有色金属行业 2020 年半年报回顾：业绩受挫于疫情，雨过天晴行业将开启反弹

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 2020 年半年报营业收入同比增长 13.44%，归属于母公司股东净利润同比下滑 32.75%。**2020 年初在疫情对全球经济的冲击下，有色金属行业产业链各环节均受到了重大打击，有色金属库存高企、价格大幅下跌、企业盈利能力下行。而在 2020 年二季度国内疫情获得有效控制、海外经济重启后，国内与海外经济活动先后复苏，叠加全球央行超宽松货币政策所释放的巨额流动性，驱动有色金属行业下游需求回暖，生产与物流恢复，库存去化，有色金属价格迅速反弹。但二季度的反弹仍然无法弥补疫情影响下有色金属行业在 2020 年上半年整体的颓势，有色金属多个品种均价均低于去年同期，且生产与销售受阻下，有色金属行业在 2020H1 的业绩继续负增长，但下滑增速已开始收窄。有色金属行业 2020H1 营业收入同比增长 13.44%，归母净利润同比下滑 32.75%；有色金属行业 2020Q2 单季度营业收入同比增长 18%，业绩同比下滑 15.17%。
- **有色金属行业整体 ROE 环比提升 0.57 个百分点至 1.07%。**从杜邦分析的结果来看，销售利润率从 1.02%上升到 1.69%，影响 ROE0.43 个百分点，是 ROE 环比上升的最核心因素。此外，有色金属行业资产周转率从 2020 年一季度的 0.21 上升到 2020 年二季度的 0.27，支撑 ROE 上行 0.13%。有色金属行业整体权益乘数从 2020Q1 的 2.34 上升到 2020Q2 的 2.38，驱动 ROE 水平提升 0.01 个百分点。
- **2020 年二季度有色金属行业整体经营性现金流状况改善。**具体来看，有色金属行业整体 2020Q2 经营净现金流同比增长 4.03%，因季节性原因环比增速高达 106.25%。而有色金属行业 2020Q2 经营性现金流量占收入较一季度环比大幅提升 2.72 个百分点至 7.34%，高于历史上二季度的平均水平。
- **投资策略：**在国内疫情得到有效控制、欧美解除隔离经济重启后，全球经济展开反弹，而美联储修改政策评估框架，提高通胀容忍度，将在相当长的时期内维持货币宽松。市场宽松的流动性，以及主要经济体中美欧新冠疫苗预计将于今年年底、明年年初应用，将强化全球经济回暖的预期。宏观经济预期的边际持续上行将会改善大宗商品下游需求，利好铜等跟宏观面相关性较大的工业金属。而铜消费国经济恢复或快于铜原料生产国可能使铜在时间上的供需错配造成铜精矿供应的紧张，加大铜价的上涨弹性。建议投资者关注经济反弹下的铜板块，推荐紫金矿业（601899）、江西铜业（600362）、西部矿业（601168）、云南铜业（000878）。中美关系复杂化、地缘政治冲突加剧以及政府高层对军队的重视，市场对十四五政策军工关键装备提升的预期升温，而钛、碳-碳材料等军工新材料近期行业景气度提升并将受益于国产化需求的政策支持，推荐西部超导（688122）、宝钛股份（600456）、楚江新材（002171）。

分析师

华立

☎：（8621）20252650

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130516080004

相关研究

目 录

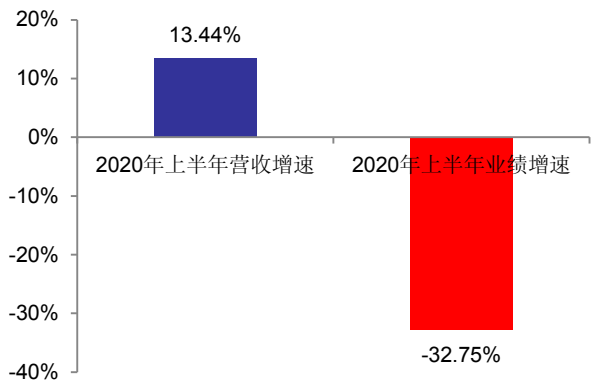
一、有色金属行业 2020 年半年报业绩概览.....2
（一）行业业绩继续下滑，但下滑斜率已放缓.....2
（二）行业业绩分布呈现尾部集中趋势.....3
二、有色金属行业 2020 年半年报业绩分析：业绩下滑速度放缓，ROE 环比提升，库存去化，现金流改善.....6
（一）业绩同比仍然下滑，但降幅收窄.....6
（二）有色金属行业整体 ROE 水平继续反弹.....8
（三）销售利润率提升是 ROE 环比上升的主要原因.....9
（四）三费下降是销售利润率提升的主要因素.....10
（五）毛利率 2020 年二季度环比改善，预计三季度仍将上行.....10
（六）库存占资产比与库存周转天数皆环比下降.....11
（七）行业现金流状况有所改善.....13
（八）行业估值处于历史平均水平.....14
三、投资策略.....16
四、风险提示.....17

一、有色金属行业 2020 年半年报业绩概览

（一）行业业绩继续下滑，但下滑斜率已放缓

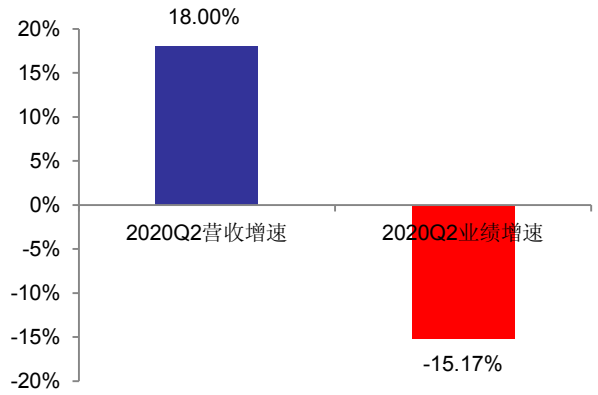
有色金属行业上市公司 2020 年半年报营业收入同比增长 13.44%，归属于母公司股东净利润同比下滑 32.75%。我们将 2020 年 6 月 30 日前上市的，SW 有色金属一级行业中的共 120 家上市公司，作为一个整体进行测算。2020 年初在疫情对全球经济的冲击下，有色金属行业产业链各环节均受到了重大打击，有色金属库存高企、价格大幅下跌、企业盈利能力下行。而在 2020 年二季度国内疫情获得有效控制、海外经济重启后，国内与海外经济活动先后复苏，叠加全球央行超宽松货币政策所释放的巨额流动性，驱动有色金属行业下游需求回暖，生产与物流恢复，库存去化，有色金属价格迅速反弹。但二季度的反弹仍然无法弥补疫情影响下有色金属行业在 2020 年上半年整体的颓势，有色金属多个品种均价均低于去年同期，且生产与销售受阻下，有色金属行业在 2020H1 的业绩继续负增长，但下滑增速已开始收窄。有色金属行业 2020H1 营业收入同比增长 13.44%，归母净利润同比下滑 32.75%；有色金属行业 2020Q2 单季度营业收入同比增长 18%，业绩同比下滑 15.17%。

图 1：2020H1 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

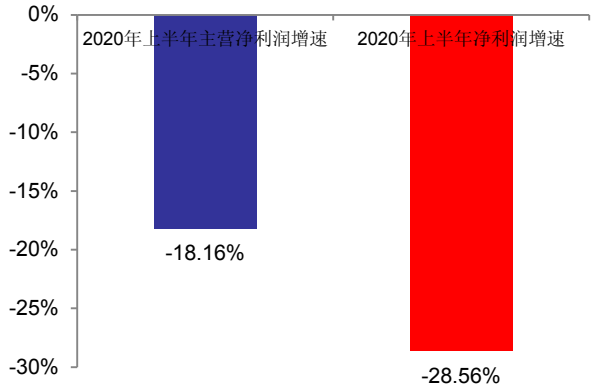
图 2：2020Q2 单季度有色金属行业营业收入增速与业绩增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

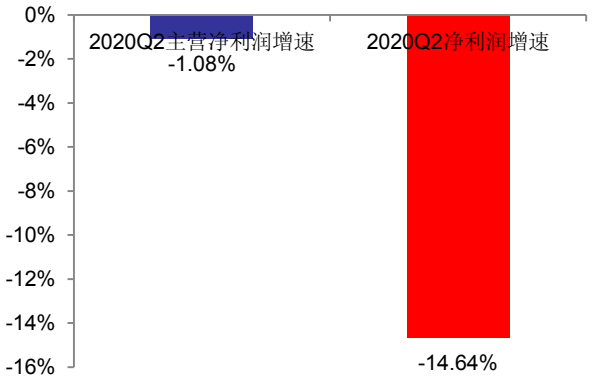
2020H1 有色金属行业主营净利润反映出更为明显的行业好转迹象。我们通过采用“净利润-投资净收益+财务费用”这一近似的计算方法剔除投资收益与财务费用后对于公司净利润的贡献来考虑公司主营净利润的增长。我们发现，剔除投资收益与财务费用的影响后，2020 年半年报有色金属行业上市公司主营净利润增速为-18.16%，要好于在不做任何处理情况下净利润-28.56%的增速；而 2020Q2 单季度有色金属行业的主营净利润增速为-1.08%，也要明显优于其业绩增速-14.64%。

图 3：2020H1 有色金属行业主营业绩增速与业绩增速



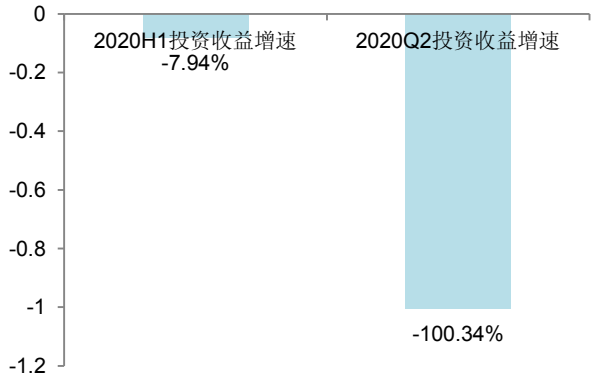
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：2020Q2 有色金属行业主营业绩增速与业绩增速



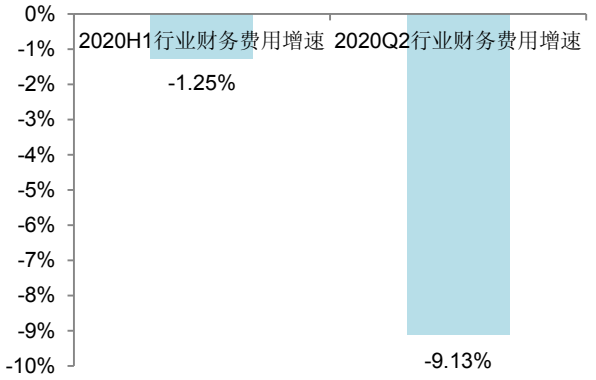
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：2020H1 与 2020Q2 有色金属行业投资收益同比减少



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：2020QH1 与 2020Q2 有色金属行业财务费用同比减少

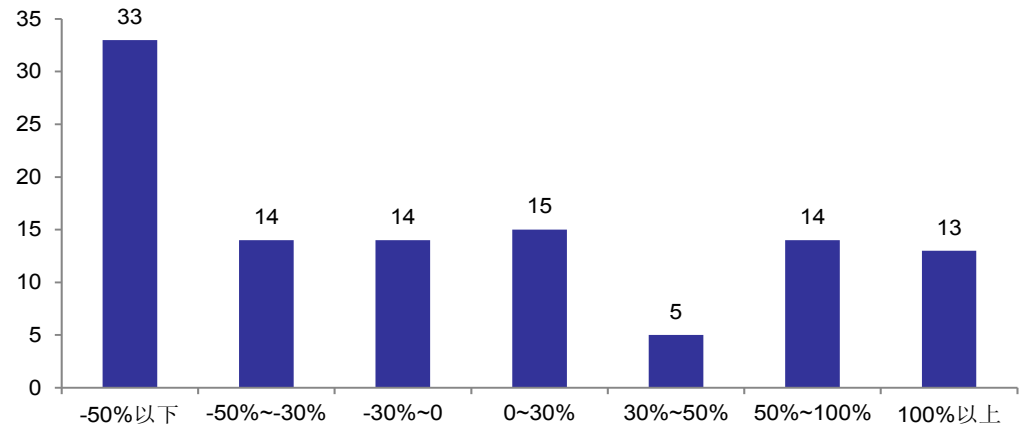


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）行业业绩分布呈现尾部集中趋势

有色金属行业上市公司 2020 年上半年有半数以上上市公司业绩出现同比下滑。整体来看，2020 年上半年有色金属行业上市公司的业绩呈现明显的向尾部区域集中的特征，有较多数量上市公司业绩出现大幅下滑。2020 年上半年业绩下滑超过 50%以上的有色金属上市公司共有 33 家，占总数比例为 30.56%，是占比最多的一个区间；2020 年上半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 0-30%的公司共有 15 家，占总数的 13.89%；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 27 家，占比 25%。

图 7：有色金属行业上市公司 2020H1 业绩增速分布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

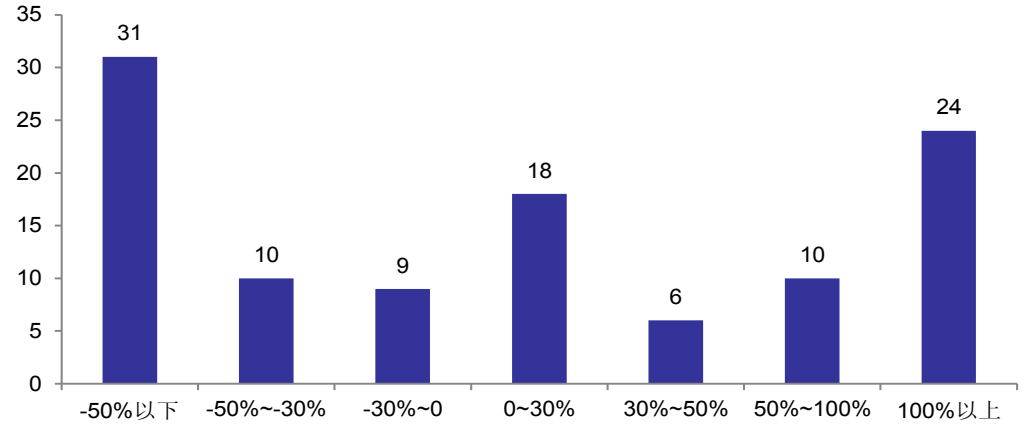
表 1：半数上有色金属行业上市公司 2020H1 业绩同比下滑

业绩增幅	-50%以下	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	33	14	14	15	5	14	13
占比	30.56%	12.96%	12.96%	13.89%	4.63%	12.96%	12.04%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2020Q2 单季度有色金属行业上市公司业绩分布有所改善。2020Q2 单季度中，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 28.70%；而业绩增速在 100%以上的公司有 24 家，占比为 22.22%，是 2020Q2 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 2020 年二季度业绩同比下滑的上市公司有 50 家，占总体的比例为 46.30%。单从 2020Q2 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改善。

图 8：有色金属行业上市公司 2020Q2 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 2020Q2 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	10	9	18	6	10	24
占比	28.70%	9.26%	8.33%	16.67%	5.56%	9.26%	22.22%

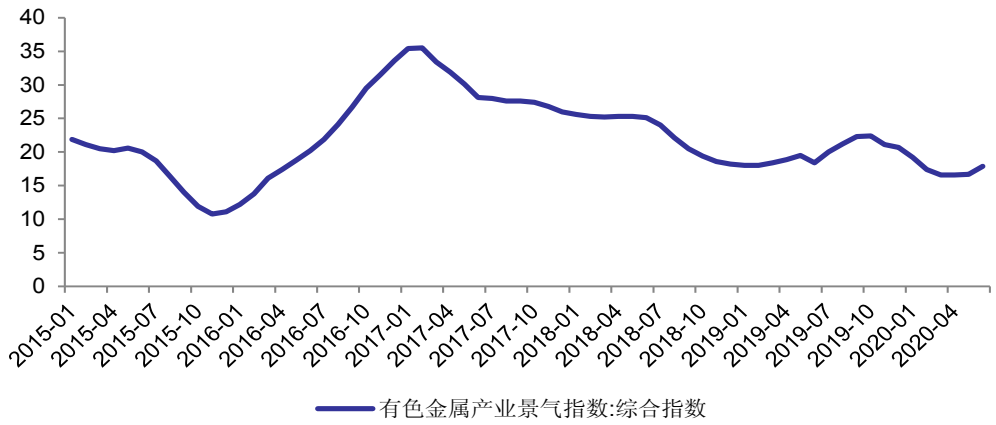
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、有色金属行业 2020 年半年报业绩分析：业绩下滑速度放缓，ROE 环比提升，库存去化，现金流改善

（一）业绩同比仍然下滑，但降幅收窄

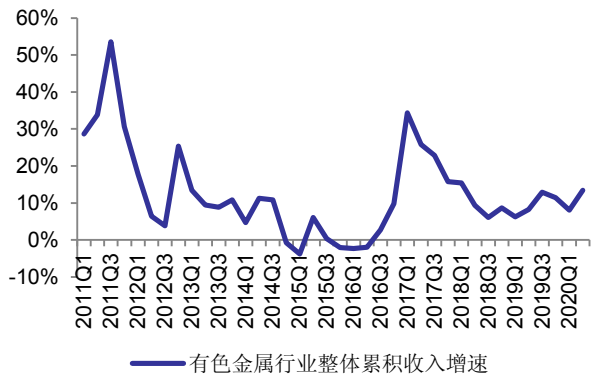
2020 年半年报有色金属行业整体净利润增速继续下滑。有色金属行业上市公司 2020 年半年报累积收入同比增长 13.44%，归属于母公司股东净利润同比减少 32.75%。尽管疫情影响下有色金属行业上市公司 2020 年半年报业绩仍较去年同期大幅下滑，但下滑幅度较一季度已有所收窄，行业正处于触底边际反弹阶段。

图 9：有色金属行业景气度



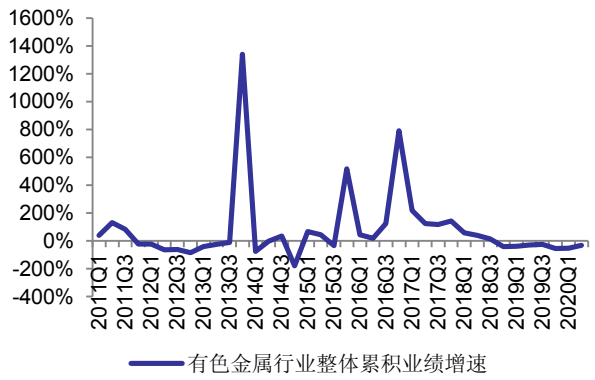
资料来源：中国有色金属工业协会，中国银河证券研究院

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

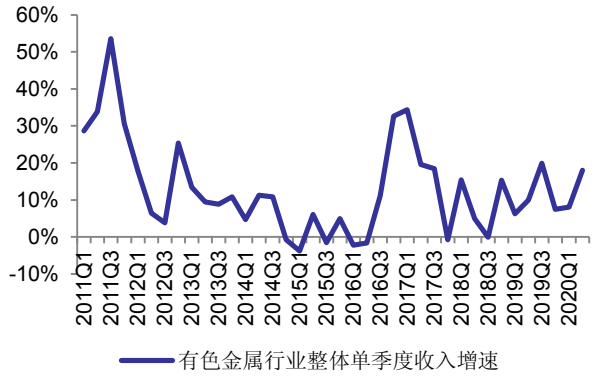
图 11：有色金属行业整体累计业绩增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

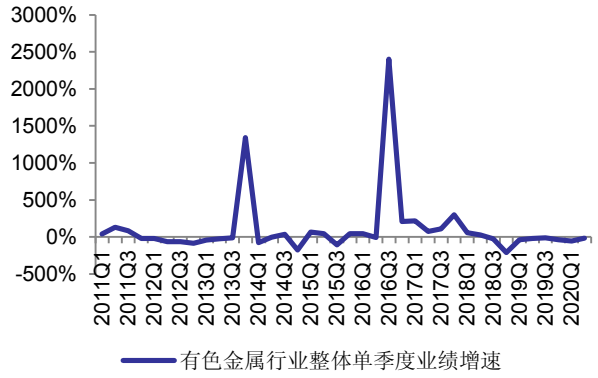
从单季度的收入与盈利数据来看，有色金属行业总体 2020Q2 单季度的收入增速为 9.97%，较 2020Q1 单季度环比提升 9.97 个百分点；有色金属行业上市公司 2020Q2 单季度业绩增速为 -15.17%，较 2020Q1 单季度环比提升 38.65 个百分点。在国内与全球经济进一步好转的支撑下，预计 2020Q3 有色金属行业上市公司总体的收入增速利润增速仍将环比继续改善。

图 12：有色金属行业整体单季度收入增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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

子行业中，黄金、钴行业业绩持续上行。由于在疫情冲击下 2020 年上半年有色金属行业生在生产与需求方面均受到负面影响，有色金属价格在一季度的大幅下跌令大部分有色金属各子行业的业绩在 2020 年上半年是呈现同比负增长的状态。而为抑制疫情破坏下全球经济的下滑，各国央行均施行宽松的货币政策，美联储推出“零利率+无限量 QE”，在市场超充裕的流动性下，黄金价格持续上涨，驱动黄金板块业绩增速上行。此外，因疫情影响社会工作生活习惯，2020H1 全球 3C 电子消费再度放量，拉动锂电池与钴需求。在需求回暖与钴精矿供应（刚果金生产与南非港口运输）受疫情扰动下，钴价从低位反弹，助力钴行业在低基数的基础上大幅上升。

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		
	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2019Q4	2020Q1	2020Q2
有色金属行业整体	7.40%	8.03%	18.00%	-40.38%	-53.73%	-15.17%
工业金属	16.75%	9.48%	23.19%	53.42%	-57.25%	-24.95%
铝	-10.20%	-8.39%	-7.86%	3.50%	-17.44%	-46.50%
铜	32.62%	21.58%	41.40%	135.46%	-74.79%	-7.97%
铅锌	9.40%	-2.40%	12.22%	105.32%	-53.27%	-35.44%
黄金	-17.40%	15.98%	17.33%	-222.75%	17.39%	109.07%
稀有金属	-2.34%	-3.44%	-3.18%	-2087.44%	-136.50%	-86.98%
稀土	12.44%	26.35%	10.11%	-105.53%	-7.12%	1.05%
钨	-9.79%	-10.64%	1.64%	-55.05%	107.35%	71.76%
锂	-26.14%	-24.88%	-20.18%	-2785.51%	-256.50%	-171.32%
钴	7.31%	0.33%	0.89%	121.44%	580.06%	27985.76%
其他稀有小金属	-3.02%	-8.57%	-7.86%	-931.96%	-180.86%	-204.92%
金属非金属新材料	-7.00%	-11.61%	3.43%	-30.84%	-61.37%	-29.61%
金属新材料	-21.20%	-17.36%	3.29%	44.68%	-41.25%	-49.44%
磁性材料	10.29%	-10.29%	14.53%	119.07%	-48.80%	125.27%
非金属新材料	11.47%	-3.73%	-2.20%	-99.66%	-77.61%	-44.87%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）有色金属行业整体 ROE 水平继续反弹

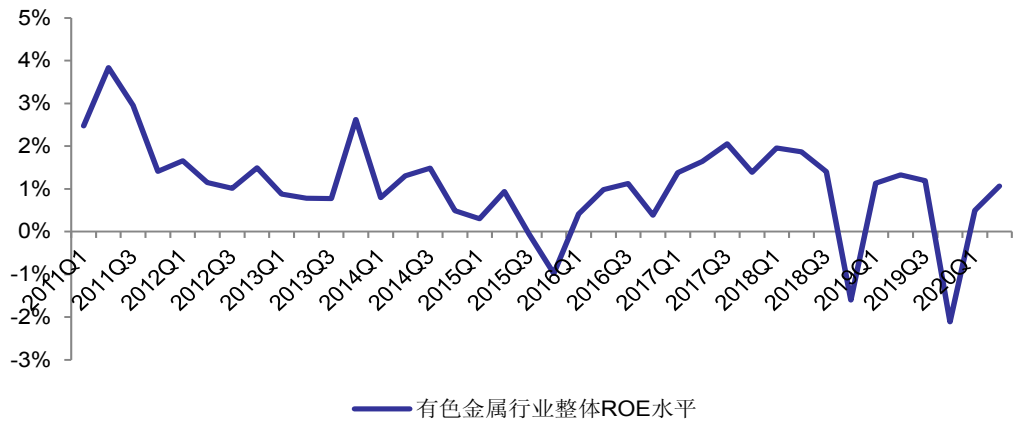
有色金属行业整体 ROE 环比提升。从 ROE 的绝对水平来看，有色金属行业整体的 ROE 在 2015Q4 后持续上行并在 2017 年三季度达到 2.05%的水平，创下 2014Q1 以来的新高。此后，有色金属行业 ROE 开始从高位震荡到持续下滑。2019Q4 有色金属行业整体 ROE 水平环比下滑 3.3 个百分点至-2.11%，创下 2011 年以来的新低。2020Q2 有色金属行业整体 ROE 水平在国内渡过疫情最困难阶段行业景气度改善下出现反弹，而 2020Q2 有色金属行业整体 ROE 继续环比提升 0.57 个百分点至 1.07%。子行业来看，铜、锂、磁性材料、非金属新材料板块的 ROE 水平在 2020Q2 有较大幅度的提升。

表 4：有色金属行业 ROE 水平

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
有色金属行业整体	1.13%	1.33%	1.19%	-2.11%	0.50%	1.07%
工业金属	1.04%	1.27%	1.49%	-1.33%	0.43%	0.90%
铝	0.55%	0.92%	1.91%	-4.07%	0.44%	0.44%
铜	1.22%	1.41%	1.24%	0.48%	0.29%	1.23%
铅锌	1.75%	1.76%	1.11%	0.25%	0.79%	1.10%
黄金	1.25%	1.19%	1.46%	-1.07%	1.32%	2.19%
稀有金属	0.74%	0.98%	-0.78%	-8.99%	-0.28%	0.13%
稀土	0.85%	1.69%	1.29%	-0.01%	0.76%	1.66%
钨	0.25%	0.75%	-0.31%	0.32%	0.51%	1.21%
锂	1.65%	0.35%	-0.36%	-33.49%	-2.92%	-0.29%
钴	-0.42%	-0.01%	0.83%	0.69%	1.71%	1.58%
其他稀有小金属	0.73%	1.20%	-2.50%	-9.51%	-0.67%	-1.47%
金属非金属新材料	2.01%	2.33%	1.98%	1.39%	0.72%	1.52%
金属新材料	1.44%	2.36%	2.28%	3.11%	0.78%	1.08%
磁性材料	1.66%	0.85%	1.03%	0.91%	0.83%	1.87%
非金属新材料	2.89%	3.44%	2.36%	0.01%	0.58%	1.74%

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）销售利润率提升是 ROE 环比上升的主要原因

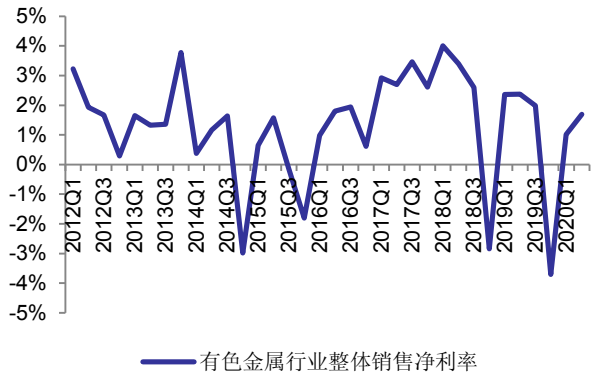
2020 年二季度有色金属行业整体 ROE 环比上行主要是由于销售利润率提升所致。从杜邦分析的结果来看，有色金属行业整体 ROE 从 2020 年一季度的 0.50%提升至 2020 年二季度的 1.07%，环比上行 0.57 个百分点。其中，销售利润率从 1.02%上升到 1.69%，影响 ROE0.43 个百分点，是 ROE 环比上升的最核心因素。此外，有色金属行业资产周转率从 2020 年一季度的 0.21 上升到 2020 年二季度的 0.27，支撑 ROE 上行 0.13%。有色金属行业整体权益乘数从 2020Q1 的 2.34 上升到 2020Q2 的 2.38，驱动 ROE 水平提升 0.01 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
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
2019Q3	1.19%	1.99%	0.26	2.31
2019Q4	-2.11%	-3.70%	0.25	2.31
2020Q1	0.50%	1.02%	0.21	2.34
2020Q2	1.07%	1.69%	0.27	2.38

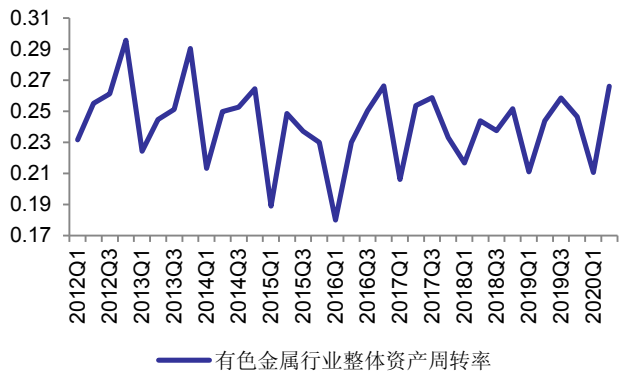
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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

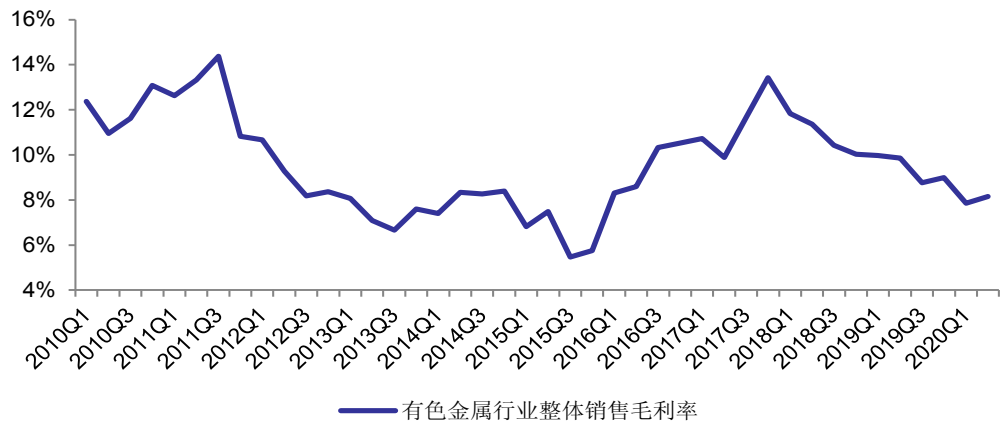


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）三费下降是销售利润率提升的主要因素

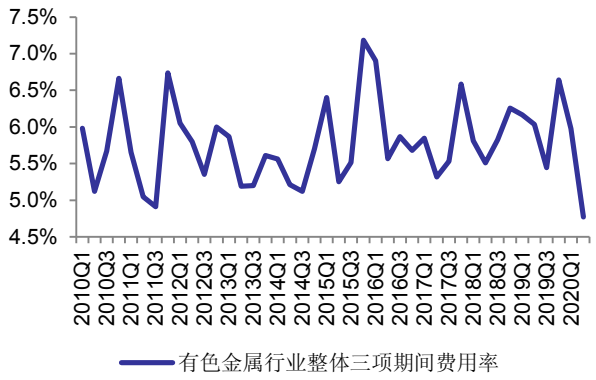
三项期间费用率的下降与毛利率的抬升弥补其他费用率的增长，促使 2020Q2 销售利润率有所提升。2020Q2 有色金属行业的整体毛利率环比上升 0.30%至 8.15%。三项费用率为 4.77%，环比大幅下降 1.20%；其他费用率 1.69%，环比提升 0.83%。由此可见，有色金属行业整体 2020Q2 销售利润率有所提升的主要原因在于三费的下降。而三费的下降，主要是由于：1）在行业景气度不佳、困难企业的情况下，有色金属企业在极力管理费用，减少不必要支出以御行业寒冬；2）2020 年上半年油价大幅下跌，使有色金属企业的产品销售运输费用有所减少，降低了有色金属企业的销售费用；3）在经济下行的情况下，央行采用了更宽松的货币政策与信用政策，减轻了有色金属企业的财务费用负担。

图 17：有色金属行业整体销售毛利率提升



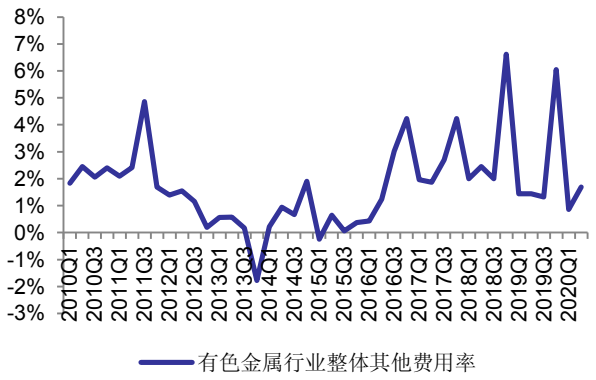
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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 2020 年二季度环比改善，预计三季度仍将上行

有色金属行业整体 2020Q2 毛利率水平较 2020Q1 环比有所上升。有色金属企业 2020Q2 毛利率为 8.15%，较一季度环比上行 0.30 个百分点。而在全球经济逐步复苏，有色金属价格

反弹的支撑下，预计有色金属行业整体 2020Q3 毛利率水平将进一步提升。

图 20：有色金属综合价格反弹

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从子行业来看，钴、钨、其他稀有小金属行业毛利率连续环比上升，而磁性材料、非金属新材料行业毛利率在 2020Q2 环比有较大提升。考虑到黄金、铜、钴等金属价格在三季度的上涨，预计 2020Q3 黄金、铜、钴等行业的毛利率将会继续提升。

表 6：有色金属行业毛利率水平

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
有色金属行业整体	9.97%	9.86%	8.76%	8.99%	7.85%	8.15%
工业金属	8.28%	8.57%	7.42%	6.89%	6.13%	6.23%
铝	10.94%	11.80%	10.71%	13.19%	12.27%	10.52%
铜	5.72%	6.09%	5.27%	3.73%	2.77%	4.26%
铅锌	13.99%	13.03%	11.61%	12.48%	10.77%	9.57%
黄金	11.36%	8.94%	9.34%	14.30%	10.23%	10.91%
稀有金属	12.46%	13.03%	11.25%	11.97%	11.09%	11.38%
稀土	10.00%	11.43%	10.10%	13.20%	8.43%	9.98%
钨	14.67%	18.27%	15.53%	17.93%	18.38%	19.01%
锂	40.51%	42.99%	36.11%	35.11%	35.41%	30.75%
钴	11.40%	11.19%	9.65%	12.59%	14.06%	15.69%
其他稀有小金属	9.12%	9.18%	8.10%	6.26%	6.60%	6.76%
金属非金属新材料	22.18%	23.34%	20.03%	19.12%	17.58%	19.17%
金属新材料	18.07%	21.07%	18.77%	19.58%	17.55%	18.54%
磁性材料	22.03%	21.97%	21.21%	21.35%	19.53%	21.00%
非金属新材料	28.43%	26.82%	20.95%	17.10%	16.57%	18.87%

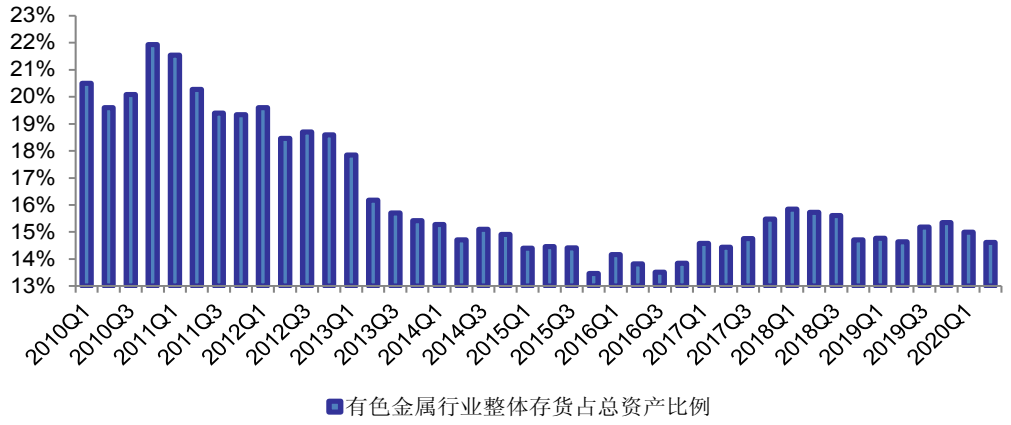
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（六）库存占资产比与库存周转天数皆环比下降

2020 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。2020Q2 的有色金属行业整体存货占总资产比较 2020Q1 环比下降 0.38 个百分点至 14.62%;

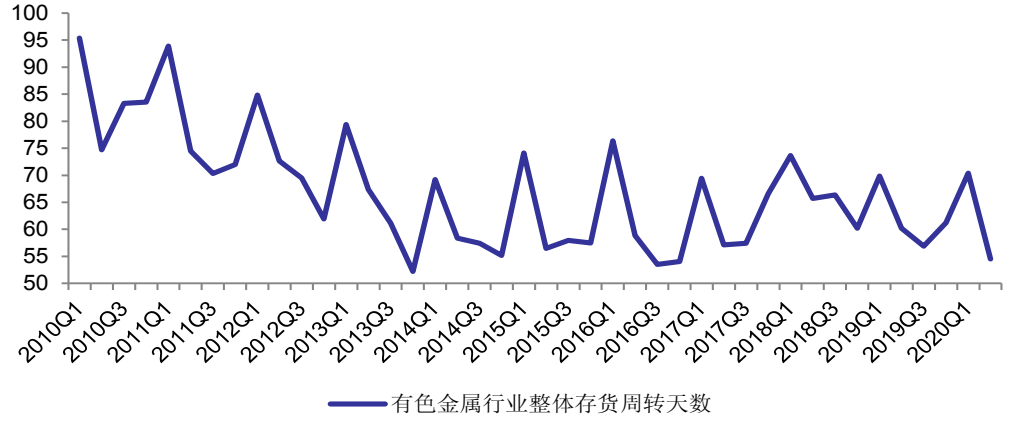
2020Q2 度库存周转天数从 2020Q1 的 70.38 天下降至 54.51 天。在二季度国内疫情得到有效控制后，经济活动逐步复苏，有色金属需求回暖，下游基建、房地产等终端消费行业进入开工旺季并加速赶工，物流交通恢复正常，使有色金属行业在 2020Q2 进入库存去化阶段。

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，在疫情控制后消费物流恢复下所有的有色金属子行业 2020Q2 的存货周转天数较 2020Q1 环比都有所下降。铅锌、钨、非金属新材料 2020Q2 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。

表 7：有色金属行业存货周转天数

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
有色金属行业整体	69.86	60.22	56.88	61.23	70.38	54.51
工业金属	56.32	50.91	47.55	47.78	58.75	44.85
铝	62.53	57.02	53.43	57.15	63.19	54.09
铜	48.54	44.15	42.40	42.58	55.63	40.81
铅锌	83.35	74.98	65.90	63.77	69.18	52.61
黄金	69.26	51.79	52.17	82.24	68.68	53.13

稀有金属	124.29	103.04	102.00	116.53	119.71	99.51
稀土	244.09	188.96	177.33	226.36	203.75	184.54
钨	153.36	138.45	132.21	111.86	151.88	118.18
锂	139.16	149.00	151.22	195.12	219.78	188.12
钴	134.16	112.50	97.00	92.48	94.91	90.73
其他稀有小金属	75.07	61.73	65.06	78.11	73.93	58.11
金属非金属新材料	142.33	132.23	119.61	109.42	162.19	128.98
金属新材料	139.41	145.53	133.65	118.27	181.58	144.72
磁性材料	151.51	140.50	134.34	119.34	187.37	141.99
非金属新材料	141.49	110.07	94.50	91.34	124.20	100.79

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（七）行业现金流状况有所改善

2020 年二季度有色金属行业整体经营性现金流状况环比大幅改善。具体来看，有色金属行业整体 2020Q2 经营净现金流同比增长 4.03%，因季节性原因环比增速高达 106.25%。从子行业来看，黄金、钨板块 2020Q2 经营性净现金流出现同比与环比较大幅度的增长。而稀土板块连续两个季度的经营净现金流环比出现大幅下滑。

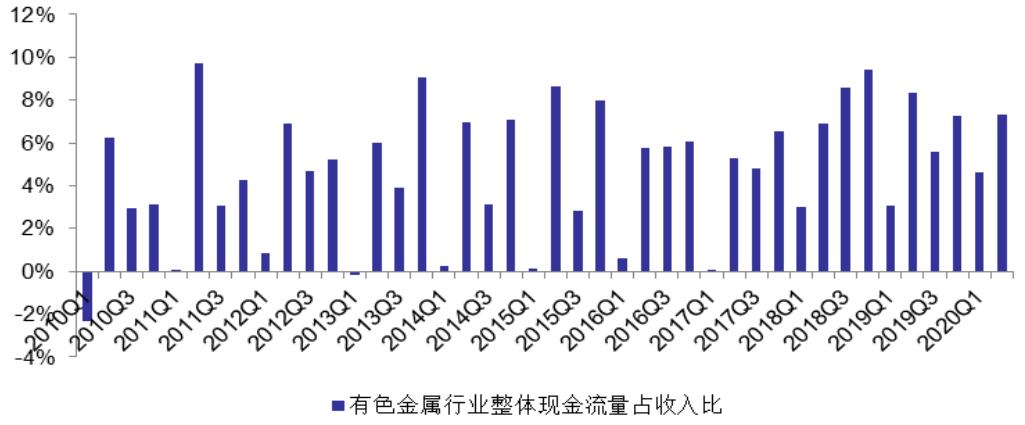
表 8：2020 年二季度有色金属行业整体经营净现金流同比改善

	经营净现金流同比增速			经营净现金流环比增速		
	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2019Q4	2020Q1	2020Q2
有色金属行业整体	-17.25%	62.71%	4.03%	26.06%	-44.97%	106.25%
工业金属	-24.07%	131.46%	-3.26%	-11.80%	-0.76%	52.43%
铝	76.16%	395.04%	16.98%	-6.98%	-9.71%	30.68%
铜	-71.20%	46.39%	10.15%	-41.42%	105.67%	83.65%
铅锌	3.08%	203.71%	-69.87%	26.81%	-68.40%	4.38%
黄金	-1.55%	16.17%	85.18%	48.92%	-65.98%	290.47%
稀有金属	-10.62%	-56.44%	-5.24%	225.54%	-96.41%	1309.13%
稀土	43.13%	54.52%	-220.51%	793.35%	-38.71%	-168.84%
钨	-41.75%	99.24%	347.91%	-7.53%	-100.16%	82302.56%
锂	1.88%	-118.29%	0.29%	203.08%	-108.89%	461.04%
其他稀有小金属	-16.07%	-39.69%	-52.38%	2265.29%	-84.45%	128.31%
金属非金属新材料	0.07%	31.73%	-12.20%	360.76%	-120.89%	425.46%
金属新材料	-23.59%	-91.21%	-65.18%	96.78%	-95.15%	535.06%
磁性材料	-37.36%	1965.82%	-65.98%	40.46%	-67.98%	34.23%
非金属新材料	-32.12%	4.72%	-78.24%	14.92%	-86.31%	6.99%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

有色金属行业整体 2020Q2 经营性现金流量占收入比环比上行至 7.34%。尽管由于季节性因素，有色金属行业 2020Q2 经营性现金流量占收入较一季度环比大幅提升 2.72 个百分点至 7.34%，但数据仍然要高于历史上二季度的平均水平（7.09%），显示有色金属行业上市公司 2020 年二季度的收入含金量极高。

图 23：2020Q2 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，铝、黄金、钨 板块 2020Q2 的收入含金量皆同比上升，且高于历史平均水平；而铅锌、稀土、磁性材料的经营性现金流占收入比同比下滑。

表 9：2020Q2 有色金属行业现金流量占收入比

	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	MAX	MIN	AVERAGE
有色金属行业整体	8.32%	5.56%	7.27%	4.62%	7.34%	9.70%	-2.35%	4.70%
工业金属	8.67%	5.58%	4.71%	5.78%	6.81%	11.55%	-4.29%	3.96%
铝	8.77%	9.27%	9.38%	9.53%	11.07%	18.30%	-5.31%	6.05%
铜	7.13%	2.97%	1.57%	4.15%	5.55%	10.28%	-8.99%	2.56%
铅锌	17.85%	11.54%	14.76%	5.69%	4.79%	17.91%	-8.10%	6.07%
黄金	6.17%	5.58%	11.92%	3.40%	9.73%	18.14%	1.40%	7.21%
稀有金属	7.33%	4.34%	16.24%	0.61%	7.17%	17.74%	-9.72%	5.19%
稀土	3.81%	-1.50%	12.13%	6.82%	-4.17%	54.35%	-40.15%	4.11%
钨	4.74%	18.28%	15.29%	-0.03%	20.89%	44.44%	-29.88%	5.06%
锂	16.28%	17.74%	64.96%	-6.14%	20.45%	64.96%	-27.20%	16.98%
钴	20.03%	1.11%	25.56%	4.32%	9.45%	56.04%	-24.02%	6.64%
其他稀有小金属	5.75%	1.70%	10.07%	-2.11%	5.48%	18.64%	-11.04%	4.06%
金属非金属新材料	14.97%	7.93%	14.47%	1.05%	5.04%	29.32%	-11.43%	6.49%
金属新材料	13.78%	7.20%	8.76%	4.37%	4.54%	31.27%	-11.45%	4.00%
磁性材料	8.61%	10.22%	10.52%	2.21%	1.64%	41.49%	-24.88%	6.06%
非金属新材料	19.75%	7.61%	25.10%	-3.87%	7.77%	58.83%	-44.23%	8.78%

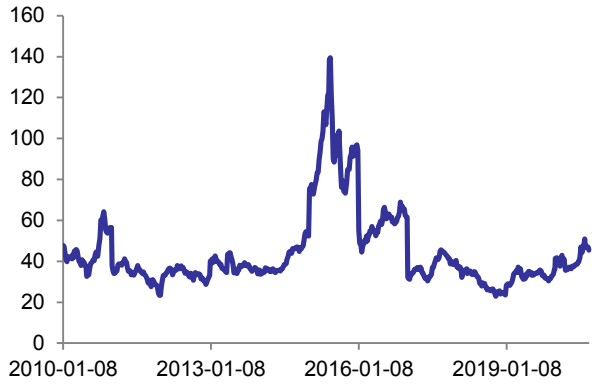
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（八）行业估值处于历史平均水平

有色金属行业整体估值处于历史中位。虽然 2020 年上半年有色金属行业受疫情影响业绩下滑，但在经济复苏预期以及依托大盘整体上涨的带动，年初至今上涨 7.87%，在 28 个 SW 一级行业中排名第 17 位。在经历年初至今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，悲观预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为

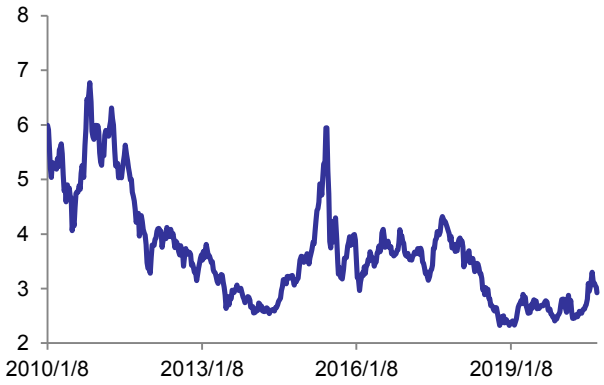
45x，市净率为 2.42x，处于 2010 年以来的行业估值水平的平均值左右。而在全球经济反弹有色金属需求好转，金属价格上涨驱动企业业绩上行的支撑下，预计有色金属行业估值将进一步降低。

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

在国内疫情得到有效控制、欧美解除隔离经济重启后，全球经济展开反弹，而美联储修改政策评估框架，提高通胀容忍度，将在相当长的时期内维持货币宽松。市场宽松的流动性，以及主要经济体中美欧新冠疫苗预计将于今年年底、明年年初应用，将强化全球经济回暖的预期。宏观经济预期的边际持续上行将会改善大宗商品下游需求，利好铜等跟宏观面相关性较大的工业金属。而铜消费国经济恢复或快于铜原料生产国可能使铜在时间上的供需错配造成铜精矿供应的紧张，加大铜价的上涨弹性。建议投资者关注经济反弹下的铜板块，推荐紫金矿业（601899）、江西铜业（600362）、西部矿业（601168）、云南铜业（000878）。中美关系复杂化、地缘政治冲突加剧以及政府高层对军队的重视，市场对十四五政策军工关键装备提升的预期升温，而钛、碳-碳材料等军工新材料近期行业景气度提升并将受益于国产化需求的政策支持，推荐西部超导（688122）、宝钛股份（600456）、楚江新材（002171）。

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;
4）新冠疫情再度爆发 。

插 图 目 录

图 1: 2020H1 有色金属行业营业收入增速与业绩增速 2
图 2: 2020Q2 单季度有色金属行业营业收入增速与业绩增速 2
图 3: 2020H1 有色金属行业主营业绩增速与业绩增速 3
图 4: 2020Q2 有色金属行业主营业绩增速与业绩增速 3
图 5: 2020H1 与 2020Q2 有色金属行业投资收益同比减少 3
图 6: 2020QH1 与 2020Q2 有色金属行业财务费用同比减少 3
图 7: 有色金属行业上市公司 2020H1 业绩增速分布 4
图 8: 有色金属行业上市公司 2020Q2 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提升 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: 有色金属综合价格反弹 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: 2020Q2 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 2020H1 业绩同比下滑 4
表 2：有色金属行业上市公司 2020Q2 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 12
表 8：2020 年二季度有色金属行业整体经营净现金流同比改善 13
表 9：2020Q2 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。本报告清晰准确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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（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。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。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

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