

## 有色金属

行业研究/动态报告

# 持续关注基本金属，看好贵金属长期机会

—有色行业 2019 年一季度报告总结

动态研究报告/有色金属

2019 年 05 月 06 日

### 报告摘要：

#### ● 有色板块净利润单季度同比减少环比上升

一季度营收同比稳步增长，费用高企拖累业绩，归母净利下降 35.80%。营业收入环比减少 13.80%，但管理费用及研发费用环比缩减，费用环比大幅下降 43.73%，净利润环比上涨 147.62%，行业景气度相对有所复苏。二级行业的角度，同比稀有金属景气度下滑最大，环比贵金属利润复苏力度最强。

#### ● 有色板块经营现金流企稳，资本开支微增，负债率小幅回升

有色行业经营现金流同比企稳，环比季节性回落。自 2015 年以来，受到供给侧改革、环保等因素驱动，现金流显著改善，2018Q1 及 2019Q1 数据显示有色板块的经营性现金流回暖并企稳，由于季节性因素环比减少 13.79%。而资本开支同比仍处于扩张阶段，上市公司 2015-2019Q1 的资本开支处在持续扩张的阶段，但自 2017 年 Q1 增速开始放缓。有色行业上市公司资产负债率小幅上涨，2019 年 Q1 整体资产负债率约为 56.75%。在二级行业当中，工业金属资产负债率水平最高，约为 59.06%，小幅上涨。

#### ● 关注铝行业利润修复行情

4 月电解铝价格反弹至 14000 元/吨上方，海德鲁 Alunorte 氧化铝厂复产预期乐观，4 月数据国内电解铝库存较三月底去库 9.69 万吨、产能完全释放仍需要时间，电解铝迎来供需格局改善。相比 2018Q1 下行拐点的宏观背景，当前社融数据及经济数据全线超预期、宏观预期积极修复，有色有望迎来配置拐点。在工业金属之中，铜、铝、铅锌的板块 PE 分别处于自 2010 年以来的 46%、37%、25%分位数，叠加考虑基本面及估值情况，建议关注铝行业利润修复机会。

#### ● 铜供需格局维持紧平衡

供给端，全球铜矿产能增量放缓、废铜进口限制措施使国内铜资源供应进一步趋紧、三大交易所的 4 月的库存仍处于 2014 年以来的 37.10%相对较低的分位数，我们维持全年供给偏紧的预期。而消费端，2019Q1 空调产量大涨，叠加家电新政预期拉动消费需求；但电网的累计投资增速下滑 23.59%，压制铜需求的上涨。考虑未来新能源车新增需求，整体上铜需求有望稳步上涨。ICSG 数据显示 2019 年一月全球供给短缺 8000 吨，环比较 2018 年供给过剩格局大幅扭转，同比较 2018 年同期短缺仅为 1000 吨，缺口持续扩大。预计 2019 年全年供需维持紧平衡格局，支撑铜价上行。

#### ● 长期看好贵金属机会

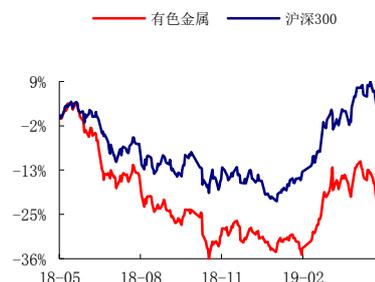
尽管非农数据表现强劲，但劳动参与率开始回落、时薪增速低于预期，通胀压力仍存在较大的不确定性。考虑到美国 Q1GDP 中最终销售额同比为三年以来最低、4 月密歇根消费者信心指数下滑、联邦期货隐含利率暗示美国年内不加息预期较牢固，美国长期经济前景仍偏悲观。本轮欧洲经济的不确定性来自于欧洲核心国家经济放缓，预期仍会维持低利率现状。此外，新兴国家配置美元资产具有通过黄金管理风险的需求，新兴国家央行成为主要的购买来源。长期看好黄金机会。

#### ● 风险提示：全球矿山产能释放超预期；全球经济增速下滑导致终端消费不达预期。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

研究助理：薛绍阳

执业证 S0100117100002

电话：010-85127665

邮箱：xueshaoyang@mszq.com

分析师：钟奇

执业证 S0100518110001

电话：010-85127665

邮箱：zhongqi@mszq.com

相关研究

- 1.民生有色周报 20190429：一季报整体向好，关注铝利润修复机会
- 2.民生有色周报 20190422：电解铝利润逐步修复，公募配置或迎来拐点

**盈利预测与财务指标**

代码	重点公司	现价 4月30 日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601600	中国铝业	4.17	0.06	0.11	0.15	61	36	27	推荐
600219	南山铝业	2.51	0.12	0.15	0.17	18	17	15	推荐
000630	铜陵有色	2.50	0.07	0.09	0.11	29	27	22	推荐
600362	江西铜业	15.33	0.71	0.87	0.96	19	18	16	推荐
000878	云南铜业	11.17	0.07	0.17	0.26	90	67	42	推荐
601899	紫金矿业	3.32	0.18	0.21	0.25	20	16	13	推荐
600547	山东黄金	29.17	0.40	0.62	0.72	76	47	41	推荐
002237	恒邦股份	10.21	0.45	0.52	0.62	19	20	17	推荐
000603	盛达矿业	10.48	0.6	0.66	0.72	17	16	15	推荐
000975	银泰资源	10.18	0.33	0.44	0.49	31	23	21	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

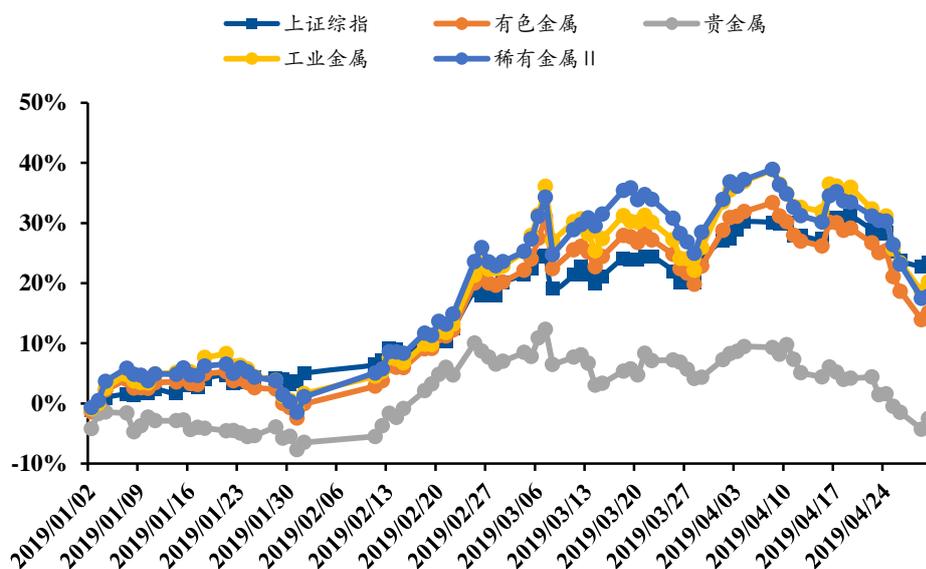
## 目录

一、行情回顾：有色行业估值得到明显修复.....	4
二、数据总结：有色行业景气度有所下滑.....	5
(一) 有色板块净利润单季度同比减少环比上升.....	5
(二) 有色板块现金流企稳，资本开支微增，负债率小幅回升.....	6
三、投资策略：持续关注基本金属，看好贵金属长期机会.....	8
(一) 关注铝行业利润修复行情.....	8
1、铝供需格局边际改善，配置铝板块具备优势.....	8
2、关注标的.....	9
(二) 铜供需格局维持紧平衡.....	10
1、优势和劣势因素并存，精铜供需维持紧平衡状态.....	10
2、关注标的.....	11
(三) 长期看好贵金属机会.....	12
1、美国经济存在隐忧，新兴国家央行增持黄金.....	12
2、关注标的.....	14
四、风险提示.....	15
插图目录.....	16
表格目录.....	16

## 一、行情回顾：有色行业估值得到明显修复

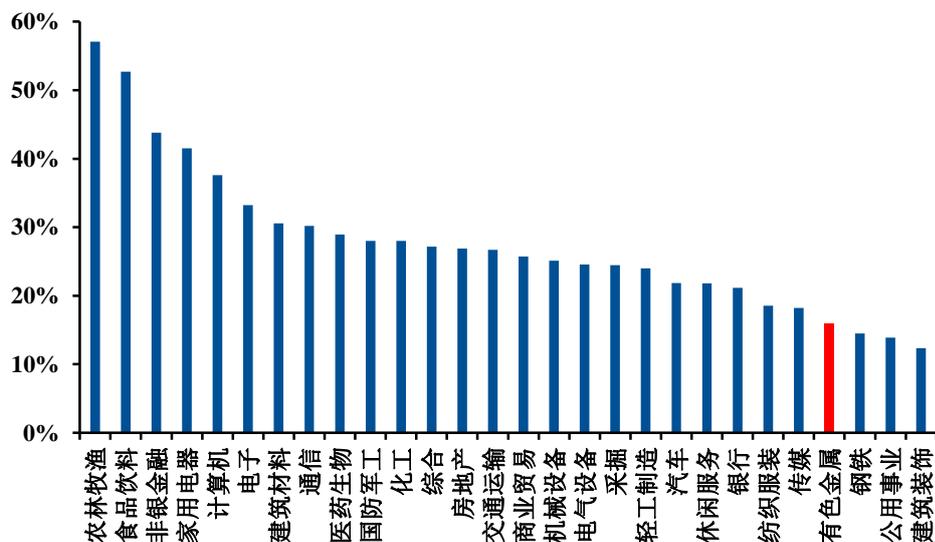
截止至2019年04月30日，上证综指收于3078.34点，年初至今涨23.43%；中信有色金属指数收于3683.05点，年初至今涨15.14%，跑输大盘8.29个百分点，在29个中信一级行业中排名第27名。二级板块中，工业金属板块及稀有金属板块表现明显强于黄金板块；工业金属金属估值得到明显修复，上升至2012年以来的46%分位数（2018Q4为0.4%分位数），贵金属及稀有金属分别从36%增至46%，0.4%增至8%。

图1：2019年至今有色板块整体跑输大盘（相对走势图，截止至2019年4月30日）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：2019年至今有色板块在28个申万一级行业中排名第25名（指数收盘价截止至2019年4月30日）



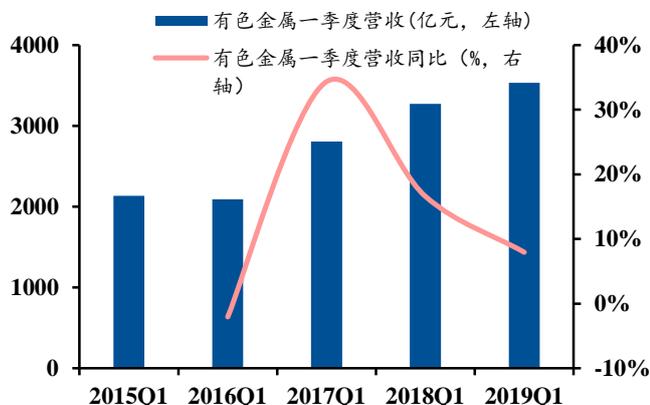
资料来源：Wind，民生证券研究院

## 二、数据总结：有色行业景气度有所下滑

### (一) 有色板块净利润单季度同比减少环比上升

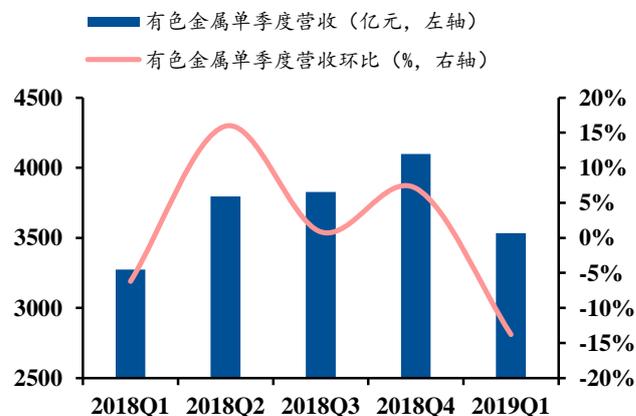
一季度营收稳步增长，费用端高企拖累业绩。有色板块（中信一级）2019年Q1营业收入同比增长7.94%，营业成本同比增长9.90%，下降5.31个百分点。费用端中管理费用及研发费用分别上涨32.62%、174.73%，整体费用同比增长14.66%，维持高增，拖累归母净利润同比减少35.80%。从环比的角度，仅从一季度单季度的角度来看，营业收入环比减少13.80%，但受益于管理费用及研发费用缩减，费用环比下降43.73%，净利润环比上涨147.62%，行业景气度相对有所复苏。

图3：营业收入增速同比放缓



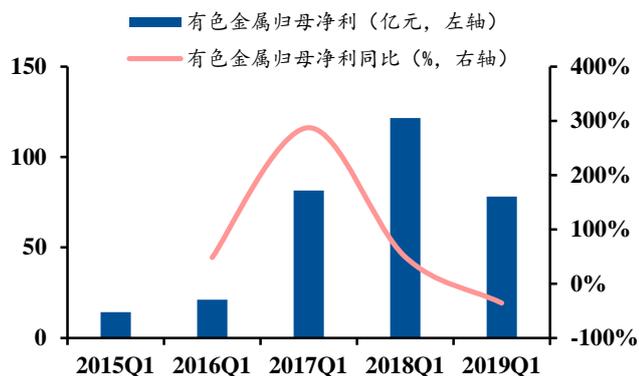
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：营业收入环比小幅下降



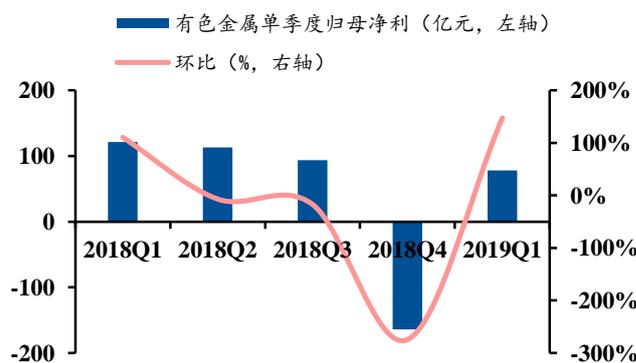
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：受费用端拖累板块归母净利润同比大幅下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：费用规模环比下降带动归母净利润回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

同比稀有金属景气度下滑最大，环比贵金属利润回暖力度最强。2019Q1稀有金属净利润同比减少52.62%，表现最差，但是单季度环比增加147.73%；工业金属2019Q1净利润同比减少24.99%，但是单季度环比增加137.01%。黄金板块Q1净利润单季度同比下滑23.52%，但

环比也录得较大增幅，增加 450.26%。

表1: 工业金属净利润单季度环比增长 0.32%

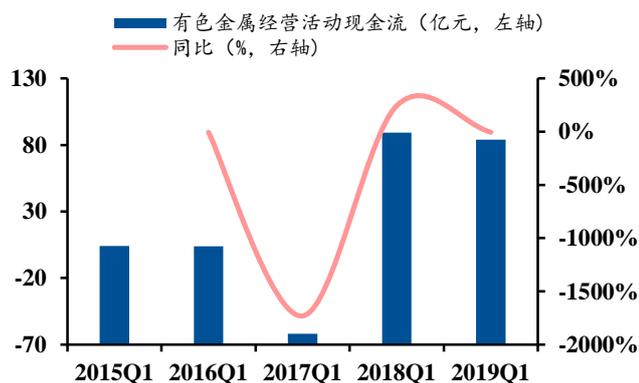
中信二级板块	2018Q1 归母净利 (亿元)	2018Q4 归母净利 (亿元)	2019Q1 归母净利 (亿元)	2019Q1 归母净利同比 (%)	2019Q1 归母净利环比 (%)
贵金属	17.86	-3.90	13.66	-23%	450%
工业金属	55.15	-111.78	41.37	-25%	137%
稀有金属 II	48.50	-48.15	22.98	-53%	148%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## (二) 有色板块经营现金流企稳，资本开支微增，负债率小幅回升

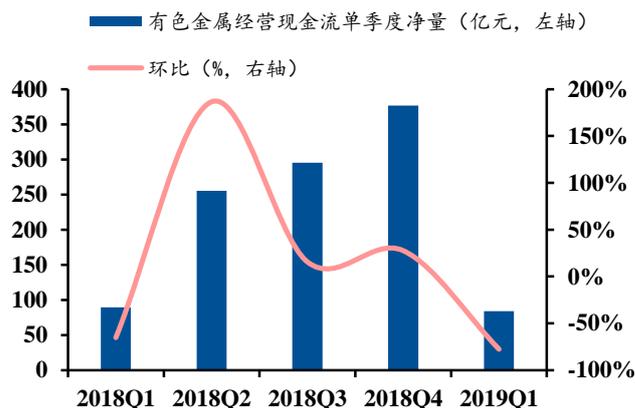
有色行业经营现金流同比企稳，环比季节性回落。上市公司自 2015 年以来，受到供给侧改革、环保等因素驱动，现金流显著改善，2018Q1 及 2019Q1 数据显示有色板块的经营性现金流回暖并企稳。2019 年 Q1 有色行业经营活动净现金流入同比减少 5.78%，由于季节性因素环比减少 13.79%。

图7: Q1 有色行业经营活动净现金流入累计同比减少 5.78%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

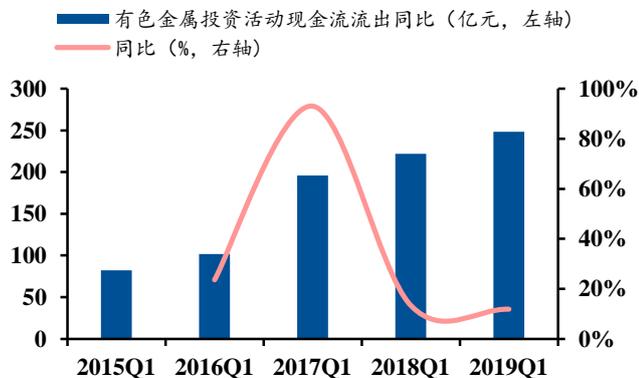
图8: Q1 有色行业经营活动净现金流入单季度环减 13.79%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

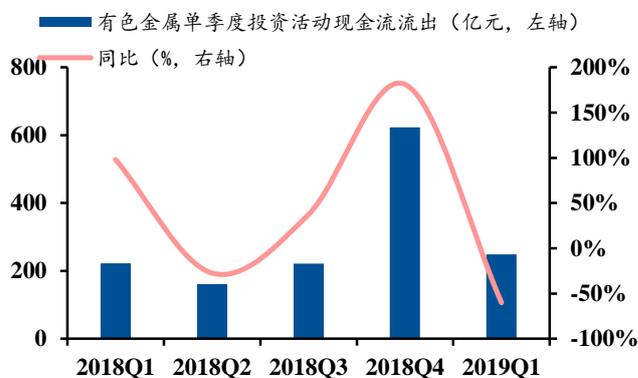
有色行业资本开支同比仍处于扩张阶段。上市公司 2015-2019Q1 的资本开支处在持续扩张的阶段，但增速自 2017 年 Q1 出现拐点，增速开始放缓。在产能过剩的大背景下，资本开支增速明显下降，有色行业 2019Q1 投资活动净现金流出增速同比 11.85%，而一季度资本开支单季度环比减少 60.14%。

图9: Q1 有色行业投资活动净现金流出同比增速为 11.85%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

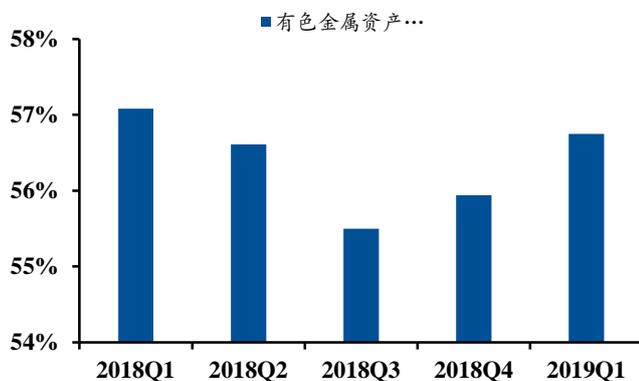
图10: Q1 有色行业投资活动净现金流出环比减少 60.14%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

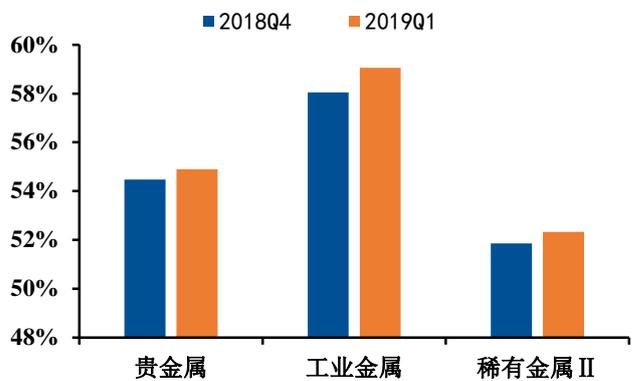
有色行业上市公司资产负债率小幅上涨, 2019 年 Q1 整体资产负债率约为 56.75%。在板块二级分类当中, 工业金属资产负债率水平最高, 约为 59.06%。但是在国内行业集中度水平偏低的情况下, 兼并重组仍然具有必要性。同时对于矿山企业而言, 国内矿山资源有限, 在环保和安全评估的要求愈发严格的大背景下, 海外并购成为企业的重要考量。

图11: 2019 年 Q1 有色行业资产负债率整体约为 59.06%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图12: 2019 年 Q1 各二级行业资产负债率小幅上涨

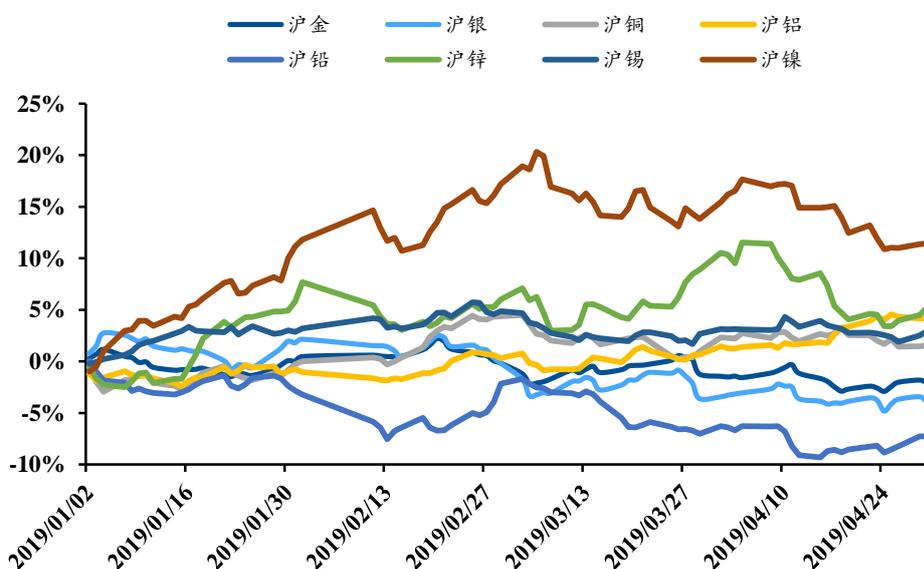


资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 三、投资策略：持续关注基本金属，看好贵金属长期机会

年初至今，2019 一季度增值税减税正式落地、国内社融数据超预期，M2 及 M1 剪刀叉收窄、4 月 PMI 依然维持在扩张线上等多重利好因素提振，宏观预期得以持续修复，叠加进入生产旺季，基本金属需求料将得到显著拉动，库存水平普遍下降，预计金属价格将维持偏强走势格局。而尽管美国经济数据表现强劲，但 GDP 最终销售额同比为三年以来最低、时薪增速放缓、欧洲经济不明朗、新兴国家增持黄金等影响，中长期看好贵金属板块的表现。

图13：2018 年三季度大宗金属期货价格整体有所下滑（相对走势图，截止至 2018 年 10 月 31 日）



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### （一）关注铝行业利润修复行情

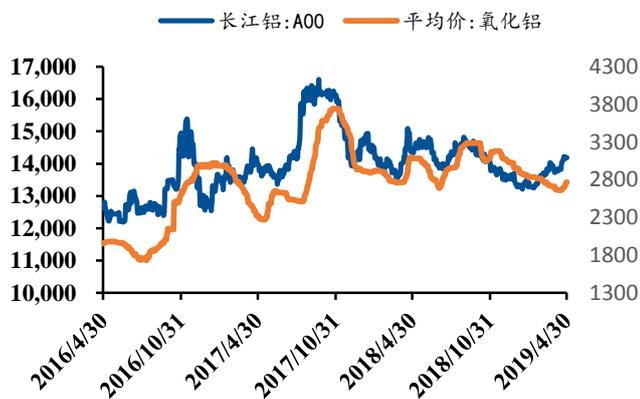
##### 1、铝供需格局边际改善，配置铝板块具备优势

电解铝利润逐渐修复。4 月电解铝价格反弹至 14000 元/吨上方，电解铝的利润空间得到修复。4 月氧化铝价格延续震荡向下，4 月 12 日海德鲁 Alunorte 氧化铝厂进入复产听证阶段，复产预期乐观，氧化铝供应提升利好成本回落；随着下游需求增加，截止至 4 月 26 日数据国内电解铝库存较三月底去库 9.69 万吨，去库趋势逐渐验证；考虑二季度投产及复产进度，产能完全释放仍需要时间；国内进口铝土矿折合氧化铝及进口氧化铝数量同比回升，表明电解铝生产意愿回暖。总体上电解铝迎来供需格局改善，成本端压力下行，预期盈利能力将逐渐修复。

公募有色持仓持续低配，基本金属中铝板块估值相对具备优势。据公募基金发布一季度季报数据，有色的持仓自 2018Q1 以来持续下降，当前的持仓比例及相对上证综指的配置比例均到达 16 年以来的最低点。相比 2018Q1 下行拐点的宏观背景，社融数据及经济数据全线超预期、宏观预期积极修复，有色有望迎来配置拐点。在工业金属之中，铜、铝、铅锌的板块 PE

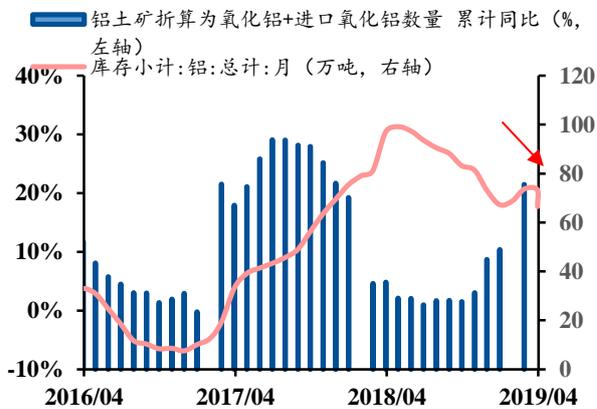
分别处于自 2010 年以来的 46%、37%、25%分位数，叠加考虑基本面及估值情况，建议关注铝行业利润修复机会。

图14: 电解铝利润逐步修复



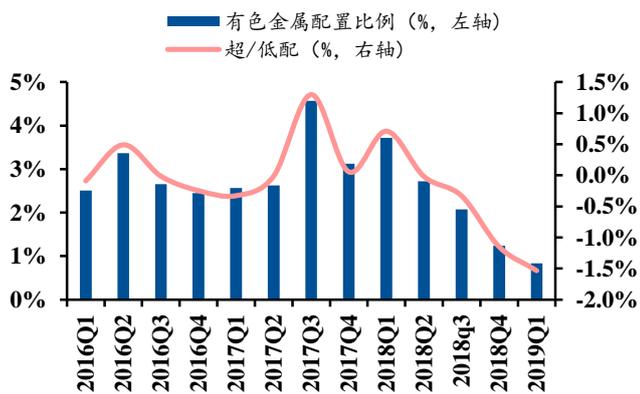
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图15: 电解铝库存有筑底回落态势



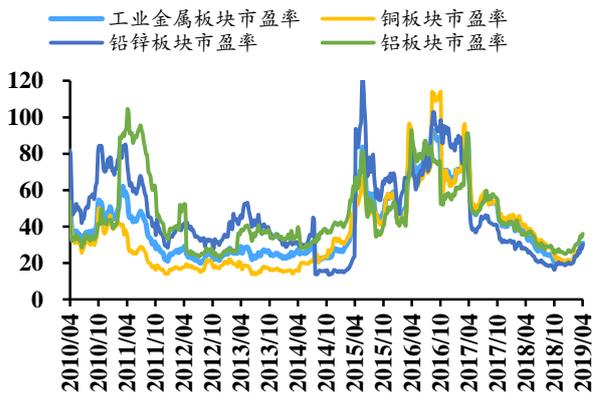
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图16: 2019Q1 公募基金有色持仓跌至 16 年以来低点



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图17: 铝板块的市盈率处在 2010 年以来的 37% 低分位数



资料来源: WIND, 民生证券研究院

## 2、关注标的

### (1) 中国铝业

全产业链优势明显，上游资源保障，下游增加高附加值产品。公司构建了以铝土矿、氧化铝、电解铝、铝合金产品为主题的产业链，氧化铝产能全球第一，原铝产能全球第二。上游资源方面，2018 年增加海外铝土矿资源 17.5 吨；下游加工方面，公司将持续转型升级，提升产品附加值，板状刚玉、精细分子筛、高纯铝等高附加值生产线已经建成投产，产能将逐步释放。

### (2) 南山铝业

看好铝深加工为公司带来的盈利能力提升。公司将继续将着重发展汽车、航空等高端铝制品领域，提高产品附加值。汽车板：已通过宝马、通用、一汽大众、菲亚特、克莱斯勒、日产、广汽新能源等汽车主机厂材料认证，目前正在进行奔驰、本田、斯巴鲁、上汽大众、吉利、蔚来材料认证。航空：航空铝型材方面，通过了空客 A320 机翼长桁用挤压型材产品认证，成为

中国唯一一家通过空客铝合金挤压型材认证的供应商；航空板方面，公司已经与波音签署 5 年长协合同，并于 2018 年通过庞巴迪、中商飞、航空工业等企业产品认证。铝箔：公司电池用铝箔已于 2018 年通过 IATF 16949 汽车质量管理体系认证。

表2：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 4月30日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601600	中国铝业	4.17	0.06	0.11	0.15	61	36	27	推荐
600219	南山铝业	2.51	0.12	0.15	0.17	18	17	15	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## （二）铜供需格局维持紧平衡

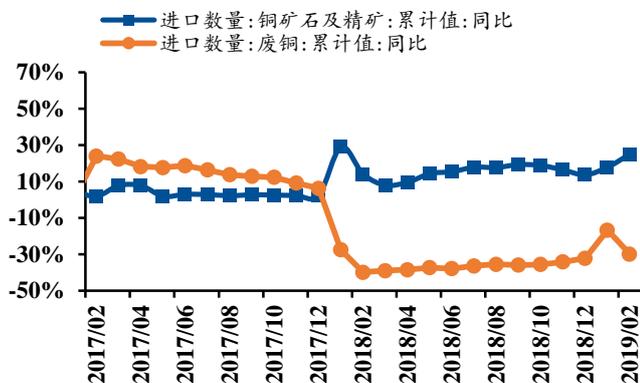
### 1、优势和劣势因素并存，精铜供需维持紧平衡状态

供给端，全球铜矿产能增量放缓，2019-2020 年平均每年的增量大概约在 50 万吨左右。而废铜方面，废铜进口限制措施使国内铜资源供应进一步趋紧，截止至 2 月数据中国进口废铜数量同比大幅度减少 29.91%，中国铜矿石及精矿净进口量同比提升 24.92%，替代效应明显。显性库存仍处在偏低位置，三大交易所的 4 月的库存较 2018 年 12 月上涨 33.85%，但库存水平仍处于 2014 年以来的 37.10% 相对较低的分位数。

2019 年 1 月除中国以外全球铜消费下降 2%，而包括中国在内的需求则增长了 3% 左右。考虑 2019Q1 空调产量大涨 22.30%，叠加家电新政预期拉动消费需求；但 2019 年一季度电网的累计投资增速下滑 23.59%，压制铜需求的上涨。历年一季度的电网投资占全年比例较低及农村电网改造的需求，电力用铜需求下跌有望放缓；同时考虑新能源车新增需求带动铜消费上行，整体上铜需求有望稳步上涨。

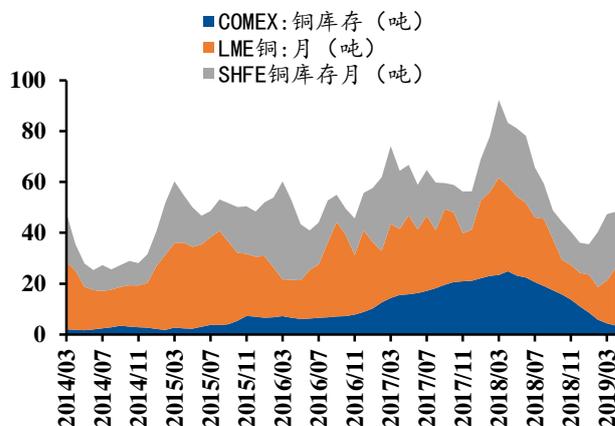
ICSG 数据显示，ISCG 4 月月报估算 2019 年一月全球供给短缺 8000 吨，环比较 2018 年供给过剩格局大幅扭转，同比较 2018 年同期短缺仅为 1000 吨，缺口持续扩大。预计 2019 年全年供需维持紧平衡格局，支撑铜价上行。

图18: 进口铜矿石及精矿替代废铜需求的趋势逐渐显现



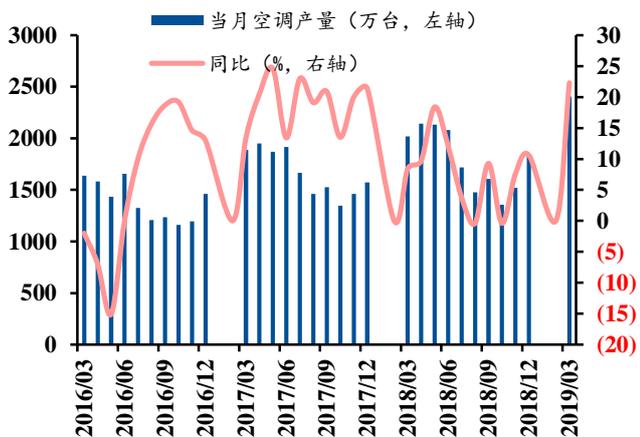
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图19: 三大交易所的铜库存处于 2014 以来的 37.10 低分位数



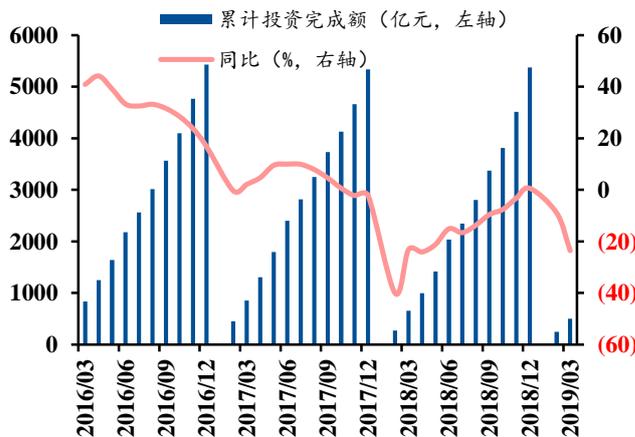
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图20: 中国空调产量累计同比增长 22.30%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图21: 2019Q1 电网投资增速下滑 23.59%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2、关注标的

### (1) 铜陵有色

高端铜箔产能持续增加, 打开业绩增厚空间。公司目前拥有 4 万吨铜箔产能, 包括 2.25 万吨标准铜箔、1.75 万吨锂电铜箔产能, 其中包括铜陵铜冠布局超薄电子铜箔项目, 一期产能新增 1 万吨已经投产, 同时公司计划开始对 1.5 万吨高精度特种电子铜箔二期 II 段的建设。高端铜箔的需求有望随着锂电池能量密度要求的提升而上涨, 公司有望受益于铜箔业务的产能释放, 逐步打开公司业绩增厚空间。

## (2) 江西铜业

进一步布局贵金属领域，增强金铜业务潜力。公司在报告期内公告拟收购恒邦股份，恒邦股份 17 年生产黄金 38.50 吨、银 550.85 吨，铜 14.43 万吨、硫酸 122.08 万吨。恒邦拥有 16 个金矿采矿权、21 个探矿权，探明黄金储量约占国内黄金储量的 5.60%。此次收购既增强公司铜业务的实力，同时进一步推动公司在贵金属领域的布局。考虑铜供需紧平衡边际恶化。因此我们看好江西铜业的金铜业绩潜力。

## (3) 云南铜业

上游资源储量稳步扩张，内生盈利能力增强。公司稳步推进上游资源及冶炼产能布局。公司资源端储备预期持续扩张，迪庆有色已取得普朗采矿权及普朗外围采矿权，年产矿铜含铜金属约 6.4 万吨(权益产量约 3.2 万吨)，有望在 2020 年达产。同时东南冶炼厂处在试生产阶段，赤峰云铜扩建后有望达到 40 万吨/年，届时云铜的冶炼规模将增加到 120 万吨/年。公司有望通过外延并购及内生增长提高盈利能力。

## (4) 紫金矿业

逐步奠定全球领先矿企地位，长期增长空间可期。公司在国内矿山潜力增长有限的情况下积极布局海外资质资源。卡莫阿-卡库拉最新可研性报告超预期，矿山的的服务年从 24 年上升至 25 年，预期采出约 1.2 亿吨品位为 5.48% 的铜矿石，生产 980 万吨高品位的铜精矿，且前 10 年的平均品位高达 6.4%，超过 18 年估算的 5.73%。此外，近期完成要约收购的 Nevsun 旗下的 Bisha 正在进行整合工作，Timok 矿当前处在拟建设阶段，该矿靠近 Bor 矿，能有效发挥协同效应。随着全球优质矿山稀缺性增强，公司有望依托旗下优质矿山储备打开业绩长期增长的空间。

表3: 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 4月30日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000630	铜陵有色	2.50	0.07	0.09	0.11	29	27	22	推荐
600362	江西铜业	15.33	0.71	0.87	0.96	19	18	16	推荐
000878	云南铜业	11.17	0.07	0.17	0.26	90	67	42	推荐
601899	紫金矿业	3.32	0.18	0.21	0.25	20	16	13	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

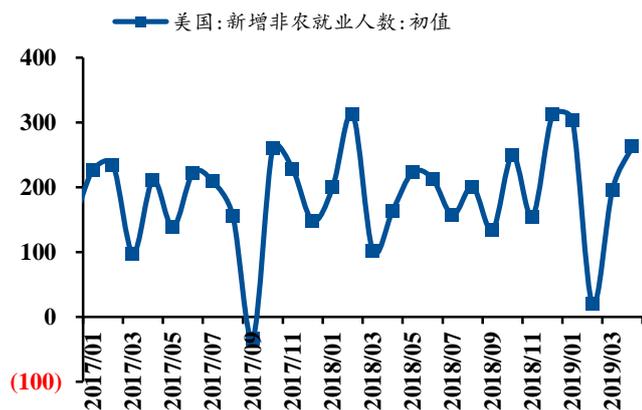
## (三) 长期看好贵金属机会

### 1、美国经济存在隐忧，新兴国家央行增持黄金

非农数据大超预期但时薪增速回落。据 5 月美国劳工部公布的数据显示，4 月美国新增非农就业人口增加 26.30 万人的，大幅超过预期的 18.50 万人。2019 年 1-4 月的累计就业人口为 78.30 万人超过 2018 年同期的 78.00 万人，非农数据表现强劲。但劳动参与率开始回落、时薪增速低于预期，通胀压力仍存在较大的不确定性。

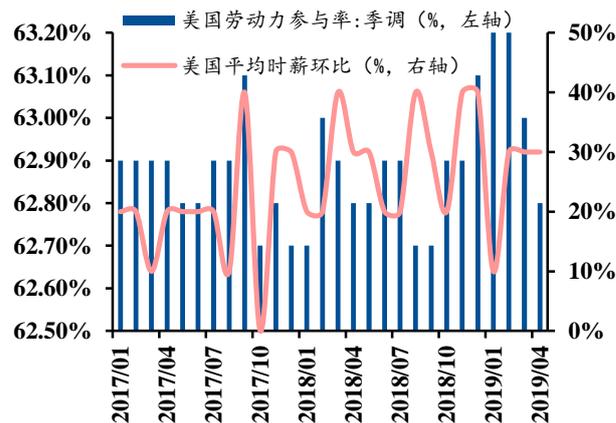
美国经济仍存隐忧。尽管5月初美联储偏鹰派发言、美国2019年一季度GDP初值为3.2%好于预期、耐用品消费数据超预期，考虑到美国Q1GDP中最终销售额同比为三年以来最低、4月密歇根消费者信心指数下滑、联邦期货隐含利率暗示美国年内降息预期较为牢固，美国长期经济前景仍偏悲观。

图22: 美国2018年月均新增就业人数较2017年上升



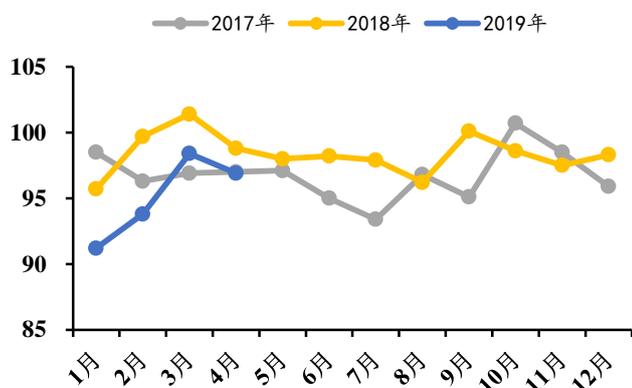
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图23: 美国劳动参与率及时薪增速回落



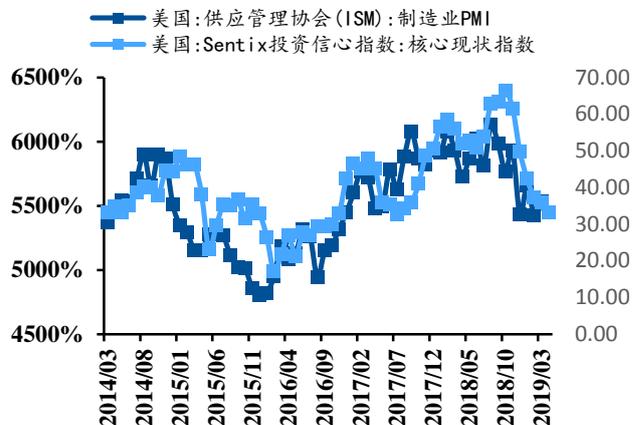
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图24: 2019年密歇根消费者信心指数持续回落



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图25: 美国PMI及投资信心指数

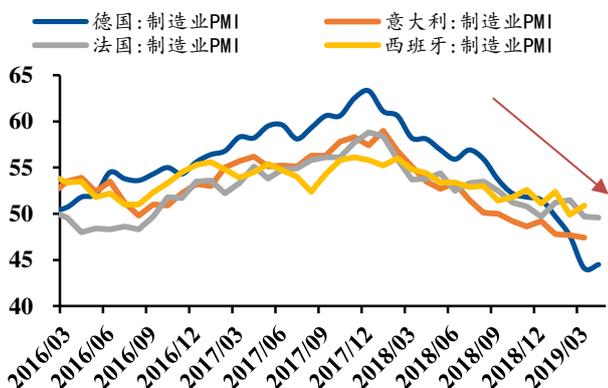


资料来源: Wind, 民生证券研究院

本轮欧洲经济的不确定性源于欧洲核心国家经济放缓。欧债的影响逐渐消退，希腊及爱尔兰的负债率回落，而欧洲核心国家工业制造疲软叠加本周欧洲央行鸽派发言、通胀预期下调，欧洲经济不明朗，预期仍会维持低利率现状

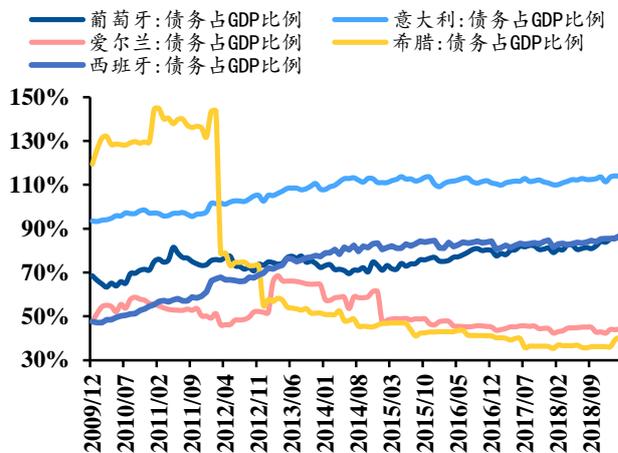
新兴国家央行维持增持黄金。西方国家的黄金占外汇储备占比相对固定，而新兴国家配置美元资产具有通过黄金管理风险的需求，2018年以来新兴国家央行成为黄金的主要购买方。同时据wind数据，中国央行4月增持11.20吨黄金，自2018年11月以来增持44.17吨，预期将维持增持节奏。2018年全球央行增持651.50吨，同比增加约74.00%。长期看好黄金机会。

图26: 欧洲核心国家的工业制造景气度下降



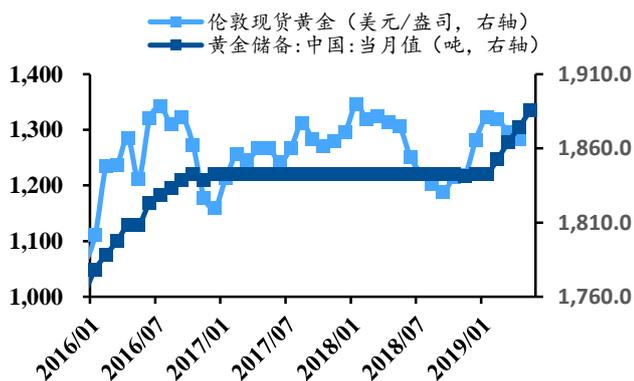
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图27: 10年 TIPS 与金价关系



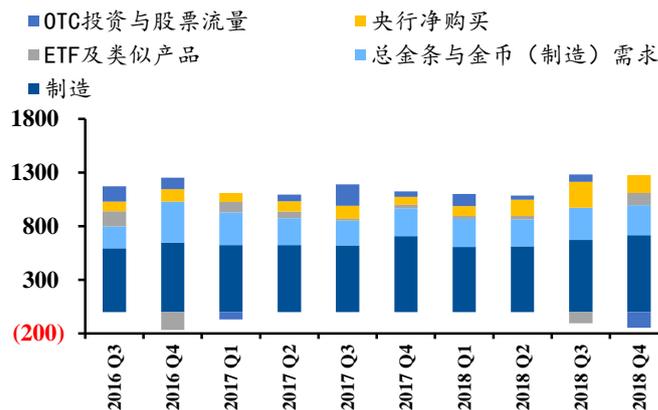
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图28: 中国央行持续增持黄金



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图29: 全球央行黄金净买入预期支撑黄金价格



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

## 2、关注标的

### (1) 山东黄金

稳居国内黄金领先金企,海外布局成未来重要增量。公司目前黄金产量稳居国内第一,2019年公司目标黄金产量37.87吨(较2018年小幅下滑3.59%)。2017年6月公司通过并购MAS50%股权获得贝拉德罗金矿50%权益,未来将进一步强化与巴里克黄金合作,增强公司在海外资源上的布局。公司预计通过对外并购的方式,黄金产量可在十三五末期可达50吨。

### (2) 恒邦股份

贵金属实力持续增强,业务结构多元化发展。江西铜业收购恒邦股份29.99%股权,江铜表态将注入旗下优质黄金资产,打造贵金属发展平台。而公司自身也积极增强黄金的综合竞争实力,辽上金矿有望在2021年完成基建扩建工程,出矿能力将提升至90万吨,大幅增长650.00%。此外,公司完成杭州建铜全资收购,技改完成后预期新增10万吨电解铜产能。公

司也发力小金属综合回收领域、小金属高纯项目及高纯新材料，积极布局小金属领域，逐步实现业务多元化发展。

### (3) 盛达矿业

原矿产项目稳步推进，内生继续稳步提升。赤峰金都 30 万吨选矿厂、尾矿库建设项目于 2018 年 12 月建成并投入使用，将为 2019 年贡献业绩；2018 年全面完成了光大矿业、赤峰金都一采区井下二期工程建设任务；赤峰金都充填系统建设已完成厂房基础、设备采购等前期准备工作，预计 2019 年 6 月底前投入使用，将逐步提高回采率。

注入金山矿业，外延增长有保障。2018 年公司收购金山矿业 67% 股权，金山矿业所属的额仁陶勒盖矿区是国内单体银矿储量最大、生产规模最大的独立大型银矿山，收购完成后银金属资源储量超过 8200 吨，稳居上市公司前列。金山矿业承诺 2019 年、2020 年、2021 年累计实现扣除非经常性损益净利润不低于 7805.14 万元、22572.07 万元、46832.49 万元。金山矿业正在改扩建选矿厂，筹建硫酸锰生产线，项目建成投产后提取效率将进一步提升。金山矿业业绩稳步提升将为公司业绩打下基础。

### (4) 银泰资源

中长期看好金价，黄金业务成为公司业绩新看点。美联储 3 月纪要整体风格偏鸽，加息有望暂停，缩表规模将逐渐减小，中长期利好金价走势。公司 2018 年通过收购黑河银泰（东安金矿是国内已探明黄金品位最高的金矿之一）、吉林板庙子和青海大柴旦三座矿山正式跨入黄金业务，2018 年收入占比已超 27%，成为公司业绩重要来源，看好黄金业务业绩贡献。

各在建项目推进顺利，业绩有望逐步释放。玉龙矿业采矿生产系统升级改造（最大提升能力 3500 吨/日）预计 2019 年 10 月前，完成安全验收投入使用。黑河银泰露天转井下工程将于年内完成，2019 年底达到出矿能力；东安金矿扩大生产能力（达 1200 吨/日）方案已获中国黄金协会审查通过，预计 2019 年完成选矿扩建工作；吉林板庙子井下开拓工程正在进行中，矿山采选能力有望达到 80 万吨/年；青海大柴旦累计黄金资源量已达 53.05 吨（平均品位 4.12g/t），预计将于 2019 年 4 月底恢复生产。上述项目的顺利推进，将进一步增厚公司业绩。

表4：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 4月30日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547	山东黄金	29.17	0.4	0.62	0.72	76	47	41	推荐
002237	恒邦股份	10.21	0.45	0.52	0.62	19	20	17	推荐
000603	盛达矿业	10.48	0.60	0.66	0.72	17	16	15	推荐
000975	银泰资源	10.18	0.33	0.44	0.49	31	23	21	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 四、风险提示

全球矿山产能释放超预期；全球经济增速下滑导致终端消费不达预期。

## 插图目录

图 1: 2019 年至今有色板块整体跑输大盘 (相对走势图, 截止至 2019 年 4 月 30 日) .....	4
图 2: 2019 年至今有色板块在 28 个申万一级行业中排名第 25 名 (指数收盘价截止至 2019 年 4 月 30 日) .....	4
图 3: 营业收入增速同比放缓 .....	5
图 4: 营业收入环比小幅下降 .....	5
图 5: 受费用端拖累板块归母净利润同比大幅下降 .....	5
图 6: 费用规模环比下降带动归母净利回升 .....	5
图 7: Q1 有色行业经营活动净现金流入累计同比减少 5.78% .....	6
图 8: Q1 有色行业经营活动净现金流入单季度环减 13.79% .....	6
图 9: Q1 有色行业投资活动净现金流出同比增速为 11.85% .....	7
图 10: Q1 有色行业投资活动净现金流出环比减少 60.14% .....	7
图 11: 2019 年 Q1 有色行业资产负债率整体约为 59.06% .....	7
图 12: 2019 年 Q1 各二级行业资产负债率小幅上涨 .....	7
图 13: 2018 年三季度大宗金属期货价格整体有所下滑 (相对走势图, 截止至 2018 年 10 月 31 日) .....	8
图 14: 电解铝利润逐步修复 .....	9
图 15: 电解铝库存有筑底回落态势 .....	9
图 16: 2019Q1 公募基金有色持仓跌至 16 年以来低点 .....	9
图 17: 铝板块的市盈率处在 2010 年以来的 37% 低分位数 .....	9
图 18: 进口铜矿石及精矿替代废铜需求的趋势逐渐显现 .....	11
图 19: 三大交易所的铜库存处于 2014 年以来的 37.10 低分位数 .....	11
图 20: 中国空调产量累计同比增长 22.30% .....	11
图 21: 2019Q1 电网投资增速下滑 23.59% .....	11
图 22: 美国 2018 年月均新增就业人数较 2017 年上升 .....	13
图 23: 美国劳动参与率及时薪增速回落 .....	13
图 24: 2019 年密歇根消费者信心指数持续回落 .....	13
图 25: 美国 PMI 及投资信心指数 .....	13
图 26: 欧洲核心国家的工业制造景气度下降 .....	14
图 27: 10 年 TIPS 与金价关系 .....	14
图 28: 中国央行持续增持黄金 .....	14
图 29: 全球央行黄金净买入预期支撑黄金价格 .....	14

## 表格目录

表 1: 工业金属净利润单季度环比增长 0.32% .....	6
表 2: 盈利预测与财务指标 .....	10
表 3: 盈利预测与财务指标 .....	12
表 4: 盈利预测与财务指标 .....	15

## 分析师与研究助理简介

**钟奇**，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师

**薛绍阳**，澳洲莫纳什大学精算学士及金融数学硕士，从事有色金属行业及公司研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。