

有色金属行业 2018 年报&2019 年一季报业绩回顾：

宏观影响下行业景气度下滑，业绩触底反弹在即

核心观点：

- 有色金属行业上市公司 2018 年营业收入同比增长 8.66%，归属于母公司股东净利润同比减少 42.64%。2018 年在中美贸易战逐渐紧张升级，以及国内在去杠杆紧信用的大环境下，宏观经济下行趋势逐渐显露，造成有色金属下游需求出现疲软态势。宏观面与基本面的双重压力使有色金属价格在 2018 年出现明显下跌，这直接影响了有色金属企业的盈利能力不断下滑，并在去年高基数的作用下，使有色金属行业上市公司的业绩增速出现负增长。有色金属行业 2019Q1 营业收入同比增长 6.28%，业绩同比减少 38.37%。
- 有色金属行业整体 ROE 水平下滑至谷底后出现反弹。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 2017 年三季度达到 2.05% 的水平，创下 2014Q1 以来的新高。此后，有色金属行业 ROE 开始从高位震荡到持续下滑。2018Q4 有色金属行业整体 ROE 水平环比下滑 3 个百分点至-1.60%，创下 2011 年以来的新低。而 2019 年有色金属行业整体 ROE 水平出现大幅反弹，环比上升 2.73 个百分点至 1.13%。子行业来看，铝、铅锌板块的 ROE 水平在 2019Q1 有较大幅度的改善。
- 有色金属行业整体估值处于历史低位。目前有色金属行业整体的市盈率为 31.56 x，市净率为 2.03x，远远低于 2010 年以来 45.27x 的市盈率与 3.29x 的市净率估值中枢。从历史上看，目前有色金属行业整体估值处于 2010 以来的最低水平，这基本已反映了市场对未来经济走势与有色金属价格较为悲观的预期。随着经济政策影响下宏观基本面的好转，预计有色金属行业估值将迎来反弹。
- 投资策略：在 2019Q1 更积极的财政政策与边际宽松的货币政策影响下，国内社融数据与经济先行指标开始超预期回升，经济显现触底企稳迹象。而在中美贸易战重新开始后，国内或出台更多更为积极的经济政策来巩固国内经济回暖的趋势。在经济改善初期，作为经济稳增长重点的房地产与基建回暖，将使这一产业链上的有色金属下游消费需求与有色金属行业景气度出现明显回升，有色金属价格与有色金属企业业绩也将触底反弹。我们建议投资者关注最为受益经济反弹带来业绩好转的铜、铝基本金属板块，推荐云铝股份(000807)、神火股份(000933)、云南铜业(000878)、江西铜业(600362)、紫金矿业(601899)。此外，中美贸易战所带来的全球经济增长尤其是美国经济增长的不确定性加大，市场的风险偏好下降，以黄金为代表的避险资产或将有很好的表现，推荐山东黄金(600547)、银泰资源(000975)、湖南黄金(002155)、中金黄金(600489)。

有色金属行业

推荐 维持评级

分析师

毕立

☎：(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 年年报及 2019 年一季报业绩概览.....	2
(一) 宏观压力下，行业净利润增速转负	2
(二) 业绩分布呈现行业多数上市公司出现下滑态势	2
二、有色金属行业 2018 年年报&2019 年一季报业绩分析：ROE 环比反弹，现金流改善，估值处于低位.....	5
(一) 有色金属行业整体净利润增速大幅下降	5
(二) 有色金属行业整体 ROE 触底后反弹	7
(三) 销售利润率提升是 ROE 环比反弹的主要原因	8
(四) 其他费用率的下降是销售利润率上行的主要因素	9
(五) 有色金属价格下跌造成 2019Q1 毛利率下滑	10
(六) 行业库存占资产比与库存周转天数环比回升	11
(七) 行业现金流状况改善	12
(八) 估值处于历史平均水平	14
三、投资策略	15
四、风险提示	16

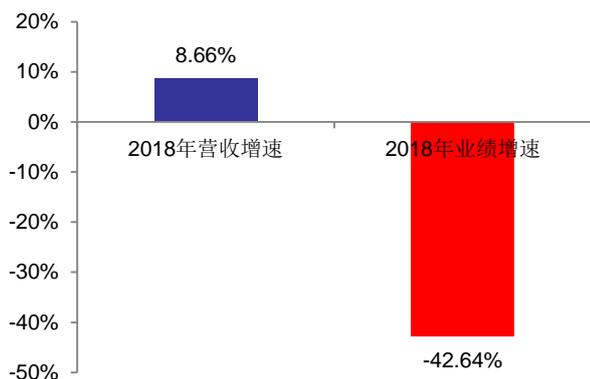
一、有色金属行业 2018 年年报及 2019 年一季报业绩概览

(一) 宏观压力下，行业净利润增速转负

有色金属行业上市公司 2018 年营业收入同比增长 8.66%，归属于母公司股东净利润同比减少 42.64%。我们将 2018 年 12 月 31 日前上市的，有色金属一级行业中的共 109 家上市公司，作为一个整体进行测算。2018 年在中美贸易战逐渐紧张升级，以及国内在去杠杆紧信用的大环境下，宏观经济下行趋势逐渐显露，造成有色金属下游需求出现疲软态势。宏观面与基本面的双重压力使有色金属价格在 2018 年出现明显下跌，这直接影响了有色金属企业的盈利能力不断下滑，并在去年高基数的作用下，使有色金属行业上市公司的业绩增速出现负增长。有色金属行业 2018 年营业收入同比增长 8.66%，业绩同比下滑 42.64%；有色金属行业 2018Q4 单季度营业收入同比增长 15.29%，业绩同比下滑 21.29%。

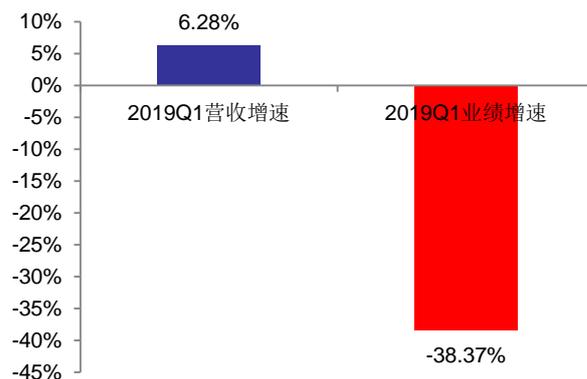
而 2019 年一季度在国内货币政策边际宽松与财政政策更为积极的影响下，房地产与基建触底回暖叠加中美贸易战的缓和，有色金属行业景气度有所反弹。但 2018Q1 的较高基数仍然使有色金属行业在 2019Q1 的业绩增速出现负增长。有色金属行业 2019Q1 营业收入同比增长 6.28%，业绩同比减少 38.37%。

图 1：2018 年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

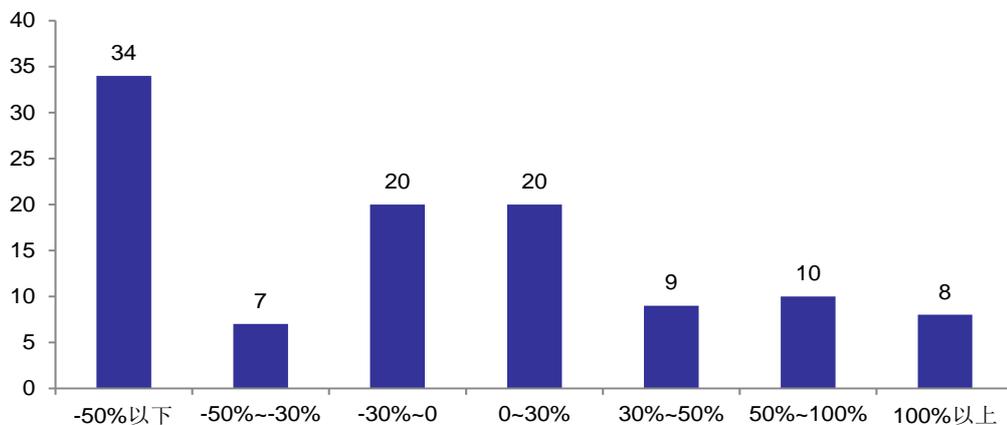
图 2：2019Q1 有色金属行业营业收入增速与业绩增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 业绩分布呈现行业多数上市公司出现下滑态势

有色金属行业上市公司 2018 年超半数上市公司业绩出现同比下滑。整体来看，2018 年有色金属行业上市公司的业绩呈现明显的增速回落趋势，且有一定数量上市公司业绩出现大幅下滑。2018 年业绩下滑超过 100% 以上的有色金属上市公司共有 34 家，占总数比例为 31.48%，是占比最多的一个区间；2018 年业绩同比下降的上市公司数量为 61 家，占总数比例为 56.48%；同期业绩增速在 30% 以上的公司共有 24 家，占总数的 25%；有色金属上市公司同比业绩大幅增长，增速在 50% 以上的公司有 18 家，占比 16.67%。

图 3: 有色金属行业上市公司 2018 年业绩增速分布


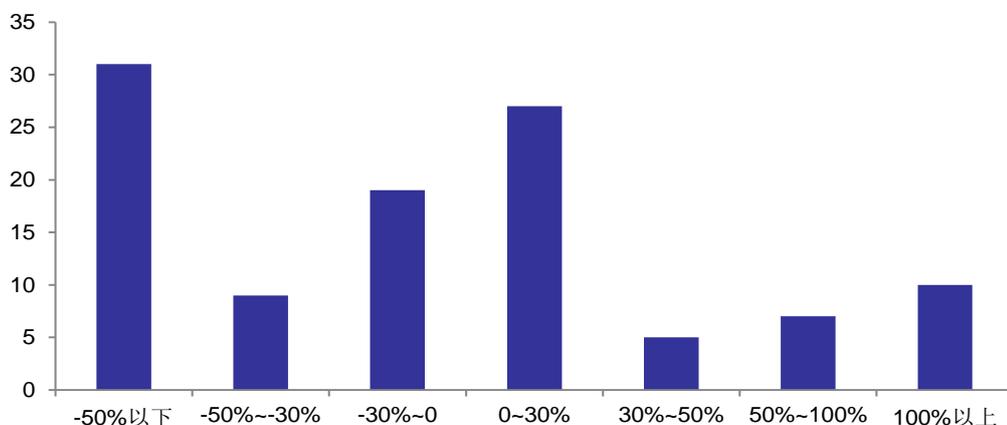
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 1: 仅四成有色金属行业上市公司 2018 年业绩同比增长

业绩增幅	-50%以下	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	34	7	20	20	9	10	8
占比	31.48%	6.48%	18.52%	18.52%	8.33%	9.26%	7.41%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2019Q1 有色金属行业上市公司业绩分布总体仍呈现增速下滑态势, 但分布区域较中部更为集中, 业绩下滑速度有所放缓。2019Q1 有色金属行业上市公司业绩下滑幅度超过 50% 的公司仍是分布占比最大的区域, 共有 31 家, 占总数比例为 28.7%; 而业绩增速在 0%~30% 区间的公司共有 27 家, 占总数的四分之一, 这一比例较 2018 年有明显的提升; 业绩增速在 30% 以上的公司总计有 22 家, 占比为 20.37%。2019Q1 业绩同比下滑的上市公司数量缩小至 59 家, 占总体的比例为 54.63%。

图 4: 有色金属行业上市公司 2019Q1 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 2019Q1 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	31	9	19	27	5	7	10
占比	28.70%	8.33%	17.59%	25.00%	4.63%	6.48%	9.26%

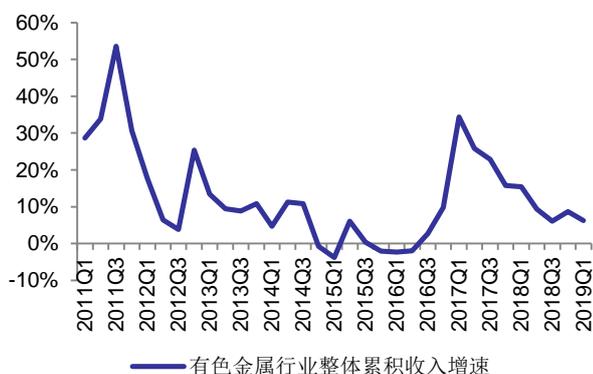
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

二、有色金属行业 2018 年年报&2019 年一季报业绩分析： ROE 环比反弹，现金流改善，估值处于低位

(一) 有色金属行业整体净利润增速大幅下降

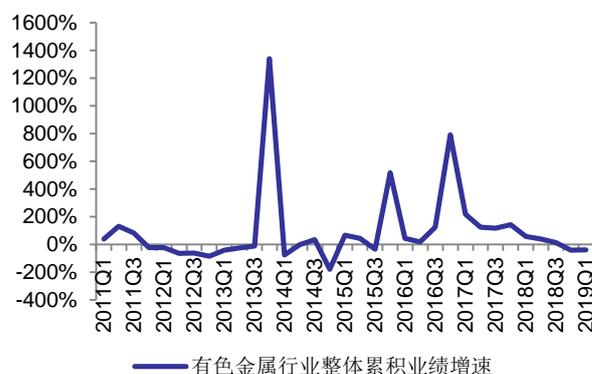
2018 年有色金属行业整体净利润同比大幅下滑。有色金属行业上市公司 2018 年年报归属于母公司股东净利润增速同比下降 42.64%，营业收入同比增长 8.66%。而 2019 年一季报有色金属行业收入同比增速为 6.28%，净利润增速为-38.37%。总体来看，在宏观经济的影响下，有色金属行业景气度处于周期下行寻底阶段，2018 年与 2019Q1 有色金属行业整体净利润均出现了同比大幅下滑。

图 5：有色金属行业整体累计收入增速



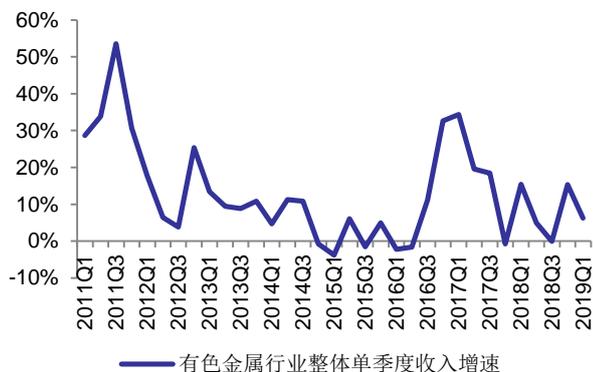
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：有色金属行业整体累计业绩增速



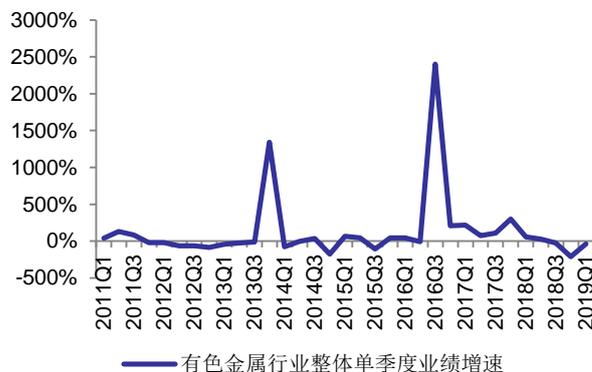
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：有色金属行业整体单季度收入增速

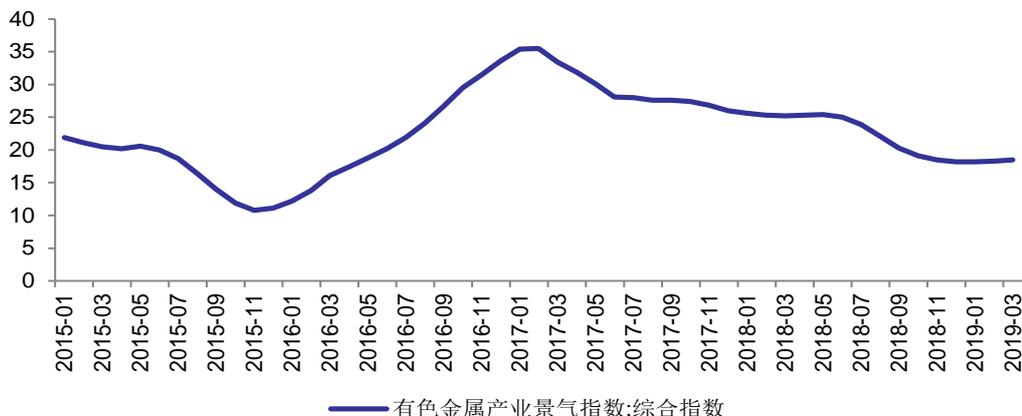


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：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

图 9：有色金属行业景气指数


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

子行业中，铝、磁性行业业绩触底反弹。由于宏观基本面内忧外患使有色金属价格在 2018 年下半年出现大幅下跌使有色金属企业的盈利能力下滑，叠加去年高基数的影响下，有色金属各子行业的业绩基本是呈现同比负增长的状态。2019Q1 在基建与地产回暖拉动下铝下游需求边际改善在春节后开启去库存，再配合氧化铝与电解铝供需基本面逆转使铝产业链利润再分配（氧化铝厂利润向电解铝厂转移），驱动电解铝企业的盈利能力逐渐修复，铝板块的业绩出现大幅回升。而在缅甸稀土进口被制约后，国内中重稀土紧缺预期上升引发氧化镨、氧化铽价格在 2019Q2 快速上涨，这将使稀土板块与以稀土为生产原料的磁性材料板块业绩出现高增长。

表 3：有色金属行业累计收入增速与累计净利润增速

行业	单季度营业收入增速			单季度净利润增速		
	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q3	2018Q4	2019Q1
有色金属行业整体	-0.09%	15.29%	6.28%	-25.04%	-212.29%	-38.37%
工业金属	-1.98%	16.33%	5.43%	-31.03%	-460.34%	-26.87%
铝	-4.20%	18.18%	13.12%	-54.29%	-3659.63%	1.04%
铜	-1.45%	20.92%	4.43%	3.90%	-239.64%	-36.83%
铅锌	1.50%	-9.44%	-9.16%	-47.94%	-296.03%	-19.17%
黄金	-2.72%	12.57%	9.75%	-15.31%	-119.15%	-23.44%
稀有金属	13.66%	9.86%	10.58%	-22.64%	-73.25%	-69.82%
稀土	-1.23%	13.07%	27.55%	-61.56%	1199.10%	-14.17%
钨	31.17%	33.75%	9.85%	-16.78%	89.38%	-65.29%
锂	-5.41%	-8.63%	-1.47%	-35.29%	17.50%	-67.47%
钴	40.12%	24.42%	18.02%	-3.67%	-140.36%	-103.89%
其他稀有小金属	11.91%	1.05%	6.49%	46.61%	-30.31%	-8.66%
金属非金属新材料	6.33%	22.42%	-2.97%	-15.99%	-39.29%	-42.17%
金属新材料	9.40%	72.31%	19.67%	-16.01%	310.99%	22.59%
磁性材料	9.70%	7.00%	1.91%	-14.95%	-78.12%	38.36%
非金属新材料	0.90%	-18.59%	-26.06%	-16.19%	-57.76%	-62.46%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 有色金属行业整体 ROE 触底后反弹

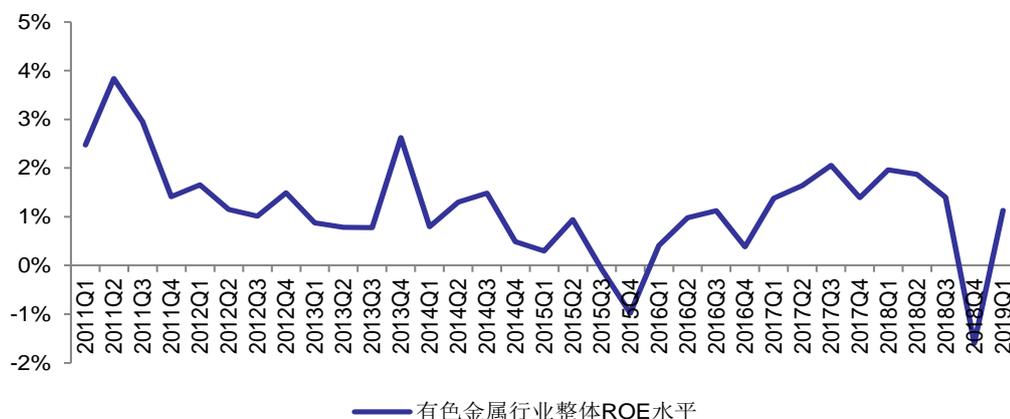
有色金属行业整体 ROE 水平下滑至谷底后出现反弹。从 ROE 的绝对水平来看，自 2015 年四季度触底达到 2011 年以来的绝对低点后（2015Q4 的 ROE 为 -0.98%），有色金属行业整体的 ROE 水平开始反弹并持续上升，并在 2017 年三季度达到 2.05% 的水平，创下 2014Q1 以来的新高。此后，有色金属行业 ROE 开始从高位震荡到持续下滑。2018Q4 有色金属行业整体 ROE 水平环比下滑 3 个百分点至 -1.60%，创下 2011 年以来的新低。而 2019 年有色金属行业整体 ROE 水平出现大幅反弹，环比上升 2.73 个百分点至 1.13%。子行业来看，铝、铅锌板块的 ROE 水平在 2019Q1 有较大幅度的改善。

表 4：有色金属行业 ROE 水平

	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
有色金属行业整体	1.39%	1.96%	1.87%	1.40%	-1.60%	1.13%
工业金属	0.75%	1.49%	1.29%	1.13%	-3.06%	1.04%
铝	0.14%	0.56%	1.05%	0.73%	-4.34%	0.55%
铜	0.68%	2.07%	1.88%	1.46%	-1.47%	1.22%
铅锌	2.44%	2.25%	0.34%	1.26%	-4.10%	1.75%
黄金	2.23%	1.95%	2.12%	1.17%	-0.38%	1.25%
稀有金属	1.13%	2.65%	3.13%	1.71%	0.46%	0.74%
稀土	-0.02%	1.07%	1.15%	1.00%	0.20%	0.85%
钨	0.41%	0.75%	2.35%	1.23%	0.74%	0.25%
锂	1.48%	6.75%	7.13%	3.77%	1.29%	1.65%
钴	3.95%	14.53%	11.01%	5.92%	-3.61%	-0.42%
其他稀有小金属	-1.67%	0.43%	1.31%	0.46%	1.12%	0.73%
金属非金属新材料	3.95%	3.72%	3.22%	2.77%	2.23%	2.01%
金属新材料	1.01%	1.42%	1.97%	0.94%	2.42%	1.44%
磁性材料	1.97%	1.20%	1.33%	1.50%	0.42%	1.66%
非金属新材料	9.62%	8.67%	6.38%	6.09%	3.50%	2.89%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：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) 销售利润率提升是 ROE 环比反弹的主要原因

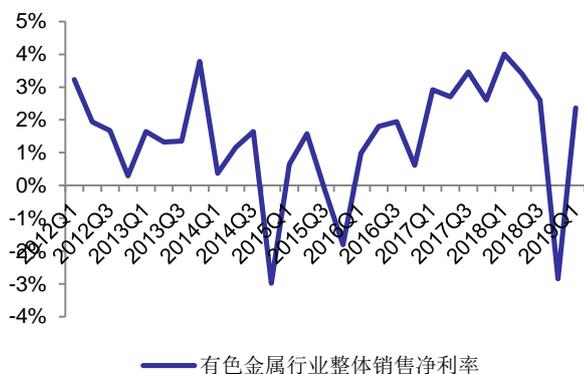
2019Q1 有色金属行业整体 ROE 环比上升主要是由于销售利润率提升所致。从杜邦分析的结果来看，有色金属行业整体 ROE 从 2018Q4 的 -1.60% 反弹到 2019Q1 的 1.13%，环比提高 2.73 个百分点。其中，销售利润率从 -2.85% 显著提高到 2.37%，影响 ROE 为 2.49 个百分点，成为 ROE 提升的最核心因素。而有色金属行业整体资产周转率从 2018 年四季度的 0.25 下降到 2019 年一季度的 0.21，拖累 ROE 下降 0.26%。此外，有色金属行业整体权益乘数从 2018Q4 的 2.23 上升到 2019Q1 的 2.26，促使 ROE 水平提升 0.02 个百分点。

表 5：销售利润率提高，驱动 ROE 环比上升

	有色金属行业整体			
	ROE	销售利润率	资产周转率	权益乘数
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
2018Q3	1.40%	2.60%	0.24	2.26
2018Q4	-1.60%	-2.85%	0.25	2.23
2019Q1	1.13%	2.37%	0.21	2.26

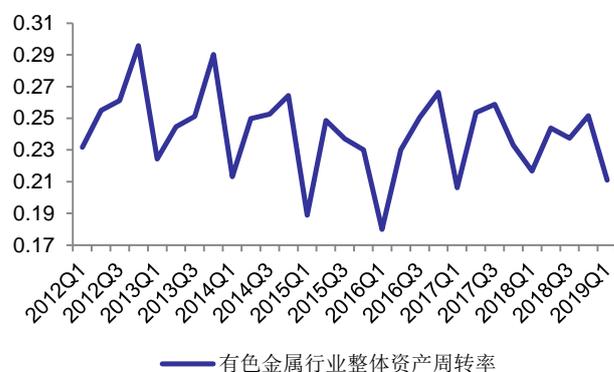
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：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 12：有色金属行业整体资产周转率



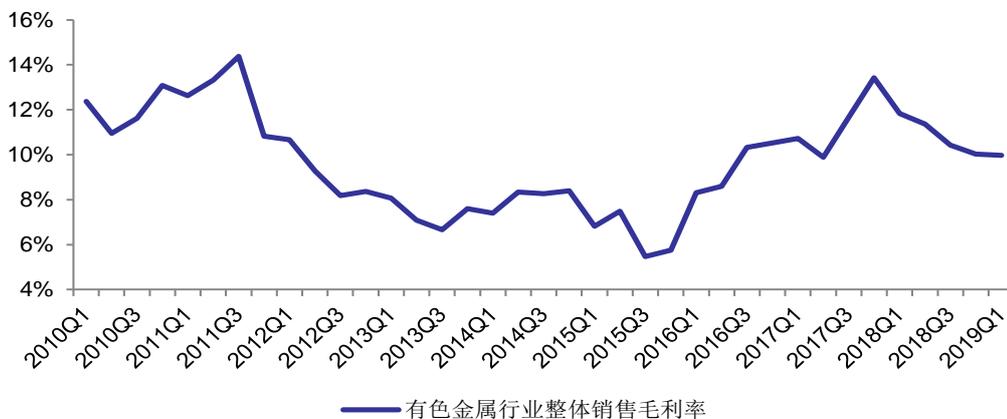
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

有色金属价格水平将决定未来有色金属行业的 ROE 水平，且对 ROE 水平的影响力在逐步变大。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 后有震荡但重心整体上行。但到 2018 年下半年以来，在国内去杠杆与产业升级以及海外中美贸易战影响下，由于受内外需求边际下滑的预期制约，有色金属企业无扩大生产意愿，叠加有色金属价格下滑使有色金属行业收入增长放缓，有色金属行业资产周转率收入端与分母端的资产将保持相对的平衡，其边际变化减小。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 55.26%，已接近 2005 年以来的行业历史平均水平（55.16%），预计未来再进一步改善行业负债水平的弹性与企业意愿已经变小，有色金属行业权益乘数未来将大概率保持现在水平。而 ROE 另一个变量的销售利润率与金属价格有着最为直接的关系。因此，综合来看有色金属价格将决定未来有色金属行业 ROE 水平的走向，且有色金属价格对有色金属行业 ROE 水平的影响程度正大逐步变大。如 2018Q4 有色金属价格下跌使有色金属行业销售利润率下滑 5.45 个百分点，拖累行业 ROE 水平从 1.40% 下滑至 -1.60%（其中销售利润率贡献 -3.06 个百分点）。

（四）其他费用率的下降是销售利润率上行的主要因素

尽管 2019Q1 有色金属行业毛利率环比有所下降，但三项期间费用率与其他费用率大幅缩减，促使 2019Q1 行业销售利润率上行。2019Q1 有色金属行业的整体毛利率是 9.97%，环比下降 0.05 个百分点；三项费用率为 6.17%，环比下降 0.09%；其他费用率 1.44%，环比下降 5.18%。由此可见，虽然有色金属上市公司的毛利率在 2019Q1 有所下滑，但三费开支与其他费用支出更大幅度的下行，驱动了有色金属行业销售利润率在 2019 年一季度的上升。

图 13：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 14: 有色金属行业整体三项期间费用率

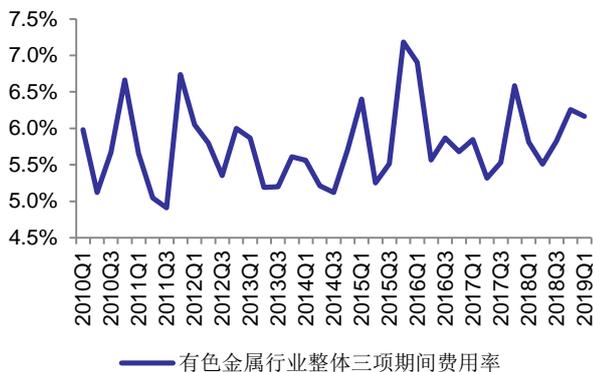
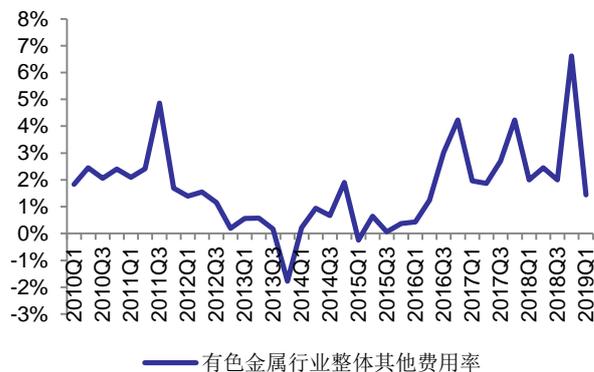


图 15: 有色金属行业整体其他费用率



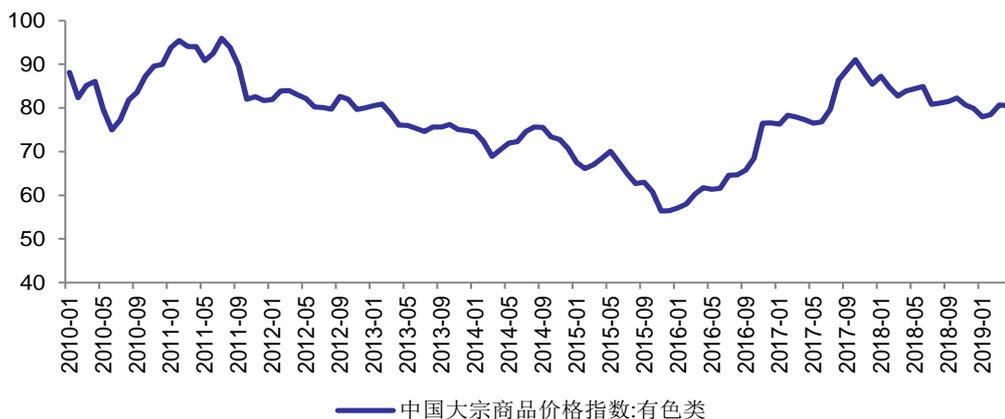
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 有色金属价格下跌造成 2019Q1 毛利率下滑

有色金属企业毛利率在 2019Q1 的下滑主要是由于有色金属价格的下跌所引发的。有色金属企业 2019Q1 毛利率为 9.97%，较 2018Q4 环比下降 0.05%。行业毛利率水平的下滑，主要是由于受季节性影响一季度为有色金属下游开工淡季，需求疲软使有色金属价格在 2019Q1 有所下跌（中国大宗商品有色类价格指数 2019 年一季度均价较 2018 年四季度均价环比下跌 2.35%）。考虑到在我国年初更积极的财政政策与边际宽松的货币政策逐渐发挥作用，在稳增长预期下基建与房地产超预期回暖，二季度进入下游开工旺季后有色金属行业的消费需求有望大幅改善，拉动有色金属价格上涨，预计 2019Q2 有色金属行业整体毛利率水平或将反弹。

图 16: 有色金属综合价格指数 2019Q1 环比下跌



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从子行业来看，工业金属与黄金板块 2019Q1 毛利率水平有所回升。三级子行业中，铝、铅锌、磁性材料板块的毛利率水平有所改善，而其他子行业的毛利率水平仍然环比下行。

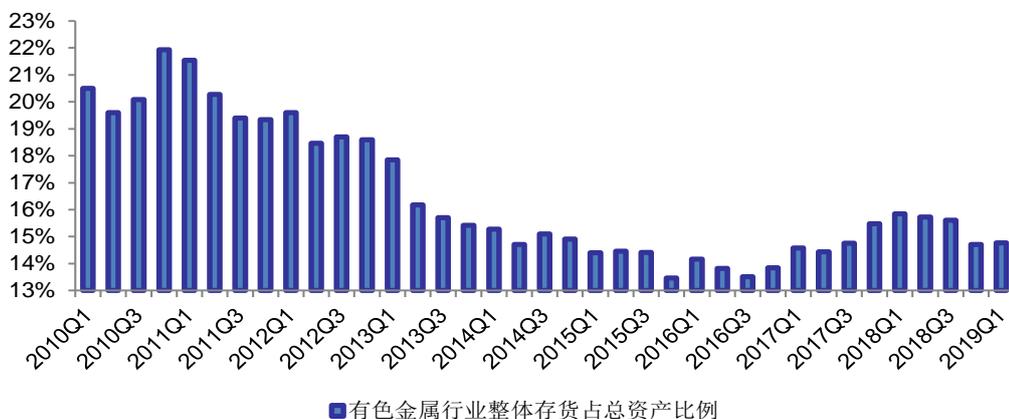
表 6：有色金属行业子行业毛利率水平

	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
有色金属行业整体	13.43%	11.84%	11.36%	10.43%	10.02%	9.97%
工业金属	10.10%	9.05%	9.05%	8.38%	7.80%	8.28%
铝	12.18%	9.65%	10.23%	10.78%	9.38%	10.94%
铜	6.43%	7.36%	7.37%	6.23%	6.07%	5.72%
铅锌	22.17%	15.74%	13.77%	13.08%	13.00%	13.99%
黄金	12.68%	11.92%	10.99%	10.61%	9.36%	11.36%
稀有金属	22.68%	18.20%	17.92%	14.75%	16.38%	12.46%
稀土	11.45%	14.17%	14.65%	12.53%	13.03%	10.00%
钨	21.44%	16.60%	20.27%	15.93%	17.06%	14.67%
锂	55.51%	62.15%	57.71%	47.24%	44.27%	40.51%
钴	40.05%	38.30%	45.12%	29.82%	14.86%	11.40%
其他稀有小金属	12.24%	9.60%	8.23%	8.78%	13.43%	9.12%
金属非金属新材料	30.78%	32.33%	28.61%	28.25%	25.50%	22.18%
金属新材料	19.74%	19.14%	20.29%	17.65%	20.12%	18.07%
磁性材料	24.88%	23.80%	22.76%	22.79%	21.98%	22.03%
非金属新材料	44.86%	49.07%	45.10%	44.96%	38.63%	28.43%

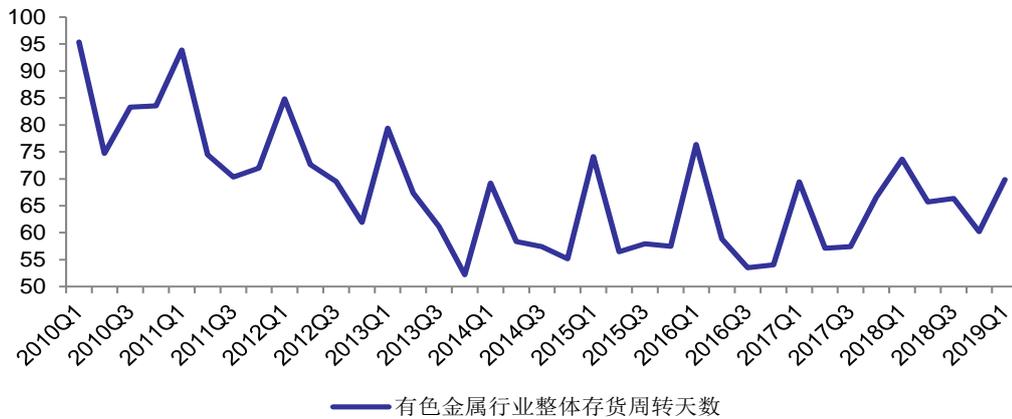
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（六）行业库存占资产比与库存周转天数环比回升

2019 年一季度有色金属行业整体存货占总资产比例为 14.77%，有色金属行业整体库存周转天数为 69.86 天，两者环比皆持续回升。2019Q1 的有色金属行业整体存货占总资产比较 2018Q4 环比上升 0.06 个百分点至 14.77%；2019Q1 度库存周转天数从 2018Q4 的 60.21 天上升至 69.86 天。由于一季度是有色金属下游的开工淡季，不会对有色金属企业储存大量的库存；且由于四季度受采暖季与冬季气候影响有色金属企业的生产活动，有色金属企业并不会生产遗留大量的库存，因此一般来说有色金属企业在一季度会保持一个较低的库存。但从库存占资产比与库存周转天数中看到本次有色金属行业 2019Q1 较 2018Q4 环比上有所提升。在 2018 年下半年以来有色金属下游需求出现下滑迹象，使有色金属行业进入被动补库存的状态。而随着财政政策或货币政策作用下有色金属下游需求回暖，预计未来有色金属行业将进入去库存阶段。

图 17：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 18: 有色金属行业整体存货周转天数大幅回升


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从子行业来看,除稀有金属外,其他所有二级子行业 2019Q1 的存货周转天数较 2018Q4 同比都有所提升。三级子行业中,除稀土、钴、其他稀有小金属板块外,其他板块 2019Q1 的库存周转天数环比皆有较大幅度的升高。

表 7: 有色金属行业存货周转天数

	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
有色金属行业整体	66.60	73.67	65.73	66.37	60.21	69.86
工业金属	54.78	59.22	53.58	52.18	48.44	56.32
铝	62.99	69.61	62.18	64.50	55.37	62.53
铜	43.72	48.37	45.44	42.11	39.86	48.54
铅锌	93.54	88.41	70.89	74.57	80.38	83.35
黄金	64.44	72.47	65.39	70.98	56.74	69.26
稀有金属	115.11	139.54	117.99	119.55	128.12	124.29
稀土	211.55	271.47	274.10	248.41	249.54	244.09
钨	140.94	155.04	129.73	127.20	125.88	153.36
锂	107.46	148.70	137.63	128.25	128.72	139.16
钴	184.85	212.46	282.07	262.45	160.51	134.16
其他稀有小金属	91.70	93.26	64.03	66.43	79.35	75.07
金属非金属新材料	118.39	148.12	136.76	148.40	100.65	142.33
金属新材料	133.78	160.57	140.52	156.17	82.82	139.41
磁性材料	124.05	153.62	129.83	133.90	122.13	151.51
非金属新材料	91.83	124.97	134.81	145.53	131.42	141.49

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(七) 行业现金流状况改善

2019 年一季度有色金属行业整体经营性现金流状况有所改善。具体来看,有色金属行业整体 2019Q1 经营净现金流较 2018Q1 同比增加 7.76%,较 2018Q4 环比下降 72.01%。由于年底是有色金属企业现金流结算时点,因此一季度经营性现金流较四季度下降主要是季节性因素导致的,而 2019Q1 行业经营性现金流较 2018Q1 同比增加显示了 2019Q1 有色金属企业的现

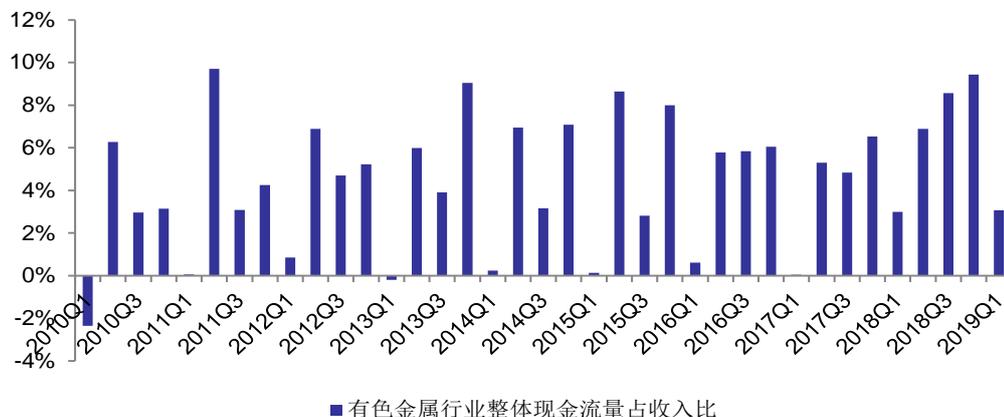
金状况有明显的改善。从子行业来看，黄金、稀有金属、金属非金属新材料的经营性现金流状况都同比提升，其中稀有金属改善程度最为显著；而工业金属板块经营性现金流同比下滑。三级子行业中，铜、钴、磁性材料、非金属新材料 2019Q1 经营净现金流同比大幅改善，而铅锌、铝、稀土、锂板块的经营性净现金流同比恶化。

表 8：2019 年一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		
	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q3	2018Q4	2019Q1
有色金属行业整体	95.75%	90.98%	7.76%	23.93%	18.74%	-72.01%
工业金属	94.62%	155.01%	-17.03%	42.20%	-17.02%	-67.44%
铝	44.90%	-34.96%	-47.01%	-7.27%	-35.11%	-67.87%
铜	476.55%	582.60%	139.33%	227.73%	-27.49%	-59.53%
铅锌	-70.42%	14.47%	-86.52%	-69.67%	176.81%	-89.28%
黄金	208.62%	-14.94%	3.10%	-59.08%	180.93%	-71.17%
稀有金属	33.04%	434.45%	517.31%	330.97%	151.99%	-92.62%
稀土	-110.17%	137.05%	-59.71%	117.47%	883.82%	-43.22%
钨	826.02%	2097.83%	72.08%	64.21%	153.39%	-112.47%
锂	-25.33%	6.68%	-18.21%	20.32%	24.05%	-50.46%
钴	176.47%	400.88%	391.78%	270.26%	245.40%	-78.35%
其他稀有小金属	720.06%	9.35%	30.44%	-70.79%	170.69%	-130.62%
金属非金属新材料	142.88%	53.98%	281.65%	20.47%	30.22%	-57.86%
金属新材料	429.50%	22267.08%	64.78%	-52.83%	363.19%	-101.07%
磁性材料	616.84%	267.28%	196.65%	310.00%	50.75%	-91.13%
非金属新材料	103.84%	-19.61%	202.08%	10.66%	-16.58%	-15.80%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

有色金属行业整体 2019Q1 经营性现金流量占营业收入比为 3.06%，环比有所下滑，但同比提升且高于历史同期平均水平。我们用经营性现金流占营业收入的比值来测算上市公司营业收入的含金量。尽管有色金属行业 2019Q1 经营性现金流量占收入比较 2018Q4 环比有所下滑，这主要是由于季节性因素居多。该数据明显好于去年同期水平（2.99%）以及有色金属行业历史上一季度的平均水平（0.26%），显示有色金属行业上市公司 2019 年一季度的营业收入含金量较高。

图 19：2019Q1 收入含金量高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，稀有金属与金属非金属新材料 2019Q1 的收入含金量皆同比上升，而工业金属与黄金板块的经营性现金流量占营业收入比有所下滑。三级子行业中，钴、非金属新材料板块 2019Q1 的现金流量占收入比同比大幅上升，且远远高于历史平均水平。

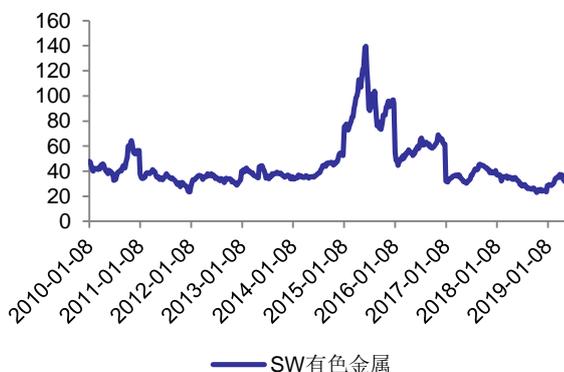
表 9：2019Q1 有色金属行业现金流量占收入比

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	MAX	MIN	AVERAGE
有色金属行业整体	2.99%	6.88%	8.56%	9.44%	3.06%	9.70%	-2.35%	4.44%
工业金属	3.47%	6.48%	9.07%	7.24%	2.73%	11.55%	-4.29%	3.64%
铝	3.76%	8.78%	8.17%	4.82%	1.77%	18.30%	-5.31%	5.57%
铜	1.51%	3.29%	10.28%	7.22%	3.45%	10.28%	-8.99%	2.33%
铅锌	12.33%	15.23%	5.09%	15.68%	1.83%	17.91%	-8.10%	5.42%
黄金	3.61%	10.08%	4.43%	10.02%	3.39%	18.14%	1.40%	7.19%
稀有金属	0.07%	1.57%	6.88%	17.74%	1.35%	17.74%	-9.72%	4.93%
稀土	17.65%	-38.81%	-1.28%	9.53%	5.57%	54.35%	-40.15%	4.20%
钨	-15.20%	-8.62%	9.45%	23.68%	-3.86%	44.44%	-29.88%	4.15%
锂	30.36%	31.27%	40.38%	47.09%	25.20%	51.16%	-27.20%	16.17%
钴	-2.91%	3.10%	11.98%	32.67%	7.19%	56.04%	-24.02%	4.17%
其他稀有小金属	-3.35%	10.15%	3.48%	9.76%	-2.83%	18.64%	-11.04%	4.04%
金属非金属新材料	1.43%	14.56%	18.18%	17.61%	10.55%	29.32%	-11.43%	6.20%
金属新材料	-3.48%	8.79%	4.66%	11.02%	-0.19%	31.27%	-11.45%	3.50%
磁性材料	-2.00%	-5.66%	12.19%	17.09%	1.90%	41.49%	-24.88%	5.98%
非金属新材料	7.77%	36.53%	38.92%	31.39%	31.75%	58.83%	-44.23%	8.44%

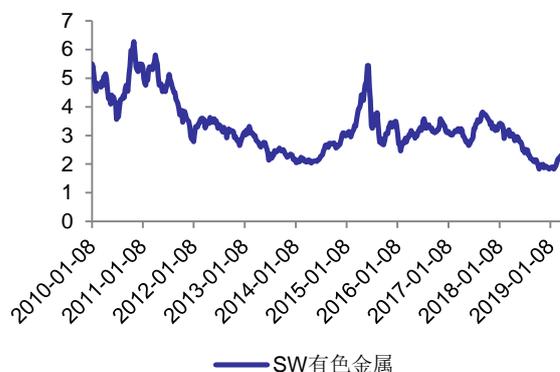
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（八）估值处于历史平均水平

有色金属行业整体估值处于历史低位。在经济下行压力加大以及大盘整体表现不佳的情况下，有色金属行业指数 2018 年下跌 41.04%，其表现在 SW28 个一级行业中排名第 27 位。尽管 2019 年一季度有色金属行业跟随大盘有所反弹，但以目前价位，假若以有色金属行业整体一季报业绩乘以 4，保守预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为 31.56x，市净率为 2.03x，远远低于 2010 年以来 45.27x 的市盈率与 3.29x 的市净率估值中枢。从历史上看，目前有色金属行业整体估值处于 2010 以来的最低水平，这基本已反映了市场对未来经济走势与有色金属价格较为悲观的预期。随着经济政策影响下宏观基本面的好转，预计有色金属行业估值将迎来反弹。

图 20：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 21：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

在 2019Q1 更积极的财政政策与边际宽松的货币政策影响下，国内社融数据与经济先行指标开始超预期回升，经济显现触底企稳迹象。而在中美贸易战重新开始后，国内或出台更多更为积极的经济政策来巩固国内经济回暖的趋势。在流动性与风险偏好所引发的市场估值修复行情告一段落，企业业绩将成为下一阶段市场上涨的主要驱动因素。在经济改善初期，作为经济稳增长重点的房地产与基建回暖，将使这一产业链上的有色金属下游消费需求与有色金属行业景气度出现明显回升，有色金属价格与有色金属企业业绩也将触底反弹。我们建议投资者关注最为受益经济反弹带来业绩好转的铜、铝基本金属板块，推荐云铝股份（000807）、神火股份（000933）、云南铜业（000878）、江西铜业（600362）、紫金矿业（601899）。此外，中美贸易战所带来的全球经济增长尤其是美国经济增长的不确定性加大，市场的风险偏好下降，以黄金为代表的避险资产或将有较好的表现，推荐山东黄金（600547）、银泰资源（000975）、湖南黄金（002155）、中金黄金（600489）。

四、风险提示

- 1) 有色金属下游需求不及预期;
- 2) 国内流动性趋紧, 经济复苏不及预期;
- 3) 中美贸易战影响有色金属行业景气度;
- 4) 有色金属价格大幅下跌。

插图目录

图 1: 2018 年有色金属行业营业收入增速与业绩增速	2
图 2: 2019Q1 有色金属行业营业收入增速与业绩增速	2
图 3: 有色金属行业上市公司 2018 年业绩增速分布	3
图 4: 有色金属行业上市公司 2019Q1 业绩增速分布	3
图 5: 有色金属行业整体累计收入增速	5
图 6: 有色金属行业整体累计业绩增速	5
图 7: 有色金属行业整体单季度收入增速	5
图 8: 有色金属行业整体单季度业绩增速	5
图 9: 有色金属行业景气指数	6
图 10: 有色金属行业整体 ROE 水平	7
图 11: 有色金属行业整体销售利润率	8
图 12: 有色金属行业整体资产周转率	8
图 13: 有色金属行业整体销售毛利率下降	9
图 14: 有色金属行业整体三项期间费用率	10
图 15: 有色金属行业整体其他费用率	10
图 16: 有色金属综合价格指数 2019Q1 环比下跌	10
图 17: 有色金属行业整体库存占总资产比例	11
图 18: 有色金属行业整体存货周转天数大幅回升	12
图 19: 2019Q1 收入含金量高于历史同期平均水平	13
图 20: 有色金属行业整体市盈率水平	14
图 21: 有色金属行业整体市净率水平	14

表格目录

表 1: 仅四成有色金属行业上市公司 2018 年业绩同比增长	3
表 2: 有色金属行业上市公司 2019Q1 业绩同比分布占比	4
表 3: 有色金属行业累计收入增速与累计净利润增速	6
表 4: 有色金属行业 ROE 水平	7
表 5: 销售利润率提高, 驱动 ROE 环比上升	8
表 6: 有色金属行业子行业毛利率水平	11
表 7: 有色金属行业存货周转天数	12
表 8: 2019 年一季度有色金属行业整体经营净现金流同比改善	13
表 9: 2019Q1 有色金属行业现金流量占收入比	14

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 研究院

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

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn