

有色金属

行业研究/专题报告

Q1 业绩整体下滑，继续看好钴锂、贵金属

—有色金属行业年报与一季报总结

专题研究报告/有色金属

2020 年 05 月 08 日

报告摘要：

● 2019年：业绩整体下行，贵金属表现亮眼

有色金属板块 2019 年营收同比上升 6.34%；2019 年归母净利润同比下降 53.56%；2019 年扣非净利润同比减少 97.03%。主要是受到产品价格下降以及部分公司计提减值影响。子板块中贵金属业绩增长受益于金银价格同比上行；工业金属板块主要系 2018 年业绩下滑及计提减值影响，2019 年实现同比扭亏；稀有金属板块业绩下滑主要受钴锂价格下行拖累。板块资产负债率 2019 年上行至 56.49%。

● 2020Q1：受疫情影响明显，行业利润大幅下滑

有色金属板块 2020Q1 营收同比增长 3.52%；2020Q1 归母净利润同比减少 83%，环比小幅下跌 104%。主要系疫情对上游生产和下游开工均产生扰动，而下游需求受疫情影响更大，行业整体销售下滑明显。子板块归母净利润同比均下降明显，贵金属板块影响相对较小。2020 年 Q1 整体资产负债率 57.87%，继续抬升。

● Q1基金持仓：整体减仓，贵金属增持，继续看好贵金属和钴锂

从重仓股来看，Q1 有色行业整体减仓。2020Q1 有色行业重仓股市值占基金投资市值的 0.65%，环比下降 0.29 个百分点。其中，黄金和锂板块增仓明显，个股方面，赣锋锂业持仓占流通股比重环比上升 7.16%；赤峰黄金（+2.88%）、山东黄金（+2.05%）、紫金矿业（+1.76%）等黄金股增持明显。

● 投资建议：Q2钴锂、贵金属仍是主线

钴锂：随着国内各地补贴政策陆续出台，Q2 需求有望回升，海外需求改善或需 Q3，钴价中枢逐步上移，钴供需紧平衡格局延续，推荐华友钴业。锂盐价格延续底部震荡，继续看好高镍化进程加速带来的氢氧化锂溢价，推荐氢氧化锂放量的赣锋锂业。贵金属：油价二次探底企稳后通胀预期逐步修复；全球低利率环境延续，通胀预期逐步回升，实际利率保持低位，维持贵金属长期上行判断。Q2 若因疫情超预期或美股系统性下跌导致金价回调，建议增配，重点推荐山东黄金、紫金矿业、银泰黄金。

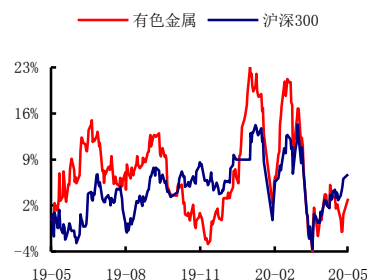
● 风险提示

疫情时间超预期带来的需求下行风险。

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

执业证号：S0100519070001

电话：021-60876718

邮箱：fangyutao@mszq.com

相关研究

- 1.【民生研究】大类资产配置周报 20200506
- 2.民生有色周报 20200506：关注新能源及贵金属配置

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 5月7日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547.SH	山东黄金	36.46	0.28	0.53	1.16	130	69	31	推荐
000975.SZ	银泰黄金	15.92	0.44	0.49	0.60	36	32	27	推荐
603799.SH	华友钴业	37.26	0.11	0.68	1.14	339	55	33	推荐
002460.SZ	赣锋锂业	48.95	0.28	0.41	0.80	175	119	61	推荐
601899.SH	紫金矿业	3.96	0.18	0.18	0.25	22	22	16	推荐
601677.SH	明泰铝业	9.23	1.51	1.05	1.13	6	9	8	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

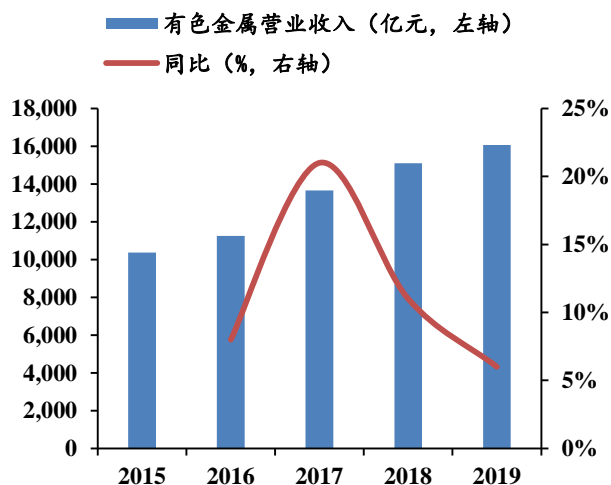
一、2019 年行业业绩概览：业绩整体下行.....	3
（一）2019 年行业利润下滑，贵金属表现亮眼.....	3
（二）经营现金流下滑，资本开支续增，负债率小幅上升.....	4
二、2020Q1 业绩概览：受疫情影响行业业绩整体下滑	6
（一）Q1 业绩受疫情影响整体下滑，贵金属板块影响相对较小.....	6
（二）Q1 经营现金流、投资现金流环比下行，负债率小幅上升.....	7
三、子板块主要公司业绩情况	9
（一）贵金属	9
（二）铜	9
（三）铝	10
（四）铅锌锡	11
（五）钴锂	12
（六）稀土永磁	13
（七）其他小金属	14
四、基金持仓：Q1 持仓整体下滑，贵金属、锂增持明显	16
五、投资策略：Q2 建议关注钴锂、贵金属	17
六、风险提示	17
插图目录	18
表格目录	18

一、2019 年行业业绩概览：业绩整体下行

（一）2019 年行业利润下滑，贵金属表现亮眼

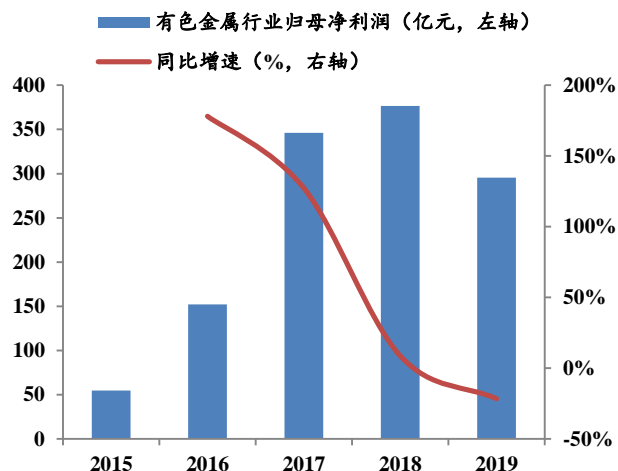
2019 年度营收稳步增长，利润下滑。有色金属板块（中信一级）2019 年营业收入同比上升 6.34%；2019 年归母净利润同比下降 53.56%；2019 年扣非净利润同比减少 97.03%。主要是受到产品价格下降以及部分公司计提减值影响。2019 毛利率由 2018 的 10.26% 下降到 9.08%，净利率由 2018 的 1.34% 下降到 1%。

图1: 2019 年度营业收入同比上升 6%



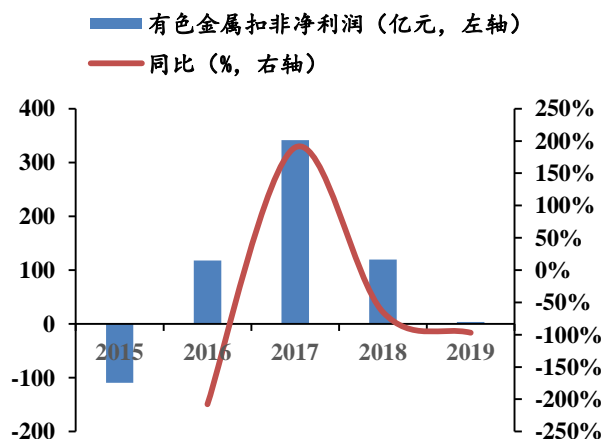
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图2: 2019 年度归母净利润同比下降 54%



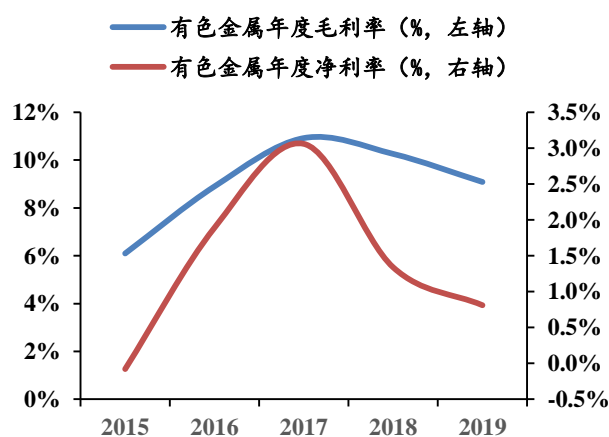
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图3: 2019 年度扣非净利润同比下降 97%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4: 2019 年度毛利率、净利率小幅下行



资料来源: Wind, 民生证券研究院

贵金属、工业金属业绩增长，稀有金属下跌。贵金属 2019 年扣非归母净利润同比增长 14%，源于金银价格 2019 年同比大幅上行；工业金属同比大增 172%，主要是部分公司扭亏为盈（如铝铅锌等公司）；稀有金属同比减少 41%，主要是钴锂价格的下行影响以及计提减值的拖累。

表1：工业金属、贵金属利润 2019 年同比增长

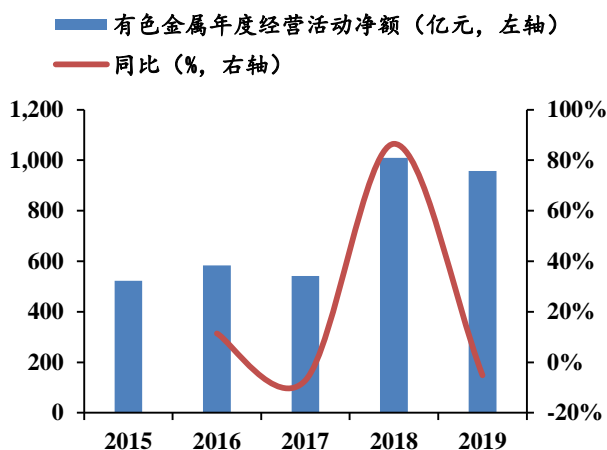
中信二级板块	2015 年扣非归母净利润 (亿元)	2016 年扣非归母净利润 (亿元)	2017 年扣非归母净利润 (亿元)	2018 年扣非归母净利润 (亿元)	2019 年扣非归母净利润 (亿元)	2019 年扣非归母净利润同比 (%)
贵金属	38.7332	55.8031	56.4241	32.312	36.7708	14%
工业金属	-97.2169	52.9857	173.6529	9.3509	25.4793	172%
稀有金属	-50.701	8.8832	111.1638	77.7249	45.6618	-41%

资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 经营现金流下滑，资本开支续增，负债率小幅上升

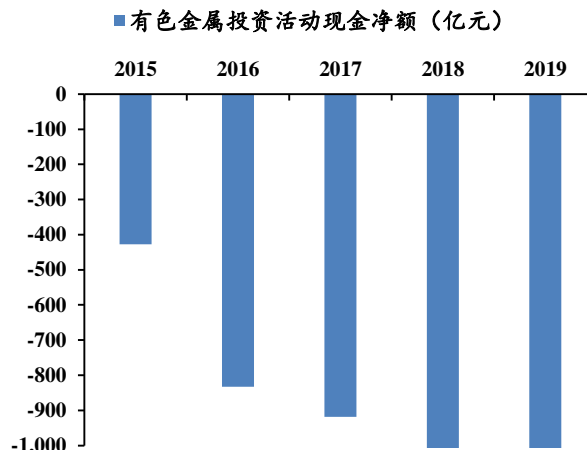
2019 年有色行业经营活动净现金流同比减少 5.13%。2019 年在经济基本面下行的大背景下，有色板块的经营性现金流有所下滑。有色行业资本开支仍处于扩张阶段。2019 年资本开支增速有所放缓，行业 2019 年投资活动净现金流出净额-1036 亿元。

图5：2019 有色行业经营活动净现金流同比减少 5.13%



资料来源：Wind，民生证券研究院

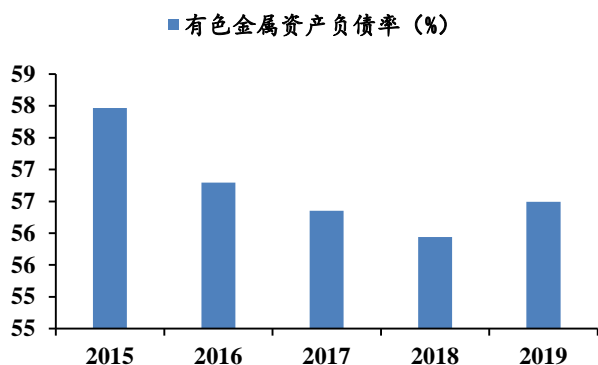
图6：2019 年有色行业投资活动现金流继续增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

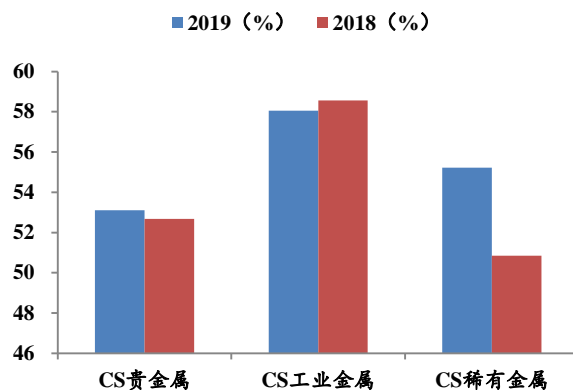
行业整体资产负债率小幅上涨。2019 年行业资产负债率为 56.49%（2018 年 55.94%），主要系子板块中稀有金属资产负债率同比上行；稀有金属资产负债率由 2018 年的 50.85% 升至 55.23%；工业金属资产负债率水平小幅下滑至 58.06%，贵金属资产负债率小幅升至 53.10%。

图7: 2019 年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8: 2019 年各二级行业资产负债率



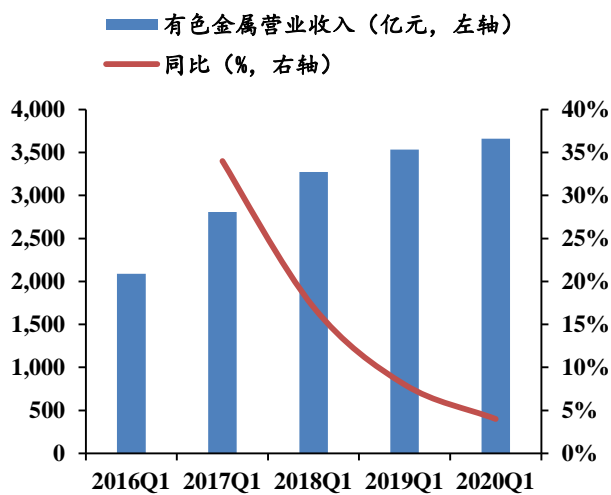
资料来源: Wind, 民生证券研究院

二、2020Q1 业绩概览：受疫情影响行业业绩整体下滑

（一）Q1 业绩受疫情影响整体下滑，贵金属板块影响相对较小

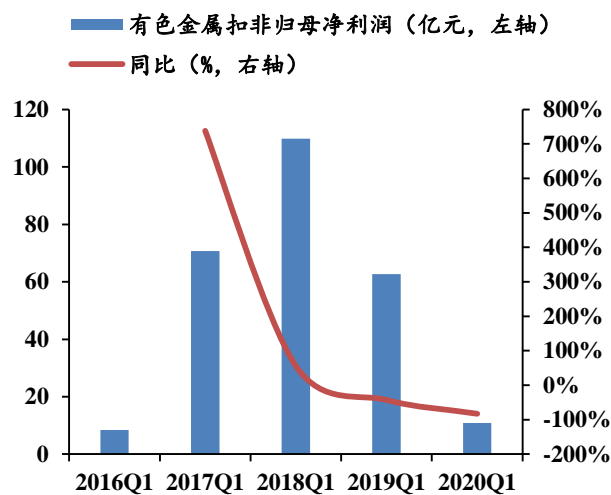
一季度营收小幅增长，利润下滑。有色金属板块（中信一级）2020Q1 营业收入同比增长 3.52%；2020Q1 归母净利润同比减少 83%，环比小幅下跌 104%。主要是受新冠疫情影响企业生产与销售导致。

图9：第一季度营业收入增速同比小幅增加



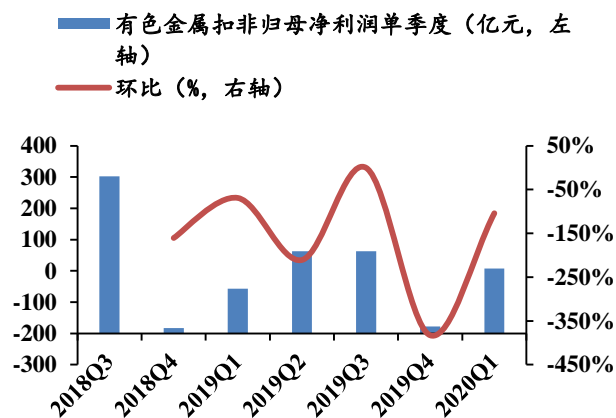
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：第一季度扣非归母净利润同比下跌



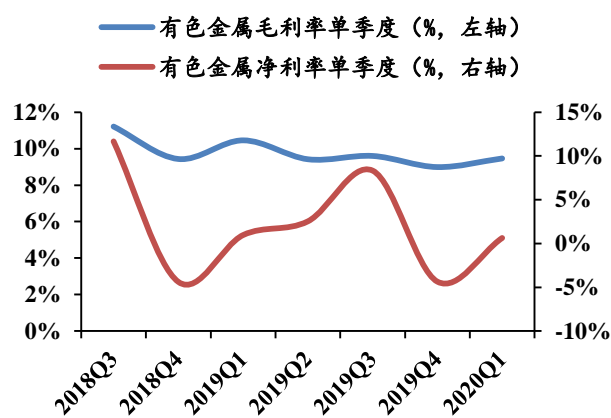
资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：Q1 单季归母净利润环比上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：Q1 单季度毛利率、净利率小幅回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

子板块归母净利润同比下降明显。贵金属 2020Q1 扣非归母净利润同比下滑主要系非黄金业务拖累（如中金黄金）；工业金属由于疫情对需求和供给双向产生扰动，相关上市公司扣非归母净利润同比下降 97%；稀有金属净利润同比的大幅下降 173%，主要是价格走低影响，主要是锂、稀土板块。

表2：子板块 Q1 单季度利润同比下行、环比回升

中信二级板 块	2020Q1 扣非 归母净利 (亿 元)	2019Q1 扣非 归母净利 (亿 元)	2020Q1 扣非 归母净利单 季 (亿元)	2019Q4 扣非 归母净利单 季 (亿元)	2020Q1 扣非 归母净利同 比 (%)	2020Q1 扣非 归母净利环 比 (%)
贵金属	9.90	12.40	9.90	-3.59	-20%	376%
工业金属	0.86	33.53	0.86	-69.44	-97%	101%
稀有金属 II	45.66	16.75	45.66	-104.37	-173%	144%

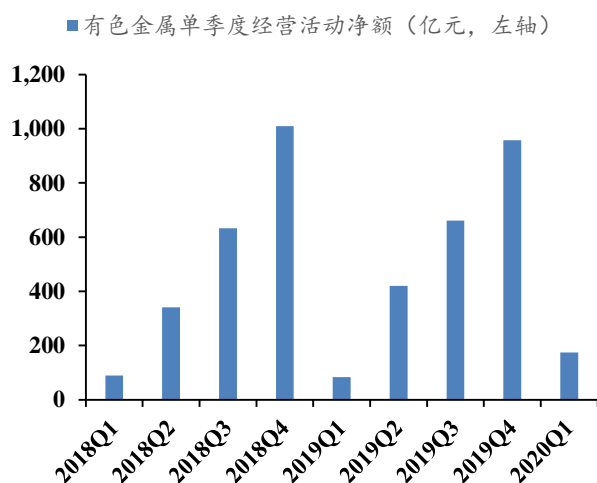
资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) Q1 经营现金流、投资现金流环比下行，负债率小幅上升

2020 年 Q1 有色行业经营活动净现金流入单季度净额为 173.99 亿元，投资活动净额为 -328.54 亿元。生产和销售受到新冠肺炎疫情影响，Q1 的现金流大幅回落。

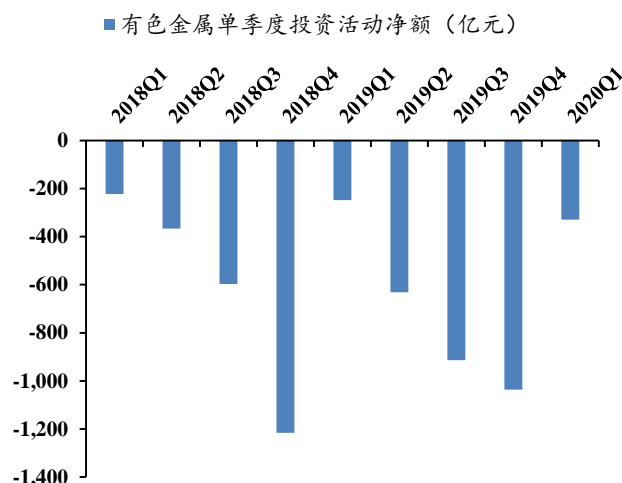
有色行业上市公司资产负债率继续小幅抬升，2020 年 Q1 整体资产负债率约为 57.87% (2019Q4 为 56.49%)，子板块资产负债率全线抬升。

图13： Q1 有色行业经营活动净现金流净额为 173 亿元



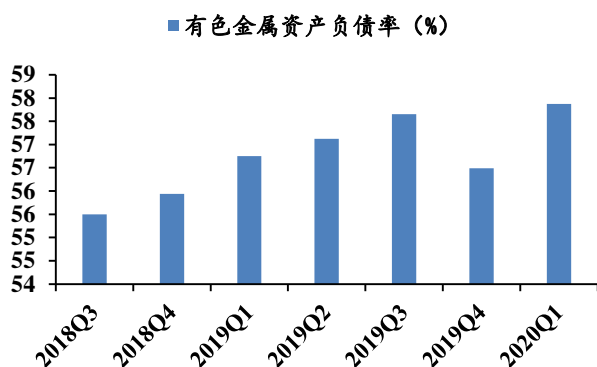
资料来源：Wind，民生证券研究院

图14： Q1 有色行业投资活动净额为-328.54 亿元。



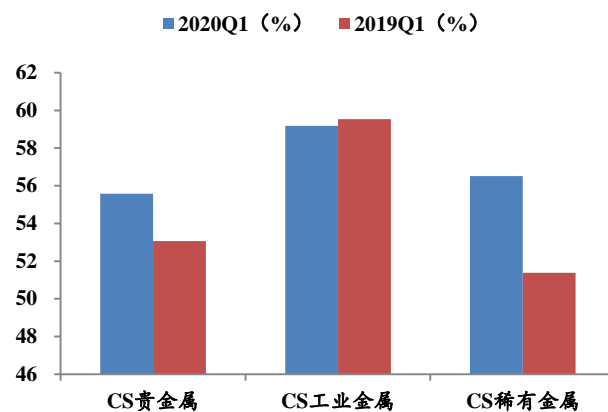
资料来源：Wind，民生证券研究院

图15: 2020Q1 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16: 2020 年 Q1 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

(一) 贵金属

2019 年，美联储 6 月降息之后金银价格开启上行趋势，2019 年国内黄金全年均价 315 元/g，较 2018 年（284 元/g）同比提升 31 元/g；相关上市公司业绩均同比提升明显。

表3：贵金属板块 2019 年主要上市公司业绩指标

公司	年报数据（百万元）		营收增速（%）		归母扣非净利润增速（%）		毛利率（%）	
	2019 营业收入	2019 归母扣非净利润	2019	2018	2019	2018	2019	2018
山东黄金	62,631	1,296.81	11.33	7.34	46.26	-22.37	9.65	8.71
中金黄金	38,963.45	226.13	13.09	4.63	76.90	-54.72	11.08	10.4
银泰黄金	5,148.95	852.93	6.69	116.69	34.73	105.1	30.2	29.67
盛达资源	2,900.69	376.22	20.77	80.03	23.33	17.95	31.13	34.62

资料来源：Wind、民生证券研究院

黄金价格于 19 年底开始震荡上扬，一季度国内金价 380 元/g，环比提升 11.76%（40 元/g），黄金领域主要上市公司扣非归母净利润均同比有较大提升。而盛达资源因受新冠肺炎疫情影响销售以及铅锌银价格的下跌导致公司毛利率同比大幅下降。美联储推出零利率以及无上限 QE，全球低利率环境延续，实际利率保持低位，预计金价继续保持强势，全年贵金属板块的业绩提升仍有保障。

表4：贵金属板块 2020Q1 主要上市公司业绩指标

公司	一季报数据（百万元）		营收增速（%）		归母扣非净利润增速（%）		毛利率（%）	
	2020Q1 营业收入	2020Q1 归母扣非净利润	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1
山东黄金	13,965.73	565.277	28.7	-25.03	59.03	4.07	12.49	12.39
中金黄金	7,317.69	39.9	-16.87	12.58	7.61	-0.87	12.3	10.63
银泰黄金	1,938.92	268.02	71.84	33.14	60.31	51.41	24.48	29.76
盛达资源	140.81	-41.3	-75.09	89.93	-144.32	44.16	2.96	32.45

资料来源：Wind、民生证券研究院

(二) 铜

2019 年铜价表现为先扬后抑，整体震荡走弱，全球主要经济体增速持续低迷，3 月以后铜价一直低位震荡，年末对国内经济补库的预期带来铜价反弹。2019 年铜均价 47696 元/吨，比去年同期下降 6%。冶炼端，国内精铜冶炼产能步入高峰期，精矿供应相对趋紧，叠加 TC 自 18 年开始持续下降，A 股铜业上市公司经营压力较大，毛利率同比小幅下行。云南铜业业绩大增主要系 2018 年减值影响以及 2019 年铜精矿的产能扩大；紫金矿业 2019 年矿产铜同比增长 48.79%（金价上行为业绩主要贡献之一），后续将进入铜矿产能集中释放期；加工股海亮股份、楚江新材（新增并表）整体经营稳健。

表5: 铜板块 2019 主要上市公司业绩指标

公司	年报数据 (百万元)		营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		毛利率 (%)	
	2019 年营业收入	2019 年归母扣非净利润	2018	2019	2018	2019	2018	2019
紫金矿业	136,097.98	3,996.76	12.02	28.57	13.51	30.56	12.59	11.40
铜陵有色	92,951.07	654.48	2.55	9.96	17.62	26.38	5.31	4.48
江西铜业	240,360.34	2,228.73	4.97	11.75	-42.91	60.49	3.63	3.82
云南铜业	63,290.00	576.65	-17.01	33.62	-81.09	2549.18	7.63	7.28
海亮股份	41,152.70	934.47	36.14	1.37	12.58	16.64	5.60	6.83
精艺股份	5,125.60	38.05	5.62	-10.98	-17.24	-15.98	3.81	3.21
楚江新材	17,047.97	297.73	18.74	30.23	-8.57	38.99	7.96	7.69

资料来源: Wind、民生证券研究院

受新冠疫情的影响, 2020 一季度铜价出现大幅下跌, 2020Q1 铜价均价为 45448.57 元/吨, 同比 2019 年 Q1 下降 6.3%, 环比 2019Q4 下降 3.8%, 导致相关公司盈利能力出现下滑, 铜业上市公司归母扣非净利润同比均出现下滑; 加工股受需求下滑以及存货减值影响, 业绩同比下滑。Q2 随着铜价的逐步企稳回升和国内疫情的逐步控制, 企业逐步复工复产, 预计铜企的利润将有望好转。

表6: 铜板块 2020Q1 主要上市公司业绩指标

公司	一季报数据 (百万元)		营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		毛利率 (%)	
	2020Q1 营业收入	2020Q1 归母扣非净利润	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1
紫金矿业	36161.86	650.43	24.52	27.02	-12.67	-29.14	10.85	12.81
铜陵有色	20267.68	-10.11	-12.55	30.75	-103.26	55.30	5.60	4.50
江西铜业	56206.44	-474.08	15.04	-3.46	-156.15	10.75	1.83	3.90
云南铜业	17250.43	84.91	51.15	22.82	-36.82	23.33	5.78	7.91
海亮股份	11454.79	97.28	35.73	-9.87	-67.52	8.86	5.13	7.39
精艺股份	813.81	-7.47	-40.15	5.91	-161.31	-34.49	3.29	3.83
楚江新材	3901.18	-109.76	32.26	-1.97	-545.85	-49.98	4.60	7.18

资料来源: Wind、民生证券研究院

(三) 铝

2019 年铝价整体震荡运行, 上半年因旺季去库铝价表现强势, 6 月以后进入累库铝价下行, 8 月以后多家铝厂出现事故性减产, 铝价强势上行, Q4 经济下滑去库不及预期, 铝价下行; 全年铝价同比仍有下滑, 2019 年铝均价 13887.82 元/吨, 同比下降 3.1%。上半年部分氧化铝生产企业停产, 导致氧化铝市场供应阶段性紧张, 价格触底反弹; 后期随着氧化铝进口窗口打开, 国内氧化铝价格不断下挫。电解铝价格整体震荡, 但因氧化铝价格下半年的下跌, 电解铝行业利润水平达到 3 年来最佳水平, 相关上市公司业绩逐步好转。中国铝业业绩受氧化铝一定程度拖累; 西南铝企盈利、神火股份减亏; 加工股中明泰铝业 (产销量扩大及高端产品占比提升) 利润稳中有升。

表7：铝板块 2019 主要上市公司业绩指标

公司	年报数据 (亿元)		年度营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		年度毛利率 (%)	
	2019 年营业收入	2019 年归母扣非净利润	2018	2019	2018	2019	2018	2019
中国铝业	1,900.74	2.30	-0.43	5.46	-80.58	93.46	8.84	7.27
西南铝企	242.84	3.38	-1.99	11.96	-337.47	122.61	7.12	13.36
神火股份	176.18	-15.70	-0.34	-9.04	-560.32	-32.69	12.63	14.80
南山铝业	215.09	14.48	18.48	6.36	-14.18	5.51	17.38	21.51
明泰铝业	141.48	6.15	28.55	6.20	10.40	56.19	8.81	11.84

资料来源：Wind、民生证券研究院

2020Q1 在新冠肺炎疫情影响下，下游地产、汽车等领域需求均出现萎缩，下游开工率较低，而国内 Q1 供给端基本无影响，铝价下行，Q1 铝价 13399.84 元/吨。各铝企的销量都出现了较大幅度的下滑，进而影响了企业 Q1 的业绩。当前疫情对国内需求的影响基本消除，国内下游开工率环比继续提升，下游需求逐步改善，国内下游订单饱满，对铝价构成支撑；疫情对国外需求的影响将在 5 月及以后逐步显现，持续关注海外订单变化。

表8：铝板块 2020Q1 主要上市公司业绩指标

公司	一季报数据 (亿元)		营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		毛利率 (%)	
	2020Q1 营业收入	2020Q1 归母扣非净利润	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1
中国铝业	396.66	-2.91	-8.00	20.07	-970.36	50.33	6.57	7.39
西南铝企	59.93	1.17	18.14	-0.98	1429.03	106.88	14.16	11.07
神火股份	36.88	0.69	-21.01	-3.36	65.00	214.63	20.53	15.07
南山铝业	49.46	2.72	0.74	7.56	31.93	-23.08	20.06	16.67
明泰铝业	30.36	0.86	-10.81	23.17	-33.61	27.05	9.61	10.95

资料来源：Wind、民生证券研究院

(四) 铅锌锡

锌：2019 年锌精矿整体呈现出供大于求的局面，锌价持续下行，2019 年锌均价 20010.63 元/吨，比去年同期下跌 13.32%。矿企中金岭南、驰宏锌锗毛利率同比均有所下滑；国内由于对环保的重视，锌冶炼厂的产能受到进一步限制，冶炼产能整体呈现紧平衡。相比之下，锌的冶炼加工费用却仍处在高位，冶炼端上市公司锌业股份、株冶集团毛利率有所上升。

铅：2019 铅均价 16584.29 元/吨，同比下跌 11.99%。铅的基本面和锌类似，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，三季度进入铅蓄电池需求传统使得铅价在三季度走出明显修复，但在四季度由于经济环境下行导致铅价再次回落。

锡：2019 年锡均价 14.17 万元/吨，同比下跌 3.3%。由于缅甸锡矿品位不断下降，国内环保政策更加严格，供给端或将维持收缩态势。但需求端受经济下行影响，暂无明显提振，预计锡价格在未来仍将处于震荡走势。

表9：铅锌锡板块 2019 主要上市公司业绩指标

公司	年报数据 (亿元)		年度营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		年度毛利率 (%)	
	2019 年营业收入	2019 年归母扣非净利润	2018	2019	2018	2019	2018	2019
中金岭南	22800.52	667.33	5.26	14.21	2.91	-28.73	13.50	9.10
锌业股份	8016.30	172.22	24.75	-4.08	-88.88	750.92	5.68	7.82
驰宏锌锗	16403.34	764.74	2.61	-13.44	-16.25	-20.34	18.99	17.93
豫光金铅	18404.02	161.16	10.80	-4.81	-53.39	30.47	4.13	3.99
株冶集团	11191.97	-54.50	-5.71	-13.96	-2889.21	94.51	-2.53	4.13
锡业股份	42887.23	823.54	15.09	8.29	-19.62	11.52	8.84	8.81

资料来源：Wind、民生证券研究院

铅锌：2020 年以来，受新冠肺炎疫情在全球范围内蔓延的影响，锌价在一季度出现明显下滑。2020Q1 锌均价 16919.07 元/吨，同比下降 21.63%，环比下降 8.1%。中金岭南毛利率有一定程度下滑。铅的情况和锌类似，2020Q1 铅均价 14431.21 元/吨，同比下降 16.67%，环比下降 9.58%。豫光金铅毛利率同样出现下滑。预计 Q2 疫情发展形势逐步好转，在锌和铅的冶炼加工费用处于高位的环境下，锌价和铅价将会出现修复，进而带动企业业绩好转。

锡：Q1 锡价 13.2 万元，同比下跌 10.53%，环比下跌 3.74%。锡业股份整体毛利率出现下降主要是受到疫情的影响，导致业务收入下降以及锌价、锡价下行所致。Q2 虽然疫情可望得到好转，锡价有望触底反弹，但下游需求的恢复尚需时日，预计整体价格将维持震荡。

表10：铅锌锡板块 2020Q1 主要上市公司业绩指标

公司	一季报数据 (百万元)		营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		毛利率 (%)	
	2020Q1 营业收入	2020Q1 归母扣非净利润	2019Q1	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1	2020Q1
中金岭南	6041.23	187.83	-14.29	47.18	-32.26	-5.73	12.55	7.19
锌业股份	1364.08	13.81	-0.35	-29.67	-33.10	-32.87	7.16	8.22
驰宏锌锗	3400.16	165.29	-3.35	-28.31	-11.16	-53.27	17.86	17.49
豫光金铅	3384.37	-63.56	12.98	-27.64	-117.04	-814.92	4.07	1.89
株冶集团	3422.58	0.76	-33.29	84.65	65.62	102.50	0.73	4.65
锡业股份	9314.79	46.81	-0.85	4.00	7.81	-75.69	9.84	7.51

资料来源：Wind、民生证券研究院

（五）钴锂

钴：2019 钴价 27.87 万元/吨，同比下跌 48.10%，跌幅较大，华友钴业、寒锐钴业、洛阳钼业毛利率均同比大幅下跌；嘉能可于 2019 年年底关停 Mutanda 矿山，钴供给收缩，供过于求局面改善，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下滑；同时，天齐锂业业绩大幅下滑存在计提减值准备因素。

表11：钴锂板块 2019 主要上市公司业绩指标

公司	年报数据（百万元）		营收增速（%）		归母扣非净利润增速（%）		毛利率（%）	
	2019 营业收入	2019 归母扣非净利润	2019	2018	2019	2018	2019	2018
华友钴业	18,852.83	68.16	30.46	49.70	-95.31	-23.41	11.16	28.47
洛阳钼业	68,676.57	746.69	164.52	7.52	-83.63	45.91	4.47	37.68
寒锐钴业	1,779.04	5.50	-36.06	89.94	-99.22	56.17	11.75	45.30
赣锋锂业	5,341.72	694.42	6.75	14.15	-44.72	5.19	23.50	36.10
天齐锂业	4,840.62	-6,219.40	-22.48	14.16	-430.64	-12.23	56.56	67.60

资料来源：Wind、民生证券研究院

钴：Q1 钴价同比下跌 13%，但因相关上市公司在 2019 年已计提减值准备并在价格低位有所备货，华友钴业（存铜业务影响）、寒锐钴业毛利率均同比上涨，洛阳钼业毛利率下行主要系其他金属价格下行拖累。国内需求有望在 Q2 逐步好转，海外需求回暖或在 Q3，全年需求整体不悲观。

锂：由于疫情在海外持续蔓延，下游需求不足，锂价仍持续下行，相关企业盈利能力继续下滑，天齐锂业、赣锋锂业 Q1 的营收、归母扣非净利都出现大幅下滑。锂已经接近成本线位置，继续下行空间有限，业绩底部基本确认，业绩有望边际改善；同时，继续看好高镍化带来的氢氧化锂溢价。

表12：钴锂板块 2020Q1 主要上市公司业绩指标

公司	一季度数据（百万元）		营收增速（%）		归母扣非净利润增速（%）		毛利率（%）	
	2020Q1 营业收入	2020Q1 归母扣非净利润	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1
华友钴业	4,424.40	132.20	0.53	28.28	693.42	-98.02	13.68	12.02
洛阳钼业	22,382.53	209.66	399.82	-39.75	41.32	-90.48	-5.16	15.11
寒锐钴业	511.28	22.16	-1.38	-29.69	138.90	-122.40	17.33	6.18
赣锋锂业	1,078.84	71.86	-18.88	26.65	-51.98	-42.61	19.47	21.36
天齐锂业	968.43	-646.86	-27.57	-19.89	-887.58	-88.14	53.17	61.07

资料来源：Wind、民生证券研究院

（六）稀土永磁

2019 年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。稀土上市公司收入端增长明显，利润端改善明显；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13：稀土永磁板块 2019 年主要上市公司 2019 业绩指标

公司	年报数据 (百万元)		营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		毛利率 (%)	
	2019 营业收入	2019 归母扣非净利润	2019	2018	2019	2018	2019	2018
五矿稀土	1,647.29	85.79	78.12	29.18	-15.49	449.71	11.15	20.09
北方稀土	18,091.80	484.79	29.65	36.76	3.59	45.25	11.40	14.49
广晟有色	4,509.18	-38.64	87.05	-56.13	87.92	-750.70	5.72	2.16
盛和资源	6,959.52	51.11	11.76	19.67	-81.56	-15.60	14.18	14.72
中科三环	4,034.51	167.03	-3.12	6.91	-30.22	-8.90	19.03	19.56
正海磁材	1,798.56	84.28	7.06	40.89	218.50	-162.01	19.49	17.65
宁波韵升	1,945.74	-0.71	-3.99	7.42	-101.23	-80.20	17.75	19.59

资料来源：Wind、民生证券研究院

2020Q1 氧化镨钕均价 27.30 万元/吨，环比下降 3.36%；氧化镝均价 187.5 万元/吨，环比上涨 6.84%。Q1 受疫情需求下行，而南方的中重稀土开工率整体下行，供需两弱，中重稀土价格整体上行；稀土上市公司中五矿稀土、毛利率小幅增长，北方稀土、广晟有色等普遍出现毛利率小幅下滑。

表14：稀土永磁板块 2020Q1 主要上市公司 2020Q1 业绩指标

公司	一季度数据 (百万元)		营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		毛利率 (%)	
	2020Q1 营业收入	2020Q1 归母扣非净利润	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1
五矿稀土	314.98	0.88	-23.16	280.67	-92.81	-47.11	15.43	9.26
北方稀土	4,559.40	121.86	15.28	30.98	38.00	-10.02	9.77	10.38
广晟有色	1,569.56	6.46	180.65	-7.07	121.59	-29.99	3.58	4.31
盛和资源	1,777.54	6.93	12.30	15.34	-78.43	-56.10	8.04	11.24
中科三环	747.65	11.75	-18.78	-2.75	-70.71	1.23	14.23	19.04
正海磁材	348.48	10.67	-3.48	17.55	65.04	-72.57	20.33	16.26
宁波韵升	388.61	6.3	7.27	-17.31	-93.36	344.66	15.48	15.86

资料来源：Wind、民生证券研究院

(七) 其他小金属

钼：2019 需求端来看，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：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。相关上市公司宝钛股份业绩增长明显。

镁：2019 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所提高，因此价格有小幅上涨趋势。相关上市公司云海金属业绩小幅增长。

钨：2019 年下游终端需求下滑明显，相关上市公司业绩下滑明显。

表15：其他小金属板块主要上市公司 2019 业绩指标

公司	年报数据 (百万元)		营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		毛利率 (%)	
	2019 营业收入	2019 归母扣非净利润	2019	2018	2019	2018	2019	2018
云海金属	5,572.06	279.07	9.23	3.54	33.71	91.11	16.03	15.30
宝钛股份	4,187.62	205.90	22.80	18.56	84.85	1261.41	20.60	19.84
金钼股份	9,151.48	548.60	4.25	-13.99	56.93	589.16	19.55	18.38
合盛硅业	8,938.79	977.39	-19.30	59.37	-63.70	85.91	27.80	40.84
中钨高新	8,084.64	117.78	-1.12	21.87	-28.87	133.72	20.70	19.20
厦门钨业	17,395.52	105.02	-11.05	37.84	-65.94	-39.76	16.17	16.90

资料来源：Wind、民生证券研究院

钼：Q1 国内钼精矿整体以走跌为主。3 月末，45-50%钼精矿价格集中在 1380-1410 元/吨度，较 2020 年初下跌 170 元/吨度，跌幅达 11%左右。当前钼精矿已处在低位，矿山成本压力渐显，叠加东北某大型矿山发生事故，原料端供应短期预期收紧，钼精矿价格有望逐步回升。

钛：受疫情影响，海绵钛市场需求不断下降，企业出货困难，相关公司宝钛股份 Q1 盈利能力下降明显；随着下游企业的全面复工，需求量的上涨将会给钛价提供支撑。

镁：Q1 镁价持续下跌，海外需求下行，鉴于市场库存有所下降，短期内预计价格低位稳定。相关标的公司云海金属业绩下降。

钨：Q1 国内钨价震荡运行。年初受疫情影响，矿山以及冶炼企业延期复工，导致市场现货资源收紧，钨价小幅上涨。3 月初国际疫情全面爆发，进出口贸易市场受到海外疫情发酵的影响表现萎靡，而国内原料产能稳步提升，但终端需求跟进缓慢，钨价下跌，考虑成本问题，后续钨价下行空间有限。

表16：其他小金属板块主要上市公司 2020Q1 业绩指标

公司	一季报数据 (亿元)		营收增速 (%)		归母扣非净利润增速 (%)		毛利率 (%)	
	2020Q1 营业收入	2020Q1 归母扣非净利润	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1	2020Q1	2019Q1
云海金属	1,106.97	33.60	-6.97	2.76	-18.78	195.91	13.90	14.60
宝钛股份	1,020.53	39.10	-11.25	65.50	40.40	392.07	18.88	14.17
金钼股份	1,972.95	75.30	-10.26	10.77	3.92	58.30	18.81	15.63
合盛硅业	1,859.11	242.10	-23.87	8.75	-29.24	-42.09	29.68	30.66
中钨高新	1,721.01	40.54	-8.13	5.18	39.79	-46.32	21.78	17.86
厦门钨业	3,535.63	57.88	-7.29	11.68	209.34	-660.09	18.56	13.29

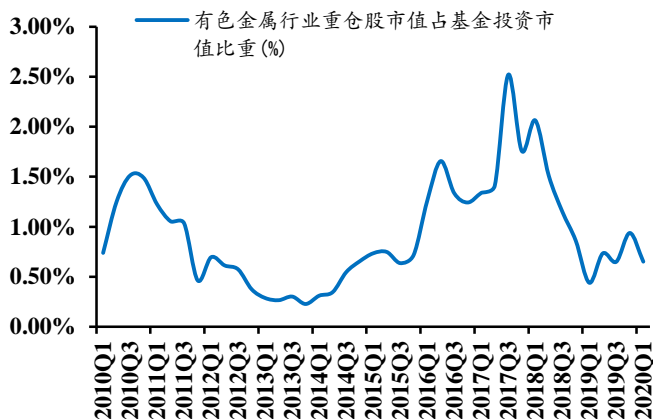
资料来源：Wind、民生证券研究院

四、基金持仓：Q1 持仓整体下滑，贵金属、锂增持明显

基金整体减仓，贵金属、锂增持，铜钴减仓。从基金 Q1 重仓股来看，Q1 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）对有色行业整体减仓，2020Q1 有色行业重仓股市值占基金投资市值的 0.65%，环比 2019Q4 的 0.94% 下降 0.29 个百分点。其中，黄金板块增持明显，主要系美联储降息至 0 利率并提出无上限 QE，金价上行；受疫情影响基本金属被减仓，铜板块减仓（但紫金矿业加仓），铝板块减仓，铅锌持仓继续下降。钴锂板块中钴被大幅减仓，锂小幅增持（赣锋增持、天齐减持），稀土和其他小金属板块被减持。

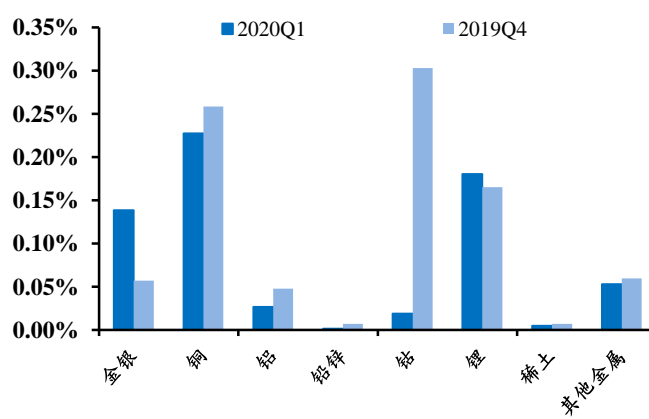
赣锋锂业和贵金属增持明显。个股方面，增持明显的是赣锋锂业和黄金板块。其中，赣锋锂业持仓占流通股比重+7.16%、赤峰黄金(+2.88%)、山东黄金(+2.05%)、紫金矿业(+1.76%)、合盛硅业(+1.73%)、西部黄金(+0.96%)、华钰矿业(+0.61%)、中金黄金(+0.51%)、楚江新材(+0.47%)等增持明显。贵金属上行逻辑不变，继续推荐**山东黄金、银泰黄金、紫金矿业**；全球电动化趋势不变，重视钴锂矿战略资源属性，推荐**赣锋锂业、华友钴业**。

图17：有色行业 Q1 持仓整体下降



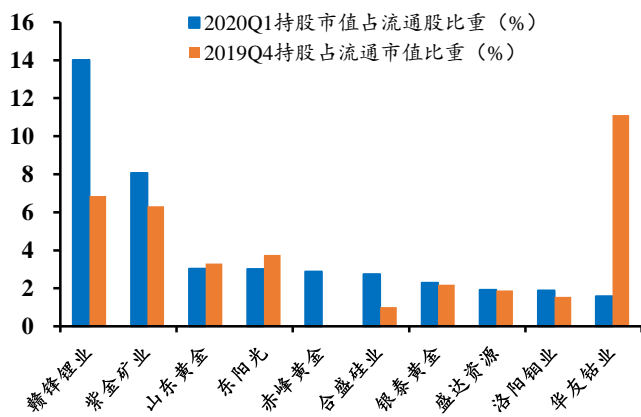
资料来源：Wind，民生证券研究院

图18：Q1 黄金与锂板块加仓



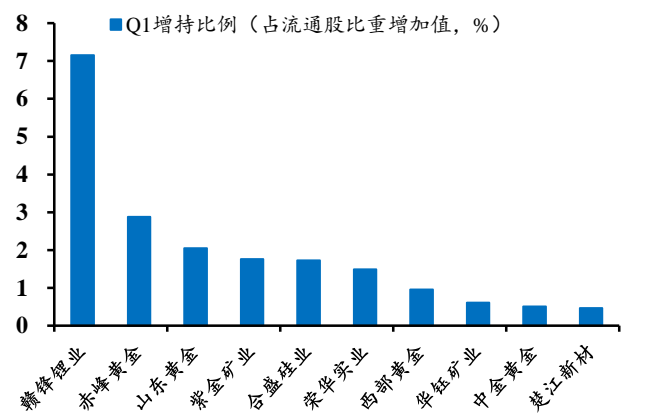
资料来源：Wind，民生证券研究院

图19：Q1 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20：Q1 有色增持（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

五、投资策略：Q2 建议关注钴锂、贵金属

贵金属：美联储 3 月议息会议宣布将维持利率在低位至经济复苏，并将继续提供流动性。短期关注避险因素为金价带来的提振。油价二次探底企稳后通胀预期逐步修复，实际利率仍有下行空间，金价中期震荡向上。长期来看，全球低利率环境有望延续，通胀预期逐步回升，实际利率保持低位，维持贵金属长期上行判断。**Q2 若因疫情超预期或美股系统性下跌导致金价出现回调，建议增配。**标的推荐：山东黄金、银泰黄金、盛达资源、恒邦股份、紫金矿业。

小金属：钴：南非逐步放宽封锁，矿端扰动逐步减少，国内各地补贴政策陆续公布，需求有望在 Q2 逐步回升，海外需求改善或需 Q3，钴价中枢有望逐步上移，钴供需紧平衡格局延续，推荐华友钴业。锂：锂盐价格延续底部震荡，继续看好高镍化进程带来的氢氧化锂溢价，推荐氢氧化锂产能放量的赣锋锂业。其他小金属可关注经济复苏带来的钨价上行，推荐金钨股份。

基本金属：铜：国内经济持续好转，电力需求恢复明显，电线电缆开工率达 100%。5 月初部分国家（秘鲁等）将结束封锁，铜矿供给影响逐步消除；国内部分冶炼厂检修计划调整至 Q2，关注供给收缩。铝：4 月下旬连续两周电解铝去库创历史新高，国内下游订单饱满，预计海外订单影响在 5 月逐步显现，短期震荡。短期关注供给收缩的铜，推荐紫金矿业，关注江西铜业、云南铜业。加工股关注新能源、5G 和轨交建设带来的新材料需求，推荐低估值的明泰铝业，关注楚江新材。

表17：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		5月7日	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547.SH	山东黄金	36.46	0.28	0.53	1.16	130	69	31	推荐
000975.SZ	银泰黄金	15.92	0.44	0.49	0.60	36	32	27	推荐
000603.SZ	盛达资源	11.11	0.65	0.63	0.87	17	18	13	推荐
603799.SH	华友钴业	37.26	0.11	0.68	1.14	339	55	33	推荐
002460.SZ	赣锋锂业	48.95	0.28	0.41	0.80	175	119	61	推荐
601899.SH	紫金矿业	3.96	0.18	0.18	0.25	22	22	16	推荐
600362.SH	江西铜业*	12.91	0.71	0.65	0.80	18	20	16	/
000878.SZ	云南铜业*	9.62	0.39	0.46	0.57	24	21	17	/
601677.SH	明泰铝业	9.23	1.51	1.05	1.13	6	9	8	推荐
002182.SZ	云海金属	8.91	1.41	0.82	0.84	6	11	11	推荐
002171.SZ	楚江新材*	8.50	0.35	0.42	0.51	24	20	17	/

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）

六、风险提示

疫情持续时间超预期带来的需求下行风险。

插图目录

图 1: 2019 年度营业收入同比上升 6%	3
图 2: 2019 年度归母净利润同比下降 54%	3
图 3: 2019 年度扣非净利润同比下降 97%	3
图 4: 2019 年度毛利率、净利率小幅下行	3
图 5: 2019 有色行业经营活动净现金流同比减少 5.13%	4
图 6: 2019 年有色行业投资活动现金流继续增长	4
图 7: 2019 年有色行业资产负债率整体约为 57.61%	5
图 8: 2019 年各二级行业资产负债率	5
图 9: 第一季度营业收入增速同比小幅增加	6
图 10: 第一季度扣非归母净利同比下跌	6
图 11: Q1 单季归母净利环比上升	6
图 12: Q1 单季度毛利率、净利率小幅回升	6
图 13: Q1 有色行业经营活动净现金流净额为 173 亿元	7
图 14: Q1 有色行业投资活动净额为-328.54 亿元。	7
图 15: 2020Q1 有色行业资产负债率整体约为 57.61%	8
图 16: 2020 年 Q1 各二级行业资产负债率	8
图 17: 有色行业 Q1 持仓整体下降	16
图 18: Q1 黄金与锂板块加仓	16
图 19: Q1 有色持股市值占流通股比重前十个股	16
图 20: Q1 有色增仓（占流通股比重增加值）前十个股	16

表格目录

表 1: 工业金属、贵金属利润 2019 年同比增长	4
表 2: 子板块 Q1 单季度利润同比下行、环比回升	7
表 3: 贵金属板块 2019 年主要上市公司业绩指标	9
表 4: 贵金属板块 2020Q1 主要上市公司业绩指标	9
表 5: 铜板块 2019 主要上市公司业绩指标	10
表 6: 铜板块 2020Q1 主要上市公司业绩指标	10
表 7: 铝板块 2019 主要上市公司业绩指标	11
表 8: 铝板块 2020Q1 主要上市公司业绩指标	11
表 9: 铅锌锡板块 2019 主要上市公司业绩指标	12
表 10: 铅锌锡板块 2020Q1 主要上市公司业绩指标	12
表 11: 钴锂板块 2019 主要上市公司业绩指标	13
表 12: 钴锂板块 2020Q1 主要上市公司业绩指标	13
表 13: 稀土永磁板块 2019 年主要上市公司 2019 业绩指标	14
表 14: 稀土永磁板块 2020Q1 主要上市公司 2020Q1 业绩指标	14
表 15: 其他小金属板块主要上市公司 2019 业绩指标	15
表 16: 其他小金属板块主要上市公司 2020Q1 业绩指标	15
表 17: 盈利预测与财务指标	17

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。