镁锭	15.48%
海绵钛	19.82%	精铟	-1.29%
1# 钼	29.55%	五氧化二钒	50.00%
锆锭	-15.14%		

数据来源：wind，华融证券整理

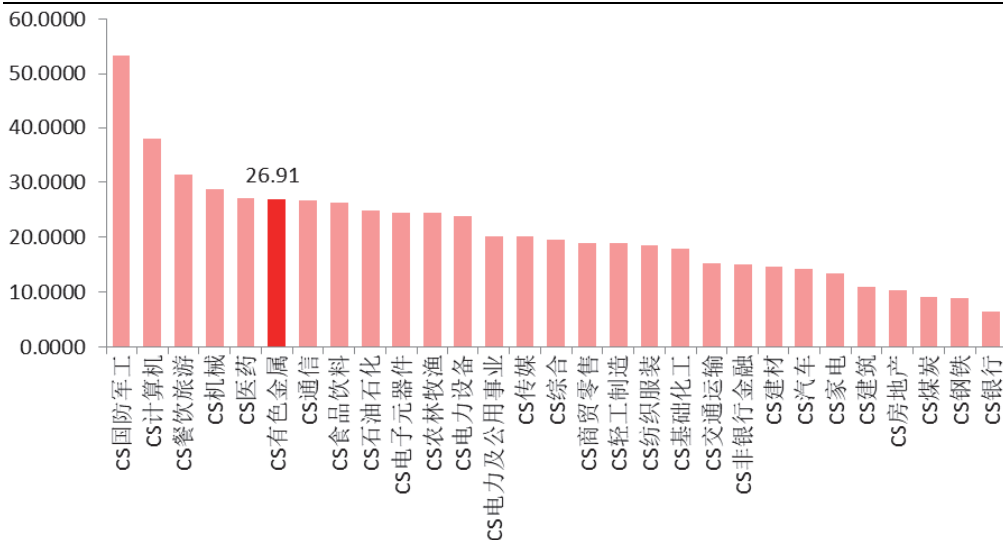
图表 9：2018 年稀土价格涨跌幅

品种	年初至今涨跌幅	品种	年初至今涨跌幅
氧化镧	-8.93%	氧化钐	-3.51%
氧化铈	-5.36%	氧化铈	5.22%
氧化镨	-3.61%	氧化铈	-32.56%
氧化钕	-3.38%	氧化铈	6.49%
氧化钇	-4.65%	碳酸稀土:REO	0.00%

数据来源：wind，华融证券整理

### 3. 行业估值震荡下行，工业金属处于相对低位

图表 10：2018 年 29 个中信一级行业市盈率 PE 估值表现（截至 12 月 28 日）

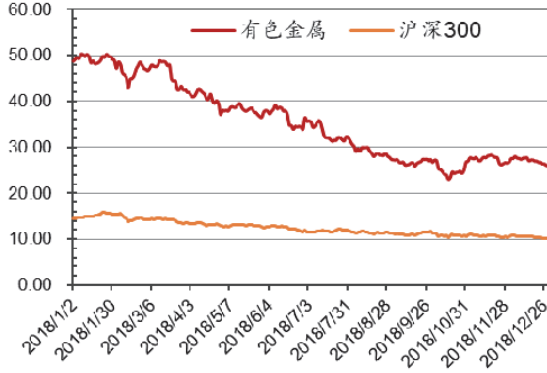


数据来源：wind，华融证券整理

有色行业估值全年震荡下行，与大盘估值的差值逐渐缩小。子板块中，贵金属板块估值先降后升，主要是受到国际金价波动带来的影响；工业金属和稀有金属板块的估值则全年震荡向下，尤其工业金属板块的估值已下跌至接近大盘估值水平。我们预计贵金属板块将受益于国际金价上涨，未来估值有望继续抬升；同样，受益于改革预期，中长期来看工业金属和稀有金属板块估值均有望迎来修复。



图表 11: 有色金属板块 PE



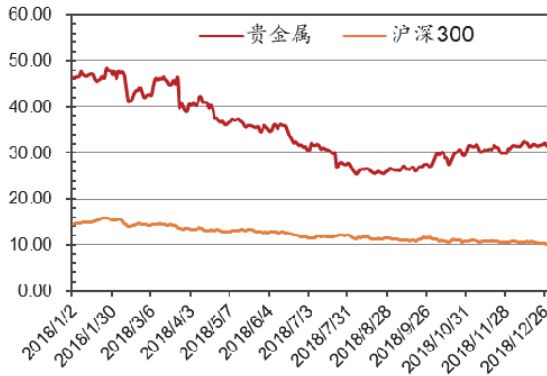
数据来源: wind, 华融证券整理

图表 12: 有色金属板块 PB



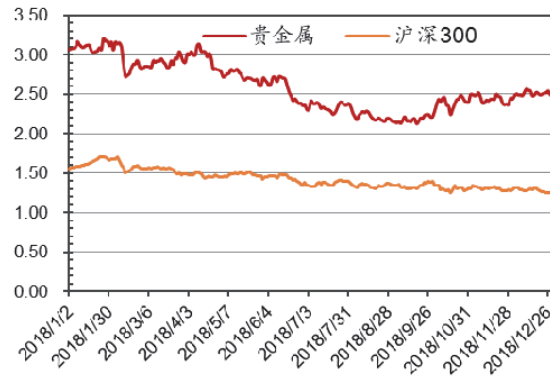
数据来源: wind, 华融证券整理

图表 13: 贵金属板块 PE



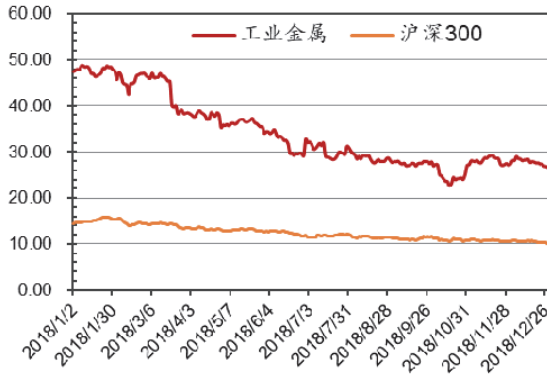
数据来源: wind, 华融证券整理

图表 14: 贵金属板块 PB



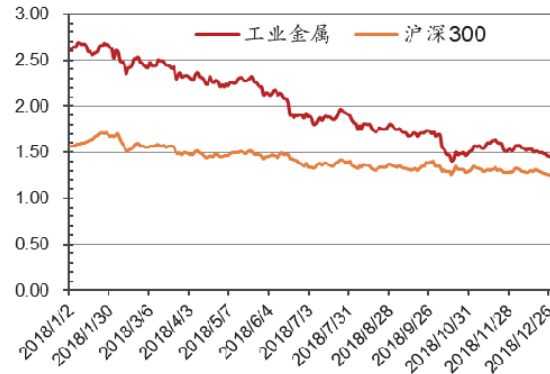
数据来源: wind, 华融证券整理

图表 15: 工业金属板块 PE



数据来源: wind, 华融证券整理

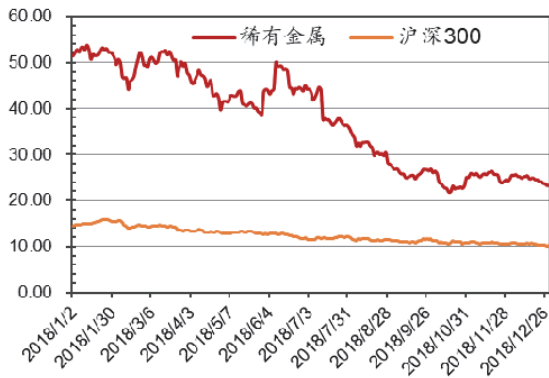
图表 16: 工业金属板块 PB



数据来源: wind, 华融证券整理

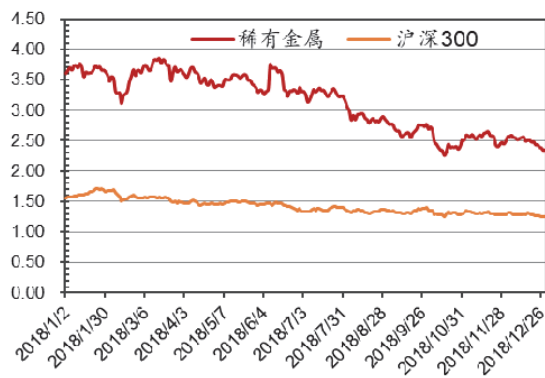


图表 17: 稀有金属板块 PE



数据来源: wind, 华融证券整理

图表 18: 稀有金属板块 PB



数据来源: wind, 华融证券整理

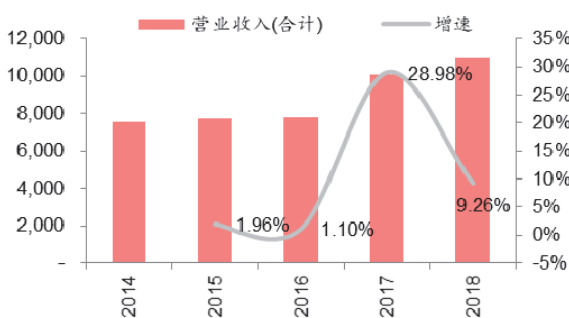
#### 4. 2018 年前三季度有色金属行业整体业绩增速放缓

根据 2018 年三季报最新公布的财务数据显示, 有色金属行业前三季度实现营业收入 10988.90 亿元, 同比增长 9.26%, 增速下降 19.72 个百分点; 实现归母净利润 376.42 亿元, 同比增长 8.74%, 增速大幅下滑 118.54 个百分点; 有色金属的营收和净利润与 2017 年同期相比均有小幅上升, 但增速大幅下滑, 主要原因是全球宏观因素以及有色金属价格普遍下跌。

子板块中, 除工业金属板块净利润下降 8.75%, 贵金属和稀有金属板块分别上升 8.89%和 37.24%。稀有金属板块增速远高于行业净利润增速。

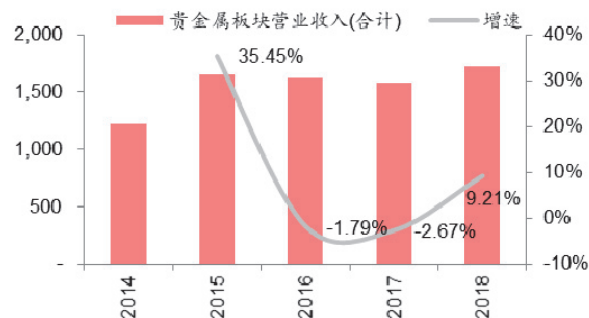
从盈利能力来看, 2018 年前三季度有色金属行业毛利率为 10.52%, 同比增长 0.42 个百分点。子板块中, 稀有金属毛利率最高, 达到 21.5%。工业金属板块的毛利率最低, 为 8.14%。

图表 19: 中信有色板块总营收规模 (亿元) 及增速



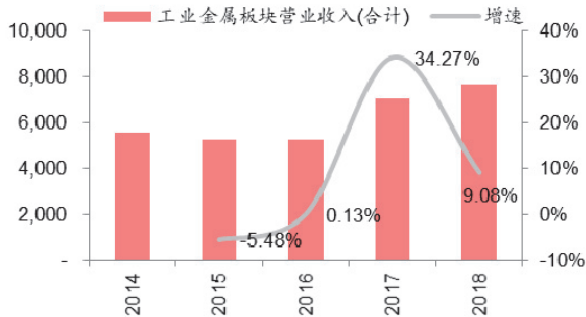
数据来源: wind, 华融证券整理

图表 20: 中信有色板块净利润规模 (亿元) 及增速



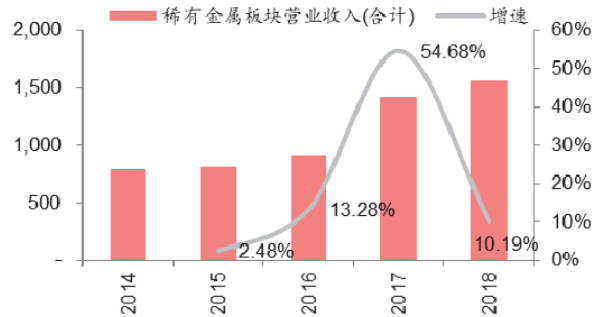
数据来源: wind, 华融证券整理

图表 21: 工业金属板块营业收入规模 (亿元) 及增速



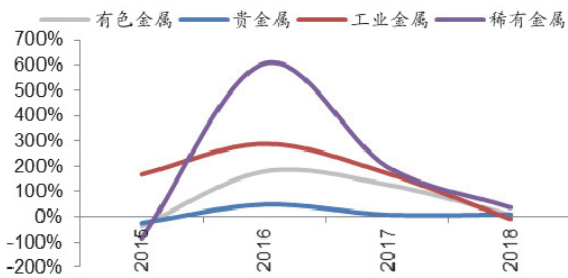
数据来源: wind, 华融证券整理

图表 22: 稀有金属板块营业收入规模 (亿元) 及增速



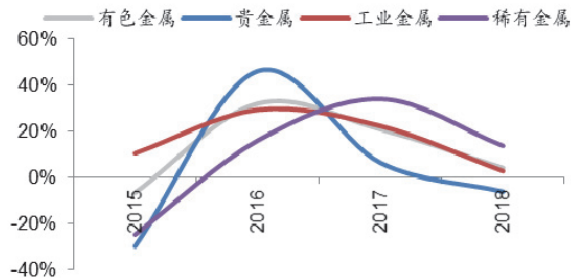
数据来源: wind, 华融证券整理

图表 23: 有色子板块营业收入同比增速



数据来源: wind, 华融证券整理

图表 24: 有色子板块近五年毛利率



数据来源: wind, 华融证券整理

## 二、投资策略

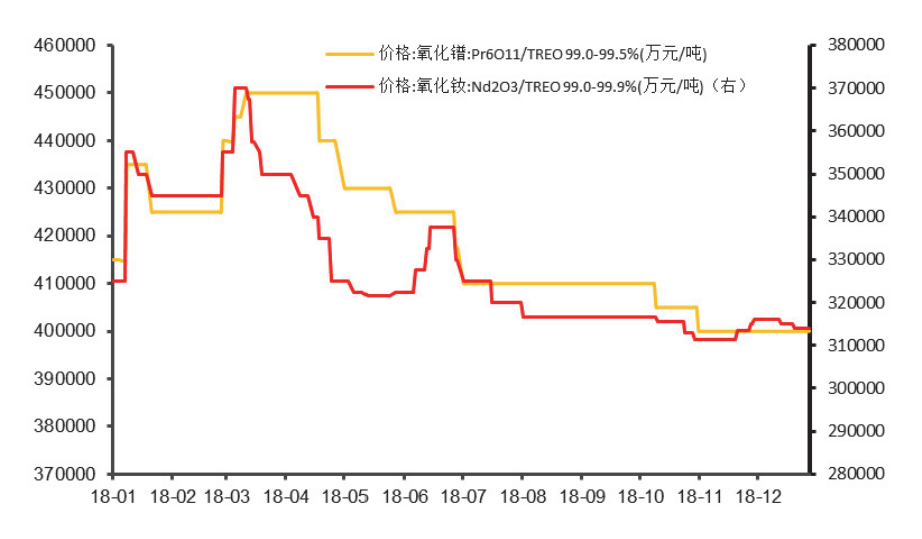
### 1. 稀土板块

#### (1) 2018 年稀土价格回顾

2018 年初稀土市场受到下游稀土需求回暖以及收储等政策的影响, 价格不断走高, 3 月份达到了全年市场价格的高点。而节后随着厂商陆续复产, 下游需求未达预期, 预期政策并未实施, 市场在等待政策消息指引的气氛下逐步下探。直到 5 月下旬, 由于环保督察的影响, 部分稀土分离厂停产, 造成供应收紧, 氧化物货源流通减少, 价格出现了为期一个月的上涨。7 月下游进入淡季, 加之前期因环保检查影响的停工企业已陆续复产, 稀土供应增加, 市场交投疲弱; 叠加中美贸易战对磁材下游行业的负面影响向上游传导, 影响稀土需求。在中美贸易战的阴霾下, 2018 的传统旺季也没能推升稀土价格。直到八部委在

十月底启动了专项督查行动，加上腾冲海关关闭致缅甸稀土矿进口停滞，市场价格很快出现抬升，镨、铽等品种因为本就产量少、库存低，涨势尤为突出。

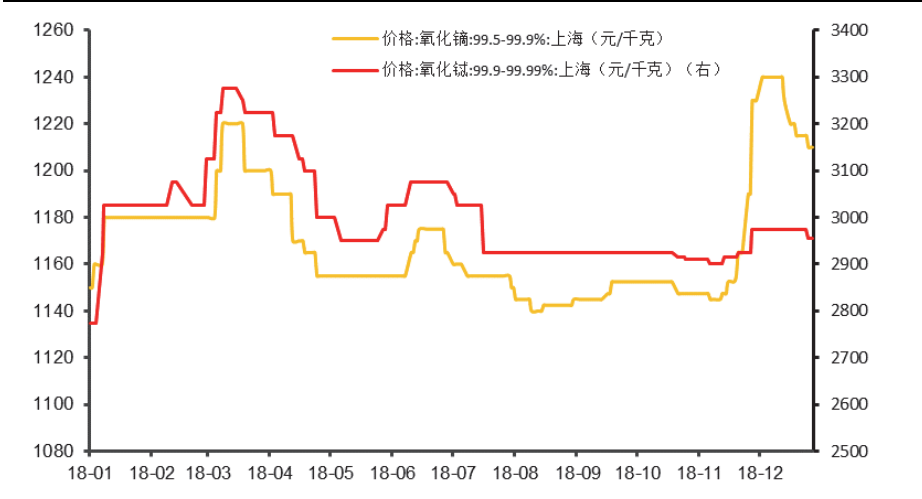
**图表 25：2018 年氧化镨、氧化钕和氧化镨价格走势（截至 12 月 28 日）**



数据来源：wind，华融证券整理

轻稀土以氧化镨、氧化钕为例，2018 年氧化镨最高价为 45.00 万元/吨，最低为 40.00 万元/吨，平均价为 41.94 万元/吨，同比下降 1.73%；氧化钕最高价为 37.00 万元/吨，最低为 31.15 万元/吨，平均价为 32.79 万元/吨，同比下降 2.29%。

**图表 26：2018 年氧化镨和氧化铽价格走势（截至 12 月 28 日）**



数据来源：wind，华融证券整理

中重稀土以氧化镨、氧化钕为例，2018 年氧化镨最高价为 1240.00 元/千

请务必阅读正文之后的免责声明部分

克，最低为 1140.00 元/千克，平均价为 1170.05 元/千克，同比下降 4.06%；氧化铈最高价为 2995 元/千克，最低为 2775 元/千克，平均价为 3001.15 元/千克，同比下降 8.34%。

## (2) 环保督查、稀土“打黑”常态化，重塑行业格局

2017 年以来环保核查已经将工作重点从矿山的私挖乱采转向冶炼分离和废料回收加工，督查、打黑等工作的常态化运行，将进一步重塑行业格局。而对“黑稀土”形成持续高压态势，将最大程度地保护合法产能，也将一定程度上加剧国内稀土供应的紧缩。

2018 年 3 月，国家税务总局发布关于《资源税征收管理规程》的公告，自 2018 年 7 月 1 日起施行该规程。

2018 年 6 月 1 日至 7 月 1 日，中央第四环境保护督察组于进驻江西省开展督察“回头看”，尤其对有稀土等有色金属行业重点核查。自 10 月 30 日至 11 月 30 日，工信部稀有金属部际协调机制成员单位联合组织开展稀土行业秩序整顿专项督查，分成 8 个督查组，为期一个月，重点检查地方政府整顿工作部署落实、稀土企业政策落实、举报线索查处等情况。进一步深化了各部门协作配合，将监管职责落实到了地方政府，持续保持高压态势对待稀土违法违规行为。

2019 年 1 月 4 日，工信部等 12 个部委联合印发《关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》。进一步对矿山开采、冶炼分离、资源综合利用和贸易流通等全产业链环节均进行了详细规范。新加入了独居石矿和进口矿的规范管理。也要求从指标、流通、销售和进出口等方面建立更全面的监管机制。

随着稀土行业持续加强行业秩序规范，监管机制的逐步完善，违规产能必将大幅减少。

## (3) 全球稀土矿供应将持续增加，缅甸为最大不确定性因素

**稀土矿：**根据安泰科统计，2018 年，随着中国以外地区一些矿山的投产和复产，全球稀土矿产量持续增长，海外矿份额提升，估计全年矿产量约 19.5 万吨，同比增长 26.7%。其中，中国稀土矿产量计划为 12 万吨，同比增长 14.3%，占全球产量的 63.2%；澳大利亚莱纳公司作为中国以外最大的稀土供应商，稀土矿产量约为 2 万吨，占全球产量的 10.3%；美国芒廷帕斯矿从年初复产，产量大约为 2 万吨，占全球产量的 10.3%；缅甸的矿产量大约为 2.5 万吨，占全球产量的 12.9%；印度、巴西、俄罗斯等地区矿产量较为稳定，约 1 万多吨，约占全球矿产量的 4.9%。

**图表 27：全球主要国家稀土矿产品产量分布（吨，REO）**

	2018年(e)	2017年	2016年
中国	120000	105000	105000
缅甸	25000	20000	4840
美国	20000	0	0
澳大利亚	20000	20000	15000
俄罗斯	3000	3000	2800
巴西	2000	2000	2200
泰国	1600	1600	1600
印度	1500	1500	1500
布隆迪	1000	0	0
马来西亚	300	300	300
越南	100	100	220
世界总量	194500	153500	133460
中国产量占比	61.70%	68.40%	78.68%

数据来源：安泰科，华融证券整理

2019-2020 年，国外稀土矿山将陆续达、投产，如彩虹公司的 Gakara 矿，美国芒廷帕斯矿，澳大利亚杨迪巴那矿以及北方矿业的布朗山项目等。但未来国外稀土矿供应量仍然存在较大的不确定性，其中最大的不确定性因素在于缅甸。

自 2016 年以来，缅甸的稀土矿产量持续增加，对我国的出口量 2017 年约为 2 万吨，2018 年前 11 个月近 2.5 万吨。但 2018 年 11 月初我国腾冲海关暂停缅甸资源类产品的进口，使国内市场对未来的供应产生担忧。目前腾冲海关暂时允许缅甸稀土矿入关，持续开关时间为五个月。但五个月的缓冲期结束后，缅甸矿或将出现“断供”，国内来自缅甸的供应将存在很大的不确定性。

预计随着国外稀土矿山的陆续达产，全球稀土矿的供应量将持续增加，海外矿份额逐步提升。

**稀土冶炼分离：**根据安泰科统计，2018 年，估计全球稀土冶炼分离产品产量约 14.6 万吨，同比增长 4.3%。其中，中国稀土冶炼分离产品产量 12.5 万吨，同比增长 4.4%；澳大利亚莱纳公司作为中国以外最大的稀土冶炼分离产品供应商，其位于马来西亚的关丹稀土（LAMP）分离厂产量稳步增长，前三季度的产量为 1.41 万吨，预计全年产量大约 1.85 万吨，同比增长 7.2%；印度、哈萨克斯坦产量基本维持上年水平。

**图表 28：全球主要国家稀土冶炼分离产品产量（吨，REO）**

	2018年(e)	2017年	2016年
中国	125120	119872	121528
印度	2000	2000	2000
哈萨克斯坦	150	150	150
马来西亚	18500	17264	13875
世界总计	145770	139777	137553
同比(%)	4.30%	1.60%	3.50%
中国产量占比(%)	85.83%	85.76%	88.30%

数据来源：安泰科，华融证券整理

2019-2020 年中国将坚持控制总量的政策，冶炼分离指标和矿产品指标将持续小幅增长。2018 年六大集团增加了生产指标，来自美国和缅甸的进口矿数量也大幅增加，导致中国冶炼分离产品产量出现增长；但国际方面仍然存在着不确定性，莱纳斯公司在马来西亚的冶炼厂是否能继续稳定生产，芒廷帕斯矿冶炼分离厂能否同步复产，均有待观察。

预计 2019-2020 年，全球稀土冶炼产品的产量将保持小幅增长，中国供应量占比将大致保持稳定。

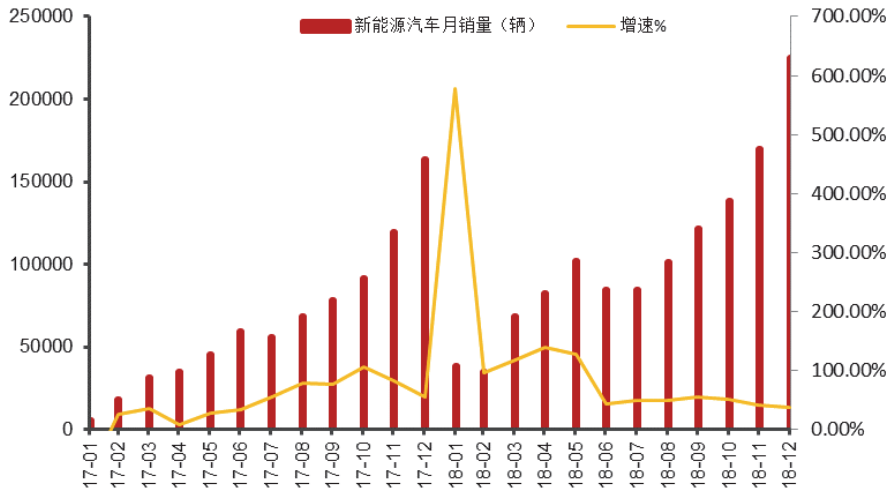
#### （4）需求：永磁需求稳中有升

下游需求方面，永磁领域仍为最重要应用领域。风力涡轮机、节能家电，人工智能等需求稳中有升，新能源汽车更是持续保持高增长。

新能源汽车产量和销量维持稳定的双增长趋势。2018 年 12 月，新能源汽车产销分别完成 21.4 万辆和 22.5 万辆，比上年同期分别增长 43.6%和 38.0%；1-12 月，新能源汽车产销分别完成 127 万辆和 125.6 万辆，比上年同期分别增长 61.6%和 59.9%。综合 18 年 1-12 月的产销数据，新能源汽车的产量和销量都维持着较为稳定的高增长趋势。



图表 29：中国新能源汽车月销量及增速



数据来源：wind，华融证券整理

全球经济增长逐渐减速，未来一年道路恐怕更加坎坷。全球经济增长面临的下行风险已经上升，包括金融市场出现无序动荡、贸易局势紧张以及政治不确定性加剧等。非美经济体景气加速回落，全球经济进入周期尾端，欧、日、韩等代表性出口型经济体，出口增速已经趋势性回落；再叠加贸易战的滞后影响逐步显现，2019年不容乐观。尽管近年来电动汽车、风力涡轮机、人工智能等稀土需求领域快速增长，但这些领域的发展仍有可能受到经济增速放缓的影响，从而向上传导至稀土需求，需要积极关注。

### (5) 展望：供应放缓，需求端稳定增长，景气度有望提升

近年来，全球稀土市场一直处于供大于求的状态，但供应过剩量有逐年下降的趋势，中国仍是最大的稀土生产国和消费国。据安泰科测算，中国2018年冶炼分离产品产量大约为12.5万吨，消费量10.2万吨，过剩量大约为2.3万吨。世界冶炼分离产品大约为14.58万吨，消费量为14.45万吨，过剩量大约为0.12万吨，较2017年下降24.8%。



**图表 30：全球稀土冶炼分离产品供需平衡表（吨）**

	2018年(e)	2017年	2016年
世界总产量	145770	139777	137553
其中：中国产量	125120	119872	121528
世界总消费量	144482	138065	130749
其中：中国消费量	101809	98017	90751
全球过剩/短缺量	1288	1712	6804
其中：中国过剩/短缺量	23311	21855	30777

数据来源：安泰科，华融证券整理

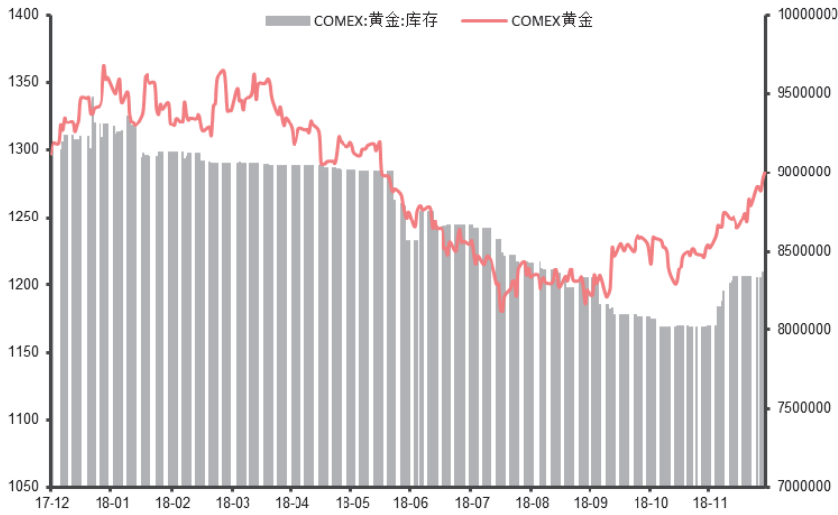
总体来看，2018年的全球稀土市场紧平衡。未来两年，尽管全球主要经济体经济增长预期放缓，导致传统稀土下游领域增长放缓，而永磁、新能源、环境保护等新材料领域仍保持高速发展。目前新材料领域对稀土的需求量已超过70%，而传统行业对稀土的应用则已不到稀土总需求量的30%。考虑全球供应增速下降，而需求端稳定增长，供应增速小于需求增速，过剩量有望逐年减少，行业景气度将逐年提升。

## 2. 贵金属：黄金

### （1）2018年黄金市场回顾

2018年国际金价走出了冲高回落再上扬的趋势，上半年由于受美元疲软、中美贸易磨擦等因素的影响，国际金价一路走高至1369.40美元/盎司。而随着朝韩领导人在四月份会晤缓解朝韩地区紧张局势、国际黄金价格伴随美元走强开始逐步回落，6月份美联储再次加息并称有望加快加息进程，则进一步加快了国际金价回调。直到美联储9月份再次加息后，国际金价最低下探至1184.30美元/盎司。随后在中美贸易战、俄罗斯乌克兰军事冲突、美国重启对伊制裁以及美国退出中导条约等一系列事件引发的避险需求下国际金价开始震荡上行。

图表 31: COMEX 黄金

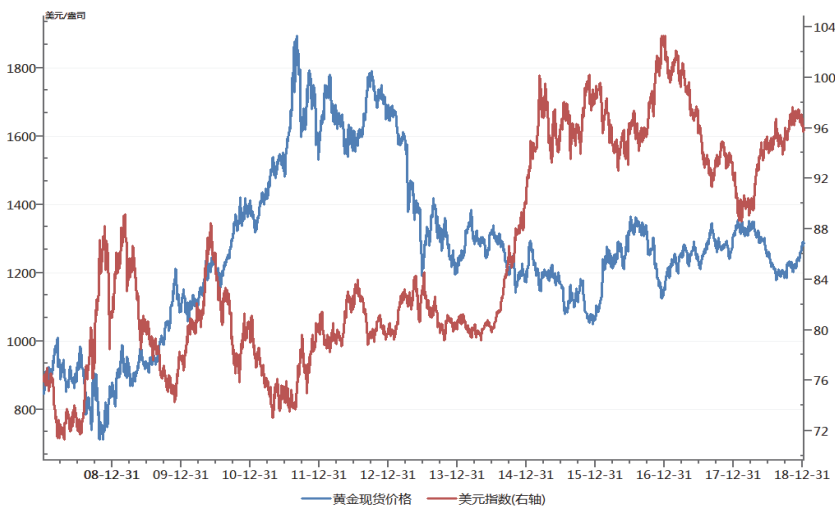


数据来源: wind, 华融证券整理

## (2) 金价: 金融属性驱动, 与美元指数负相关

1971 年布雷顿森林体系解体, 美元与黄金脱钩, 解体之后, 美元逐渐成为世界大宗商品和贸易定价和结算货币、以及最主要的央行储备资产。从此黄金的价格由全球货币体系决定, 但最主要还是受美元影响, 当黄金价值不变, 美元贬值时, 美元计价的黄金就表现为上涨, 反之则下降。解体后美元与黄金的相关性逐渐反向, 且负相关性逐年提高。

图表 32: 美元指数与黄金价格呈负相关



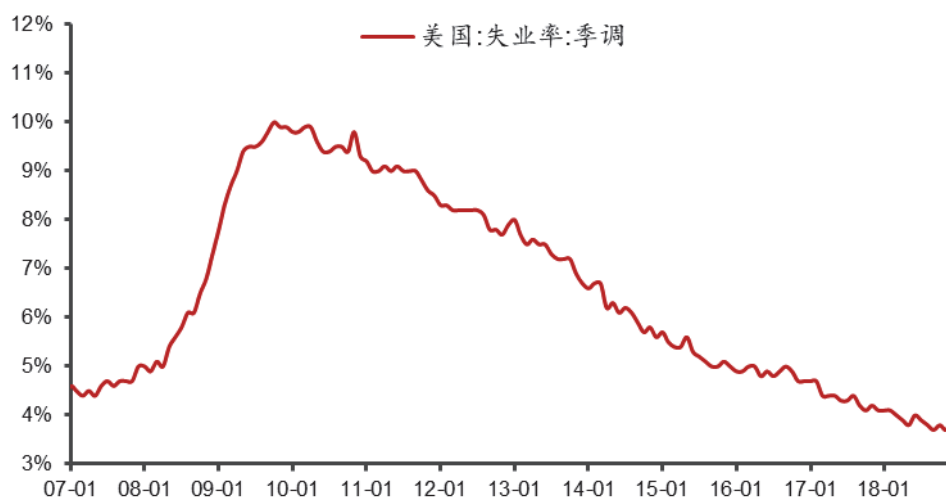
数据来源: wind, 华融证券整理

请务必阅读正文之后的免责声明部分

### (3) 美国经济增长预期回落，美元走弱，促进金价上行

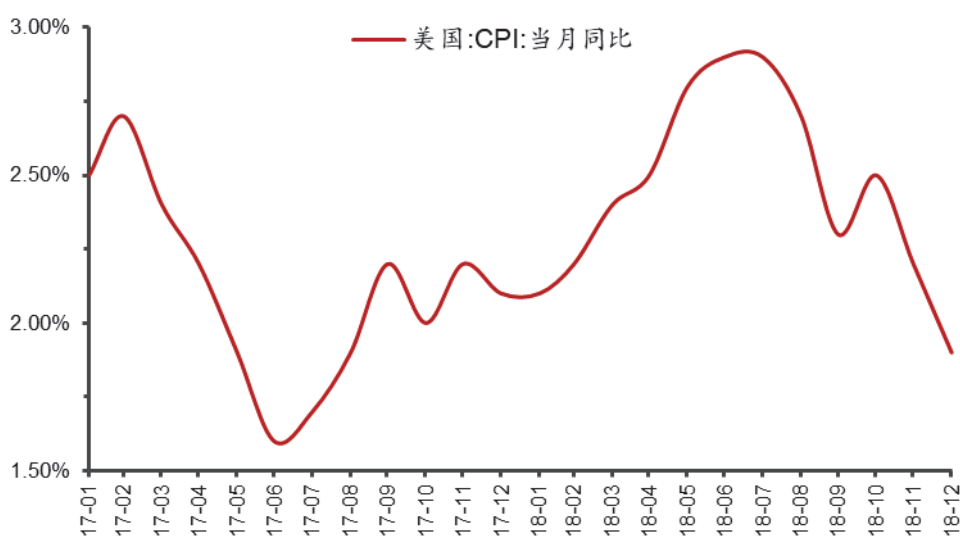
过去两年全球经济迎来了自金融危机以来的首次全面复苏，国际贸易升温并带动企业投资改善，发达经济体量化宽松已见成效。然而经济复苏也导致美联储连续加息并使美元走强，国际资本从新兴市场大量流出。2009年以来美国失业率持续下降，已至10年低点，且仍未表现出反转趋势。

图表 33：美国失业率到达十年来低点



数据来源：wind，华融证券整理

图表 34：美国 CPI 连续三月下滑

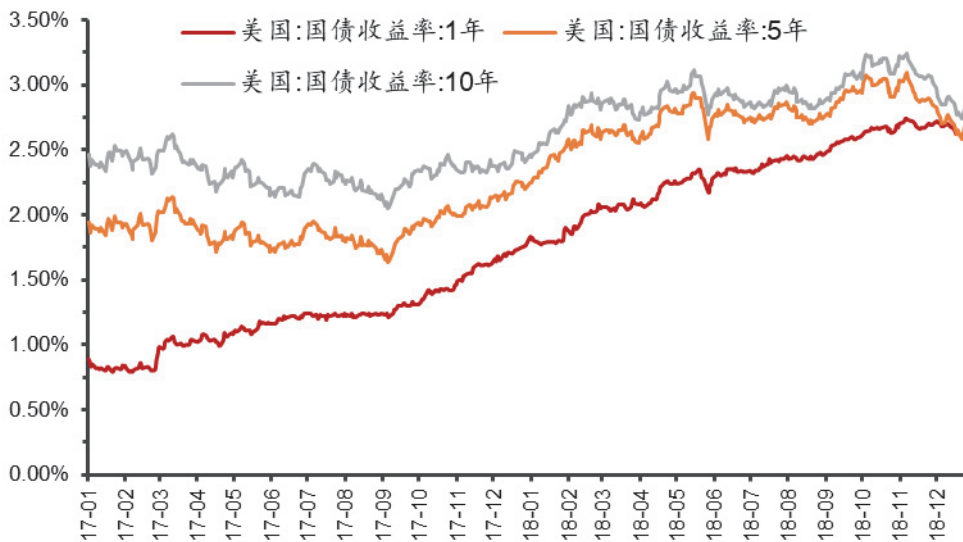


数据来源：wind，华融证券整理

自 2018 年 10 月以来美国 CPI 数据连续下滑,已从 2.5% 跌至 1.9% 的现值,依据勾形理论的经济数据系统,美国或已进入衰退期。

**美债收益率倒挂**,2018 年 11 月以来,美债利率逐渐反映出市场对美国经济下行预期,长端利率迅速回落,在十二月更是出现了罕见的利率倒挂,这一表现往往预示着美国经济将进入下行阶段,从而限制美联储的进一步加息。

图表 35: 美债利差收紧



数据来源: wind, 华融证券整理

美国经济一枝独秀的局面或将改变。首先,受美国国会分裂影响,美国税改 2.0 政策或将难以推进,财政刺激作用将在 2019 年减弱。特朗普政府国内政策调整空间不足,经济下行预期升温,对外贸易高压政策或将有所缓和。其次,美国资本市场过去数月已经出现明显的下跌,资本市场波动性加大也侧面印证了美国经济已经从周期顶部向下调整。

欧元区的不安定因素也在累积。英国脱欧谈判迟迟未了,无协议脱欧可能性正在加大;法国“黄背心”示威游行正在欧元区境内扩散;尽管意大利与欧盟近期达成了新的预算法案降低了赤字率,但意大利财政危机并未解除。欧元区投资、消费信心持续下降,2019 年将难有起色。

受需求下滑影响,以原油为代表的国际大宗商品价格暴跌,全球通胀预期大大降低。受此影响美联储加息、缩表的节奏或将放缓,全年加息次数将减少为 1-2 次。欧元区、日本等都将继续保持相对宽松的货币政策,缩表计划将继续推迟。

**图表 36: IMF 对 2019 年主要经济体经济增长预测**

	2017	2018F	2019F
全球	3.2	3.6	3.7
发达经济体	2.3	2.4	2.1
美国	2.2	2.9	2.5
欧元区	2.4	2.0	1.9
欧盟	2.7	2.2	2.0
日本	1.7	1.1	0.9
英国	1.7	1.4	1.5
加拿大	3.0	2.1	2.0
其他	2.6	2.4	2.2
新兴市场和发展中国家	4.7	4.7	4.7
中国	6.7	6.6	6.2
俄罗斯	1.5	1.7	1.8
印度	6.7	7.3	7.4
巴西	1.0	1.4	2.4
低收入发展中国家	4.7	4.7	5.2
中东和北非	2.2	2.4	2.7

数据来源: wind, 华融证券整理

全球各机构对 2019 年经济的判断比 2018 年有所降低: IMF: 2018 年全球经济增长率为 3.73%; 2019 年有所下滑, 达到 3.65%。OECD: 2018 年升至 3.66%, 2019 年为 3.54%。穆迪: 2019 年全球增速将放缓, 料低于 2.9%。高盛: 2019 年, 增长 3.5%。摩根士丹利: 2018 年 3.8%, 2019 年 3.6%。

预计 2019 年全球经济增速将逐渐放缓, 美联储加息或将进入尾声, 叠加美股熊市信号频出, 全球或进入美元弱势周期。而中美贸易冲突、伊核问题、朝鲜半岛局势、美国推出中导条约、英国脱欧等不稳定因素或促进国际金价反弹与波动, 预计 2019 年国际金价将震荡上行。

### 三、个股推荐

在世界经济增速放缓，美国经济或将触顶，全球或进入美元弱势周期的背景下，黄金将成为最好的避险品种；而经济下行导致的需求预期下降，受累工业金属，与政策关联更加紧密的小金属或将优于工业金属，国家政策导向良好的稀土板块值得关注。推荐公司为贵金属和稀土板块的龙头企业**山东黄金**（600547）和**北方稀土**（600111）。

#### 1. 山东黄金

国内黄金龙头上市企业，公司收益与金价相关性高，金价上涨直接拉动公司收益。作为国内最大的矿产金生产企业，公司旗下四座主力矿山连续多年位列全国前十。公司国内矿山权益黄金资源量 838.7 吨；拥有黄金权益存量 350 吨，其中国内权益储量 253 吨，海外权益储量 97 吨。公司黄金业务增长平稳，2017 年生产矿产金 35.88 吨，预计 2018 年、2020 年产量分别能达到 40 和 50 吨。公司 2017 年收购巴里克黄金所属阿根廷巴拉德罗金矿 50% 权益，国际化战略稳扎稳打，达到储量业绩双增长。预计公司 2018 年-2020 年 EPS 分别为 0.51、0.71 和 0.90，对应 PE 分别为 59.3、42.6 和 33.6，给予公司“推荐”评级。

#### 2. 北方稀土

我国乃至全世界最大的稀土生产、科研、贸易基地，稀土行业龙头企业。掌握白云鄂博稀土矿山优质稀土资源。在冶炼端和深加工端，公司 2017 年矿产品配额和冶炼分离配额分别为 5.95 万吨和 5.0084 万吨，占全国总量指标的比例分别为 57% 和 50%。2018 年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，将增加 15,000 万元到 24,000 万元，同比增加 37% 到 60%。预计公司 2018 年-2020 年 EPS 分别为 0.10、0.13 和 0.17，对应 PE 分别为 87.7、67.5 和 51.6，给予公司“推荐”评级。

图表 37：重点公司盈利预测与评级

代码	公司名称	收盘价 (2018.12.28)	EPS (元)			PE			投资评级
			18E	19E	20E	18E	19E	20E	
600547	山东黄金	30.25	0.51	0.71	0.90	59.3	42.6	33.6	推荐
600111	北方稀土	8.77	0.10	0.13	0.17	87.7	67.5	51.6	推荐

数据来源：华融证券

#### 四、风险提示

- 1, 宏观经济波动风险
- 2, 美元指数波动风险
- 3, 有色金属价格下跌风险



## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

## 免责声明

贺众营, 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, 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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 15 楼(100020)

传真: 010-85556304 网址: [www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)