

关注有色金属板块业绩改善中的变化

有色金属 2021 年三季度报前瞻

分析师：白云飞

执业证书编号：S0890521090001

电话：021-20321072

邮箱：baiyunfei@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆2021年3季度，在基本面整体向上的背景下，基本金属均价同比普遍出现较大上涨，最终带动板块业绩继续上行，但Q3环比价格比Q2涨幅有所放缓，部分金属业绩改善幅度有所减弱。

◆从基本金属不同品种看，我们认为电解铝企业在铝价强势背景下，景气度趋势不改2021Q3铝均价2.05万元/吨，环比Q2上涨近2000元/吨，高于煤价和预焙阳极等成本抬升的影响，铝产业链Q3利润将进一步提升。锡矿及冶炼加工企业将受益于锡价同环比明显上涨；锌企业中，因矿端涨幅同环比均大于加工费涨幅，矿端企业有望业绩改善更显著；铜企业中，因TC（铜矿粗冶炼加工费）三季度同比上涨17%，环比上涨67%，冶炼副产品硫酸价格三季度同比630%，环比上涨45%，那么主营中铜冶金营收占比较大的公司，业绩有望受益于此而明显改善。

◆电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂在上海有色网报价分别达到17.6万/吨和17.3万/吨，但整个三季度两种锂盐均价分别仅10.3、11万元/吨。预计锂行业公司盈利有望整体环比高增，其中原料自供或原料库存较高的企业涨幅更加亮眼。钴方面，根据上海有色网，金属钴、硫酸钴、四氧化三钴2021Q3均价环比涨幅分别达到4%、8.5%、9.09%，呈小幅上涨。考虑到大部分钴板块公司处于扩产周期，三季度环比持续放量，板块整体盈利有望环比实现增长。

◆2021Q3稀土价格维持强势，电动车、风电等稀土磁材需求继续高增，我们预2025至年全球新能源汽车的钕铁硼需求量增长至3.51万吨，是2019年需求量的6.35倍。“双碳目标”下，供给偏紧局面将持续，主要产品氧化镨钕Q3同比上涨81.72%，环比上涨25.36%，其他产品如氧化镝、氧化铽等价格均呈环比上涨态势。预计3季度稀土板块业绩环比继续增长。从磁材行业来看，在需求持续景气的背景之下，磁材板块有望量价齐升，同比继续大幅增长，并且龙头企业的盈利增速有望更高。

◆2021年以来在军工和民用的拉动下，龙头公司订单更为饱和，但是原料端价格的上涨对于军工材料企业毛利率变化将产生直接影响。对于高温合金的原料端电解镍约占比40-50%，电解钴约占比10%，两者在今年Q2及Q3都有所上涨，特别是镍价上浮较大，预计将对高温合金冶炼企业毛利率有直接负面影响。钛材上游海绵钛价格同比也有明显上涨，但对于军工订单增长速度更高的头部公司影响较为有限。总体看来军工材料龙头企业中，因下游需求具有确定性，对于原料端自供或具备原材料管控能力的企业将受益更多，三季度报业绩有望有超预期表现。

◆风险提示：全球经济大幅下滑，有色金属需求不及预期。

内容目录

1. 基本金属业绩同比总体向上，环比增速或放缓	3
2. 黄金震荡偏弱，白银及铂钯金价格环比大幅下跌	4
3. 新能源金属业绩持续大幅改善	4
4. 稀土磁材盈利能力增速更高	5
5. 高温合金及钛材龙头订单饱和	5
6. 风险提示	6

图表目录

表 1：三季度基本金属价格同比涨幅明显，环比涨幅放缓	3
表 2：三季度贵金属价格同环比普遍下跌	4
表 3：锂钴 Q3 涨幅较 Q2 明显扩大	5
表 4：三季度稀土价格强势上涨	5
表 5：军工材料原料端上涨明显	6

为更好的体现有色金属板块三季度整体业绩变化，将板块拆分为基本金属（铜、铝、铅、锌、锡、镍）、贵金属（黄金、白银、铂金、钯金）、新能源金属（锂、钴）、稀土磁材（磁性材料、稀土）、军工材料（高温合金、钛材）这五大细分板块。通过对各板块 2021 年三季度经营状况、行业基本面分析，总结如下：

1. 基本金属业绩同比总体向上，环比增速或放缓

2021 年 3 季度，在基本面整体向上的背景下，基本金属均价同比普遍出现较大上涨，最终带动板块业绩继续上行，但 Q3 环比价格比 Q2 涨幅有所放缓，部分金属业绩改善幅度有所减弱。

宏观面来看，一方面是全球经济增长放缓，另外一方面是美联储准备 Taper，美联储 6/7 月议息会议传递偏鹰派论调，并且在 7 月议息会议上谈到 Taper，8 月份美联储副主席和主席先后确认年内将 Taper，9 月议息会议确认 Taper 的条件已经达到。结合着 2015 年那轮美联储从提到 Taper 到真正开始的时间差以及近期美国非农就业数据超预期下滑因素，市场普遍预期美联储最早 12 月才会进行 Taper，但 Taper 预期已在 Q3 开始部分消化，以铜代表基本金属价格在三季度承压压力。

从供需端看，8 月起，国内双控限产，包括新疆、广西、云南、陕西、宁夏等有色金属主要产区生产受到明显扰动，受影响程度更为显著的锡、电解铝等涨幅居前并再创新高，需求端淡季不淡，金属库存持续下降，但因房地产、基建、汽车等消费总体偏弱，导致下游驱动不足，供给端未出现明显抽紧的铜、铝价格环比价格回落。均价角度，基本金属各品种除铅外，同比均显著改善，尤其是伦锡、伦铝涨幅达 85%、43%，但我们要看到环比基本金属中除锌外，Q3 对比 Q2 同比上涨幅度在明显收窄，这也反映了宏观环境及基本金属供需基本面边际变化对于价格持续上涨产生的直接影响，基本金属的上涨也从“普涨”转为“分化”。

表 1：三季度基本金属价格同比涨幅明显，环比涨幅放缓

市场	基本金属	2021Q3均价	Q3同比涨跌幅	Q3环比涨跌幅	Q2环比涨跌幅
LME (美元/吨)	铜	9350.0	38.07%	-0.32%	7.19%
	铝	2645.0	43.21%	4.84%	18.74%
	铅	2225.0	22.32%	-1.83%	15.58%
	锌	3168.5	30.55%	6.58%	6.52%
	锡	33771.0	85.20%	8.69%	33.80%
	镍	19160.0	26.26%	5.07%	14.65%
SHFE (元/吨)	铜	69270.0	34.69%	1.49%	2.89%
	铝	20582.0	42.73%	9.48%	18.66%
	铅	15368.0	3.28%	-2.76%	0.08%
	锌	22945.0	19.10%	4.46%	0.48%
	锡	239526.0	62.62%	11.60%	36.47%
	镍	142230.0	22.68%	3.02%	11.79%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从业绩同比改善看，受益于价格同比整体显著上行，2021Q3 基本金属板块盈利将普遍大幅改善，综合价格上涨幅度看，锡铝铜价格涨幅靠前，结合行业出清程度，铝企业同比因价格上涨且低基数效应，盈利改善将最为突出。另一方面，因产业链所处位置及公司主营业务差异，使得同一行业内不同公司的盈利情况也将有明显差别，其中铜矿端的公司，紫金矿业相比西部矿业预计将因黄金价格拖累而改善幅度受限。

2021Q3 业绩环比而言，绝大多数领域业绩环比跟随均价上涨而得以改善，但相比 Q2 而言，涨幅或将放缓，大部分领域受制于均价环比涨幅下滑、而成本端过快上涨等因素，导致盈利改善程度有所减弱。

从基本金属不同品种看，我们认为电解铝企业在铝价强势背景下，景气度趋势不改。2021Q3 铝均价 2.05 万元/吨，环比 Q2 上涨近 2000 元/吨，远高于煤价和原辅料等成本抬升的影响，铝产业链 Q3 利润将进一步拉阔。锡矿及冶炼加工企业将受益于锡价同环比明显上涨；锌企业中，因矿端涨幅同环比均大于加工费涨幅，矿端企业有望业绩改善更显著；铜企业中，因 TC（铜矿粗冶炼加工费）三季度同比上涨 17%，环比上涨 67%，冶炼副产品硫酸价格三季度同比 630%，环比上涨 45%，那么主营中铜冶金营收占比较大的公司，业绩有望受益于此而明显改善。镍企业中，虽然 Q3 电解镍价上涨较 Q2 有所收窄，但预计今年硫酸镍对镍豆需求仍然较强，镍豆可能全年维持去库状态，对于海外布局火法及湿法生产高冰镍、MHP 及硫酸镍的公司将持续受益。

2. 黄金震荡偏弱，白银及铂钯金价格环比大幅下跌

三季度黄金、白银、铂金、钯金价格均震荡偏弱，SHFE 黄金 2021Q3 均价为 363 元/克，同比-12.77%，Q3 环比-1.28%，Q2 环比 2.83%；COMEX 黄金同期均价为 1679.37 美元/盎司，同比-7.94%，Q3 环比-0.77%，Q2 环比 3.64%。铂金及钯金 Q3 同比上涨，但是 Q3 环比大幅下跌。贵金属价格普遍下跌主要受到美元震荡偏强及三季度美债实际利率反弹影响，白银等因存工业金属属性，价格弹性更大，随着工业金属走势分化渐弱，金银比持续向上。

从产量维度考虑，去年上半年受疫情扰动下半年冲量的基数影响，预计整体业绩将呈现同环比趋弱格局：总体看预计主营金银及铂钯的上市公司三季度业绩将承压。

表 2：三季度贵金属价格同环比普遍下跌

金银	2021Q3均价	2020Q3均价	Q3同比涨跌幅	Q3环比涨跌幅	Q2环比涨跌幅
COMEX黄金	1679.37	1824.30	-7.94%	-0.77%	3.64%
COMEX银	20.70	22.60	-8.41%	-15.50%	7.35%
SHFE白银	5036.35	5540.65	-9.10%	-14.17%	6.43%
SHFE黄金	363.53	416.77	-12.77%	-1.28%	2.83%
NYMEX钯	2365.44	2133.67	10.86%	-31.64%	6.08%
NYMEX铂	987.29	890.18	10.91%	-10.30%	-9.95%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 新能源金属业绩持续大幅改善

锂方面，Q3 价格涨幅对比 Q2 扩大，锂行业公司业绩有望环比大增。根据上海有色网，电池级碳酸锂、氢氧化锂 2021Q3 均价环比涨幅分别达到 86%、82%，涨幅明显。现阶段锂盐在上涨中继，两种锂盐均进入加速上涨的阶段。

电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂在上海有色网报价分别达到 17.6 万/吨和 17.3 万/吨，但整个三季度两种锂盐均价分别仅 10.3、11 万元/吨。预计锂行业公司盈利有望整体环比高增，其中原料自供或原料库存较高的企业涨幅更加亮眼；但同时考虑到大部分锂盐企业均存在一定程度的长单，预计实际业绩涨幅或一定程度滞后与锂价涨幅。

钴方面，Q3 钴价环比小幅上涨，钴行业公司业绩有望环比增长。根据上海有色网，金属钴、硫酸钴、四氧化三钴 2021Q3 均价环比涨幅分别达到 4%、8.5%、9.09%，呈小幅上涨。2021 年 7 月份以来，产业步入季节性补库周期，钴价格呈现回升。考虑到大部分钴板块公司处于扩产周期，三季度环比持续放量，板块整体盈利有望环比实现增长。

表 3：锂钴 Q3 涨幅较 Q2 明显扩大

新能源金属	单位	2021Q3均价	2020Q3均价	Q3同比涨跌幅	Q3环比涨跌幅	Q2环比涨跌幅	
金属锂:≥99%工业级,电池级:新疆	元/吨	650514.71	467238.81	39.23%	37.90%	7.83%	
氢氧化锂56.5%:国产		110044.12	48611.94	126.37%	82.98%	27.03%	
碳酸锂:电池级99.5%:江苏		103311.76	42508.96	143.04%	86.39%	3.44%	
碳酸锂:工业级99%:四川		99708.82	36019.40	176.82%	90.50%	1.12%	
金属钴		353205.88	267671.64	31.95%	4.00%	8.70%	
四氧化三钴		元/千克	287.88	196.63	46.41%	9.09%	16.03%
硫酸钴		万元/吨	7.90	5.23	51.02%	8.50%	6.13%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 稀土磁材盈利能力增速更高

2021Q3 稀土价格维持强势，电动车、风电等稀土磁材需求继续高增，我们预 2025 至年全球新能源汽车的钕铁硼需求量增长至 3.51 万吨，是 2019 年需求量的 6.35 倍。根据 GWEC 预测，2019-2024 年，全球风电新增装机容量将由 0.64 亿千瓦增长至 0.73 亿千瓦，CAGR 为 3.98%。2019-2025 全球风电的钕铁硼需求量预计将从 1.2 万吨增长至 2.4 万吨，CAGR 为 12%。“双碳目标”下，供给偏紧局面将持续，主要产品氧化镨钕 Q3 同比上涨 81.72%，环比上涨 25.36%，其他产品如氧化镝、氧化铽等价格均呈环比上涨态势。预计 3 季度稀土板块业绩环比继续增长。

2021Q3 从磁材行业来看，在需求持续景气的背景之下，行业整体产能利用率持续高位。多数头部公司订单充足加之产品结构的改善和优化，带动整体盈利能力进一步改善。磁材板块有望量价齐升，同比继续大幅增长，并且龙头企业的盈利增速有望更高。

表 4：三季度稀土价格强势上涨

稀土材料	2021Q3均价	2020Q3均价	Q3同比涨跌幅	Q3环比涨跌幅	Q2环比涨跌幅
烧结钕铁硼:N35	186.47	132.33	40.91%	26.67%	7.14%
氧化镨钕	600939.39	330696.97	81.72%	25.36%	-18.21%
氧化镝	2620.45	1827.80	43.37%	16.99%	-24.51%
氧化钕	900348.48	436378.79	106.32%	49.10%	-30.69%
氧化铈	211015.15	171015.15	23.39%	5.94%	-10.22%
氧化镧	5229.55	4325.00	20.91%	-2.37%	0.00%
氧化钇	40348.48	22000.00	83.40%	18.92%	-13.95%
氧化钆	14000.00	14000.00	0.00%	0.00%	0.00%
氧化铈	208.00	224.76	-7.46%	0.00%	-9.57%
氧化铽	606878.79	348015.15	74.38%	32.08%	-25.58%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

5. 高温合金及钛材龙头订单饱和

2021 年以来在军工和民用的拉动下，整体钛材行业产能利用率持续高位，龙头公司订单更为饱和，均在快速扩张产能。2021Q3 是传统的军工钛材订单交付旺季，预计板块整体营收和盈利依然环比保持增长，但是原料端价格的上涨对于军工材料企业毛利率变化将产生直接影响。

对于高温合金的原料端电解镍约占比 40-50%，电解钴约占比 10%，两者在今年 Q2 及 Q3 都有所上涨，特别是镍价上浮较大，预计将对高温合金冶炼企业毛利率有直接负面影响。钛材上游海绵钛价格同比也有明显上涨，但对于军工订单增长速度更高的头部公司影响较为有限。

总体看来军工材料龙头企业中，因下游需求具有确定性，对于原料端自供或具备原材料

管控能力的企业将受益更多，三季度业绩有望有超预期表现。

表 5：军工材料原料端上涨明显

军工新材料原料	单位	2021Q3均价	2020Q3均价	Q3同比涨跌幅	Q3环比涨跌幅	Q2环比涨跌幅
海绵钛:≥99.6%	元/千克	69.00	57.70	19.57%	1.47%	2.22%
钛管:Φ25mm	元/公斤	155.53	122.57	26.89%	1.95%	1.32%
电解钴	元/吨	379868.85	272407.69	39.45%	2.67%	3.85%
电解镍		144344.56	111295.50	29.69%	11.84%	5.13%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

6. 风险提示

全球经济大幅下滑，有色金属需求不及预期。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。