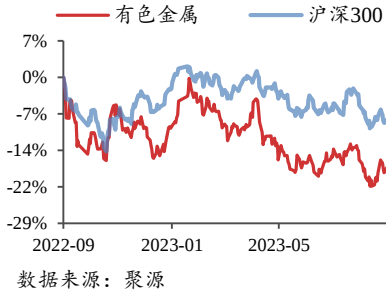


有色金属

2023 年 09 月 12 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《美国经济韧性超预期，贵金属进入布局窗口期——行业周报》-2023.9.10
《京沪认房不认贷政策推出，工业金属需求有望迎来复苏——行业周报》-2023.9.3
《地产宽松政策稳步推进，工业金属需求有望回暖——行业周报》-2023.8.27

有色钢铁行业 2023 年中报总结：贵金属盈利同比抬升，钢铁板块盈利触底

——行业投资策略

李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

● 有色金属板块黄金盈利增强，钢铁板块盈利落至历史低位

有色板块来看，2023H1 有色板块实现营收 1.88 万亿元，同比+4.2%；实现归母净利润 751.2 亿元，同比-31.8%。2023Q2 来看，有色板块实现营收 9755.9 亿元，同比 2.4%；实现归母净利润 353.3 亿元，同比-41.1%。2023Q2 有色子板块中仅黄金、银铂板块净利润实现同比正增长。

钢铁板块来看，2023H1 钢铁板块实现营收 1.20 万亿元，同比-7.5%；实现归母净利润 142.7 亿元，同比-65.2%。2023Q2 来看，钢铁有色板块实现营收 6195.5 亿元，同比-10.4%；实现归母净利润 67.1 亿元，同比-64.4%。2023Q2 钢铁各子板块均呈现盈利能力同比大幅下降。

● 贵金属&工业金属：2023H1 金价上涨助推业绩释放，铜、铝利润承压

黄金：2023H1 黄金板块实现营业收入 1,130.8 亿元，同比上升 17.4%；实现归母净利润 39.5 亿元，同比上升 10.0%。2023H1 国际金价先上涨后回调，国内金价上涨后维持高位，受益于金价上涨，黄金板块毛利同比上升 2.9%，企业降本增效效果显著，整体费用率同比下降 1.05pct。

铜：2023H1 铜板块全年铜板块营业收入为 8640.84 亿元，同比增长 7.22%，实现净利润 209.4 亿元，同比下降 21.90%。由于行业龙头新增产能投产或达产，行业整体尤其是行业龙头营收同比增长明显。受短期事件影响，洛阳钼业销量下滑拖累板块盈利。

铝：2023H1 铝板块实现营业收入 3492.1 亿元，同比下降 1.96%；实现归母净利润 171.5 亿元，同比下降 30.06%。上半年 1-2 月受电力供应问题影响，西南地区电解铝陆续减产，中国铝业、神火股份 2023 上半年产量同比下滑 5.6%、6.0%，叠加铝价下行，板块营收及净利润出现下滑。

● 能源金属：价格回落板块承压，投资活动小幅增长

2023H1 能源金属板块营业收入为 1244.1 亿元，同比增长 3.9%；实现归母净利润 282.8 亿元，同比减少 39.9%。受新能源车及 3C 需求持续下滑影响，锂钴价格持续下滑，板块利润持续承压。

稀土磁材及新材料：稀土磁材承压，金属软磁逆势上扬。2023H1 稀土磁材板块营业收入为 628.9 亿元，同比下降 7.8%；实现净利润 26.6 亿元，同比下降 63.1%。受新能源车及 3C 需求持续下滑影响，稀土价格下跌，稀土磁材盈利能力下行，金属软磁粉芯在 AI 等新兴需求拉动下，毛利率上行。

● 钢铁：2023H1 钢铁价格同比下行，钢企利润承压，供需矛盾显现

2023H1 钢铁板块营业收入为 11017.00 亿元，同比下降 7.54%；实现净利润 78.11 亿元，同比下降 75.67%。2023H1 受到美国银行业危机和经济衰退预期的影响，海外衰退预期加强，同时国内钢铁市场供需矛盾显现，在供应高位及需求转弱的驱动下，钢材价格承压，钢铁板块毛利同比下降 42.12%。

● 风险提示：国内房地产政策落地不及预期，美联储货币政策不确定性，美国经济软着陆

目录

1、行业：有色金属板块黄金盈利增强，钢铁板块盈利落至历史低位	4
2、工业金属：2023H1 铜铝盈利同比承压，资本开支维持高位	7
2.1、铜：短期事件拖累板块盈利，成本上行拖累毛利率水平	7
2.2、铝：板块盈利承压，投资活动显著增加	10
3、能源金属：板块全面承压，投资活动小幅增长	14
4、稀土磁材及新材料：稀土磁材承压，金属软磁逆势上扬	17
5、黄金：金价上涨助力金企业绩释放，费用率持续改善	21
6、钢铁：钢铁价格同比下行，钢企利润承压，供需矛盾显现	24
7、风险提示	27

图表目录

图 1：2023H1 有色板块营收 1.88 万亿元，同比+4.2%	4
图 2：2023H1 钢铁板块营收 1.20 万亿元，同比-7.5%	4
图 3：2023H1 有色板块实现归母净利 751.2 亿元，同比-31.8%	5
图 4：2023H1 钢铁板块实现归母净利 142.7 亿元，同比-65.2%	5
图 5：2023H1 有色板块净利率 4.0%	5
图 6：2023H1 钢铁板块净利率 1.2%	5
图 7：截至 2023 年 8 月 31 日，有色、钢铁板块 PE 分别为 15.45 倍、16.34 倍	6
图 8：子板块中银铂板块 PE 最高，锂板块 PE 最低	6
图 9：截至 2023 年 8 月 31 日，有色、钢铁板块 PB 分别为 2.11 倍、0.99 倍	6
图 10：子板块中稀土磁材块 PB 最高，普钢板块 PB 最低	6
图 11：有色板块 ROE 呈现高位回落，钢铁板块达到 2019 年以来最低点	7
图 12：截至 2023 年中报，锂板块 ROE 最高，普钢板块 ROE 最低	7
图 13：2023 年 1 月后 LME 铜均价整体处于下行区间	7
图 14：2023H1 铜板块营业收入同比增长 7.22%	8
图 15：2023H1 铜板块净利润同比下降 21.90%	8
图 16：2023H1 铜板块毛利率同比下滑 1.97pct	8
图 17：2023H1 铜板块投资活动现金流净额同比小幅增长	8
图 18：2023H1 铜板块管理费用率同比增长 0.05pct	9
图 19：2023H1 铜板块销售费用率同比增长 0.003pct	9
图 20：2023H1 铜板块财务费用率同比增长 0.05pct	9
图 21：2023H1 铜板块整体费用率同比增长 0.10pct	9
图 22：2023H1 铜公司资产负债率总体呈上行趋势	10
图 23：2023H1 铝锭均价 1.85 万元/吨，同比下降 13.66%，环比以窄幅震荡为主	11
图 24：2023H1 铝板块营业收入同比下降 1.96%	11
图 25：2023H1 铝板块归母净利润同比下降 30.06%	11
图 26：2023H1 铝板块毛利同比大幅下降	12
图 27：2023H1 板块投资活动现金流净额同比显著上升	12
图 28：2023H1 铝板块管理费用同比显著上升	12
图 29：2023H1 铝板块销售费用同比显著改善	12
图 30：2023H1 铝板块财务费用同比显著改善	13
图 31：2023H1 铝板块三费同比略有改善	13
图 32：2023H1 电解铝公司资产负债率保持低位运行	14
图 33：2023H1 电池级碳酸锂均价同比下跌 26.4%	15
图 34：2023H1 长江有色钴均价同比下跌 44.0%	15
图 35：2023H1 能源金属板块营业收入同比增长 3.9%	15
图 36：2023H1 能源金属板块归母净利同比减少 39.9%	15
图 37：2023H1 能源金属板块毛利率同比下滑 13.8pct	16
图 38：2023H1 能源金属板块投资活动现金流净额同比增长 3.0%	16
图 39：2023H1 能源金属板块管理费用同比增长 2.9%	16
图 40：2023H1 能源金属板块销售费用同比增长 0.3%	16
图 41：2023H1 能源金属板块财务费用同比增长 0.4%	17

图 42: 2023H1 能源金属板块三费合计同比增长 3.6%.....	17
图 43: 2023H1 锂公司资产负债率总体维持低位.....	17
图 44: 2023H1 期间内氧化镨钕月度均价降幅达 32.13%.....	18
图 45: 2023H1 稀土磁材板块营业收入合计同降 7.8%.....	18
图 46: 2023H1 稀土磁材板块净利润合计同降 63.1%.....	18
图 47: 2023H1 稀土磁材板块平均毛利率同降 7.1pct.....	19
图 48: 2023H1 稀土磁材板块投资净现金流同增 168.9%.....	19
图 49: 2023H1 稀土磁材板块管理费用合计同降 0.52%.....	20
图 50: 2023H1 稀土磁材板块销售费用合计同增 2.96%.....	20
图 51: 2023H1 稀土磁材板块财务费用合计同增 115.3%.....	20
图 52: 2023H1 稀土磁材板块三费合计同增 1.15%.....	20
图 53: 2023H1 稀土磁材公司资产负债率保持高位.....	21
图 54: 2023H1 国际金价先上张后回调, 国内金价上涨后维持高位.....	21
图 55: 2023H1 黄金板块营业收入同比上升 16.9%.....	22
图 56: 2023H1 黄金板块归母净利润同比上升 18.4%.....	22
图 57: 2023H1 黄金板块毛利同比略有上升.....	22
图 58: 2023H1 板块投资活动现金流净额同比显著上升.....	22
图 59: 2023H1 黄金板块管理费用同比显著改善.....	23
图 60: 2023H1 黄金板块销售费用同比显著改善.....	23
图 61: 2023H1 黄金板块财务费用同比略有上升.....	23
图 62: 2023H1 黄金板块三费同比略有改善.....	23
图 63: 2023H1 黄金公司资产负债率维持高位.....	24
图 64: 2023H1 钢铁价格先上涨后下跌, 普钢最大涨幅 7.15%, 特钢最大涨幅 4.32%.....	24
图 65: 2023H1 粗钢产量 5.36 亿吨, 同比增长 1.66%.....	25
图 66: 2023H1 粗钢表需 4.94 亿吨, 同比下降 0.74%.....	25
图 67: 2023H1 钢铁板块营业收入同比下降 7.54%.....	25
图 68: 2023 钢铁板块净利润同比下降 75.67%.....	25
图 69: 2023H1 钢铁板块毛利同比下降 42.12%.....	26
图 70: 2023H1 钢铁板块投资净现金流同比下降 40.15%.....	26
图 71: 2023H1 钢铁板块管理费用同比下降 3.53%.....	26
图 72: 2023H1 钢铁板块销售费用同比上升 6.69%.....	26
图 73: 2023H1 钢铁板块财务费用同比下降 14.41%.....	27
图 74: 2023H1 钢铁板块三费同比下降 5.62%.....	27
表 1: 2023Q2 有色板块中贵金属盈利能力同比上升, 钢铁板块各子板块盈利能力均呈现同比下降.....	4
表 2: 截至 2023 年 8 月 31 日, 有色、钢铁板块 ROE 分别为 13.9%、1.3%.....	5
表 3: 2023 上半年矿产铜金属产量同比增长 18.0%.....	10
表 4: 2023 上半年阴极铜产量同比增长 7.0%.....	10
表 5: 2023 上半年上市公司电解铝产量同比下滑 4.5%.....	13
表 6: 稀土磁材毛利率下行, 金属软磁毛利率逆势上涨.....	19

1、行业：有色金属板块黄金盈利增强，钢铁板块盈利落至历史低位

有色板块来看，2023H1 有色板块实现营收 1.88 万亿元，同比+4.2%；实现归母净利润 751.2 亿元，同比-31.8%。2023Q2 来看，有色板块实现营收 9755.9 亿元，同比 2.4%；实现归母净利润 353.3 亿元，同比-41.1%。**2023Q2 有色子板块中仅黄金、银铂板块净利润实现同比正增长。**

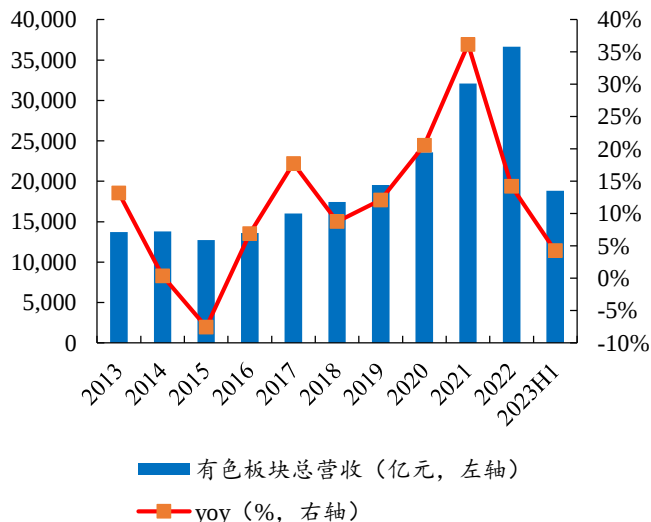
钢铁板块来看，2023H1 钢铁板块实现营收 1.20 万亿元，同比-7.5%；实现归母净利润 142.7 亿元，同比下降 65.2%。2023Q2 来看，钢铁有色板块实现营收 6195.5 亿元，同比-10.4%；实现归母净利润 67.1 亿元，同比-64.4%。**2023Q2 钢铁各子板块均呈现盈利能力同比大幅下降。**

表1：2023Q2 有色板块中贵金属盈利能力同比上升，钢铁板块各子板块盈利能力均呈现同比下降

板块	2023H1 营收 (亿元)	同比 (%)	2023Q2 营收 (亿元)	同比 (%)	2023H1 归母净 利润 (亿元)	同比 (%)	2023Q2 归母净 利润 (亿元)	同比 (%)
有色	18812.3	4.2%	9755.9	2.4%	751.2	-31.8%	353.3	-41.1%
铜	7773.6	8.9%	4092.1	9.0%	202.4	-10.7%	100.4	-15.1%
铝	3492.1	-2.0%	1795.0	1.5%	171.6	-30.1%	81.0	-37.8%
小金属	2959.4	-3.4%	1557.4	-8.6%	73.4	-35.2%	33.8	-39.9%
黄金	1170.9	15.6%	605.9	20.9%	42.0	13.8%	24.8	27.5%
铅锌	923.1	4.5%	479.5	0.4%	28.1	-17.8%	14.3	-31.4%
锂	699.6	18.6%	353.9	-1.2%	174.2	-43.9%	71.5	-61.8%
稀土磁材	651.2	-7.9%	304.6	-20.1%	28.8	-61.9%	9.8	-75.4%
钴	513.4	1.1%	238.2	-15.5%	24.0	-37.8%	13.1	-19.7%
银铂	274.7	24.6%	151.7	34.2%	4.2	-12.6%	2.5	33.7%
新材料及其他	161.3	1.0%	82.3	-8.9%	1.1	-91.4%	1.3	-85.0%
钢铁	11975.6	-7.5%	6195.5	-10.4%	142.7	-65.2%	67.1	-64.4%
普钢	9318.9	-9.3%	4771.2	-12.2%	39.4	-83.5%	11.4	-88.3%
特钢	1713.5	4.3%	922.6	2.2%	51.9	-41.3%	32.0	-23.5%
铁矿石	690.9	-4.6%	377.8	-10.2%	25.7	-31.3%	13.6	-37.0%
冶炼材料	252.2	-17.0%	124.0	-20.3%	25.7	-44.5%	10.2	-63.7%

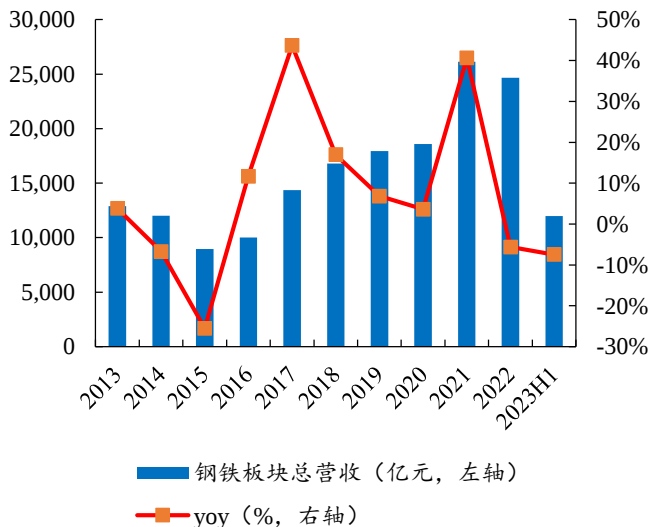
数据来源：Wind、开源证券研究所

图1：2023H1 有色板块营收 1.88 万亿元，同比+4.2%



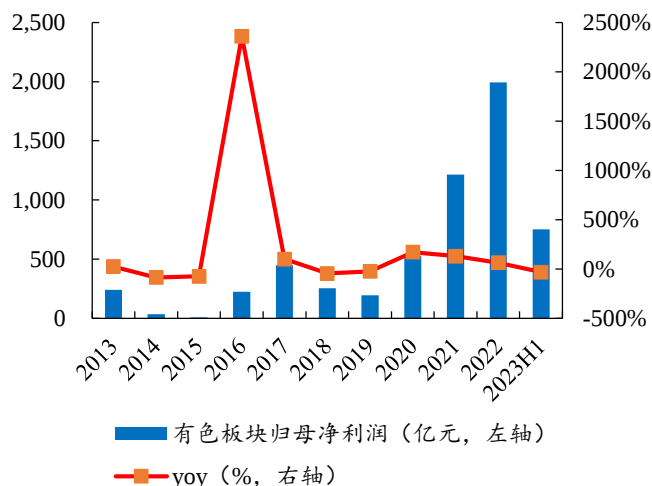
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023H1 钢铁板块营收 1.20 万亿元，同比-7.5%



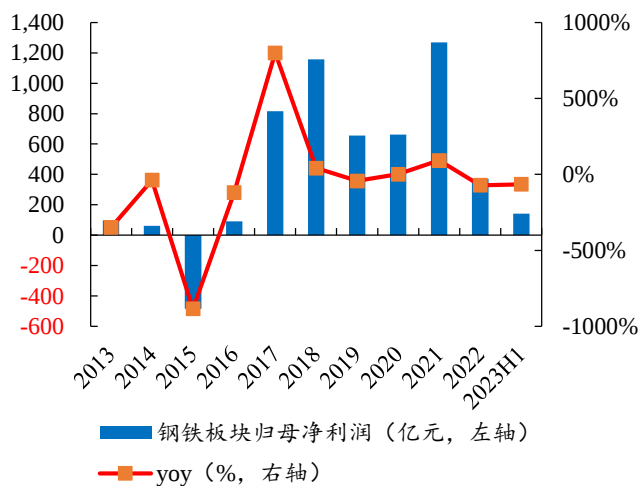
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023H1 有色板块实现归母净利 751.2 亿元，同比-31.8%



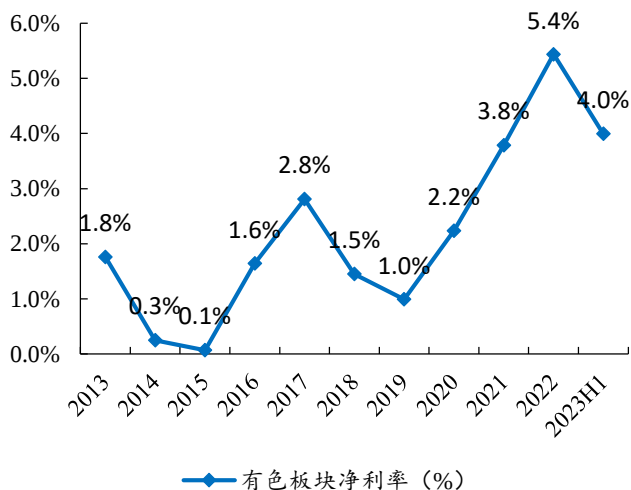
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023H1 钢铁板块实现归母净利 142.7 亿元，同比-65.2%



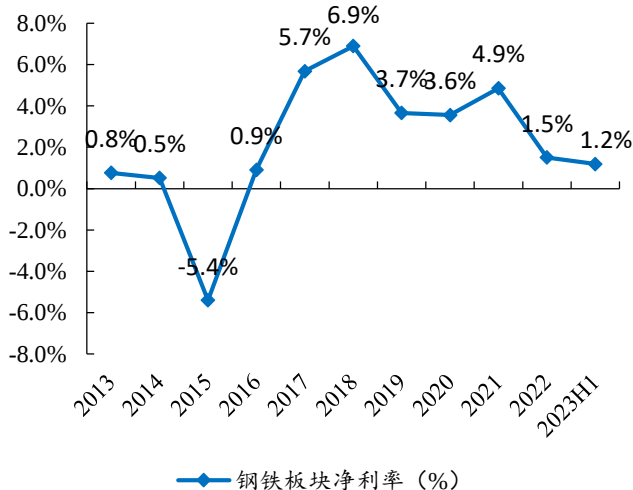
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023H1 有色板块净利率 4.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023H1 钢铁板块净利率 1.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

截至 2023 年 8 月 31 日，**有色板块**总市值 2.70 万亿元，PE、PB、ROE 分别为 15.45 倍、2.11 倍、13.90%，分子板来看，锂板块 PE 相对最低，为 5.38 倍；铝板块 PB 相对最低，为 1.62 倍；锂 ROE 最高，为 45.78%。**钢铁板块**总市值 9363.5 亿元，PE、PB、ROE 分别为 16.34 倍、0.99 倍、1.30%。分子板块来看，普钢板块 PE、PB 最低，分别为 14.52 倍、0.77 倍；冶炼材料板块 ROE 相对最高，为 11.54%。

表2：截至 2023 年 8 月 31 日，有色、钢铁板块 ROE 分别为 13.9%、1.3%

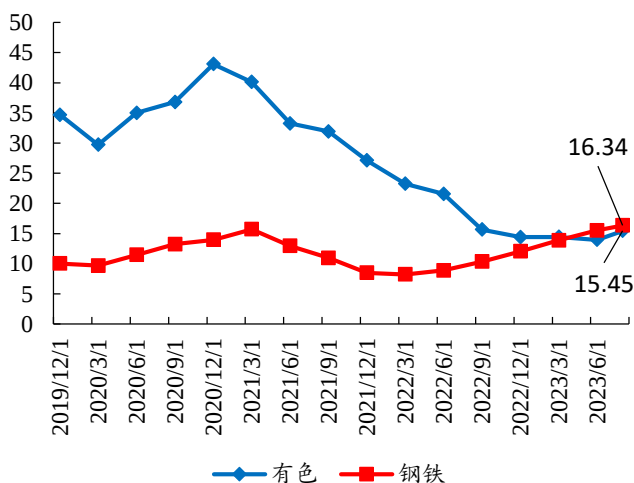
	总市值 (亿元)	PE (倍)	PB (倍)	ROE (%)
有色	26957.9	15.45	2.11	13.90
铜	6080.0	16.62	2.00	11.81
铝	5167.3	15.34	1.62	10.66
小金属	3398.7	22.89	2.25	9.80
锂	3122.8	5.38	2.03	45.78
黄金	2956.7	40.70	3.01	7.26
稀土磁材	2651.6	30.15	3.05	9.10

	总市值 (亿元)	PE (倍)	PB (倍)	ROE (%)
铅锌	1337.7	36.38	2.28	4.93
钴	1024.8	18.13	1.81	7.51
新材料及其他	672.3	40.07	2.99	4.55
银铂	485.3	41.42	2.70	4.58
钢铁	9363.5	16.34	0.99	1.30
普钢	5564.4	14.52	0.77	(0.67)
特钢	2059.6	16.73	1.64	6.59
铁矿石	929.4	23.22	1.92	8.48
冶炼材料	810.2	17.06	1.69	11.54

数据来源：Wind、开源证券研究所

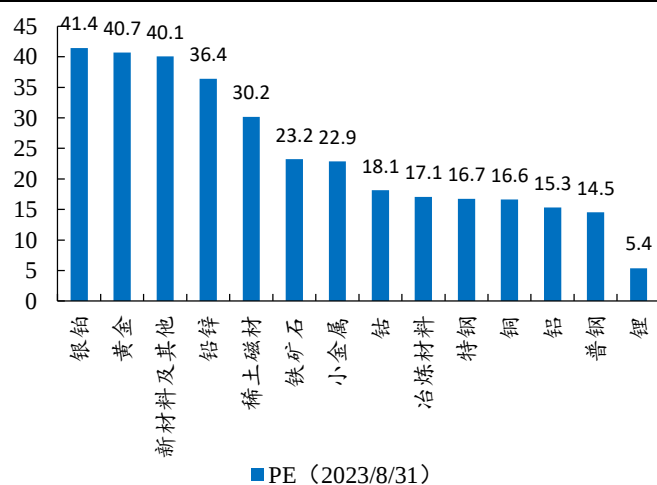
注：总市值截至 2023 年 8 月 31 日，PE、PB 均采用整体法计算；ROE 为 2023 年中报 ROE。

图7：截至 2023 年 8 月 31 日，有色、钢铁板块 PE 分别为 15.45 倍、16.34 倍



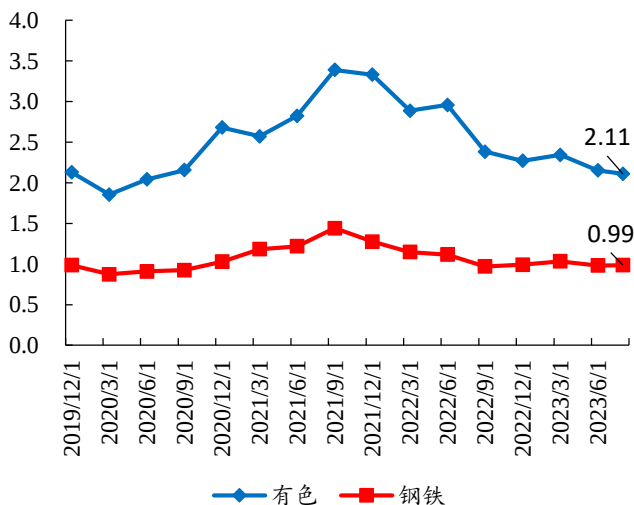
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：子板块中银铂板块 PE 最高，锂板块 PE 最低



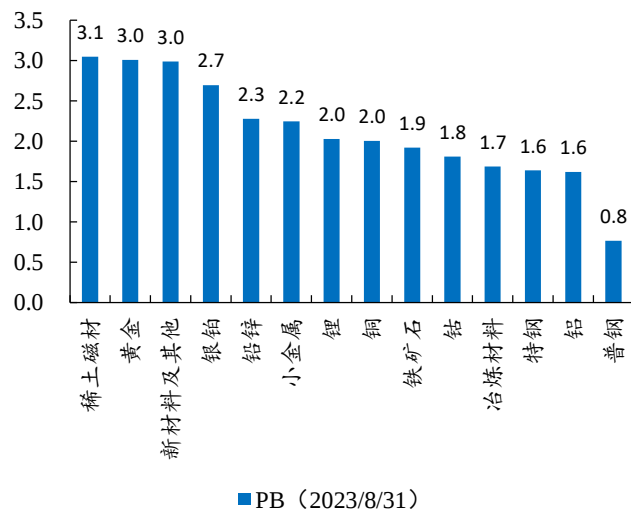
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：截至 2023 年 8 月 31 日，有色、钢铁板块 PB 分别为 2.11 倍、0.99 倍

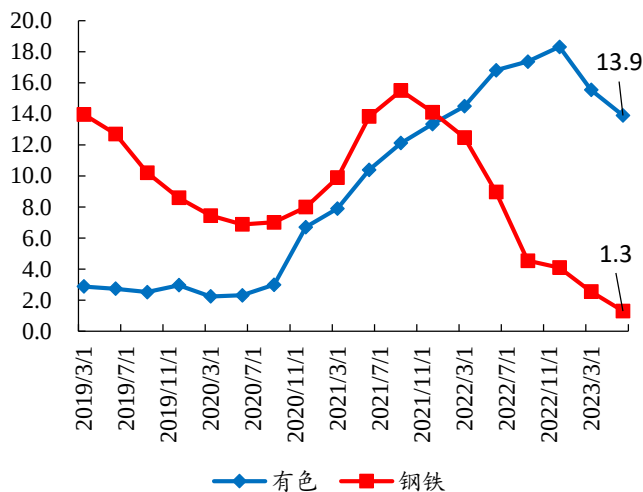


数据来源：Wind、开源证券研究所

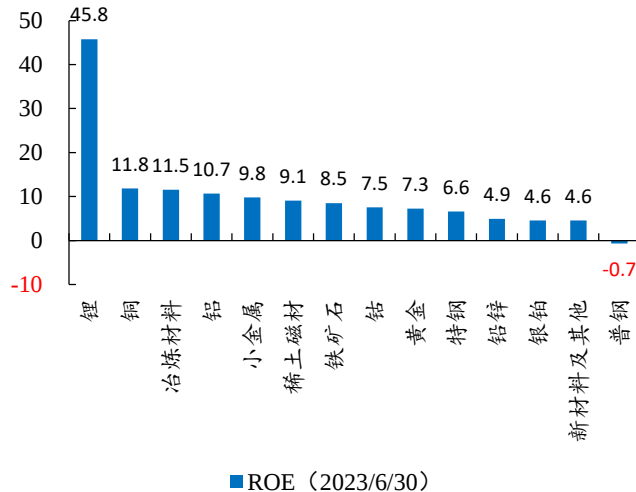
图10：子板块中稀土磁材块 PB 最高，普钢板块 PB 最低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：有色板块 ROE 呈现高位回落，钢铁板块达到 2019 年以来最低点


数据来源：Wind、开源证券研究所

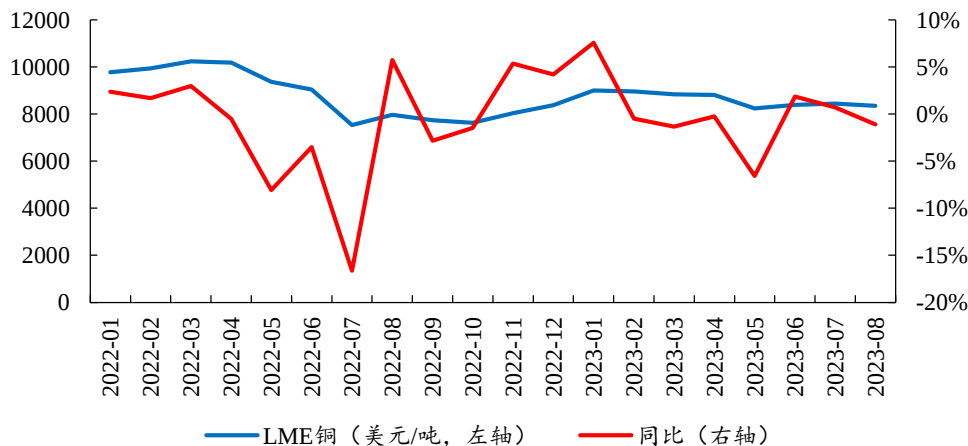
图12：截至 2023 年中报，锂板块 ROE 最高，普钢板块 ROE 最低


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、工业金属：2023H1 铜铝盈利同比承压，资本开支维持高位

2.1、铜：短期事件拖累板块盈利，成本上行拖累毛利率水平

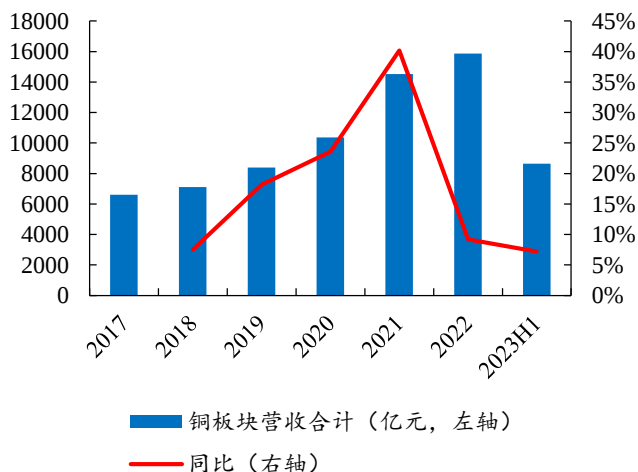
2023 年上半年铜价整体走弱。根据 Wind 数据，2023 年上半年 LME 铜均价为 8704.20 美元/吨，同比下降 10.78%。从月度数据看，2023 年 1 月至 6 月 LME 铜均价整体处于下行区间，6 月 LME 铜均价较 1 月 LME 铜均价同比下滑 6.82%至 8386.23 美元/吨。从宏观因素看，上半年美联储延续鹰派的货币政策，偏高位的美元指数对大宗商品价格形成压制；从供给端看，目前新建或扩建产能项目处于陆续落地阶段，全球铜矿产量维持正增长，且疫后废铜产量有望持续修复，供给端相对宽裕；从需求端看，海外市场在高通胀及高利率背景下，制造业及房地产处于承压状态，而国内市场由于消费复苏弱于预期导致需求增长有限，以上因素对铜消费的影响偏负面。

图13：2023 年 1 月后 LME 铜均价整体处于下行区间


数据来源：Wind、开源证券研究所

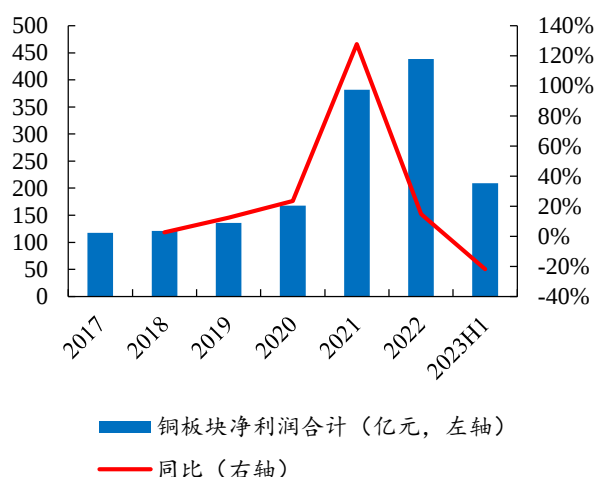
2023H1 铜板块营业收入为 8640.84 亿元，同比增长 7.22%，实现净利润 209.4 亿元，同比下降 21.90%。由于行业龙头新增产能投产或达产，行业整体尤其是行业龙头营收同比增长明显，其中，板块内半年度业绩增长最明显公司主要为紫金矿业(+178.76 亿元，同比增长 13.50%)、江西铜业(+122.78 亿元，同比增长 4.81%)和铜陵有色(+68.73 亿元，同比增长 11.10%)，占行业整体营收增长的 63.66%。但由于 2023 年上半年铜价有所回调，行业盈利水平有所下滑，其中洛阳钼业因刚果（金）铜钴业务短期销量受阻导致净利润减少 34.45 亿元，紫金矿业因铜价回调且生产成本提高导致净利润减少 23.28 亿元，两者占行业整体利润下滑的 98.32%。

图14：2023H1 铜板块营业收入同比增长 7.22%



数据来源：Wind、开源证券研究所

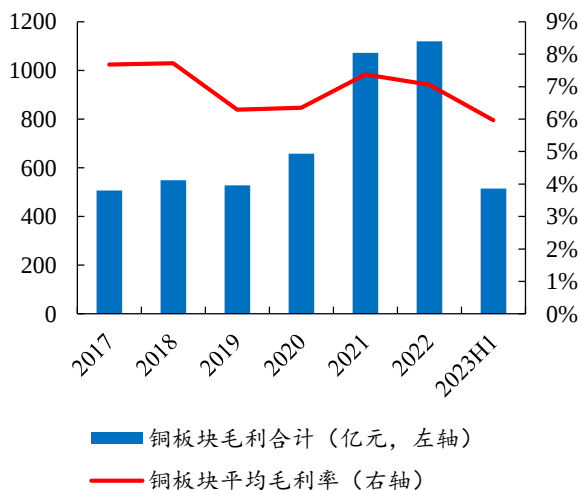
图15：2023H1 铜板块净利润同比下降 21.90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

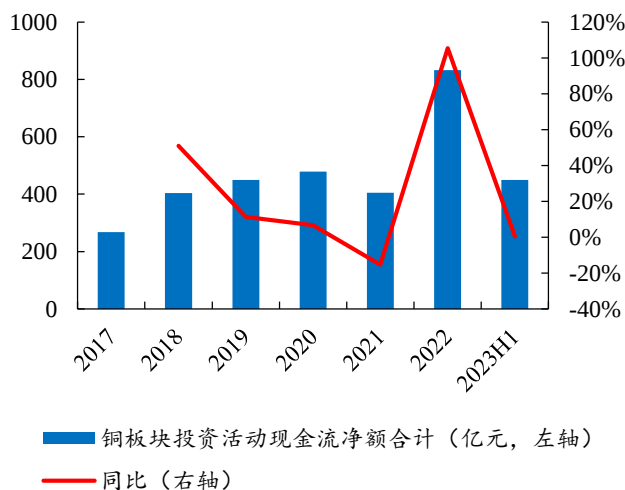
从毛利角度看，2023 年上半年铜板块毛利率为 5.96%，同比下滑 1.97pct，主要因为产品价格下降叠加生产成本增长，导致行业整体盈利能力有所下滑。其中，毛利率跌幅最大的公司为铜冠铜箔（-10.99%）、西部矿业（-8.74%）和洛阳钼业（-8.20%）。从资产投资角度看，2023 年上半年铜板块投资活动现金流净额为 449.8 亿元，同比小幅增长 0.41%。其中，投资活动现金流净额改善最大的公司为江西铜业（+50.19 亿元，同比增长 45.25%）、洛阳钼业（+48.76 亿元，同比增长 131.09%）。

图16：2023H1 铜板块毛利率同比下滑 1.97pct



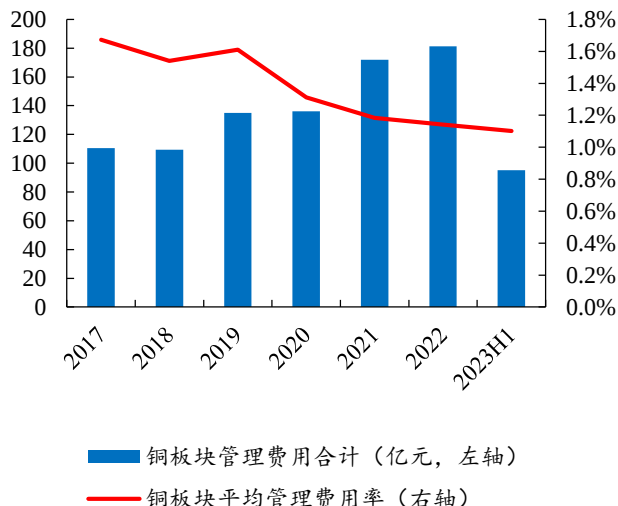
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2023H1 铜板块投资活动现金流净额同比小幅增长

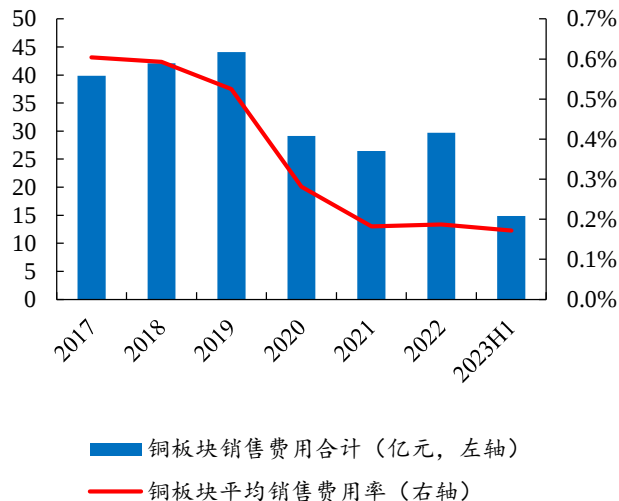


数据来源：Wind、开源证券研究所

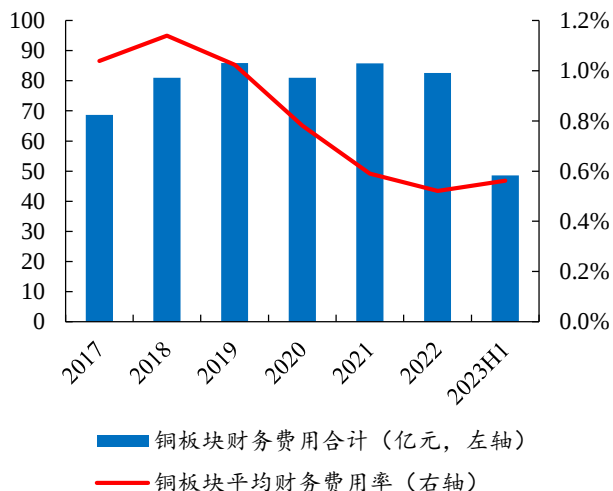
从费用率角度看，行业综合费用率为 1.84%，同比增长 0.10pct。其中，行业管理费用率为 1.10%，同比增长 0.05pct，行业销售费用率为 0.17%，同比小幅下滑 0.003pct，行业财务费用率为 0.56%，同比增长 0.05pct。整体费用增长最明显的公司主要为紫金矿业（+16.43 亿元，同比增长 44.26%）和洛阳钼业（+10.21 亿元，同比增长 63.11%）。

图18：2023H1 铜板块管理费用率同比增长 0.05pct


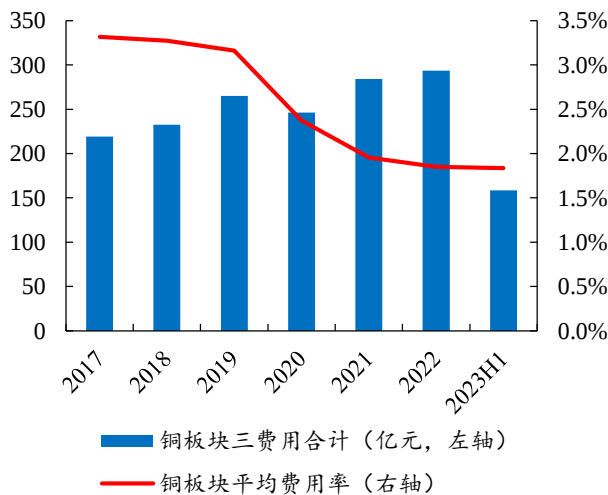
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2023H1 铜板块销售费用率同比增长 0.003pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2023H1 铜板块财务费用率同比增长 0.05pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2023H1 铜板块整体费用率同比增长 0.10pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

规划产能顺利推进，主要项目爬坡顺利，2023 上半年铜上市公司实现矿产铜产量合计 72.75 万吨，同比增长 18.0%。紫金矿业方面，刚果（金）卡莫阿、丘卡卢-佩吉和巨龙等三大世界级铜矿持续放量；洛阳钼业方面，KFM 及 TFM 各区域建设持续推进，产量快速释放；金诚信方面，Dikulushi 铜矿采矿量稳步提升，生产逐步稳定，产量提升。主要上市公司各项目产量稳步推进，产量释放，推动上半年矿产铜产量同比增长，紫金矿业、洛阳钼业 2023 上半年矿产铜产量分别同比增长 20.0%、23.3%。

表3：2023 上半年矿产铜金属产量同比增长 18.0%

	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
紫金矿业	24.86	36.99	45.34	50.14	87.73	49.22
洛阳钼业	20.82	21.37	21.63	23.85	28.27	17.20
西部矿业	4.71	4.91	4.75	12.49	14.40	6.01
金诚信					0.28	0.32
合计（万吨）	50.39	63.26	71.73	86.48	130.67	72.75
产量同比		25.6%	13.4%	20.6%	51.1%	18.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

新建产能顺利投产，产能利用率回升，2023 上半年阴极铜产量同比增长 7.0%。2023 上半年铜上市公司实现阴极铜产量合计 178.54 万吨，同比增长 7.0%。江西铜业方面，江铜国兴 18 万吨/年阴极铜项目顺利投料生产，武山铜矿三期扩建项目千米主井、副井等标志性子项工程提前 3 个月完成进度计划，项目推进顺利，产量提升逐步提升。云南铜业方面，技改顺利推进，阴极铜产量同比提升。江西铜业、云南铜业、白银有色 2023 上半年阴极铜产量分别同比提升 7.0%、6.4%、9.9%。

表4：2023 上半年阴极铜产量同比增长 7.0%

	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
江西铜业	146.37	155.63	164.25	178.22	183.94	98.83
云南铜业	68.02	111.51	130.9	134.73	134.92	65.87
北方铜业				13.31	14.25	未披露
铜陵有色	132.86	140.06	142.20	159.69	162.87	未披露
白银有色	16.91	12.00	18.32	18.61	25.04	13.84
鹏欣资源	3.34	3.75	3.00	4.02	3.90	未披露
合计（万吨）	367.49	422.96	458.67	508.58	524.92	178.54
产量同比		15.1%	8.4%	10.9%	3.2%	7.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2023 上半年铜资源型公司资产负债率保持高位运行。铜资源型公司例如紫金矿业、洛阳钼业及金诚信在 2023 上半年资产负债率保持高位运行，铜冶炼型公司如云南铜业、北方铜业及铜陵有色在 2023 上半年资产负债率保持低位运行。

图22：2023H1 铜公司资产负债率总体呈上行趋势

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
紫金矿业	57.9%	58.1%	53.9%	59.1%	55.5%	59.3%	58.9%
洛阳钼业	53.1%	51.0%	57.6%	61.3%	64.9%	62.4%	64.9%
西部矿业	60.2%	71.1%	67.6%	67.4%	63.4%	61.1%	64.5%
金诚信	31.6%	35.1%	33.6%	40.3%	38.4%	45.1%	47.4%
江西铜业	48.7%	49.4%	56.2%	52.5%	51.7%	51.0%	58.7%
云南铜业	71.9%	70.2%	71.4%	70.4%	66.1%	59.8%	54.5%
北方铜业	111.1%	74.9%	74.7%	59.2%	54.3%	49.3%	49.6%
铜陵有色	61.1%	58.5%	58.2%	60.4%	54.0%	51.2%	51.3%
白银有色	70.6%	72.0%	65.8%	61.8%	63.2%	61.8%	63.4%
鹏欣资源	27.2%	33.4%	36.0%	22.6%	27.3%	33.5%	29.4%

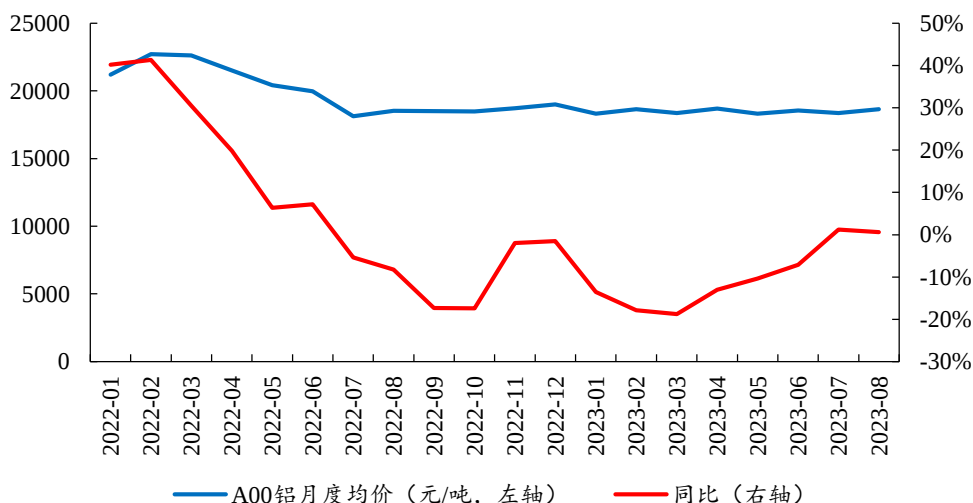
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、铝：板块盈利承压，投资活动显著增加

2023H1 长江有色 A00 铝锭均价为 1.85 万元，同比下降 13.66%，供需双弱情形下环比以窄幅震荡为主。供给端，2023H1 贵州、云南大幅限产，同时广西、四川等地产能又相继复产，国内电解铝减增产并存，整体供应增速较小。需求端，一方面国内需求复苏不及预期，另一方面受美联储加息等宏观利空消息影响，海外需求也持续低迷。成本端，预焙阳极价格大幅下行，成本支撑显著减弱。另外一方面，

2023H1 铝锭社会库存持续去化，强去库基本面支撑下铝价整体表现出较好的韧性，环比以窄幅震荡为主，同时随着去年同期高基数效应减弱，同比降幅也逐渐缩窄。

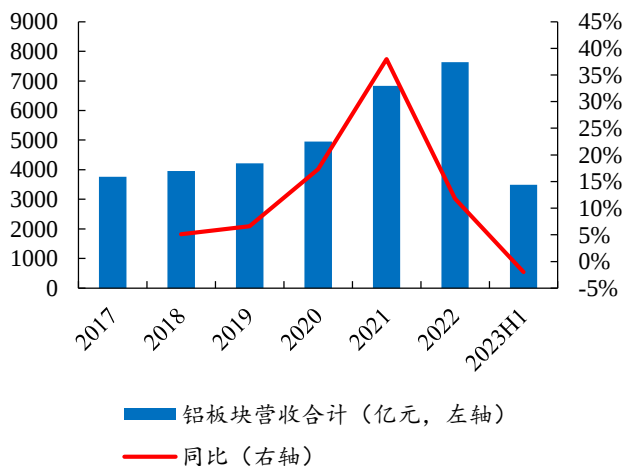
图23：2023H1 铝锭均价 1.85 万元/吨，同比下降 13.66%，环比以窄幅震荡为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

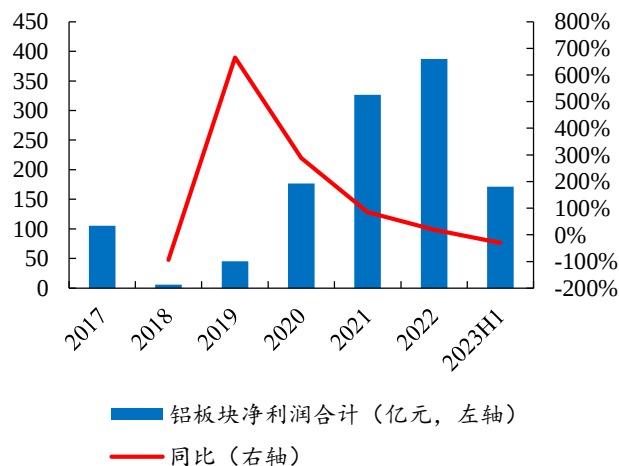
2023H1 铝板块实现营业收入 3492.1 亿元，同比下降 1.96%；实现归母净利润 171.5 亿元，同比下降 30.06%。2023H1 板块内营收同比改善金额最明显公司主要为创新新材（+312.18 亿元）、立中集团（+8.35 亿元）、鑫铂股份（+7.71 亿元）；归母净利润改善金额最明显公司主要为创新新材（+5.75 亿元）、电投能源（+2.51 亿元）、华峰铝业（+1.05 亿元）。

图24：2023H1 铝板块营业收入同比下降 1.96%



数据来源：Wind、开源证券研究所

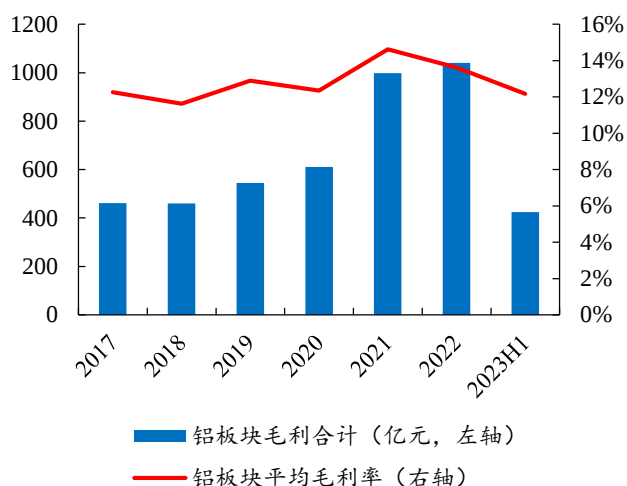
图25：2023H1 铝板块归母净利润同比下降 30.06%



数据来源：Wind、开源证券研究所

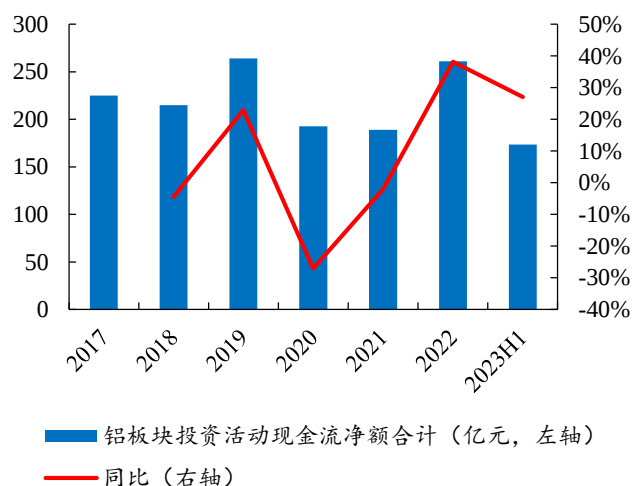
2023H1 铝板块实现毛利 424.97 亿元，同比下降 24.70%；板块平均毛利率为 12.2%，同比下降 3.68pct；铝板块投资活动现金流净额合计 173.4 亿元，同比上升 27.05%。2023H1 板块内毛利同比改善金额最明显公司主要为立中集团（+2.01 亿元）、鑫铂股份（+1.18 亿元）、华峰铝业（+0.98 亿元）；板块内毛利率同比改善最明显公司主要为华峰铝业（+2.1pct）、华达新材（+1.5pct）、立中集团（+1.2pct）；投资活动现金流净额同比增加最明显公司主要为电投能源（+23.79 亿元）、创新新材（+9.61 亿元）、明泰铝业（+8.73 亿元）。

图26：2023H1 铝板块毛利同比大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

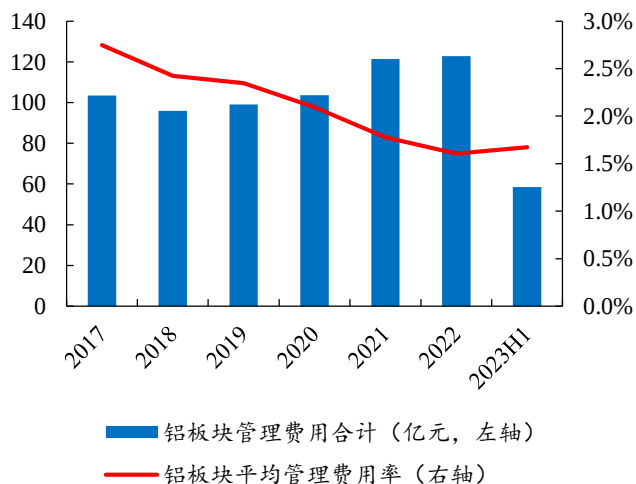
图27：2023H1 板块投资活动现金流净额同比显著上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

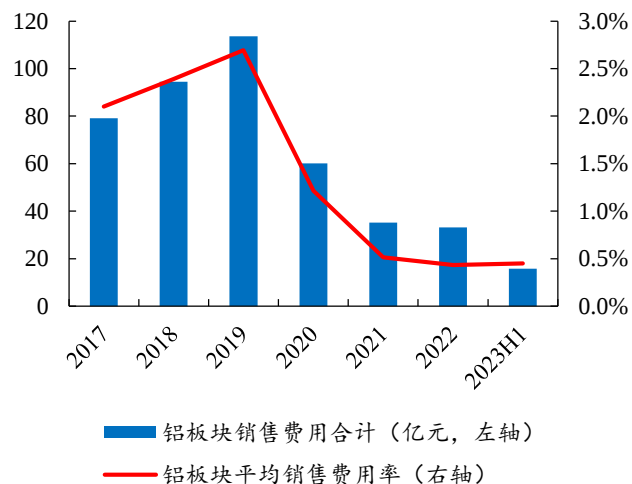
2023H1 铝板块管理费用合计 58.5 亿元，同比上升 10.23%；板块平均管理费用率为 1.67%，同比上升 0.19pct；铝板块销售费用合计 15.8 亿元，同比下降 30.79%；板块平均销售费用率为 0.45%，同比下降 0.19pct。2023H1 板块内管理费用同比改善金额最明显公司主要为云铝股份 (-0.91 亿元)、神火股份 (-0.62 亿元)、利源股份 (-0.41 亿元)；销售费用改善金额最明显公司主要为创新新材 (-8.28 亿元)、南山铝业 (-0.38 亿元)、顺博合金 (-0.32 亿元)。

图28：2023H1 铝板块管理费用同比显著上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

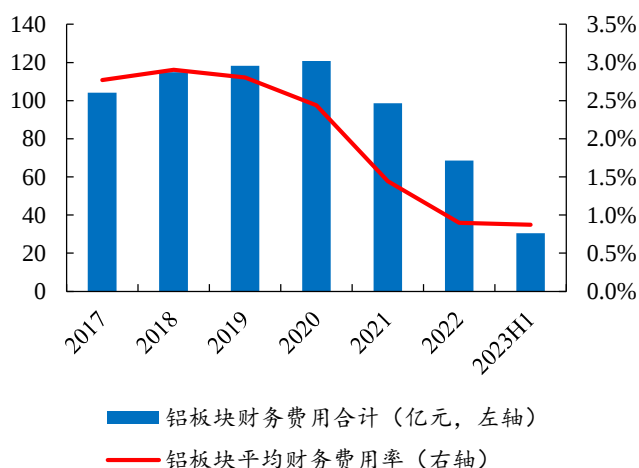
图29：2023H1 铝板块销售费用同比显著改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

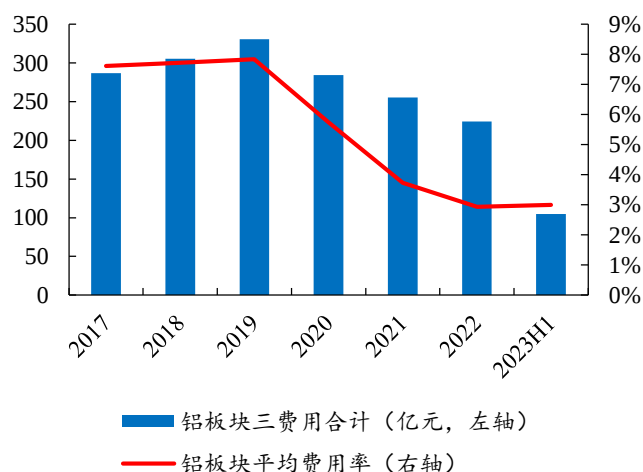
2023H1 铝板块财务费用合计 30.5 亿元，同比下降 10.75%；板块平均财务费用率为 0.87%，同比下降 0.09pct；铝板块管理费用、销售费用、财务费用三费合计 104.8 亿元，同比下降 4.79%；板块平均三费费用率为 3.00%，同比下降 0.09pct。2023H1 板块内财务费用同比改善金额最明显公司主要为神火股份 (-2.10 亿元)、中国铝业 (-1.85 亿元)、电投能源 (-0.86 亿元)；三费改善金额最明显公司主要为创新新材 (-8.36 亿元)、神火股份 (-2.45 亿元)、云铝股份 (-1.86 亿元)。

图30：2023H1 铝板块财务费用同比显著改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2023H1 铝板块三费同比略有改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

受电力紧张影响，2023 上半年电解铝上市公司实现电解铝产量合计 479.4 万吨，同比下滑 4.5%。上半年 1-2 月受电力供应问题影响，西南地区电解铝陆续减产，中国铝业、神火股份 2023 上半年产量同比下滑 5.6%、6.0%。2023 年 6 月末，随着电力供应紧张形势逐步缓解，电解铝停产产能基本恢复至 2022 年年末水平，2023 年下半年，云南、贵州、内蒙古等地区的复产和新投产产能规模预计将达到 180 万吨/年左右，至三季度末国内电解铝产能预计可达到 4,280 万吨/年左右的历史最高水平，但四季度随着西南地区进入枯水期，相关地区电解铝企业或再次面临因供电紧张而导致减产的情况。

表5：2023 上半年上市公司电解铝产量同比下滑 4.5%

	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
中国铝业	417	379	369	637	688	306
云铝股份	163.837	189.94	242.39	241.13	267.31	未披露
南山铝业	83.28	82.82	83.66	84.45	82.36	未披露
神火股份	108.06	88.69	102.28	140.66	163.5	72.68
天山铝业		116.09	113.04	115.37	115.81	57.8
电投能源		89.26	91.36	87.87	86.35	42.92
焦作万方	37.72	38.25	36.96	28.53	35.24	未披露
电解铝合计 (万吨)	809.90	984.05	1038.69	1335.01	1438.57	479.40
产量同比		21.5%	5.6%	28.5%	7.8%	-4.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2023 上半年铝公司资产负债率分化明显，电解铝公司资产负债率继续保持低位运行，铝加工公司保持高位。铝资源型公司例如中国铝业、云铝股份、天山铝业及南山铝业在 2023 上半年资产负债率持续保持低位运行，财务方面持续改善，铝加工型公司如顺博合金、立中集团、鼎盛新材等在 2023 上半年资产负债率保高位运行。

图32：2023H1 电解铝公司资产负债率保持 低位运行

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
电解铝	中国铝业	67.3%	66.3%	65.2%	63.5%	62.2%	55.6%
	云铝股份	69.5%	75.4%	68.2%	66.5%	44.7%	27.7%
	南山铝业	24.7%	23.0%	24.1%	20.9%	24.8%	22.4%
	神火股份	85.5%	85.7%	82.1%	79.5%	73.1%	64.7%
	天山铝业	26.7%	28.2%	27.1%	61.9%	60.2%	59.7%
	电投能源	26.2%	30.2%	44.6%	40.3%	37.6%	35.1%
	焦作万方	36.9%	43.2%	38.5%	32.4%	35.3%	32.5%
	东阳光	64.1%	52.9%	63.0%	64.4%	59.1%	58.4%
	创新新材	71.9%	73.4%	71.1%	85.6%	62.3%	53.1%
	鼎胜新材	70.4%	59.3%	71.3%	71.4%	69.7%	71.2%
	云海金属	58.3%	59.6%	47.8%	50.4%	46.2%	49.1%
	立中集团	20.4%	55.5%	43.8%	58.9%	63.3%	64.9%
	明泰铝业	36.1%	34.7%	38.3%	29.4%	41.5%	33.3%
	华峰铝业	76.7%	67.1%	66.1%	46.7%	46.1%	40.6%
	中孚实业	79.1%	89.4%	89.0%	100.6%	46.8%	40.4%
	新疆众和	66.0%	65.0%	61.1%	58.1%	50.3%	40.9%
	常铝股份	49.7%	54.6%	49.6%	53.1%	55.6%	57.1%
	宏创控股	7.1%	11.3%	35.7%	38.1%	54.2%	46.5%
	利源股份	47.5%	67.7%	284.9%	39.7%	27.6%	33.2%
	亚太科技	7.0%	10.4%	8.0%	12.8%	14.4%	12.8%
铝加工	闽发铝业	12.4%	11.7%	18.2%	20.8%	26.3%	36.3%
	华锋股份	40.2%	29.0%	33.9%	40.3%	35.2%	38.5%
	和胜股份	12.2%	31.1%	41.2%	39.2%	48.9%	46.7%
	豪美新材	52.2%	52.7%	51.6%	47.1%	55.8%	58.5%
	顺博合金	45.4%	39.1%	37.9%	33.0%	53.4%	55.8%
	鑫铂股份	68.7%	54.7%	45.9%	54.9%	54.9%	57.4%
	万顺新材	49.7%	56.0%	50.2%	55.4%	54.6%	46.3%
	宜安科技	43.9%	31.9%	28.0%	30.2%	43.4%	55.7%
	银邦股份	42.9%	49.0%	52.2%	56.1%	59.5%	61.2%
	锐新科技	11.5%	18.1%	31.7%	6.3%	6.0%	14.8%
	志特新材	60.3%	60.8%	64.5%	65.2%	54.8%	61.4%
	丰华股份	9.0%	7.1%	6.6%	6.3%	11.9%	8.9%
	宁波富邦	76.6%	83.7%	25.8%	33.8%	32.5%	29.9%
	怡球资源	50.0%	48.5%	44.8%	36.2%	32.8%	25.0%
	海星股份	24.8%	27.3%	19.5%	23.6%	15.1%	16.1%
	丽岛新材	16.2%	8.8%	13.3%	18.9%	18.6%	16.3%
	深圳新星	17.6%	26.5%	29.1%	39.2%	34.4%	45.7%
	华达新材	53.5%	51.5%	46.0%	23.6%	37.5%	57.9%
	永茂泰	45.8%	44.9%	45.9%	44.6%	31.2%	38.2%
	天马新材	35.5%	34.0%	29.0%	39.3%	43.2%	10.4%

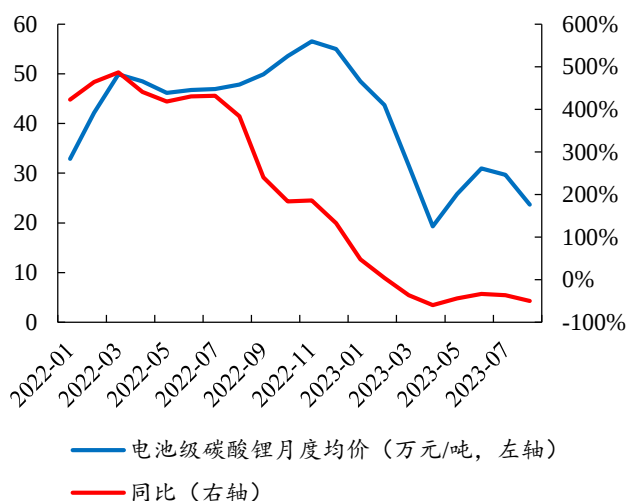
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、能源金属：板块全面承压，投资活动小幅增长

新能源车需求回落叠加供给释放，2023 上半年碳酸锂价格快速下行。2023H1 电池级碳酸锂均价为 32.87 万元/吨，同比下跌 26.4%，1-4 月受矿端放量、供给宽松的影响，价格快速下跌，5-6 月受云母停产和进口下滑的影响，矿端阶段性短缺，价格回升。随着矿端放量，供需由紧平衡趋于宽松，预计下半年碳酸锂价格下跌。

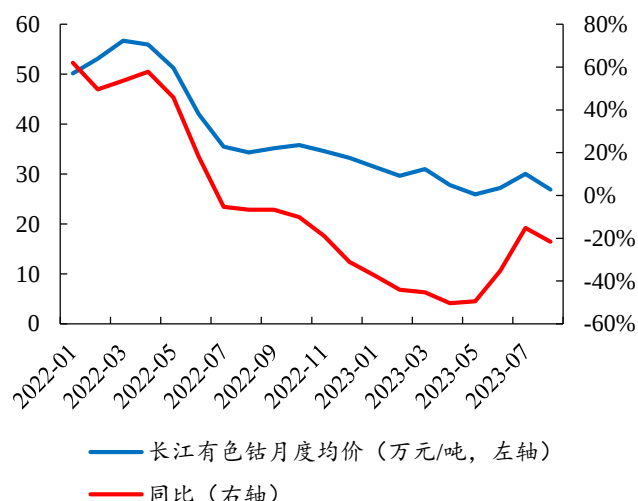
新能源车及 3C 电子需求不景气，印尼湿法项目钴供给逐步释放，钴价快速回落。2023H1 长江有色钴均价为 28.82 万元/吨，同比下跌 44.0%，受消费电子市场需求低迷及原料供应逐步恢复的影响，2022 年 5 月以来价格下跌，2023H1 延续了价格低迷的状态。

图33：2023H1 电池级碳酸锂均价同比下跌 26.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

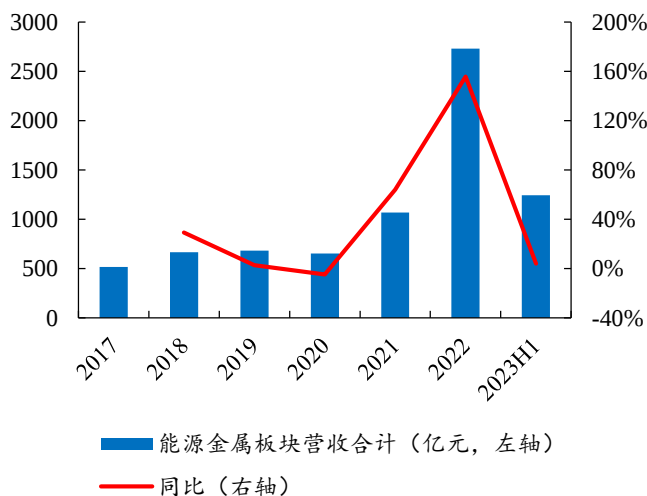
图34：2023H1 长江有色钴均价同比下跌 44.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

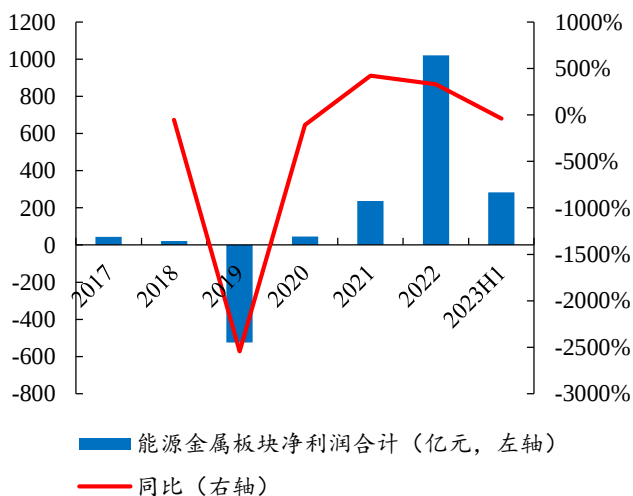
营业收入来看，2023H1 能源金属板块营业收入为 1244.1 亿元，同比增长 3.9%；实现归母净利 282.8 亿元，同比减少 39.9%。2023H1 板块内营收同比改善金额最明显公司主要为天齐锂业（+105.3 亿元）、赣锋锂业（+37.0 亿元）、华友钴业（+23.3 亿元）；归母净利润改善的公司仅有中矿资源（+1.8 亿元）。

图35：2023H1 能源金属板块营业收入同比增长 3.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

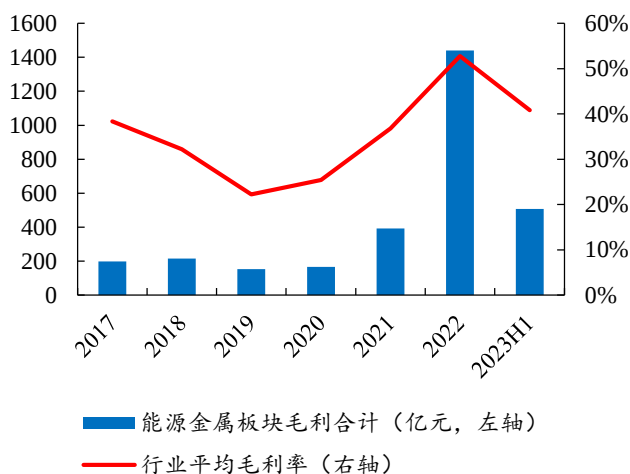
图36：2023H1 能源金属板块归母净利同比减少 39.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

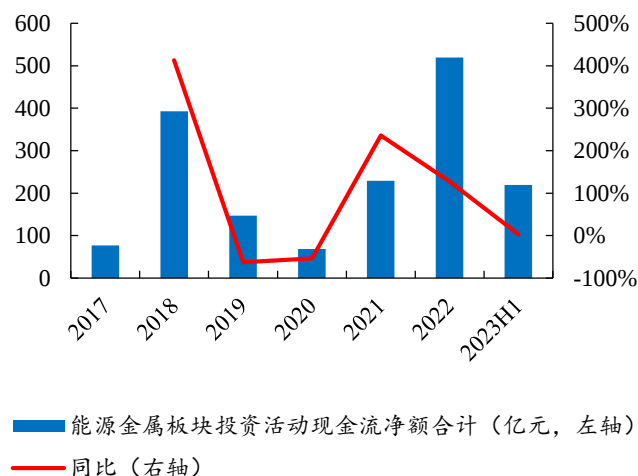
毛利方面，2023H1 能源金属板块实现毛利润 507.8 亿元，毛利率 40.8%，同比下滑 13.8pct。2023H1 板块内毛利同比改善金额最明显公司主要为天齐锂业（+95.8 亿元）、中矿资源（+5.2 亿元）、融捷股份（+0.3 亿元）；板块内毛利率同比改善最明显公司主要为融捷股份（+23.0pct）、中矿资源（+11.8pct）、天齐锂业（+2.9pct）。投资活动方面，2023H1 能源金属板块实现投资活动现金流净额 218.9 亿元，同比增长 3.0%。投资活动现金流净额同比增加最明显公司主要为藏格矿业（+8.9 亿元）、盐湖股份（+8.4 亿元）、天华新能（+5.4 亿元）。

图37：2023H1 能源金属板块毛利率同比下滑 13.8pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

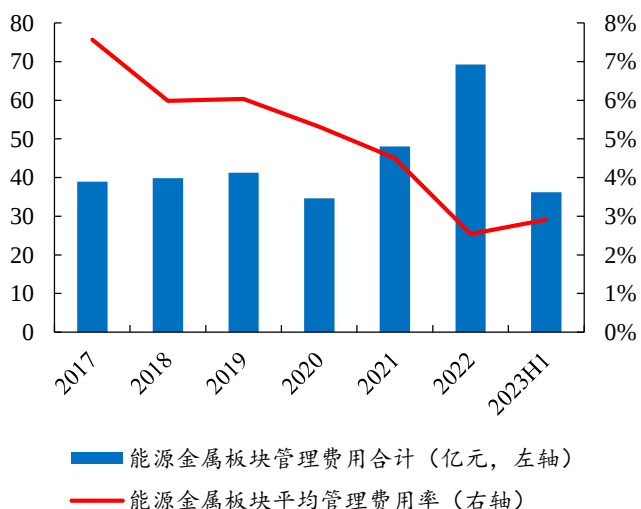
图38：2023H1 能源金属板块投资活动现金流净额同比增长 3.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

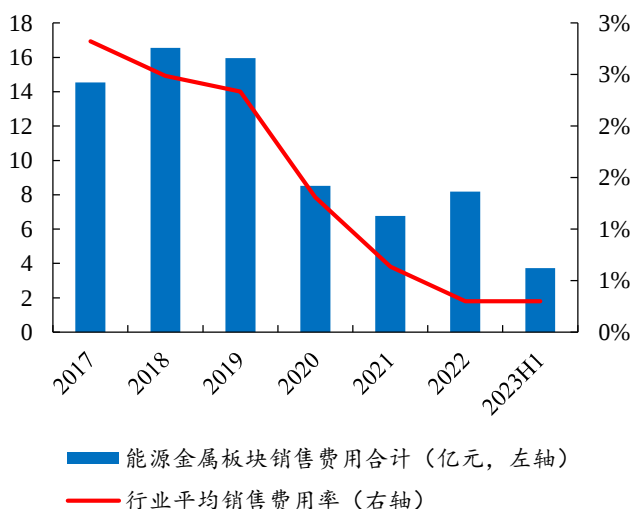
费用方面，2023H1 能源金属板块管理费用、销售费用、财务费用、三费合计分别为 36.2 亿元、3.7 亿元、5.0 亿元、44.9 亿元，分别同比增长 2.9%、0.3%、0.4%、3.6%。2023H1 板块内三费改善金额最明显公司主要为天齐锂业（-3.9 亿元）、盐湖股份（-2.3 亿元）、永兴材料（-0.7 亿元）。

图39：2023H1 能源金属板块管理费用同比增长 2.9%

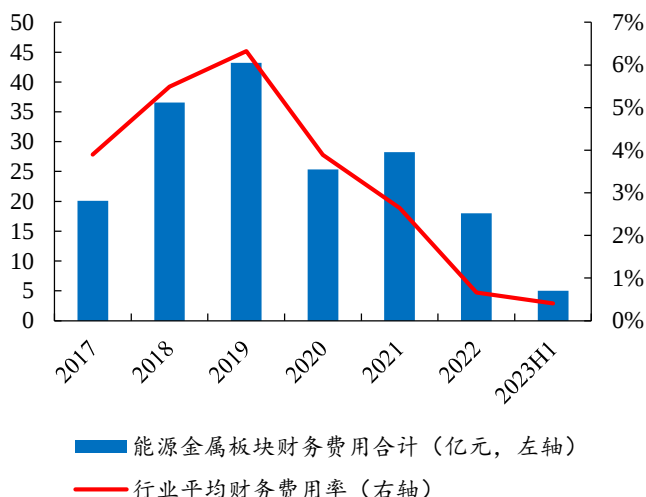


数据来源：Wind、开源证券研究所

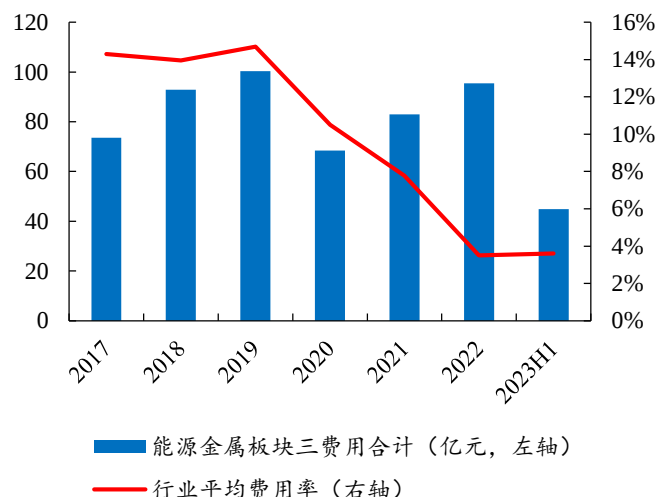
图40：2023H1 能源金属板块销售费用同比增长 0.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2023H1 能源金属板块财务费用同比增长 0.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2023H1 能源金属板块三费合计同比增长 3.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023 上半年锂钴公司资产负债率总体保持低位运行。锂公司除西藏矿业及赣锋锂业外，2023 上半年资产负债率保持低位运行，但多数公司相较于 2022 年底资产负债率呈现小幅回升态势。钴公司除华友钴业外，2023 上半年资产负债率同样保持低位运行，且相较于 2022 年底资产负债率进一步下降。

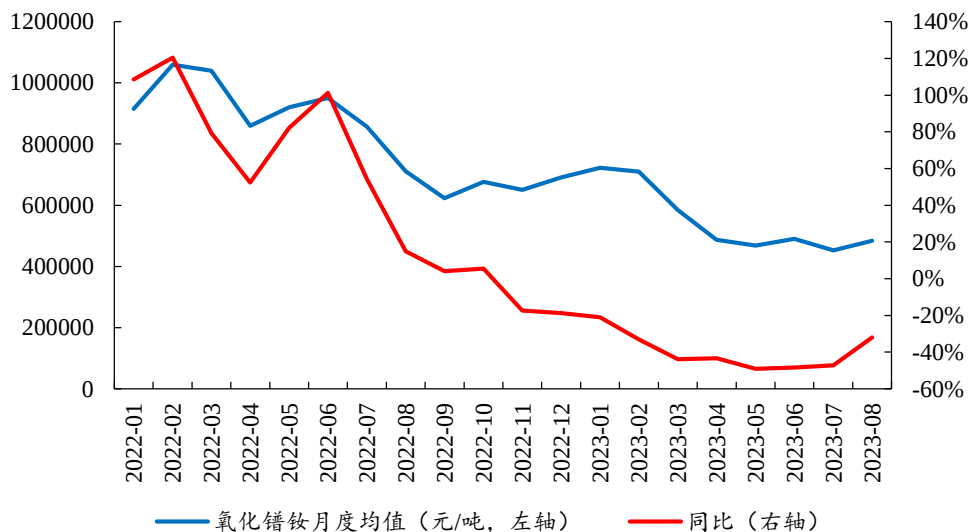
图43：2023H1 锂公司资产负债率总体维持低位

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
藏格矿业	15.6%	20.8%	18.0%	8.8%	11.0%	10.4%	5.8%
西藏矿业	16.5%	14.4%	14.0%	11.4%	9.8%	45.9%	47.5%
盐湖股份	73.0%	74.9%	229.0%	73.8%	53.9%	32.2%	26.9%
江特电机	54.3%	62.9%	70.2%	66.7%	63.4%	40.5%	38.1%
融捷股份	22.2%	23.9%	27.0%	39.6%	47.3%	16.8%	27.0%
盛新锂能	28.0%	39.5%	45.8%	30.9%	29.8%	29.5%	35.4%
赣锋锂业	49.5%	41.0%	40.8%	39.1%	33.0%	38.3%	40.1%
天齐锂业	40.4%	73.3%	80.9%	82.3%	58.9%	25.1%	28.6%
雅化集团	34.8%	36.9%	39.5%	21.8%	25.9%	22.7%	23.1%
中矿资源	31.8%	33.6%	33.8%	35.5%	33.8%	34.4%	26.5%
永兴材料	14.9%	21.4%	23.9%	23.6%	19.7%	18.5%	14.8%
天华新能	18.0%	21.9%	21.7%	40.3%	35.0%	30.6%	26.3%
寒锐钴业	48.8%	45.0%	49.3%	33.8%	35.9%	31.8%	30.6%
腾远钴业	46.3%	36.3%	35.2%	21.0%	26.8%	10.7%	12.0%
华友钴业	63.4%	55.9%	56.6%	53.8%	58.8%	70.4%	68.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

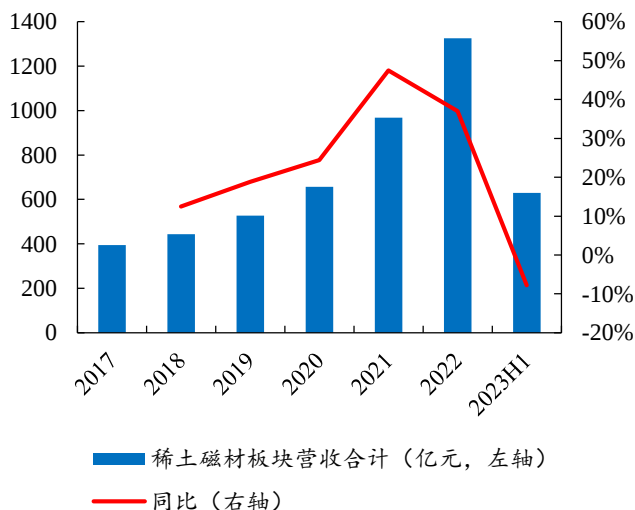
4、稀土磁材及新材料：稀土磁材承压，金属软磁逆势上扬

2023H1 氧化镨钕价格处于下行通道中，2023H1 期间内氧化镨钕月度均价降幅达 32.13%。根据中国稀土行业协会数据，2023H1 轻稀土氧化镨钕均价为 57.71 万元/吨，同比下降 39.7%。从月度数据来看，2023 年 1 月氧化镨钕月度均价为 72.25 万元/吨，同比下降 21.1%；2023 年 6 月氧化镨钕月度均价为 49.04 万元/吨，同比下降 48.4%，1-6 月月度均价降幅达 32.12%。**从供给端看**，按照稀土开采冶炼指标及进口矿数量，理论产出镨钕镱数量增加，随着上半年稀土价格下行，分离及金属企业开工小幅下降，但相对消费端仍表现略有过剩，对价格端支撑一般。**从需求端看**，2023 上半年钕铁硼数据不佳，下游各终端消费数据不理想，除新能源汽车和二轮车方面订单有少量增量，其他风电、家电、电机等，均有不同程度下降，带动稀土需求偏弱。

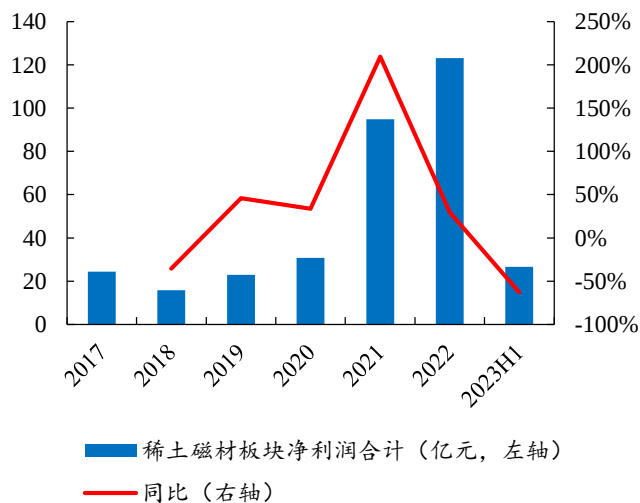
图44：2023H1 期间内氧化镨钕月度均价降幅达 32.13%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023H1 稀土磁材板块营业收入为 628.9 亿元，同比下降 7.8%；实现净利润 26.6 亿元，同比下降 63.1%。2023H1 板块内营收同比改善金额最明显公司主要为正海磁材（+4.03 亿元）、安泰科技（+2.73 亿元）、云路股份（+2.09 亿元）；归母净利润改善金额最明显公司主要为云路股份（+0.74 亿元）、铂科新材（+0.55 亿元）、正海磁材（+0.35 亿元）。

图45：2023H1 稀土磁材板块营业收入合计同降 7.8%


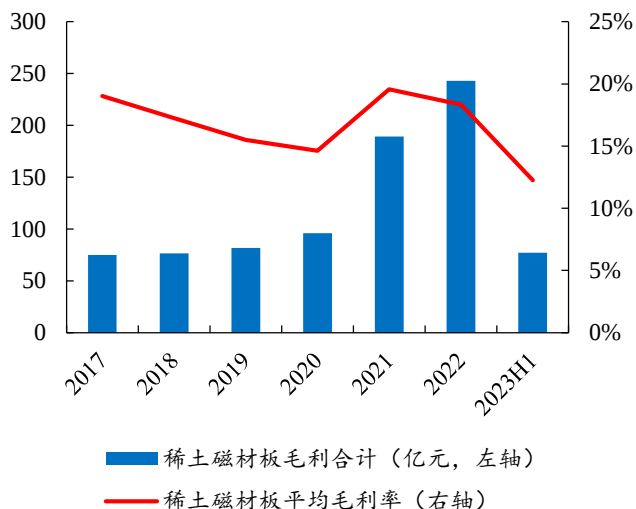
数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：2023H1 稀土磁材板块净利润合计同降 63.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

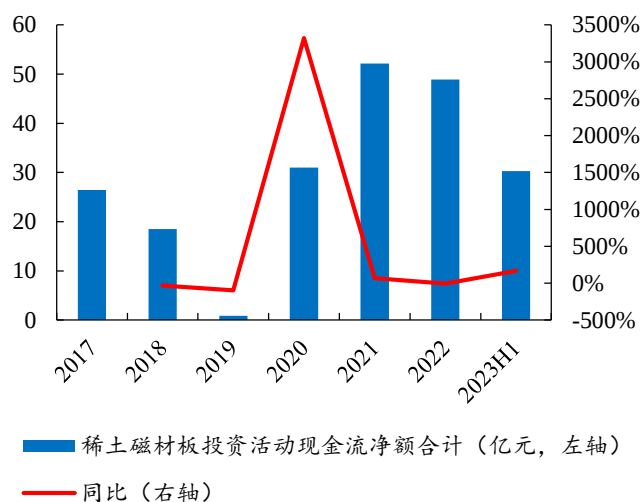
从毛利水平看，2023H1 稀土磁材板块实现毛利 77.04 亿元，同比下降 41.75%；板块平均毛利率为 12.3%，同比下降 7.1pct。2023H1 板块内毛利同比改善金额最明显公司主要为正海磁材（+1.45 亿元）、安泰科技（+1.14 亿元）、云路股份（+1.01 亿元）；板块内毛利率同比改善最明显公司主要为银河磁体（+7.2pct）、云路股份（+6.0pct）、铂科新材（+4.8pct）。从投资活动看，稀土磁材板块投资活动现金流净额合计 30.3 亿元，同比增长 168.9%。投资活动现金流净额同比增加最明显公司主要为宁波韵升（+11.85 亿元）、北方稀土（+11.12 亿元）、云路股份（+3.18 亿元）。

图47：2023H1 稀土磁材板块平均毛利率同降 7.1pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：2023H1 稀土磁材板块投资净现金流同增 168.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

稀土冶炼及磁材毛利率下滑明显，金属软磁毛利率逆势上行。2023 上半年受新能源车及 3C 电子需求下滑影响，稀土价格大幅回落，稀土冶炼公司毛利率下滑，磁材企业受需求下滑及历史高价原料库存影响毛利率同样出现小幅下滑。金属软磁粉芯方面，人工智能技术的发展带来服务器电源的快速增长，新型领域需求拉动公司整体毛利率逆势上行。

表6：稀土磁材毛利率下行，金属软磁毛利率逆势上涨

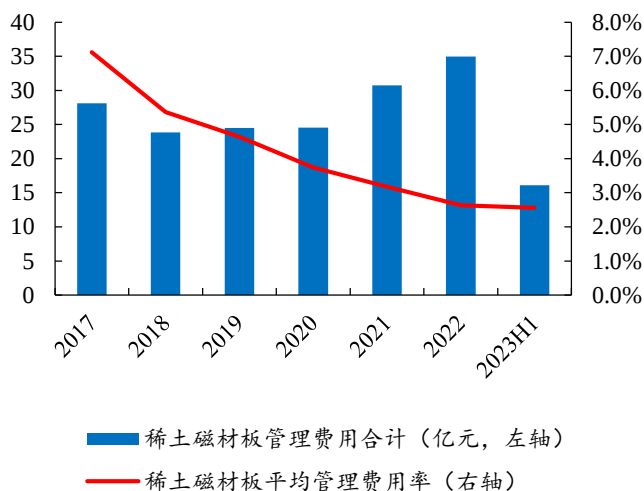
	2021	2022	2023H1	主要产品
铂科新材	33.8%	37.6%	40.5%	金属软磁生产
银河磁体	34.2%	27.7%	35.7%	粘结钕铁硼、钕钴磁体、热压钕铁硼磁体生产
云路股份	23.4%	26.8%	30.0%	金属软磁生产
中钢天源	22.7%	23.7%	26.1%	检验检测科技服务；稀土永磁生产；永磁铁氧体生产；软磁材料生产
龙磁科技	35.4%	27.7%	25.8%	永磁铁氧体生产
北矿科技	27.5%	23.2%	25.6%	矿冶装备；稀土钕铁硼及功能性磁材
安泰科技	17.1%	16.4%	17.7%	钨钼精深加工；稀土永磁材料生产；金属软磁材料生产；高速工具钢生产；金属多孔材料生产
正海磁材	19.6%	14.4%	17.3%	稀土钕铁硼磁材生产；电机驱动系统生产
英洛华	15.6%	18.2%	16.9%	稀土钕铁硼磁材生产；电机生产
金力永磁	22.4%	16.2%	15.7%	高性能烧结钕铁硼磁材生产
中科三环	16.2%	18.3%	14.8%	钕铁硼永磁材料生产
北方稀土	27.8%	27.8%	13.6%	稀土金属冶炼
中国稀土	12.7%	17.1%	13.2%	稀土原矿加工
大地熊	20.5%	18.7%	9.6%	高性能烧结钕铁硼永磁生产；橡胶磁和其他磁性制品生产
宁波韵升	25.9%	19.7%	8.3%	钕铁硼磁材生产
盛和资源	18.7%	16.6%	6.2%	稀土矿采选、冶炼分离、金属加工；锆钛矿选矿
广晟有色	3.5%	3.3%	2.8%	稀土矿开采、冶炼分离、深加工以及有色金属贸易

数据来源：Wind、开源证券研究所

2023H1 稀土磁材板块管理费用合计 16.1 亿元，同比下降 0.52%；板块平均管理费用率为 2.56%，同比上升 0.19pct；稀土磁材板块销售费用合计 4.3 亿元，同比增长 2.96%；板块平均销售费用率为 0.68%，同比下降 0.07pct。2023H1 板块内管理费用同比改善金额最明显公司主要为金力永磁 (-0.28 亿元)、英洛华 (-0.25 亿元)、

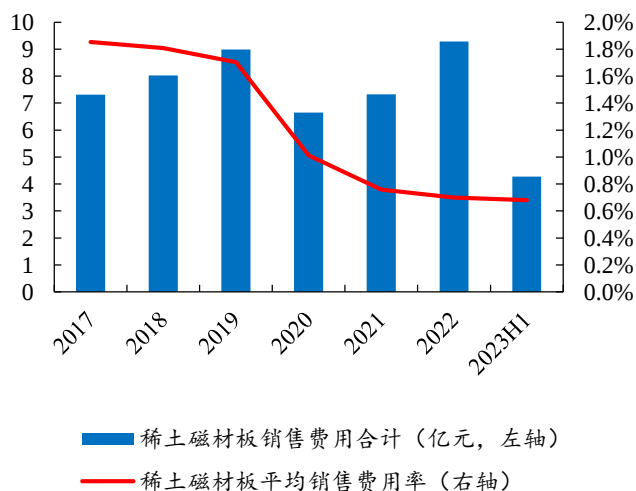
中国稀土 (-0.12 亿元); 销售费用改善金额最明显公司主要为北方稀土 (-0.15 亿元)、金力永磁 (-0.10 亿元)、宁波韵升 (-0.06 亿元)。

图49: 2023H1 稀土磁材板块管理费用合计同降 0.52%



数据来源: Wind、开源证券研究所

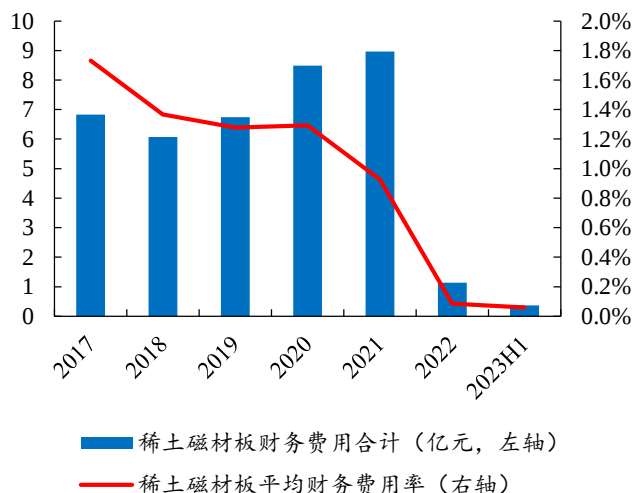
图50: 2023H1 稀土磁材板块销售费用合计同增 2.96%



数据来源: Wind、开源证券研究所

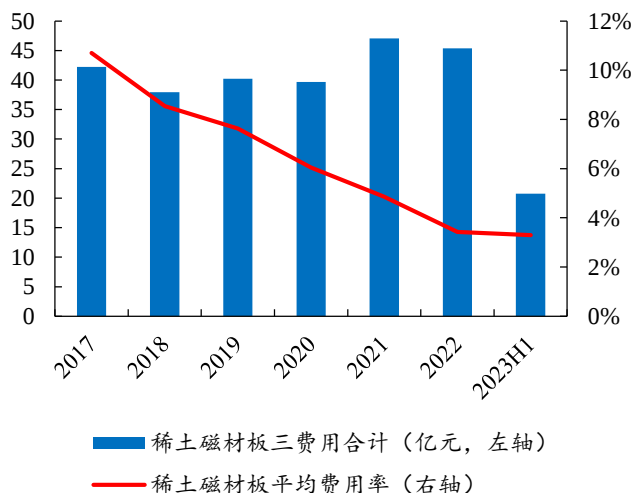
2023H1 稀土磁材板块财务费用合计 0.4 亿元, 同比增长 115.29%; 板块平均财务费用率为 0.06%, 同比上升 0.03pct; 稀土磁材板块管理费用、销售费用、财务费用三费合计 20.7 亿元, 同比增长 1.15%; 板块平均三费费用率为 3.30%, 同比上升 0.29pct。2023H1 板块内财务费用同比改善金额最明显公司主要为北方稀土 (-0.58 亿元)、广晟有色 (-0.18 亿元)、中国稀土 (-0.17 亿元), 三费改善金额最明显公司主要为北方稀土 (-0.81 亿元)、中国稀土 (-0.29 亿元)、英洛华 (-0.27 亿元)。

图51: 2023H1 稀土磁材板块财务费用合计同增 115.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图52: 2023H1 稀土磁材板块三费合计同增 1.15%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2023 上半年稀土磁材公司资产负债率总体保持高位运行。稀土冶炼公司资产负债率分化, 中国稀土及广晟有色资产负债率保持高位, 且相较于 2022 年底有所上行, 北方稀土及盛和资源维持低位, 北方稀土资产负债率相较于 2022 年底小幅上行。磁材及新材料方面资产负债率同样出现分化, 2023 上半年资产负债率保持高位运行, 龙磁科技、宁波韵升及正海磁材资产负债率维持在 2017 年来高位, 金力永磁及云路股份资产负债率维持低位, 金力永磁资产负债率相较于 2022 年底继续下

行。

图53：2023H1 稀土磁材公司资产负债率保持高位

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
稀土冶炼	中国稀土	3.5%	7.7%	16.6%	18.5%	30.3%	7.7%	18.1%
	北方稀土	48.2%	47.4%	44.3%	46.0%	44.6%	31.7%	34.3%
	广晟有色	50.8%	51.8%	53.2%	58.9%	66.1%	51.3%	57.5%
	盛和资源	37.8%	38.8%	42.0%	33.8%	34.0%	35.5%	34.5%
	英洛华	20.0%	22.3%	30.9%	39.0%	43.6%	44.9%	48.0%
磁材及新材料	安泰科技	42.0%	44.8%	41.9%	39.2%	40.5%	42.6%	43.0%
	中科三环	17.3%	16.7%	16.7%	22.8%	36.0%	35.0%	31.5%
	中钢天源	24.0%	24.6%	32.6%	42.0%	38.0%	32.9%	33.1%
	银河磁体	5.5%	5.6%	5.7%	4.5%	6.8%	7.7%	7.7%
	正海磁材	21.8%	27.9%	26.5%	33.3%	44.5%	58.7%	54.6%
	金力永磁	43.4%	46.5%	52.9%	55.5%	51.0%	39.5%	37.4%
	铂科新材	35.7%	28.3%	16.3%	19.8%	18.4%	27.6%	24.5%
	龙磁科技	42.6%	38.1%	35.3%	21.4%	22.9%	40.0%	46.1%
	宁波韵升	22.3%	18.8%	23.3%	26.2%	33.2%	36.7%	35.6%
	北矿科技	26.4%	24.5%	25.2%	25.6%	24.8%	33.2%	33.7%
	大地熊	49.5%	48.5%	52.7%	37.4%	51.0%	56.9%	50.1%
	云路股份		57.7%	50.9%	42.4%	20.3%	20.0%	22.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、黄金：金价上涨助力金企业绩释放，费用率持续改善

2023H1 国际金价先上涨后回调，国内金价上涨后维持高位，黄金受到美联储货币政策预期以及避险情绪的影响。此次黄金上涨行情启动于 2022 年 11 月，主要缘于美国 CPI 同比数据合新增非农就业人数的连续下降，投资者担忧美联储如此猛烈的加息下会导致经济步入衰退，市场交易美联储加息暂缓预期。2023 年 2 月份，通胀的走高以及失业率的下降使得投资者意识到加息远未结束，金价承压下跌。2023 年 3 月-5 月失业率反弹，CPI 符合预期，PMI 降至荣枯线下，欧洲央行加息 50BP，叠加 3 月份的银行信贷危机，市场交易避险需求+美联储加息暂缓预期+美国经济衰退预期，金价一路攀升。2023 年 5 月-6 月，核心 CPI 依然顽固，美国劳动力市场火热，随着银行业危机的消散，市场重回加息预期逻辑，国际金价开始回调。此时由于美元强势，美元兑人民币汇率不断攀升，国内金价受到支撑，走出与国际金价背离的走势。

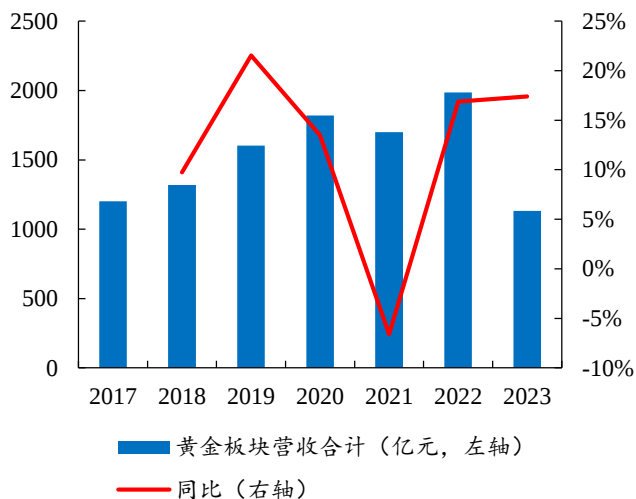
图54：2023H1 国际金价先上张后回调，国内金价上涨后维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

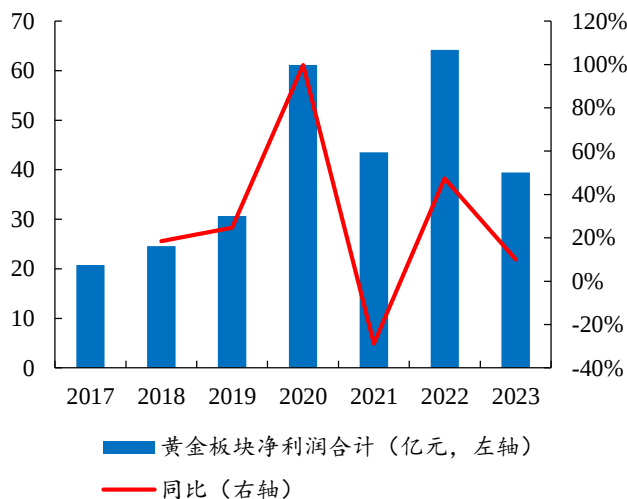
2023H1 黄金板块实现营业收入 1,130.8 亿元，同比上升 17.4%；实现归母净利润 39.5 亿元，同比上升 10.0%。2023H1 板块内营收同比改善金额最明显公司主要为恒邦股份（+107.86 亿元）、中金黄金（+39.02 亿元）、湖南黄金（+19.58 亿元）；归母净利润改善金额最明显公司主要为山东黄金（+3.24 亿元）、中金黄金（+2.66 亿元）、银泰黄金（+1.69 亿元）。

图55：2023H1 黄金板块营业收入同比上升 16.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

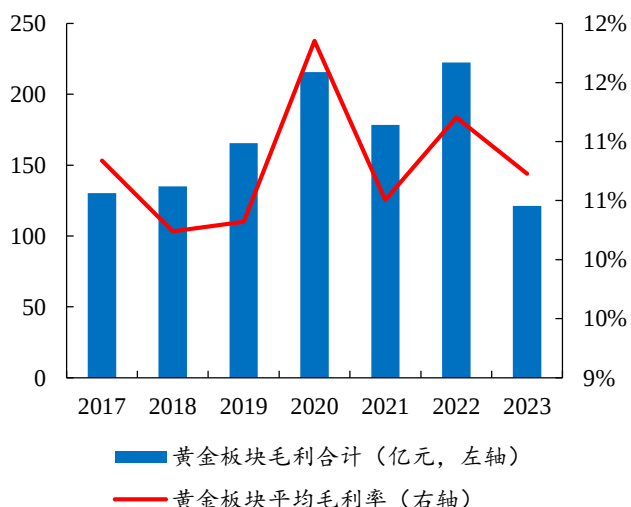
图56：2023H1 黄金板块归母净利润同比上升 18.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

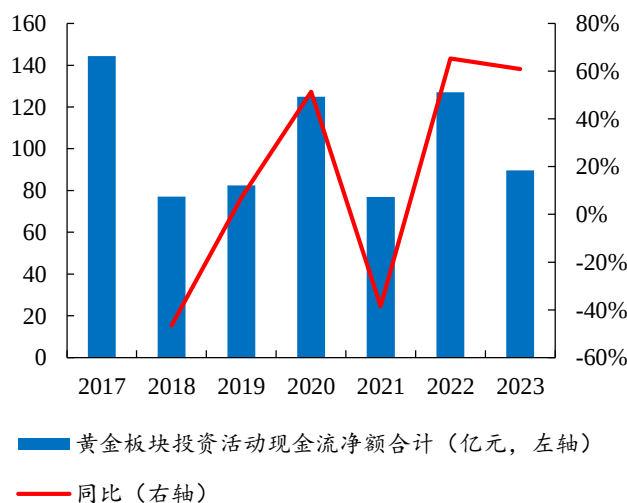
2023H1 黄金板块实现毛利 121.3 亿元，同比上升 2.9%；板块平均毛利率为 10.7%，同比下降 1.52pct；板块内毛利同比改善金额最明显公司主要为银泰黄金（+26.58 亿元）、四川黄金（+3.54 亿元）、湖南黄金（+0.82 亿元）；板块内毛利率同比改善最明显公司主要为银泰黄金（+0.06pct）、山东黄金（+0.01pct）、中金黄金（+0.00pct）；2023H1 黄金板块投资活动现金流净额合计 89.6 亿元，同比上升 60.9%。投资活动现金流净额同比增加最明显公司主要为山东黄金（+60.82 亿元）、中金黄金（+3.60 亿元）、中润资源（+3.48 亿元）。

图57：2023H1 黄金板块毛利同比略有上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图58：2023H1 板块投资活动现金流净额同比显著上升

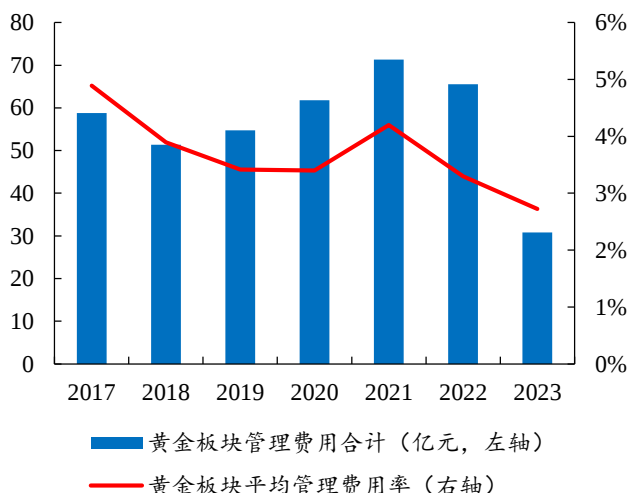


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023H1 黄金板块管理费用合计 30.8 亿元，同比下降 12.1%；板块平均管理费率 2.7%，同比下降 0.90pct；板块内管理费用同比改善金额最明显公司主要为

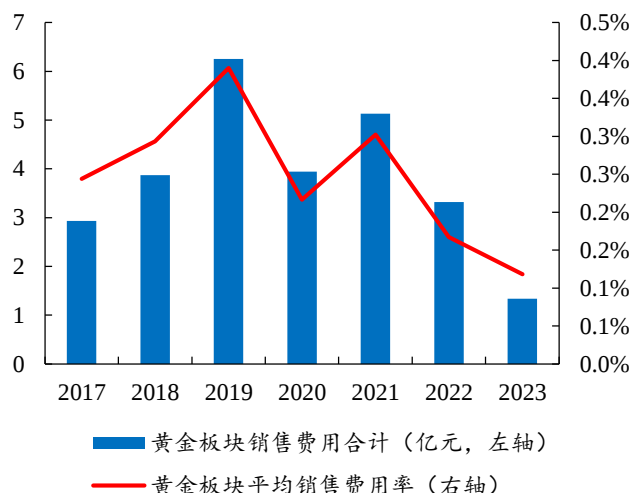
山东黄金 (-5.18 亿元)、湖南黄金 (-0.19 亿元)、中润资源 (-0.08 亿元)；2023H1 黄金板块销售费用合计 1.3 亿元，同比下降 22.4%；板块平均销售费用率为 0.1%，同比下降 0.1pct。销售费用改善金额最明显公司主要为山东黄金 (-0.42 亿元)、中金黄金 (-0.02 亿元)、湖南黄金 (-0.02 亿元)。

图59：2023H1 黄金板块管理费用同比显著改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

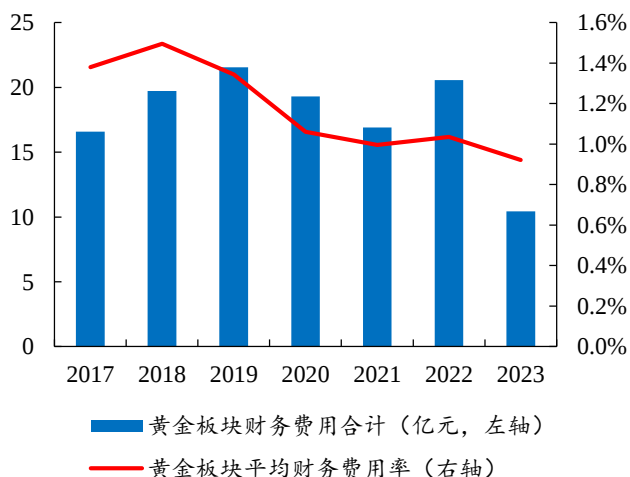
图60：2023H1 黄金板块销售费用同比显著改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

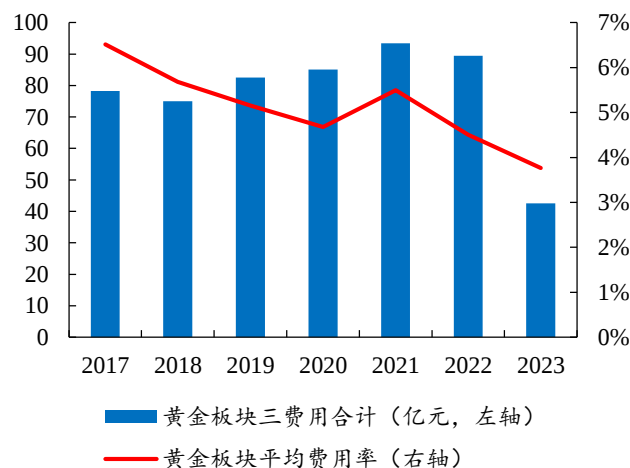
2023H1 黄金板块财务费用合计 10.4 亿元，同比上升 8.5%；板块平均财务费用率为 0.92%，同比下降 0.08pct；板块内财务费用同比改善金额最明显公司主要为中金黄金 (-0.72 亿元)、恒邦股份 (-0.69 亿元)、晓程科技 (-0.60 亿元)；2023H1 黄金板块管理费用、销售费用、财务费用三费合计 42.6 亿元，同比下降 8.2%；板块平均三费费用率为 3.76%，同比下降 1.05pct。三费改善金额最明显公司主要为山东黄金 (-3.61 亿元)、中金黄金 (-0.79 亿元)、晓程科技 (-0.57 亿元)。

图61：2023H1 黄金板块财务费用同比略有上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：2023H1 黄金板块三费同比略有改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

2023 上半年黄金公司资产负债率总体保持低位运行。黄金公司 2023 上半年总体维持低位运行，四川黄金、湖南黄金、银泰黄金资产负债率相较 2022 年底进一步下行并维持 2017 年资产负债率低位，山东黄金及中润资源资产负债率相较 2022 年底显著上行，山东黄金资产负债率升至 2017 年来高位。

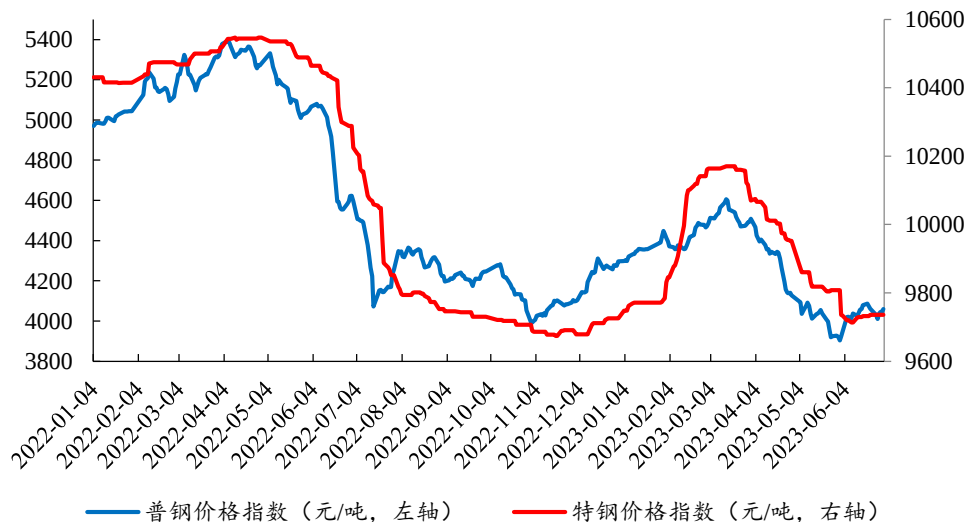
图63：2023H1 黄金公司资产负债率维持高位

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
中润资源	57.7%	56.0%	58.3%	75.3%	76.2%	60.9%	64.5%
银泰黄金	6.7%	12.1%	14.9%	14.3%	22.6%	21.6%	15.6%
四川黄金		53.0%	58.5%	60.9%	46.3%	38.1%	27.6%
湖南黄金	32.7%	28.5%	26.0%	25.0%	24.6%	19.3%	17.3%
恒邦股份	67.4%	70.8%	71.2%	58.2%	60.0%	58.8%	61.9%
晓程科技	25.8%	21.7%	18.3%	13.9%	12.0%	11.7%	10.3%
中金黄金	59.4%	49.2%	50.3%	44.3%	43.5%	42.4%	42.7%
山东黄金	59.2%	48.0%	55.6%	50.4%	59.4%	59.6%	62.6%
赤峰黄金	41.5%	63.5%	57.9%	38.4%	37.9%	57.8%	56.9%
西部黄金	32.1%	37.1%	35.3%	34.9%	33.7%	23.4%	28.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

6、钢铁：钢铁价格同比下行，钢企利润承压，供需矛盾显现

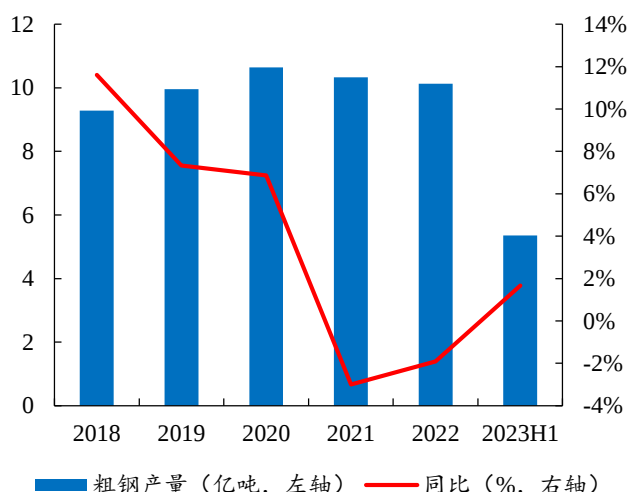
2023H1 钢铁价格先上涨后下跌，普钢最大涨幅 7.15%，特钢最大涨幅 4.32%。2023Q1 宏观经济回暖预期、基建开工项目增多以及地产销售回暖，钢铁价格上涨。2023 年 3 月底，受到美国银行业危机和经济衰退预期的影响，海外衰退预期加强，同时国内钢铁市场供需矛盾显现，在供应高位及需求转弱的驱动下，钢价进入下行通道，2023 年 6 月，钢厂利润在接连的十轮焦炭价格提降后，即期利润得到明显好转，铁水产量上升，铁矿石、双焦价格上涨，驱动钢铁价格上行。

图64：2023H1 钢铁价格先上涨后下跌，普钢最大涨幅 7.15%，特钢最大涨幅 4.32%


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

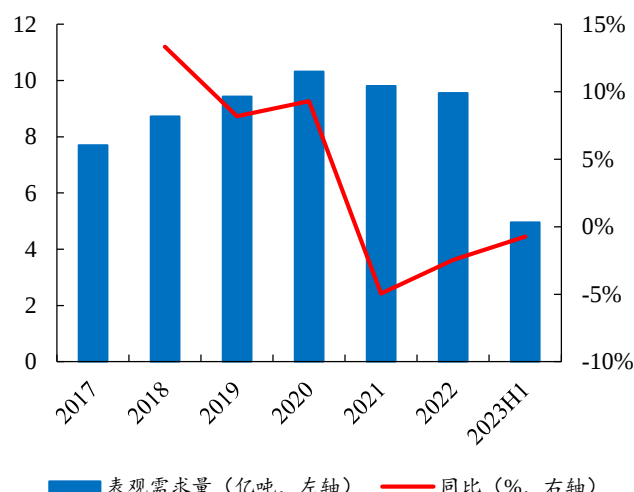
2023H1 粗钢产量 5.36 亿吨，同比增长 1.66%，主要原因在于一季度原料价格大幅走跌，经济复苏预期下钢价上行，钢企尚有利润，生产积极性较高。按照产量及进出口情况推算，2023H1 我国国内粗钢表观消费量为 4.94 亿吨，同比下降 0.74%，净出口量增加填补国内需求转弱，整体需求变化较小。

图65：2023H1 粗钢产量 5.36 亿吨，同比增长 1.66%



数据来源：Wind、开源证券研究所

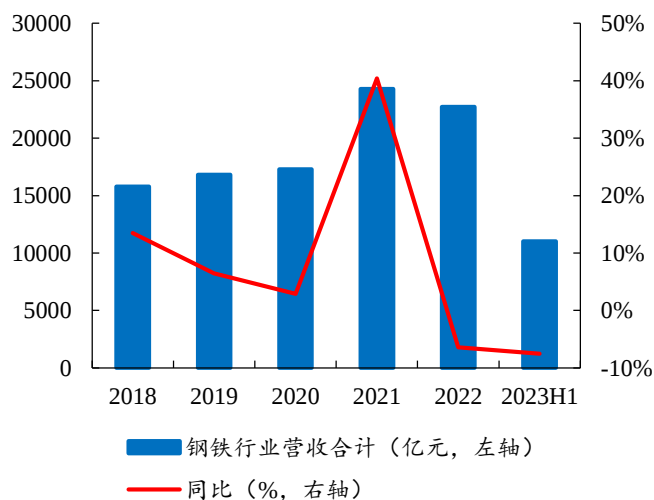
图66：2023H1 粗钢表需 4.94 亿吨，同比下降 0.74%



数据来源：Wind、开源证券研究所

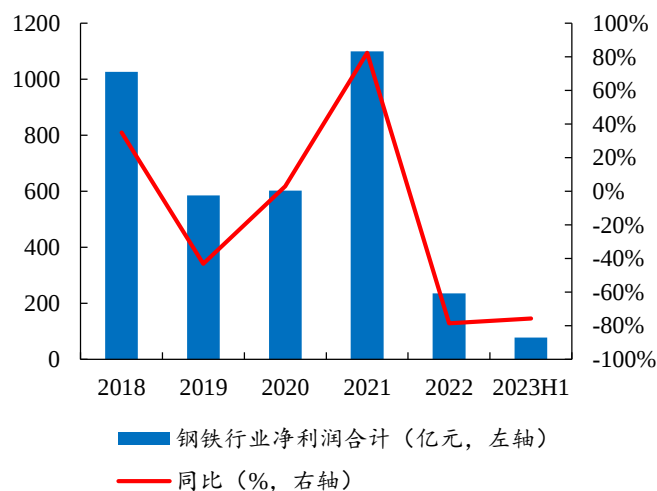
2023H1 钢铁板块营业收入为 11017.00 亿元，同比下降 7.54%；实现净利润 78.11 亿元，同比下降 75.67%。2023H1 板块内营收同比改善金额最明显公司主要为中信特钢（+65.03 亿元）、太钢不锈（+33.09 亿元）、重庆钢铁（+29.79 亿元）；净利润改善金额最明显公司主要为柳钢股份（+8.12 亿元）、常宝股份（+2.71 亿元）、久立特材（+2.06 亿元）。

图67：2023H1 钢铁板块营业收入同比下降 7.54%



数据来源：Wind、开源证券研究所

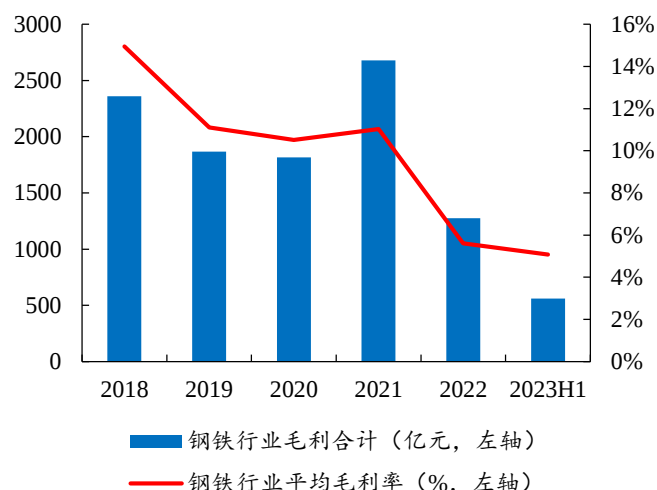
图68：2023 钢铁板块净利润同比下降 75.67%



数据来源：Wind、开源证券研究所

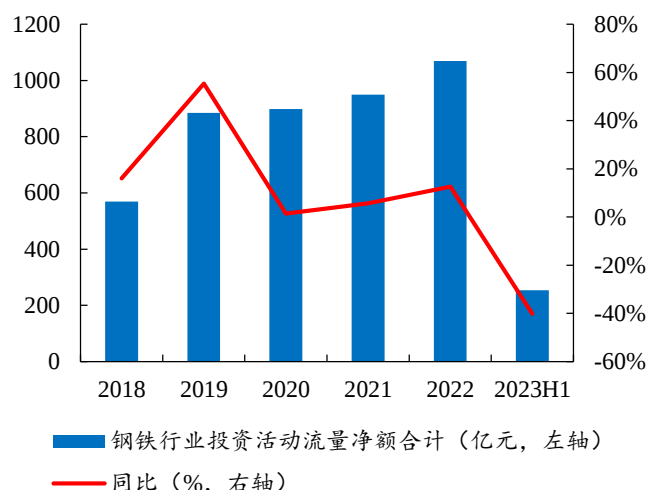
2023H1 钢铁板块实现毛利 559.33 亿元，同比下降 42.12%；板块平均毛利率为 3.64%，同比下降 0.44pct；板块内毛利同比改善金额最明显公司主要为柳钢股份（+10.94 亿元）、包钢股份（+6.04 亿元）、常宝股份（+3.01 亿元）；板块内毛利率同比改善最明显公司主要为常宝股份（+6.27pct）、大业股份（+5.49pct）、翔楼新材（+5.33pct）；2023H1 钢铁板块投资活动现金流净额合计 253.72 亿元，同比下降 40.15%。投资活动现金流净额同比增加最明显公司主要为华菱钢铁（+39.84 亿元）、河钢股份（+31.55 亿元）、中信特钢（+11.92 亿元）。

图69：2023H1 钢铁板块毛利同比下降 42.12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

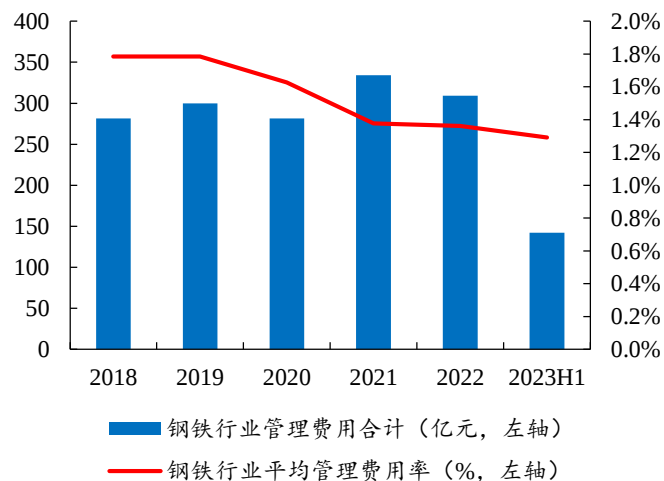
图70：2023H1 钢铁板块投资净现金流同比下降 40.15%



数据来源：Wind、开源证券研究所

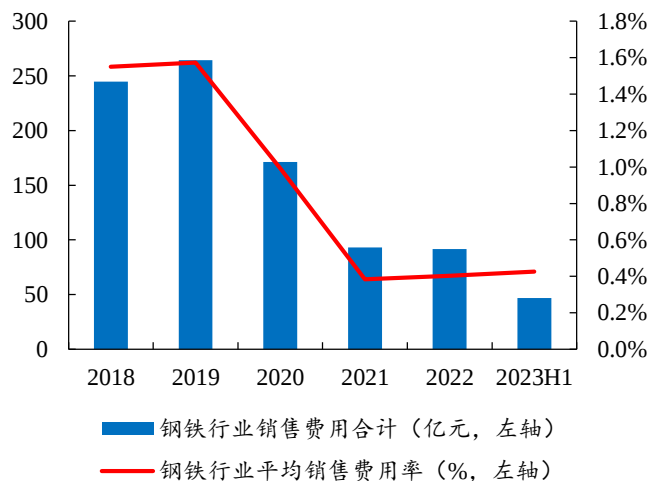
2023H1 钢铁板块管理费用合计 142.15 亿元，同比下降 3.53%；板块平均管理费用率为 1.29%，同比上升 0.05pct；板块内管理费用同比改善金额最明显公司主要为新钢股份（-0.78 亿元）、华菱钢铁（-0.35 亿元）、柳钢股份（-0.33 亿元）；2023H1 钢铁板块销售费用合计 46.94 亿元，同比上升 6.69%；板块平均销售费用率为 0.43%，同比上升 0.06pct。销售费用改善金额最明显公司主要为酒钢宏兴（-0.72 亿元）、新钢股份（-0.37 亿元）、鞍钢股份（-0.21 亿元）。

图71：2023H1 钢铁板块管理费用同比下降 3.53%



数据来源：Wind、开源证券研究所

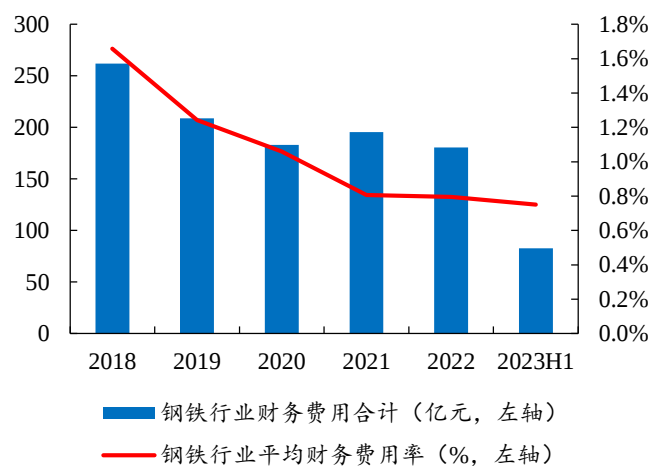
图72：2023H1 钢铁板块销售费用同比上升 6.69%



数据来源：Wind、开源证券研究所

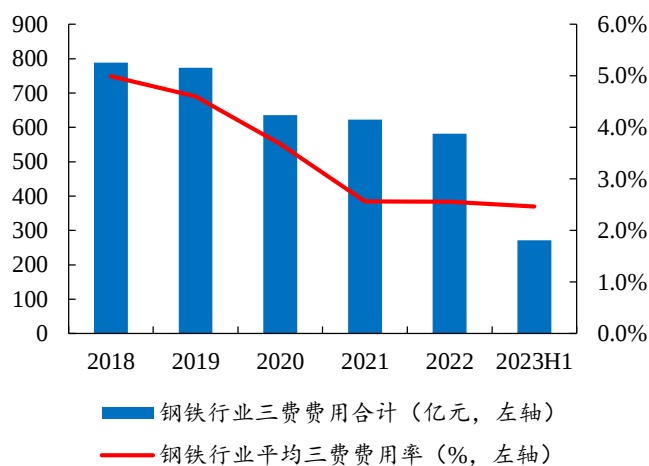
2023H1 钢铁板块财务费用合计 82.78 亿元，同比下降 14.41%；板块平均财务费用率为 0.75%，同比下降 0.06pct；板块内财务费用同比改善金额最明显公司主要为宝钢股份（-5.19 亿元）、柳钢股份（-2.22 亿元）、新钢股份（-2.03 亿元）。2023H1 钢铁板块管理费用、销售费用、财务费用三费合计 271.87 亿元，同比下降 5.62%；板块平均三费费用率为 2.47%，同比上升 0.05pct。三费改善金额最明显公司主要为新钢股份（-5.33 亿元）、华菱钢铁（-4.71 亿元）、柳钢股份（-4.16 亿元）。

图73：2023H1 钢铁板块财务费用同比下降 14.41%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图74：2023H1 钢铁板块三费同比下降 5.62%



数据来源：Wind、开源证券研究所

7、风险提示

国内房地产政策落地不及预期，美联储货币政策不确定性，美国经济软着陆等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn