

黄金是主旋律，稀贵小金属迎投资机会

——2019年有色行业中期策略报告

同步大市（维持）

日期：2019年06月25日

行业核心观点：

世界银行再次下调明年全球经济增长预期，并且警告全球经济面临巨大的下行风险，容易受到贸易紧张局势和金融动荡的影响，黄金避险功能和投资价值凸显。另外随着中美贸易摩擦的加剧，中国腾冲海关关闭，重稀土供应减少，短期内这一现状很难得到解决，重稀土后期还有上涨空间。新能源汽车的发展带动氢燃料电池需求的增加。铂作为短期内难以被替代的催化剂，未来需求有望大幅增长。中美贸易摩擦的根本在于美国试图扼杀中国在高科技领域的赶超势头。稀有小金属多涉及航空航天、军事、信息技术等高科技领域，可以关注一下短线投资机会。随着大宗商品的反弹，有色板块正在受到资金的青睐，后市我们依然持积极态度，涉及高端制造，基本面向好且存在低估值的公司未来有望厚积薄发。

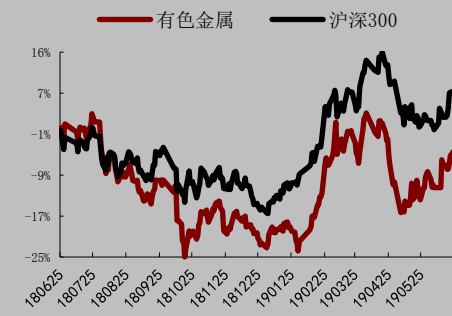
投资要点：

- **国际局势利好金价上行，相关个股有望持续受益：**全球经济疲软；中美贸易摩擦加剧，美欧、美墨贸易摩擦仍存不稳定因素；美国制造业PMI持续下滑，引发市场对美国经济的担忧，美元指数走弱，美国对伊朗制裁实施以来中东地区局势紧张。一些列因素共振，使得黄金的避险功能和投资价值凸显，金价进入上行通道，未来相关个股有望持续受益，建议重点关注。
- **稀土战略价值突出，重稀土供应短缺，未来仍有上行空间：**中国关闭腾冲海关，彻底停止从缅甸进口稀土，国内重稀土储量下降明显，引发市场对于重稀土供应的担忧，同时上游供货商惜售，中美贸易摩擦加剧的背景下，稀土的战略价值又同时出现，共同推升稀土价格上涨，重稀土价格迅速攀升，轻稀土价格底部企稳。由于前期稀土永磁板块涨幅较高，短期可以关注回调介入机会。
- **铂金联合氢能源汽车有望成为下一个投资机会：**在铂金的需求中汽车催化剂占到了37%-41%，是铂金需求的主要来源，新能源汽车是未来的主要发展趋势，由于氢燃料电池汽车要求催化速度快，除铂金作为催化剂外，目前暂无其他替代产品。这一新产业的崛起将提振对铂金的需求。
- **涉及高端制造且具有战略意义的小金属有短线投资机会：**中美贸易摩擦的根本在于美国试图扼杀中国在高科技领域的赶超势头。稀有小金属多涉及航空航天、军事、信息技术等高科技领域，可以关注一下短线投资机会。可以重点挖掘涉及高端制造，短期供应出现短缺的小金属类别相关个股的投资机会。
- **风险提示：**中美贸易摩擦不确定性、地缘政治风云突变、相关板块上游供应增加或下游需求不足、国家行业政策调整

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
山东黄金	0.40	0.53	0.62	增持
紫金矿业	0.18	0.27	0.32	增持
盛和资源	0.16	0.22	0.29	增持
贵研铂业	0.46	0.42	0.48	增持
厦门钨业	0.35	0.41	0.49	增持

有色金属行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年06月24日

相关研究

万联证券研究所 20190618_有色行业周观点_AAA
万联证券研究所 20190613_有色行业月报_AAA
万联证券研究所 20190610_有色行业周观点_AAA

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001

电话：02160883490

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：夏振荣

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

目录

1、宏观环境——全球经济紧张局势加剧，增速放缓	4
1.1 贸易争端显升级端倪，短期难以彻底解决	6
1.1.1 欧美贸易摩擦不断	6
1.1.2 中美贸易摩擦呈升级态势	7
1.2 主要国家央行逐步放松货币政策	8
2、有色金属行情回顾	9
3、中期策略	11
3.1 金价获多方利好，相关个股持续关注	11
3.1.1 贸易摩擦加剧引发市场对美国及全球经济担忧	11
3.1.2 多国逆周期宽货币政策，黄金凸显投资价值	13
3.1.3 伊朗制裁仍是中东主要不稳定因素，黄金凸显避险价值	13
3.2 贸易摩擦、供应短缺点燃稀土行情，下半年谨慎把握	13
3.2.1 美国进口稀土主要来自中国	13
3.2.2 我国稀土分布现状	14
3.2.3 稀土下游需求旺盛，未来主要需求在稀土新材料。	15
3.2.4 稀土价格分析	16
3.3 铂金联手氢能源汽车成下一个投资机会	16
3.3.1 氢能源产业链	16
3.3.2 铂金属现状	17
3.3.3 铂金属需求：传统需求稳定，燃料电池汽车拉动需求显著增长	18
3.4 关注小金属——小金属行情持续性差，可关注短期机会	20
3.4.1 钨——主要钨企率先减产，未来供需有望改善	20
4、重点上市公司	20
4.1 黄金板块：山东黄金、紫金矿业	20
4.1.1 山东黄金——国内黄金龙头，资源丰富、产量居首	20
4.1.2 紫金矿业——铜、金、锌多快板经营，未来金、铜产量有望继续增加	21
4.2 稀土板块：盛和资源	21
4.3 铂金板块：贵研铂业	21
4.4 小金属板块：厦门钨业	22
5、风险提示	22
图表 1：世界银行下调今明两年全球经济增长预期	4
图表 2：GDP 增速预期走势图	5
图表 3：全球制造业和新出口订单持续下滑	5
图表 4：全球商业信心持续下降	6
图表 5：18 年欧美主要贸易领域的贸易差额单位：十亿欧元	6
图表 6：美欧货物贸易金额	7
图表 7：美欧货物贸易差额	7
图表 8：中美贸易摩擦阶段划分	7
图表 9：中国社融存量增速稳定	8
图表 10：中国 M2 增速稳定	8
图表 11：19 年上半年，中信一级行业涨跌幅	9
图表 12：19 年上半年，有色子版块涨跌幅	9
图表 13：19 年上半年，黄金板块走势	9
图表 14：19 年上半年，铜板块走势	10
图表 15：19 年上半年，铝板块走势	10
图表 16：19 年上半年，铅锌板块走势	10
图表 17：19 年上半年，锡铋板块走势	10
图表 18：19 年上半年，镍钴板块走势	11
图表 19：19 年上半年，稀有金属 III 板块走势	11
图表 20：黄金价格呈上涨趋势	11

图表 21: 美国制造业 PMI 数据持续回落至 2 年来最低	12
图表 22: 欧元区制造业 PMI 数据下滑	12
图表 23: 中国制造业 PMI 一季度反弹后下滑	12
图表 24: 美元指数高位回落	13
图表 25: 美债利率倒挂	13
图表 26: 18 年稀土储量全球分布情况	14
图表 27: 18 年稀土产量	14
图表 28: 国内稀土分布	14
图表 29: 稀土分类	15
图表 30: 稀土的应用领域	15
图表 31: 世界稀土消费结构	15
图表 32: 我国稀土消费情况分布	15
图表 33: 申万稀土指数从年初开始强势拉升	16
图表 34: 氢产业链	17
图表 35: 中国工业氢气市场规模预测-单位: 亿元	17
图表 36: 全球铂矿产量及价格走势	18
图表 37: 2018 全球铂矿产量占比	18
图表 38: 2018 全球铂矿储量占比	18
图表 39: 中国汽车消费量	19

1、宏观环境——全球经济紧张局势加剧，增速放缓

世界银行19年6月4日发布的6月期《全球经济展望：紧张局势加剧，投资低迷》报告，再次下调明年两年全球经济增长预期，并且警告全球经济面临巨大的下行风险，容易受到贸易紧张局势和金融动荡的影响，预计19年全球经济增速为2.6%，比1月预测值下调0.3个百分点。其中，发达经济体经济增速会放缓到1.7%，新兴市场和发展中经济体经济增速预计下滑至4%，均比1月预测值下调了0.3个百分点。

今年初始，国际贸易和投资低于预期，主要发达经济体，特别是欧元区，一些大型新兴市场和发展中经济体的经济活动弱于之前预期。全球经济增长已放缓至三年来最低水平，虽然趋于稳定，但前进势头依然乏力，面临重大风险。

我国由于全球贸易减速，商品价格稳定，全球金融支持条件以及政府调整支持性货币和财政政策，预计增长率将从2018年的6.6%降至2019年的6.2%。

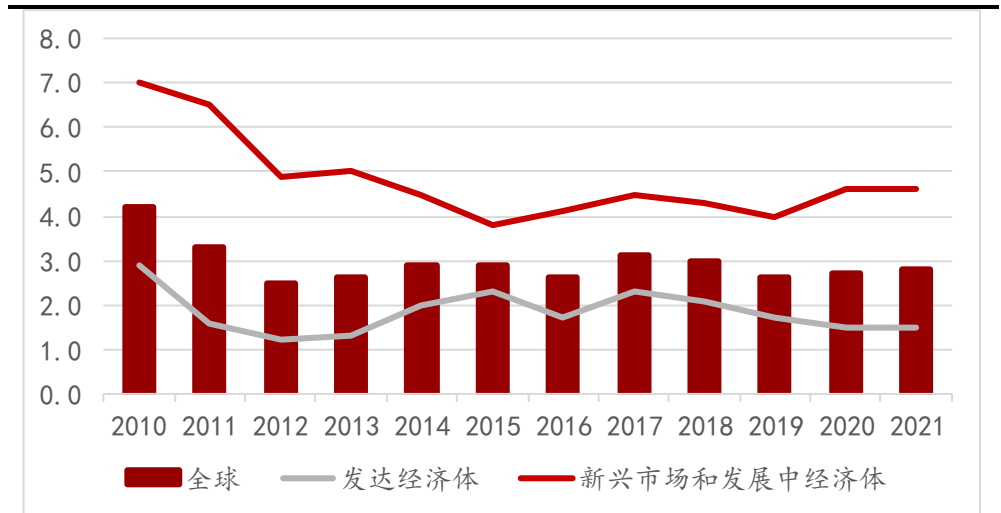
图表1：世界银行下调明年两年全球经济增长预期

	与上年相比的百分比变化							与2019年1月预测的百分点差异			
	2015	2016	2017	2018e	2019f	2020f	2021f	2018e	2019f	2020f	2021f
World	2.9	2.6	3.1	3.0	2.6	2.7	2.8	0.0	-0.3	-0.1	0.0
Advanced Economies	2.3	1.7	2.3	2.1	1.7	1.5	1.5	-0.1	-0.3	-0.1	0.0
United States	2.9	1.6	2.2	2.9	2.5	1.7	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Euro Area	2.1	2.0	2.4	1.8	1.2	1.4	1.3	-0.1	-0.4	-0.1	0.0
Japan	1.2	0.6	1.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.0	-0.1	0.0	0.0
Emerging Market and Developing Economies (EMDE)	3.8	4.1	4.5	4.3	4.0	4.6	4.6	-0.1	-0.3	0.0	0.0
Commodity-exporting EMDE	0.8	1.5	2.1	2.2	2.1	3.1	3.0	0.1	-0.4	0.1	0.0
Other EMDE	6.1	6.0	6.1	5.8	5.2	5.5	5.5	0.0	-0.3	-0.1	-0.1
Other EMDE excluding China	5.2	5.1	5.4	4.9	4.2	4.8	5.0	-0.1	-0.5	-0.1	-0.1
East Asia and Pacific	6.5	6.3	6.5	6.3	5.9	5.9	5.8	0.0	-0.1	-0.1	0.0
China	6.9	6.7	6.8	6.6	6.2	6.1	6.0	0.1	0.0	-0.1	0.0
Indonesia	4.9	5.0	5.1	5.2	5.2	5.3	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Thailand	3.1	3.4	4.0	4.1	3.5	3.6	3.7	0.0	-0.3	-0.3	-0.2
Europe and Central Asia	1.1	1.9	4.1	3.1	1.6	2.7	2.9	0.0	-0.7	0.0	0.0
Russia	-2.5	0.3	1.6	2.3	1.2	1.8	1.8	0.7	-0.3	0.0	0.0
Turkey	6.1	3.2	7.4	2.6	-1.0	3.0	4.0	-0.9	-2.6	0.0	-0.2
Poland	3.8	3.1	4.8	5.1	4.0	3.6	3.3	0.1	0.0	0.0	0.0
Latin America and the Caribbean	0.1	-0.3	1.7	1.6	1.7	2.5	2.7	0.0	-0.4	-0.2	0.0
Brazil	-3.5	-3.3	1.1	1.1	1.5	2.5	2.3	-0.1	-0.7	0.1	-0.1
Mexico	3.3	2.9	2.1	2.0	1.7	2.0	2.4	-0.1	-0.3	-0.4	0.0
Argentina	2.7	-2.1	2.7	-2.5	-1.2	2.2	3.2	0.3	0.5	-0.5	0.1
Middle East and North Africa	2.9	5.1	1.2	1.4	1.3	3.2	2.7	-0.3	-0.6	0.5	0.0
Saudi Arabia	4.1	1.7	-0.7	2.2	1.7	3.1	2.3	0.2	-0.4	0.9	0.1
Iran	-1.3	13.4	3.8	-1.9	-4.5	0.9	1.0	-0.4	-0.9	-0.2	-0.1
Egypt ²	4.4	4.3	4.2	5.3	5.5	5.8	6.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
South Asia	7.1	8.1	6.7	7.0	6.9	7.0	7.1	0.1	-0.2	-0.1	0.0
India ³	8.0	8.2	7.2	7.2	7.5	7.5	7.5	-0.1	0.0	0.0	0.0
Pakistan ²	4.1	4.6	5.4	5.8	3.4	2.7	4.0	0.0	-0.3	-1.5	-0.8
Bangladesh ²	6.6	7.1	7.3	7.9	7.3	7.4	7.3	0.0	0.3	0.6	0.5
Sub-Saharan Africa	3.0	1.3	2.6	2.5	2.9	3.3	3.5	-0.2	-0.5	-0.3	-0.2
Nigeria	2.7	-1.6	0.8	1.9	2.1	2.2	2.4	0.0	-0.1	-0.2	0.0
South Africa	1.3	0.6	1.4	0.8	1.1	1.5	1.7	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
Angola	0.9	-2.6	-0.1	-1.7	1.0	2.9	2.8	0.1	-1.9	0.3	0.0
Memorandum items:											
Real GDP¹											
High-income countries	2.4	1.7	2.3	2.1	1.8	1.6	1.6	-0.1	-0.2	-0.1	0.0
Developing countries	3.9	4.4	4.8	4.6	4.2	4.7	4.8	0.0	-0.3	-0.1	0.0
Low-income countries	4.8	4.8	5.6	5.6	5.4	6.0	6.1	0.0	-0.5	-0.2	-0.2
BRICS	4.0	4.6	5.3	5.4	5.1	5.3	5.3	0.1	-0.1	0.0	0.0
World (2010 PPP weights)	3.4	3.3	3.7	3.7	3.3	3.5	3.6	0.0	-0.3	-0.1	0.0
World trade volume⁴	2.9	2.8	5.5	4.1	2.6	3.1	3.2	0.2	-1.0	-0.4	-0.2
Commodity prices⁵											
Oil price	-47.3	-15.6	23.3	29.4	-3.4	-1.5	0.7	-1.3	-0.5	-1.5	0.7
Non-energy commodity price index	-15.8	-2.8	5.5	1.7	-2.1	-0.1	1.4	0.0	-3.1	-1.3	0.2

资料来源：世界银行、万联证券

《全球经济展望：紧张局势加剧，投资低迷》报告指出，19年全球增长继续疲软。对新兴市场和发展中经济体（EMDEs）的投资减少正在抑制潜在的增长前景。未来风险依然显著，不排除贸易紧张局势升级的可能性。另一个问题是债务上升，这可能使EMDE难以应对未来的不良发展，难以为投资需求提供资金。特别是低收入国家，面临的挑战比21世纪初更为严峻。

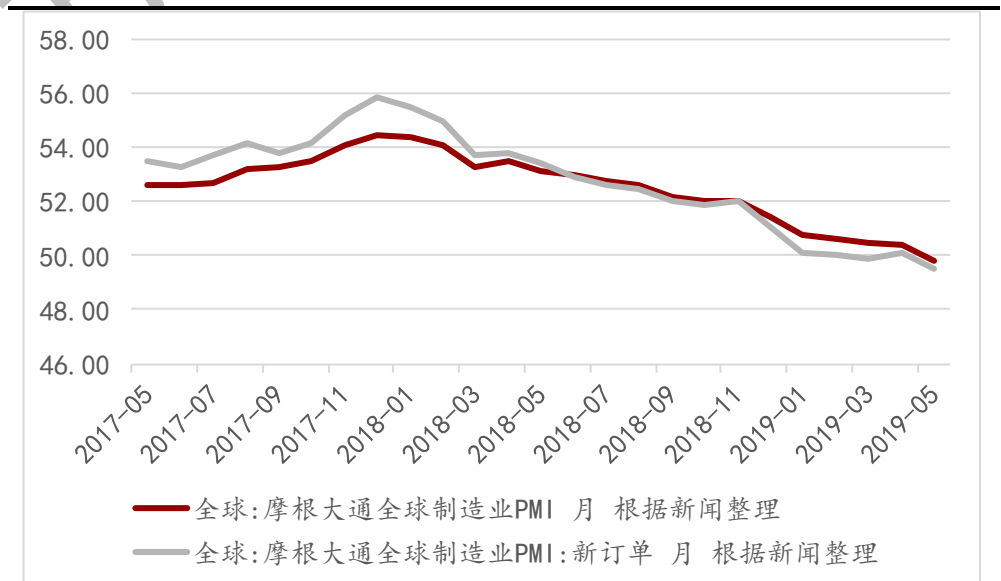
图表2: GDP增速预期走势图



资料来源: 世界银行、万联证券

全球制造业增速持续放缓, 下行压力有所显现。WIND数据显示, 摩根大通2019年5月份全球制造业PMI为49.80%, 较上月下降0.6个百分点, 较去年同期下降3.3个百分点, 连续两个月环比下降, 创出近两年新低。指数连续下降, 再创新低意味着全球经济增长持续放缓, 贸易摩擦对全球经济的影响逐步显现, 下行压力有所积累。美洲与欧洲制造业增速放缓是拖累本月全球制造业增速放缓的主要因素。

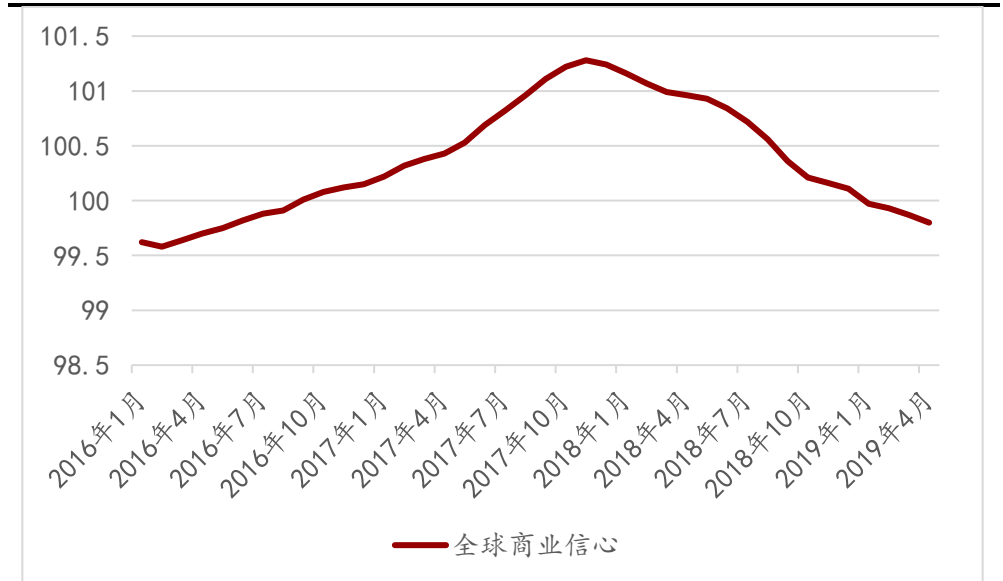
图表3: 全球制造业和新出口订单持续下滑



资料来源: WIND、万联证券

自从美国总统特朗普退出“跨太平洋伙伴关系协定”(TPP)以来, 以美国为代表的反经济自由主义政策成为当前世界经济中的巨大隐患, 它甚至抛弃通过世界贸易组织来解决成员国争端的方式, 抡起了针对中国、加拿大、欧盟等30余国的“贸易大棒”。世界最大经济体之间的贸易争端进一步升级, 为了应对当前的经济形势, 全球主要国家央行也逐步放松货币政策, 以对冲贸易摩擦所带来的经济下行风险。新兴经济体和发展中经济体再次出现金融动荡, 或主要经济体的经济增长速度相对于目前设想的速度骤降。全球贸易增长放缓至十年前金融危机以来的最低水平, 中长期全球经济增长放缓趋势很难改变。全球贸易的走弱同时也削弱了全球投资者的信心。

图表4：全球商业信心持续下降



资料来源：世界银行、万联证券

1.1 贸易争端显升级端倪，短期难以彻底解决

1.1.1 欧美贸易摩擦不断

欧盟和美国作为跨大西洋伙伴关系的主要盟友。2017年特朗普上台后，美国多次从贸易、能源等方面对欧盟进行威胁，双方关系趋于紧张。欧盟和美国的贸易领域主要有：饮料、食品和香烟行业、原材料行业、原油行业、包括汽车在内的制造业和化工行业。

欧盟的主要贸易顺差来自于食品、饮料和烟草、化学品及相关产品、机械和交通运输设备及其他工业制成品。以汽车为代表的制造业是欧美双方贸易逆差的主要来源。2018年，欧盟出口美国机械和交通运输设备总额为1729.2亿欧元，进口美国机械和交通运输设备总额为1112.3亿欧元，贸易顺差额为616.9亿欧元。

2018年5月，美国宣布对加拿大、墨西哥和欧盟征收25%的钢铁关税，征收10%的铝关税。作为报复，欧盟对总额28亿欧元（约合32.4亿美元）美国商品征收25%的关税，包括摩托车、橙汁、波本酒、牛仔裤等。美欧之间贸易关系愈发紧张。

2018年7月，特朗普与欧盟委员会主席容克就暂缓新关税以及进行贸易磋商达成共识。据彭博社，两位领导人承诺欧洲扩大对美国液化天然气和大豆的进口，并且双方誓言将降低不包括汽车在内的工业品关税。美欧双方达成的协议暂时缓和了互征关税的紧张局面。

图表5：18年欧美主要贸易领域的贸易差额单位：十亿欧元

贸易品种	欧美贸易差额		
	2017	2018	
食品、饮料和烟草	11.24	11.12	受关税影响小
原材料	-4.64	-6.19	
矿物燃料、润滑油及相关原料	-3.78	-9.08	美国石油自主供应能力提高，已成为石油净出口国
化学品及相关产品	28.15	44.07	
机械和交通运输设备	54.70	61.69	以汽车为代表的制造业是欧美双方贸易逆差的主要来源
其他工业制成品	35.67	40.53	

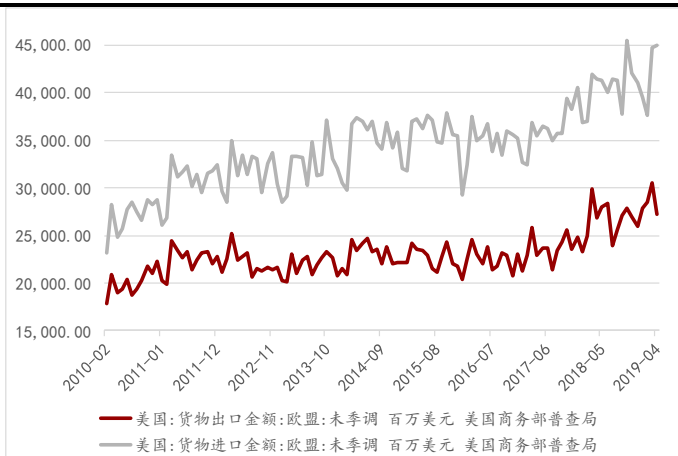
资料来源：WIND、万联证券

美国商务部今年2月向总统提交了一份报告，分析欧洲进口汽车是否对美国国家安全构成威胁。《纽约时报》分析，基于这份报告，美国可能向进口汽车及其零部件公司

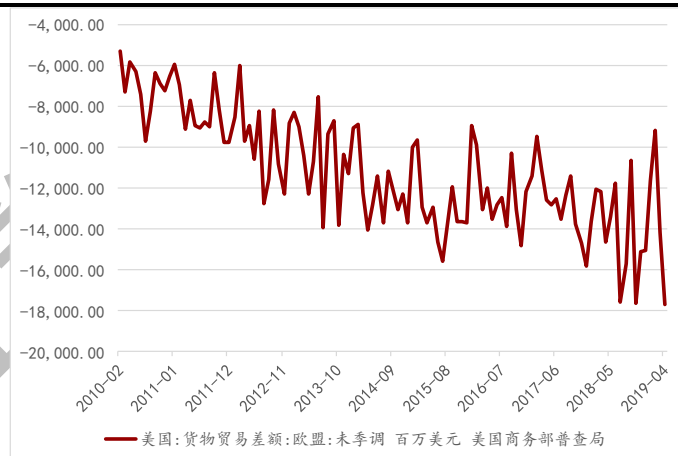
征收高额关税。欧盟当时就回应，美国如果将征收关税付诸行动，欧盟将采取报复性行动。

美国商务部今年2月向总统提交了一份报告，分析欧洲进口汽车是否对美国国家安全构成威胁。《纽约时报》分析，基于这份报告，美国可能向进口汽车及其零部件公司征收高额关税。欧盟当时就回应，美国如果把征收关税付诸行动，欧盟将采取报复性行动。对于美国是否会对价值530亿美元的欧洲汽车征收关税仍是未知数。一旦摩擦升级，或将使得本就疲软的欧洲经济雪上加霜。

图表6: 美欧货物贸易金额



图表7: 美欧货物贸易差额



资料来源: 世界银行、万联证券

资料来源: WIND、万联证券

1.1.2 中美贸易摩擦呈升级态势

国际货币基金组织 (IMF) 5月23日发表的《中美贸易紧张局势造成的影响》指出: 中美贸易紧张局势对两国的消费者及许多生产商均造成负面影响。关税导致中美贸易减少, 但双边贸易逆差基本没有变化。虽然迄今为止对全球增长的影响较温和, 但近来的紧张局势升级可能会严重挫伤商业和金融市场情绪, 扰乱全球供应链, 进而危及2019年全球增长的预期复苏。

图表8: 中美贸易摩擦阶段划分

阶段	时间	美国	中国
第一轮	2018/4/3-4日 2018/4/6 2018/4/15 2018/6/15 2018/7/6 2018/8/8	宣布拟对华\$500亿商品25%关税 声称考虑对华额外\$1000亿商品关税 中兴事件 宣布对华\$500亿商品25%关税, 7月6日执行 实际执行\$500亿关税中的\$340亿 宣布执行\$500亿关税中剩余的\$160亿, 实际执行8月23日	宣布拟对美\$500亿商品25%关税 回应称奉陪到底 宣布对美\$500亿商品25%关税, 7月6日执行 实际执行\$500亿关税中的\$340亿 宣布执行\$500亿关税中剩余的\$160亿, 实际执行8月23日
第二轮	2018/8/1 2018/9/17 2018/12/1 2018/12/8-13 2019/5/10	声称考虑对华\$2000亿商品10%关税, 后续税率提升至25% 宣布对华\$2000亿商品10%关税, 18年9月24日执行, 19年1月1日税率提升至25% 2019年1月1日暂缓对2000亿美元中国商品的关税从10%提升至25%。 指使加拿大拘留孟晚舟 美国海关正式宣布对中国2000亿美元商品关税提高至25%	宣布对美额外\$600亿商品25%、20%、10%、5%不等关税, 实际执行日9月24日 同意从美国进口大量农产品、能源、工业及其他产品, 农产品的进口立即进行。 先后拘留加拿大前外交官和公民迈克尔
第三轮	2019/5/13 2019/5/16 2019/5/20 2019/5/21 2019/6/4	美国启动对\$3000亿中国商品加征关税程序 美国商务部工业与安全局(BIS)将华为列入所谓“实体清单” 谷歌公司称, 将暂停与华为的部分业务和合作, 等待美国政府进一步的决定, 引发舆论关注。 美国商务部称, 将给华为及其合作伙伴90天的临时许可。 美国商务部发布一份名为《确保关键矿物安全可靠供应的联邦战略》报告, 欲减少稀土等关键矿物“对外依赖”	5月13日决定对已实施加征关税的600亿美元清单美国商品中的部分, 提高加征关税税率, 分别实施25%、20%或10%加征关税。6月1日实施。 5月20日, 中国领导人视察江西稀土产业 6月5日-7日, 习近平主席对俄罗斯进行国事访问, 两国再次提升双边关系定位

资料来源: 公开资料, 万联证券

据美国贸易代表办公室称, 2018年美国从中国进口的商品总额为5395亿美元, 贸易逆差为4192亿美元。5月10日, 美国海关正式宣布对中国2000亿美元商品关税提高至25%。国务院关税税则委员会办公室5月13日决定, 自2019年6月1日0时起, 对已实施加征关税的600亿美元清单美国商品中的部分, 提高加征关税税率, 分别实施25%、20%或10%加征关税。对之前加征5%关税的税目商品, 仍继续加征5%关税。这标志着中美贸易紧张局势的最新升级。

6月9日，国际货币基金组织（IMF）总裁拉加德在2019二十国集团（G20）财长和央行行长会议闭幕式上发言称：预计从去年开始中美互征的关税，料会使2020年全球增速缩水0.5%（或4550亿美元的损失）。6月9日傍晚，该会议还发布了会议公报，公报开篇便指出全球增长似乎已开始企稳，有望在今年下半年到2020年开始提速，不过，增速较低且风险仍偏下行，最值得注意的是，贸易和地缘政治摩擦已发生激化，需要继续致力于防范这些风险。除了贸易摩擦风险之外，拉加德还指出全球利率水平很低，在许多发达经济体中债务水平不断上升，对于新兴市场来说，对于金融环境的突变仍显得脆弱，而全球的货币和财政政策空间比以往更为受限。

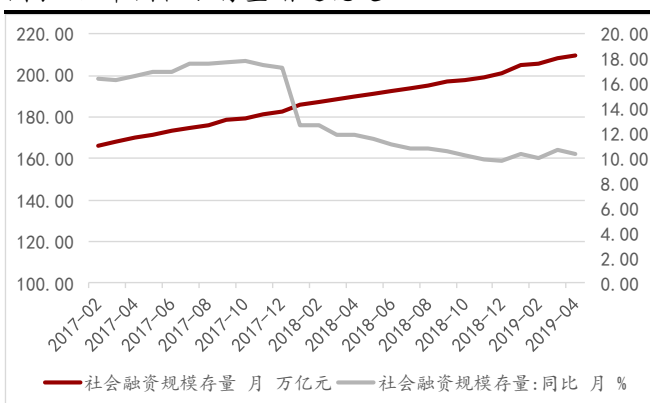
1.2 主要国家央行逐步放松货币政策

美国10年期国债收益率6月7日收报2.09%，周涨2BP（0.02个百分点）。隐含市场对加息预期的2年期美债收益率收报1.85%，上涨3BP，3个月期和10年期美债收益率利差为19BP，依然维持“倒挂”。通常而言，长期国债利率隐含市场对经济增长的预期，而短期无风险借贷利率对央行的政策利率更为敏感。长短期国债收益率出现倒挂。10年期国债收益率作为金融市场的标杆，代表着中长期经济的风向标。一旦出现倒挂现象，说明市场对于未来经济并不看好。

5月30日，美联储副主席克拉里达暗示，如果有迹象显示通胀持续不足或经济下行风险，将考虑更宽松的政策；5月31日，纽约联储主席威廉姆斯表示，美联储必须“在通货紧缩或严重衰退威胁下大幅”降息，随着经济的复苏，短期利率应该“更长时间地保持低水平”。美联储主席鲍威尔表示，美联储将采取恰当措施维持经济持续扩张，正密切监控贸易局势对美国经济前景的影响，严肃对待通胀预期下行的风险。彭博社则分析称，鲍威尔表达了“对必要时降息的开放态度”，承诺将密切关注诸多不确定性局势的进展，进而相应调整货币政策。

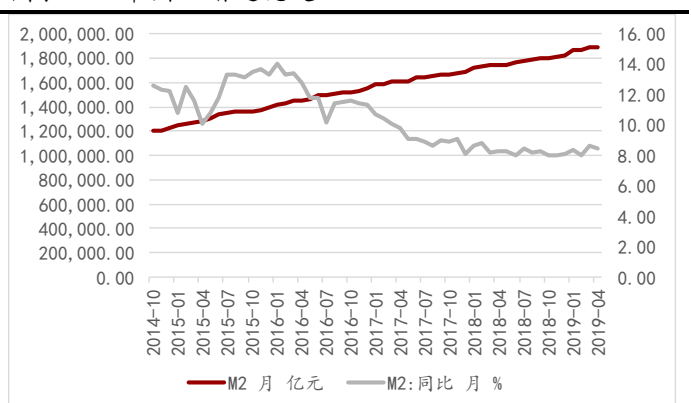
年初至今降息的央行已多达14家。2019年2月7日，印度央行宣布把基准利率下调25个基点至6.25%。其后，埃及、吉尔吉斯斯坦、格鲁吉亚、阿塞拜疆、牙买加、巴拉圭、尼日利亚等国央行也开始降息。今年3月欧洲央行的议息会议上，欧洲央行意外宣布推出新一轮的定向长期再融资操作，日本央行会继续实行宽松政策以支撑日本经济。就在5月，马来西亚央行宣布隔夜政策利率下调25个基点，降至3%；新西兰联储宣布降息25个基点至1.5%，为新西兰历史上的最低水平；菲律宾央行下调关键利率25个基点至4.25%，为2016年以来首次降息。

图表9：中国社融存量增速稳定



资料来源：公开资料，万联证券

图表10：中国M2增速稳定



资料来源：WIND、万联证券

从我国角度而言，虽然降息预期不断，但是有关方面并未透漏降息信息，但是，如果货币市场流动性大幅紧缩、货币市场利率飙升，进而导致国债收益率（无风险利率）上升，意味着央行降低风险溢价的努力被抵消。因此，从维持市场化无风险利率稳定的角度，货币市场流动性不能大幅紧缩。4月份社融存量增速10.4%，M2增速约8.5%。社融存量和M2增速保持了基本稳定，社融拐点确立的趋势未改变，企业融资难、融资贵现象有所改善，企业贷款利率有所下降，社会综合融资成本有所下行。

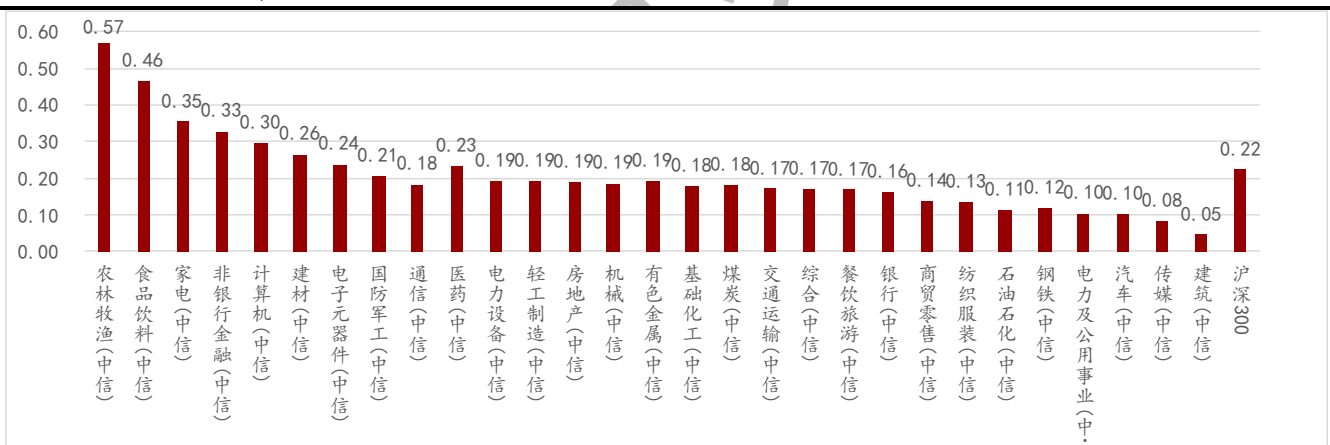
中国央行行长易纲在出席二十国集团（G20）财长和央行行长会议时表示，中国经济运行稳中有进，经济基本面良好，人民银行保持广义货币和社会融资规模存量增速与名义GDP增速基本匹配，继续深化汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。降息正从个案逐渐蔓延。面对经济下行压力，全球货币政策宽松已是大势所趋。今年以来，宽松、降息似乎已重新成为全球货币政策的主题。美联储降息，将成为全球货币政策再宽松的信号。

2、有色金属行情回顾

18年，受中美贸易摩擦影响，加上对我国经济在衰退周期中的担忧，有色金属价格普遍下跌。19年1月-4月国内降准预期、两会推行利好政策，社融大幅增长、中美贸易摩擦缓和等利好消息推升有色金属价格整体触底反弹。5月10日美国把中国2000亿美元商品的关税从10%提升为25%，标志中美贸易摩擦开始加剧，股市普遍下跌。受稀土和黄金板块拉动，有色金属指数，5月表现强劲。

19年上半年，中国股市整体处于底部反弹阶段，有色金属上涨19%，在29个中信一级行业中，涨幅排第12名。沪深300指数上涨22%，有色金属跑输大盘3个百分点。

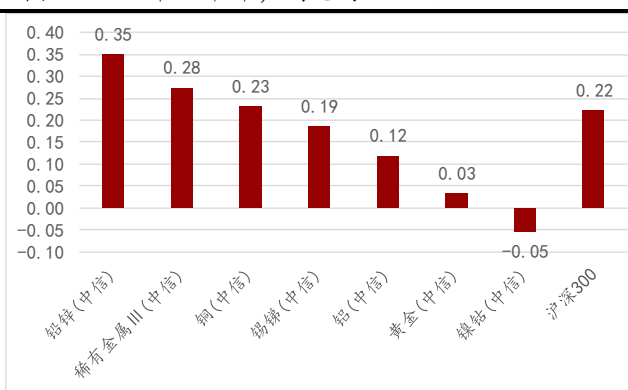
图表11：19年上半年，中信一级行业涨跌幅



资料来源：WIND、万联证券

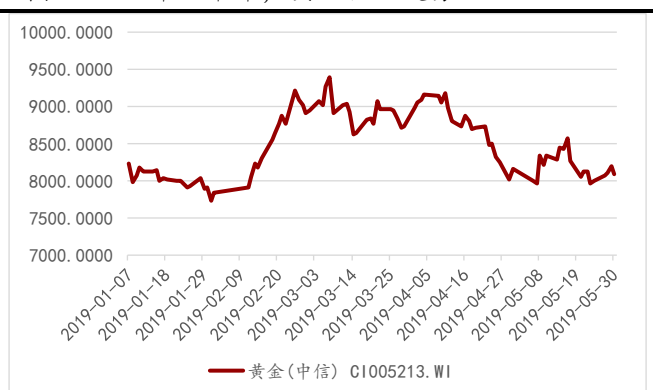
有色子版块受行业供需、全球经济环境、国家政策等因素影响，总体而言一季度都在触底反弹，4月后期开始回调，随后走势由于不同行业价格影响因素的差异而不同。

图表12：19年上半年，有色子版块涨跌幅



资料来源：WIND、万联证券

图表13：19年上半年，黄金板块走势

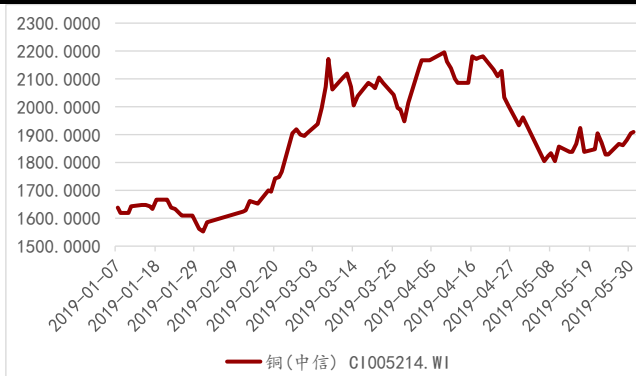


资料来源：WIND、万联证券

黄金板块：年初在弱美元预期下，金价上行。然后随着欧洲、美国、中国等主要经济体制造业PMI等宏观数据陆续公布，欧洲经济持续疲软，未见企稳的情况下，美国经济保持韧性，使得欧元兑美元贬值，美元指数攀升，打压金价。黄金板块高位整理后回落至前期低位。5月10日，美国把2000亿美元中国进口产品关税由10%提升为25%，中国发起反制措施等，标志着中美贸易摩擦加剧。加上美国PMI数据持续下

跌、国债利率倒挂等因素导致的市场担忧情绪，美元指数走弱，无论从避险功能还是从投资价值而言，黄金配置价值凸显，导致金价大幅反弹，黄金板块指数开始触底反弹。

图表14：19年上半年，铜板块走势



图表15：19年上半年，铝板块走势



资料来源：WIND、万联证券

资料来源：WIND、万联证券

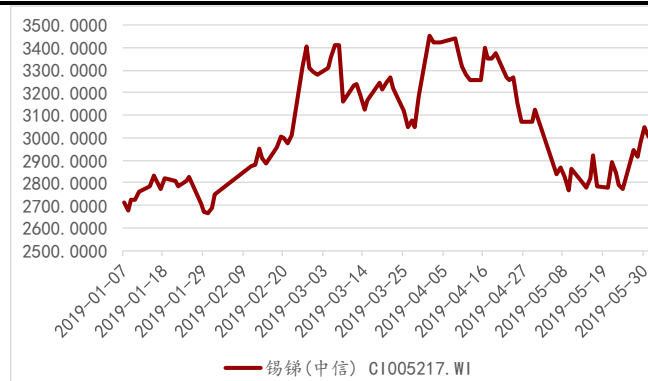
铜板块：由于春节、供应端受到干扰、铜矿品位下降、年初中美贸易摩擦缓和和情绪浓厚等、两会相关利好预期等原因，铜板块年初开始强势反弹，一季报陆续公布后，由于一些个股受18年贸易摩擦、毛利率降低等影响，收益不及预期，铜板块盘整回调，但是铜供给情况未见明显改善，所以铜板块仍在上涨趋势中。

铝板块：一季度，受中国经济预期向好、铝行业加速整合（中国铝业并购云铝股份）、两会相关利好预期等，铝板块大幅反弹，一季报陆续公布后，多数企业受行业竞争加剧、18年贸易摩擦影响，收益不及预期，铝板块大幅回调至前期低点，如今低位盘整，未来面临择向。

图表16：19年上半年，铅锌板块走势



图表17：19年上半年，锡铋板块走势



资料来源：WIND、万联证券

资料来源：WIND、万联证券

铅锌板块：由于铅锌行业的采矿环节和冶炼环节都会对自然环境造成一定的污染，在环保整治保持高压的背景下，国内铅锌行业的供给近年出现了一定程度的短缺。俄罗斯工业和贸易部计划于5月1日至10月31日禁止从俄罗斯出口有色金属矿石和精矿，以及贵金属废料。我国进口铅精矿占整体供应约30%。俄罗斯一直是我国铅精矿进口的主要来源国，俄罗斯禁止出口铅精矿，加深市场对我国铅精矿供应紧张的预期。铅锌板块整体维持上涨趋势。

锡铋板块：锡面临主要供应国缅甸的锡矿品位下降、资源枯竭、限制出口及环保因素影响，总体供应偏紧预期叠加一季度经济贸易摩擦放缓等，一季度走势良好，随后受下游企业观望情绪影响，沪锡价格走低，板块回调，但是锡供应偏紧事实并未改变，盘整后，市场继续看好后市，板块继续拉升。

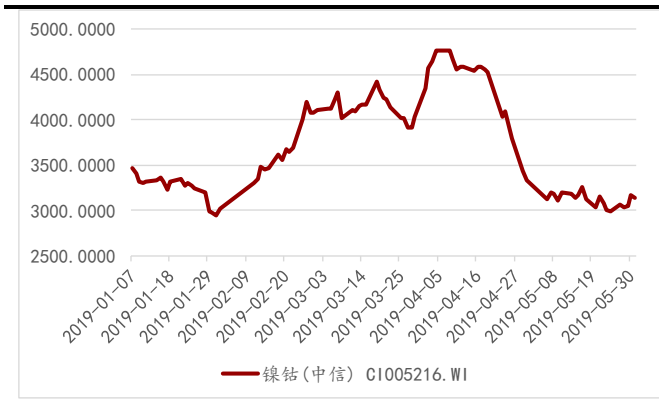
镍钴板块：一季度受宏观利好影响，镍钴板块走势良好，但是近期随着镍供应增多，需求疲软，国内钴企业出货不顺、下游企业库存充足，整体呈现原料供大于求的局面；且动力电池市场竞争激烈，短期回暖困难，导致中国钴市场价格不断下滑，市场十分疲软。

稀有金属III板块：受新能源汽车预期增长拉动铂需求、宏观经济利好、重稀土供应

短缺等影响，该板块个股整体表现强劲，且中美贸易加剧，中国领导人视察江西稀土产业，使市场积极看多未来稀土价格，该板块逆市拉升。

图表18：19年上半年，镍钴板块走势

图表19：19年上半年，稀有金属III板块走势



资料来源：WIND、万联证券

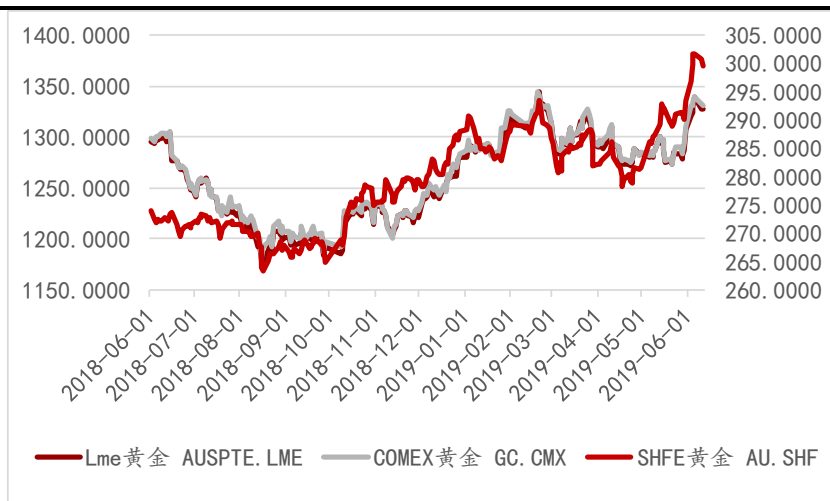
资料来源：WIND、万联证券

3、中期策略

3.1 金价获多方利好，相关个股持续关注

当今全球经济疲软、贸易争端加剧、伊朗局势未稳等问题，使得黄金避险功能凸显，加上美国制造业PMI数据连续下滑，近期接近枯荣线，引发市场对于美国未来经济的担忧，黄金投资价值同时显现。全球化和逆全球化的力量碰撞的过程中，短期内很难明显看到哪一方处于明显优势，贸易谈判时急时缓应该是主要节奏。美元指数强弱主要看各经济体的发展相对情况，欧元区的经济疲软未见改善的情况下，美国经济虽弱，仍有可能推动美元指数走强，但是短期随着市场对美国未来担忧情绪愈加浓厚，美元指数正逐步走低。从前面宏观环境的介绍可以看出19年全球经济疲软预期加剧，总体利好金价上行。所以，把握好贸易谈判节奏，波段操作相关个股应该比较好的选择。

图表20：黄金价格呈上涨趋势



资料来源：WIND、万联证券

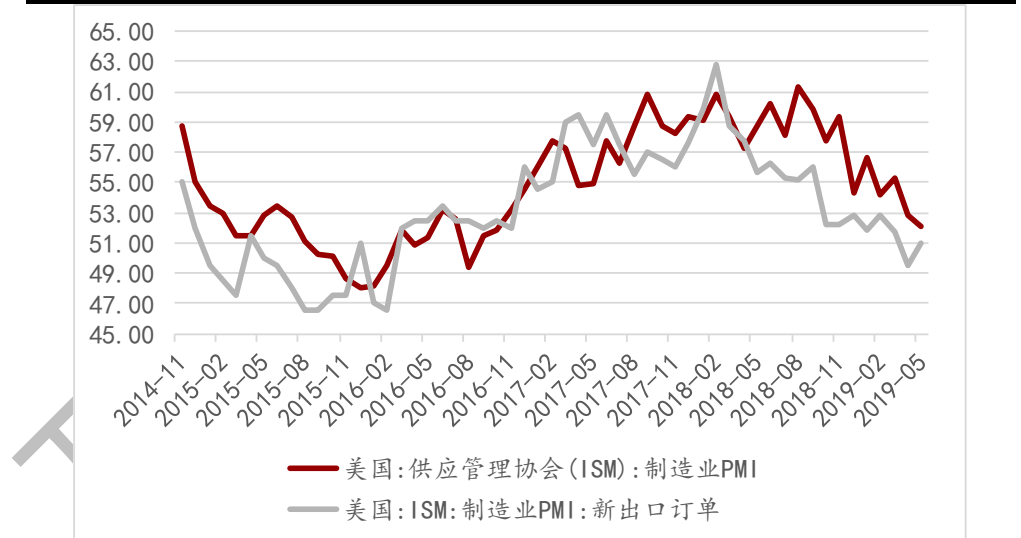
3.1.1 贸易摩擦加剧引发市场对美国及全球经济担忧

中美第十一轮贸易磋商受阻，5月10日，美国把2000亿中国商品的关税由10%增加为25%，又启动对中国3000亿美元出口美国商品加征关税的程序，5月中下旬又把华为等一些列中国公司纳入出口管制“实体清单”，5月13日中国宣布反制措施：6月1日起对原产于美国的部分进口商品(600亿美元)提高加征关税税率。5月31日又着手建立“不

可靠实体清单”制度，中美贸易摩擦一改此前的温和，变得火药味十足。

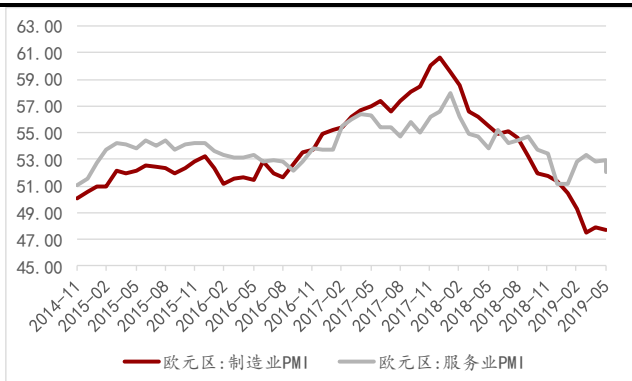
另外美国与其他国家的贸易摩擦也存在不稳定因素，5月17日，美国贸易办公室代表宣布取消对加拿大和墨西哥进口的钢铁和铝加征关税，加、墨也取消对美加征报复性关税。当天美国总统特朗普称将推迟对欧盟和日本的汽车加征关税，至少延期180天。不过，5月30日，特朗普突然宣布，对墨西哥所有输美商品征收关税起点为5%，6月10日起生效。然后逐步调高，直至非法移民停止从墨西哥入境美国。直到后来奥夫拉多尔称，墨西哥会采取措施加强对移民的控制。美墨贸易摩擦暂缓。5月31日，特朗普表示从6月5日取消给予印度的最惠国待遇。5月25-28日，特朗普访问日本，并未就贸易谈判中双方关心的问题达成一致协议。贸易摩擦同时影响了相关国家的制造业PMI表现。

图表21：美国制造业PMI数据持续回落至2年来最低



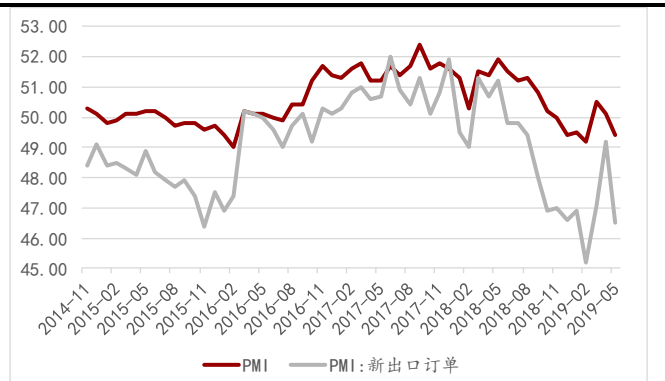
资料来源：WIND、万联证券

图表22：欧元区制造业PMI数据下滑



资料来源：WIND、万联证券

图表23：中国制造业PMI一季度反弹后下滑



资料来源：WIND、万联证券

5月份美国供应管理协会 (ISM) 制造业PMI为52.1%，虽然仍高于枯荣线，但是可以看出该数据连续下跌。IHSMarkit经济学家克里斯威廉姆森评论称，5月美国制造业经历了10年来最艰难的一个月，整体PMI降至全球金融危机最严重时期以来的最低水平。

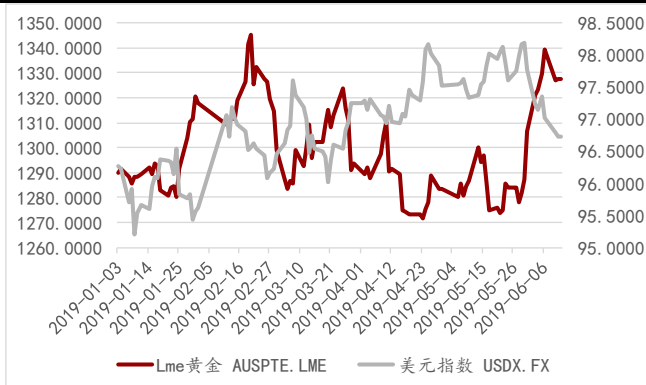
欧元区5月制造业PMI终值，公布值：47.7，前值:47.7，预期值：47.7。欧元区制造业仍在萎缩，因汽车行业需求下滑，英国脱欧以及其他地缘政治的不确定性，欧元区制造业仍面临不稳定的风险。

我国5月制造业PMI为49.4%，比4月回落0.7个百分点，跌破荣枯线。新出口订单大幅回落。从国家统计局对该数据的解读来看，生产指数为51.7%，比上月回落0.4个百分

点，仍位于临界点之上，表明制造业生产继续保持扩张态势。新订单指数为49.8%，比上月下降1.6个百分点，位于临界点之下，表明制造业市场需求有所回落。

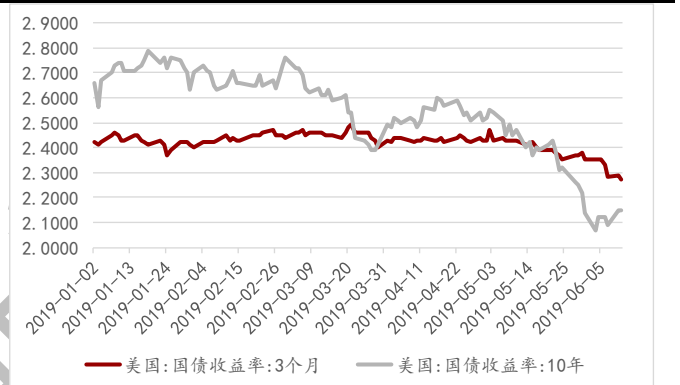
中美贸易摩擦升级的同时，美欧、美墨贸易争端不断，引发市场对全球经济的担忧，此前美元指数走强，主要是欧元区经济过度疲软，使得美元兑欧元汇率上升，相对而言，美元指数走强。然而，近期的贸易摩擦加剧，使得市场更是担心贸易摩擦会对美国经济产生负面影响，美元指数回落，美债利率倒挂，对未来资产价格的担忧推动金价上行。

图表24：美元指数高位回落



资料来源：WIND、万联证券

图表25：美债利率倒挂



资料来源：WIND、万联证券

3.1.2 多国逆周期宽货币政策，黄金凸显投资价值

金价主要受投机因素影响，而与供需情况联系不大。目前，世界主要经济体如美国、中国、欧元区基准利率基本维持在多年来的较低水平。比如：美国联邦基准利率将继续维持在2.25%-2.50%水平(降息预期增加)，中国人民银行一年期储蓄基准利率为1.5% (降息空间仍存)，欧洲央行、日本央行维持负利率等。发达国家有多个央行(瑞士、瑞典、欧元区、日本等)加入负利率阵营，如前面我们介绍，近期超过14个国家，开始降息，黄金受到资金热捧。

3.1.3 伊朗制裁仍是中东主要不稳定因素，黄金凸显避险价值

2月份以来美国对伊朗全面石油禁运升级，美国从5月2日开始取消对目前仍从伊朗进口石油国家的豁免，全面禁止伊朗石油出口，5月3日美国宣布强化对伊核活动的限制，美国白宫5月5日晚发布声明说美国正向中东地区部署航母战斗群和一个轰炸机特遣队，以回应伊朗对美国的“警告”。除了经济制裁石油全面禁运外美国对伊军事施压也在加大。由于伊朗局势的复杂性，黄金作为避险工具，价值凸显。

在动荡的全球经济面前，黄金表现出来更多避险属性。随着多国央行采取逆周期货币宽松政策，黄金的投资价值凸显，未来金价仍有上涨空间，相关产业个股有望受益。重点关注6月28-29日在日本大阪市召开的二十国集团大阪峰会的协商结果。基于目前市场避险情绪增多，金价存在强力支撑，仍然积极看多。

3.2 贸易摩擦、供应短缺点燃稀土行情，下半年谨慎把握

3.2.1 美国进口稀土主要来自中国

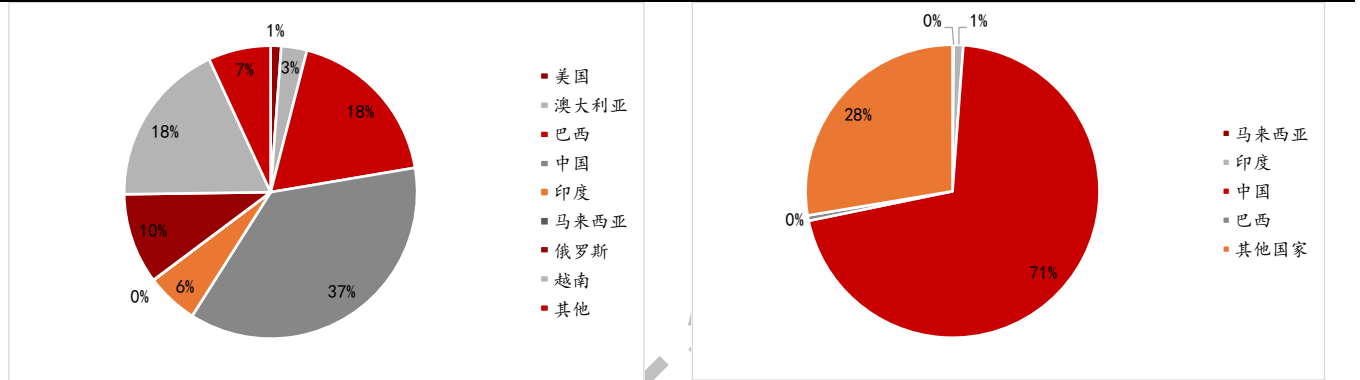
经过多年整合发展，我国已经在全球稀土产业链处于领先地位，不光是在产量，还体现在生产的各个环节。美国地质调查局《2019年矿产品摘要》指出：2018年美国对稀土的净进口依赖度为100%，主要进口国是中国、爱沙尼亚、法国和日本。稀土化合物和金属主要进口国及份额为：中国80%，爱沙尼亚6%，法国和日本各3%，其他8%。从爱沙尼亚、法国和日本进口的稀土化合物和金属，其原料来自于中国或者其他地区的精矿和中间产品。

我国稀土储量在世界上遥遥领先。稀土主要以独居石、氟碳铈矿、磷钇矿、淋积型矿、钶钽铀矿等矿物形式存在，主要分布在中国、俄罗斯、美国、印度、澳大利亚、马

来西亚、加拿大、南非、巴西、埃及等国。随着近些年的不断开采，美国地质调查局《2019年矿产品摘要》显示18年，全球稀土储量为12000万吨，我国稀土储量为4400万吨，仍然占到了全球稀土的37%，为全球稀土储量自多的国家。18年，全球稀土氧化物产量为17万吨，其中中国稀土氧化物产量为12万吨，占全球71%。

图表26：18年稀土储量全球分布情况

图表27：18年稀土产量



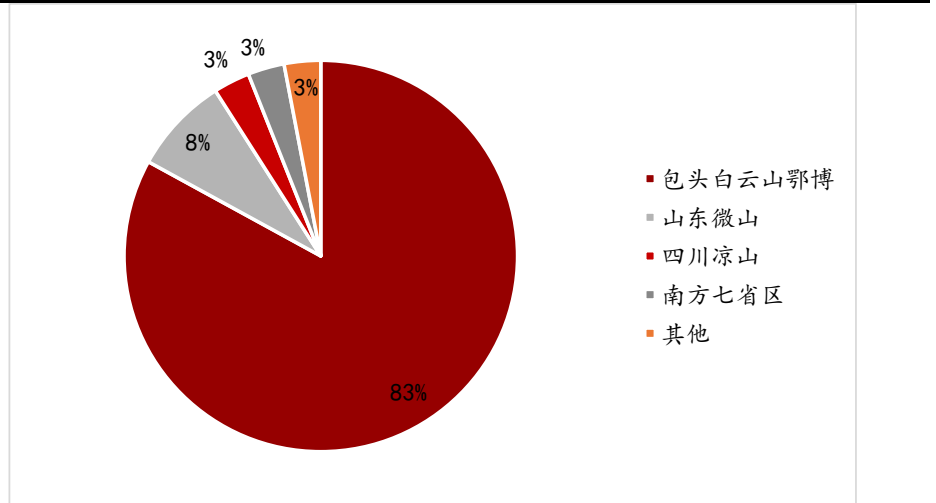
资料来源：美国地质调查局、万联证券

资料来源：美国地质调查局、万联证券

3.2.2 我国稀土分布现状

国内稀土分布：中国是世界稀土资源储量大国，不但储量丰富，还具有矿种和稀土元素齐全、稀土品位高及矿点分布合理等优势，为中国稀土工业的发展奠定了坚实的基础。中国稀土资源成矿条件十分有利、矿床类型单一、分布面广而又相对集中。除内蒙古包头的白云鄂博、江西赣南、广东粤北、四川凉山为稀土资源集中分布区外，山东、湖南、广西、云南、贵州、福建、浙江、湖北、河南、山西、辽宁、陕西、新疆等省区亦有稀土矿床发现，但是资源量要比矿化集中富集区少得多。全国稀土资源总量的98%分布在内蒙、江西、广东、四川、山东等地区，形成北、南、东、西的分布格局，并具有北轻南重的分布特点。

图表28：国内稀土分布



资料来源：中国稀土业协会、万联证券

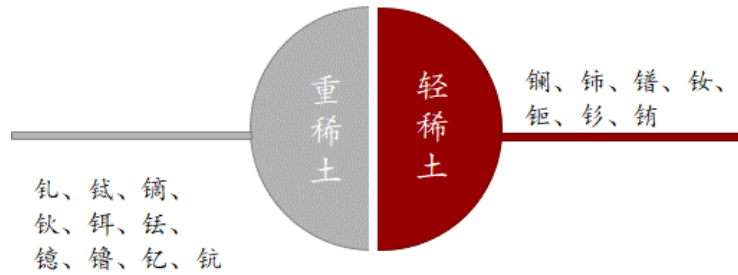
按照稀土元素不同的理化性质可以把十七种元素分为轻稀土和重稀土两组。

轻稀土主要分布在内蒙古包头的白云鄂博矿区，其稀土储量占全国稀土总储量的83%以上，居世界第一，是我国轻稀土主要生产基地。

离子型中重稀土则主要分布在江西赣州、福建龙岩等南方地区，尤其是在南岭地区分布可观的离子吸附型中稀土、重稀土矿，易采、易提取，已成为我国重要的中、重稀土生产基地。中国虽然稀土资源丰富，但由于过去多年的大量出口，及猖獗的非法开

采，稀土资源储量已经明显下降，尤其是中重稀土储量下降尤为惊人。

图表29：稀土分类

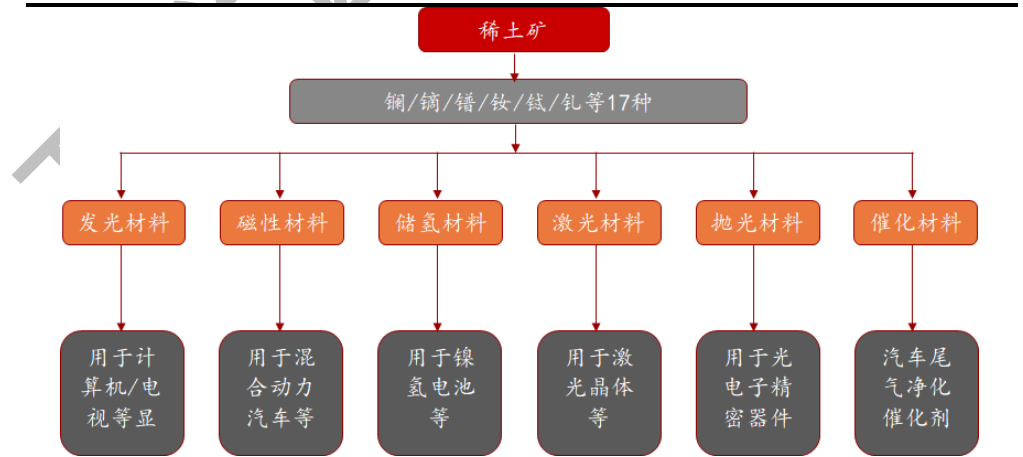


资料来源：中国稀土业协会、万联证券

3.2.3 稀土下游需求旺盛，未来主要需求在稀土新材料。

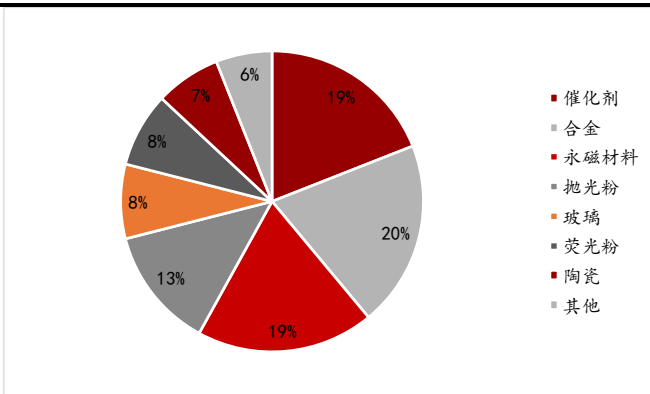
稀土元素被誉为“工业的维生素”，具有无法取代的优异磁、光、电性能，对改善产品性能，增加产品品种，提高生产效率起到了巨大的作用。由于稀土作用大，用量少，已成为改进产品结构、提高科技含量、促进行业技术进步的重要元素，被广泛应用到了冶金、军事、石油化工、玻璃陶瓷、农业和新材料等领域。

图表30：稀土的应用领域



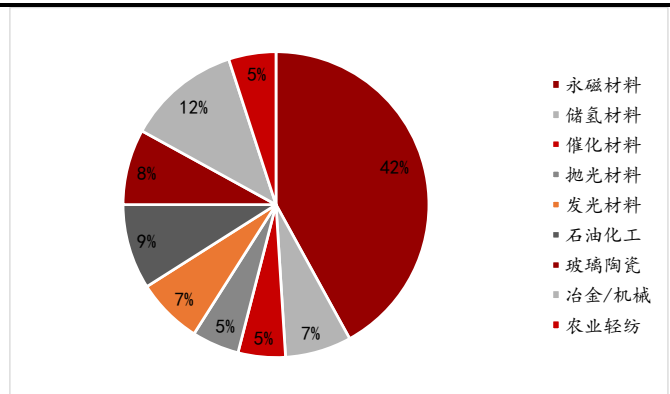
资料来源：金属百科、万联证券

图表31：世界稀土消费结构



资料来源：中国稀土业协会、万联证券

图表32：我国稀土消费情况分布



资料来源：中国稀土业协会、万联证券

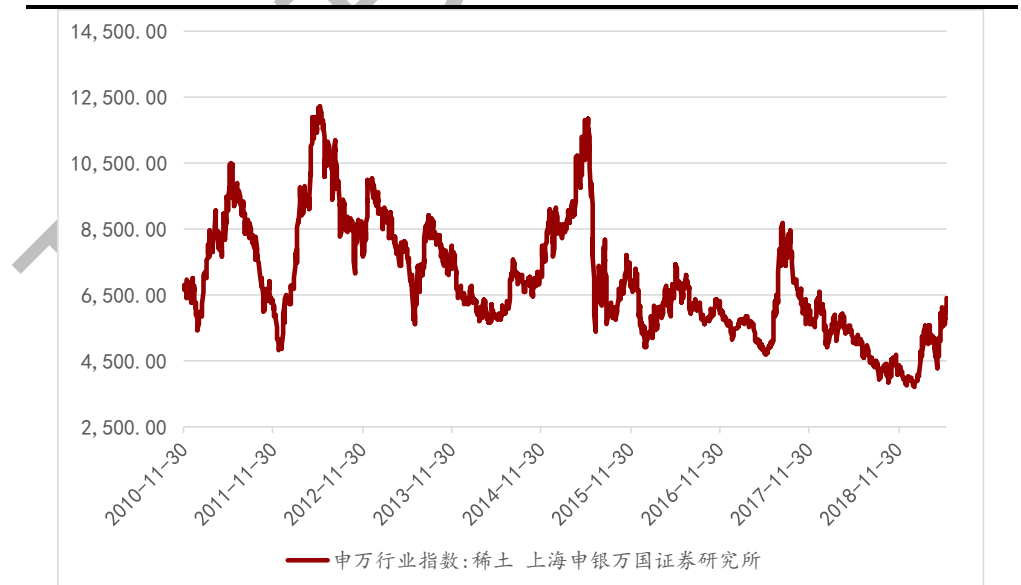
从稀土行业协会数据看，2015年世界稀土需求量为21万吨，中国国内需求为13.8万吨，预计2020年，国内稀土消费总量达19万吨。从稀土的消费结构看，永磁材料的应用占

比高达42%，稀土新材料占比66%，稀土新材料的开发和应用是未来稀土业的主要增长点。据产业在线统计，一台变频空调的高端磁材用量为0.25kg，2018年国内家用变频空调产量为6332.5万台，对应稀土用量为2.6万吨，占国内每年稀土产量的20%以上。据汽车工业协会统计，一辆新能源汽车高端磁材用量为3~5kg，2018年新能源汽车产量127万辆，对应稀土用量为0.6-1.1万吨，占国内每年稀土产量的6.5%左右。预计随着未来全球新能源汽车、航空航天等的发展，稀土需求将保持稳定增长。

3.2.4 稀土价格分析

目前中国每年约2.6万吨的重稀土用量都来自于缅甸，占到中国每年需求量的一半。另外，国内出于对南方地区的环境保护以及战略资源的合理配置，早已关停了对江西、湖南等地重稀土矿山的开采。5月4日美国加征的2000亿美元关税清单和5月13日提出的3000亿美元关税清单，稀土被排除在外。5月15日，我国腾冲海关关闭，停止缅甸稀土矿的进口，重稀土价格大幅上涨。5月20日，国家最高领导人亲赴江西了解赣州市稀土产业发展情况，重点考察了金力永磁等稀土磁材企业。因为正值中美贸易摩擦的风口浪尖，舆论普遍认为此行的意义非常重大。与此同时，稀土产品市场价格也呈暴涨态势，上游企业惜货严重，市场上货源难求。

图表33：申万稀土指数从年初开始强势拉升



资料来源：金属百科、万联证券

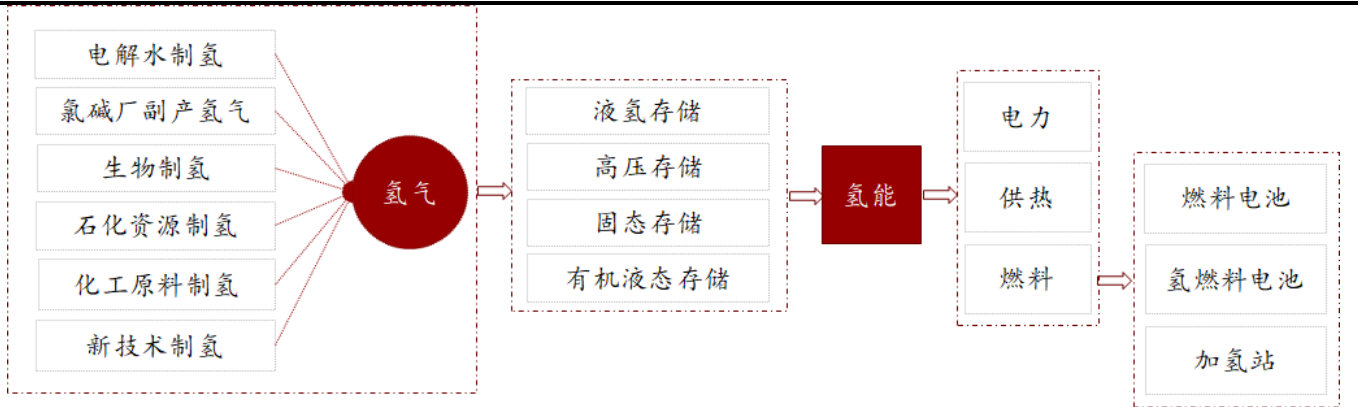
目前中重稀土与轻稀土价格分化主要是因为缅甸重稀土5月15日腾冲闭关后，中重稀土面临长期供应短缺。我国重稀土主要集中在江西、广东、福建和湖南地区，属于离子型稀土，开采容易，但是偷采冶比较严重，然而随着国家加强管控，七部委联合采用多种手段，稀土偷采得到有效控制。缅甸稀土和江西的稀土类似，在我国稀土行业整合的大背景下，部分企业开始选择去缅甸开采重稀土矿然后出口到国内进行分离，但是缅甸地方军和政府军的矛盾成为缅甸稀土供应的隐患，我国考虑到中方在缅开采人员安全问题，2018年12月出台禁令，腾冲海关禁止进口缅甸稀土，并给了半年缓冲期，今年5月15日已经完全闭关。缅甸自身重稀土资源开发几乎完全依靠中国，腾冲闭关，意味着缅甸重稀土的开发几乎停滞。缅甸之外的其他地方尚未发现成规模的重稀土。所以，重稀土面临着长期供应短缺的现状，经销商及贸易商惜售催生重稀土价格一路上扬。轻稀土在我国储量丰富，供应没有短缺迹象，但是近期，之前一直“滞销”的轻稀土也出现了一定程度的紧俏。我们预计未来轻稀土将逐步走出底部区间，维持慢牛行情，重稀土价格还有上涨空间。

3.3 铂金联手氢能源汽车成下一个投资机会

3.3.1 氢能源产业链

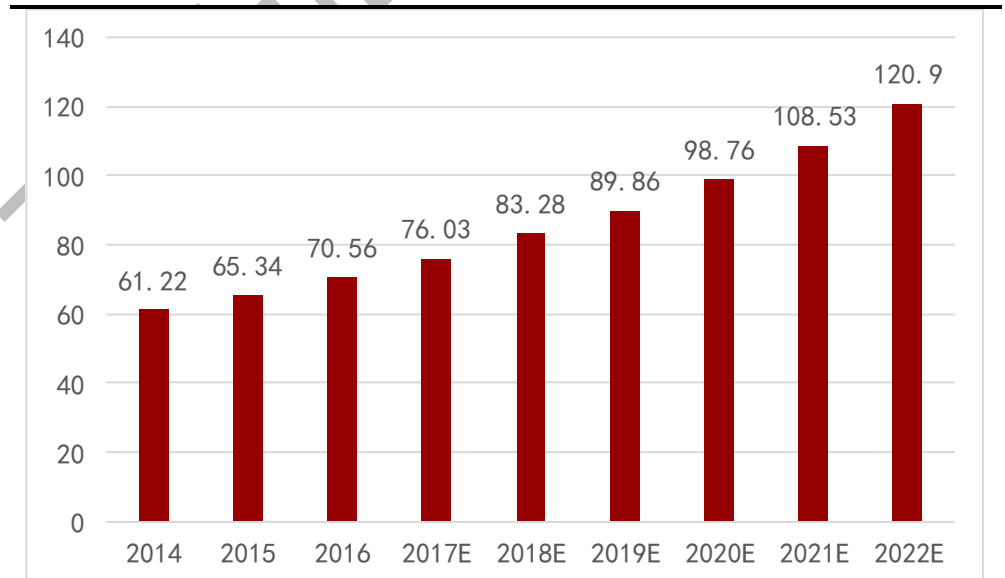
能源正朝着高氢气低碳的方向发展，可以预料，未来的能源利用中，氢能会有着广泛的应用场景。

图表34：氢产业链



资料来源：中商情报网、万联证券

图表35：中国工业氢气市场规模预测-单位：亿元



资料来源：中国产业信息研究网、万联证券

中国产业信息研究网发布的《2017-2022年中国工业氢气行业市场发展调研分析与投资咨询研究报告》数据显示，2014年我国工业氢气行业市场规模为61.22亿元，2015年市场规模达到65.34亿元，2016年工业氢气市场规模为70.56亿元。预计2022年市场规模将达到120.9亿元，发展较为迅速。

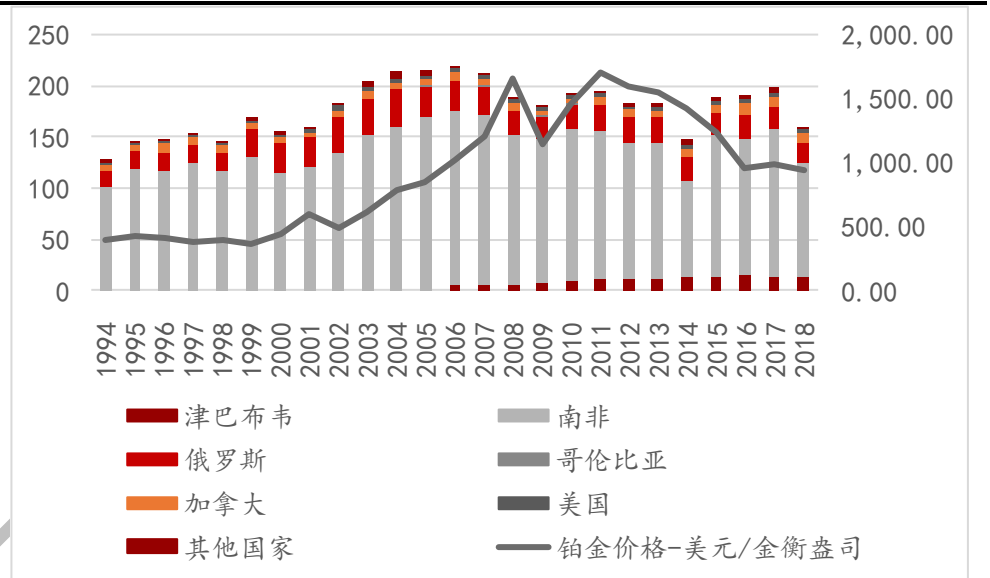
燃料电池作为核心载体，引领氢能源的开发利用。氢燃料电池车“零排放、支持大载重、长续航里程、燃料补给速度快、燃烧效率高”等优势，已经成为新能源汽车行业的“新宠”。短期而言，燃料电池为氢能利用的主要领域，更加低廉的制备氢气，是氢燃料电池大规模商用的基础。

3.3.2 铂金属现状

世界上只有少数几个国家生产铂金，铂金矿的地区分布集中于南非布什维尔德矿区。在自然界中，铂通常不会以预计单体的形式存在于矿石中，常与钯、铑、镍、铜、金等金属共生。全球80%具备经济价值的含铂矿床位于南非北部的布什维尔德矿区（Bushveld Complex），另外津巴布韦的韦大岩墙矿（Great Dyke）、俄罗斯诺里尔斯克（Noril'sk Talnakh）、美国斯提耳沃特（Still water Complex）、加拿大萨德伯

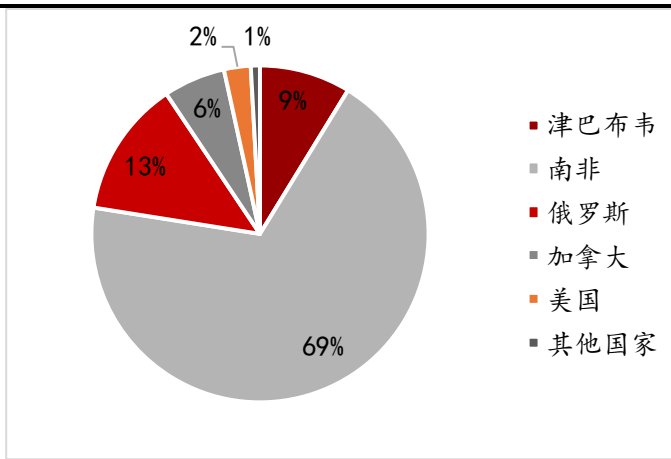
里 (SudburyComplex) 也是全球主要的铂矿矿区。从供给的国别来看, 南非的矿产量占比一直保持在第一位。由于近几年南非主要矿山成本不断上升, 加之国内罢工不断导致其矿山的产量增涨缓慢。俄罗斯在苏联解体前后遇到财政危机, 故大量产销铂金以增加收入, 而在1999年之后, 铂金产量一直比较稳定, 占据第二位。北美的产量一直比较稳定, 稳居三四位。2005年之后, 津巴布韦快速增加其产量, 但是由于其规模较小, 所以仍然难以取代南非的霸主地位。根据美国地质调查局数据, 2018年, 全球铂矿探明储量为6.9万吨其中南非储量为6.3万吨, 占全球储量的91%。全球铂矿产量为160吨, 其中南非铂矿产量为110吨, 占全球产量的69%。

图表36: 全球铂矿产量及价格走势



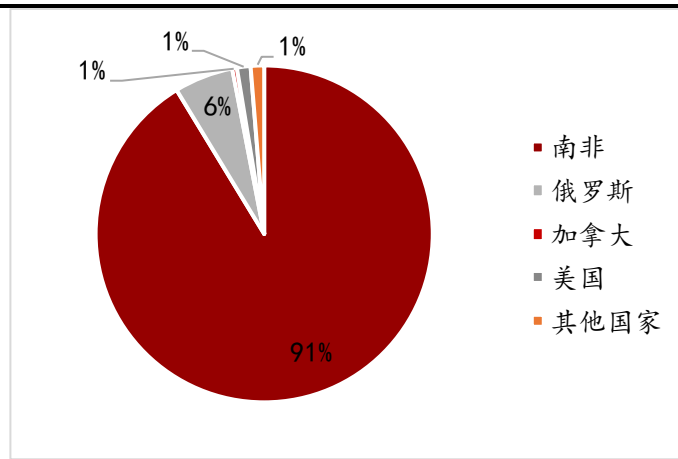
资料来源: 美国地质调查局、万联证券

图表37: 2018全球铂矿产量占比



资料来源: 美国地质调查局、万联证券

图表38: 2018全球铂矿储量占比



资料来源: 美国地质调查局、万联证券

从2007年开始, 铂金的供给开始平稳, 甚至有所减少。近几年矿山供给在200吨/年左右的位路徘徊。限制矿山产量进一步扩张的主要原因有三: 第一, 主要产区的成本上升, 一些大矿山的完全成本已经高于铂金的价格; 第二, 由于近年来金融危机导致南非等产铂大国社会稳定程度降低、罢工此起彼伏, 导致矿山产量下降; 第三, 由于铂金价格的上涨推升回收金属的增加, 此外金融危机以来下游需求不振都限制矿山生产的扩大。

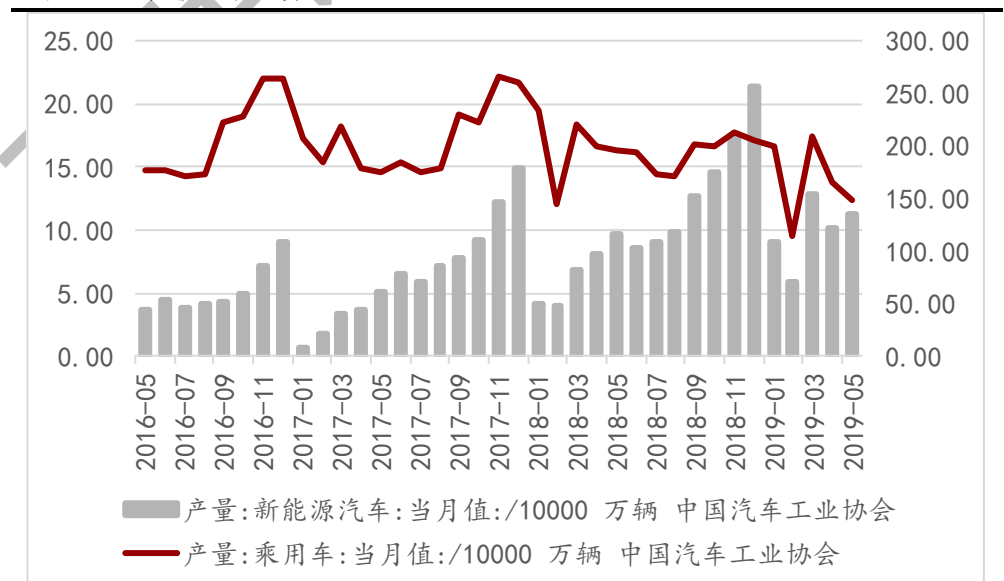
3.3.3 铂金属需求: 传统需求稳定, 燃料电池汽车拉动需求显著增长

铂金的需求总体分为催化剂、首饰、其他工业金属与投资。过去5年，汽车催化剂领域的铂金需求最高，大约占总需求的37%到41%。铂在其他工业用途中的需求平均占全球总需求的20%左右。首饰消费平均占铂金总需求的35%，需求占比仅次于汽车领域。投资是铂金最小的需求领域，也是过去5年中变动最大的领域，在总需求中占2%至11%不等。

据中国汽车工业协会统计数据，5月份乘用车产量为149.1万辆，同比减少23.70%，然而新能源汽车5月产量为12.81万辆，同比增加16.67%。可以看出新能源汽车是未来的主要发展趋势。燃料电池的快速发展有望带来铂金需求的高速增长。燃料电池汽车是一种使用车载移动式燃料电池提供动能的汽车，车用燃料电池必须满足高比能量、低工作温度、起动快、无泄漏等特性，因此目前燃料电池汽车所用电池均为质子交换膜燃料电池(PEMFC)电堆。PEMFC的工作原理为利用氢气通过铂催化剂，分解成两个氢离子和两个电子，通过质子交换膜筛选后，电子由负极流向正极形成电流驱动电机。PEMFC通常使用铂作为分解氢气的催化剂，由于氢燃料电池汽车要求催化速度快，除铂作为催化剂外，目前暂无其他替代产品。这一新产业的崛起将提振对铂金的需求。

中国汽车工程学会副秘书长王菊透露，截至目前，中国市场有41家整车厂商参与了氢能燃料电池汽车的生产制造，市场上已有56款燃料电池汽车车型，25家燃料电池系统集成商，20多个省市发布相关政策和规则，有25座在运营的加氢站以及45座在建加氢站，仅2018年氢燃料电池产业相关投资及规划资金已超过850亿元。

图表39：中国汽车消费量



资料来源：中国汽车工业协会、万联证券

5月24日，2019铂金及氢能产业峰会在上海召开，英美资源集团执行总经理贵金属市场拓展Benny Oeyen表示：全球燃料电池汽车中铂金的使用已提上日程，中国氢能经济和铂金市场蕴藏着巨大的机遇和活力。

世界铂金投资协会(WPIC)中国区主管邓伟斌介绍，中国的氢能产业发展如火如荼，这同时也为铂金的长期发展奠定了良好、扎实的基础，有理由相信，铂金作为一种环保的、科技的金属，未来也将更好地服务于氢能源燃料电池汽车产业的发展。

从具体用量上来说，氢燃料电池汽车对铂的用量很高。目前，像丰田这样的第一梯队车企的商业化氢燃料电池汽车，平均每辆用量大约为0.17g/kW(约20g/辆)。当然，随着技术的进步，这个指标还会进一步降低，据美国能源局的目标显示，2020年将实现单车铂用量低至0.125g/kW(约14.7g/辆)，而这一含量仍然高于传统的柴油汽车耗量。

近几年氢燃料电池汽车的快速发展，带来了铂金需求边际增量的较快增长。2017年全球燃料电池乘用车销量约6000辆，作为催化剂的铂金消耗量不到0.12吨。假设2030年全球燃料电池汽车渗透率可达1% (全球载客汽车数量按照1.05亿辆算)，单车铂金用

量按照17.5g算，铂金耗量将达到18.38吨，占18年铂金总产量160吨的11.49%，可见新能源汽车对铂金需求的拉动效果非常显著。

我国是铂族金属稀缺的国家之一。50年代前只有个别小型砂铂矿，1959年发现金川含铂铜镍矿，1966年镍电解车间投产，铂族金属的生产与利用才有了转机。70年代相继发现了一些小矿体，开始利用低品位的含铂贫矿，也从多金属矿石与斑岩铜矿石的冶炼过程中回收一些铂族金属；并对铂矿进行了较多的地质地球化学研究，但找矿勘探方面始终未有大的突破；相反，随着经济的发展，铂族金属的供需矛盾日趋尖锐，主要靠进口弥补不足。

3.4. 关注小金属——小金属行情持续性差，可关注短期机会

3.4.1 钨——主要钨企率先减产，未来供需有望改善

根据有色行业协会的统计数据，2019年1-4月份国内生产钨精矿（65%）32759吨，同比增长5.28。分区域看，江西和湖南是钨的主产地，河南是副产钨产地，主要是钼矿回收。1-4月国内钨精矿产量排在前三名的是江西、湖南和河南，其中江西产量为12271吨，累计同比增长2.43%；湖南产量为8559吨，累计同比增长5.2%；河南产量为5253吨，累计同比增长5.08%。

5月17日，中钨高新材料股份有限公司、江西钨业控股集团有限公司、厦门钨业股份有限公司、洛阳栾川钼业集团股份有限公司、崇义章源钨业股份有限公司、湖南辰州矿业有限责任公司、广晟有色金属股份有限公司、广东翔鹭钨业股份有限公司、安泰天龙钨钼科技有限公司、赣州海盛钨钼集团有限公司等公司召开会议，鉴于当前钨市场需求平淡，与会企业将共同维护钨原料市场的供应秩序，今年钨精矿产量减产不低于10%。我国主要钨企业（集团）的率先减产，对改善目前的钨市场供需矛盾将发挥积极作用。同时，倡议国内矿山严格执行国家下达的钨精矿开采总量控制指标，控制产能、降低产量、理性销售，共同维护钨原料市场供应秩序，推进钨行业供给侧结构性改革。根据中国钨业协会统计，参会企业年产钨精矿产量占中国钨协统计产量的86%，如果这些企业率先开始减产的话，将会对市场供需情况产生影响。

钨主要用于硬质合金、特种钢等产品，并被广泛用于国防工业、航空航天、信息产业，所以被称为“工业的牙齿”。中国钨资源储量占全世界一半以上，储量约190万吨，占全球比重为58%，钨原料出口占据世界市场的八成以上。而中国的钨矿资源主要分布于广东东部、湖南和江西南部。具体为江西占比30%，湖南占比25%。美国在2014-2017年美国钨产品进口主要来自中国，占比32%，截止到2018年三季度末，美国国家储备存货分别为钨粉125吨、精矿料9170吨、钨合金6吨，且2018-2019年计划处置250吨钨粉和2720吨精矿，按照美国年消费量估算，国家储备不足半年，对外依存度由2016年的25%上升至50%以上。所以，在战略地位上，钨和稀土有相似之处。

近期江西省赣州市多家仲钨酸铵冶炼（APT）生产企业发出倡议书：一致同意从6月起停产或减产，停产时间不少于15天，当月产量减产不少于30%。同时，向全国钨企业发出“控制产能、降低产量”的呼吁，并建议政府有关部门严控新增钨冶炼产能，以着力化解过剩产能和降本增效，推进钨行业供给侧结构性改革，推动上下游钨产品整体价格合理回归。

4、重点上市公司

4.1 黄金板块：山东黄金、紫金矿业

4.1.1 山东黄金——国内黄金龙头，资源丰富、产量居首

山东黄金：纯黄金龙头股，18年产金量居全国首位。拥有逾40年的黄金开采行业运营经验，旗下资源丰富，现有4家矿山位居“中国10大黄金矿山”之列，3家矿山位居“中国黄金经济效益十佳矿山”之列，11家矿山被授予“国家级绿色矿山”，在集团优质资产未来优先考虑注入上市公司的前提下，山东黄金增储潜力不可小觑。2017年公司联手世界黄金巨头巴里克黄金，以9.6亿美元成功收购贝拉德罗项目50%权益，该矿是阿根廷最大金矿及南美洲第二大金矿，也是国内黄金公司目前经营最大的海外金矿。

2018年，公司矿产金产量39.32吨，同比增长3.43吨，增幅9.57%。公司通过“内生+外延”不断实现黄金产量的快速增长。完成H股上市以后，对于公司的财务稳健及拓宽融资渠道实现高速发展进一步铺平道路。

我们预计19-21年，山东黄金归母净利润分别为：11.80、13.77、15.51亿；每股收益分别为：0.53、0.62、0.70元，对应收盘价44.50的PE分别为：83.47、71.57、63.52倍。维持增持评级。

风险提示：贸易摩擦和地缘政治的不确定性、矿产品为下降风险、矿山开采风险、国家黄金行业相关政策变化

4.1.2 紫金矿业——铜、金、锌多快板经营，未来金、铜产量有望继续增加

公司金、铜、锌资源储量丰富，其中铜资源储量4,952万吨，接近国际一流矿业公司的水平。矿产金产量稳居全国前三。2018年，公司海外并购取得实质性进展，先后完成收购塞尔维亚国有铜业公司RTBBOR集团和加拿大上市公司Nevsun Resources Ltd.两个重大项目，实现了公司黄金、铜、锌等资源储量的进一步增长，19年，铜、金价格均处于高位，且存在长期利好，公司业绩有望继续增长。

我们预计紫金矿业19-21年的归母净利润为：62.77、73.41、80.82亿元，EPS分别为：0.27、0.32、0.35元。对应收盘价3.92元的PE分别为：14.38、12.30、11.17倍。维持增持评级。

风险提示：贸易摩擦和地缘政治的不确定性、矿产品为下降风险、矿山开采风险、国家黄金行业相关政策变化

4.2 稀土板块：盛和资源

盛和资源——重稀土涨价，钛原料紧缺价格上涨，业绩有望大幅上涨

盛和资源：公司拥有稀土矿采选、冶炼分离、稀土冶炼加工产业链及锆钛选矿及加工。公司主营业务为稀土矿山开采、稀土产品生产及销售；催化材料生产及销售；各类实业投资；稀有稀土金属冶炼与销售、稀土金属合金、废料回收；综合应用及深加工，技术咨询和服务；稀土、锆、钛新材料加工与销售。主要产品包括稀土氧化物、稀有稀土金属、稀土高效催化剂及分子筛、锆英砂、钛精矿、金红石、独居石等。

稀土受腾冲海关关闭影响，供应偏紧，加上中美贸易摩擦下的稀土的战略价值凸显，重稀土价格一路走高。另外，近期有进口锆英砂因放射性问题被海关检查扣留超过两周的消息传出，锆原料供应偏紧，而钛受制于原料涨价，海绵钛价格走高。公司的主要产品均面临涨价利好，未来业绩有望厚增。

我们预计盛和资源19-21年归母净利润分别为3.68、4.83、6.05亿元；EPS分别为0.22、0.29、0.36元；对应收盘价11.11元的PE分别为50.20、38.19、30.51倍，维持增持评级。

风险提示：国家稀土进出口政策调整、上游供给增多、下游需求不及预期、贸易摩擦不确定性

4.3 铂金板块：贵研铂业

贵研铂业——拥有贵金属材料系列核心技术，产品需求越来越大

贵研铂业：公司是从事贵金属研究、开发和生产经营的国家级高新技术企业，也是国内唯一在贵金属材料领域拥有系列核心技术和完整创新体系、集产学研为一体的上市公司。公司建立了较完整的贵金属产业链体系，大力发展贵金属新材料制造、贵金属资源再生及贵金属商务贸易，业务领域涵盖了贵金属合金材料、化学品、电子浆料、汽车催化剂、工业催化剂、金银及铂族金属二次资源循环利用、贵金属商务贸易和分析检测，生产各类产品涵盖390多个品种、4000余种规格，产品已广泛应用于汽车、电子信息、国防工业、新能源、石油、化学化工、生物医药、建材、环境保护等行业。

公司所处的行业主要为航空、航天、电子、能源、化工、石油、汽车、生物医药、环

保等行业提供产品及服务，其中：贵金属催化材料广泛应用于石油化工、医药合成、精细化工、硝氮化肥、汽车污染治理等领域；贵金属环保材料是制作高纯材料、催化材料、环境治理材料、合金功能材料等重要的前躯体；贵金属特种功能材料（如电接触材料、钎焊材料、测温材料、复合材料、催化网材料、精密合金材料、键合材料、蒸发材料等）广泛应用于国防工业、电子信息、化工建材、冶金等行业；贵金属信息功能材料（如导体浆、电阻浆、灌孔浆、多层布线浆等）广泛应用于片式电子元器件、厚膜集成电路、晶体硅太阳能电池、膜片开关、平板显示器等。高新技术的发展，为贵金属不断开拓了新的应用领域，贵金属材料在相关领域的需求量越来越大，而被作为人类社会可持续发展的关键材料之一。贵金属在全球属于稀缺资源，尤其是铂族金属在我国属于极度匮乏的资源，随着矿产资源不断开发利用，原矿已日益枯竭，随着我国成为贵金属工业应用的第一大国，氢能源汽车的高速增长拉动铂金需求，公司有望持续受益。

我们预计贵研铂业19-21年净利润为1.83、2.09、2.73亿元，对应EPS为0.42、0.48、0.62元，对应收盘价19.87元的PE分别为47.35、41.39、31.73，给予增持评级。

风险提示：新能源汽车发展不及预期、国家新能源汽车政策变化、主营产品原材料价格剧烈波动

4.4 小金属板块：厦门钨业

厦门钨业——钨钼、稀土、正极材料三大业务迎利好

厦门钨业主营钨钼、稀土、正极材料三大业务，其中钨钼等有色金属制品业务营收占比最大。公司未来主要朝着正极材料及钨深加工业务发展。公司现有3.7万吨正极材料产能（2.05万吨三元、1.5万吨钴酸锂、1500吨为锰酸锂和磷酸铁锂），2019年四季度宁德项目投产1万吨三元正极材料产能，2020一季度宁德项目将再投产1万吨。钨深加工方面，公司开发九江基地和洛阳基地，九江基地一期工程已经投产，钨粉产能为3000吨/年、硬质合金产能为2000吨/年，未来二期工程实施后，九江产能将翻倍。预计19年下半年随着钨企减产，钨价格有望回升，企业钨板块业务的扩产将带来公司产量与盈利齐升。

我们预计厦门钨业19-21年，公司归母净利润分别为：5.78、6.87、8.14亿元；EPS分别为0.41、0.49和0.58元，对应收盘价14.35元的PE分别为35.07、29.54和24.92倍，给予增持评级。

风险提示：钨企减产不及预期、中美贸易摩擦的不确定性、下游需求不及预期

5、风险提示

中美贸易摩擦不确定性、地缘政治风云突变、相关板块上游供应增加或下游需求不足、国家行业政策调整

有色金属行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年06月25日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率		市净率		投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600547	山东黄金	0.40	0.53	0.62	9.89	44.50	66.12	83.47	71.57	4.50	增持
601899	紫金矿业	0.18	0.27	0.32	1.59	3.92	16.56	14.38	12.30	2.46	增持
600392	盛和资源	0.16	0.22	0.29	2.97	11.11	54.72	50.20	38.19	3.78	增持
600459	贵研铂业	0.46	0.42	0.48	7.08	19.78	24.91	47.35	41.39	2.79	增持
600549	厦门钨业	0.35	0.41	0.49	5.11	14.35	35.51	35.07	29.54	2.81	增持

资料来源: WIND、万联证券

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳福田区深南大道2007号金地中心
广州天河区珠江东路11号高德置地广场