

有色金属

2019&2020Q1 业绩综述：金属价格底部已现，把握左侧布局机会

2019年多类金属价格承压，有色行业增收不增利。2019年有色上市公司整理营收同比增长11.1%，较2018提升2.6pct，四年来板块收入增长较为均衡，复合增长率为11.0%，主因为行业集中度提升，上市企业有效产能持续增长；归母净利润同比下跌44.8%，再次延续2018年的大额跌幅，自2015年以来板块利润水平展现出急涨急跌的周期性走势，核心要素一方面包括大类金属价格疲软，另一方面库存、商誉、股权投资等减值进一步侵蚀盈利。

疫情对下游产业扰动更为明显，2020Q1板块盈利陷入被动。2020Q1受疫情影响，各类产品价格走弱，偏上游的有色企业生产韧性较强，收入同比录得8.1%增长，但利润水平出现同比50.8%的大幅下滑。后续随着国内开工水平恢复及宏观政策有力调控，终端需求有望重新提振，金属价格逐渐摆脱成本线困境，行业盈利水平环比修复。

铜价承压恶化铜板块盈利水平，头部企业抗压能力更为显著。2020Q1受新冠疫情影响，下游消费停滞而铜矿与铜加工企业受波及较弱，市场交易量明显收缩导致铜产品库存积压，铜价短期大幅跳水，板块盈利水平出现明显下滑。分个股来看，江西铜业、铜陵有色等体量较大且集中于矿石开采及冶炼加工企业的盈利水平变化较低，总资产回报率同比变化幅度均小于1%，规模效应与协同效应优势在行业低点更显优势。

金价上行提振矿产金企业盈利水平，仍需关注成本端变动。2019年下半年以来，国际黄金价格持续攀升，全球主要经济体量化宽松政策不断刺激下，负利率债券占比长期高位有望继续催生黄金牛市。个股方面，矿产金业务比重更高企业更受益于金价提升，山东黄金与紫金矿业受益于矿产金盈利改善，2019年收入水平同比提升14.3%、28.4%，归母净利润同比提升47.2%、4.6%。2020Q1在金价维持高位状态下，企业营收利润多数展现较大同比增长，后续金价维持高位状态下，黄金企业盈利能力有望维持增长态势。

投资建议：左侧投资机会凸显，优选板块龙头标的。工业金属方面，多类金属价格在下游补库需求已呈现回涨抬升，供需情况好转带动产业链实际盈利水平回升，板块已具备左侧投资逻辑。此外，在板块盈利经受疫情的“抗压测试”下，龙头企业与多金属布局企业业绩复苏确定性更强，建议关注紫金矿业（601899.SH）、洛阳钼业（603993.SH）；贵金属方面，在看好金价后续长牛走势下，从矿产金体量与业绩纯度角度，建议关注山东黄金（600547.SH）、恒邦股份（002237.SZ）、赤峰黄金（600988.SH）。

风险提示：宏观经济超预期下行导致终端消费不及预期风险；宏观调控政策不及预期风险；行业供给超预期增长风险。

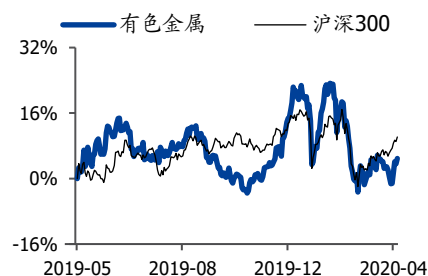
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601899	紫金矿业	-	0.17	0.18	0.25	0.34	27.19	22.25	16.22	11.92
603993	洛阳钼业	-	0.09	0.10	0.12	0.14	50.71	37.71	29.49	25.18
600547	山东黄金	-	0.42	0.76	0.94	1.16	78.41	48.11	38.90	31.61
002237	恒邦股份	-	0.34	0.54	0.64	0.79	41.83	25.90	21.62	17.74
600988	赤峰黄金	-	0.12	0.26	0.50	0.73	41.61	34.04	17.39	12.02

资料来源：Wind一致预期，国盛证券研究所 注：股价选自2020年5月9日

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

相关研究

- 1、《有色金属：锂行业分析：行业发展趋势及供给端经营情况概述》2020-04-03
- 2、《有色金属：从三重指标追踪金价短期走势》2020-03-20
- 3、《有色金属：铝途曙光已现 看好电解铝利润长期改善》2020-03-09



内容目录

1.行业整体情况综述.....	4
1.1 行业增长情况：2019 与 2020Q1 收入维持稳健增长，盈利水平延续下跌态势.....	4
1.2 行业盈利水平：行业毛利率受金属价格波动影响，但当前具有韧性.....	6
1.3 行业营运周转能力：存货周转率略有好转，总资产周转水平基本持平.....	10
1.4 行业负债水平：资产负债率再次回升，逆周期收储为主要原因.....	12
1.5 行业杜邦分析：毛利率下滑与资产减值损失是净资产收益率走弱核心痛点.....	13
1.6 行业现金流情况：年度经营现金流略有回落，疫情期间现金流维持稳健.....	14
2.细分板块概述：2019 年多数板块增收不增利，2020Q1 毛利率水平多数走弱.....	16
3.重点子板块概述.....	17
3.1 铜板块：铜价承压恶化盈利水平，头部企业抗压能力更为显著.....	17
3.2 黄金板块：金价上行提振矿产金企业盈利水平，仍需关注成本端变动.....	19
3.3 钴锂板块：供需错配导致价格承压，新能源车消费回暖有望带动板块景气度回升.....	21
4.投资建议.....	24
5.风险提示.....	24

图表目录

图表 1：有色板块年度收入同比变化情况.....	4
图表 2：有色板块年度归母净利润同比变化情况.....	4
图表 3：有色板块季度累计收入同比变化情况.....	5
图表 4：有色板块季度累计归母净利润同比变化情况.....	5
图表 5：有色板块单季度收入同比变化情况.....	5
图表 6：有色板块单季度归母净利润同比变化情况.....	6
图表 7：有色板块年度毛利率变化情况.....	6
图表 8：有色板块季度毛利率变化情况.....	7
图表 9：有色板块年度期间费用率变动情况.....	7
图表 10：有色板块年度期间费用率合计变化情况.....	8
图表 11：有色板块季度累计期间费用率变动情况.....	8
图表 12：有色板块资产减值损失变动情况.....	9
图表 13：有色板块年度净利率变化情况.....	9
图表 14：有色板块季度累计净利率变化情况.....	10
图表 15：有色板块季度累计净利率变化情况.....	10
图表 16：有色板块季度累计存货周转率变化情况.....	11
图表 17：有色板块年度应收账款/应付账款周转率变化情况.....	11
图表 18：有色板块年度总资产周转率变化情况.....	12
图表 19：有色板块季度累计总资产周转率变化情况.....	12
图表 20：有色板块年度资产负债率变化情况.....	13
图表 21：有色板块季度资产负债率变动情况.....	13
图表 22：有色行业杜邦分析及拆解.....	14
图表 23：有色板块年度收现比.....	14
图表 24：有色板块经营性现金流净额变动情况.....	15
图表 25：有色板块投资活动现金流净额变动情况.....	15
图表 26：有色板块筹资活动现金流变动情况.....	15
图表 27：有色板块收现比季度累计变动情况.....	16

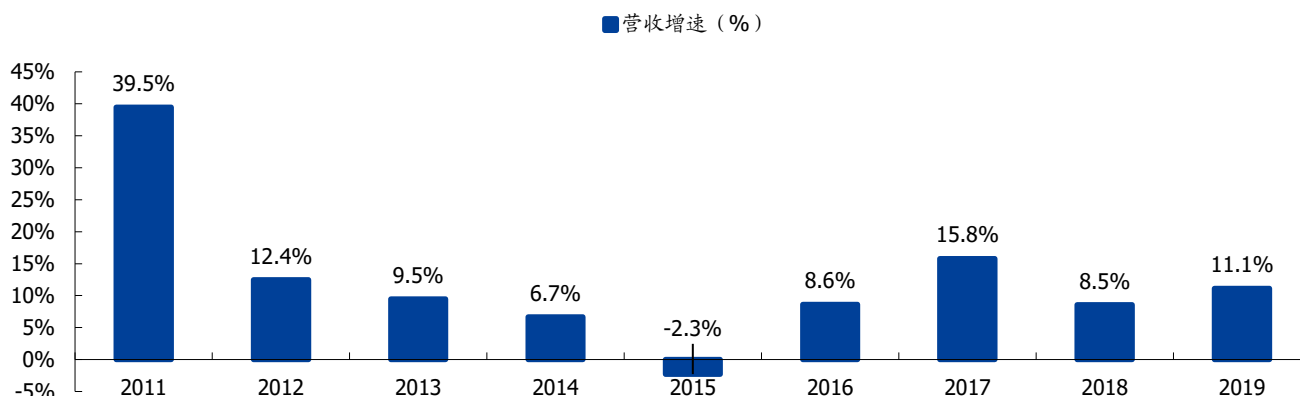
图表 28: 有色细分板块业绩表现	17
图表 29: 铜精矿价格变动情况.....	17
图表 30: 电解铜价格变动情况.....	17
图表 31: 铜板块核心经营指标变化情况	18
图表 32: 铜企业经营情况表现 1.....	18
图表 33: 铜企业经营情况表现 2.....	19
图表 34: 黄金价格走势情况	19
图表 35: 黄金板块核心经营指标变化情况	20
图表 36: 黄金企业经营情况表现 1.....	20
图表 37: 黄金企业经营情况表现 2.....	21
图表 38: 锂矿石价格变动情况.....	21
图表 39: 主要锂盐产品价格走势	21
图表 40: 钴精矿价格变动情况.....	22
图表 41: 主要钴盐产品价格走势	22
图表 42: 锂板块核心经营指标变化情况	22
图表 43: 钴板块核心经营指标变化情况	23
图表 44: 钴锂板块核心企业经营情况表现 1	23
图表 45: 钴锂板块核心企业经营情况表现 2	24

1. 行业整体情况综述

1.1 行业增长情况：2019 与 2020Q1 收入维持稳健增长，盈利水平延续下跌态势

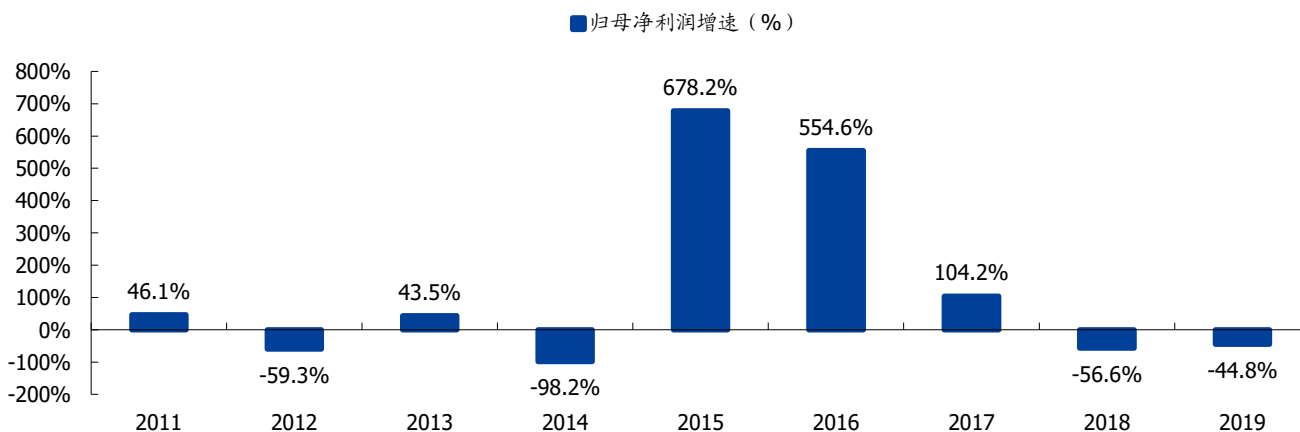
2019 年有色上市公司整理营收同比增长 11.1%，较 2018 提升 2.6 pct，四年来板块收入增长较为均衡，复合增长率为 11.0%，主因为各版块行业集中度提升，上市企业有效产能提升所致；归母净利润同比下跌 44.8%，再次延续 2018 年的大额跌幅，自 2015 年以来板块利润水平展现出急涨急跌的周期性走势，核心要素一方面包括大类金属价格疲软，另一方面库存、商誉、股权投资等减值进一步侵蚀盈利。2020Q1 受疫情影响，各类产品价格走弱，偏上游的有色企业生产韧性较强，收入同比录得 8.1% 增长，但利润水平出现同比 50.8% 的大幅下滑。后续随着国内开工水平恢复及宏观政策有力调控，终端需求有望重新提振，金属价格逐渐摆脱成本线困境，行业盈利水平环比修复。

图表 1：有色板块年度收入同比变化情况



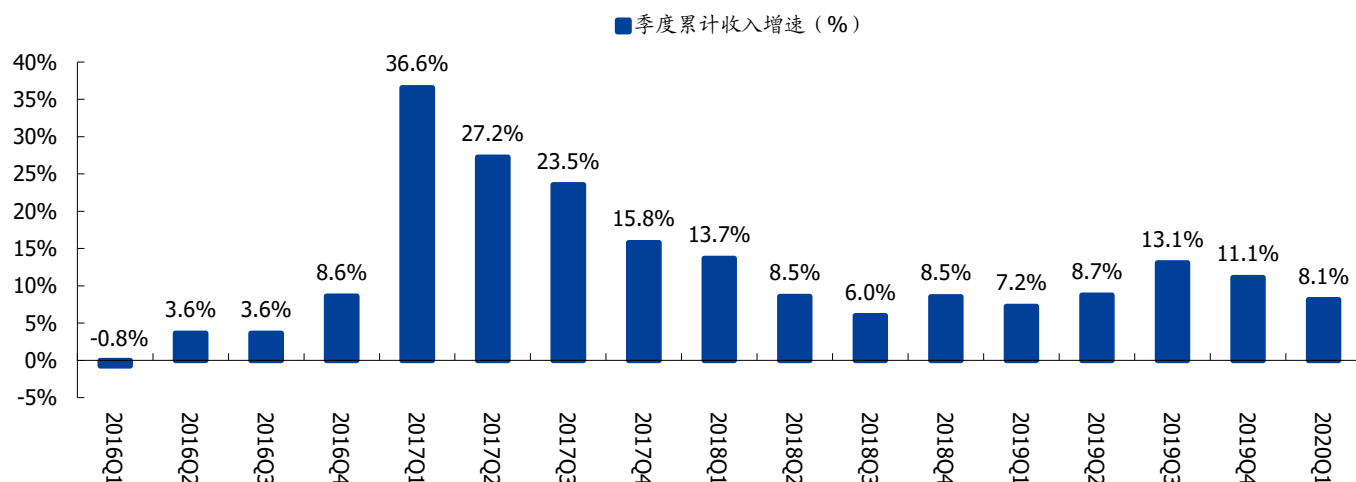
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：有色板块年度归母净利润同比变化情况



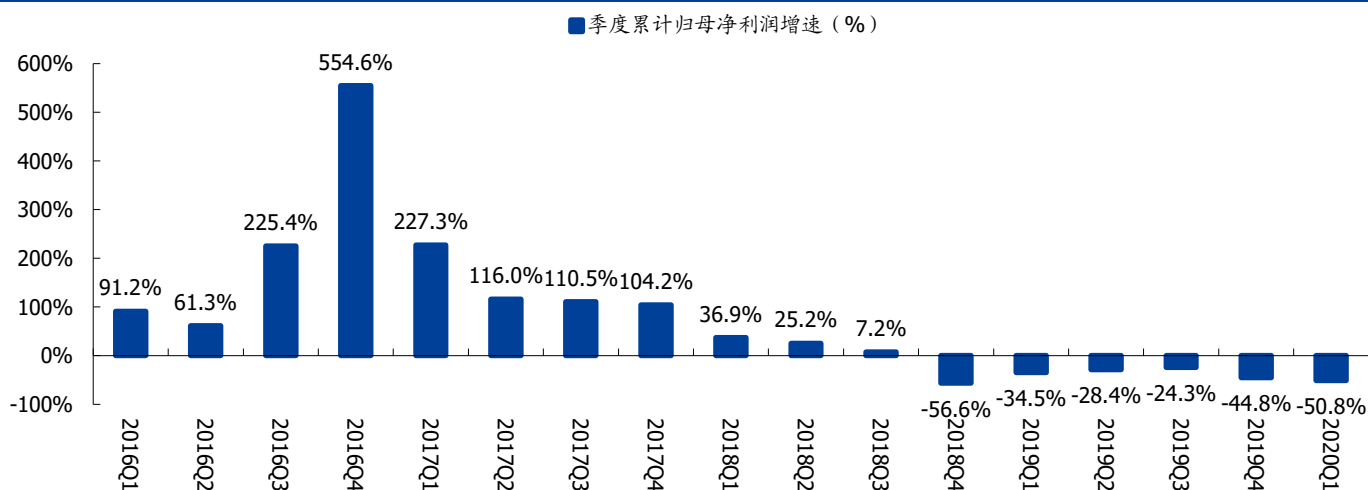
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 3: 有色板块季度累计收入同比变化情况



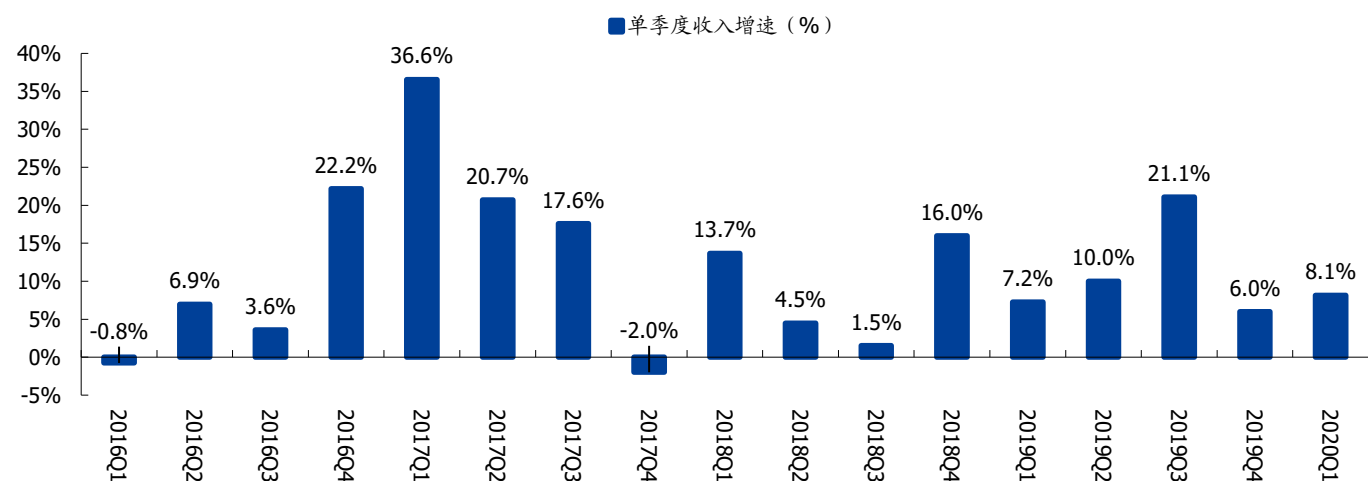
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 有色板块季度累计归母净利润同比变化情况



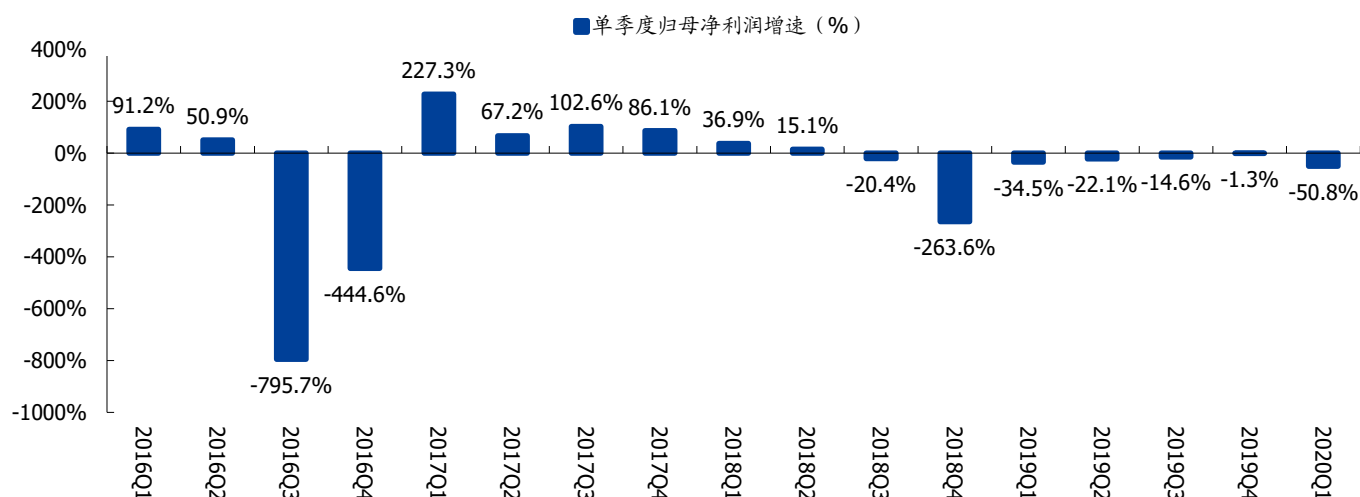
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 有色板块单季度收入同比变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 有色板块单季度归母净利润同比变化情况

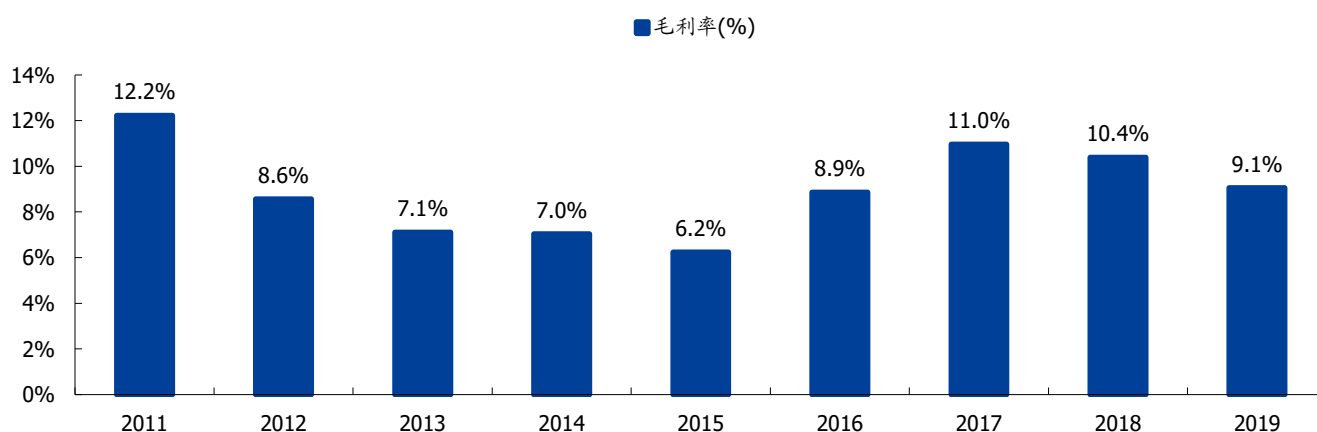


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 行业盈利水平: 行业毛利率受金属价格波动影响, 但当前具有韧性

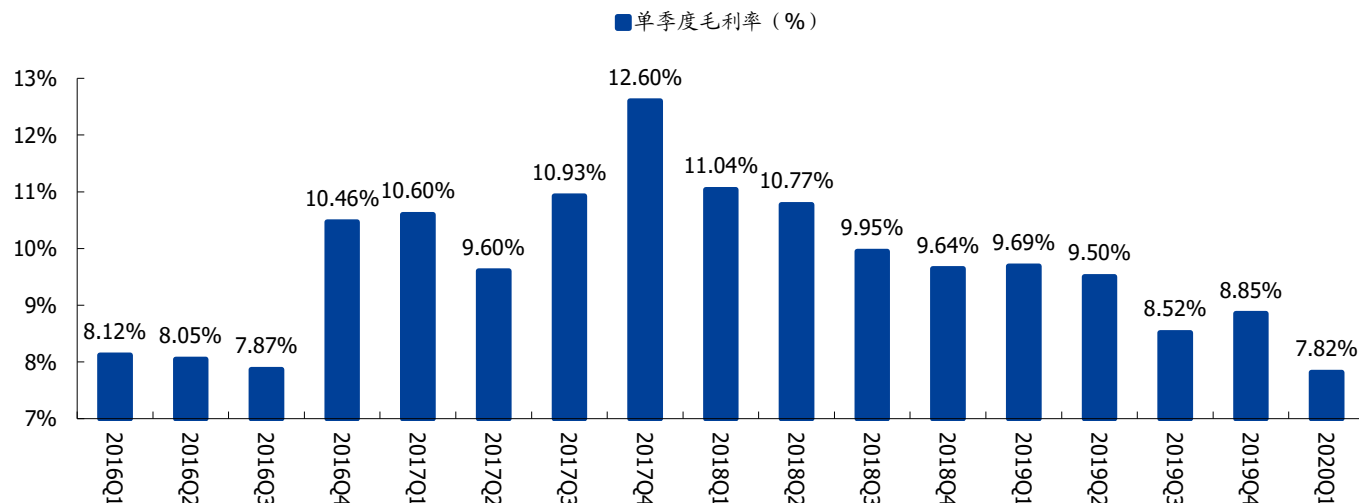
2019 年板块毛利率同比下降 1.3pct 至 9.1%，主要受宏观经济波动及终端消费增速疲软背景下供需失衡影响，多类金属价格呈现下跌走势，而产能与成本端相对刚性导致毛利空间收缩。2020Q1 单季度毛利率下跌至 7.82%，为 2016Q3 以来最低水平。后续下游开工率提升带来补库需求将是金属产品价格企稳回升的核心动力，毛利水平修复需静待需求回暖。

图表 7: 有色板块年度毛利率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

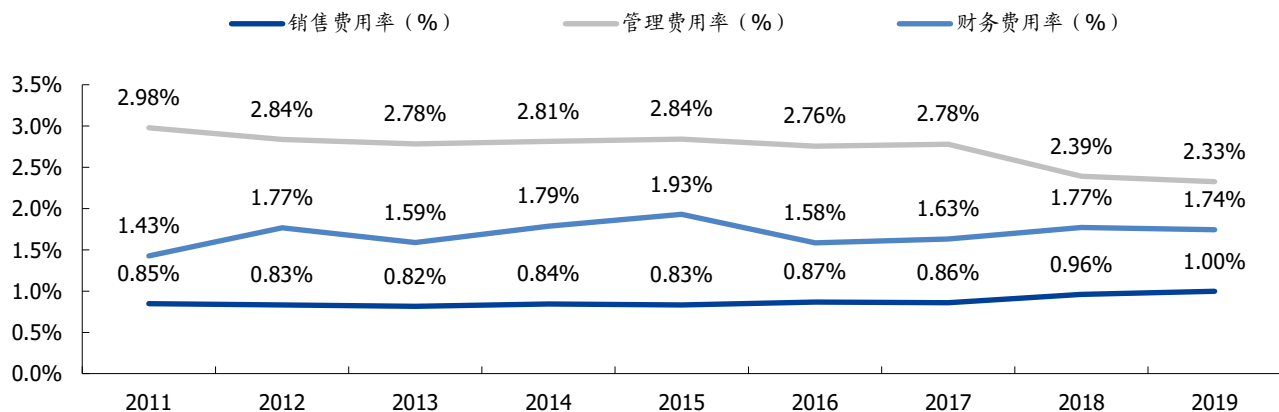
图表 8: 有色板块季度毛利率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

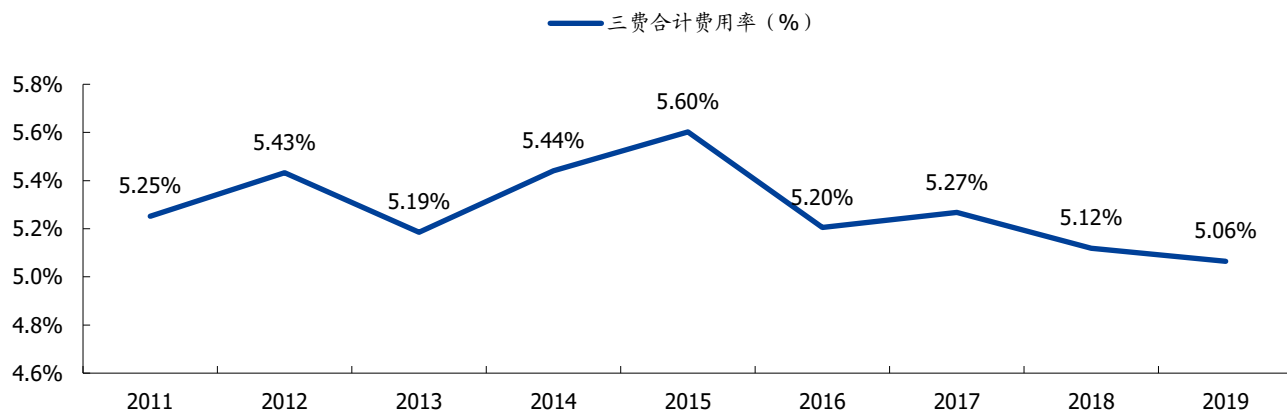
管理费用有效降低带动板块费用率平缓下降。2019 年有色板块上市企业期间费用率录得 5.06%，同比下降 0.06pct，为 2011 年以来最低值，其中销售/管理/财务费用率分别变化 -0.06/-0.03/+0.04pct，管理费用自 2017 年以来持续降低，预计主要系有色企业逐渐向智能化、数字化管理体系精进，产业集中化带来的规模效应也是摊薄费用率因素之一。2020Q1 期间费用率合计 5.30%，环比上升 0.15%，同比降低 0.22%，尽管受到疫情影响，企业管理费用并未出现明显上涨，财务费率消费提升也较符合历年规律，整体并未受到疫情恶化。

图表 9: 有色板块年度期间费用率变动情况



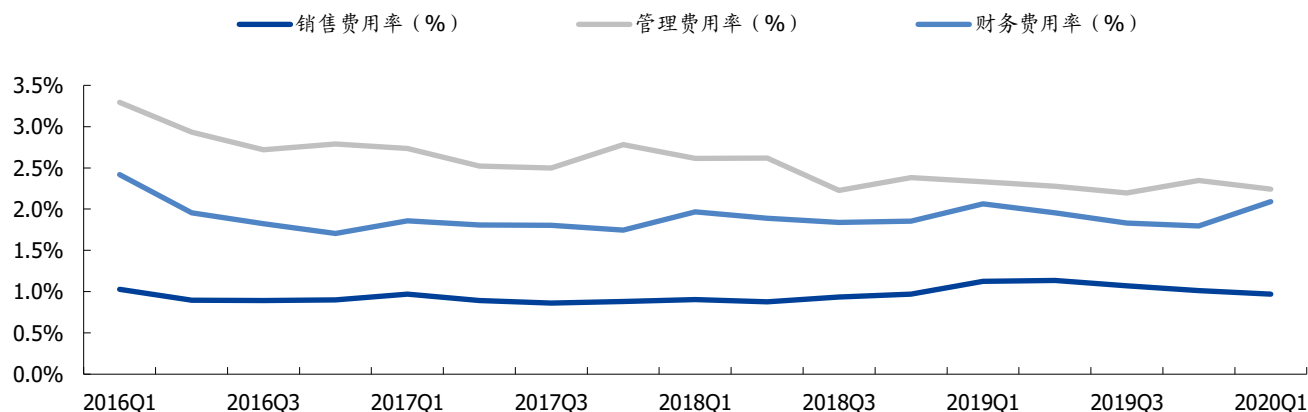
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 有色板块年度期间费用率合计变化情况

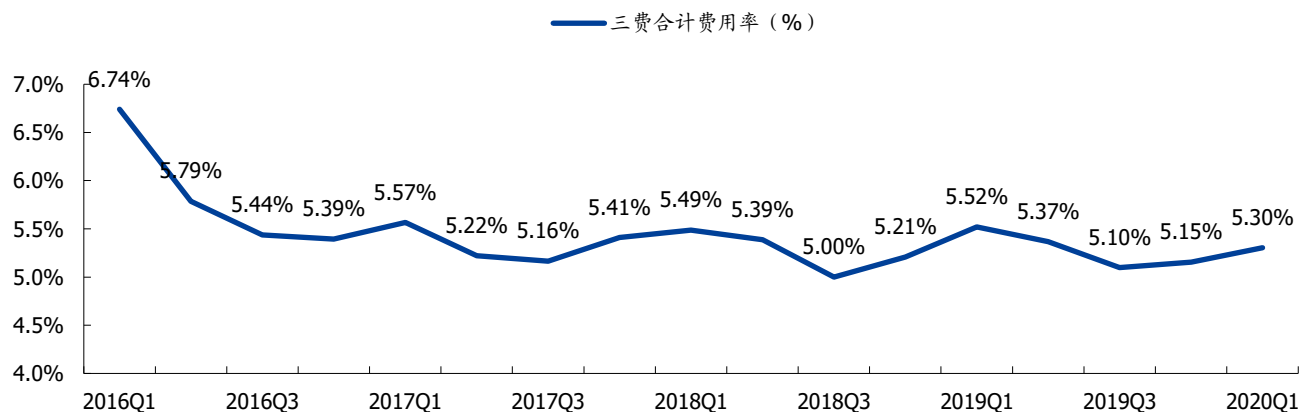


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 有色板块季度累计期间费用率变动情况



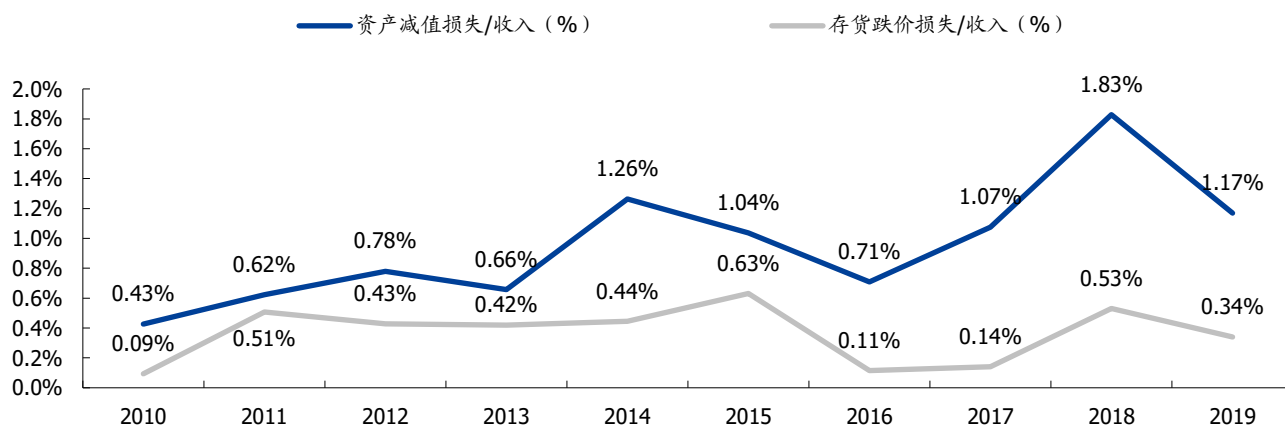
资料来源: Wind, 国盛证券研究所



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

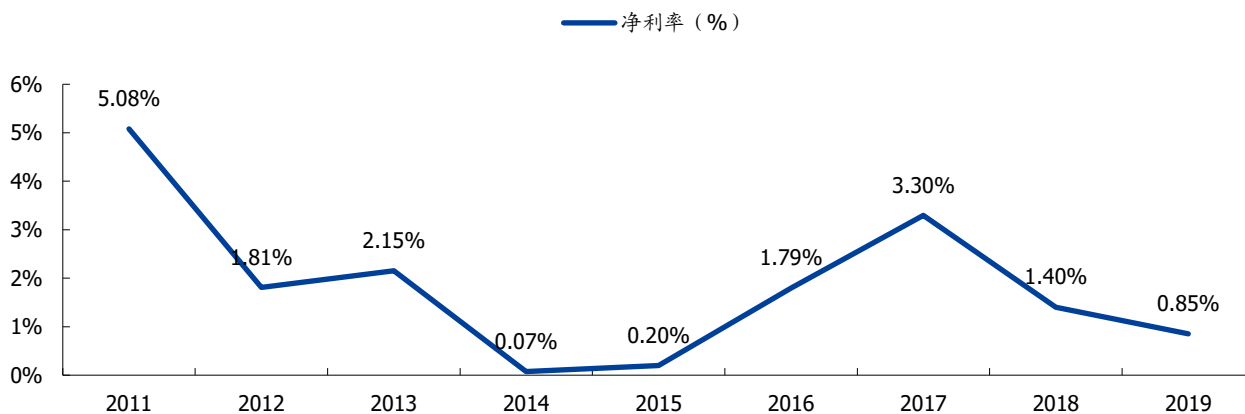
净利润受资产减值侵蚀,2020 板块“轻装上阵”。2019 年有色板块净利率滑落至 0.85%，同比降低 0.55%，2016 年以来首次低于 1%。净利率降低一方面受毛利率疲软，另一方面受资产减值损失侵蚀营业利润，尽管 2019 年资产减值损失占收入比重有所下滑，但仍高于历史均值，考虑到 2019 年底多类金属产品价格已出较低水平，在行业连续三年经历较高资产减值损失下，当前资产账面价值安全边际较高，后续出现进一步大额减值风险较低，利润侵蚀有望缓解。

图表 12: 有色板块资产减值损失变动情况



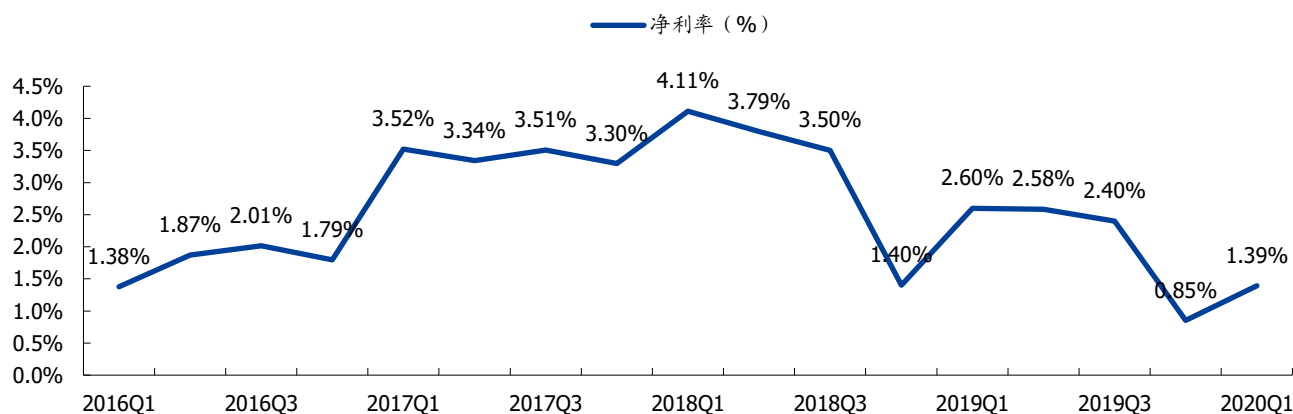
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 有色板块年度净利率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 有色板块季度累计净利率变化情况

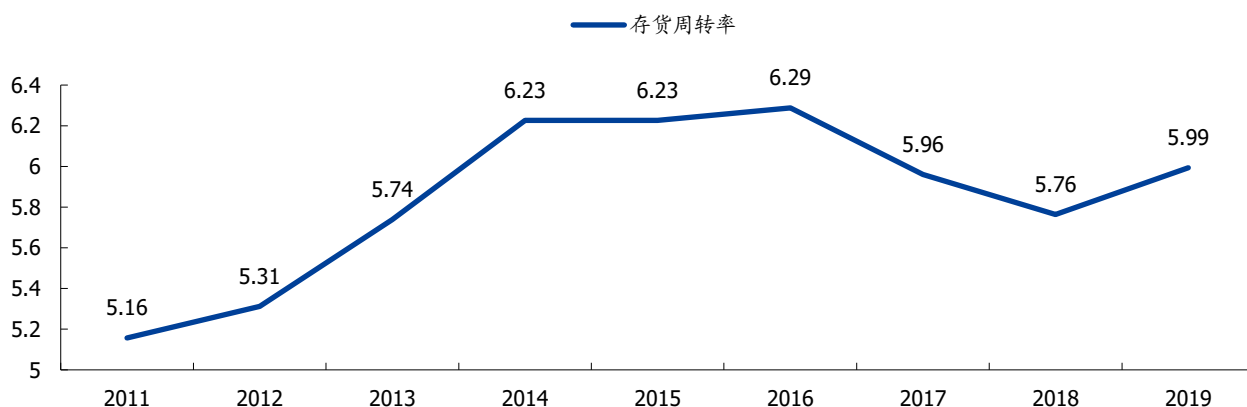


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 行业营运周转能力: 存货周转率略有好转, 总资产周转水平基本持平

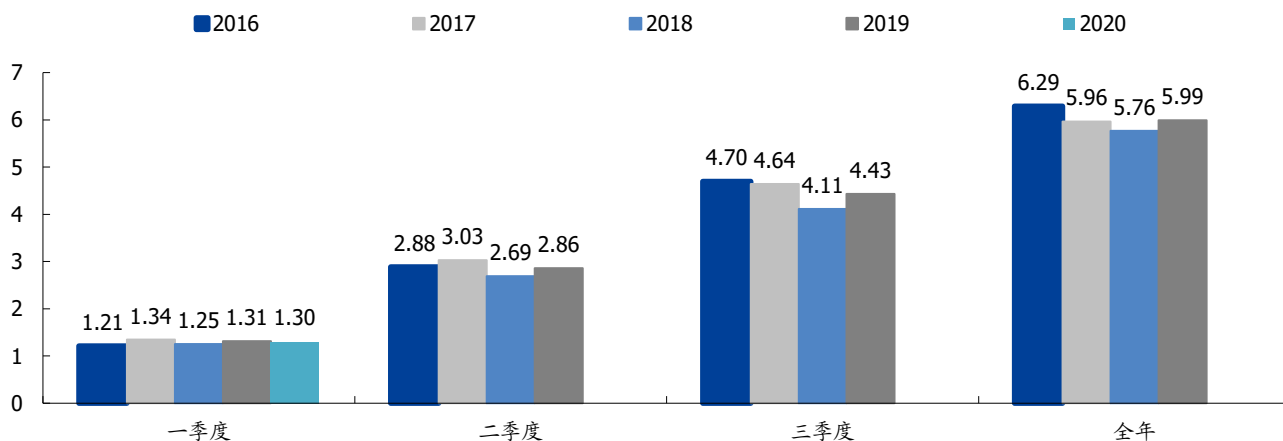
2019 年存货周转率经历在经历两年下跌后再次回升至 5.99x, 同比回涨 0.23x, 一方面减值损失压缩企业库存价值, 另一方面受益于行业去库存效果逐步显现以及收入维持同比增长。2020Q1 库存周转率为 1.30, 同比基本持平, 进一步证明疫情期间并未明显影响有色偏上游企业正常生产销售。

图表 15: 有色板块季度累计净利率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

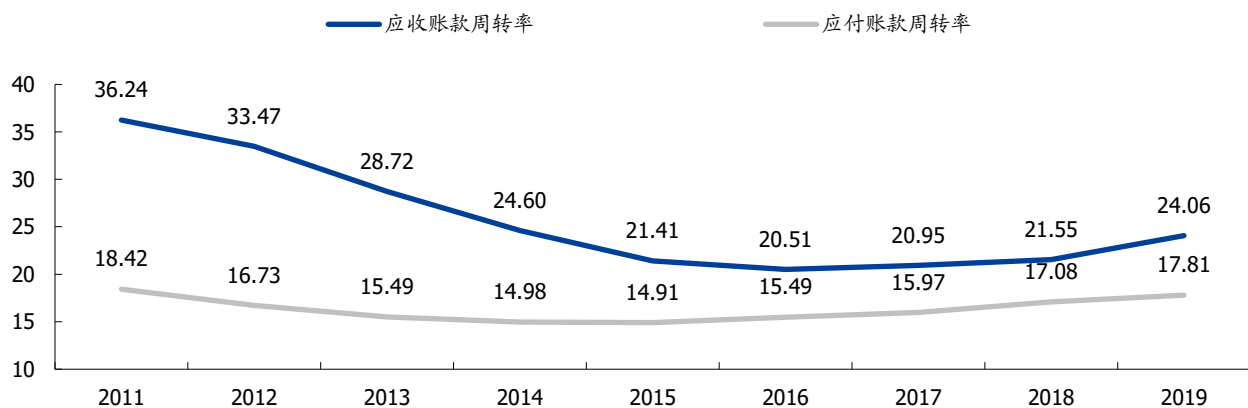
图表 16: 有色板块季度累计存货周转率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

应收/应付账款周转率小幅回升, 产业链流动性问题有所缓解。2019 年应收账款周转率回升至 24.06x, 为 2015 年来最高值, 而应付账款周转率小幅提升至 17.81x, 整体来看有色上市企业流动性需求有所缓解, 账款回流速度有所好转。

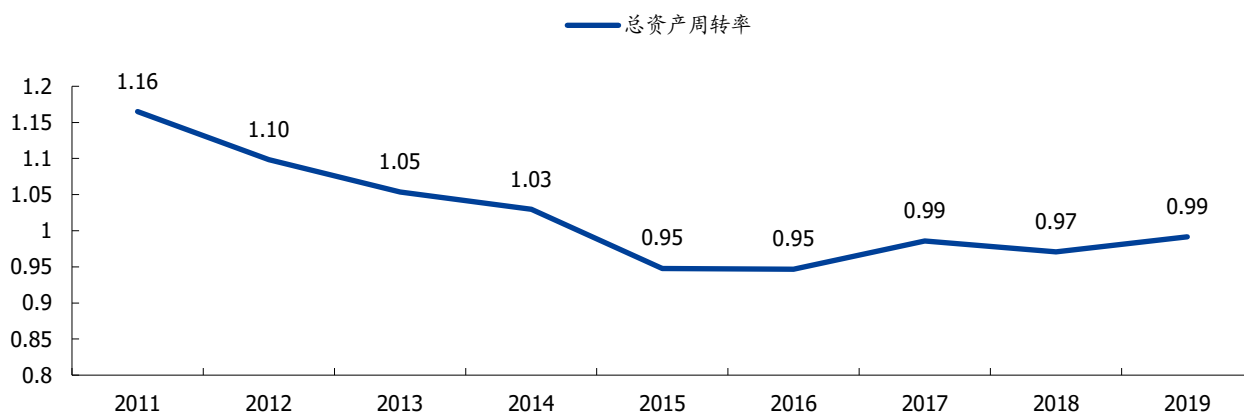
图表 17: 有色板块年度应收账款/应付账款周转率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

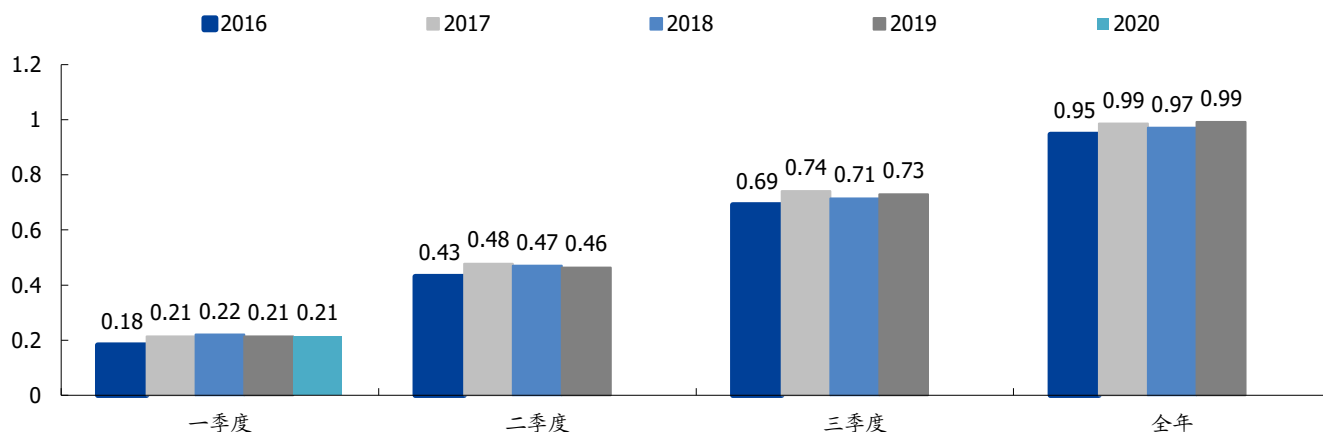
总资产周转率稳中有升, 行业运转较为稳态。2019 年总资产周转率录得 0.99x, 较 2018 年提升 0.02x, 基本位于历史均值水平。2020Q1 总资产周转率为 0.21x, 同比基本持平。

图表 18: 有色板块年度总资产周转率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 有色板块季度累计总资产周转率变化情况

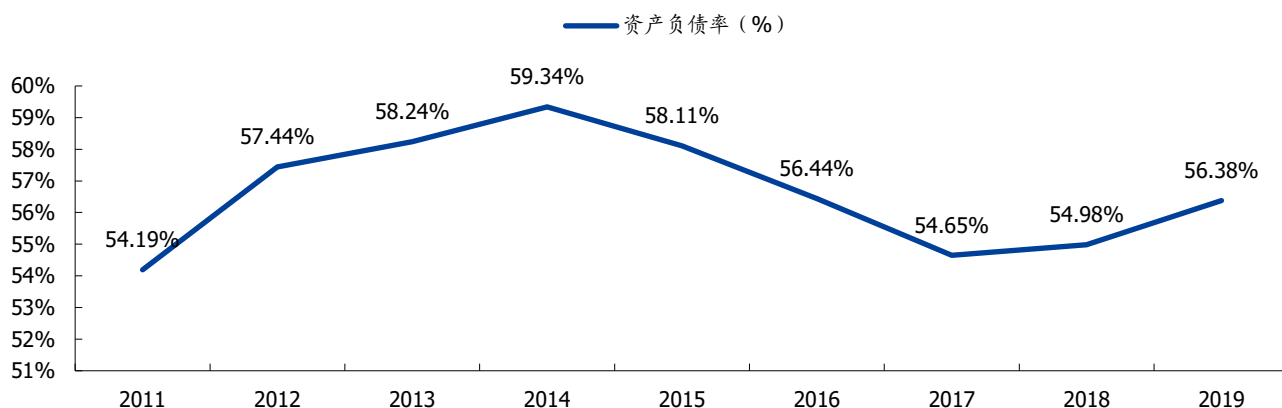


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4 行业负债水平: 资产负债率再次回升, 逆周期收储为主要原因

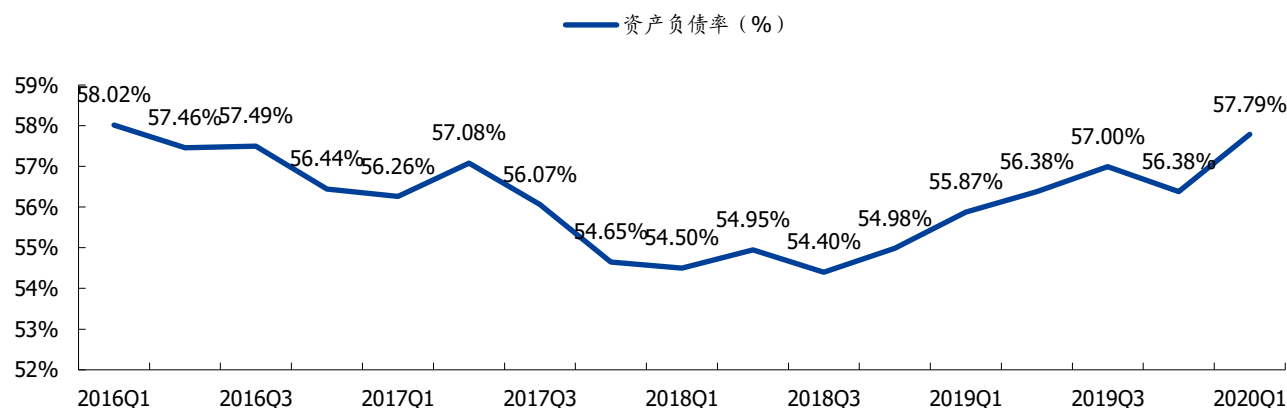
上市有色企业整体负债率呈现先降后升态势, 板块负债率在 2014 年触顶接近 60% 水平后逐步降低至 2017 年 54.65%, 随后触底反弹并在 2019 年落得 56.38%, 区间波动较为平缓。2020Q1 整体负债率为 57.79%, 环比上升 1.41pct, 同比上升 1.92pct。近年来, 工业金属企业及稀有金属企业在板块逆周期环境下加大资源收储力度, 积极布局海外优质矿产资源, 在具备竞争优势的价格下进行资源收储, 从而提升整体负债率, 此外企业盈利水平降低也是负债率提升要素之一。为缓解企业盈利压力, 上市公司与子公司优先选择权益类融资和“类权益融资”或成为趋势, 包括可转债、优先股等, 预计后续行业资产负债率将触顶回调。

图表 20: 有色板块年度资产负债率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 有色板块季度资产负债率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.5 行业杜邦分析: 毛利率下滑与资产减值损失是净资产收益率走弱核心痛点

2017 年以来伴随大类金属价格弱势运行, 行业毛利率呈现下滑态势, 但相较 2013~2015 年仍有所好转, 资产减值损失占销售比重提升是毛利率向净利率转换变弱的核心问题。从 (毛利率-净利率) 差额数据上看, 2018 年与 2019 年分别录得 8.92% 与 8.20%, 明显高于往年均值 6.61%, 在期间费率维稳状态下, 库存减值损失、权益资产减值损失等非经常性损益侵蚀利润水平, 导致近两年资产收益率低于实际预期。从产品价格周期与行业周期来看, 在连续两年减值去水分后, 资产价值安全边际较高, 后续减值空间明显收缩, 净利率具备企稳回升基础。资产周转率与权益乘数近年来较为稳定, 对 ROE 边际变动影响较弱。

图表 22: 有色行业杜邦分析及拆解

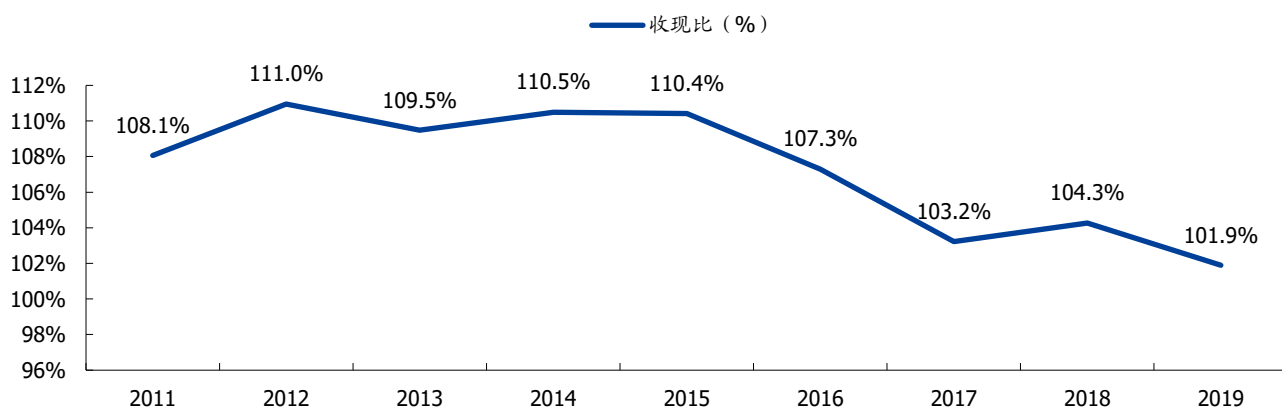
年份	ROE	ROA	毛利率	杜邦分析拆解		
				销售净利率	总资产周转率	权益乘数
2011	12.78%	5.86%	12.2%	5.03%	1.16	2.18
2012	4.77%	2.03%	8.6%	1.85%	1.10	2.35
2013	5.44%	2.27%	7.1%	2.15%	1.05	2.39
2014	0.36%	0.15%	7.0%	0.14%	1.03	2.46
2015	0.83%	0.35%	6.2%	0.36%	0.95	2.39
2016	4.10%	1.79%	8.9%	1.89%	0.95	2.30
2017	7.21%	3.27%	11.0%	3.32%	0.99	2.20
2018	3.17%	1.43%	10.4%	1.47%	0.97	2.22
2019	1.95%	0.85%	9.1%	0.86%	0.99	2.29

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.6 行业现金流情况: 年度经营现金流略有回落, 疫情期间现金流维持稳健

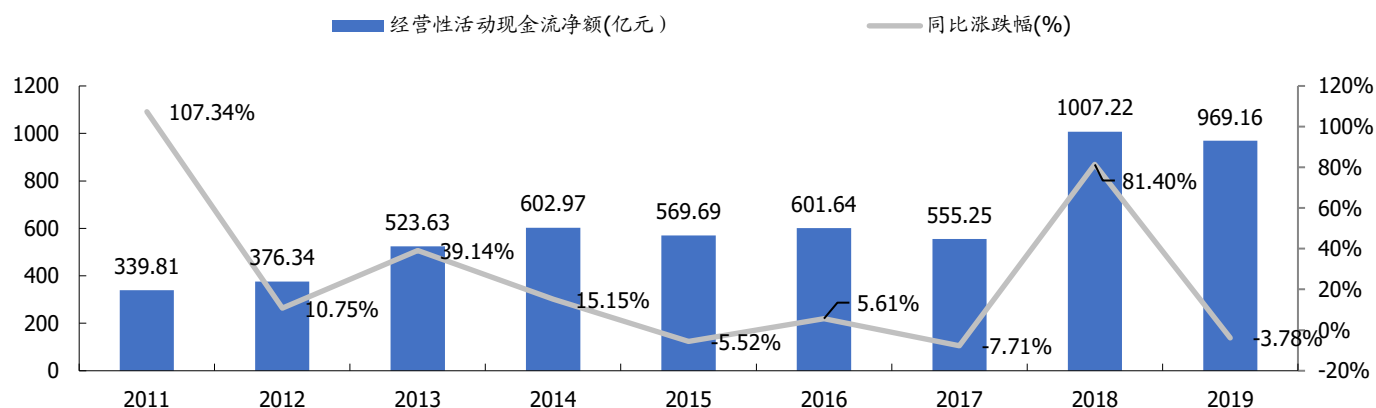
我们通过企业销售商品提供劳动收到现金/营业收入比值(收现比)来衡量上市有色企业经营现金流情况, 2019年有色板块收现比同比下滑2.4%至101.9%, 比值延续降低趋势。此外, 2019年投资活动现金流与筹资活动现金流均有回落, 我们认为主因系金属产品价格降低后开采加工设备投资增产积极性降低, 资源收储价格下滑也是因素之一。2020Q1收现比同比持平, 证明疫情期间有色产业链现金流水平较为稳定, 产业生态对外界抗干扰性较强。

图表 23: 有色板块年度收现比



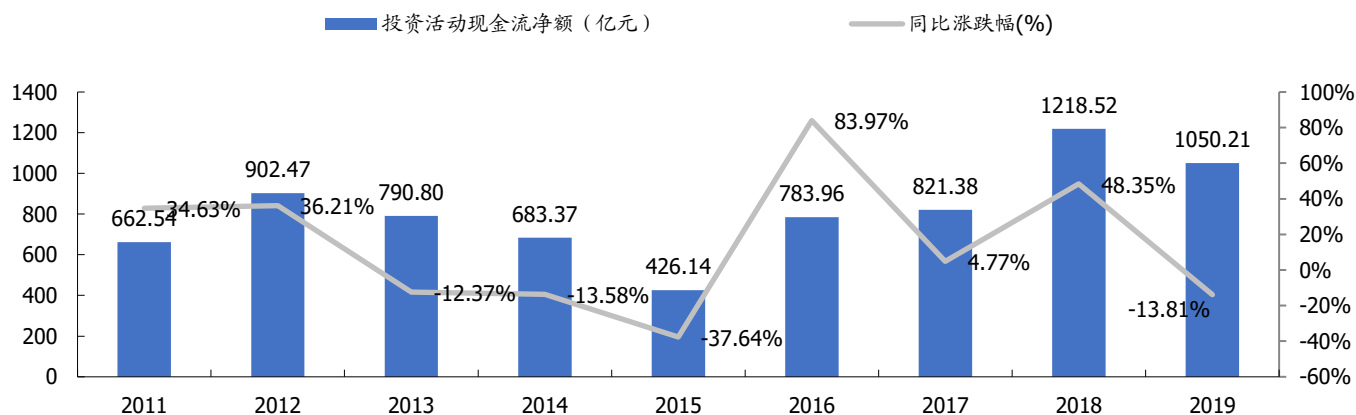
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 有色板块经营性现金流净额变动情况



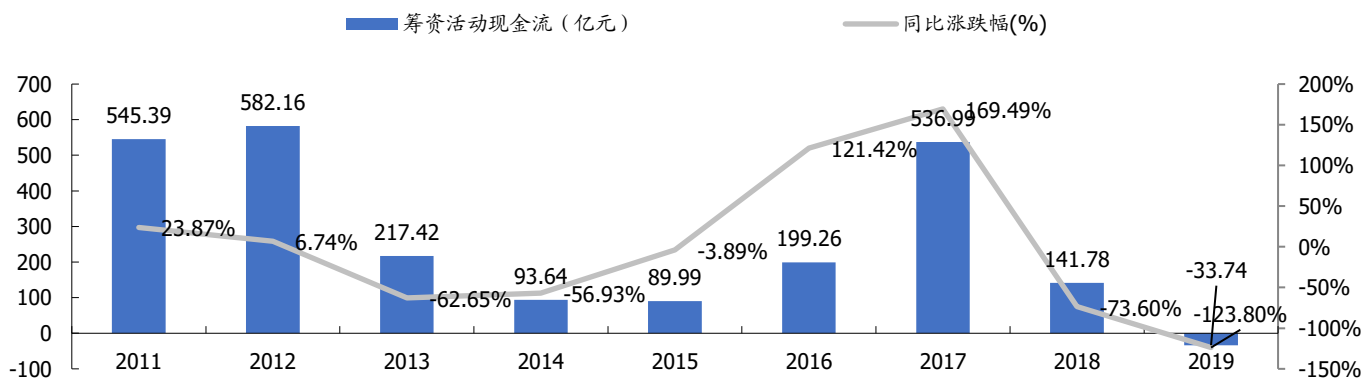
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 有色板块投资活动现金流净额变动情况



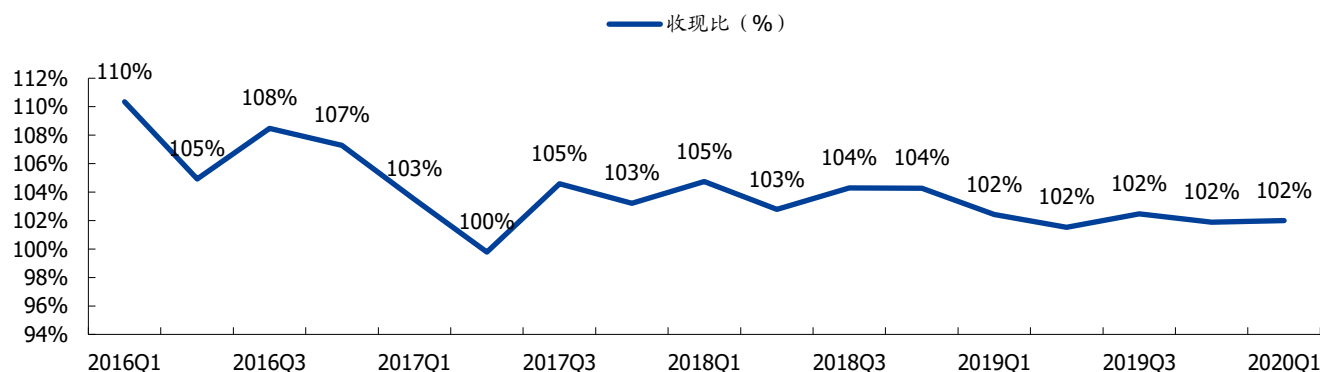
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 有色板块筹资活动现金流变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 有色板块收现比季度累计变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 细分板块概述: 2019 年多数板块增收不增利, 2020Q1 毛利率水平多数走弱

- **工业金属:**铜板块业绩相对强势,铝企业利润能力下滑,板块整理利润由负转正。工业金属价格在 2019 年内整体偏弱运行,板块毛利率与净利率均有所下滑,但收入与利润绝对值较 2018 年有所改观。细分来看,2019 年铜、铅锌、铝收入同比分别录得+9.7%、-6.1%、+4.3%,归母净利润同比变化 176.1%、-380.7%、-74.0%,利润同比变化较大主因为 2018 年子版块利润基数较低,板块整体处于盈亏平衡点附近。2020Q1 仅有铜板块收入同比增长 5.1%,但利润同比下滑 89.2%至 2.2 亿元,铅锌、铝板块净利率水平也呈现下滑态势。
- **贵金属:**受益黄金、白银价格走强,板块收入水平明显提升,但成本提升恶化盈利水平。2019 年贵金属板块收入同比提升 19.6%,归母净利润同比下滑 24.1%,其主因为生产成本拉升导致业务盈利能力下滑;2020Q1 在金价高位下,收入同比增长 17.0%,归母净利润同比提升 22.2%,整体较符合预期,企业生产并未受疫情恶化。
- **稀有金属:**各子版块表现良莠不齐,金属产品价格是核心影响因素。由于稀有金属子版块种类较多,且上游资源与终端消费场景差异化导致不同板块间表现差异明显。2019 年稀土及磁材、镍钴、锡铋等板块收入同比提升,钨和锂板块收入同比下滑;盈利能力方面,除镍钴、钨板块以外其他板块毛利率均有下滑,锂板块业绩表现较为承压。

图表 28: 有色细分板块业绩表现

板块拆分	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率				净利率			
	2019	YOY	2020Q1	YOY	2019	YOY	2020Q1	YOY	2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值	2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值
工业金属	10698.5	6.24%	2331.4	-0.6%	90.2	-756.03%	14.7	-65.5%	9.0%	1.3%	7.2%	-0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	-1.2%
铜	6242.0	9.7%	1389.2	5.1%	69.7	176.1%	2.2	-89.2%	5.2%	-0.1%	4.3%	-1.1%	1.2%	0.6%	0.3%	-1.5%
铝	1009.1	-6.1%	212.2	-6.1%	26.5	-380.67%	3.1	-71.3%	11.8%	-1.3%	9.5%	-3.7%	2.6%	3.3%	1.7%	-3.3%
铅	3447.4	4.3%	730.0	8.5%	-7.7	74.0%	9.4	-16.1%	11.5%	1.3%	12.0%	1.3%	0.3%	1.4%	1.9%	0.0%
贵金属	2966.2	19.6%	716.3	17.0%	38.7	24.1%	18.8	22.2%	10.7%	-0.3%	10.6%	-1.1%	1.8%	-0.6%	3.2%	0.2%
稀有金属	2819.2	23.5%	693.7	31.1%	-37.0	-125.5%	7.3	-66.7%	11.7%	-9.4%	7.1%	-7.4%	-0.9%	-8.1%	1.4%	-3.1%
稀土及磁性材料	399.8	27.6%	100.7	21.2%	15.1	2.8%	3.4	-27.6%	14.2%	-2.7%	11.1%	-2.2%	3.8%	-0.7%	3.5%	-2.1%
镍钴	207.3	19.5%	49.6	0.4%	1.3	-94.3%	2.0	-	11.2%	-19.9%	14.0%	2.6%	0.5%	-12.3%	3.8%	5.1%
锡铋	428.9	8.3%	93.1	4.0%	8.5	-3.6%	0.5	-75.4%	8.8%	0.0%	7.5%	-2.3%	2.6%	-0.2%	1.0%	-1.8%
钨	287.9	-8.0%	58.7	10.6%	1.6	-79.4%	0.8	107.4%	16.7%	-0.8%	18.4%	3.7%	1.8%	-1.9%	3.1%	1.5%
锂	104.5	-10.1%	20.8	23.0%	-59.5	-274.2%	-5.0	-243.0%	38.7%	-13.8%	35.1%	-5.9%	-52.3%	-86.9%	-18.2%	-37.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 重点子板块概述

3.1 铜板块: 铜价承压恶化盈利水平, 头部企业抗压能力更为显著

铜金属下游消费主要集中于电力、家电、汽车、建筑等领域, 近年来受宏观经济增速放缓影响, 下游消费主力呈现弱势运行, 叠加供需紧平衡状态下供给韧性, 铜价呈现平缓下跌态势。2020Q1 受新冠疫情影响, 下游消费停滞而铜矿与铜加工企业受波及较弱, 市场交易量明显收缩导致铜产品库存积压, 铜价短期大幅跳水。4 月以来随着下游逐渐复工复产, 补库需求带动交易量回升, 库存压力逐渐缓解下铜价触底反弹。

图表 29: 铜精矿价格变动情况



资料来源: 百川数据库, 国盛证券研究所

图表 30: 电解铜价格变动情况



资料来源: 百川数据库, 国盛证券研究所

2019 年资产减值损失同比好转, 整体负债水平提升。2020Q1 毛利率水平下滑是核心痛点。2019 年铜板块企业毛利率水平略有下滑, 三费占比较为稳定, 资产净值损失程度明显收窄, 传导至净利率水平同比回升 0.6PCT 至 1.22%, 存货周转率略有下滑, 板块整体负债率小幅提升。2020Q1 受铜价大幅下跌影响, 尽管大型铜企业能采取长单与期货套保形式规避一定损失, 但板块毛利率仍同比减少 1.14%至 4.26%, 降幅较为明显, 净利率同比减少 1.48%至 0.25%, 板块整体接近盈亏平衡点。但考虑到 4 月以来下游逐

渐复工复产，库存积压收获一定缓解，后续电网投资加速与地产后周期消费回暖有望带动铜消费市场升温，铜价触底反弹将改善板块盈利空间。

图表 31: 铜板块核心经营指标变化情况

指标	2018 年	2019 年	2019-2018	2019Q1	2020Q1	2020Q1-2019Q1
毛利率 (%)	5.23	5.18	-0.06	5.40	4.26	-1.14
销售费用率 (%)	0.50	0.49	-0.01	0.52	0.57	0.06
管理费用率 (%)	1.14	1.30	0.15	1.23	1.19	-0.03
财务费用率 (%)	1.05	0.90	-0.14	0.80	1.11	0.32
费用率合计 (%)	2.69	2.69	0.00	2.54	2.88	0.34
资产减值损失/收入 (%)	0.95	0.35	-0.60	0.02	1.29	1.27
净利率 (%)	0.62	1.22	0.60	1.73	0.25	-1.48
收现比 (%)	113.97	112.47	-1.50	111.49	106.09	-5.39
存货周转率	11.00	10.67	-0.34	2.52	1.95	-0.58
资产负债率 (%)	58.04	59.43	1.39	59.05	61.68	2.63

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分个股来看，中上游企业盈利波动幅度较低，尾部企业毛利率变化幅度较大。2019 受铜价下跌影响，板块内个股盈利水平均出现不同程度恶化。其中江西铜业、铜陵有色、体量较大且集中于矿石开采及冶炼加工企业的盈利水平变化较低，2019 年总资产回报率同比变化幅度均小于 1%；2020Q1 受铜价断崖式下跌影响，板块内仅有博威合金、众源新材和*ST 梦舟净利润同比正成长，其他企业多数呈现较大跌幅，其中江西铜业、铜陵有色和云南铜业分别同比下跌 78.4%、79.3%和 30.2%。

图表 32: 铜企业经营情况表现 1

证券代码	证券名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率			
		2019	YOY	2020Q1	YOY	2019	YOY	2020Q1	YOY	2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值
600362.SH	江西铜业	2403.60	11.6%	562.06	15.0%	24.66	0.8%	1.60	-78.4%	3.8%	0.19%	1.8%	-2.06%
000630.SZ	铜陵有色	929.51	9.9%	202.68	-12.6%	8.54	20.6%	0.58	-79.3%	4.5%	-0.83%	5.6%	1.10%
000878.SZ	云南铜业	632.90	33.4%	172.50	51.2%	6.70	436.8%	1.22	-30.2%	7.3%	-0.35%	5.8%	-2.12%
601212.SH	白银有色	617.00	-0.4%	96.98	-17.9%	0.58	124.1%	-3.59	-669.1%	3.9%	-1.34%	3.4%	-2.15%
601609.SH	金田铜业	409.84	0.8%	77.85	-12.7%	4.94	17.2%	0.55	-7.2%	4.1%	0.56%	5.5%	1.92%
002203.SZ	海亮股份	412.59	1.4%	114.78	35.6%	10.63	17.0%	1.69	-43.9%	6.8%	1.23%	5.1%	-2.26%
601168.SH	西部矿业	305.67	6.5%	60.59	-23.1%	10.07	-148.8%	0.71	-70.7%	12.2%	0.24%	11.5%	-0.25%
002171.SZ	楚江新材	170.48	30.1%	39.01	32.3%	4.61	12.8%	-0.94	-230.9%	7.7%	-0.27%	4.6%	-2.58%
600490.SH	鹏欣资源	147.87	4.6%	18.19	-56.1%	3.11	56.6%	-0.58	-235.4%	3.8%	0.22%	4.0%	-0.28%
601137.SH	博威合金	75.92	25.2%	19.32	46.6%	4.40	29.0%	1.16	65.4%	15.9%	1.69%	17.4%	2.39%
002295.SZ	精艺股份	51.26	-11.0%	8.14	-40.1%	0.51	6.7%	-0.07	-141.8%	3.2%	-0.61%	3.3%	-0.54%
600255.SH	*ST梦舟	35.45	-29.4%	8.34	3.6%	-11.32	-10.3%	-0.43	9.5%	0.4%	-7.58%	3.6%	0.66%
603527.SH	众源新材	32.24	0.4%	6.53	-11.7%	0.93	-0.8%	0.19	43.7%	6.2%	-0.38%	6.3%	0.91%
300697.SZ	电工合金	18.78	33.0%	2.41	-42.2%	1.29	94.4%	0.15	-53.8%	14.4%	3.45%	12.1%	-3.14%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 铜企业经营情况表现 2

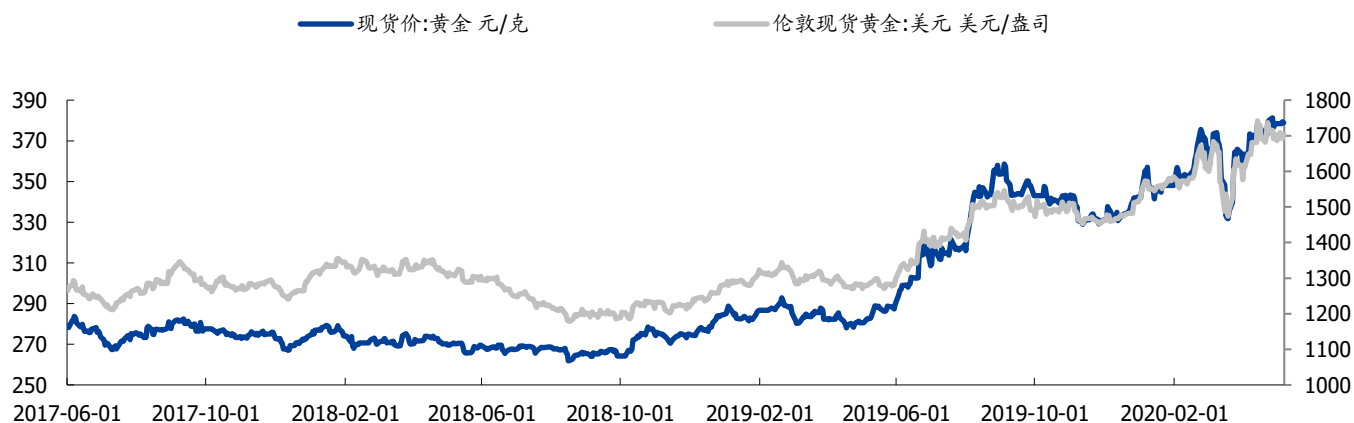
证券代码	证券名称	资产负债率				ROA				ROE			
		2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值	2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值	2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值
600362.SH	江西铜业	56.2%	6.82%	58.9%	7.68%	3.40%	-0.62%	0.42%	-0.54%	4.68%	-0.24%	0.33%	-1.14%
000630.SZ	铜陵有色	58.2%	-0.36%	59.8%	-0.06%	4.49%	0.06%	0.48%	-0.76%	4.65%	0.70%	0.32%	-1.23%
000878.SZ	云南铜业	71.4%	1.19%	73.6%	3.05%	5.17%	0.87%	1.29%	-0.05%	8.00%	6.38%	1.39%	-0.82%
601212.SH	白银有色	65.8%	-6.20%	68.6%	-1.54%	2.92%	-0.52%	-0.04%	-0.76%	0.41%	0.14%	-3.23%	-3.82%
601609.SH	金田铜业	52.2%	0.75%	58.9%	5.10%	7.94%	0.06%	1.03%	-0.29%	10.26%	0.45%	1.13%	-0.23%
002203.SZ	海亮股份	60.2%	3.85%	64.2%	2.26%	6.59%	-1.77%	1.23%	-0.65%	11.32%	0.00%	1.78%	-1.98%
601168.SH	西部矿业	67.6%	-3.52%	67.3%	-3.71%	5.80%	9.52%	0.95%	-0.59%	10.04%	33.54%	0.70%	-1.98%
002171.SZ	楚江新材	33.8%	1.79%	38.9%	5.70%	7.91%	-0.73%	-1.03%	-2.37%	8.42%	-0.72%	-1.77%	-3.35%
600490.SH	鹏欣资源	36.0%	2.69%	32.3%	-5.18%	5.44%	2.45%	-0.67%	-1.83%	4.84%	1.20%	-0.91%	-1.70%
601137.SH	博威合金	50.6%	15.57%	48.1%	12.02%	8.16%	0.07%	1.91%	0.13%	11.72%	2.00%	2.92%	0.93%
002295.SZ	精艺股份	41.6%	-2.98%	49.7%	8.56%	5.18%	-1.17%	-0.25%	-2.05%	4.29%	0.13%	-0.62%	-2.09%
600255.SH	*ST梦舟	59.4%	14.02%	63.1%	16.22%	-31.63%	-10.00%	-1.31%	-0.83%	-109.17%	-51.92%	-4.31%	-2.49%
603527.SH	众源新材	23.6%	2.62%	26.4%	4.31%	9.55%	-1.17%	2.01%	0.48%	10.03%	-0.74%	2.03%	0.52%
300697.SZ	电工合金	31.6%	-3.79%	33.4%	-1.40%	14.22%	5.48%	1.86%	-1.92%	15.32%	6.50%	1.82%	-2.27%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 黄金板块: 金价上行提振矿产金企业盈利水平, 仍需关注成本端变动

2019 年下半年以来, 国际黄金价格持续攀升, 维持长牛走势, 年内沪金现货均价 312.31 元/克, 同比提升 15.28%, 伦敦金现货均价 1392.76 美元/盎司, 同比增长 9.77%。2020 年三月金价受美元流动性紧缺影响短期下行, 4 月后重新回归高位, 后续随着全球主要经济体量化宽松政策不断刺激, 预期全球资产实际收益率将长期维持地位运行, 负利率债券占比长期高位有望继续催生黄金牛市。

图表 34: 黄金价格走势情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从黄金板块整体表现上看, 尽管收入水平受益于金价上涨, 但对企业利润增量主要来自矿产金, 冶炼加工金毛利水平偏低且收入比重增加导致毛利率水平下行。此外, 开采与加工成本上移抵消一部分金价上行, 2019 年板块毛利率同比小幅下滑 0.26%至 10.75%。2020Q1 毛利率水平进一步下行至 10.63%, 净利率受益于三费占比降低录得同比提升 0.16%, 板块整体资产负债率上行至 2.52%。

图表 35: 黄金板块核心经营指标变化情况

指标	2018年	2019年	2019-2018	2019Q1	2020Q1	2020Q1-2019Q1
毛利率 (%)	11.01	10.75	-0.26	11.70	10.63	-1.07
销售费用率 (%)	0.58	0.61	0.03	0.69	0.40	-0.29
管理费用率 (%)	3.28	3.09	-0.18	3.47	3.16	-0.31
财务费用率 (%)	1.44	1.32	-0.12	1.81	1.36	-0.45
费用率合计 (%)	5.30	5.02	-0.28	5.97	4.93	-1.05
资产减值损失/收入 (%)	1.31	0.77	-0.53	0.07	0.61	0.54
净利率 (%)	2.43	1.80	-0.63	3.08	3.24	0.16
收现比 (%)	105.08	104.03	-1.05	103.24	104.71	1.48
存货周转率	5.86	6.34	0.48	1.42	1.49	0.07
资产负债率 (%)	52.68	53.10	0.42	53.06	55.58	2.52

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从个体企业来看, 板块经营业绩差异化变动, 龙头企业盈利增长较为稳健。山东黄金与紫金矿业受益于矿产金盈利改善, 2019 年收入水平同比提升 14.3%、28.4%。紫金矿业利润水平受铜与锌业务拖累导致同比增幅仅为 4.6%, 山东黄金归母净利润同比提升 47.2%。赤峰黄金矿产金板块增利明显但其他业务毛利水平下滑。2020Q1 在金价维持高位状态下, 企业营收利润多数展现较大同比增长, 后续金价维持高位状态下, 黄金企业盈利能力有望进一步改善。

图表 36: 黄金企业经营情况表现 1

证券代码	证券名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率			
		2019 YOY	2020Q1	YOY		2019 YOY	2020Q1	YOY		2019 YOY变化值	2020Q1	YOY变化值	
601899.SH	紫金矿业	1360.98	28.4%	361.62	24.5%	42.84	4.6%	10.40	18.9%	11.4%	-1.19%	10.9%	-1.96%
600547.SH	山东黄金	626.31	14.3%	139.66	31.5%	12.89	47.2%	5.63	54.0%	9.7%	0.94%	12.5%	0.10%
600489.SH	中金黄金	389.63	13.1%	73.18	-7.4%	1.90	-2.9%	1.60	390.3%	11.1%	0.68%	12.3%	1.68%
002237.SZ	恒邦股份	285.36	34.6%	63.85	9.0%	3.06	-24.7%	0.89	-18.0%	5.5%	-1.50%	1.3%	-5.41%
002155.SZ	湖南黄金	138.29	11.0%	37.57	-17.6%	1.60	-40.9%	-0.38	-181.5%	8.3%	-1.57%	3.5%	-2.28%
600687.SH	*ST刚泰	11.66	-89.4%	1.54	-59.3%	-33.75	189.7%	-1.51	67.0%	12.2%	4.90%	13.8%	0.34%
600988.SH	赤峰黄金	60.68	181.8%	12.20	-16.9%	1.88	-241.3%	0.09	-85.6%	20.1%	0.61%	24.8%	10.80%
000975.SZ	银泰黄金	51.49	6.7%	19.39	71.8%	8.64	30.4%	2.74	61.1%	30.2%	0.53%	24.5%	-5.28%
601069.SH	西部黄金	38.63	285.6%	6.80	183.4%	0.41	322.5%	-0.54	198.4%	8.8%	-16.11%	3.1%	-11.54%
600311.SH	*ST荣华	2.15	161.6%	0.34	293.4%	-0.93	-14.7%	-0.11	1.6%	-14.8%	21.87%	-14.7%	57.93%
600385.SH	ST金泰	0.72	1218.7%	0.12	1039.2%	0.03	-130.8%	-0.03	14.3%	64.5%	-25.96%	67.4%	-25.21%
600766.SH	国城黄金	0.27	122.0%	0.01	-47.1%	0.10	-527.1%	0.00	-84.4%	17.7%	-42.74%	91.4%	24.02%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 黄金企业经营情况表现 2

证券代码	证券名称	资产负债率				ROA				ROE			
		2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值	2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值	2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值
601899.SH	紫金矿业	53.9%	-4.21%	58.1%	-0.23%	7.17%	-0.11%	1.68%	-0.07%	9.27%	-2.27%	2.10%	0.00%
600547.SH	山东黄金	55.6%	7.62%	55.9%	6.51%	5.64%	0.79%	1.78%	0.21%	5.58%	1.53%	2.37%	0.70%
600489.SH	中金黄金	50.3%	1.04%	52.4%	3.07%	3.92%	0.82%	0.98%	0.11%	1.39%	-0.05%	1.03%	0.80%
002237.SZ	恒邦股份	71.2%	0.43%	73.7%	2.79%	4.35%	-0.40%	1.27%	-0.16%	6.56%	-2.75%	1.88%	-0.57%
002155.SZ	湖南黄金	26.0%	-2.52%	28.3%	-2.60%	3.58%	-2.25%	-0.50%	-1.44%	3.23%	-2.36%	-0.78%	-1.74%
600687.SH	*ST刚泰	81.3%	24.89%	83.2%	25.81%	-30.44%	-23.19%	-0.96%	-0.96%	-224.07%	-200.17%	-11.11%	-9.23%
600988.SH	赤峰黄金	57.9%	-5.59%	50.9%	-11.80%	6.21%	6.24%	1.56%	-0.11%	6.39%	11.67%	0.25%	-2.01%
000975.SZ	银泰黄金	14.9%	2.86%	16.1%	4.08%	10.65%	-2.17%	3.28%	0.95%	9.55%	1.61%	2.94%	0.94%
601069.SH	西部黄金	35.3%	-1.82%	39.9%	2.11%	3.41%	1.65%	-1.68%	-1.30%	2.40%	1.83%	-3.28%	-2.18%
600311.SH	*ST荣华	37.0%	19.65%	35.5%	20.17%	-10.74%	0.11%	-1.13%	0.50%	-14.75%	0.33%	-1.73%	-0.25%
600385.SH	ST金泰	89.4%	24.31%	88.9%	17.71%	5.06%	11.74%	-0.98%	0.66%	13.32%	30.34%	-14.92%	-9.86%
600766.SH	国城黄金	59.7%	-7.94%	59.7%	-8.31%	7.76%	8.14%	-0.04%	0.02%	16.38%	20.94%	-0.09%	0.63%

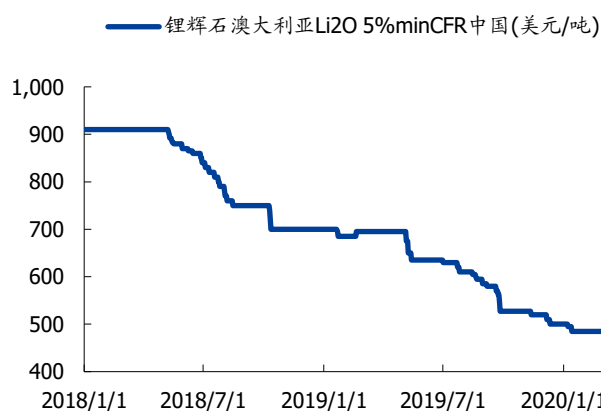
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3 钴锂板块: 供需错配导致价格承压, 新能源车消费回暖有望带动板块景气度回升

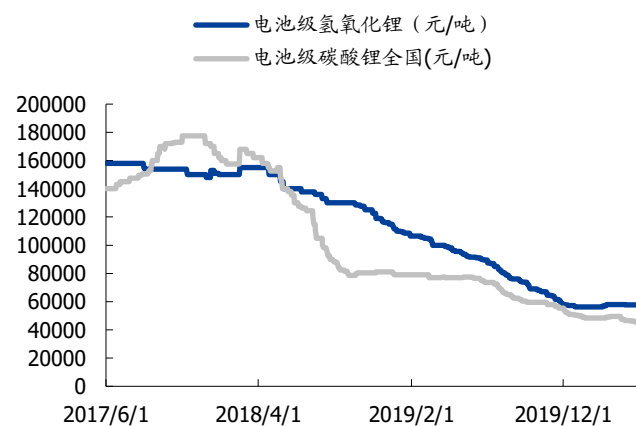
供需错配导致钴、锂价格跌至成本线水平, 后续需关注终端消费回暖情况。2019 年钴锂产品受终端消费不及预期影响, 叠加上游产能处于集中爆发期, 年内供需错配加深导致价格持续承压。

锂方面: 电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂价格分别下跌 36.7%、49.6%。此外, 下游厂商由被动补库转向主动去库, 市场偏向按需采购导致上游库存积压, 锂产品降价压力由下至上穿导致资源端, 年内锂辉石价格由 700 美元/吨跌至 500 美元/吨, 逼近高成本矿企盈亏平衡线。2020Q1 受疫情影响, 新能源汽车、3C 板块消费再次承压, 在供给端生产相对韧性情况下, 产业链供过于求情况未能缓解, 锂产品价格进一步下跌。向后看, 新能源车、5G 消费、储能基站等消费场景依然是锂产品核心消费增量, 在行业政策引导护航下后续消费有望逐步回暖, 带动消费改善。然而, 由于当前澳矿供给体量较整体需求量过剩较多, 短期锂价难以呈现中长期的趋势性回升, 具备成本优势与稳定销售渠道企业将成为当前赢家。

图表 38: 锂矿石价格变动情况



图表 39: 主要锂盐产品价格走势



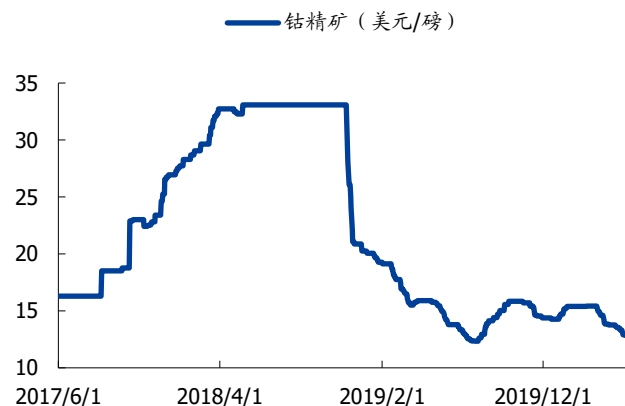
资料来源: 百川数据库, 国盛证券研究所

资料来源: 百川数据库, 国盛证券研究所

钴方面: 2019 年股价呈现先跌后涨态势, 钴精矿累计跌幅 28.18%, 三氧化二钴和氯化

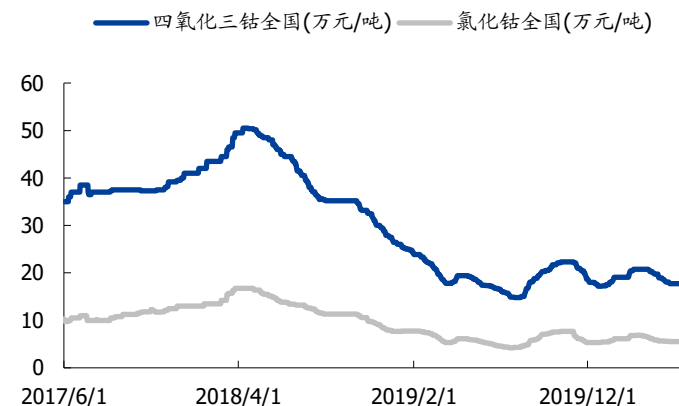
钴累计跌幅分别为 34.66%、29.22%。尽管 2019 年钴亦呈现供过于求状态，但嘉能可宣布年底关停旗下 Mutanda 矿对市场供需体量带来明显好转，带动钴价格年底触底回调。2020Q1 受到疫情影响，终端消费受挫，下游对原料采购意愿明显降低导致产品价格承压，股价再次小幅回落。

图表 40: 钴精矿价格变动情况



资料来源: 百川数据库, 国盛证券研究所

图表 41: 主要钴盐产品价格走势



资料来源: 百川数据库, 国盛证券研究所

整体来看，锂上市企业整体经营情况恶化更为明显，财务压力更为突出。2019 年受钴锂价格下跌影响，行业内公司毛利降幅明显，其中锂行业毛利率同比减少 13.83%，钴行业同比减少 19.97%。三费方面，由于天齐锂业在 2019 年财务费用明显抬升带动板块整体期间费用率上调，同比增加 16.23PCT 至 28.25%，钴板块期间费用率改善，同比降低 2.27PCT。负债水平方面，天齐锂业负债水平提升拉动板块资产负债率由 64.99% 升至 70.93%，钴板块小幅提升至 55.67%。2020Q1 在新冠疫情影响下，钴锂上市企业经历着行业“至暗时刻”，盈利水平与资产负债率均有提升，疫情结束后新能源车、3C 电池等消费回暖是带动行业盈利回升的主要因素。

图表 42: 锂板块核心经营指标变化情况

指标	2018 年	2019 年	2019-2018	2019Q1	2020Q1	2020Q1-2019Q1
毛利率 (%)	52.50	38.67	-13.83	41.02	35.12	-5.90
销售费用率 (%)	1.23	0.84	-0.39	1.39	1.42	0.03
管理费用率 (%)	6.03	7.26	1.23	4.00	5.84	1.84
财务费用率 (%)	4.76	20.15	15.39	20.59	51.75	31.15
费用率合计 (%)	12.02	28.25	16.23	25.98	59.01	33.03
资产减值损失/收入 (%)	0.16	52.54	52.39	0.10	0.00	-0.10
净利率 (%)	34.60	-52.31	-86.91	19.40	-18.19	-37.59
收现比 (%)	96.01	99.69	3.68	96.66	97.88	1.21
存货周转率	3.52	2.73	-0.79	0.62	0.40	-0.22
资产负债率 (%)	64.99	70.93	5.94	64.84	71.49	6.65

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 钴板块核心经营指标变化情况

指标	2018年	2019年	2019-2018	2019Q1	2020Q1	2020Q1-2019Q1
毛利率 (%)	31.19	11.21	-19.97	11.40	14.06	2.66
销售费用率 (%)	0.76	0.41	-0.35	0.75	0.92	0.16
管理费用率 (%)	2.92	2.68	-0.24	2.52	3.09	0.57
财务费用率 (%)	3.91	2.23	-1.67	2.64	2.44	-0.21
费用率合计 (%)	7.59	5.32	-2.27	5.92	6.44	0.52
资产减值损失/收入 (%)	1.74	0.69	-1.05	1.73	0.20	-1.53
净利率 (%)	12.93	0.59	-12.34	-1.30	3.86	5.15
收现比 (%)	112.39	101.40	-10.99	101.65	105.18	3.53
存货周转率	1.68	2.51	0.83	0.57	0.76	0.19
资产负债率 (%)	54.20	55.67	1.47	56.32	56.32	0.01

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从个体企业来看, 锂企业表现差异化明显, 钴企业表现趋势性较为一致。赣锋锂业 2019 营收录得 53.42 亿元, 同比提升 6.8%, 归母净利润同比降低 70.7%, 除毛利率降低外, 公允价值变动损失与资产减值损失也是恶化净利润水平原因。天齐锂业凭借上游资源优势在锂价触底情况下依然拥有 56.6% 毛利率水平, 但受自身较高财务杠杆影响, 利润明显受财务费用侵蚀。此外, 锂产业下行周期导致公司计提大额 SQM 股权资产减值损失, 导致公司 2019 归母净利润为-59.83 亿元。洛阳钼业受并表 IXM 影响, 2019 收入水平同比大幅提升 164.5%, 但由于年内铜钴价格双杀导致归母净利润同比降低约 60%。华友钴业与寒锐钴业归母净利分别同比降低 92.2% 和 98%, 净资产回报率亦收获明显下滑。

图表 44: 钴锂板块核心企业经营情况表现 1

证券代码	证券名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率			
		2019	YOY	2020Q1	YOY	2019	YOY	2020Q1	YOY	2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值
锂标的													
002192.SZ	*ST融捷	2.70	-29.5%	0.30	-3.1%	-3.26	4535.0%	-0.04	-77.7%	18.0%	-2.66%	15.3%	-4.40%
002460.SZ	赣锋锂业	53.42	6.8%	10.79	-18.9%	3.58	-70.7%	0.08	-96.9%	23.5%	-12.60%	19.5%	-1.89%
002466.SZ	天齐锂业	48.41	-22.5%	9.68	-27.6%	-59.83	-372.0%	-5.00	-549.5%	56.6%	-11.03%	53.2%	-7.90%
钴标的													
603993.SH	洛阳钼业	686.77	164.5%	223.83	399.8%	18.57	-59.9%	4.48	39.2%	4.5%	-33.21%	-5.2%	-20.26%
002340.SZ	格林美	143.54	3.4%	22.92	-27.0%	7.35	0.7%	1.10	-37.2%	18.1%	-1.06%	18.3%	-0.23%
603799.SH	华友钴业	188.53	30.5%	44.24	0.5%	1.20	-92.2%	1.84	1385.1%	11.2%	-17.30%	13.7%	1.67%
300073.SZ	当升科技	22.84	-30.4%	4.16	-36.4%	-2.09	-166.1%	0.33	-48.7%	19.7%	1.42%	17.5%	0.60%
300618.SZ	寒锐钴业	17.79	-36.1%	5.11	-1.4%	0.14	-98.0%	0.23	-141.1%	11.8%	-33.55%	17.3%	11.16%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 钴锂板块核心企业经营情况表现 2

证券代码	证券名称	资产负债率				ROA				ROE			
		2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值	2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值	2019	YOY变化值	2020Q1	YOY变化值
锂标的													
002192.SZ	*ST融捷	27.0%	3.13%	29.8%	3.15%	-32.91%	-32.28%	-0.65%	1.03%	-59.65%	-58.73%	-0.69%	1.57%
002460.SZ	赣锋锂业	40.8%	-0.17%	45.2%	4.88%	3.99%	-9.41%	0.60%	-1.91%	4.29%	-11.15%	0.09%	-3.01%
002466.SZ	天齐锂业	80.9%	7.62%	81.7%	8.48%	-5.36%	-18.12%	1.43%	-0.58%	-85.93%	-107.64%	-8.23%	-9.32%
钴标的													
603993.SH	洛阳钼业	57.6%	6.65%	60.3%	7.42%	3.00%	-4.44%	0.42%	0.08%	4.55%	-6.77%	1.10%	0.31%
002340.SZ	格林美	58.8%	-0.28%	60.7%	0.47%	5.54%	-0.87%	0.95%	-0.59%	7.01%	-0.38%	1.04%	-0.70%
603799.SH	华友钴业	56.6%	0.76%	57.6%	-1.01%	2.43%	-10.30%	1.35%	0.78%	1.54%	-18.56%	2.14%	1.97%
300073.SZ	当升科技	25.4%	0.46%	25.2%	-3.82%	-4.65%	-14.88%	0.65%	-1.07%	-6.92%	-16.49%	1.08%	-0.83%
300618.SZ	寒锐钴业	49.3%	4.31%	47.2%	6.40%	0.04%	-35.23%	1.02%	3.28%	0.78%	-36.46%	1.23%	4.28%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 投资建议

2020 逆周期调节政策料将持续发力，下游复工复产缓解库存压力，大类金属产品供需矛盾有望在下半年逐渐缓解。多数有色企业由于对疫情抵抗力较强，2020Q1 开采加工进入仍维持合理水平，而下游停工停产导致金属库存逐渐积压，产品价格下移。2020Q2 国内疫情明显缓解，下游加工厂与终端消费持续恢复为产业链重新注入活力。同时，国内逆周期调节持续发力，货币与财政政策并行加快实体经济复苏。向后看，下半年基建、地产、汽车、家电等地产后周期消费成为拉动内需有力动力，铜、铝等工业金属消费重回合理区间，产品价格在下游补库过程中有望回归合理价格区间，板块业绩逐渐脱离历史低位。

全球量化宽松料将持续，后续通胀水平上移将持续打压实力利率水平，金价有望维持长牛。受疫情影响，全球主要经济体经济增长陷入停歇甚至倒退，美国失业率大幅提升，企业债务问题凸显，为缓解经济压力与债务危机，美联储开启“无限量 QE”政策大幅释放流动性，转移债务违约压力并降低利率水平，美元流动性成本问题得到有效缓解。为平缓经济增长下行问题，全球流动性宽松政策料将持续，而信用货币的大幅超发将逐渐传导至购买力下移问题上，进而抬升通胀水平，黄金的抗通胀及信用货币对冲属性将持续凸显，金价有望维持长牛走势带动矿产金企业盈利提升。

投资建议：左侧投资机会凸显，优先选择细分板块龙头标的。工业金属方面，多类金属价格在下游补库需求已呈现回涨抬升，供需情况好转带动产业链实际盈利水平回升，板块已具备左侧投资逻辑。此外，在板块盈利经受疫情的“抗压测试”下，龙头企业与多金属布局企业业绩复苏确定性更强，建议关注紫金矿业（601899.SH）、洛阳钼业（603993.SH）；贵金属方面，在看好金价后续长牛走势下，从矿产金体量与业绩纯度角度，建议关注山东黄金（600547.SH）、恒邦股份（002237.SZ）、赤峰黄金（600988.SH）。

5. 风险提示

宏观经济超预期下行导致终端消费不及预期风险；宏观调控政策不及预期风险；行业供给超预期增长风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com