

有色金属行业 2022 年报&2023 年一季报业绩回顾：

业绩加速探底，景气反转曙光初显

核心观点：

- **有色金属行业上市公司 2022 年营收同增 13.74%，归母净利润同增 54.96%；2023Q1 营收同增 4.65%，归母净利润同减 14.84%。**2023Q1 虽然国内经济复苏叠加美联储加息放缓使有色金属价格企稳、行业盈利能力回升，A 股有色金属行业上市公司整体业绩环比改善。但由于 2022Q1 的高基数，2023 年一季度有色金属行业整体业绩进入负增长区间，业绩增速转正或仍需等待至 2023 年下半年。
- **在持续的下行后，有色金属行业整体 ROE 在 2023Q1 环比反弹。**2023Q1 有色金属行业整体 ROE 从 2022Q4 的 2.57% 上升到 2023Q1 的 2.59%，环比上升近 0.03 个百分点。从杜邦分析的结果来看，2023Q1 有色金属行业销售利润率从 4.08% 提高到 4.31%，影响 ROE 为 0.14 个百分点，是 ROE 提升的最核心因素。而有色金属行业整体资产周转率从 2022 年四季度的 0.30 下降到 2023 年一季度的 0.29，拖累 ROE 下降 0.09%。此外，有色金属行业整体权益乘数从 2022Q4 的 2.09 下降至 2023Q1 的 2.08，令 ROE 水平下降 0.02 个百分点。
- **投资策略：**尽管有色金属行业 2023Q1 业绩增速回落，同比进入负增长区间，但在国内经济逐步复苏与海外美联储加息节奏放缓的情况下，行业景气度仍出现了边际改善的迹象，行业正处于业绩探底，走向逐步反转的过程中。在进入二季度后市场进入主线决断以及更关注行业景气投资，有色金属子行业中高景气持续与景气反转板块有望迎来较好的投资机会。美联储 5 月议息会议加息 25 个基点后在会议声明利率指引中明确暗示本次加息或是本轮加息周期的最后一次，大概率将在二季度停止加息。而美国通胀连续 10 个月下降，叠加 2023Q2 或将是美国 CPI 同比增速下降最快的季度，也将强化市场对降息终止的预期。此外，4 月底美国第一共和银行倒闭再次表明美国银行业危机以及银行业对美国经济衰退的潜在风险仍在持续，使市场美联储下半年开启降息的预期升温。在 Q2 加息停止确定，降息预期边际升温的情况下，黄金价格有望较一季度进一步上涨，黄金行业延续高景气，黄金板块龙头个股业绩在一季度稍有展现，在二季度有望更全面、更有力的释放，建议关注山东黄金(600547)、中金黄金(600489)、银泰黄金(000975)、湖南黄金(002155)、紫金矿业(601899)。进入二季度中下旬，在去库存后锂电产业链景气有所恢复，开工显著回升。预计中游电池与材料企业 5 月排产环比提升 10%-20%，6 月排产有望进一步走高。低库存下材料企业对上游碳酸锂原材料的补库需求将逐步启动。在下游回暖的预期下锂价触底回升、大幅反弹，国内电池级碳酸锂价格在经历一季度的大幅下跌后，从 4 月底部的 18 万元/吨上涨至 5 月中旬 30 万元/吨，锂行业景气反转。碳酸锂价格的企稳，也有助于市场对于锂行业企业业绩预期的稳定。目前锂矿板块上市公司均处于较低水平，在二季度锂价反弹、行业景气反转下，锂矿企业有望迎来估值修复，建议关注天齐锂业(002466)、中矿资源(002738)、永兴材料(002756)、赣锋锂业(002460)、西藏矿业(000762)。
- **风险提示：**1) 国内经济复苏低于预期，有色金属行业下游需求减弱；2) 美联储加息超出预期；3) 有色金属价格大幅下跌。

有色金属行业

推荐 维持评级

分析师

华立

☎：(8621) 20252650

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

阎子露

☎：(8610) 80927659

✉：yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040004

相关研究

目 录

一、有色金属行业 2022 年年报及 2023 年一季报业绩概览.....	2
(一) 有色金属行业业绩寻底，增速回落.....	2
(二) 业绩下滑明显，净利润增速分布向尾部集中.....	2
二、有色金属行业 2022 年年报&2023 年一季报业绩分析：ROE 环比改善，行业估值处于历史底部.....	4
(一) 22 年业绩进入下行区间，23Q1 曙光乍现，转折仍需等待.....	4
(二) 有色金属行业整体 ROE 水平改善.....	6
(三) 销售利润率的提升是 ROE 环比改善的主要原因.....	7
(四) 费用下行是销售利润率上行的主要因素.....	8
(五) 成本上行造成 2023Q1 毛利率下滑.....	9
(六) 行业存货进入累库周期.....	10
(七) 行业现金流状况恶化.....	11
(八) 估值低于历史底部区间.....	13
三、投资策略.....	14
四、风险提示.....	14

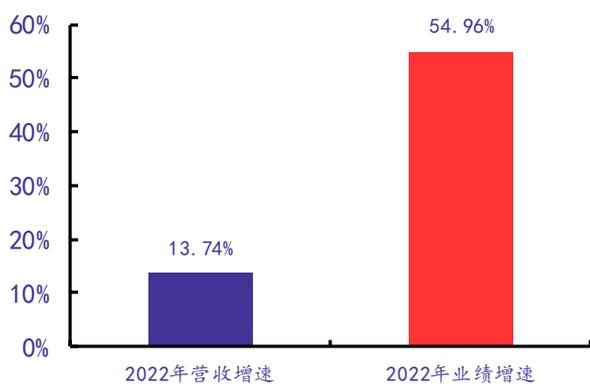
一、有色金属行业 2022 年年报及 2023 年一季报业绩概览

(一) 有色金属行业业绩寻底，增速回落

有色金属行业上市公司 2022 年营业收入同比增长 13.74%，归属于母公司股东净利润同比增长 54.96%；2023Q1 营业收入同比增长 4.65%，归属于母公司股东净利润同比减少 14.84%。我们将 2022 年前上市的，有色金属一级行业中的共 128 家上市公司，作为一个整体进行测算。2022 年高通胀与地缘冲突供应链的紊乱对全球经济产生了显著的负面影响，以美联储为首的各国央行持续大幅加息收缩流动性，而国内经济受困于疫情反复与房地产行业下滑，这使有色金属价格与有色金属行业盈利能力在 2022 年呈现全年逐步走弱，景气单边下行的趋势。具体来看，有色金属行业 2022 年营业收入同比增长 13.74%，业绩同比增长 54.96%；有色金属行业 2022Q4 单季度营业收入同比增长 8.45%，业绩同比增长 26.48%。

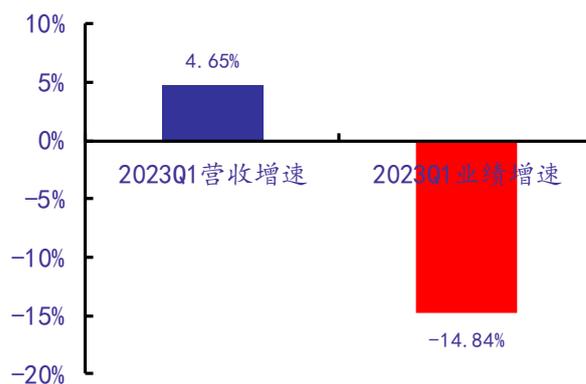
2023 年一季度国内防疫政策改善并推出房地产、消费等重磅支持政策，国内经济复苏明显，有效拉动了有色金属需求的恢复；而海外美联储放缓加息节奏，美元指数对有色金属价格的压制力减轻。2022 年下半年困扰有色金属价格下跌与行业景气度下行的拖累因素出现了明显的改善，有色金属行业盈利能力与业绩在 2023Q1 环比提升。但由于 2022Q1 的高基数，使 2023Q1A 股有色金属行业业绩同比仍出现下滑。有色金属行业上市公司 2023Q1 营业收入同比增长 4.65%，业绩同比下降 14.84%。

图 1：2022 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

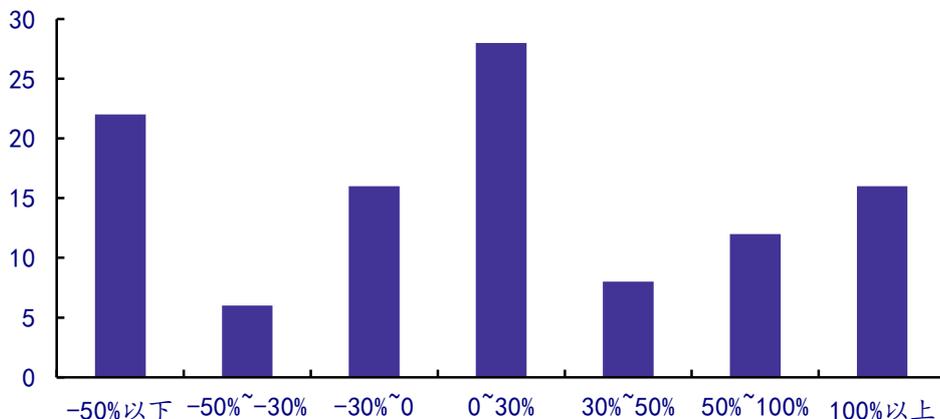
图 2：2023Q1 有色金属行业营业收入增速与业绩增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 业绩下滑明显，净利润增速分布向尾部集中

有色金属行业上市公司 2022 年接近六成上市公司业绩有增长。整体来看，2022 年有色金属行业上市公司的业绩呈现明显的分化。2022 年业绩增长超过 100% 以上的有色金属上市公司共有 16 家，占总数的 14.81%。2022 年业绩同比上升处于 0-30% 区间的上市公司数量为 28 家，占总数的 25.93%，是占比最多的一个区间；同期业绩增速在 50%-100% 区间之内的公司共有 12 家，占总数的 11.11%。有色金属上市公司 2022 年业绩同比下滑的有 44 家，占比 40.74%；其中业绩下滑 50% 以上的有 22 家，占总体比例的 20.37%。

图 3：有色金属行业上市公司 2022 年业绩增速分布


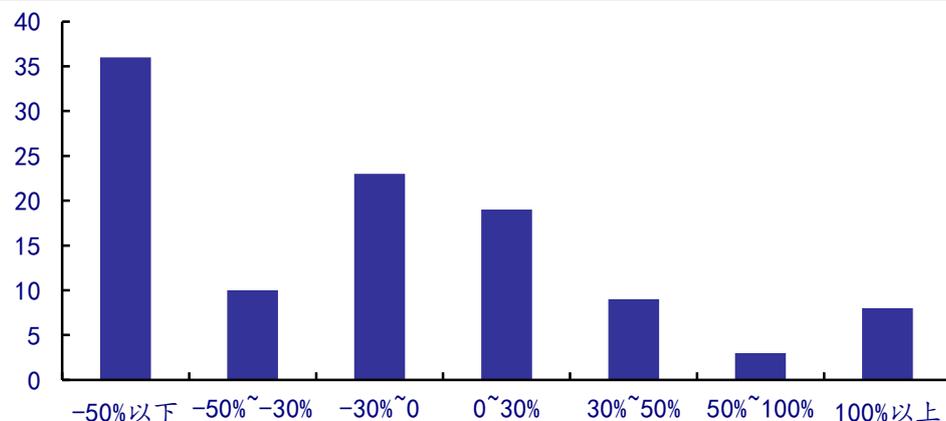
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：接近六成有色金属行业上市公司 2022 年业绩正增长

业绩增幅	-50%以下	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	22	6	16	28	8	12	16
占比	20.37%	5.56%	14.81%	25.93%	7.41%	11.11%	14.81%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2023Q1 有色金属行业上市公司业绩分布总体向尾部集中，显示业绩增速大幅回落，且较多有色金属行业上市公司处于同比负增长状态。2023Q1 有色金属行业上市公司业绩同比下滑幅度超过 50% 的公司是分布占比最大的区域，共有 36 家，占总数的比例为 33.33%；而业绩增速在 -30%~-50% 区间的公司共有 10 家，占总数的 9.26%。2023Q1 有色金属行业上市公司业绩增速在 0%-30% 与 30%-50% 区间以内的公司分别有 19、9 家，占比为 17.59%、8.33%。2023Q1 业绩同比增速高于 100% 的上市公司数量下滑至 8 家，占总体的比例的 7.241%。

图 4：有色金属行业上市公司 2023Q1 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 2023Q1 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	36	10	23	19	9	3	8
占比	33.33%	9.26%	21.30%	17.59%	8.33%	2.78%	7.41%

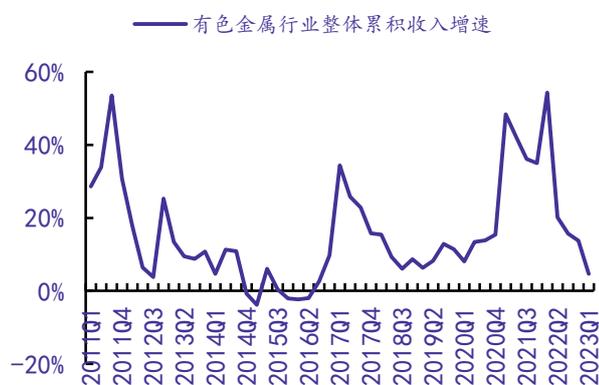
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、有色金属行业 2022 年年报&2023 年一季报业绩分析: ROE 环比改善, 行业估值处于历史底部

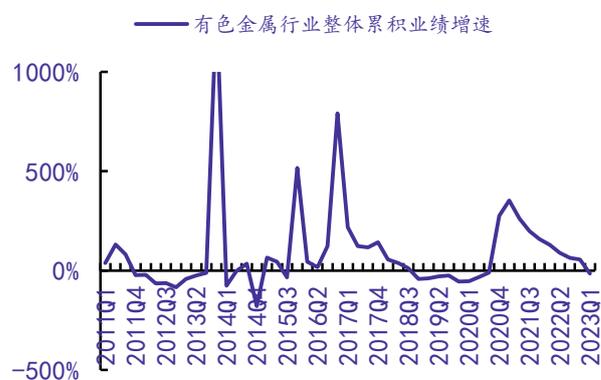
(一) 22 年业绩进入下行区间, 23Q1 曙光乍现, 转折仍需等待

2022 年有色金属行业整体净利润触顶下行, 业绩增速逐季下滑, 至 2023 年一季度已进入负增长区间; 但 2023Q1 行业业绩环比改善, 同比转正或将在 2023 年下半年出现。有色金属行业上市公司 2022 年年报营业收入同比增长 13.74%, 归属于母公司股东净利润增速同比增长 54.96%。而 2023 年一季报有色金属行业收入同比增速下降至 4.65%, 归属于母公司净利润增速转为-14.84%。

综合来看, 2022 年上半年的俄乌冲突突然升级, 促使能源价格与粮食价格共振上涨, 全球通胀持续压力上行。在通胀与西方对俄制裁扭曲全球有色金属供应链体系的催化下, 2022 年上半年有色金属价格获得支撑, 继续在高位维持上涨的趋势。但进入 2022 年下半年, 能源价格上涨推动的超预期通胀令美联储不得以加快了政策紧缩的节奏, 彻底转为鹰派连续大幅加息。而国内疫情反复与房地产市场承压令国内经济动能减弱, 对有色金属行业的生产与消费都造成了负面影响。双重压力下有色金属价格与有色金属行业景气度在 2022 年下半年开始逐季下行, A 股有色金属行业整体业绩增速亦进入下行区间。2023Q1 虽然国内经济复苏叠加美联储加息放缓使有色金属价格企稳、行业盈利能力回升, A 股有色金属行业上市公司整体业绩环比改善。但由于 2022Q1 的高基数, 2023 年一季度有色金属行业整体业绩进入负增长区间, 业绩增速转正或仍需等至 2023 年下半年。

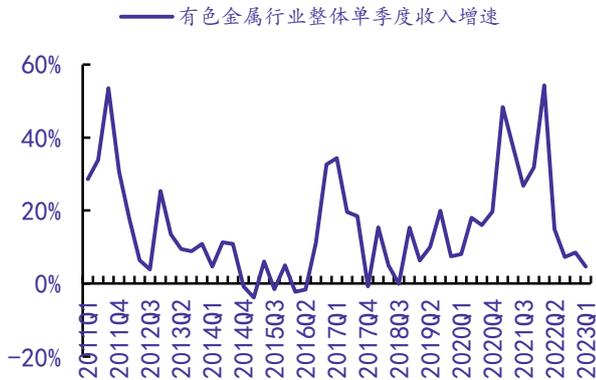
图 5: 有色金属行业整体累计收入增速


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


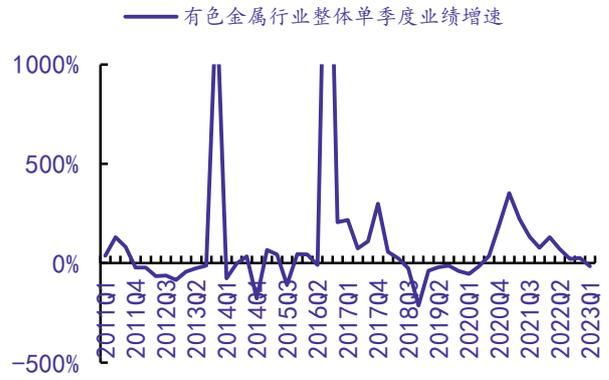
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7：有色金属行业整体单季度收入增速



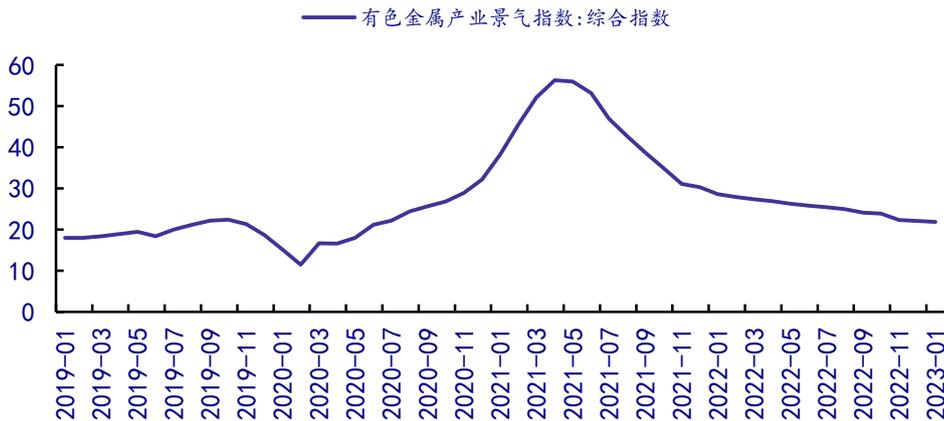
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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，黄金行业业绩加速增长，铅锌、钨行业业绩改善明显，非金属新材料业绩增速持续维持高增长。通胀持续回落，美联储在 2022 年年底放缓加息进程，而 2023 年一季度末美国银行业的突发危机更使市场对美联储未来降息预期升温，受此影响 2023Q1 国内黄金现货均价达到 420.17 元/克，同比+9.20%/环比+4.82%；金价持续上涨提升了黄金板块上市公司盈利能力，2023Q1A 股黄金行业业绩增速环比提升 12.51 个百分点至 25.5%。铅锌行业 2023Q1 业绩增速大幅的改善，主要是由于 2022 年四季度行业龙头驰宏锌锗计提资产减值 14.6 亿元造成亏损拉低了铅锌行业在 2022Q4 整体的业绩增速。下游需求改善，2023 年一季度国内钨精矿价格大幅上涨，2023Q1 国内黑钨精矿、白钨精矿均价分别达到 11.86 万元/吨、11.76 万元/吨，分别同比上涨 1.52%、1.73%，环比上涨 6.68%、6.74%，令钨板块业绩较去年四季度出现大幅改善。此外，非金属新材料板块 2023Q1 业绩增速达到 73.77%，较 2022Q4 后继续维持在一个高增长的水平上。

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		
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022Q3	2022Q4	2023Q1
有色金属行业整体	7.25%	8.45%	4.65%	21.92%	26.48%	-14.84%
工业金属	-0.82%	2.91%	2.45%	-25.79%	-11.28%	-17.70%
铝	-5.85%	6.40%	-13.37%	-28.33%	26.63%	-21.02%
铜	0.99%	7.35%	7.52%	-24.40%	-14.94%	-18.55%
铅锌	-1.19%	-33.66%	8.83%	-24.79%	-325.36%	4.75%
黄金	-20.95%	3.69%	10.89%	-5.53%	12.99%	25.50%
稀有金属	46.27%	47.73%	16.60%	180.63%	75.04%	-14.45%
稀土	12.86%	21.15%	7.37%	17.41%	-31.67%	-59.35%
钨	36.73%	18.31%	-13.63%	2.76%	-35.87%	2.26%
锂	421.34%	279.97%	96.63%	779.59%	221.79%	6.11%
钴	95.93%	13.04%	36.90%	-32.01%	-49.53%	-24.50%
其他稀有小金属	-2.82%	24.79%	-0.43%	-71.05%	-78.43%	-26.87%
金属非金属新材料	31.08%	14.58%	-0.35%	37.58%	27.05%	-7.68%
金属新材料	28.50%	8.52%	-10.11%	39.62%	0.53%	-46.44%
磁性材料	38.32%	13.77%	3.93%	73.20%	-5.42%	-19.88%
非金属新材料	29.81%	25.22%	14.48%	14.46%	99.59%	73.77%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 有色金属行业整体 ROE 水平改善

在持续的下行后, 有色金属行业整体 ROE 在 2023Q1 环比反弹。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。2023Q1 有色金属行业整体 ROE 水平在连续下行 2 个季度后出现反弹, 较 2022Q4 环比提升 0.03 个百分点至 2.59%。子行业来看, 铅锌、其他稀有小金属板块的 ROE 水平在 2023Q1 有较大幅度的环比提升, 而锂板块 ROE 则出现了大幅下降。

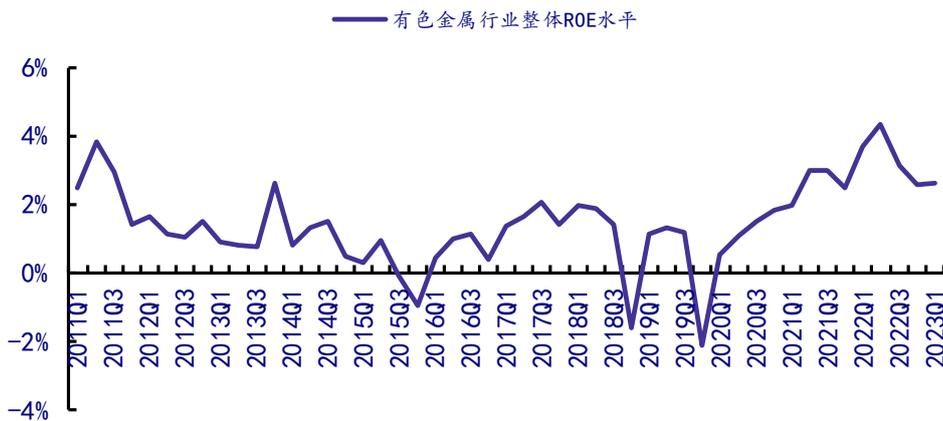
表 4: 有色金属行业 ROE 水平

	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
有色金属行业整体	2.49%	3.68%	4.32%	3.12%	2.57%	2.59%
工业金属	1.89%	3.26%	3.83%	2.13%	1.48%	2.32%
铝	1.45%	3.38%	4.30%	2.16%	1.68%	2.28%
铜	2.54%	3.48%	3.71%	2.18%	1.81%	2.43%
铅锌	0.35%	1.99%	2.94%	1.81%	-0.76%	1.95%
黄金	1.91%	1.42%	1.61%	1.06%	1.20%	1.40%
稀有金属	5.56%	7.08%	7.88%	7.37%	6.72%	4.29%
稀土	6.95%	6.91%	6.29%	4.40%	3.74%	2.41%
钨	1.77%	2.58%	3.26%	2.52%	0.95%	2.20%
锂	10.18%	14.13%	18.40%	17.06%	14.62%	7.07%

钴	6.13%	4.58%	3.61%	2.00%	2.33%	2.68%
其他稀有小金属	1.89%	3.80%	1.79%	0.77%	0.39%	2.59%
金属非金属新材料	1.58%	2.03%	2.82%	2.50%	1.70%	1.57%
金属新材料	1.31%	2.32%	2.13%	1.50%	1.12%	1.07%
磁性材料	2.32%	2.26%	3.39%	3.59%	1.82%	1.44%
非金属新材料	1.33%	1.52%	3.17%	2.84%	2.30%	2.22%

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) 销售利润率的提升是 ROE 环比改善的主要原因

2023Q1 有色金属行业整体 ROE 环比上升主要是由于销售利润率的提升所致。从杜邦分析的结果来看, 有色金属行业整体 ROE 从 2022Q4 的 2.57% 上升到 2023Q1 的 2.59%, 环比上升近 0.03 个百分点。其中, 销售利润率从 4.08% 提高到 4.31%, 影响 ROE 为 0.14 个百分点, 是 ROE 提升的最核心因素。而有色金属行业整体资产周转率从 2022 年四季度的 0.30 下降到 2023 年一季度的 0.29, 拖累 ROE 下降 0.09%。此外, 有色金属行业整体权益乘数从 2022Q4 的 2.09 下降至 2023Q1 的 2.08, 令 ROE 水平下降 0.02 个百分点。

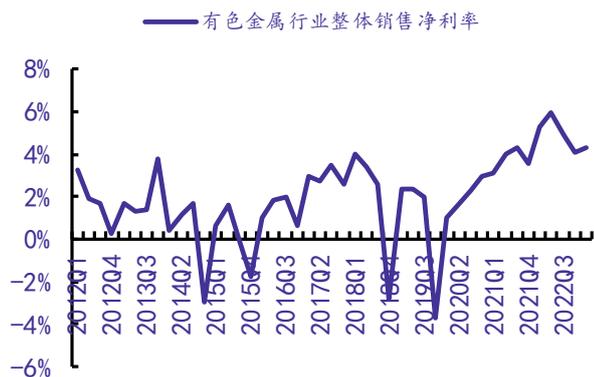
表 5: 销售利润率与资产周转率提高, 驱动 ROE 环比上升

	有色金属行业整体			
	ROE	销售利润率	资产周转率	权益乘数
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

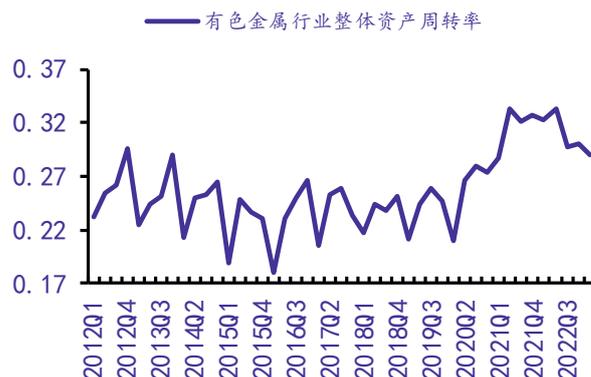
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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）费用下行是销售利润率上行的主要因素

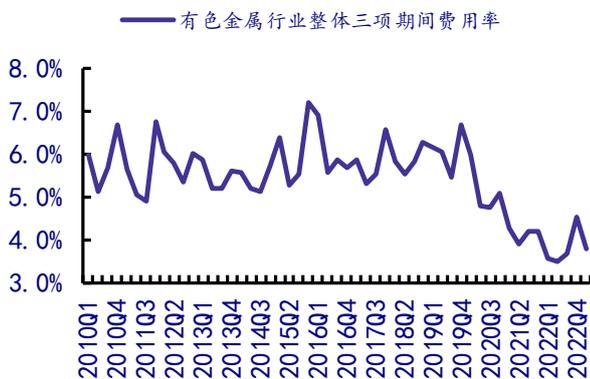
费用率的下行是促使 2023Q1 行业销售利润率上行的关键因素。2023Q1 有色金属行业的整体毛利率是 10.74%，环比下行 1.58 个百分点；三项费用率为 3.79%，环比下降 0.73 个百分点；其他费用率 2.64%，环比下降 1.08 个百分点。由此可见，有色金属行业整体三项费用率与其他费用率在 2023Q1 的下行，成为了驱动了有色金属行业销售利润率在 2023 年一季度上升的主要原因。

图 13：有色金属行业整体销售毛利率下降



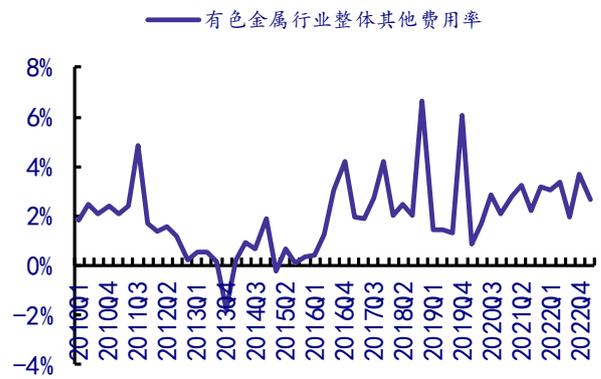
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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) 成本上行造成 2023Q1 毛利率下滑

有色金属企业毛利率在 2023Q1 的下行主要是由于行业成本的上涨所引发的。有色金属企业 2023Q1 毛利率为 10.74%，较 2022Q4 环比下降 1.58 个百分点。尽管有色金属价格在 2023Q1 有所反弹（Wind 有色商品大类指数 2023Q1 均价较 2022Q4 均价环比小幅上涨 2.07%），但一季度疫情扰动与春节假期使有色金属行业开工率下降，造成了企业生产成本的上行与毛利率的下滑。

图 16: 有色商品价格指数 2023Q1 环比上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从子行业来看，黄金与金属非金属新材料板块 2023Q1 毛利率水平有所提升。三级子行业中，钨、锂、其他稀有小金属、磁性材料、非金属新材料板块 2023Q1 毛利率水平环比上行。

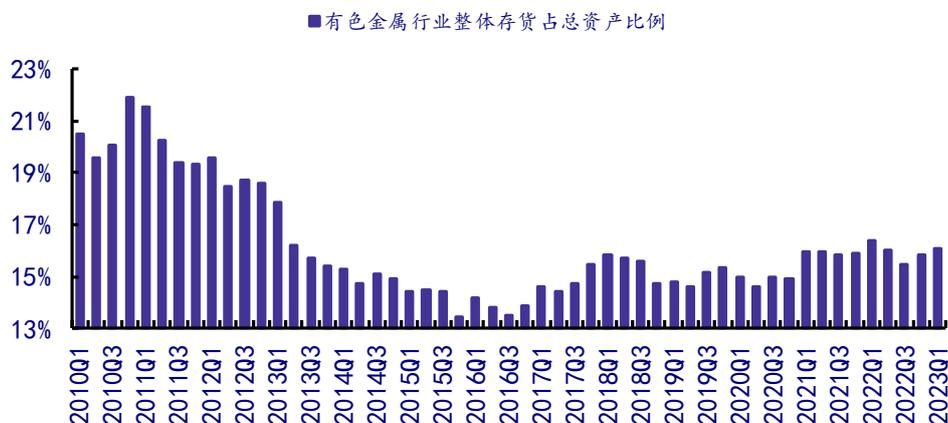
表 6：有色金属行业子行业毛利率水平

	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
有色金属行业整体	10.94%	11.90%	12.80%	10.53%	12.32%	10.74%
工业金属	9.00%	9.80%	10.22%	7.25%	9.47%	8.03%
铝	11.75%	12.98%	16.96%	11.56%	15.25%	12.51%
铜	7.98%	8.65%	7.94%	5.57%	7.19%	6.49%
铅锌	8.55%	9.22%	9.49%	9.08%	9.61%	9.32%
黄金	10.31%	9.73%	12.93%	9.47%	9.13%	9.40%
稀有金属	22.67%	23.74%	24.16%	24.75%	26.83%	23.91%
稀土	24.36%	22.11%	16.37%	18.42%	15.16%	11.20%
钨	16.80%	15.12%	14.32%	13.82%	14.39%	17.18%
锂	58.51%	75.87%	70.26%	66.89%	62.02%	66.09%
钴	21.62%	19.54%	20.19%	14.47%	20.45%	16.19%
其他稀有小金属	13.99%	12.78%	12.02%	8.10%	9.17%	11.86%
金属非金属新材料	16.07%	16.29%	18.63%	15.79%	15.24%	15.67%
金属新材料	13.40%	15.04%	14.73%	12.83%	13.68%	12.73%
磁性材料	20.82%	19.79%	21.29%	19.07%	17.89%	17.95%
非金属新材料	17.13%	16.07%	22.24%	17.54%	15.79%	18.42%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

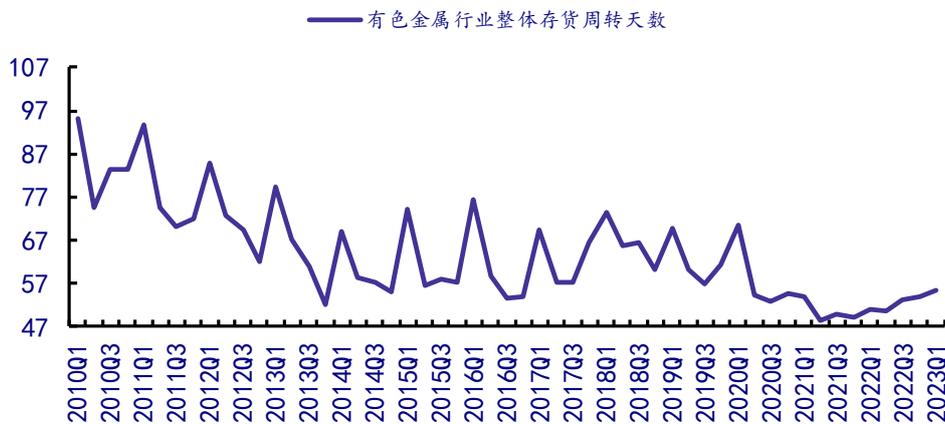
（六）行业存货进入累库周期

2023 年一季度有色金属行业整体行业存货周转天数与行业存货占总资产比继续环比增加。2023Q1 的有色金属行业整体存货占总资产比较 2022Q4 环比上升 0.26 个百分点至 16.11%。2023Q1 度库存周转天数从 2022Q4 的 53.81 天增加至 55.60 天。在 2022Q2 后，有色金属行业整体存货周转天数与行业存货占总资产比连续 3 个季度上升，行业进入累库周期。在国内经济逐步复苏，有色金属行业下游需求好转的情况下，预计有色金属行业存货的累库趋势在 2023Q2 有望减缓。

图 17：有色金属行业整体库存占总资产比例


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 有色金属行业整体存货周转天数大幅回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从子行业来看,除黄金板块外,其他二级子行业 2023Q1 的存货周转天数同比都有所增加,而黄金板块 2023Q1 存货周转天数较 2022Q4 环比也有减少。三级子行业中,除铅锌、稀土、钴板块外,其他板块 2023Q1 的库存周转天数环比皆有所提高。

表 7: 有色金属行业存货周转天数

	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
有色金属行业整体	49.06	51.11	50.52	53.24	53.81	55.60
工业金属	39.31	41.37	39.86	42.35	43.00	44.80
铝	37.03	38.81	41.74	44.04	41.44	51.89
铜	41.20	42.30	39.75	41.15	42.47	42.62
铅锌	32.81	41.48	35.93	48.60	54.48	45.94
黄金	61.44	61.29	78.04	68.58	60.56	57.06
稀有金属	96.50	89.47	81.14	89.53	94.54	98.59
稀土	143.18	111.23	100.00	128.43	136.10	114.18
钨	100.09	96.99	81.37	88.61	96.08	117.73
锂	105.63	163.63	114.23	110.78	90.54	161.62
钴	88.20	99.24	90.91	91.98	133.39	99.95
其他稀有小金属	72.72	61.22	57.16	59.66	55.94	61.85
金属非金属新材料	96.13	105.69	107.62	98.80	103.29	119.56
金属新材料	88.64	89.85	97.91	91.93	95.78	110.81
磁性材料	131.60	160.02	136.01	123.73	137.47	157.94
非金属新材料	85.06	97.79	100.72	91.31	92.86	107.85

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(七) 行业现金流状况恶化

2023 年一季度有色金属行业整体经营性现金流状况恶化。具体来看,有色金属行业整体 2023Q1 经营净现金流较 2022Q1 同比减少 36.76%,较 2022Q4 环比下降 79.65%。由于年底是有色金属企业现金流结算时点,因此一季度经营性现金流较四季度下降主要是季节性因素导致的,但 2023Q1 行业经营性现金流较 2022Q1 同比大幅减少仍显示了 2023Q1 有色金属企业的

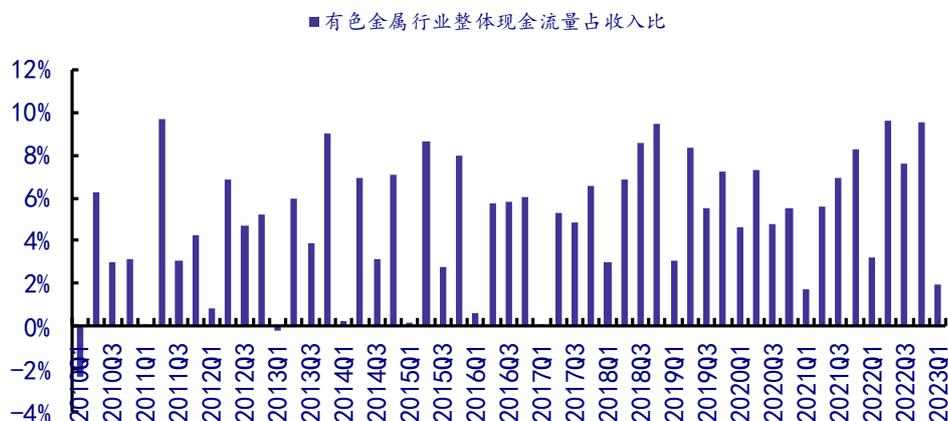
现金状况的恶化。从子行业来看，仅黄金、钨、锂、钴与金属非金属新材料板块的经营性现金流状况在 2023Q1 同比提升。尽管新能源汽车需求减弱，但其产业链上游锂、钴、磁材等环节仍保持了较好的现金流状况；而工业金属中的铅锌板块，其经营性现金流同比、环比在 20223Q1 均出现了提升。

表 8：2023 年一季度有色金属行业整体经营净现金流同比减少

	经营净现金流同比增速			经营净现金流环比增速		
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022Q3	2022Q4	2023Q1
有色金属行业整体	17.70%	25.49%	-36.76%	-27.00%	30.67%	-79.65%
工业金属	-1.11%	-21.59%	-48.12%	-35.79%	-6.07%	-65.43%
铝	-23.14%	11.08%	-49.47%	-25.38%	61.03%	-56.73%
铜	4.92%	-34.20%	-79.64%	-47.31%	-26.91%	-93.56%
铅锌	77.30%	-76.22%	19.65%	73.48%	-76.90%	181.54%
黄金	-27.33%	76.81%	100.62%	-15.11%	163.39%	-99.93%
稀有金属	115.54%	226.53%	-54.24%	0.21%	113.20%	-86.69%
稀土	-125.32%	-68.97%	-93.35%	-118.83%	261.32%	-81.98%
钨	-173.14%	709.33%	41.74%	-192.09%	-313.33%	-134.94%
锂	1042.86%	443.99%	-64.46%	151.48%	24.29%	-86.50%
钴	-151.94%	301.94%	635.00%	-31.52%	1537.47%	-83.01%
其他稀有小金属	750.51%	-37.90%	381.71%	-39.36%	23.27%	-68.84%
金属非金属新材料	685.36%	947.45%	87.82%	59.02%	61.55%	-114.87%
金属新材料	870.45%	205.91%	71.23%	-25.75%	103.46%	-135.70%
磁性材料	117.71%	795.90%	101.49%	-82.20%	2026.17%	-98.03%
非金属新材料	1984.14%	939.43%	106.89%	4146.94%	-18.04%	-92.32%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

有色金属行业整体 2023Q1 经营性现金流量占营业收入比为 1.96%，环比大幅下滑，且低于近几年一季度的平均水平。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。尽管有色金属行业 2023Q1 经营性现金流量占收入比较 2022Q4 环比有所下滑 7.62 个百分点至 1.96%。虽然这一下滑有季节性的原因，但该数据仍低于近 7 年一季度的平均水平，仅高于 2017 年的同期数据，显示有色金属行业上市公司 2023 年一季度的营业收入含金量下滑。

图 19：2023Q1 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，黄金、金属非金属新材料板块 2023Q1 的收入含金量皆同比上升。三级子行业中，铅锌板块 2023Q1 的现金流量占收入比同比、环比皆有所提升。而锂板块一季度现金流量占收入比同环比皆有大幅下滑，且要远低于历史平均水平。

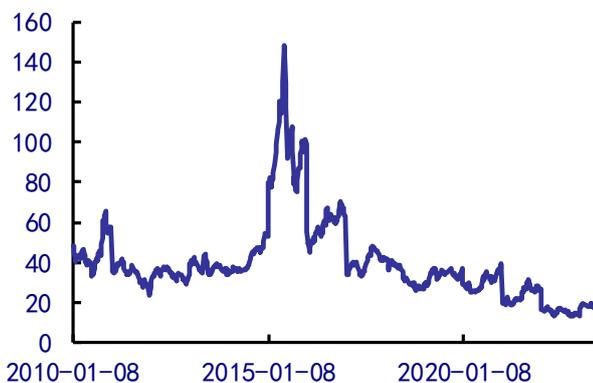
表 9：2023Q1 有色金属行业现金流量占收入比

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	MAX	MIN	AVERAGE
有色金属行业整体	3.23%	9.64%	7.63%	9.57%	1.96%	9.70%	-2.35%	4.95%
工业金属	4.37%	10.10%	7.25%	6.49%	2.22%	11.55%	-4.29%	4.35%
铝	11.65%	11.31%	9.47%	13.08%	6.82%	18.30%	-5.31%	6.97%
铜	1.37%	10.25%	5.92%	4.24%	0.26%	10.28%	-8.99%	2.87%
铅锌	6.06%	5.57%	12.51%	3.09%	6.68%	17.91%	-8.10%	6.47%
黄金	-1.89%	7.31%	6.12%	14.84%	0.01%	18.14%	-2.70%	6.87%
稀有金属	7.55%	9.88%	10.21%	21.30%	2.96%	21.30%	-9.72%	5.66%
稀土	12.33%	13.22%	-2.95%	5.04%	0.76%	54.35%	-40.15%	4.49%
钨	-6.18%	4.17%	-4.18%	9.87%	-4.17%	44.44%	-29.88%	4.43%
锂	46.80%	23.12%	44.79%	43.62%	8.46%	64.96%	-27.20%	19.30%
钴	0.83%	-2.84%	-1.96%	34.46%	4.47%	56.04%	-24.02%	6.12%
其他稀有小金属	0.57%	10.86%	7.37%	8.51%	2.76%	18.64%	-11.04%	4.19%
金属非金属新材料	-17.61%	5.09%	7.53%	12.70%	-2.15%	29.32%	-17.61%	5.48%
金属新材料	-17.08%	9.47%	6.59%	13.40%	-5.46%	31.27%	-17.08%	3.51%
磁性材料	-19.52%	2.96%	0.51%	12.54%	0.28%	41.49%	-24.88%	4.85%
非金属新材料	-17.20%	0.37%	13.89%	11.79%	1.04%	58.83%	-44.23%	7.44%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（八）估值低于历史底部区间

有色金属行业整体估值处于历史低位。2023Q1 有色金属行业业绩边际改善，叠加板块回调，使有色金属行业仍处于低位。假若以有色金属行业整体一季报业绩乘以 4，乐观预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为 17.55x，市净率为 2.31x，远低于 2010 年以来有色金属行业 40.14x 的市盈率与 3.10x 的市净率估值中枢附近。

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

尽管有色金属行业 2023Q1 业绩增速回落，同比进入负增长区间，但在国内经济逐步复苏与海外美联储加息节奏放缓的情况下，行业景气度仍出现了边际改善的迹象，行业正处于业绩探底，走向逐步反转的过程中。在进入二季度后市场进入主线决断以及更关注行业景气投资，有色金属子行业中高景气持续与景气反转板块有望迎来较好的投资机会。

美联储 5 月议息会议加息 25 个基点后在会议声明利率指引中明确暗示本次加息或是本轮加息周期的最后一次，大概率将在二季度停止加息。而美国通胀连续 10 个月下降，叠加 2023Q2 或将是美国 CPI 同比增速下降最快的季度，也将强化市场对降息终止的预期。此外，4 月底美国第一共和银行倒闭再次表明美国银行业危机以及银行业对美国经济衰退的潜在风险仍在持续，使市场美联储下半年开启降息的预期升温。在 Q2 加息停止确定，降息预期边际升温的情况下，黄金价格有望较一季度进一步上涨，黄金行业延续高景气，黄金板块龙头个股业绩在一季度稍有展现，在二季度有望更全面、更有力的释放，建议关注山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、银泰黄金（000975）、湖南黄金（002155）、紫金矿业（601899）。

进入二季度中下旬，在去库存后锂电产业链景气有所恢复，开工显著回升。预计中游电池与材料企业 5 月排产环比提升 10%-20%，6 月排产有望进一步走高。低库存下材料企业对上游碳酸锂原材料的补库需求将逐步启动。在下游回暖的预期下锂价触底回升、大幅反弹，国内电池级碳酸锂价格在经历一季度的大幅下跌后，从 4 月底部的 18 万元/吨上涨至 5 月中旬 30 万元/吨，锂行业景气反转。碳酸锂价格的企稳，也有助于市场对于锂行业企业业绩预期的稳定。目前锂矿板块上市公司均处于较低水平，在二季度锂价反弹、行业景气反转下，锂矿企业有望迎来估值修复，建议关注天齐锂业（002466）、中矿资源（002738）、永兴材料（002756）、赣锋锂业（002460）、西藏矿业（000762）。

四、风险提示

- 1) 有色金属价格大幅下跌；
- 2) 美联储加息超出预期；
- 3) 新能源汽车推广不及预期；
- 4) 有色金属下游需求不及预期。

插图目录

图 1: 2022 年有色金属行业营业收入增速与业绩增速	2
图 2: 2023Q1 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 2022 年业绩增速分布	3
图 4: 有色金属行业上市公司 2023Q1 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	8
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: 有色商品价格指数 2023Q1 环比上行	9
图 17: 有色金属行业整体库存占总资产比例	10
图 18: 有色金属行业整体存货周转天数大幅回升	11
图 19: 2023Q1 收入含金量高于历史同期平均水平	12
图 20: 有色金属行业整体市盈率水平	13
图 21: 有色金属行业整体市净率水平	13

表格目录

表 1: 接近六成有色金属行业上市公司 2022 年业绩正增长	3
表 2: 有色金属行业上市公司 2023Q1 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: 销售利润率与资产周转率提高, 驱动 ROE 环比上升	7
表 6: 有色金属行业子行业毛利率水平	10
表 7: 有色金属行业存货周转天数	11
表 8: 2023 年一季度有色金属行业整体经营净现金流同比减少	12
表 9: 2023Q1 有色金属行业现金流量占收入比	13

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。

分析师：阎予露，2021 年加入银河证券研究院，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（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

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，并不构成对客户投资咨询建议，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：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

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

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn