

## 有色金属行业 2018 年半年报回顾：业绩增速回落但凸显韧性，紧抓板块结构性机会

有色金属行业

推荐 维持评级

### 核心观点：

- 有色金属行业上市公司 2018 年半年报营业收入同比增长 9.32%，归属于母公司股东净利润同比增长 38.45%。2018 年上半年随着中美贸易战的不断升级，美元在二季度再度走强，以及在国内去杠杆紧信用的背景下宏观经济开始显露出下滑压力增大的趋势下，有色金属价格在二季度中下旬出现疲态。这在边际上减弱了有色金属行业的盈利能力，并在高基数的影响下，使有色金属企业业绩增速有所下滑。有色金属行业 2018H1 营业收入同比增长 9.32%，业绩同比增长 38.45%；有色金属行业 2018Q2 营业收入同比增长 4.94%，业绩同比增长 24.58%。行业业绩增速虽然环比有所回落，但绝对增速依旧保持较高水平。
- 2018Q2 有色金属行业 ROE 达到 1.87%，较 2018Q1 的 ROE 水平环比小幅下滑 0.09 个百分点。从杜邦分析的结果来看，有色金属行业整体 ROE 从 2018 年一季度的 1.96% 下滑到 2018 年二季度的 1.87%，环比下行 0.09 个百分点。其中，销售利润率从 4.02% 下滑到 3.40%，影响 ROE-0.34 个百分点，是 ROE 环比下降的最核心因素。此外，有色金属行业资产周转率从 2018 年一季度的 0.22 上升到 2018 年二季度的 0.24，支撑 ROE 上行 0.25%。而有有色金属行业整体权益乘数从 2018Q1 的 2.26 下降到 2018Q2 的 2.25，拖累行业 ROE 水平 0.004 个百分点。在今后行业资产周转率与权益乘数都大概率保持稳定的情况下，销售利润率将决定未来有色金属行业 ROE 水平的走向。
- 2018Q2 有色金属行业毛利率水平较 2018Q1 环比有所下滑。有色金属企业 2018Q2 毛利率为 11.36%，较一季度环比下滑 0.48 个百分点。行业毛利率的下降，主要是由于受我国在紧信用环境下国内宏观经济下行压力大影响有色金属行业未来的消费预期，致使有色金属品种价格在二季度中后期有所下跌所致。而三季度有色金属价格仍可能将会下跌，有色金属行业整体毛利率水平在 2018Q3 仍有向下压力。
- 投资策略：虽然 2018 年下半年国内经济政策有所调整，财政政策与货币政策将更加积极，基建的重新发力或将对冲房地产的下滑支撑有色金属的消费需求，但由于有色金属主要是以国外定价，考虑到 2018Q3 中美贸易战的不断升级可能对全球经济的复苏节奏造成影响，以及美元持续强势所引发新兴市场黑天鹅事件，全球市场风险偏好下行，避险情绪上升，预计三季度有色金属价格可能以震荡行情为主，有色金属行业业绩大概率将进一步遭受承压，板块很难有整体性的行情。我们建议投资者关注受环保影响造成原料铝土矿供应紧张，以及国外供应频出状况，驱使氧化铝价格上涨的氧化铝板块，推荐氧化铝自给率高的中国铝业、云铝股份、神火股份。此外，在下游即将进入旺季后，已充分调整的钴价与钴行业标的或将迎来反弹行情，建议关注华友钴业、寒锐钴业、盛屯矿业。

### 分析师

华立

☎：(8621) 20252650

✉：huali@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516080004

### 相关研究

## 目 录

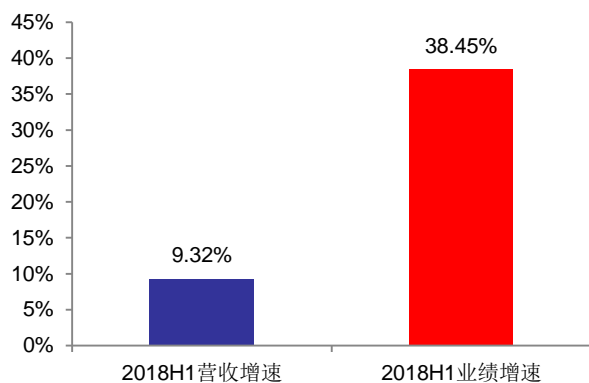
一、有色金属行业 2018 年半年报业绩概览.....	2
(一) 业绩增速继续回落.....	2
(二) 业绩分布开始出现分化.....	3
二、有色金属行业 2018 年半年报业绩分析：ROE 环比略降，现金流明显好转.....	6
(一) 收入与业绩增速环比下滑，绝对增速仍显盈利韧性.....	6
(二) 有色金属行业整体 ROE 小幅下滑，但仍处于高位.....	8
(三) 销售利润率下滑是 ROE 环比下降的主要原因.....	9
(四) 毛利率下降是销售利润率下滑的主要因素.....	11
(五) 毛利率 2018 年二季度环下滑，预计三季度仍有向下压力.....	12
(六) 库存占资产比与库存周转天数皆环比下降.....	14
(七) 行业现金流状况改善.....	15
(八) 行业估值水平处于历史低位.....	17
三、投资策略.....	19
四、风险提示.....	20

## 一、有色金属行业 2018 年半年报业绩概览

### (一) 业绩增速继续回落

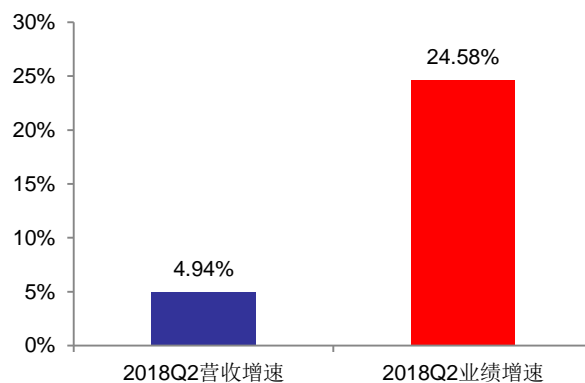
有色金属行业上市公司 2018 年半年报营业收入同比增长 9.32%，归属于母公司股东净利润同比增长 38.45%。我们将 2018 年 6 月 30 日前上市的，SW 有色金属一级行业中的共 110 家上市公司，作为一个整体进行测算。2018 年上半年随着中美贸易战的不断升级，美元在二季度再度走强，以及在国内去杠杆紧信用的背景下宏观经济开始显露出下滑压力增大的趋势下，有色金属价格在二季度中下旬出现疲态。这在边际上减弱了有色金属行业的盈利能力，并在高基数的影响下，使有色金属企业业绩增速有所下滑。有色金属行业 2018H1 营业收入同比增长 9.32%，业绩同比增长 38.45%；有色金属行业 2018Q2 单季度营业收入同比增长 4.94%，业绩同比增长 24.58%。

图 1：2018H1 有色金属行业营业收入增速与业绩增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

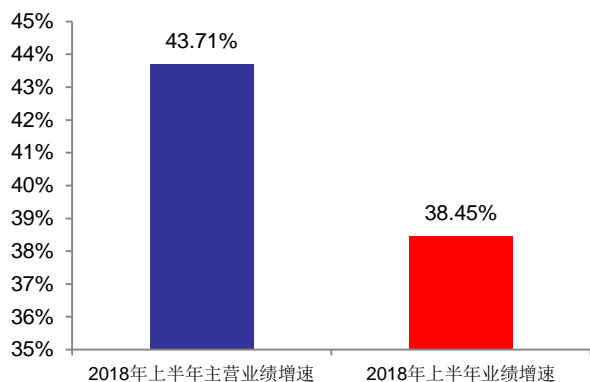
图 2：2018Q2 单季度有色金属行业营业收入增速与业绩增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

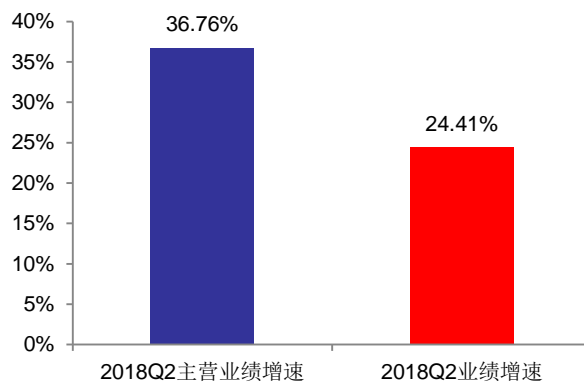
**2018H1 投资收益与财务费用对有色金属行业上市公司业绩产生了负面影响。**我们通过采用“净利润-投资净收益”这一近似的计算方法剔除投资收益（主要是股市投资收益）对于公司净利润的贡献来考虑公司主营业绩的增长。我们发现，剔除投资收益的影响后，2018 年半年报有色金属行业上市公司主营业绩增长 43.71%，高于在不做任何处理情况下净利润 38.45% 的增速；而 2018Q2 单季度有色金属行业的主营业绩增速为 36.76%，也要高于其业绩增速 24.58%。这主要是由于在 2018 年整个金融市场去杠杆且股市处于熊市的情况下，上市公司的投资净收益都大幅下滑，进而影响了公司业绩。2018H1 有色金属行业上市公司的投资净收益同比下滑 7.48%，而 2018Q2 的投资净收益更是恶化至同比下将 40.88%。此外，在国内紧信贷的融资环境下，2018H1 有色金属行业上市公司的财务费用同比增长 13.15%，这对有色金属行业上市公司的业绩增长也造成了一定的影响。但随着下半年国内货币政策的调整以及二季度开始人民币贬值带来的汇兑收益，预计 2018H2 有色金属行业上市公司的财务费用将会出现改善。

图 3：2018H1 有色金属行业主营业务增速与业绩增速



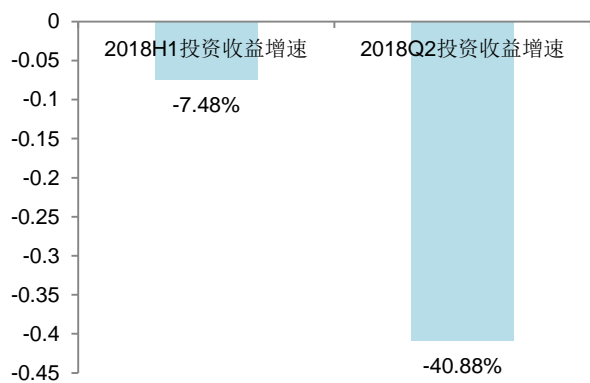
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：2018Q2 有色金属行业主营业务增速与业绩增速



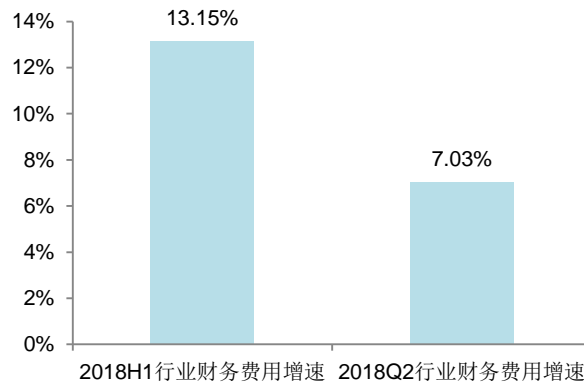
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：2018H1 与 2018Q2 有色金属行业投资收益同比下滑



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

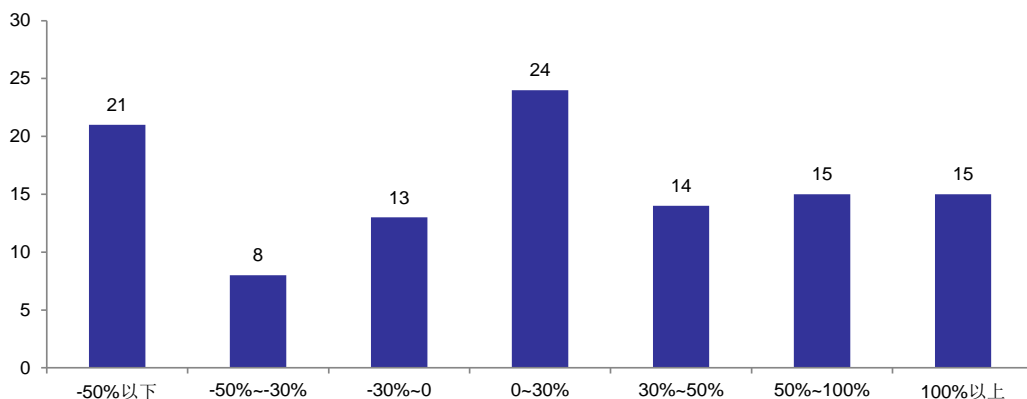
图 6：2018QH1 与 2018Q2 有色金属行业财务费用同比增加



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）业绩分布开始出现分化

有色金属行业上市公司 2018 年半年报超六成企业业绩同比上升。整体来看，2018 年上半年大部分有色金属行业上市公司的业绩出现增长，但增长幅度较之前有所减弱。按业绩增长的公司分布区域来看是从头部区域往中部集中。2018H1 业绩增幅在 0-30% 区间的有色金属上市公司，共有 24 家，占总数比例为 21.82%，是占比最多的一个区间；2018 年半年报业绩增幅落在 100% 以上这一区间内的上市公司数量为 15 家，占总数比例为 13.64%；同期业绩增速在 50-100% 的公司也共有 15 家，占总数的 13.64%；有色金属上市公司同比业绩下滑的公司有 42 家，占比 38.18%。

**图 7：有色金属行业上市公司 2018H1 业绩增速分布**


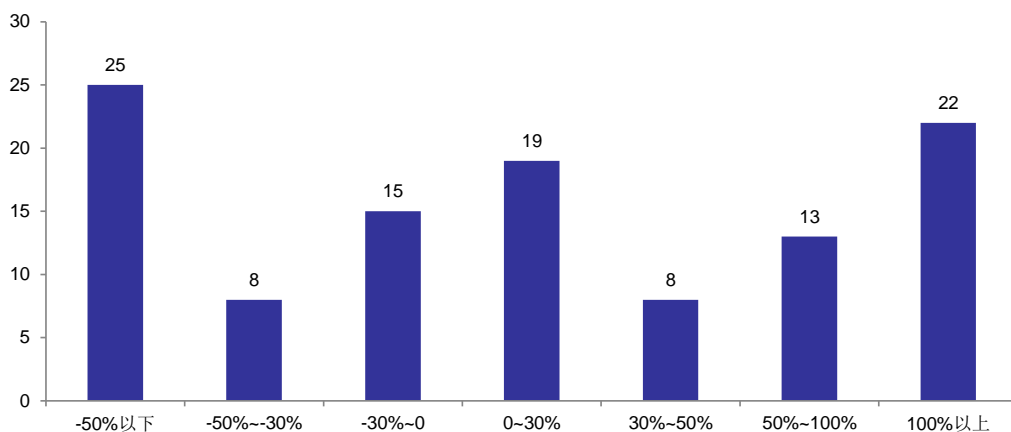
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**表 1：六成以上有色金属行业上市公司 2018H1 业绩同比增长**

业绩增幅	-50%以下	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	21	8	13	24	14	15	15
占比	19.09%	7.27%	11.82%	21.82%	12.73%	13.64%	13.64%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**2018Q2 单季度有色金属行业上市公司业绩有所分化。**2018 年二季度中，有色金属行业上市公司业绩增幅在-50%以下的公司所占比重仍是最大，占总数比例为 22.72%；而业绩增速在 100%以上的公司有 22 家，占比为 20%，是 2018Q2 有色金属上市公司业绩分布的第二大区间；业绩增速在 30%以上的公司总计有 43 家，占比为 39.09%。而 2018 年二季度业绩同比下滑的上市公司有 48 家，占总体的比例为 43.64%。单从 2018Q2 单季度来看，有色金属行业上市公司业绩增速有着较为明显的分化。

**图 8：有色金属行业上市公司 2018Q2 业绩增速分布**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 2：有色金属行业上市公司 2018Q2 业绩同比分布占比

业绩增幅	-50%以下	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	25	8	15	19	8	13	22
占比	22.73%	7.27%	13.64%	17.27%	7.27%	11.82%	20.00%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、有色金属行业 2018 年半年报业绩分析:ROE 环比略降, 现金流明显好转

### (一) 收入与业绩增速环比下滑, 绝对增速仍显盈利韧性

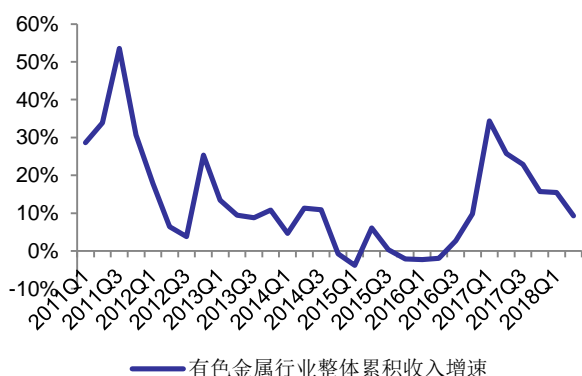
2018 年半年报有色金属行业整体净利润增速继续下滑。有色金属行业上市公司 2018 年半年报归属于母公司股东净利润增速同比增长 38.45%，较一季度净利润增速环比下降 18.07 个百分点，行业的业绩增速继续呈现一个高位回落的态势。而 2018 年半年报有色金属行业上市公司累计收入同比增速为 9.32%，环比下降 6.11 个百分点。

图 9：有色金属行业景气度



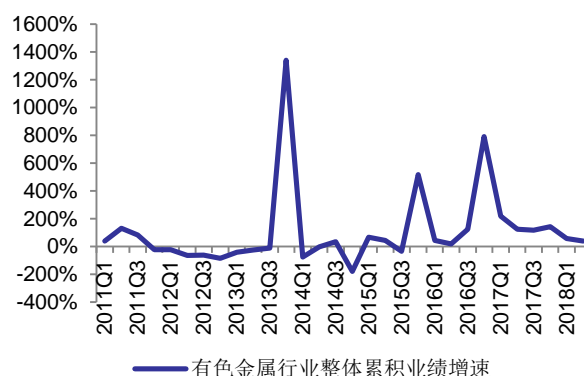
资料来源：中国有色金属工业协会，中国银河证券研究院

图 10：有色金属行业整体累计收入增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：有色金属行业整体累计业绩增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从单季度的收入与盈利数据来看,有色金属行业总体 2018Q2 单季度的收入增速为 4.94%, 净利润增速为 24.58%; 而其 2018Q1 单季度的收入与净利润增速分别为 15.43%、56.52%。总体来看,在高基数以及周期惯性的影响下,有色金属行业无论是收入增速还是业绩增速,均呈现继续下滑的态势。但行业业绩的绝对增速仍旧处于较高的水平,且盈利增长时间已持续了 8 个季度,这凸显了行业的盈利韧性。

图 12: 有色金属行业整体单季度收入增速

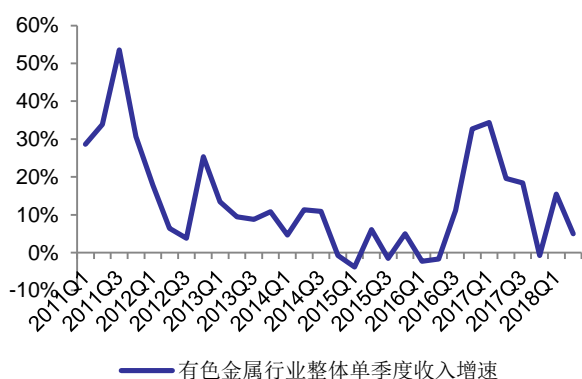
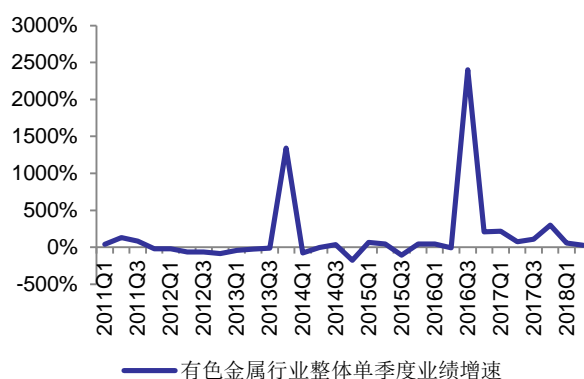


图 13: 有色金属行业整体单季度业绩增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二级子行业中,金属非金属新材料业绩改善最为突出。在有色金属二级子行业中,得益于上半年石墨电极价格继续在高位运行,驱动方大炭素 2018Q2 业绩大幅增长 275.99%,间接拉动金属非金属新材料行业二季度整体净利润同比提升 59.36%。此外,在国内环保形式不断趋严的形式下,小金属生产受限供应被压制,钨、钛、锡等金属价格在上半年上涨,叠加钴价在 2018Q2 仍在高位运行,促使稀有金属板块企业在二季度业绩同比增长 42.81%。

三级子行业中,铜景气度不断强化,钴锂锌业绩增速持续回落。随着铜矿供应的收敛,在全球经济回暖的趋势下,铜价在二季度迎来了新一轮上涨,铜行业上市公司逐步释放,且已连续三季度业绩增速不断扩大,尤其是 2018Q2 业绩同比实现了 114.79% 的增长,增速环比提升 58.64 个百分点。而在新能源汽车补贴政策变动的的影响下,2018 年上半年新能源汽车产业链最上游资源端钴锂的需求受到了打压,以及钴锂新开发资源产量的逐步释放,使钴锂价格在 2018Q2 开始从高位回落,叠加高基数的影响,钴锂行业上市公司的业绩增速也出现环比下滑。此外,随着新矿山的投产,近些年制约锌供应的原矿短缺问题得到缓解,驱动锌上涨的最基本逻辑已不再存在。在这一预期下,锌价从 2018 年 1 月底到顶后开始出现下跌趋势,锌行业的业绩增速也随之下滑,2018Q2 锌行业上市公司的净利润同比下行 84.94%,业绩增速环比大幅减少 105.75 个百分点。



表 3：有色金属行业单季度收入增速与净利润增速

行业	单季度营业收入增速			单季度净利润增速		
	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017Q4	2018Q1	2018Q2
有色金属行业整体	-0.75%	15.43%	4.94%	299.44%	56.52%	24.58%
工业金属	-7.58%	10.36%	-0.56%	164.68%	7.32%	3.25%
铝	-9.09%	-0.42%	-2.31%	-79.66%	-44.82%	-13.56%
铜	-6.69%	18.97%	-2.25%	35.73%	56.15%	114.79%
铅锌	-7.52%	4.39%	13.57%	313.52%	20.81%	-84.94%
黄金	-1.69%	20.04%	12.99%	54.90%	3.80%	38.81%
稀有金属	30.86%	22.78%	21.36%	453.51%	142.69%	42.81%
稀土	25.54%	12.06%	13.93%	-101.34%	85.54%	88.34%
钨	33.91%	35.89%	31.70%	74.81%	-34.10%	-4.20%
锂	48.07%	44.89%	16.54%	3.18%	83.65%	13.50%
钴	107.84%	49.47%	78.76%	311.76%	195.50%	82.74%
其他稀有小金属	8.76%	8.97%	14.22%	52.34%	1131.29%	124.00%
金属非金属新材料	38.30%	58.57%	30.96%	552.87%	252.51%	59.36%
金属新材料	16.56%	28.90%	26.14%	-28.17%	41.54%	5.48%
磁性材料	17.10%	29.55%	15.07%	64.07%	-3.38%	-20.57%
非金属新材料	90.88%	134.54%	53.77%	1058.05%	811.02%	154.02%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

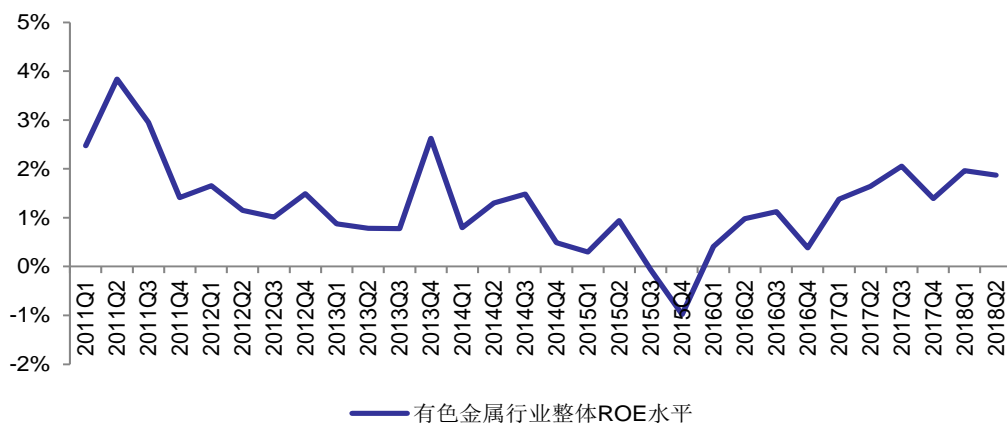
## （二）有色金属行业整体 ROE 小幅下滑，但仍处于高位

有色金属行业整体 ROE 环比出现些许下滑。从 ROE 的绝对水平来看，自 2015 年四季度触底达到 2011 年以来的绝对低点后（2015Q4 的 ROE 为 -0.98%），有色金属行业整体的 ROE 水平开始反弹并持续上升，并在 2017Q3 达到近四年的顶峰（2.05%）。此后，有色金属行业 ROE 开始在高位呈震荡走势。2018Q2 有色金属行业 ROE 达到 1.87%，较 2018Q1 的 ROE 水平环比小幅下滑 0.09 个百分点。从二级子行业来看，稀有金属行业 ROE 环比连续 2 个季度上升，而金属非金属新材料的 ROE 水平持续维持在一个相对高位上。在三级子行业中，锂钨铝行业的 ROE 连续上行。而钴行业的 ROE 水平虽然环比有所下滑，但其绝对值水平仍然维持在一个极高的盈利水平上。

**表 4: 有色金属行业 ROE 水平**

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
<b>有色金属行业整体</b>	1.38%	1.64%	2.05%	1.39%	1.96%	1.87%
<b>工业金属</b>	1.30%	1.49%	1.85%	0.75%	1.49%	1.29%
铝	1.10%	1.37%	1.77%	0.14%	0.56%	1.05%
铜	1.08%	1.04%	1.42%	0.68%	2.07%	1.88%
铅锌	2.30%	2.82%	2.99%	2.44%	2.25%	0.34%
<b>黄金</b>	2.08%	1.63%	1.45%	2.23%	1.95%	2.12%
<b>稀有金属</b>	1.25%	1.86%	2.26%	1.13%	2.65%	3.13%
稀土	0.68%	0.65%	2.80%	-0.02%	1.07%	1.15%
钨	1.23%	2.60%	1.56%	0.41%	0.75%	2.35%
锂	5.56%	9.23%	8.24%	1.48%	6.75%	7.13%
钴	5.96%	9.04%	9.78%	3.95%	14.53%	11.01%
其他稀有小金属	0.54%	0.47%	0.82%	-1.67%	0.43%	1.31%
<b>金属非金属新材料</b>	1.08%	2.13%	3.59%	3.95%	3.72%	3.22%
金属新材料	1.07%	1.97%	1.21%	1.01%	1.42%	1.97%
磁性材料	1.35%	1.76%	1.80%	1.97%	1.20%	1.33%
非金属新材料	0.78%	2.85%	9.36%	9.62%	8.67%	6.38%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图 14: 有色金属行业整体 ROE 水平**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

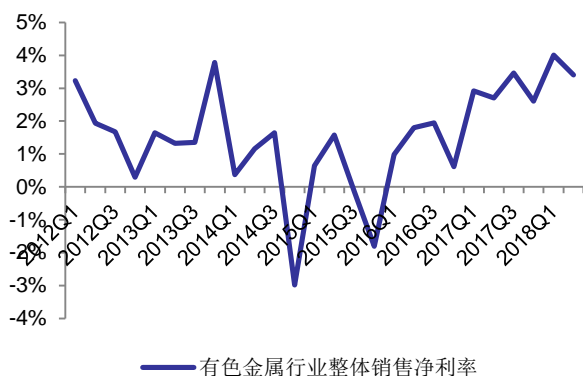
### (三) 销售利润率下滑是 ROE 环比下降的主要原因

2018 年二季度有色金属行业整体 ROE 环比下降主要是由于销售利润率下滑所致。从杜邦分析的结果来看, 有色金属行业整体 ROE 从 2018 年一季度的 1.96% 下滑到 2018 年二季度的 1.87%, 环比下行 0.09 个百分点。其中, 销售利润率从 4.02% 下滑到 3.40%, 影响 ROE-0.34 个百分点, 是 ROE 环比下降的最核心因素。此外, 有色金属行业资产周转率从 2018 年一季度的 0.22 上升到 2018 年二季度的 0.24, 支撑 ROE 上行 0.25%。而有有色金属行业整体权益乘数从 2018Q1 的 2.26 下降到 2018Q2 的 2.25, 拖累行业 ROE 水平 0.004 个百分点。

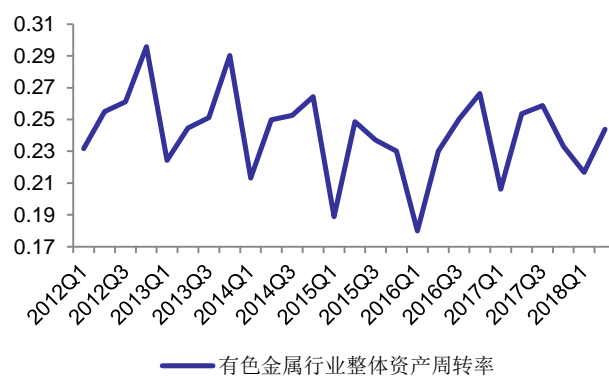
**表 5: 销售利润率下行, 拖累 ROE 环比下滑**

有色金属行业整体				
	ROE	销售利润率	资产周转率	权益乘数
2013Q1	1.00%	1.65%	0.22	2.72
2013Q2	0.90%	1.32%	0.24	2.77
2013Q3	0.93%	1.35%	0.25	2.75
2013Q4	2.97%	3.78%	0.29	2.71
2014Q1	0.21%	0.37%	0.21	2.69
2014Q2	0.79%	1.16%	0.25	2.74
2014Q3	1.13%	1.64%	0.25	2.71
2014Q4	-2.12%	-2.98%	0.26	2.69
2015Q1	0.33%	0.64%	0.19	2.73
2015Q2	1.05%	1.58%	0.25	2.67
2015Q3	-0.09%	-0.15%	0.24	2.63
2015Q4	-0.97%	-1.80%	0.23	2.33
2016Q1	0.41%	0.98%	0.18	2.35
2016Q2	0.98%	1.80%	0.23	2.34
2016Q3	1.13%	1.94%	0.25	2.31
2016Q4	0.39%	0.61%	0.27	2.36
2017Q1	1.40%	2.92%	0.21	2.33
2017Q2	1.61%	2.70%	0.25	2.35
2017Q3	2.10%	3.46%	0.26	2.34
2017Q4	1.39%	2.61%	0.23	2.29
2018Q1	1.96%	4.02%	0.22	2.26
2018Q2	1.87%	3.40%	0.24	2.25

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图 15: 有色金属行业整体销售利润率**


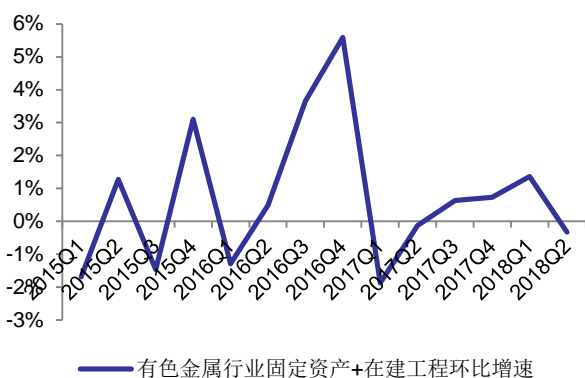
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图 16: 有色金属行业整体资产周转率**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

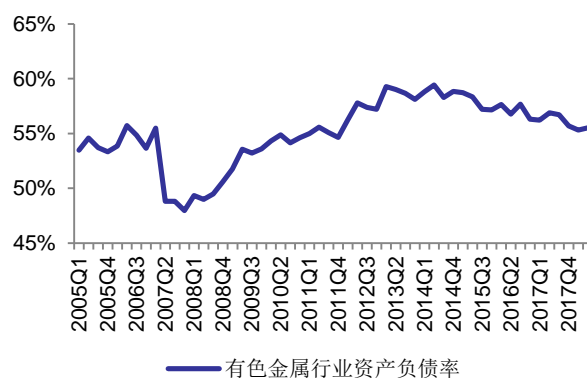
**销售利润率将决定未来有色金属行业的 ROE 水平。** ROE 由销售利润率、资产周转率、权益乘数这三大要素所决定。我们曾提出，有色金属行业资产周转率在 2016Q3 触底后将进入新一轮上升通道。其主要逻辑是随着 2016 年起有色金属价格出现全面的反转上涨，有色金属行业资产周转率的分子收入端开始扩张。而行业资产周转率的分母资产端（主要是固定资产与在建工程）因企业前期处于去杠杆、修复资产负债表的初期阶段，并不具备进入新一轮产能扩张周期的条件；而后期在供给侧改革与国内环保政策加严的形势下，有色金属企业新建产能的经济成本与政治成本都大幅提升，有色金属企业虽然利润积累具备了产能扩张的硬性条件，但其扩张意愿不强。这使在有色金属行业在这一轮业绩大幅改善的情况下资产并没有大幅增长，因此有色金属行业资产周转率在 2016Q3 后虽有震荡但重心整体上行。目前来看，虽受需求边际下滑的预期影响，有色金属价格有较大的下行压力，但供应无法扩张将支撑有色金属价格。收入与资产保持平衡将使有色金属行业的资产周转率在未来一段时间内维持稳定。而有色金属行业在前几年的利润积累开始去杠杆后，目前的行业资产负债率已回落至 55.53%，已接近 2005 年以来的行业历史平均水平，预计未来再进一步改善的幅度较小。在资产周转率与权益乘数都保持稳定的情况下，销售利润率将决定未来有色金属行业 ROE 水平的走向。

图 17: 2017 年后有色金属行业固定资产+在建工程基本无增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 有色金属行业整体资产负债率回落

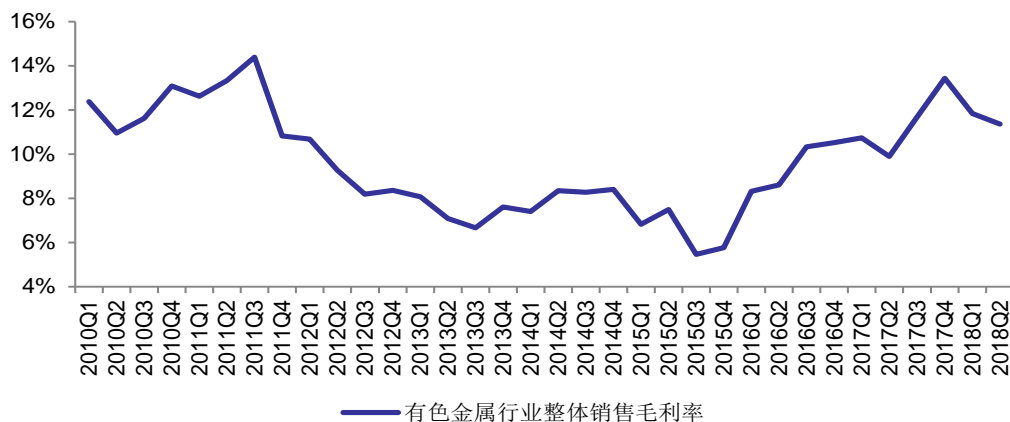


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### (四) 毛利率下降是销售利润率下滑的主要因素

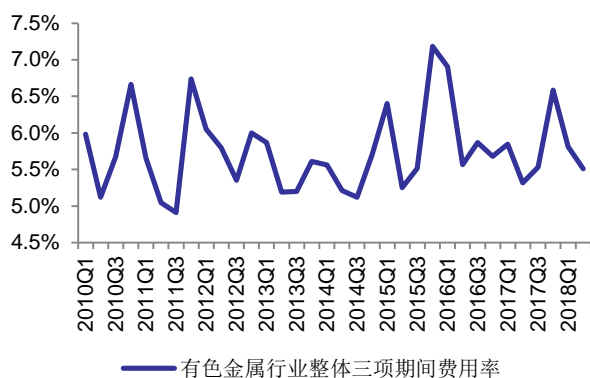
三项期间费用率的下降无法弥补毛利率的下滑与其他费用率的上升，促使 2018Q2 销售利润率有所下降。2018Q2 有色金属行业的整体毛利率是 11.36%，环比下降 0.48%。三项费用率为 5.51%，环比下降 0.30%；其他费用率 2.45%，环比提升 0.45%。由此可见，有色金属行业整体 2018Q2 销售利润率有所下滑的主要原因在于销售毛利率的下降与其他费用率的提升，其中销售毛利率的下降对有色金属行业销售利润率的影响更大。

图 19: 有色金属行业整体销售毛利率下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 有色金属行业整体三项期间费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 有色金属行业整体其他费用率



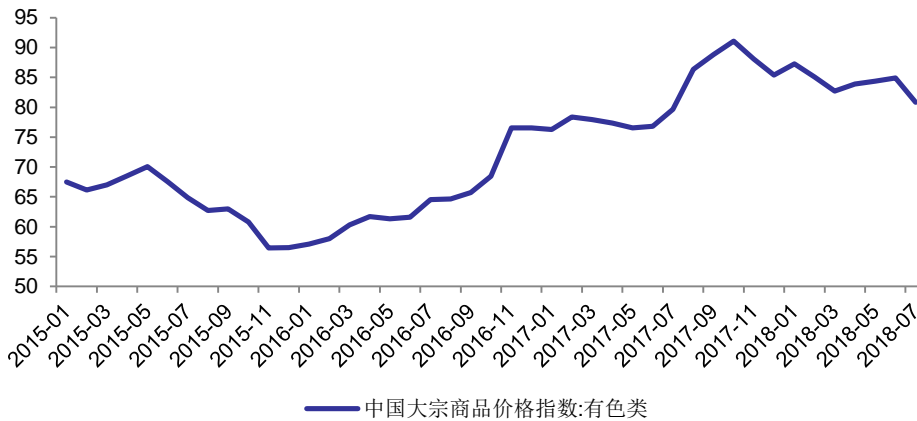
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (五) 毛利率 2018 年二季度环下滑, 预计三季度仍有向下压力

有色金属行业整体 2018Q2 毛利率水平较 2018Q1 环比有所下降。有色金属企业 2018Q2 毛利率为 11.36%，较一季度环比下滑 0.48 个百分点。行业毛利率的下降，主要是由于受我国在紧信用环境下国内宏观经济下行压力大影响有色金属行业未来的消费预期，致使有色金属品种价格在二季度中后期有所下跌所致（中国大宗商品有色类价格指数 2018 年二季度均价较一季度均价下跌 0.73%）。虽然 2018 年下半年国内经济政策有所调整，财政政策与货币政策将更加积极，基建的重新发力或将对冲房地产的下滑支撑有色金属的消费需求，但由于有色金属主要是以国外定价，考虑到 2018Q3 中美贸易战的不断升级可能对全球经济的复苏节奏造成影

响以及美元持续强势所引发新兴市场黑天鹅事件，全球市场风险偏好下行，避险情绪上升，预计三季度有色金属价格可能仍以下跌为主，有色金属行业整体毛利率水平在 2018Q3 仍有向下压力。

图 22：2018Q2 有色金属综合价格有所下跌



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从子行业来看，铜行业毛利率连续环比提升，而钴、锂、非金属新材料行业毛利率依旧维持在一个极高的水平上。但考虑到钴锂价格在三季度的下滑，预计 2018Q3 钴锂行业的毛利率将会有所下滑。而铝行业的毛利率水平在 2018Q3 有可能拐头向上。

表 6：有色金属行业毛利率水平

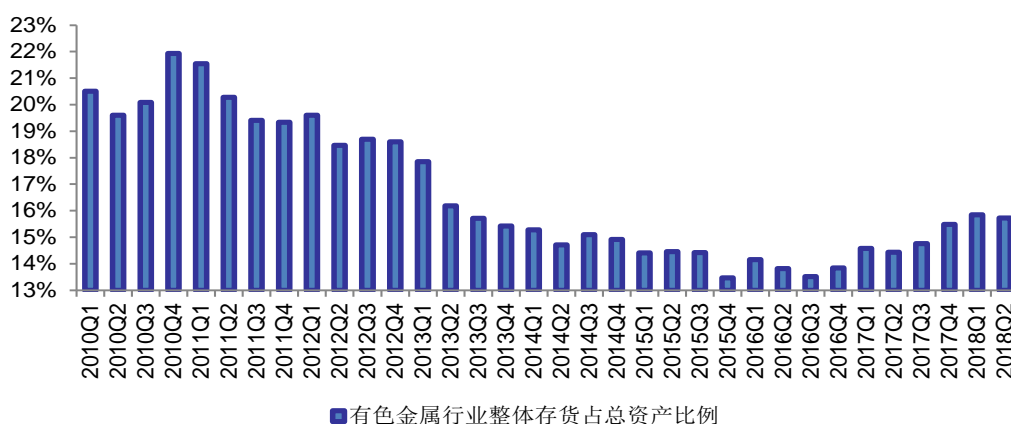
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
<b>有色金属行业整体</b>	10.73%	9.89%	11.70%	13.43%	11.84%	11.36%
<b>工业金属</b>	8.37%	7.25%	8.74%	10.10%	9.05%	9.05%
铝	10.80%	10.15%	12.42%	12.18%	9.65%	10.23%
铜	5.30%	3.88%	5.18%	6.43%	7.36%	7.37%
铝锌	14.18%	16.03%	16.78%	22.17%	15.74%	13.77%
<b>黄金</b>	12.23%	11.71%	11.81%	12.68%	11.92%	10.99%
<b>稀有金属</b>	18.12%	18.00%	19.44%	22.68%	18.20%	17.92%
稀土	11.59%	16.01%	19.84%	11.45%	14.17%	14.65%
钨	21.91%	22.91%	17.85%	21.44%	16.60%	20.27%
锂	51.76%	50.43%	54.69%	55.51%	62.15%	57.71%
钴	36.40%	34.07%	35.77%	40.05%	38.30%	45.12%
其他稀有小金属	7.80%	7.14%	8.35%	12.24%	9.60%	8.23%
<b>金属非金属新材料</b>	18.32%	21.41%	29.59%	30.78%	32.33%	28.61%
金属新材料	18.53%	20.77%	19.15%	19.74%	19.14%	20.29%
磁性材料	16.40%	17.46%	17.10%	24.88%	23.80%	22.76%
非金属新材料	22.08%	30.75%	55.22%	44.86%	49.07%	45.10%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (六) 库存占资产比与库存周转天数皆环比下降

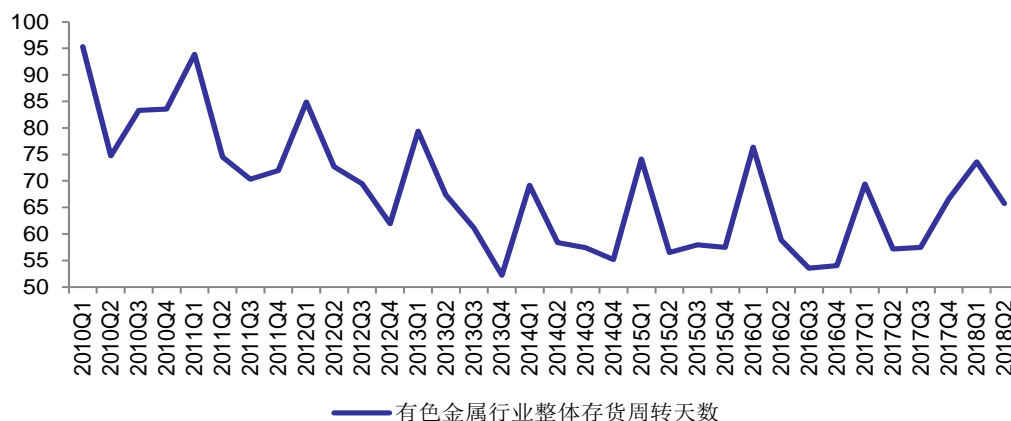
2018 年二季度有色金属行业整体存货占总资产比例与库存周转天数皆环比有所下降。2018Q2 的有色金属行业整体存货占总资产比例较 2018Q1 环比下降 0.12 个百分点至 15.73%；2018Q2 度库存周转天数从 2018Q1 的 74 天下降至 66 天。这主要是由于季节性原因，一季度通常是产业链上下游生产的淡季，会导致每年一季度的存货占比与存货周转天数偏高，并在二季度有所下降。而 2018 年二季度 15.73% 的存货资产比与 66 天的存货周转天数处于近些年较高的水平，要高于 2015 年以来二季度的平均水平（14.50%、63 天）。

图 23：有色金属行业整体库存占总资产比例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 24：有色金属行业整体存货周转天数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从子行业来看，因季节性扰动所有二级子行业 2018Q2 的存货周转天数较 2018Q1 环比都有所下降。三级子行业中，铅锌、黄金、其他稀有小金属、金属新材料 2018Q2 的库存周转天数环比、同比皆有大幅的下降，运营效率明显提升。而稀土、钴、非金属新材料的库存周转天数环比有所升高。

**表 7：有色金属行业存货周转天数**

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
<b>有色金属行业整体</b>	69.44	57.15	57.44	66.60	73.67	65.73
<b>工业金属</b>	55.01	43.25	43.33	54.78	59.22	53.58
铝	60.43	52.76	54.42	62.99	69.61	62.18
铜	44.54	32.32	32.43	43.72	48.37	45.44
铅锌	86.24	77.61	74.72	93.54	88.41	70.89
<b>黄金</b>	79.66	70.59	68.98	64.44	72.47	65.39
<b>稀有金属</b>	115.51	106.99	108.03	115.11	139.54	117.99
稀土	215.00	237.91	194.93	211.55	271.47	274.10
钨	159.74	125.14	122.83	140.94	155.04	129.73
锂	161.31	125.55	123.46	107.46	148.70	137.63
钴	164.70	203.98	217.39	184.85	212.46	282.07
其他稀有小金属	84.35	75.03	68.09	91.70	93.26	64.03
<b>金属非金属新材料</b>	131.43	114.12	110.36	118.39	148.12	136.76
金属新材料	172.94	149.59	141.43	133.78	160.57	140.52
磁性材料	80.92	69.75	71.99	124.05	153.62	129.83
非金属新材料	156.63	141.53	129.64	91.83	124.97	134.81

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （七）行业现金流状况改善

2018 年二季度有色金属行业整体经营性现金流状况大幅改善。具体来看，有色金属行业整体 2018Q2 经营净现金流同比增长 34.88%，因季节性原因环比增速高达 165.30%。从子行业来看，稀有金属、金属非金属新材料 2018Q2 经营性净现金流出现同比大幅增长。三级子行业中，稀土、钨、磁性材料 2018Q2 经营净现金流同比大幅下滑，且钨、磁性材料的经营性净现金流已经连续两季度同比恶化。而锂、其他稀有小金属、非金属新材料的经营净现金流同比大幅改善。



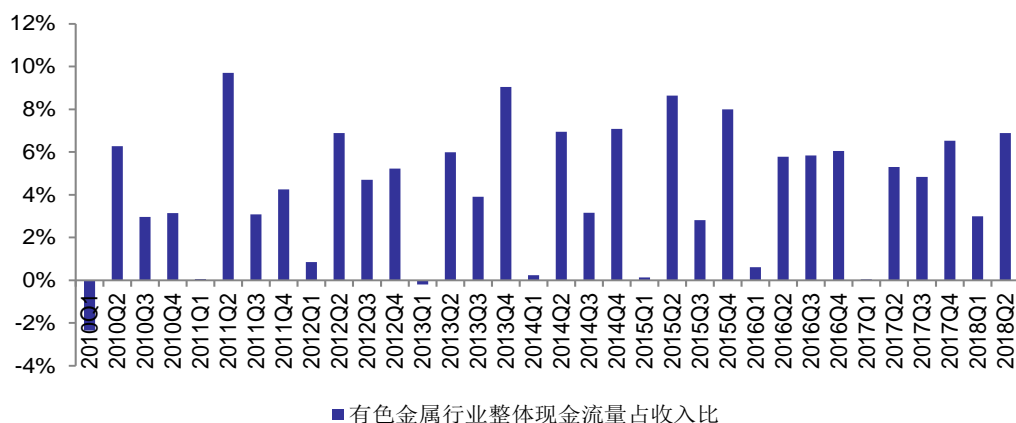
表 8: 2018 年二季度有色金属行业整体经营净现金流同比改善

	经营净现金流同比增速			经营净现金流环比增速		
	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017Q4	2018Q1	2018Q2
有色金属行业整体	15.68%	1320.97%	34.88%	43.81%	-56.43%	165.30%
工业金属	-33.46%	2287.56%	12.36%	-36.71%	-33.20%	116.46%
铝	104.55%	-25.06%	33.28%	44.56%	-60.56%	175.54%
铜	-135.28%	75.78%	4.56%	-186.77%	72.70%	148.87%
铅锌	108.14%	416.52%	-3.47%	-28.47%	-8.90%	49.68%
黄金	86.03%	142.71%	69.93%	919.28%	-76.22%	211.09%
稀有金属	238.05%	342.52%	551.53%	123.52%	-33.68%	4116.24%
稀土	-75.63%	446.71%	-342.62%	-315.06%	152.21%	-330.65%
钨	-84.23%	-9.08%	-1252.57%	6.76%	-1081.32%	21.99%
锂	94.45%	30.34%	344.08%	-13.18%	-35.38%	10.61%
其他稀有小金属	379.41%	383.01%	1528.18%	777.44%	-58.39%	400.93%
金属非金属新材料	14.69%	180.47%	135.62%	151.28%	-91.28%	1052.50%
金属新材料	-93.49%	22.88%	141.93%	230.75%	-283.29%	406.93%
磁性材料	262.40%	-156.53%	-384.13%	194.23%	-133.72%	-244.05%
非金属新材料	389.52%	684.27%	185.76%	115.43%	-78.00%	286.70%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

有色金属行业整体 2018Q2 经营性现金流量占收入比为 6.88%，低于历史同期水平。尽管有色金属行业 2018Q2 经营性现金流量占收入比较一季度环比有大幅提升，但这主要是由于季节性因素居多。该数据仍然低于历史上二季度的平均水平（6.93%），显示有色金属行业上市公司 2018 年二季度的收入含金量较为普通。

图 25: 2018Q2 收入含金量低于历史同期平均水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从子行业来看，工业金属、黄金与金属非金属新材料 2018Q2 的收入含金量皆同比上升，且高于历史平均水平；而稀有金属的经营性现金流占收入比虽然同比增长但仍要低于历史平均水平。三级子行业中，铅锌板块 2018Q2 的现金流量占收入比接近了历史峰值水平；而稀土、钨与磁性材料在 2018Q2 的收入含金量不高，且稀土的现金流量占收入比接近历史最低值。

**表 9：2018Q2 有色金属行业现金流量占收入比**

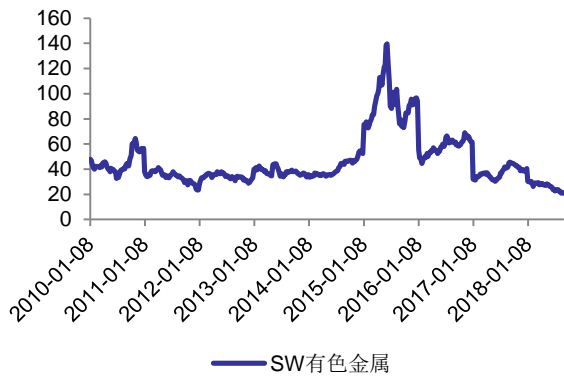
	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	MAX	MIN	AVERAGE
<b>有色金属行业整体</b>	4.86%	4.29%	5.63%	2.99%	6.88%	9.70%	-2.35%	4.21%
<b>工业金属</b>	5.14%	4.74%	3.48%	3.47%	6.48%	11.55%	-4.29%	3.40%
铝	6.79%	5.59%	9.01%	3.76%	8.78%	18.30%	-5.31%	5.63%
铜	1.71%	1.84%	-1.91%	1.51%	3.29%	10.03%	-8.99%	1.92%
铅锌	17.91%	17.46%	14.04%	12.33%	15.23%	17.91%	-8.10%	5.23%
<b>黄金</b>	6.70%	1.40%	13.26%	3.61%	10.08%	18.14%	1.40%	7.30%
<b>稀有金属</b>	0.02%	4.46%	1.35%	0.07%	1.57%	14.98%	-9.72%	4.60%
稀土	-9.99%	12.45%	-29.08%	17.65%	-38.81%	54.35%	-40.15%	4.17%
钨	-0.84%	1.34%	1.44%	-15.20%	-8.62%	44.44%	-29.88%	3.65%
锂	8.21%	51.16%	40.34%	30.36%	31.27%	51.16%	-27.20%	14.17%
钴	-24.02%	-21.96%	-13.51%	-2.91%	3.10%	56.04%	-24.02%	-0.75%
其他稀有小金属	1.35%	-2.54%	6.11%	-3.35%	10.15%	18.64%	-11.04%	4.09%
<b>金属非金属新材料</b>	5.54%	7.05%	14.62%	1.43%	14.56%	29.32%	-11.43%	5.38%
金属新材料	4.59%	-1.44%	1.68%	-3.48%	8.79%	31.27%	-11.45%	3.35%
磁性材料	2.29%	1.87%	4.98%	-2.00%	-5.66%	41.49%	-24.88%	5.60%
非金属新材料	10.69%	20.97%	32.38%	7.77%	36.53%	58.83%	-44.23%	6.18%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （八）行业估值水平处于历史低位

**有色金属行业整体估值处于历史低位。**2018 年在经济前景不乐观与大盘整体表现不佳的影响下，行业指数迎来了长达 8 个月近 31.61% 的跌幅，其在 2018 年前 8 个月表现在 28 个 SW 一级行业中排名第 26 位。在经历上半年的大跌以及有色金属企业业绩的持续上涨后，假若以有色金属行业整体半年报业绩乘以 2，乐观预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率仅为 21x，市净率为 2.17x，几乎是处于 2010 年以来的行业最低估值水平。有色金属行业如此低的估值反映市场对未来非常悲观的预期，认为未来有色金属价格下跌造成有色金属企业获得的现金流下滑的风险极大。而若经济好转，则有色金属行业有价值重估的可能。

图 26: 有色金属行业整体市盈率水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: 有色金属行业整体市净率水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、投资策略

虽然 2018 年下半年国内经济政策有所调整，财政政策与货币政策将更加积极，基建的重新发力或将对冲房地产的下滑支撑有色金属的消费需求，但由于有色金属主要是以国外定价，考虑到 2018Q3 中美贸易战的不断升级可能对全球经济的复苏节奏造成影响以及美元持续强势所引发新兴市场黑天鹅事件，全球市场风险偏好下行，避险情绪上升，预计三季度有色金属价格可能以震荡行情为主，有色金属行业业绩大概率将进一步遭受承压，板块很难有整体性的行情。我们建议投资者关注受环保影响造成原料铝土矿供应紧张，以及国外供应频出状况，驱使氧化铝价格上涨的氧化铝板块，推荐氧化铝自给率高的中国铝业、云铝股份、神火股份。此外，在下游即将进入旺季后已充分调整的钴价与钴行业标的或将迎来反弹行情，建议关注华友钴业、寒锐钴业、盛屯矿业。

## 四、风险提示

- 1) 下游需求萎靡，金属价格大幅下跌；
- 2) 贸易战升级超出市场预期；
- 3) 美元指数上涨超出预期。

## 插图目录

图 1: 2018H1 有色金属行业营业收入增速与业绩增速 .....	2
图 2: 2018Q2 单季度有色金属行业营业收入增速与业绩增速 .....	2
图 3: 2018H1 有色金属行业主营业绩增速与业绩增速 .....	3
图 4: 2018Q2 有色金属行业主营业绩增速与业绩增速 .....	3
图 5: 2018H1 与 2018Q2 有色金属行业投资收益同比下滑 .....	3
图 6: 2018QH1 与 2018Q2 有色金属行业财务费用同比增加 .....	3
图 7: 有色金属行业上市公司 2018H1 业绩增速分布 .....	4
图 8: 有色金属行业上市公司 2018Q2 业绩增速分布 .....	4
图 9: 有色金属行业景气度 .....	6
图 10: 有色金属行业整体累计收入增速 .....	6
图 11: 有色金属行业整体累计业绩增速 .....	6
图 12: 有色金属行业整体单季度收入增速 .....	7
图 13: 有色金属行业整体单季度业绩增速 .....	7
图 14: 有色金属行业整体 ROE 水平 .....	9
图 15: 有色金属行业整体销售利润率 .....	10
图 16: 有色金属行业整体资产周转率 .....	10
图 17: 2017 年后有色金属行业固定资产+在建工程基本无增长 .....	11
图 18: 有色金属行业整体资产负债率回落 .....	11
图 19: 有色金属行业整体销售毛利率下降 .....	12
图 20: 有色金属行业整体三项期间费用率 .....	12
图 21: 有色金属行业整体其他费用率 .....	12
图 22: 2018Q2 有色金属综合价格有所下跌 .....	13
图 23: 有色金属行业整体库存占总资产比例 .....	14
图 24: 有色金属行业整体存货周转天数 .....	14
图 25: 2018Q2 收入含金量低于历史同期平均水平 .....	16
图 26: 有色金属行业整体市盈率水平 .....	18
图 27: 有色金属行业整体市净率水平 .....	18

## 表格目录

表 1: 六成以上有色金属行业上市公司 2018H1 业绩同比增长.....	4
表 2: 有色金属行业上市公司 2018Q2 业绩同比分布占比.....	5
表 3: 有色金属行业单季度收入增速与净利润增速 .....	8
表 4: 有色金属行业 ROE 水平 .....	9
表 5: 销售利润率下行, 拖累 ROE 环比下滑 .....	10
表 6: 有色金属行业毛利率水平 .....	13
表 7: 有色金属行业存货周转天数 .....	15
表 8: 2018 年二季度有色金属行业整体经营净现金流同比改善.....	16
表 9: 2018Q2 有色金属行业现金流量占收入比 .....	17

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**华立，有色金属行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：尚薇 010-83574522 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn