

## 有色金属行业

### 金价高位运行，矿企受益明显

行业评级

买入

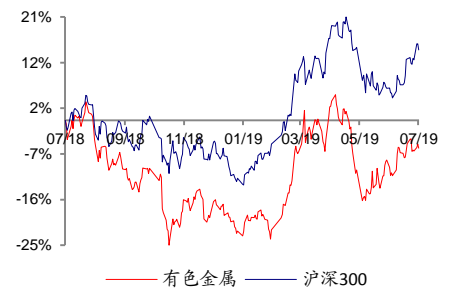
前次评级

买入

报告日期

2019-07-04

#### 相对市场表现



#### ● 黄金与美元指数负相关，购买力平价背后是经济体的资本回报率

布雷顿森林体系解体后，美元与黄金脱钩，但仍是各国央行储备资产，具备准货币属性，因此其定价仍取决于金融属性。按照购买力平价理论，当美元升值时，单位美元所能兑换的商品在增加，而黄金具备固定的内在价值，单位黄金所能兑换的商品数量不变，则黄金相对美元也在贬值，因此金价与美元指数存在负相关关系。这种关系体现的是美元兑一篮子货币的对价，这种对价的具体指标是实际利率的比较，其背后是各个经济体的资本回报率。因此，美国经济体的资本回报率与美元指数一篮子货币里的经济体的资本回报率的动态比较决定黄金价格的走势。

#### ● 美联储步入降息周期的背后是美国经济边际走弱

美联储的货币政策主要盯住两项指标：通胀和失业率。从就业水平来看，美国失业率持续下降，新增就业人数持续保持净增加水平，2009年以来就业人数持续增加，并创出历史新高，从新增就业数据来看，步入2019年以来，新增就业数据明显疲乏，从通胀水平来看，美联储自2015年以来持续加息，而伴随的也是通胀水平的上升，显示美联储相机抉择的操作思路。2018年以来原油价格出现快速下跌，受此影响CPI分项中的能源和运输指数持续下跌，同时从趋势上来看，信息技术及计算机设备等领域的物价指数在不断收缩，美国CPI水平持续处于低位，美联储启动降息周期的预期增强。

#### ● 全球各国经济增速面临不确定性，金价或高位运行

中期来看，美国减税红利逐步消失、特朗普的制造业回流计划仍需时日、美国挑起的全球范围贸易争端对美国通胀压力较大，美国经济增速已经触顶并预期下行，美元或强势不再；但同时我们也应该注意全球贸易争端或对欧日英等经济体产生不利影响，美国作为全球经济龙头如果边际上出现下滑迹象，也会对其他经济体产生溢出效应，综合来看美联储退出加息并启动降息的预期逐步实现，而其他经济体与美国经济阶段性的走强或走弱将使得金价高位运行。

#### ● 金价高位运行，矿企受益明显

在全球各经济体增长此起彼伏的过程中，金价高位运行，并将继续呈现高位运行走势；同时，在全球多边贸易体系受到冲击的情况下，将带来全球资产配置避险需求，黄金的配置价值凸显。建议关注：山东黄金、银泰资源、中金黄金、恒邦股份。

#### ● 风险提示

全球各国经济增速仍具不确定性；美联储货币政策仍具不确定性；如果全球货币体系发生变动，将对黄金的定价体系产生冲击。

分析师：

巨国贤



SAC 执证号：S0260512050006



SFC CE No. BNW287



0755-82535901



juguoqian@gf.com.cn

分析师：

赵鑫



SAC 执证号：S0260515090002



021-60759794



gzzhaoxin@gf.com.cn

分析师：

姜永刚



SAC 执证号：S0260519010003



010-59136699



louyonggang@gf.com.cn

分析师：

宫帅



SAC 执证号：S0260518070003



SFC CE No. BOB672



010-59136627



gongshuai@gf.com.cn

请注意，赵鑫、姜永刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

有色金属行业：钛材景气向上，2019-07-01  
龙头受益明显

联系人：

黄礼恒 0755-88286912

huangliheng@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
银泰资源	000975.SZ	CNY	12.93	2019/4/17	买入	13.5	0.45	0.48	28.73	26.94	13.51	12.88	9.70	9.40

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

金融属性决定金价走势，美元指数与金价负相关 .....	5
失业率仍处历史低位，通胀低位但预期上行，美联储降息预期强 .....	5
金价或高位运行，黄金迎配置价值 .....	7

## 图表索引

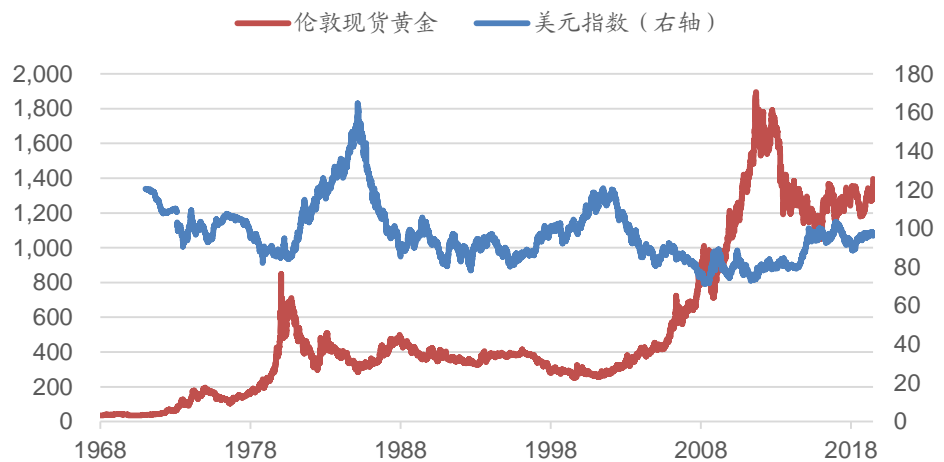
图 1: 1968-2019 年美元指数与伦敦现货黄金价格走势 (美元/盎司) .....	5
图 2: 2000-2018 年美国失业率和 CPI 同比变动走势 (%) .....	6
图 3: 2000-2018 年美国 ADP 就业人数与新增就业人数情况 (千人) .....	6
图 4: 2000-2018 年美国细分领域物价指数走势 (%) .....	7
图 5: 全球主要经济体 GDP 季度同比增速 (%) .....	8

## 金融属性决定金价走势，美元指数与金价负相关

20世纪70年代布雷顿森林体系解体后，美元与黄金脱钩，黄金定价体系发生变化，但仍是各国央行储备资产，具备准货币属性，因此其定价仍取决于金融属性。

按照购买力平价理论，当美元升值时，单位美元所能兑换的商品在增加，而黄金具备内在价值，单位黄金所能兑换的商品数量不变，则黄金相对美元也在贬值，因此金价与美元存在负相关关系。

图 1：1968-2019年美元指数与伦敦现货黄金价格走势（美元/盎司）

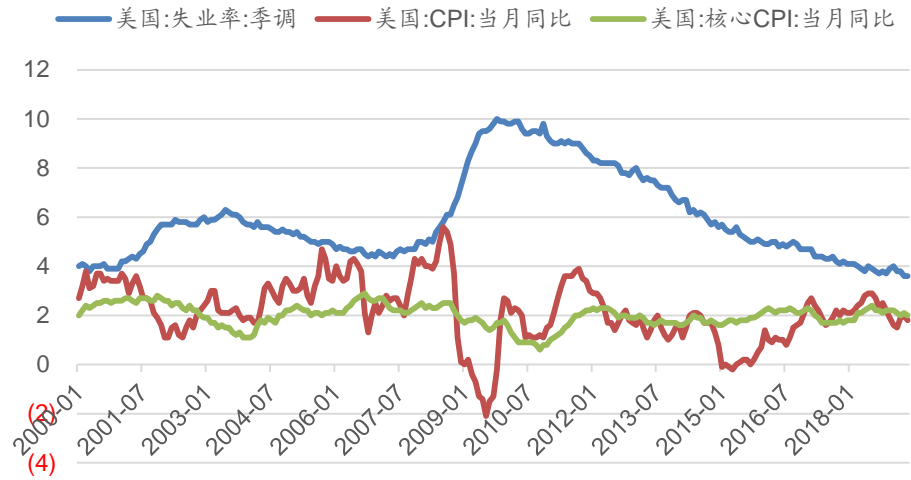


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## 失业率仍处历史低位，通胀低位但预期上行，美联储降息预期强

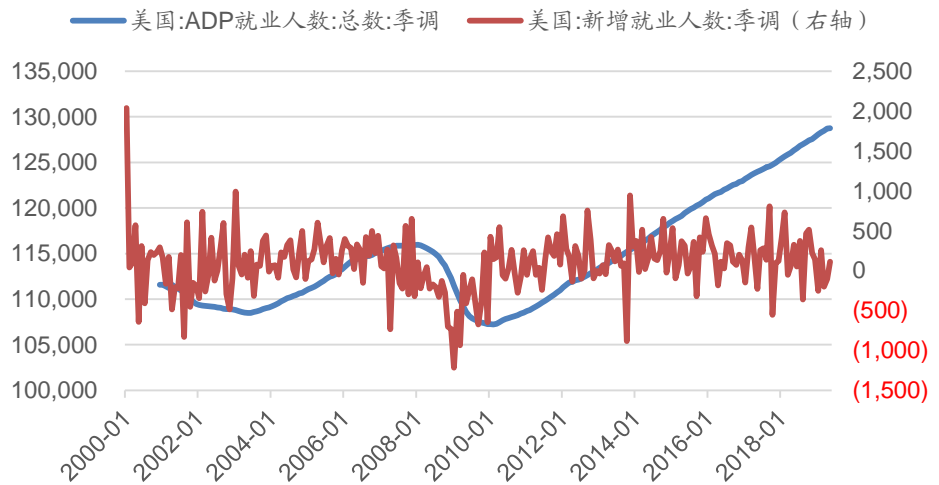
美联储的货币政策主要盯住两项指标：通胀和失业率。从就业水平来看，美国失业率持续下降，新增就业人数持续保持净增加水平，2009年以来就业人数持续增加，并创出历史新高，从新增就业数据来看，步入2019年以来，新增就业数据明显疲乏。

图 2: 2000-2018年美国失业率和CPI同比变动走势 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

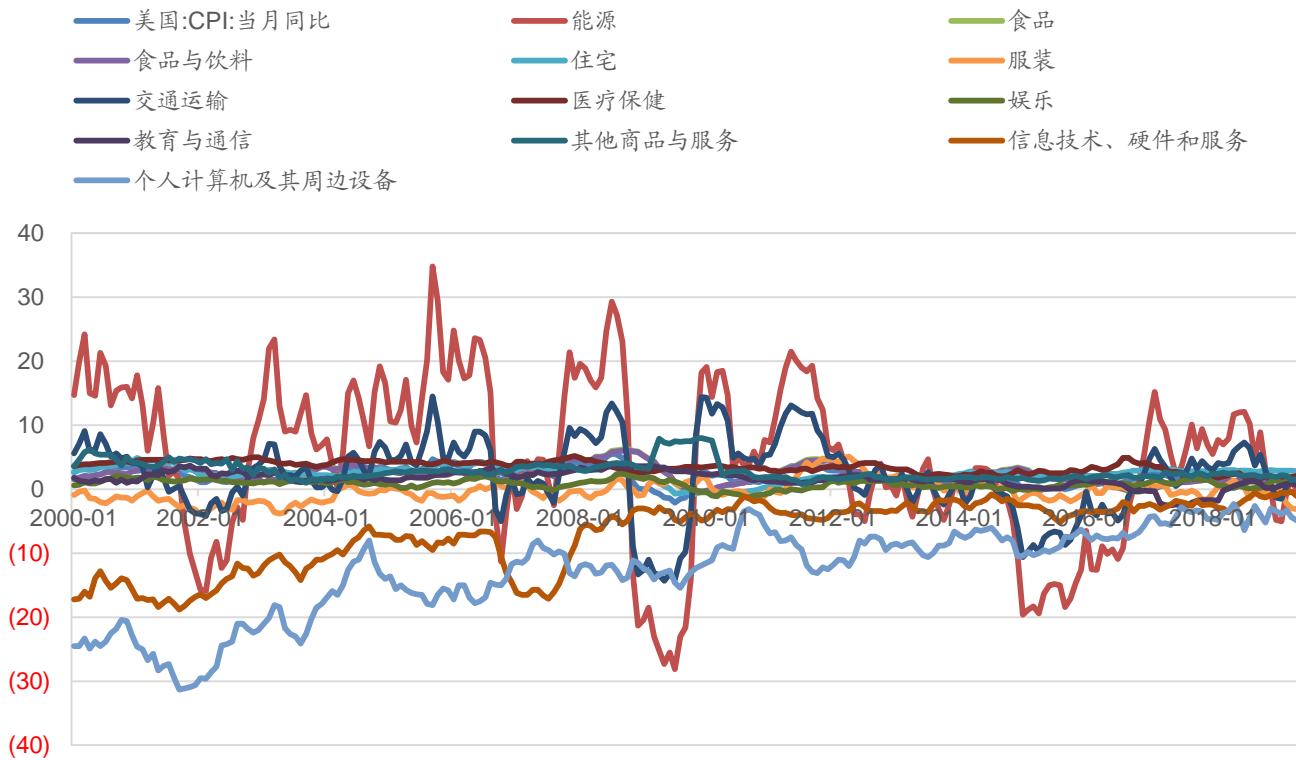
图 3: 2000-2018年美国ADP就业人数与新增就业人数情况 (千人)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

从通胀水平来看，美联储自 2015 年以来持续加息，而伴随的也是通胀水平的上升，显示美联储相机抉择的操作思路。2018 年以来原油价格出现快速下跌，受此影响 CPI 分项中的能源和运输指数持续下跌，同时从趋势上来看，信息技术及计算机设备等领域的物价指数在不断收缩，美国 CPI 水平持续处于低位，美联储启动降息周期的预期增强；但近期国际原油以及铁矿石等大宗商品价格持续走高，美国通胀水平或出现企稳回升，从而影响美联储降息预期及步伐。

图 4: 2000-2018年美国细分领域物价指数走势 (%)

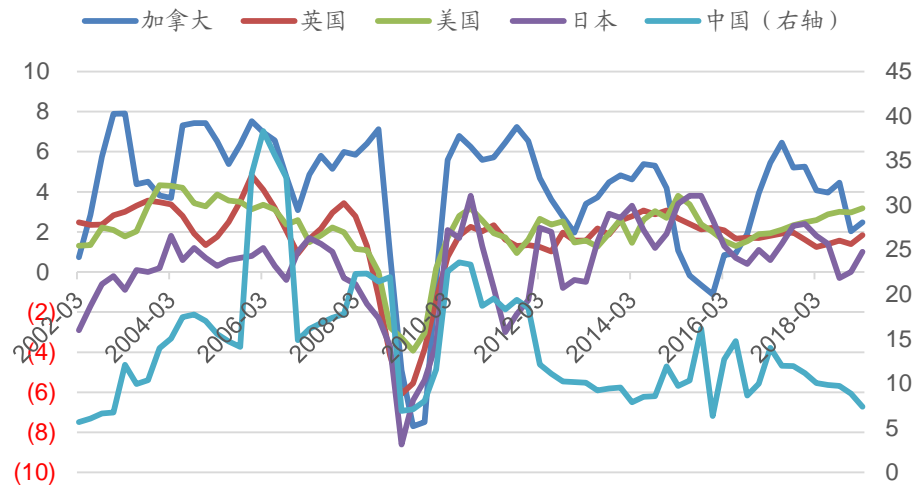


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 金价或高位运行，黄金迎配置价值

据wind，美国2019年一季度GDP同比增速3.2%，环比增加0.6个百分点，日本2019年一季度GDP同比增长2.2%，环比增加0.4个百分点，英国2019年一季度GDP同比增长1.8%，自2017年以来增速最高的一个季度，环比增加0.5个百分点，欧元区2019年一季度GDP同比增长1.4%，环比下降0.2个百分点。美元指数主要由欧元、日元等发达经济体的一篮子货币组成，如果美国经济增速相对较强，则支撑美元指数上行，从2019年一季度的经济增速数据来看，美国经济仍保持强劲，但边际上开始有所收缩，对比日本和英国经济增速来看呈现走弱迹象，但欧元区经济增速较美国经济仍相对较弱。中期来看，美国减税红利逐步消失、特朗普的制造业回流计划仍需时日、美国挑起的全球范围贸易争端对美国通胀压力较大，美国经济增速已经触顶并预期下行，美元或强势不再；但同时我们也应该注意全球贸易争端或对欧日英等经济体产生不利影响，美国作为全球经济龙头如果边际上出现下滑迹象，也会对其他经济体产生溢出效应，综合来看美联储退出加息并启动降息的预期逐步实现，支撑金价高位运行，而其他经济体与美国经济阶段性的走强或走弱将使得金价高位运行，在全球资本回报率预期边际下行的情况下，黄金迎配置价值。

图 5: 全球主要经济体GDP季度同比增速 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 风险提示

全球的多边贸易体系不断受到冲击, 全球经济或因此发生产业链的重构, 在此过程中, 各国经济增速或面临较大的不确定性; 随着美国经济增速的边际下行, 美联储也将由加息周期步入降息周期, 但目前经济增速下行的速度仍不确定, 美联储降息的时点和节奏仍具有较大的不确定性, 由此或引发金价的大幅波动; 在布雷顿森林体系解体后, 黄金价格与美元指数呈现负相关的关系, 但全球货币体系由美国主导的局面或发生变化, 这种货币体系的变动或引发黄金的定价体系发生变化。



## 广发有色行业研究小组

- 巨国贤**：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验，带领有色金属研究团队荣获四届（2013年、2014年、2016年、2017年）新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 赵鑫**：联席首席分析师，CFA，上海交通大学材料学硕士，2年国际铜业公司工作经验，7年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 娄永刚**：资深分析师，中南大学冶金学硕士，8年行业管理协调工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 宫帅**：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 黄礼恒**：联系人，中国地质大学（北京）地质学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。