

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年11月11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

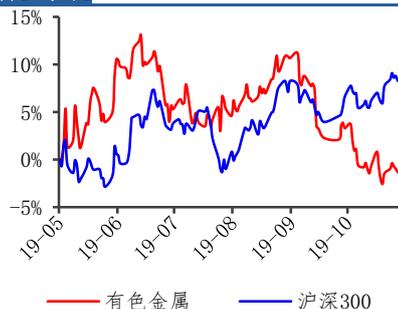
✉ sunzhixuan_cgws.com

联系人（研究助理）：封谊敏

S1070119050047

☎ 021-31829728

✉ fengyimin_cgws.com

行业表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<有色板块业绩同比下滑 关注低估值加工股与钨投资机会>> 2019-09-22

<<锆英砂价格再次上调 供需持续改善>> 2017-03-27

<<政策继续加码，稀土行业升温>> 2016-07-06

有色整体业绩承压 板块表现继续分化

——有色金属三季度报总结

重点推荐公司盈利预测

| 股票名称 | EPS | | PE | |
|------|------|------|-------|-------|
| | 19E | 20E | 19E | 20E |
| 银泰黄金 | 0.49 | 0.6 | 23.67 | 19.33 |
| 山东黄金 | 0.55 | 0.83 | 54.02 | 35.80 |
| 楚江新材 | 0.39 | 0.45 | 15.28 | 13.24 |
| 云海金属 | 1.03 | 0.79 | 7.97 | 10.39 |
| 海亮股份 | 0.52 | 0.63 | 18.94 | 15.63 |

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 主要金属价格 Q3 仍未见起色 有色板块跑输大盘：**受全球贸易环境恶化影响，年初以来除贵金属、镍、稀土以外多数金属价格下行，三季度主要金属价格仍未见起色，但由于去年同期基数较低，前三季度板块归母净利润同比仅下滑 27.43%，较 H1 跌幅放缓。受下游需求低迷拖累，截止 11 月初有色板块跑输大盘 10.51 个百分点，位居申万板块第 21 位。
- Q3 单季度工业金属与黄金板块业绩环比改善，稀有金属板块大幅下跌：**Q3 工业金属与黄金板块净利润分别达到 63.50/16.10 亿元，环比增长 22.31%/23.04%，业绩较上半年显著改善；稀有金属板块受金贵银业财务危机爆发拖累，Q3 单季净利润转负跌至-4.73 亿元，环比下跌 129.30%。
- 前三季度多数公司业绩负增长 业绩爆发个股多集中于工业金属板块：**截止三季度，共有 69 家有色公司业绩负增长，业绩下滑较大个股多数集中在 ST 股，工业金属板块及钨锂钴等行业。前三季度共有 47 家公司业绩增长，其中 10 家业绩增长超过 100%，大部分集中在工业金属板块。
- 销售利润率受价格因素下滑 ROE 大幅下行：**Q3 行业整体 ROE 为 4.2%，同比下滑 1.98 个百分点。在权益乘数、资产周转率稳中有升态势下，销售利润率为 2.56%，同比下滑 1.4 个百分点，拖累整体净资产收益率。
- 投资建议：**我们认为黄金板块短期内仍将承压，但中长期经济疲软背景下全球货币宽松环境有望持续，黄金仍有一定的上涨空间，本轮回调或带来布局机会，建议关注矿山资源禀赋优异的**银泰黄金**；国内黄金龙头**山东黄金**。同时低估值加工股具有抗跌优势，个股龙头通过产能扩张优化等方式获得部分成长股特性，投资价值或将优于资源类个股，建议关注国内镁行业龙头**云海金属**；布局军工新材料领域的铜板带龙头**楚江新材**；产能增长预期强烈的全球铜管龙头**海亮股份**。
- 风险提示：**加工费大幅下行 全球主要央行货币政策转向

目录

| | |
|---|----|
| 1. 前三季度行情回顾：有色板块跑输大盘 稀土永磁板块表现亮眼 | 5 |
| 1.1 有色板块跑输大盘 磁性材料实现行业领涨 | 5 |
| 1.2 金属价格 Q3 未见起色 行业整体业绩承压 | 6 |
| 1.3 贵金属板块表现优异 钨系小金属跌幅有所收窄 | 8 |
| 2. 子板块拆分：工业金属板块逐渐复苏 钨钴价格回升有望提振业绩 | 10 |
| 2.1 工业金属价格回升 板块业绩呈现复苏迹象 | 10 |
| 2.2 全球量化宽松环境渐成 贵金属板块有望再受提振 | 11 |
| 2.3 小金属价格持续下滑 钨、钴价格降幅收窄 | 13 |
| 2.4 非金属新材料业绩承压 磁性材料增长亮眼 | 14 |
| 2.5 有色业绩逐步回暖 工业金属复苏值得期待 | 14 |
| 2.6 权益乘数稳中有升 销售利润率拖累整体 ROE | 15 |
| 2.7 行业负债率止跌回升 经营性现金流有望再创新高 | 16 |
| 2.8 需求放缓影响行业整体存货 金属库存处于较低位置 | 18 |
| 3. 行业推荐：贵金属中长期仍有上涨机会 优质低估值加工股具备投资潜力 | 20 |
| 3.1 贵金属：避险情绪回落压制金价 中长期仍看好贵金属 | 20 |
| 3.2 材料加工板块：关注低估值加工股投资机会 | 22 |
| 4. 重点推荐标的 | 23 |
| 4.1 银泰黄金-白银生产商转型黄金新贵 | 23 |
| 4.2 山东黄金-A+H 股黄金龙头标的 | 24 |
| 4.3 云海金属：镁业龙头 牵手宝钢加速汽车轻量化进程 | 25 |
| 4.4 楚江新材：铜加工龙头 向军工材料及高端设备进阶 | 26 |
| 4.5 海亮股份：铜管行业龙头 产能投放预期强烈 | 27 |
| 投资建议： | 28 |

图表目录

| | | |
|-------|--|----|
| 图 1: | 年初至今上证综指&有色金属行业指数走势 | 5 |
| 图 2: | 年初至今有色子板块（申万三级）涨跌幅对比（%） | 5 |
| 图 3: | 2019 年初至今申万一级行业涨跌幅对比（%） | 5 |
| 图 4: | 2015-2019 有色金属前三季度营业收入（亿元） | 6 |
| 图 5: | 2015-2019 有色金属前三季度归母净利润（亿元） | 6 |
| 图 6: | 申万有色金属行业 PE-TTM | 6 |
| 图 7: | 申万有色金属行业 PB-LF | 6 |
| 图 8: | 申万有色行业前三季度资产负债率 | 7 |
| 图 9: | 申万有色行业前三季度摊薄 ROE | 7 |
| 图 10: | 2019 年初至今有色行业上市公司涨跌幅排名（%） | 7 |
| 图 11: | 2019 年初至今 SHFE 镍价格（元/吨） | 8 |
| 图 12: | 2019 年初至今钨精矿价格（元/吨） | 8 |
| 图 13: | 2019 年初至今钒铁价格（元/吨） | 8 |
| 图 14: | 2019 年初至今 COMEX 黄金价格（美元/盎司） | 8 |
| 图 15: | SHFE 铜现货结算价（元/吨） | 10 |
| 图 16: | SHFE 铝现货结算价（元/吨） | 10 |
| 图 17: | SHFE 锌现货结算价（元/吨） | 10 |
| 图 18: | SHFE 铅现货结算价（元/吨） | 10 |
| 图 19: | 近五年工业金属板块营收情况 | 11 |
| 图 20: | 近五年工业金属板块归母净利润情况 | 11 |
| 图 21: | 2014-2019Q3 COMEX 黄金活跃合约结算价（美元/盎司） | 12 |
| 图 22: | 近五年黄金板块营收情况 | 12 |
| 图 23: | 近五年黄金板块归母净利润情况 | 12 |
| 图 24: | 钨精矿价格走势（元/吨） | 13 |
| 图 25: | 电解钴价格走势（万元/吨） | 13 |
| 图 26: | 近五年稀有金属板块营收情况 | 13 |
| 图 27: | 近五年稀有金属板块归母净利润情况 | 13 |
| 图 28: | 近五年新材料板块营收情况 | 14 |
| 图 29: | 近五年新材料板块归母净利润情况 | 14 |
| 图 30: | 2019Q3 有色金属行业上市公司业绩增速分布 | 15 |
| 图 31: | 有色金属子板块销售利润率年度变动情况 | 16 |
| 图 32: | 有色金属子板块销售利润率前三季度变动情况 | 16 |
| 图 33: | 2014-2019Q3 有色金属行业整体负债率情况 | 16 |
| 图 28: | 2014-2019Q3 有色金属各子板块负债率情况 | 17 |
| 图 35: | 2014-2019Q3 有色金属经营性现金流净额及销售现金比率 | 17 |
| 图 36: | 2009-2019Q3 有色金属行业存货情况（亿元） | 18 |
| 图 37: | 2009-2019Q3 有色金属行业存货周转率（次） | 18 |
| 图 38: | 2015-2019Q3 有色金属各子板块存货（亿元） | 19 |
| 图 39: | 2015-2019Q3 有色金属子板块存货周转率（次） | 19 |
| 图 40: | 阴极铜库存（吨） | 19 |
| 图 41: | 铝库存（吨） | 19 |
| 图 42: | 铅库存（吨） | 19 |

| | | |
|-------|--|----|
| 图 43: | 锌库存 (吨) | 19 |
| 图 44: | 六年以来国际金价走势 | 20 |
| 图 45: | 美股股指创历史新高 | 20 |
| 图 46: | IMF 再度下调 2019 年全球主要经济体增速预期 | 21 |
| 图 47: | 主要经济体 PMI 均有所下滑 | 21 |
| 图 48: | 美国国债实际收益率下行 (%) | 21 |
| 图 49: | 美国经济周期 | 21 |
| 图 50: | 银泰黄金 2015-2019Q3 营业收入情况 | 23 |
| 图 51: | 银泰黄金 2015-2019Q3 归母净利润情况 | 23 |
| 图 52: | 山东黄金 2015-2019Q3 营业收入情况 | 24 |
| 图 53: | 山东黄金 2015-2019Q3 归母净利润情况 | 24 |
| 图 54: | 云海金属 2015-2019Q3 营业收入情况 | 25 |
| 图 55: | 云海金属 2015-2019Q3 归母净利润情况 | 25 |
| 图 56: | 楚江新材 2015-2019Q3 营业收入情况 | 26 |
| 图 57: | 楚江新材 2015-2019Q3 归母净利润情况 | 26 |
| 图 58: | 海亮股份 2015-2019Q3 营业收入情况 | 27 |
| 图 59: | 海亮股份 2015-2019Q3 归母净利润情况 | 27 |
| | | |
| 表 1: | 2019 年初至今有色行业贵金属&基本金属&小金属价格与涨跌情况 | 8 |
| 表 2: | 2019 前三季度工业金属子板块财务数据 | 11 |
| 表 3: | 2019 年前三季度黄金板块财务情况 | 12 |
| 表 4: | 2019 年前三季度稀有金属板块财务情况 | 13 |
| 表 5: | 2019 年前三季度新材料板块财务情况 | 14 |
| 表 6: | 2019Q3 有色金属行业子板块业绩增速分布 | 15 |
| 表 7: | 有色金属板块 ROE 情况 | 15 |
| 表 8: | 2014-2019Q3 有色金属各级子板块经营性现金流净额及销售现金比率 | 18 |
| 表 9: | 当前 PE-TTM 小于 25 倍有色金属行业个股 (剔除为负个股) | 22 |
| 表 10: | 银泰黄金矿产资源储量 (截止 2018 年报) | 23 |
| 表 11: | 山东主力黄金矿山信息(2018 年) | 24 |
| 表 12: | 云海金属现有及规划产能情况 | 25 |
| 表 13: | 楚江新材现有及规划产能情况 | 26 |
| 表 14: | 海亮股份铜加工产能分布 | 27 |
| 表 15: | 重点推荐公司及盈利预测 | 28 |

1. 前三季度行情回顾：有色板块跑输大盘 稀土永磁板块表现亮眼

1.1 有色板块跑输大盘 磁性材料实现行业领涨

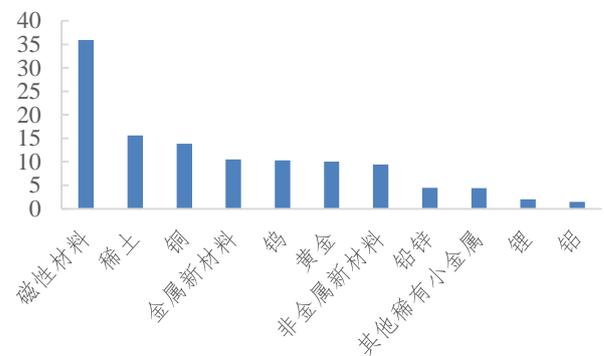
2019 年年初至今上证综指涨幅为 18.86%，有色金属板块整体涨幅为 8.35%，跑输上证指数 10.51 个百分点。在有色子板块中，永磁、稀土板块受贸易战与 5 月腾冲封关事件催化表现亮眼，分别上涨 35.96%/15.61%；基本金属、小金属等板块走势较为平稳，贵金属年中大涨后回落，累计涨幅均在 15% 以内。

图 1：年初至今上证综指&有色金属行业指数走势



资料来源：WIND 长城证券研究所

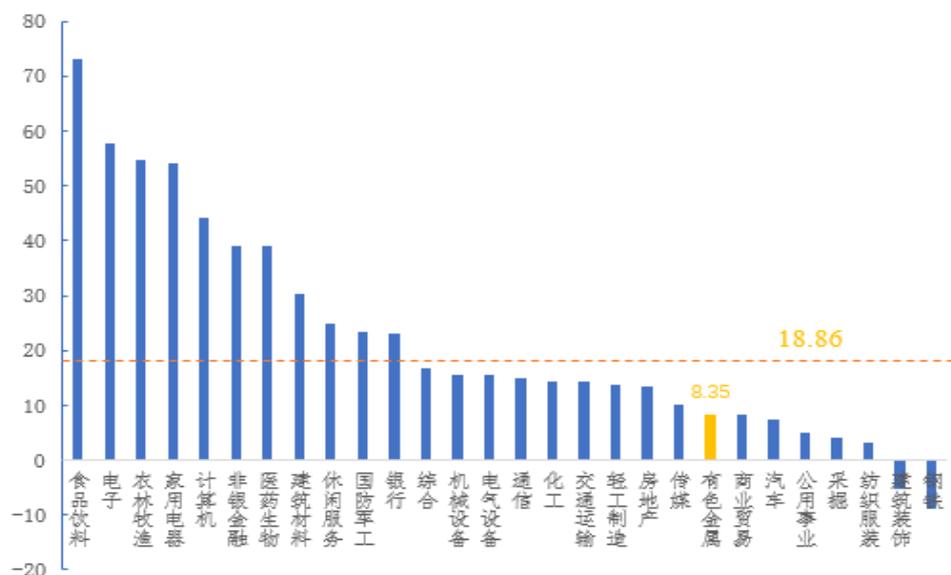
图 2：年初至今有色子板块（申万三级）涨跌幅对比（%）



资料来源：WIND 长城证券研究所

受全球经济增速放缓、下游需求疲软影响，有色金属除黄金、稀土等少部分品种外价格普遍走弱，有色板块整体跑输大盘 10.51 个百分点，在申万 28 个行业中位列第 21 位。

图 3：2019 年初至今申万一级行业涨跌幅对比（%）

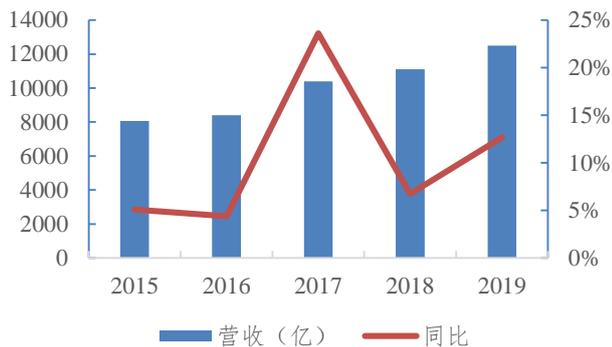


资料来源：WIND 长城证券研究所

1.2 金属价格 Q3 未见起色 行业整体业绩承压

宏观因素压制金属价格，行业整体业绩承压：受国内经济增速下滑及中美贸易冲突等因素影响，2019年上半年有色金属价格较2018年同期相比普遍下行，行业面临较大的经营压力。根据申万行业分类统计，2019年前三季度有色金属板块营业收入12505.83亿元，同比增长12.67%；归母净利润285.47亿元，同比下滑27.43%。三季度单季有色板块实现营收4691.72亿元，同比增长20.90%；归母净利润93.91亿元，同比下滑18.74%，三季度有色板块营收较上半年有一定好转，但净利润持续下行。

图 4: 2015-2019 有色金属前三季度营业收入 (亿元)



资料来源: WIND 长城证券研究所

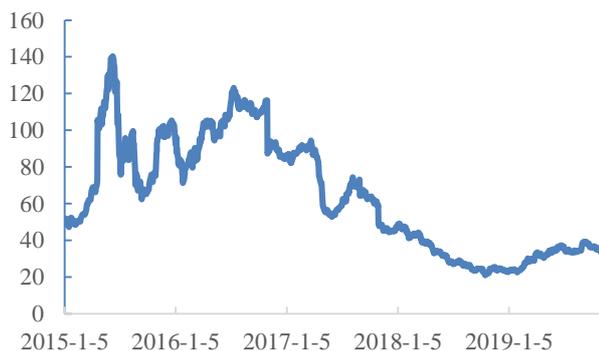
图 5: 2015-2019 有色金属前三季度归母净利润 (亿元)



资料来源: WIND 长城证券研究所

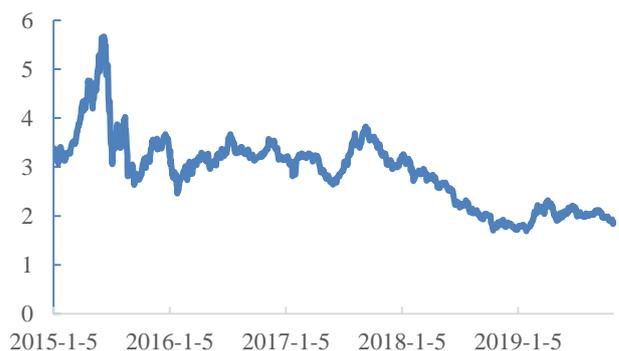
有色金属行业估值仍低于历史平均水平：由于金属价格下滑与下游市场较为悲观，有色板块2018-2019年间PE估值始终处于40X以下，2019年初一度低至20X历史低位，目前尽管市场情绪逐渐回暖，行业估值小幅回升，但仍低于历史平均水平。

图 6: 申万有色金属行业 PE-TTM



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 7: 申万有色金属行业 PB-LF

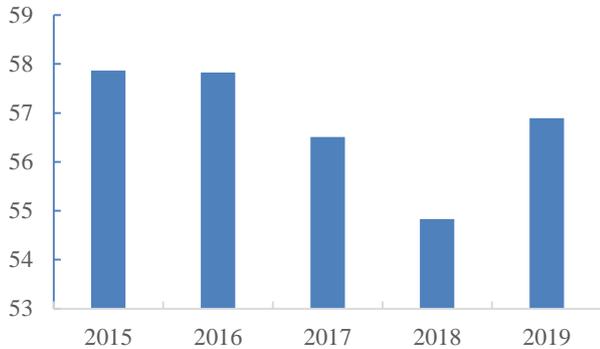


资料来源: WIND 长城证券研究所

ROE 降幅较上半年扩大：2019年前三季度有色金属行业摊薄ROE为4.14%，较去年同期下降1.80个百分点，较上半年降幅有所扩大。ROE下滑主要受全球经济疲软、贸易环境恶化后金属价格下行，有色企业净利率大幅下降所致，前三季度有色板块净利率仅为1.87%，较2018年下降0.75个百分点，降幅较上半年同步扩大。

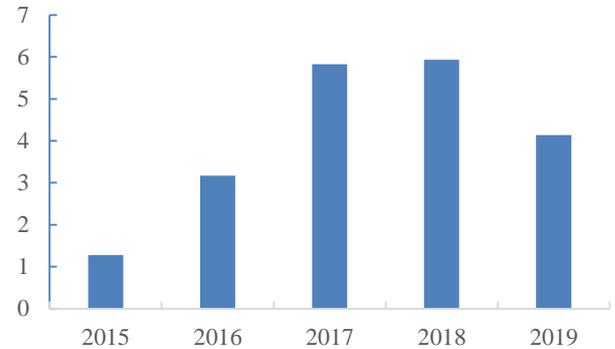
有色行业杠杆率显著回升：今年政策层面由去杠杆转向稳杠杆，加之年初以来央行数次针对民营企业定向降准，民企信贷环境有所改善，前三季度有色行业资产负债率达到56.89%，较2018年底回升2.06个百分点，较年中回升0.92个百分点。

图 8：申万有色行业前三季度资产负债率



资料来源：WIND 长城证券研究所

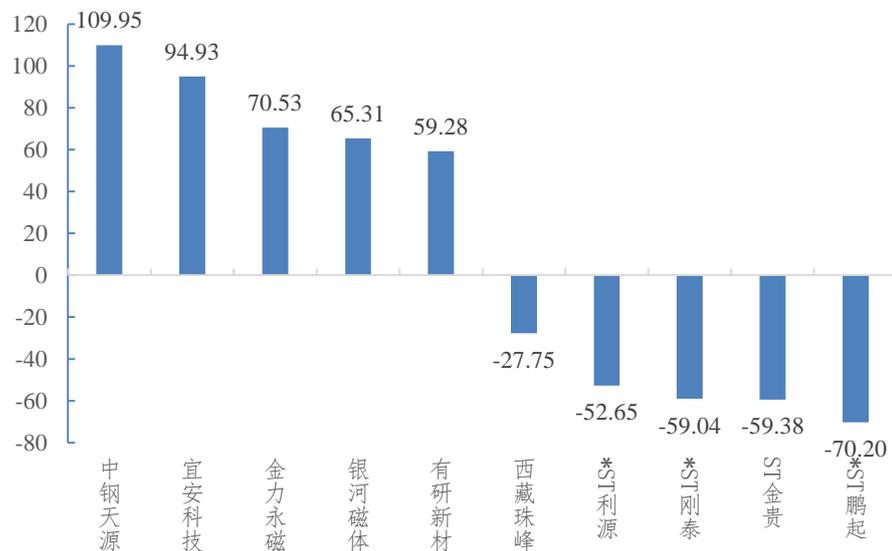
图 9：申万有色行业前三季度摊薄 ROE



资料来源：WIND 长城证券研究所

年初至今以来，由于有色金属板块整体景气度有限，子板块之间分化加剧，上涨较多的股票多集中于稀土永磁及小金属板块。有色相关标的中，剔除新股与 B 股后，中钢天源、宜安科技、金力永磁、银河磁体、有研新材实现年度领涨，其中中钢天源涨幅超过 100%；年度跌幅较大的股票集中在业绩恶化的 ST 板块，前五名分别是 ST*鹏起、ST*刚泰、ST*利源、ST*金贵、西藏珠峰，其中 ST*鹏起跌幅达到 70.20%。

图 10：2019 年初至今有色行业上市公司涨跌幅排名 (%)

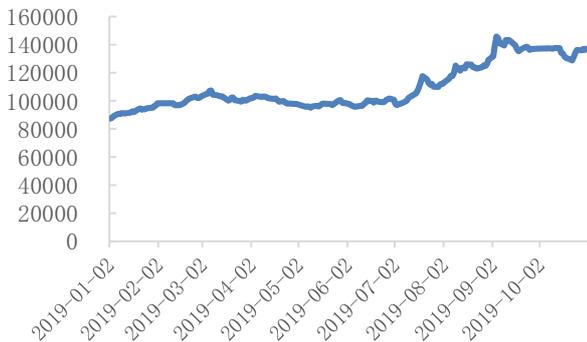


资料来源：WIND 长城证券研究所

1.3 贵金属板块表现优异 钨系小金属跌幅有所收窄

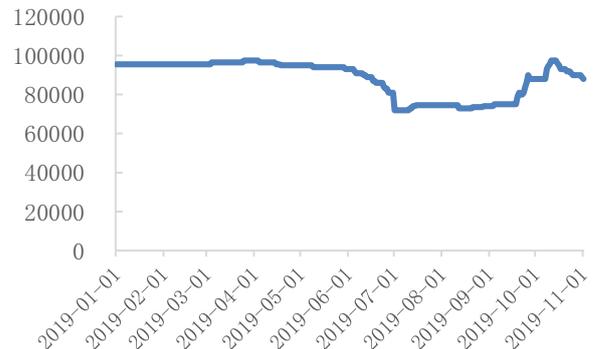
2019 年上半年，受制于贸易摩擦与全球经济放缓，有色金属下游需求疲软，整体板块业绩承压，唯贵金属板块表现优异。下半年以来，国家政策维稳加强托底，叠加多产业在三季度接连出现突发事件，有色品种表现分化加剧：**【贵金属】**在美联储三度降息、贸易紧张局势未实质性逆转、全球开启降息周期背景下，金价持续上涨，维持 1500 点高位；**【基本金属】**镍价因印尼出口禁令及库存创最大跌幅再度攀升，年初至今上涨 57.54%，铜价因铜矿供给收紧有所回暖，其余均维持震荡徘徊；**【小金属】**小金属价格普遍下跌，钨系与电解钴窄幅缩减，但钼系产品高位回落，钒系与钴锂跌幅仍然显著，均超过 30%。

图 11: 2019 年初至今 SHFE 镍价格 (元/吨)



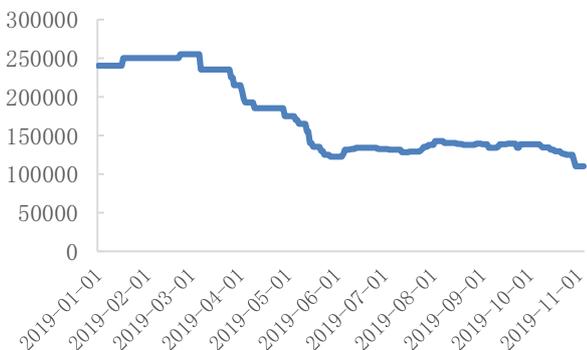
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 12: 2019 年初至今钨精矿价格 (元/吨)



资料来源: 百川资讯 长城证券研究所

图 13: 2019 年初至今钒铁价格 (元/吨)



资料来源: 百川资讯 长城证券研究所

图 14: 2019 年初至今 COMEX 黄金价格 (美元/盎司)



资料来源: WIND 长城证券研究所

表 1: 2019 年初至今有色行业贵金属&基本金属&小金属价格与涨跌情况

| | 品种 | 2019.11.03 价格 | 年初至今涨幅 | 品种 | 2019.11.03 价格 | 年初至今涨幅 |
|------------------------|-------|---------------|---------|----------|---------------|--------|
| 贵金属 (美元) | 伦敦金现 | 1,508.80 | 17.61% | COMEX 黄金 | 1,511.40 | 17.70% |
| | 伦敦银现 | 18.12 | 17.36% | COMEX 白银 | 17.85 | 15.36% |
| 基本金属 (美元/吨; 元/吨) | LME 铜 | 5,862.00 | -0.85% | SHFE 铜 | 47,010.00 | -2.41% |
| | LME 铝 | 1,789.00 | -3.45% | SHFE 铝 | 13,840.00 | 1.73% |
| | LME 铅 | 2,164.50 | 7.66% | SHFE 铅 | 16,535.00 | -8.16% |
| | LME 锌 | 2,523.00 | 2.81% | SHFE 锌 | 18,940.00 | -8.57% |
| | LME 锡 | 16,520.00 | -15.11% | SHFE 锡 | 137,360.00 | -4.53% |
| | LME 镍 | 16,770.00 | 57.54% | SHFE 镍 | 131,040.00 | -8.92% |

| | | | | | | |
|--------------|-------|---------|---------|----------|--------|---------|
| 小金属 (元/吨) | 钼铁 | 108500 | -3.98% | 进口锆英砂 | 1610 | -1.83% |
| | 钼精矿 | 1650 | -3.51% | 氧化锆 | 55000 | 1.85% |
| | 氧化钼 | 1770 | -2.21% | 硅酸锆 | 13400 | -7.59% |
| | 钨精矿 | 88000 | -7.85% | 电解钴 | 288500 | -18.50% |
| | 钨铁 | 151000 | -5.63% | MB 钴（高级） | 18.250 | -32.72% |
| | 钨粉 | 216500 | -9.60% | MB 钴（低级） | 17.75 | -34.86% |
| | 五氧化二钒 | 99000 | -55.00% | 铈锭 | 41000 | -16.75% |
| | 钒铁 | 110000 | -54.17% | 氧化铈 | 37000 | -14.94% |
| | 铬铁 | 6350 | -5.93% | 镁锭 | 14400 | -14.79% |
| | 金属铬 | 60000 | -23.08% | 金属锂 | 580000 | -27.04% |
| | 电解锰 | 11200 | -16.10% | 氢氧化锂 | 64500 | -42.15% |
| | 氧化铈 | 204500 | -24.68% | 工业级碳酸锂 | 48000 | -26.15% |
| | 氧化钽 | 1240000 | -20.77% | 电池级碳酸锂 | 57000 | -25.97% |
| | 钛精矿 | 1300 | 0.00% | 中钒富铀矿 | 14.2 | 0.71% |
| | 金红石 | 5200 | 10.64% | 氧化镨钕 | 29.2 | -7.59% |

资料来源: WIND 长城证券研究所

2. 子板块拆分：工业金属板块逐渐复苏 钨钴价格回升有望提振业绩

2.1 工业金属价格回升 板块业绩呈现复苏迹象

2019 年第三季度，工业金属价格有所回暖助力板块业绩企稳回升，其中全球多个大型铜矿企业前三季度产量同比下滑，矿端罢工事件频发等因素缩紧铜矿供应端，带动铜价有所回升，但因需求仍萎靡，价格依旧承压；铝方面，受国内电解铝去产能政策影响，电解铝库存下滑推动价格上升，而原料氧化铝因三季度多项目集中投产而价格回落，双向推动电解铝利润增厚。截止第三季度，工业金属板块实现营业收入 7508 亿元，同比增长 3.63%；归母净利润 123.89 亿元，同比增长 17.14%。其中铝板块受神火股份巨额非经常性损益和电解铝利润修复影响，营收与归母净利润对整体板块拉动显著。前三季度神火股份因矿权转让计入非经常性损益金额为 29 亿，如扣除铝企非经常性损益，整体铝板块扣非后归母净利润同比下滑 60%。

图 15: SHFE 铜现货结算价 (元/吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 16: SHFE 铝现货结算价 (元/吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 17: SHFE 锌现货结算价 (元/吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 18: SHFE 铅现货结算价 (元/吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

表 2: 2019 前三季度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) | | |
|------|-----------|--------|--------|------------|--------|--------|--------------|--------|--------|-----------|--------|---------|
| | 2018Q3 | 2019Q3 | 增长率 | 2018Q3 | 2019Q3 | 增长率 | 2018Q3 | 2019Q3 | 增长率 | 2018Q3 | 2019Q3 | 增长率 |
| 工业金属 | 7,245 | 7,508 | 3.63% | 123.89 | 145.13 | 17.14% | 0.12 | 0.14 | 16.29% | 3.40 | 3.32 | -2.42% |
| 铅锌 | 1,068 | 962 | -9.92% | 34.10 | 34.80 | 2.06% | 0.14 | 0.15 | 9.70% | 3.07 | 2.75 | -10.43% |
| 铜 | 3,858 | 4,125 | 6.93% | 50.97 | 56.57 | 10.98% | 0.16 | 0.18 | 10.27% | 3.64 | 3.88 | 6.72% |
| 铝 | 2,319 | 2,420 | 4.38% | 38.83 | 53.77 | 38.48% | 0.09 | 0.11 | 31.84% | 3.41 | 3.21 | -5.85% |

资料来源: Wind 长城证券研究所

图 19: 近五年工业金属板块营收情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 20: 近五年工业金属板块归母净利润情况

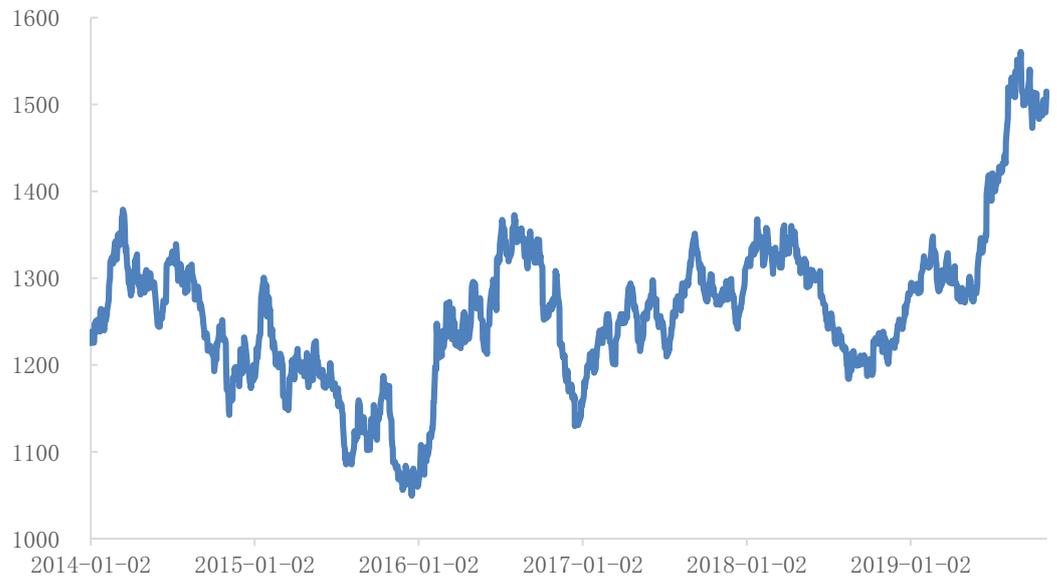


资料来源: WIND 长城证券研究所

2.2 全球量化宽松环境渐成 贵金属板块有望再受提振

2019 年下半年, 中美贸易磋商数次传来利好消息, 避险情绪稍缓, 黄金价格小幅回调。但美国经济疲软促使美联储下半年连续三次降息 25pb, 欧洲、俄罗斯和印度在内的世界主要央行纷纷宣布量化宽松, 市场担忧情绪助推金价三季度持续上扬并维持 1500 点高位。截止 2019 年第三季度, 黄金板块实现营收 2369 亿, 同比增长 37.22%; 实现归母净利润 48.88 亿, 同比增长 1.73%。当前, 美国与多方贸易争端与地质边缘动荡局势未得实质性解决, 中长期来看经济下行风险仍存, 随着全球降息周期开启, 贵金属价格上涨动力充足, 黄金板块业绩有望再度提振。

图 21: 2014-2019Q3 COMEX 黄金活跃合约结算价 (美元/盎司)



资料来源: WIND 长城证券研究所

表 3: 2019 年前三季度黄金板块财务情况

| 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 |
| 黄金 | 1,726 | 2,369 | 37.22% | 48.22 | 48.88 | 1.37% | 0.14 | 0.13 | -6.31% | 2.57 | 2.76 | 7.47% |

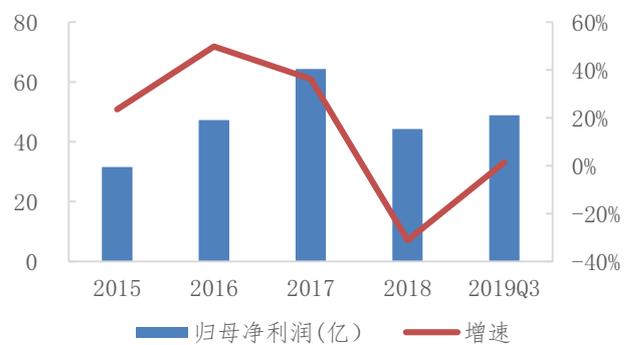
资料来源: 长城证券研究所

图 22: 近五年黄金板块营收情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 23: 近五年黄金板块归母净利润情况

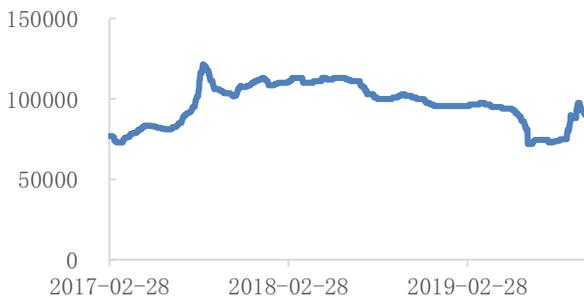


资料来源: WIND 长城证券研究所

2.3 小金属价格持续下滑 钨、钴价格降幅收窄

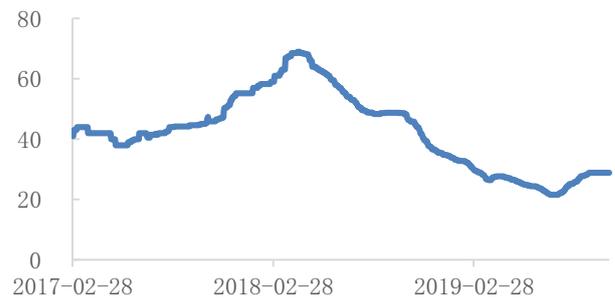
2019年以来,小金属价格普遍下滑,稀有金属板块业绩持续承压。下半年部分小金属价格降幅收窄,其中钨系小金属受益于行业减产保价、泛亚库存落地影响价格企稳回升,但仍处于较低水平;钴价自7月探底后,钴矿企业调整生产计划叠加国内粗钴冶炼厂增加原料库存,钴价得以支撑。但钼系产品高位跌落,钒系及钴锂系产品年初至今整体跌幅超30%。受此影响,稀有金属板前三季度实现营业收入1958.75亿元,同比增长33.18%;实现归母净利润27.75亿元,同比下滑-77.20%。细分板块中仅稀土板块营收与归母净利润保持增长,钨、锂、其他稀有小金属板块业绩均出现大幅下滑,幅度均超过80%。

图 24: 钨精矿价格走势 (元/吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 25: 电解钴价格走势 (万元/吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

表 4: 2019 年前三季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) | | |
|---------|-----------|----------|--------|------------|--------|---------|--------------|--------|---------|-----------|--------|--------|
| | 2018Q3 | 2019Q3 | 增长率 | 2018Q3 | 2019Q3 | 增长率 | 2018Q3 | 2019Q3 | 增长率 | 2018Q3 | 2019Q3 | 增长率 |
| 稀有金属 | 1,470.73 | 1,958.75 | 33.18% | 120.41 | 27.45 | -77.20% | 0.27 | 0.06 | -78.05% | 3.01 | 3.21 | 6.72% |
| 稀土 | 168.14 | 236.71 | 40.78% | 6.62 | 8.50 | 28.37% | 0.10 | 0.13 | 28.40% | 2.74 | 2.83 | 3.52% |
| 钨 | 226.90 | 210.40 | -7.27% | 6.71 | 1.10 | -83.67% | 0.20 | 0.03 | -84.13% | 3.89 | 3.81 | -2.14% |
| 锂 | 85.05 | 80.08 | -5.85% | 26.24 | 4.69 | -82.14% | 0.91 | 0.19 | -78.78% | 4.98 | 7.51 | 50.72% |
| 其他稀有小金属 | 990.64 | 1,431.56 | 44.51% | 80.84 | 13.17 | -83.71% | 0.25 | 0.04 | -84.69% | 2.79 | 2.92 | 4.43% |

资料来源: 长城证券研究所

图 26: 近五年稀有金属板块营收情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 27: 近五年稀有金属板块归母净利润情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

2.4 非金属新材料业绩承压 磁性材料增长亮眼

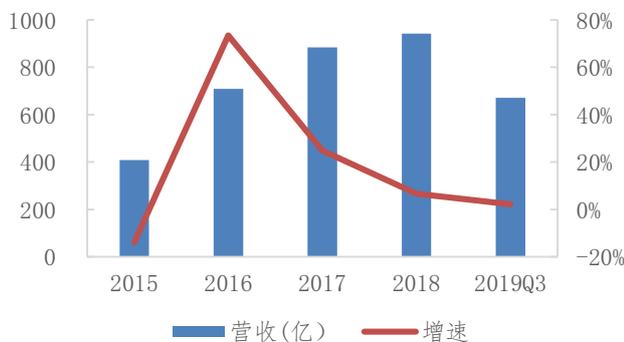
2019年前三季度新材料板块实现收入671.46亿元,同比增长2.11%;实现归母净利润63.41亿元,同比下滑-36.16%。由于工业硅等非金属材料价格的下滑,板块中净利润贡献较大的合盛硅业与方大碳素业绩大幅下挫,非金属新材料板块业绩承压,归母净利润下滑-54.18%。而2019年以来受稀土价格持续上涨带动,磁性材料板块异军突起,营收及归母净利润均增长超40%。

表 5: 2019 年前三季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) | | |
|--------|----------|--------|--------|-----------|--------|---------|-------------|--------|---------|----------|--------|--------|
| | 2018Q3 | 2019Q3 | 增速 | 2018Q3 | 2019Q3 | 增长率 | 2018Q3 | 2019Q3 | 增长率 | 2018Q3 | 2019Q3 | 增速 |
| 新材料 | 657.57 | 671.46 | 2.11% | 99.32 | 63.41 | -36.16% | 0.43 | 0.25 | -42.01% | 3.66 | 3.58 | -1.99% |
| 金属新材料 | 257.38 | 234.80 | -8.77% | 13.19 | 14.62 | 10.88% | 0.13 | 0.15 | 12.55% | 2.95 | 2.74 | -6.94% |
| 磁性材料 | 118.69 | 169.97 | 43.20% | 9.88 | 13.84 | 40.13% | 0.16 | 0.17 | 8.60% | 3.46 | 3.35 | -3.11% |
| 非金属新材料 | 281.50 | 266.68 | -5.26% | 76.26 | 34.94 | -54.18% | 1.16 | 0.48 | -58.35% | 4.95 | 5.01 | 1.39% |

资料来源: 长城证券研究所

图 28: 近五年新材料板块营收情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 29: 近五年新材料板块归母净利润情况

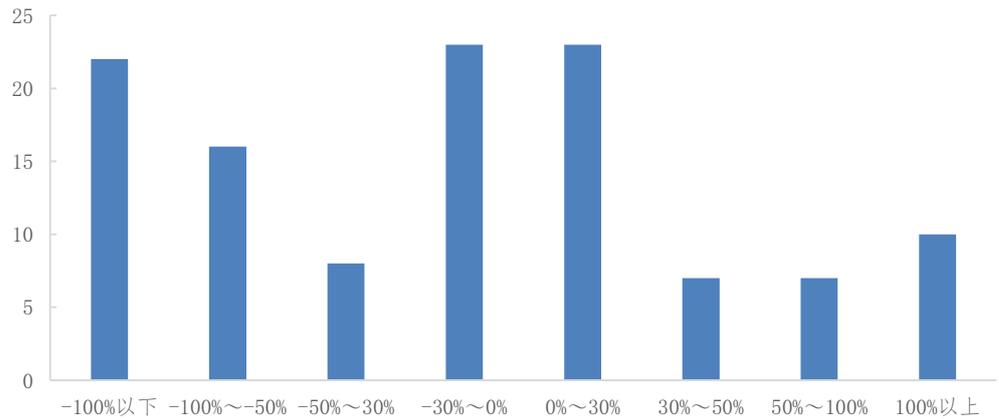


资料来源: WIND 长城证券研究所

2.5 有色业绩逐步回暖 工业金属复苏值得期待

截止2019年第三季度,共有69家有色公司业绩负增长,其中有22家业绩下滑超过100%,业绩下滑较大个股多数集中在ST股,工业金属板块及小金属板块中的钨锂钴等行业。前三季度共有47家公司业绩增长,其中10家业绩增长超过100%,大部分集中在工业金属板块。

图 30: 2019Q3 有色金属行业上市公司业绩增速分布



资料来源: 长城证券研究所

表 6: 2019Q3 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 |
|--------|--------|---------|------------|-----------|--------|-------|---------|----------|--------|
| 2019Q3 | 工业金属 | 10 | 5 | 4 | 7 | 11 | 1 | 3 | 8 |
| | 黄金 | 2 | 0 | 2 | 4 | 2 | 1 | 1 | 0 |
| | 稀有金属 | 6 | 7 | 1 | 3 | 4 | 1 | 2 | 0 |
| | 新材料 | 4 | 4 | 1 | 9 | 6 | 4 | 1 | 2 |
| | 有色板块整体 | 22 | 16 | 8 | 23 | 23 | 7 | 7 | 10 |

资料来源: 长城证券研究所

2.6 权益乘数稳中有升 销售利润率拖累整体 ROE

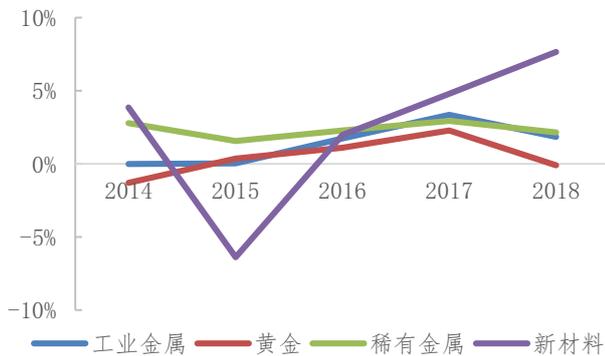
2019 Q3 有色行业整体 ROE 为 4.2%，同比下滑 1.98 个百分点。在权益乘数、资产周转率稳中有升态势下，销售利润率为 2.56%，同比下滑 1.4 个百分点，拖累整体净资产收益率。

表 7: 有色金属板块 ROE 情况

| | ROE/% | 销售净利率/% | 资产周转率 | 权益乘数 |
|--------|---------|---------|--------|--------|
| 2014 | -0.0896 | -0.0078 | 1.0051 | 1.9987 |
| 2015 | 0.2342 | 0.0268 | 0.9140 | 2.0684 |
| 2016 | 3.8105 | 1.7511 | 0.8899 | 2.4332 |
| 2017 | 7.4663 | 3.3611 | 0.9540 | 2.3211 |
| 2018 | 3.8658 | 1.8519 | 0.9513 | 2.3055 |
| 2015Q3 | 1.3766 | 0.8228 | 0.6832 | 2.0475 |
| 2016Q3 | 3.0584 | 2.0115 | 0.6444 | 2.2339 |
| 2017Q3 | 5.8389 | 3.5872 | 0.7164 | 2.3265 |
| 2018Q3 | 6.1844 | 3.9662 | 0.6996 | 2.2360 |
| 2019Q3 | 4.2043 | 2.5631 | 0.7225 | 2.4845 |

资料来源: WIND 长城证券研究所

图 31: 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 32: 有色金属子板块销售利润率前三季度变动情况

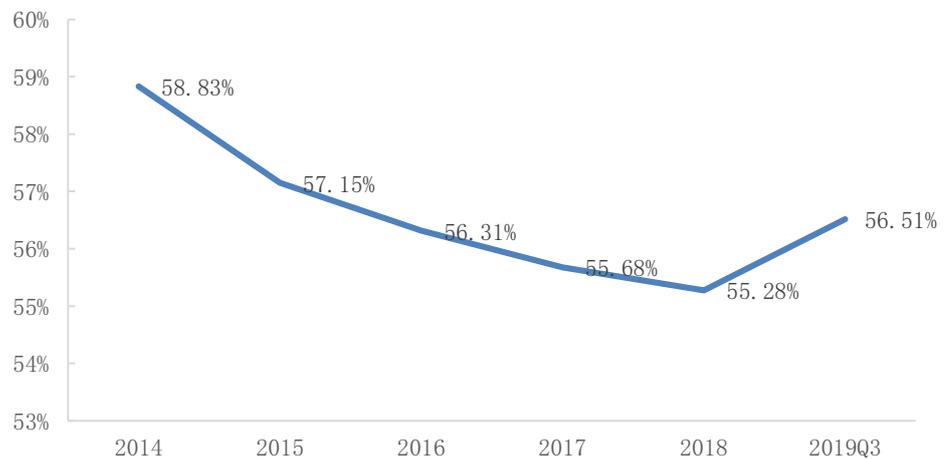


资料来源: WIND 长城证券研究所

2.7 行业负债率止跌回升 经营性现金流有望再创新高

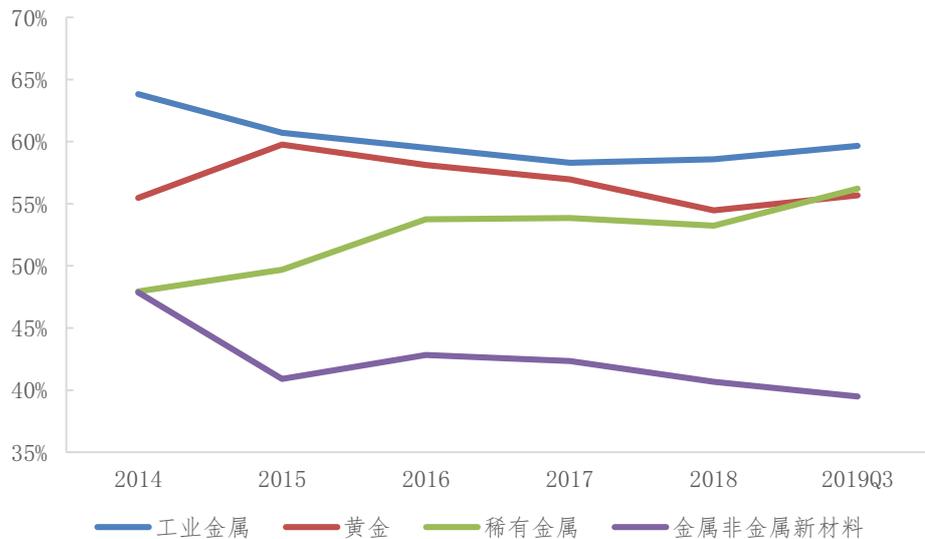
2019 年下半年, 国家信贷政策力度持续加大, 社融数据超预期上升; 央行组合降准中的定向降准第一次实施落地, 在信贷环境不断改善背景下, 有色行业负债规模企稳回升。2019Q3 有色金属行业资产负债率达到 56.51%, 较 2019H1 小幅再增长 0.11 个百分点。其中稀有金属和黄金板块回升幅度明显, 较 2018 年底分别上涨 5.6%、2.2%。

图 33: 2014-2019Q3 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

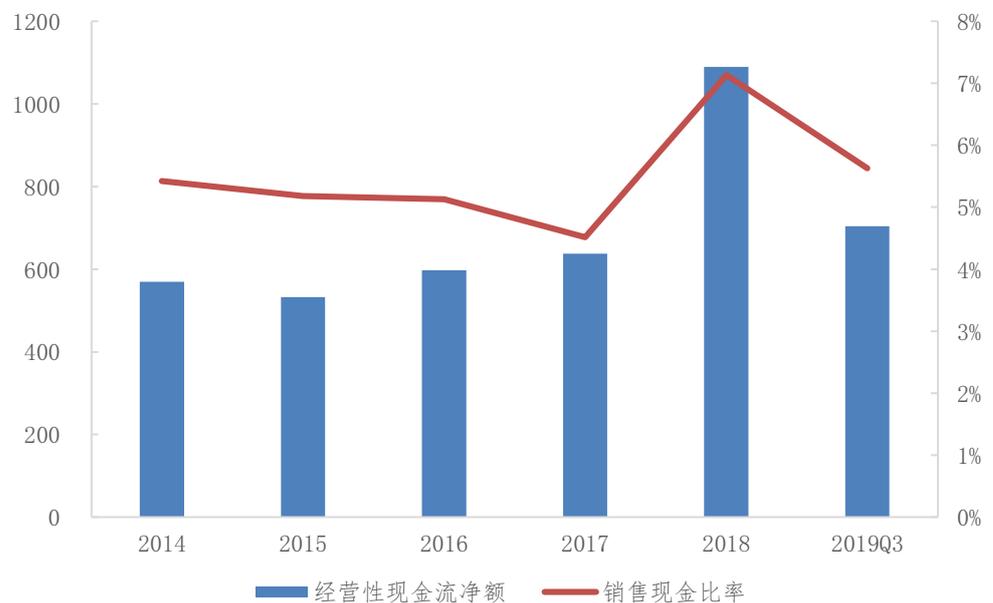
图 34: 2014-2019Q3 有色金属各子板块负债率情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

2019 年前三季度, 有色金属板块实现经营性现金流净额 703.83 亿元, 同比增长 0.92%, 有望超越 2018 年现金流再创新高。2019 年 Q3 销售现金比例为 5.63%, 显著高于 2014-2017 年平均水平, 伴随年底企业订单集中回款, 2019 年有色板块现金比率有望维持较高水平。

图 35: 2014-2019Q3 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 8: 2014-2019Q3 有色金属各级子板块经营性现金流净额及销售现金比率

| | 子行业 | 经营性现金流净额 | | | | | | 销售现金比率 | | | | | |
|--------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019Q3 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019Q3 |
| 二级行业 | 工业金属 | 361.46 | 324.93 | 363.86 | 326.10 | 587.04 | 419.15 | 4.89% | 4.64% | 4.75% | 3.51% | 5.91% | 5.58% |
| | 黄金 | 103.42 | 120.19 | 118.54 | 135.61 | 177.11 | 126.57 | 6.27% | 6.57% | 5.77% | 6.14% | 7.28% | 5.34% |
| | 稀有金属 | 79.07 | 70.80 | 90.30 | 101.86 | 206.36 | 83.99 | 7.93% | 6.88% | 7.59% | 5.87% | 10.54% | 4.29% |
| | 金属非金属新材料 | 12.15 | 0.16 | 2.65 | 63.70 | 84.89 | 44.45 | 5.48% | 4.01% | 3.48% | 8.40% | 12.59% | 11.04% |
| 三级行业 | 铝 | 211.99 | 138.30 | 163.40 | 199.77 | 204.79 | 155.48 | 9.50% | 6.87% | 6.73% | 6.63% | 6.39% | 6.42% |
| | 铜 | 121.63 | 110.70 | 165.48 | -12.48 | 240.95 | 172.47 | 2.95% | 2.77% | 3.81% | -0.25% | 4.53% | 4.18% |
| | 铅锌 | 27.84 | 75.93 | 34.98 | 138.81 | 141.31 | 91.20 | 7.62% | 3.89% | 10.38% | 10.02% | 9.48% | 7.62% |
| | 黄金 | 103.42 | 120.19 | 118.54 | 135.61 | 177.11 | 126.57 | 6.27% | 6.57% | 5.77% | 6.14% | 7.28% | 5.34% |
| | 稀土 | 5.40 | 24.79 | -3.27 | -16.51 | -6.19 | 5.51 | 5.06% | 21.49% | -2.52% | -7.64% | -2.63% | 2.33% |
| | 钨 | 11.65 | -5.08 | 17.83 | -7.06 | 12.20 | 13.81 | 5.67% | -3.40% | 11.86% | -3.00% | 3.90% | 6.57% |
| | 锂 | 3.13 | 10.26 | 24.35 | 36.50 | 42.73 | 16.12 | 13.67% | 31.84% | 36.08% | 34.41% | 37.32% | 20.12% |
| | 其他稀有小金属 | 58.88 | 40.84 | 51.40 | 88.93 | 157.62 | 48.55 | 8.89% | 5.58% | 6.11% | 7.56% | 12.16% | 3.39% |
| | 金属新材料 | 10.23 | 9.01 | 15.49 | 0.26 | 24.36 | 8.06 | 6.01% | 5.21% | 6.36% | 0.09% | 6.05% | 3.43% |
| | 磁性材料 | 3.59 | 7.21 | 6.50 | 10.30 | 9.34 | 21.61 | 2.91% | 4.48% | 2.02% | 3.54% | 5.75% | 12.72% |
| 非金属新材料 | 12.15 | 0.16 | 2.65 | 63.70 | 84.89 | 44.45 | 6.74% | 0.21% | 1.85% | 20.95% | 22.54% | 16.67% | |

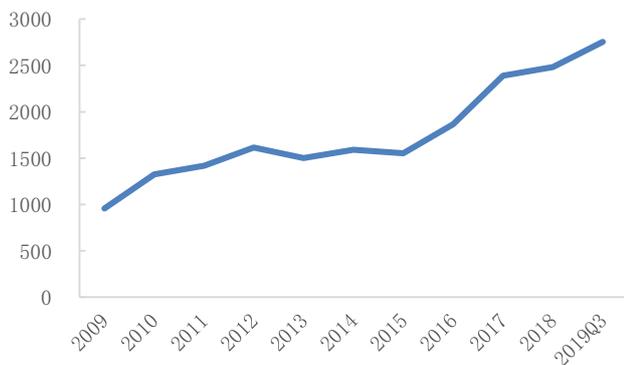
资料来源: WIND 长城证券研究所

2.8 需求放缓影响行业整体存货 金属库存处于较低位置

2019 年下半年受经济下行、下游制造业需求疲软影响,有色行业库存积压严重,2019Q3 存货水平达到 2753 亿元,较 2018 年年底增长 10.96%,其中黄金、稀有金属板块库存增速分别达 17.77%和 27.08%。2019 年 Q3 有色行业存货周转次数为 4.3 次,同比上涨 10.24%,随着下游需求逐渐复苏带动有色板块周转次数加快,行业库存有望回落。

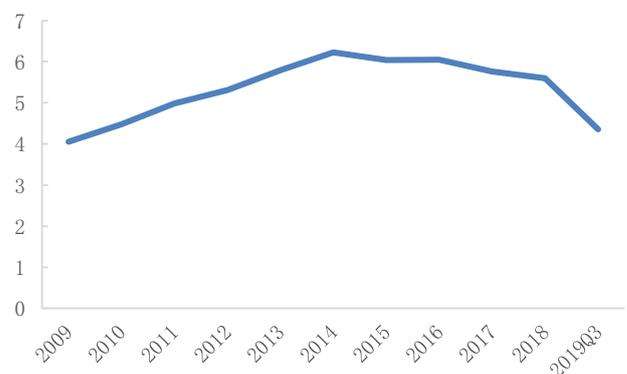
金属库存方面,下半年全球铜供给增长停滞,叠加智利罢工等干扰因素,铜库持续下滑;铝产品在高库存去化力度下,库存高位回落;铅、锌库存也已经出清至近年来较低水平。

图 36: 2009-2019Q3 有色金属行业存货情况 (亿元)



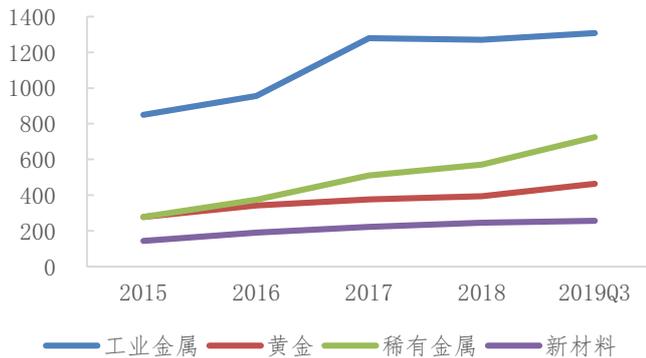
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 37: 2009-2019Q3 有色金属行业存货周转率 (次)



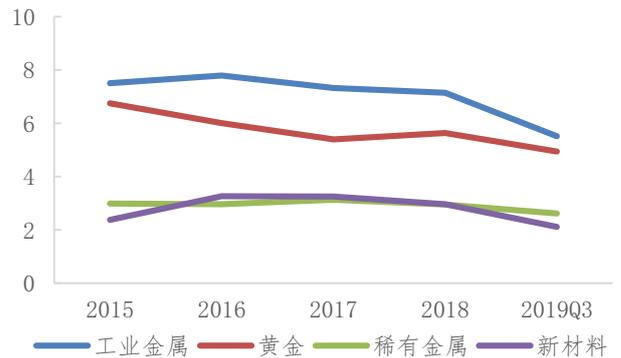
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 38: 2015-2019Q3 有色金属各子板块存货 (亿元)



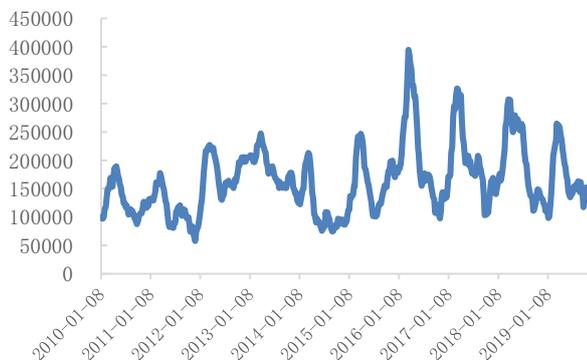
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 39: 2015-2019Q3 有色金属子板块存货周转率 (次)



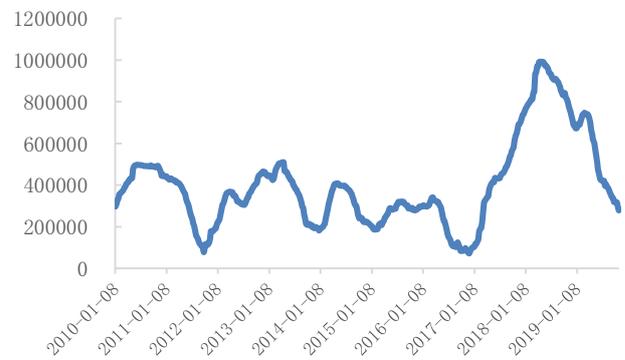
资料来源: WIND 长城证券研究所

图 40: 阴极铜库存 (吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 41: 铝库存 (吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 42: 铅库存 (吨)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 43: 锌库存 (吨)



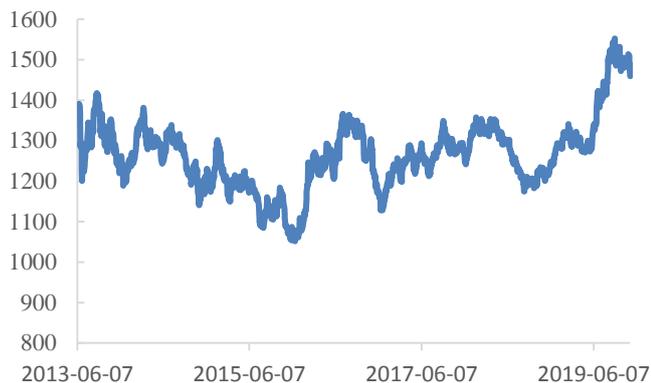
资料来源: WIND 长城证券研究所

3. 行业推荐：贵金属中长期仍有上涨机会 优质低估值加工股具备投资潜力

3.1 贵金属：避险情绪回落压制金价 中长期仍看好贵金属

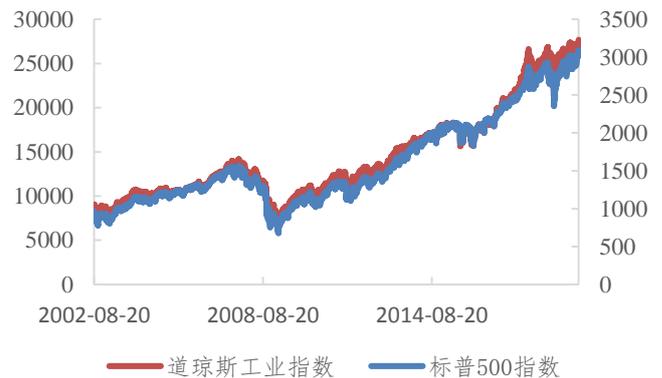
中美贸易冲突暂时缓和，避险情绪回落压制金价：自6月贸易冲突再度加剧后，国际金价逐步走高，一度上探至1550美元/盎司高位。但10月份以来，英国脱欧获再度延期，中美贸易磋商不断传来利好消息，近日商务部发言人更透露中美双方同意分阶段取消加征关税，美股再创历史新高，避险情绪阶段性回落，金价受获利回吐影响走低。目前来看，中美之间关系短期内仍存博弈，但在美国大选前或难以显著恶化，英国无协议脱欧的风险经此次延期也大幅减弱，短期内金价难以获得宏观政治层面支撑。

图 44: 六年以来国际金价走势



资料来源：长城证券研究所

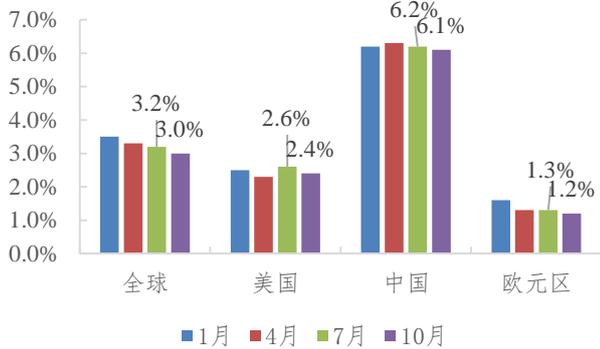
图 45: 美股股指创历史新高



资料来源：长城证券研究所

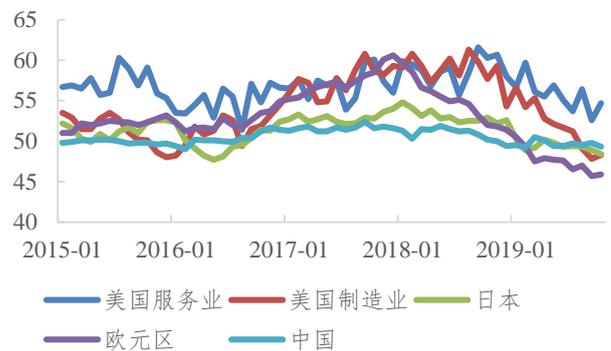
全球经济表现疲软，美国制造业与服务业表现分化：受全球需求下滑及贸易环境恶化影响，10月中旬IMF再度下调2019年全球经济增速预期，这是今年以来第四次下调全球增速预期，主要经济体均较7月份有所下调。从经济数据来看，主要经济体今年下半年制造业PMI始终低于50，且呈现逐步恶化趋势，仅美国服务业PMI仍处于景气区间，表明全球经济疲软态势尚未出现拐点，美国在服务业支撑下经济或存支撑，但其余经济体需要加大逆周期调节力度以刺激经济。

图 46: IMF 再度下调 2019 年全球主要经济体增速预期



资料来源: WIND 长城证券研究所

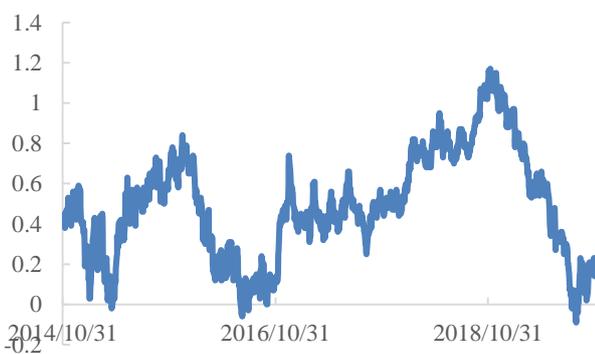
图 47: 主要经济体 PMI 均有所下滑



资料来源: WIND 长城证券研究所

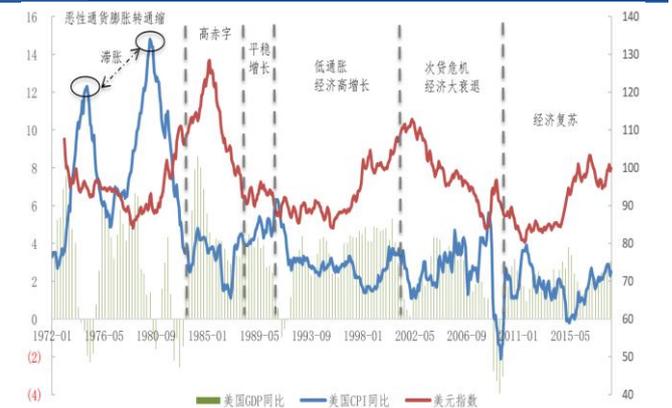
美联储年内三次降息落地，全球逐渐步入货币宽松环境：面对严峻的经济下行压力，各大央行货币政策转向宽松：今年以来美联储已降息三次，尽管鲍威尔暗示年内将不再降息，但美联储降息取决于经济数据，若经济数据恶化今年乃至明年仍有大概率降息；欧央行降息至负利率，并正式重启 QE 以刺激经济；中国在年内多次降准的基础上，11 月 5 日进行年内首次降息；日本、英国、加拿大、新西兰、澳大利亚、印度等多国均启动降息，明年在经济下行压力之下降息大潮或愈演愈烈。随着全球主要经济体进入降息周期，投资黄金的机会成本有望逐步下降，货币宽松环境或将成为黄金中长期价格的支撑。

图 48: 美国国债实际收益率下行 (%)



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 49: 美国经济周期



资料来源: WIND 长城证券研究所

我们认为虽然避险情绪回落将压制黄金价格，短期内黄金迎来一轮调整；但全球经济增速放缓、宽松货币政策环境渐成的背景下，2020 年前后主要经济体仍存在较大降息可能性，黄金中长期仍具有投资潜力，短暂的价格回调或将带来较好的重新布局机会。

3.2 材料加工板块：关注低估值加工股投资机会

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，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限制生产成本。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。

表 9：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) |
|-----------|------|---------|-----------|------|---------|
| 300697.SZ | 电工合金 | 24.57 | 002082.SZ | 万邦德 | 18.28 |
| 000960.SZ | 锡业股份 | 22.89 | 002171.SZ | 楚江新材 | 17.87 |
| 002738.SZ | 中矿资源 | 22.80 | 000603.SZ | 盛达矿业 | 16.92 |
| 600673.SH | 东阳光 | 22.69 | 603979.SH | 金诚信 | 16.88 |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 22.06 | 601137.SH | 博威合金 | 16.82 |
| 600362.SH | 江西铜业 | 20.23 | 002540.SZ | 亚太科技 | 15.88 |
| 603527.SH | 众源新材 | 19.82 | 600768.SH | 宁波富邦 | 15.62 |
| 600219.SH | 南山铝业 | 19.51 | 600338.SH | 西藏珠峰 | 14.03 |
| 603937.SH | 丽岛新材 | 19.03 | 600390.SH | 五矿资本 | 10.95 |
| 002203.SZ | 海亮股份 | 18.79 | 300428.SZ | 四通新材 | 10.83 |
| 603260.SH | 合盛硅业 | 18.76 | 002379.SZ | 宏创控股 | 10.32 |
| 000060.SZ | 中金岭南 | 18.30 | 002182.SZ | 云海金属 | 9.04 |
| | | | 601677.SH | 明泰铝业 | 8.30 |

资料来源：长城证券研究所

年初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 16 只为加工股。与资源类个股高价格弹性相比，加工类个股虽受一定影响但相对抗跌，且部分加工股通过产能扩张优化、技术升级逐步扩大市场份额，实现以量补价，业绩仍能够保持增长。目前中美关系边际好转，但金属下游需求仍未见实质性改观，低估值优质加工股凭借其抗跌属性与低估值优势股价走势有望优于资源股，建议关注业绩稳健的低估值加工股投资机会。

4. 重点推荐标的

4.1 银泰黄金-白银生产商转型黄金新贵

公司是一家致力于有色金属、稀贵金属勘探、采选销售及矿产资源行业投资的矿业企业。目前公司拥有4处在产矿山：玉龙矿业、黑河洛克、吉林板庙子和青海大柴旦（已于2019年4月26日复工生产），其中玉龙矿业拥有铅锌银多金属矿。2018年1月公司通过上海盛蔚成功收购埃尔拉多黄金公司在中国国内的4个金矿采矿权，9个金矿探矿权。目前公司黄金权益资源储量达到100.65吨，探矿权方面，多处于普查阶段，找矿潜力较大。

表 10: 银泰黄金矿产资源储量（截止 2018 年报）

| | | 保有矿石储量 (万吨) | 金金属量 (吨) | 银金属量 (吨) | 铅金属量 (万吨) | 锌金属量 (万吨) |
|-------|---------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 玉龙矿业 | 花敖包特银铅矿 | 3,129.68 | - | 6,008.10 | 62.34 | 74.11 |
| | 花敖包特山矿段 | 511.9 | - | 480.37 | 4.92 | 9.41 |
| 黑河洛克 | | 232.86 | 210.7 | 19.06 | 151.38 | - |
| 吉林板庙子 | | 727.8 | 683.02 | 28.54 | - | - |
| 青海大柴旦 | | 1102 | 1,288.62 | 53.05 | - | - |

资料来源：长城证券研究所

顺利转型黄金新贵：公司拥有丰富的矿产资源，且矿石平均品位高，在有色金属价格受国际经济环境影响剧烈波动情况下，确保公司业绩稳定，具有较强抗风险能力。公司2018年全年黄金毛利贡献达到54.6%，毛利率达到58.40%，成功转型优质黄金标的。交易对方承诺资产2017—2020年实现扣除非经常性损益后的净利润数合计不低于18.05亿元，截止2018年底已实现9.35亿元，未来大概率超额实现业绩承诺。

公司2019年前三季度实现营收38.76亿元，同比增长5.43%；归母净利润6.58亿元，同比增长37.32%；扣非后归母净利润6.52亿元，同比增长42.86%。二季度与三季度玉龙矿业子公司受银漫矿业矿难影响生产受限，但目前已恢复正常生产，随着技改完成公司将进入产能全面释放期，业绩增长值得期待。

图 50: 银泰黄金 2015-2019Q3 营业收入情况



资料来源：WIND 长城证券研究所

图 51: 银泰黄金 2015-2019Q3 归母净利润情况



资料来源：WIND 长城证券研究所

4.2 山东黄金-A+H 股黄金龙头标的

山东黄金背靠山东黄金集团，主要生产各种规格的投资金条和银锭等产品，是国内黄金行业龙头标的。公司在海内外共拥有 13 座矿山，主力矿山为山东省的三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿与海外贝拉德罗金矿，2018 年矿山金产量达到 39.32 吨，同比增长 9.57%，在中国产金量下滑的背景下逆势上行。

表 11: 山东主力黄金矿山信息(2018 年)

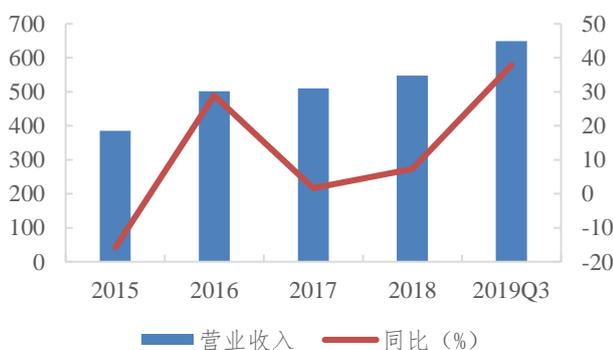
| | 股权 | 选矿能力(吨/日) | 资源量(吨) | 储量(吨) | 品位(g/t) | 权益资源储量(吨) | 2018 年矿山金产量 |
|--------|--------|-----------|---------|--------|---------|-----------|-------------|
| 三山岛金矿 | 100% | 8000 | 208.02 | 71.23 | 0.99 | 279.25 | 6.97 |
| 焦家金矿 | 100% | 8000 | 104.23 | 29.55 | 1.24 | 133.78 | 7.32 |
| 新城金矿 | 100% | 6500 | 226.24 | 81.8 | 1.37 | 308.04 | 4.22 |
| 玲珑金矿 | 100% | 4450 | 169.2 | 17.1 | 1.01 | 186.30 | 4.46 |
| 归来庄金矿 | 70.56% | 2000 | 9.95 | 2.49 | 1.71 | 8.78 | 1.2 |
| 青岛金矿 | 100% | 3000 | 43.26 | 20.85 | 2.99 | 64.11 | 1.63 |
| 蓬莱矿业金矿 | 100% | 1000 | 14.61 | 6.53 | 2.7 | 21.14 | 0.8 |
| 沂南金矿 | 100% | 1550 | 20.53 | 0.31 | 1.33 | 20.84 | 0.5 |
| 金州公司金矿 | 60.43% | 1500 | 7.59 | 2.8 | 1.38 | 6.28 | - |
| 赤峰柴金矿 | 73.52% | 1250 | 7 | 4.66 | 1.34 | 8.57 | 1.13 |
| 西和中宝金矿 | 70% | 450 | 32.82 | 13.99 | 2.15 | 32.77 | 0.56 |
| 福建福鑫金矿 | 90.31% | 800 | 5.78 | 3.1 | 1.4 | 8.02 | 0.82 |
| 贝拉德罗矿 | 50% | - | 275.51 | 167.97 | 0.76 | 221.74 | 17.32 |
| 合计 | - | - | 1124.74 | 422.38 | - | 1292.52 | 39.32 |

资料来源: 公司官网 长城证券研究所

山东黄金以国内矿山为基础，积极布局海外矿山，国际化战略迈出实质性步伐，2017 年公司收购阿根廷最大金矿贝拉德罗金矿 50% 股权，该金矿 2018 年归属山东黄金权益产量达到 8.66 吨。2018 年 9 月公司香港上市，实现 A+H 布局，进一步助力海外矿山布局。

公司 2019 年前三季度营业收入 649.42 亿元，同比上升 37.88%；归母净利润 9.47 亿元，同比增长 15.15%；扣非后归母净利润 9.34 亿元，同比增长 13.73%。受益于黄金价格增长与黄金业务规模提升，公司 2019 年业绩迎来较大幅度增长。

图 52: 山东黄金 2015-2019Q3 营业收入情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 53: 山东黄金 2015-2019Q3 归母净利润情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

4.3 云海金属：镁业龙头 牵手宝钢加速汽车轻量化进程

公司是国内镁业龙头，拥有从“白云石矿-原镁冶炼-镁合金铸造加工-回收再生”的完整产业链，目前原镁产能 10 万吨，镁合金 18 万吨，产销规模均为全球第一。公司自主研发的“竖罐蓄热技术”、“粗镁一步法”高效低耗生产优质原镁，单吨成本比行业低 23%，且配套边角料回收实现镁合金原料 100% 自给，环保、成本优势显著。

表 12: 云海金属现有及规划产能情况

| | 产品类别 | 现有产能 | 规划产能 |
|-------|-------|---------|-------------------------|
| 上游资源 | 原镁 | 10 万吨 | 二期 5 万吨 |
| 中游冶炼 | 镁合金 | 18 万吨 | 二期 5 万吨 |
| | 铝合金 | 28.5 万吨 | 铝中间合金 5 万吨+高性能铝棒材 14 万吨 |
| | 金属锶 | 0.3 万吨 | / |
| | 中间合金 | 1.5 万吨 | / |
| 下游深加工 | 压铸件 | 0.8 万吨 | 0.3 万吨+100 万件+轻合金精密压铸件 |
| | 微通道扁管 | 1.36 万吨 | 二期 1 万吨 |
| | 汽车镁轮毂 | - | 100 万只 |

资料来源：公司年报 长城证券研究所

下游深加工持续推进 牵手宝钢加速汽车轻量化进程：下游应用方面，公司立足高端镁合金，2015 年开始与多家国内外知名公司合作开发镁合金相关产品，其中包括与宜安科技投资的轻合金精密压铸件；与健信科技合作的 100 万只镁轮毂，未来两年相关产能或将步入放量期，公司的综合竞争实力将进一步提升。目前宝钢金属持有公司 8% 股权为公司第二大股东，公司与宝钢的战略结合，必将从研发、生产到销售均形成优势互补，业务协同效应将助推轻合金材料迅速打开市场，加速汽车轻量化进程。

镁价上行增厚业绩 扁管业务开拓新利润增长点：2014-2015 年产能过剩压力下镁价持续低迷，公司业绩有所下滑，随着 2016 年市场逐渐转暖，公司产能释放带动盈利能力大幅提升。2019 年上半年公司实现营业收入 24.64 亿元，同比增长 0.89%；扣非后归母净利润 1.06 亿元，同比增长 73.15%（主要因产品销量提升、原镁价格高企、公司成本较低）。在去杠杆加速产业泡沫出清，环保督察导致陕西、山西等产能集中区域大规模停产整顿等因素推动原镁价格大涨背景下，公司作为拥有完整产业链的镁行业龙头，充分享受镁价高企带来的利润增厚。另一方面，公司深化铝加工产品至毛利率达 30% 的微通道扁管业务，成功开拓新的利润增长点。随着公司对产业链下游精深加工的不断延伸与拓展，未来业绩必将转入快速发展新赛道。

图 54: 云海金属 2015-2019Q3 营业收入情况



资料来源：WIND 长城证券研究所

图 55: 云海金属 2015-2019Q3 归母净利润情况



资料来源：WIND 长城证券研究所

4.4 楚江新材：铜加工龙头 向军工材料及高端设备进阶

公司是国内铜材料加工龙头，拥有铜板带产能 18 万吨，位居全国第一、世界前三；铜导体材料产能 8 万吨；铜棒线产能 4 万吨，排名全国第一。未来两年内将有 7.5 万吨高精铜板带以及 15 万吨铜导体材料逐步落地，公司龙头地位有望得到进一步巩固。

表 13: 楚江新材现有及规划产能情况

| | 现有产能 | 规划产能 |
|----------|----------|--------------------|
| 铜板带 | 18 万吨 | 7.5 万吨（2019 年） |
| 导体材料（铜杆） | 8 万吨 | 15 万吨（2020-2021 年） |
| 铜线 | 4 万吨 | / |
| 钢材 | 17.5 万吨 | / |
| 高端设备制造 | 150 套左右 | / |
| 预制件 | 256 吨 | 900 吨（2020 年） |
| 特种纤维布 | 156.2 吨 | / |
| 碳纤维预浸布 | 150 万平方米 | / |

资料来源：公司年报 长城证券研究所

天鸟高新+顶立科技协同发展，军工材料与高端设备助力二次腾飞：公司 2018 年成功收购天鸟高新-国内碳纤维预制件龙头、国内唯一产业化生产飞机碳刹车预制件的企业，随着募投项目投产带来的 3 倍产能增量释放，以及已签订的多家海内外优质企业长期合作协议与充足的军工订单，公司未来业绩将迎来新的增长期。另外，公司 2015 年收购的智能热工设备龙头顶立科技，军工四证齐全，在超高温热工装备领域绝对领先，已进入国内 30m³ 以上超大型尺寸碳纤维热工装备供应商系统。由于顶立科技与天鸟高新下游重合度极高，且产品与技术都能相互结合，未来产生的协同效应或将助力公司实现二次腾飞。

铜加工业务逐步向高端项目转型 产品量价齐升有望推动业绩大幅增长：铜加工行业毛利率普遍仅为 3-4%，而公司 2018 年主营铜板带业务毛利率达 9.34%，全部业务毛利率达 7.96%，公司毛利率水平在行业中遥遥领先。2019 Q1 受 1 月份铜加工材价格下滑影响，毛利率下滑至 7.18%，但目前加工材价格已有所回升，毛利率后续将获支撑，公司盈利能力将在规模效应及高端产品转型战略下持续提升。公司 2019 年上半年实现营业收入 69.72 亿元，同比增长 8.24%；归母净利润为 2.21 亿元，同比增长 3.24%。随着生产线逐步升级完成以及天鸟高新的并入，公司产品量价齐升有望推动业绩实现大幅增长。

图 56: 楚江新材 2015-2019Q3 营业收入情况



资料来源：WIND 长城证券研究所

图 57: 楚江新材 2015-2019Q3 归母净利润情况



资料来源：WIND 长城证券研究所

4.5 海亮股份：铜管行业龙头 产能投放预期强烈

公司是世界最大、最具竞争力的铜材生产企业之一，也是中国最大的铜管、铜管接件的出口公司。公司三大核心业务为铜管、铜棒和铜排业务，目前产能分别达到 60 万吨、15 万吨、5 万吨，未来两到三年仍有超过 50 万吨产能将分批投放。

表 14: 海亮股份铜加工产能分布

| 子公司 | 地点 | 产品 | 产能 |
|------------------|----|---------------------------------------|---------------------------------|
| 浙江海亮股份有限公司（浙江本部） | 浙江 | 紫铜管、合金铜管、保温管、包塑铜管等 | 计划产能 27.5 万吨 |
| 上海海亮铜业有限公司 | 上海 | 铜及铜合金管 | 计划产能 20 万吨 |
| 海亮（安徽）铜业有限公司 | 安徽 | 铜及铜合金管材 | 2018 年预计产能 9 万吨 |
| 海亮奥托铜管（广东）有限公司 | 广东 | 空调用小径、薄壁内螺纹铜盘管 | 产能 6 万吨 |
| 广东海亮铜业有限公司 | 广东 | 铜及铜合金管材、管件及其他金属制品 | 计划产能 7.5 万吨 |
| 海亮（越南）铜业有限公司 | 越南 | 铜及铜合金管材 | 产能 7.1 万吨 |
| 海亮奥托铜管（泰国）有限公司 | 泰国 | 高品质无缝铜管、空调用小径、薄壁内螺纹铜盘管和光面铜管，电子通信用无氧铜管 | 2019 年预计年产量达 60,000 吨 |
| 成都贝德铜业有限公司 | 成都 | 电工用铜排 | 年产能 2 万吨 |
| 重庆海亮铜业有限公司 | 重庆 | 建设空调用冷用铜管、保温管及电工用铜排制造生产基地 | 年产 10 万吨新型高效制冷铜管、6 万吨高精密度导电铜排在建 |
| JMF Company | 美国 | 铜管 | 年产 6 万吨铜管产能在建 |
| KME 旗下铜合金棒和铜管公司 | 欧洲 | 铜管和铜合金棒线 | 28 万吨铜合金棒，5.2 万吨铜管 |

资料来源: Wind 长城证券研究所

稳健运营不惧铜价波动 智能化生产铸就成本优势：公司只赚取加工费，不赚铜价，对原材料完全套保，彻底杜绝原材料价格风险，保障了利润的稳定。同时公司不断压缩成本降低费用，提升智能自动化生产水平，单产线生产效率超过行业平均水平 40%，显著提升了竞争力。目前公司吨铜加工材毛利稳定在 3000 元左右，单吨毛利与整体毛利率在行业中仅次于生产高端铜合金材料的博威合金。随着 2020 年前后诸多新智能化信息化生产项目投产，公司生产效率优势将进一步巩固，利润水平有望再获提升。

2019 前三季度公司实现营业收入 320.76 亿元，同比增长 0.02%；由于委托加工业务取消，虽然公司营收规模增长有限，但毛利率上升，上半年实现归母净利润 8.19 亿元，同比增长 18.55%，今年有望保持业绩稳步增长。公司未来 2-3 年内产能放量预期强烈，同时稳健的运营模式和巩固的龙头地位保障了盈利能力的稳定，未来业绩值得期待。

图 58: 海亮股份 2015-2019Q3 营业收入情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

图 59: 海亮股份 2015-2019Q3 归母净利润情况



资料来源: WIND 长城证券研究所

投资建议:

我们认为黄金板块短期内仍将承压，但中长期在经济疲软背景下仍有上涨空间，本轮回调或带来布局机会，推荐矿山资源禀赋优异的**银泰黄金**；国内黄金龙头**山东黄金**。同时低估值加工股具有抗跌属性与低估值优势，部分龙头通过产能扩张优化等方式获得部分成长股特性，投资价值或将优于资源类个股，我们建议关注国内镁行业龙头**云海金属**；布局军工新材料领域的铜板带龙头**楚江新材**；产能增长预期强烈的全球铜管龙头**海亮股份**。

表 15: 重点推荐公司及盈利预测

| 股票名称 | EPS | | PE | |
|------|------|------|-------|-------|
| | 19E | 20E | 19E | 20E |
| 银泰黄金 | 0.49 | 0.6 | 23.67 | 19.33 |
| 山东黄金 | 0.55 | 0.83 | 54.02 | 35.80 |
| 楚江新材 | 0.39 | 0.45 | 15.28 | 13.24 |
| 云海金属 | 1.03 | 0.79 | 7.97 | 10.39 |
| 海亮股份 | 0.52 | 0.63 | 18.94 | 15.63 |

资料来源：长城证券研究所

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：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 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>