

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 05 月 08 日

分析师

分析师：吴轩 S1070519040001

☎ 021-61680360

✉ wu_xuan@cgws.com

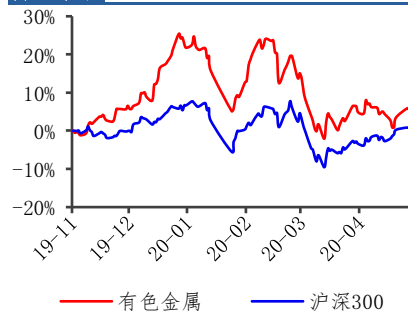
联系人（研究助理）：孙志轩

S1070118120018

☎ 0755-83515597

✉ sunzhixuan@cgws.com

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<贵金属短期极端行情结束 重视“真金白银”在经济下滑周期的配置价值>>

2020-04-03

<<军工材料拐点已现 十三五收官之年助力腾飞>> 2020-03-16

<<需求复苏有望持续 看好铜、钴及电极箔相关标的>> 2018-07-04

金属价格下跌拖累行业整体业绩 关注贵金属中长期牛市开启

——有色金属 2019 年报及 2020 一季报总结

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	20E	21E	20E	21E
银泰黄金	0.62	0.67	26.29	24.33
山东黄金	0.76	0.94	48.46	39.18
宝钛股份	0.72	0.89	35.44	28.67
西部材料	0.17	0.17	39.35	39.35
云海金属	0.72	0.83	12.36	10.72
楚江新材	0.42	0.58	20.10	14.55
海亮股份	0.55	0.6	16.65	15.27
明泰铝业	1.13	1.27	8.08	7.19
合盛硅业	1.30	1.72	17.85	13.49

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **2019 年有色板块业绩回落 黄金板块表现亮眼**: 2019 年有色金属板块实现营业收入 16961 亿元，同比增长 11.28%；归母净利润 136.59 亿元，同比减少 44.28%。子板块中工业金属板块因 2018 年大幅资产减值导致业绩基数较低，归母净利润同比增长 559.40%；黄金受益于金价上涨，剔除剔除 ST 刚泰（大幅计提减值）后，归母净利润同比增长 15.70%；稀有金属及新材料板块归母净利润均同比下滑，分别下降 138.70%、9.90%。行业 ROE 为 1.95%，同比下滑 1.74 个百分点，连续第二年大幅回落，行业销售利润率 1.01%，同比下滑 0.83 个百分点，成为影响 ROE 的主要因素。
- **2020 年 Q1 板块业绩因疫情承压 黄金板块延续强势态势**: 2020 年 Q1 有色金属板块实现营业收入 3836 亿元，同比增长 7.24%；归母净利润 39.29 亿元，同比减少 55.70%。申万三级子板块中大部分板块均受疫情因素影响业绩下滑，其中铅锌、铜、锂、金属新材料、非金属新材料板块归母净利润出现 50% 以上下滑，仅黄金及钨板块业绩同比增长，归母净利润分别增长 37.47%、107.34%。
- **资产负债率显著反弹 行业估值仍处于底部区间**: 2019 年有色整体下游不振，企业经营环境恶化，行业负债规模出现反弹，行业资产负债率 55.92%，较 2018 年上升 0.66 个百分点，自 2014 年以来首次出现反弹。随着 Q1 疫情爆发，有色企业经营受冲击较为严重，行业资产负债率达到了 57.39%，较 2019 年底环比提高 1.47 个百分点。行业估值 2019 年伴随国内股市反弹以及行业利润下降预期兑现有一定修复，但目前行业整体 TTM-PE35.14 倍，PB2.07 倍，仍处于近 5 年来底部区间。

- **压制金价重要因素已消失 全球性货币宽松有望推动金价中长期上行：**随着疫情对经济冲击影响显现，美国经济周期下行拐点已出现，此前压制金价的因素消退，在全球经济疲软背景下，全球性货币宽松或成为常态，有望推动金价步入缓涨阶段。而疫情导致的主权国家收支失衡或将引发主权债务危机，成为金价新的催化剂。建议关注矿山资源禀赋优异的银泰黄金；国内 A+H 股黄金龙头山东黄金。
- **军工材料业绩步入重要拐点 十三五收官之年值得期待：**观察 2019 年有色金属行业中军工材料相关标的业绩，我们认为公司业绩预期正逐步兑现，整体盈利情况明显优于其他子板块，但从估值水平及股票涨幅来看，却被市场低估。自 2018 年以来军工材料企业业绩呈现明显上涨态势，行业业绩拐点已然显现，随着我国强军政策的不断深化，十三五规划收官年的军品订单放量，2020 年军工企业业绩增长值得期待。建议关注充分受益高端钛材需求增长的钛加工龙头宝钛股份；依托西北有色研究院、主攻国防航空事业的稀有金属材料加工领军者西部材料
- **部分优质加工股已现估值低点 左侧投资机会凸显：**与资源类个股高价格弹性相比，加工类个股受上游资源品价格波动影响较小，同时，部分加工股在产品毛利率相对稳定的情况下，通过内生性增长或外延并购等方式，实现产能扩张保证业绩增长，如海亮股份、明泰铝业、云海金属等铜铝镁加工类企业；或是在宏观需求相对低迷时，利用技术及资金优势，扩充规模占据更大的市场份额，进一步巩固行业龙头地位，以量补价维持业绩，如合盛硅业。目前受疫情冲击全球经济下游需求显著恶化，部分优质加工企业估值已回落至历史低点，我们建议关注业绩确定性较强的低估值行业龙头企业：牵手宝钢加速汽车轻量化进程的镁业龙头云海金属；向军工新材料及高端设备进军的铜加工龙头楚江新材；成本优势铸造壁垒、产能投放预期强烈的铜管龙头海亮股份；改造升级热轧产能、发力高端用铝市场的铝板带箔细分龙头明泰铝业及周期底部逆市扩张，低成本优势助力业绩腾飞的全球工业硅巨擘合盛硅业。
- **风险提示：**宏观经济不及预期 全球经济重启不及预期 有色金属下游疲软

目录

1. 有色金属行情回顾：2019 走势与大盘基本一致 2020Q1 遭受疫情大幅下挫.....	6
1.1 有色行业受疫情冲击严重 2020 Q1 指数大幅下挫	6
1.2 工业金属价格普跌 黄金步入牛市	8
1.3 疫情冲击持续蔓延 半年度业绩或仍将承压	9
2. 有色业绩承压下行 黄金板块表现亮眼	10
2.1 工业金属板块业绩承压 铜板块表现坚挺	10
2.2 国际金价步入牛市 黄金板块业绩亮眼	12
2.3 稀有金属业绩普遍下挫 缅甸封关稀土板块表现强势	13
2.4 新材料板块业绩小幅下滑 磁材板块有望接棒新行情	15
2.5 业绩增长公司有所增加 20Q1 疫情拖累业绩下行	16
2.6 销售利润率下滑 拖累行业 ROE 显著回落	17
2.7 行业负债率回升 经营性现金流及销售现金比率回落	18
2.8 存货连续五年增长 存货周转率提升	20
2.9 行业估值有所回升 但仍处于底部	21
3. 行业投资策略：宏观环境利好黄金板块业绩提升 关注军工材料的成长性机会.....	22
3.1 贵金属：压制金价重要因素已消失 全球性货币宽松有望推动金价中长期上行	22
3.2 军工材料：业绩步入重要拐点 十三五收官之年值得期待	24
3.3 材料加工股：部分优质加工股已现估值低点 左侧投资机会凸显	27

图表目录

图 1:	2019 年申万行业涨跌幅情况 (%)	6
图 2:	2020 年初至今申万行业涨跌幅情况	6
图 3:	2019 年至今申万有色金属行业指数与上证指数对比 (2019 年初为 100)	6
图 4:	2019 年有色金属申万三级子版块涨跌幅 (%)	7
图 5:	2020 年至今有色金属申万三级子版块涨跌幅 (%)	7
图 6:	2019 年有色行业涨跌幅前五个股 (%)	7
图 7:	2020 年初至今有色行业涨跌幅前五个股 (%)	7
图 8:	SHFE 铜现货结算价 (元/吨)	10
图 9:	SHFE 铝现货结算价 (元/吨)	10
图 10:	SHFE 锌现货结算价 (元/吨)	10
图 11:	SHFE 铅现货结算价 (元/吨)	10
图 12:	近五年工业金属板块营收和归母净利润情况	11
图 13:	近五年 Q1 工业金属板块营收和归母净利润情况	11
图 14:	2013 年至今伦敦现货黄金价格 (美元/盎司)	12
图 15:	近五年黄金板块营收和归母净利润情况	13
图 16:	近五年 Q1 黄金板块营收和归母净利润情况	13
图 17:	电解钴价格走势 (万元/吨)	13
图 18:	五氧化二钒价格走势 (元/吨)	13
图 19:	近五年稀有金属板块营收和归母净利润情况	14
图 20:	近五年 Q1 稀有金属板块营收和归母净利润情况	14
图 21:	金红石价格走势 (元/吨)	14
图 22:	电池级碳酸锂价格走势 (元/吨)	14
图 23:	近五年新材料板块营收和归母净利润情况	15
图 24:	近五年 Q1 新材料板块营收和归母净利润情况	15
图 25:	2019 有色金属行业上市公司业绩增速分布	16
图 26:	2020Q1 有色金属行业上市公司业绩增速分布	16
图 27:	有色金属子板块销售利润率 (%) 年度变动情况	17
图 28:	有色金属子板块销售利润率 (%) 单季变动情况	17
图 29:	2015-2020Q1 有色金属行业整体负债率情况 (%)	18
图 30:	2015-2020Q1 有色金属各子板块负债率情况	18
图 31:	2015-2020Q1 有色金属经营性现金流净额及销售现金比率	19
图 32:	2009-2020Q1 有色金属行业存货情况 (亿元)	20
图 33:	2010-2019 有色金属行业存货周转率情况 (次)	20
图 34:	2014-2020Q1 有色金属各子板块存货情况 (亿元)	20
图 35:	2010-2019 有色金属行业存货周转率情况 (次)	20
图 36:	阴极铜库存 (吨)	20
图 37:	铝库存 (吨)	20
图 38:	铅库存 (吨)	21
图 39:	锌库存 (吨)	21
图 40:	2015 年以来有色金属板块 PE 走势	21
图 41:	2015 年以来有色金属板块 PB 走势	21
图 42:	2015 年以来有色金属子板块 PE 走势	21

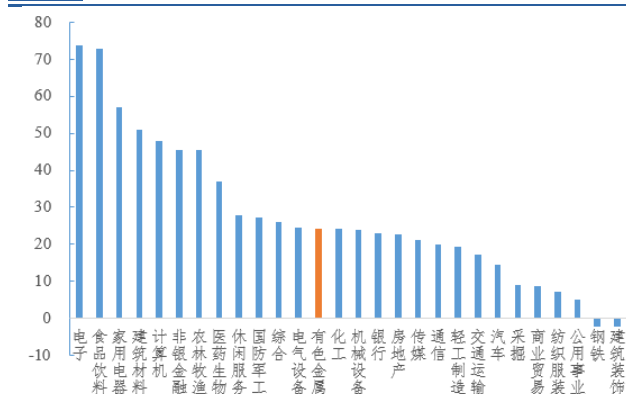
图 43:	2015 年以来有色金属子板块 PB 走势.....	21
图 44:	2018-2019 年金价的博弈围绕美国经济拐点判断.....	22
图 45:	美国不变价 GDP 环比折年率.....	23
图 46:	美国 PMI 数据变化 (ISM).....	23
图 47:	美国联邦基准利率达到历史底部零水平.....	23
图 48:	美国 10 年期国债名义收益率.....	23
图 49:	全球负利率债规模.....	24
图 50:	军工材料公司归母净利润情况 (亿).....	24
图 51:	军工材料公司 PE 水平与指数对比.....	24
图 52:	军工材料公司 2019 年涨跌幅与指数对比.....	25
图 53:	近年我国国防预算支出及军费支出占 GDP 比重.....	25
图 54:	近年来武器装备军费支出额及占总军费比重.....	25
图 55:	中美在役歼击机数量对比.....	26
图 56:	我国军队公开招标采购次数.....	27
图 57:	钛精矿价格 (元/吨).....	27
图 58:	海绵锆价格 (元/千克).....	27
表 1:	工业金属、贵金属及部分小金属价格变动情况 (除特别标注外单位均为元/吨, 2020/4/30 截止).....	8
表 2:	有色金属行业 2020 年中报业绩预告.....	9
表 3:	2019 年工业金属子板块财务数据.....	11
表 4:	2020Q1 工业金属子板块财务数据.....	11
表 5:	黄金板块 2019 年财务情况.....	12
表 6:	黄金板块 2020 年 Q1 财务情况.....	12
表 7:	2019 年度稀有金属板块财务情况.....	13
表 8:	2019Q1 稀有金属板块财务情况.....	14
表 9:	2019 年度新材料板块财务情况.....	15
表 10:	2019Q1 新材料板块财务情况.....	15
表 11:	2019&2020Q1 有色金属行业子板块业绩增速分布.....	16
表 12:	2020Q1 有色行业业绩环比显著改善的十家公司.....	16
表 13:	有色金属板块 ROE 情况.....	17
表 14:	2015-2020Q1 有色金属各级子板块经营性现金流净额及销售现金比率.....	19
表 15:	2020 年以来部分央行降息统计.....	23
表 16:	中美军机高端材料占比.....	26
表 17:	当前 PE-TTM 小于 25 倍有色金属行业个股 (剔除为负个股).....	28

1. 有色金属行情回顾：2019 走势与大盘基本一致 2020Q1 遭受疫情大幅下挫

1.1 有色行业受疫情冲击严重 2020 Q1 指数大幅下挫

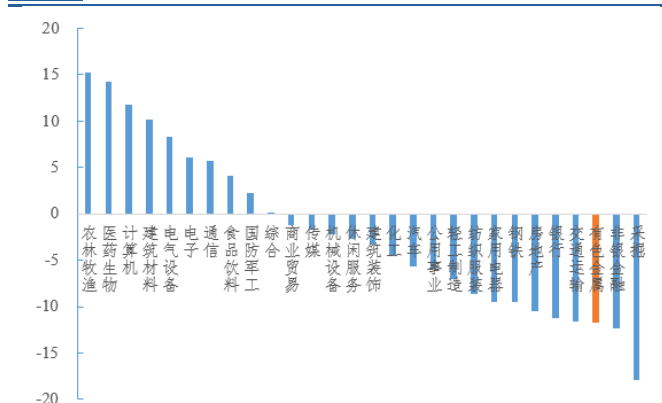
行业层面看，2019 年申万有色金属指数位列全部行业中第 13 位，年涨幅 24.27%。2020 年初至今受新冠肺炎疫情蔓延、全球大宗商品价格大幅下挫拖累，申万有色金属指数下跌 11.77%，排名下降至倒数第 3 位。

图 1: 2019 年申万行业涨跌幅情况 (%)



资料来源: WIND 长城证券研究所

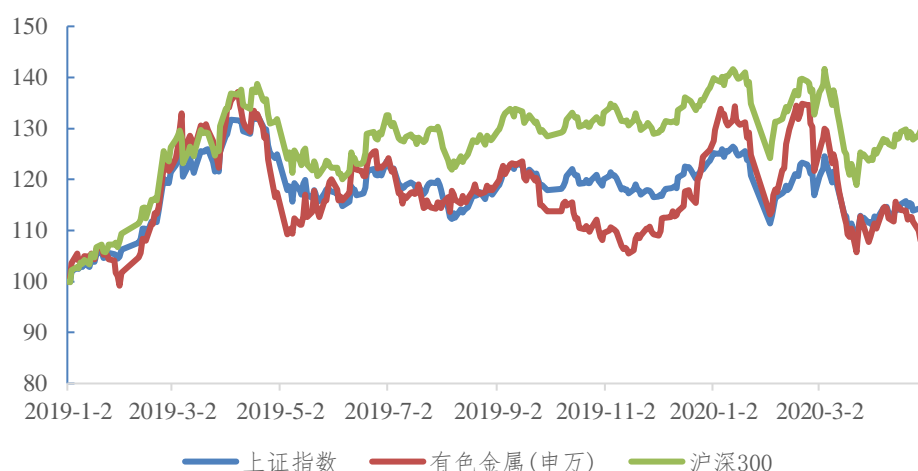
图 2: 2020 年初至今申万行业涨跌幅情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

与上证综指及沪深 300 相对比，有色金属板块表现与大盘走势基本一致，但显著弱于沪深 300 指数。自 2019 年初以来，沪深 300 指数上涨 31.76%，上证综指上涨 16.01%，有色指数上涨 11.01%；自 2020 年初以来，沪深 300 指数下跌 4.49%，上证综指下跌 6.23%，有色指数 11.77%，尽管有色指数在年初以来两轮上涨中涨幅较大，但整体走势仍弱于上证综指及沪深 300 指数。

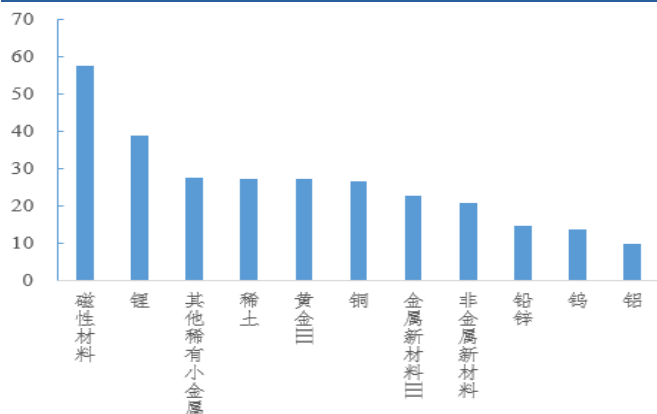
图 3: 2019 年至今申万有色金属行业指数与上证指数对比 (2019 年初为 100)



资料来源: WIND 长城证券研究所

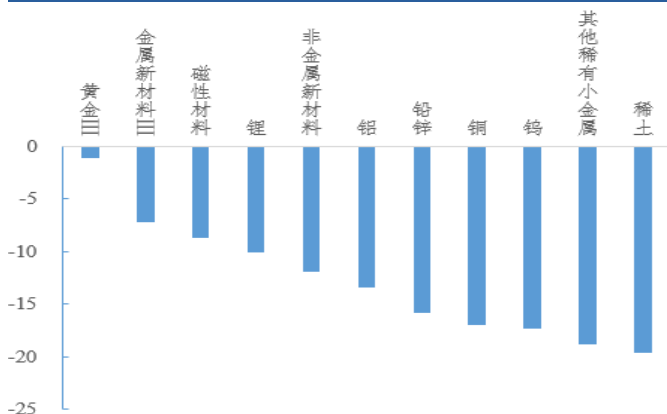
从子版块角度看, 2019 年所有子版块均收涨, 涨幅最大的板块为磁性材料, 涨幅 57.65%; 锂板块次之, 涨幅 38.84%。2020 年年初至今由于疫情蔓延导致宏观环境恶化, 上证综指较 2019 年明显回落, 有色所有子版块均出现下跌, 稀土及其他稀有小金属板块领跌, 跌幅接近 20%; 黄金板块由于金价环比上涨, 表现较为抗跌, 仅下跌 1.12%。

图 4: 2019 年有色金属申万三级子版块涨跌幅 (%)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 5: 2020 年至今有色金属申万三级子版块涨跌幅 (%)

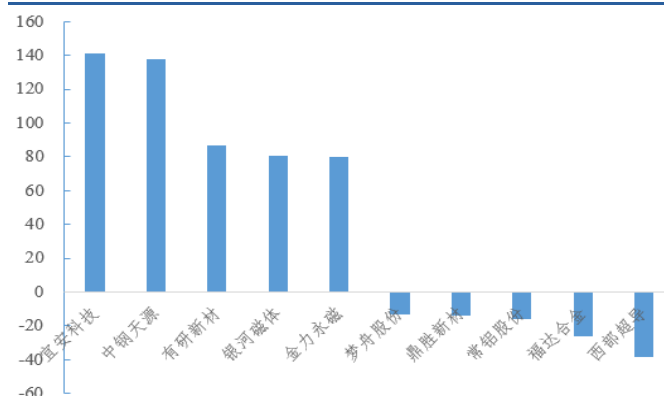


资料来源: WIND 长城证券研究所

剔除 ST 股与新股后, 2019 年有色金属板块涨幅较大的五只股票涨幅均超过 80%, 分别为宜安科技、中钢天源、有研新材、银河磁体、金力永磁; 跌幅最大的五只股票分别为西部超导、福达合金、常铝股份、鼎盛新材、梦舟股份。

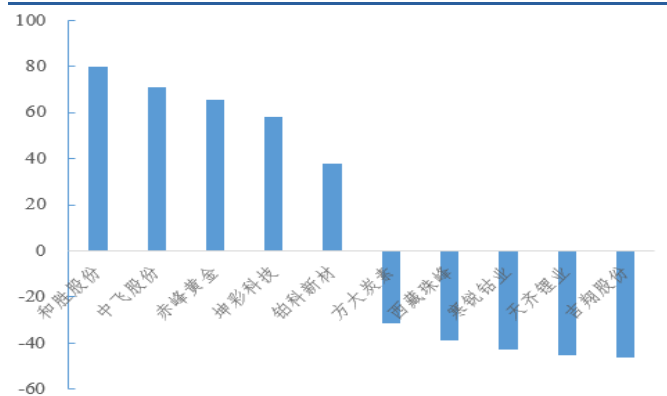
2020 年初至今涨幅最大的五只股票分别为和胜股份、中飞股份、赤峰黄金、坤彩科技、铂科新材; 跌幅最大的五只股票主要集中在小金属尤其是钴锂板块, 分别为吉翔股份、天齐锂业、寒锐钴业、西藏珠峰、方大碳素。

图 6: 2019 年有色行业涨跌幅前五个股 (%)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 7: 2020 年初至今有色行业涨跌幅前五个股 (%)



资料来源: WIND 长城证券研究所

1.2 工业金属价格普跌 黄金步入牛市

工业金属价格普跌：受贸易环境恶化、全球经济下滑拖累，工业金属中仅镍 2019 年价格有所上涨，其余工业金属均不及 2018 年价格，铅锌价格跌幅较大超过 10%。2020 年一季度受疫情影响，所有工业金属价格均出现大幅下挫，其中沪镍环比跌幅达到 14.26%。

黄金价格持续上涨，银价 2020 年 Q1 下跌：受美国经济走弱影响，美联储由鹰转鸽，年内经历数轮降息后实际利率走低，推动金价 2019 年上涨 9.67%。2020 年 Q1 受疫情影响，经济衰退预期大幅提升，各国为刺激经济加大货币宽松力度，金价受刺激再度上涨，Q1 环比上涨 6.65%。但白银受工业属性拖累，2020 年 Q1 环比下跌-3.57%。

小金属价格 2019 年普跌，2020 年供需格局双弱，价格涨跌互现：小金属由于市场较小，对供给侧及需求侧的变化较为敏感，价格变动更为剧烈。2019 年受宏观经济下行以及贸易环境恶化影响，除少数品种如钼系、钛系、锆系之外均出现不同程度下跌，其中钴价跌幅超过 30%，钒系跌幅超过 40%。2020 年 Q1 尽管下游需求不振，但疫情对矿山生产及运输造成了一定限制，供需双弱格局下小金属价格涨跌互现，其中金红石价格环比上涨 19.57%，涨幅最高；电池级碳酸锂环比下跌 13.85%，跌幅最高。

表 1：工业金属、贵金属及部分小金属价格变动情况（除特别标注外单位均为元/吨，2020/4/30 截止）

	2018 年 度	2019 均 价	年度涨幅	2019Q1	2019Q4	2020Q1	同比季 涨幅	环比季 涨幅	现价
铜	50680	47665	-5.95%	48510	47656	45100	-7.03%	-5.36%	42830
铝	14340	13883	-3.19%	13525	13898	13300	-1.66%	-4.30%	12450
铅	18838	16545	-12.17%	17296	15880	14372	-16.91%	-9.50%	13670
锌	23020	19948	-13.34%	21470	18395	16750	-21.98%	-8.94%	16370
锡	146545	141504	-3.44%	148085	137716	131676	-11.08%	-4.39%	126990
镍	103618	110225	6.38%	97999	120260	103109	5.21%	-14.26%	100630
COMEX 黄金	1272	1395	9.67%	1306	1488	1587	21.52%	6.65%	1694
COMEX 白银	15.72	16.21	3.12%	15.58	17.37	16.75	7.51%	-3.57%	14.97
钼铁	120085	119732	-0.29%	114317	112152	109132	-4.54%	-2.69%	103000
钼精矿	1725	1758	1.91%	1659	1638	1587	-4.34%	-3.11%	1470
氧化铝	1827	1875	2.63%	1772	1758	1707	-3.67%	-2.90%	1540
钨精矿	106165	87921	-17.18%	96133	88098	88736	-7.69%	0.72%	77000
钨铁	175077	152196	-13.07%	159300	151087	153462	-3.67%	1.57%	144000
电解锰	15398	12381	-19.59%	14152	10955	11060	-21.85%	0.96%	10550
五氧化二钒	266923	150285	-43.70%	228267	105810	94965	-58.40%	-10.25%	94500
钒铁	275992	161277	-41.56%	235550	111783	101478	-56.92%	-9.22%	100000
高碳铬铁	7432	6640	-10.65%	7188	6210	5870	-18.33%	-5.47%	6000
金属铬	73032	69263	-5.16%	76293	58391	54516	-28.54%	-6.64%	53000
钛精矿	1281	1269	-0.91%	1250	1321	1457	16.55%	10.27%	1525
钛铁	10698	10500	-1.85%	10350	10500	10500	1.45%	0.00%	10500
金红石	4331	5059	16.82%	4700	5687	6800	44.68%	19.57%	6800

	2018 年 度	2019 均 价	年度涨幅	2019Q1	2019Q4	2020Q1	同比季 涨幅	环比季 涨幅	现价
海绵钛	60871	74751	22.80%	65000	81000	80725	24.19%	-0.34%	63000
电解钴	533440	272912	-48.84%	315172	273745	271857	-13.74%	-0.69%	243000
锑锭	50889	41373	-18.70%	47802	39636	38071	-20.36%	-3.95%	35500
镁锭	17457	15816	-9.40%	18102	14241	14177	-21.68%	-0.44%	13100
工业级金属锂	892510	681288	-23.67%	788103	578478	542637	-31.15%	-6.20%	525000
电池级碳酸锂	124796	67460	-45.94%	82997	54533	46978	-43.40%	-13.85%	43500
钨粉	266333	213448	-19.86%	237689	213114	213725	-10.08%	0.29%	191000
氧化铈	215252	226514	5.23%	253111	204109	209907	-17.07%	2.84%	217500
普通氧化钼二级	1768808	1339603	-24.27%	1511278	1271902	1323352	-12.43%	4.05%	1355000
澳大利亚锆英矿（美元/吨）	1465	1624	10.85%	1640	1579	1543	-5.94%	-2.33%	1625
高级 MB 钴（美元/吨）	26	17	-35.06%	18	17	17	-4.76%	0.47%	15.45
低级 MB 钴（美元/吨）	26	17	-36.42%	19	17	17	-9.31%	-0.76%	15.425
氢氧化锂	134322	85110	-36.64%	101450	62340	57000	-43.81%	-8.57%	57750

资料来源：长城证券研究所

1.3 疫情冲击持续蔓延 半年度业绩或仍将承压

目前有色金属行业共 14 家公司披露中报业绩预告，绝大多数公司表示净利润将出现一定幅度的下滑。整体来看，由于全球经济受疫情严重冲击，大宗商品价格同比显著下跌，短期内难以出现逆转，2020 上半年有色金属行业业绩仍将承压。

表 2：有色金属行业 2020 年中报业绩预告

代码	公司	2019 年中报业绩预告
601609.SH	金田铜业	预计 2020 年 1-6 月生产经营情况和主要财务指标与 2019 年同期相比不会发生重大变化。
600490.SH	鹏欣资源	预测公司半年度利润与上年同期相比大幅下降
600385.SH	ST 金泰	累计净利润可能为亏损
600687.SH	*ST 刚泰	可能会引起在下一报告期期末累计净利润仍然为亏损
600531.SH	豫光金铅	可能存在年初至下一报告期期末的累计净利润与上年同期相比发生重大变动
002842.SZ	翔鹭钨业	净利润约 770.42 万元~2696.46 万元,下降 30%~80%
002182.SZ	云海金属	净利润约 7,000 万元~10,000 万元,下降 64.00%~74.80%
002460.SZ	赣锋锂业	净利润约 14,000 万元~20,000 万元,下降 32.00%~53.00%
002171.SZ	楚江新材	净利润约 10,000 万元~15,000 万元,下降 32.05%~54.70%
002466.SZ	天齐锂业	净利润约-93240 万元~-62160 万元
002378.SZ	章源钨业	净利润约-8,652.51 万元~-7,160.69 万元
002501.SZ	*ST 利源	净利润约-80,000 万元~-50,000 万元
603045.SH	福达合金	净利润不确定
601958.SH	金钼股份	从年初至下一报告期期末的累计净利润与上年同期相比可能会大幅下降，但市场仍存在诸多不确定性因素

资料来源：WIND 长城证券研究所

2. 有色业绩承压下行 黄金板块表现亮眼

2.1 工业金属板块业绩承压 铜板块表现坚挺

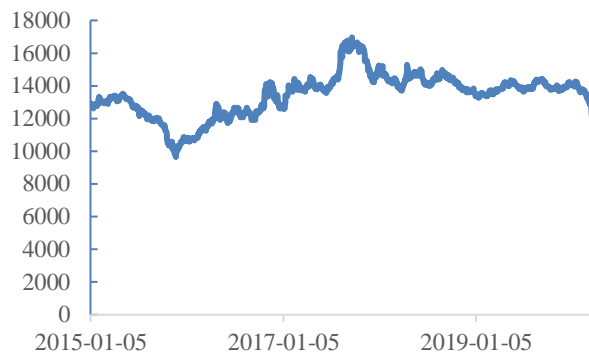
受贸易环境恶化、全球经济下滑拖累，2019年工业金属价格普遍震荡走弱，但由于2018年工业金属板块上市公司大幅计提资产减值损失，导致2018年业绩基数较低，2019年工业金属板块整体业绩反而出现一定幅度改善：板块营业收入10175亿元，同比增长2.68%；归母净利润72.77亿元，同比增长559.40%。其中铅锌板块由于资产减值损失较2018年低44.27亿元，推动归母净利润同比增长255.92%；铝板块公司资产减值损失较2018年降低53.83亿元，但由于ST利源出现巨亏，年度净利润较2018年下滑53亿元，导致板块整体净利润仅小幅上涨；铜板块业绩较为稳健，实现归母净利润58.01亿元，同比增长28.09%。

图 8: SHFE 铜现货结算价 (元/吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 9: SHFE 铝现货结算价 (元/吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 10: SHFE 锌现货结算价 (元/吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 11: SHFE 铅现货结算价 (元/吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

表 3: 2019 年工业金属子板块财务数据

行业	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			每股收益 EPS (元)			每股净资产 (元)		
	2018	2019	增长率	2018	2019	增长率	2018	2019	增长率	2018	2019	增长率
有色板块	15,242	16,961	11.28%	245.12	136.59	-44.28%	0.19	0.11	-44.19%	3.17	3.21	1.34%
工业金属	9,909	10,175	2.68%	-15.84	72.77	559.40%	-0.05	0.13	377.23%	3.24	3.32	2.58%
铅锌	1,410	1,315	-6.74%	-23.44	36.54	255.92%	-0.16	0.18	209.92%	2.77	2.78	0.47%
铜	5,293	5,676	7.23%	45.29	58.01	28.09%	0.23	0.38	64.13%	3.68	3.99	8.58%
铝	3,206	3,184	-0.68%	-37.69	-21.77	42.23%	-0.14	-0.06	56.03%	3.19	3.13	-1.72%

资料来源: WIND 长城证券研究所

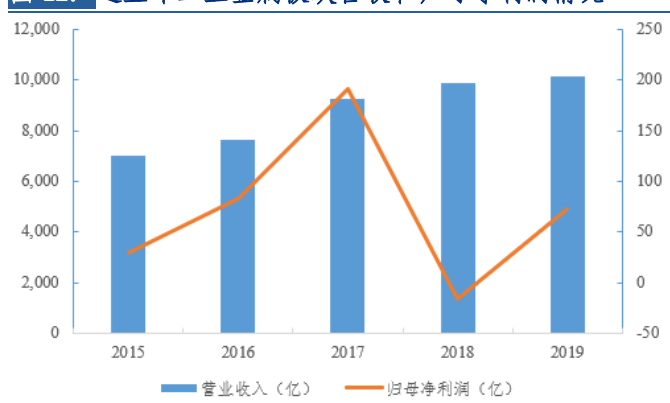
2020 年 Q1 受疫情影响工业金属价格大跌, 同时企业复工节奏也有所推迟, 导致各板块业绩均出现大幅同比下滑。但由于计提减值多发生于年末, 一季度计提减值数额较低, 各板块中仅铜板块业绩环比下跌, 其余板块环比均实现 100% 以上的增长。

表 4: 2020Q1 工业金属子板块财务数据

行业	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2019Q1	2019Q4	2020Q1	同比增长	环比增长	2019Q1	2019Q4	2020Q1	同比增长	环比增长
有色板块	3,577	4,446	3,836	7.24%	-13.72%	88.70	-150.15	39.29	-55.70%	126.17%
工业金属	2,306	2,667	2,223	-3.60%	-16.64%	42.62	-72.36	9.84	-76.92%	113.59%
铅锌	316	352	273	-13.70%	-22.60%	14.94	1.74	3.81	-74.47%	118.74%
铜	1,212	1,551	1,271	4.83%	-18.05%	17.89	1.44	0.82	-95.41%	-42.97%
铝	778	764	679	-12.65%	-11.05%	9.79	-75.54	5.20	-46.85%	106.88%

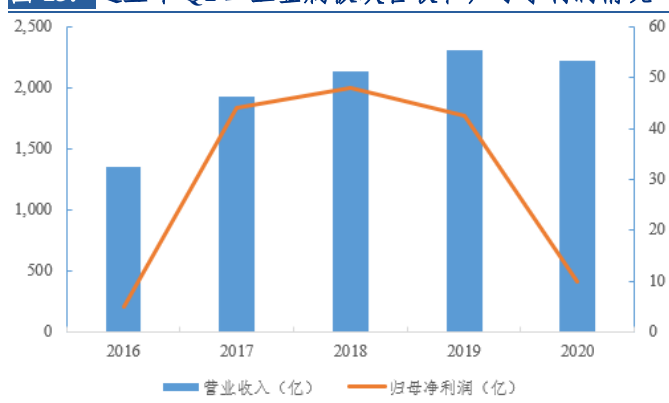
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 12: 近五年工业金属板块营收和归母净利润情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 13: 近五年 Q1 工业金属板块营收和归母净利润情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

2.2 国际金价步入牛市 黄金板块业绩亮眼

2019 年随着美国经济转弱信号频现，美联储由鹰转鸽，在年内多次降息的推动下，金价呈现脉冲式上涨，2019 年下半年一度达到 1550 美元/盎司，区间涨幅超过 30%。2019 年黄金板块实现营业收入 2966 亿元，同比增长 46.99%；实现归母净利润 38.68 亿元，同比减少 12.72%，下滑主要源于 ST 刚泰计提资产、信用减值损失 28.8 亿元，拖累板块业绩。剔除 ST 刚泰后，板块归母净利润同比增长 15.70%。

图 14: 2013 年至今伦敦现货黄金价格（美元/盎司）



资料来源: WIND 长城证券研究所

表 5: 黄金板块 2019 年财务情况

行业	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			每股收益 EPS（元）			每股净资产（元）		
	2018	2019	增长率	2018	2019	增长率	2018	2019	增长率	2018	2019	增长率
有色板块	15,242	16,961	11.28%	245.12	136.59	-44.28%	0.19	0.11	-44.19%	3.17	3.21	1.34%
黄金	2,432	2,966	46.99%	44.32	38.68	-12.72%	0.02	-0.05	-306.38%	2.68	2.79	4.08%

资料来源: WIND 长城证券研究所

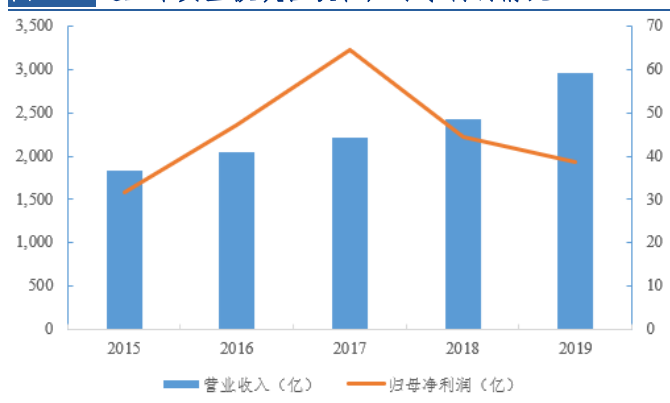
2020 年 Q1 受疫情影响，经济衰退预期大幅提升，各国为刺激经济加大货币宽松力度，金价受刺激再度上涨，Q1 黄金板块实现营收 716 亿，同比增长 19.22%，环比增长 19.86%；实现归母净利润 18.78 亿元，同比增长 37.47%，环比增长 284.17%。

表 6: 黄金板块 2020 年 Q1 财务情况

行业	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2019Q1	2019Q4	2020Q1	同比增长	环比增长	2019Q1	2019Q4	2020Q1	同比增长	环比增长
有色金属	3,577	4,446	3,836	7.24%	-13.72%	88.70	-150.15	39.29	-55.70%	126.17%
黄金	601	598	716	19.22%	19.86%	13.66	-10.20	18.78	37.47%	284.17%

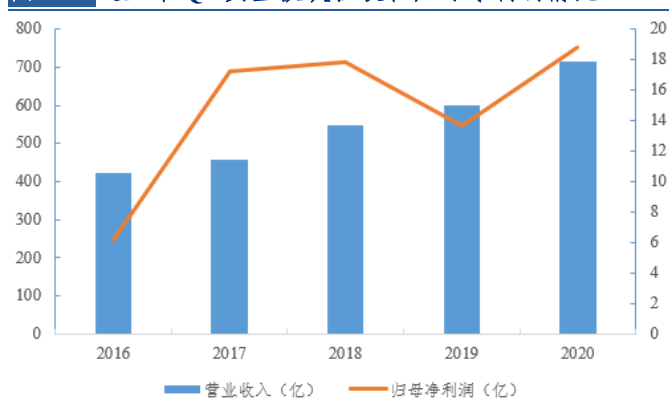
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 15: 近五年黄金板块营收和归母净利润情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 16: 近五年 Q1 黄金板块营收和归母净利润情况

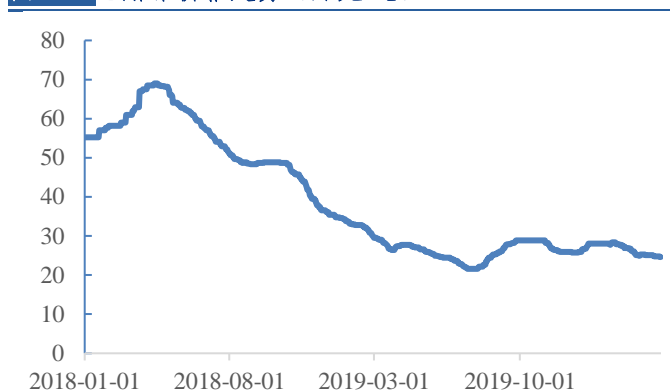


资料来源: WIND 长城证券研究所

2.3 稀有金属业绩普遍下挫 缅甸封关稀土板块表现强势

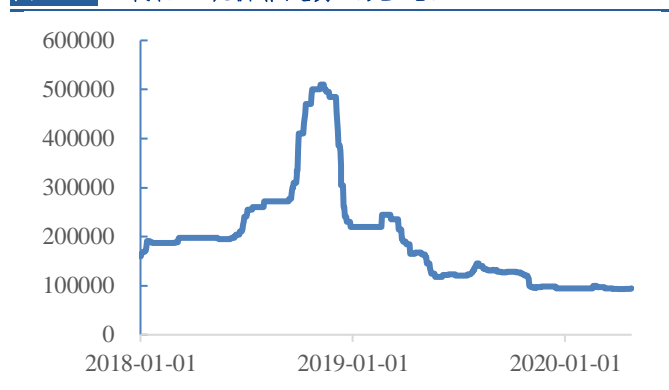
2019 年受宏观经济下行以及贸易环境恶化影响，稀有金属除少数品种如钼系、钛系、锆系之外均出现不同程度下跌，其中钴价跌幅超过 30%，钒系跌幅超过 40%。稀有金属板块全年实现营业收入 2871 亿元，同比增长 46.58%；实现归母净利润-51.10 亿元，同比下降 138.70%。利润下滑最直接的原因在于锂板块中的天齐锂业以及其他稀有小金属板块中的 ST 金贵计提巨额减值，两家 2019 年资产减值损失及信用减值损失合计超过 73 亿元。

图 17: 电解钴价格走势（万元/吨）



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 18: 五氧化二钒价格走势（元/吨）



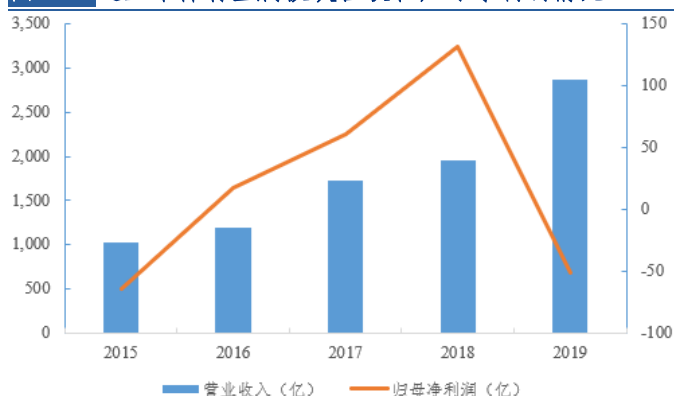
资料来源: WIND 长城证券研究所

表 7: 2019 年度稀有金属板块财务情况

板块	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			每股收益 EPS（元）			每股净资产(元)		
	2018	2019	增长率	2018	2019	增长率	2018	2019	增长率	2018	2019	增长率
有色板块	15,242	16,961	11.28%	245.12	136.59	-44.28%	0.19	0.11	-44.19%	3.17	3.21	1.34%
稀有金属	1,959	2,871	46.58%	132.03	-51.10	-138.70%	0.46	-0.28	-161.34%	3.15	3.07	-2.40%
锂	114	102	-11.07%	28.51	-56.25	-297.34%	0.70	-2.48	-454.64%	5.48	5.53	0.86%
其他稀有小金属	1,296	2,169	67.35%	88.59	-4.95	-105.59%	0.64	-0.18	-128.86%	2.93	2.85	-2.70%
稀土	235	312	32.70%	7.06	8.48	20.11%	-0.11	0.12	202.83%	2.73	2.82	3.19%
钨	313	288	-7.96%	7.88	1.62	-79.41%	0.30	0.06	-78.56%	3.92	3.82	-2.41%

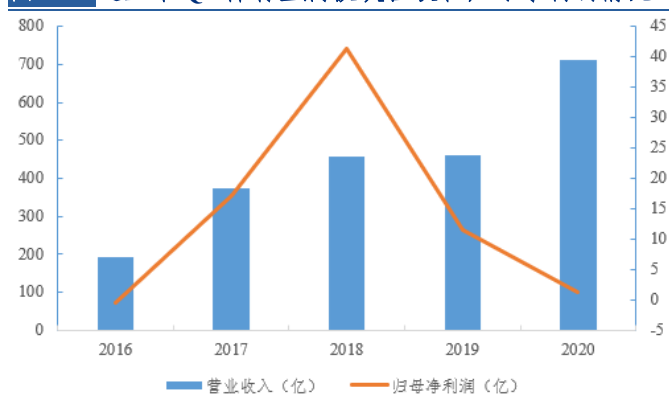
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 19: 近五年稀有金属板块营收和归母净利润情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

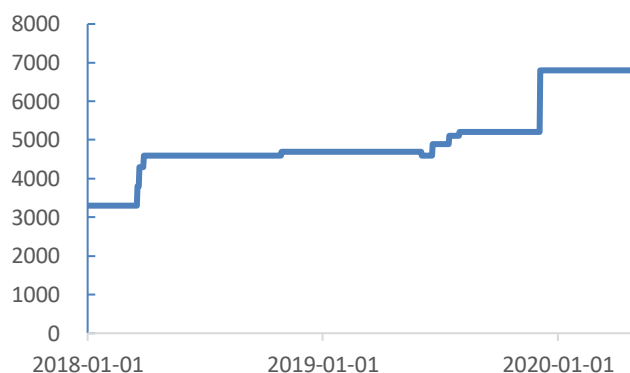
图 20: 近五年 Q1 稀有金属板块营收和归母净利润情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

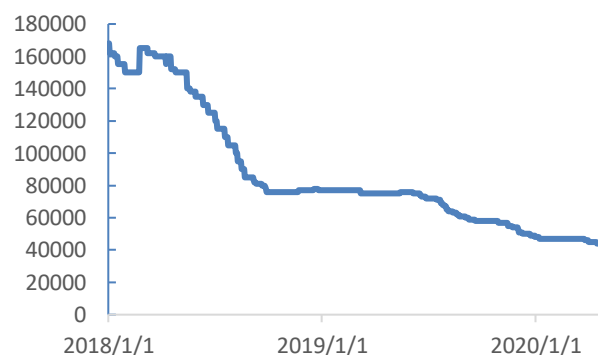
2020 年 Q1 尽管下游需求不振,但疫情对矿山生产及运输造成了一定限制,供需双弱格局下小金属价格涨跌互现,其中金红石价格环比上涨 19.57%,涨幅最高;电池级碳酸锂环比下跌 13.85%,跌幅最高。稀有金属板块一季度实现营业收入 713 亿元,同比增长 54.89%;实现归母净利润 1.29 亿元,同比下滑 88.91%。利润主要受天齐锂业和 ST 金贵拖累。其中天齐锂业归母净利润-5.00 亿元,同比下滑 549.54%;ST 金贵归母净利润-5.07 亿元,同比下滑 1314.63%。

图 21: 金红石价格走势 (元/吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 22: 电池级碳酸锂价格走势 (元/吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

表 8: 2019Q1 稀有金属板块财务情况

行业	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2019Q1	2019Q4	2020Q1	同比增长	环比增长	2019Q1	2019Q4	2020Q1	同比增长	环比增长
有色金属	3,577	4,446	3,836	7.24%	-13.72%	88.70	-150.15	39.29	-55.70%	126.17%
稀有金属	460	912	713	54.89%	-21.87%	11.60	-78.55	1.29	-88.91%	101.64%
稀土	65	75	82	26.35%	9.08%	1.86	-0.02	1.73	-7.12%	7263.90%
钨	66	77	59	-10.64%	-24.29%	0.40	0.53	0.83	107.34%	57.63%
锂	27	22	20	-24.88%	-5.86%	3.15	-60.94	-4.93	-256.50%	91.92%
其他稀有小金属	302	738	551	82.46%	-25.25%	6.19	-18.12	3.66	-40.98%	120.18%

资料来源: WIND 长城证券研究所

2.4 新材料板块业绩小幅下滑 磁材板块有望接棒新行情

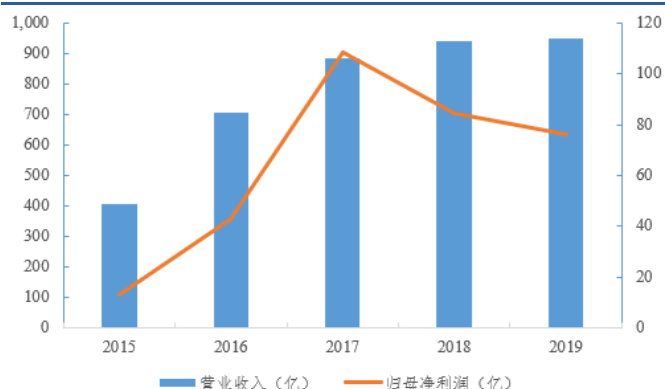
2019 年新材料板块实现收入 949 亿元，同比增长 0.75%；实现归母净利润 76.23 亿元，同比下滑 9.90%，业绩下滑主要受非金属新材料板块拖累，而金属新材料实现 177.58% 增长（主要由于 2018 年 ST 鹏起巨额资产减值拉低 2018 年基数）。金属新材料中云海金属实现归母净利润 9.1 亿，同比增长 176.29%；非金属新材料中方大碳素由于石墨电极价格大跌，归母净利润同比下滑 63.95%，合盛硅业受硅价拖累，归母净利润下滑 60.56%。

表 9: 2019 年度新材料板块财务情况

板块	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			每股收益 EPS（元）			每股净资产（元）		
	2018	2019	增长率	2018	2019	增长率	2018	2019	增长率	2018	2019	增长率
有色板块	15242	16961	11.28%	245.12	136.59	-44.28%	0.19	0.11	-44.19%	3.17	3.21	1.34%
新材料	942	949	0.75%	84.61	76.23	-9.90%	0.42	0.41	-0.82%	3.67	3.72	1.37%
非金属新材料	377	372	-1.12%	93.15	41.87	-55.05%	0.87	0.70	-19.84%	5.22	5.23	0.24%
磁性材料	163	242	48.97%	11.12	19.11	71.96%	0.22	0.40	79.04%	3.46	3.49	0.91%
金属新材料	403	335	-16.95%	-19.66	15.25	177.58%	0.11	0.19	75.75%	2.79	2.78	-0.36%

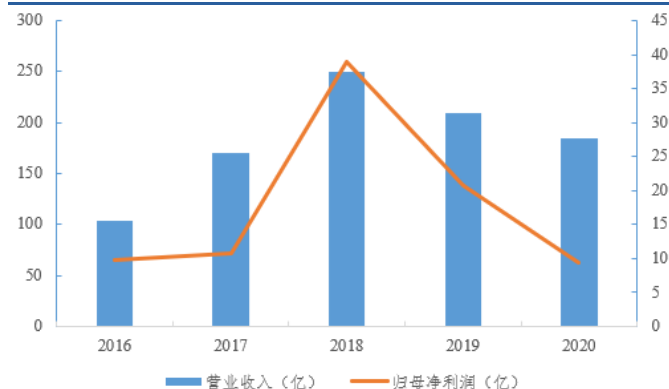
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 23: 近五年新材料板块营收和归母净利润情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 24: 近五年 Q1 新材料板块营收和归母净利润情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

2020Q1 新材料板块实现收入 184 亿元，同比下滑 12.31%；实现归母净利润 9.39 亿元，同比下滑 54.91%。受疫情影响，新材料三大子板块业绩均出现一定程度下滑，金属新材料板块实现归母净利润 1.15 亿元，同比下滑 72.49%；磁性材料板块实现归母净利润 3.19 亿元，同比下滑 18.30%；非金属新材料板块实现归母净利润 5.05 亿元，同比下滑 60.37%。

表 10: 2019Q1 新材料板块财务情况

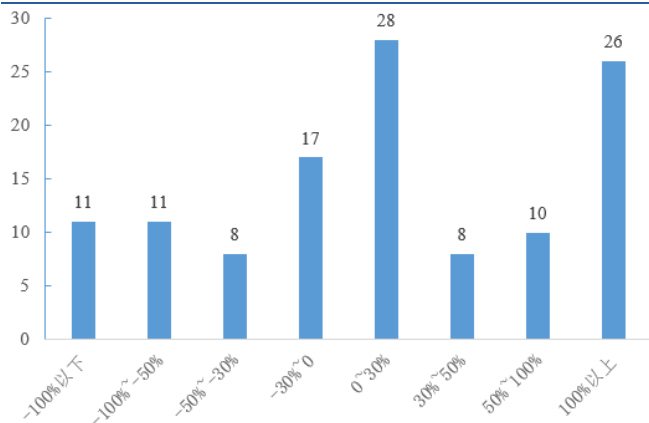
行业	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2019Q1	2019Q4	2020Q1	同比增长	环比增长	2019Q1	2019Q4	2020Q1	同比增长	环比增长
有色金属	3,577	4,446	3,836	7.24%	-13.72%	88.70	-150.15	39.29	-55.70%	126.17%
新材料	210	269	184	-12.31%	-31.70%	20.82	10.96	9.39	-54.91%	-14.37%
金属新材料	91	100	63	-30.25%	-36.74%	4.16	0.63	1.15	-72.49%	82.24%
磁性材料	36	69	47	31.17%	-31.43%	3.90	4.63	3.19	-18.30%	-31.17%
非金属新材料	83	100	73	-11.73%	-26.87%	12.76	5.70	5.05	-60.37%	-11.36%

资料来源: WIND 长城证券研究所

2.5 业绩增长公司有所增加 20Q1 疫情拖累业绩下行

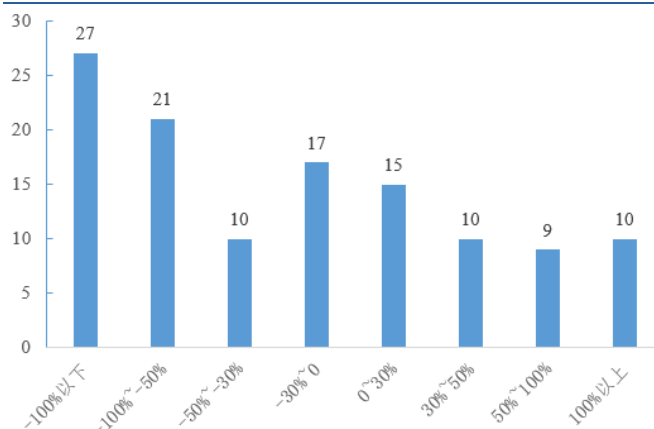
2019 年共有 72 家有色公司业绩正增长，其中有 26 家业绩增长超过 100%，业绩表现较 2018 年有所改善，但仍弱于 2017 年（正增长 102 家）。2020 年一季度受疫情影响，共有 75 家有色公司业绩负增长，其中有 27 家业绩下滑幅度超过 100%。

图 25: 2019 有色金属行业上市公司业绩增速分布



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 26: 2020Q1 有色金属行业上市公司业绩增速分布



资料来源: WIND 长城证券研究所

表 11: 2019&2020Q1 有色金属行业子板块业绩增速分布

		-100%以下	-100%~-50%	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
2019 年报	工业金属	2	3	3	6	12	1	6	16
	稀有金属	6	5	2	4	3	2	1	1
	黄金	1	0	1	2	2	2	0	4
	新材料	2	3	2	5	11	3	3	5
	有色板块整体	11	11	8	17	28	8	10	26
2020Q1	工业金属	12	9	5	6	5	4	3	5
	稀有金属	6	5	0	1	4	4	0	4
	黄金	2	2	0	3	1	0	3	1
	新材料	7	5	5	7	5	2	3	0
	有色板块整体	27	21	10	17	15	10	9	10

资料来源: WIND 长城证券研究所

一季度有色金属板块归母净利润合计 38.40 亿元，同比下滑 55.60%。板块中仅钨及黄金板块业绩同比增长，分别增长 107.37%、22.23%；锂、铜、金属新材料板块下滑幅度最大，分别下滑 235.31%、95.53%、91.96%。个股中，业绩环比正增长的公司共 38/119 家，归母净利润合计下滑 162.42 亿元。

表 12: 2020Q1 有色行业业绩环比显著改善的十家公司

证券代码	证券简称	2019Q4 业绩	2020Q1 业绩	增长率
603799.SH	华友钴业	0.2677	1.8350	585.47%
600330.SH	天通股份	0.1571	0.9895	529.85%
600497.SH	驰宏锌锗	-0.4688	1.7678	477.09%
600888.SH	新疆众和	0.1117	0.6411	473.95%
000657.SZ	中钨高新	0.1471	0.5064	244.26%

证券代码	证券简称	2019Q4 业绩	2020Q1 业绩	增长率
002130.SZ	沃尔核材	0.1292	0.4282	231.42%
000688.SZ	国城矿业	-0.2059	0.2629	227.68%
600489.SH	中金黄金	0.5988	1.5959	166.52%
000878.SZ	云南铜业	0.5289	1.2170	130.10%
600259.SH	广晟有色	-0.2623	0.0514	119.60%

资料来源: WIND 长城证券研究所

2.6 销售利润率下滑 拖累行业 ROE 显著回落

2019 年有色行业整体 ROE 为 1.95%，同比下滑 1.74 个百分点，连续第二年显著回落。其中销售利润率 1.01%，同比下滑 0.83 个百分点，成为影响 ROE 的主要因素，权益乘数、资产周转率均小幅提升。

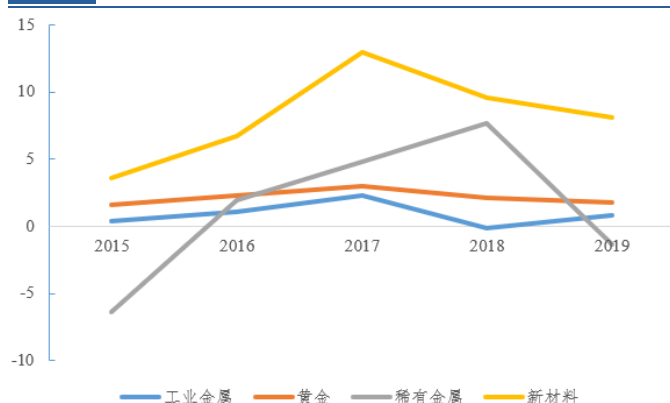
表 13: 有色金属板块 ROE 情况

	ROE/%	销售净利率/%	资产周转率	权益乘数
2015	0.9248	0.3146	0.9208	2.408489
2016	4.0923	1.87	0.9242	2.321926
2017	7.4809	3.5949	0.9625	2.2391
2018	3.6903	1.8465	0.9506	2.235061
2019	1.9547	1.0125	0.9817	2.268546
2016Q1	0.6269	1.462	0.1773	2.395921
2017Q1	1.6866	3.6135	0.2077	2.311043
2018Q1	2.2436	4.7392	0.2164	2.220998
2019Q1	1.3153	2.8394	0.2101	2.274733
2020Q1	0.5652	1.2901	0.2099	2.347054

资料来源: WIND 长城证券研究所

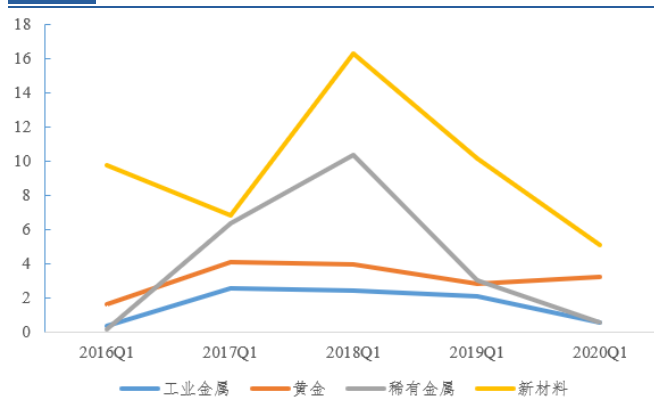
2020 年一季度有色行业整体 ROE 为 0.57%，同比下滑 0.75 个百分点。其中销售利润率为 1.29%，同比下滑 1.55 个百分点，成为影响 ROE 的主要因素，资产周转率保持稳定，行业负债率因疫情原因小幅提升。

图 27: 有色金属子板块销售利润率 (%) 年度变动情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 28: 有色金属子板块销售利润率 (%) 单季变动情况

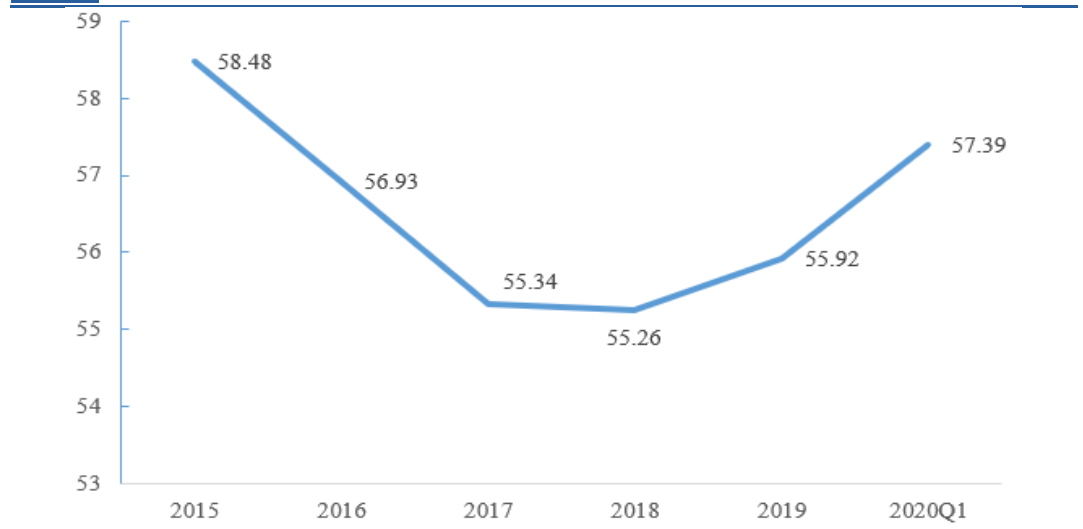


资料来源: WIND 长城证券研究所

2.7 行业负债率回升 经营性现金流及销售现金比率回落

2019 年全球经济增速放缓，有色整体下游不振，企业经营环境恶化，行业负债规模出现反弹。2019 有色金属行业资产负债率为 55.92%，较 2018 年上升 0.66 个百分点，自 2014 年以来首次出现反弹。

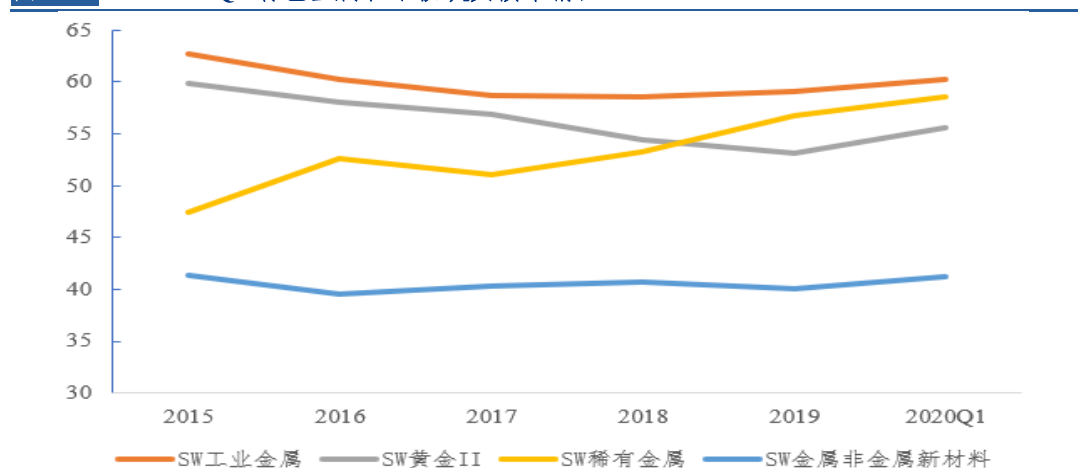
图 29: 2015-2020Q1 有色金属行业整体负债率情况 (%)



资料来源: WIND 长城证券研究所

受疫情影响，一季度有色企业经营环境显著恶化，行业负债规模增速远高于股东权益增速，导致资产负债率明显提升。2020 年 Q1 有色金属行业资产负债率达到 57.39%，较 2019 年底环比提高 1.47 个百分点。

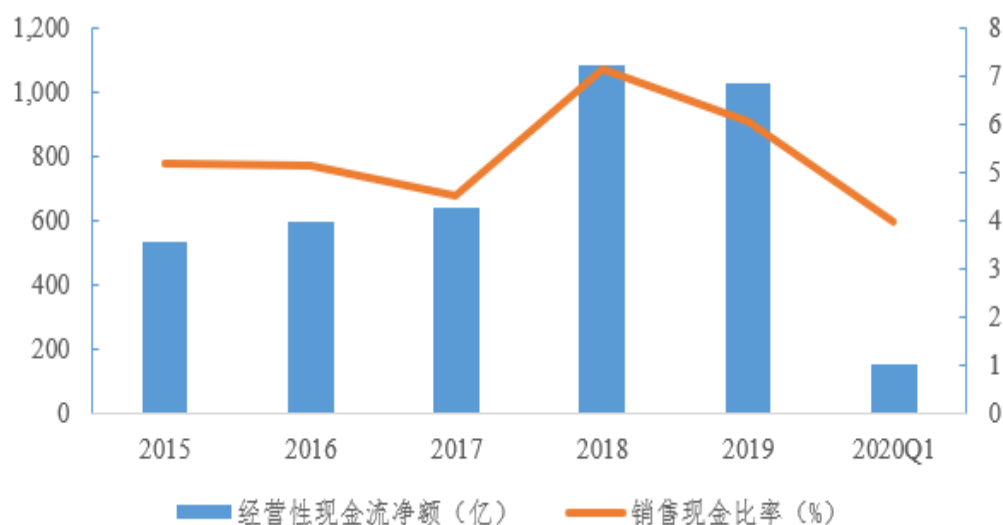
图 30: 2015-2020Q1 有色金属各子板块负债率情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

2019 年由于有色下游不振，行业整体处于下行阶段，行业现金流情况及销售现金比例均出现一定程度恶化。有色板块实现经营性现金流净额 1026.171 亿元，同比下滑 5.52%，销售现金比率 6.05%，较 2018 年下降 1.08 个百分点。

图 31: 2015-2020Q1 有色金属经营性现金流净额及销售现金比率



资料来源: WIND 长城证券研究所

表 14: 2015-2020Q1 有色金属各级子板块经营性现金流净额及销售现金比率

		经营性现金流净额						销售现金比率					
	子行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
二级行业	工业金属	336.65	362.68	324.87	584.1	564.98	61.77	4.33	4.37	3.48	5.89	5.55	2.78
	黄金	123.11	118.54	135.61	177.11	198.28	33.23	6.76	5.77	6.14	7.28	6.68	4.64
	稀有金属	70.34	98.97	95.97	206.36	155.50	56.38	7.06	8.64	5.65	10.54	5.42	7.91
	金属非金属新材料	33.99	39.28	67.51	118.58	107.42	1.70	7.74	7.35	9.35	12.59	11.32	0.92
三级行业	铝	140.66	159.84	200.55	204.79	224.97	46.50	6.2	6.36	6.45	6.39	7.06	6.84
	铜	98.17	141.14	-14.49	238.01	188.15	1.69	2.29	3.06	-0.3	4.5	3.31	0.13
	铅锌	97.83	61.7	138.81	141.31	151.86	13.58	8.07	5.24	10.38	10.02	11.55	4.98
	黄金	123.11	118.54	135.61	177.11	198.28	33.23	6.76	5.77	6.14	7.28	6.68	4.64
	稀土	24.79	-2.71	-16.51	-6.19	14.65	5.60	21.49	-2.44	-7.64	-2.63	4.70	6.82
	钨	-4.36	18.68	-7.06	12.2	25.66	-0.02	-2.78	11.86	-3	3.9	8.91	-0.03
	锂	10.34	25.81	36.5	42.73	30.24	-1.26	26.44	33.8	34.41	37.32	29.70	-6.14
	其他稀有小金属	39.57	57.2	83.04	157.62	84.94	52.05	5.78	7.14	7.27	12.16	3.92	9.44
	金属新材料	6.58	18.45	0.8	24.36	19.09	0.35	3.36	7.51	0.26	6.05	5.70	0.55
	磁性材料	7.7	3.48	5.46	9.34	21.00	0.96	7.21	2.9	3.89	5.75	8.67	2.02
	非金属新材料	19.71	17.35	61.26	84.89	67.33	0.39	14.43	10.3	21.88	22.54	18.08	0.53

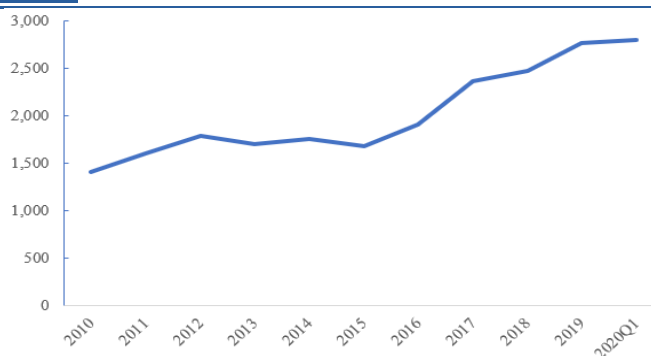
资料来源: WIND 长城证券研究所

2.8 存货连续五年增长 存货周转率提升

2019 年有色金属行业库存 2760.80 亿，同比增长 11.88%，但由于营业成本增速更快（13.84%），有色行业存货周转率反而提升 0.30 至 5.91 次。黄金和稀有金属库存上升幅度较大，分别同比增长 28.18%、18.68%。2020 年 Q1 有色行业整体库存保持增长态势，达到 2798.41 亿元，环比增速 1.36%，其中稀有金属板块库存下降，工业金属库存基本稳定，黄金及新材料板块库存增速均超过 5%。

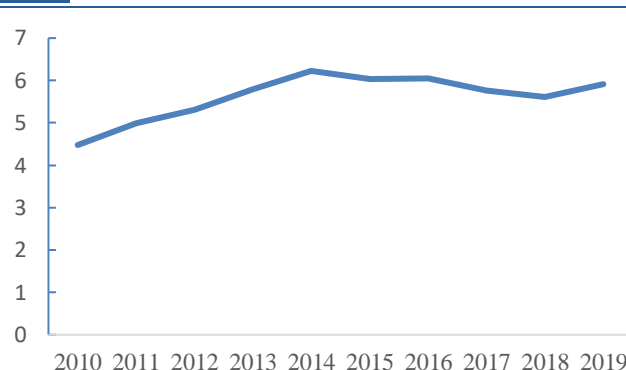
金属库存方面，上期所铜铝铅锌库存均较年内高点显著回落，铝库存下降最为明显，但在下游需求不振的背景下，低库存对价格的提振作用有限。

图 32: 2009-2020Q1 有色金属行业存货情况（亿元）



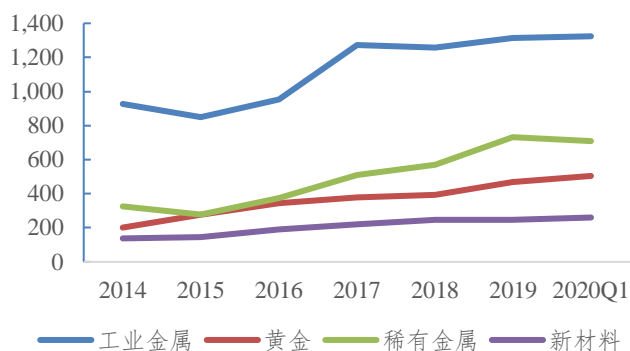
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 33: 2010-2019 有色金属行业存货周转率情况（次）



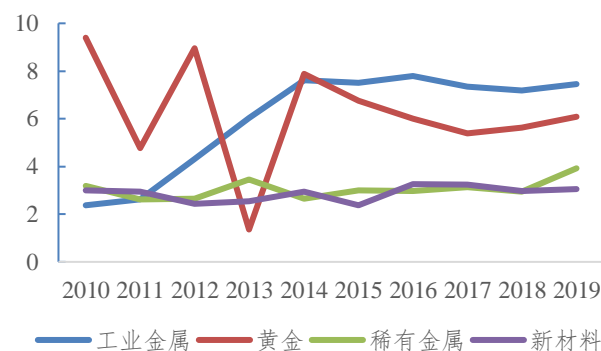
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 34: 2014-2020Q1 有色金属各子板块存货情况（亿元）



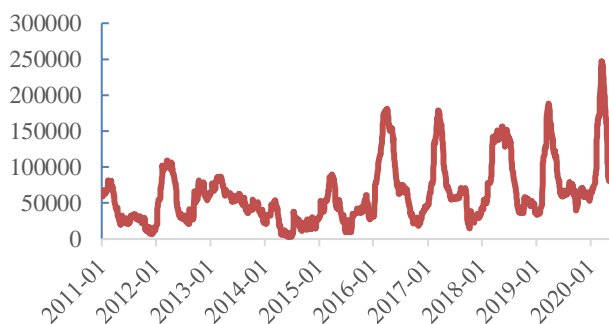
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 35: 2010-2019 有色金属行业存货周转率情况（次）



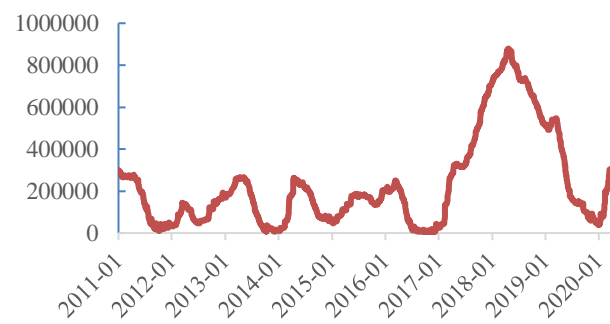
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 36: 阴极铜库存（吨）



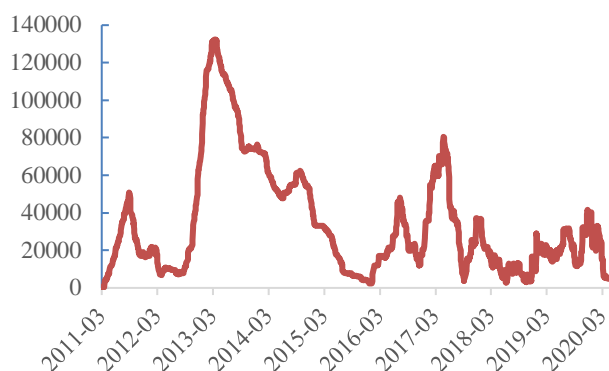
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 37: 铝库存（吨）



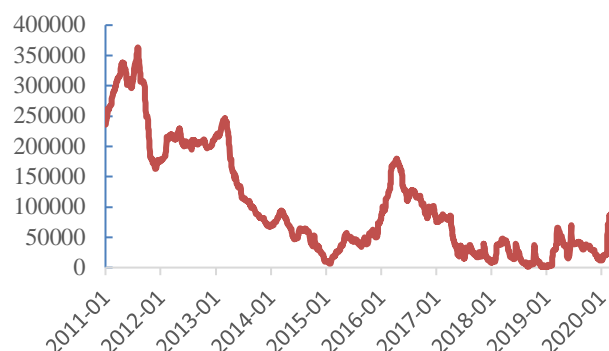
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 38: 铅库存 (吨)



WIND 长城证券研究所

图 39: 锌库存 (吨)

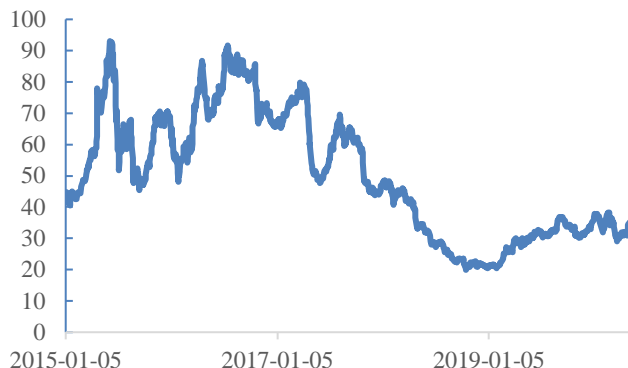


WIND 长城证券研究所

2.9 行业估值有所回升 但仍处于底部

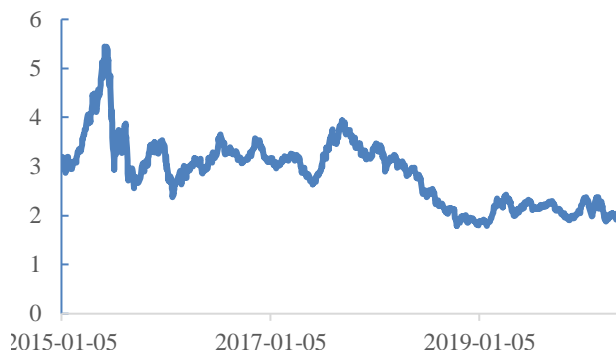
2019 年随着贸易冲突导致的避险情绪回落, 国内股市出现大幅反弹, 同时伴随行业利润下降预期兑现, 有色板块 PE 估值水平出现一定修复, 由底部 22 倍反弹至 30 倍左右, 但仍处于较低水平。目前行业整体 TTM-PE35.14 倍, PB2.07 倍, 处于近 5 年来底部位置。子板块中, 工业金属及新材料 PE 估值水平普遍较低, 稀有金属及黄金受益于行情, 估值水平自 2019 年下半年以来有明显提升。

图 40: 2015 年以来有色金属板块 PE 走势



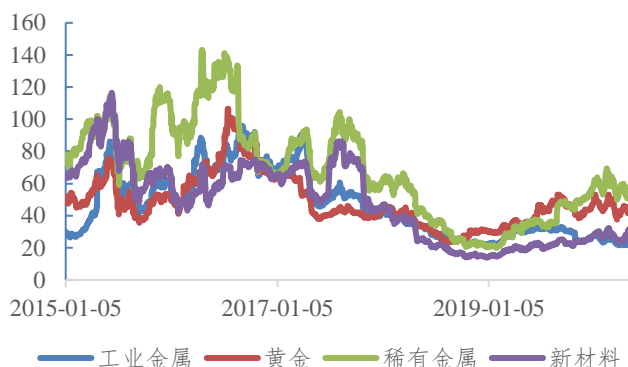
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 41: 2015 年以来有色金属板块 PB 走势



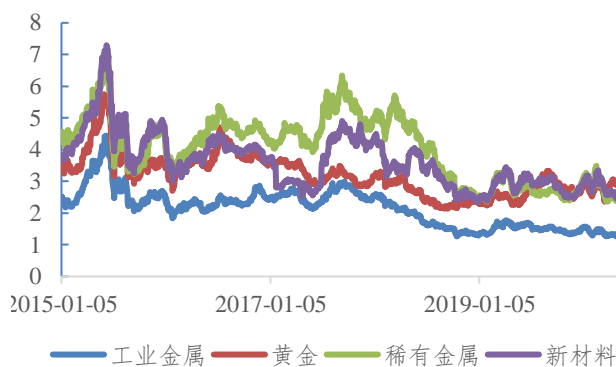
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 42: 2015 年以来有色金属子板块 PE 走势



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 43: 2015 年以来有色金属子板块 PB 走势



资料来源: WIND 长城证券研究所

3. 行业投资策略：宏观环境利好黄金板块 业绩提升 关注军工材料的成长性机会

3.1 贵金属：压制金价重要因素已消失 全球性货币宽松 有望推动金价中长期上行

2018-2019 年金价的博弈围绕美国经济拐点判断：本轮黄金牛市起始于 2018 年 Q3，中长期逻辑在于美国经济长周期变化。市场对于美国经济将出现拐点这一判断较为确定，因此黄金中长期呈现了上涨趋势，但市场对于经济拐点何时到来分歧较大，这导致 2018-2019 年金价呈现脉冲式上涨：中美贸易战、美伊冲突等黑天鹅事件刺激金价上涨，随后美国经济强劲数据压制金价回落，但回落幅度小于上涨幅度，呈现易涨难跌的特点。

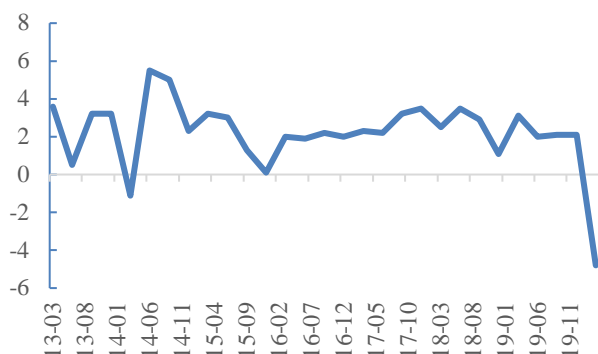
图 44: 2018-2019 年金价的博弈围绕美国经济拐点判断



资料来源：长城证券研究所

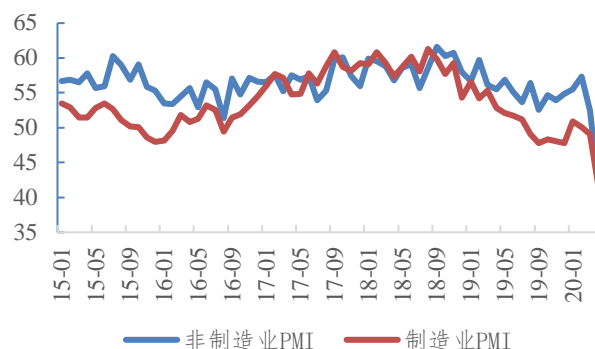
随着疫情演绎，美国经济拐点已现，压制金价上涨的重要因素消失：美国是全球疫情最严重的国家之一，累计确诊 126 万人位居全球第一。自 3 月疫情爆发以来，美国多州进行全境封锁，生产全面停滞，六周内申请失业救济人数已达到创纪录的 3000 万人，芝加哥联储经济学家预计 4 月份真实失业率在 25.1% 到 34.6%。尽管疫情消退后经济重启将推动失业率环比大幅回升，但疫情已导致部分中小企业破产，同时疫情对全球产业链体系的影响将进一步破坏美国经济，美国经济拐点已现，压制 2019 年金价上涨的重要因素消失，金价有望迎来长牛。

图 45: 美国不变价 GDP 环比折年率



资料来源: WIND 长城证券研究所

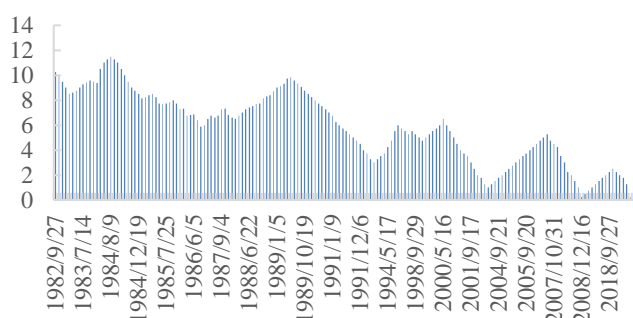
图 46: 美国 PMI 数据变化 (ISM)



资料来源: WIND 长城证券研究所

美联储降息力度接近 2008 年, 但非常规政策力度超过 2008 年: 2008 年金融危机期间, 美联储联邦基准利率由 1.75-2.00% 下降至 0-0.25%, 降幅 175bp; 本轮美联储联邦基准利率由 1.5-1.75% 下降至 0-0.25%, 降幅 150bp, 降息力度与 2008 年接近。但美联储本轮非常规措施在 7000 亿美元量化宽松的基础上, 首次采取无限量 QE 计划, 以零利率水平每天购买 1250 亿美元债券资产, 非常规政策力度远超 2008 年金融危机期间美联储举措。除美联储以外, 全球各大央行疫情期间均加大宽松力度, 或直接降息或增加债券回购, 推动全球主要经济体步入远超寻常的全球性货币宽松。

图 47: 美国联邦基准利率达到历史底部零水平



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 48: 美国 10 年期国债名义收益率



资料来源: WIND 长城证券研究所

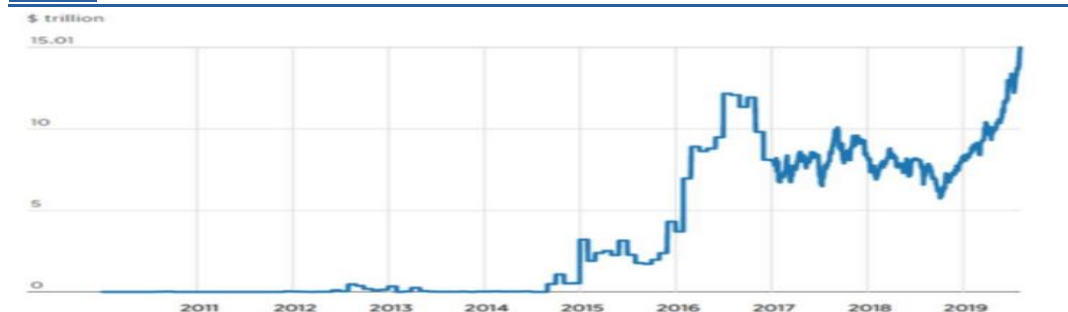
表 15: 2020 年以来部分央行降息统计

时间	降息事件	时间	降息事件
1 月 16 日	土耳其央行降息 75bp, 南非央行降息 25bp	2 月 20 日	中国央行降息 10bp, 印尼央行降息 25bp
1 月 22 日	马来西亚央行降息 25bp	3 月 3 日	澳大利亚央行降息 25bp, 美联储降息 50bp
2 月 5 日	巴西央行降息 25bp, 泰国央行降息 25bp	3 月 4 日	沙特央行降息 50bp, 澳门金管局降息 50bp, 香港金管局降息 50bp, 阿联酋央行降息 50bp, 埃及降息 300bp, 加拿大降息 50bp
2 月 6 日	菲律宾央行降息 25bp	3 月 16 日	美联储降息 100bp, 香港金管局降息 64bp, 韩国降息 50bp, 新西兰降息 75bp
2 月 7 日	俄罗斯央行降息 25bp	3 月 18 日	巴西央行降息 50bp
2 月 14 日	阿根廷央行降息 400bp, 墨西哥央行降息 25bp	3 月 19 日	英国央行降息 15bp

资料来源: 新闻整理 长城证券研究所

名义利率下行环境下,全球负利率债规模迅速扩大:自2012年德国出现负利率国债以来,全球负利率债规模逐渐扩大,根据德意志银行数据2019年8月全球负利率债规模达到15万亿,占全球发行债券规模的四分之一。随着全球经济再度走弱,全球货币宽松浪潮来袭,负利率债规模或将进一步扩大,美国国债收益率转负或成为现实。

图 49: 全球负利率债规模



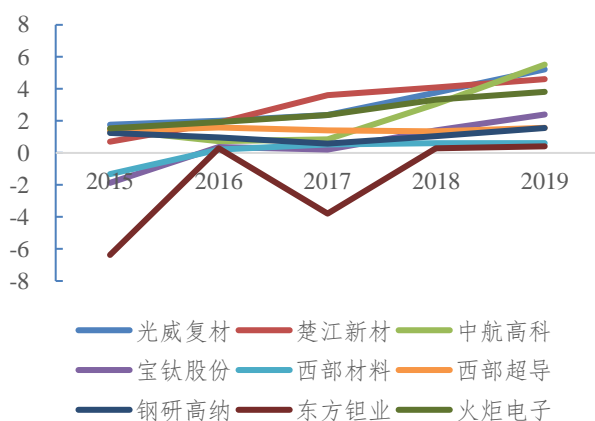
资料来源: 德意志银行 长城证券研究所

我们认为,美国经济拐点出现意味着此前压制金价的因素消退,在全球经济疲软背景下,全球性货币宽松或成为常态,有望推动金价步入缓涨阶段。而疫情导致的主权国家收支失衡或将引发主权债务危机,成为金价新的催化剂。我们建议关注矿山资源禀赋优异的银泰黄金;国内A+H股黄金龙头山东黄金。

3.2 军工材料: 业绩步入重要拐点 十三五收官之年值得期待

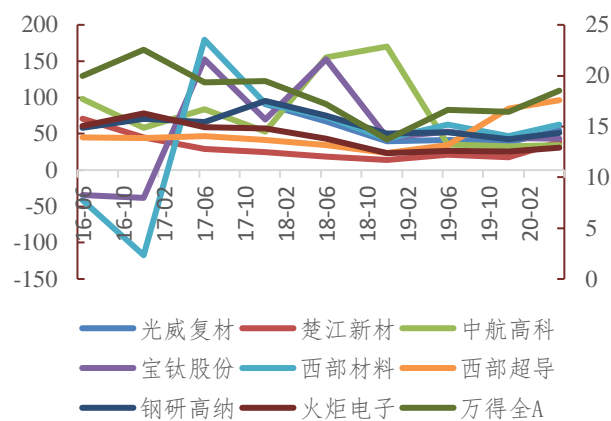
在有色板块业绩整体下滑的背景下,2019年军工材料企业业绩较为亮眼,多家多出现大幅增长,例如:宝钛股份归母净利润增速为70.11%、中航高科81.40%(军工)、西部超导17.26%、钢研高纳45.84%、光威复材38.56%、东方钨业37.70%,业绩预期逐步兑现,整体盈利情况明显优于其他子板块,但从估值水平及股票涨幅来看,却被市场低估。我们认为军工材料业绩增长主要原因在于1.国家的强军政策为我国军工行业带来高景气度;2.高精尖武器装备加速研发及列装拉动了上游高端军工材料需求;3.技术的创新与进步将国产化军工材料从实验室技术推上工业化量产的舞台。

图 50: 军工材料公司归母净利润情况(亿)



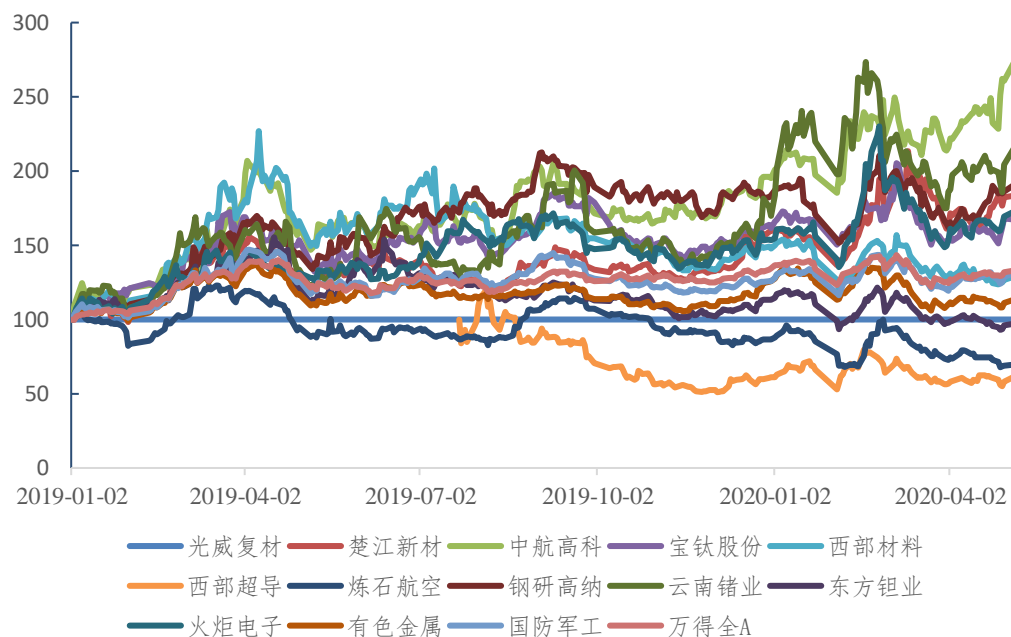
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 51: 军工材料公司 PE 水平与指数对比



资料来源: WIND 长城证券研究所

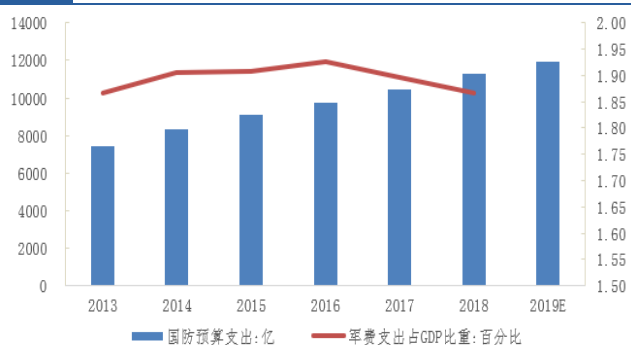
图 52: 军工材料公司 2019 年涨跌幅与指数对比



资料来源: WIND 长城证券研究所

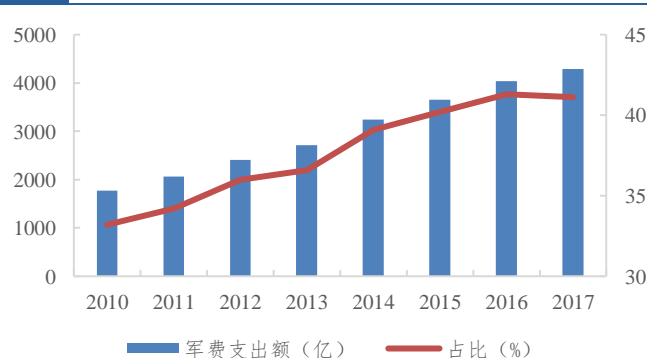
强军政策为我国军工行业带来高景气度：2017 年“习近平强军思想”写入党章，并强调力争到 2025 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队；此后关于军企改制、军民融合的政策不断涌现，为军工行业带来了重大发展机遇。我国最新公布的 2019 年国防预算数字为 11899 亿元，相比 2018 年增速为 7.5%，军费支出水平稳居全球第二，装备费占比达 41.1%，占军费比例逐年扩大，国家坚定不移地走特色强军之路将为我国军工行业带来高景气度。

图 53: 近年我国国防预算支出及军费支出占 GDP 比重



资料来源: WIND 中国军网 长城证券研究所

图 54: 近年来武器装备军费支出额及占总军费比重



资料来源: WIND 中国军网 长城证券研究所

高精尖武器装备加速研发及列装 拉动上游高端军工材料需求：为实现人民军队现代化这一目标，国家大力推动高精尖武器装备研发，武器装备军费支出逐年增加，近年来如东风-41 洲际导弹、歼-20 等高端军品已顺利量产并列装。随着武器装备逐步升级换代，上游高端军品材料需求也逐渐增长：以军机领域为例，二代歼-8 战机中仅采用 3% 的钛合金与碳纤维材料，而四代歼-20 战机中该比例达到 62%。目前我军列装歼击机（战斗机中的

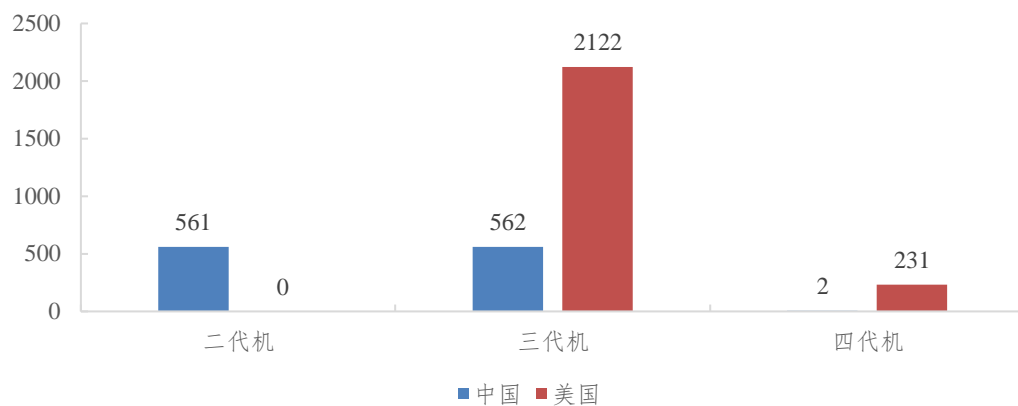
一种)中仍有一半是二代机型,随着3.5代与4代军机淘汰替换老旧机型,高端军品材料需求有望迎来爆发。

表 16: 中美军机高端材料占比

		类型（美标）	钛合金比例（%）	碳纤维材料比例（%）	合计比例
美国	F-14	三代战斗机	24	1	25
	F-15	三代战斗机	27	2	29
	F-16	三代战斗机	3	2	5
	F-18	三代战斗机	15	10	25
	F-117/A	三代战斗机/轻型轰炸机	25	40	65
	F-22	四代战斗机	41	24	65
	B-1	战略轰炸机	22	1	23
	B-2	战略轰炸机	26	38	64
	C-17	运输机	9	7	16
	AV-8B	二代垂直起落攻击机	9	26	35
中国	歼 8	二代战斗机	2	1	3
	歼 10	三代战斗机	4	6	10
	歼 11	三代战斗机	15	10	25
	歼 20	四代战斗机	35	27	62

资料来源: 钛在美军工中的应用 西北有色金属研究院 长城证券研究所

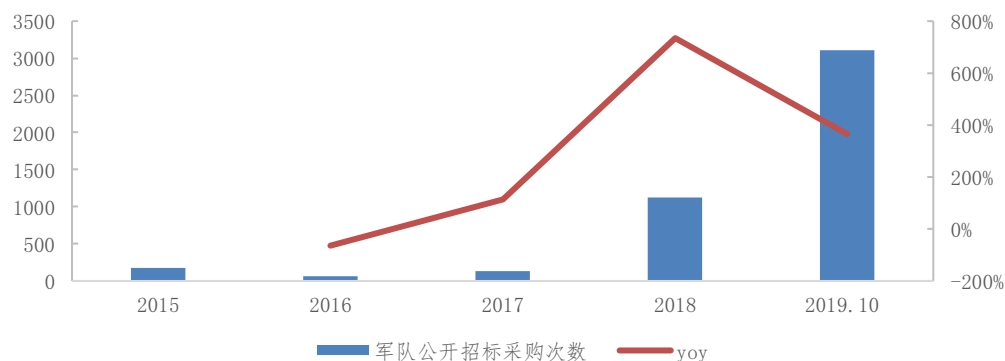
图 55: 中美在役歼击机数量对比



资料来源: World Air Force 2018 长城证券研究所

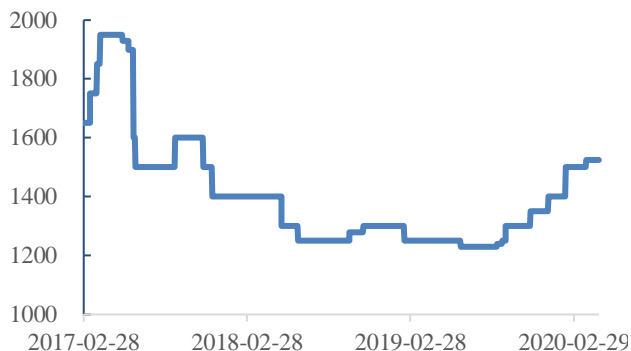
十三五即将收官, 军工订单步入加速期, 行业业绩拐点已现: 自 2016 年军改正式实施以来, 军队公开招标次数迅速增加。十三五规划前两年军队公开招标次数较少, 而 2018 年军队公开招标次数已达 1127 次, 相比于 2017 年 135 次扩大超 7 倍; 2019 年 10 月招标次数已累计达到 3112 次。2020 年是十三五规划的收官年, 我们预计军品采购会进入补偿提速期, 军工订单有望迎来大量释放。同时, 由于军工材料企业处于军工产业链上游, 军企生产需要提前进行原料采购, 军工材料业绩放量通常早于军工制造企业。自 2018 年以来军工材料企业业绩呈现明显上涨态势, 行业业绩拐点已然显现, 2020 年业绩增长值得期待。

图 56: 我国军队公开招标采购次数



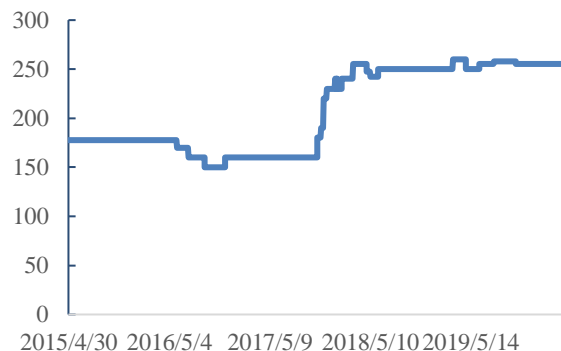
资料来源：全军武器装备采购信息网 长城证券研究所

图 57: 钛精矿价格（元/吨）



资料来源：WIND 长城证券研究所

图 58: 海绵锆价格（元/千克）



资料来源：WIND 长城证券研究所

观察 2019 年有色金属行业中军工材料相关标的业绩，我们认为公司业绩预期正逐步兑现，整体盈利情况明显优于其他子板块，但从估值水平及股票涨幅来看，却被市场低估。随着我国强军政策的不断深化，十三五规划收官年的军品订单放量，2020 年军工材料标的业绩增长值得期待，我们建议关注：充分受益高端钛材需求增长的钛加工龙头宝钛股份；依托西北有色研究院、主攻国防航空事业的稀有金属材料加工领军者西部材料。

3.3 材料加工股：部分优质加工股已现估值低点 左侧投资机会凸显

材料加工板块位于有色金属产业链中采选、冶炼之后的垂直下游，而材料加工企业的利润主要由生产规模及加工费水平决定。生产规模方面，随着行业逐步发展，加工类龙头企业均不断利用龙头优势扩张产能，提升市占率，进一步享受规模效应以降低生产成本。而加工费方面主要由供需格局及加工工艺技术决定，目前我国加工类企业均通过加大研

发力度、外延并购或与高校研究院合作成立产学研基地等方式提升技术水平、提高产品附加值、不断向下游高精尖项目延伸，行业正逐步由传统低端加工向高端装备制造迈进。

2019 年以来，有色金属板块由于国内需求表现疲软、中美贸易关系恶化、金属价格走弱导致估值大幅回落，而材料加工板块受加工费下降拖累股价也表现承压。剔除负值后，当前板块内业绩相健康的低估值个股主要集中在下游加工企业，其中 PE-TTM 小于 25 倍的 25 只个股中有 14 只为加工股。

表 17: 当前 PE-TTM 小于 25 倍有色金属行业个股（剔除为负个股）

证券代码	证券简称	PE(TTM)	证券代码	证券简称	PE(TTM)
000603.SZ	盛达资源	24.38	600595.SH	ST 中孚	18.39
600362.SH	江西铜业	23.63	000060.SZ	中金岭南	17.22
600459.SH	贵研铂业	23.22	000612.SZ	焦作万方	17.12
603260.SH	合盛硅业	22.84	600516.SH	方大炭素	16.87
601899.SH	紫金矿业	22.53	002540.SZ	亚太科技	16.33
601388.SH	怡球资源	22.10	601168.SH	西部矿业	15.48
603876.SH	鼎胜新材	20.65	600219.SH	南山铝业	14.95
600114.SH	东睦股份	20.29	600338.SH	西藏珠峰	11.92
000960.SZ	锡业股份	20.08	600768.SH	宁波富邦	10.79
000807.SZ	云铝股份	20.05	002379.SZ	宏创控股	10.72
601137.SH	博威合金	19.38	002182.SZ	云海金属	6.34
002203.SZ	海亮股份	19.25	601677.SH	明泰铝业	6.28
000751.SZ	锌业股份	18.76	000933.SZ	神火股份	5.64
600961.SH	株冶集团	18.66			

资料来源：长城证券研究所

与资源类个股高价格弹性相比，加工类个股受上游资源品价格波动影响较小，同时，部分加工股在产品毛利率相对稳定的情况下，通过内生性增长或外延并购等方式，实现产能扩张保证业绩增长，如海亮股份、明泰铝业、云海金属等铜铝镁加工类企业；或是在宏观需求相对低迷时，利用技术及资金优势，扩充规模占据更大的市场份额，进一步巩固行业龙头地位，以量补价维持业绩，如合盛硅业。目前全球经济下游需求未见实质性改观，部分优质加工企业估值已回落至历史低点，我们建议关注 **1.估值低、2.未来业绩增长确定性强、3.行业龙头地位显著**的加工类个股投资机会。

我们重点推荐：“牵手宝钢加速汽车轻量化进程的镁业龙头”--**云海金属**、“向军工新材料及高端设备进军的铜加工龙头”--**楚江新材**、“成本优势铸造壁垒，产能投放预期强烈的铜管龙头”**海亮股份**、“改造升级热轧产能，发力高端用铝市场的铝板带箔细分龙头”**明泰铝业**及“周期底部逆市扩张，低成本优势助力业绩腾飞的全球工业硅巨擘”**合盛硅业**。

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>