

有色金属

行业研究/动态报告

看好铝钴边际改善，重视贵金属配置价值

—有色行业 2019 年半年报总结

动态研究报告/有色金属

2019 年 09 月 03 日

报告摘要：

● 二季度营收稳步增长，成本上涨拖累业绩

2019H1 有色板块营业收入同比增长 9.36%，营业成本同比增长 11.06%。费用端表现可控，同比上涨 4.18%，归母净利润同比减少 6.19%，主要是由于成本上升及费用上涨。从环比的角度，二季度营业收入环比增加 18.91%，营业成本环比增加 19.15%，费用端环比上涨 19.08%，由于非经常性损益上升 81.93%，净利润环比上涨 16.26%。稀有金属利润同比下滑最大，工业金属利润环比回暖力度最强。尽管黄金价格出现大幅上涨，但价格变动主要发生在 6 月，对利润影响有限，2019H1 净利润单季度同比下滑 28.42%，由于成本原因环比小幅下滑 4.38%。

● 有色板块经营现金流增速放缓，资本开支续增，负债率小幅上升

有色行业经营现金流增速放缓，环比季节性上升。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，2018H1 及 2019H1 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增加 300.75%。而资本开支同比仍处于扩张阶段，上市公司 2015-2019H1 的资本开支处在持续扩张的阶段，但自 2017 年 H1 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 H1 整体资产负债率约为 57.12%。在二级行业当中，工业金属资产负债率水平最高，约为 59.35%，小幅上涨。

● 供需结构改善，铝企迎利润修复

考虑减产产能影响，电解铝全年产能净增加有限。淡季未出现累库，随着 9 月进入开工旺季，需求端有望边际改善，库存有望继续下降。三季度氧化铝价格回落明显（3100 元/吨跌至 2450-2500 元/吨），下游铝企利润端获得修复。铝价整体偏乐观，同时铝企利润修复，建议关注神火股份、中国铝业等。

● 钴供给变化显著，供过于求大幅改观

钴因嘉能可产量不及预期和明年 Mutanda 矿山的停产，供给过剩的情况明显改善。需求方面，随着 5G 换机需求的逐步出现，未来 3C 端预期开始平稳；动力电池端需求有望稳步增长；高温合金方面需求预计仍保持小幅平稳增长。长期来看，Mutanda 的停产将使得行业 2020 年及以后供大于求局面大幅改观，钴价有望走出底部。建议关注华友钴业、洛阳钼业以及寒锐钴业。

● 长期看好贵金属机会

美国经济数据开始显现疲态，将进入降息周期，利好金价上行。在全球进入宽松周期的大背景下，叠加对避险和配置需求，持续看好贵金属配置需求，维持贵金属长期上行的观点不变。金银比或将触发修复，白银价格有望加速上行。建议关注山东黄金、紫金矿业、银泰资源、盛达矿业等。

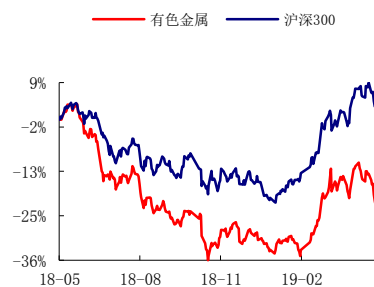
风险提示：

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

分析师：方驭涛

执业证 S0100519070001

电话：021-60876718

邮箱：fangyutao@mszq.com

研究助理：薛绍阳

执业证 S0100117100002

电话：021-60876718

邮箱：xueshaoyang@mszq.com

相关研究

- 1.【民生研究】大类资产配置周报 20190902
- 2.【民生有色|周观点】金银比回归或将触发，看好白银的配置价值

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 9月2日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601600	中国铝业	3.67	0.04	0.11	0.13	84	32	28	推荐
601677	明泰铝业	11.01	0.84	1.10	1.31	11	9	7	推荐
601600	华友钴业	25.40	1.84	0.57	1.09	13	43	23	推荐
603993*	洛阳钼业	3.63	0.21	0.14	0.16	18	25	22	-
600547	山东黄金	39.54	0.45	0.82	0.93	90	49	43	推荐
000975	银泰资源	16.50	0.33	0.53	0.64	45	29	24	推荐
601899	紫金矿业	3.62	0.18	0.21	0.27	21	17	14	推荐
000603	盛达矿业	16.88	0.6	0.65	0.71	23	21	19	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院（标星号数据使用万得一致预期）

目录

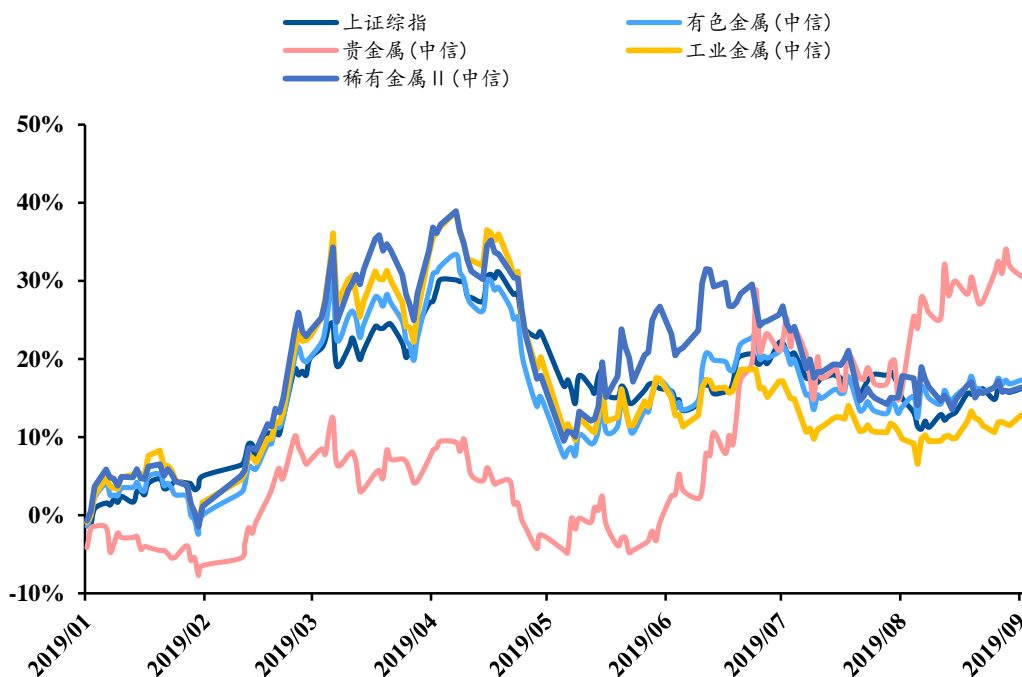
一、行情回顾：贵金属机会带动有色板块估值修复.....	4
二、中报业绩总结：宏观需求未现拐点，成本上涨拖累业绩.....	6
(一) 二季度营收稳步增长，成本上涨拖累业绩.....	6
(二) 有色板块经营现金流增速放缓，资本开支续增，负债率小幅上升.....	7
(三) 子板块主要公司业绩情况	8
1、贵金属	8
2、铜	9
3、铝	9
4、铅锌锡	10
5、钴锂	10
6、稀土永磁	11
7、其他小金属	11
三、投资策略：中期关注铝钴机会，重视贵金属长期配置价值.....	13
(一) 铝：供需格局边际改善，利润迎来修复.....	13
(二) 钴：供给迎来巨变，供需面有望迎来改善.....	17
(三) 持续看好贵金属长期配置价值.....	19
1、降息周期确认+配置需求提升，看好黄金长期配置价值.....	19
2、看好白银上涨弹性，金银比回归或将触发.....	20
3、关注标的	21
四、风险提示	22
插图目录	23
表格目录	23

一、行情回顾：贵金属机会带动有色板块估值修复

截止至 2019 年 08 月 31 日，上证综指收于 2886.24 点，年初至今涨 15.73%；中信有色金属指数收于 3752.54 点，年初至今 16.81%，跑赢大盘 1.08 个百分点，在 29 个中信一级行业中排名第 11 名。二级板块中，由于美国经济数据存在隐忧、多国央行加入降息阵营，贵金属的配置价值凸显，贵金属表现明显强于其他金属，累计涨幅 31.90%；在贸易摩擦反复升级、多国 PMI 数据降至荣枯线以下的背景下，工业金属中期回吐涨幅，累计上涨 12.82%；二季度稀有金属受到战略金属及中美贸易概念的影响，5-7 月份出现独立行情，整体累计上涨 16.35%。

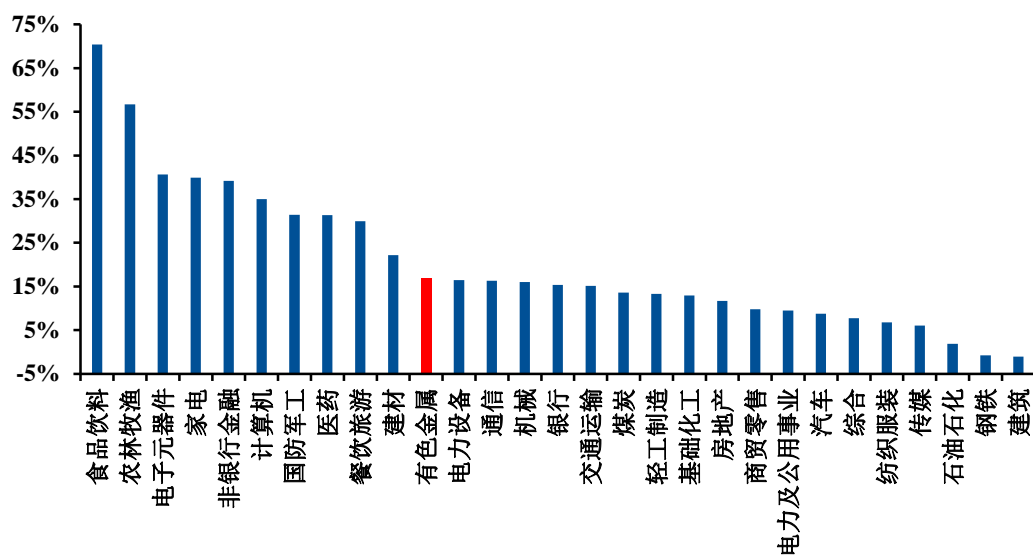
贵金属估值回升带动有色金属估值修复。中信有色板块的估值继续回升至 2012 年以来的 53% 分位数，Q1 季报结束时为 41%。上升的主要原因是贵金属有望进入长期上行周期，从而带来的估值上涨，当前处于 2012 年以来的 78% 分位数（2019 年 4 月底为 47% 分位数）；基本金属估值水平保持稳定，稀有金属由于稀土永磁及战略金属概念的催化从 5 月初的 9% 分位数升至 26% 的位置（2012 年以来数据）。

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 8 月 31 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 11 名 (指数收盘价截止至 2019 年 8 月 31 日)



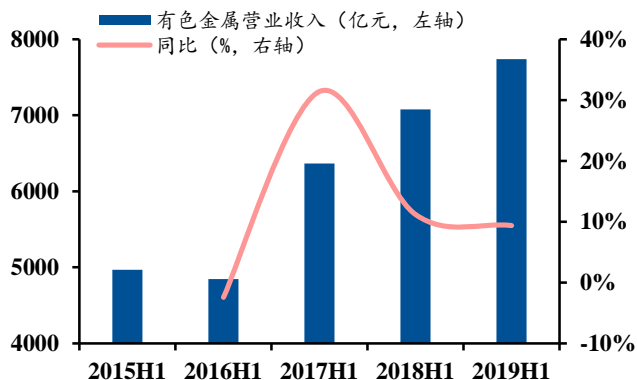
资料来源: Wind, 民生证券研究院

二、中报业绩总结：宏观需求未现拐点，成本上涨拖累业绩

（一）二季度营收稳步增长，成本上涨拖累业绩

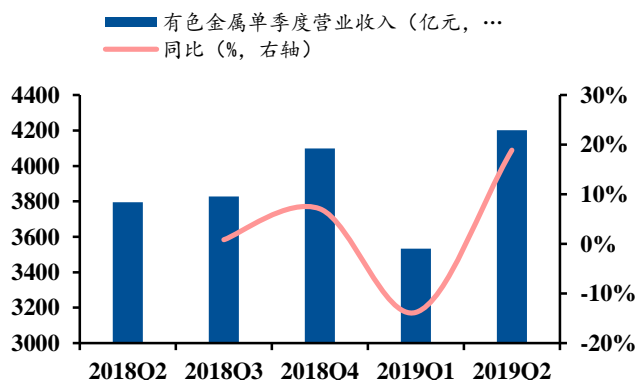
二季度营收稳步增长，成本上涨拖累业绩。有色板块（中信一级）2019H1 营业收入同比增长 9.36%，营业成本同比增长 11.06%。费用端表现可控，同比上涨 4.18%，主要增长来自于销售费用大幅增长 38.93%及财务费用上涨 8.28%，管理费用及研发费用则分别下降 6.26%、9.34%。归母净利润同比减少 6.19%，主要是受到成本上升及费用上涨的影响。从环比的角度，仅从二季度单季度的角度来看，营业收入环比增加 18.91%，营业成本环比增加 19.15%，费用端环比上涨 19.08%，由于非经常性损益上升 81.93%，净利润环比上涨 16.26%。

图3：营业收入增速同比企稳



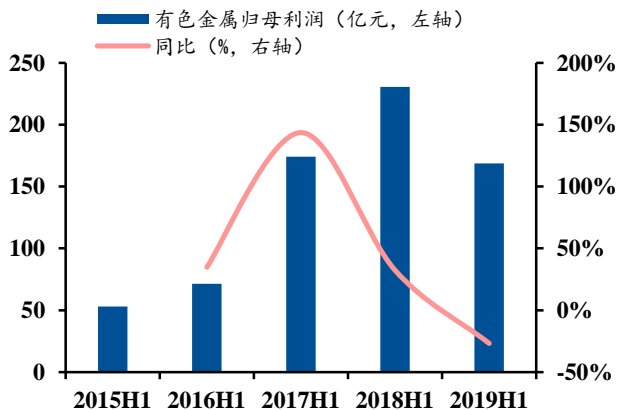
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：营业收入环比大幅反弹



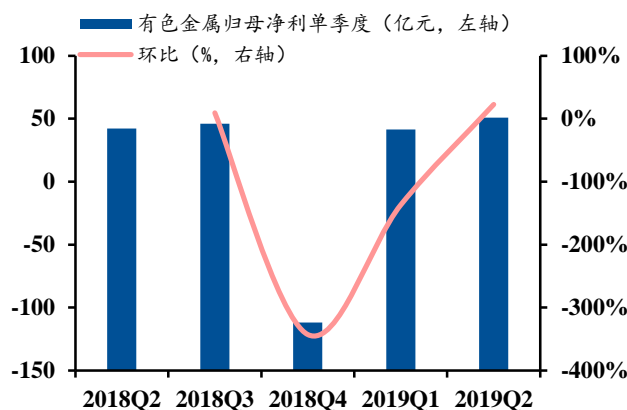
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：受成本拖累板块归母净利同比大幅下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：非经常性损益带动归母净利环比回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

稀有金属利润同比下滑最大，工业金属利润环比回暖力度最强。2019H1 稀有金属净利润同比减少 47.42%，表现最差，但是单季度环比增加 22.46%；工业金属 2019H1 净利润同比减少 6.21%，但是单季度环比增加 22.46%。黄金尽管价格大幅上涨，但价格变动主要发生在 6 月，对利润影响有限，2019H1 净利润单季度同比下滑 28.42%，由于成本原因环比小幅下滑 4.38%。

表1：工业金属净利润单季度环比增长 22.46%

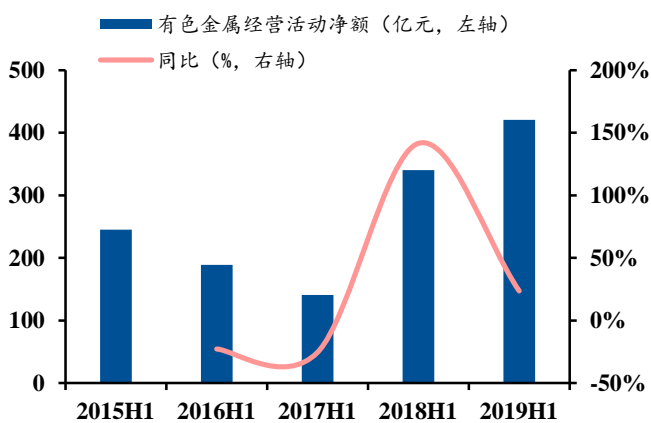
中信二级板块	2019H1 归母净利 (亿元)	2018H1 归母净利 (亿元)	2019Q2 归母净利 (亿元)	2019Q1 归母净利 (亿元)	2019H1 归母净利同比 (%)	2019Q2 归母净利环比 (%)
贵金属	26.7	37.3	13.1	13.7	-28%	-4%
工业金属	92.1	98.2	50.7	41.4	-6%	23%
稀有金属 II	49.9	94.9	26.9	23.0	-47%	17%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）有色板块经营现金流增速放缓，资本开支续增，负债率小幅上升

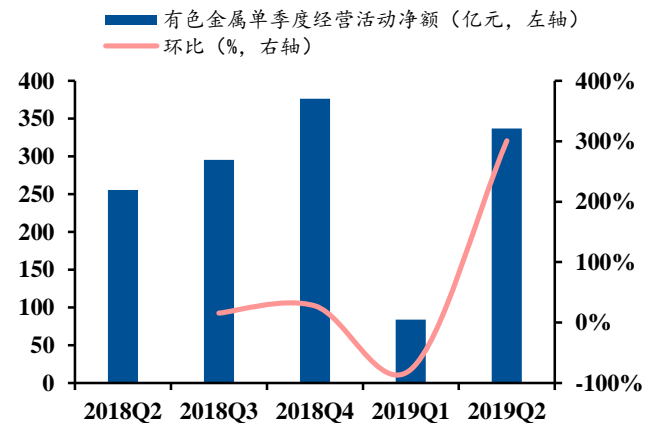
有色行业经营现金流增速放缓，环比季节性上升。上市公司自 2015 年以来，受到供给侧改革、环保等因素驱动，现金流显著改善，2018H1 及 2019H1 数据显示有色板块的经营性现金流回暖并企稳。2019 年 H1 有色行业经营活动净现金流入同比增加 23.26%，由于季节性因素环比增加 300.75%。

图7：H1 有色行业经营活动净现金流入累计同比增加 23.26%



资料来源：Wind，民生证券研究院

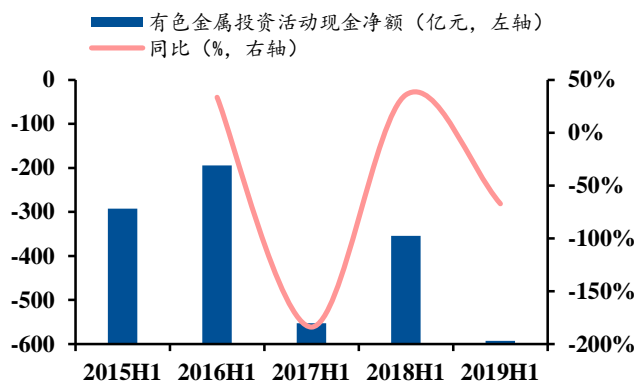
图8：H1 有色行业经营活动净现金流入单季度增加 300.75%



资料来源：Wind，民生证券研究院

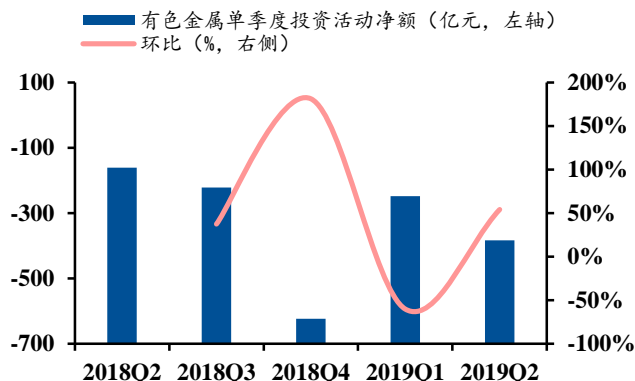
有色行业资本开支同比仍处于扩张阶段。上市公司 2015-2019H1 的资本开支处在持续扩张的阶段，但增速自 2017 年 H1 出现拐点，增速开始放缓。在产能过剩的大背景下，资本开支增速明显下降，但有色行业 2019H1 投资活动净现金流出增速同比 60.31%，二季度资本开支单季度环比增加 54.13%。

图9: H1 有色行业投资活动净现金净额同比增速为 60.31%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

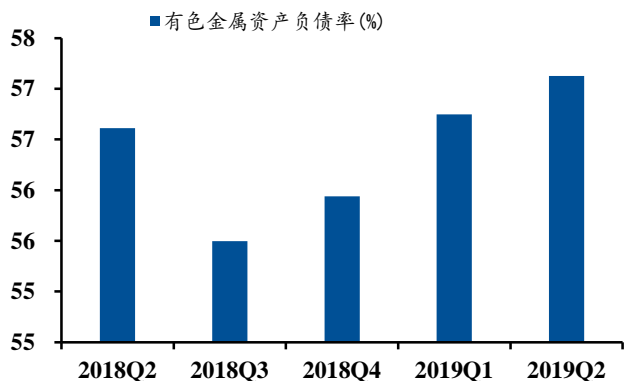
图10: H1 有色行业投资活动净流出环比增加 54.13%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

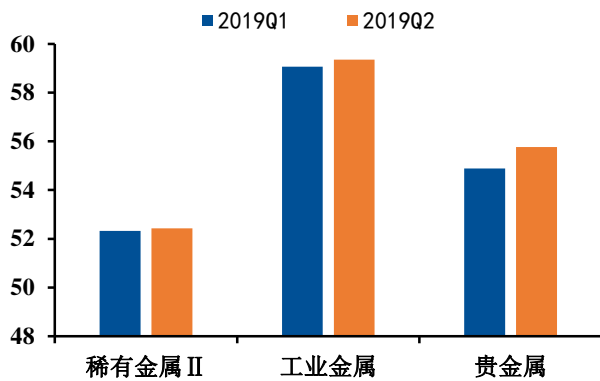
有色行业上市公司资产负债率小幅上涨, 2019 年 H1 整体资产负债率约为 57.12% (2019Q1 为 56.75%)。在板块二级分类当中, 工业金属资产负债率水平最高, 约为 59.35%。但是在国内行业集中度水平偏低的情况下, 兼并重组仍然具有必要性。同时对于矿山企业而言, 国内矿山资源有限, 在环保和安全评估的要求愈发严格的大背景下, 海外并购成为企业的重要考量。

图11: 2019H1 有色行业资产负债率整体约为 57.12%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图12: 2019 年 Q2 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) 子板块主要公司业绩情况

1、贵金属

金银价格于二季度开始上扬, 2019H1 黄金国内均价约 288 元/克, 同比提升约 17 元/克。相关企业毛利率均有小幅提升 (山东黄金因外购金业务大增拖累毛利率、盛达矿业存在贸易业务影响), 预计金银价格上涨为业绩带来的提升将在下半年逐步确认。贵研铂业亦受益于铂钯价格上涨带来的产品价格上行。

表2：板块主要上市公司业绩指标

公司	中报数据 (百万元)		营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		毛利率 (%)	
	2019H1 营业收入	2019H1 归母扣非净利润	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1
山东黄金	31,194.66	664.44	19.89	0.96	9.03	-3.88	8.60	9.37
中金黄金	16,706.50	61.11	3.75	0.95	-43.94	-62.19	10.61	9.96
银泰资源	2,528.20	436.93	20.63	158.71	67.68	172.52	32.51	27.65
盛达矿业	1,157.35	124.72	30.88	76.71	1.99	74.02	26.37	47.45
贵研铂业	10,453.62	101.67	20.10	18.20	52.58	18.89	3.33	3.12

资料来源：公司公告、民生证券研究院

2、铜

自 2018 年以来，全球铜矿上游资源持续偏紧，铜矿产量持续收缩；而下游中国精炼铜产能仍在扩张，导致精炼铜产量并未降低，TC 的不断下跌亦可侧面验证。2019 上半年铜均价 35558 元/吨，同比下降 1359 元/吨；相关上市公司盈利能力下滑明显，如紫金矿业（亦存在铅锌价格下滑因素），而江西铜业业绩大幅好转主要是 2018 年存在减值因素；同时，加工费的不断下降使得冶炼端利润出现明显下滑，如铜陵有色（云南铜业因金银业务释放带来毛利率提升）。铜矿供给的持续紧缩，矿端议价能力更强，预计矿企的业绩有望转好。

表3：板块主要上市公司业绩指标

公司	中报数据 (百万元)		营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		毛利率 (%)	
	2019H1 营业收入	2019H1 归母扣非净利润	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1
紫金矿业	67,198.40	1,656.95	34.90	32.75	-30.28	172.00	11.24	14.25
铜陵有色	46,859.48	339.31	15.09	6.27	-12.02	64.35	4.20	5.37
江西铜业	105,042.93	1,122.40	0.51	6.33	96.49	-8.11	3.82	3.36
云南铜业	25,653.90	309.29	26.93	-31.58	32.41	650.20	7.56	6.42
海亮股份	20,844.63	619.36	3.61	65.16	15.39	113.69	7.19	6.22
精艺股份	2,806.21	33.05	-5.58	18.17	-8.34	-8.53	3.97	4.03

资料来源：公司公告、民生证券研究院

3、铝

年初，有色金属价格因全球金融市场波动普遍下跌；叠加淡季消费因素，国内外一季度铝库存均出现上升；进入二季度，国内铝锭库存去化顺利，铝价企稳反弹。上半年 SHFE 铝现货均价 13777 元/吨，同比下跌 4.3%，中国铝业、南山铝业毛利率出现小幅下滑，而神火股份和西南铝企（水电成本下降）因成本控制带来盈利能力提升。下半年电解铝供需边际改善，氧化铝的成本下滑，铝企的业绩有望修复。加工端明泰铝业因高端产品放量，毛利率提升显著。

表4: 板块主要上市公司业绩指标

公司	中报数据		营收增速		归母扣非净利润增速		毛利率	
	2019H1 营业收入	2019H1 归母扣非净利润	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1
中国铝业	94,940.10	114.72	15.23	-10.24	61.90	-82.04	7.84	7.96
西南铝企	10,845.30	93.52	3.44	3.70	151.22	-72.62	11.88	10.77
神火股份	9,111.24	-249.77	-0.67	-0.74	34.18	-165.90	15.90	14.70
南山铝业	10,545.72	660.80	8.97	28.12	-17.25	9.47	17.37	19.57
明泰铝业	6,884.34	296.54	15.57	27.66	43.97	4.59	11.52	9.69

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

4、铅锌锡

2018 年以来全球主要锌矿的复产使得锌精矿产量继续上升, 2019 年上半年锌精矿整体供大于求, 锌价持续下行, 上半年锌均价 21700 元/吨, 同比下滑 13%; 矿企中金岭南、驰宏锌锗毛利率同比均有所下滑; 而国内因环保因素, 锌冶炼厂的产能受限, 开工率下降, 锌的冶炼加工费用持续上涨, 冶炼厂锌业股份、株冶集团毛利率均有改善。锌冶炼产能持续紧张, 预计加工费仍将维持当前水平, 加工企业利润有望持续修复。铅的基本面与锌类似, 冶炼端减产带来加工费上涨; 同时, 由于价格处于低位, 冶炼厂倾向于进行检修; 而 9 月是铅主要下游蓄电池的消费旺季, 铅价有望迎来小幅修复。

锡: 上半年国内锡价 14.7 万元, 同比基本持平 (提升 0.16%), 锡业股份整体毛利率出现下滑, 主要是贸易业务收入的提升和锌价的下跌拖累所致。由于缅甸锡矿品位不断下降、环保趋严等因素的存在, 供给端收缩预期仍较强, 但需求端未见明显起色, 预计锡仍将处于库存去化阶段, 预计价格整体维持震荡。

表5: 铅锌锡板块主要上市公司业绩指标

公司	中报数据		营收增速		归母扣非净利润增速		毛利率	
	2019H1 营业收入	2019H1 归母扣非净利润	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1
中金岭南	9,272.72	364.53	-18.55	15.25	-37.66	8.34	9.75	12.08
锌业股份	3,742.21	59.36	-5.37	26.18	227.80	-78.24	7.82	5.79
驰宏锌锗	9,743.13	660.39	-5.78	12.88	-9.18	36.44	16.60	17.80
豫光金铅	8,392.58	26.52	-7.47	16.50	-47.57	-9.36	4.30	4.02
株冶集团	4,188.96	-69.20	-34.10	-3.29	79.13	-1,439.17	2.78	-0.32
锡业股份	22032.54	452.55	9.80	7.38	-0.79	27.91	8.25	8.51

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

5、钴锂

由于供过于求的过剩情况持续, 上半年钴锂价格持续下行, 相关企业的盈利能力均出现比较明显的下滑。但钴锂的价格下跌带来的估值和业绩下滑已经基本反映在股票走势上; 当前钴供给有望收缩, 预计下半年业绩将边际改善; 锂已经接近成本线位置, 继续下行空间有限, 业绩底部基本确认, 下半年价格的反弹将为业绩带来边际改善。

表6: 钴锂板块主要上市公司业绩指标

公司	中报数据		营收增速		归母扣非净利润增速		毛利率	
	2019H1 营业收入	2019H1 归母扣非净利润	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1
华友钴业	9,103.91	-41.14	34.21	79.05	-102.74	125.50	12.00	38.46
洛阳钼业	9,978.67	697.56	-29.03	20.63	-78.03	173.87	22.06	43.46
寒锐钴业	922.14	-78.31	-38.62	204.42	-114.82	288.35	4.30	56.26
赣锋锂业	2,822.41	380.16	21.04	43.47	-45.22	69.52	25.11	43.98
天齐锂业	2,589.54	108.60	-21.28	36.24	-91.55	38.57	61.07	72.54

资料来源：公司公告、民生证券研究院

6、稀土永磁

因中美贸易摩擦和缅甸中重稀土进口闭关影响，上半年稀土价格上涨明显。2019 年上半年氧化镨钕均价 30 万元/吨，涨幅约 6%；氧化镝均价 142 万元/吨，涨幅超过 60%。稀土上市公司收入端增长明显，利润端改善明显（五矿稀土和北方稀土毛利率下滑主要是因为贸易规模的增加）；而磁材企业因上游有材料稀土价格上行而普遍出现毛利率下滑。

表7：稀土永磁板块主要上市公司业绩指标

公司	中报数据		营收增速		归母扣非净利润增速		毛利率	
	2019H1 营业收入	2019H1 归母扣非净利润	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1
五矿稀土	1,011.04	50.99	245.97	5.67	-19.79	457.00	8.71	30.02
北方稀土	8,519.22	210.99	49.62	39.71	36.91	57.70	11.26	15.65
广晟有色	1,542.96	15.83	34.85	-57.41	118.74	-98.48	5.82	4.73
盛和资源	3,829.55	173.34	15.28	50.26	-9.82	40.37	12.35	14.26
中科三环	1,880.46	85.06	-4.48	10.86	-16.27	-28.45	18.43	20.26
正海磁材	811.91	46.55	2.70	96.01	-6.09	367.83	18.61	19.79
宁波韵升	810.94	34.77	-20.12	21.70	-44.39	-44.23	16.59	18.13

资料来源：公司公告、民生证券研究院

7、其他小金属

钼：2019 上半年，全国钼矿产量 51266 吨，同比增长 5.83%；二季度除内蒙古以外，主要钼矿产地产量环比均出现下滑；黑龙江鹿鸣等矿山检修停产使得钼精矿走入短缺。需求端来看，6 月底 7 月初，钢厂招标量集中释放，下游钢厂的钼铁采购意愿积极，钼铁厂对原料的需求增加，现货市场持续紧张，供大于求转向供不应求支撑钼价走强。相关上市公司金钼股份业绩增长明显。

钛：因原材料价格上行，海绵钛出现供不应求，上半年海绵钛与钛材价格大涨，相关公司宝钛股份盈利能力提升明显；因航空航天领域高端钛材的需求不断提升，钛行业整体处于景气度上行周期。

镁：公司因全产业链优势，成本控制明显优于同行业公司；镁价的上涨以及主要原材料硅铁价格的下跌使得上半年毛利率得到提升。从供给端来看，因环保问题未来原镁产能增加有限；需求方面，因汽车减排要求，镁在汽车轻量化的应用比例有望提高。原镁供需整体偏紧，镁价有望继续稳定。

钨：由于供需结构失衡，钨相关产品价格下跌明显，上半年黑钨精矿均价 9.6 万元，同比下降约 14%，APT 均价 14.8 万元，同比下跌 15%；相关公司毛利率出现下滑；目前黑钨精矿价格（7.3 万元/吨）已经接近成本线，下行空间有限。

表8：其他小金属板块主要上市公司业绩指标

公司	中报数据		营收增速		归母扣非净利润增速		毛利率	
	2019H1 营业收入	2019H1 归母 扣非净利润	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1
云海金属	2,463.79	105.95	0.89	4.15	73.15	1.70	16.84	13.98
宝钛股份	1,965.37	101.39	24.42	38.40	299.72	144.68	20.29	16.54
金钼股份	4,537.01	256.32	8.15	-19.70	109.42	3,905.54	19.08	14.30
合盛硅业	4,660.51	562.52	-14.85	70.99	-59.55	160.35	27.65	41.74
中钨高新	4,046.45	54.90	3.38	24.36	-25.13	53.92	19.72	19.77
厦门钨业	8,384.09	18.56	-3.23	40.17	-92.34	-39.78	15.67	18.79

资料来源：公司公告、民生证券研究院

三、投资策略：中期关注铝钴机会，重视贵金属长期配置价值

贵金属方面，在全球进入宽松周期的大背景下，叠加对避险需求和配置价值的提升，我们维持贵金属长期上行的观点不变，持续看好贵金属的配置需求。建议中长期持续关注金银，而银价或将受益于金银比的修复，弹性相对更大。

基本金属方面，因全球经济增速的整体放缓，基本金属下游需求难有大幅度改善，但部分品种因为供给端因素的扰动，供需面正在发生积极的变化；下半年国内财政和货币政策有望托底，降准、专项债、降税减费等政策均可期待，在需求端边际改善的背景下，基本面相对较好的品种或有修复机会。建议关注供需格局边际改善的铜和铝。

小金属方面，钴锂价格均处于底部区间，进一步下行空间有限。钴因嘉能可产量不及预期和明年 Mutanda 矿山的停产，供大于求的过剩情况有望收窄，而需求端预期整体小幅增长，基本面正逐步转好，钴价有望走出底部。碳酸锂价格已经接近精矿成本附近，价格下行空间有限；当前碳酸锂供大于求和对业绩的影响也已反映在股价之中，股价下行压力减弱，上行概率大于下行概率。建议关注钴锂。

（一）铝：供需格局边际改善，利润迎来修复

供给：Q3 供给平稳，淡季未出现累库。新增产能方面，2019 年全年新建产能约 362 万吨；目前已投产 139 万吨，已建成待投产产能约 223 万吨，其中 Q3 逐步投产 69 万吨，Q4 待投产 154 万吨；但考虑到部分产能投放存在不确定性，预计 Q4 实际可投产规模要低于预期（目前 Q4 确定投产产能 40 万吨），百川盈孚预计全年实际可投产规模约 288 万吨。复产产能方面，全年待复产规模约 156 万吨，已复产产能 38.5 万吨，待复产规模约 118 万吨，实际复产产能或小于预期（百川盈孚预计年内还可复产 27.3 万吨，年内累计复产 57.3 万吨）。

减产产能方面，三季度魏桥和信发的减产事件影响（超 100 万吨），年初至今已累计减产产能约 226 万吨。综上，全年电解铝净增加产能有限。（但若价格继续上涨，产能投产和复产速度或进一步加快）

图13：电解铝新增产能情况（截至 2019.8.31）

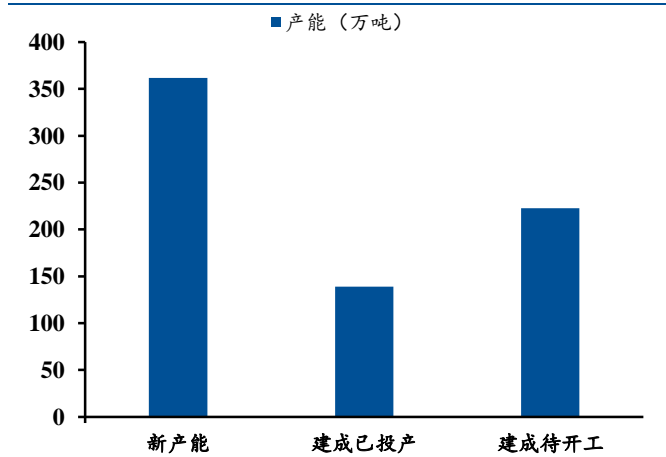
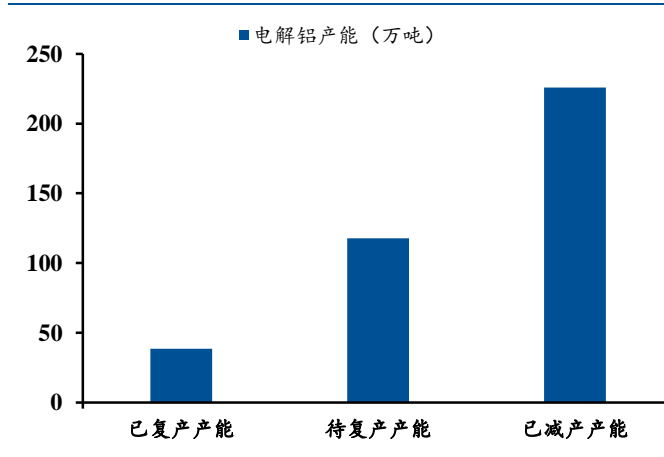


图14：电解铝产能减产及复产情况（截至 2019.8.31）

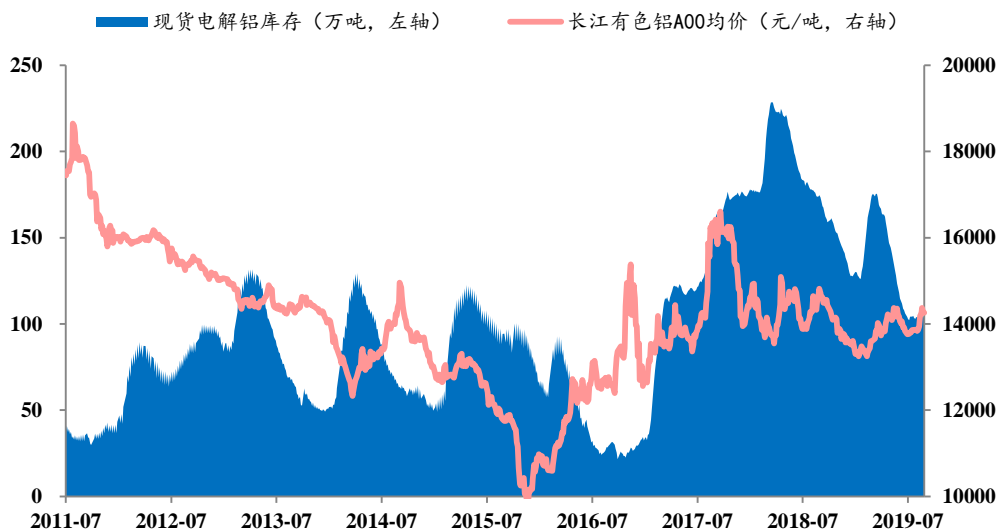


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

库存方面，淡季未出现累库。库存方面，二季度去库顺利，而三季度库存并未出现明显上升。截至9月2日，电解铝社会库存103.3万吨，较7月初基本平稳；市场担忧的淡季累库现象亦未出现，随着9月进入下游开工旺季，库存有望继续下滑。

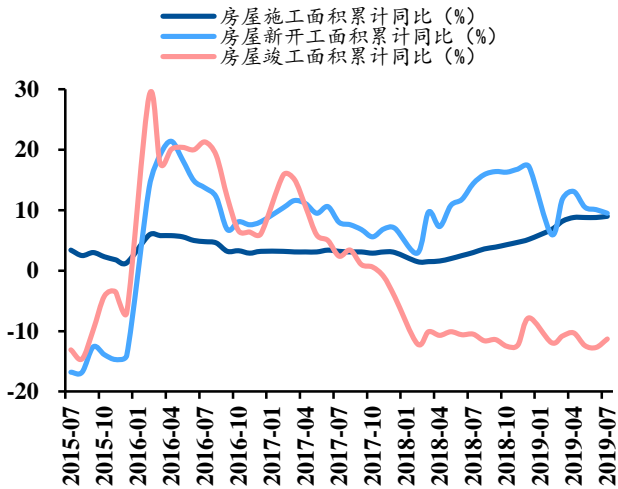
图15: 国内铝价与国内电解铝社会库存



资料来源：Wind，民生证券研究院

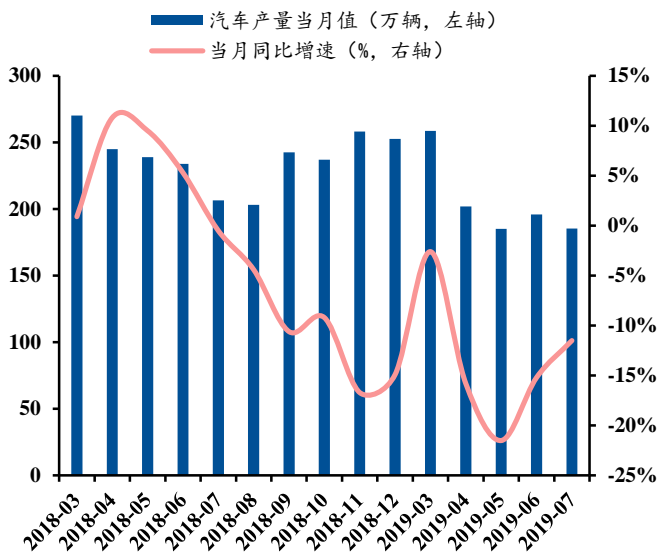
需求：结构性改善。1) 地产：2019年3月复工以来，房地产新开工面积累计增速在回升后再度下滑，施工面积累计增速小幅抬升，而房地产竣工面积累计增速年后基本处于下滑态势，7月累计增速小幅收窄至-11.3%；从历史数据来看，竣工面积一般落后于新开工面积18个月，下半年竣工面积增速或将回暖；2) 电力：7月电力投资累计同比增速跌幅收窄，2018年全国电网工程建设完成投资5373亿元，同比增长0.6%；按照国家电网的电力投资额规划估算，预计2019年全国电网计划投资额同比增速有望达到5%，下半年电网用铝有望继续回升。3) 汽车：上半年汽车产销量下滑明显，6月、7月处于国五国六切换期，销量增速收窄，可能透支8月需求，8月销量增速可能较低；而2018年9-12月的销量基数较低，在鼓励汽车消费的政策不断出台后，9月以后汽车产销量增速有望恢复。4) 出口端：上半年铝材出口增速有所恢复，受益于人民币贬值，预计下半年出口端增速或将好转。

图16: 房地产、施工、新开工、竣工面积累计增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

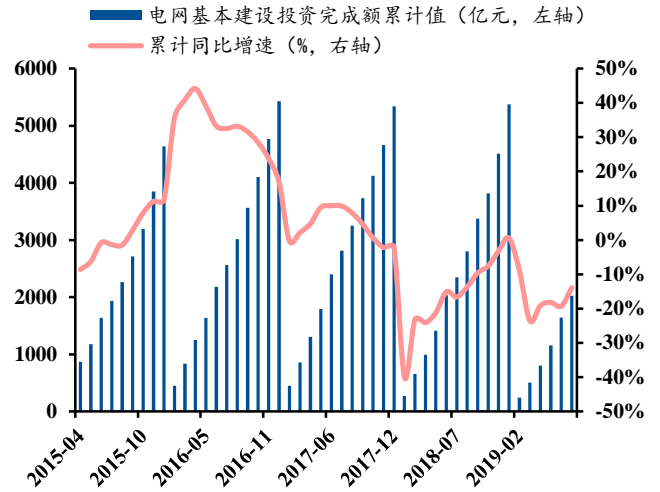
图18: 国内汽车月产量增速下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

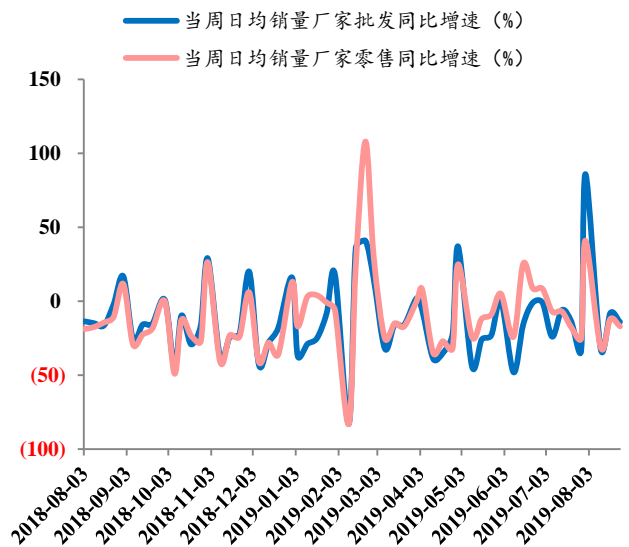
图20: 国内铝材产量增速冲高回落

图17: 中国电网基本建设投资完成额累计值及累计增速



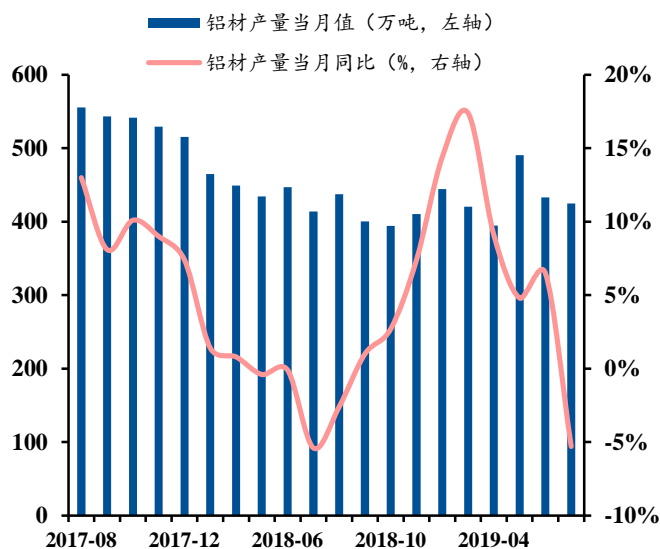
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图19: 国内汽车6月日均销量批发、零售同比数据转好

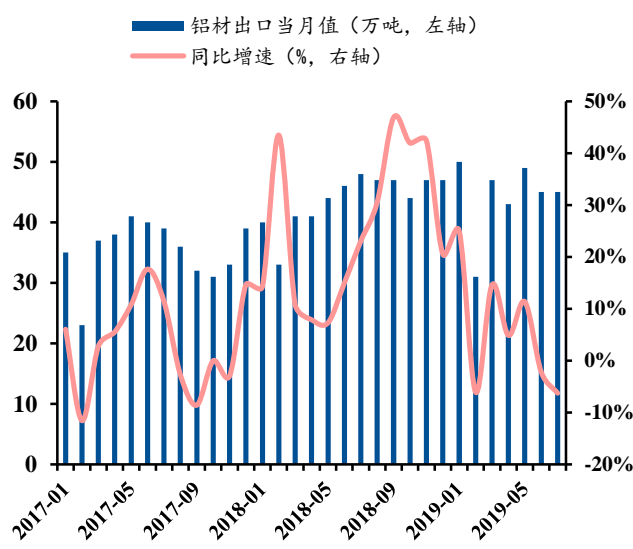


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图21: 2019年国内铝材出口增速回升



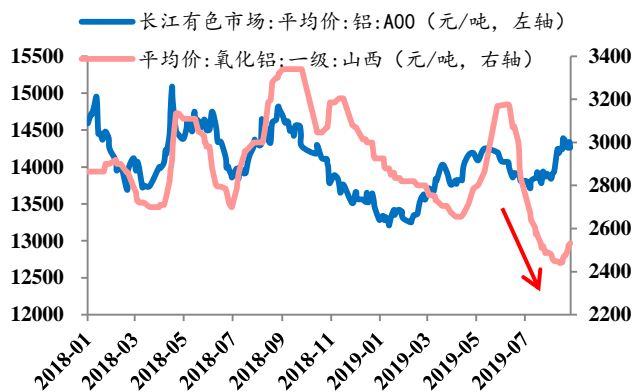
资料来源：Wind，民生证券研究院



资料来源：中国海关，民生证券研究院

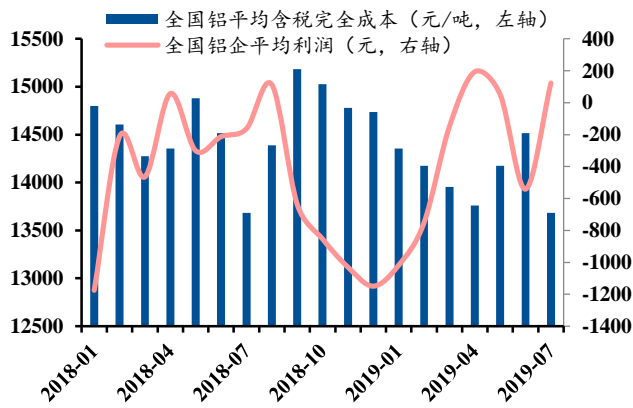
铝企利润获修复。三季度氧化铝价格回落明显（3100 元/吨跌至 2450-2500 元/吨），下游铝企利润端获得修复；7 月电解铝加权平均完全成本在 14000 元以下的产能占比已达 74%（13500 元以下占比 51%，13500-1400 元/吨的占比 23%），参考当前铝价，多数铝企已经开始盈利。

图22: 氧化铝电解铝价差带来利润逐步修复



资料来源：WIND，民生证券研究院

图23: 全国铝企平均利润开始修复



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

总体上，电解铝迎来供需格局改善，成本端压力下行，盈利能力将逐渐修复。建议关注神火股份、中国铝业；加工股建议关注明泰铝业。

(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、铝合金产品为主体的产业链，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。

公司 2019 年上半年实现营收 949.40 亿元，同比增长 15.23%；归母净利润 7.06 亿元，调整后同比下滑 14.1%；归母扣非净利润 1.14 亿元，调整后同比增长 61.9%。考虑公司主营稳定及 2018 年计提 24.72 亿元资产减值损失影响，2019 年业绩将大幅改善。

(2) 明泰铝业

公司通过转型升级已深度切入交通运输用铝、汽车轻量化用铝、新能源用铝等高附加值领域，持续看好公司高附加值产品占比提升带来的盈利能力提高。公司 2019H1 综合毛利率 11.52%，同比提升 1.83 个 pp。毛利率提升源于高附加值产品的产能逐步释放，“年产 12.5 万吨车用铝合金板项目”已于 2018 年投产；“年产 2 万吨交通用铝型材项目”上半年交付 94 节车体，附加值较高，毛利率达 30%。

表9：盈利预测与财务指标

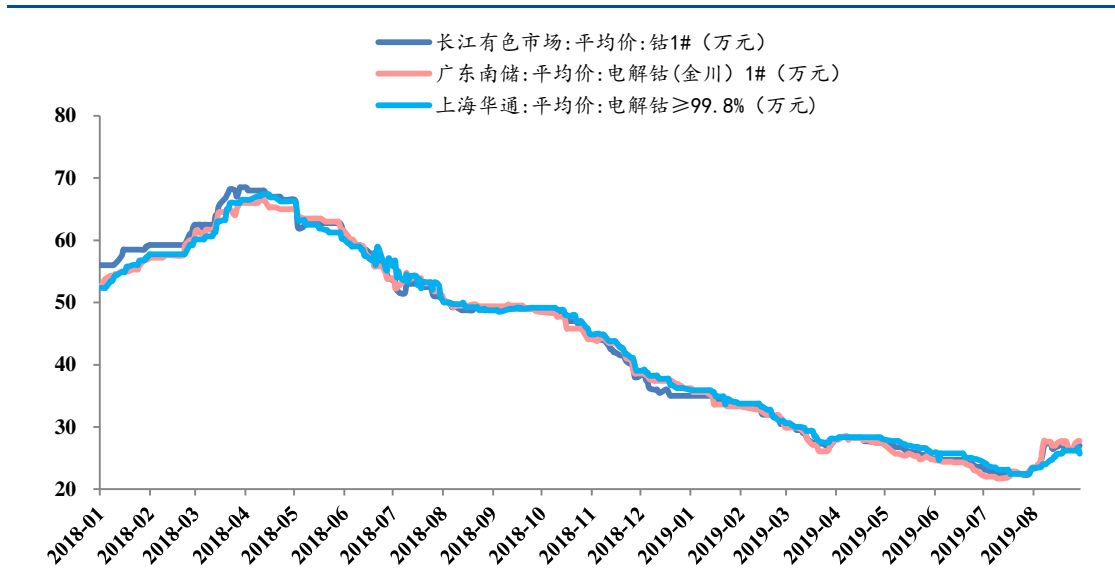
代码	重点公司	现价 9月2日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601600	中国铝业	3.67	0.04	0.11	0.13	84	32	28	推荐
601677	明泰铝业	11.01	0.84	1.10	1.31	11	9	7	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

(二) 钴：供给迎来巨变，供需面有望迎来改善

钴价上半年持续下行，影响相关上市公司业绩。2019 年上半年钴价持续下滑，上半年跌幅超过 32%（自 2018 年高点跌幅超 65%），钴业上市公司华友钴业、寒锐钴业、洛阳钼业业绩同比均出现较大幅度下滑。

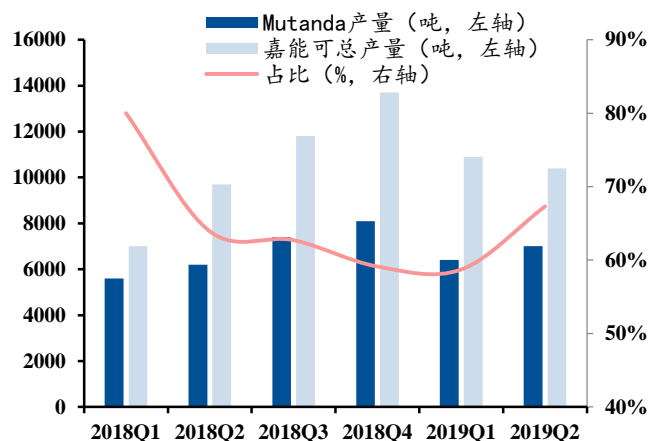
图24：2019H1 钴价持续下行，7月底开始出现反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

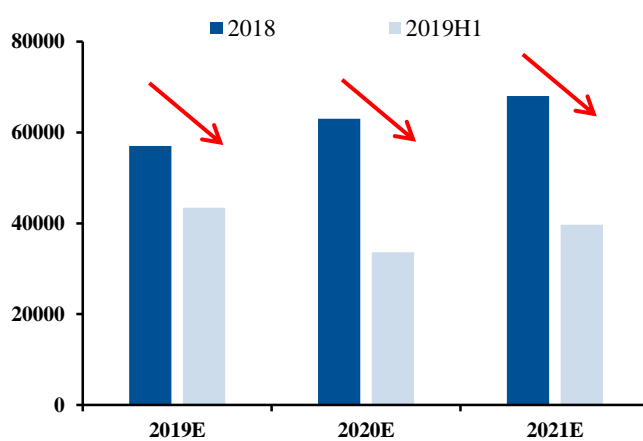
7月底8月初，钴价出现企稳反弹，主要是钴价位置较低，大型矿山接近盈亏平衡线，厂商利润率偏低，底部特征较为明显，降价空间有限。而嘉能可7月底宣布由于经济可行性下降，将于2019年底关闭Mutanda铜钴矿，进一步刺激了市场对未来供给端好转的预期，钴价持续反弹。Mutanda矿山2018年钴产量27300吨（钴金属吨），2019年上半年13400吨（2019Q1产量6400吨，2019Q2产量7000吨），占嘉能可产量比重超60%；约占全球供给的20%。

图25: Mutanda 矿产量季度产量占嘉能可比重较高



资料来源: Wind, 民生证券研究院

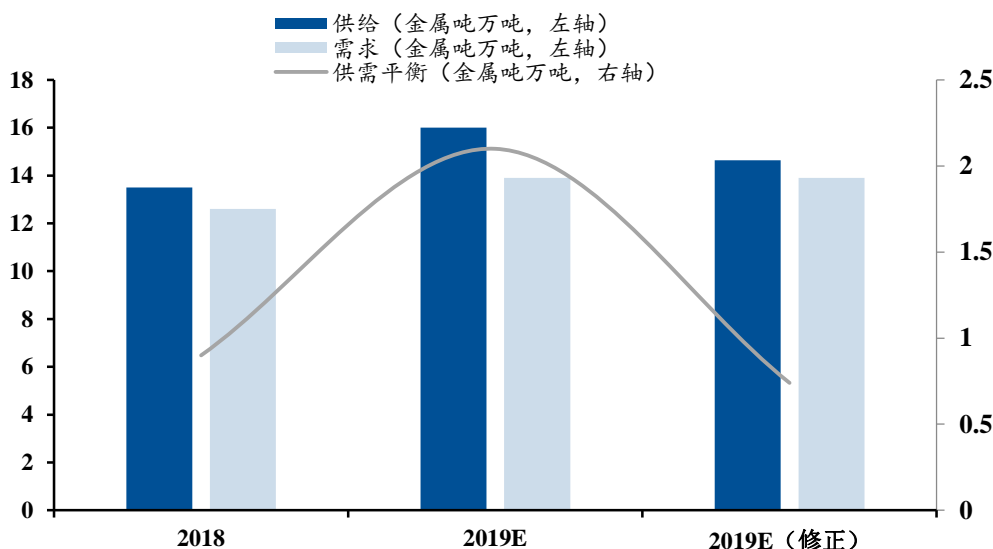
图26: 嘉能可 2019H1 产量指引较 2018 年底下滑明显



资料来源: Wind, 民生证券研究院

仅考虑嘉能可产量的下滑，钴2019年供给过剩的情况也明显改善。需求方面，随着5G换机需求的逐步出现，未来3C端预期开始平稳；动力电池端需求有望稳步增长；高温合金方面需求预计仍保持小幅平稳增长。长期来看，Mutanda的停产将使得行业2020年及以后供大于求局面大幅改观，钴价有望走出底部。建议关注华友钴业、洛阳钼业以及寒锐钴业。

图27: 嘉能可产量不及预期 2019 年供过于求大幅改善



资料来源: 安泰科, 民生证券研究院

(1) 华友钴业

上半年金属钴价格下滑（钴价上半年跌幅 32.57%）影响公司业绩。7 月以来，钴价跌入底部区间，叠加嘉能可二季度 KCC 钴产量不及预期（2.13 万吨，为年初目标的 37.37%）以及拟于 2019 年底关停 Mutanda 矿山进行维护检修的消息使得钴价持续反弹，长江有色钴价自底部至今涨幅已经超 20%。供给方面，钴价下滑将使得刚果手抓矿产量大幅萎缩；同时嘉能可修正 2019 年产能指引（由 5.7 万吨调减至 4.34 万吨），使得 2019 年全年供给缩减。钴价当前仍处于底部区间，Mutanda 若在明年按时停产，2020 年供过于求局面将提前改观，长期有望走出底部。钴价下半年整体偏乐观，预计公司业绩将环比逐步改善。

公司拟以定增方式收购巴莫科技 100% 股权（32 亿元）和华友衢州 15.68% 股权（8.62 亿元）。巴莫科技主要从事锂离子电池材料研制、开发和规模化生产的企业，是宁德时代、比亚迪、力神、三星和 LG 等知名公司锂电和三元材料供应商。公司作为巴莫科技的供应商，收购完成后，协同效应有望释放。未来锂电上下游一体化带来的业务协同效应和成本端的改善仍值得期待。

(2) 洛阳钼业

公司铜、钴、钼、钨、铌等品种产品的全球生产商。铜金属产量超 20 万吨，钴金属产量 1.87 万吨。2019 年上半年营业收入 99.79 亿元，同比下滑 29%；归母净利润 8.08 亿元，同比下滑 74%；扣非后净利润 6.98 亿元，同比下滑 78%。主要产品钴、铜、钨价格均出现不同程度下行。钴方面，铜钴矿 TFM 上半年的钴产量为 8614 吨，销量 6807 吨，同比下滑 31%，叠加钴价下行，钴板块业绩下降明显。下半年随着钴价的反弹，业绩有望获得边际改善。

表10：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 9月2日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601600	华友钴业	25.40	1.84	0.57	1.09	13	43	23	推荐
603993*	洛阳钼业	3.63	0.21	0.14	0.16	18	25	22	-

资料来源：公司公告、民生证券研究院（标星号数据使用万得一致预期）

(三) 持续看好贵金属长期配置价值

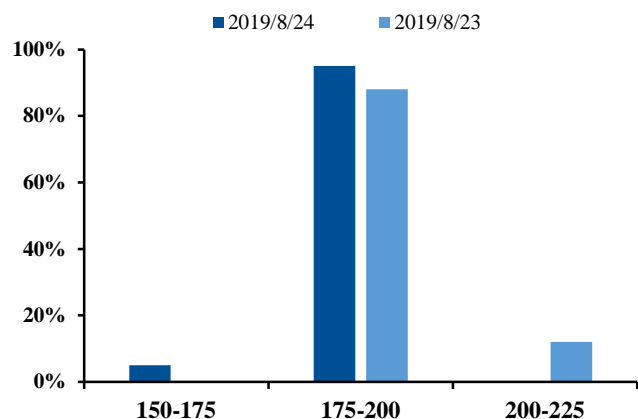
1、降息周期确认+配置需求提升，看好黄金长期配置价值

美国经济回落，确认进入降息周期。8 月美国 Markit 制造业 PMI 初值 49.9，为近 10 年来首次跌破 50 荣枯线（预期 50.5），Markit 服务业 PMI 初值 50.9（预期 52.9），预计三季度美国经济增长将持续放缓。8 月底鲍威尔在央行年会讲话中称美联储将采取适当政策维持经济扩张，贸易政策的不确定性在对全球经济增长预期、美国制造业及企业投资造成负面影响。鲍威尔发言风格整体偏鸽，市场对美国降息的预期在鲍威尔讲话后明显增加，9 月降息 50bp 的概率开始由 0 升至 5%，降息 25bp 的概率由 88% 升至 95%，不降息概率由 12% 下降至 0%。

配置价值凸显。从配置角度来看，全球负利率债券规模不断扩大，德国、日本、瑞典、芬兰、荷兰等国国债长期收益率均为负，进一步提升了黄金的配置价值。而近期中美贸易摩擦

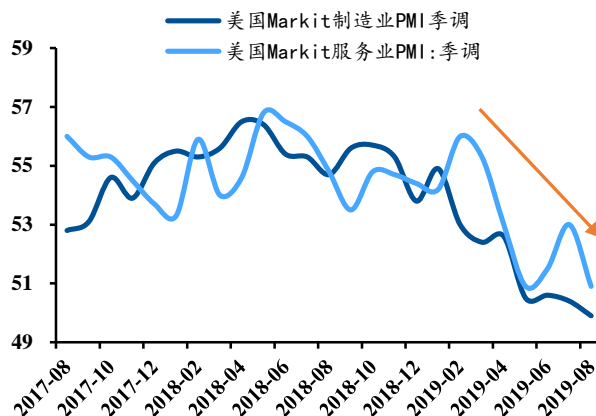
进一步升级，市场避险情绪再度走高；预计全球贸易紧张局势短期不会发生较大变化，黄金作为优质避险资产将会被资金持续增持。我们持续看好黄金的配置价值，在全球降息的大周期背景下，维持黄金长期上行的观点不变。建议关注山东黄金、紫金矿业、中金黄金、银泰资源。

图28: 鲍威尔讲话前后 9 月降息概率预期对比



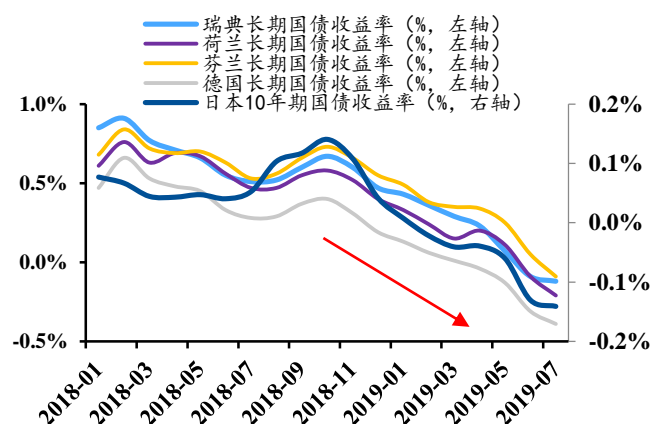
资料来源: CME, 民生证券研究院

图29: 美国制造业 PMI 和服务业 PMI 进入下行通道



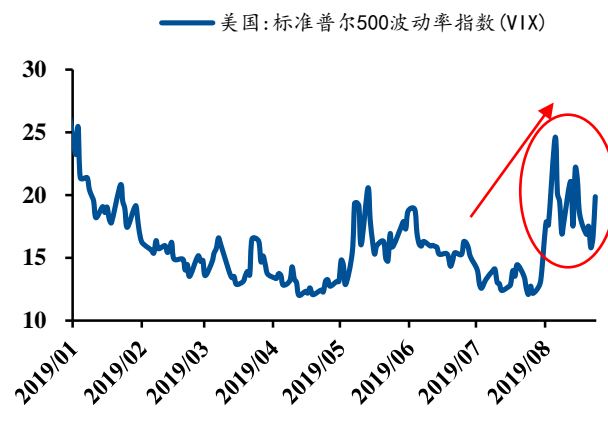
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图30: 国债长期收益率为负的国家逐渐增多



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图31: VIX 指数近期中枢大幅上移



资料来源: Wind, 民生证券研究院

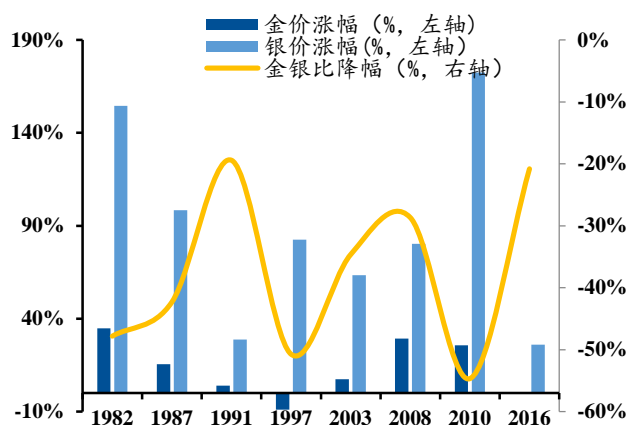
2、看好白银上涨弹性，金银比回归或将触发

金银比大幅回归条件或将触发。截至 8 月 30 日，金银比已由 7 月的高点 92 回落至 83。从 80 年代至今的金银比大幅修复的数据来看，金银比的回归均以银价大幅上涨结束。同时，我们发现金银比在回归均值的过程中均伴有白银库存的下降，即工业属性的回归。2018 年以来，白银供给开始下滑，实物需求上升，供需缺口出现（29 万吨）；2019H1 主要产银国产量均出现了不同程度下滑，其中墨西哥下滑 4%（1-5 月）、秘鲁下滑 10%、智利下滑 7%，供给端的收缩将带来库存下滑，金银比大幅回落或将开启，看好后市白银上涨弹性。

资金做多意愿依然强烈。全球最大的白银 ETF SLV 持续增仓白银，较 6 月初大涨 24%；同时，资金短期做多白银意愿强烈。COMEX 白银非商业多头持仓 6 月以来涨幅超 40%，非商业空头持仓下滑 54%，资金看多意愿依然强烈。

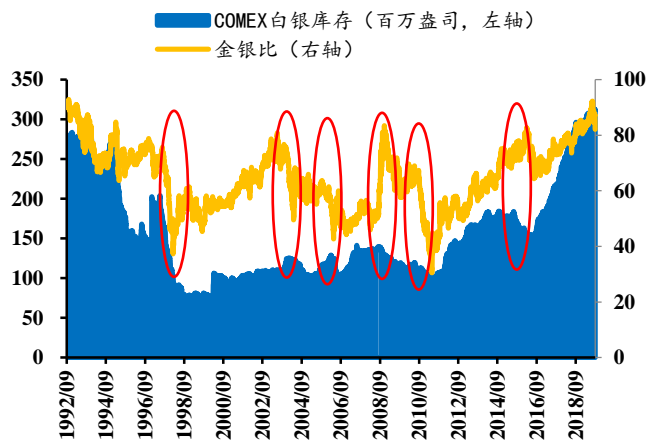
在全球进入宽松周期的背景下，叠加对避险和配置需求，持续看好贵金属配置需求，维持贵金属长期上行的观点不变。后续看好金银比修复，白银价格加速上行，白银标的建议关注盛达矿业、银泰资源等。

图32: 历次金银比回归均以银价大幅上涨结束



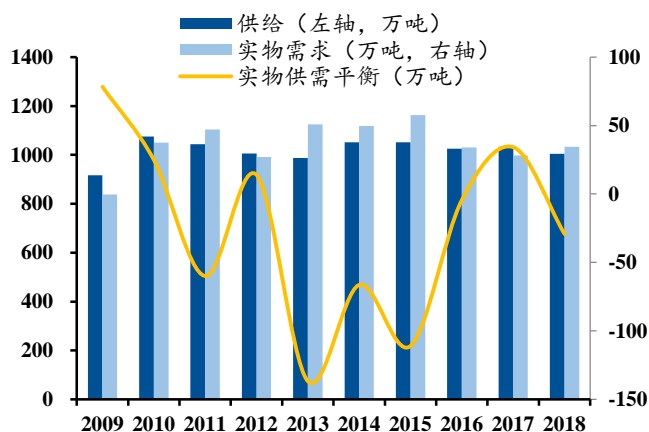
资料来源: CME, 民生证券研究院

图33: 金银比大幅回落均伴随库存的明显下滑



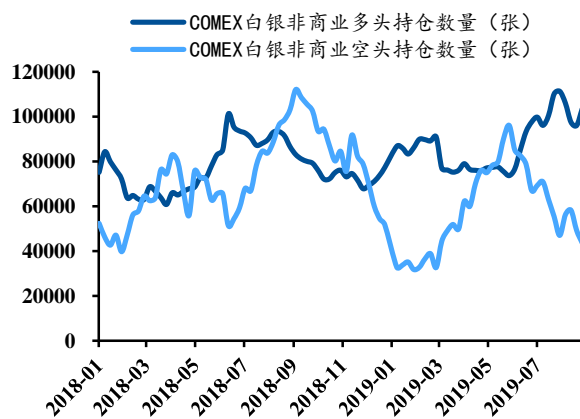
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图34: 白银实物缺口开始出现



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图35: 投机资金看多意愿依然强烈



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3、关注标的

(1) 山东黄金

公司目前黄金产量稳居国内第一，2019 年上半年，公司矿产金产量达到 20.51 吨，2019 年公司黄金产量或将超过产量指引的 37.87 吨。全年均价有望维持在 310-320 元/g，同比提升 40 元/g 以上，金价全年均价上行将逐步体现在下半年的业绩中。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) 银泰资源

2019H1 合质金收入 9.31 亿元 (+67%)；收入占比 36.81%，毛利占比已达 75.88%。主要是金价上行和高品位金矿放量，上半年金销量 3.27 吨（2018 年全年 4.95t），其中黑河银泰 1.76t、吉林板庙子 1.11t，青海大柴旦 4 月 26 日开始复产，贡献 0.4t 销量。考虑大柴旦复产影响，全年黄金产量有望突破 7 吨，黄金业务放量明显，看好黄金板块量价齐升。

(3) 紫金矿业

公司矿产资源规模国内领先，现已进入产能释放周期，多宝山二期（6 万吨矿产铜）和科卢韦齐二期（4 万吨矿产铜）项目进入放量阶段，预计 2019 年可带来约 10 万吨铜的增量；波尔矿有望带来年产铜 12 万吨、黄金 1.45 吨、银 10.6 吨、冶炼厂阴极铜约 15 万吨的增量；Bisha 预计将带来年产 1.7 万吨铜及 12.7 万吨锌的增量。同时 Kamoā 矿一期具备较强的经济性，达产后带来年产 30 万吨铜的增量。此外诺顿金田的难选冶金矿和低品位矿开发等工程有序推进，有望持续增厚业绩。

(4) 盛达矿业

金山矿业放量主要在下半年。公司 2018 年完成对金山矿业收购，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。金山矿业全年开工约 180 天，4-5 月份才开始生产；同时，银锭和金锭需要经过冶炼的工序；上半年的销售主要来自于库存销售，当年生产和销售主要体现在下半年。

收购德运矿业，资源储量进一步提升。公司 2019 年 7 月以 1.09 亿元收购德运矿业 44% 股权，并将继续收购 7%-10% 的股权，实现绝对控股。德运矿业持有的巴彦包勒格区银多金属矿探矿权银资源储量丰富且品位高，银矿体的银平均品位 189.0 g/t，共生元素铅平均品位 1.88g/t、锌平均品位 2.10 g/t；锌矿体平均品位 2.75g/t，伴生银平均品位 35.0g/t、铅平均品位 0.37g/t；白银储量增加约 1353 吨。目前正在开展探转采相关工作。

表11：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 9月2日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547	山东黄金	39.54	0.45	0.82	0.93	90	49	43	推荐
000975	银泰资源	16.50	0.33	0.53	0.64	45	29	24	推荐
601899	紫金矿业	3.62	0.18	0.21	0.27	21	17	14	推荐
000603	盛达矿业	16.88	0.6	0.65	0.71	23	21	19	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 8 月 31 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 11 名 (指数收盘价截止至 2019 年 8 月 31 日)	5
图 3: 营业收入增速同比企稳.....	6
图 4: 营业收入环比大幅反弹.....	6
图 5: 受成本拖累板块归母净利同比大幅下降.....	6
图 6: 非经常性损益带动归母净利环比回升.....	6
图 7: H1 有色行业经营活动净现金流入累计同比增加 23.26%.....	7
图 8: H1 有色行业经营活动净现金流入单季度增加 300.75%.....	7
图 9: H1 有色行业投资活动净现金净额同比增速为 60.31%.....	8
图 10: H1 有色行业投资活动净流出环比增加 54.13%.....	8
图 11: 2019H1 有色行业资产负债率整体约为 57.12%.....	8
图 12: 2019 年 Q2 各二级行业资产负债率小幅上涨.....	8
图 13: 电解铝新增产能情况 (截至 2019.8.31)	13
图 14: 电解铝产能减产及复产情况 (截至 2019.8.31)	13
图 15: 国内铝价与国内电解铝社会库存.....	14
图 16: 房地产、施工、新开工、竣工面积累计增速.....	15
图 17: 中国电网基本建设投资完成额累计值及累计增速.....	15
图 18: 国内汽车月产量增速下滑.....	15
图 19: 国内汽车 6 月日均销量批发、零售同比数据转好.....	15
图 20: 国内铝材产量增速冲高回落.....	15
图 21: 2019 年国内铝材出口增速回升.....	15
图 22: 氧化铝电解铝价差带来利润逐步修复.....	16
图 23: 全国铝企平均利润开始修复.....	16
图 24: 2019H1 钴价持续下行, 7 月底开始出现反弹.....	17
图 25: Mutanda 矿产量季度产量占嘉能可比重较高.....	18
图 26: 嘉能可 2019H1 产量指引较 2018 年底下滑明显.....	18
图 27: 嘉能可产量不及预期 2019 年供过于求大幅改善.....	18
图 28: 鲍威尔讲话前后 9 月降息概率预期对比.....	20
图 29: 美国制造业 PMI 和服务业 PMI 进入下行通道.....	20
图 30: 国债长期收益率为负的国家逐渐增多.....	20
图 31: VIX 指数近期中枢大幅上移.....	20
图 32: 历次金银比回归均以银价大幅上涨结束.....	21
图 33: 金银比大幅回落均伴随库存的明显下滑.....	21
图 34: 白银实物缺口开始出现.....	21
图 35: 投机资金看多意愿依然强烈.....	21

表格目录

表 1: 工业金属净利润单季度环比增长 22.46%.....	7
表 2: 板块主要上市公司业绩指标.....	9
表 3: 板块主要上市公司业绩指标.....	9
表 4: 板块主要上市公司业绩指标.....	10
表 5: 铅锌锡板块主要上市公司业绩指标.....	10
表 6: 钴锂板块主要上市公司业绩指标.....	10
表 7: 稀土永磁板块主要上市公司业绩指标.....	11

表 8: 其他小金属板块主要上市公司业绩指标.....	12
表 9: 盈利预测与财务指标.....	17
表 10: 盈利预测与财务指标.....	19
表 11: 盈利预测与财务指标.....	22

分析师与研究助理简介

方驭涛，执业证号S0100519070001，民生证券有色金属行业分析师，3年行研经验，曾就职于华安证券研究所，2019年加入民生证券。

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。