

评级： 看好

核心观点

吴轩

有色行业首席分析师

SAC 执证编号：S0110521120001

wuxuan123@sczq.com.cn

电话：021-58820297

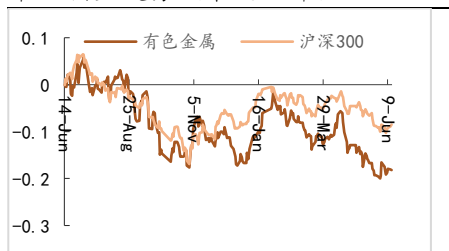
刘崇娜

有色行业研究助理

liuchongna@sczq.com.cn

电话：010-81152687

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

#### 相关研究

- 有色行业周报：库存持续去化提振铜铝 金价震荡静待FOMC会议
- 有色行业周报：美债务上限协议达成 市场风险偏好回升有色走高
- 有色行业周报：铜矿加工费持续回升 铜价存下行压力

- **22 年行业景气度趋势性走弱，价格维持高位。**受国内房地产市场疲软、欧美持续加息、欧洲能源紧张等多因素影响，2022 年以来有色金属产业景气指数持续走弱。价格方面，2022 年有色金属价格走势分化，整体处于高位。俄乌冲突、国内限电、南美社区问题、欧洲能源紧张抑制供给释放，同时房地产市场疲软，工业金属价格高位剧烈波动；因供给短期释放不足而动力电池及储能需求高增，锂价格持续攀升；地缘政治冲突及美联储连续数次快速加息下，贵金属价格先扬后抑。
- **23Q1 行业景气指数跌势放缓，金价上涨锂价高位回落。**2023 年一季度受春节因素影响，企业开工率处于季节性低位，行业景气度跌势放缓，但暂未回升。随着国内经济复苏，企业订单修复，预计行业景气指数筑底回升，全年预计呈现前低后高走势。价格方面，美联储加息进入尾声预期强化，金价走高；新能源汽车销售增速放缓，锂矿供给预期年内迎来集中释放，锂盐价格高位快速回落；铜矿生产干扰因素频发，供给不及预期，同时季节性累库下，铜价高位震荡。铝市场呈现供需双弱，在成本线上方窄幅波动。
- **22 年行业利润连续三年高增长，能源金属板块量价齐升。**2022 年有色金属板块实现营业收入 31775.95 亿元，同比增长 13.22%，实现归母净利润 1882.43 亿元，同比增长 54.43%，业绩连续三年增长。其中，山东地区黄金企业复产带动贵金属板块盈利改善，2022 年实现营收 2916 亿元，同比 18.2%，实现归母净利润 57.24 亿元，同比增长 27.1%。量价齐升下，2022 年能源金属板块实现营收 2514 亿元，同比增长 76.9%，实现归母净利润 774.87 亿元，同比增长 295.7%。2022 年工业金属板块营业收入达 20795 亿元，同比增长 8.32%，归母净利润 723.64 亿元，同比增长 12.9%。
- **行业整体盈利能力持续增强，行业估值仍位于历史低位。**2022 年有色金属行业整体 ROE 为 11.94%，同比上涨 6.59 个百分点，创十余年新高，盈利能力持续提升。2020 年以来有色行业整体资产负债率下滑，其中能源金属子行业资产负债率下降显著。截止 2023 年一季度，有色行业资产负债率为 50.72%。2022 年有色金属行业整体经营性现金流情况同比改善明显，经营性现金流净额达 2572.5 亿元，同比增长 67.09%。2021 年以来有色金属行业估值水平震荡下行，截止 2023 年 4 月有色金属行业 PE 在 2010 年以来 10%分位线以下，PB 在 2010 年以来 20%分位线附近。
- **风险提示：**金属价格大幅下跌，下游需求疲软，地缘政治冲突爆发

## 目录

<b>1 有色金属行情回顾：2022 年表现疲软 2023 年一季度板块走高</b>	<b>1</b>
1.1 有色金属板块 22 年表现疲软 23Q1 反弹	1
1.2 22 年有色行业景气度高位回落 23 年有望迎来逆转	4
1.3 22 年有色金属持仓比例保持相对高位 能源金属受基金青睐	5
<b>2 有色金属行业业绩再创新高 行业盈利能力继续提升</b>	<b>8</b>
2.1 有色金属价格保持高位 行业利润连续三年高增长	8
2.2 2022 年工业金属价格高位剧烈波动 铜、铝板块业绩继续走高	9
2.3 2022 年山东复产黄金板块业绩回升 23Q1 金价走高	11
2.4 22 年能源金属价格强势上涨 板块业绩持续释放	12
2.5 稀土及镁价高位回落 钼价快速拉升	12
2.6 销售利润率持续提升 行业整体 ROE 再创新高	13
2.7 行业资产负债率震荡下滑 经营性现金流改善	15
2.8 行业估值处于历史低位	16
<b>3 风险提示</b>	<b>16</b>

## 插图目录

图 1 2022 年行业涨跌幅情况（申万行业）	1
图 2 2023 年一季度行业涨跌幅情况（申万行业）	1
图 3 2022 年以来有色金属行业指数与上证指数、沪深 300 走势（2022 年初为 100）	2
图 4 2022 年申万有色子板块涨跌幅情况（%）	2
图 5 2023 年一季度申万有色子板块涨跌幅情况（%）	3
图 6 2022 年有色行业涨跌幅前五个股（%）	3
图 7 2023 年一季度有色行业涨跌幅前五个股（%）	4
图 8 有色金属行业景气指数	4
图 9 有色金属商品价格指数	4
图 10 2022 年基金持仓市值占比（%）	6
图 11 2022 年有色子行业资金持仓分配	6
图 12 有色子行业基金持仓变化趋势（%）	7
图 13 申万有色行业营业收入合计（亿元）	8
图 14 申万有色行业归母净利润合计（亿元）	8
图 15 申万有色行业营业收入分布（家）	9
图 16 申万有色行业归母净利润分布（家）	9
图 17 上期所铜、铝、锌活跃合约收盘价（元/吨）	10
图 18 LME 铜锌铝库存（万吨）	10
图 19 SHFE 铜锌铝库存（万吨）	10
图 20 伦敦金银现货价格（美元/盎司）	11
图 21 99.5%碳酸锂及 56.5%氢氧化锂价格（万元/吨）	12
图 22 氧化镨钕价格（万元/吨）	13
图 23 金属镁价格（元/吨）	13
图 24 黑钨精矿价格（万元/吨）	13
图 25 60%钼铁价格（万元/基吨）	13

图 26 2012-2023Q1 有色金属行业单季度整体 ROE 情况 (%)	14
图 27 2012-2023Q1 有色金属行业单季度销售净利率情况 (%)	14
图 28 有色金属行业销售毛利率 (%)	15
图 29 有色金属行业销售+财务+管理费用率 (%)	15
图 30 有色金属行业整体资产负债率 (%)	15
图 31 有色金属子行业资产负债率 (%)	15
图 32 有色金属行业经营活动产生的现金流净额 (亿元)	15
图 33 有色金属行业存货周转天数	15
图 39 2010 年以来有色金属板块 PE 走势	16
图 40 2010 年以来有色金属板块 PB 走势	16

## 表格目录

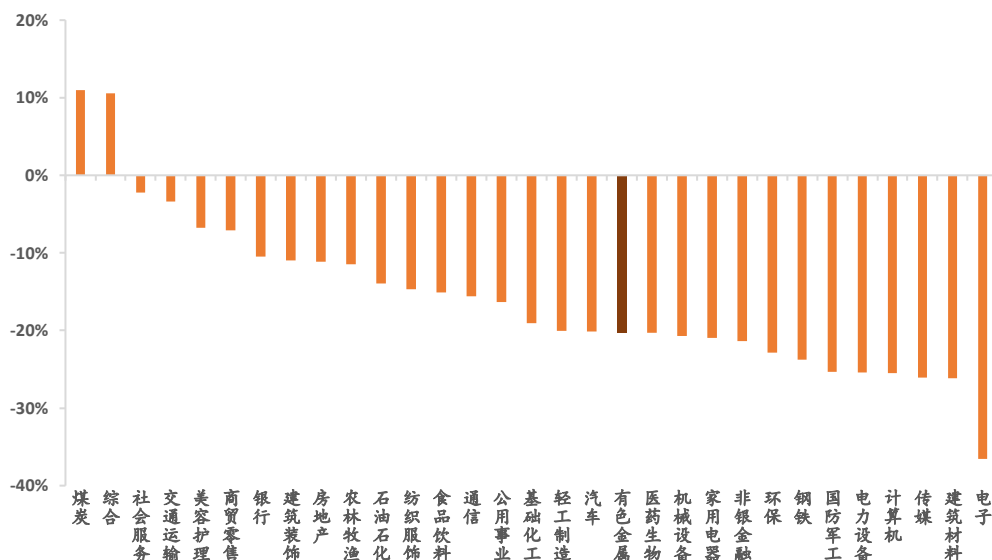
表 1 工业金属、贵金属及部分小金属价格变动情况	5
表 2 股票型及混合型开放式公募基金 2022 年报重仓个股统计	7
表 3 股票型及混合型开放式公募基金 2023 一季报重仓个股统计	8
表 4 2022 年申万有色二级子行业相关企业利润同比增速统计	9
表 5 2022 年工业金属板块财务情况	10
表 6 2023 年 Q1 工业金属板块财务情况	11
表 7 2022 年贵金属板块财务情况	11
表 8 2023 年一季度贵金属板块财务情况	12
表 9 2022 年 2023 年一季度能源金属板块财务情况	12
表 10 2022 年稀土及小金属板块财务情况	13

## 1 有色金属行情回顾：2022 年表现疲软 2023 年一季度板块走高

### 1.1 有色金属板块 22 年表现疲软 23Q1 反弹

2022 年有色金属板块表现疲软。2022 年受美联储加息、俄乌冲突及房地产市场疲软影响，整体市场表现不佳，有色金属板块表现更弱，2022 年有色金属（申万一级行业指数）跌幅达-20.31%，位列全行业第 19 位。

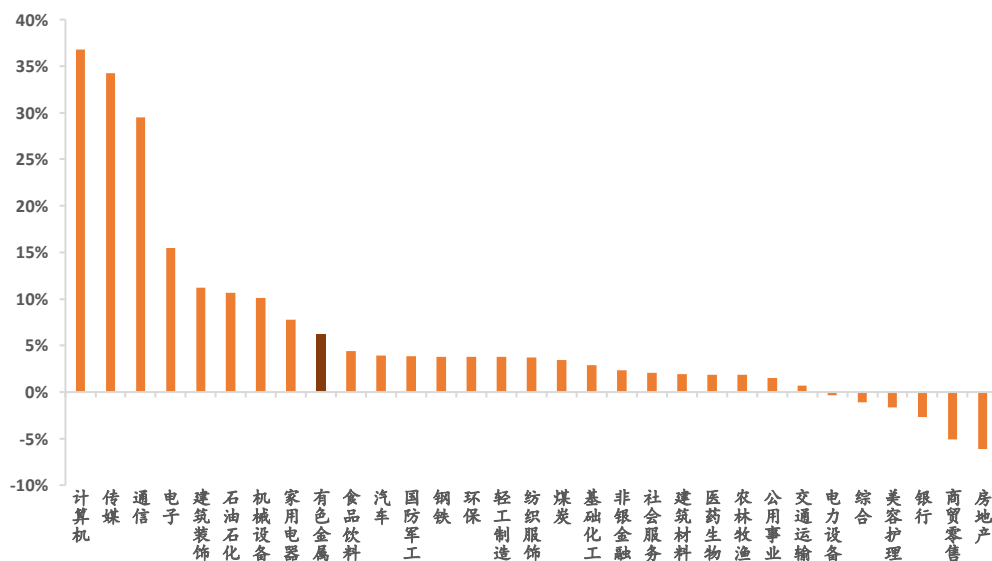
图 1 2022 年行业涨跌幅情况（申万行业）



资料来源：Wind，首创证券

2023 年 Q1 有色金属板块走高，位列全行业第 9 位。2023 年一季度 A 股表现亮眼，多数板块上涨，且 TMT 行业领涨 A 股。国内经济复苏，市场预期美联储加息进入尾声，有色金属价格保持高位，贵金属价格高涨，有色金属板块走高，2023 年一季度有色金属（申万一级行业指数）上涨 6.16%，位列全行业第 9 位。

图 2 2023 年一季度行业涨跌幅情况（申万行业）



资料来源：Wind，首创证券

2022 年上证指数下跌 15.13%，申万有色金属指数下跌 20.31%，走势基本与大盘保持一致，但整体表现弱于大盘。全年来看，2 月及 5-6 月有色金属指数上行。2 月俄乌冲突导致铜铝镍及贵金属价格大幅上涨，5-6 月疫后物流运输及需求改善，有色金属企业订单及盈利好转。

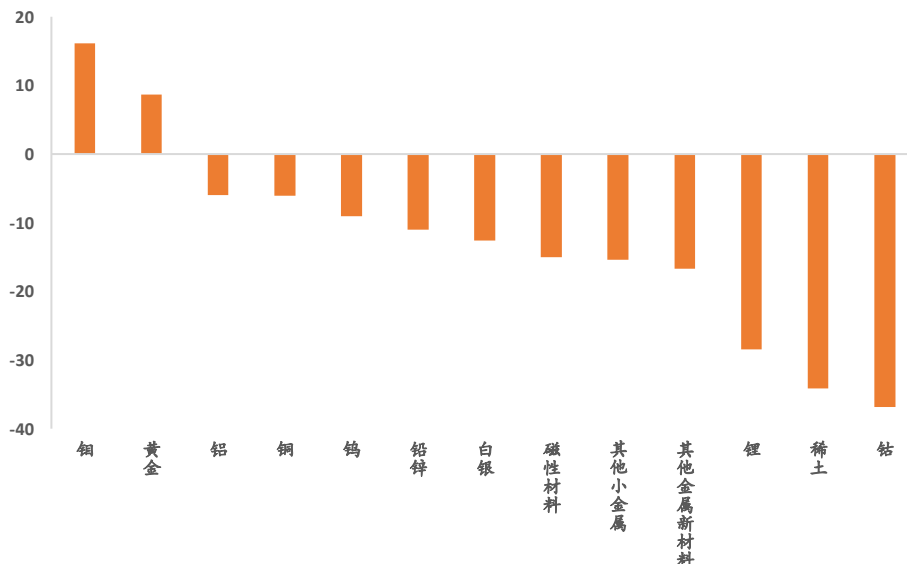
图 3 2022 年以来有色金属行业指数与上证指数、沪深 300 走势（2022 年初为 100）



资料来源：Wind，首创证券

**2022 年钨涨幅领跑有色金属。**2022 年有色金属板块整体表现疲软，能源金属钴锂及稀土跌幅高达 20% 以上。小金属钨价高涨，带动钨板块领涨有色，2022 年申万钨板块上涨 16.11%。

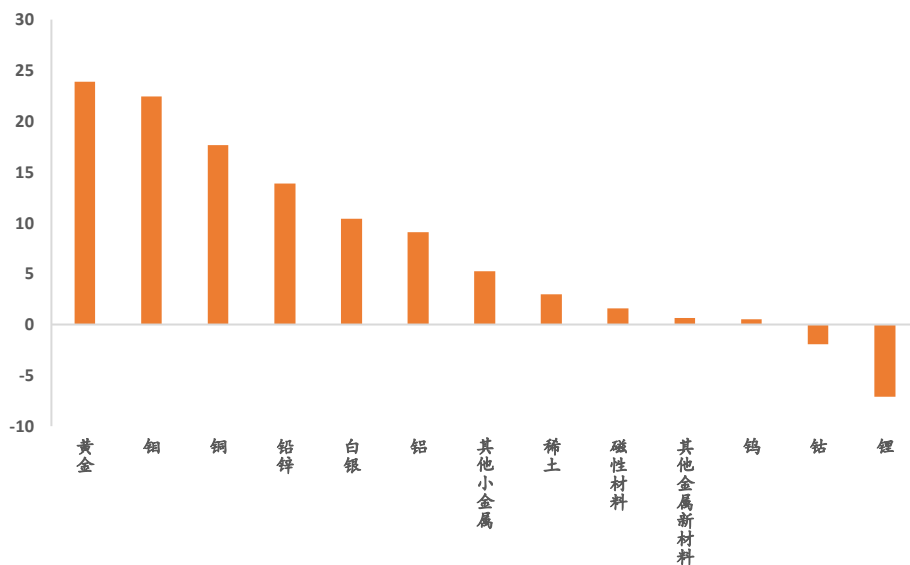
图 4 2022 年申万有色子板块涨跌幅情况（%）



资料来源：Wind，首创证券

**2023 年一季度有色整体反弹，走势分化明显。**2023 年一季度有色金属板块一改去年的疲弱表现，铜铅锌价格保持高位，贵金属价格大幅走高，带动有色板块上行。黄金及钨板块涨幅高达 20% 以上，铜、铅锌及白银涨幅高达 10% 以上。锂盐价格高位快速回落，一季度锂矿企业利润丰厚，但估值下降带动市值走低，领跌有色。

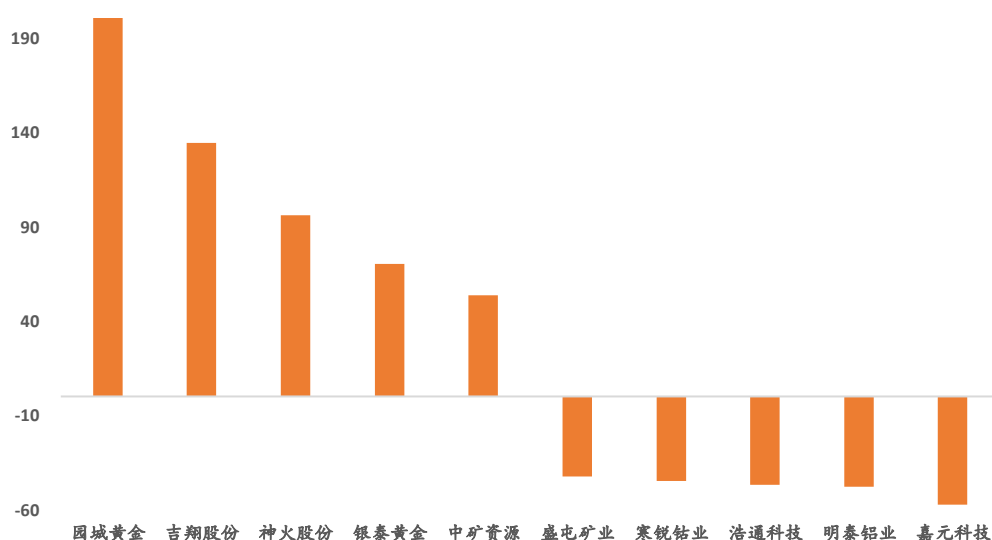
图 5 2023 年一季度申万有色子板块涨跌幅情况 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

剔除 ST 股与新股后, 2022 年有色金属板块涨幅前五的公司分别为园城黄金、吉翔股份、神火股份、银泰黄金、中矿资源, 涨幅分别为 224.42%、134.49%、95.98%、70.34%、53.66%。跌幅前五的公司分别为嘉元科技、明泰铝业、浩通科技、寒锐钴业、盛屯矿业, 跌幅分别为-57.45%、-47.88%、-46.81%、-44.88%、-42.29%。

图 6 2022 年有色行业涨跌幅前五个股 (%)

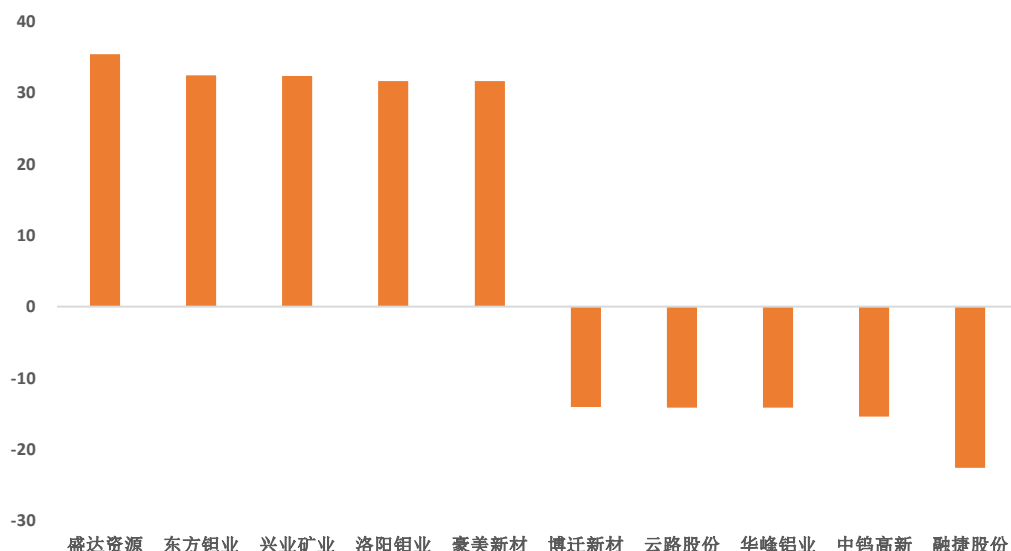


资料来源: Wind, 首创证券

剔除 ST 股与新股后, 2023 年一季度有色金属板块涨幅前五的公司分别为盛达资源、东方钨业、兴业矿业、洛阳钨业、豪美新材, 涨幅分别为 35.35%、32.40%、32.35%、31.65%和 31.61%。跌幅前五的公司分别为融捷股份、中钨高新、华峰铝业、云路股份、博迁新材, 跌幅分别为-22.6%、-15.4%、-14.18%、-14.18%、-14.06%。



图 7 2023 年一季度有色行业涨跌幅前五个股 (%)

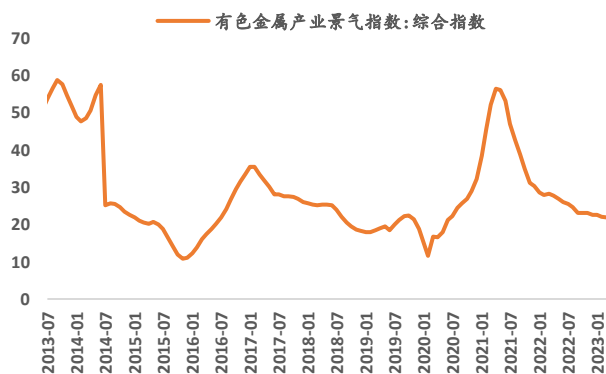


资料来源: Wind, 首创证券

## 1.2 22 年有色行业景气度高位回落 23 年有望迎来逆转

22 年行业景气度趋势性走弱, 价格维持高位。受国内房地产市场疲软、欧美持续加息、欧洲能源紧张等多因素影响, 2022 年以来有色金属产业景气指数持续走弱。2023 年一季度受春节因素影响, 企业开工率处于季节性低位, 行业景气度维持低位。随着国内经济复苏, 企业订单修复, 预计行业景气指数筑底回升, 全年预计呈现前低后高走势。价格方面, 2022 年国内限电、南美社区问题、欧洲能源紧张抑制供给释放, 而新能源相关需求保持高速增长, 有色金属价格整体呈现 N 型走势, 高位剧烈波动。

图 8 有色金属行业景气指数



资料来源: 有色金属工业协会, 首创证券

图 9 有色金属商品价格指数



资料来源: 商务部, 首创证券

**工业金属: 2022 年工业金属价格走势分化。**2022 年长江有色铜、铝、铅、锌、锡、镍年均价分别为 67503、19936、15336、25282、249531 及 200518 元/吨, 同比-1.68%、5.49%、-0.19%、10.03%、9.98%及 44.11%。基本金属价格上涨主要受供给收缩预期提振。俄罗斯是重要的镍及铝供应国, 俄乌冲突导致供给忧虑骤然升温, 2022 年一季度镍及铝价格均大幅走高, 镍刷新历史新高。缅甸锡矿下滑明显, 欧洲能源危机导致锌铝冶炼产能大幅减产, 智利、秘鲁等在产矿山生产干扰频发。从需求端来看, 由于国内房地产市场低迷, 欧美持续频繁加息抑制经济及需求, 美元指数强势走高, 金属价格多数在去年二季度后高位回落。

**供需双弱, 2023Q1 工业金属价格高位震荡。**供给端仍是支撑基本金属的主要动能,

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

缅甸锡矿供给收缩的预期继续演化，云南地区水电供给紧张导致电解铝减产，铜精矿产干扰因素持续发酵，国内铜精矿港口库存下降。一季度为季节性需求淡季，国内多数基本金属库存呈现低位回升态势。供需双弱下，基本金属呈现高位震荡走势。

**贵金属：2022 年先扬后抑。**2022 年一季度受地缘政治冲突等提振，黄金价格快速拉升，伦敦金现货价格最高触及 2070 美元/盎司。美国通胀水平虽高位有所回落但仍远高于美联储 2% 的通胀目标，美联储自 2022 年 3 月启动加息并连续数次大幅加息，导致美债收益率及美债实际收益率大幅走高，金银价格高位回落。由于工业需求不佳，白银表现弱于黄金。

**美联储货币政策转向预期强化，2023Q1 金价强势上扬。**部分高频经济指标预示美国经济走弱，且加息对经济影响存在滞后性，市场对经济衰退的担忧升温，同时欧美银行流动性危机暴露，强化了市场对美联储进入加息尾声，年内可能启动降息的预期，一季度金银价格强势上涨。

**小金属：2022 年钨价强势拉涨，镁价高位回落。**由于过去几年钨价持续低迷，上游利润微薄，导致钨矿供给收缩，供给不足引发钨价 2022 年强势上行。2022 年受欧洲能源危机及美联储加息影响，金属镁及合金产品出口下滑，同时高镁价造成镁铝比处于高位，镁经济性减弱抑制需求，镁价高位回落。2023 年一季度需求仍无改善，镁价在成本线附近低位运行。

**锂：2022 年锂盐价格持续攀升，23Q1 高位快速回落。**由于新能源汽车需求维持高速增长，锂矿及盐湖等项目释放进度相对缓慢，供不应求下，锂矿价格持续向上攀升，锂盐价格不断刷新历史高位，2022 年电池级碳酸锂年均价同比上涨 295.1%。进入 2023 年一季度新能源汽车需求走弱，且市场对锂矿供给释放预期较为乐观，锂盐价格高位快速回落，2023 年一季度电池级碳酸锂年均价环比下滑 27.47%。

表 1 工业金属、贵金属及部分小金属价格变动情况

品种	单位	2022 年均价	同比	2023Q1 均价	环比
铜	元/吨	67,503	-1.68%	68,655	4.50%
铝	元/吨	19,936	5.49%	18,457	-1.62%
铅	元/吨	15,336	-0.19%	15,299	-1.23%
锌	元/吨	25,282	10.03%	23,341	-5.51%
锡	元/吨	249,531	9.98%	208,869	13.36%
镍	元/吨	200,518	44.11%	206,864	-0.32%
黄金	元/克	392	4.72%	420	4.84%
白银	元/千克	4,648	-11.12%	5,117	9.03%
镁	元/吨	32,581	20.49%	22,825	-8.67%
锑	元/吨	79,202	20.48%	83,237	9.37%
海绵锆	元/千克	213	25.75%	211	-0.60%
钨铁	万元/基吨	19	36.64%	32	37.22%
氧化镨钕	元/吨	824,539	38.07%	663,720	-1.24%
钴	元/吨	428,260	13.15%	306,814	-10.90%
电池级碳酸锂	万元/吨	48	295.10%	40	-27.47%

资料来源：Wind，首创证券

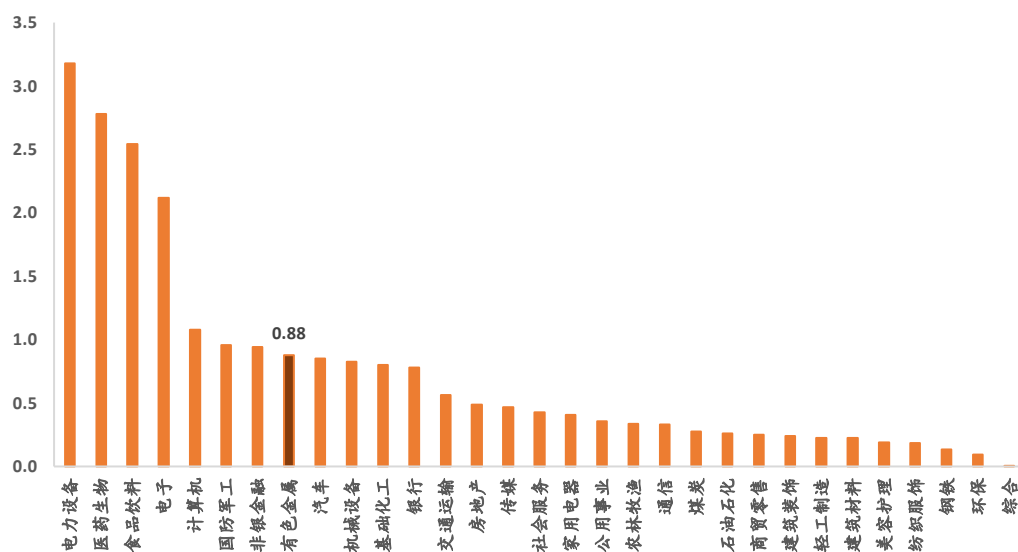
### 1.3 22 年有色金属持仓比例保持相对高位 能源金属受基金青睐

2022 年有色金属行业（申万一级）基金持仓市值 2252 亿元，占净值比 0.88%，占



股票投资市值比 3.79%，基本持平 2021 年，排名全行业第 8 位。

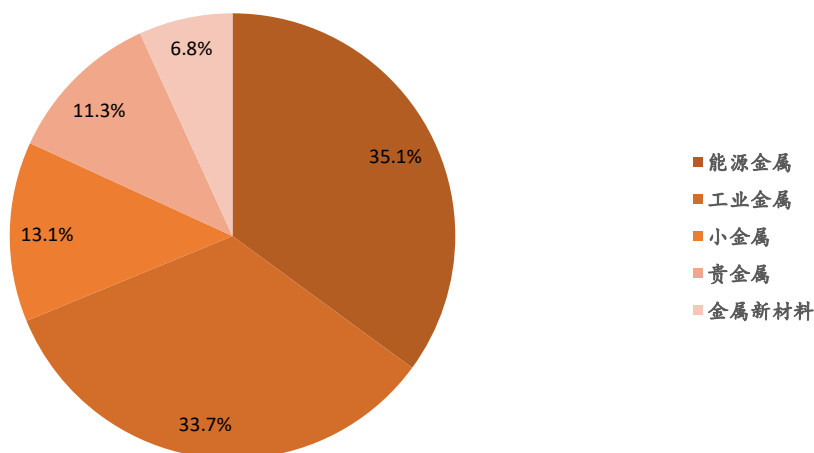
图 10 2022 年基金持仓市值占比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

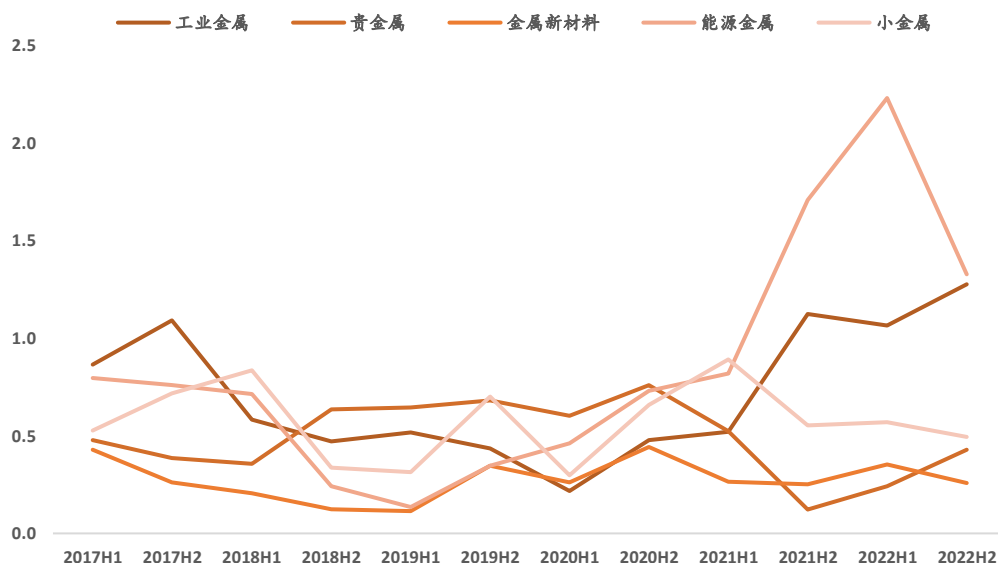
从有色子行业（申万二级）的角度来看，受益于新能源汽车行业持续高景气度，能源金属板块更受基金青睐，占股票投资市值比达 1.33%，占有色金属板块总持仓的 35.1%；工业金属配置占比达 1.28%，占有色金属板块总持仓的 33.7%。

图 11 2022 年有色子行业资金持仓分配



资料来源: Wind, 首创证券

图 12 有色子行业基金持仓变化趋势 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

从个股持仓市值角度来看, 截止 2022 年, 股票型及混合型开放式公募基金对紫金矿业的持仓市值最高, 持仓市值达 136 亿元, 占流通股比例达 6.65%, 持股基金达 288 家; 华友钴业持仓市值次之, 达到 117.6 亿元, 占流通股比例达 13.38%, 持股机构达 153 家。从个股持仓变化角度看, 2022 年 Q4 有 44 只个股获股票型及混合型开放式公募加仓, 41 只个股遭遇基金减持。2022 年 Q4, 基金加仓靠前的公司多为黄金及铝龙头公司, 而基金减仓行业主要为能源金属。

表 2 股票型及混合型开放式公募基金 2022 年报重仓个股统计

十大加仓个股		十大减仓个股		十大重仓股		十大高关注个股		占流通股比例	
公司	季度加仓 (万股)	公司	季度减仓 (万股)	公司	持仓市值 (万元)	公司	持仓基金 家数	公司	%
紫金矿业	38,206	洛阳钼业	-14,110	紫金矿业	1,362,437	紫金矿业	288	图南股份	26.11
铜陵有色	15,457	天齐锂业	-6,413	华友钴业	1,176,231	天齐锂业	155	华峰铝业	22.03
南山铝业	15,404	华友钴业	-5,592	天齐锂业	1,148,678	华友钴业	153	神火股份	15.74
云铝股份	13,448	银泰黄金	-4,488	赣锋锂业	762,863	赣锋锂业	132	赤峰黄金	14.55
中金黄金	7,150	盛新锂能	-3,706	神火股份	525,351	山东黄金	60	永兴材料	14.22
天山铝业	7,146	中矿资源	-3,051	赤峰黄金	436,962	赤峰黄金	59	明泰铝业	14.20
神火股份	5,281	永兴材料	-2,967	永兴材料	356,108	银泰黄金	57	华友钴业	13.38
金钼股份	4,587	厦门钨业	-2,925	银泰黄金	326,218	永兴材料	54	银泰黄金	12.08
西藏珠峰	3,943	明泰铝业	-2,591	融捷股份	283,093	神火股份	53	隆达股份	11.25
山东黄金	3,129	中钨高新	-2,328	中矿资源	263,095	中矿资源	48	融捷股份	11.16

资料来源: Wind, 首创证券

从个股持仓市值角度来看, 2023 年一季度, 股票型及混合型开放式公募基金对紫金矿业的持仓市值最高, 持仓市值达 191.8 亿元, 占流通股比例达 7.54%, 持股基金达 378 家; 华友钴业持仓市值次之, 达到 111.8 亿元, 占流通股比例达 12.86%, 持股机构达 131 家。从个股持仓变化角度看, 2023 年一季度有 59 只个股获股票型及混合型开放式公募加仓, 37 只个股遭遇基金减持。基金加仓靠前的公司多为铜、金、铝行业龙头公司。

表 3 股票型及混合型开放式公募基金 2023 一季报重仓个股统计

十大加仓个股		十大减仓个股		十大重仓股		十大高关注个股		占流通股比例	
公司	季度加仓 (万股)	公司	季度减仓 (万股)	公司	持仓市值 (万元)	公司	持仓基金 家数	公司	%
洛阳钼业	30,186	驰宏锌锗	-10,134	紫金矿业	1,918,078	紫金矿业	378	图南股份	29.24
铜陵有色	17,556	中国宏桥	-7,367	华友钴业	1,117,738	天齐锂业	132	永兴材料	15.45
紫金矿业	16,868	明泰铝业	-6,781	天齐锂业	974,955	华友钴业	131	华峰铝业	15.39
中金黄金	10,749	江特电机	-3,630	赣锋锂业	705,865	赣锋锂业	115	银泰黄金	15.08
中国铝业	10,333	金钼股份	-3,383	神火股份	580,909	山东黄金	95	神火股份	14.69
银泰黄金	7,329	雅化集团	-3,237	银泰黄金	485,686	洛阳钼业	86	赤峰黄金	13.74
南山铝业	6,408	西藏矿业	-2,387	赤峰黄金	415,082	神火股份	82	华友钴业	12.86
山东黄金	5,364	神火股份	-2,334	永兴材料	364,805	中科磁业	80	西部材料	11.11
西部材料	3,584	天华新能	-1,855	洛阳钼业	324,314	银泰黄金	77	中矿资源	9.18
中国铝业	3,190	华峰铝业	-1,846	山东黄金	302,429	中金黄金	75	赣锋锂业	8.80

资料来源: Wind, 首创证券

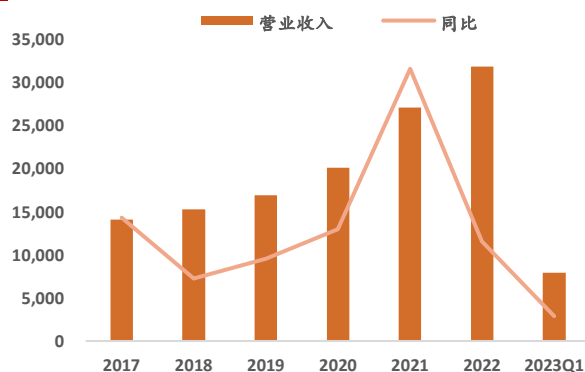
## 2 有色金属行业业绩再创新高 行业盈利能力持续提升

### 2.1 有色金属价格保持高位 行业利润连续三年高增长

在俄乌冲突、欧美央行持续加息、国内房地产疲软、新能源需求高增的背景下，有色金属价格走势分化，工业金属高位剧烈波动，新能源金属价格持续攀升，贵金属价格震荡回落。整体有色金属行业价格处于高位，助力 2022 年有色金属板块实现营业收入 31775.95 亿元，同比增长 13.22%，实现归母净利润 1882.43 亿元，同比增长 54.43%，利润连续三年增长。

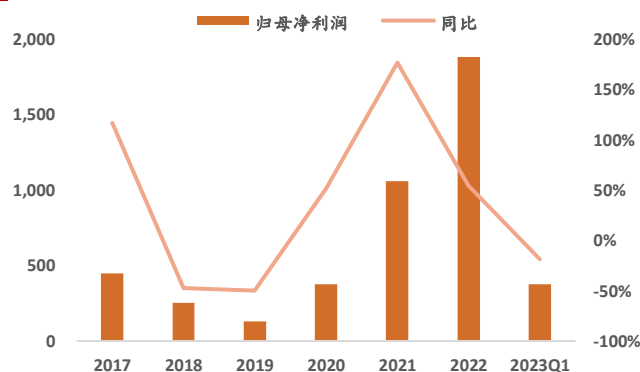
从个股角度来看，2022 年共有 101 家营业收入实现增长，占总数的比例达 74.3%，其中 10 家同比增速超 100%；共 35 家营业收入下滑，所占比例为 25.7%。2022 年共有 80 家公司实现归母净利润正增长，占总数的比例达 58.8%，其中 25 家同比增速超 100%；共 56 家归母净利润同比为负，所占比例为 41.2%。

图 13 申万有色行业营业收入合计（亿元）



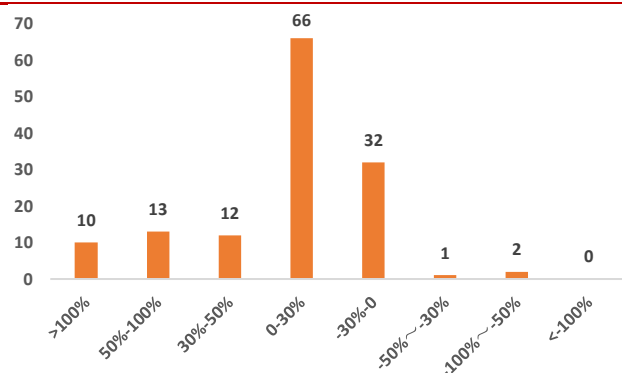
资料来源: Wind, 首创证券

图 14 申万有色行业归母净利润合计（亿元）



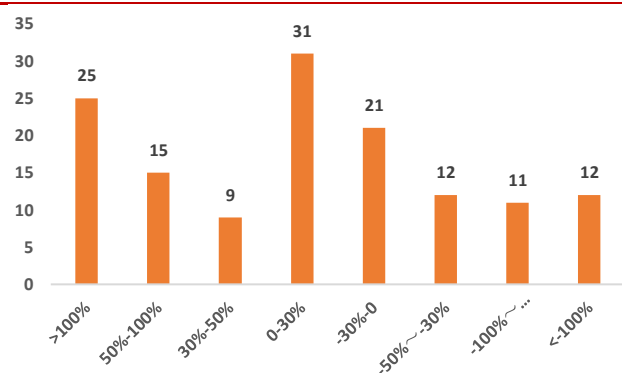
资料来源: Wind, 首创证券

图 15 申万有色行业营业收入分布（家）



资料来源: Wind, 首创证券

图 16 申万有色行业归母净利润分布（家）



资料来源: Wind, 首创证券

表 4 2022 年申万有色二级子行业相关企业利润同比增速统计

	>100%	50%~100%	30%~50%	0~30%	-30%~0	-50%~-30%	-100%~-50%	<-100%
有色金属合计	25	15	9	31	21	12	11	12
工业金属	8	4	4	13	12	7	6	6
贵金属	2	0	0	5	2	0	2	2
能源金属	5	1	2	8	2	3	1	2
小金属	9	0	0	1	0	0	2	1
金属新材料	1	10	3	4	5	2	0	1

资料来源: Wind, 首创证券

## 2.2 2022 年工业金属价格高位剧烈波动 铜、铝板块业绩继续走高

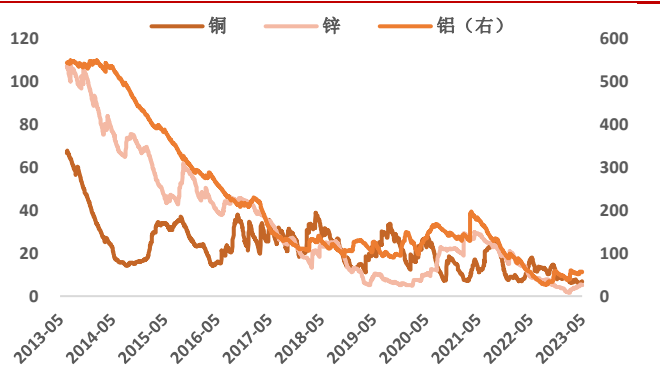
2022 年工业金属价格剧烈波动，整体呈现 N 型走势，供给低增长及全球低库存支持价格重心保持高位。铜矿生产干扰频发，产量不及预期，价格高位运行；铝价因俄乌冲突显著走高后快速回落，后因房地产市场疲软，价格围绕成本线附近波动。欧洲能源危机导致锌冶炼产能大幅减产，提振锌价。2022 年上期所铜活跃合约收盘年均价为 66898 元/吨，同比下跌 2.21%；铝活跃合约收盘年均价为 19916 元/吨，同比上涨 5.15%；锌活跃合约收盘年均价为 24924 元/吨，同比上涨 11.46%。2022 年工业金属板块营业收入达 20795 亿元，同比增长 8.32%，归母净利润 723.64 亿元，同比增长 12.93%。其中，铜板块营收、归母净利润 12994、363 亿元，同比增长 9.77%、15.14%，铝板块营收、归母净利润 6228、320 亿元，同比增长 6.23%、15.23%。

图 17 上期所铜、铝、锌活跃合约收盘价（元/吨）



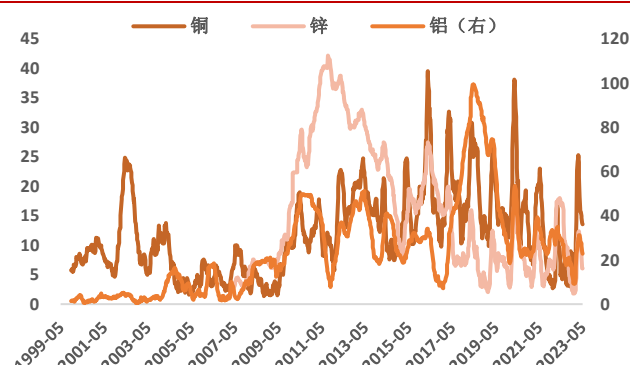
资料来源：Wind，首创证券

图 18 LME 铜锌铝库存（万吨）



资料来源：Wind，首创证券

图 19 SHFE 铜锌铝库存（万吨）



资料来源：Wind，首创证券

表 5 2022 年工业金属板块财务情况

	营业收入（亿元）	同比	归母净利润（亿元）	同比
工业金属	20,795.07	8.32%	723.64	12.93%
铜	12,994.06	9.77%	363.18	15.14%
铝	6,227.85	6.23%	319.56	15.23%
铅锌	1,573.16	4.98%	40.90	-17.73%

资料来源：Wind，首创证券

2023 年一季度工业金属价格整体呈现震荡走势，市场呈现供需双弱，库存季节性回升。秘鲁矿山持续受到社区问题困扰，巴拿马政府与第一量子的分歧造成巴拿马铜矿短暂停止运营，全球第二大铜矿 Grasberg 因洪水而暂时停产，矿山产出不及预期，铜精矿加工费 1-2 月持续走低。铜市场库存虽有回升但仍处于低位，铜价保持高位运行。2023 年一季度上期所铜活跃合约收盘季度均价为 68579 元/吨，环比增长 5.68%；铝活跃合约收盘季度均价为 18562 元/吨，环比下跌 0.65%；锌活跃合约收盘季度均价为 23304

元/吨，同比下降 3.22%。2023 年一季度工业金属板块营业收入达 5213 亿元，同比增长 1.01%，归母净利润 181.46 亿元，同比下滑 15.74%。其中，铜板块营收、归母净利润 3404、98.57 亿元，同比增长 9.51%、-5.01%，铝板块营收、归母净利润 13678、68.96 亿元，同比-16.61%、-28.52%。

表 6 2023 年 Q1 工业金属板块财务情况

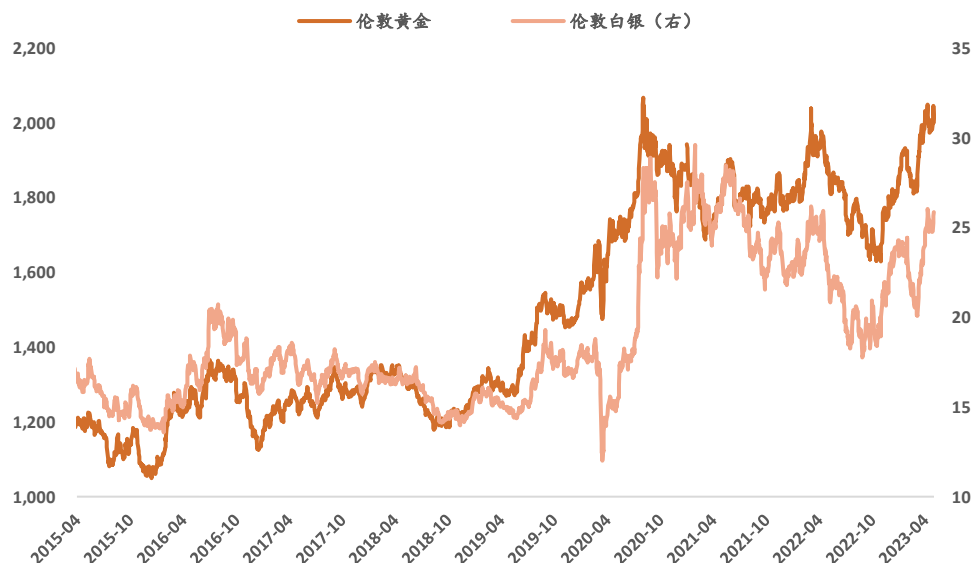
	营业收入（亿元）	同比	归母净利润（亿元）	同比
工业金属	5,212.96	1.01%	181.46	-15.74%
铜	3,404.29	9.51%	98.57	-5.01%
铝	1,367.23	-16.61%	68.96	-28.52%
铅锌	441.44	5.82%	13.93	-6.77%

资料来源：Wind，首创证券

## 2.3 2022 年山东复产黄金板块业绩回升 23Q1 金价走高

2022 年金价呈现高位先扬后抑走势，伦敦现货黄金均价微增 0.08%，白银走势方向与黄金基本相符但表现弱于黄金，下跌 13.55%。由于山东地区停产产能复产，贵金属板块盈利改善，2022 年实现营业收入 2916 亿元，同比增长 18.16%，实现归母净利润 57.24 亿元，同比增长 27.14%。

图 20 伦敦金银现货价格（美元/盎司）



资料来源：Wind，首创证券

表 7 2022 年贵金属板块财务情况

	营业收入（亿元）	同比	归母净利润（亿元）	同比
贵金属	2,916.23	18.16%	57.24	27.14%
黄金	2,003.94	16.12%	58.58	33.17%

资料来源：Wind，首创证券

2023 年一季度黄金价格快速拉升，伦敦现货黄金季度均价上涨 9.35%，伦敦现货白银季度均价上涨 6.52%。2023 年一季度贵金属板块实现营业收入 760.9 亿元，同比增长 8.05%，实现归母净利润 15.13 亿元，同比微跌 0.23%。



表 8 2023 年一季度贵金属板块财务情况

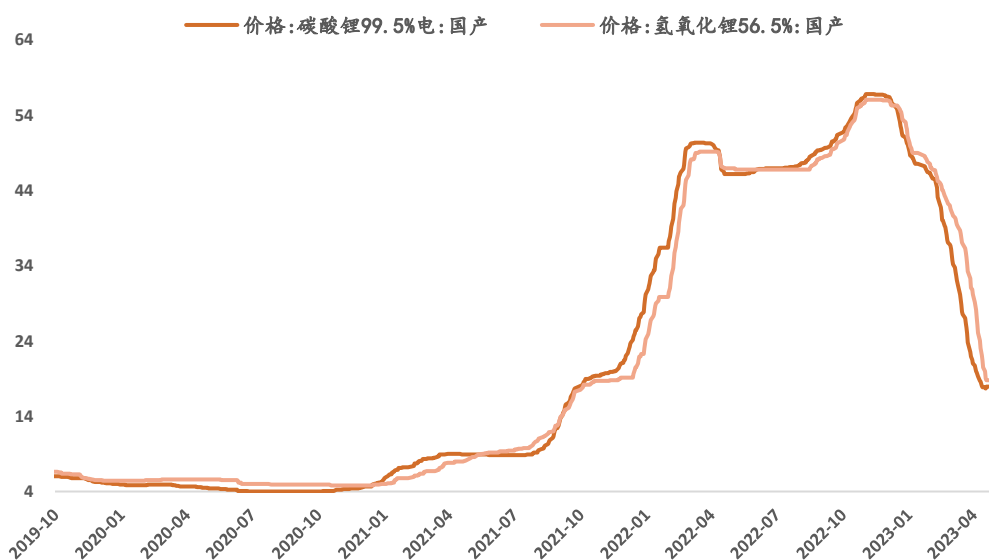
	营业收入（亿元）	同比	归母净利润（亿元）	同比
贵金属	760.90	8.05%	15.13	-0.23%
黄金	539.90	10.39%	15.86	6.94%

资料来源：Wind，首创证券

## 2.4 22 年能源金属价格强势上涨 板块业绩持续释放

2022 年在动力电池、储能等领域的带动下，能源金属需求维持高景气，而锂由于供给端短期内无法放量，供需错配仍然存在，锂价格持续强势。2022 年，电池级碳酸锂、工业级氢氧化锂均价分别达 482448 元/吨、468911 元/吨，同比增长 296.97%、310.09%。国内相关企业加快国内外锂矿资源布局、开发，多家企业呈现量价齐升，利润丰厚。2022 年能源金属板块营业收入为 2514.28 亿元，同比增长 76.92%，归母净利润为 774.87 亿元，同比增长 295.69%。

图 21 99.5%碳酸锂及 56.5%氢氧化锂价格（万元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

2023 年一季度，新能源车销量增速下滑，而市场预期锂供给将在年内转向小幅过剩局面，锂盐价格高位快速回落。电池级碳酸锂、工业级氢氧化锂一季度均价分别达 402843 元/吨、442458 元/吨，环比下降 27.04%、19.27%。2023 年一季度能源金属板块营业收入为 620.9 亿元，同比增长 44.32%，归母净利润为 113.5 亿元，同比下滑 13.94%。

表 9 2022 年 2023 年一季度能源金属板块财务情况

能源金属	营业收入（亿元）	同比	归母净利润（亿元）	同比
2022 年	2,514.28	76.92%	774.87	295.69%
2023Q1	620.88	44.32%	113.53	-13.94%

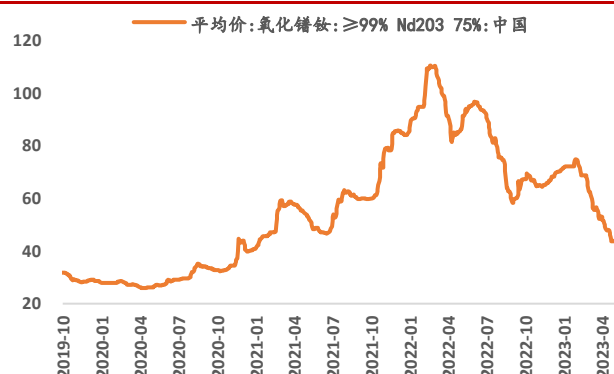
资料来源：Wind，首创证券

## 2.5 稀土及镁价高位回落 钨价快速拉升

2022 年小金属板块业绩延续增长态势，实现营业收入 4644 亿元，同比增长 12.69%，归母净利润 262 亿元，同比增长 24.46%。因过去几年钨价低迷，供给收缩，导致供不应求，钨铁价格大幅攀升，金钨股份 2022 年归母净利润增长 169.76%。因海外需求疲软，镁价 2022 年高位持续回落，并一度跌至炼镁企业平均成本线，企业盈利呈现前高后低走势。2022 年稀土价格高位回落，稀土开采、冶炼分离总量控制指标充足，尽管下游磁

材需求保持旺盛，仍未阻挡稀土价格下跌。

图 22 氧化镨钕价格（万元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

图 23 金属镁价格（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

图 24 黑钨精矿价格（万元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

图 25 60%钼铁价格（万元/基吨）



资料来源：Wind，首创证券

表 10 2022 年稀土及小金属板块财务情况

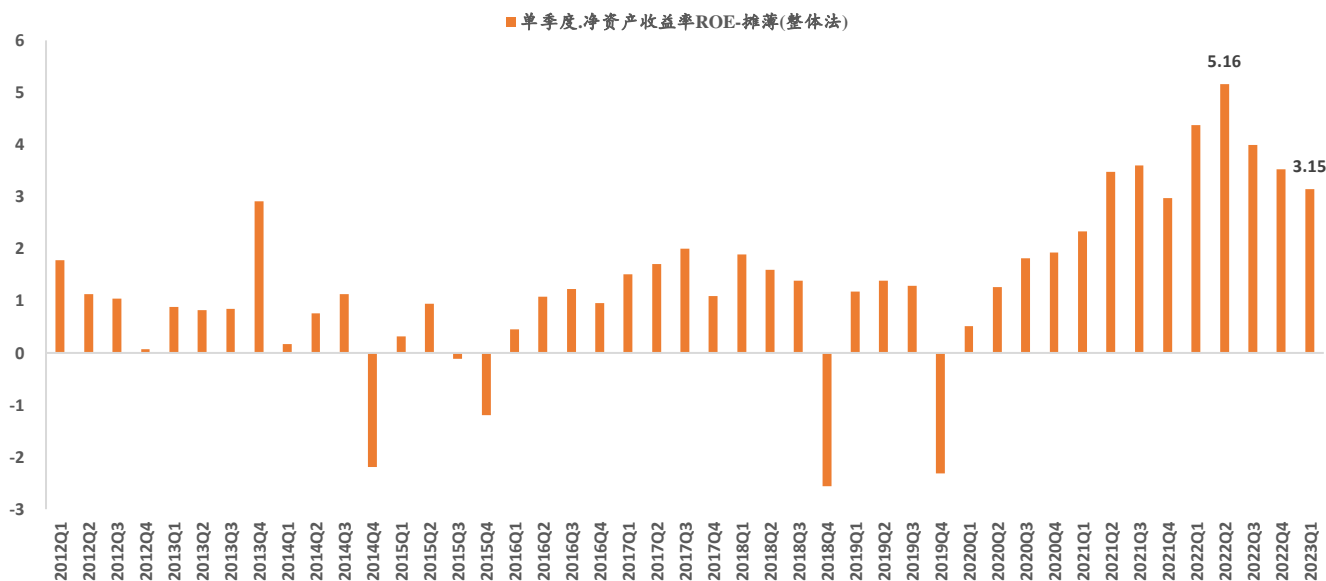
		营业收入（亿元）	同比	归母净利润（亿元）	同比
2022 年	小金属	4,644.41	12.65%	262.28	24.46%
	金属新材料	905.96	36.10%	64.41	39.98%
	其中，磁性材料	604.10	48.87%	51.81	42.09%
2023 Q1	小金属	1,130.17	-2.35%	48.41	-42.42%
	金属新材料	215.17	4.41%	16.19	11.81%
	其中，磁性材料	137.19	6.31%	12.48	13.85%

资料来源：Wind，首创证券

## 2.6 销售利润率持续提升 行业整体 ROE 再创新高

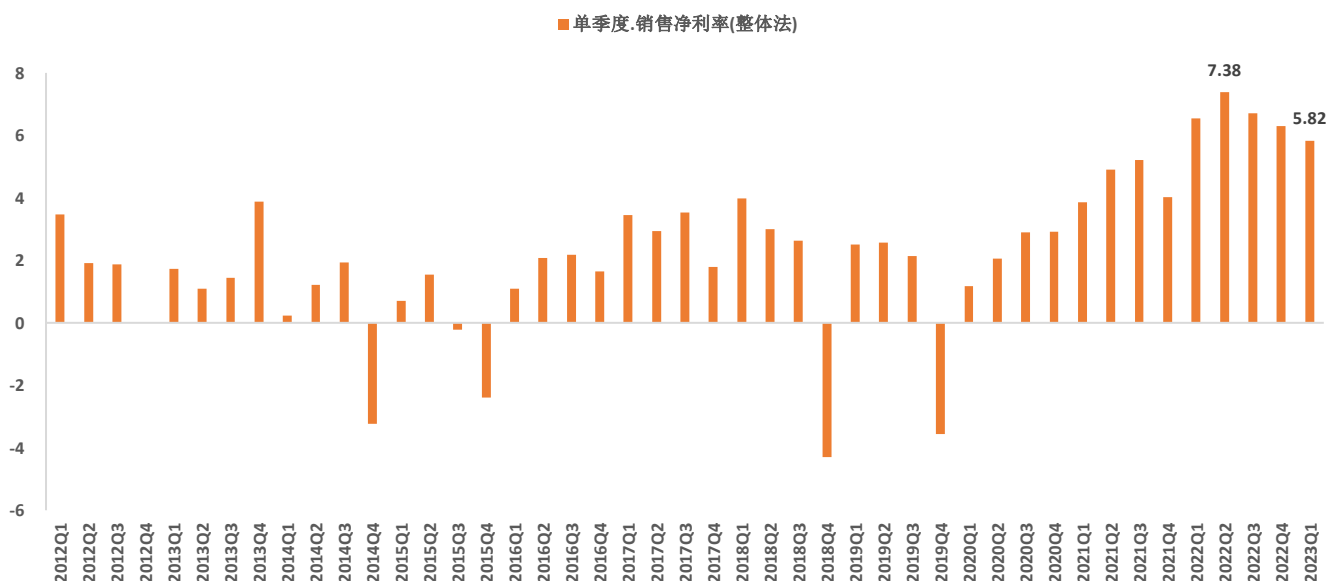
2022 年有色金属行业整体 ROE 创十余年来新高，盈利能力持续提升。2022 年有色金属行业整体 ROE 为 11.94%，同比上涨 6.59 个百分点，创十余年新高。从单季度来看，二季度行业整体 ROE 为 5.16%，为近 10 余年单季度最好水平。2023 年一季度有色行业整体 ROE 为 3.15%。

图 26 2012-2023Q1 有色金属行业单季度整体 ROE 情况 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

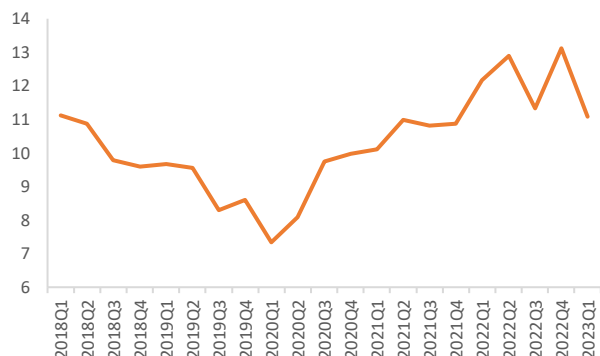
图 27 2012-2023Q1 有色金属行业单季度销售净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

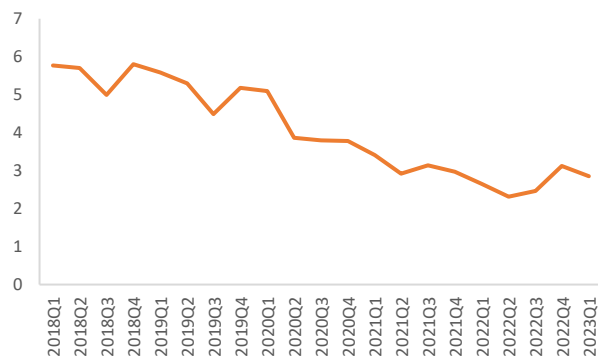
销售毛利率保持高位, 销售+财务+管理费用率趋势性下降。2022 年有色金属价格保持高位, 行业销售毛利率继续保持高位, 同时, 企业加强费用的控制, 2018 年以来销售+财务+管理费用率整体趋势性下降。

图 28 有色金属行业销售毛利率 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

图 29 有色金属行业销售+财务+管理费用率 (%)

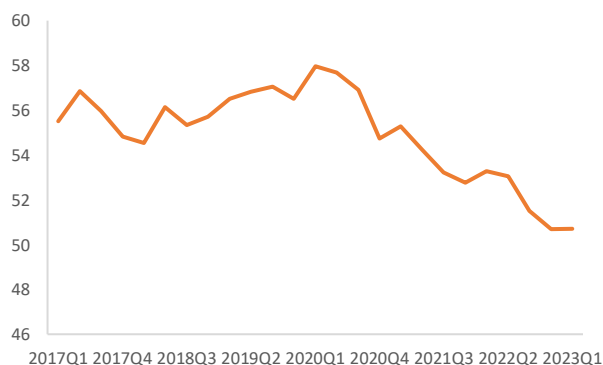


资料来源: Wind, 首创证券

## 2.7 行业资产负债率震荡下滑 经营性现金流改善

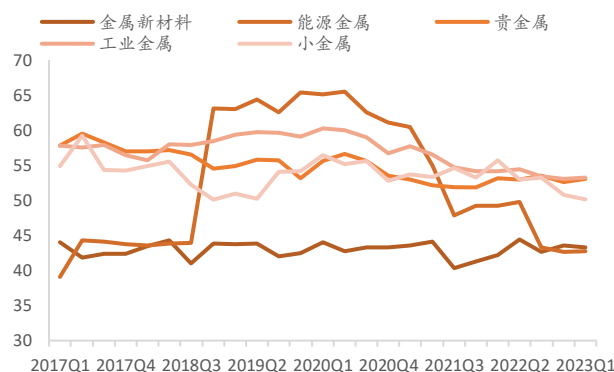
2020 年以来有色行业整体资产负债率下滑, 其中能源金属子行业资产负债率下降显著。截止 2023 年一季度, 有色行业资产负债率为 50.72%, 整体处于良性区间。存货周转天数自 2019 年以来连续三年回落, 2022 年小幅上升至 49.8 天。

图 30 有色金属行业整体资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

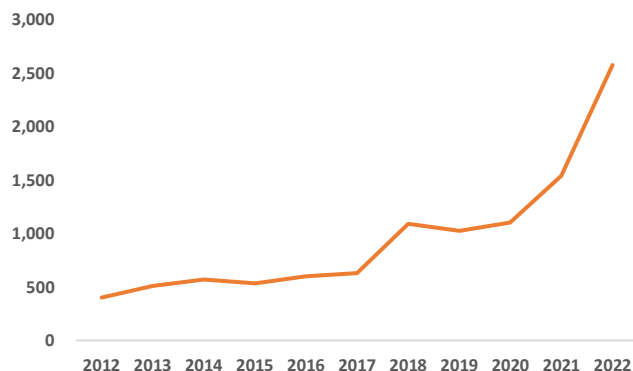
图 31 有色金属子行业资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

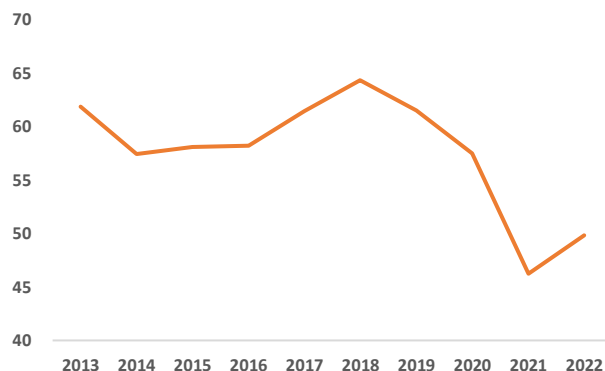
2022 年有色金属行业整体经营性现金流情况同比改善明显, 经营性现金流净额达 2572.5 亿元, 同比增长 67.09%。

图 32 有色金属行业经营活动产生的现金流净额 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

图 33 有色金属行业存货周转天数



资料来源: Wind, 首创证券

## 2.8 行业估值处于历史低位

2021 年以来有色金属行业估值水平震荡下行，截止 2023 年 4 月有色金属行业 PE 在 2010 年以来 10%分位线以下，PB 在 2010 年以来 20%分位线附近。

图 39 2010 年以来有色金属板块 PE 走势



资料来源：Wind，首创证券

图 40 2010 年以来有色金属板块 PB 走势



资料来源：Wind，首创证券

## 3 风险提示

**金属价格大幅下跌：**有色金属行业整体盈利能力与金属价格高度正相关，若金属价格大幅下跌，盈利水平将下降。

**下游需求疲软：**欧美央行持续加息后，市场对全球经济走弱预期强化，若经济不佳导致下游需求疲软，则可能造成企业订单不足，利润下滑。

**地缘政治冲突爆发：**地缘政治冲突爆发后，市场往往避险风险偏好升高，利好贵金属板块表现，但不利于工业金属等其他板块表现。

## 分析师简介

吴轩，金融硕士，曾就职于长城证券。2021 年 12 月加入首创证券，负责有色金属板块研究。

刘崇娜，有色行业研究助理，FRM，2022 年 5 月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级		说明
	股票投资评级		
投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	买入		相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持		相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性		相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持		相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级		
	看好		行业超越整体市场表现
	中性		行业与整体市场表现基本持平
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	看淡		行业弱于整体市场表现