

## 有色金属行业 2019 年半年报回顾：行业仍在触底过程中，黄金板块即将迎来新一轮业绩释放周期

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 2019 年半年报营业收入同比增长 8.26%，归属于母公司股东净利润同比下滑 29.65%。2019 年上半年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令有色金属行业景气度在一季度环比有所反弹。但在宏观经济下行压力逐步增大以及中美贸易战不断反复下，使有色金属价格在二季度中下旬出现了明显的下跌。再叠加 2018 年上半年的较高基数，使有色金属行业在 2019H1 的业绩继续负增长，但下滑增速已开始收窄。有色金属行业 2019Q2 单季度营业收入同比增长 9.97%，业绩同比下滑 20.20%。
- 2019Q2 有色金属行业 ROE 达到 1.33%，较 2019Q1 的 ROE 水平环比小幅下滑 0.20 个百分点。从杜邦分析的结果来看，2019 年二季度有色金属行业整体 ROE 环比上升主要是由于资产周转率提升所致。2019Q2 有色金属行业资产周转率从 0.21 上升到 0.24%，影响 ROE 0.18 个百分点，是 ROE 环比上升的最核心因素。此外，有色金属行业销售利润率从 2019 年一季度的 2.37% 上升到 2019 年二季度的 2.38%，支撑 ROE 上行 0.005%。有色金属行业整体权益乘数从 2019Q1 的 2.26 上升到 2019Q2 的 2.29，驱动 ROE 水平提升 0.015 个百分点。
- 2019Q2 有色金属行业整体经营性现金流状况与收入含金量大幅改善。有色金属行业整体 2019Q2 经营净现金流同比增长 32.86%，因季节性原因环比增速高达 222.60%。而有色金属行业整体 2019Q2 经营性现金流量占收入比为 8.32%，要高于历史上二季度的平均水平(7.07%)，显示有色金属行业上市公司 2019 年二季度的收入含金量较高。
- 投资策略：在宏观经济下行压力逐渐增大，中美贸易战不断反复的情况下，9月初的国常会提出采用更为积极的货币政策与财政政策，进行逆周期调节。在逆周期政策的发力下，基建等有色金属下游的消费需求将会企稳，叠加市场风险偏好的上升，有色金属价格有望在三季度末展开反弹，提升有色金属企业的业绩预期。我们建议投资者关注进入旺季后需求好转，库存加速下降支撑铝价的电解铝板块，而铝产业链内部供需结构的转变也将引导产业链利润向电解铝环节转移，推荐云铝股份(000807)、神火股份(000933)。此外，在全球经济共振向下的情况下，以美联储、欧央行为首的各国央行开启全球新一轮货币宽松周期，这将利好于黄金价格的上涨。在金价上涨的带动下黄金企业将在三季度起开始释放业绩。我们继续看好贵金属板块，推荐山东黄金(600547)、银泰资源(000975)、湖南黄金(002155)、中金黄金(600489)、盛达矿业(000603)。

### 分析师

华立

☎：(8621) 20252650

✉：huali@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516080004

### 相关研究

## 目 录

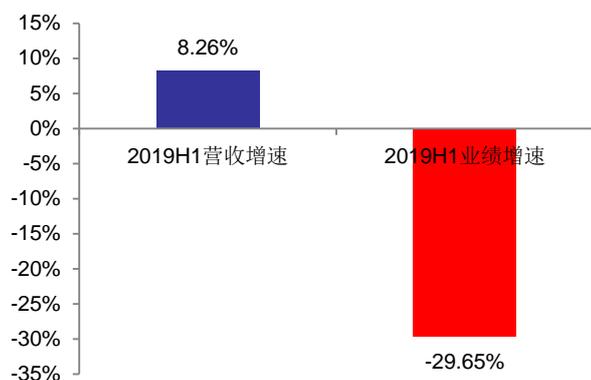
一、有色金属行业 2019 年半年报业绩概览.....	2
(一) 行业业绩继续下滑，但跌幅开始收窄.....	2
(二) 行业业绩分布呈现明显分化.....	3
二、有色金属行业 2019 年半年报业绩分析：业绩下滑速度放缓，ROE 环比提升，现金流大幅改善.....	6
(一) 业绩同比仍然下滑，但降幅已持续收窄.....	6
(二) 有色金属行业整体 ROE 水平继续发弹.....	8
(三) 资产周转率提升是 ROE 环比上升的主要原因.....	9
(四) 三费下降是销售利润率提升的主要因素.....	10
(五) 毛利率 2019 年二季度环下滑，预计三季度仍有向下压力.....	10
(六) 库存占资产比与库存周转天数皆环比下降.....	12
(七) 行业现金流状况大幅改善.....	13
(八) 行业估值水平处于历史低位.....	15
三、投资策略.....	16
四、风险提示.....	17

## 一、有色金属行业 2019 年半年报业绩概览

### (一) 行业业绩继续下滑，但跌幅开始收窄

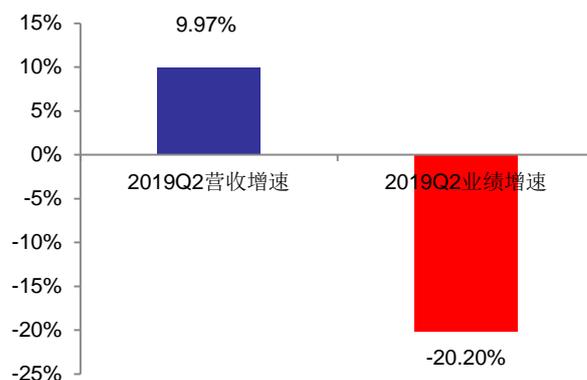
有色金属行业上市公司 2019 年半年报营业收入同比增长 8.26%，归属于母公司股东净利润同比下滑 29.65%。我们将 2019 年 6 月 30 日前上市的，SW 有色金属一级行业中的共 110 家上市公司，作为一个整体进行测算。2019 年上半年在国内货币政策边际宽松与财政政策更为积极的影响下，房地产与基建触底回暖令有色金属行业景气度在一季度环比有所反弹。但在宏观经济下行压力逐步增大以及中美贸易战不断反复下，使有色金属价格在二季度中下旬出现了明显的下跌。再叠加 2018 年上半年的较高基数，使有色金属行业在 2019H1 的业绩继续负增长，但下滑增速已开始收窄。有色金属行业 2019H1 营业收入同比增长 8.26%，业绩同比下滑 29.65%；有色金属行业 2019Q2 单季度营业收入同比增长 9.97%，业绩同比下滑 20.20%。

图 1：2019H1 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

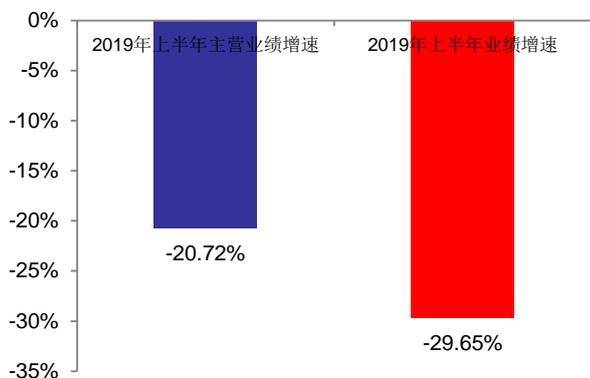
图 2：2019Q2 单季度有色金属行业营业收入增速与业绩增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

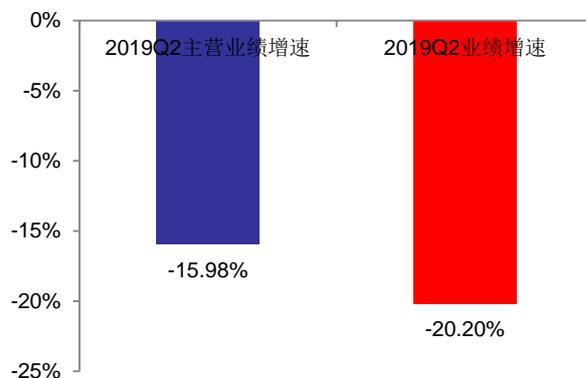
**2019H1 有色金属行业主营业务更为强劲。**我们通过采用“净利润-投资净收益”这一近似的计算方法剔除投资收益对于公司净利润的贡献来考虑公司主营业务的增长。我们发现，剔除投资收益与财务费用的影响后，2019 年半年报有色金属行业上市公司主营业务增速为-20.72%，要好于在不做任何处理情况下净利润-29.65%的增速；而 2019Q2 单季度有色金属行业的主营业绩增速为-15.98%，也要优于其业绩增速-20.20%。这主要是由于尽管政府放宽货币政策，使市场流动性水平有所恢复，但在风险偏好下降的情况下宽信用传导进程受阻，令企业的融资成本并没有出现明显的下降，2019 年上半年有色金属行业财务费用同比增长 11.23%，影响了行业业绩。但随着下半年尤其是四季度国内货币政策预计将进入新一轮的宽松以及三季度开始人民币贬值带来的汇兑收益，预计 2019H2 有色金属行业上市公司的财务费用将会出现改善。

图 3：2019H1 有色金属行业主营业务增速与业绩增速



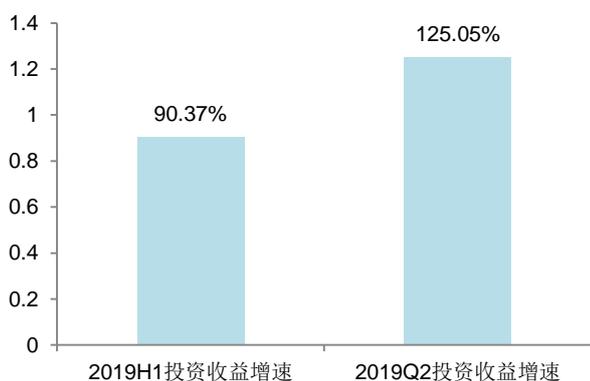
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：2019Q2 有色金属行业主营业务增速与业绩增速



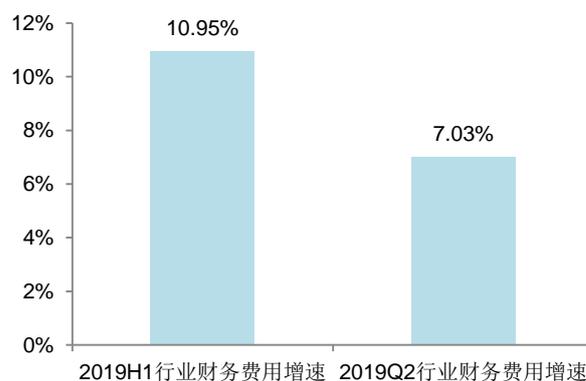
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：2019H1 与 2019Q2 有色金属行业投资收益同比增加



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

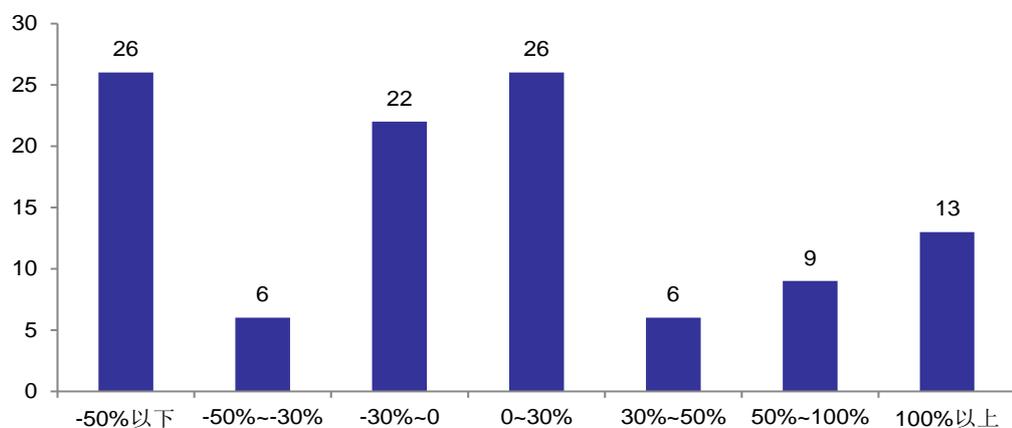
图 6：2019QH1 与 2019Q2 有色金属行业财务费用同比增加



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）行业业绩分布呈现明显分化

有色金属行业上市公司 2019 年上半年有半数上市公司业绩出现同比下滑。整体来看，2019 年上半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。2019 年上半年业绩下滑超过 100% 以上的有色金属上市公司共有 26 家，占总数的 24.07%，是占比最多的一个区间；2019 年上半年业绩同比下降的上市公司数量为 54 家，占总数的 56%；同期业绩增速在 30% 以上的公司共有 28 家，占总数的 25.93%；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 22 家，占比 20.37%。

**图 7：有色金属行业上市公司 2019H1 业绩增速分布**


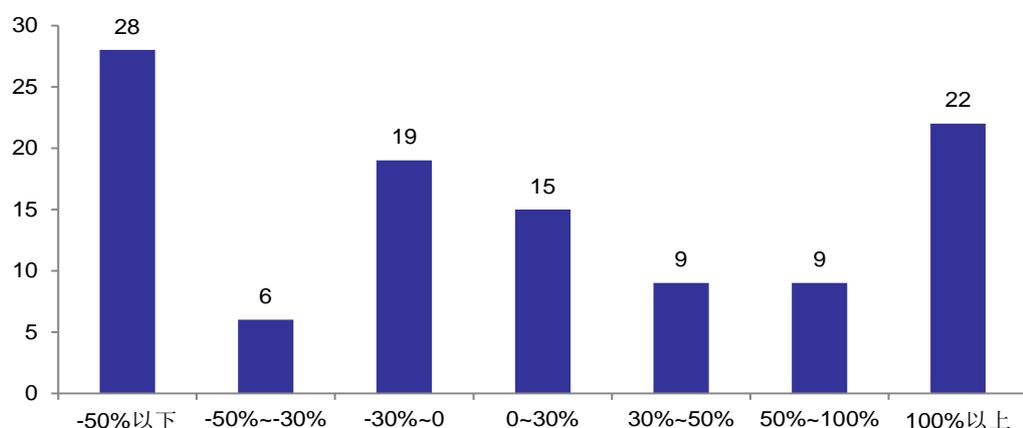
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**表 1：半数上有有色金属行业上市公司 2019H1 业绩同比下滑**

业绩增幅	-50%以下	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	26	6	22	26	6	9	13
占比	24.07%	5.56%	20.37%	24.07%	5.56%	8.33%	12.04%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2019Q2 单季度有色金属行业上市公司业绩强弱分化明显。2019 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 25.93%；而业绩增速在 100%以上的公司有 22 家，占比为 20.37%，是 2019Q2 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 40 家，占比为 37.04%。而 2019 年二季度业绩同比下滑的上市公司有 53 家，占总体的比例为 49.07%。单从 2019Q2 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 2019Q2 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 2019Q2 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	28	6	19	15	9	9	22
占比	25.93%	5.56%	17.59%	13.89%	8.33%	8.33%	20.37%

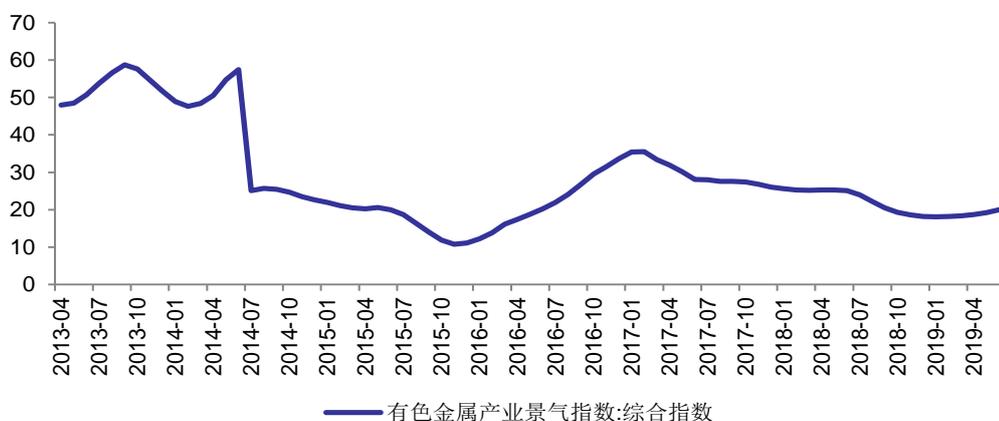
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、有色金属行业 2019 年半年报业绩分析：业绩下滑速度放缓，ROE 环比提升，现金流大幅改善

### (一) 业绩同比仍然下滑，但降幅已持续收窄

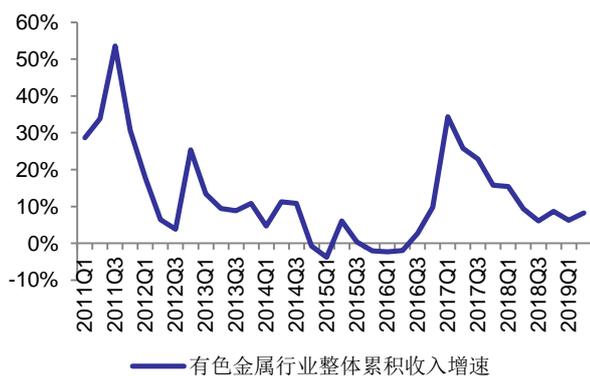
2019 年半年报有色金属行业整体净利润增速继续下滑。有色金属行业上市公司 2019 年半年报累积收入同比增长 8.26%，归属于母公司股东净利润同比减少 29.65%。尽管有色金属行业上市公司 2019 年半年报业绩仍较去年同期有所下滑，但下滑幅度较一季度已有所收窄，行业正处于缓慢触底阶段。

图 9：有色金属行业景气度



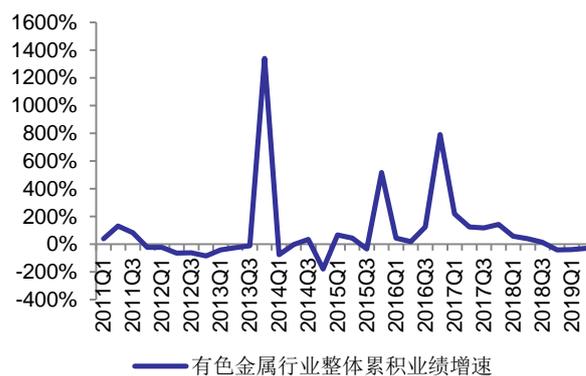
资料来源：中国有色金属工业协会，中国银河证券研究院

图 10：有色金属行业整体累积收入增速



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积业绩增速



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 2019Q2 单季度的收入增速为 9.97%，较 2019Q1 单季度环比提升 3.69 个百分点；有色金属行业上市公司 2019Q2 单季度业绩增速为 -20.20%，较 2019Q1 单季度环比提升 18.18 个百分点。在国内逆周期调节政策进一步加码，有色金属行业逐步企稳且高基数下行的影响下，预计 2019Q3 有色金属行业上市公司总体的收入增速利润增速仍将环比继续改善。

图 12: 有色金属行业整体单季度收入增速

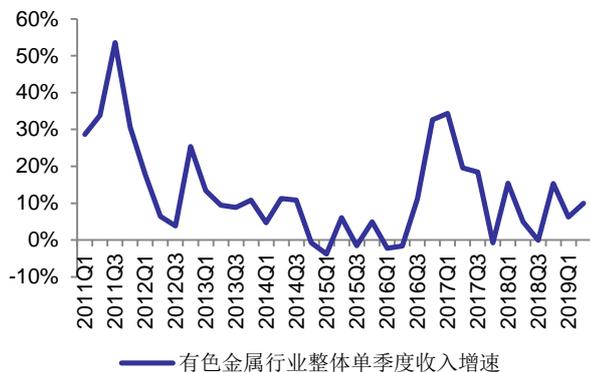
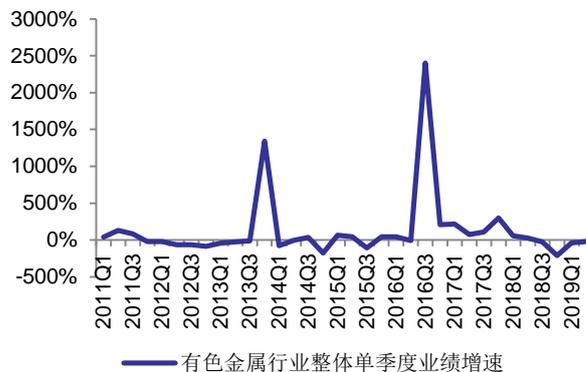


图 13: 有色金属行业整体单季度业绩增速



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

子行业中, 铝、稀土行业业绩触底反弹。由于宏观基本面内忧外患使有色金属价格在 2018 年下半年开始出现大幅下跌令有色金属企业的盈利能力下滑, 叠加去年高基数的影响下, 大部分有色金属各子行业的业绩在 2019 年上半年是呈现同比负增长的状态。在基建与地产回暖拉动下铝下游需求边际改善的情况下电解铝自春节后开启去库存, 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(电解铝成本下降, 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, 铝板块的业绩增速在 2019Q2 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, 这使稀土板块业绩出现高增长。此外, 在全球经济共振下滑, 以美联储为首的各国央行纷纷降息进入新一轮降息周期, 驱动黄金价格在 6 月份开始大幅快速上涨, 预计黄金板块业绩将在 2019 年下半年大幅释放。

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		
	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2018Q4	2019Q1	2019Q2
有色金属行业整体	15.29%	6.28%	9.97%	-212.29%	-38.37%	-20.20%
工业金属	16.33%	5.43%	4.71%	-460.34%	-26.87%	13.75%
铝	18.18%	13.12%	7.37%	-3659.63%	1.04%	28.09%
铜	20.92%	4.43%	8.47%	-239.64%	-36.83%	-19.63%
铅锌	-9.44%	-9.16%	-19.19%	-296.03%	-19.17%	395.06%
黄金	12.57%	9.75%	32.67%	-119.15%	-23.44%	-32.75%
稀有金属	9.86%	10.58%	11.29%	-73.25%	-69.82%	-64.97%
稀土	13.07%	27.55%	56.91%	1199.10%	-14.17%	60.74%
钨	33.75%	9.85%	-9.12%	89.38%	-65.29%	-67.02%
锂	-8.63%	-1.47%	-6.46%	17.50%	-67.47%	-93.72%
钴	24.42%	18.02%	24.02%	-140.36%	-103.89%	-100.08%
其他稀有小金属	1.05%	6.49%	8.12%	-30.31%	-8.66%	-10.30%
金属非金属新材料	22.42%	-2.97%	4.59%	-39.29%	-42.17%	-19.54%
金属新材料	72.31%	19.67%	1.62%	310.99%	22.59%	41.62%
磁性材料	7.00%	1.91%	-4.86%	-78.12%	38.36%	-34.95%
非金属新材料	-18.59%	-26.06%	14.63%	-57.76%	-62.46%	-36.18%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 有色金属行业整体 ROE 水平继续发弹

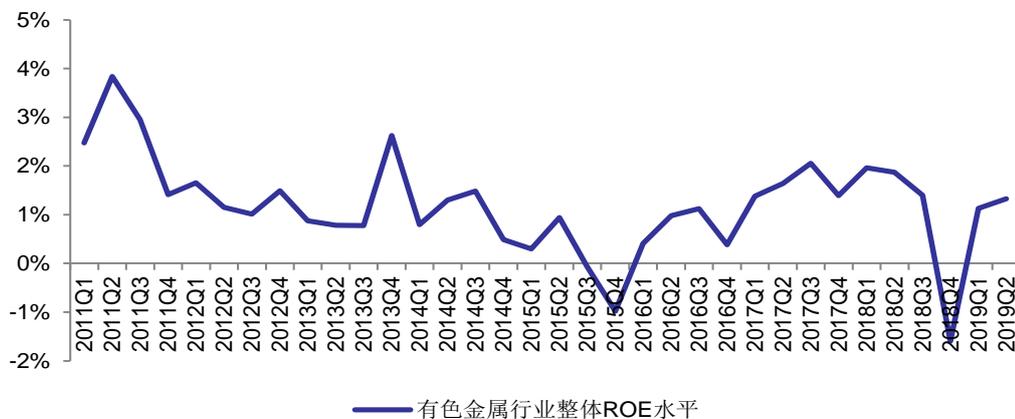
有色金属行业整体 ROE 环比提升。从 ROE 的绝对水平来看，自 2015 年四季度触底达到 2011 年以来的绝对低点后（2015Q4 的 ROE 为 -0.98%），有色金属行业整体的 ROE 水平开始反弹并持续上升，并在 2017 年三季度达到 2.05% 的水平，创下 2014Q1 以来的新高。此后，有色金属行业 ROE 开始从高位震荡到持续下滑。2018Q4 有色金属行业整体 ROE 水平环比下滑 3 个百分点至 -1.60%，创下 2011 年以来的新低。2019Q1 有色金属行业整体 ROE 水平出现大幅反弹，而 2019Q2 有色金属行业整体 ROE 继续环比提升 0.20 个百分点至 1.33%。子行业来看，稀土、金属新材料板块的 ROE 水平在 2019Q2 有较大幅度的改善。

表 4: 有色金属行业 ROE 水平

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
有色金属行业整体	1.96%	1.87%	1.40%	-1.60%	1.13%	1.33%
工业金属	1.49%	1.29%	1.13%	-3.06%	1.04%	1.27%
铝	0.56%	1.05%	0.73%	-4.34%	0.55%	0.92%
铜	2.07%	1.88%	1.46%	-1.47%	1.22%	1.41%
铅锌	2.25%	0.34%	1.26%	-4.10%	1.75%	1.76%
黄金	1.95%	2.12%	1.17%	-0.38%	1.25%	1.19%
稀有金属	2.65%	3.13%	1.71%	0.46%	0.74%	0.98%
稀土	1.07%	1.15%	1.00%	0.20%	0.85%	1.69%
钨	0.75%	2.35%	1.23%	0.74%	0.25%	0.75%
锂	6.75%	7.13%	3.77%	1.29%	1.65%	0.35%
钴	14.53%	11.01%	5.92%	-3.61%	-0.42%	-0.01%
其他稀有小金属	0.43%	1.31%	0.46%	1.12%	0.73%	1.20%
金属非金属新材料	3.72%	3.22%	2.77%	2.23%	2.01%	2.33%
金属新材料	1.42%	1.97%	0.94%	2.42%	1.44%	2.36%
磁性材料	1.20%	1.33%	1.50%	0.42%	1.66%	0.85%
非金属新材料	8.67%	6.38%	6.09%	3.50%	2.89%	3.44%

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) 资产周转率提升是 ROE 环比上升的主要原因

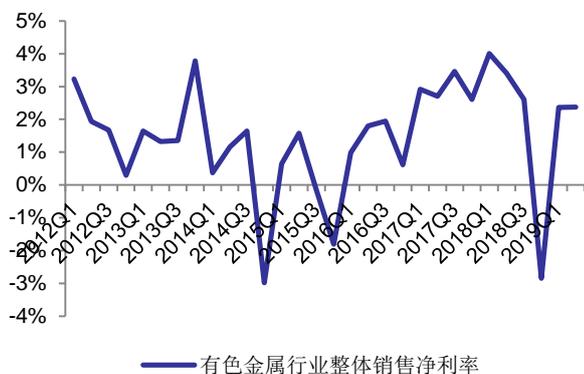
2019 年二季度有色金属行业整体 ROE 环比上升主要是由于资产周转率提升所致。从杜邦分析的结果来看，有色金属行业整体 ROE 从 2019 年一季度的 1.13% 提升至 2019 年二季度的 1.33%，环比上行 0.20 个百分点。其中，资产周转率从 0.21 上升到 0.24%，影响 ROE 0.18 个百分点，是 ROE 环比上升的最核心因素。此外，有色金属行业销售利润率从 2019 年一季度的 2.37% 上升到 2019 年二季度的 2.38%，支撑 ROE 上行 0.005%。有色金属行业整体权益乘数从 2019Q1 的 2.26 上升到 2019Q2 的 2.29，驱动 ROE 水平提升 0.015 个百分点。

表 5: 资产周转率上行, 支撑 ROE 环比提升

有色金属行业整体				
	ROE	销售利润率	资产周转率	权益乘数
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
2019Q2	1.33%	2.38%	0.24	2.29

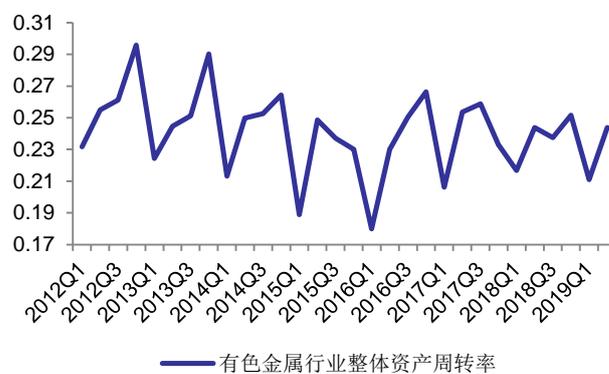
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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

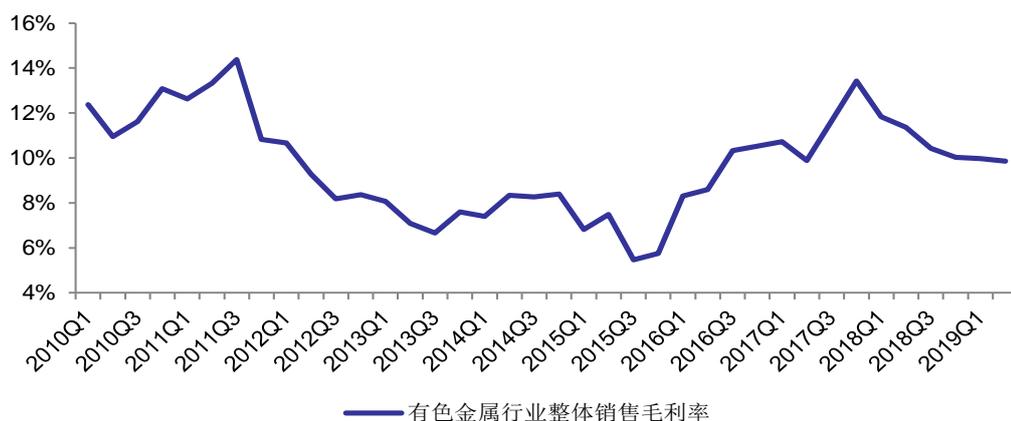


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### (四) 三费下降是销售利润率提升的主要因素

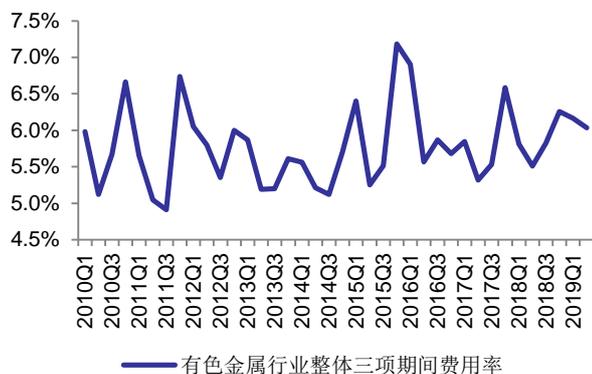
三项期间费用率的下降弥补了毛利率的下滑与其他费用率的小幅上升,促使 2019Q2 销售利润率有所提升。2019Q2 有色金属行业的整体毛利率是 9.86%, 环比下降 0.11%。三项费用率为 6.03%, 环比下降 0.13%; 其他费用率 1.45%, 环比提升 0.01%。由此可见, 有色金属行业整体 2019Q2 销售利润率有所提升的主要原因在于三费的下降。这也反映出, 在行业景气度下行的情况下, 有色金属企业在极力控制三费、减少不必要支出以御行业寒冬。

图 17: 有色金属行业整体销售毛利率下降



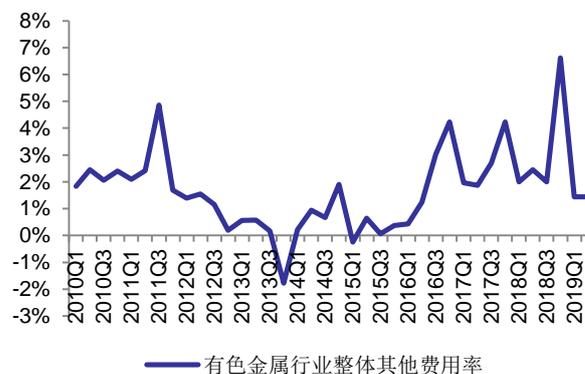
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 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 19: 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 2019 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 2019Q2 毛利率水平较 2019Q1 环比有所下降。有色金属企业 2019Q2 毛利率为 9.86%, 较一季度环比下滑 0.11 个百分点。行业毛利率的下降, 主要是由于受我国国内宏观经济下行压力增大以及中美贸易战不断反复的影响, 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 2019 年二季度均价较一季度均价环比下跌 0.32%)。在 9 月初的国常会上, 政府定调采用更为积极的货币政策与财政政策对经济进行

逆周期调节，在政策进一步发力的情况下，预计有色金属价格在三季度末有所反弹，带动有色金属行业毛利率在 2019Q4 有所改善。而在这之前有色金属行业整体毛利率水平在 2019Q3 仍有向下压力。

图 20: 2019Q2 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，铝行业毛利率连续环比上升，而钨、金属新材料行业毛利率在 2019Q2 环比有较大提升。考虑到黄金价格在三季度的大幅上升，预计 2019Q3 黄金行业的毛利率将会有大幅改善。而铝行业的毛利率水平在 2019Q3 有可能继续上升。

表 6: 有色金属行业毛利率水平

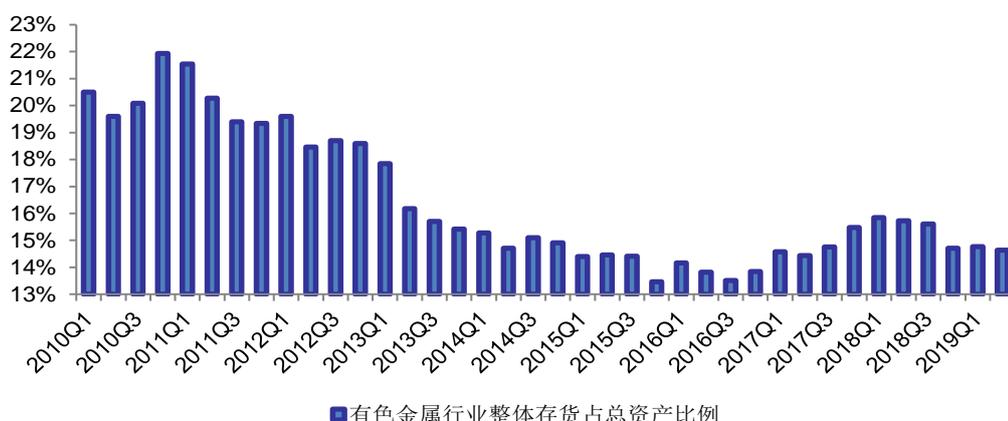
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
<b>有色金属行业整体</b>	11.84%	11.36%	10.43%	10.02%	9.97%	9.86%
<b>工业金属</b>	9.05%	9.05%	8.38%	7.80%	8.28%	8.57%
铝	9.65%	10.23%	10.78%	9.38%	10.94%	11.80%
铜	7.36%	7.37%	6.23%	6.07%	5.72%	6.09%
铝锌	15.74%	13.77%	13.08%	13.00%	13.99%	13.03%
<b>黄金</b>	11.92%	10.99%	10.61%	9.36%	11.36%	8.94%
<b>稀有金属</b>	18.20%	17.92%	14.75%	16.38%	12.46%	13.03%
稀土	14.17%	14.65%	12.53%	13.03%	10.00%	11.43%
钨	16.60%	20.27%	15.93%	17.06%	14.67%	18.27%
锂	62.15%	57.71%	47.24%	44.27%	40.51%	42.99%
钴	38.30%	45.12%	29.82%	14.86%	11.40%	11.19%
其他稀有小金属	9.60%	8.23%	8.78%	13.43%	9.12%	9.18%
<b>金属非金属新材料</b>	32.33%	28.61%	28.25%	25.50%	22.18%	23.34%
金属新材料	19.14%	20.29%	17.65%	20.12%	18.07%	21.07%
磁性材料	23.80%	22.76%	22.79%	21.98%	22.03%	21.97%
非金属新材料	49.07%	45.10%	44.96%	38.63%	28.43%	26.82%

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

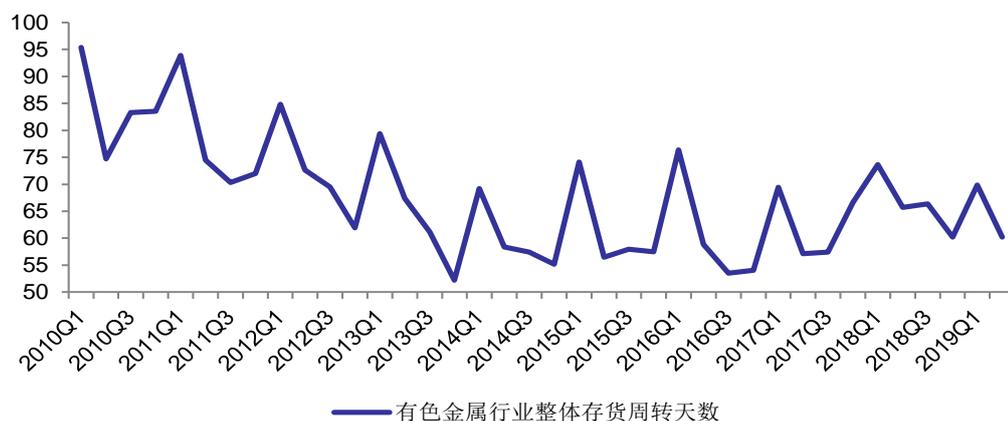
2019 年二季度有色金属行业整体存货占总资产比例与库存周转天数皆环比有所下降。2019Q2 的有色金属行业整体存货占总资产比较 2019Q1 环比下降 0.14 个百分点至 14.63%；2019Q2 度库存周转天数从 2019Q1 的 70 天下降至 60 天。而 2019 年二季度 14.63% 的存货资产比与 60 天的存货周转天数处于近些年较低的水平，要低于 2010 年以来二季度的平均水平（16.23%、64 天）。在宏观经济下行压力不断增大的情况下，有色金属企业对未来有色金属下游需求消费预期并不乐观，行业处于主动去库存的阶段。

图 21：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 22：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，因季节性扰动几乎所有的子行业 2019Q2 的存货周转天数较 2019Q1 环比都有所下降。黄金、稀土、钴、非金属新材料 2019Q2 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。而锂、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

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
有色金属行业整体	73.67	65.73	66.37	60.21	69.86	60.22
工业金属	59.22	53.58	52.18	48.44	56.32	50.91
铝	69.61	62.18	64.50	55.37	62.53	57.02
铜	48.37	45.44	42.11	39.86	48.54	44.15
铅锌	88.41	70.89	74.57	80.38	83.35	74.98
黄金	72.47	65.39	70.98	56.74	69.26	51.79
稀有金属	139.54	117.99	119.55	128.12	124.29	103.04
稀土	271.47	274.10	248.41	249.54	244.09	188.96
钨	155.04	129.73	127.20	125.88	153.36	138.45
锂	148.70	137.63	128.25	128.72	139.16	149.00
钴	212.46	282.07	262.45	160.51	134.16	112.50
其他稀有小金属	93.26	64.03	66.43	79.35	75.07	61.73
金属非金属新材料	148.12	136.76	148.40	100.65	142.33	132.23
金属新材料	160.57	140.52	156.17	82.82	139.41	145.53
磁性材料	153.62	129.83	133.90	122.13	151.51	140.50
非金属新材料	124.97	134.81	145.53	131.42	141.49	110.07

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (七) 行业现金流状况大幅改善

2019 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 2019Q2 经营净现金流同比增长 32.86%, 因季节性原因环比增速高达 222.60%。从子行业来看, 工业金属、稀有金属 2019Q2 经营性净现金流出现同比与环比较大程度的增长。三级子行业中, 铜、钨、钴、磁性材料 2019Q2 经营净现金流同比大幅改善, 而稀土、锂行业的的经营净现金流同比下滑。

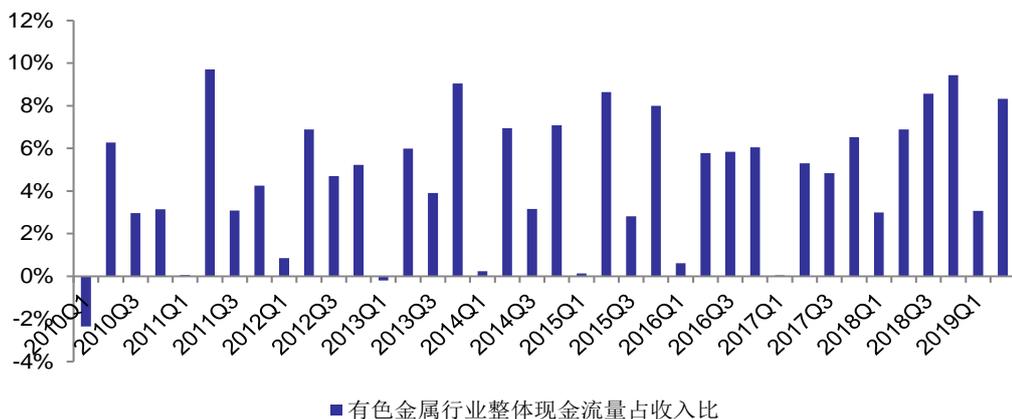
表 8: 2019 年二季度有色金属行业整体经营净现金流同比改善

	经营净现金流同比增速			经营净现金流环比增速		
	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2018Q4	2019Q1	2019Q2
有色金属行业整体	90.98%	7.76%	32.86%	18.74%	-72.01%	222.60%
工业金属	155.01%	-17.03%	40.10%	-17.02%	-67.44%	264.68%
铝	-34.96%	-47.01%	6.92%	-35.11%	-67.87%	453.01%
铜	582.60%	139.33%	134.70%	-27.49%	-59.53%	144.05%
铅锌	14.47%	-86.52%	-5.27%	176.81%	-89.28%	952.26%
黄金	-14.94%	3.10%	-18.82%	180.93%	-71.17%	144.95%
稀有金属	434.45%	517.31%	418.86%	151.99%	-92.62%	547.66%
稀土	137.05%	-59.71%	115.42%	883.82%	-43.22%	-11.73%
钨	2097.83%	72.08%	149.98%	153.39%	-112.47%	239.62%
锂	6.68%	-18.21%	-51.31%	24.05%	-50.46%	-34.15%
其他稀有小金属	400.88%	391.78%	700.50%	245.40%	-78.35%	189.14%
金属非金属新材料	9.35%	30.44%	-38.72%	170.69%	-130.62%	353.06%
金属新材料	53.98%	281.65%	6.01%	30.22%	-57.86%	60.35%
磁性材料	22267.08%	64.78%	72.94%	363.19%	-101.07%	7462.98%
非金属新材料	267.28%	196.65%	244.65%	50.75%	-91.13%	414.93%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

有色金属行业整体 2019Q2 经营性现金流量占收入比为 8.32%，高于历史同期水平。尽管由于季节性因素，有色金属行业 2019Q2 经营性现金流量占收入较一季度环比有大幅提升，但数据仍然要高于历史上二季度的平均水平（7.07%），显示有色金属行业上市公司 2019 年二季度的收入含金量极高。

图 23：2019Q2 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，工业金属、稀有金属与金属非金属新材料 2019Q2 的收入含金量皆同比上升，且高于历史平均水平；而黄金的经营性现金流占收入比同比下滑。三级子行业中，铅锌板块 2019Q2 的现金流量占收入比接近了历史峰值水平。

表 9：2019Q2 有色金属行业现金流量占收入比

	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	MAX	MIN	AVERAGE
<b>有色金属行业整体</b>	6.88%	8.56%	9.44%	3.06%	8.32%	9.70%	-2.35%	4.54%
<b>工业金属</b>	6.48%	9.07%	7.24%	2.73%	8.67%	11.55%	-4.29%	3.77%
铝	8.78%	8.17%	4.82%	1.77%	8.77%	18.30%	-5.31%	5.66%
铜	3.29%	10.28%	7.22%	3.45%	7.13%	10.28%	-8.99%	2.45%
铅锌	15.23%	5.09%	15.68%	1.83%	17.85%	17.91%	-8.10%	5.74%
<b>黄金</b>	10.08%	4.43%	10.02%	3.39%	6.17%	18.14%	1.40%	7.16%
<b>稀有金属</b>	1.57%	6.88%	17.74%	1.35%	7.33%	17.74%	-9.72%	4.99%
稀土	-38.81%	-1.28%	9.53%	5.57%	3.81%	54.35%	-40.15%	4.19%
钨	-8.62%	9.45%	23.68%	-3.86%	4.74%	44.44%	-29.88%	4.16%
锂	31.27%	40.38%	47.09%	25.20%	16.28%	51.16%	-27.20%	16.17%
钴	3.10%	11.98%	32.67%	7.19%	20.03%	56.04%	-24.02%	5.49%
其他稀有小金属	10.15%	3.48%	9.76%	-2.83%	5.75%	18.64%	-11.04%	4.08%
<b>金属非金属新材料</b>	14.56%	18.18%	17.61%	10.55%	14.97%	29.32%	-11.43%	6.43%
金属新材料	8.79%	4.66%	11.02%	-0.19%	13.78%	31.27%	-11.45%	3.77%
磁性材料	-5.66%	12.19%	17.09%	1.90%	8.61%	41.49%	-24.88%	6.05%
非金属新材料	36.53%	38.92%	31.39%	31.75%	19.75%	58.83%	-44.23%	8.74%

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。**2019年有色金属行业在基本面不利的情况下，依托大盘整体上涨的带动，年初至今上涨近21.29%，在28个SW一级行业中排名第15位。在经历上半年的上涨以及有色金属企业业绩的下滑后，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35x，市净率为2.28x，要远低于2010年以来的行业最估值水平的平均值。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。随着更为积极的逆周期政策的影响下有色金属行业基本面的好转，预计有色金属行业估值将迎来反弹。

图 24：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 25：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

在宏观经济下行压力逐渐增大，中美贸易战不断反复的情况下，9月初的国常会提出采用更为积极的货币政策与财政政策，进行逆周期调节。在逆周期政策的发力下，基建等有色金属下游的消费需求将会企稳，叠加市场风险偏好的上升，有色金属价格有望在三季度末展开反弹，提升有色金属企业的业绩预期。我们建议投资者关注进入旺季后需求好转，库存加速下降支撑铝价的电解铝板块，而铝产业链内部供需结构的转变也将引导产业链利润向电解铝环节转移，推荐云铝股份(000807)、神火股份(000933)。此外，在全球经济共振向下的情况下，以美联储、欧央行为首的各国央行开启全球新一轮货币宽松周期，这将利好于黄金价格的上涨。在金价上涨的带动下黄金企业将在三季度起开始释放业绩。我们继续看好贵金属板块，推荐山东黄金(600547)、银泰资源(000975)、湖南黄金(002155)、中金黄金(600489)、盛达矿业(000603)。

#### 四、风险提示

- 1) 有色金属下游需求不及预期;
- 2) 中美贸易战升级;
- 3) 有色金属价格大幅下跌。

## 插图目录

图 1: 2019H1 有色金属行业营业收入增速与业绩增速 .....	2
图 2: 2019Q2 单季度有色金属行业营业收入增速与业绩增速 .....	2
图 3: 2019H1 有色金属行业主营业绩增速与业绩增速 .....	3
图 4: 2019Q2 有色金属行业主营业绩增速与业绩增速 .....	3
图 5: 2019H1 与 2019Q2 有色金属行业投资收益同比增加 .....	3
图 6: 2019QH1 与 2019Q2 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 2019H1 业绩增速分布 .....	4
图 8: 有色金属行业上市公司 2019Q2 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 .....	8
图 15: 有色金属行业整体销售利润率 .....	9
图 16: 有色金属行业整体资产周转率 .....	9
图 17: 有色金属行业整体销售毛利率下降 .....	10
图 18: 有色金属行业整体三项期间费用率 .....	10
图 19: 有色金属行业整体其他费用率 .....	10
图 20: 2019Q2 有色金属综合价格有所下跌 .....	11
图 21: 有色金属行业整体库存占总资产比例 .....	12
图 22: 有色金属行业整体存货周转天数 .....	12
图 23: 2019Q2 收入含金量高于历史同期平均水平 .....	14
图 24: 有色金属行业整体市盈率水平 .....	15
图 25: 有色金属行业整体市净率水平 .....	15

## 表格目录

表 1: 半数上有色金属行业上市公司 2019H1 业绩同比下滑.....	4
表 2: 有色金属行业上市公司 2019Q2 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.....	7
表 4: 有色金属行业 ROE 水平.....	8
表 5: 资产周转率上行, 支撑 ROE 环比提升.....	9
表 6: 有色金属行业毛利率水平.....	11
表 7: 有色金属行业存货周转天数.....	13
表 8: 2019 年二季度有色金属行业整体经营净现金流同比改善.....	13
表 9: 2019Q2 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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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  
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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

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