

# 业绩持续高景气，基本面支撑修复行情

## ——有色金属行业中报分析

投资建议： 中性

上次建议： 中性

### 投资要点：

#### ► 2018年价格走势偏弱，行业业绩处于景气高点

2018年H1金属价格同比2017H1有比较明显的涨幅，有色板块的整体业绩同比持续改善。2018年上半年营收7127.1亿元，同比增长9.58%。行业归母净利润达到250.1亿元，同比大幅增长38.9%。受多方面影响，进入2018年以来金属价格运行偏弱，反映到业绩上，2018年Q2归母净利润同比环比Q1下降14.6%。行业整体的资产负债率有所回升但仍处于低位，受益于涨价，现金流大幅改善，ROE环比Q1有所回落。

#### ► 下半年应更多关注基本面上的实质变化

有色板块的高景气多处于预期之内，而诸如贸易战等不利因素对于板块价格和股价的影响被放大，导致尽管业绩相对较好但板块跌幅仍然居前。下半年建议更多关注基本面上的变化，对于基本面持续好转且未来有较强支撑的板块可持续关注。

#### ► 铝板块：环保限产持续，价格回暖可期

国内铝产业链上，我国已经从氧化铝的净进口国转变为净出口国，在海外格局短期无法改善，以及国内环保政策加严的背景下，氧化铝价格可能将继续维持在高位，甚至有进一步上涨的可能。氧化铝价格的强势一方面可以为铝价形成支撑，但铝价的弹性以及电解铝企业盈利的改观仍需看电解铝供需格局。当前仍需关注采暖季限产对于全行业造成的影响，需求端是否被限制会显著影响铝价的走势。

推荐关注电解铝一体化龙头中国铝业（601600.SH，2600.HK）、云铝股份（000807.SZ）和下游加工的明泰铝业（601677.SH）以及兼具原镁龙头的云海金属（002182.SZ）。

#### ► 铜板块：长周期高景气下矿企盈利持续高位

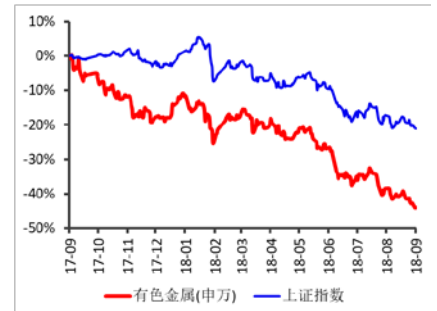
长期来看，全球经济复苏的大局势有望延续，需求增长确定，而矿产铜供给端的增速则有放缓的预期，包括自由港、South32和紫金在内的各国内外铜矿巨头对于有发展潜力的铜矿资源均表现出浓厚兴趣，矿产铜有望进入较长的景气周期，我们预计铜价将在中长期处于较高的位置。

推荐关注国内矿产铜龙头江西铜业（600362.SH，0358.HK），矿产龙头紫金矿业（601899.SH，2899.HK）和铜钴标的洛阳钼业（603993.SH，3993.HK）

#### ► 风险提示

1) 全球经济复苏不及预期，金属需求下滑；2) 海外金属供给超预期；3) 供给侧改革不及预期，国内供给收缩不及预期；

### 一年内行业相对大盘走势



叶洋 分析师

执业证书编号：S0590517110001

电话：0510-85611779

邮箱：yey@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《铜矿罢工风险消退，矿企半年度报表靓丽》  
《有色金属》
- 2、《经济复苏持续，基本金属格局向好》  
《有色金属》
- 3、《十种有色金属产量同比增加，原铝微增》  
《有色金属》

## 正文目录

1	产品价格：价格持续上涨，加工费维持低位 .....	4
1.1	金属价格：贵金属价格震荡，基本金属及小金属同比上涨 .....	4
1.2	冶炼加工费：低位维持，略有回暖 .....	6
1.3	库存：伦敦上海两市差异显著 .....	7
2	股价表现：有色跌幅居前 .....	8
2.1	板块整体：电气、传媒和有色领跌 .....	8
2.2	子板块及个股表现：17 年锂板块表现抢眼，磁性材料领涨 2018 .....	8
3	利润表：价格持续回暖，H1 业绩改善 .....	9
3.1	板块整体营收净利持续增长，二季度归母净利环比下降 .....	9
3.2	按品种：小金属涨价迅猛，铜铝金占比下降 .....	9
3.3	按产业链：矿业盈利能力持续改善 .....	11
4	资产负债表：资产负债率持续下降 .....	12
4.1	资产负债率回落，银行负债占比持续扩大 .....	13
4.2	磁性材料和锂板块加速扩张 .....	14
4.3	行业整体存货上升，铅锌存货减少 .....	16
5	现金流量表：18 年 Q2 经营性现金流持续改善 .....	16
6	行业 ROE&ROA 环比略有下降 .....	17
7	重点推荐投资标的 .....	19
7.1	铝板块-国内供给收缩较为确定，重点关注需求拉动 .....	19
7.2	铜板块-经济复苏拉动需求，持续看好板块性机会 .....	19
8	风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1: LME 现货价格走势 (2018.1.1-8.31) .....	4
图表 2: 上海现货价格走势 (2018.1.1-8.31) .....	4
图表 3: 2015 年到 2018 年 8 月 31 日期间最大涨幅 .....	4
图表 4: LME 黄金白银价格走势 .....	5
图表 5: 国内黄金白银价格走势 .....	5
图表 6: 小金属 2018 年至今 (8 月 31 日) 价格走势 .....	5
图表 7: 涨幅靠前小金属 18 年价格走势 (8 月 31 日) .....	6
图表 8: 涨幅靠后小金属 18 年价格走势 (8 月 31 日) .....	6
图表 9: 中国地区铜加工费 .....	6
图表 10: 铅加工费 (元/金属吨) .....	6
图表 11: 国内锌精矿加工费 (元/吨) .....	7
图表 12: 进口锌精矿加工费 (美元/吨) .....	7
图表 13: LME 库存 2018 年至 8 月 31 日变化 .....	7
图表 14: 上期所库存 2018 年至 8 月 31 日变化 .....	7
图表 15: 申万一级板块表现 (截止 2018 年 8 月 31 日) .....	8
图表 16: 2018 年有色子板块表现 (8 月 31 日) .....	8
图表 17: 2018 年至 8 月 31 日有色子板块表现 .....	8
图表 18: 有色板块利润表 .....	9
图表 19: 2018H1 有色板块营收结构 .....	10
图表 20: 有色子行业营收 (百万) 及同比变化 .....	10
图表 21: 2018H1 有色板块归母净利结构 .....	10
图表 22: 有色板块 2018H1 子行业净利润 (百万) 及同比变化 .....	10

图表 23: 行业毛利率、净利率和期间费率 (季度)	11
图表 24: 三费占营收比例 (季度)	11
图表 25: 子行业毛利率半年度同比	11
图表 26: 子行业净利率半年度同比	11
图表 27: 有色按产业链分类 (上市公司数量分布)	12
图表 28: 子板块营收 (亿) 及同比	12
图表 29: 子板块净利 (亿) 及同比	12
图表 30: 子板块净利率	12
图表 31: 有色板块资产负债表	12
图表 32: 有色板块资产负债率	13
图表 33: 负债来源 (百万) 及占比分析	13
图表 34: 资产负债率较高的行业	14
图表 35: 资产负债率较低的行业	14
图表 36: 固定资产及占比	15
图表 37: 在建工程及占比	15
图表 38: 子行业固定资产同比及环比增速	15
图表 39: 子行业在建工程同比及环比增速	15
图表 40: 在建工程/固定资产比例较高的行业	15
图表 41: 在建工程/固定资产比例较低的行业	15
图表 42: 在建工程/固定资产比例较高的个股	16
图表 43: 在建工程/固定资产比例较低的个股	16
图表 44: 有色行业库存 (百万, 右) 及周转率	16
图表 45: 子行业存货变化	16
图表 46: 板块现金流量表	17
图表 47: 经营性现金流同比改善的子行业	17
图表 48: 经营性现金流同比减少的子行业	17
图表 49: 有色行业按季度 ROE 和 ROA	18
图表 50: 有色行业年化 ROE 和 ROA	18
图表 51: 子板块单季度 ROE 对比	18
图表 52: 子板块单季度 ROA 对比	18
图表 53: 个股 18Q2-ROE 前十&后十	18
图表 54: 个股 18Q2-ROA 前十&后十	18
图表 55: 重点股票推荐	20

## 1 产品价格：价格持续上涨，加工费维持低位

### 1.1 金属价格：贵金属价格震荡，基本金属及小金属同比上涨

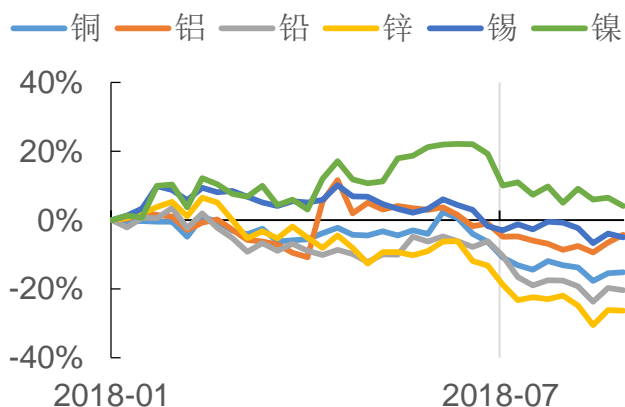
➢ 基本金属价格：除镍外均有下跌，LME 跌幅更大，国内弹性小

截止 6 月底，LME 基本金属中仅有镍价相对年初保持上涨，其余金属均有不同程度的下跌，而 7 月开始，六大金属价格持续下行，近期铜、铝、铅和锌有所企稳，但相比 2018 年初已经分别下跌 12.3%、8.2%、8.3 和 21.6%。

单就 2018 年来看，国内基本金属的价格走势要好于国外，截止六月底，镍、铅和锡相较年初均有上涨，到 8 月底镍和锡相对年初分别涨价 11.0%和 1.8%。而国内的铝价反弹幅度也比 LME 价格更大。

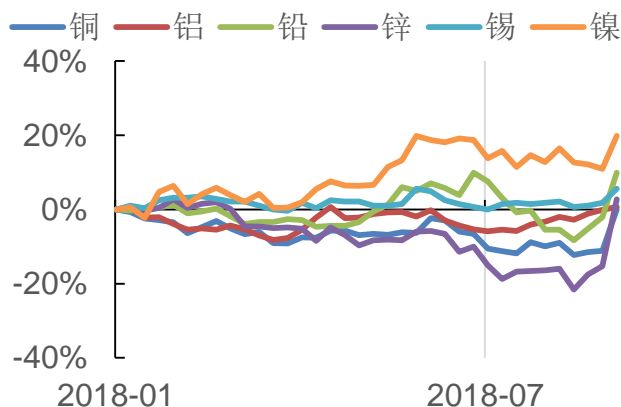
从 2015 年至今的弹性来看，LME 市场铜、铝、锌和镍的期间价格最大涨幅分别达到 68.5%、70.2%、146.1%和 99.9%，要显著高于国内市场。

图表 1: LME 现货价格走势 (2018.1.1-8.31)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 2: 上海现货价格走势 (2018.1.1-8.31)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: 2015 年到 2018 年 8 月 31 日期间最大涨幅

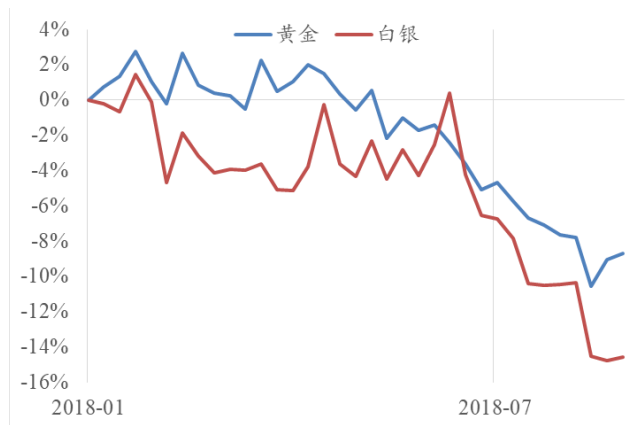
2015 年至今	铜	铝	铅	锌	锡	镍
LME-期间最低价	4,310.5	1,447.5	1,593.5	1,470.0	13,375.0	7,720.0
LME-期间最高价	7,262.5	2,463.0	2,683.0	3,618.0	22,050.0	15,435.0
LME-期间最大涨幅	68.5%	70.2%	68.4%	146.1%	64.9%	99.9%
上海-期间最低价	34,650.0	9,750.0	12,250.0	12,350.0	83,000.0	65,300.0
上海-期间最高价	55,200.0	16,230.0	21,500.0	26,600.0	151,000.0	117,100.0
上海-期间最大涨幅	59.3%	66.5%	75.5%	115.4%	81.9%	79.3%

来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 贵金属价格：持续下跌，LME 跌幅更大

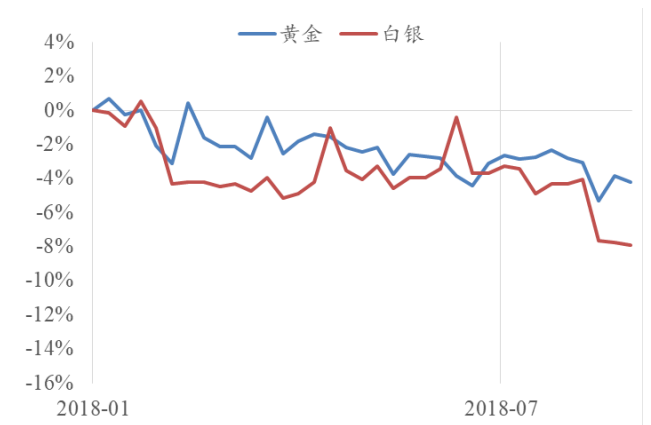
黄金和白银的价格同样呈下跌态势，截止 8 月底，LME 黄金和白银价格较年初分别下跌 8.7%和 14.6%。国内市场跌幅较窄，黄金和白银分别下跌 4.2%和 7.9%。

图表 4：LME 黄金白银价格走势



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：国内黄金白银价格走势

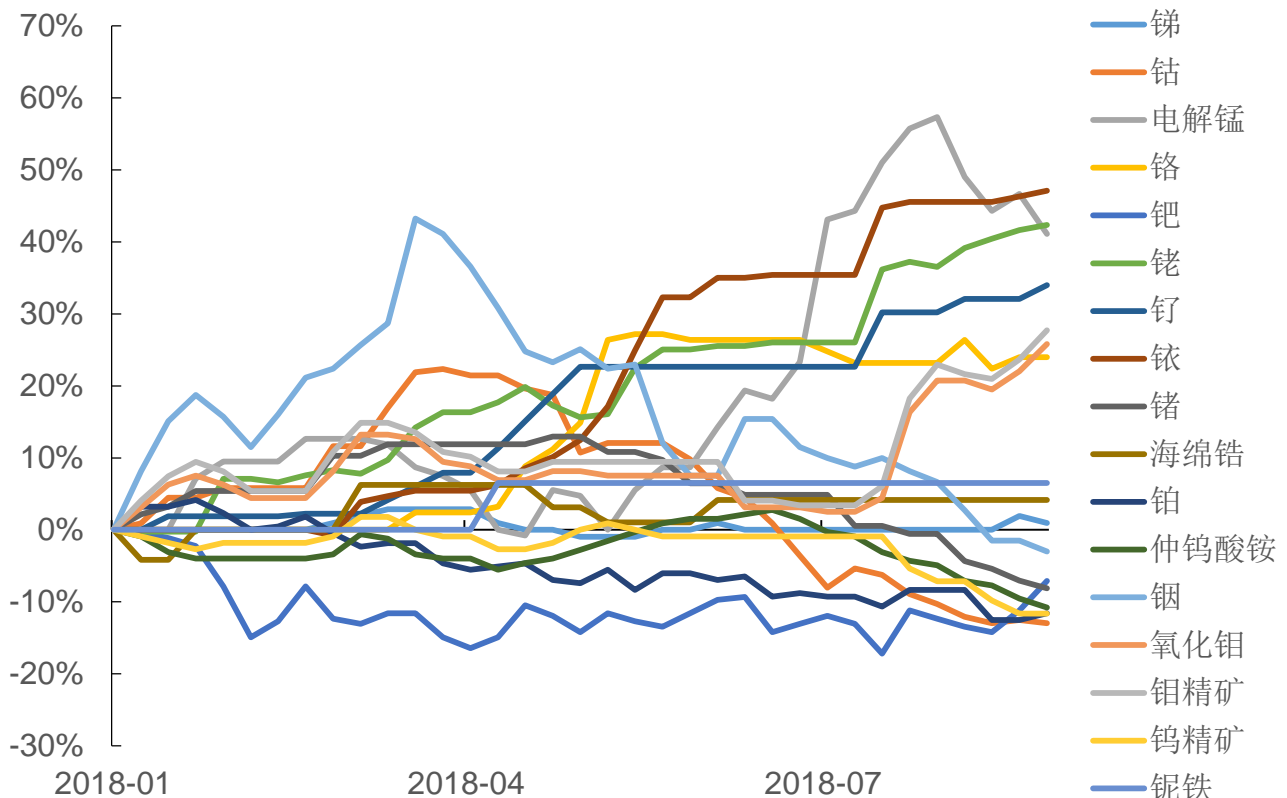


来源：Wind，国联证券研究所

➤ 小金属价格：触底反弹

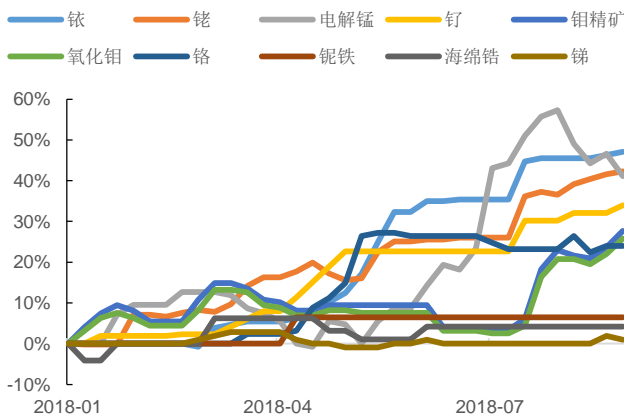
在统计的主要品种中，2018 年初至今价格保持上涨的小金属有 10 个，分别是铈、铈、电解锰、钒、钨精矿、氧化钨、铬、铌铁、海绵锆和铈。其中电解锰涨幅达到 41.1%、钨精矿和氧化钨的涨幅分别达到 27.7%和 25.8%。

图表 6：小金属 2018 年至今（8 月 31 日）价格走势



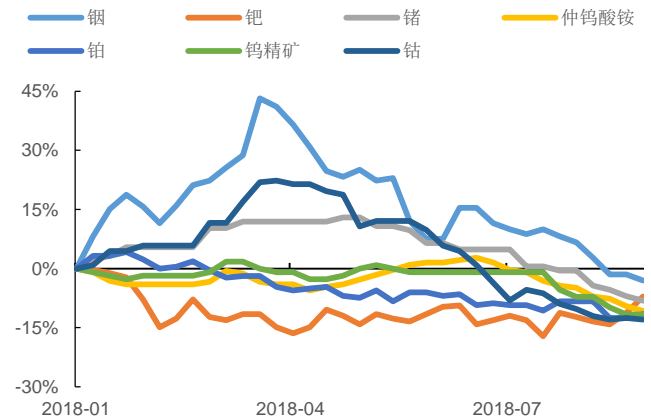
来源：Wind，国联证券研究所

图表 7: 涨幅靠前小金属 18 年价格走势 (8 月 31)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 涨幅靠后小金属 18 年价格走势 (8 月 31)

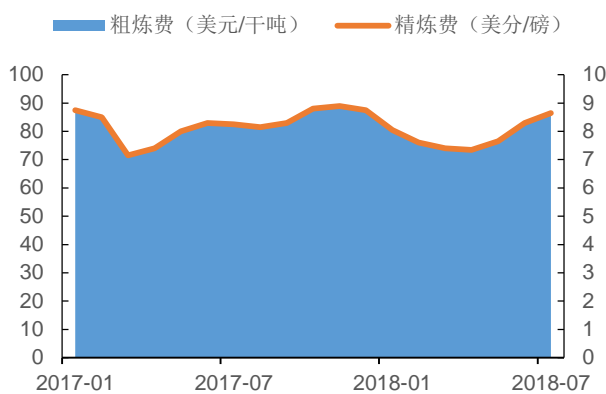


来源: Wind, 国联证券研究所

## 1.2 冶炼加工费: 低位维持, 略有回暖

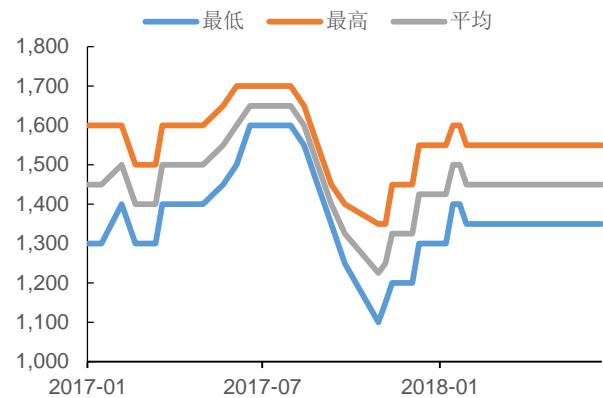
2018 年初铜加工费高位逐渐回落, 这与 17 年底达成的年度加工费较低有很大关联, 其主要原因是预期年内铜供应量偏紧。4 月份到达低点后略有回升, 但整体仍处于相对的低位, 与 17 年相当。铅加工费较为平稳, 国内锌精矿加工费处于低位, 进口锌精矿加工费从年初开始逐渐上升。

图表 9: 中国地区铜加工费



来源: Wind, 国联证券研究所

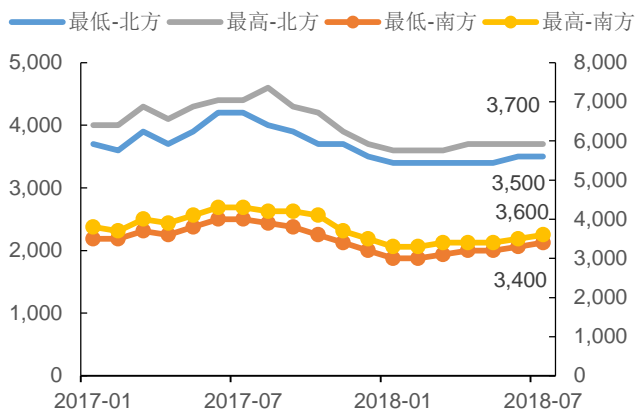
图表 10: 铅加工费 (元/金属吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

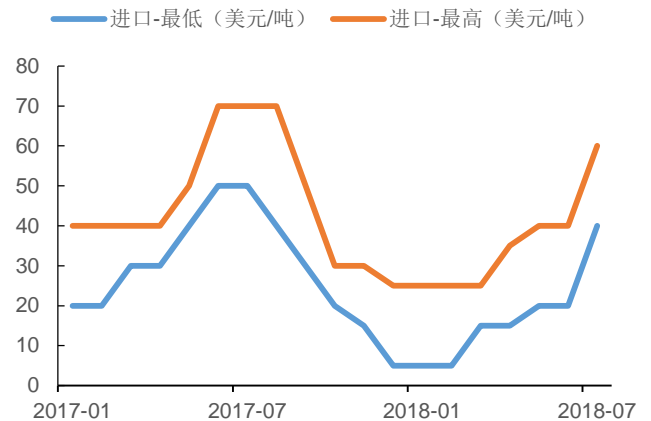


图表 11: 国内锌精矿加工费 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 12: 进口锌精矿加工费 (美元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

### 1.3 库存: 伦敦上海两市差异显著

截止 8 月底, LME 市场铜、锌、锡库存相比年初分别上涨 30.0%、34.0%和 25.9%, 铝、铅和镍库存则分别下降 2.6%、11.1%和 34.6%。

LME 的铜库存一度大幅上升 87.9%到 38.3 万吨, 当前 26.5 万吨的库存处于中等水平。铝库存同样也曾回升, 但截止 8 月底仍下降 2.6%, 当前 107.1 万吨的库存水平处于历史低位。库存下降的还有铅和镍, 相比年初分别下降 11.1%和 34.6%。

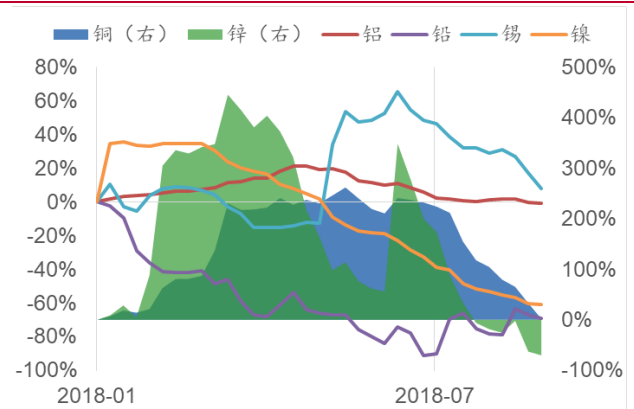
就涨幅而言, 锌库存在 2018 年经历了大幅的涨跌上期所的锌和铜库存涨幅在 3 月份达到 445.4%, 而到了 8 月底相比年初则下降 70.2%。但锌的库存绝对值并不高, 8 月底为 2628 吨, 三月最高时也仅为 4.81 万吨。铜库存在上半年也一度大幅增长超过 200%, 7 月开始迅速下降, 到 8 月底相比年初微涨 2.1%, 达到 4.4 万吨。铅和镍库存相比年初分别下降达到 69.2%和 60.8%。最受关注的铝库存方面, 年初至今上期所铝库存先升后降, 8 月底相比年初基本保持不变。

图表 13: LME 库存 2018 年至 8 月 31 日变化



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 上期所库存 2018 年至 8 月 31 日变化



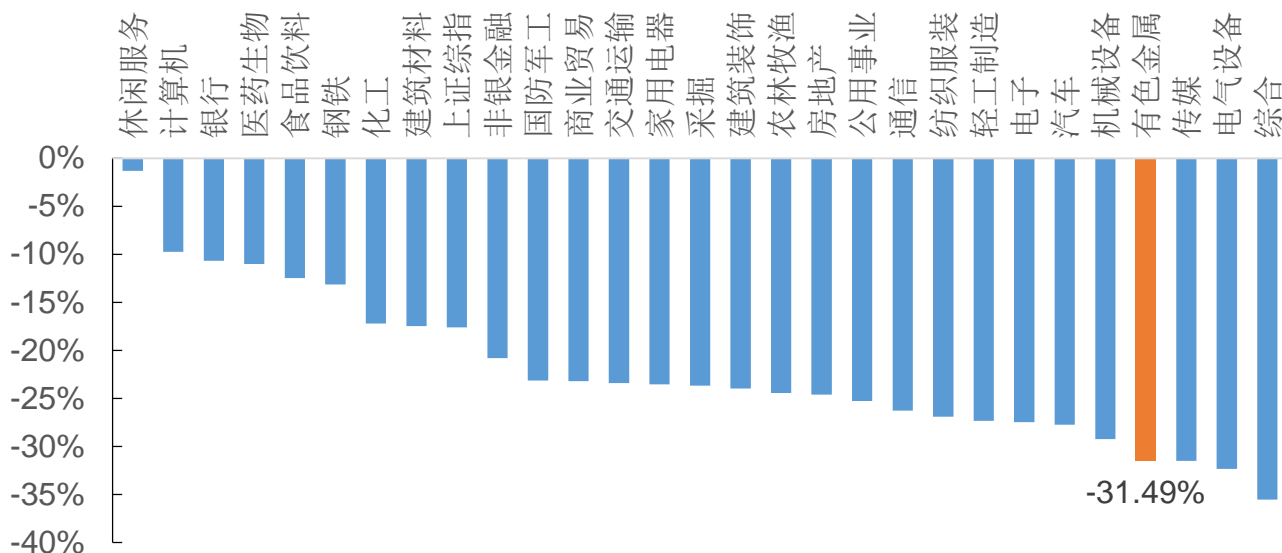
来源: Wind, 国联证券研究所

## 2 股价表现：有色跌幅居前

### 2.1 板块整体：电气、传媒和有色领跌

2018 年至今全行业板块都下跌，其中电气设备、传媒和有色金属板块领跌，跌幅均超过 30%。休闲服务和计算机板块分别下跌 1.31%和 9.75%，跌幅小于 10%。

图表 15：申万一级板块表现（截止 2018 年 8 月 31 日）



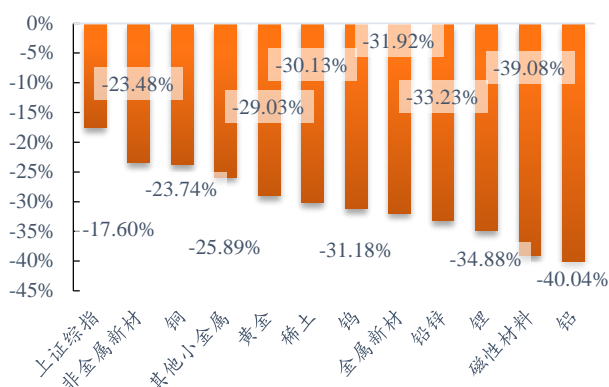
来源：Wind，国联证券研究所

### 2.2 子板块及个股表现：17 年锂板块表现抢眼，磁性材料领涨 2018

申万 11 个有色子行业中，截止 8 月底所有子行业指数均下跌，跌幅最大的是铝板块，超过 40%，非金属新材、铜和小金属板块跌幅较小，但同样超过上证综指的 17.6%，分别达到 23.5%、23.7%和 25.9%。

铝箔行业的个股表现突出，在上涨的 8 只个股中 3 只属于铝箔行业。

图表 16：2018 年有色子板块表现（8 月 31 日）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 17：2018 年至 8 月 31 日有色子板块表现

代码	标的	涨幅	备注
600673.SH	东阳光科	15.1%	铝箔
002203.SZ	海亮股份	10.2%	铜加工
603876.SH	鼎胜新材	9.2%	铝箔
603826.SH	坤彩科技	6.8%	珠光材料
000688.SZ	建新矿业	4.0%	锌铅矿
603260.SH	合盛硅业	3.9%	硅
600490.SH	鹏欣资源	2.2%	铜矿
002806.SZ	华锋股份	1.4%	铝箔
601069.SH	西部黄金	-3.3%	黄金
300395.SZ	菲利华	-7.5%	石英玻璃

来源：Wind，国联证券研究所



### 3 利润表：价格持续回暖，H1 业绩改善

#### 3.1 板块整体营收净利持续增长，二季度归母净利环比下降

剔除已转型标的，依据申万行业分类，共计入 104 家上市公司。2018 年上半年营收 7127.1 亿元，同比增长 9.58%。行业归母净利达到 250.1 亿元，同比大幅增长 38.9%。按单季度来看，二季度的营收同比和环比均保持增长，归母净利同比增速达到 18.6%，环比下降 14.6%。

图表 18：有色板块利润表

百万元	2015	2016	2017	2016H1	2017H1	2018H1
营业收入	1,048,026	1,191,711	1,380,644	517,464	650,400	712,709
yoy	-1.65%	13.71%	15.85%	3.81%	25.69%	9.58%
营业成本	981,959	1,086,329	1,223,550	474,827	583,952	629,752
yoy	-0.56%	10.63%	12.63%	2.73%	22.98%	7.84%
营业税金及附加	4,148	7,055	10,464	1,921	4,816	5,832
销售费用	9,695	10,993	12,473	4,962	5,976	6,332
管理费用	32,028	35,094	41,730	15,811	17,579	20,697
财务费用	22,342	21,410	25,622	10,436	12,352	14,066
资产减值损失	11,200	10,088	12,558	272	1,957	4,363
投资净收益	8,444	637	2,435	1,364	2,015	1,910
营业利润	-5,088	21,744	61,780	8,900	26,427	36,373
利润总额	2,825	26,450	61,286	11,853	27,148	36,810
所得税	3,833	8,612	14,987	2,799	6,471	8,712
净利润	-964	17,882	46,423	9,081	20,756	28,207
归属母公司股东的净利润	-93	16,548	41,703	8,030	18,010	25,009
yoy	-59.26%	N/A	152.01%	43.19%	124.29%	38.86%

来源：Wind，国联证券研究所

#### 3.2 按品种：小金属涨价迅猛，铜铝金占比下降

➤ 行业营收结构：黄金+铜铝占比继下降

2017 年全年，有色板块中铜、铝和黄金的营收分别达到 2453.8 亿元、1465.8 亿元和 1157.7 亿元，三大板块的营收占全行业的 72.5%，相比 2017 年上半年的 75.2% 略有下降。从各个子行业的营收增速来看，其他板块的营收大幅增长是三大板块占比下降的主要原因。非金属新材、金属新材、锂和钨板块的营收增速分别达到 94.6%、34.5%、39.1% 和 33.4%。

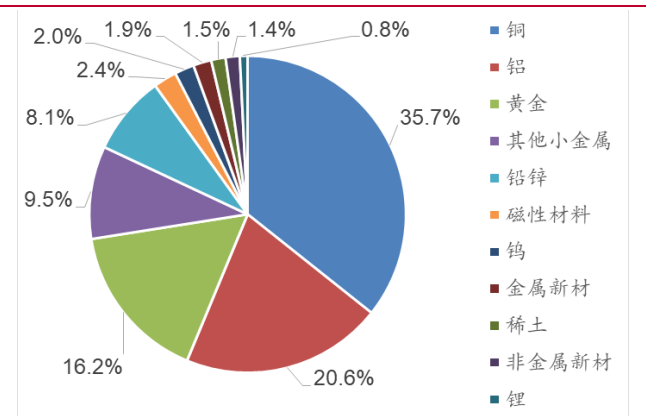
➤ 净利润：四大板块占比过半，小金属和非金属新材涨幅最大

行业净利润结构方面，铜、铝和黄金的归母净利共计占全行业的 15.7%、11.2% 和 14.9%。而小金属中洛阳钼业的归母净利达到 31.2 亿元，若将洛钼的业绩计入铜

板块，铜行业的归母净利为 70.7 亿元，占全行业的比重达到 22.1%。

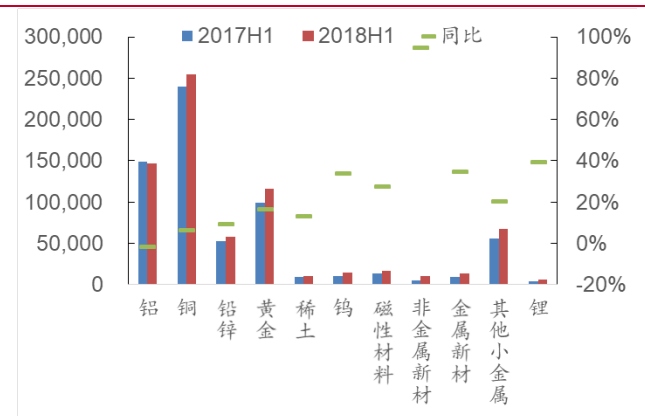
净利润变化方面，非金属新材、小金属的归母净利同比增速分别 468.5%和 298.6%，主要是方大炭素和洛阳钼业归母净利的大幅增长。归母净利下降的有四个子行业，分别是磁性材料、铅锌、钨和铝板块，下降幅度分别达到 104.0%、38.5%、27.1%和 13.6%。

图表 19: 2018H1 有色板块营收结构



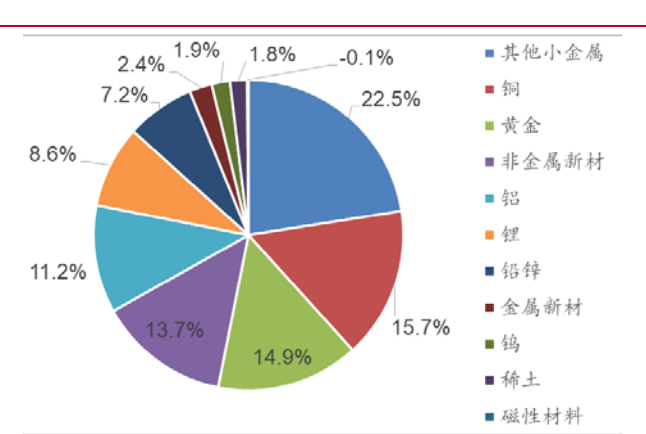
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 20: 有色子行业营收 (百万) 及同比变化



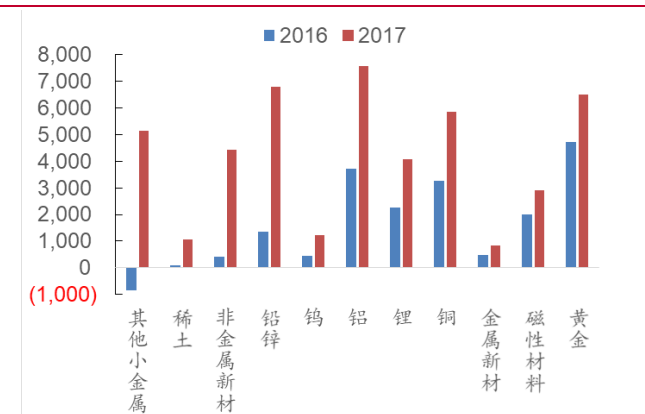
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 2018H1 有色板块归母净利结构



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 22: 有色板块 2018H1 子行业净利润 (百万) 及同比变化



来源: Wind, 国联证券研究所

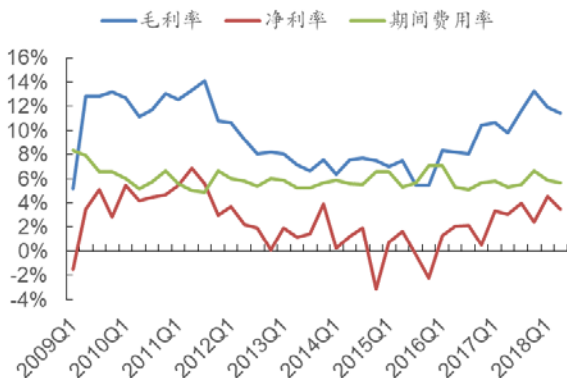
➤ 主要比率和指标: 毛利率高位回落, 三费比率环比下降

按季度来看, 2018 年二季度行业毛利率 11.4%, 同比上升 1.55pct, 环比下降 0.52pct, 尽管环比连续第二个季度回落, 但仍处在历史高位。二季度净利率 3.44%, 环比下降 1.1pct, 同比上升 0.38pct, 净利率保持在 15 年以来的高位。二季度期间费率 1.9%, 处于历史低位。

2018 年上半年铝、铜、铅锌和黄金板块的毛利率同比出现小幅下滑, 钨板块毛利率下降。而非金属新材行业的毛利率达到 55.8%, 同比上升 27.1pct。净利率方面, 铝、铅锌、钨、磁性材料和锂板块的净利率同比出现下降, 其中磁性材料净利率下降

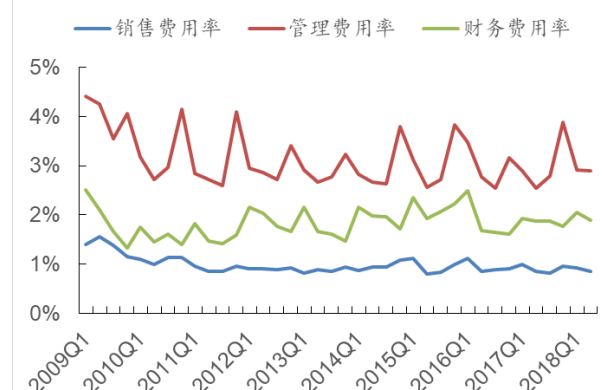
6.1pct，降幅较大，非金属新材板块净利率上升 23.3pct 到 35.4%。

图表 23: 行业毛利率、净利率和期间费率 (季度)



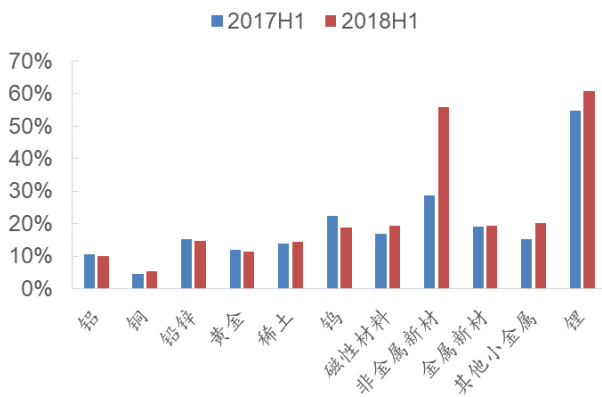
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 24: 三费占营收比例 (季度)



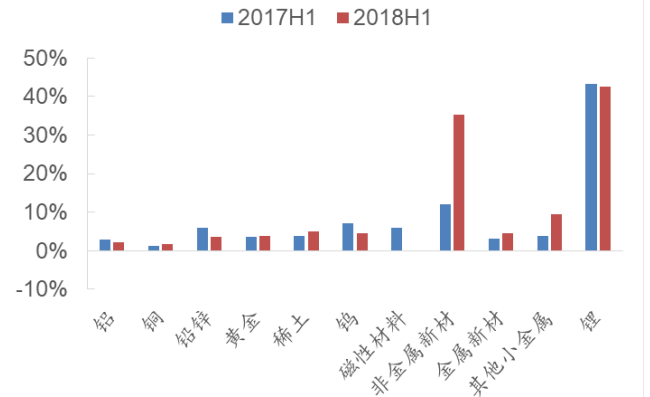
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 25: 子行业毛利率半年度同比



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 26: 子行业净利率半年度同比



来源: Wind, 国联证券研究所

### 3.3 按产业链: 矿业盈利能力持续改善

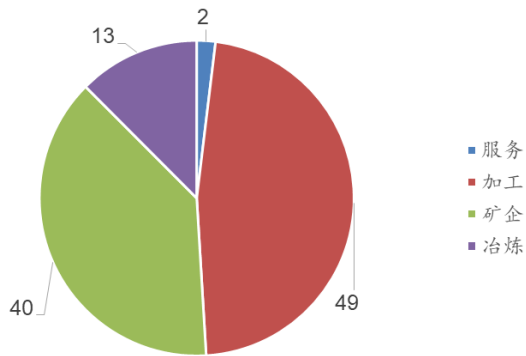
#### ➤ 冶炼板块营收占比大, 矿业板块盈利能力显著改善

剔除部分次新股, 以统计的 104 家有色上市公司为样本, 2018 年上半年全年矿业企业营收达到 3776.2 亿元, 占比 53.0%, 同比增长 11.5%。冶炼板块 1939.5 亿元, 占比 27.2%, 同比下降 3.4%。加工板块的营收从 1335.8 亿元, 占比 18.7%, 同比增速达到 32.4%。

全行业 250.1 亿归母净利中, 矿企板块达到 161.3 亿元, 占比达到 64.5%, 同比增速 63.8%。冶炼板块归母净利 13.0 亿元, 占比 5.2%, 同比下降 56.8%; 加工板块归母净利 74.7 亿元, 占比 29.9%, 同比增幅达到 49.9%。

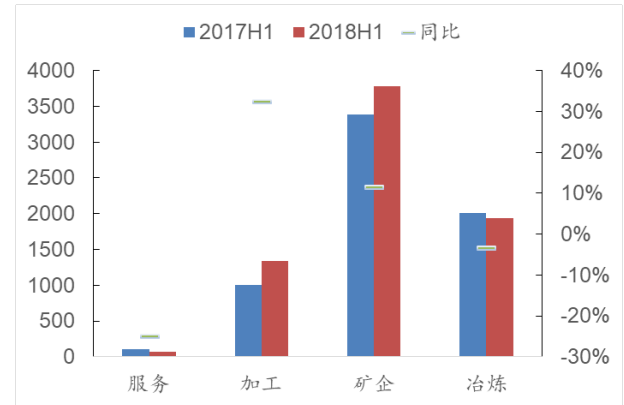
净利率方面加工和矿企的净利率改善十分明显, 分别上升 0.7pct 和 1.4pct, 而冶炼板块的净利率则下降 0.8pct。

图表 27: 有色按产业链分类 (上市公司数量分布)



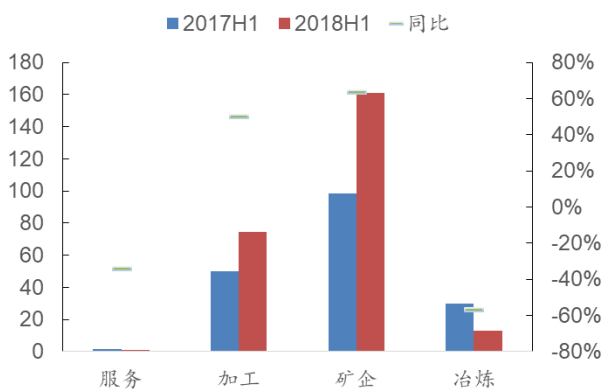
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 28: 子板块营收 (亿) 及同比



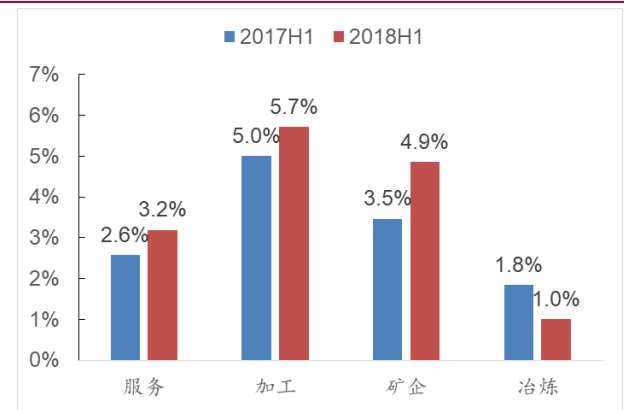
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29: 子板块净利 (亿) 及同比



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 30: 子板块净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

## 4 资产负债表: 资产负债率持续下降

以统计的 104 家上市公司为样本, 截止 2018 年上半年, 资产总额 1.34 万亿, 同比增长 10.1%, 全行业负债合计 7254.5 亿元, 同比增加 7.8%。全行业资产负债率 54.2%, 同比下降 1.1pct, 环比略有上升。

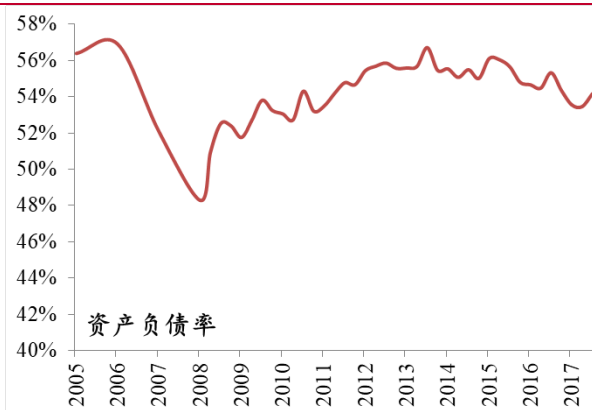
图表 31: 有色板块资产负债表

资产负债表(单位: 百万元)	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2017-06-30	2018-06-30
货币资金	142,858	137,125	169,391	151,668	174,166
应收款项	90,388	104,480	122,229	117,604	135,441
预付款项	30,059	28,713	26,194	35,333	33,783
存货	142,191	142,195	142,199	142,196	142,200
流动资产合计	450,993	473,602	576,438	531,384	613,223
固定资产	303,116	342,481	361,011	348,264	364,155
在建工程	84,493	71,512	71,147	74,150	80,466
非流动资产合计	586,660	668,490	698,848	685,314	725,998
资产总计	1,037,652	1,142,092	1,275,286	1,216,698	1,339,220
短期借款	201,965	209,070	231,228	232,146	257,239
应付款项	171,851	190,130	195,781	185,014	203,777
预收款项	17,117	17,474	18,595	21,864	20,753
一年内到期的非流动负债	50,414	34,599	39,809	36,913	42,409
流动负债合计	442,485	445,628	479,840	476,936	512,867
长期借款	73,071	83,846	95,173	89,360	106,238
非流动负债合计	139,728	178,624	203,166	196,210	212,581
负债合计	582,213	624,252	683,006	673,147	725,448
所有者权益(或股东权益):					
所有者权益合计	455,439	517,840	592,280	543,551	613,772
负债和所有者权益总计	1,037,652	1,142,092	1,275,286	1,216,698	1,339,220

来源: Wind, 国联证券研究所

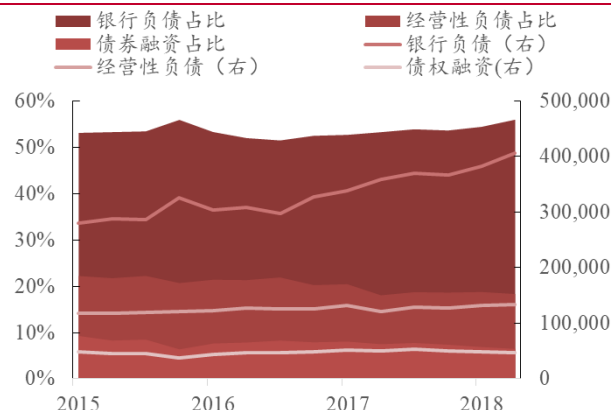
#### 4.1 资产负债率回落, 银行负债占比持续扩大

图表 32: 有色板块资产负债率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 33: 负债来源(百万)及占比分析

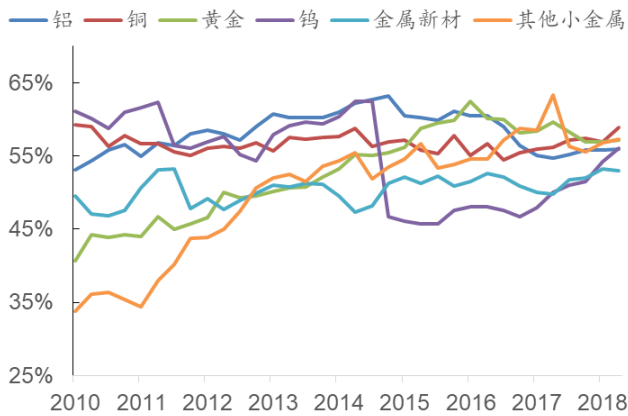


来源: Wind, 国联证券研究所

2018 年上半年的资产负债率为连续三个季度以来的新高, 但相对 2013、2014 年的高点来看, 仍然处于低位。

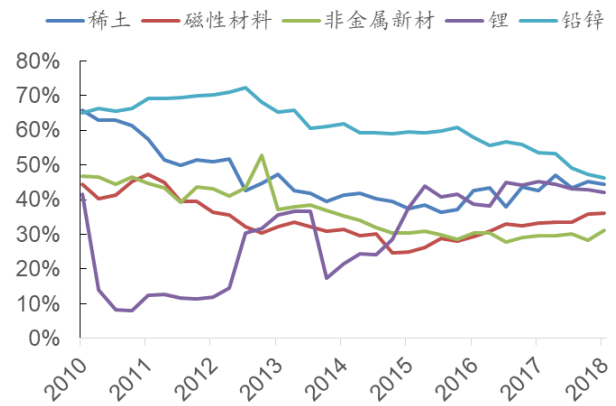
从负债结构来看, 银行负债的绝对值持续上升, 从 17 年底的 3662.1 亿元上升到当前的 4058.9 亿元, 且增速超过了总负债增速, 导致其占比从 2017 年底的 53.6% 上升到 2018 年 6 月底的 56.0%。经营性负债小幅上升, 占比则小幅下降。债券融资方面规模有所缩小, 占比也从 17 年底的 7.4% 下降到 6.5%。

图表 34: 资产负债率较高的行业



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 35: 资产负债率较低的行业



来源: Wind, 国联证券研究所

子行业中,有 6 个细分板块的资产负债率超过 50%,分别是铜、黄金、小金属、环比下降,其余行业仍然保持持续的上升。

铅锌、锂、稀土、非金属新材和磁性材料五个板块的资产负债率均低于 50%,其中,磁性材料和非金属新材板块的负债率环比略有上升,铅锌、锂和稀土板块的负债率持续下降。

## 4.2 磁性材料和锂板块加速扩张

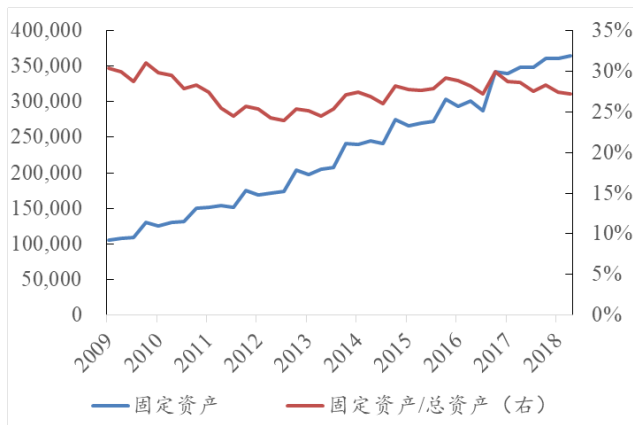
18 年 Q1,行业固定资产环比 17 年底略有减少,但到了半年度,全行业固定资产达到 3641.6 亿元,同比增加 4.6%,环比增加 1.0%。由于固定资产增速较缓,其占总资产的比例持续下降,截止 2018H1,全行业固定资产占总资产比例为 27.2%,环比下降 0.2pct。在建工程达到 804.7 亿元,同比增长 8.5%,环比 Q1 增加 4.3%,在建工程占比进一步增加到 6.0%。

子行业中,固定资产同比增幅较大的分别是磁性材料、非金属新材和金属新材三个板块,分别达到 51.5%、44.9%和 15.2%。总额位居前列的几个板块分别为铝、铜、铅锌、黄金和小金属板块。其中铝和铜板块固定资产同比增速分别达到 9.6%和 5.8%,铅锌板块的固定资产同比增速仅为 1.3%,而黄金和小金属板块的固定资产同比增速出现下降。在建工程方面,同比增速较高的有锂、稀土、钨、小金属和铅锌板块,分别达到 216.0%、67.8%、54.1%、33.2%和 27.0%。这些板块中,除了稀土板块环比下降 7.4%之外,其余板块的在建工程环比增速都在 15%以上。

铜、铅锌和锂板块的在建工程/固定资产占比较高,尤其是锂板块,截止 2018H1 在建工程与固定资产之比达到 218.5%,行业仍然处于高速扩张期。个股方面,合金投资、天齐锂业和赣锋锂业的在建工程/固定资产之比超过 150%,北矿科技、山东金泰、园城黄金和荣华实业的在建工程为零。

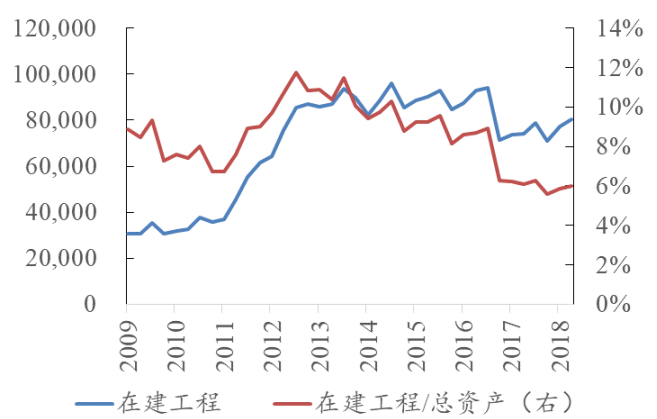


图表 36: 固定资产及占比



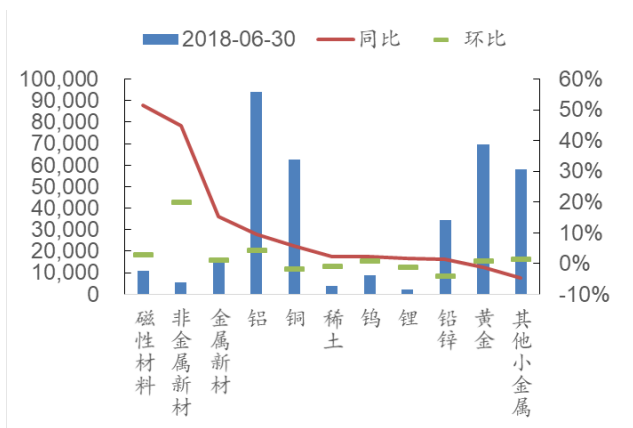
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 37: 在建工程及占比



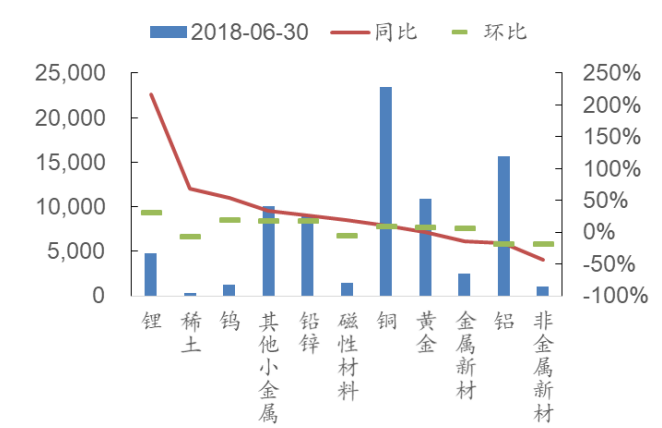
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 38: 子行业固定资产同比及环比增速



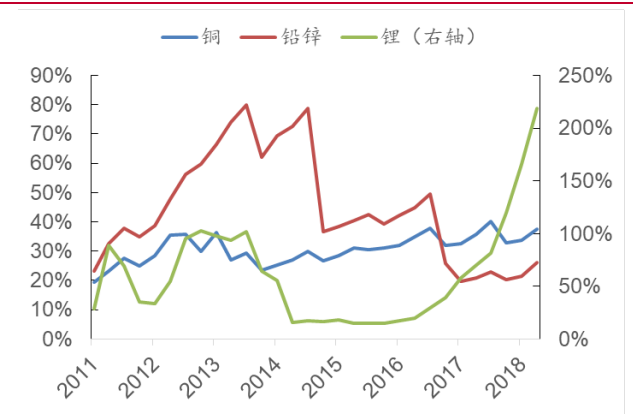
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 39: 子行业在建工程同比及环比增速



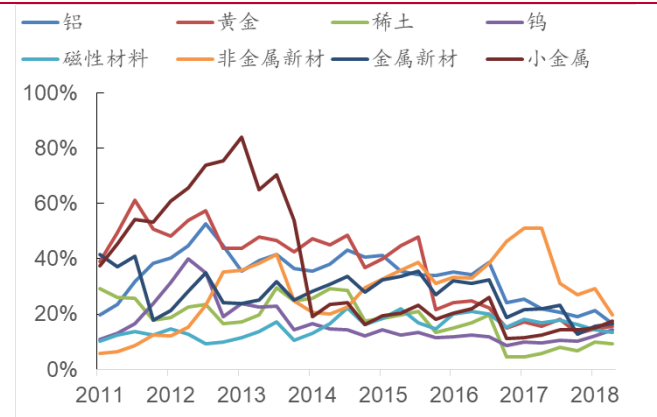
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 40: 在建工程/固定资产比例较高的行业



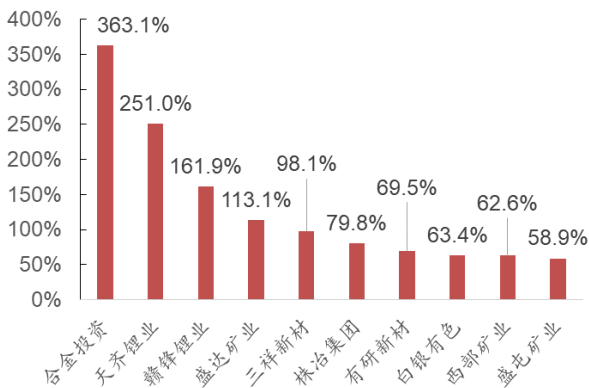
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 41: 在建工程/固定资产比例较低的行业



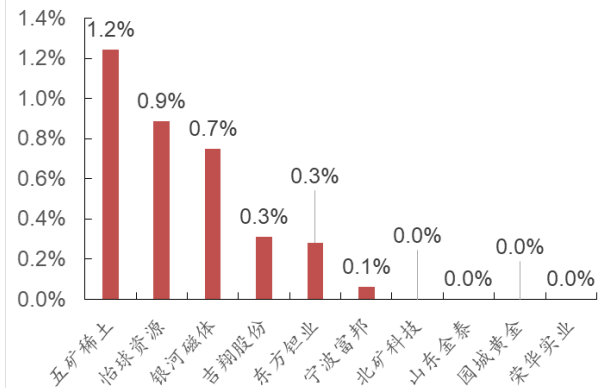
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 42: 在建工程/固定资产比例较高的个股



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 43: 在建工程/固定资产比例较低的个股



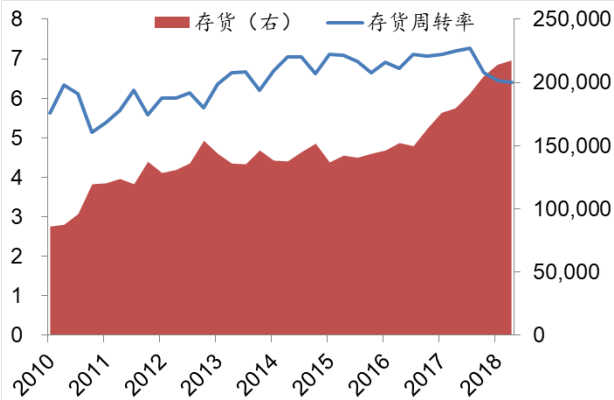
来源: Wind, 国联证券研究所

### 4.3 行业整体存货上升，铅锌存货减少

有色金属行业截止 2018 年 H1 存货总量达到 2174.6 亿元，同比增加 21.6%，环比增加 1.6%，存货周转率达到 6.4，环比继续下降，达到 2014 年以来的新低。

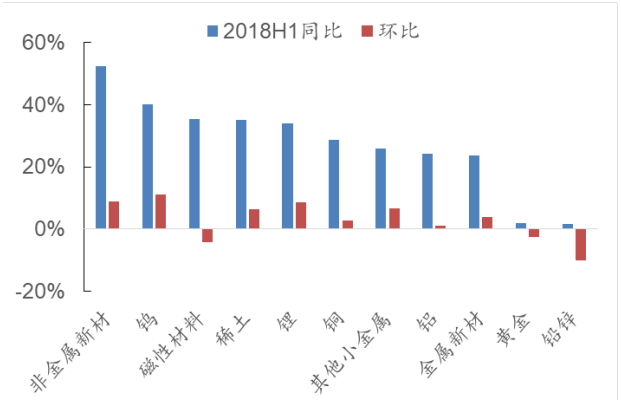
子行业中，存货金额同比均有所增加，其中增幅最大的是非金属新材、钨、磁性材料等，黄金和铅锌的存货同比增幅较小。环比来看存货增幅均较小，其中磁材、黄金和铅锌板块的存货环比下降。

图表 44: 有色行业库存 (百万, 右) 及周转率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 45: 子行业存货变化



来源: Wind, 国联证券研究所

## 5 现金流量表: 18 年 Q2 经营性现金流持续改善

2018 年上半年，有色金属行业经营活动产生的现金流量净额达到 355.4 亿元，同比增加 80.2%。行业净利润同比增加 35.9%，现金流净额与净利润之比从 0.95 增长到 1.26，营收和利润都处于高位。

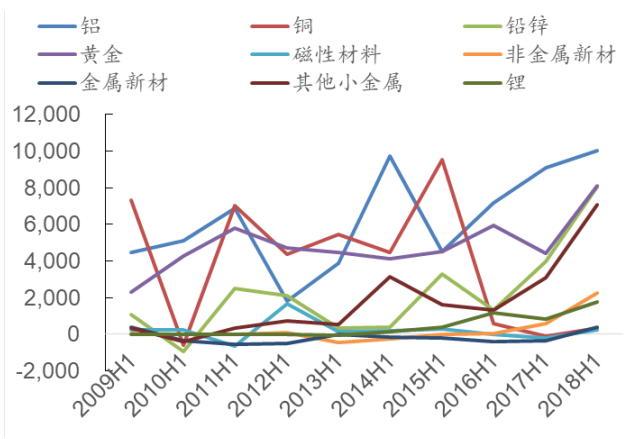
子行业中仅有稀土和钨板块 2018 年 H1 的经营性现金流同比变差。黄金、铅锌和小金属板块则呈显著改善的态势。

图表 46: 板块现金流量表

现金流量情况 (单位: 百万元)	2015	2016	2017	2016H1	2017H1	2018H1
销售商品、提供劳务收到的现金	1,270,926	1,344,305	1,493,527	596,713	701,119	761,526
购买商品、接受劳务支付的现金	1,127,270	1,185,348	1,316,307	533,419	624,075	654,946
支付给职工以及为职工支付的现金	48,602	50,608	58,180	23,337	28,004	32,831
经营活动产生的现金流量净额	56,301	59,889	59,994	18,260	19,719	35,541
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	53,206	50,066	65,059	19,591	26,648	34,689
净利润	-964	17,882	46,423	9,081	20,756	28,207
现金流净额/净利润	-58.39	3.35	1.29	2.01	0.95	1.26

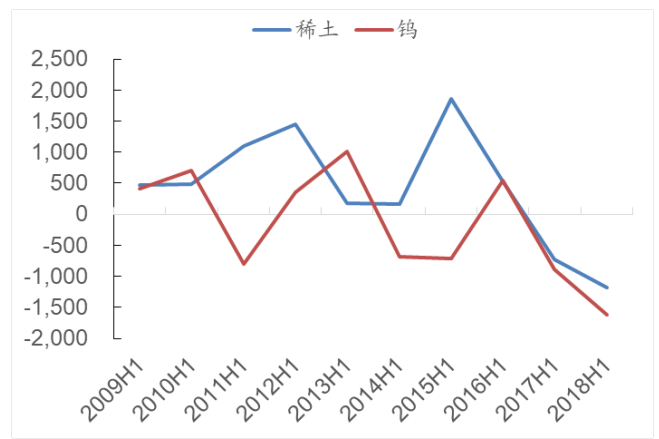
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 47: 经营性现金流同比改善的子行业



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 48: 经营性现金流同比减少的子行业



来源: Wind, 国联证券研究所

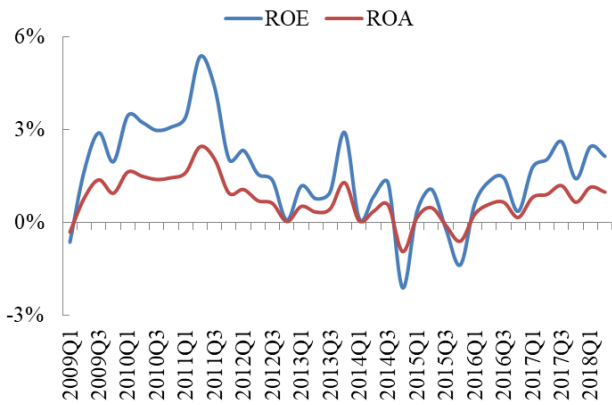
## 6 行业 ROE&ROA 环比略有下降

按季度来看, 2018 年 Q2 有色板块 ROE 和 ROA 环比出现回落, 分别为 2.14% 和 0.98%, 而相比 2017 年 Q2 的 2.04% 和 0.91% 则呈改善的态势。半年度来看, 2018 年上半年的年化 ROE 和 ROA 分别为 9.2% 和 4.2%。

分行业来看, 非金属新材、锂和钨板块的 ROE 排在前三, 单季度 ROE 水平分别达到 8.01%、7.82% 和 3.43%。ROE 环比改善的几个行业分别是铝、黄金、钨、金属新材和锂板块。同比改善的则有铜、黄金、稀土、非金属新材、金属新材和小金属板块。

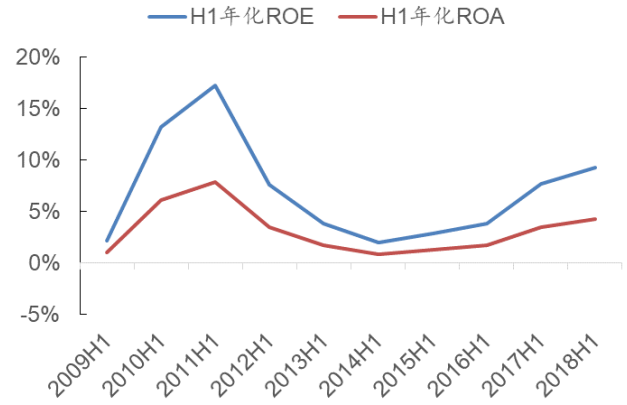
个股方面, 寒锐钴业、方大炭素和西藏珠峰在 18 年 Q12 的 ROE 和 ROA 均排前三, ROE 排名靠后的是株冶集团、领益智造和炼石有色, 而 ROA 排名靠后的是 ST 株冶集团、ST 华泽和荣华实业。

图表 49: 有色行业按季度 ROE 和 ROA



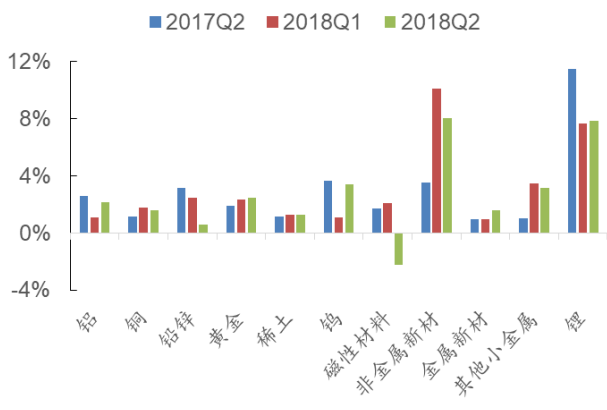
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 50: 有色行业年化 ROE 和 ROA



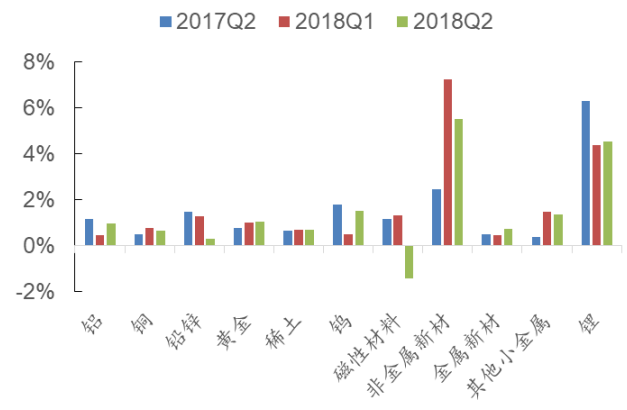
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 51: 子板块单季度 ROE 对比



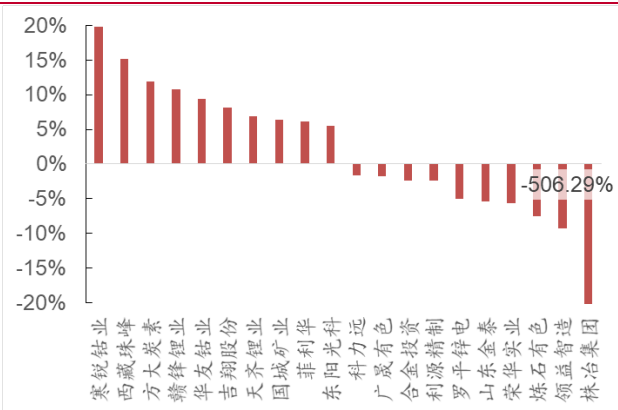
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 52: 子板块单季度 ROA 对比



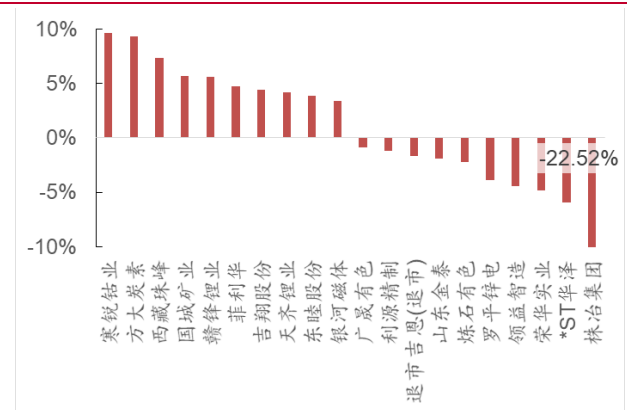
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 53: 个股 18Q2-ROE 前十&后十



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 54: 个股 18Q2-ROA 前十&后十



来源: Wind, 国联证券研究所

## 7 重点推荐投资标的

### 7.1 铝板块-国内供给收缩较为确定，重点关注需求拉动

2018年初海德鲁巴西氧化铝工厂因环保问题停产，影响年产能320万吨。9月5日，Alunorte氧化铝厂与巴西政府签订了关于技术调整和社会责任相关的两份协议，协议中未明确该氧化铝厂的复产时间，预期复产仍需时日。美铝在澳洲的工厂罢工以及South32的Worsley工厂停产检修，这将进一步影响海外氧化铝的供应。美国对俄铝的制裁导致俄铝供给存在极大不确定性，近期俄铝因受制裁而无法展开年度合同谈判，俄铝可能面临削减产能，这将进一步影响海外氧化铝和原铝的供给。从国外的数据上也可以看到，首先是俄罗斯的原铝出口量波动剧烈，印证了其供给的高不确定性，而全球除中国外的氧化铝产量同比下降，而原铝产量同比增加，这就导致海外的氧化铝供需格局持续恶化。

国内铝产业链上，氧化铝产量同比虽小幅上涨，但我国已经从氧化铝的净进口国转变为净出口国，国内供需格局同样恶化。在海外格局短期无法改善，以及国内环保政策加严的背景下，氧化铝价格可能将继续维持在高位，甚至有进一步上涨的可能。氧化铝价格的强势一方面可以为铝价形成支撑，但铝价的弹性以及电解铝企业盈利的改观仍需看电解铝供需格局。当前仍需关注采暖季限产对于全行业造成的影响，需求端是否被限制会显著影响铝价的走势。

推荐关注电解铝一体化龙头中国铝业（601600.SH，2600.HK）、云铝股份（000807.SZ）和下游加工的明泰铝业（601677.SH）以及兼具原镁龙头的云海金属（002182.SZ）。

### 7.2 铜板块-经济复苏拉动需求，持续看好板块性机会

2018上半年，铜价维持在6900美元/吨，相比去年同期涨幅接近20%，价格的大幅上涨推升了铜矿企业的业绩，从公布的半年度报表来看，洛阳钼业、云南铜业的归母净利分别增长273.9%和103.9%，表现出更强的弹性。从6月初开始铜价一路下跌，近期一度跌破6000美元/吨，但从长期来看，全球经济复苏的大局势有望延续，需求增长确定，而矿产铜供给端的增速则有放缓的预期，包括自由港、South32和紫金在内的各大国内外铜矿巨头对于有发展潜力的铜矿资源均表现出浓厚兴趣，矿产铜有望进入较长的景气周期，我们预计铜价将在中长期处于较高的位置。

推荐关注国内矿产铜龙头江西铜业（600362.SH，0358.HK），矿产龙头紫金矿业（601899.SH，2899.HK）和铜钴标的洛阳钼业（603993.SH，3993.HK）

**图表 55：重点股票推荐**

股票代码	股票名称	收盘价	EPS			PE		
		2018/9/10	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601899.SH	紫金矿业	3.35	0.22	0.27	0.34	15.0	12.4	10.0
600362.SH	江西铜业	13.88	0.86	1.01	1.13	16.1	13.7	12.3
000807.SZ	云铝股份	5.03	0.30	0.50	0.72	16.9	10.1	7.0
601600.SH	中国铝业	3.90	0.14	0.21	0.28	27.3	18.7	13.7
601677.SH	明泰铝业	9.63	0.80	1.08	1.35	12.0	8.9	7.1
603993.SH	洛阳钼业	4.29	0.26	0.30	0.33	16.8	14.5	13.0
002182.SZ	云海金属	6.69	0.40	0.46	0.60	16.6	14.6	11.2

来源：Wind，国联证券研究所

## 8 风险提示

1) 全球经济复苏不及预期，金属需求下滑；2) 海外金属供给超预期；3) 供给侧改革不及预期，国内供给收缩不及预期；



### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810