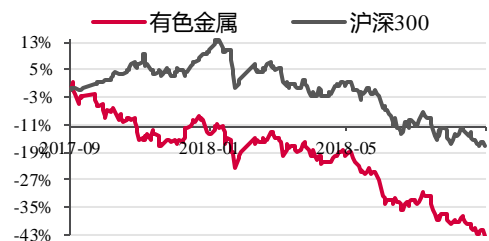


行业点评
有色金属
行业增速回落，关注新能源板块

2018年09月17日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
有色金属	-4.90	-21.69	-42.04
沪深300	-0.76	-14.61	-16.35

龙靓

 执业证书编号: S0530516040001
 longliang@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84403365

联系人

0731-88954703

相关报告

- 《有色金属：行业报告：有色金属行业8月份报告—铝迎来上涨行情，关注新能源板块机会》 2018-09-06
- 《有色金属：电解铝成本上涨，锂钴静待价格企稳》 2018-08-08
- 《2018年6月有色金属行业跟踪-金属价格全线下跌，锂钴迎来补库时点》 2018-07-13

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
天齐锂业	1.88	18.01	2.23	15.18	3.01	11.25	推荐
华友钴业	2.28	21.09	3.76	12.79	4.26	11.29	推荐

资料来源：财富证券

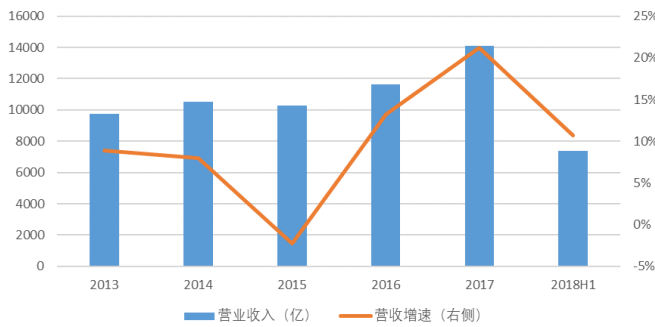
投资要点：

- **有色行业增速回落：**申万有色金属行业上市公司 2018H1 营业收入 7360.22 亿元，同比增长 10.72%，相比于 2017 年 21.18% 的增速有所回落；归属于母公司股东净利润 276.05 亿元，同比增长 40.63%，相比于 2017 年 124.69% 的增速回落。
- **基本金属价格承压，锂钴价格回调激烈：**2017 年以来工业金属价格以涨为主，LME 铜、铝、锌、铅、镍价格涨幅超过 20%，锡的价格下跌约 5%。在价格上涨推动下，工业金属龙头企业业绩普遍大幅增长。2018H1 基本金属 LME 价格除了镍均走弱，但相比 2017 年初价格在高位，相关公司业绩保持了持续增长；SHFE 价格除了锌和锡均小幅走弱。锂钴方面，电池级碳酸锂从年初的 16.4 万元/吨下降为 9 月 14 日的 8.3 万元/吨，降幅为 49%。长江有色 1# 钴的价格从 56 万元/吨下降为 9 月 14 日的 49 万元，降幅为 14%，截止 9 月 14 日，钴价格已经企稳，碳酸锂价格仍然在下降通道，碳酸锂未来仍然有降价空间。
- **估值位于历史底部：**截止 2018 年 9 月 14 日，申万有色金属板块 PE（历史 TTM，中值）为 28.89 倍，处于 2000 年以来历史估值后 0.99% 的分位，历史估值中位数为 65.07 倍。截止到 2018 年 9 月 14 日，申万有色金属板块 PB（中值）为 2.23 倍，处于 2000 年以来历史估值后 0.99% 的分位，历史估值中位数为 3.78 倍。
- **建议关注铝、稀土、锂钴板块：**铝板块由于成本端的抬升和自建电厂交叉补贴政策，或将开启板块行情的发展；稀土板块受益于环保趋严，有望达到供给收缩，同时 9 月份稀土大户江西开展打击稀土非法经营的活动，或将提振四季度稀土价格；锂钴板块作为新能源行业的上游端，不改长期景气的大逻辑。
- **风险提示：**全球经济复苏不及预期，中国经济增长不及预期，环保督查政策的执行不及预期，新能源汽车发展不及预期，贸易战影响加剧。

1 有色金属行业半年报业绩综述

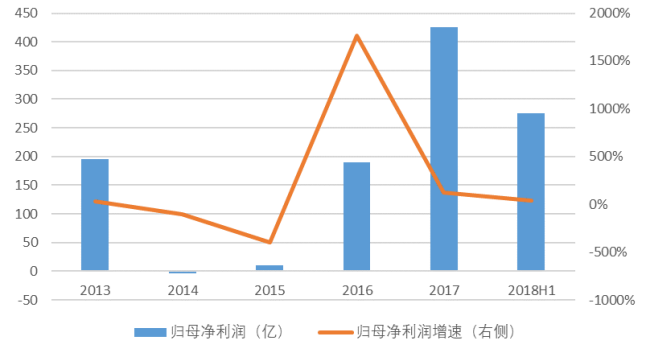
申万有色金属行业上市公司 2018 H1 营业收入 7360.22 亿元，同比增长 10.72%，相比于 2017 年 21.18% 的增速有所回落；归属于母公司股东净利润 276.05 亿元，同比增长 40.63%，相比于 2017 年 124.69% 的增速回落。主要原因是一季度的传统开工淡季和 2018 年以来金属价格下跌导致的盈利下滑。从最近 5 年历史来看，行业从 2013 年开始盈利能力持续下滑，2014 年亏损，从 2015 年开始进入盈利的上升通道，2015-2017 年营收平均增速为 17%，2015-2017 年归母净利润平均增速为 647%。

图 1：2018H1 申万有色营收和增速



资料来源：wind，财富证券

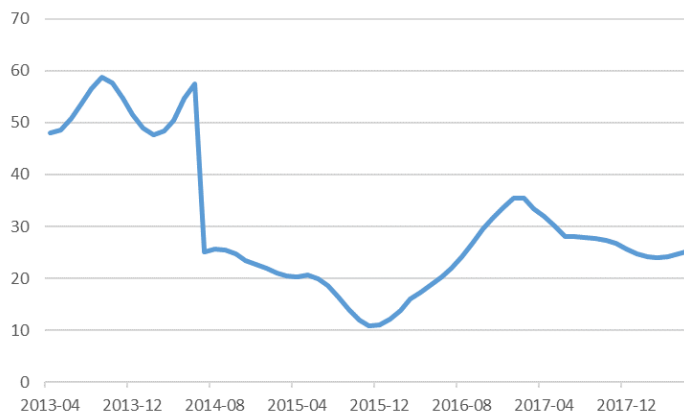
图 2：2018H1 申万有色归母净利润和增速



资料来源：wind，财富证券

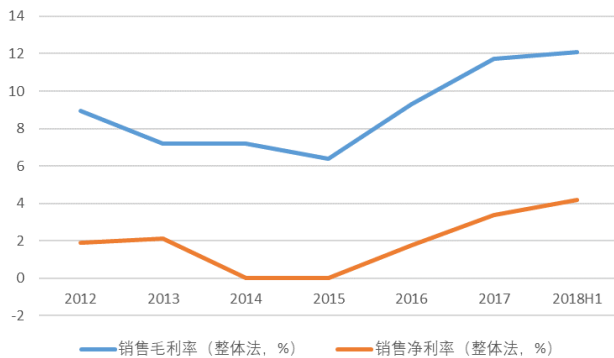
有色金属价格从 2015 年的低位开始反弹，行业盈利能力逐渐修复，位于行业景气度较高的位置，毛利率和净利率双双处于上升通道。2018H1 行业毛利率 12.09%，同比上升 1.74 pct；净利率 4.19%，同比上升 0.8 pct。毛利率和净利率同比上升是由于 2018H1 相比于 2017H1 金属价格仍处于高位。行业净资产收益率为 4.36%，同比上升 0.94 pct。

图 3：有色金属产业景气指数:综合指数（2005 年=100）



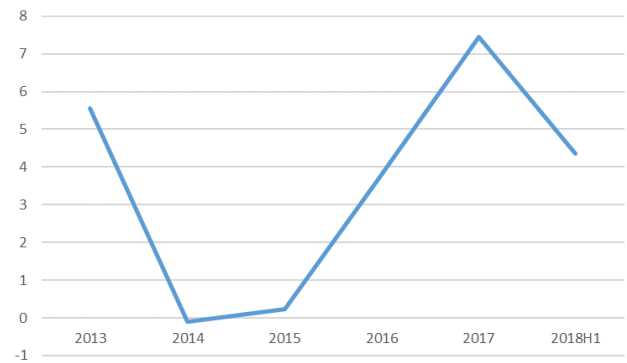
资料来源：wind，财富证券

图 4：申万有色毛利率与净利率



资料来源：wind，财富证券

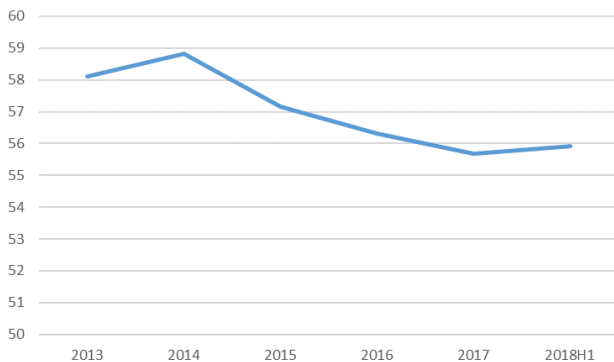
图 5：申万有色净资产收益率（整体法，%）



资料来源：wind，财富证券

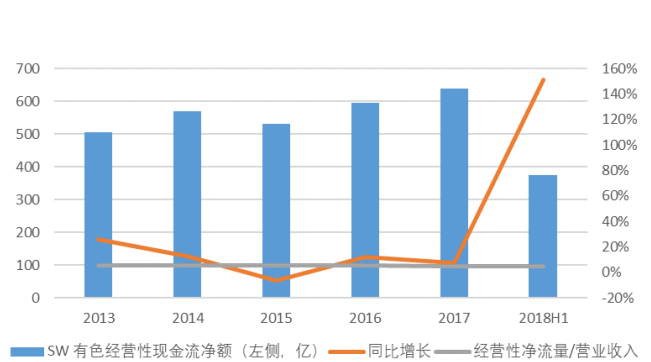
资本结构方面，行业资产负债率从 2014 年以来的 58.83% 下降到 2017 年的 55.69%，2018H1 略有回升至 55.92%。行业现金流状况保持稳定，2018H1 经营性现金流净额为 375 亿元，同比增长 151.49%。经营性净流量/营业收入比例为 5.10%，同比提升 2.86 pct。现金流质量良好，经营性净现金流净额/归母净利润为 1.36，同比提升的数值为 0.6。三费率为 5.95%，同比上升 0.27 pct，略有上升。2018H1 有色金属行业存货占据总资产比例为 15.61%，相比 2017 年底上升 1.99 pct。

图 6：申万有色资产负债率（%）



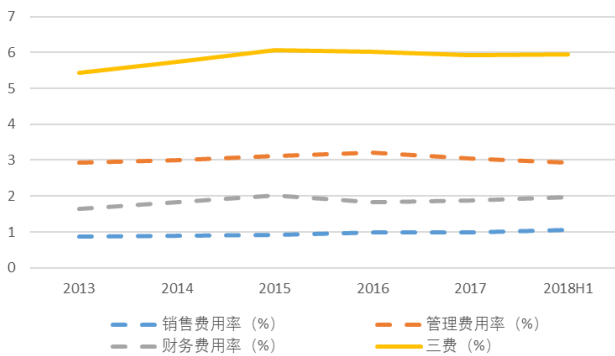
资料来源：wind，财富证券

图 7：申万有色现金流状况



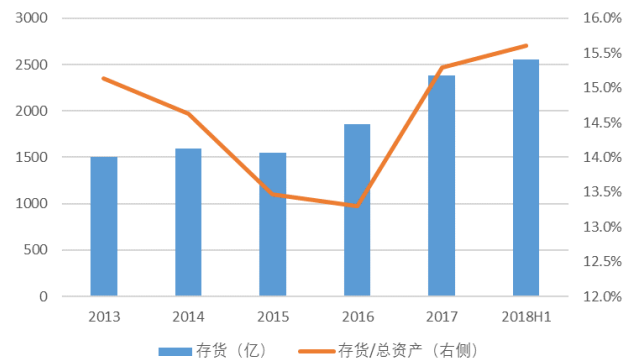
资料来源：wind，财富证券

图 8：申万有色三费情况



资料来源：wind，财富证券

图 9：行业存货情况



资料来源：wind，财富证券

2 基本金属价格承压，锂钴价格回调激烈

2017 年以来工业金属价格以涨为主，LME 铜、铝、锌、铅、镍价格涨幅超过 20%，锡的价格下跌约 5%。在价格上涨推动下，工业金属龙头企业业绩普遍大幅增长。2018H1 基本金属 LME 价格除了镍均走弱，但相比 2017 年初价格在高位，相关公司业绩保持了持续增长；SHFE 价格除了锌和锡均小幅走弱。2018H1 有色金属价格承压主要是由于受到国内的宏观经济下行压力以及中美贸易战的影响，作为和全球经济挂钩的基本金属自然承压明显，未来四季度预计价格仍然承压，可能带来行业毛利率的下移，影响公司业绩的增长。

锂钴价格回调激烈，电池级碳酸锂从年初的 16.4 万元/吨降为 9 月 14 日的 8.3 万元/吨，降幅为 49%。长江有色 1#钴的价格为 56 万元/吨降为 9 月 14 日的 49 万元/吨，降幅为 14%。截止 9 月 14 日，钴的价格已经企稳，碳酸锂价格仍然在下降通道，未来碳酸锂仍然有降价空间，2020 年之后的供给主要取决于盐湖提锂的进展。

表 1：2017 年基本金属价格涨跌幅

金属品种	LME (3 个月收盘价)	SHFE (结算价)
铜	+32.52%	+21.08%
铝	+34.23%	+18.50%
铅	+26.15%	+6.97%
锌	+29.31%	+22.14%
锡	-5.22%	-3.58%
镍	+22.77%	+13.01%

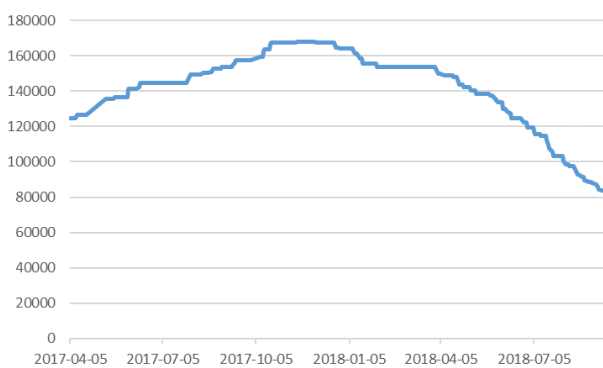
资料来源：wind，财富证券

表 2：2018H1 基本金属价格涨跌幅

金属品种	LME (3 个月收盘价)	SHFE (结算价)
铜	-8.27%	-1.52%
铝	-5.87%	-7.34%
铅	-14.64%	-1.51%
锌	-5.82%	+17.92%
锡	-0.8%	+7.47%
镍	+18.05%	-1.19%

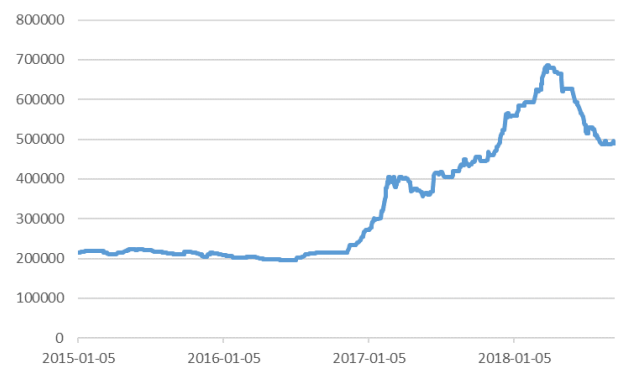
资料来源：wind，财富证券

图 10：国产 99.5% 碳酸锂（元/吨）



资料来源：wind，财富证券

图 11：长江有色市场 1# 钴（平均价，元/吨）

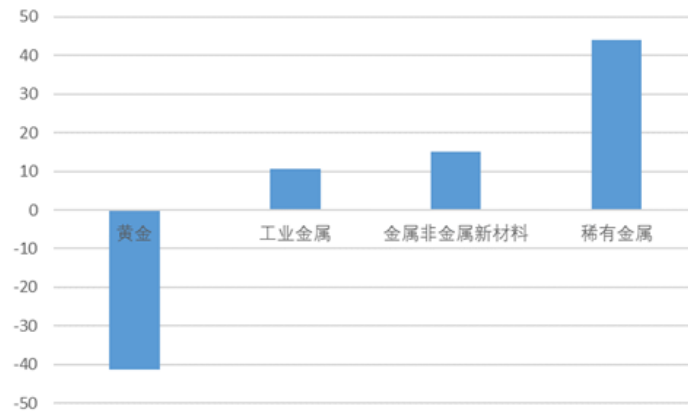


资料来源：wind，财富证券

3 板块情况

二级板块来看，2018H1 黄金、工业金属、金属非金属新材料、稀有金属的归母净利润增速中位数分别为-41.37%、10.72%、15.13%、43.98%，黄金板块主要是 2018 年以来黄金价格下行导致，稀有金属板块的高增长是其中锂板块、其他稀有小金属（含钴）板块的带动作用。

三级板块来看，2018H1 的营收相比于 2017 年仍保持高增速的有磁性材料、非金属材料、锂、钨等板块，其中铝板块增速低迷主要是由于电解铝价格低位运行，上半年的需求端低迷，未来随着三季度开启的 1.3 亿元的专项债，基建投资有望迎来复苏，带动需求的增长，鉴于 9 月份国家下达了自备电厂按照发电量缴纳交叉补贴费用的政策，以及 7-8 月以来的氧化铝成本上升，两方合力必将导致电解铝价格上移，有望带动盈利能力的反弹。归母净利润增速方面，相比 2017 年除了其他稀有小金属板块（含钴）均下滑，主要是 2018 年钴的价格从 4 月份价格才开始下跌，价格降幅在中报业绩中影响有限，其他的增速较高的有非金属新材料（261%）和稀土（87%）。非金属新材料归母净利润增速较高主要是由于板块中方大炭素业绩保持持续增长，2018H1 归母净利润 31.67 亿元，占据整个板块归母净利润 52.06 亿元的 61%，其高速增长带动板块业绩。

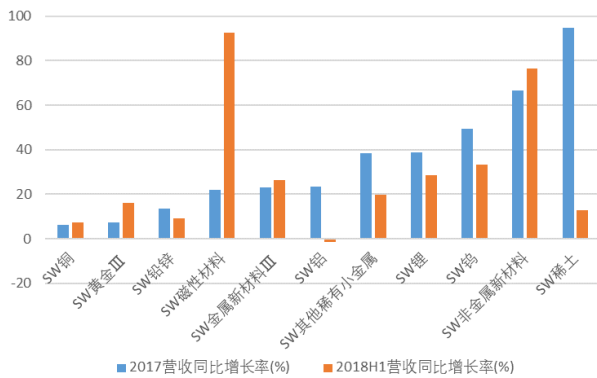
图 12：申万有色二级板块 2018H1 归母净利润增幅中位数 (%)


资料来源：wind，财富证券

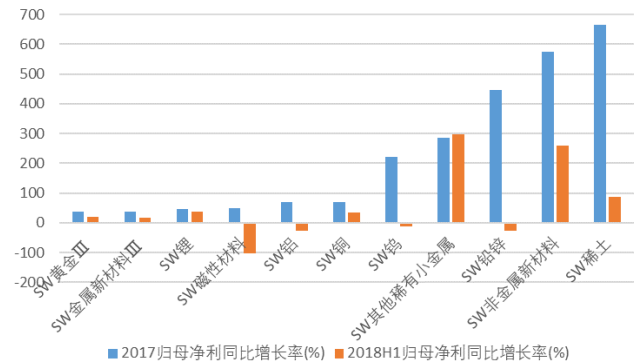
表 3：申万有色存货和应收账款周转率（整体法）

板块	2017 存货周转率	2018H1 存货周转率	2017 应收账款周转率	2018H1 应收账款周转率
SW 工业金属	3.83	3.27	10.21	10.45
SW 铝	3.29	2.77	11.63	9.22
SW 铜	4.93	3.90	10.20	10.88
SW 铅锌	2.28	2.69	7.60	12.26
SW 黄金 II	2.42	2.68	37.92	27.14
SW 黄金 III	2.42	2.68	37.92	27.14
SW 稀有金属	1.62	1.42	5.79	5.91
SW 稀土	0.79	0.66	2.54	3.57
SW 钨	1.28	1.27	3.89	3.93
SW 锂	1.58	1.27	5.78	4.44
SW 其他稀有小金属	2.10	1.83	8.47	7.74
SW 金属非金属新材料	1.57	1.57	2.46	2.76
SW 金属新材料 III	1.16	1.23	2.48	2.56
SW 磁性材料	2.92	2.29	2.59	2.08
SW 非金属新材料	1.01	1.53	2.21	4.25

资料来源：wind，财富证券

图 13: 申万有色三级板块营收增速 (整体法)


资料来源: wind, 财富证券

图 14: 申万有色三级板块归母净利润增速 (整体法)


资料来源: wind, 财富证券

表 4: 申万有色利润率和 ROE (%)

板块	销售毛利率(整体法) 2017	销售毛利率(整体法) 2018H1	销售净利率(整体法) 2017	ROE-平均(整体法) 2017	ROE-平均(整体法) 2018H1
SW 工业金属	8.78	8.31	2.28	6.30	2.73
SW 铝	11.40	9.96	2.45	5.11	1.93
SW 铜	5.29	5.58	1.37	5.48	3.40
SW 铅锌	15.75	14.24	5.28	10.01	3.22
SW 黄金 II	12.12	11.43	2.94	8.03	4.37
SW 黄金 III	12.12	11.43	2.94	8.03	4.37
SW 稀有金属	19.66	21.75	4.79	5.59	6.70
SW 稀土	14.97	14.41	4.95	5.05	2.51
SW 钨	20.93	18.72	5.17	6.88	3.72
SW 锂	53.39	59.85	28.66	25.35	15.46
SW 其他稀有小金属	17.23	20.28	2.53	2.69	6.68
SW 金属非金属新材料	26.15	28.78	12.87	14.20	7.14
SW 金属新材料 III	19.60	19.59	5.48	5.72	3.68
SW 磁性材料	16.97	19.29	9.98	11.06	-0.11
SW 非金属新材料	41.16	44.92	22.66	26.31	17.30

资料来源: wind, 财富证券

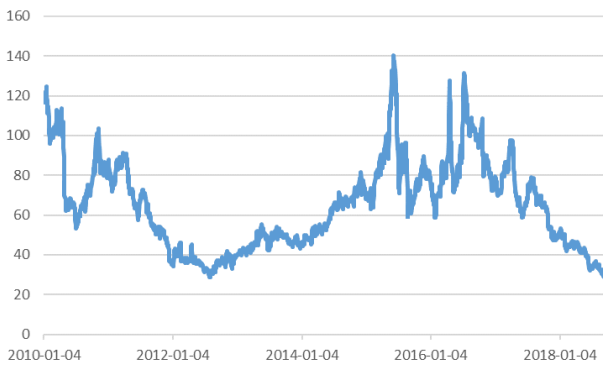
4 估值水平

行业估值水平方面, 截止到 2018 年 9 月 14 日, 申万有色金属板块 PE (历史 TTM, 中值) 为 28.89 倍, 处于 2000 年以来历史估值后 0.99% 的分位, 历史估值中位数为 65.07 倍。板块 PB (中值) 为 2.23 倍, 处于 2000 年以来历史估值后 0.99% 的分位, 历史估值中位数为 3.78 倍。

目前有色行业估值均位于 2000 年以来的历史底部, 尤其是 2018 年在整个 A 股走势

和中国经济的影响下，行业指数截止 2018 年 6 月 30 日跌幅 23.44%，跑输大盘 8.48 pct；截止 9 月 14 日，有色行业指数跌幅 34.09%，跑输大盘 14.17 pct。自从 2015 年以来有色行业持续复苏，导致行业利润大幅上涨，目前的低估值是市场悲观预期的反应，未来有色行业的业绩取决于中国经济的增长，估值中枢的上移依赖于经济的好转。

图 15：有色板块 PE 估值（中值，剔除负值）



资料来源：wind，财富证券

图 16：有色板块 PB 估值（中值，剔除负值）



资料来源：wind，财富证券

5 建议关注

铝板块：海外方面，美铝西澳工厂罢工带来的停产和俄铝事件对于供给端的影响，导致境外氧化铝短缺。国内方面自 6 月以来氧化铝成本端持续上涨，以及落定的自建电厂交叉补贴政策，必将导致成本的上升转移至下游端，推升板块行情的发展，但铝的高库存或将影响该板块行情的持续性。

稀土板块：稀土板块逐渐升温，2018 年以来环保趋严，稀土板块首当其中，作为环保的重灾区的稀土，有望在政策作用下达到供给收缩。其下游在 3-4 季度有望迎来订单需求旺季，采购和补库行为将拉动上游的出货，板块行情有望逐渐启动。作为全国稀土大户的江西近期开展打击稀土非法经营的活动，时间从 2018 年 9 月持续到 2019 年 1 月，此次打击或将提振四季度稀土价格。

锂、钴板块：锂钴板块从年初以来虽然价格经历了大幅回调，但是仍然不改其光明前景，根据中汽协的数据，2018 年 1-8 月国内新能源汽车销量为 60.1 万辆，同比增长 88%；根据高工锂电数据，2018 上半年动力电池出货量为 22.9Gwh，同比增长 23.8%。新能源汽车的增长更为强劲主要是补贴政策的过渡引发的抢装。我们认为未来受益于新能源汽车的高增长带来的板块增长空间巨大，持续推荐该板块。

6 风险提示

全球经济复苏不及预期，中国经济增长不及预期，环保督查政策的执行不及预期，

新能源汽车发展不及预期，贸易战影响加剧。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438