

有色行业2019年中期策略报告——看好黄金和稀土投资机会

2019年6月28日



行业评级

有色 中性（维持）

证券分析师

陈建文

投资咨询资格编号：S1060511020001

联系电话：0755-22625476

电子邮件：CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

投资要点

- **回顾：行业低位运行，多数产品价格走弱。**2019年上半年有色行业低位运行，前五个月有色金属矿采选利润增速同比下降26.3%，有色金属冶炼及压延利润仅小幅增加。同时2019年上半年，有色各项景气指数均处于相对低位。受行业景气度较低影响，有色金属价格多数走弱，其中工业金属多数品种价格下跌，小金属价格除个别稀土品种外，价格震荡走弱，而贵金属价格有所上涨。
- **展望：下半年需求不乐观，关注两类投资机会。**预计下半年供给增长压力不大，影响行业主要是下游需求。受中美贸易摩擦以及全球主要经济体经济增长放缓的影响，有色需求承压。国内有色下游分化，地产表现较好，但基建增速较低，汽车增速下滑趋势未扭转，消费表现也缺乏亮点，预计国内有色需求以弱势趋稳为主。在需求较弱以及中美贸易摩擦持续的背景下，建议关注黄金和稀土的结构性投资机会。
- **黄金：美国经济疲态初显+美联储结束缩表，价格有望走强。**黄金价格和美元汇率负相关，背后因素是美国经济以及货币政策。尽管2019年一季度美国GDP增长仍较强劲，但2019年以来美国PMI走弱，经济疲态初显，且6月份美联储会议态度偏“鸽派”，下调美国经济评价，未来降息的可能性增加。全球范围内，各国央行的货币政策也有放松的趋势，有利于未来黄金价格走强。对黄金价格较为敏感的黄金ETF 2019年以来黄金持仓整体增加，也反映对黄金价格的看好。
- **稀土：战略资源高度提升，有望出台新行业政策，格局向好。**中国稀土资源储量位居全球第一，供给全球约70%的需求，美国对中国稀土依赖约80%。稀土是中国重要战略资源，但由于非法生产存在，行业供需格局失衡，压制了稀土价值体现。在中美贸易摩擦背景下，我国对稀土重视程度不断提高，2019年5月以来国家层面的调研密集，未来稀土出台新行业政策的可能性较高。我们预计新行业政策将围绕资源环境保护、非法稀土生产、行业升级等展开，其中非法开采整治将成为重点，行业格局将向好，稀土价格有望上扬。
- **投资建议：我们预计下半年有色供需依旧处于弱平衡态势，且中美贸易摩擦也将继续对价格以及需求预期产生影响，有色总体价格震荡走弱，行业以结构性投资机会为主，维持行业“中性”投资评级。**建议关注两类投资机会：第一、受益美联储货币政策可能调整带来的黄金的投资机会，相关公司包括山东黄金、紫金矿业；第二、中美贸易摩擦背景下，稀土出台新行业政策预期强烈，供需格局有望向好，关注龙头公司盛和资源、五矿稀土。
- **风险提示：1) 需求低迷；2) 供给侧改革和环保政策低于预期；3) 价格和库存大幅波动等。**

目录 CONTENTS

- 回顾：行业低位运行，多数产品价格走弱
- 展望：下半年需求不乐观，重点关注两类投资机会
- 投资主线：看好黄金和稀土价格表现
- 投资建议及风险提示

回顾：上半年有色行业低位运行

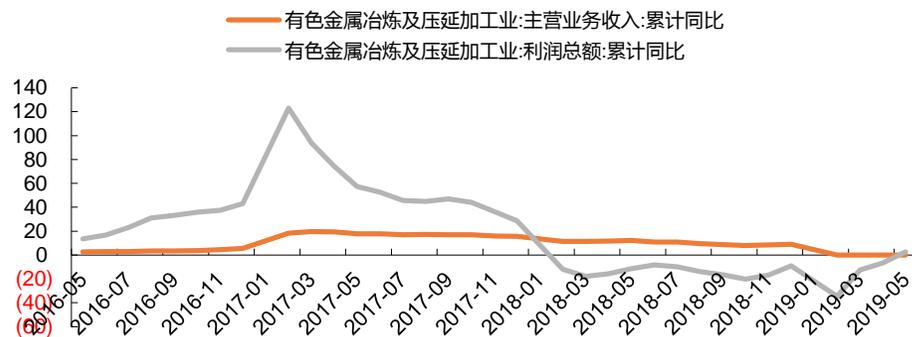
■ 2019年以来，有色景气依然处于较低水平，前五个月有色金属矿采选利润下滑26.3%，有色金属冶炼及压延加工业利润略有增长。

■ 有色金属工业协会发布的有色各项景气指数2019年以来均处于低位徘徊。

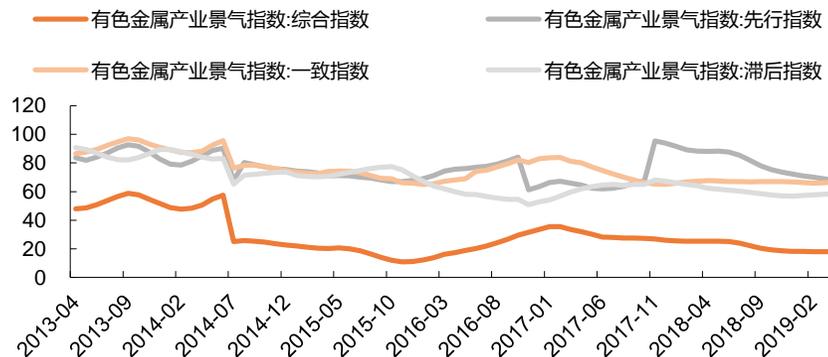
2019年前五个月有色金属矿采选利润下滑 (%)



2019年前五个月有色金属冶炼及压延加工利润小幅增加 (%)



2019年上半年有色景气度依然处于较低水平



2019年上半年十种有色金属产量增长较为平缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

回顾：价格总体低迷，黄金和部分稀土品种上涨

- 上半年有色价格总体走势低迷，并呈分化态势。其中多数工业金属和小金属价格下跌。
- 受中美贸易战影响，黄金价格5月以来开始走强。受云南腾冲口岸停止缅甸稀土矿进口通关以及出台行业政策预期，稀土品种中和永磁材料相关的氧化钕、氧化镨、氧化铽价格上涨幅度较大。

2019年上半年工业金属价格走弱 (%)

品种	LME	SHFE	现货
铜	1.53	-2.22	-2.34
铝	-2.94	2.17	3.57
铅	-3.51	-10.39	-12.67
锌	1.32	-3.50	-8.38
锡	-2.98	-0.27	-0.69
镍	19.63	14.84	13.61

2019年上半年小金属价格分化 (%)

品种	价格变化	品种	价格变化
碳酸锂(电池)	-5.98	氧化镧	-3.92
1#钴	-30.57	氧化铈	-7.55
海绵锆	2.00	氧化镨	1.25
钨精矿	-16.23	氧化钕	10.99
海绵钛	5.26	氧化钇	4.88
1#钼	-2.46	氧化钪	-7.27
锆锭	-4.46	氧化镱	64.05
1#铋	-20.59	氧化铕	-10.34
1#镁锭	-8.04	氧化铽	38.92
铌	0.00		

2019年5月黄金价格走强 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 平安证券研究所 (备注: 价格截止2019年6月27日)

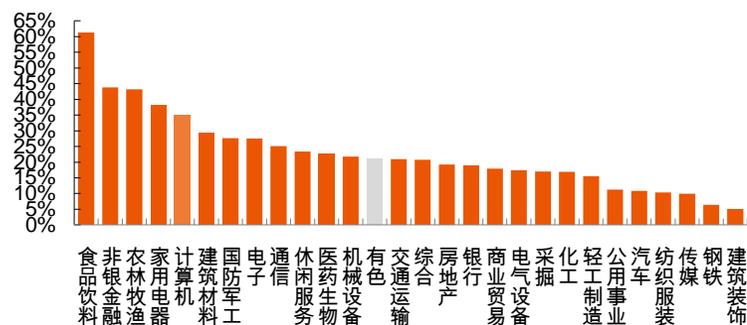
回顾：先扬后抑，预期影响股价表现

- 一季度受中美贸易谈判可能取得积极进展以及中国经济向好预期影响，有色股价上扬，但二季度随着中美贸易谈判遭遇波折以及二季度中国宏观经济数据低于预期影响，有色股价回调。
- 分板块看，大多数有色子板块上涨，其中产品价格表现较好的稀土及磁材涨幅居前，黄金板块5月后受益避险需求上升开始上涨。

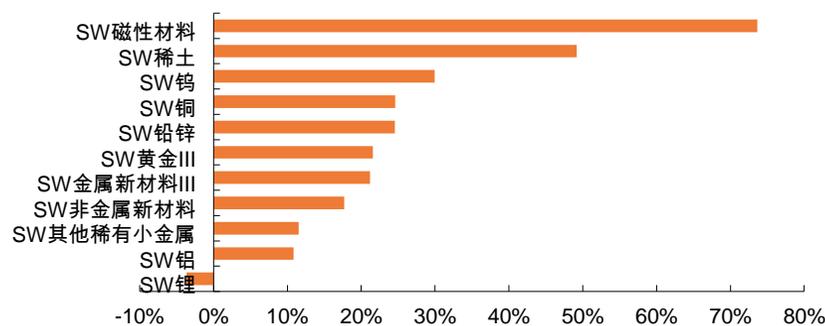
上半年有色上涨21.1%，涨幅低于沪深300



上半年有色涨跌幅位居十三



上半年多数有色子板块上涨



资料来源：Wind，平安证券研究所（备注：股价表现截止2019年6月27日）

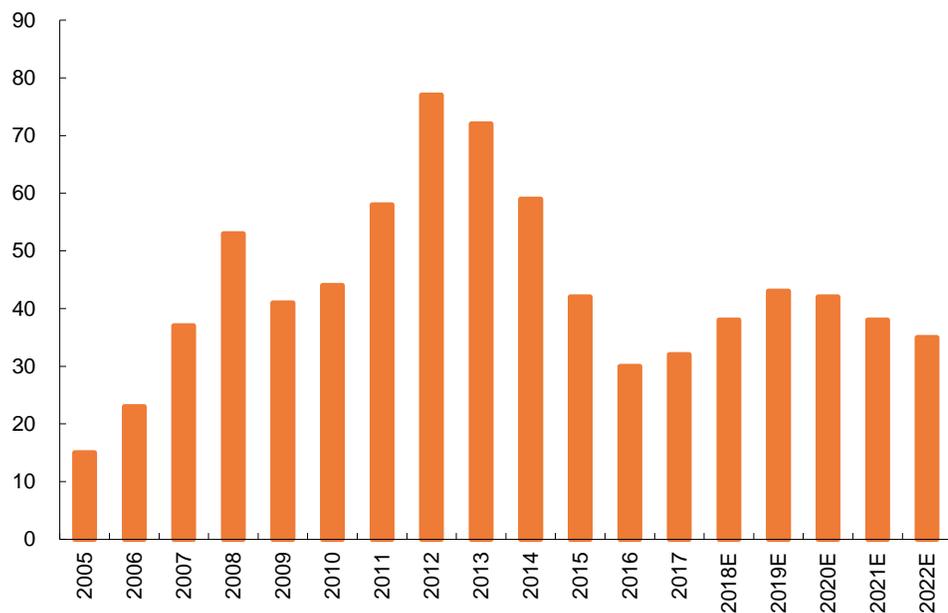
目录 CONTENTS

- 回顾：行业低位运行，多数产品价格走弱
- 展望：下半年需求不乐观，重点关注两类投资机会
- 投资主线：看好黄金和稀土价格表现
- 投资建议及风险提示

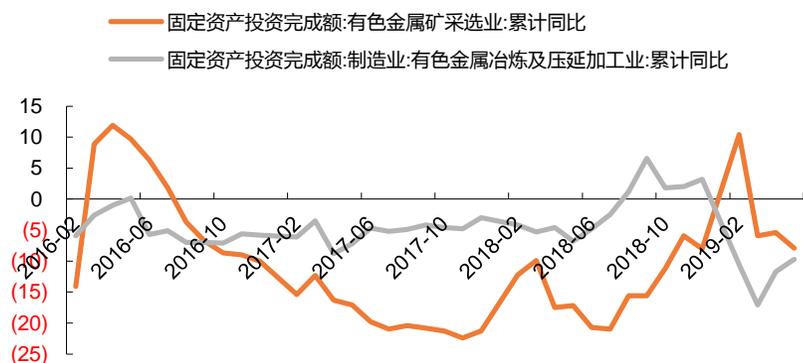
展望：供给压力较小，进一步收紧可能性较低

- 尽管2016、2017年有色价格上扬，但由于需求预期较弱以及中国环保影响，国内外投资并没有随之大幅增加，有色总体供给增长压力较小。同时，2018年以来，有色供给侧改革进入尾声，预计2019年下半年，有色总体供给进一步收紧可能性较低。

全球矿业资本开支较为谨慎（十亿美元）



中国有色固定资产投资处于较低水平 (%)



2019年前5个月，部分工业金属产量增长不大

产品	同比增速 (%)
精炼铜	4.4
电解铝	2.7
精炼锌	-0.6
精炼锡	-1.5
电解镍	15.7

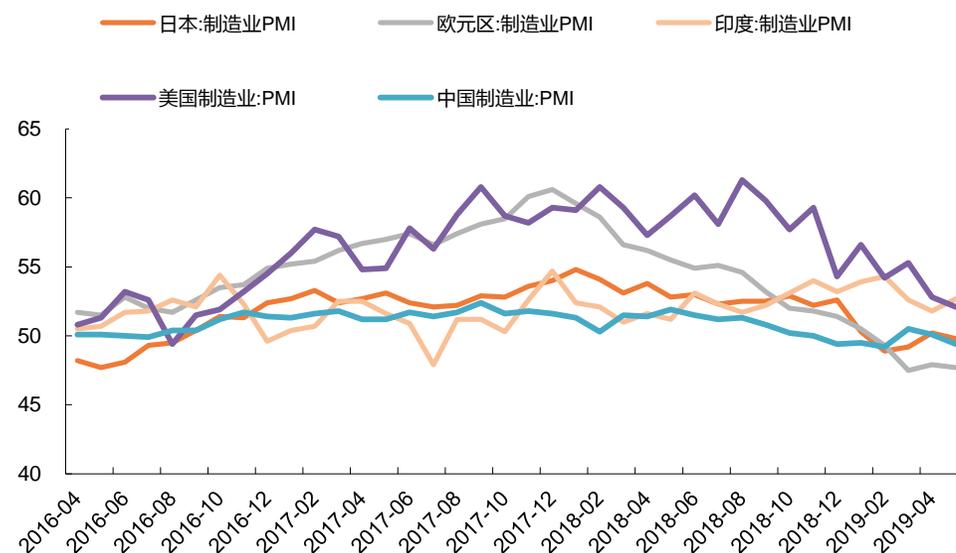
展望：全球经济增长预期不佳，有色需求受抑制

■ 2019年下半年需求成为了影响有色行业的焦点。受中美贸易摩擦以及中国自身经济发展阶段影响，2019年全球经济增长具有不确定性。国际货币基金（IMF）2019年4月发布的《全球经济展望》调低了大多数经济体2019年经济增长预期。PMI指标走势看，2019年以来，包括美国在内的全球主要经济体均处于下行趋势。有色作为基础性原材料，需求和经济增长有较强的关联性，预计下半年有色总体需求可能受抑制。

IMF调低了全球经济增长预测 (%)

国家或地区	2019年4月报告			2019年1月报告 差异		2018年12月报告 差异	
	2018	2019	2020	2019	2020	2019	2020
全球	3.6	3.3	3.6	-0.2	0.0	-0.4	-0.1
发达国家	2.2	1.8	1.7	-0.2	0.0	-0.3	0.0
美国	2.9	2.3	1.9	-0.2	0.1	-0.2	0.1
欧元区	1.8	1.3	1.5	-0.3	-0.2	-0.6	-0.2
日本	0.8	1.0	0.5	-0.1	0.0	0.1	0.2
新兴市场 和发展中 国家	4.5	4.4	4.8	-0.1	-0.1	-0.3	-0.1
中国	6.6	6.3	6.1	0.1	-0.1	0.1	-0.1
印度	7.1	7.3	7.5	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2
俄罗斯	2.3	1.6	1.7	0.0	0.0	-0.2	-0.1

全球主要经济体PMI呈下降趋势

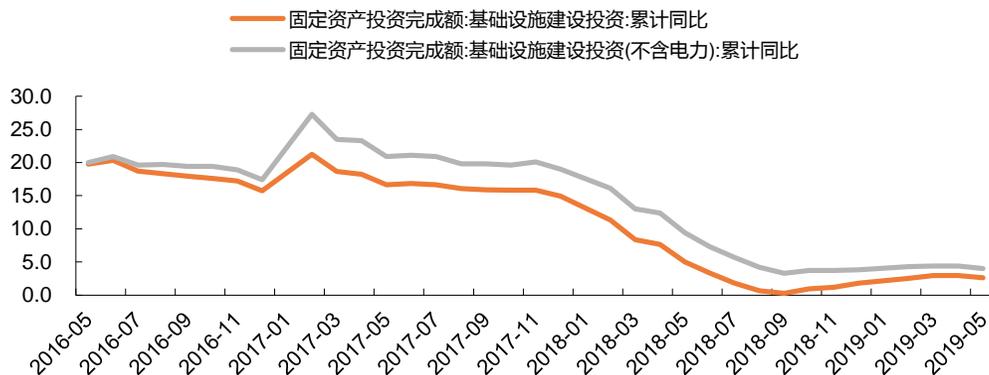


资料来源：IMF, Wind, 平安证券研究所

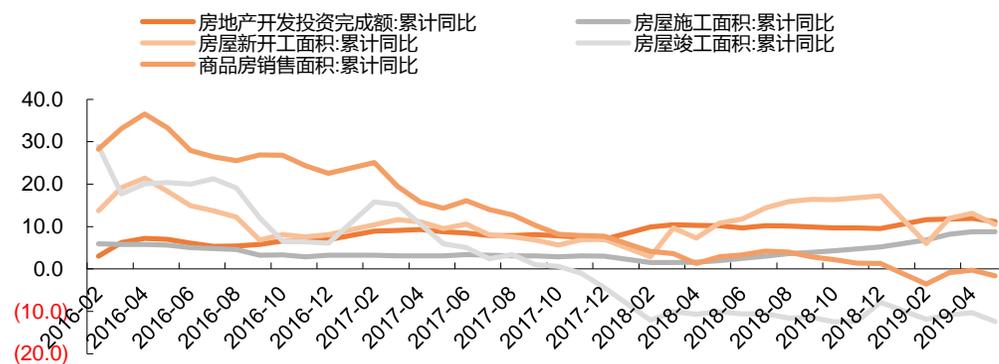
展望：国内下游分化，预计总体需求弱势趋稳

■ 有色的终端下游主要包括地产、汽车、基建、家电，消费品等，由于稳增长措施，地产及相关下游表现尚可，但基建虽然企稳，增速仍较低，汽车负增长趋势未扭转，社零增速中规中矩。预计下半年有色需求弱势趋稳，超预期的难度较高。

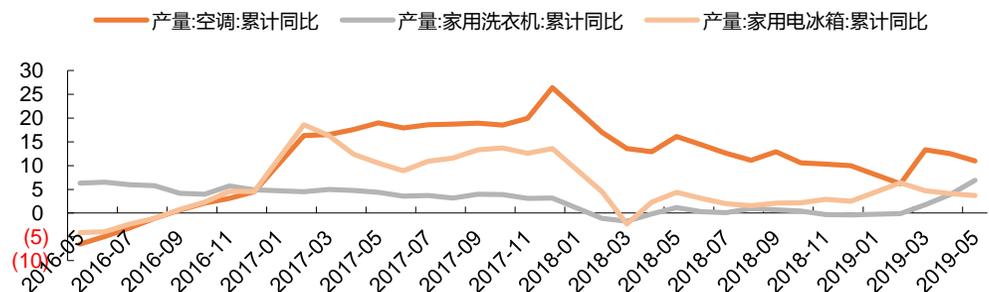
中国基建投资增速低位趋稳 (%)



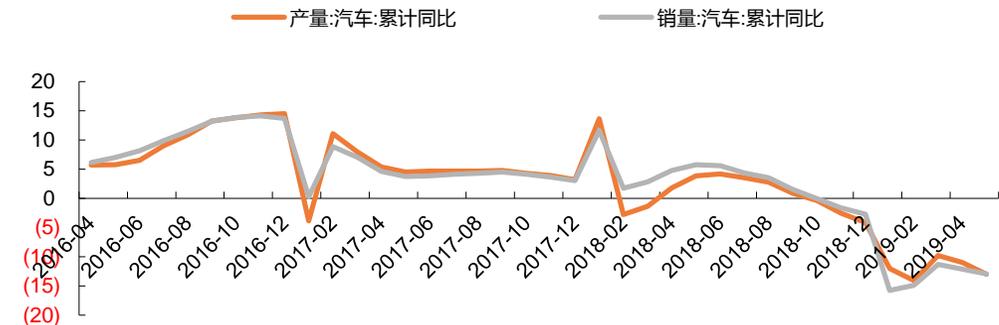
地产施工和新开工面积保持增长 (%)



主要家电产量有所反弹 (%)



汽车产量表现低迷 (%)



资料来源：Wind，平安证券研究所

展望：关注贵金属和稀土投资机会

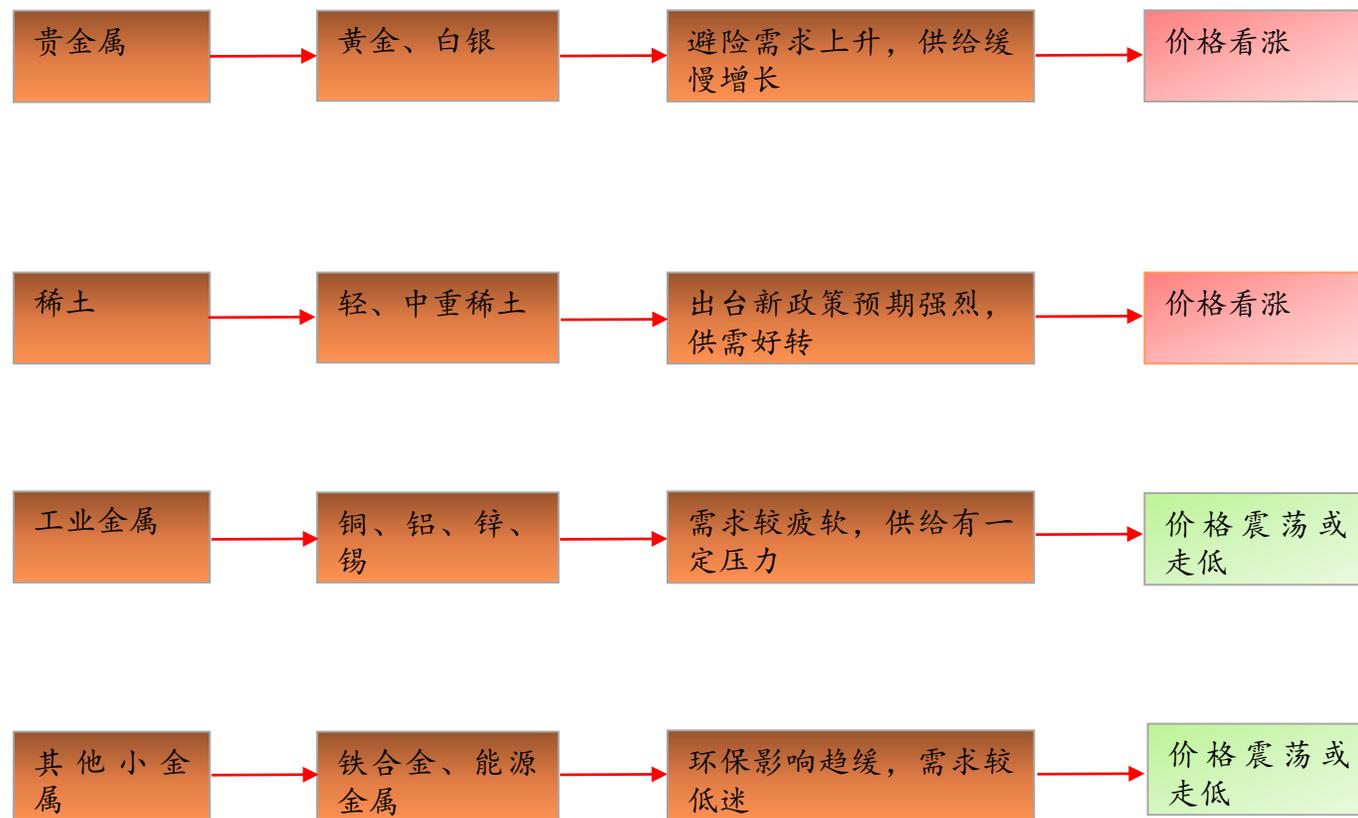
■ 下半年有色供需及宏观面判断：

- 宏观经济影响，中美贸易摩擦持续，需求预计维持偏弱。
- 供给侧改革对行业边际影响小。
- 美联储缩表基本结束。

■ 下半年有色投资机会判断：

- 避险需求上升，加息压力缓解，黄金价格有望上涨，投资机会显现。
- 中美贸易摩擦，稀土受重视程度提高，未来出台新行业政策预期强烈，行业格局有望好转。

2019年下半年有色投资机会分析框架



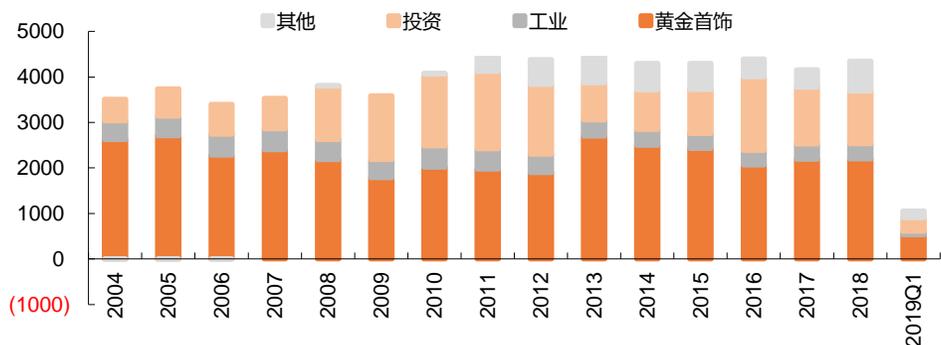
目录 CONTENTS

- 回顾：行业低位运行，多数产品价格走弱
- 展望：下半年需求不乐观，重点关注两类投资机会
- 投资主线：看好黄金和稀土价格表现
- 投资建议及风险提示

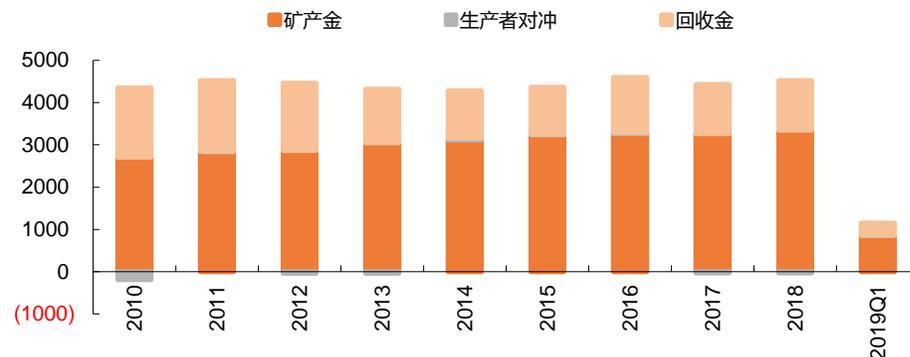
投资主线之黄金：供需基本平衡，商品属性较弱

- 黄金的商品属性相对较弱，供需基本平衡，且增长较为缓慢。2010~2018年消费和供给的复合增速分别为0.78%、0.95%。
- 需求端看，黄金首饰相对平稳，而投资需求则随着人们风险偏好波动。

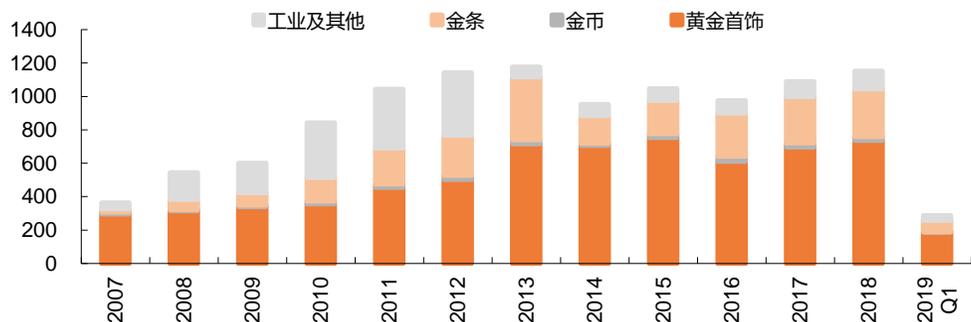
全球黄金需求 (吨)



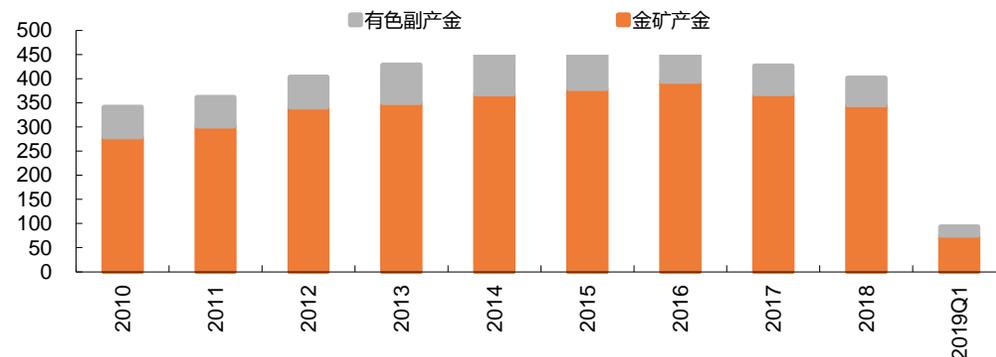
全球黄金产量 (吨)



中国黄金消费量 (吨)



中国黄金产量 (吨)

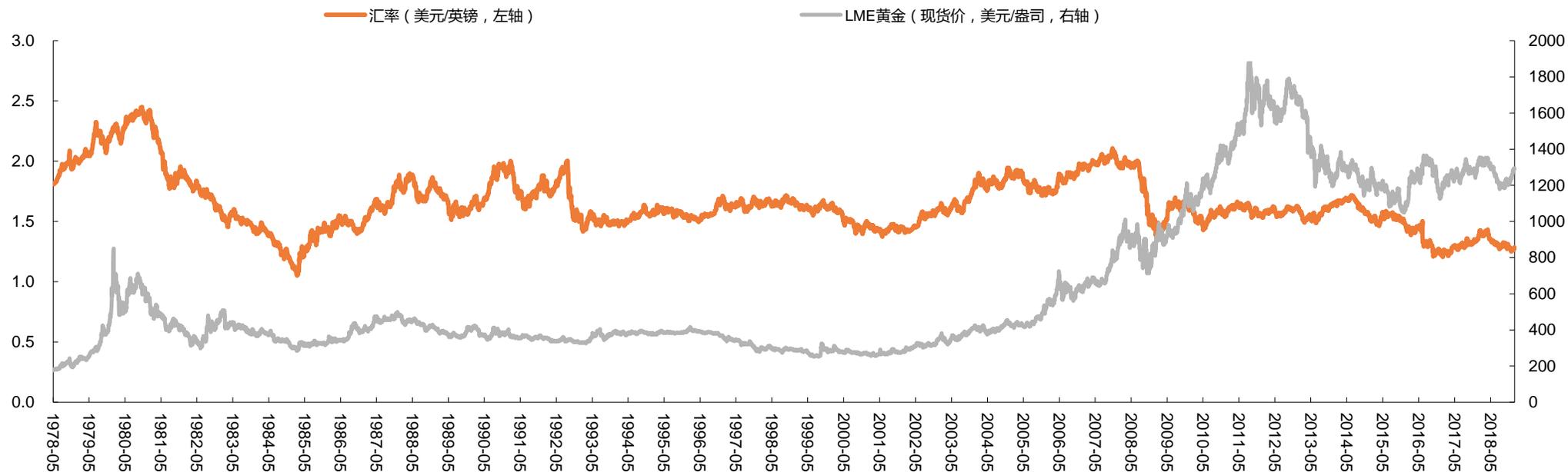


资料来源：国际黄金协会，Wind，平安证券研究所

投资主线之黄金：价格和美元汇率负相关，背后是经济因素

- 黄金历史价格周期表明，黄金价格和美元汇率具有显著的负相关。但美元汇率是一个综合性结果指标，背后原因是美国及全球经济以及货币政策的变动。通常当美国经济开始向好，货币政策趋于收紧，避险需求降低，黄金价格下跌。反之则上涨。

黄金价格波动和美元汇率负相关

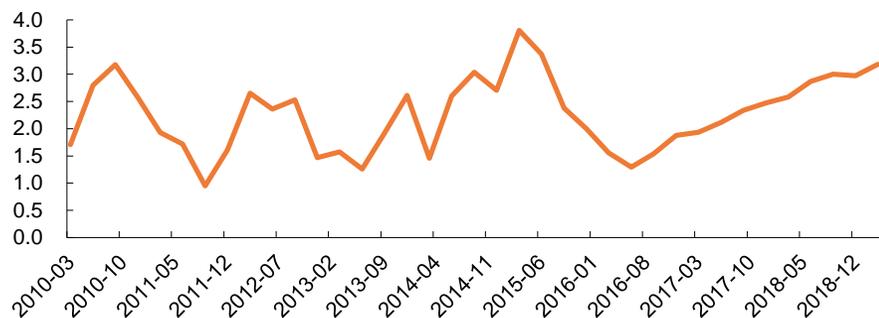


资料来源：平安证券研究所

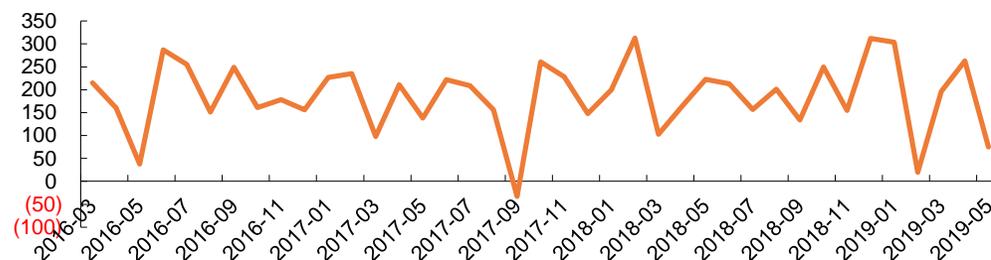
投资主线之黄金：美国经济疲态初显，货币政策调整有基础

- 尽管美国一季度GDP增长仍较快，但先行的PMI 2019年以来呈走弱迹象，且2019年以来新增的非农就业人口也不尽理想，CPI处于较低水平，美国经济疲态初显，也为货币政策调整提供了条件。

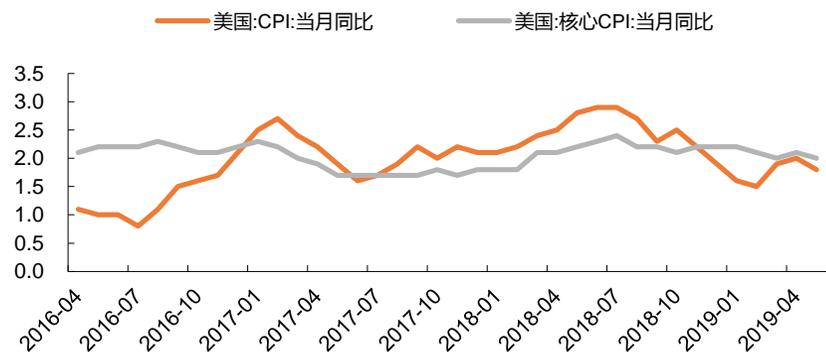
美国GDP变化 (%)



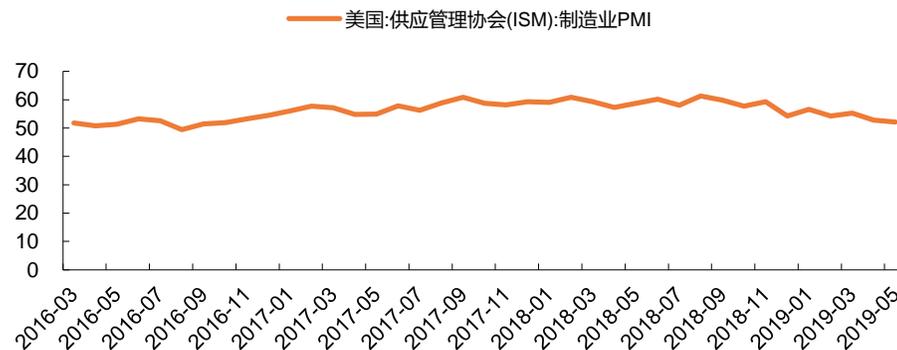
美国新增非农就业人口 (千人)



美国CPI变化 (%)



美国PMI指数变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

投资主线之黄金：美联储或结束缩表，黄金价格有望走强

- 2019年6月20日美联储会议维持利率期间不变，但下调了经济展望，利率政策进一步转“鸽派”，17名票委中8人预期降息，美联储年内降息的概率大大提高。会议后，美元指数走弱，未来美元面临贬值压力，有利于下半年金价走强。

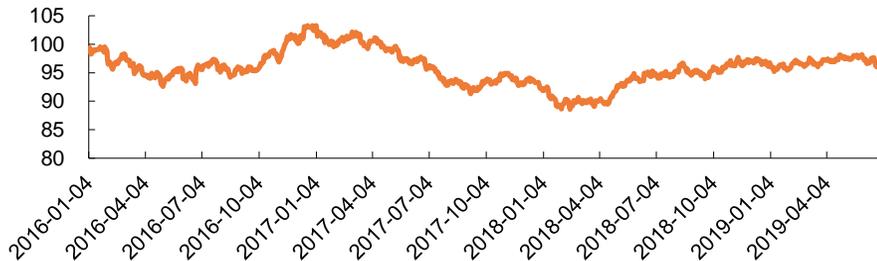
2019年以来美联储未加息 (%)



美联储最近一次会议“鸽派”

项目	内容
利率	维持利率在 2.25%- 2.5% 不变
经济展望	承认通胀率低于目标，经济活动从“稳固”下调为“温和”
未来利率政策	删除“保持耐心”措辞。美联储点阵图显示，在 17 名官员中， 8 人预期今年应降息，其中 7 人预期降息 50 个基点，另有 8人预期利率不变

美元指数走势图 (1973年3月=100)



2019年以来部分央行利率调整情况

项目	内容
印度	三次降息75个基点，基准利率下调至5.75%
澳大利亚	降息25个至1.25%
俄罗斯	降息25个基点至7.5%
英国	维持0.75%利率不变
欧洲央行	暗示未来可能会再度采取宽松刺激政策，提振经济
日本	维持超低利率水平至少至2020年春天

资料来源：Wind，平安证券研究所

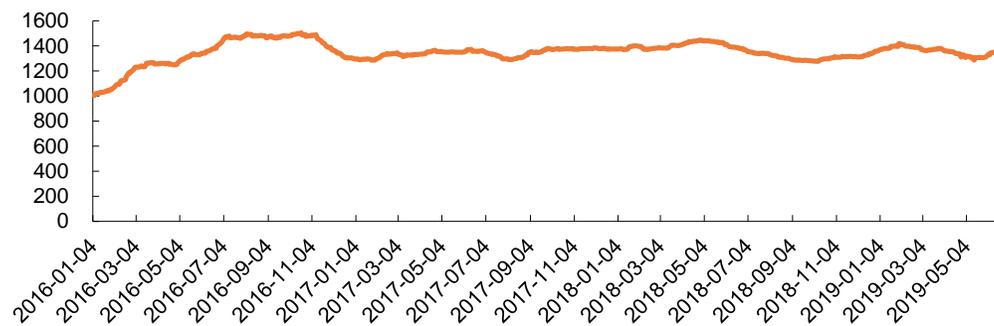
投资主线之黄金：黄金ETF黄金持仓增加，显示对未来金价看好

- 2019年以来，对黄金价格较为敏感的黄金ETF黄金的持仓量总体增加，反映对金价看好。
- 黄金作为储备资产，需求旺盛，根据世界黄金协会，2019年一季度，全球黄金储备需求145.5吨，同比增长68%。

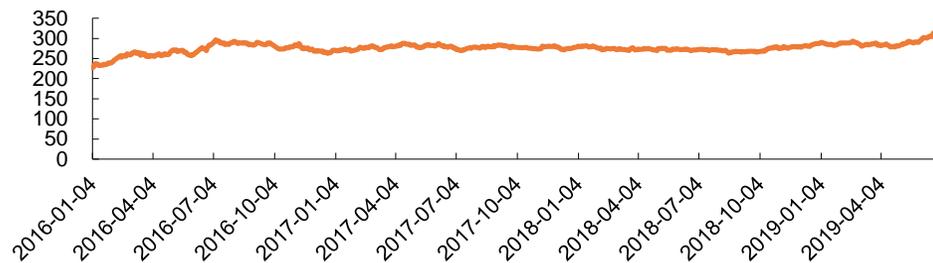
2019年5月，COMEX黄金的价格开始上涨（美元/盎司）



2019年以来，主要黄金ETF黄金持仓总体增加（吨）



2019年5月以来，SHFE黄金价格走强（元/克）



近年来，全球黄金储备不断增长（吨）

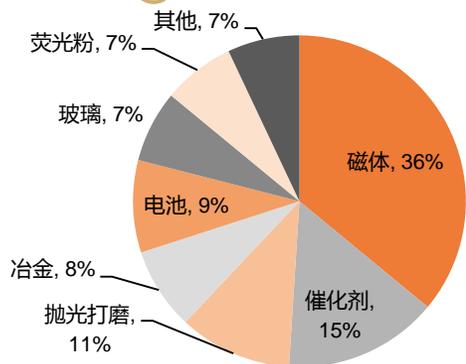


资料来源：Wind，平安证券研究所

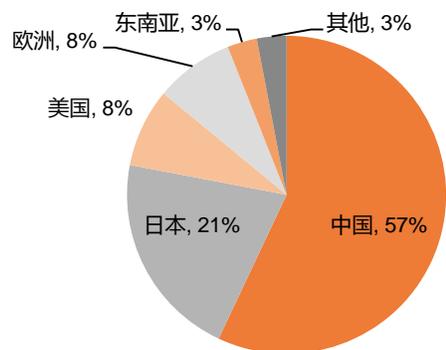
投资主线之稀土：工业“味精”，新兴领域驱动增长

- 稀土是17种稀有元素的统称，被称为“工业味精”，广泛应用于陶瓷、照明、电子、化工、军事、风电、新能源汽车等领域。
- 目前全球稀土需求量超 16万吨REO(稀土氧化物当量)，预计未来在永磁材料相关新兴领域驱动下，稀土需求继续保持增长。

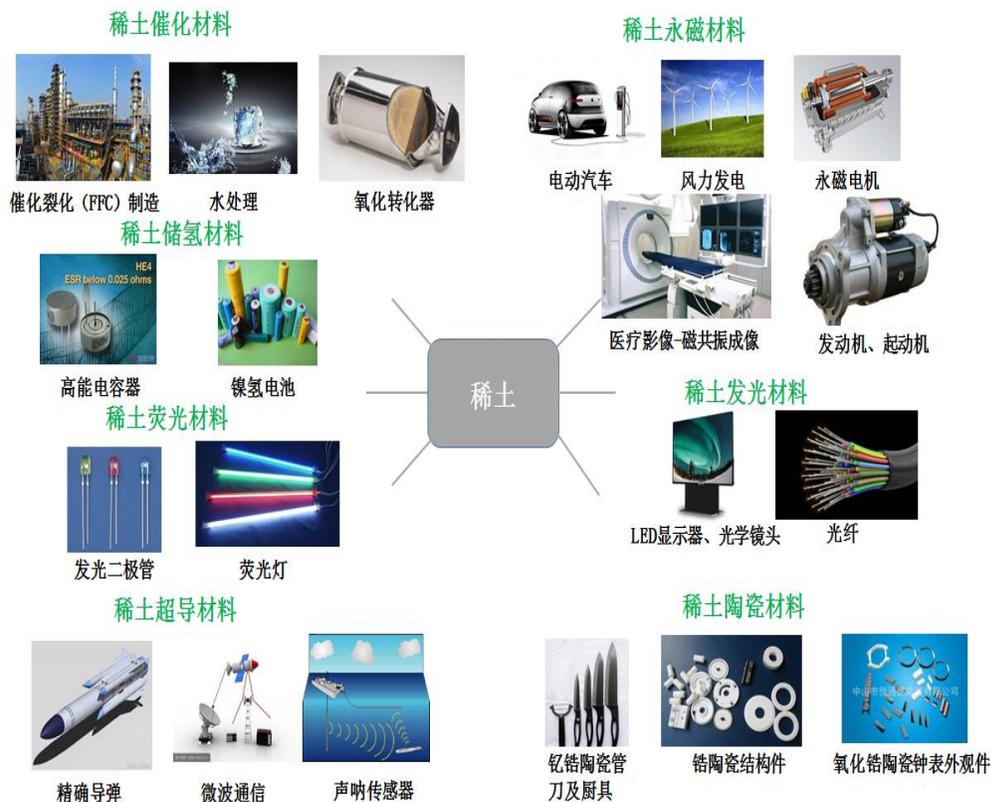
全球稀土的下游分布



全球稀土消费区域分布



稀土应用广泛

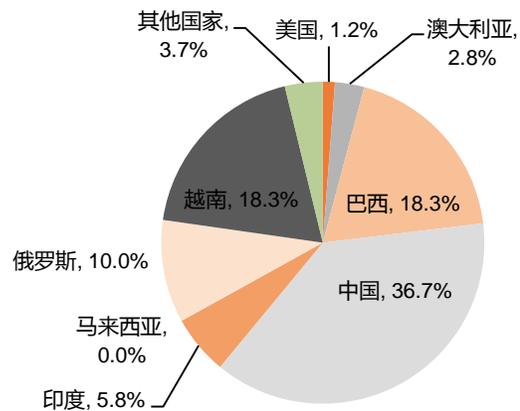


资料来源：产业信息网, 中国稀土稀有金属有限公司

投资主线之稀土：中国供给占据主导，贸易摩擦下战略意义更为突出

- 中国在全球稀土供给占据主导地位，占全球稀土储量约37%，在全球稀土矿产量占比高达70%。
- 目前海外稀土运营仅有澳大利亚莱纳斯、北方矿业、非洲彩虹矿业以及美国芒廷帕斯少数项目，对行业格局影响有限。

中国稀土储量全球排名第一



中国在全球稀土供给占据绝对主导地位

国家	稀土矿产量 (REO, 吨)	占比
中国	120000	70.6%
澳大利亚	20000	11.8%
美国	15000	8.8%
其他国家	15000	8.8%

中国稀土资源分布图



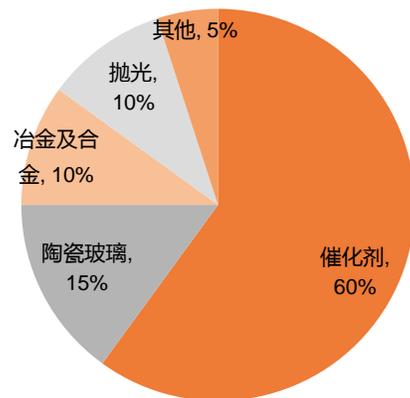
注：红颜色为中重稀土资源，绿颜色为轻稀土资源；

资料来源：USGS，中国稀土稀有金属有限公司

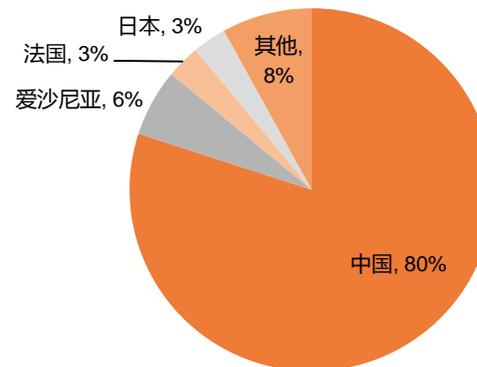
投资主线之稀土：美国稀土需求高度依赖中国

- 美国稀土依赖中国进口，从中国进口比重约80%，且从其他国家进口的稀土化合物和金属产品的稀土原料也主要来自中国。在中美贸易摩擦的背景下，中国稀土资源具有重要战略意义。

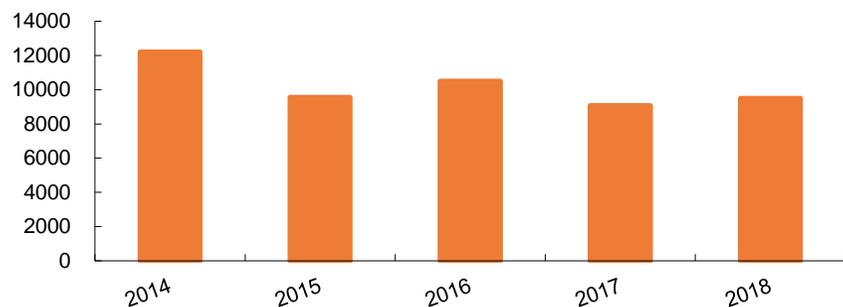
美国稀土消费终端构成



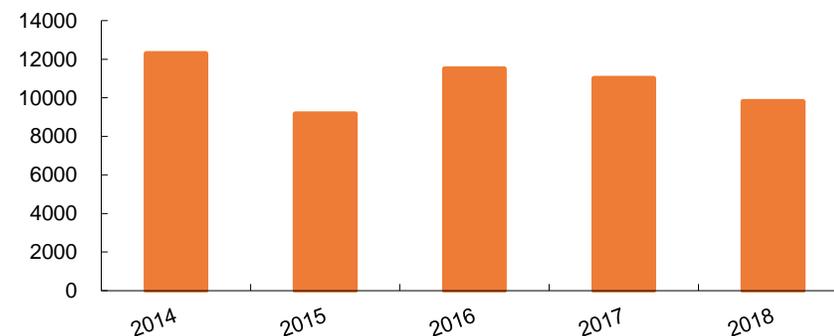
美国稀土化合物及金属进口来源分布



美国稀土表观消费量 (REO, 吨)



美国稀土化合物进口量 (REO, 吨)



资料来源：USGS

投资主线之稀土：六大稀土集团整合地位确立，非法生产是顽疾

- 中国对稀土实施较为严格的行业控制，实施矿产资源和冶炼分离指标的总量控制，同时形成了六大稀土集团为主导的行业格局。
- 由于存在非法开采，中国实际稀土产量远高于生产指标，根据USGS预计，中国非法稀土产量高达6万吨REO，导致行业供需失衡。

中国历年重要稀土政策一览

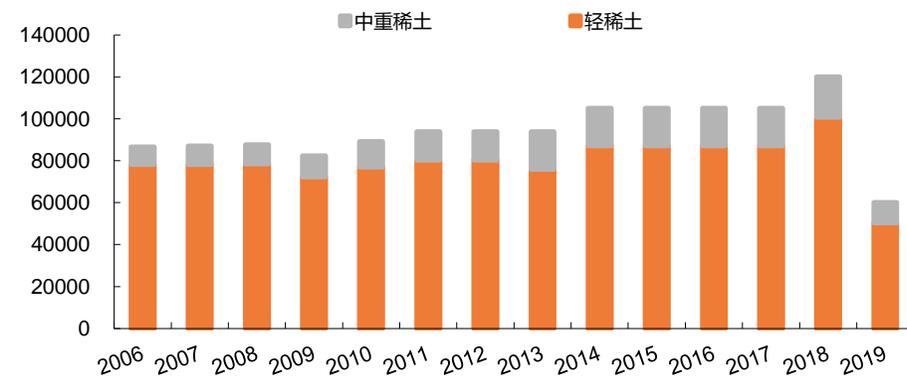
时间	内容
2006年1月	实施稀土开采总量控制管理
2007年1月	将稀土生产纳入指令性生产计划管理
2012年6月	国土资源部首次采取了稀土开采计划指标进行分批次下达方式，将由相关地方政府下达地方批次性开采指标
2014年1月	工信部《大型稀土企业集团组建工作指引》，确立六大稀土集团整合地位
2016年11月	《全国矿产资源规划（2016~2020年）》提出加快追溯体系建设，实现稀土矿产品从开采、冶炼分离到流通、出口全过程的追溯管理
2017年10月	江西省发布《关于进一步加强稀土生产经营管理的通知》，率先出台稀土全产业链管控措施

资料来源：Wind，中国稀土稀有金属有限公司，前瞻产业研究院

六大稀土集团整合范围

稀土集团	整合范围
中国五矿	湖南、广东、福建、云南
中铝公司	广西、江苏、山东、四川
北方稀土	内蒙古、甘肃
厦门钨业	福建
南方稀土	江西、四川
广晟有色	广东

2006年以来我国稀土开采总量指标基本稳定（REO, 吨）



（备注：2019年为第一批指标）

投资主线之稀土：出台新政策可能性高，行业格局将向好

- 5月中美贸易谈判遭遇波折，华为被列入美国商务部管制“实体名单”，中国对稀土战略资源的重视程度提高。发改委、工信部多次召开行业调研会议，并且6月10日起赴多地开展稀土等战略性矿产资源情况调研，预计后续出台政策可能性高。
- 我们判断，新政策将围绕资源环境保护，非法稀土生产、行业升级等展开，其中非法开采整治将成为重点，行业格局将向好。

2019年5月以来，国家加大稀土行业调研

时间	内容
5月13~15日	工信部原材料工业司赴赣州开展稀土专题调研。详细了解稀土资源开发、技术创新、新材料发展、环境保护等情况
5月20日	习近平总书记考察了位于赣州市的江西金力永磁科技股份有限公司，了解企业生产经营和赣州市稀土产业发展情况
5月21日	工信部原材料工业司组织召开稀土行业运行情况座谈会，听取了重点企业和行业协会关于上半年行业运行情况的汇报
6月4日	国家发展改革委相关司局召开稀土行业专家座谈会，分析行业发展现状，就推动我国稀土产业高质量发展听取意见建议
6月5日	国家发展改革委相关司局召开稀土行业企业座谈会，听取重点企业推动稀土产业结构调整、加快转型升级、实现高质量发展的意见建议
6月5日	发改委相关司局听取主要稀土产地相关主管部门负责同志对加强稀土行业秩序整顿、强化生态环境保护、实现高质量发展的意见建议
6月11日	发改委发布《关于开展稀土等战略性矿产资源情况调研的通知》，自6月10日起，由国家发改委、工信部、自然资源部相关司局负责人分别带队，赴多地开展调研
6月17日	发改委新闻发言人孟玮17日在北京表示，将抓紧研究出台有关政策措施，切实发挥好稀土作为战略资源的特殊价值

资料来源：政府文件，人民网

目录 CONTENTS

- 回顾：行业低位运行，多数产品价格走弱
- 展望：下半年需求不乐观，重点关注两类投资机会
- 投资主线：看好黄金和稀土价格表现
- 投资建议及风险提示

投资建议

- 我们预计下半年有色供需依旧处于弱平衡态势，且中美贸易摩擦也将继续对价格以及需求预期产生影响，有色总体价格震荡走弱，行业以结构性投资机会为主，维持行业“中性”投资评级。建议关注两类投资机会：第一、受益美联储货币政策可能调整带来黄金的投资机会，相关公司包括山东黄金、紫金矿业；第二、中美贸易摩擦背景下，稀土出台新行业政策预期强烈，供需格局有望向好，关注龙头公司盛和资源、五矿稀土。

重点关注公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格 (元)		EPS (元/股)			P/E (倍)				评级
		2019/6/27	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
山东黄金	600547	40.90	0.40	0.70	0.77	0.89	103.4	58.4	53.1	46.0	推荐
紫金矿业	601899	3.73	0.18	0.22	0.24	0.30	21.0	17.0	15.5	12.4	推荐
五矿稀土	000831	15.70	0.10	0.14	0.15	-	151.3	110.8	103.4	-	未评级
盛和资源	600392	10.89	0.16	0.21	0.26	0.27	66.7	51.7	42.6	39.7	未评级

注：未评级公司采用wind一致性预期

风险提示

- **需求低迷风险。**如果未来全球及中国经济复苏乏力、固定资产投资和消费低迷，或者国际贸易争端增加，有色金属需求将受到较大的影响，并进一步影响有色行业景气度和相关公司的盈利水平。
- **供给侧改革和环保政策低于预期的风险。**如果未来供给侧改革和环保政策变化或者实施效果低于预期，将削弱供给侧改革已取得的成效，有色行业可能重新陷入产能过剩的状态。
- **价格和库存大幅波动的风险。**有色行业具有周期属性，且存在现货和期货市场，价格和库存除了受供需影响外，还受到其他诸多因素影响，波动较为频繁。如果未来因预期和非预期因素影响，有色价格和库存出现大幅波动，将对有色公司经营和盈利产生重大影响。

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。