

有色金属

证券研究报告
2019年11月08日

有色行业 19 年三季报综述：金属价格低迷，行业利润增长乏力

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

杨诚笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

田源

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

王小芃

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

田庆争

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

2019 年前三季度有色行业利润同比下滑

2019 年前三季度，有色金属行业整体营业收入为 12520 亿元，同比增长 13.23%；行业归母净利润为 275.52 亿元，同比下降 21.65%。2019 年第三季度，有色行业上市公司整体营收为 4602 亿元，同比增长 20%，环比增长 9%；行业整体归母净利为 100.4 亿元，同比增长 5%，环比增长 5%。

毛利率持续回落，资产负债率提升。有色行业上市公司毛利率于 17 年达到近期顶点后开始回落，2019 年行业毛利率持续下滑。19 年第三季度行业平均毛利率（按收入加权平均）为 6.1%。行业资产负债率（按总资产加权平均）则呈现上升态势，截至 2019 年 Q3 行业资产负债率上升至 61.6%。

基本金属价格承压，贵金属与稀土价格上涨

2019 年全球经济增速普遍回落，贸易冲突不断，基本金属需求乏力。2019Q1-Q3 铜价同比下跌 7%，铝价同比下跌 4%，铅价同比下跌 12%，锌价同比下跌 13%，锡价同比上涨 2%，镍价同比持平。具有战略属性的稀土和具有避险属性的黄金价格出现上涨。2019Q1-Q3 黄金价格同比上涨 12%，氧化镓价格同比上涨 41%。新能源金属由于阶段性的供给过剩，价格出现较大下跌。前三季度碳酸锂与电钴价格同比下跌超过 40%。

金属价格低迷，各子行业业绩承压

受金属价格下跌影响，前三季度有色各子行业增长乏力。铝和铅锌行业前受非经常性损益影响，利润有所提升。铜行业利润前三季度同比增长 4%，锂和钴行业利润同比下滑超过 70%，黄金上市公司在金价上涨带动下业绩实现增长，前三季度利润同比增长 15%。

贵金属与新材料板块涨幅较大

2019 年初至 10 月 31 日，有色金属（申万）指数上涨 7.7%，沪深 300 指数上涨 29.2%。其中新材料与贵金属板块涨幅较高。磁材板块前三季度涨幅达到 50%，具有一定技术优势的新材料公司涨幅也较大，其中菲利华上涨 55%，石英股份上涨 38%。2019 年贵金属价格上涨，贵金属板块涨幅达到 37%，其中山东黄金上涨 48%，恒邦股份上涨 48%。

风险提示：贸易冲突超预期风险，主要经济体货币政策变化超预期风险。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《有色金属-行业专题研究:澳洲锂资源 Q3 综述—部分矿山开始减产/停产，锂行业有望边际改善》2019-11-07
- 《有色金属-行业研究周报:经济增长不确定性有望延续金价上涨，关注碳酸锂边际改善》2019-11-03
- 《有色金属-行业研究周报:关注碳酸锂行业的底部配置机会，继续重点推荐贵金属》2019-10-28



内容目录

1. 2019 年前三季度有色行业利润有所下滑	
2. 贵金属与稀土价格上涨	
3. 金属价格低迷压制各板块业绩	
4. 贵金属与新材料板块涨幅较大	
5. 长期看好贵金属，锂行业有望迎来边际改善	
6. 风险提示	

图表目录

图 1：2019 有色行业毛利率持续下行	
图 2：2019 有色行业资产负债率有所回升	
图 3：19 年 Q1-Q3 有色金属各子板块归母净利板块	
图 4：2019 年有色金属指数涨幅不及沪深 300	
表 1：2019 年前三季度有色金属行业业绩同比下滑（单位：亿元）	
表 2：2019 年第三季度有色金属行业利润环比小幅增长（单位：亿元）	
表 3：2019 年前三季度稀土和贵金属价格同比上涨	
表 4：2019 年 Q3 贵金属价格环比涨幅较大	
表 5：2019 年前三季度各子板块业绩增长情况	
表 6：2019 年第三季度各子板块业绩情况（单位：百万元）	
表 7：2019 年新材料板块涨幅较大	

1. 2019 年前三季度有色行业利润有所下滑

2019 年前三季度，有色金属行业整体营业收入为 12520 亿元，同比增长 13.23%；板块整体归母净利润为 275.52 亿元，同比下降 21.65%。

表 1：2019 年前三季度有色金属行业业绩同比下滑（单位：亿元）

	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比增长率	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比增长率
	营收	营收		归母净利	归母净利	
有色金属板块	11057	12520	13.23%	351.64	275.52	-21.65%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 年第三季度，有色金属行业上市公司整体营收为 4602 亿元，同比增长 20%，环比增长 9%；行业整体归母净利为 100.4 亿元，同比增长 5%，环比增长 5%。

表 2：2019 年第三季度有色金属行业利润环比小幅增长（单位：亿元）

	2018Q3	2019Q2	2019Q3	同比	环比	2018Q3	2019Q2	2019Q3	同比增	环比增
	3 营收	营收	营收	增长	增长	归母净利	归母净利	归母净利	长	长
有色金属板块	3825	4213	4602	20%	9%	100.4	100.4	105.1	5%	5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

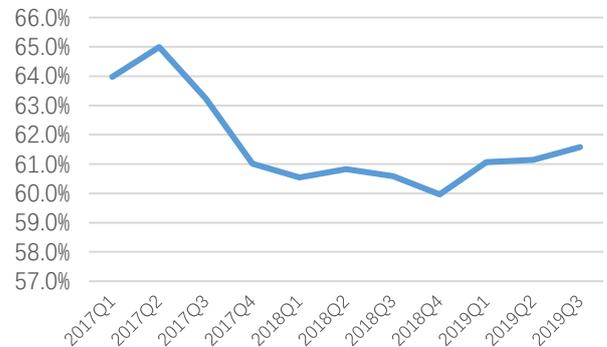
毛利率持续回落，资产负债率提升。有色行业上市公司毛利率于 17 年达到近期顶点后开始回落，2019 年行业毛利率更是持续下滑。19 年第三季度行业平均毛利率（按收入加权平均）为 6.1%。行业资产负债率（按总资产加权平均）则呈现上升态势，截至 2019 年 Q3 行业资产负债率上升至 61.6%，

图 1：2019 有色行业毛利率持续下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2019 有色行业资产负债率有所回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 贵金属与稀土价格上涨

2019 年全球经济增速普遍回落，贸易冲突不断，基本金属需求乏力，价格下跌。具有战略属性的稀土和具有避险属性的黄金价格出现上涨。新能源金属由于阶段性的供给过剩，价格出现较大下跌。

Q1-Q3 贵金属和重稀土价格上涨。2019Q1-Q3 黄金价格同比上涨 12%，一方面美联储进入降息通道，美国经济增速回落预期加强；另一方风险事件增多，市场避险情绪加强。2019Q1-Q3 氧化镓价格同比上涨 41%，腾冲封关导致重稀土短期供应紧缺，同时稀土作为国家战略资源储备，价格也受到贸易冲突影响出现上涨。

Q1-Q3 基本金属与新能源金属价格下跌。2019Q1-Q3 铜价同比下跌 7%，铝价同比下跌 4%，铅价同比下跌 12%，锌价同比下跌 13%，锡价同比下跌 2%，镍价同比持平。2019 年全球经

济增长疲软，国内竣工数据回暖不及预期，需求端短期内难有起色。受短期内供给过剩影响，新能源金属锂钴价格同比下跌接近 50%。

表 3：2019 年前三季度稀土和贵金属价格同比上涨

贵金属	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比上涨
黄金（元/克）	272	306	12%
白银（元/千克）	3,688	3,818	4%
基本金属	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比上涨
铜（元/吨）	51,075	47,697	-7%
铝（元/吨）	14,476	13,880	-4%
铅（元/吨）	18,995	16,772	-12%
锌（元/吨）	23,564	20,506	-13%
锡（元/吨）	146,345	142,884	-2%
镍（元/吨）	106,346	106,815	0%
新能源金属	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比上涨
碳酸锂（元/吨）	132,904	75,311	-43%
电钴（元/吨）	577,359	279,131	-52%
稀土	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比上涨
氧化镨（元/吨）	438,984	395,481	-10%
氧化钕（元/吨）	336,755	317,888	-6%
氧化镨（元/千克）	1,175	1,655	41%
氧化铽（元/千克）	3,065	3,522	15%

资料来源：Wind，天风证券研究所

贵金属与稀土 Q3 价格环比继续上涨。黄金 Q3 单季度价格环比上涨 15%，银价环比上涨 16%。2019 年三季度，美联储宣布进行降息，释放宽松货币政策信号，贵金属价格得到提振。稀土价格环比继续上涨，氧化镨价格环比上涨 12%，氧化铽价格环比上涨 13%。

印尼禁矿消息刺激镍价 Q3 环比大涨。基本金属 Q3 价格互有涨跌，铜铝铅价格环比基本持平，锌价环比下跌 10%，锡价环比下跌 8%。2019 年三季度，市场出现传闻印尼可能将封关禁止镍矿出口，短期内镍供给受到影响，镍价 Q3 环比大幅上涨 24%

新能源金属价格环比跌幅收窄。Q3 碳酸锂价格环比下跌 15%，但是碳酸锂价格逐渐靠近澳矿锂矿成本线，下跌幅度有所收窄。Q3 钴价环比持平，2019 年 8 月嘉能可表示可能关停 Mutanda 矿山，若 Mutanda 矿山关停，钴供给过剩的局面可能将得到扭转，钴价在三季度跌至底部后有所反弹。

表 4：2019 年 Q3 贵金属价格环比涨幅较大

贵金属	2018Q3	2019Q2	2019Q3	同比上涨	环比上涨
黄金（元/克）	269	292	337	25%	15%
白银（元/千克）	3,589	3,591	4,163	16%	16%
基本金属	2018Q3	2019Q2	2019Q3	同比上涨	环比上涨
铜（元/吨）	49,052	47,847	46,787	-5%	-2%
铝（元/吨）	14,451	14,032	14,057	-3%	0%
铅（元/吨）	18,584	16,301	16,740	-10%	3%
锌（元/吨）	21,193	21,063	19,032	-10%	-10%
锡（元/吨）	145,440	146,115	134,948	-7%	-8%
镍（元/吨）	108,788	98,848	122,436	13%	24%
新能源金属	2018Q3	2019Q2	2019Q3	同比上涨	环比上涨
碳酸锂（元/吨）	101,061	79,008	67,550	-33%	-15%

电钴 (元/吨)	501,818	262,492	260,100	-48%	-1%
稀土	2018Q3	2019Q2	2019Q3	同比上涨	环比上涨
氧化镨 (元/吨)	424,303	383,500	397,662	-6%	4%
氧化钕 (元/吨)	321,803	313,581	328,277	2%	5%
氧化镝 (元/千克)	1,152	1,730	1,930	67%	12%
氧化铽 (元/千克)	2,960	3,528	4,002	35%	13%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

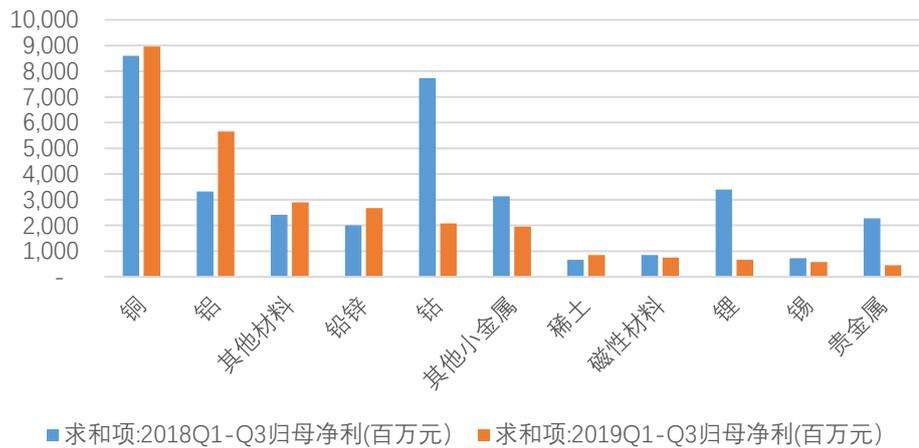
3. 金属价格低迷压制各板块业绩

2019Q1-Q3 基本金属业绩普遍下滑, 受非经常损益影响, 铝和铅锌板块利润提升, 黄金、材料和稀土板块利润增长情况较好

基本金属价格和新能源金属价格同比下跌, 对应子板块业绩同比出现下滑, 但是其中铅锌板块和铝板块由于非经常性损益因素, 业绩同比上升 (铝板块神火股份 19 年 Q3 计入资产处置收益 30 亿元, 去年同期株冶集团计入资产减值损失 14 亿元基数较低)。如果对利润按收入进行加权平均处理, 铝板块同比业绩实际下滑 25%。

稀土价格上涨带动该行业公司业绩提升, 2019 年 Q1-Q3 稀土上市公司利润同比上涨 28%。黄金价格 Q1-Q3 同比也有所上涨, 黄金上市公司归母净利润同比增长 15%。

图 3: 19 年 Q1-Q3 有色金属各子板块归母净利润板块



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 5: 2019 年前三季度各子板块业绩增长情况

单位: 百万元	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	营收同比	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	归母净利润同
	营收	营收	增长	归母净利	归母净利	比增长
铝	222,126	239,872	8%	3,316	5,662	71%
铅锌	123,604	115,597	-6%	2,004	2,676	34%
稀土	16,814	23,671	41%	662	850	28%
其他材料	50,399	61,317	22%	2,419	2,903	20%
黄金	92,577	134,264	45%	1,959	2,261	15%
铜	412,019	475,234	15%	8,602	8,957	4%
磁性材料	10,555	10,855	3%	851	750	-12%
锡	31,322	34,039	9%	728	581	-20%
其他小金属	38,923	37,384	-4%	3,139	1,949	-38%
钴	63,418	81,815	29%	7,738	2,077	-73%
锂	14,639	14,178	-3%	3,395	660	-81%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从第三季度业绩来看，各子板块业绩普遍下滑。金价和钴价单季度价格有所上涨，对应板块利润分别环比上涨 12%与 9%。磁材板块业绩环比增长 36%。铝板块受到神火资产处置收益影响，利润环比增长 102%。

表 6：2019 年第三季度各子板块业绩情况（单位：百万元）

	2018Q3	2019Q2	2019Q3	同比增	环比	2018Q3 归	2019Q2 归	2019Q3	同比增长	环比增
	营收	营收	营收	长	增长	母净利	母净利	归母净利		长
铝	77,642	82,636	83,846	8%	1%	1,218	1,703	3,435	182%	102%
磁性材料	3,706	3,642	3,979	7%	9%	337	175	238	-29%	36%
黄金	32,036	44,192	50,631	58%	15%	488	619	691	41%	12%
钴	20,430	21,985	41,497	103%	89%	1,791	767	835	-53%	9%
铜	144,361	164,351	172,436	19%	5%	2,496	3,113	3,052	22%	-2%
其他材料	17,160	21,014	21,311	24%	1%	647	967	942	46%	-3%
稀土	6,362	8,396	8,768	38%	4%	212	375	289	36%	-23%
铅锌	45,545	39,061	42,115	-8%	8%	579	940	592	2%	-37%
锡	11,258	13,076	12,006	7%	-8%	276	263	125	-55%	-52%
其他小金属	14,388	12,316	12,341	-14%	0%	1,219	750	350	-71%	-53%
锂	4,862	4,967	4,776	-2%	-4%	733	295	-80	-111%	-127%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 贵金属与新材料板块涨幅较大

2019 年以来有色金属板块涨幅大幅低于沪深 300 指数。2019 年初至 10 月 31 日，有色金属（申万）指数上涨 7.7%，同期沪深 300 指数上涨 29.2%。

图 4：2019 年有色金属指数涨幅不及沪深 300



资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 年新材料与贵金属板块涨幅较高。2019 年度基本金属和新能源金属价格普遍低迷，对应板块涨幅较弱。受稀土价格波动与贸易战影响，磁材板块前三季度涨幅达到 50%，其中金力永磁上涨 65%，银河磁体上涨 55%，英洛华上涨 59%。其他材料板块中，具有一定技术优势的新材料公司涨幅较大，其中菲利华上涨 55%，石英股份上涨 38%。2019 年贵金属价格上涨，贵金属板块涨幅达到 37%，其中山东黄金上涨 48%，恒邦股份上涨 48%。

表 7：2019 年新材料板块涨幅较大

19 年以来各板块涨幅	
磁性材料	50%
其他材料	44%
贵金属	37%
其他小金属	20%
稀土	17%
铜	13%
铝	10%
钴	5%
铅锌	4%
锂	-8%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 长期看好贵金属，锂行业有望迎来边际改善

美国经济增长不确定性依然存在，金价有望再度上涨。美国联邦储备委员会 10 月 30 日以 8 比 2 的投票结果将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 1.5%至 1.75%的水平。这是美联储在 7 月和 9 月之后第三次降息，美联储表示“将继续监控经济数据走势来决定评估未来的行动”，并未进行过于“鹰派”的发言，一定程度上缓解了市场担忧。长期来看，美国经济增长的不确定性依然存在，美国 9 月 ISM 制造业 PMI 仅为 47.80，在美国经济增速回落的情况下后续金价有望再度上涨。建议关注山东黄金。

关注锂行业边际改善。作为 20 年锂资源放量主力的西澳锂矿的增量可能大幅低于预期。锂资源端出清有望加速，锂精矿价格有望企稳，锂盐加工的边际利润有望改善。传统造车势力有可能在 20 年-21 年密集成功推出新能源主力车型，需求有望得到提振，2020 年之后锂行业有望迎来边际改善。建议关注天齐锂业、赣锋锂业。

6. 风险提示

资源价格下跌的风险，全球经济增长不及预期的风险，上市公司产量不及预期的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com