

业绩已至底部，静待需求复苏带动行业反转

——有色金属行业 2023 年半年报业绩回顾

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 2023 年上半年营业收入同比增长 3.31%，归属于母公司股东净利润同比减少 26%；2023Q2 单季度营业收入同比增长 2.05%，归属于母公司股东净利润同比减少 35.25%。**2023 年上半年国内放开管控，以及消费与房地产一系列扶持政策的出台，经济显露出强势复苏迹象，叠加美联储放缓加息进度，有色金属价格与行业景气度在年初一度上行。但国内疫情后的疤痕效应使经济复苏的势头在一季度后快速回落；而海外因美国经济与通胀顽固超年初的预期使市场上调了美联储加息的利率峰值和高利率状态的持续时间。国内经济复苏强度的下行，以及美联储加息更高更长的预期，使有色金属价格、行业景气度与企业盈利能力在 2023 年上半年中下旬继续下滑。
- **有色金属行业整体 ROE 水平继续下行创两年来新低，销售利润率成下滑主因。**2023Q2 有色金属行业整体 ROE 环比下行 0.23 个百分点至 2.37%，创下 2021Q2 以来新低。从杜邦分析的结果来看，销售利润率从 4.31% 下降到 3.79%，影响 ROE 为 0.32 个百分点，是 ROE 下行的最核心因素。而有色金属行业整体资产周转率从 2023Q1 的 0.29 上升至 2023Q2 的 0.30，提升 ROE 水平 0.08 个百分点。有色金属行业整体权益乘数从 2023 年一季度的 2.08 上升到 2023 年二季度的 2.09，提升 ROE 水平 0.02 个百分点。
- **有色金属价格下跌导致毛利率的下降，致使 2023Q2 行业销售利润率下行。**二季度国内经济复苏势头回落，有色金属大宗商品价格受此影响下跌，南华有色金属指数 2023Q2 均价较 2023Q1 均价环比下跌 2.73%，同比下跌 4.45%，使有色金属行业毛利率在 2023Q2 环比下滑 0.91 个百分点至 9.84%。而 2023Q2 有色金属行业三项费用率与其他费用率分别环比下降 0.37、0.02 个百分点。由此可见，有色金属行业整体毛利率在 2023Q2 的下滑，成为了驱动了有色金属行业销售利润率在 2023 年二季度下行的主要原因。而从 2023Q3 各有色金属品种价格变动趋势看，铜、铝、黄金、锡、钨行业的毛利率与净资产收益率有望在三季度好转。
- **投资策略：**在 7 月中央政治局明确下半年要加大逆周期调控后，央行降息、房地产、消费等各项重磅政策逐步落地，有望释放内需与拉动房地产产业链，利好于经济复苏与有色金属行业消费改善。宏观预期好转，顺周期属性最强的工业金属将率先受益。进入下游开工旺季，叠加经济加速复苏，在淡季仍保持低库存的工业金属，在需求边际提升与宏观预期好转支撑下价格有望走强，铜、铝等行业的净资产收益率与业绩增速或在三季度改善，建议关注工业金属行业龙头云铝股份（000807）、神火股份（000933）、天山铝业（002532）、紫金矿业（601899）、洛阳钼业（603993）、西部矿业（601168）、铜陵有色（000630）。美联储抗击通胀在二季度取得巨大进展，美国通胀增速已大幅下降。而近期美国职位空缺、失业率等就业数据下滑显示了美国就业市场的降温，缓解了市场及美联储对于就业景气支撑美国顽固通胀的担忧，美联储进一步大幅加息的必要性下降，在下半年结束本轮加息周期的预期加强。这有利于黄金价格继续保持上涨的态势，提升三季度黄金行业的盈利能力，建议关注山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、银泰黄金（000975）、赤峰黄金（600988）。

分析师

华立

☎：(8621) 20252650

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

相关研究

目 录

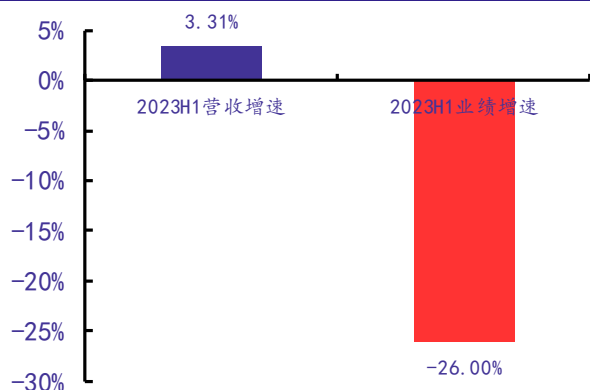
一、有色金属行业 2023 年半年报业绩概览.....	2
（一）行业业绩持续下滑，业绩增速下探或已至底部	2
（二）多数公司业绩明显下滑，净利润增速分布趋向尾部集中	2
二、有色金属行业 2023 年半年报业绩分析：毛利率下行拖累 ROE 下滑，行业估值已至历史底部区域	4
（一）行业净利润持续下滑，业绩增速继续探底	4
（二）有色金属行业整体 ROE 水平创两年来新低	6
（三）销售利润率的下滑是 ROE 环比下行的主要原因	7
（四）毛利率的下滑是销售利润率下行的主要因素	8
（五）有色金属价格下跌造成 2023Q2 毛利率的下滑	9
（六）行业存货周转天数环比下行	11
（七）行业现金流状况改善	12
（八）A 股有色金属行业估值处于历史底部位置	14
三、投资策略	15
四、风险提示	15

一、有色金属行业 2023 年半年报业绩概览

（一）行业业绩持续下滑，业绩增速下探或已至底部

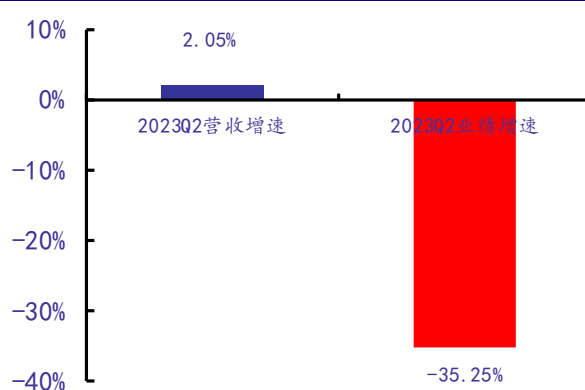
有色金属行业上市公司 2023 年上半年营业收入同比增长 3.31%，归属于母公司股东净利润同比减少 26%；2023Q2 单季度营业收入同比增长 2.05%，归属于母公司股东净利润同比减少 35.25%。我们将 2023 年前上市的，有色金属一级行业中的共 119 家上市公司，作为一个整体样本进行测算，以观测有色金属行业整体的业绩表现。2023 年上半年国内放开管控，以及消费与房地产一系列扶持政策的出台，经济显露出强势复苏迹象，叠加美联储放缓加息进度，有色金属价格与行业景气度在年初一度上行。但国内疫情后的疤痕效应使经济复苏的势头在一季度后快速回落；而海外因美国经济与通胀顽固超年初的预期使市场上调了美联储加息的利率峰值和高利率状态的持续时间。国内经济复苏强度的下行，以及美联储加息更高更长的预期，使有色金属价格、行业景气度与企业盈利能力在 2023 年上半年中下旬继续下滑。具体来看，有色金属行业 2023 年上半年营业收入同比增长 3.31%，业绩同比下滑 26%；有色金属行业 2023Q2 单季度营业收入同比增长 2.05%，业绩同比下滑 35.25%。

图 1：2023 年上半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 2：2023Q2 有色金属行业营业收入增速与业绩增速

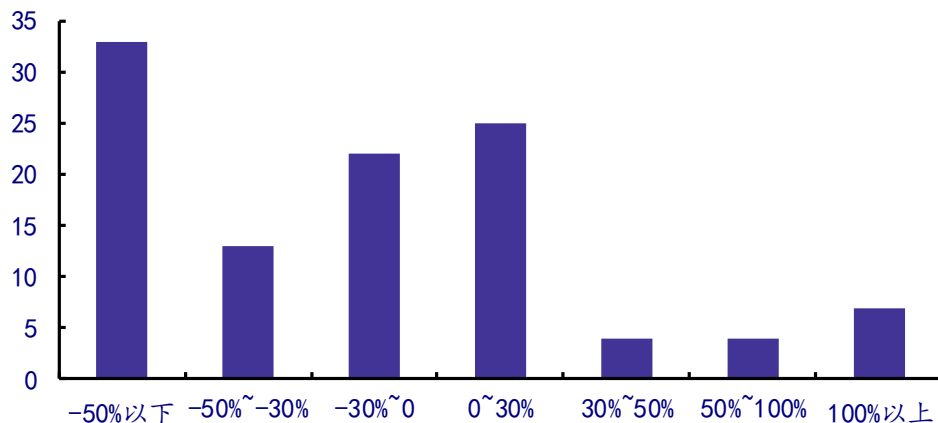


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）多数公司业绩明显下滑，净利润增速分布趋向尾部集中

有色金属行业 2023 年上半年超六成上市公司业绩同比下滑。整体来看，2023 年上半年有色金属行业上市公司的业绩呈现明显的下行趋势，大部分上市公司业绩较去年同期负增长。2023 年上半年业绩增长处于下滑 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。2023H1 业绩同比下滑 0-30% 的上市公司共有 22 家，占比为 20.37%。2023 年上半年业绩同比上升的上市公司数量为 40 家，占总数比例为 37.04%；同期业绩增速在 100% 以上的公司共有 7 家，占总数的 6.48%。而有有色金属上市公司 2023 年上半年业绩增速在 0-30% 区间内的有 25 家，占比 23.15%。

图 3：有色金属行业上市公司 2023 年上半年业绩增速分布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

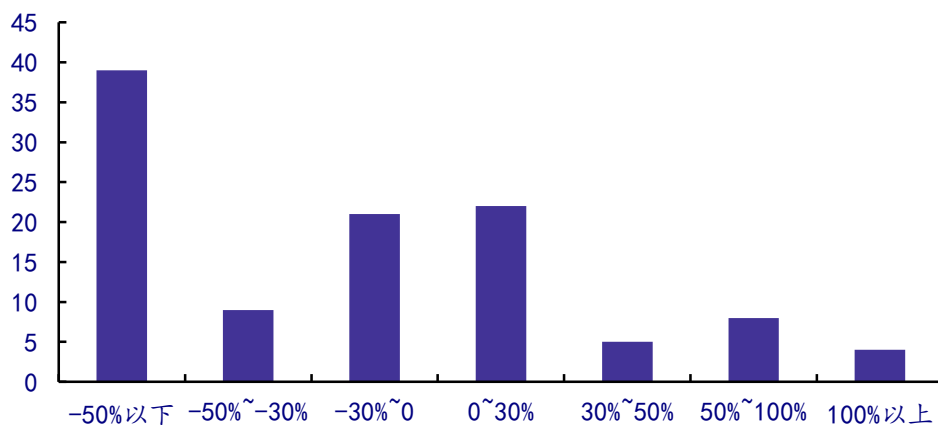
表 1：超过六成以上有色金属行业上市公司 2023 年上半年业绩同比下滑

业绩增幅	-50%以下	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	33	13	22	25	4	4	7
占比	30.56%	12.04%	20.37%	23.15%	3.70%	3.70%	6.48%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2023Q2 有色金属行业上市公司业绩分布继续向尾部倾斜，边际上分布区域有向中后部转移的现象，显示业绩整体下滑。2023Q2 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，且扩大至 39 家，占总数的 36.11%；而业绩同比下滑在 0%-30% 区间的公司共有 21 家，占总数的 19.44%。2023Q2 有色金属行业上市公司业绩增速在 0%-30% 的公司分别有 22 家，占比为 20.37%。2022Q3 业绩同比增长在 30% 以上的上市公司数量有 17 家，占总体的比例的 15.74%。

图 4：有色金属行业上市公司 2023Q2 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 2023Q2 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	39	9	21	22	5	8	4
占比	36.11%	8.33%	19.44%	20.37%	4.63%	7.41%	3.70%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

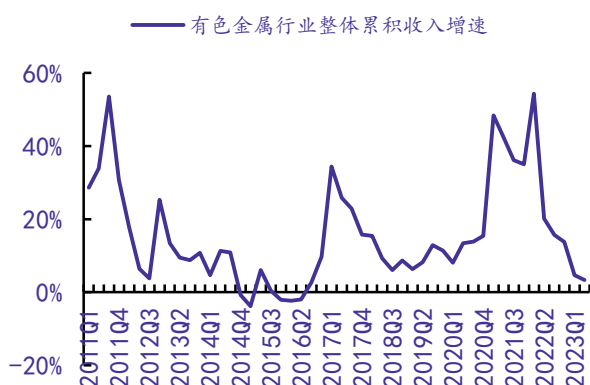
二、有色金属行业 2023 年半年报业绩分析：毛利率下行拖累 ROE 下滑，行业估值已至历史底部区域

（一）行业净利润持续下滑，业绩增速继续探底

2023 年上半年有色金属行业整体净利润增速加速下行，2023Q2 行业业绩环比下滑。有色金属行业上市公司 2023 年上半年营业收入同比增长 3.31%，归属于母公司股东净利润同比减少 26%。而 2023Q2 单季度有色金属行业收入同比增速 2.05%，归属于母公司净利润同比减少 35.25%。

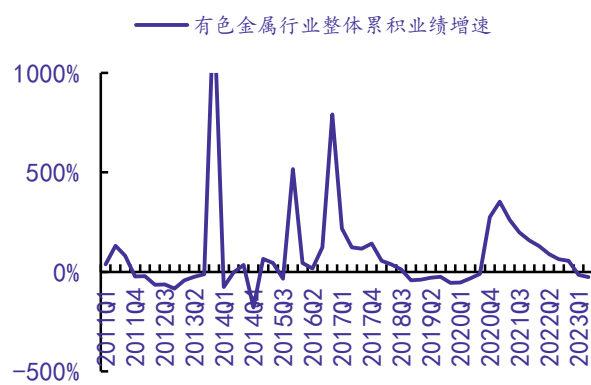
综合来看，2023Q2 国内经济复苏势头减弱，而海外通胀韧性使美联储加息的幅度超预期，有色金属行业景气度与有色金属大宗商品价格在二季度出现了明显的下行，企业盈利能力恶化，A 股有色金属行业整体的业绩增速进一步下行，且 Q2 单季度业绩环比下滑。

图 5：有色金属行业整体累计收入增速



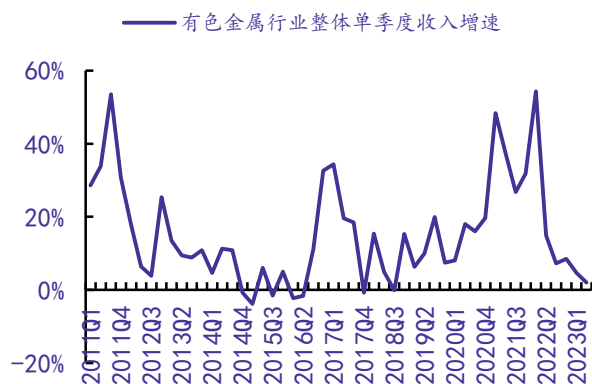
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：有色金属行业整体累计业绩增速



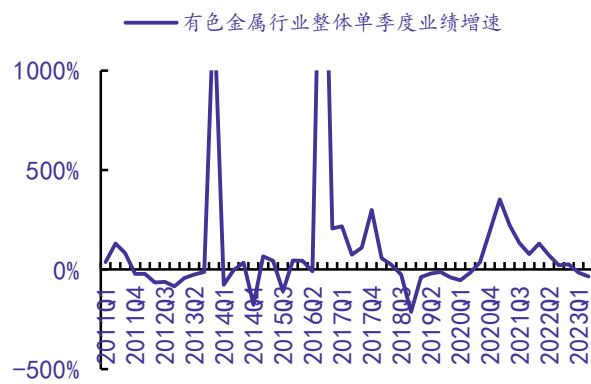
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：有色金属行业整体单季度收入增速



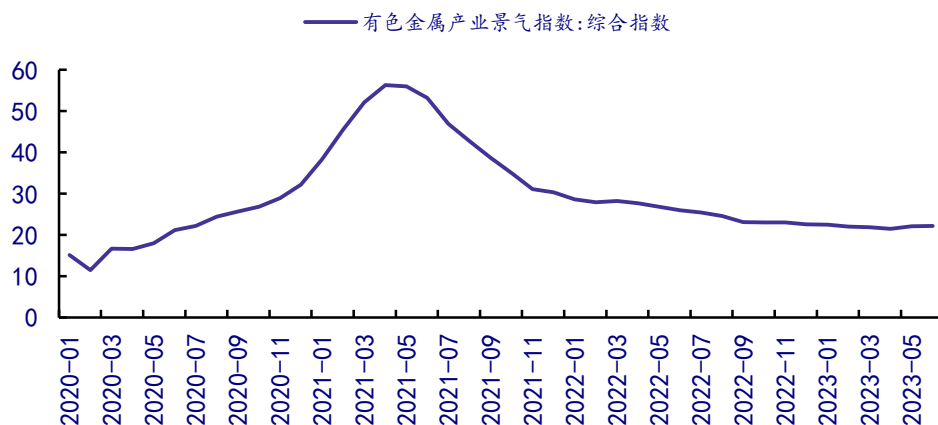
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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，2023Q2 黄金板块业绩加速增长，其他稀有小金属行业业绩增速大幅反转。虽然 2023 年上半年美国经济与通胀韧性超预期使美联储给出了超出市场预期的更高更长的利率峰值指引，但美联储在边际的放缓加息节奏仍然驱动了黄金价格的上涨，2023Q2 国内黄金价格均价上涨至 447.58 元/克，同比上涨 12.29%，环比上涨 6.53%，拉动 A 股黄金板块单季度业绩增速从 2023Q1 的 25.50%加速至 2023Q2 的 43.75%。铜、银、铂价格在 2023Q2 较去年同期的强势也使其他稀有小金属板块业绩增速由负转正。钴与金属新材料行业在 2023 年二季度业绩改善，业绩降幅环比收窄。除此之外，A 股有色金属行业其他细分子行业 2023Q2 业绩增速都环比有所下滑。

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		
	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2022Q4	2023Q1	2023Q2
有色金属行业整体	8.45%	4.65%	2.05%	26.48%	-14.84%	-35.25%
工业金属	2.91%	2.45%	2.71%	-11.28%	-17.70%	-33.93%
铝	6.40%	-13.37%	-10.25%	26.63%	-21.02%	-46.19%
铜	7.35%	7.52%	7.08%	-14.94%	-18.55%	-27.60%
铅锌	-33.66%	8.83%	2.64%	-325.36%	4.75%	-19.39%
黄金	3.69%	10.89%	22.89%	12.99%	25.50%	43.75%
稀有金属	47.73%	16.60%	-8.38%	75.04%	-14.45%	-47.83%
稀土	21.15%	7.37%	-27.50%	-31.67%	-59.35%	-89.25%
钨	18.31%	-13.63%	-19.06%	-35.87%	2.26%	-29.07%
锂	279.97%	96.63%	21.88%	221.79%	6.11%	-53.11%
钴	13.04%	36.90%	-19.04%	-49.53%	-24.50%	-6.06%
其他稀有小金属	24.79%	-0.43%	0.51%	-78.43%	-26.87%	57.53%
金属非金属新材料	14.58%	-0.35%	-2.26%	27.05%	-7.68%	-14.52%
金属新材料	8.52%	-10.11%	3.60%	0.53%	-46.44%	-30.05%
磁性材料	13.77%	3.93%	-13.75%	-5.42%	-19.88%	-69.90%
非金属新材料	25.22%	14.48%	-1.83%	99.59%	73.77%	41.73%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）有色金属行业整体 ROE 水平创两年来新低

有色金属行业整体 ROE 继续下行。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，而此后有色金属行业进入景气度持续上行阶段，并于 2022Q2 触顶下行。尽管 2023Q1 有色金属行业整体 ROE 水平在连续下行 2 个季度后短暂出现反弹，但 2023Q2 继续恢复下行态势。2023Q2 有色金属行业整体 ROE 环比下行 0.23 个百分点至 2.37%，创下两年来新低。子行业来看，黄金、铅锌、金属新材料、非金属新材料板块的 ROE 水平在 2023Q2 有明显的环比提升，而稀土、锂板块 ROE 则出现了大幅下降。

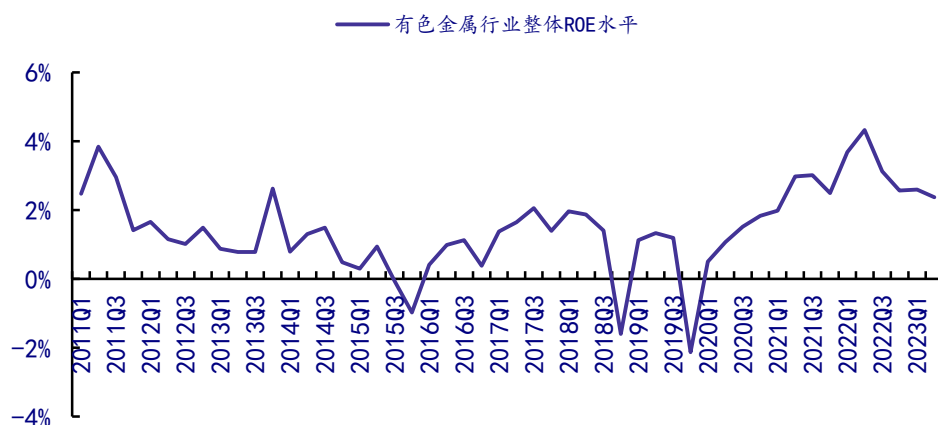
表 4：有色金属行业 ROE 水平

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
有色金属行业整体	3.68%	4.32%	3.12%	2.57%	2.59%	2.37%
工业金属	3.26%	3.83%	2.13%	1.48%	2.32%	2.22%
铝	3.38%	4.30%	2.16%	1.68%	2.28%	2.02%
铜	3.48%	3.71%	2.18%	1.81%	2.43%	2.36%
铅锌	1.99%	2.94%	1.81%	-0.76%	1.95%	2.19%
黄金	1.42%	1.61%	1.06%	1.20%	1.40%	2.04%
稀有金属	7.08%	7.88%	7.37%	6.72%	4.29%	3.06%
稀土	6.91%	6.29%	4.40%	3.74%	2.41%	0.62%
钨	2.58%	3.26%	2.52%	0.95%	2.20%	1.93%

锂	14.13%	18.40%	17.06%	14.62%	7.07%	4.72%
钴	4.58%	3.61%	2.00%	2.33%	2.68%	2.62%
其他稀有小金属	3.80%	1.79%	0.77%	0.39%	2.59%	2.61%
金属非金属新材料	2.03%	2.82%	2.50%	1.70%	1.57%	2.02%
金属新材料	2.32%	2.13%	1.50%	1.12%	1.07%	1.30%
磁性材料	2.26%	3.39%	3.59%	1.82%	1.44%	0.83%
非金属新材料	1.52%	3.17%	2.84%	2.30%	2.22%	3.69%

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）销售利润率的下滑是 ROE 环比下行的主要原因

2023Q2 有色金属行业整体 ROE 环比下行主要是由于销售利润率的下滑所致。从杜邦分析的结果来看，有色金属行业整体 ROE 从 2023Q1 的 2.59% 下降到 2023Q2 的 2.37%，环比下滑 0.23 个百分点。其中，销售利润率从 4.31% 下降到 3.79%，影响 ROE 为 0.32 个百分点，是 ROE 下行的最核心因素。而有色金属行业整体资产周转率从 2023Q1 的 0.29 上升至 2023Q2 的 0.30，提升 ROE 水平 0.08 个百分点。有色金属行业整体权益乘数从 2023 年一季度的 2.08 上升到 2023 年第二季度的 2.09，提升 ROE 水平 0.02 个百分点。

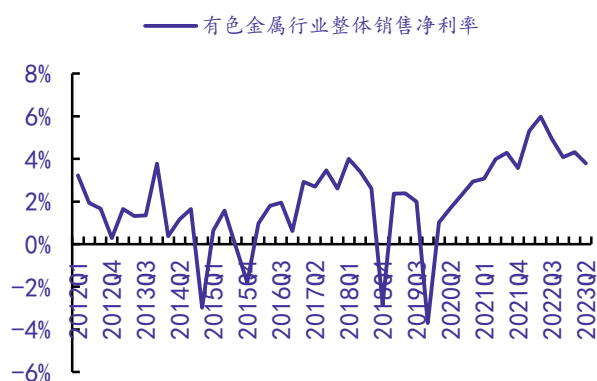
表 5: 销售利润率下降，拖累 ROE 环比下行

	有色金属行业整体			
	ROE	销售利润率	资产周转率	权益乘数
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
2020Q3	1.51%	2.30%	0.28	2.36
2020Q4	1.83%	2.93%	0.27	2.28
2021Q1	1.98%	3.08%	0.29	2.24
2021Q2	2.98%	3.99%	0.33	2.24
2021Q3	3.01%	4.28%	0.32	2.18
2021Q4	2.49%	3.56%	0.33	2.14
2022Q1	3.68%	5.31%	0.32	2.15
2022Q2	4.32%	5.98%	0.33	2.17
2022Q3	3.12%	4.93%	0.30	2.13
2022Q4	2.57%	4.08%	0.30	2.09
2023Q1	2.59%	4.31%	0.29	2.08
2023Q2	2.37%	3.79%	0.30	2.09

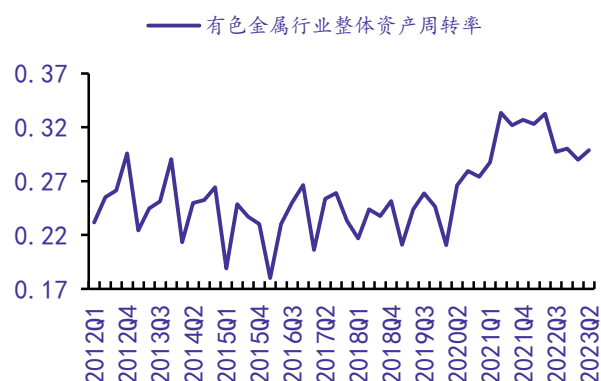
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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

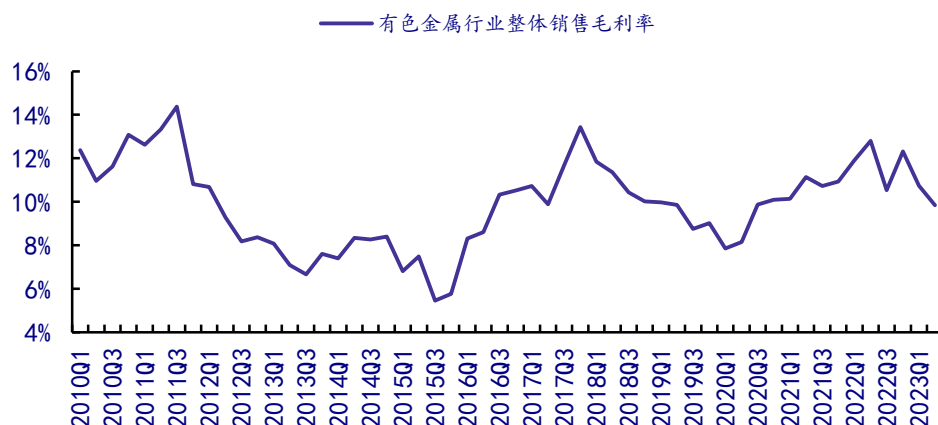


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 毛利率的下滑是销售利润率下行的主要因素

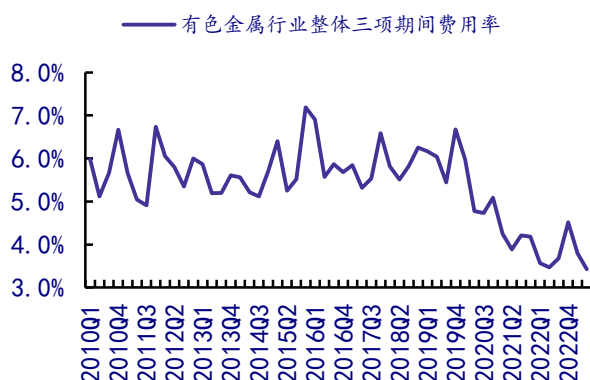
毛利率的下降致使 2023Q2 行业销售利润率下行。2023Q2 有色金属行业的整体毛利率是 9.84%，环比下滑 0.91 个百分点。而 2023Q2 有色金属行业三项费用率为 3.43%，环比下降 0.37 个百分点；其他费用率 2.62%，环比下降 0.02 个百分点。由此可见，有色金属行业整体毛利率在 2023Q2 的下滑，成为了驱动了有色金属行业销售利润率在 2023 年二季度下行的主要原因。而在宏观经济复苏势头减弱、行业景气度下行、盈利能力减弱的情况下，有色金属企业对期间费用的控制也在加强，2023Q2 有色金属行业 3.43% 的三项费用率更是创下了 2010 年以来单季度的最低记录。

图 13：有色金属行业整体销售毛利率下降



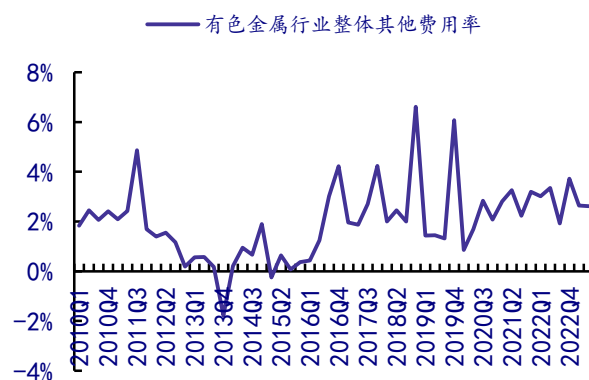
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14：有色金属行业整体三项期间费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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

（五）有色金属价格下跌造成 2023Q2 毛利率的下滑

有色金属企业毛利率在 2023Q2 的下行主要是由于有色金属价格在二季度的下跌所引发的。有色金属企业 2023Q2 毛利率为 9.84%，较 2023Q1 环比下滑 0.91 个百分点。行业毛利率水平的下行，主要在经过年初经济复苏的强烈预期后，二季度疫情疤痕效应显现经济复苏势头回落，有色金属大宗商品价格受此影响在 2023Q2 下跌。南华有色金属指数 2023Q2 均价较 2023Q1 均价环比下跌 2.73%，同比下跌 4.45%，使有色金属企业盈利能力在二季度下滑。国内 7 月中央政治局会议明确提出要加大逆周期调控、扩大内需促发展的定调，一系列更为积极的稳增长政策出台及落地，国内经济复苏动能将得到增强。有色金属行业需求有望受益于经济复苏与需求扩大，以及有色金属大宗商品价格在 6 月触底后随经济逐步回升，A 股有色金属行业毛利率或将在 2023Q3 边际改善。

图 16：南华有色金属价格指数 2023Q2 均价环比下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从子行业来看，黄金、铅锌、金属新材料、非金属新材料板块 2023Q2 毛利率水平有所提升，而新能源上游稀土、锂、钴毛利率则有较大幅度的下降。

表 6：有色金属行业子行业毛利率水平

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
有色金属行业整体	11.90%	12.80%	10.53%	12.32%	10.74%	9.84%
工业金属	9.80%	10.22%	7.25%	9.47%	8.03%	7.51%
铝	12.98%	16.96%	11.56%	15.25%	12.51%	12.40%
铜	8.65%	7.94%	5.57%	7.19%	6.49%	5.78%
铅锌	9.22%	9.49%	9.08%	9.61%	9.32%	9.90%
黄金	9.73%	12.93%	9.47%	9.13%	9.40%	10.09%
稀有金属	23.74%	24.16%	24.75%	26.83%	23.91%	20.22%
稀土	22.11%	16.37%	18.42%	15.16%	11.20%	5.67%
钨	15.12%	14.32%	13.82%	14.39%	17.18%	15.56%
锂	75.87%	70.26%	66.89%	62.02%	66.09%	54.00%
钴	19.54%	20.19%	14.47%	20.45%	16.19%	13.34%
其他稀有小金属	12.78%	12.02%	8.10%	9.17%	11.86%	10.25%
金属非金属新材料	16.29%	18.63%	15.79%	15.24%	15.67%	17.84%
金属新材料	15.04%	14.73%	12.83%	13.68%	12.73%	13.23%
磁性材料	19.79%	21.29%	19.07%	17.89%	17.95%	16.47%
非金属新材料	16.07%	22.24%	17.54%	15.79%	18.42%	25.88%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从此前的杜邦分析的拆分来看，A 股有色金属行业资产周转率与权益乘数都在扩张，行业净资产收益率的下滑主要是由于销售净利润的下降，而销售净利润的下行则是由于毛利率的下降，也就是有色金属产品价格的下跌所导致的。因此，有色金属价格则成为了 A 股有色金属行业净资产收益与盈利能力变化的主导因素。而从 2023Q3 各有色金属品种价格变动的趋势看，铜、铝、黄金、锡、钨行业的净资产收益率与业绩增速有望在三季度好转。

表 7：有色金属细分品种 2023Q3 均价涨幅

有色金属品种	2023Q1 均价	2023Q2 均价	2023Q3 均价	2023Q2 同比涨幅	2023Q2 环比涨幅	2023Q3 同比涨幅	2023Q3 环比涨幅
铜(元/吨)	68655	67558	69192	-6.25%	-1.60%	13.04%	2.42%
铝(元/吨)	18457	18521	18552	-10.16%	0.35%	0.87%	0.17%
铅(元/吨)	15299	15301	15884	-0.28%	0.01%	5.23%	3.81%
锌(元/吨)	23241	20844	20567	-20.88%	-10.31%	-15.71%	-1.33%
黄金(元/克)	420	448	456	12.28%	6.53%	18.67%	1.89%
白银(元/千克)	5060	5532	5709	14.85%	9.35%	32.73%	3.19%
氧化镨钕(万元/吨)	66.43	48.27	47.28	-47.05%	-27.34%	-35.15%	-2.05%
钕铁硼(元/公斤)	191.9	174.99	172.59	-34.98%	-8.81%	-23.06%	-1.37%
锡(元/吨)	208869	206665	225103	-29.48%	-1.05%	16.20%	8.92%
钼精矿(元/吨度)	4776	3426	4114	25.38%	-28.26%	58.10%	20.09%
钨精矿(元/吨)	118631	119915	120074	5.51%	1.08%	4.50%	0.13%
海绵钛(万元/吨)	7.59	6.93	5.45	-11.15%	-8.70%	-30.13%	-21.36%
海绵锆(元/千克)	211	208	202	-1.13%	-1.61%	-9.94%	-2.41%
钴(元/吨)	306814	269576	282630	-45.50%	-12.14%	-19.16%	4.84%
碳酸锂(元/吨)	402843	254593	262913	-45.96%	-36.80%	-45.48%	3.27%
镍(元/吨)	206435	179947	170992	-17.52%	-12.83%	-6.44%	-4.98%

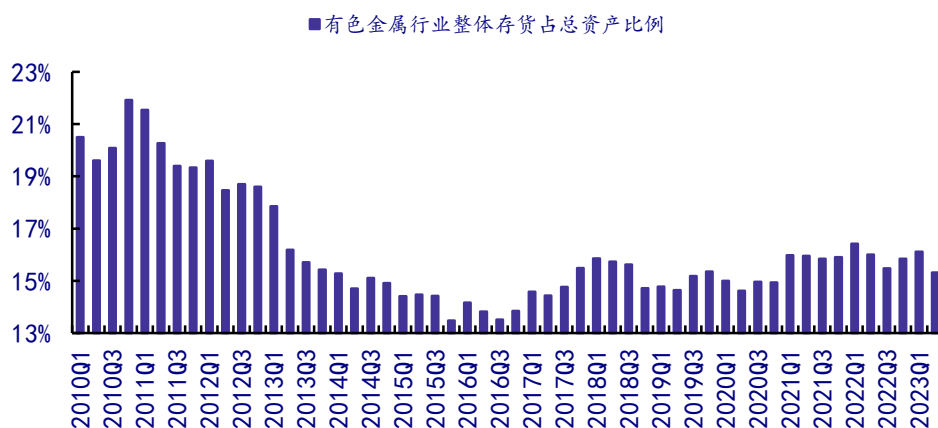
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：假设目前的有色金属品种 Q3 均价为整个第三季度的均价

（六）行业存货周转天数环比下行

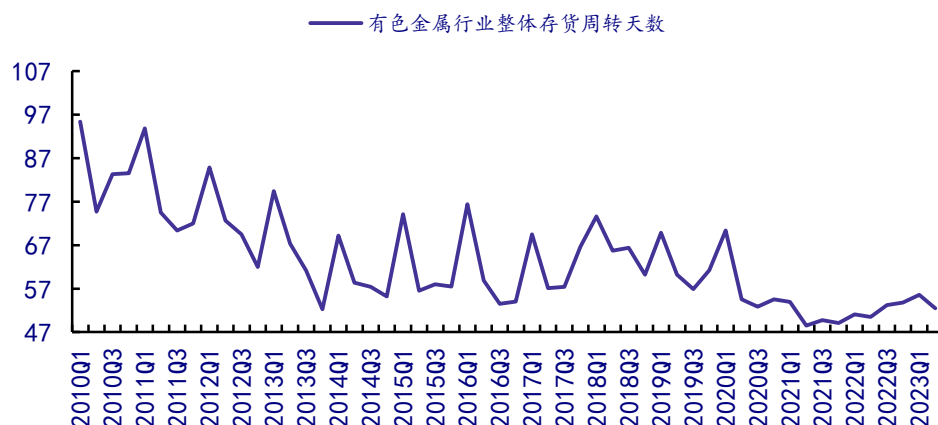
2023 年二季度有色金属行业整体行业存货周转天数环比减少，且有色金属行业整体存货占总资产比有所下行。2023Q2 的有色金属行业整体存货占总资产比较 2023Q1 环比下行 0.79 个百分点至 15.32%。2023Q2 有色金属行业整体库存周转天数从 2023Q1 的 55.60 天减少至 52.51 天。尽管二季度有色金属行业整体存货周转天数下降，库存去化，但仍高于去年的同期水平。而三季度随着国内新一轮稳增长政策的逐步落地经济复苏进程加快，以及下游进入开工旺季，预计有色金属行业在 2023Q3 或将进一步去库。

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下降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从子行业来看，除去铅锌、钴与非金属新材料外，其他有色金属三级子行业 2023Q2 的存货周转天数环比都下行。其中，黄金、铜、稀有小金属板块 2022Q3 存货周转天数环比、同比皆有所减少。

表 8：有色金属行业存货周转天数

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
有色金属行业整体	51.11	50.52	53.24	53.81	55.60	52.51
工业金属	41.37	39.86	42.35	43.00	44.80	42.12
铝	38.81	41.74	44.04	41.44	51.89	49.49
铜	42.30	39.75	41.15	42.47	42.62	39.31
铅锌	41.48	35.93	48.60	54.48	45.94	49.03
黄金	61.29	78.04	68.58	60.56	57.06	54.88
稀有金属	89.47	81.14	89.53	94.54	98.59	98.40
稀土	111.23	100.00	128.43	136.10	114.18	143.87
钨	96.99	81.37	88.61	96.08	117.73	94.50
锂	163.63	114.23	110.78	90.54	161.62	122.62
钴	99.24	90.91	91.98	133.39	99.95	126.19
其他稀有小金属	61.22	57.16	59.66	55.94	61.85	55.13
金属非金属新材料	105.69	107.62	98.80	103.29	119.56	110.36
金属新材料	89.85	97.91	91.93	95.78	110.81	100.32
磁性材料	160.02	136.01	123.73	137.47	157.94	136.33
非金属新材料	97.79	100.72	91.31	92.86	107.85	108.39

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（七）行业现金流状况改善

2023 年二季度有色金属行业整体经营性现金流状况环比改善。具体来看，有色金属行业整体 2023Q2 经营净现金流较 2023Q1 同比大幅增长 412.58%，但较 2022Q2 同比仅微幅下滑 0.52%。由于有色金属行业的回款周期与季节性因素，有色金属企业在二季度的现金流往往要好于一季度，但 2023Q2 行业经营性现金流较 2022Q2 同比稍有下滑仍显示了 A 股有色金属行

业整体经营性现金流保持稳定。从子行业来看，钨、锂、钴、稀土、磁性材料、非金属新材料板块的经营性现金流状况都同环比都出现了大幅提升；而稀土、铅锌板块的经营性现金流在 2023Q2 都出现了同环比的下滑。

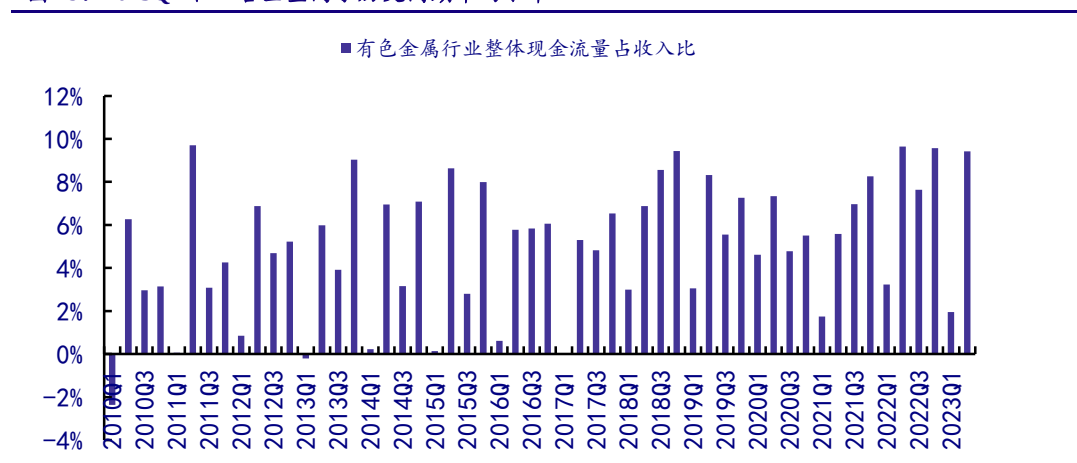
表 9：2023 年二季度有色金属行业整体经营净现金流同比稍有下滑

	经营净现金流同比增速			经营净现金流环比增速		
	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2022Q4	2023Q1	2023Q2
有色金属行业整体	25.49%	-36.76%	-0.52%	30.67%	-79.65%	412.58%
工业金属	-21.59%	-48.12%	-8.91%	-6.07%	-65.43%	336.82%
铝	11.08%	-49.47%	-10.16%	61.03%	-56.73%	72.80%
铜	-34.20%	-79.64%	-9.07%	-26.91%	-93.56%	3564.85%
铅锌	-76.22%	19.65%	0.48%	-76.90%	181.54%	-10.95%
黄金	76.81%	100.62%	4.70%	163.39%	-99.93%	65054.79%
稀有金属	226.53%	-54.24%	16.82%	113.20%	-86.69%	310.80%
稀土	-68.97%	-93.35%	-110.21%	261.32%	-81.98%	-286.50%
钨	709.33%	41.74%	60.05%	-313.33%	-134.94%	333.19%
锂	443.99%	-64.46%	82.46%	24.29%	-86.50%	332.55%
钴	301.94%	635.00%	332.44%	1537.47%	-83.01%	38.99%
其他稀有小金属	-37.90%	381.71%	-14.98%	23.27%	-68.84%	265.05%
金属非金属新材料	947.45%	87.82%	137.36%	61.55%	-114.87%	721.47%
金属新材料	205.91%	71.23%	13.14%	103.46%	-135.70%	309.77%
磁性材料	795.90%	101.49%	269.63%	2026.17%	-98.03%	4860.53%
非金属新材料	939.43%	106.89%	3986.54%	-18.04%	-92.32%	1428.55%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

有色金属行业整体 2023Q2 经营性现金流量占营业收入比为 9.41%，环比大幅上升 7.46 个百分点，也好于近几年二季度的平均水平。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。尽管因有色金属行业的回款周期与季节性原因，有色金属行业上市公司 2023Q2 经营性现金流量占收入比较 2023Q1 环比大幅提升 7.46 个百分点至 9.41%。虽然这有季节性的原因，但该数据仍高于年 2010 年以来二季度的平均水平，且已接近历史最佳水平，显示有色金属行业上市公司 2023 年二季度的营业收入含金量较高。

图 19：2023Q2 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、金属非金属新材料板块 2023Q2 的收入含金量皆同比上升。三级子行业中，铝、钨、锂、钴、其他稀有小金属、金属新材料、磁性材料、非金属新材料板块 2023Q2 的现金流量占收入比同比上升，而铅锌、稀土板块二季度现金流量占收入比同环比皆有下滑。

表 10：2023Q2 有色金属行业现金流量占收入比

	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	MAX	MIN	AVERAGE
有色金属行业整体	9.64%	7.63%	9.57%	1.96%	9.41%	9.70%	-2.35%	5.03%
工业金属	10.10%	7.25%	6.49%	2.22%	8.98%	11.55%	-4.29%	4.44%
铝	11.31%	9.47%	13.08%	6.82%	11.36%	18.30%	-5.31%	7.05%
铜	10.25%	5.92%	4.24%	0.26%	8.70%	10.28%	-8.99%	2.98%
铅锌	5.57%	12.51%	3.09%	6.68%	5.46%	17.91%	-8.10%	6.45%
黄金	7.31%	6.12%	14.84%	0.01%	6.22%	18.14%	-2.70%	6.86%
稀有金属	9.88%	10.21%	21.30%	2.96%	12.60%	21.30%	-9.72%	5.79%
稀土	13.22%	-2.95%	5.04%	0.76%	-1.86%	54.35%	-40.15%	4.37%
钨	4.17%	-4.18%	9.87%	-4.17%	8.25%	44.44%	-29.88%	4.50%
锂	23.12%	44.79%	43.62%	8.46%	34.61%	64.96%	-27.20%	19.59%
钴	-2.84%	-1.96%	34.46%	4.47%	8.16%	56.04%	-24.02%	6.19%
其他稀有小金属	10.86%	7.37%	8.51%	2.76%	9.19%	18.64%	-11.04%	4.29%
金属非金属新材料	5.09%	7.53%	12.70%	-2.15%	12.37%	29.32%	-17.61%	5.60%
金属新材料	9.47%	6.59%	13.40%	-5.46%	10.34%	31.27%	-17.08%	3.64%
磁性材料	2.96%	0.51%	12.54%	0.28%	12.69%	41.49%	-24.88%	5.00%
非金属新材料	0.37%	13.89%	11.79%	1.04%	15.27%	58.83%	-44.23%	7.59%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（八）A 股有色金属行业估值处于历史底部位置

有色金属行业整体估值处于历史低位。尽管有色金属行业业绩有所下滑，但在 A 股有色金属行业指数在跟随大盘大幅回调后，目前 A 股有色金属行业估值仍处于历史底部区间。假若以有色金属行业整体半年报业绩乘以 2，保守预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为 16.80x，市净率为 2.20x，远低于 2010 年以来有色金属行业 39.57x 的市盈率与 3.08x 的市净率估值中枢，已完全反映了此前经济增长不及预期以及美联储加息超出预期致使有色金属价格低迷的风险。

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

新一轮政策加速经济复苏的预期有望在三季度落地。在 7 月中央政治局明确下半年要加大逆周期调控，稳经济与扩内需后，央行降息，国内房地产重磅政策密集出台，降低存量房贷利率与下调首付比例，北上广深一线城市落实“认房不认贷”，有望释放内需与拉动房地产产业链改善，利好于经济复苏与有色金属行业消费改善。宏观预期好转，顺周期属性最强的工业金属将率先受益。进入 9 月有色金属下游开工旺季，叠加新一轮稳增长政策落地经济加速复苏，在淡季仍保持低库存的工业金属，在需求边际提升与宏观预期好转支撑下价格有望走强，铜、铝等行业的净资产收益率与业绩增速或在三季度改善，建议关注工业金属行业龙头云铝股份（000807）、神火股份（000933）、天山铝业（002532）、紫金矿业（601899）、洛阳钼业（603993）、西部矿业（601168）、铜陵有色（000630）。

美联储抗击通胀在二季度取得巨大进展，美国通胀增速已大幅下降。尽管美联储主席鲍威尔在参加杰克逊霍尔全球央行年会上“鹰派”表态美联储可能将进一步加息，但美国近期就业数据下滑：美国 7 月 JOLTS 职位空缺 883 万人低于预期的 945 万人，2021 年 3 月来首次跌破 900 万人大关；8 月 ADP 就业增加 17.7 万人不及预期 19.5 万人，创五个月来最小增幅；8 月失业率意外上升至 3.8%，突破此前 17 个月的波动区间。美国就业市场的降温，缓解了市场及美联储对于就业景气支撑美国顽固通胀的担忧，美联储进一步大幅加息的必要性下降，在下半年来本轮加息周期的预期加强。这有利于黄金价格继续保持上涨的态势，提升三季度黄金行业的盈利能力，建议关注山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、银泰黄金（000975）、赤峰黄金（600988）。

四、风险提示

1) 国内经济复苏不及预期的风险；

- 2) 有色金属价格大幅下跌的风险;
- 3) 美联储加息超出预期的风险;
- 4) 地缘政治恶化超预期的风险。

插图目录

图 1: 2023 年上半年有色金属行业营业收入增速与业绩增速	2
图 2: 2023Q2 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 2023 年上半年业绩增速分布	3
图 4: 有色金属行业上市公司 2023Q2 业绩增速分布	3
图 5: 有色金属行业整体累计收入增速	4
图 6: 有色金属行业整体累计业绩增速	4
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	5
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	9
图 15: 有色金属行业整体其他费用率	9
图 16: 南华有色金属价格指数 2023Q2 均价环比下行	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下降	12
图 19: 2023Q2 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	15
图 21: 有色金属行业整体市净率水平	15

表格目录

表 1: 超过六成以上有色金属行业上市公司 2023 年上半年业绩同比下滑.....	3
表 2: 有色金属行业上市公司 2023Q2 业绩同比分布占比.....	4
表 3: 有色金属行业单季度收入增速与净利润增速	6
表 4: 有色金属行业 ROE 水平	6
表 5: 销售利润率下降, 拖累 ROE 环比下行	7
表 6: 有色金属行业子行业毛利率水平	10
表 7: 有色金属细分品种 2023Q3 均价涨幅	11
表 8: 有色金属行业存货周转天数	12
表 9: 2023 年二季度有色金属行业整体经营净现金流同比稍有下滑.....	13
表 10: 2023Q2 有色金属行业现金流量占收入比	14

分析师承诺及简介

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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：华立，金融学硕士，2014 年加入银河证券研究院投资研究部，从事有色金属行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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）向其客户提供。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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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。

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。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

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

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn