

## 反转迹象已现，业绩拐点临近

有色金属

推荐 (维持)

分析师

华立

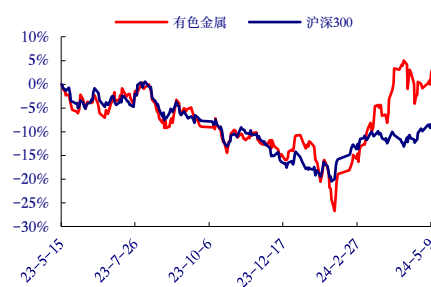
☎: 021-20252629

✉: huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516080004

相对沪深300表现图

2024-05-10



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河有色】行业周报-美国就业数据持续回落，黄金重拾涨势 20240512

### --有色金属行业 2023 年年报及 2024 年一季报回顾 核心观点:

- A 股有色金属行业上市公司 2023 年营业收入同比增长 1.94%，归属于母公司股东净利润同比减少 20.26%；2024Q1 单季度营业收入同比下滑 4.14%，业绩同比下降 29.16%：**2023 年疫情后的疤痕效应使国内经济在年初的强势复苏后有所回落；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不及预期，以及美联储政策收紧超出预期，使有色金属价格、行业景气度与企业盈利能力在 2023 年持续下滑。2024 年一季度国内经济复苏势头强劲，且市场对美联储降息预期提升，带动金铜等主要的有色金属大宗商品价格上涨，部分有色金属品种盈利能力明显改善。但由于能源金属子行业的拖累，以及 2023Q1 的有色金属行业整体的高基数，致使 2024Q1A 股有色金属行业业绩同比仍出现下滑。
- A 股有色金属行业整体 ROE 持续下行，销售利润率下滑是主要原因：**2023 年 A 股有色金属行业整体 ROE 水平全年均处于下行态势。2024Q1A 股有色金属行业整体 ROE 继续下行，环比下降 0.32 个百分点至 1.65%，创下 2021 年以来新低。从杜邦分析的结果来看，2024Q1A 股有色金属行业销售利润率从 3.76% 下降到 3.18%，影响 ROE 下滑 0.30 个百分点，是 ROE 下行的最核心因素。此外，A 股有色金属行业整体权益乘数从 2023Q4 的 2.06 下降至 2024Q1 的 2.04，使 ROE 水平下降 0.02 个百分点。而 A 股有色金属行业整体资产周转率从 2023 年四季度的 0.25 上升到 2024 年一季度的 0.26，提升 ROE 水平 0.01 个百分点。
- 均价下降导致毛利率下滑，致使 A 股有色金属行业销售利润率下行：**2024Q1A 股有色金属行业的整体毛利率录得 9.84%，环比 2023Q4 下滑 1.76 个百分点，是驱动 A 股有色金属行业销售利润率在 2024 年一季度下行的主要原因。虽然有色金属价格有所上涨，但由于高基数的原因，2024Q1 有色金属综合均价仍要低于去年四季度。但以黄金、铜为首的大宗商品有色金属价格在 3-4 月出现了跳跃式的上涨，并产生了扩散效应带动其他有色金属品种价格的上涨，有色金属主要品种的价格在二季度有形成中枢性的抬升，这将使 A 股有色金属行业毛利率以及企业的盈利能力在 2024Q2 出现明显的边际改善。
- A 股有色金属行业整体估值仍处于历史低位：**A 股有色金属行业年初至今上涨 15.79%，涨幅在 SW31 个一级行业中排名第 5 位。虽然 A 股有色金属行业的强势上涨在一定程度上拉升了 A 股有色金属行业的估值，但从历史上看，目前 A 股有色金属行业估值仍处于低位。假若以有色金属行业整体一季报业绩乘以 4，保守预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为 20.10x，市净率为 2.23x，远低于 2010 年以来有色金属行业 38.68x 的市盈率与 3.04x 的市净率估值中枢。且后续随着有色金属价格的上涨，有色金属企业盈利能力的增强，A 股有色金属行业的业绩将会上调，A 股有色金属行业估值仍有望进一步下调。

- **投资建议：**2023 年 A 股有色金属行业业绩处于下行周期中，业绩增速进入筑底阶段。尽管 2024Q1 行业整体业绩增速加速赶底，但结构改善，部分细分子行业已出现反转迹象。国内经济的复苏与市场对于美联储降息预期的交易已开始出现正反馈，黄金、铜、锌、锡等大宗商品有色金属价格在 3、4 月出现了跳跃式的上涨，这将带动二季度有色金属均价与有色金属企业中枢的明显抬升，A 股有色金属行业有望在 2024Q2 迎来业绩拐点。而全球制造业回暖与美联储降息预期交易背景下，已出现业绩回暖上行趋势的黄金、铜、铝、锡等子版块在金属价格中枢大幅上涨的支撑下二季度业绩有望更具弹性的释放，建议关注黄金行业龙头山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金、湖南黄金；铜铝锡等工业金属行业龙头紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、铜陵有色、金诚信、中国铝业、神火股份、云铝股份、天山铝业、锡业股份、兴业银锡、华锡有色。此外，在国内经济好转以及大宗金属品种涨价的带动下，稀土、钨、钼等小金属品种价格在二季度也逐步走强，相关子板块业绩也有望在 2024Q2 出现明显的边际改善，建议关注中国稀土、北方稀土、中钨高新、金钼股份。
- **风险提示：**1) 有色金属价格大幅下跌的风险；2) 有色金属下游需求不及预期的风险；3) 美联储降息不及预期的风险；4) 全球地缘政治对抗超预期的风险。

## 目 录

一、有色金属行业 2023 年年报与 2024 年一季报业绩概览.....	4
(一) 行业业绩反转曙光已现.....	4
(二) 2024Q1 行业业绩分布已有改善迹象.....	4
二、A 股有色金属行业 2023 年年报&2024 年一季报业绩分析：业绩拐点临近，行业进入去库周期，现金流状况改善.....	6
(一) 业绩筑底，转折临近.....	6
(二) 有色金属行业整体 ROE 水平持续下行.....	9
(三) 销售利润率的下滑是 ROE 环比下行的主要原因.....	10
(四) 毛利率的下滑是销售利润率下行的主要因素.....	11
(五) 有色金属均价环比下跌造成 2024Q1 行业毛利率水平下滑.....	12
(六) 行业存货周转天数环比下行.....	13
(七) 行业现金流状况改善.....	15
(八) 估值低于历史底部区间.....	17
三、投资策略.....	18
四、风险提示.....	18

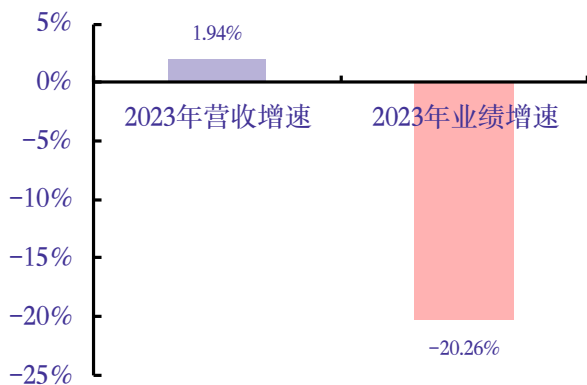
## 一、有色金属行业 2023 年年报与 2024 年一季报业绩概览

### (一) 行业业绩反转曙光已现

A 股有色金属行业上市公司 2023 年营业收入同比增长 1.94%，归属于母公司股东净利润同比减少 20.26%；2023Q4 单季度营业收入同比减少 5.60%，归属于母公司股东净利润同比减少 12.57%。我们将 2023 年前上市的，A 股有色金属一级行业中主要的共 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 年疫情后的疤痕效应使国内经济在年初的强势复苏后有所回落；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不及预期，以及美联储政策收紧超出预期，使有色金属价格、行业景气度与企业盈利能力在 2023 年持续下滑。具体来看，A 股有色金属行业 2023 年营业收入同比增长 1.94%，业绩同比下滑 20.26%；有色金属行业 2023Q4 单季度营业收入同比下降 5.60%，业绩同比下滑 12.57%。

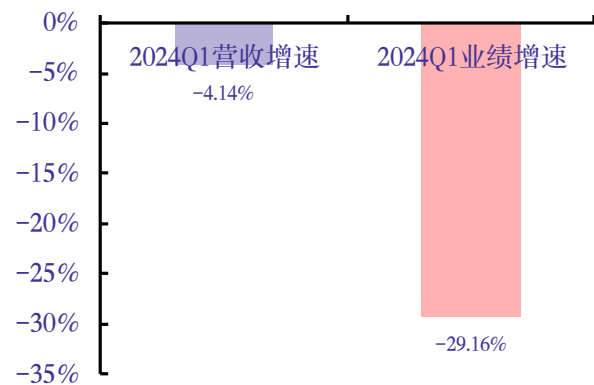
2024 年一季度国内经济复苏势头强劲，且市场对美联储降息预期提升，带动金铜等主要的有色金属大宗商品价格上涨，部分有色金属品种盈利能力明显改善。但由于能源金属子行业的拖累，以及 2023Q1 的有色金属行业整体的高基数，致使 2024Q1A 股有色金属行业业绩同比仍出现下滑。A 股有色金属行业上市公司 2024Q1 营业收入同比下滑 4.14%，业绩同比下降 29.16%。

图1：2023 年 A 股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2：2024Q1A 股有色金属行业营业收入增速与业绩增速

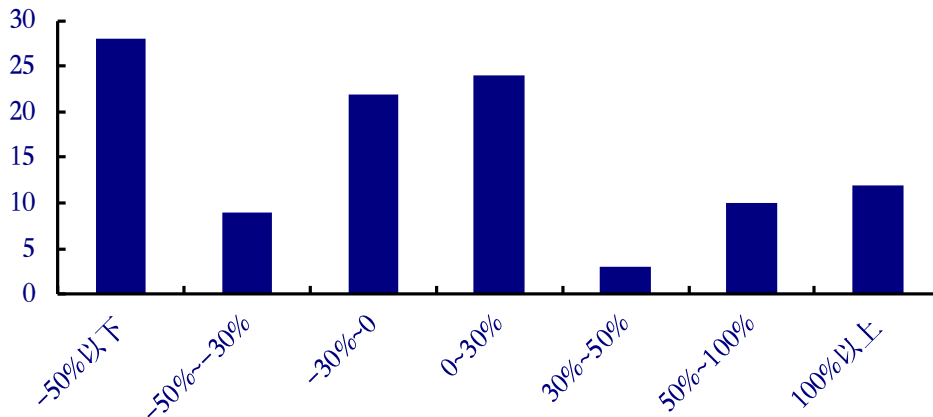


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### (二) 2024Q1 行业业绩分布已有改善迹象

2023 年 A 股有色金属行业超过半数上市公司业绩同比下滑。整体来看，2023 年 A 股有色金属行业上市公司的业绩呈现明显下滑，增速朝尾部集中的特点。2023 年业绩下滑超过 50% 以上的 A 有色金属上市公司共有 28 家，占总数比例为 25.93%，是占比最多的一个区间。2023 年业绩同比下滑处于 0-30% 区间的上市公司数量为 22 家，占总数的 20.37%。A 股有色金属上市公司 2023 年业绩同比增长的共有 49 家，占比 45.37%；其中业绩增长处于 0%-30% 区间的有 24 家，占比 22.22%；业绩增速在 50% 以上的有 22 家，占总体比例的 20.37%。

图3: A股有色金属行业上市公司2023年业绩增速分布(家数)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

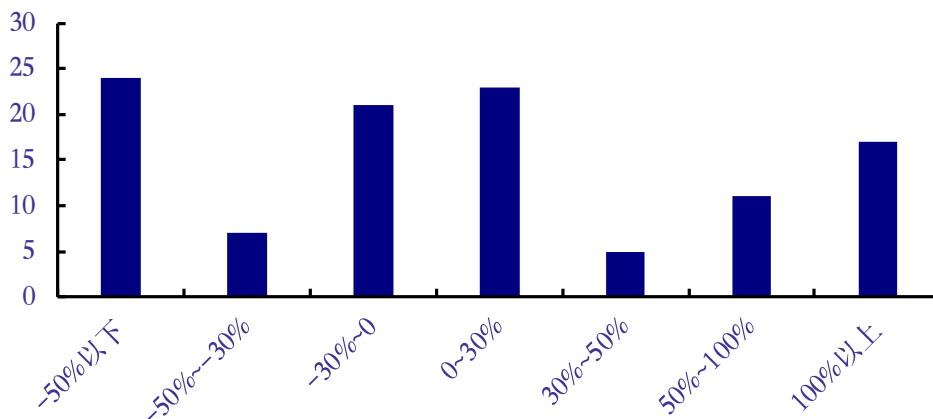
表1: 超过半数A股有色金属行业上市公司2023年业绩同比下滑

业绩增幅	-50%以下	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	28	9	22	24	3	10	12
占比	25.93%	8.33%	20.37%	22.22%	2.78%	9.26%	11.11%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2024Q1A股有色金属行业上市公司业绩分别较2023Q4出现前移,显示业绩增速改善迹象,超半数有色金属行业上市公司已处于业绩同比正增长的状态。2024Q1A股有色金属行业上市公司中业绩同比下滑幅度超过50%的公司仍有24家,占总数比例为22.22%,但较2023Q4已大幅减少;而业绩增速在-30%~-50%区间的公司共有7家,占总数的6.48%;业绩增速在-30%~0区间的公司共有21家,占比19.44%。2024Q1A股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23、5家,占比为21.30%、4.63%。2024Q1业绩同比增速高于50%的上市公司数量下滑至28家,占总体的比例的25.93%。

图4: A股有色金属行业上市公司2024Q1业绩增速分布(家数)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表2: A股有色金属行业上市公司2024Q1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	24	7	21	23	5	11	17
占比	22.22%	6.48%	19.44%	21.30%	4.63%	10.19%	15.74%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

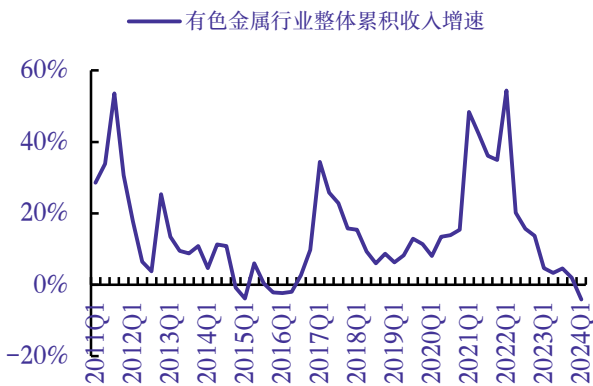
## 二、A股有色金属行业2023年年报&2024年一季报业绩分析:业绩拐点临近,行业进入去库周期,现金流状况改善

### (一) 业绩筑底,转折临近

2023年有色金属行业整体归母净利润仍处于下行周期中,业绩基本逐季下滑,业绩增速进入筑底阶段。2024Q1行业整体业绩增速加速赶底,但触底反弹在即,其中部分细分子行业已出现反转迹象。A股有色金属行业上市公司2023年年报营业收入同比增长1.94%,归属于母公司股东净利润增速同比下降20.26%。而2024年一季报A股有色金属行业收入同比增速下降至-4.14%,归属于母公司净利润下降至-29.16%。

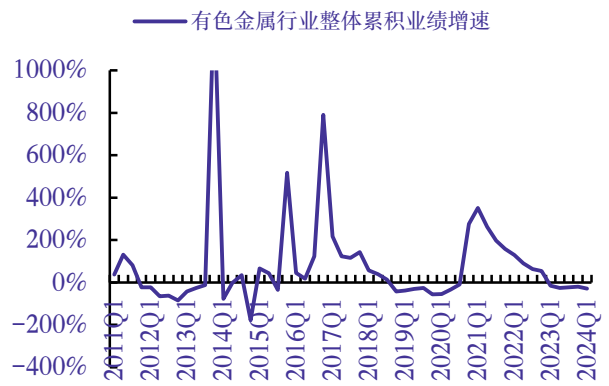
综合来看,2023年由于中国经济复苏与美联储货币宽松的强预期,最终演变成国内经济复苏不及预期与美国经济、通胀韧性超预期使美联储采取更高更长利率政策的弱现实,使有色金属行业景气度与有色金属商品价格在出现了明显的下行,企业盈利能力恶化。A股有色金属行业整体业绩在2023基本呈现逐季下降得状态,且行业业绩增速持续处于负增长区间。而2024Q1我国GDP同比增速5.3%超预期,国内经济强势复苏态势,叠加美联储降息时点临近、降息预期升温,有色金属大宗商品价格上涨带动有色金属行业景气度抬升,但由于2023Q1的高基数以及能源金属板块对有色金属行业整体业绩得拖累,导致2024Q1A股有色金属行业整体业绩增速仍同比下降。

图5: A股有色金属行业整体累计收入增速



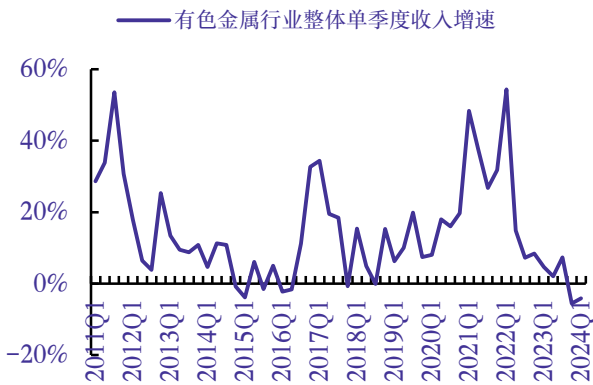
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: A股有色金属行业整体累计业绩增速



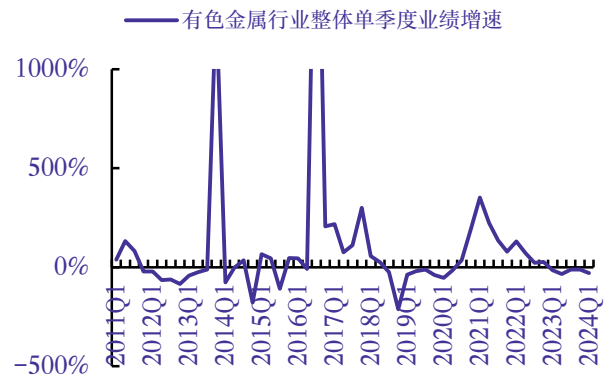
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: A股有色金属行业整体单季度收入增速



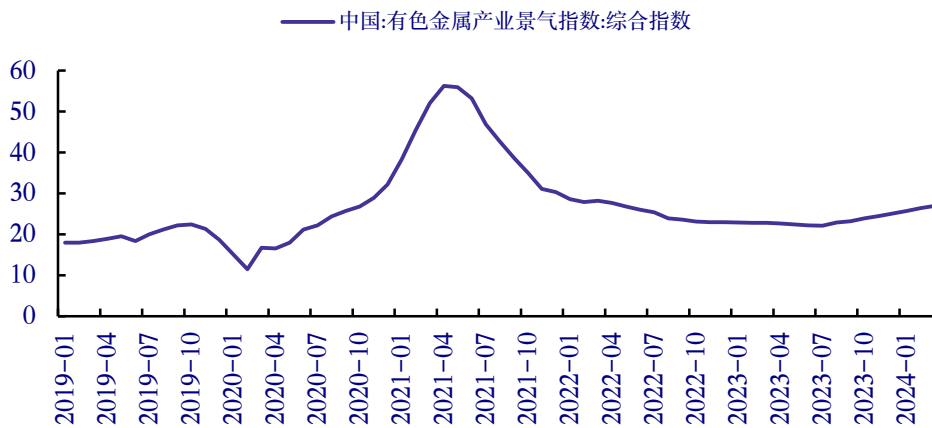
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: A股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: 中国有色金属行业景气指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

子行业业绩表现分化，工业金属与黄金板块维持高景气，业绩增速同环比持续增长。美联储降息预期升温叠加中东地缘冲突风险加剧，驱动黄金价格持续上涨，2023Q4、2024Q1 国内黄金现货均价达到 470.43 元/克，489.45 元/克，分别同比+17.42%/+16.50%，环比+2.42%/+4.04%；金价持续上涨提升了黄金板块上市公司盈利能力，2023Q4、2024Q1A 股黄金行业业绩分别同比增长 96.14%、60.31%，且环比增长 30.29%、2.23%。此外，国内经济的复苏以及美联储的降息预期也带动了工业金属中大宗商品金属价格的上涨，其中国内铜均价 2023Q4、2024Q1 分别涨至 68177.83 元/吨、69440.69 元/吨，同比+3.77%/+1.14%，环比-1.41%/+1.85%；国内电解铝均价 2023Q4、2024Q1 分别涨至 18965.50 元/吨、19047.24 元/吨，同比+1.08%/+3.19%，环比+0.67%/+0.43%。工业金属的涨价，也使 A 股铜、铝、铅锌等工业金属板块业绩在 2023Q4 与 2024Q1 均出现同比大幅的提升。下游新能源汽车需求增速的放缓，以及新增供应的释放，确定性的产能过剩使能源金属中锂与钴的价格出现大幅下跌，其中国内电池级碳酸锂均价 2023Q4、2024Q1 分别跌至 14.01 万元/吨、10.23 万元/吨，同比-74.77%/-74.93%，环比-41.43%/-27.01%；国内电解钴均价 2023Q4、2024Q1 分别跌至 24.65 万元/吨、22.23 万元/吨，同比-28.40%/-27.27%，环比-10.34%/-9.81%。A 股能源金属中锂板块业绩 2023Q4、2024Q1 分别同比大幅下降 113.46%、159.62%，钴板块业绩则是下降 59.87%、46.91%。能源金属板块在 2024 年一季度业绩的大幅下滑，也是造成 A 股有色金属行业 2024Q1 业绩增速加速下行的主要原因。

表3: A 股有色金属行业单季度收入同比增速与净利润同比增速

行业	单季度营业收入同比增速			单季度净利润同比增速		
	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q3	2023Q4	2024Q1
<b>有色金属行业整体</b>	7.12%	-5.60%	-4.14%	-12.79%	-12.57%	-29.16%
<b>工业金属</b>	9.77%	-5.11%	-2.41%	41.49%	100.81%	22.88%
铝	-7.39%	-32.89%	-11.38%	31.74%	74.72%	7.87%
铜	13.66%	3.69%	0.09%	47.06%	91.41%	32.97%
铅锌	27.44%	13.89%	-1.00%	42.73%	109.32%	14.54%
<b>黄金</b>	20.98%	8.61%	24.93%	64.37%	96.14%	60.31%
<b>稀有金属</b>	-5.66%	-17.20%	-29.06%	-70.10%	-92.03%	-124.38%
稀土	-4.74%	6.69%	-50.72%	-68.62%	-2.23%	-173.82%
钨	-12.44%	-7.29%	-2.01%	-25.96%	132.96%	-13.73%
锂	-31.49%	-52.04%	-63.41%	-86.32%	-113.46%	-159.62%
钴	1.61%	5.41%	-19.60%	41.64%	-59.87%	-46.91%
其他稀有小金属	13.78%	-13.77%	-7.48%	206.88%	308.10%	-6.03%
<b>金属非金属新材料</b>	-7.97%	0.63%	-0.63%	16.25%	-8.52%	-13.26%
金属新材料	1.73%	20.35%	20.41%	-16.65%	57.33%	93.86%
磁性材料	-22.73%	-14.59%	-15.98%	-62.35%	-54.04%	-59.01%
非金属新材料	-10.84%	-17.95%	-20.94%	110.03%	-17.97%	-47.47%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表4: A 股有色金属行业单季度收入环比增速与净利润环比增速

行业	单季度营业收入环比增速			单季度净利润环比增速		
	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q3	2023Q4	2024Q1
<b>有色金属行业整体</b>	-3.18%	-8.28%	1.38%	1.48%	-12.93%	-14.20%
<b>工业金属</b>	-4.35%	-9.41%	4.40%	21.31%	2.61%	2.00%
铝	-7.96%	-14.86%	9.23%	21.45%	6.99%	-7.19%
铜	-3.14%	-7.28%	2.21%	23.41%	12.85%	-4.08%
铅锌	-6.06%	-15.38%	14.29%	6.65%	-95.17%	1944.89%
<b>黄金</b>	0.38%	-2.88%	16.06%	-18.51%	30.29%	2.23%
<b>稀有金属</b>	-0.13%	-10.32%	-18.00%	-40.46%	-73.23%	-306.97%
稀土	10.78%	5.89%	-45.03%	106.59%	175.03%	-150.62%
钨	-0.57%	-4.33%	-12.53%	-15.27%	24.73%	-10.34%
锂	-27.03%	-10.67%	-46.90%	-64.11%	-203.24%	-132.57%
钴	24.41%	-15.02%	-0.07%	-10.51%	-65.20%	60.11%
其他稀有小金属	1.14%	-19.10%	3.22%	-16.56%	-32.30%	61.19%
<b>金属非金属新材料</b>	1.19%	4.81%	-13.36%	25.97%	-43.05%	-8.69%
金属新材料	4.70%	18.40%	-12.40%	-11.35%	49.29%	19.37%
磁性材料	-7.66%	-4.16%	-12.91%	36.57%	-32.24%	-23.81%
非金属新材料	-3.18%	-8.28%	1.38%	1.48%	-12.93%	-14.20%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



在黄金与工业金属板块的带动下，A 股有色金属行业业绩增速的拐点有望在 2024Q2 出现。国内经济的复苏与市场对于美联储降息预期的交易已开始出现正反馈，黄金、铜、锌、锡等大宗商品有色金属价格在 3、4 月出现了跳跃式的上涨，这将带动二季度金属均价中枢的明显抬升，黄金与工业金属板块 2024Q2 业绩有望进一步上行，且黄金与工业金属板块在 A 股有色金属行业中权重较大，将会对行业整体业绩产生板块带动效应。而钴、锂等能源金属价格在一季度已经企稳，二季度能源金属板块的业绩下滑幅度有望收敛，对 A 股有色金属行业整体业绩的拖累将会减轻。此外，钨、稀土等稀有金属、小金属的价格在与国内经济复苏与大宗金属价格强势的带动下亦出现了上涨，其也将对 A 股有色金属行业二季度的业绩作出正向贡献。

## （二）有色金属行业整体 ROE 水平持续下行

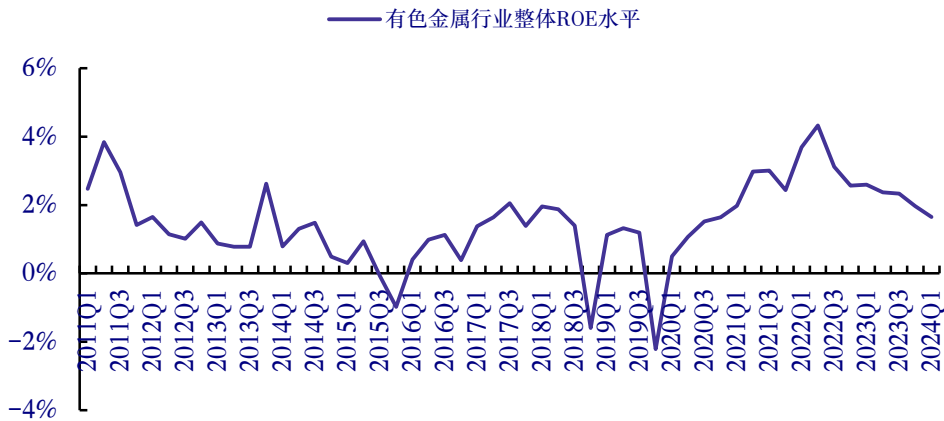
A 股有色金属行业整体 ROE 继续下行。从 ROE 的绝对水平来看，A 股有色金属行业整体的 ROE 在 2015Q4 后持续上行并在 2017 年三季度达到 2.05% 的水平，创下 2014Q1 以来的新高。此后，有色金属行业 ROE 开始从高位震荡到持续下滑。2019Q4 有色金属行业整体 ROE 水平环比下滑 3.3 个百分点至 -2.11%，创下 2011 年以来的新低。2020Q2 有色金属行业整体 ROE 水平在国内渡过疫情最困难阶段行业景气度改善下出现反弹，而此后有色金属行业进入景气度持续上行阶段，并于 2022Q2 触顶下行。2023 年 A 股有色金属行业整体 ROE 水平全年均处于下行态势。2024Q1A 股有色金属行业整体 ROE 继续下行，环比下降 0.32 个百分点至 1.65%，创下 2021 年以来新低。子行业来看，除去铅锌、钴、其他稀有小金属、金属新材料板块外，其他 A 股有色金属行业子版块 ROE 水平在 2024Q1 均出现了下降。

表5: A 股有色金属行业 ROE 水平

	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
有色金属行业整体	2.57%	2.60%	2.37%	2.33%	1.97%	1.65%
工业金属	1.48%	2.32%	2.19%	2.59%	2.59%	2.58%
铝	1.68%	2.28%	2.02%	2.36%	2.43%	2.18%
铜	1.81%	2.43%	2.36%	2.83%	3.14%	2.95%
铅锌	-1.16%	1.88%	1.82%	2.07%	0.10%	1.98%
黄金	1.24%	1.51%	2.35%	1.67%	2.00%	1.98%
稀有金属	6.72%	4.29%	3.06%	1.79%	0.47%	-0.95%
稀土	3.74%	2.41%	0.62%	1.28%	3.39%	-1.68%
钨	0.95%	2.20%	1.93%	1.62%	1.97%	1.73%
锂	14.62%	7.07%	4.72%	1.71%	-1.78%	-4.10%
钴	2.33%	2.68%	2.62%	2.11%	0.69%	1.09%
其他稀有小金属	0.39%	2.59%	2.61%	2.15%	1.42%	2.20%
金属非金属新材料	1.70%	1.57%	2.02%	2.48%	1.38%	1.24%
金属新材料	1.12%	1.07%	1.30%	1.11%	1.61%	1.89%
磁性材料	1.82%	1.44%	0.83%	1.14%	0.77%	0.58%
非金属新材料	2.30%	2.22%	3.69%	4.89%	1.57%	1.02%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: A股有色金属行业整体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

2024Q1A 股有色金属行业整体 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, A 股有色金属行业整体 ROE 从 2023Q4 的 1.97% 下降到 2024Q1 的 1.65%, 环比下滑 0.32 个百分点。其中, 销售利润率从 3.76% 下降到 3.18%, 影响 ROE 下滑 0.30 个百分点, 是 ROE 下行的最核心因素。此外, A 股有色金属行业整体权益乘数从 2023Q4 的 2.06 下降至 2024Q1 的 2.04, 使 ROE 水平下降 0.02 个百分点。而 A 股有色金属行业整体资产周转率从 2023 年四季度的 0.25 上升到 2024 年一季度的 0.26, 提升 ROE 水平 0.01 个百分点。

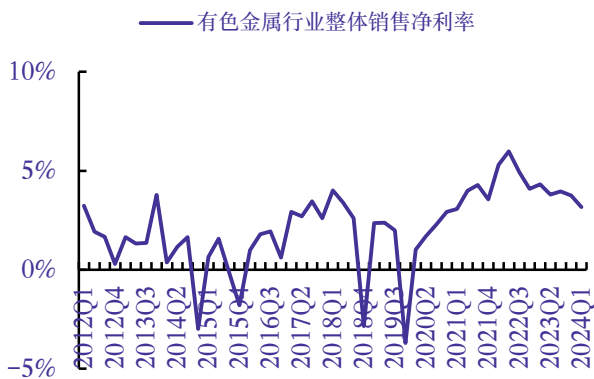
表6: 2024Q1 销售利润率下降, 拖累 A 股有色金属行业 ROE 环比下行

	A 股有色金属行业整体			
	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
2023Q3	2.33%	3.96%	0.28	2.10
2023Q4	1.97%	3.76%	0.25	2.06
2024Q1	1.65%	3.18%	0.26	2.04

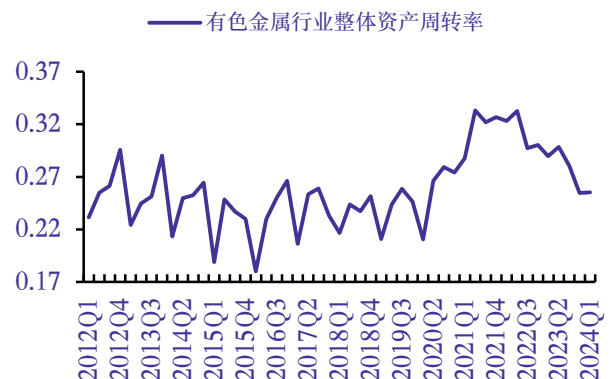
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: A股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: A股有色金属行业整体资产周转率

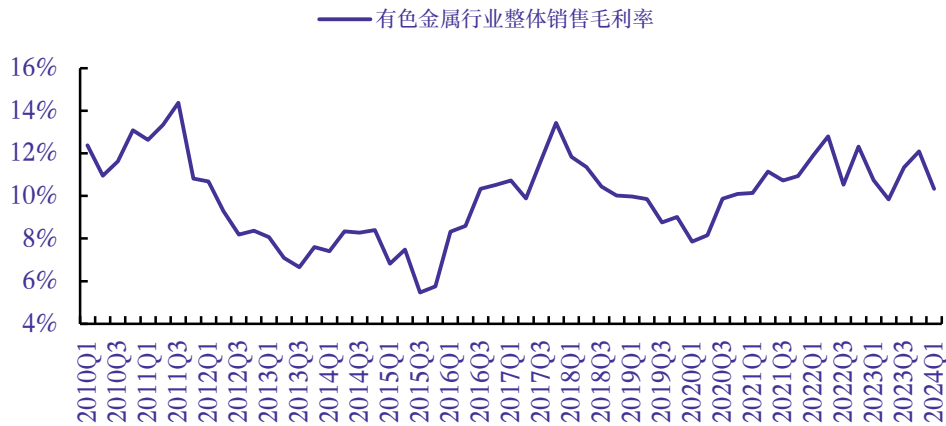


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### (四) 毛利率的下滑是销售利润率下行的主要因素

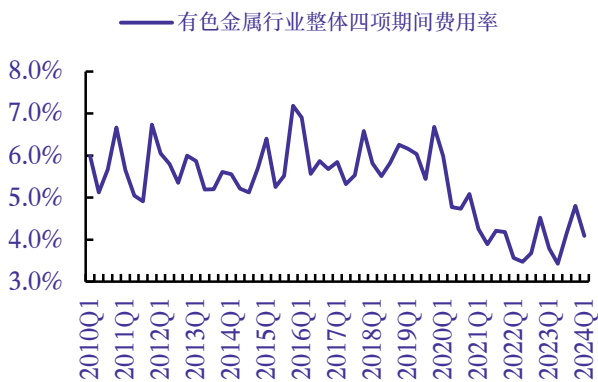
毛利率的下降致使 2024Q1A 股有色金属行业销售利润率下行。2024Q1A 股有色金属行业的整体毛利率录得 9.84%，环比 2023Q4 下滑 1.76 个百分点。而 2024Q1A 股有色金属行业四项费用率为 4.09%，环比下降 0.72 个百分点；其他费用率 3.07%，环比下降 0.46 个百分点。由此可见，A 股有色金属行业整体毛利率水平在 2024Q1 的下滑，成为了驱动 A 股有色金属行业销售利润率在 2024 年一季度下行的主要原因。而在销售毛利率下降的情况下，A 股有色金属企业对期间费用的控制也在加强，2024Q1 有色金属行业四项费用率与其他费用率同时出现了下降。

图13: A股有色金属行业整体销售毛利率下降



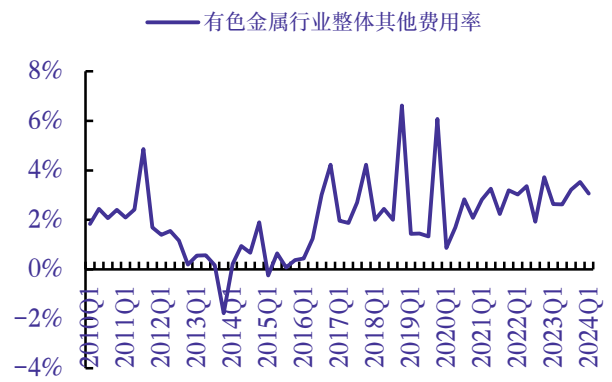
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: A股有色金属行业整体四项期间费用率水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: A股有色金属行业整体其他费用率水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (五) 有色金属均价环比下跌造成 2024Q1 行业毛利率水平下滑

A股有色金属行业整体毛利率在 2024Q1 的环比下行主要是由于 2024 年一季度有色金属品种综合均价仍低于去年四季度水平所引发的。A股有色金属按行业 2024Q1 毛利率为 10.33%，较 2023Q4 环比下滑 1.76 个百分点。行业毛利率水平的下行，主要是受一季度传统的下游开工淡季与有色金属价格的影响。虽然有色金属价格有所上涨，但由于高基数的原因，2024Q1 有色金属综合均价仍要低于去年四季度。Wind 有色金属综合价格指数 2024Q1 均价较 2023Q4 均价环比下跌 1.30%，同比下跌 15.27%，使有色金属企业盈利能力在一季度有所下滑。但随着国内经济的强势复苏，以及美联储降息预期的升温，以黄金、铜为首的大宗商品有色金属价格在 3-4 月出现了跳跃式的上涨，并产生了扩散效应带动其他有色金属品种价格的上涨，有色金属主要品种的价格在二季度有形成中枢性的抬升，这将使 A 股有色金属行业毛利率以及企业的盈利能力在 2024Q2 出现明显的边际改善。

图16: Wind 有色金属价格指数 2024Q1 均价环比下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从子行业看, A 股有色金属行业中钴、金属新材料、磁性材料板块的毛利率水平在 2024Q1 环比有所提升, 其他子行业的毛利率水平 2024 年一季度均出现了下降。

表7: A 股有色金属行业子行业毛利率水平

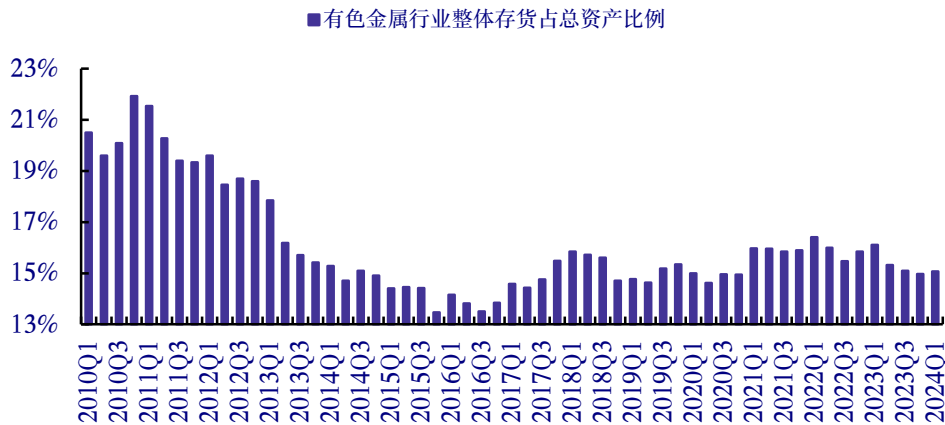
	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
<b>有色金属行业整体</b>	12.35%	10.75%	9.84%	11.36%	12.09%	10.33%
<b>工业金属</b>	9.46%	7.97%	7.40%	9.78%	10.72%	9.68%
铝	15.25%	12.52%	12.41%	16.06%	16.95%	14.74%
铜	7.24%	6.50%	5.79%	8.05%	9.20%	8.34%
铅锌	8.86%	8.56%	8.63%	9.56%	9.84%	9.15%
<b>黄金</b>	9.58%	10.04%	11.13%	11.08%	14.03%	10.99%
<b>稀有金属</b>	26.83%	23.91%	20.22%	17.01%	17.23%	12.07%
稀土	15.16%	11.20%	5.67%	6.42%	13.79%	4.01%
钨	14.39%	17.18%	15.56%	15.29%	16.87%	15.60%
锂	62.02%	66.09%	54.00%	47.67%	38.82%	20.46%
钴	20.45%	16.19%	13.34%	14.91%	11.86%	12.46%
其他稀有小金属	9.17%	11.86%	10.25%	10.00%	11.61%	11.03%
<b>金属非金属新材料</b>	15.24%	15.67%	17.84%	19.74%	15.15%	15.20%
金属新材料	13.68%	12.73%	13.23%	14.62%	12.29%	13.33%
磁性材料	17.89%	17.95%	16.47%	15.10%	15.66%	15.96%
非金属新材料	15.79%	18.42%	25.88%	30.76%	20.86%	18.77%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (六) 行业存货周转天数环比下行

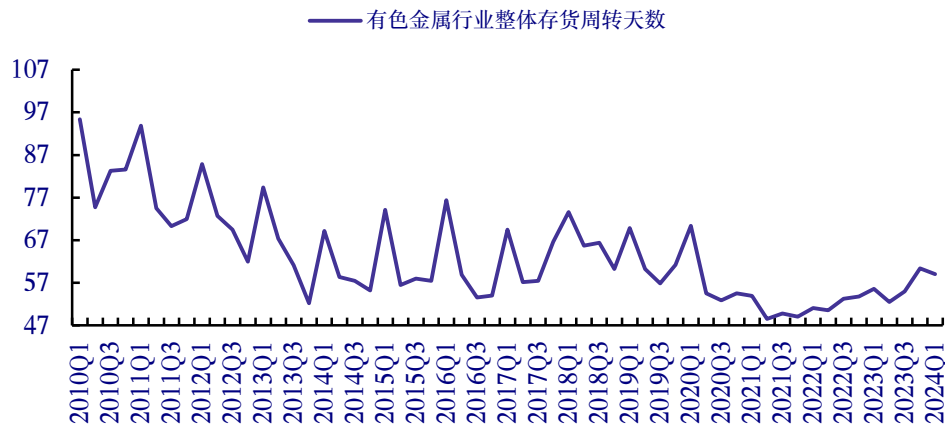
2024 年一季度 A 股有色金属行业整体行业存货周转天数环比减少。2024Q1A 股有色金属行业整体存货占总资产比为 15.07%，较 2023Q4 环比小幅上行 0.10 个百分点，总体仍保持在近些年的较低水平。而 2024Q1A 股有色金属行业整体库存周转天数从 2023Q4 的 60.41 天减少至 59.03 天。因为一季度是有色金属行业下游传统的开工与消费淡季，有色金属行业库存往往在一季度会较去年四季度有所增加（过去 13 年仅 2020Q4 至 2021Q1 例外）。而本次 2024Q1A 股有色金属行业整体存货周转天数逆季节性的下降，或是国内经济复苏与全球制造业复苏，下游需求超预期的表现，有色金属行业或将进入新一轮的去库存周期。而随着二季度下游进入开工旺季，预计有色金属行业在 2024Q2 或将进一步去库。

图17：A 股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：A 股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，工业金属与黄金板块的去库存表现较好，铝、铜、铅锌、黄金这些有色金属三级子行业 2024Q1 的存货周转天数环比都有所下行。其中，黄金板块 2024Q1 存货周转天数环比、同比皆有所减少。除此之外，钴和其他稀有小金属板块 2024Q1 存货周转天数也环比减少。而稀土、锂板块的存货周转天数在一季度出现了较大幅度的增长。

表8: A股有色金属行业存货周转天数

	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
<b>有色金属行业整体</b>	53.95	55.66	52.56	55.11	60.41	59.03
<b>工业金属</b>	43.11	44.77	42.09	45.29	50.44	49.14
铝	41.44	51.91	49.54	53.99	63.68	59.09
铜	42.74	42.70	39.37	41.71	45.29	45.14
铅锌	53.75	44.89	48.23	57.67	70.38	61.86
<b>黄金</b>	60.40	57.57	55.39	57.62	63.49	52.43
<b>稀有金属</b>	94.54	98.59	98.40	92.72	101.30	112.36
稀土	136.10	114.18	143.87	124.69	125.72	206.75
钨	96.08	117.73	94.50	92.25	98.88	110.05
锂	90.54	161.62	122.62	153.81	131.52	158.40
钴	133.39	99.95	126.19	101.32	110.16	102.45
其他稀有小金属	55.94	61.85	55.13	52.70	68.79	68.58
<b>金属非金属新材料</b>	103.29	119.56	110.36	108.78	98.16	113.64
金属新材料	95.78	110.81	100.32	98.47	82.18	96.16
磁性材料	137.47	157.94	136.33	136.08	140.71	158.96
非金属新材料	92.86	107.85	108.39	108.10	105.10	122.04

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (七) 行业现金流状况改善

2024年一季度A股有色金属行业整体经营性现金流状况同比改善。具体来看, A股有色金属行业整体2024Q1经营净现金流较2023Q1同比增长13.40%, 较2023Q4环比下降78.24%。由于年底是有色金属企业收入结算现金时点, 因此一季度经营性净现金流较四季度下降主要是季节性因素导致的, 但2024Q1行业经营性现金流较2023Q1同比增长, 仍显示了2024Q1有色金属企业的现金流状况的改善。从子行业来看, 黄金、钨、锂、金属新材料板块的经营性现金流状况在2024Q1同比提升。2024Q1钴板块的经营性净现金流虽然同比小幅下降, 但环比提升。

表9: 2024Q1A股有色金属行业整体经营净现金流同比与环比增速

行业	经营性净现金流同比增速			经营性净现金流环比增速		
	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q3	2023Q4	2024Q1
<b>有色金属行业整体</b>	13.90%	6.22%	13.40%	-16.42%	21.65%	-78.24%
<b>工业金属</b>	4.54%	34.89%	-20.49%	-26.31%	22.10%	-80.27%
铝	36.98%	-15.55%	-17.11%	13.77%	-1.35%	-57.26%
铜	-0.85%	70.17%	-25.95%	-42.55%	25.44%	-97.20%
铅锌	-50.49%	436.51%	-28.78%	-14.52%	190.39%	-64.13%
<b>黄金</b>	100.46%	7.42%	1050.86%	62.43%	30.61%	-32.67%
<b>稀有金属</b>	21.23%	-50.01%	-21.54%	3.99%	-12.08%	-79.11%
稀土	410.22%	15.74%	-919.51%	672.04%	-39.82%	-227.63%
钨	187.59%	117.93%	72.50%	-49.61%	430.82%	-104.41%

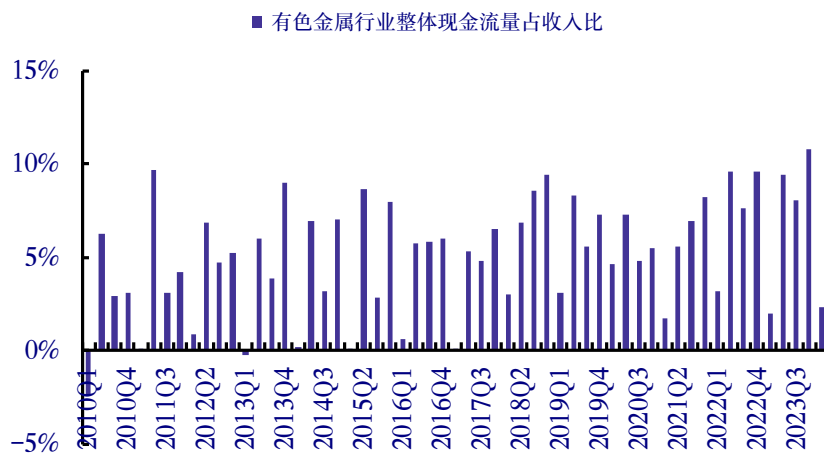
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

锂	-12.14%	-68.16%	84.67%	21.10%	-54.96%	-21.72%
钴	-296.48%	-85.48%	-0.79%	-42.12%	6.23%	16.08%
其他稀有小金属	-53.76%	-8.98%	-124.01%	-67.02%	142.66%	-108.22%
<b>金属非金属新材料</b>	21.91%	62.30%	0.25%	-18.33%	115.08%	-109.14%
金属新材料	-72.97%	23.86%	75.01%	-82.26%	832.42%	-107.20%
磁性材料	2375.49%	83.74%	-15.02%	19.19%	57.82%	-99.09%
非金属新材料	22.21%	110.50%	-566.41%	27.00%	41.18%	-117.02%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

A 股有色金属行业整体 2024Q1 经营性现金流量占营业收入比为 2.31%，环比大幅下滑，但高于历史一季度的平均水平。我们用经营性现金流占营业收入的比值来测算 A 股上市公司营业收入的含金量。尽管 A 股有色金属行业 2024Q1 经营性现金流量占收入比较 2023Q4 环比有所下滑 8.46 个百分点至 2.31%，但这一下滑主要是季节性的影响，该数据仍好于去年同期，也要高于 2010 年以来的历史同期平均水平，显示有色金属行业上市公司 2024 年一季度的营业收入含金量有所上升。

图19: 2024Q1A 股有色金属行业整体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、稀有金属板块 2024Q1 的收入含金量皆同比上升。三级子行业中，锂、钴板块 2024Q1 的现金流量占收入比同比、环比皆有所提升。而稀土、非金属新材料板块一季度现金流量占收入比同环比皆有大下滑，且非金属新材料板块 2024Q1 的现金流量占收入比要远低于历史平均水平。

表10: 2024Q1 有色金属行业现金流量占收入比

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	MAX	MIN	AVERAGE
<b>有色金属行业整体</b>	1.96%	9.42%	8.13%	10.78%	2.31%	10.78%	-2.35%	5.14%
<b>工业金属</b>	2.14%	8.85%	6.85%	9.22%	1.74%	11.55%	-4.29%	4.51%
铝	6.82%	11.37%	13.98%	16.10%	6.31%	18.30%	-5.31%	7.32%
铜	0.26%	8.71%	5.17%	6.99%	0.19%	10.28%	-8.99%	3.04%
铅锌	5.94%	3.58%	3.97%	13.61%	4.27%	17.91%	-8.10%	6.39%
<b>黄金</b>	0.90%	7.75%	10.63%	14.30%	8.29%	18.14%	-2.70%	7.17%



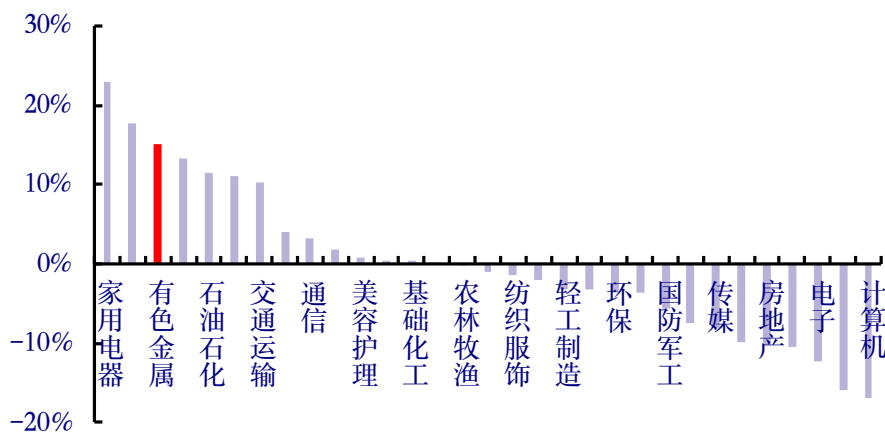
<b>稀有金属</b>	2.96%	12.60%	13.12%	12.86%	3.28%	21.30%	-9.72%	5.99%
稀土	0.76%	-1.86%	9.61%	5.46%	-12.69%	54.35%	-40.15%	4.18%
钨	-4.17%	8.25%	4.18%	23.20%	-1.17%	44.44%	-29.88%	4.72%
锂	8.46%	34.61%	57.44%	28.96%	42.70%	64.96%	-27.20%	20.87%
钴	4.47%	8.16%	3.80%	4.75%	5.51%	56.04%	-24.02%	6.04%
其他稀有小金属	2.76%	9.19%	3.00%	8.98%	-0.72%	18.64%	-11.04%	4.26%
<b>金属非金属新材料</b>	-2.15%	12.37%	9.98%	20.48%	-2.16%	29.32%	-17.61%	5.80%
金属新材料	-5.46%	10.34%	1.75%	13.79%	-1.13%	31.27%	-17.08%	3.70%
磁性材料	0.28%	12.69%	16.38%	26.98%	0.28%	41.49%	-24.88%	5.50%
非金属新材料	1.04%	15.27%	19.04%	30.25%	-6.11%	58.83%	-44.23%	7.94%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (八) 估值处于历史底部区间

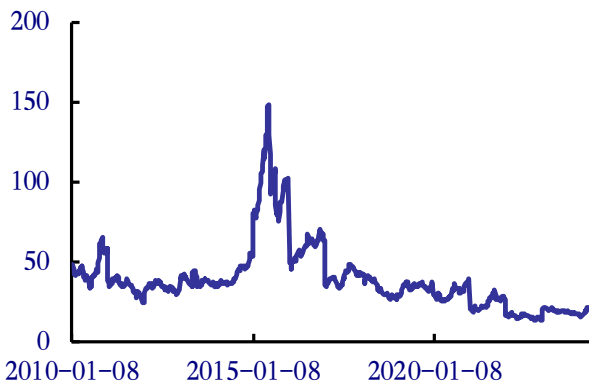
**A 股有色金属行业整体估值仍处于历史低位。**A 股有色金属行业年初至今上涨 15.06%，涨幅在 SW31 个一级行业中排名第 3 位。虽然 A 股有色金属行业的强势上涨在一定程度上拉升了 A 股有色金属行业的估值，但从历史上看，目前 A 股有色金属行业估值仍处于低位。假若以有色金属行业整体一季报业绩乘以 4，保守预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为 20.10x，市净率为 2.23x，远低于 2010 年以来有色金属行业 38.68x 的市盈率与 3.04x 的市净率估值中枢。且后续随着有色金属价格的上涨，有色金属企业盈利能力的增强，A 股有色金属行业的业绩将会上调，A 股有色金属行业估值仍有望进一步下调。

图20: 2024 年至今 A 股有色金属行业涨幅在 SW31 个一级行业中排名第 3



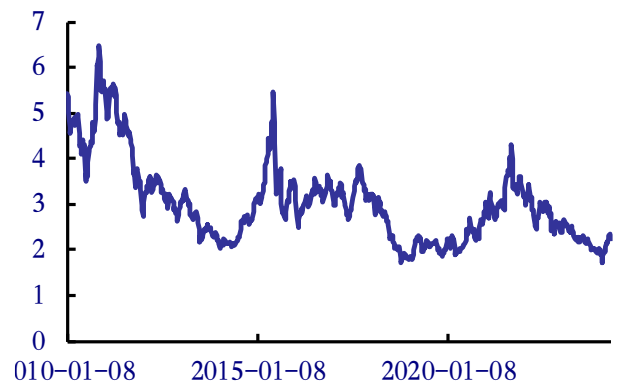
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: A股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22: A股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

2023年A股有色金属行业业绩处于下行周期中,业绩增速进入筑底阶段。尽管2024Q1行业整体业绩增速加速赶底,但结构改善,部分细分子行业已出现反转迹象。国内经济的复苏与市场对于美联储降息预期的交易已开始出现正反馈,黄金、铜、锌、锡等大宗商品有色金属价格在3、4月出现了跳跃式的上涨,这将带动二季度有色金属均价与有色金属企业中枢的明显抬升,A股有色金属行业有望在2024Q2迎来业绩拐点。而全球制造业回暖与美联储降息预期交易背景下,已出现业绩回暖上行趋势的黄金、铜、铝、锡等子版块在金属价格中枢大幅上涨的支撑下二季度业绩有望更具弹性的释放,建议关注黄金行业龙头山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金、湖南黄金;铜铝锡等工业金属行业龙头紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、铜陵有色、金诚信、中国铝业、神火股份、云铝股份、天山铝业、锡业股份、兴业银锡、华锡有色。此外,在国内经济好转以及大宗金属品种涨价的带动下,稀土、钨、钼等小金属品种价格在二季度也逐步走强,相关子板块业绩也有望在2024Q2出现明显的边际改善,建议关注中国稀土、北方稀土、中钨高新、金钼股份。

### 四、风险提示

- 1) 有色金属价格大幅下跌的风险;
- 2) 有色金属下游需求不及预期的风险;
- 3) 美联储降息不及预期的风险;
- 4) 全球地缘政治对抗超预期的风险。

## 图表目录

图 1: 2023 年 A 股有色金属行业营业收入增速与业绩增速.....	4
图 2: 2024Q1A 股有色金属行业营业收入增速与业绩增速.....	4
图 3: A 股有色金属行业上市公司 2023 年业绩增速分布 (家数).....	5
图 4: A 股有色金属行业上市公司 2024Q1 业绩增速分布 (家数).....	5
图 5: A 股有色金属行业整体累计收入增速.....	6
图 6: A 股有色金属行业整体累计业绩增速.....	6
图 7: A 股有色金属行业整体单季度收入增速.....	7
图 8: A 股有色金属行业整体单季度业绩增速.....	7
图 9: 中国有色金属行业景气指数.....	7
图 10: A 股有色金属行业整体 ROE 水平.....	10
图 11: A 股有色金属行业整体销售利润率.....	11
图 12: A 股有色金属行业整体资产周转率.....	11
图 13: A 股有色金属行业整体销售毛利率下降.....	12
图 14: A 股有色金属行业整体四项期间费用率水平.....	12
图 15: A 股有色金属行业整体其他费用率水平.....	12
图 16: Wind 有色金属价格指数 2024Q1 均价环比下行.....	13
图 17: A 股有色金属行业整体库存占总资产比例.....	14
图 18: A 股有色金属行业整体存货周转天数下降.....	14
图 19: 2024Q1A 股有色金属行业整体收入含金量高于历史同期平均水平.....	16
图 20: 2024 年至今 A 股有色金属行业涨幅在 SW31 个一级行业中排名第 3.....	17
图 21: A 股有色金属行业整体市盈率水平.....	18
图 22: A 股有色金属行业整体市净率水平.....	18

## 表格目录

表 1: 超过半数 A 股有色金属行业上市公司 2023 年业绩同比下滑.....	5
表 2: A 股有色金属行业上市公司 2024Q1 业绩同比分布占比.....	6
表 3: A 股有色金属行业单季度收入同比增速与净利润同比增速.....	8
表 4: A 股有色金属行业单季度收入环比增速与净利润环比增速.....	8
表 5: A 股有色金属行业 ROE 水平.....	9
表 6: 2024Q1 销售利润率下降, 拖累 A 股有色金属行业 ROE 环比下行.....	10
表 7: A 股有色金属行业子行业毛利率水平.....	13
表 8: A 股有色金属行业存货周转天数.....	15
表 9: 2024Q1A 股有色金属行业整体经营净现金流同比与环比增速.....	15
表 10: 2024Q1 有色金属行业现金流量占收入比.....	16

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，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。

**华立 有色金属行业分析师。**

## 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。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 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：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_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