

有色金属

行业研究/动态报告

Q3 利润/持仓环比下滑，关注边际改善品种

—有色行业 2019 年三季度报总结

动态研究报告/有色金属

2019 年 11 月 04 日

报告摘要：

● 业绩：Q3 营收稳步增长，利润下降，现金流增速放缓，资产负债率提升

2019Q3 行业营收同比增长 11.92%，扣非归母净利润同比减少 38.84%；贵金属、工业金属利润环比大增，稀有金属利润大幅下跌。2019 年 Q3 有色行业经营活动净现金流入同比增加 4.02%，环比 Q2 减少 29.47%；行业资本开支同比仍处于扩张阶段，2019 年 Q3 行业整体资产负债率升至 57.61%（2019Q2 为 57.12%）。

● 配置：行业持仓整体下降，增持钴减持黄金

从基金三季报持仓来看，三季度基金整体对有色行业进行了减仓，2019Q3 有色行业重仓股市值占基金投资市值的 0.65%，环比下降 0.08 个百分点。细分来看，黄金板块持仓环比明显下降，铜、铅锌、锂板块均有不同程度下降；钴板块增仓明显，铝、稀土小金属板块小幅增仓。钴和贵金属板块仍是主要持仓板块。个股方面，寒锐钴业（+15%）、华友钴业（+4.46%）、东阳光（+1.47%）、盛达资源（+0.81%）、合盛硅业（+0.45%）等持股占流通股比重均有明显提升。

● 基本金属：建议关注边际改善的铜板块

中国 10 月官方 PMI49.3，环比回落 0.5，经济仍未出现企稳迹象，短期基本金属价格将持续震荡。中期来看，年底前电网、地产竣工有望逐步改善，需求端仍有支撑，金属价格有望震荡向上。长期来看，全球进入宽松周期，国内在降准和大基建不断落实等逆周期调节政策的出台背景下，需求有望逐步企稳，金属价格长期有望震荡上行。铜铝供需格局有望边际改善，Q4 建议关注铜板块。铜矿供应持续小幅紧缺，将逐步传导至精炼铜；Q4 电网、基建等有望好转，铜价有支撑。标的方面建议关注云南铜业、江西铜业、紫金矿业。

● 贵金属：短期震荡运行，长期看好贵金属机会

10 月美联储如期降息 25bp，10 月非农就业 12.8 万人远超预期 8.5 万人，但 ISM 制造业 PMI48.3，不及预期 49，制造业持续回落，金价探底回升。美联储会后发言整体偏鹰，或将观察货币政策效果，12 月降息概率降低，但美国政治风险将支撑金价，Q4 黄金维持震荡。长期来看，美国乃至全球进入降息周期，负利率债券规模不断扩大提升黄金配置价值，维持贵金属长期上行判断。标的方面建议关注山东黄金、盛达资源、银泰黄金。

● 小金属：钴供给变化显著，Q4 关注硅、钛等涨价品种

硅价处于底部区间，Q4 供给将季节性收缩，叠加下游需求边际改善，关注合盛硅业；钛精矿持续短缺，建议关注宝钛股份。同时，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；全球电动车需求有望稳步增长。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。

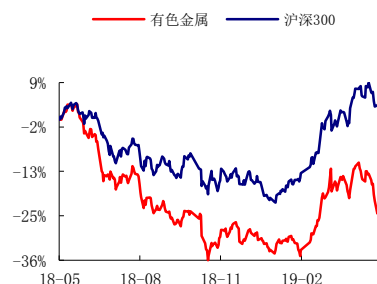
风险提示：

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

相关研究

1. 大类资产配置周报 20191104
2. 民生有色周报 20191104：板块运行偏弱，关注边际改善品种

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 11月1日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547	山东黄金	32.23	0.45	0.62	0.97	90	66	42	推荐
000975	合盛硅业*	28.04	4.19	1.65	2.36	10	17	11	推荐
601899	紫金矿业	3.62	0.18	0.20	0.22	21	18	16	推荐
000603	盛达资源	16.88	0.6	0.63	0.71	23	22	20	推荐
603799	华友钴业	24.6	1.84	0.16	0.69	13	151	36	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）

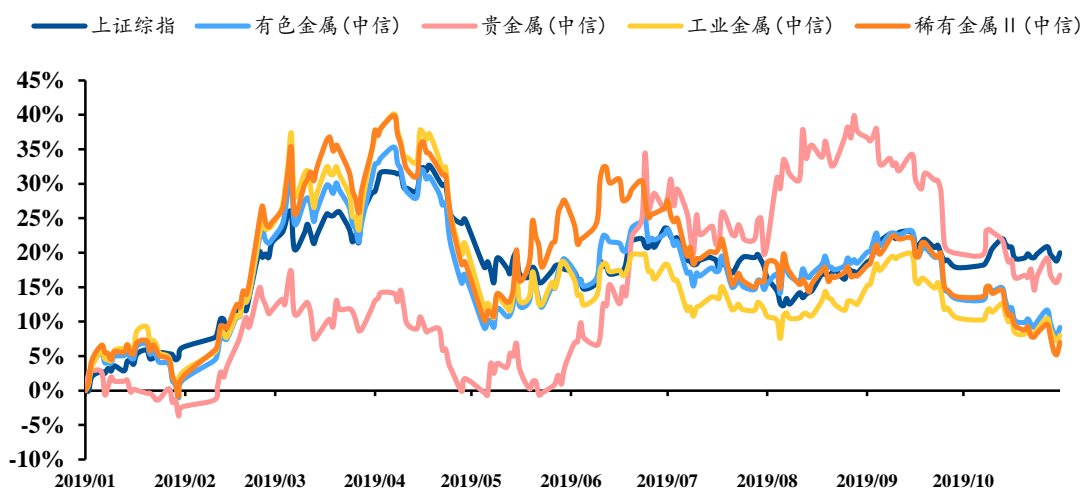
目录

一、行情回顾：Q3 整体走势偏弱，贵金属表现亮眼	4
二、三季报行业业绩概览：Q3 营收增加，利润下降	5
(一) Q3 行业利润下滑，内部结构分化	5
(二) 经营现金流增速放缓，资本开支续增，负债率小幅上升	6
(三) 子板块主要公司业绩情况	7
1、贵金属	7
2、铜	8
3、铝	8
4、铅锌锡	9
5、钴锂	9
6、稀土永磁	10
7、其他小金属	10
三、基金持仓：板块持仓整体下降，减持黄金增持钴	12
四、投资策略：Q4 整体平淡，建议关注边际改善品种	13
五、风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

一、行情回顾：Q3 整体走势偏弱，贵金属表现亮眼

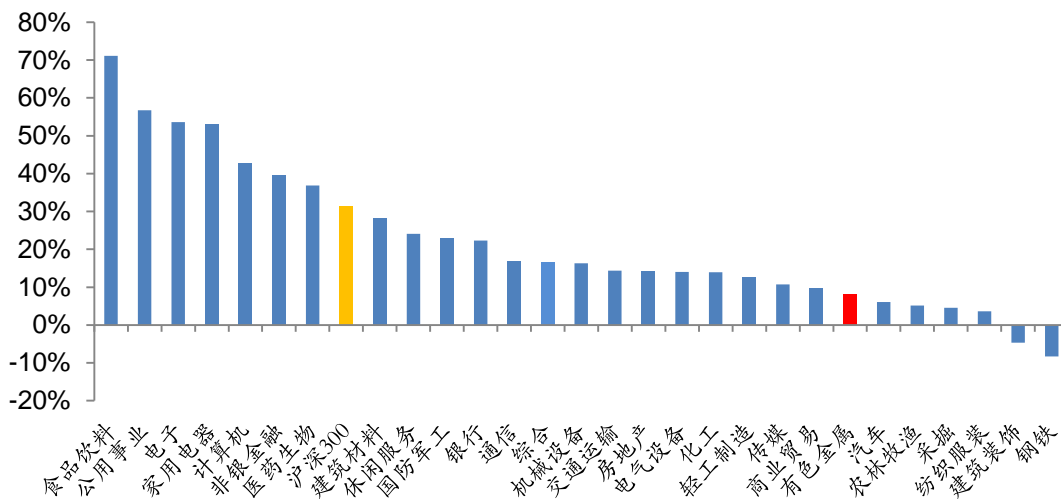
截止至 2019 年 10 月 31 日，上证综指收于 2958.20 点，年初至今涨 18.62%；沪深 300 上转给你 31.28%；有色金属指数年初至今上涨 8.14%，跑输沪深 300 约 23.14 个百分点，在 29 个行业中排名第 22 名。由于全球经济增速放缓，多国 PMI 数据降至荣枯线以下，叠加贸易摩擦反复，下游需求未见起色，基本金属板块表现不佳。稀有金属板块二季度因战略金属及中美贸易概念的影响，二季度走出独立行情，三季度有所回落；同时钴锂板块因价格持续下行，整体走势较弱（钴板块三季度因价格反弹而表现不俗）。贵金属板块因美国经济下行风险增加、美国等多国央行加入降息阵营及英国脱欧等风险因素的存在，Q3 黄金白银价格明显上行，贵金属板块表现明显强于其他板块。

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 10 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 22 名（指数收盘价截止至 2019 年 10 月 31 日）



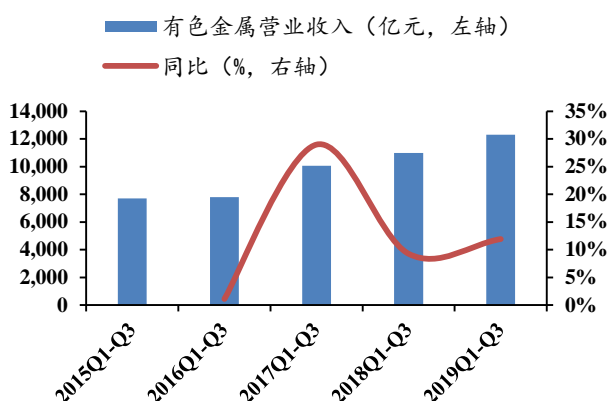
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、三季度报行业业绩概览：Q3 营收增加，利润下降

(一) Q3 行业利润下滑，内部业绩分化

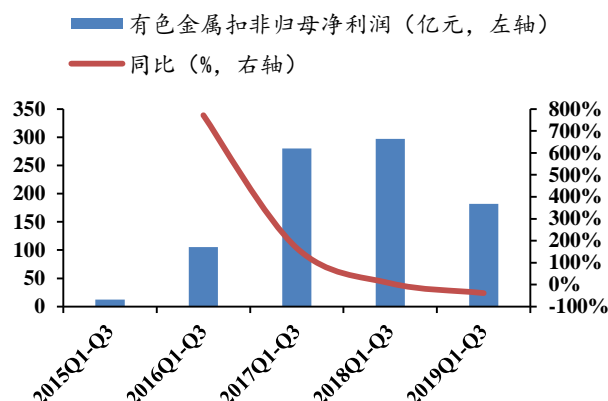
三季度营收稳步增长，利润下滑。有色金属板块（中信一级）2019Q3 营业收入同比增长 11.92%；2019Q3 归母净利润同比减少 38.84%，环比小幅下跌 10%。主要是受到成本上升及费用上涨的影响。2019Q3 毛利率由 2019Q2 的 9.42% 下降到 8.50%，净利率由 2019Q2 的 2.53% 下降到 2.16%。

图3：前三季度营业收入增速同比企稳回升



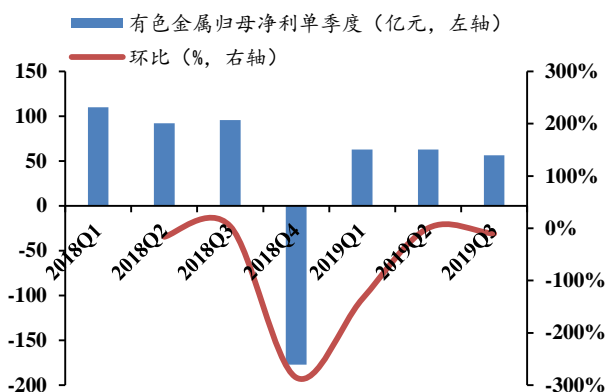
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：前三季度扣非归母净利润同比下跌



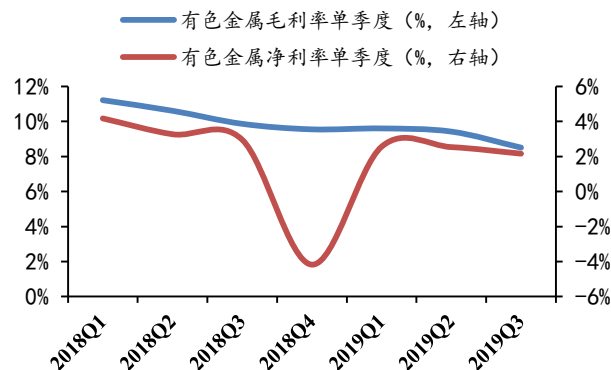
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：Q3 单季归母净利环比小幅下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：Q3 单季度毛利率、净利率小幅下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

贵金属、工业金属利润环比大增，稀有金属利润大幅下跌。贵金属 2019Q3 扣非归母净利润环比增长 35%，主要是 Q3 单季度黄金白银价格有较大幅度提升；工业金属方面，金属价格如铝、铅环比继续改善，扣非归母净利润明显修复；稀有金属净利润同比环比均减少，单季度环比减少 82%，主要是钴锂价格同比跌幅较大；工业金属 2019Q3 净利润同比减少 24%，但是单季度环比增加 40%。

表1: 工业金属、贵金属 Q3 单季度利润环比明显回升

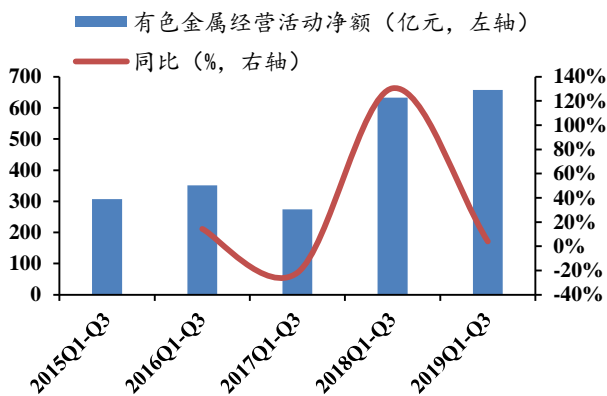
中信二级板块	2019Q 扣非归母净利 (亿元)	2018Q3 扣非归母净利 (亿元)	2019Q3 扣非归母净利单季 (亿元)	2019Q2 扣非归母净利单季 (亿元)	2019Q3 扣非归母净利同比 (%)	2019Q3 扣非归母净利环比 (%)
贵金属	40.36	46.37	16.04	11.91	-13%	35%
工业金属	94.91	125.63	35.71	25.44	-24%	40%
稀有金属 II	46.57	125.35	4.59	25.24	-63%	-82%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 经营现金流增速放缓, 资本开支续增, 负债率小幅上升

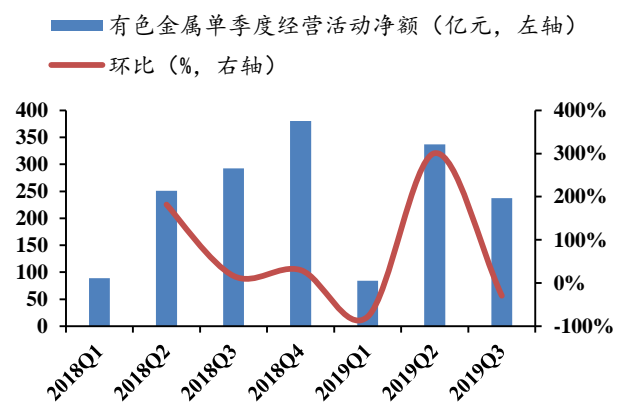
2019 年 Q3 有色行业经营活动净现金流入同比增加 4.02%，环比 Q2 减少 29.47%。上市公司自 2017 年供给侧改革、环保检查等因素驱动，现金流整体企稳，但 2019Q3 因下游需求呈现旺季不旺的特征，Q3 有色板块的经营性现金流增速有所回落。

图7: Q3 有色行业经营活动净现金流入同比增加 4.02%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

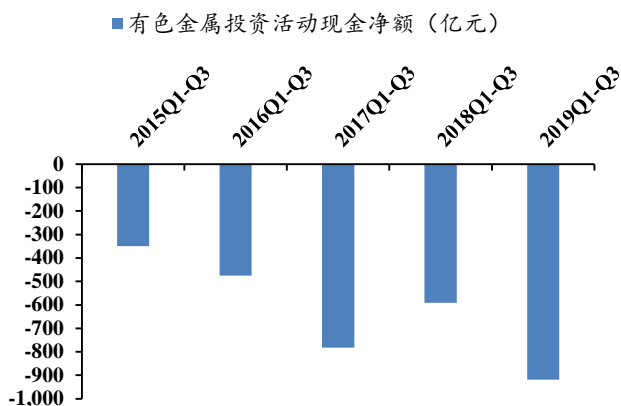
图8: Q3 有色行业经营活动净现金流入单季度下降 29.47%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

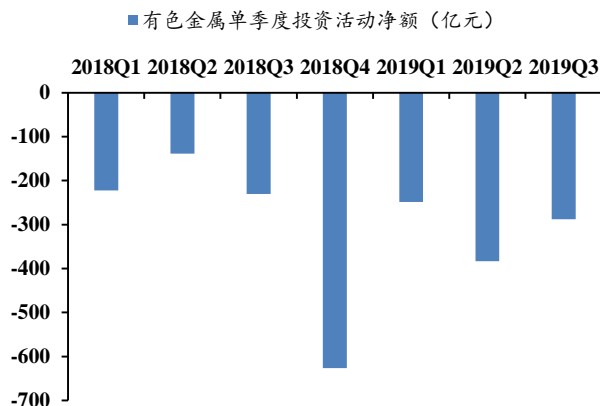
有色行业资本开支同比仍处于扩张阶段。上市公司 2015-2019H1 的资本开支处在持续扩张阶段（2018 年有所下滑），在产能过剩的大背景下，资本开支增速有所下降，但绝对值仍有增加；有色行业 2019Q3 投资活动净现金流出净额-919 亿元，资本开支单季度环比有所减少。

图9: Q3 有色行业投资活动净现金净额同比增速为 55.33%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

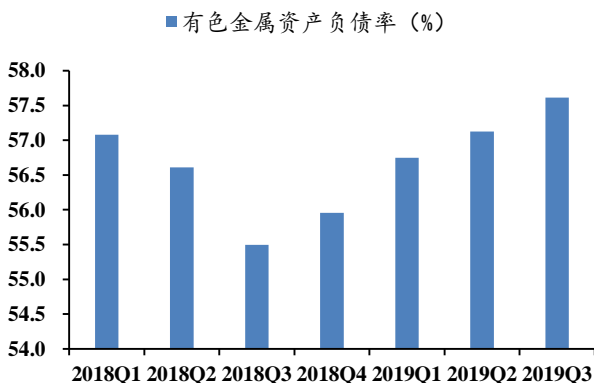
图10: Q3 有色行业投资活动净流出环比减少 24.88%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

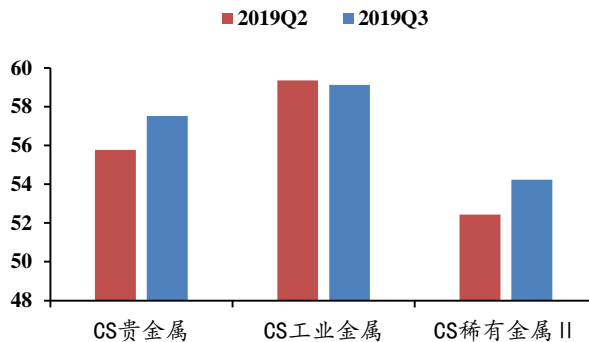
有色行业上市公司资产负债率小幅上涨, 2019 年 Q3 整体资产负债率约为 57.61% (2019Q2 为 57.12%)。在板块二级分类中, 工业金属资产负债率水平最高, 约为 59.12%。但是在国内行业集中度水平偏低的情况下, 后续兼并重组仍然具有必要性, 海外并购亦或成为企业的重要考量。

图11: 2019Q3 有色行业资产负债率整体约为 57.61%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图12: 2019 年 Q3 各二级行业资产负债率



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

金银价格于二季度末开始上扬, 三季度国内金价 337 元/g, 环比提升 15% (44.5 元/g), 相关上市公司扣非归母净利润均同比提升。山东黄金因外购金业务大增拖累毛利率、盛达资源存在贸易业务影响小幅拖累, 全年贵金属板块的业绩提升仍有保障。

表2: 板块主要上市公司业绩指标

公司	三季报数据 (百万元)		营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		毛利率 (%)	
	2019Q3 营业收入	2019Q3 归母扣非净利润	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3
	山东黄金	64,828.77	934.02	37.70	-3.23	13.73	-14.60	6.43
中金黄金	26,687.02	177.39	6.67	-1.14	3.25	-57.15	11.00	9.63
银泰黄金	3,875.70	652.16	5.43	156.80	42.86	106.10	31.5	27.75
盛达资源	1,957.25	253.29	1.46	95.13	10.73	56.99	29.82	30.52

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; 而下游中国冶炼端产能仍在扩张, 导致精炼铜产量并未降低, TC 的不断下跌亦可侧面验证。2019Q3 铜均价 46826.85 元/吨, 同比下降 4.5%, 环比 Q2 下跌 2%; 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。TC 短期有所企稳回升, 预计 Q4 冶炼企业业绩有望好转。

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 (%)	
	2019Q3 营业收入	2019Q3 归母扣非净利润	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3
	紫金矿业	101,627.33	2,753.44	33.42	22.90	-14.67	98.61	11.34
铜陵有色	69,774.84	618.58	13.74	1.16	-5.61	72.32	4.31	5.53
江西铜业	171,239.93	2,218.82	5.32	4.66	48.70	-21.88	3.90	3.41
云南铜业	44,419.47	545.06	42.57	-31.48	35.95	300.61	6.99	6.36
海亮股份	31,998.74	687.25	0.03	52.42	9.18	41.14	6.55	5.54
精艺股份	3,949.17	37.74	-10.46	13.26	-10.16	-14.80	3.43	3.90
楚江新材	11,722.93	234.53	20.28	24.29	30.45	-4.13	7.79	7.52

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

3、铝

Q3 铝行业因山东、新疆均出现事故性停产, 供给端出现扰动, Q3 铝均价 14062 元/吨, 环比小幅抬升; 同时, 氧化铝端 5 月供给扰动结束, 三季度整体供过于求, 价格出现下滑, 电解铝企业利润均出现明显修复。电解铝企业神火股份和西南铝企净利润均同比大增; 中国铝业因受氧化铝价格拖累, 业绩继续下滑。加工股方面, 明泰铝业迎来量价齐升, 同时高端产品逐步放量, 毛利率提升显著; 南山铝业毛利率出现小幅下滑。

表4: 板块主要上市公司业绩指标

公司	三季报数据		单季营收增速		单季归母扣非净利润增速		单季毛利率	
	2019Q3 营业收入 (亿元)	2019Q3 归母扣非净利润 (亿元)	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3
中国铝业	145,708.61	92.56	15.91	-10.25	-87.18	-40.12	7.34	8.46
西南铝企	17,939.30	185.03	12.80	-3.06	100.47	-77.45	11.59	11.23
神火股份	13,414.55	-291.37	-8.44	0.50	35.31	-155.93	16.60	14.28
南山铝业	16,327.11	1,114.74	9.00	25.04	-18.30	5.72	18.11	20.65
明泰铝业	10,467.84	461.68	6.60	32.73	46.27	6.25	11.98	9.18

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年锌精矿整体供大于求,锌价持续下行,Q3锌均价19024元/吨,同比下滑10%,环比下跌9.76%;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,锌的冶炼加工费用仍维持在高位,冶炼厂锌业股份、株冶集团毛利率均有改善。锌冶炼产能整体偏紧,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月又是铅主要下游蓄电池的消费旺季,铅价三季度修复明显。

锡:Q3锡价14.6万元,同比环比均下跌7%,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、锡价的下跌拖累所致。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	
	2019Q3 营业收入	2019Q3 归母扣非净利润	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3
中金岭南	17,341.15	540.28	2.18	14.73	-26.36	-13.12	8.27	11.47
锌业股份	5,749.94	112.80	-3.12	23.74	627.18	-87.60	7.78	5.77
驰宏锌锗	13,448.67	760.50	-13.81	11.10	-11.92	3.02	16.28	17.77
豫光金铅	13,265.43	49.33	-2.90	11.95	59.32	-75.52	4.53	3.91
株冶集团	6,937.25	-56.27	-22.64	-11.22	91.31	-893.62	4.10	-2.61
锡业股份	34,038.65	576.91	8.67	13.57	-15.82	28.84	7.88	8.25

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

5、钴锂

钴:Q3钴价出现反弹,长江有色钴均价26.46万元/吨,环比上涨2%;但钴价同比跌幅仍较大,华友钴业、寒锐钴业、洛阳钼业毛利率均同比大幅下跌;嘉能可计划将于2019年年底关停Mutanda矿山,钴供给有望在明年初出现收缩,供过于求局面有望改善,Q3钴价出现反弹;预计后期钴价中枢有望继续抬升。

锂：由于供过于求的过剩情况持续，锂价仍持续下行，相关企业的盈利能力均出现比较明显的下滑，天齐锂业、赣锋锂业的毛利率都出现大幅下滑。锂已经接近成本线位置，继续下行空间有限；同时，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，业绩底部基本确认，明年业绩有望边际改善。

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	
	2019Q3 营业收入	2019Q3 归母扣非净利润	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3
华友钴业	14,022.72	43.60	39.20	63.91	-97.65	68.56	10.98	34.45
洛阳钼业	32,705.97	869.59	68.74	10.92	-80.23	110.52	8.55	38.08
寒锐钴业	1,243.48	-44.02	-42.41	126.54	-106.30	125.33	7.93	53.74
赣锋锂业	4,210.50	583.88	17.17	26.44	-40.17	20.91	23.90	38.46
天齐锂业	3,797.14	15.50	-20.21	20.17	-99.06	5.26	58.56	70.12

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，稀土价格上涨明显。Q3 氧化镨钕均价 30.58 万元/吨，环比 Q2 上涨 3%；氧化镝均价 19.10 万元/吨，环比上涨 12%。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小幅下滑。

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	
	2019Q3 营业收入	2019Q3 归母扣非净利润	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3
五矿稀土	1,293.92	60.43	119.33	-2.78	-24.46	278.04	8.66	21.99
北方稀土	14,084.53	395.67	51.18	31.34	29.00	-8.20	10.58	14.38
广晟有色	2,865.60	3.26	80.15	-60.39	101.70	-445.43	5.22	4.03
盛和资源	5,426.54	247.95	2.07	33.79	-26.23	-16.03	13.72	14.50
中科三环	2,951.82	137.30	-1.87	8.48	-21.19	-7.62	18.56	20.50
正海磁材	1,258.96	80.34	8.00	56.16	12.30	28,116.58	19.67	19.45
宁波韵升	1,346.96	24.34	-12.35	13.28	-37.38	-84.04	17.96	18.51

资料来源：公司公告、民生证券研究院

7、其他小金属

钼：45%钼精矿 Q3 均价 1935 元/吨，环比上涨 9.29%；二季度以来除内蒙古以外，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，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。10 月因下游需求不及预期，订单减少，钼精矿出现下跌。

钛：四氯化钛因受环保检查、原材料价格上行，海绵钛出现供不应求，2019 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；预计年底前价格仍有望保持平稳。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：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。上半年原镁供需整体偏紧，Q3 因终端汽车产销低迷，以及下游加工企业开工受限，镁价出现下跌，Q4 天气转凉，产量预计平稳增长，需求难有大幅改善，预计年底前仍将底部震荡。

钨：7-8 月行情低迷，钨价持续阴跌，9 月 APT 库存落定后，65 黑钨精矿迅速反弹至 9 万元/吨以上，涨幅超 25%；APT 反弹至 14.2 万元/吨上方，涨幅超 27%；但实际采购有限，对钨企利润影响并不大。进入 10 月后因下游需求薄弱，采购不及预期，10 月钨价迅速回落，预计后续钨精矿将稳定在 8 万元/吨左右，APT 将稳定在 13.5 万元/吨左右。

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	
	2019Q3 营业收入	2019Q3 归母 扣非净利润	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3	2019Q3	2018Q3
云海金属	3,937.33	169.28	3.32	5.92	33.72	38.75	16.49	14.43
宝钛股份	3,205.50	159.42	24.37	28.33	82.72	367.26	18.31	16.71
金钼股份	6,722.81	426.03	3.71	-20.28	123.23	1,852.85	20.98	15.39
合盛硅业	6,543.11	751.13	-22.48	71.51	-65.60	131.48	27.71	42.15
中钨高新	5,914.83	81.92	-2.38	22.24	-25.63	-2.30	20.12	18.44
厦门钨业	12,723.82	13.92	-10.01	39.41	-95.62	-38.46	15.76	17.63

资料来源：公司公告、民生证券研究院

三、基金持仓：板块持仓整体下降，减持黄金增持钴

基金整体减仓，钴板块增仓明显。从基金三季报持仓来看，三季度基金（普通股票型、偏股混合型、灵活配置型和平衡混合型基金）整体对有色行业进行了减仓，2019Q3 有色行业重仓市值占基金投资市值的 0.65%，环比 2019Q2 的 0.73% 下降 0.08 个百分点。

细分板块来看，黄金板块持仓环比明显下降，主要是 Q3 黄金股涨幅较大，有减仓和兑现需求；铜、铅锌、锂板块均有不同程度下降。钴板块增仓明显，主要是嘉能可计划在 2019 年年底关停旗下 Mutanda 矿山，钴矿供给有望收缩，钴价出现反弹；铝、稀土小金属板块小幅增仓。钴和贵金属板块仍是主要持仓板块。

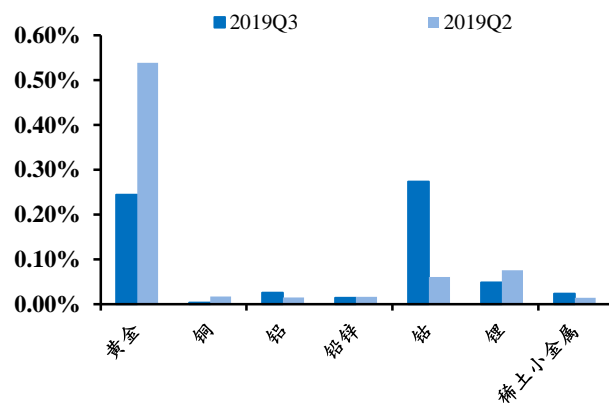
个股方面，寒锐钴业(+15%)、华友钴业(+4.46%)、东阳光(+1.47%)、盛达资源(+0.81%)、合盛硅业(+0.45%) 等持股占流通股比重均有明显提升。

图13: 有色行业 Q3 持仓整体下滑



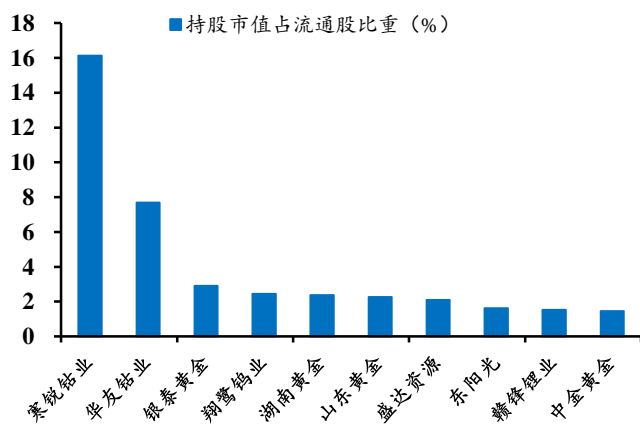
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图14: Q3 黄金板块减持/钴板块增持



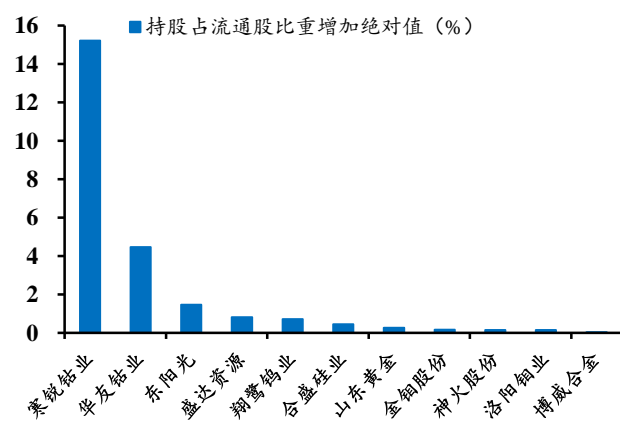
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图15: Q3 有色持股市值占流通股比重前十个股



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图16: Q3 有色增仓（占流通股比重增加值）前十个股



资料来源: Wind, 民生证券研究院

四、投资策略：Q4 整体平淡，建议关注边际改善品种

基本金属：中国 10 月官方 PMI49.3，环比回落 0.5，经济仍未出现企稳迹象，短期基本金属价格将持续震荡。中期来看，年底前电网、地产竣工有望逐步改善，需求端仍有支撑，金属价格有望震荡向上。长期来看，全球进入宽松周期，国内在降准和大基建不断落实等逆周期调节政策的出台背景下，需求有望逐步企稳，金属价格长期有望震荡上行。铜铝供需格局有望边际改善，Q4 建议关注铜板块。铜矿供应持续小幅紧缺，将逐步传导至精炼铜；Q4 电网、基建等有望好转，铜价有支撑。标的方面建议关注云南铜业、江西铜业、紫金矿业

贵金属：10 月美联储如期降息 25bp，10 月非农就业 12.8 万人远超预期 8.5 万人，但 ISM 制造业 PMI48.3，不及预期 49，制造业持续回落，金价探底回升。美联储会后发言整体偏鹰，或将观察货币政策效果，12 月降息概率降低，但美国政治风险将支撑金价，Q4 黄金维持震荡。长期来看，美国乃至全球进入降息周期，负利率债券规模不断扩大提升黄金配置价值，维持贵金属长期上行判断。标的方面建议关注山东黄金、盛达资源、银泰黄金。

小金属：硅价处于底部区间，Q4 供给将季节性收缩，叠加下游需求边际改善，关注合盛硅业；钛精矿持续短缺，建议关注宝钛股份。

表9：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 11月1日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547	山东黄金	32.23	0.45	0.62	0.97	90	66	42	推荐
000975	合盛硅业*	28.04	4.19	1.65	2.36	10	17	11	推荐
601899	紫金矿业	3.62	0.18	0.20	0.22	21	18	16	推荐
000603	盛达资源	16.88	0.6	0.63	0.71	23	22	20	推荐
603799	华友钴业	24.6	1.84	0.16	0.69	13	151	36	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院（带*号数据为一致性预期）

五、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 10 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 22 名 (指数收盘价截止至 2019 年 10 月 31 日)	4
图 3: 前三季度营业收入增速同比企稳回升	5
图 4: 前三季度扣非归母净利同比下跌	5
图 5: Q3 单季归母净利环比小幅下降	5
图 6: Q3 单季度毛利率、净利率小幅下行	5
图 7: Q3 有色行业经营活动净现金流入同比增加 4.02%	6
图 8: Q3 有色行业经营活动净现金流入单季度下降 29.47%	6
图 9: Q3 有色行业投资活动净现金净额同比增速为 55.33%	7
图 10: Q3 有色行业投资活动净流出环比减少 24.88%	7
图 11: 2019Q3 有色行业资产负债率整体约为 57.61%	7
图 12: 2019 年 Q3 各二级行业资产负债率	7
图 13: 有色行业 Q3 持仓整体下滑	12
图 14: Q3 黄金板块减持/钴板块增持	12
图 15: Q3 有色持股市值占流通钴比重前十个股	12
图 16: Q3 有色增仓 (占流通股比重增加值) 前十个股	12

表格目录

表 1: 工业金属、贵金属 Q3 单季度利润环比明显回升	6
表 2: 板块主要上市公司业绩指标	8
表 3: 板块主要上市公司业绩指标	8
表 4: 板块主要上市公司业绩指标	9
表 5: 铅锌锡板块主要上市公司业绩指标	9
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	10
表 8: 其他小金属板块主要上市公司业绩指标	11
表 9: 盈利预测与财务指标	13

分析师简介

方馥涛，民生证券有色金属行业分析师，上海对外经贸大学金融学硕士，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。

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。