

## 有色金属行业 2020 年报&2021 年一季报业绩回顾：

### 行业盈利爆发式增长，业绩增速仍有上行空间

#### 核心观点：

- **有色金属行业上市公司 2021Q1 营业收入同比增长 48.39%，归属于母公司股东净利润同比增长 352.22%。**2021 年一季度在国内与欧美开始大规模疫苗、美国推出新一轮 1.9 万亿财政刺激，全球经济复苏与通胀归来预期再度升温，刺激有色金价格在高位基础上进一步上涨，有色金属行业业绩全面释放，再叠加去年一季度在疫情影响下的低基数效应，使 2021Q1 有色金属行业业绩增速继续上行。有色金属行业上市公司 2021Q1 营业收入同比增长 48.39%，业绩同比增长 352.22%。考虑到铜、铝、锂、锌等有色金属价格在二季度仍在继续上涨创出新高，以及二季度处于有色金属下游需求旺季有色金属企业产销两旺，叠加去年二季度有色金属价格的低基数，2020Q2 有色金属行业业绩增速有望进一步走高。
- **有色金属行业整体 ROE 继续环比上行。**有色金属行业整体 ROE 连续 3 个季度提升。2021Q1 有色金属行业整体 ROE 水平继续环比提升 0.15 个百分点至 1.98%。从杜邦分析的结果来看，有色金属行业整体 ROE 从 2020Q4 的 1.83% 上升到 2021Q1 的 1.98%，环比提高 0.15 个百分点。其中，销售利润率从 2.93% 提高到 3.08%，影响 ROE 为 0.09 个百分点，资产周转率从 0.27 提升到 0.29，影响 ROE 为 0.09 个百分点，成为 ROE 提升的最核心因素。而有色金属行业整体资产周转率从 2020 年四季度的 2.28 下降到 2021 年一季度的 2.24，拖累 ROE 下降 0.03%。
- **有色金属行业整体估值低于历史中枢。**在有色金属价格持续上涨的驱动下，有色金属行业上市公司业绩在 2021Q1 大幅释放。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 27.06x，市净率为 2.92x，远低于 2010 年以来有色金属行业 42.71x 的市盈率与 3.14x 的市净率估值中枢附近。
- **投资策略：**2021Q1 在国内与欧美开始大规模疫苗、美国推出新一轮 1.9 万亿财政刺激，全球经济复苏与通胀归来预期再度升温，刺激有色金价格大幅上涨，有色金属行业业绩全面释放，再叠加去年一季度在疫情影响下的低基数效应，使 2021Q1 有色金属行业业绩增速爆发式上行。而二季度全球流动性拐点未至，有色金属进入下游需求旺季消费边际改善，而印度、南美等有色金属矿产地疫情恶化、中澳战略经济对话无限期暂停等一系列突发事件打击全球有色金属供应链体系，使供需矛盾更为突出，或将驱动有色金属价格在高位上继续上涨。伦铜等金属价格创历史新高以及二季度供需销两旺，2021Q2 有色金属行业业绩增速较仍有进一步上行空间。我们看好二季度有色金属行业在业绩增速继续上行的推动下有超额收益的表现，推荐 Q2 业绩还将大幅增长的行业龙头紫金矿业、西部矿业、洛阳钼业、云铝股份、神火股份、天山铝业、中国铝业、赣锋锂业、融捷股份、盛新锂能。

## 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

#### 相关研究

## 目 录

一、有色金属行业 2020 年年报及 2021 年一季报业绩概览.....	2
(一) 有色金属行业业绩全面释放，业绩增速持续爆发似增长.....	2
(二) 净利润增速分布呈现向头部集中趋势，行业业绩加速增长.....	2
二、有色金属行业 2020 年年报&2021 年一季报业绩分析：ROE 环比持续提升，库存周转天数处于低位.....	4
(一) 有色金属行业整体净利润同比大幅增长，增速持续走高.....	4
(二) 有色金属行业整体 ROE 水平持续提升.....	6
(三) 销售利润率与资产周转率提升是 ROE 环比上行的主要原因.....	7
(四) 三项费用率的下降是销售利润率上行的主要因素.....	8
(五) 有色金属价格上涨造成 2021Q1 毛利率提升.....	8
(六) 行业存货周转天数环比下行.....	10
(七) 行业现金流状况恶化.....	11
(八) 估值处于历史平均水平.....	13
三、投资策略.....	13
四、风险提示.....	14

## 一、有色金属行业 2020 年年报及 2021 年一季报业绩概览

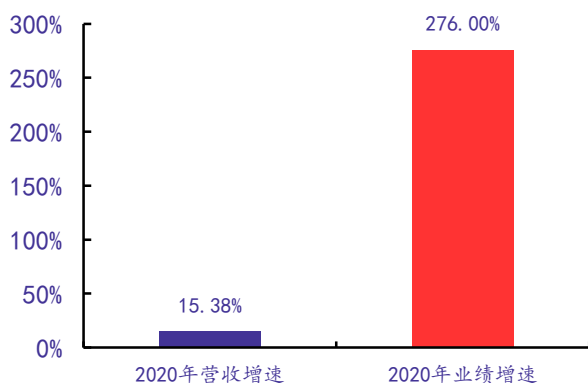
### (一) 有色金属行业业绩全面释放，业绩增速持续爆发似增长

有色金属行业上市公司 2020 年营业收入同比增长 15.38%，归属于母公司股东净利润同比增长 276%；2021Q1 营业收入同比增长 48.39%，归属于母公司股东净利润同比增长 352.22%。我们将 2020 年前上市的，有色金属一级行业中的共 119 家上市公司，作为一个整体进行测算。尽管受疫情影响 2020 年上半年有色金属行业业绩有所下滑，但各国推出史无前例的财政政策与货币政策刺激经济，随着国内疫情得到有效控制、有色金属行业下游需求恢复、有色金属企业生产恢复，叠加超额的流动性支撑下，有色金属行业景气度逐步回升，有色金属价格从底部快速反弹并超出疫情前水平，令有色金属行业上市公司业绩大幅改善。尤其 2020Q4 在疫苗研发取得突破性进展的情况下全球经济复苏预期抬升催化了有色金属价格继续上涨，有色金属企业的盈利能力得到持续强化，并一举扭转了上半年的业绩颓势，使 2020 年全年有色金属行业上市公司的业绩增速大幅增长。具体来看，有色金属行业 2020 年营业收入同比增长 15.38%，业绩同比增长 276%；有色金属行业 2020Q4 单季度营业收入同比增长 19.71%，业绩同比增长 193.15%。

而 2021 年一季度在国内与欧美开始大规模疫苗、美国推出新一轮 1.9 万亿财政刺激，全球经济复苏与通胀归来预期再度升温，刺激有色金属价格在高位基础上进一步上涨，有色金属行业业绩全面释放，再叠加去年一季度在疫情影响下的低基数效应，使 2021Q1 有色金属行业业绩增速继续上行。有色金属行业上市公司 2021Q1 营业收入同比增长 48.39%，业绩同比增长 352.22%。

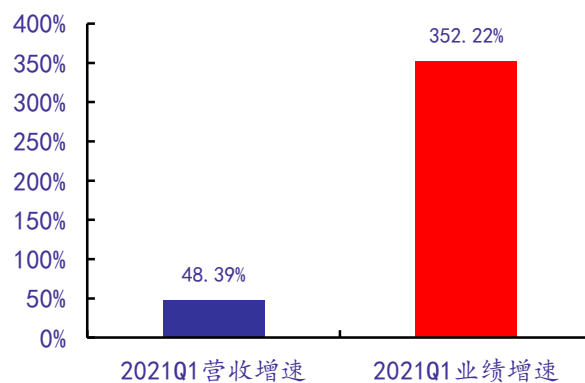
考虑到铜、铝、锂、锌等有色金属价格在二季度仍在继续上涨创出新高，以及二季度处于有色金属下游需求旺季有色金属企业产销两旺，叠加去年二季度有色金属价格的低基数，2020Q2 有色金属行业业绩增速有望进一步走高。

图 1：2020 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 2：2021Q1 有色金属行业营业收入增速与业绩增速



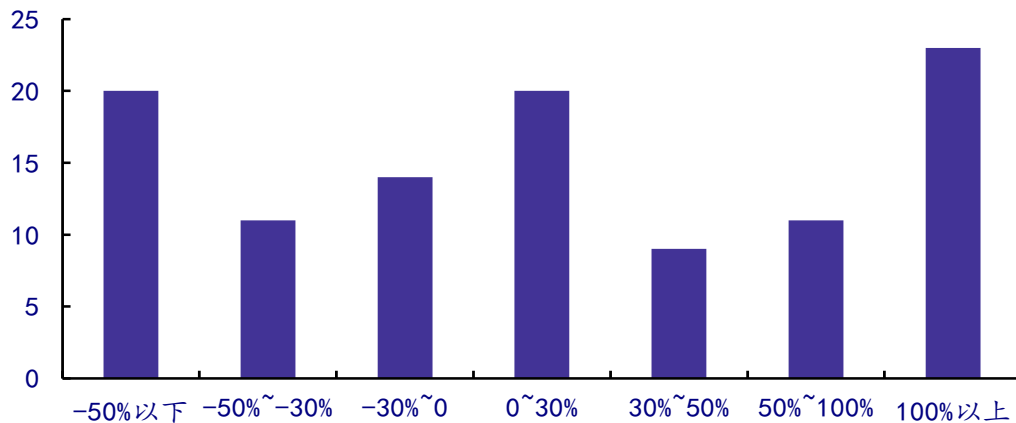
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### (二) 净利润增速分布呈现向头部集中趋势，行业业绩加速增长

有色金属行业上市公司 2020 年超半数上市公司业绩出现同比增长。整体来看，2020 年有色金属行业上市公司的业绩呈现明显的增长趋势，且有一定数量上市公司业绩出现大幅增长。2020 年业绩增长超过 100% 以上的有色金属上市公司共有 23 家，占总数比例为 21.30%，是占比最多的一个区间。2020 年业绩同比上升的上市公司数量为 63 家，占总数比例为 58.33%；

同期业绩增速在 30% 以上的公司共有 43 家，占总数的 39.41%。而有色金属上市公司同比业绩大幅下滑，增速在 -50% 以下的公司有 20 家，占比 18.52%。

图 3：有色金属行业上市公司 2020 年业绩增速分布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

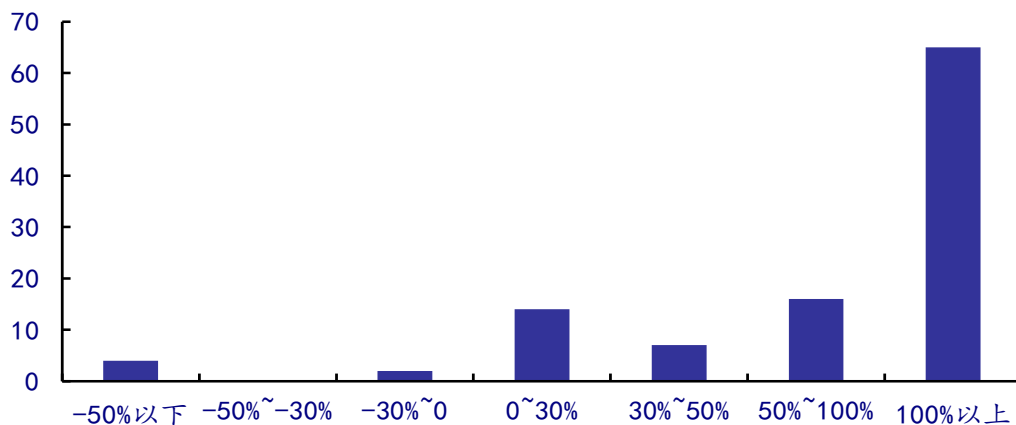
表 1：超过一半以上有色金属行业上市公司 2020 年业绩同比增长

业绩增幅	-50%以下	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	20	11	14	20	9	11	23
占比	18.52%	10.19%	12.19%	18.52%	8.33%	10.19%	21.30%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2021Q1 有色金属行业上市公司业绩分布总体仍呈现增速上行态势，且分布区域向头部集中，显示业绩增长速度加快。2021Q1 有色金属行业上市公司业绩增长幅度超过 100% 的公司是分布占比最大的区域，共有 65 家，占总数的 60.19%；而业绩增速在 50%-100% 区间的公司共有 16 家，占总数的 14.81%。2021Q1 有色金属行业上市公司有四分之三的企业业绩分布都出现在高增长区域，即业绩增速在 50% 以上，体现一季度在行业高景气与低基数效应下绝大多数的有色金属上市公司取得了业绩高增长。2021Q1 业绩同比下滑的上市公司数量缩小至 6 家，占总体的比例为 5.56%。

图 4：有色金属行业上市公司 2021Q1 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 2021Q1 业绩同比分布占比**

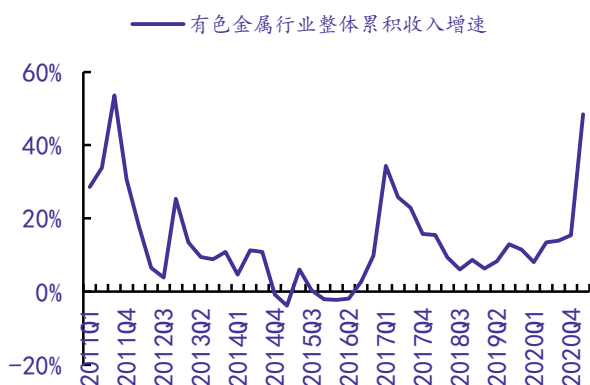
业绩增幅	-50%以下	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	4	0	2	14	7	16	65
占比	3.70%	0%	1.85%	12.96%	6.48%	14.81%	60.19%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

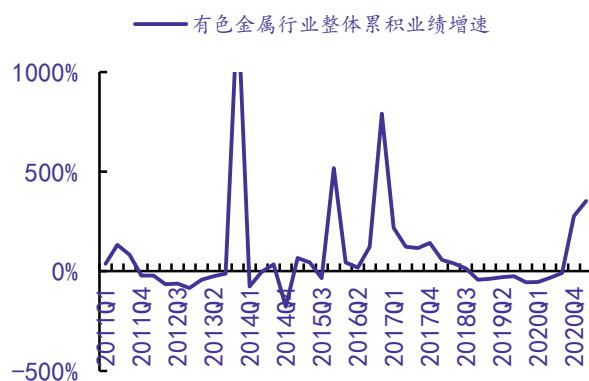
## 二、有色金属行业 2020 年年报&2021 年一季报业绩分析： ROE 环比持续提升，库存周转天数处于低位

### （一）有色金属行业整体净利润同比大幅增长，增速持续走高

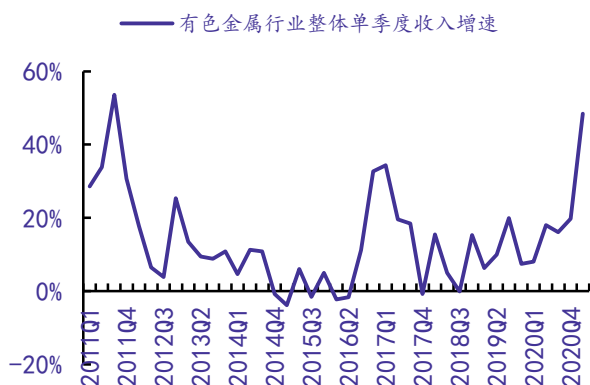
2020 年&2021Q1 有色金属行业整体净利润同比大幅增长，且增速持续上行。有色金属行业上市公司 2020 年年报营业收入同比增长 15.38%，归属于母公司股东净利润增速同比增长 276%。而 2021 年一季报有色金属行业收入同比增速为 48.39%，归属于母公司净利润增速为 352.22%。综合来看，疫情后在经济逐步复苏与充裕流动性的支撑下，有色金属下游需求恢复，有色金属价格从底部反弹持续上涨走高，驱动了有色金属行业上市公司业绩不断增长，再叠加低基数效应，使有色金属行业整体业绩增速在 2020Q4 与 2021Q1 持续提升，且斜率走高。

**图 5：有色金属行业整体累计收入增速**


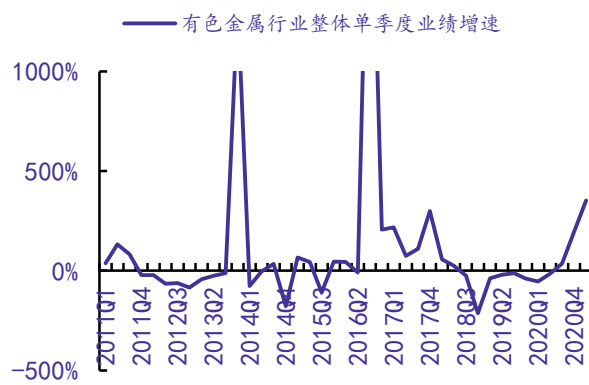
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**图 6：有色金属行业整体累计业绩增速**


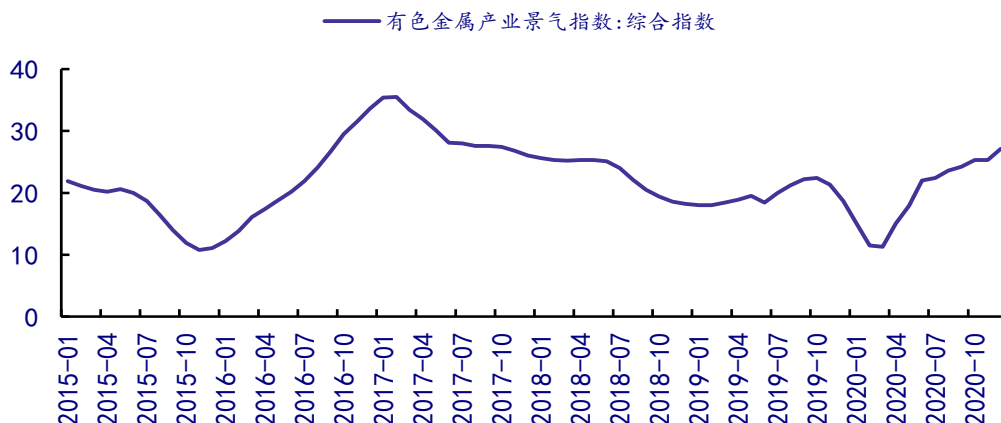
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**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，稀土行业业绩改善明显，铜、铝、锂行业业绩增速持续大幅上行。在超额流动性、经济复苏与产铜国受困于疫情影响下，铜价自 2020Q2 反弹以来持续上涨，2020Q3-2021Q1 国内铜现货均价分别达到 51490、64636、62869 元/吨，支撑铜行业上市公司业绩增长，而目前 LME 铜价已创历史新高，国内铜价已至 77050 元/吨，有望驱动铜行业 Q3 业绩进一步释放。在经济复苏提振铝下游需求与碳中和战略限制供应端的助力下，铝价不断走高，2021Q1 国内铝现货均价上涨至 16249 元/吨，同环比上涨 22.3%、3.10%；而氧化铝相对于电解铝的供应过剩限制了成本端的上涨，2021Q1 国内电解铝行业平均利润达到 2804 元/吨，较去年同比增长 4242%，目前国内电解铝行业平均利润已在 4000 元/吨以上，预计 2021Q2 铝行业业绩增速仍将上行。2020 年下半年随着国内经济的复苏，新能源汽车产量激增下锂下游需求旺盛，锂盐供需紧张。而在产业链锂盐低库存，以及未来新能源汽车拉动锂需求大幅增长与明年锂资源新增有效产量较少的预期下，进一步刺激了锂价的上涨，国内工业级碳酸锂价格与电池级碳酸锂价格分别从去年 7 月初低点的 3.38、3.95 万元/吨上涨至目前的 8.30、8.95 万元/吨，驱动锂行业上市公司业绩增长。

**表 3：有色金属行业累计收入增速与累计净利润增速**

行业	单季度营业收入增速			单季度净利润增速		
	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2020Q3	2020Q4	2021Q1
有色金属行业整体	16.01%	19.72%	48.44%	35.59%	183.30%	349.64%
工业金属	16.20%	14.26%	52.15%	7.34%	281.32%	304.84%
铝	1.70%	21.59%	40.68%	-35.91%	185.30%	419.06%
铜	23.47%	11.40%	57.85%	46.73%	86.13%	296.92%
铅锌	10.92%	18.86%	37.26%	63.28%	-913.78%	179.77%
黄金	18.25%	68.81%	6.25%	113.36%	74.54%	-24.88%
稀有金属	11.58%	33.94%	47.36%	125.97%	139.37%	1154.03%
稀土	23.75%	71.53%	48.07%	-7.41%	27736.97%	611.11%
钨	18.64%	33.39%	69.21%	614.88%	596.53%	387.49%
锂	-21.82%	12.37%	22.65%	-239.61%	99.40%	146.34%
钴	22.20%	29.52%	51.15%	354.55%	703.79%	265.64%
其他稀有小金属	6.51%	23.02%	41.99%	57.95%	156.26%	321.25%
金属非金属新材料	14.52%	25.26%	73.35%	-15.87%	4.58%	162.32%
金属新材料	22.83%	26.39%	89.42%	-48.37%	-53.92%	160.31%

磁性材料	20.26%	23.77%	69.81%	76.04%	42.97%	100.56%
非金属新材料	1.47%	24.53%	54.58%	-13.59%	15490.56%	229.14%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 有色金属行业整体 ROE 水平持续提升

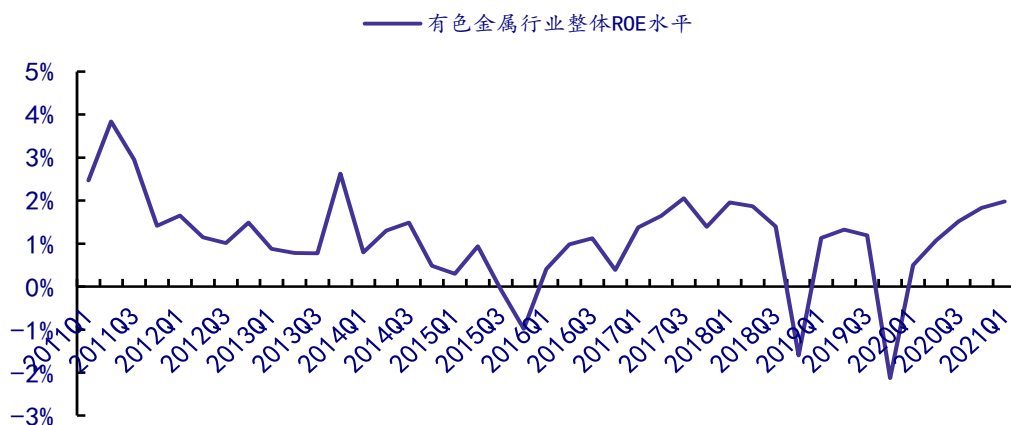
有色金属行业整体 ROE 继续环比上行。从 ROE 的绝对水平来看, 有色金属行业整体的 ROE 在 2015Q4 后持续上行并在 2017 年三季度达到 2.05% 的水平, 创下 2014Q1 以来的新高。此后, 有色金属行业 ROE 开始从高位震荡到持续下滑。2019Q4 有色金属行业整体 ROE 水平环比下滑 3.3 个百分点至 -2.11%, 创下 2011 年以来的新低。2020Q2 有色金属行业整体 ROE 水平在国内渡过疫情最困难阶段行业景气度改善下出现反弹, 而此后有色金属行业整体 ROE 连续 3 个季度提升。2021Q1 有色金属行业整体 ROE 水平继续环比提升 0.15 个百分点至 1.98%。子行业来看, 铅锌、稀土、锂板块的 ROE 水平在 2021Q1 有较大幅度的环比提升。

表 4: 有色金属行业 ROE 水平

	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
<b>有色金属行业整体</b>	-2.13%	0.50%	1.07%	1.51%	1.83%	1.98%
<b>工业金属</b>	-1.36%	0.58%	1.06%	1.75%	1.66%	2.10%
铝	-4.10%	0.44%	0.44%	1.18%	3.39%	2.01%
铜	0.46%	0.61%	1.48%	2.11%	1.43%	2.13%
铅锌	0.22%	0.79%	1.10%	1.76%	-1.74%	2.17%
<b>黄金</b>	-1.08%	0.88%	2.06%	1.85%	1.33%	0.68%
<b>稀有金属</b>	-8.99%	-0.28%	0.13%	0.21%	3.31%	2.46%
稀土	-0.01%	0.76%	1.66%	1.15%	2.68%	4.53%
钨	0.32%	0.51%	1.21%	1.49%	2.11%	2.27%
锂	-33.49%	-2.92%	-0.29%	-1.25%	-0.18%	1.07%
钴	0.69%	1.71%	1.58%	2.94%	4.03%	3.78%
其他稀有小金属	-9.51%	-0.67%	-1.47%	-1.26%	5.67%	1.36%
<b>金属非金属新材料</b>	1.39%	0.72%	1.52%	1.52%	1.31%	1.67%
金属新材料	3.11%	0.78%	1.08%	1.03%	1.24%	1.72%
磁性材料	0.91%	0.83%	1.87%	1.74%	1.23%	1.55%
非金属新材料	0.01%	0.58%	1.74%	1.88%	1.46%	1.71%

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) 销售利润率与资产周转率提升是 ROE 环比上行的主要原因

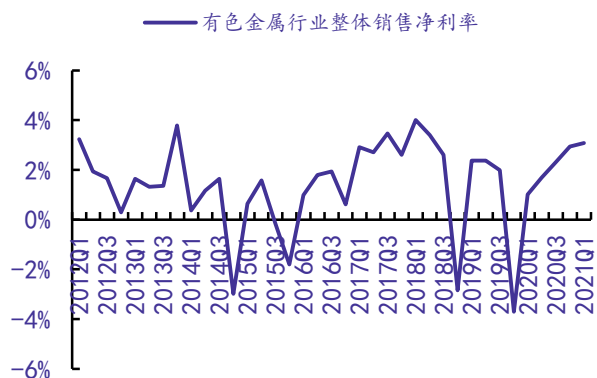
2021Q1 有色金属行业整体 ROE 环比上升主要是由于销售利润率与资产周转率提升所致。从杜邦分析的结果来看,有色金属行业整体 ROE 从 2020Q4 的 1.83% 上升到 2021Q1 的 1.98%, 环比提高 0.15 个百分点。其中,销售利润率从 2.93% 提高到 3.08%, 影响 ROE 为 0.09 个百分点, 资产周转率从 0.27 提升到 0.29, 影响 ROE 为 0.09 个百分点, 成为 ROE 提升的最核心因素。而有色金属行业整体资产周转率从 2020 年四季度的 2.28 下降到 2021 年一季度的 2.24, 拖累 ROE 下降 0.03%。

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
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

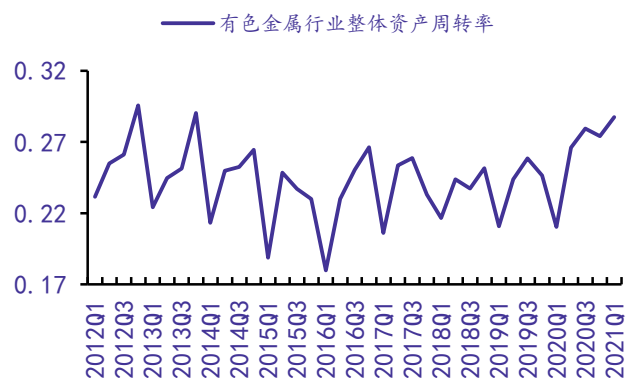
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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



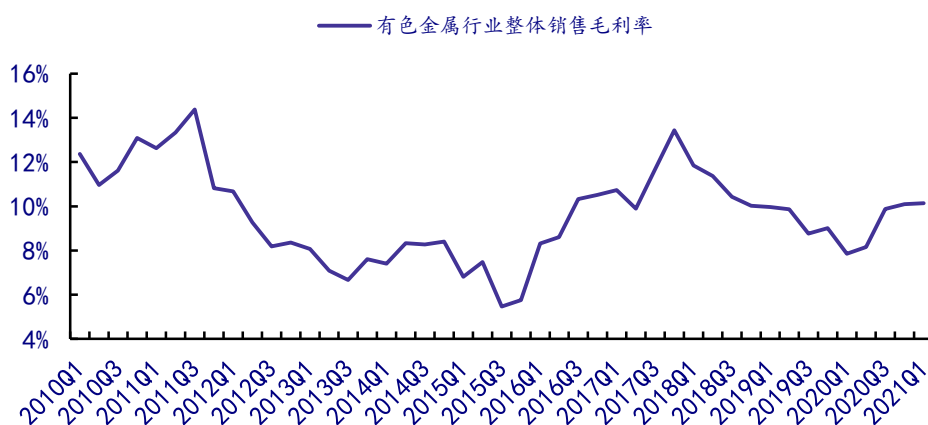
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



#### (四) 三项费用率的下降是销售利润率上行的主要因素

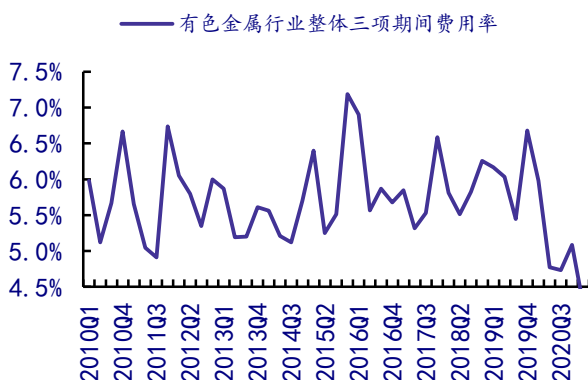
尽管 2021Q1 有色金属行业其他费用率环比有所上升，但三项期间费用率大幅缩减，促使 2021Q1 行业销售利润率上行。2021Q1 有色金属行业的整体毛利率是 10.14%，环比上行 0.04 个百分点；三项费用率为 4.25%，环比下降 0.83%；其他费用率 2.82%，环比上升 0.74%。由此可见，虽然有色金属上市公司其他费用率在 2021Q1 有所上行，但三费开支的大幅下降与销售毛利率的小幅提升，驱动了有色金属行业销售利润率在 2021 年一季度的上升。而 2021 年一季度 4.25% 的三项费用率更是创下了 2010 年以来单季度的最低记录。

图 13：有色金属行业整体销售毛利率下降



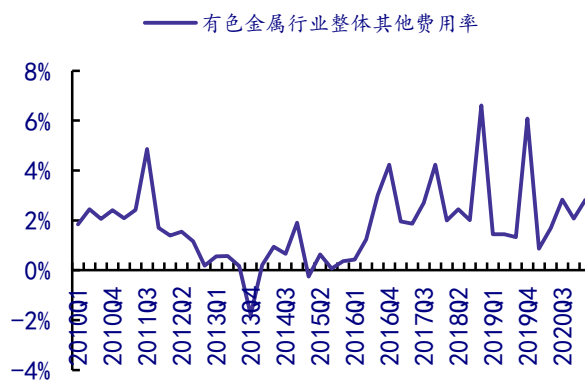
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14：有色金属行业整体三项期间费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 15：有色金属行业整体其他费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

#### (五) 有色金属价格上涨造成 2021Q1 毛利率提升

有色金属企业毛利率在 2021Q1 的上升主要是由于有色金属价格的上涨所引发的。有色金属企业 2021Q1 毛利率为 10.14%，较 2020Q4 环比上行 0.04 个百分点。行业毛利率水平的提升，

主要是由于国内与欧美开始大规模疫苗、美国推出新一轮 1.9 万亿财政刺激、市场流动性宽裕下，全球经济复苏与通胀归来预期再度升温，有色金属价格继续上涨（中国大宗商品有色类价格指数 2021Q1 均价较 2020Q4 均价环比上涨 7.96%）。考虑到全球流动性拐点未至，二季度进入下游开工旺季后有色金属行业的消费需求有望大幅改善，而印度、南美等有色金属矿产地疫情恶化、中澳战略经济对话无限期暂停等一系列突发事件打击全球有色金属供应链体系，使供需矛盾更为突出，驱动有色金属价格上涨，预计 2021Q2 有色金属行业整体毛利率水平有望继续提升。

**图 16：有色金属综合价格指数 2021Q1 环比上行**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从子行业来看，工业金属、稀有金属与金属非金属新材料板块 2021Q1 毛利率水平继续走高。三级子行业中，铝、稀土、锂板块的毛利率水平持续上行，钴锂板块 2021Q1 毛利率水平大幅提升。

**表 6：有色金属行业子行业毛利率水平**

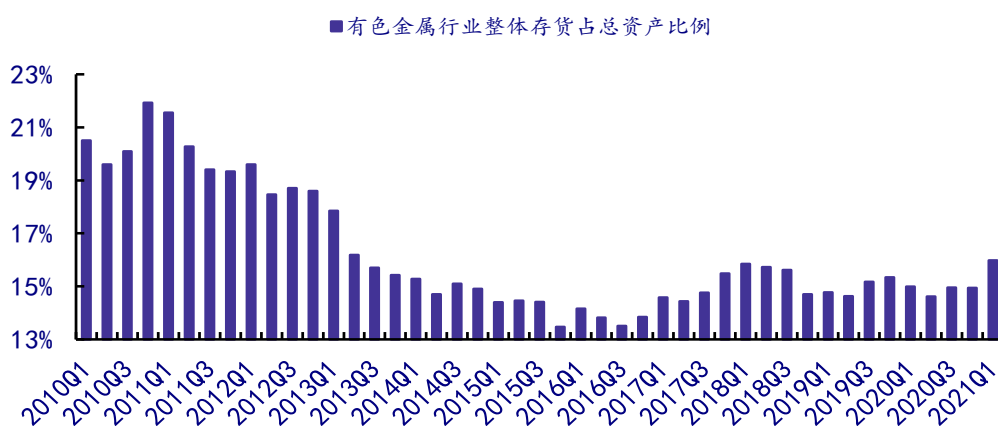
	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
<b>有色金属行业整体</b>	9.01%	7.86%	8.15%	9.87%	10.10%	10.14%
<b>工业金属</b>	6.91%	6.71%	6.83%	9.06%	9.04%	9.13%
铝	13.23%	12.30%	10.52%	12.67%	13.01%	14.23%
铜	3.74%	4.24%	5.45%	7.53%	7.18%	7.25%
铅锌	12.39%	10.77%	9.60%	12.45%	12.55%	11.72%
<b>黄金</b>	14.30%	9.56%	10.75%	10.77%	12.38%	9.36%
<b>稀有金属</b>	11.97%	11.09%	11.38%	11.26%	13.30%	14.95%
稀土	13.20%	8.43%	9.98%	9.65%	14.54%	18.03%
钨	17.93%	18.38%	19.01%	17.77%	16.67%	17.81%
锂	35.11%	35.41%	30.75%	19.96%	28.97%	36.31%
钴	12.59%	14.06%	15.69%	17.76%	17.48%	23.01%
其他稀有小金属	6.26%	6.60%	6.76%	7.58%	8.27%	8.30%
<b>金属非金属新材料</b>	19.12%	17.58%	19.17%	18.30%	15.37%	17.47%
金属新材料	19.58%	17.55%	18.54%	16.01%	13.02%	15.70%
磁性材料	21.35%	19.53%	21.00%	21.69%	19.00%	20.58%
非金属新材料	17.10%	16.57%	18.87%	19.55%	16.64%	18.40%

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

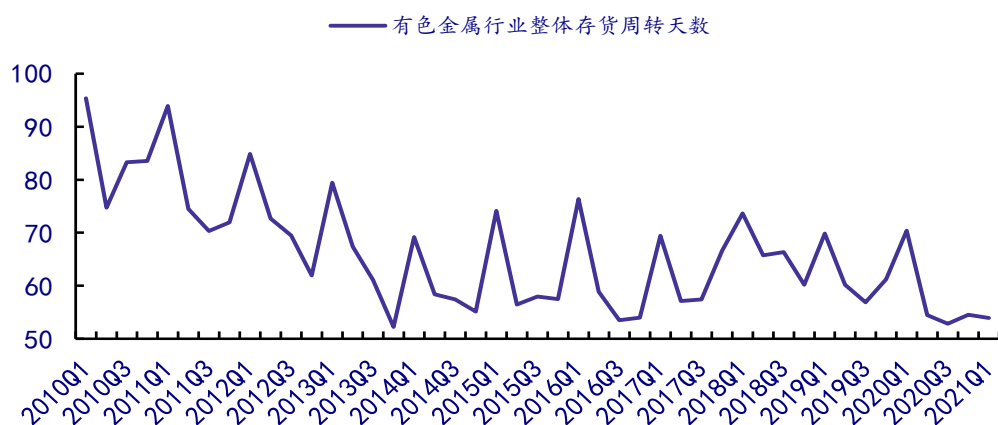
2021 年一季度有色金属行业整体行业存货周转天数环比减少，但有色金属行业整体存货占总资产比有所回升。2021Q1 的有色金属行业整体存货占总资产比较 2020Q4 环比上升 1.04 个百分点至 15.98%。2021Q1 度库存周转天数从 2020Q4 的 54.55 天减少至 53.92 天，这一库存周转天数已接近有色金属行业 2010 年以来的最低值。而在二季度有色金属下游行业进入开工旺季，国内房地产与出口超预期，有色金属消费改善的情况下，预计有色金属行业在 2021Q2 将进入库存去化阶段。

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，所有二级子行业 2021Q1 的存货周转天数同比都有所减少，尤其是工业金属板块 2021Q1 存货周转天数较 2020Q4 环比也有减少。三级子行业中，除铜、其他稀有小金属板块外，其他板块 2021Q1 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**

	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
<b>有色金属行业整体</b>	61.23	70.38	54.51	52.86	54.55	53.92
<b>工业金属</b>	47.78	54.42	43.69	43.64	46.12	44.66
铝	57.15	63.21	54.09	49.61	47.64	48.98
铜	42.58	49.94	39.86	41.02	45.12	42.43
铅锌	63.77	69.18	52.81	51.46	50.20	54.57
<b>黄金</b>	82.24	118.23	70.79	64.65	73.67	83.59
<b>稀有金属</b>	116.53	119.71	99.51	88.71	85.86	86.61
稀土	226.36	203.75	184.54	153.48	126.40	142.16
钨	111.86	151.88	118.18	105.53	91.50	110.95
锂	195.12	219.78	188.12	168.41	155.63	179.74
钴	92.48	94.91	90.73	75.74	78.02	85.03
其他稀有小金属	78.11	73.93	58.11	54.99	59.26	50.58
<b>金属非金属新材料</b>	109.42	162.19	128.73	108.86	90.90	106.91
金属新材料	118.27	181.58	144.72	114.26	95.80	105.81
磁性材料	119.34	187.37	141.99	126.47	108.06	139.59
非金属新材料	91.34	124.20	100.07	89.99	73.40	89.62

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （七）行业现金流状况恶化

2021 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 2021Q1 经营净现金流较 2020Q1 同比减少 44.16%，较 2020Q4 环比下降 65.99%。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 2021Q1 行业经营性现金流较 2020Q1 同比减少仍显示了 2021Q1 有色金属企业的现金流状况的恶化。从子行业来看，铝、铅锌、钴、锂的经营性现金流状况都同比提升，其中新能源汽车上游钴锂板块的现金流状况改善程度最为显著；而黄金、稀土、钨板块的经营性现金流在 2021Q1 都出现了同环比的大幅下滑。

**表 8：2021 年一季度有色金属行业整体经营净现金流同比改善**

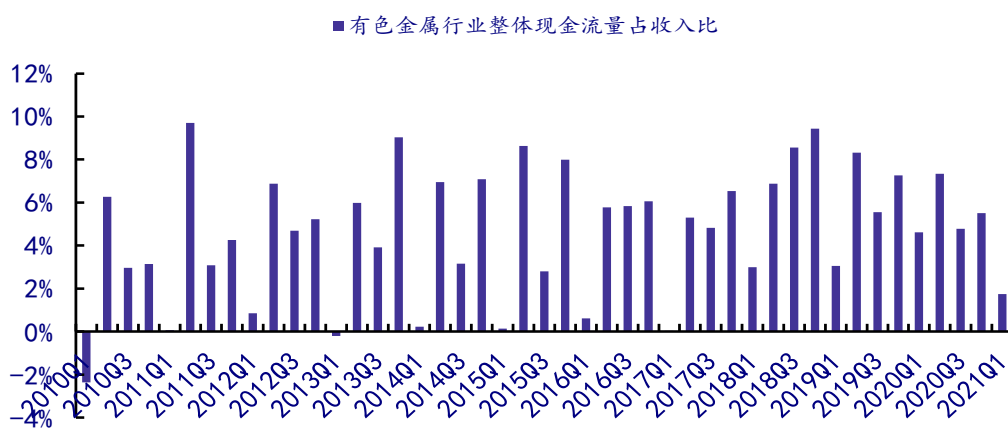
	经营净现金流同比增速			经营净现金流环比增速		
	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2020Q3	2020Q4	2021Q1
<b>有色金属行业整体</b>	-0.31%	-9.62%	-44.16%	-30.33%	14.25%	-65.99%
<b>工业金属</b>	8.36%	-2.00%	-17.20%	-18.78%	-32.82%	-2.96%
铝	-18.44%	29.12%	21.97%	-25.69%	47.09%	-14.61%
铜	58.76%	-67.06%	-71.88%	-28.25%	-91.23%	136.07%
铅锌	-11.74%	-6.75%	157.96%	111.04%	33.98%	-12.60%
<b>黄金</b>	18.68%	-15.31%	-2360.60%	-40.01%	178.37%	-116.23%
<b>稀有金属</b>	-35.82%	-30.23%	-796.46%	-61.08%	253.92%	-135.88%
稀土	103.20%	24.63%	-158.84%	103.20%	9133.54%	-128.94%
钨	-75.42%	-72.48%	-21324.54%	-80.14%	3.51%	-226.77%
锂	15.48%	-59.19%	209.85%	18.65%	7.11%	-76.06%
钴	626.27%	-30.02%	278.88%	-13.53%	127.90%	-15.78%
其他稀有小金属	-86.82%	-9.14%	-374.89%	-95.79%	3077.24%	-209.20%
<b>金属非金属新材料</b>	-97.09%	10.40%	-1178.31%	-95.20%	7375.77%	-147.36%

金属新材料	-122.13%	45.78%	-209.75%	-136.66%	1025.07%	-124.11%
磁性材料	-14.08%	-13.52%	-296.25%	410.55%	15.66%	-131.06%
非金属新材料	-126.73%	-1.39%	-507.40%	-129.19%	1275.55%	-168.31%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

有色金属行业整体 2021Q1 经营性现金流量占营业收入比为 1.74%，环比有所下滑，也弱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 2021Q1 经营性现金流量占收入比较 2020Q4 环比有所下滑 3.76 个百分点至 1.74%。虽然这一下滑有季节性的由于，但该数据仍低于 2018-2020 年一季度的同期数据，显示有色金属行业上市公司 2021 年一季度的营业收入含金量较低。

图 19: 2021Q1 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，工业金属、黄金、稀有金属与金属非金属新材料 2021Q1 的收入含金量皆同环比下降。三级子行业中，铅锌、锂、钴板块 2021Q1 的现金流量占收入比同比上升，且铅、铅锌、钴的一季度现金流量占收入比要高于历史平均水平。

表 9: 2021Q1 有色金属行业现金流量占收入比

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	MAX	MIN	AVERAGE
有色金属行业整体	4.62%	7.34%	4.77%	5.50%	1.74%	9.70%	-2.35%	4.65%
工业金属	5.86%	7.07%	5.44%	3.66%	3.19%	11.55%	-4.29%	3.97%
铝	9.53%	11.07%	7.40%	9.96%	8.28%	18.30%	-5.31%	6.22%
铜	4.57%	6.12%	4.40%	0.40%	0.81%	10.28%	-8.99%	2.54%
铅锌	5.69%	4.81%	9.18%	11.60%	10.69%	17.91%	-8.10%	6.37%
黄金	0.13%	10.62%	4.09%	14.61%	-2.70%	18.14%	-2.70%	7.03%
稀有金属	0.61%	7.17%	2.50%	8.46%	-2.88%	17.74%	-9.72%	5.03%
稀土	6.82%	-4.17%	0.11%	8.81%	-2.71%	54.35%	-40.15%	3.97%
钨	-0.03%	20.89%	3.79%	3.15%	-4.16%	44.44%	-29.88%	4.79%
锂	-6.14%	20.45%	26.21%	23.59%	5.50%	64.96%	-27.20%	17.08%
钴	4.32%	9.45%	6.58%	13.81%	10.83%	56.04%	-24.02%	7.24%
其他稀有小金属	-2.11%	5.48%	0.21%	7.44%	-7.06%	18.64%	-11.04%	3.80%
金属非金属新材料	1.05%	5.04%	0.20%	12.75%	-6.52%	29.32%	-11.43%	6.20%
金属新材料	4.37%	4.54%	-1.30%	10.10%	-2.53%	31.27%	-11.45%	3.87%

磁性材料	2.21%	1.64%	7.30%	7.35%	-2.56%	41.49%	-24.88%	5.93%
非金属新材料	-3.87%	7.77%	-2.00%	19.88%	-15.21%	58.83%	-44.23%	8.25%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (八) 估值处于历史平均水平

有色金属行业整体估值处于历史低位。在有色金属价格持续上涨的驱动下,有色金属行业上市公司业绩在 2021Q1 大幅释放。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 27.06x,市净率为 2.92x,远低于 2010 年以来有色金属行业 42.71x 的市盈率与 3.14x 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

2021Q1 在国内与欧美开始大规模疫苗、美国推出新一轮 1.9 万亿财政刺激,全球经济复苏与通胀归来预期再度升温,刺激有色金价格大幅上涨,有色金属行业业绩全面释放,再叠加上去年一季度在疫情影响下的低基数效应,使 2021Q1 有色金属行业业绩增速爆发式上行。而二季度全球流动性拐点未至,有色金属进入下游需求旺季消费边际改善,而印度、南美等有色金属矿产地疫情恶化、中澳战略经济对话无限期暂停等一系列突发事件打击全球有色金属供应链体系,使供需矛盾更为突出,或将驱动有色金属价格在高位上继续上涨。伦铜等金属价格创历史新高以及二季度供需销两旺,2021Q2 有色金属行业业绩增速较仍有进一步上行空间。我们看好二季度有色金属行业在业绩增速继续上行的推动下有超额收益的表现,推荐 Q2 业绩还将大幅增长的行业龙头紫金矿业、西部矿业、洛阳钼业、云铝股份、神火股份、天山铝业、中国铝业、赣锋锂业、融捷股份、盛新锂能。

## 四、风险提示

- 1) 疫情超出预期；
- 2) 疫苗效用及普及不及预期；
- 3) 有色金属价格大幅下滑；
- 4) 货币政策超预期收紧；
- 5) 新能源汽车推广不及预期；
- 6) 有色金属下游需求不及预期。

## 插图目录

图 1: 2020 年有色金属行业营业收入增速与业绩增速 .....	2
图 2: 2021Q1 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 2020 年业绩增速分布 .....	3
图 4: 有色金属行业上市公司 2021Q1 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 .....	4
图 8: 有色金属行业整体单季度业绩增速 .....	4
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 .....	6
图 11: 有色金属行业整体销售利润率 .....	7
图 12: 有色金属行业整体资产周转率 .....	7
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 .....	8
图 15: 有色金属行业整体其他费用率 .....	8
图 16: 有色金属综合价格指数 2021Q1 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 .....	10
图 19: 2021Q1 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: 超过一半以上有色金属行业上市公司 2020 年业绩同比增长.....	3
表 2: 有色金属行业上市公司 2021Q1 业绩同比分布占比.....	4
表 3: 有色金属行业累计收入增速与累计净利润增速.....	5
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.....	9
表 7: 有色金属行业存货周转天数.....	11
表 8: 2021 年一季度有色金属行业整体经营净现金流同比改善.....	11
表 9: 2021Q1 有色金属行业现金流量占收入比.....	12

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

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

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。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份，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机构专业投资者，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，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

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。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 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：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn