

有色金属

板块业绩兑现有力，结构性行情将持续演绎——2021 三季度报分析

盈利水平改善，负债结构优化，板块价值有力兑现。2021Q3 有色上市公司整体收入同增 26.2%，归母净利同增 159.1%，业绩水平维持高增态势且净利增幅明显高于收入端。毛利率&期间费用率进一步优化，行业整体“既增收、又增利”。资产结构上，行业资产负债率大幅下修至 53.5%，负债比率明显下移。受益于行业盈利明显好转，有色企业在维持总资产快速增长下融资结构优化。板块三季度 ROE 年化实现 14.65%，较二季度略有回落但仍维持历史高位，主因销售净利率略有下滑。

多金属价格“高歌猛进”，细分板块业绩维持高增。1) 2021Q3 工业金属价格继续呈上涨态势，铜价破历史高位后维持震荡，铝价受能耗双控&成本要素推升下再次上涨，带动企业业绩提升；2) 能源金属价格受益新能源需求拉动，锂、钴、镍持续演绎高景气行情。资源端“保供”成行业新热点，产业链“微笑曲线”特点逐渐显现，利润空间逐步向上游靠拢；3) 稀土、钨、钼等小金属价格均延续二季度涨势，板块业绩再上台阶，需求旺盛&供给受限下四季度价格有望强势运行。

供需格局边际分化，四季度或将演绎结构性行情。1) 能源金属延续供不应求行情，锂、钴、镍价格维持强韧；2) 经济降速预期或边际扰动铜铝采购行为，库存端边际变动或为四季度金属价格晴雨表；3) Taper 靴子落地缓解金价波动忧虑，经济降速可能性有望再次催生贵金属领跑行情，四季度金价有望呈现补涨行情。

投资建议。1) 新能源需求增速夯实，供应链赋能&资源属性加持下，上游金属及新材料价值凸显，资源&一体化项目将为投资主线。建议关注：天华超净、华友钴业、西藏矿业、赣锋锂业、盛屯矿业、天齐锂业、雅化集团、厦门钨业、厦钨新能、盐湖股份、寒锐钴业、金力永磁、浙富控股、北方稀土、科达制造、永兴材料；2) “能耗双控”政策红线下再生铝赛道革新；高端金属材加工迎投资机遇。建议关注：明泰铝业、南山铝业、海亮股份、怡球资源、索通发展；3) 海外收储为资源企业核心发展趋势，具备海外收储实力企业有望展现长期成长价值。建议关注：紫金矿业、洛阳钼业、赤峰黄金、金诚信。

风险提示：宏观经济超预期变动风险；国际地缘政治变动风险；全球主要经济体宏观调控政策不及预期风险等。

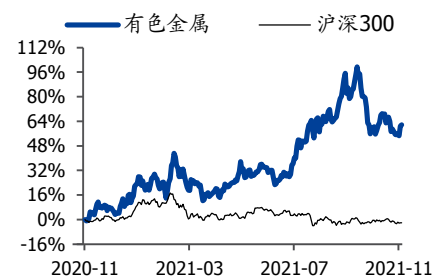
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000762.SZ	西藏矿业	买入	-0.09	0.35	0.56	0.72	-580.9	149.4	93.4	72.6
300390.SZ	天华超净	买入	1.58	2.86	3.66	4.42	19.4	10.7	8.4	6.9
601677.SH	明泰铝业	买入	0.49	1.35	2.97	5.11	194.9	70.7	32.2	18.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 王琪

执业证书编号：S0680521030003

邮箱：wangqi3538@gszq.com

研究助理 刘思蒙

邮箱：liusimeng@gszq.com

相关研究

- 《有色金属：冬季将临锂源供给或开始收缩；关注铜铝短期库存边际变化》2021-11-07
- 《有色金属：11月锂盐旺季补库开启；板块&基本面背离或迎向上修复机遇》2021-10-31
- 《有色金属：政策扰动铜铝库存结构分化；关注下周澳矿商新轮锂精矿拍卖》2021-10-24

内容目录

1.行业综述：盈利水平改善，负债结构优化，板块价值兑现	4
1.1 行业增长情况：Q3 收入增速放缓，净利水平实现双位数增长	4
1.2 行业盈利水平：Q3 毛利率进一步提升，产品价格上行或贡献收益增量	4
1.3 营运周转能力：运营指标持续好转，总资产周转率延续回升态势	7
1.4 资产结构水平：负债率大幅下降，资产结构持续优化	10
1.5 行业杜邦分析：净利率触底反弹与总资产周转率稳步回升带动 ROE 上扬	12
1.6 行业现金流情况：经营现金回流情况良好，投融资规模显著提升	12
2.细分板块概述	15
2.1 金属产品价格表现综述：整体价格高歌猛进，能源、稀有金属表现亮眼	15
2.2 各板块基本面表现及机构持仓情况	16
3.重点子板块概述	18
3.1 铜板块：基本面持续向好，看好板块未来业绩表现	19
3.2 黄金板块：宏观情绪逐渐释放，后续关注就业数据及通胀逻辑演绎	22
3.3 锂板块：碳酸锂加工端供需或将率先反转，公司业绩底部修复	25
3.4 钴板块：钴价区间震荡，企业利润率率先好转	28
4.投资建议	30
风险提示	30

图表目录

图表 1: 有色板块 2021Q3 收入同增 26.2%，环降 1.2%	4
图表 2: 有色板块 2021Q3 归母净利同增 159.1%，环增 10.6%	4
图表 3: 有色板块 2021Q3 毛利率实现 11.0%，继续呈上升趋势	5
图表 4: 有色板块 2021Q3 期间费用率录得 4.0%环增 0.1pct，同降 0.8pct	5
图表 5: 有色板块单季度三费情况	6
图表 6: 有色板块单季度资产及信用减值损失/收入情况	6
图表 7: 2021Q3 有色板块归母净利率录得 4.85%，同增 2.49pcts，环增 0.53pcts	7
图表 8: 有色板块年度存货周转率数据变动	7
图表 9: 有色板块 2021Q3 存货周转率录得 5.67x	8
图表 10: 有色板块年度应收账款周转率变动情况	8
图表 11: 有色板块单季度应收账款周转率数据	9
图表 12: 有色板块年度总资产周转率变动情况	9
图表 13: 有色板块单季度总资产周转率数据	10
图表 14: 有色板块总资产变动情况	10
图表 15: 有色板块总负债变动情况	11
图表 16: 有色板块资产负债率变动情况	11
图表 17: 有色板块利息费用/带息负债变动情况	12
图表 18: 有色行业杜邦分析及拆解	12
图表 19: 有色板块收现比数据变动情况	13
图表 20: 有色板块经营活动现金流净额变动情况	13
图表 21: 有色板块投资活动现金流净流出变动情况	14
图表 22: 有色板块筹资活动现金流净额变动情况	14

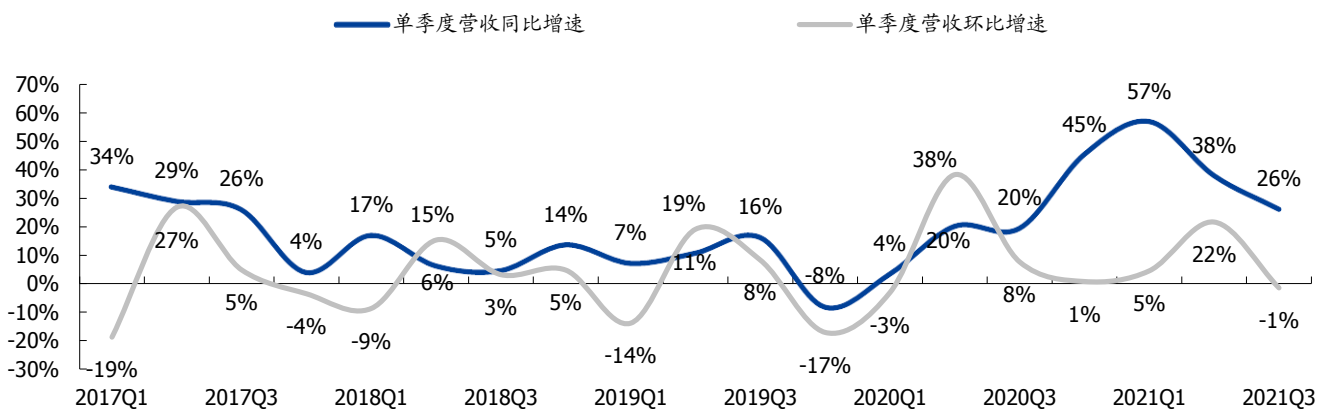
图表 23: 有色板块构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金额变动情况	14
图表 24: 主要金属产品当前价位及历史价格变动情况	15
图表 25: 有色行业子板块杜邦分析拆解 1.....	17
图表 26: 有色行业子板块杜邦分析 2.....	17
图表 27: 有色及二级子板块机构持仓比例变动情况.....	18
图表 28: 有色及二级子板块基金持仓比例变动情况.....	18
图表 29: 铜精矿及电解铜价格变动情况	19
图表 30: 三大交易所铜库存变动走势(万吨).....	20
图表 31: 全球铜表观库存情况(万吨).....	20
图表 32: 国内 9 月电解铜产量为 80.29 万吨 (万吨)	20
图表 33: 中国 TC 粗炼费变动情况 (美元/吨)	20
图表 34: 铜板块核心经营指标变化情况	21
图表 35: 铜企业经营情况表现 1.....	21
图表 36: 铜企业经营情况表现 2.....	22
图表 37: 伦敦金价及 60 日回报率变动情况.....	23
图表 38: 期货市场非商业持仓变动情况 (张)	23
图表 39: SPDR 黄金持仓量变动情况.....	23
图表 40: 美国 5 年期国债收益率及隐含通胀变动情况	24
图表 41: 黄金板块核心经营指标变化情况	24
图表 42: 黄金企业经营情况表现 1.....	25
图表 43: 黄金企业经营情况表现 2.....	25
图表 44: 主要锂盐及锂辉石价格变动情况	26
图表 45: 电池级碳酸锂盈利空间 8 月开启新一轮上行周期.....	26
图表 46: 电池级氢氧化锂盈利空间年内持续提升.....	26
图表 47: 国内碳酸锂生产商周库存变动情况 (吨)	27
图表 48: 国内氢氧化锂生产商周库存变动情况 (吨)	27
图表 49: 锂板块核心经营指标变化情况	27
图表 50: 锂企业经营情况表现 1.....	28
图表 51: 锂企业经营情况表现 2.....	28
图表 52: 钴精矿及硫酸钴价格变动情况	29
图表 53: 钴板块核心经营指标变化情况	29
图表 54: 钴企业经营情况表现 1.....	29
图表 55: 钴企业经营情况表现 2.....	30

1.行业综述：盈利水平改善，负债结构优化，板块价值兑现

1.1 行业增长情况：Q3 收入增速放缓，净利水平实现双位数增长

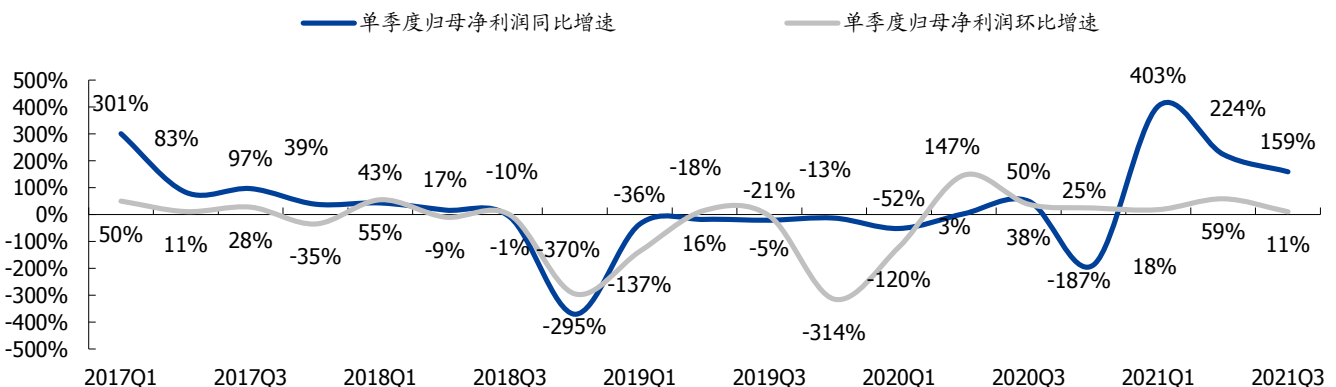
2021Q3 有色上市公司整体收入同增 26.2%，较二季度 39.7%增速略有回落，环比小幅下滑 1.2%，主因三季度国内多省份限电减产一定程度限制开工导致收入总量略有回落。归母净利润方面，Q3 同比提升 159.1%，环比增长 10.6%。尽管三季度在“能耗双控”与电力供应不足环境下企业开工受限，但受益于国内外下游需求复苏及供给端受限影响，主要金属品价格均有明显提升，企业端盈利水平有效改善，形成“开工下滑、利润提升”结果。

图表 1: 有色板块 2021Q3 收入同增 26.2%，环降 1.2%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 有色板块 2021Q3 归母净利润同增 159.1%，环增 10.6%

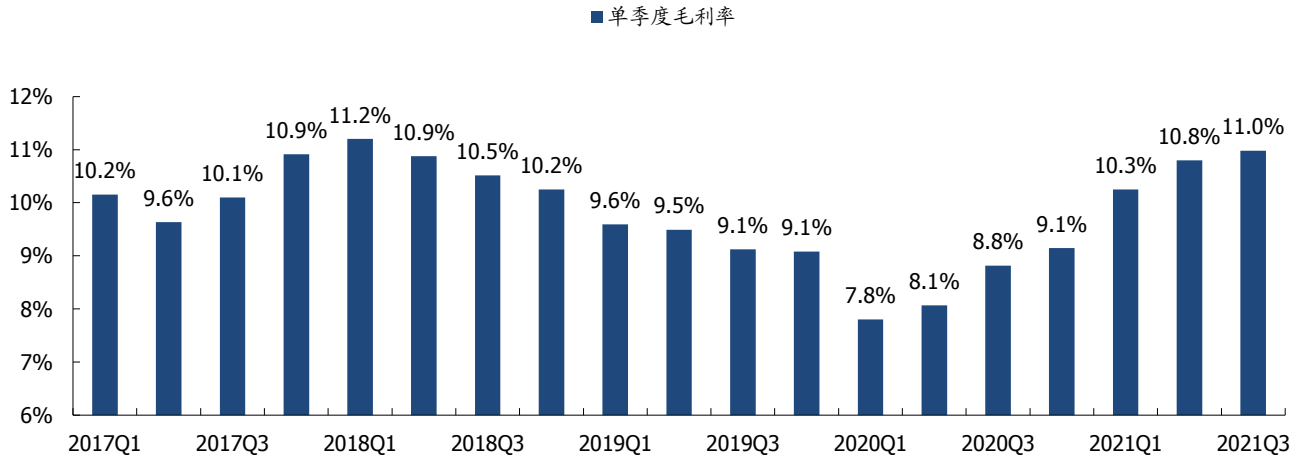


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 行业盈利水平：Q3 毛利率进一步提升，产品价格上行或贡献收益增量

2021Q3 单季度毛利率录得 11.0%，环比提升 0.2pcts，较去年同期上升 2.2pcts，基本恢复至 2018 年毛利率高位。2020Q1 以来行业毛利率持续承上升趋势，一方面受益于经济持续复苏下开工水平上升带来规模效应，另一方面产品及原料价格同步上行，资源型企业利润空间增厚，加工企业可受益于库存升值带来毛利水平增长。

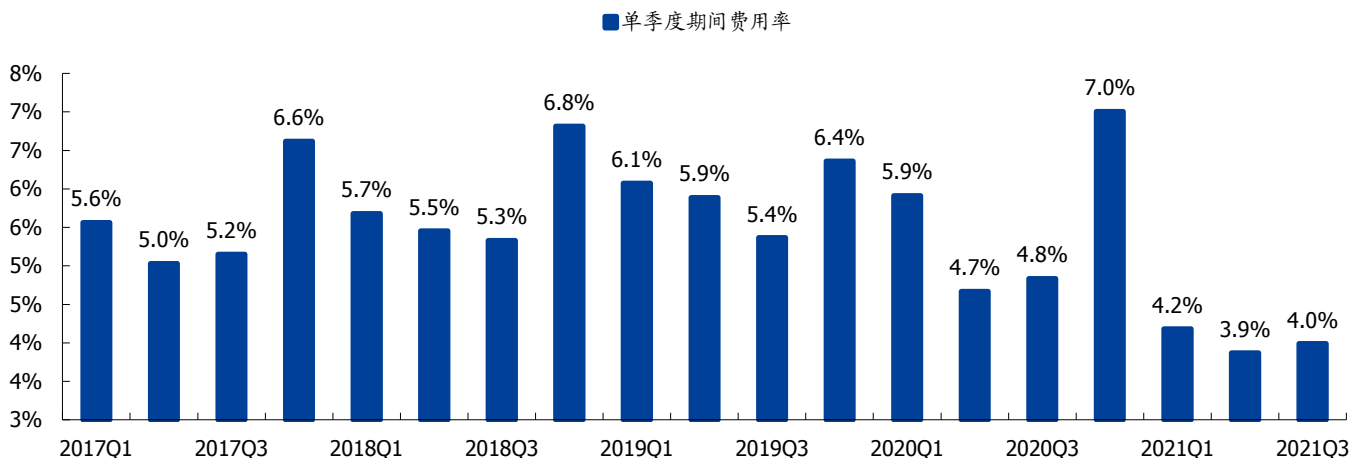
图表 3: 有色板块 2021Q3 毛利率实现 11.0%，继续呈上升趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

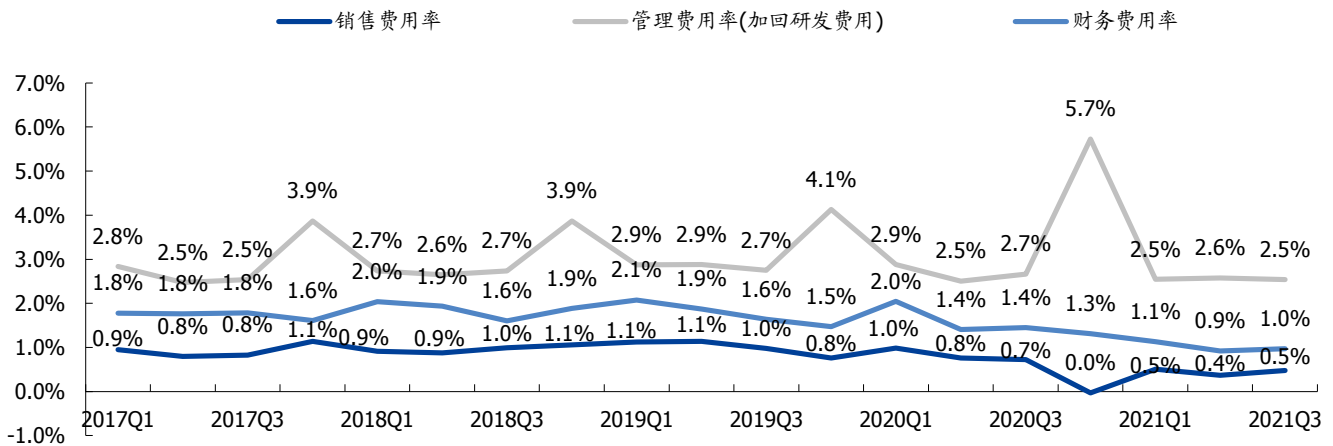
期间费用率继续呈较低水平，板块整体营运稳定。2021Q3 有色上市企业期间费用率录得 4.0%，同比降低 0.8pcts，环比上涨 0.1pcts。其中销售费用率录得 0.5%，同比降低 0.2 pcts，环比上升 0.1pcts，管理费用率（含研发费用）为 2.5%，同比降低 0.2pcts，环比降低 0.1pcts，财务费用率录得 1.0%，同比降低 0.4pcts，环比升高 0.1pcts。综合来看，2021Q1 以来板块费用率维持低位运营，一方面会计准则调整将部分管理费用转移至营业成本中，另一方面企业间整体费用率管控得当，控投资控费效果明显。

图表 4: 有色板块 2021Q3 期间费用率录得 4.0%环增 0.1pct, 同降 0.8pct



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

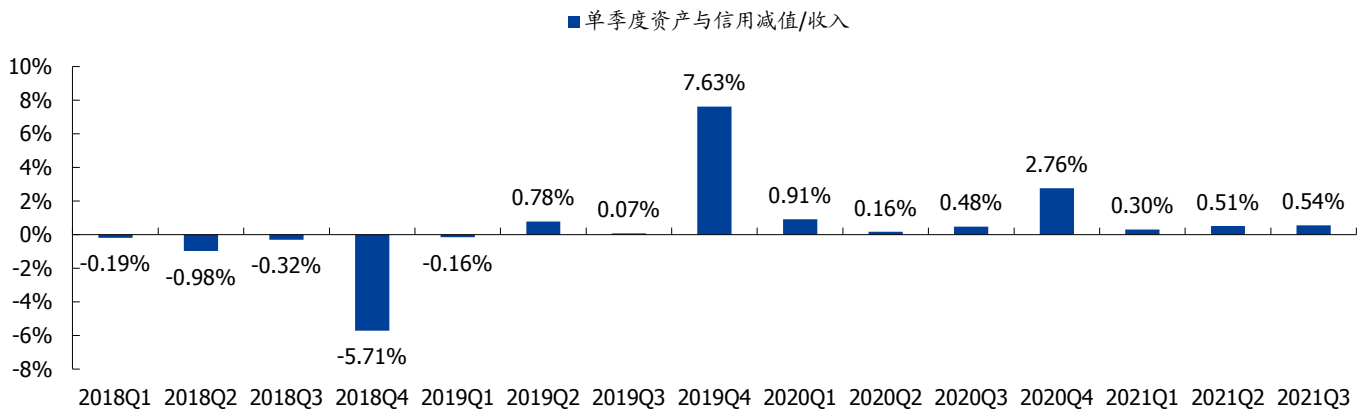
图表5: 有色板块单季度三费情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利水平持续提升下, 资产及信用减值维持平稳。有色企业 2019Q4 资产减值损失集中计提, 资产及信用减值占收入比重达 7.64%, 创近 5 年新高。2021Q3 资产与信用减值占收入比重仅为 0.54%, 同比增加 0.06pcts, 环比增加 0.03pcts。2021 以来金属制品价格多数反弹, 库存资产持续增值, 有色板块资产减值压力已充分释放, 后续对净利率侵蚀程度维持低位。

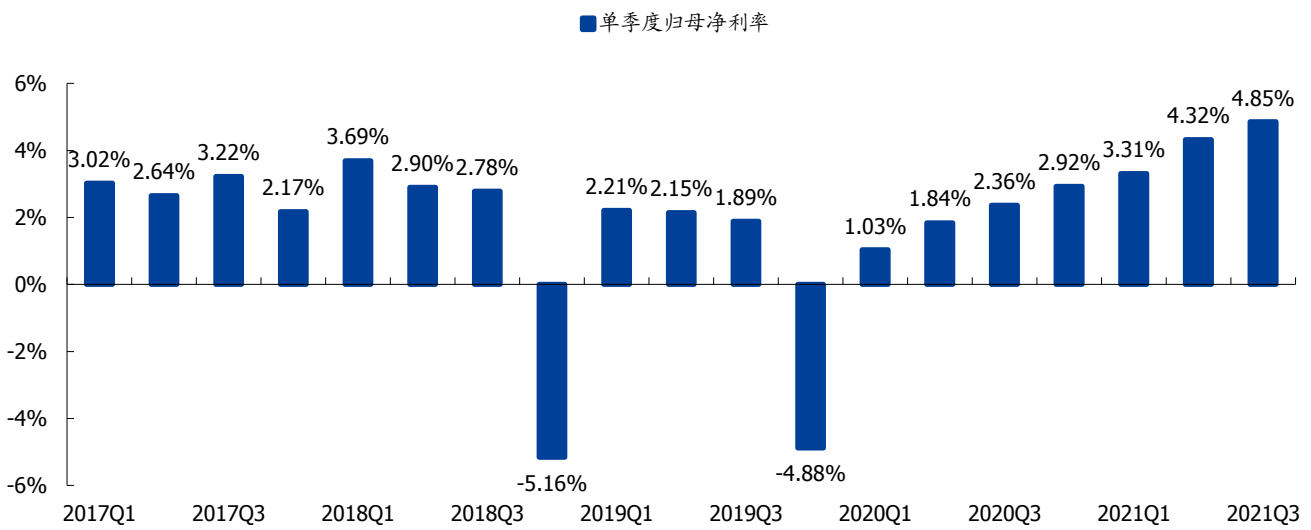
图表6: 有色板块单季度资产及信用减值损失/收入情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Q3 净利率水平再上台阶, 企业盈利能力持续走强。2021Q3 有色上市企业归母净利率录得 4.85%, 同比提升 2.49pcts, 环比提升 0.53pcts。从绝对数值上看, Q3 净利率已实现 2017 年来最高值, 且自 2020Q1 以来持续呈现稳步上行抬升, 与整体金属价格上行背景较为符合。

图表 7: 2021Q3 有色板块归母净利率录得 4.85%，同增 2.49pcts，环增 0.53pcts

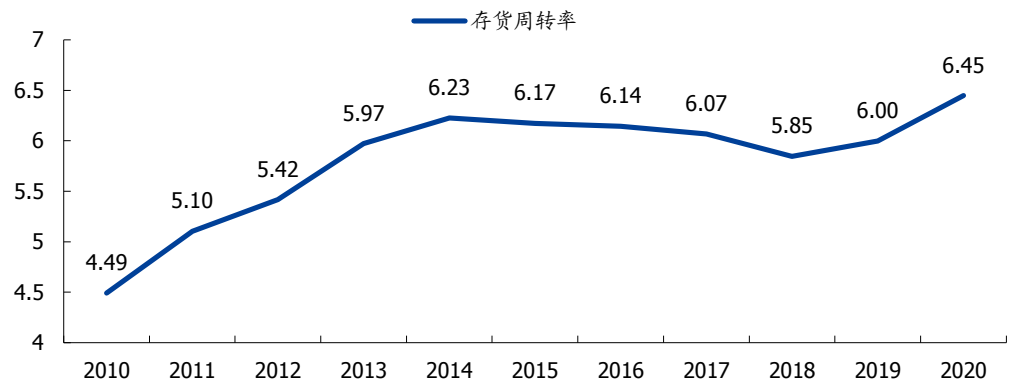


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 营运周转能力: 运营指标持续好转, 总资产周转率延续回升态势

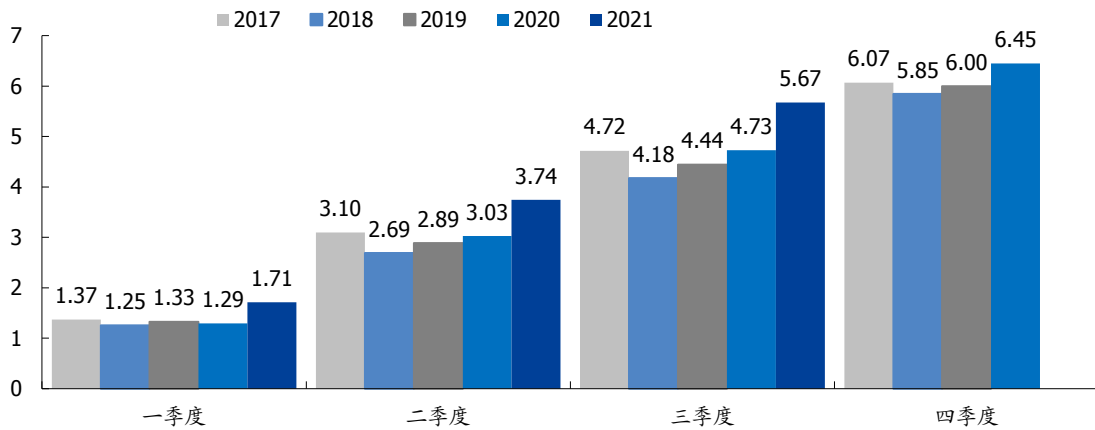
存货周转率持续改善, 库存管控水平提升。存货周转率数据自 2018 年触底后开始修复, 2020 年录得 6.45x, 同比上涨 0.45x。2021Q2/Q3 存货周转率分别为 3.74x/5.67x, 同比变动 0.71x/0.94x。归因分析上看, 主因行业高景气下企业加大生产销售力度以及产品价格提升下收入体量上行贡献。

图表 8: 有色板块年度存货周转率数据变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

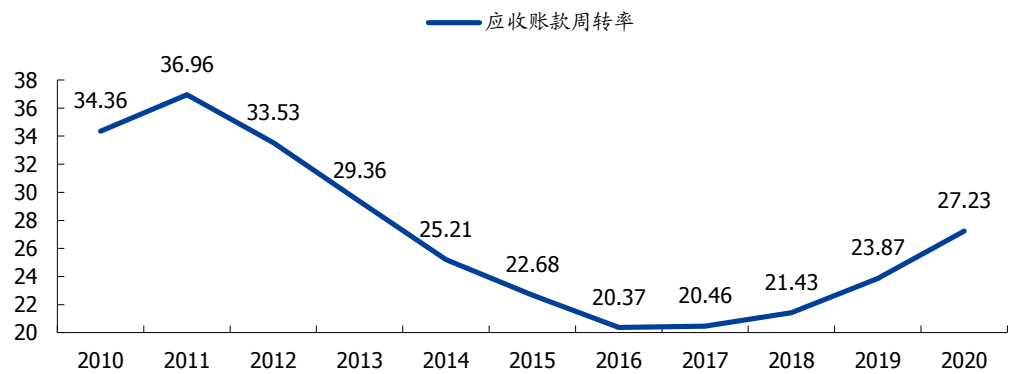
图表 9: 有色板块 2021Q3 存货周转率录得 5.67x



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

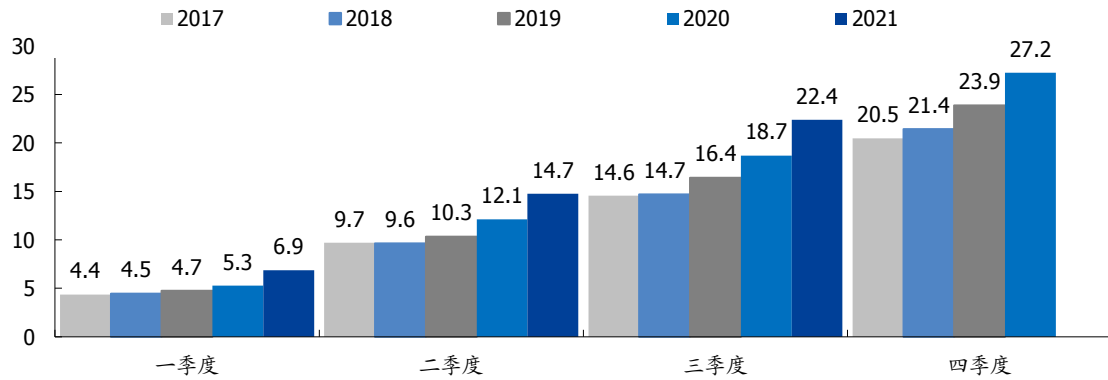
应收账款周转率继续回升，回款压力明显缓解。2021H1/前三季度周转率提升至 14.75x/22.37x，同比增长 2.64x/3.67x。整体看，在收入水平快速提升下，上市企业应收账款周转率仍呈现回升趋势，佐证企业对下游客户回款能力提升，行业处于高景气水平。

图表 10: 有色板块年度应收账款周转率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

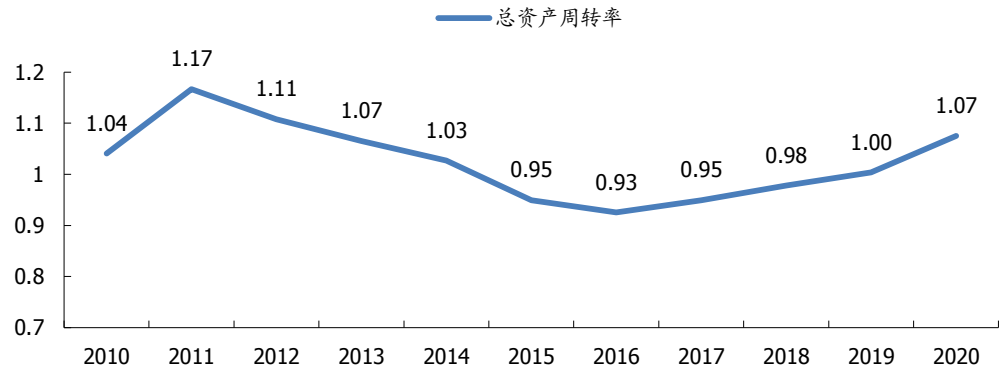
图表 11: 有色板块单季度应收账款周转率数据



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

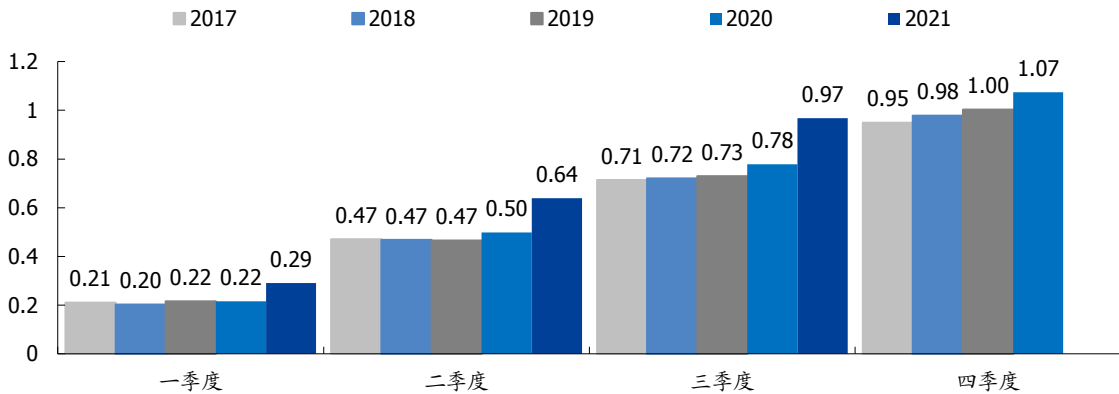
总资产周转率平稳回升, 疫情期间运转维持稳态。2020年总资产周转率录得 1.07x, 较 2019 年小幅提升 0.01x。2021 前三季度总资产周转率实现 0.97x, 同比增加 0.19x。年初至今有色板块收入同比提升 37.93%而总资产周转率同增 24.4%, 佐证行业端资产积累速度明显低于收入增长, 单位资产贡献收入能力提升。

图表 12: 有色板块年度总资产周转率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 有色板块单季度总资产周转率数据

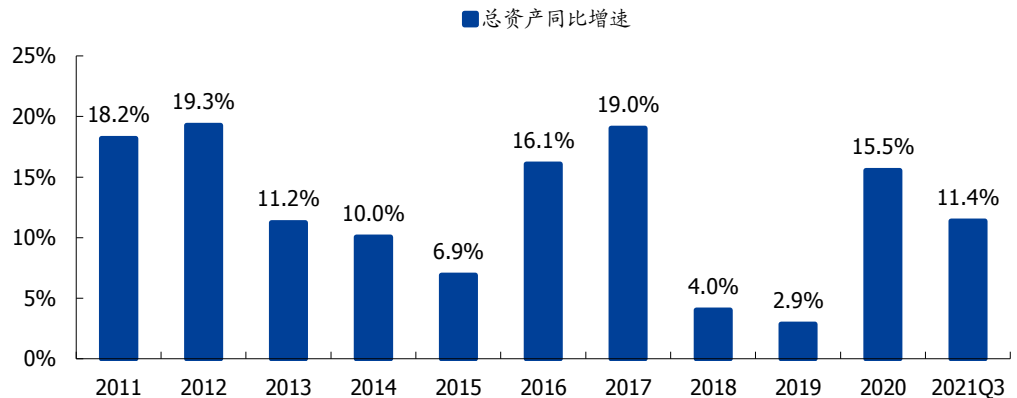


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4 资产结构水平: 负债率大幅下降, 资产结构持续优化

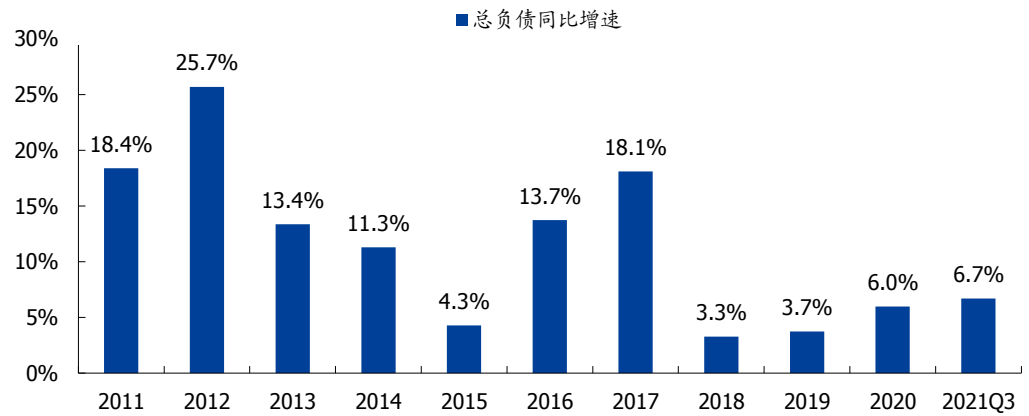
总资产增速维持高位, 负债率水平大幅下降。回溯历史, 受供给侧改革影响, 行业低端产能出清, 上市有色企业整体资产负债率在 2014 年触及高点后持续回落, 至 2021Q3 回落至 53.5%, 为十年来最低水平。从分子分母上看, 资产与负债均呈现上涨态势, 2021Q3 同比分别录得 11.4 /6.7%, 证明有色企业上半年正经历增资扩表, 但债务融资比例明显下调。在 2020-2021 有色企业盈利水平明显改善下, 企业债务融资诉求降低。

图表 14: 有色板块总资产变动情况



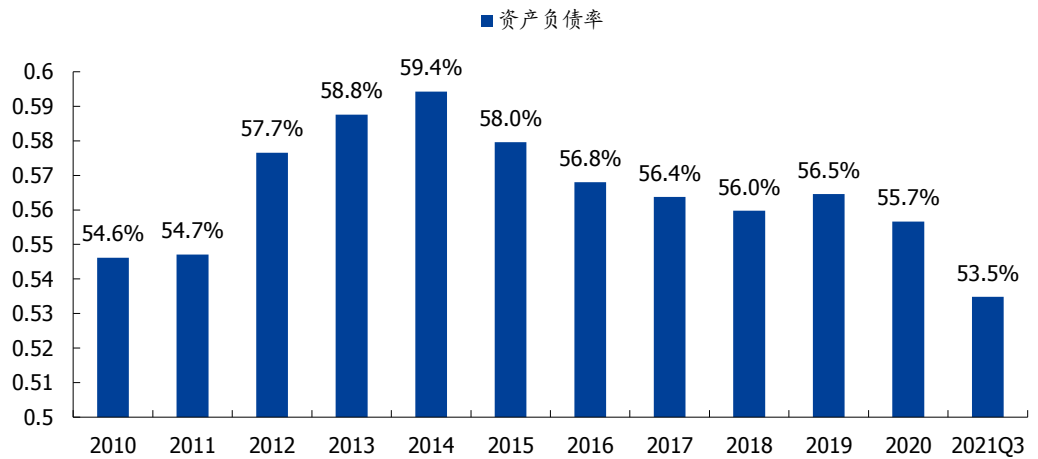
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 有色板块总负债变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

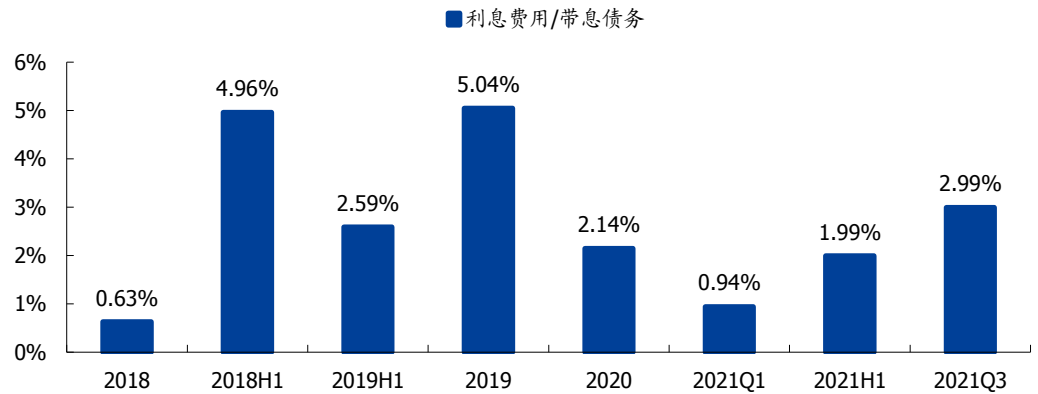
图表 16: 有色板块资产负债率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021H1 有色企业债务成本明显降低，低利率环境下企业运营压力有所缓解。2021H1 利息费用/带息债务录得 1.99%，同比降低 0.15pcts，年化后较 2020 年降幅达 0.74pcts。疫情冲击下国内出台多项逆周期调节政策，降准降息效果显著。有色行业作为重资产板块，自身经营情况对债务成本较为敏感，2021 年融资环境良好下企业融资成本明显降低。

图表 17: 有色板块利息费用/带息负债变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.5 行业杜邦分析: 净利率触底反弹与总资产周转率稳步回升带动 ROE 上扬

2021 年以来受益于行业高景气, 前三季度毛利率水平持续提升, 2021Q3 毛利率进一步提升至 10.98%。而企业降本增效与融资成本降低一同下压期间费用率占比, 进而提高销售净利率至 4.88%, 超过前次 2017 年高位。ROE 持续上涨至 10.15%, 主因销售净利率、总资产周转率同步提升。

图表 18: 有色行业杜邦分析及拆解

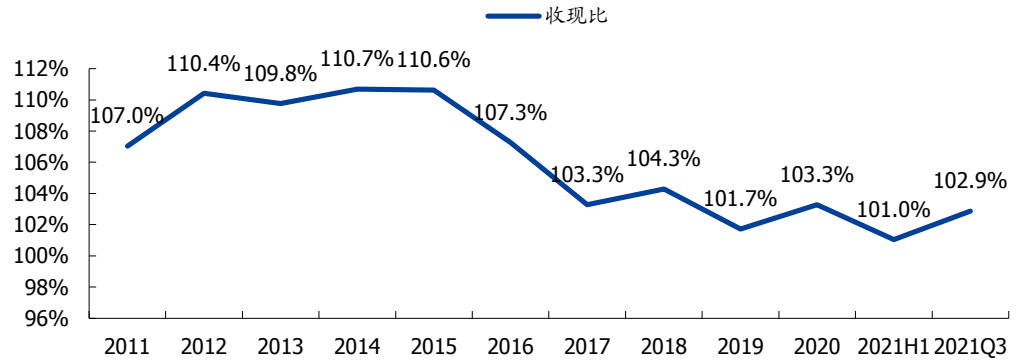
年份	ROE	ROA	毛利率	杜邦分析拆解		
				销售净利率	总资产周转率(年化)	权益乘数
2010	10.42%	4.73%	11.68%	4.54%	1.04	2.20
2011	12.66%	5.74%	12.06%	4.92%	1.17	2.21
2012	4.30%	1.82%	8.45%	1.64%	1.11	2.36
2013	5.40%	2.23%	6.87%	2.09%	1.07	2.42
2014	-0.27%	-0.11%	6.85%	-0.11%	1.03	2.46
2015	-0.18%	-0.08%	6.09%	-0.08%	0.95	2.38
2016	4.05%	1.75%	8.90%	1.89%	0.93	2.31
2017	6.65%	2.90%	10.91%	3.05%	0.95	2.29
2018	2.98%	1.31%	10.26%	1.34%	0.98	2.27
2019	1.89%	0.82%	9.09%	0.82%	1.00	2.30
2020	6.06%	2.69%	9.14%	2.50%	1.07	2.26
2021Q1	11.67%	5.11%	10.86%	4.52%	1.13	2.28
2021Q2	18.94%	8.52%	12.42%	6.25%	1.36	2.22
2021Q3	14.65%	6.82%	10.81%	5.19%	1.31	2.15

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021Q1-Q3 数据已年化处理

1.6 行业现金流情况: 经营现金回流情况良好, 投融资规模显著提升

我们通过企业销售商品提供劳动收到现金/营业收入比值(收现比)来衡量上市有色企业经营现金流回流情况, 2021Q3 收现比较 2020 全年下降 0.4pcts 下降至 102.9%, 较上半年有所提升, 整体维持较为健康水平。

图表 19: 有色板块收现比数据变动情况

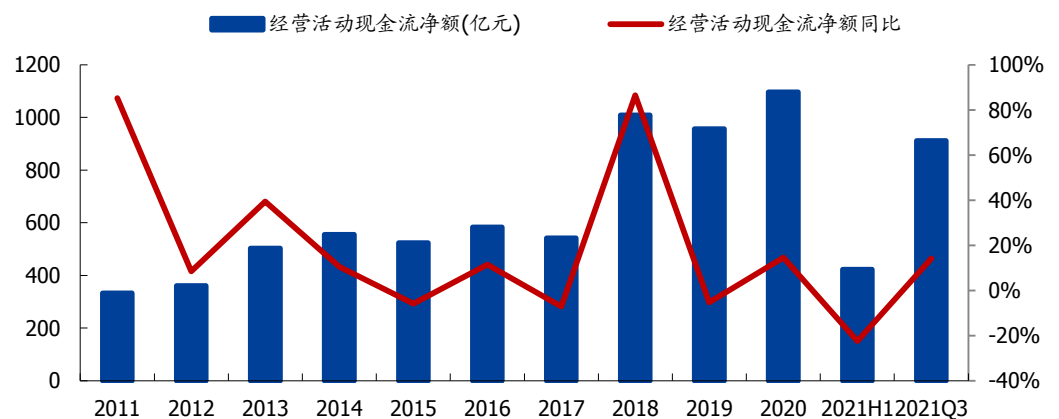


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

经营现金流持续改善, 投资力度显著增强, 筹资现金流大幅提升。(1) 经营活动现金流方面, 2021 前三季度同比提升约 14.1%, 而同期归母净利润同比增长 159.1%, 现金回款及预收金额大幅改善, 上下游资金回流明显好转; (2) 2021 前三季度投资活动现金净流出同比上升 11.8%, 显示出三季度板块投资力度增强, 规模扩张速度加速; (3) 筹资活动现金流方面, 2019 年受宏观经济增速下行影响, 有色企业筹资现金流净额 2010 年以来首次录得负值。2021 前三季度尽管受到疫情影响, 但有色企业积极把握低利率融资环境, 筹资净流入同比大幅提升 53.7% 至 419.27 亿元, 同时考虑到新债务利息成本明显降低, 四季度企业融资规模扩张或将延续。

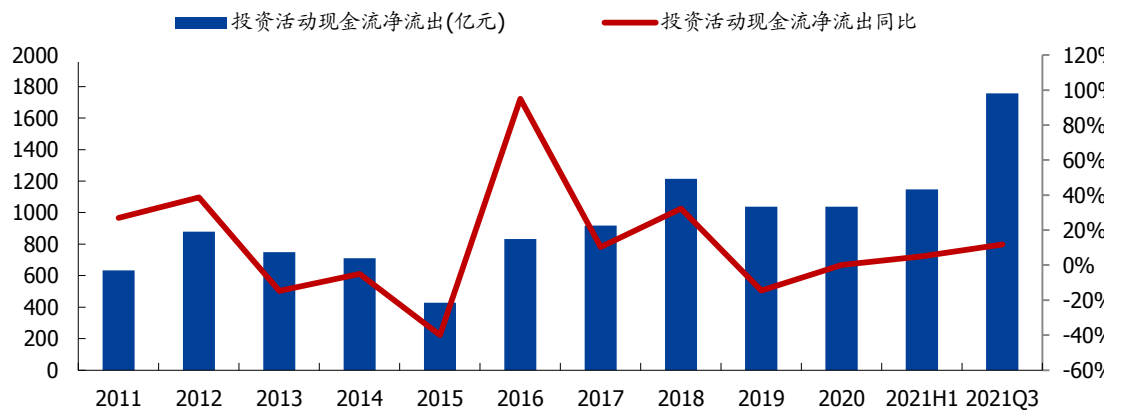
综合来看, 2021Q3 利润明显好转, 企业盈利能力大幅修复, 并维持健康现金流与投资水平。同时, 上市企业积极把握优质融资环境, 扩大投资份额, 实现逆周期扩张, 充分发挥上市企业优势融资渠道, 兑现长周期下的成长逻辑。

图表 20: 有色板块经营活动现金流净额变动情况



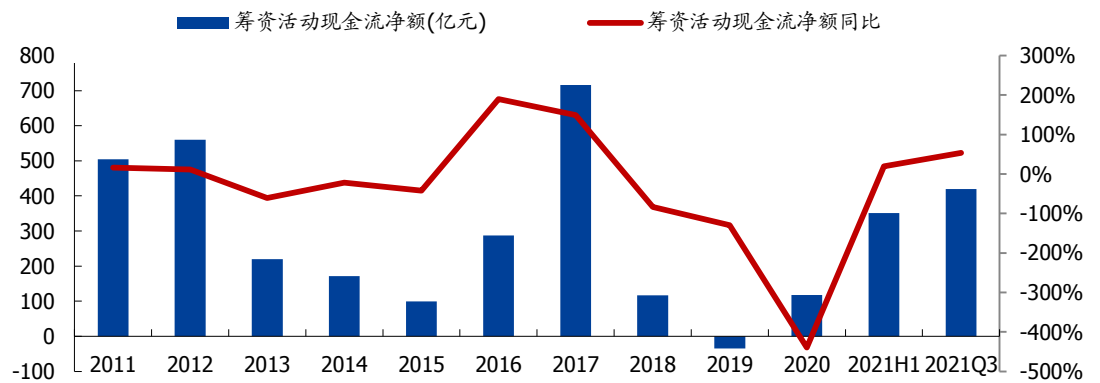
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 有色板块投资活动现金流净流出变动情况



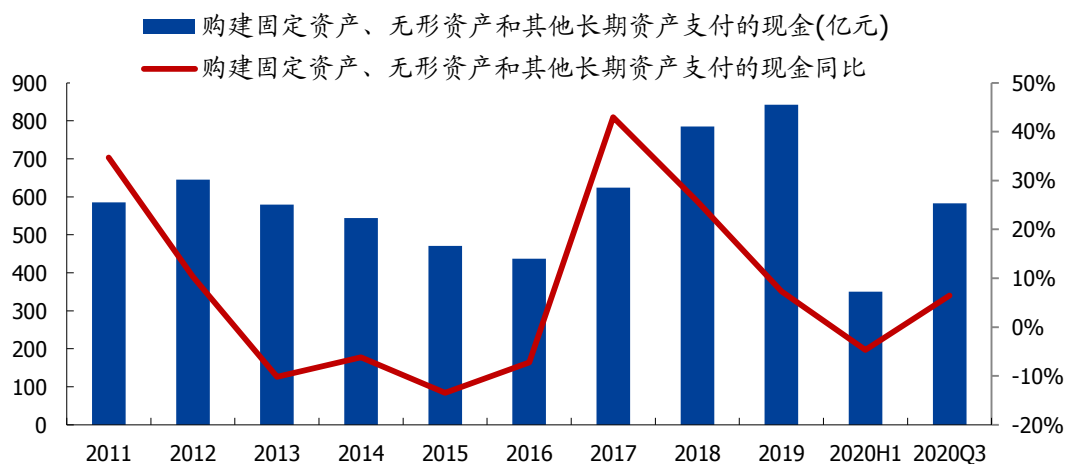
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 有色板块筹资活动现金流净额变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 有色板块构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金金额变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 细分板块概述

2.1 金属产品价格表现综述：整体价格高歌猛进，能源、稀有金属表现亮眼

- 工业金属：铜价高位偏强震荡，其他工业金属价格持续上涨。**整体来看，2021Q3 工业金属价格有所分化但普遍进入高位震荡区间，其中，铜价二季度突破 10000 美元/吨历史高位后，进入 8700-9500 美元/吨震荡区间运行；铝价三季度表现较为亮眼，主要受国内产能持续承压及动力煤、氧化铝等生产要素成本推升，Q3 价格上涨 13.30% 至 2859 美元/吨。受能耗双控和限电限产影响，工业金属 2021Q3 普遍表现为供需双弱格局，供给未见缓解，需求端“金九银十”预期较为乐观，基本面支撑力度仍存；宏观方面美联储 Taper 节奏、债务上限问题悬而未决，对市场情绪造成干扰；
- 稀有金属：稀土价格再创新高，钨、钼价格稳定增长。**2021Q3 稀有金属价格持续上涨，短期风险调控引起的回调范围较窄，整体来看战略资源预期向好。稀土各品种价格均创九年新高，后续四季度作为稀土传统需求旺季，新能源汽车、风电、节能变频空调等终端数据开始好转，叠加供给端加强管控限产调整，需求提振下稀土产品价格持续抬升动力充足；钨钼系工业金属价格整体呈现稳定增长，随着能耗双控及限电政策持续升级，钼矿供给受干扰，钼原料现货仓位有限，供应商报价仍有上调预期，但终端需求表现不佳，基本以刚需补货为主，价格增幅预期收窄。
- 贵金属：Taper 阶段性压制金价，高通胀&经济降速预期或再迎黄金超额回报窗口期。**三季度黄金价格出现震荡下行趋势，主要受美联储 Taper 预期的影响，疫情大放水后流动性将边际收紧，黄金价格小幅回调；白银价格兼具商品与金融属性，三季度工业需求不振压制银价；伴随 11 月 FOMC 会议 Taper 靴子落地，后续金价波动及价格趋势性变化将锚定加息预期、通胀演绎、全球央行收紧政策节奏等指标。供应链受阻导致物价及能源成本抬升为现阶段核心矛盾，或对后续流动性收紧政策形成催化。
- 能源金属：三季度能源金属价格大幅抬升，碳酸锂、氢氧化锂贡献主要涨幅。**镍钴锂作为新能源体系中关键原材料，具有金属类产品中最优质需求增量空间。锂作为新能源刚需品种，由于前期停产矿山复产进度与下游需求错配，三季度矿端成本提升推动锂盐价格大幅上涨；新能源板块持续超预期表现使得镍、钴品种库存持续下滑，支撑镍、钴价格三季度边际提升。

图表 24：主要金属产品当前价位及历史价格变动情况

金属品名称	单位	价格			年内最低值	年内最高值	价格振幅	年内均价	近三年均价	当前价格近三年分位线
		20211027	20210630	20201231						
工业金属										
LME 铜	美元/吨	9850	9385	7742	7742	10725	38.5%	9234	7265	92.83%
LME 铝	美元/吨	2704	2523	1978	1952	3180	63.0%	2434	2003	93.68%
LME 锌	美元/吨	3386	2946	2724	2539	3815	50.3%	2928	2604	98.30%
LME 铅	美元/吨	2430	2320	1972	1896	2504	32.1%	2177	2011	96.84%
LME 锡	美元/吨	38750	33460	20540	20540	39650	93.0%	31145	22758	98.54%
稀有金属										
钨精矿	元/吨度	2240	2310	1500	1510	2500	65.6%	1995	1760	83.40%
钼铁	万元/吨	16	15	10	10	17	63.6%	13	12	87.45%
钨精矿	万元/吨	11	10	9	8.7	11	30.5%	10	9	96.68%
仲钨酸铵	万元/吨	17	15	13	13.1	17	32.1%	15	14	100.00%
氧化镨钕	万元/吨	72	48	40	40	72	78.1%	54	39	100.00%

氧化镉	万元/吨	281	236	196	196	309	57.7%	259	203	93.93%
贵金属										
伦敦金现	美元/盎司	1796.3	1770.2	1897.5	1683.3	1949.2	15.8%	1797	1664	67.27%
伦敦银现	美元/盎司	23.96	25.77	26.49	21.53	29.59	37.4%	26	21	59.36%
伦敦现货铂	美元/盎司	1793.4	1763.6	1893.4	1678.0	1954.4	16.5%	1798	1264	76.49%
能源金属										
钴精矿	美元/磅	21	18	13	13	21	61.2%	18	18	99.83%
硫酸钴	万元/吨	9	8	6	6	10	76.0%	8	8	92.67%
电解钴	元/吨	40	37	27	27.25	41.1	50.8%	36	36	96.17%
锂精矿	美元/吨	1215	715	420	420	1215	189.3%	703	703	98.83%
碳酸锂	元/吨	194900	95750	53000	53000	194900	267.7%	99396	99396	99.83%
氢氧化锂	元/吨	195363	87510	53835	53835	195363	262.9%	102029	102029	99.67%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 各板块基本面表现及机构持仓情况

一: 细分板块杜邦分析

- **工业金属: 细分板块收入普涨, 铝板块毛利率领跑。**2021年三季度工业金属价格抬升与细分板块盈利呈现一一对应关系, 不同金属板块盈利受价格波动影响程度不同, 形成内部差异。铜价震荡上涨, 带动板块收入同比提升 33.56%至 3034 亿元, 毛利率微降至 6.8%, 同比下滑 0.1pct, 净利率同比增长 1.14pcts 至 3.66%; 电解铝价格三季度表现亮眼, 带动板块季度收入同比增长 43.59%至 1407 亿元, 毛利率修复至 16.7%, 同比改善 4.2pcts, 净利率增长 3.47pcts 至 6.36%。
- **贵金属: 贵金属业绩出现下滑, 板块盈利水平整体受限。**2021年三季度黄金板块业绩表现不佳, 从报表数据上看, 黄金板块营业收入、毛利率、净利率指标同比均出现下滑, 盈利水平整体下降, ROA 同比下滑 0.21pct 至 0.74%; 白银价格微降, 但企业业绩表现受价格波动影响小, 板块净利率同比有所提高, 贡献贵金属板块业绩涨幅; 白银盈利能力显著提升, ROA 同比上升 0.54pcts 至 0.49%, ROE 同比提升 0.48pcts 至 1.14%。
- **稀土板块: 三季度收入增长明显, 稀土盈利能力持续提高。**稀土产品价格已于 2020 上半年出现明显上涨趋势, 板块收入同比呈现两位数增长。步入三季度后, 板块收入延续同比高增速, 毛利率水平得到修复, 其中稀土磁材板块毛利率同比增加 1.6pcts 至 16.7%, 净利率明显提高至 9.16%, 同比提升 3.65pcts, 业绩增长主要由稀土板块贡献。
- **能源金属: 锂板块收入同比翻倍增长, 净利率同增超 30%。**钴锂价格显著抬升, 企业盈利能力得到充分兑现, 钴、锂板块均表现为高收入、高毛利、高净利的强业绩水平, 其中, 钴收入同比增长 29.46pcts 至 656 亿元; 锂板块收入同比增长 122.47%至 47 亿元, 毛利率同比增加 22.1pcts 至 42.2%, 净利率同比增长 36.77pcts 至 32.89%, 业绩表现突出, 盈利水平显著提升, ROA 同增 2.30pcts 至 1.95%。

图表 25: 有色行业子板块杜邦分析拆解 1

板块分拆	营业收入(亿元)				毛利率				净利率			
	2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY变化	2021Q3	YOY变化	2021H1	YOY变化	2021Q3	YOY变化
工业金属	8431	52.8%	4520	33.51%	9.0%	0.9%	9.4%	1.1%	3.54%	2.33%	3.93%	1.52%
铜	5900	50.1%	3034	33.56%	7.1%	0.5%	6.8%	-0.1%	3.07%	1.45%	3.66%	1.14%
铝	2412	51.8%	1407	43.59%	15.5%	4.4%	16.7%	4.2%	6.11%	4.66%	6.36%	3.47%
铅锌	632	33.7%	357	27.16%	9.8%	-2.0%	9.7%	-0.5%	4.63%	2.39%	4.07%	1.13%
锡	295	30.9%	138	4.33%	8.5%	0.2%	12.0%	4.8%	3.44%	2.28%	6.46%	4.27%
贵金属	1298	5.4%	718	-16.25%	8.2%	0.1%	8.6%	-0.9%	1.55%	0.61%	2.84%	0.50%
黄金	764	-10.5%	410	-24.68%	8.2%	0.0%	10.8%	-0.6%	1.48%	-1.93%	3.52%	-0.03%
白银	534	41.4%	308	-1.55%	6.3%	0.7%	5.7%	-0.6%	1.65%	6.30%	1.93%	1.69%
稀有金属	2418	59.9%	1345	38.58%	15.7%	-1.2%	15.9%	2.3%	7.38%	5.16%	9.29%	6.70%
稀土磁材	482	63.5%	295	54.09%	19.6%	4.4%	16.7%	1.6%	10.14%	5.20%	9.16%	3.65%
磁性材料	203	68.8%	124	49.45%	21.0%	0.7%	19.3%	-3.0%	9.04%	1.56%	8.75%	0.11%
稀土	279	59.9%	171	57.63%	18.6%	7.8%	14.8%	5.2%	10.94%	7.74%	9.46%	6.33%
能源金属	1311	57.2%	703	33.20%	13.3%	8.8%	10.7%	-1.7%	6.04%	4.46%	7.22%	4.66%
钴	1243	57.4%	656	29.46%	11.8%	4.8%	8.4%	-3.6%	4.98%	3.11%	5.37%	2.55%
锂	68	53.9%	47	122.47%	40.0%	1.7%	42.2%	22.1%	25.59%	29.11%	32.89%	36.77%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 有色行业子板块杜邦分析 2

板块分拆	ROA				权益乘数		ROE			
	2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	2021Q3	2021H1	YOY	2021Q3	YOY
工业金属	2.62%	1.96%	1.28%	0.64%	2.33	2.23	6.11%	4.48%	2.84%	1.28%
铜	3.17%	1.87%	1.52%	0.65%	2.38	2.34	7.54%	4.21%	3.55%	1.73%
铝	2.88%	2.40%	1.40%	0.94%	2.28	2.10	6.54%	5.31%	2.95%	1.46%
铅锌	2.50%	1.61%	1.17%	0.56%	2.07	2.05	5.18%	3.27%	2.40%	1.00%
锡	2.61%	1.89%	2.00%	1.31%	2.60	2.56	6.77%	4.85%	5.11%	4.20%
贵金属	0.83%	0.34%	0.66%	0.03%	2.06	2.08	1.71%	0.56%	1.37%	0.31%
黄金	0.68%	-1.15%	0.74%	-0.21%	1.93	1.98	1.32%	-2.59%	1.46%	0.44%
白银	1.15%	3.42%	0.49%	0.54%	2.41	2.35	2.77%	9.81%	1.14%	0.48%
稀有金属	3.58%	2.84%	2.03%	1.61%	2.11	2.04	7.55%	5.88%	4.15%	4.50%
稀土磁材	4.80%	3.09%	2.20%	1.14%	1.70	1.73	8.17%	5.38%	3.80%	3.56%
磁性材料	3.47%	1.45%	1.77%	0.33%	1.62	1.65	5.60%	2.59%	2.91%	1.01%
稀土	6.22%	4.85%	2.66%	2.04%	1.81	1.82	11.26%	8.76%	4.85%	2.72%
能源金属	3.09%	2.51%	1.48%	1.06%	2.39	2.33	7.38%	5.88%	3.44%	0.32%
钴	3.30%	2.42%	1.31%	0.61%	2.35	2.53	7.75%	5.66%	3.32%	1.71%
锂	2.51%	2.76%	1.95%	2.30%	2.50	1.90	6.29%	7.17%	3.70%	1.60%

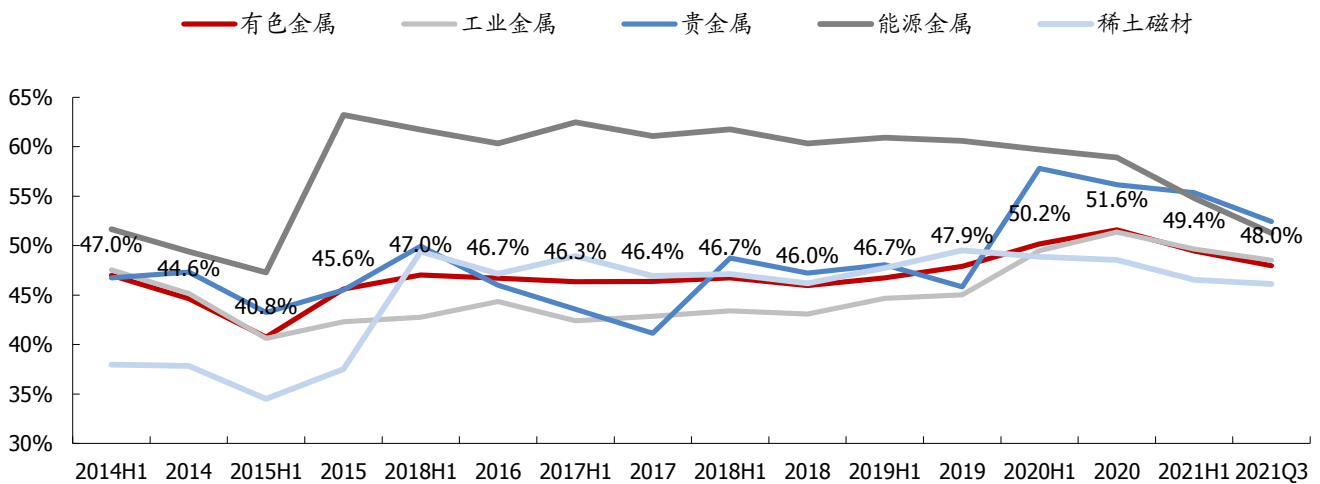
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二: 机构持仓情况

有色板块机构持仓占比在 2014 到 2020 年维持平缓上行趋势, 2021 小幅下滑, 2021Q3 微降至 48%。季度内各二级子板块持仓比重均有所下调。细分来看, 以钴锂为代表的能源金属作为新能源关键原材料, 2015 年开始受机构投资者关注, 持仓比例快速拉升至 40% 以上, 2017 年至今在能源金属价格经历急涨急跌的供需周期中持仓占比依然维持高位, 间接证明市场对钴锂板块热情以及坚信板块未来在业绩上的兑现。贵金属与工业金属配置趋势在时间轴上趋同, 但贵金属上升趋势与黄金、白银等价格在 2019H1 后持续

上涨形成对应。总体看，有色板块配置风格逐渐趋向于机构投资，期间机构配比与板块基本面变动基本一致，整体风格有望延续。

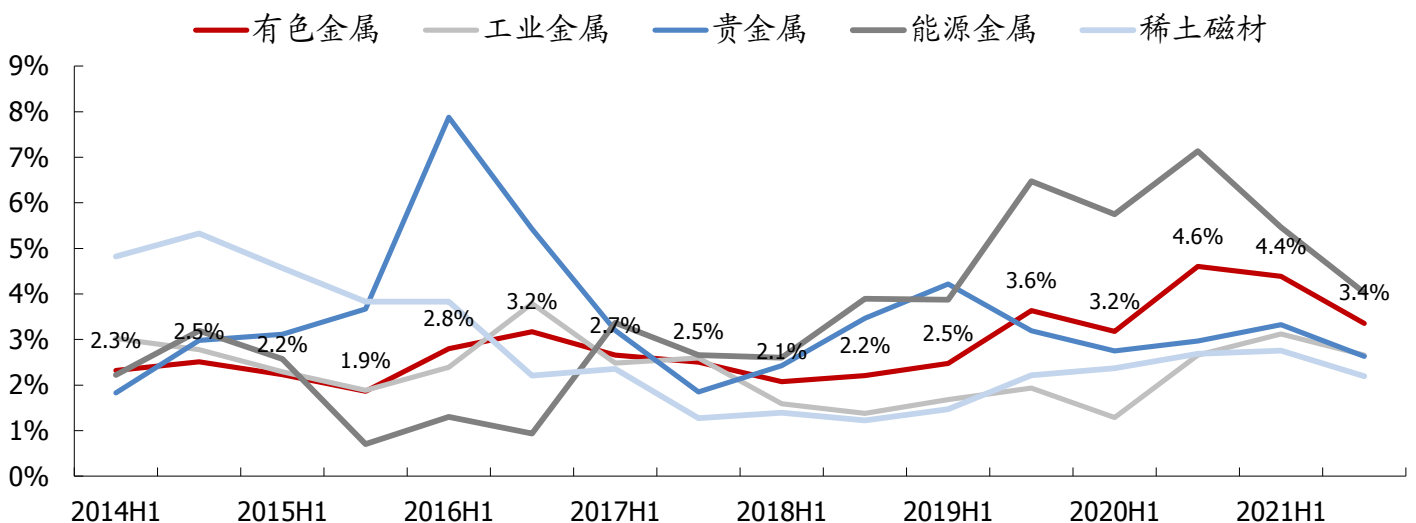
图表 27: 有色及二级子板块机构持仓比例变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021Q3 有色板块基金持仓变动情况与机构持仓趋势基本保持一致，整体均呈现出配比缩减走势，主要在 2-4% 配比区间波动。贵金属板块持仓自 2017 年以来重回上升趋势，振幅高于机构持仓变动，但 2019 年底金价延续上涨时基金配置比例出现小幅下跌，或与基金结构对贵金属企业业绩兑现能力存疑有关，2021 年以来该比例在 3% 附近波动；工业金属方面，在经历 2017-2019 年阶段性下滑后，2021 前三季度基金持仓比例趋于抬升，Q3 微降至 3.4%；后续随着新能源需求拉动能源金属整体价格，有望带动有色板块能源金属价格上涨，预计能源金属持仓比例将有望回升。

图表 28: 有色及二级子板块基金持仓比例变动情况



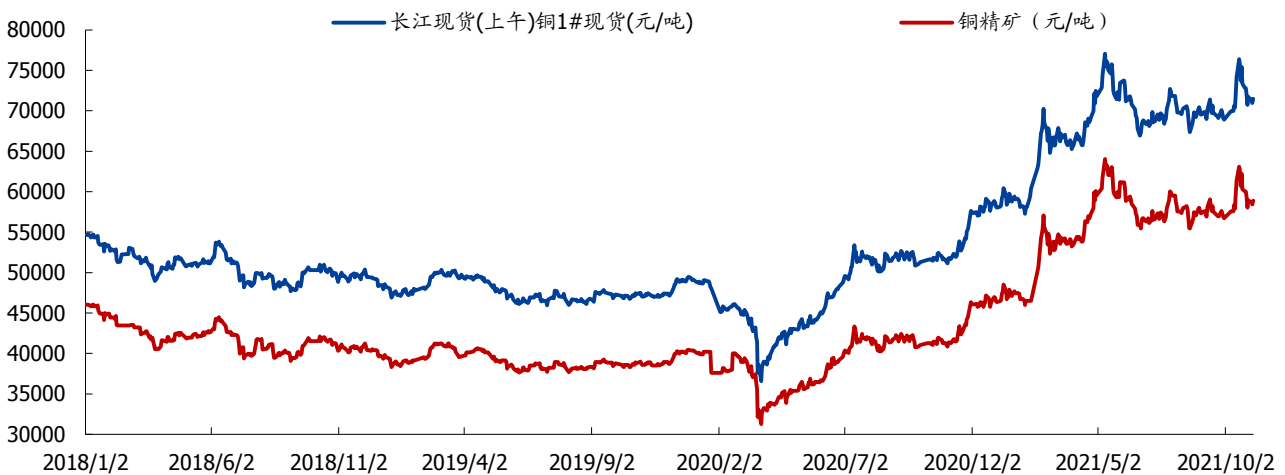
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.重点子板块概述

3.1 铜板块：基本面持续向好，看好板块未来业绩表现

Price in 美联储 Taper 预期后，市场短期交易主逻辑或由宏观逐渐转向供需基本面。年初在明确拜登政府将开启新一轮宽松周期后，铜价由震荡转为快速上涨，并伴随宏观经济修复与铜供需偏紧基本面格局下，LME 铜突破万美元水平达历史最高点，国内铜价上冲至 7.8 万元/吨历史性高位。三季度美联储对 Taper 具体执行时间存在分歧，宏观扰动与供给侧干扰下铜价维持高位震荡。11 月美联储 FOMC 公布 Taper 节奏符合市场预期，鲍威尔会上表态释放鸽派信号。宏观因素前期充分 price in，整体对市场冲击有限，预计四季度到明年上半年市场交易主逻辑将重回供需。供给端仍有强干扰，铜矿供应整体修复，但国内炼厂因硫酸胀库、运输、检修等问题生产恢复不及预期。需求端强驱动暂时欠缺，预计四季度铜价维持震荡行情。

图表 29：铜精矿及电解铜价格变动情况

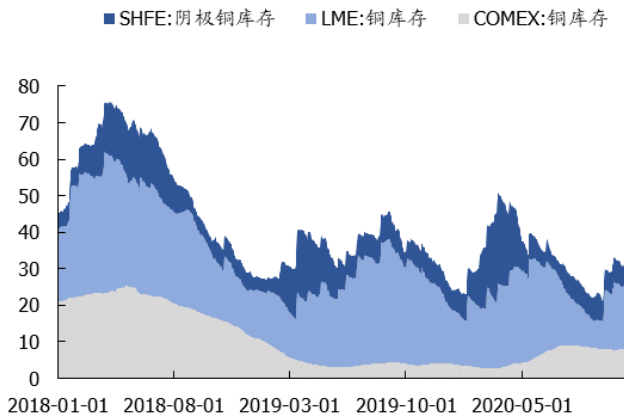


资料来源：Wind, 百川资讯, 国盛证券研究所

年内铜库存去库速率高于往年同期，目前维持历史低位。疫情影响叠加 9 月以来限电冲击，对铜供需两端均产生影响，结合库存水平看，供给端影响较大。供给侧，国内电解铜产量自 4 月见顶后持续回落，能耗双控顶层政策基调下国内铜冶炼开工水平年内难以修复；需求端海外工业水平持续复苏，需求端地产方面不容乐观，汽车芯片紧张问题仍未解决，欧洲金属镁又现短缺，需求上的驱动暂时欠缺。当前的支撑在于低库存状态，三大交易所库存及全球铜表观库存处于历史绝对低位，境外库存回落较快，国内库存减速较前期有所放缓，在看到国内库存明确转向前，期货市场仍有交易现货紧缺情绪。

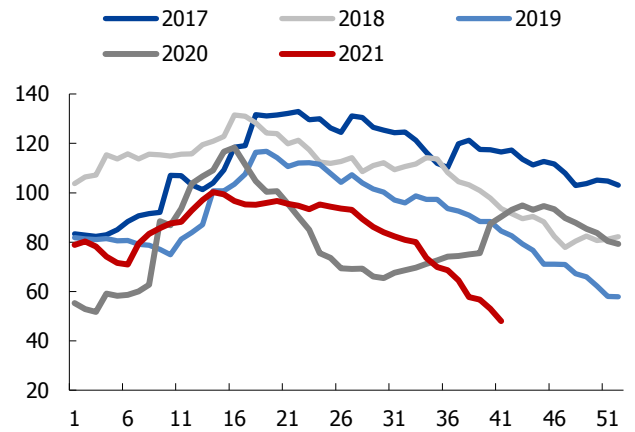
受铜矿供给逐步修复，TC 费用持续性回升。铜精矿冶炼与铜矿供给间存在供需管理，精矿供应修复时冶炼厂议价能力增强，TC 费用上升。前期受疫情干扰及罢工等影响，南美等国铜精矿供给持续受到干扰，而国内炼厂复工进度较快，因此承受铜精矿 TC 大幅下滑。伴随智利、秘鲁铜矿供给逐步修复，5 月下旬以来国内 TC 价格触底回升，9 月 CSPT（中国铜原料谈判小组）敲定 Q4 铜精矿采购地板价为 70 美元/吨，环比 Q3 增 10 美元/吨，铜精矿供应渐增叠加国内冶炼需求走弱，现货 TC 或将进一步上行，明年铜价或将面临原料放量压力。

图表 30: 三大交易所铜库存变动走势(万吨)



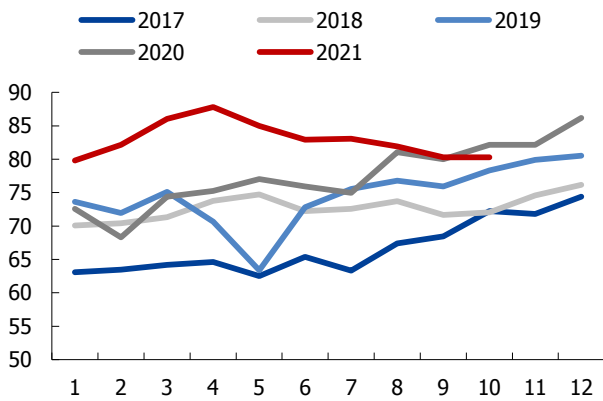
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 全球铜表观库存情况(万吨)



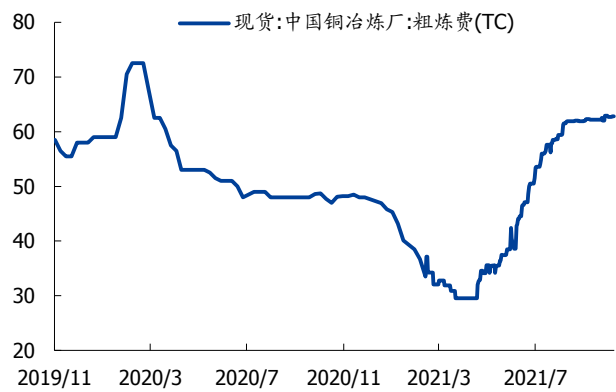
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 国内 9 月电解铜产量为 80.29 万吨 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 中国 TC 粗炼费变动情况 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

前三季度营收利润同步上升, 存货周转率显著提升, 资产负债率维持稳定。2021 前三季度铜板块企业收入增速明显上涨, 2021 前三季度/单三季度收入同比分别提升 44.0%/33.6%, 毛利率分别提升 0.8/0.6pct 至 7.0%/6.8%, 同时期间费用率延续较低水平, 净利率大幅提升至 3.3%/3.7%水平, 资产负债率稳中有降至约 57.3%水平。整体看, 铜企业盈利能力明显好转, 存货周转率与收现比维持良性区间, 证明企业当前现金流稳定。考虑到后续铜价有望维持高位区间运行, 我们预计板块业绩中期维度有望持续维持较高水平。

图表 34: 铜板块核心经营指标变化情况

指标	单位	2018	2019	2020	2021 前三季度	2021 单三季度
收入同比增速	%	8.3%	8.9%	29.5%	44.0%	33.6%
毛利率	%	6.6%	6.6%	6.2%	7.0%	6.8%
销售费用率	%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	%	1.4%	1.6%	1.3%	1.1%	1.1%
财务费用率	%	1.0%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%
研发费用率	%	1.2%	1.3%	1.1%	0.4%	-
合计期间费用率	%	4.1%	4.2%	3.3%	2.2%	-
净利率	%	1.3%	1.8%	2.0%	3.3%	3.7%
收现比	%	111.9%	111.2%	110.9%	110.5%	-
存货周转率	次(滚动)	9.10	8.83	9.05	9.98	-
资产负债率	%	56.2%	57.4%	57.6%	57.3%	-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

个股上表现分化, 资源型企业业绩明显修复, 深加工企业各有差异。大型铜矿开采冶炼企业如紫金矿业、江西铜业、洛阳钼业、云南铜业等收入同比均有明显上涨, 毛利率水平上半年明显改善, Q3 同比有所回落。楚江新材、博威合金、诺德股份等偏深加工企业收入呈正增长, 但净利润增速较低。

图表 35: 铜企业经营情况表现 1

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)				毛利率				归母净利润(亿元)			
		2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY	2021Q3	YOY
600362.SH	江西铜业	2267.9	54.3%	1102.0	37.6%	4.92%	2.40%	3.02%	-1.43%	30.43	308.3%	14.64	85.9%
601899.SH	紫金矿业	1098.6	32.1%	582.8	25.0%	14.48%	3.50%	15.35%	2.98%	66.49	174.6%	46.53	116.3%
603993.SH	洛阳钼业	848.2	81.4%	414.4	24.4%	10.61%	9.11%	6.44%	-6.61%	24.09	139.0%	11.50	91.1%
000630.SZ	铜陵有色	681.5	53.3%	324.6	19.2%	4.72%	0.30%	6.93%	2.05%	13.21	251.7%	11.29	214.7%
000878.SZ	云南铜业	593.2	47.2%	335.7	32.1%	4.34%	-0.81%	3.32%	-1.92%	2.52	-10.8%	2.69	65.1%
002203.SZ	海亮股份	331.0	41.8%	163.1	47.3%	3.91%	-1.04%	3.91%	-1.27%	6.22	71.1%	3.00	68.0%
601168.SH	西部矿业	191.2	41.8%	97.6	28.7%	18.94%	6.40%	21.19%	5.91%	14.11	307.2%	8.47	67.0%
002171.SZ	楚江新材	172.5	83.7%	99.0	56.1%	6.27%	-0.65%	6.07%	-2.29%	2.58	322.4%	1.49	9.0%
601137.SH	博威合金	49.7	29.3%	24.0	34.5%	14.05%	-3.31%	15.93%	-2.61%	1.63	-35.4%	1.00	-1.5%
600888.SH	新疆众和	39.9	70.1%	21.7	41.1%	11.73%	-1.57%	13.15%	-2.37%	3.22	140.1%	2.68	152.4%
000758.SZ	中色股份	34.5	7.2%	14.1	-9.3%	16.97%	-0.22%	13.81%	-4.51%	1.29	61.0%	0.21	168.0%
603979.SH	金诚信	21.4	19.9%	11.3	15.4%	27.29%	2.23%	25.99%	-3.99%	2.37	21.2%	1.16	44.0%
600110.SH	诺德股份	20.1	153.4%	12.2	114.9%	24.29%	1.11%	24.64%	3.35%	2.01	-1238.9%	1.20	8663.3%
688388.SH	嘉元科技	12.1	197.3%	7.8	103.9%	31.37%	9.33%	29.15%	3.33%	2.44	324.0%	1.50	154.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 铜企业经营情况表现 2

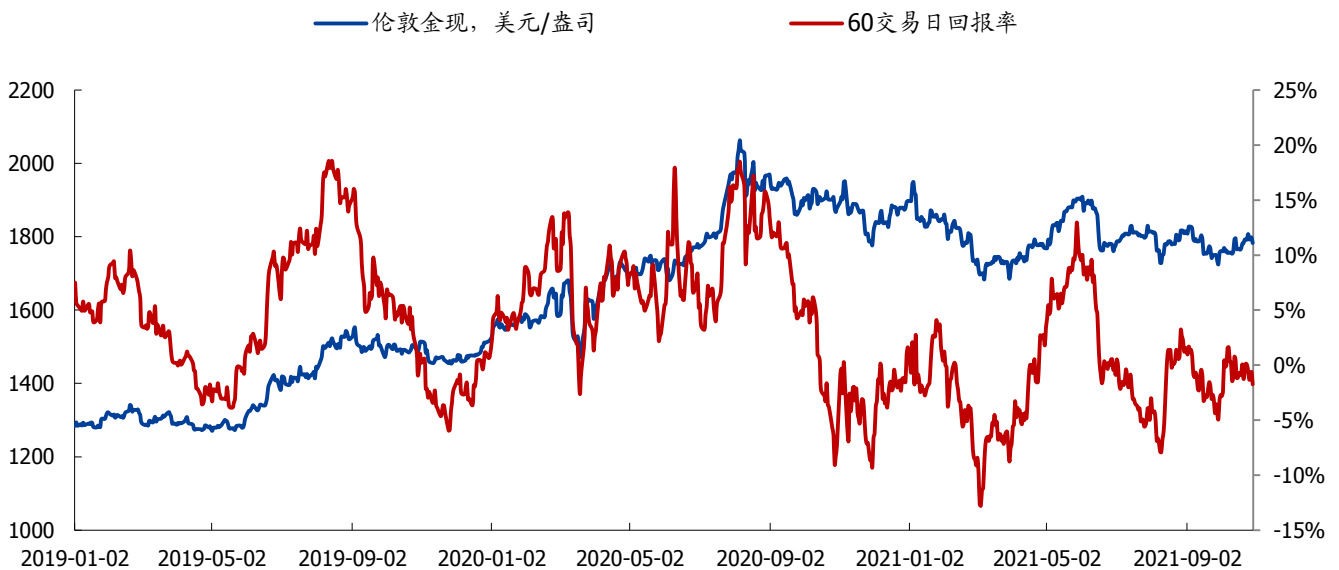
证券代码	证券简称	资产负债率		ROA				ROE			
		2021H1	2021Q3	2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY	2021Q3	YOY
600362.SH	江西铜业	55.7%	56.9%	2.06%	0.84%	0.95%	0.30%	4.98%	3.47%	2.23%	0.72%
601899.SH	紫金矿业	55.5%	54.8%	4.68%	0.74%	2.79%	1.11%	10.77%	6.00%	6.78%	2.59%
603993.SH	洛阳钼业	63.0%	65.9%	2.27%	0.85%	1.03%	0.45%	6.24%	3.76%	2.95%	1.47%
000630.SZ	铜陵有色	58.2%	55.3%	2.88%	1.23%	2.45%	1.68%	6.79%	4.75%	5.48%	3.57%
000878.SZ	云南铜业	72.6%	69.4%	1.59%	-0.43%	1.02%	0.18%	2.98%	-0.38%	2.99%	1.12%
002203.SZ	海亮股份	64.8%	63.9%	2.24%	0.07%	1.01%	0.33%	6.17%	2.35%	2.87%	1.02%
601168.SH	西部矿业	66.4%	63.7%	4.28%	1.79%	2.60%	1.33%	12.40%	8.96%	6.90%	2.21%
002171.SZ	楚江新材	53.2%	50.0%	2.28%	0.05%	1.26%	-0.05%	4.46%	3.35%	2.51%	0.08%
601137.SH	博威合金	50.3%	52.3%	1.65%	-2.82%	0.91%	-0.38%	3.12%	-3.38%	1.86%	-0.36%
600888.SH	新疆众和	51.5%	51.5%	2.63%	0.60%	2.06%	1.16%	5.86%	2.87%	4.28%	1.97%
000758.SZ	中色股份	57.5%	55.4%	1.29%	0.54%	0.23%	0.14%	2.78%	1.15%	0.45%	1.10%
603979.SH	金诚信	37.4%	35.9%	2.92%	-1.15%	1.42%	0.23%	4.89%	0.39%	2.29%	0.49%
600110.SH	诺德股份	55.9%	56.5%	2.49%	2.60%	1.43%	1.41%	5.74%	6.62%	3.26%	3.19%
688388.SH	嘉元科技	37.0%	40.0%	6.29%	2.10%	2.95%	0.86%	8.66%	6.36%	4.83%	2.48%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 黄金板块: 宏观情绪逐渐释放, 后续关注就业数据及通胀逻辑演绎

三季度金价呈现小幅下滑趋势, 后续金价仍由美元指数与债券利率主导。2021 金价在美国经济持续修复以及流动性收紧逐渐到来下进入震荡区间。11 月美联储 FOMC 议息会议已正式确定将于月内启动资产购买缩减, 规划将于 2022 年年中结束, 每月缩减额度将随经济增长情况与通胀变化动态调整。同时暗示目前谈及加息不合时宜, 有意切割 Taper 与加息间联系。9 月美国贸易帐录得-809 亿元, 较 8 月再次下滑 80.9 亿元。趋势上看, 美国制造业复苏趋势明显放缓, 而疫情影响弱化为服务业复苏提供机会, 消费提升与工业开工水平不足进一步提高当前美国贸易赤字, 同时降低对全球生产资料价格上行抵抗力, 而美联储对利率提升时点的谨慎提及暗示当前美国经济仍需货币 & 财政政策呵护。整体看, 本次 Taper 会议有效修复市场对美联储后续加息偏激进预期, 同时提高了市场延续高通胀判断。短期黄金有望迎来阶段性上行窗口期, 长期需关注后续全球加息节奏、通胀水平及全球经济趋势。若后续经济存下行压力, 则金价有望再迎平跑大宗资产行情。

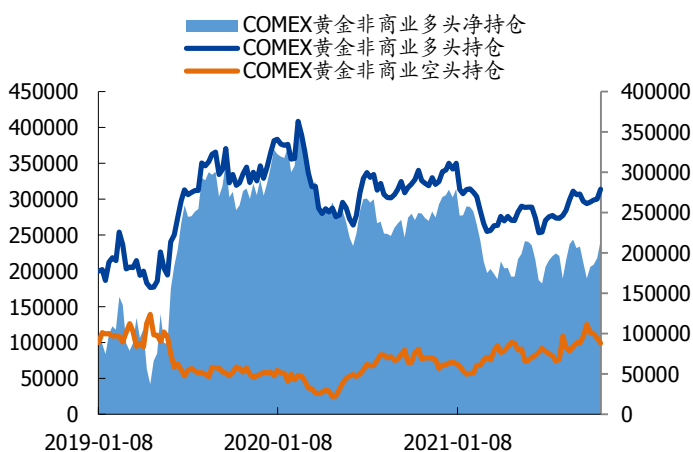
图表 37: 伦敦金价及 60 日回报率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

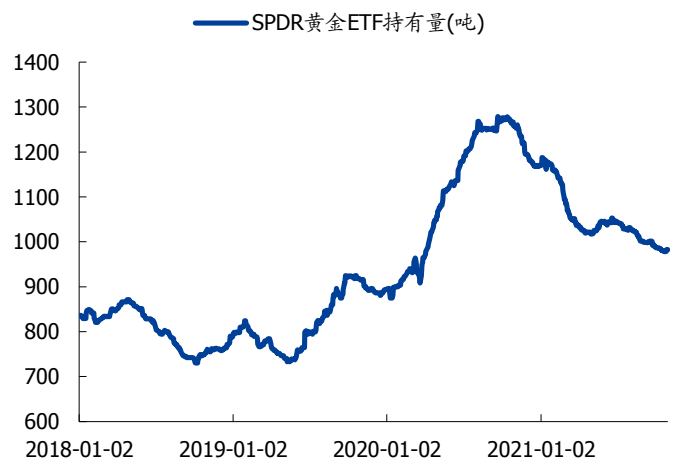
市场多头情绪有所恢复, 投资关注度持续增加。以 COMEX 黄金非商业净多头来反映资本市场投机者对黄金看涨情绪。从趋势上看, 2019 年以来净多头水平持续提升, 2021 年初多头持仓出现骤降, 趋势与机构持仓基本一致, 2021Q3 边际有所回升。其背后主要由多头数量上行推动, 市场空头仓位长期维持低位, 多头长期高位证明黄金市场投资活跃, 整体看多情绪浓厚。

图表 38: 期货市场非商业持仓变动情况 (张)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: SPDR 黄金持仓量变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

美国国债收益率稳步抬升, 隐含通胀突破 2.5% 关键点位后继续上行。我们以美国 5 年期国债收益率与 5 年期 TIPS 收益率差额反映市场投资者对通胀预期判断(隐含通胀率)。2021 年开始伴随美国政府杠杆提升及大额流动性释放, 隐含通胀率持续增长并压低实际利率。从趋势上看, 9 月以来隐含通胀已突破 2.5% 关键点位水平, 目前保守性的宏观政策调控后, 预计仍维持在 2.5% 水平附近, 黄金抗通胀属性将成为后续金价持续上涨的

核心要素。

图表 40: 美国 5 年期国债收益率及隐含通胀变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

黄金板块业绩边际回落，净利率水平再创新高。2021 前三季度黄金板块收入同比增速为 -16.0%，单三季度延续回落至 -24.7%，主因在于金价受宏观情绪压制。前三季度毛利率回落至 10.0% 水平，单三季度有所提升。期间费用实现 6.1%，仍处于下降通道，行业降本增效持续发力。整体看，黄金板块业绩仍在好转，金价虽有回落但整体仍处于高位，矿端企业赚钱效应较好，对应净利率与净资产收益率走高。

图表 41: 黄金板块核心经营指标变化情况

钴板块	单位	2018	2019	2020	2021 前三季度	2021 单三季度
收入同比增速	%	11.2%	13.0%	13.2%	-16.0%	-24.7%
毛利率	%	9.8%	10.2%	11.6%	10.0%	10.8%
销售费用率	%	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%
管理费用率	%	3.6%	3.4%	3.4%	4.0%	3.5%
财务费用率	%	1.6%	1.5%	1.2%	1.0%	1.1%
研发费用率	%	1.2%	1.2%	1.4%	0.8%	-
合计期间费用率	%	6.8%	6.6%	6.2%	6.1%	-
净利率	%	1.3%	1.8%	2.0%	3.3%	3.7%
收现比	%	105.9%	102.9%	103.0%	105.8%	-
存货周转率	次 (滚动)	4.73	4.85	5.14	4.71	-
资产负债率	%	48.2%	52.4%	47.2%	49.5%	-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

龙头矿企业绩部分提升，净资产收益率整体表现不佳。黄金板块企业业务模式主要可拆分为自有矿山开采与冶炼，由于黄金冶炼业务多数为固定加工费模式，收入与盈利对金价波动敏感度低，金矿开采贡献主要业绩弹性。上半年中金黄金、恒邦股份等大型矿企在收入上均同比改善显著，三季度业绩增速边际下滑，山东黄金主要受年初省内两起事

故影响开始安全检查，对公司业绩造成较大影响；毛利率水平看，银泰黄金、赤峰黄金表现较好，主因旗下矿山资源品位高，采矿成本管控良好。

图表 42: 黄金企业经营情况表现 1

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)				毛利率				归母净利润 (亿元)			
		2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY	2021Q3	YOY
600489.SH	中金黄金	263.1	38.7%	145.7	10.1%	11.58%	-1.85%	11.30%	-1.17%	9.02	74.9%	4.85	-7.0%
002237.SZ	恒邦股份	213.4	29.8%	104.6	-11.9%	5.12%	1.13%	5.67%	-1.00%	2.33	73.9%	1.16	39.2%
600547.SH	山东黄金	118.7	-64.1%	52.0	-71.7%	5.46%	-5.69%	14.85%	4.32%	-13.63	-218.2%	1.09	-84.2%
002155.SZ	湖南黄金	86.4	14.6%	52.8	48.6%	7.94%	1.08%	6.92%	-4.37%	1.81	97.7%	0.95	-15.3%
000975.SZ	银泰黄金	34.9	-8.3%	23.2	-10.5%	32.78%	5.98%	26.56%	3.28%	6.66	9.2%	3.72	7.6%
601069.SH	西部黄金	25.0	0.6%	9.5	-23.4%	3.37%	-3.69%	9.70%	1.94%	-0.50	-808.6%	0.31	21.1%
600988.SH	赤峰黄金	16.7	-36.8%	9.5	18.6%	38.48%	10.19%	22.26%	-24.71%	4.01	80.6%	1.50	-47.3%
600311.SH	ST 荣华	4.4	169.8%	2.9	57.2%	-5.83%	-3.16%	-7.22%	-22.55%	-0.69	-677.6%	-0.30	-367.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 黄金企业经营情况表现 2

证券代码	证券简称	资产负债率		ROA				ROE			
		2021H1	2021Q3	2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY	2021Q3	YOY
600489.SH	中金黄金	47.0%	47.4%	1.88%	0.7%	1.07%	-0.33%	3.78%	0.7%	1.98%	-0.42%
002237.SZ	恒邦股份	62.6%	64.3%	1.22%	0.4%	0.53%	0.07%	3.08%	0.2%	1.51%	0.13%
600547.SH	山东黄金	54.1%	56.1%	-2.03%	-3.9%	0.18%	-1.04%	-5.46%	-10.2%	0.37%	-2.47%
002155.SZ	湖南黄金	23.1%	23.2%	2.60%	1.3%	1.35%	-0.28%	3.48%	1.6%	1.78%	-0.44%
000975.SZ	银泰黄金	17.7%	21.8%	5.06%	0.1%	2.86%	-0.34%	6.74%	0.1%	3.70%	0.04%
601069.SH	西部黄金	41.6%	42.1%	-1.77%	-2.0%	1.04%	0.12%	-2.87%	-3.3%	1.78%	0.31%
600988.SH	赤峰黄金	39.3%	38.9%	5.68%	2.9%	2.06%	-1.52%	10.15%	3.4%	3.56%	-3.96%
600311.SH	ST 荣华	81.9%	86.4%	-8.80%	-7.9%	-3.89%	-5.11%	-39.78%	-38.4%	-24.61%	-26.44%

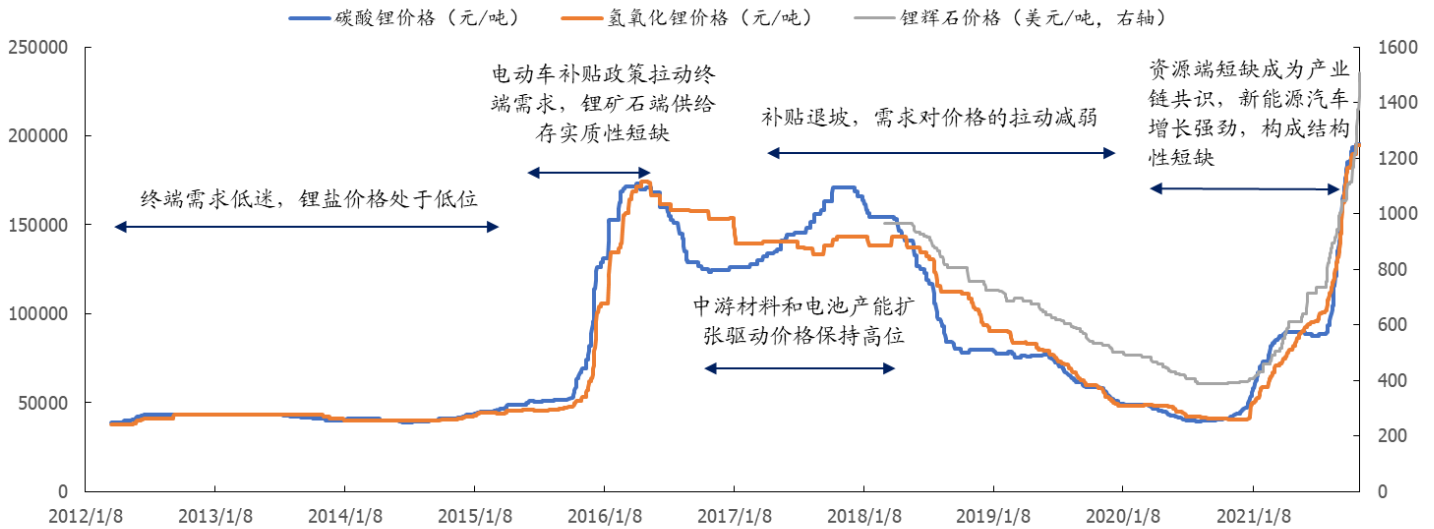
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3 锂板块: 碳酸锂加工端供需或将率先反转, 公司业绩底部修复

锂价呈周期性波动, 巨大波幅破坏行业生态, 供给稳定重要性凸显。对锂辉石及锂盐进行价格复盘, 2016-2018 年受益于电动车补贴政策拉动, 锂盐价格经历一轮上行周期。2018 年以后随着补贴退坡以及供给过剩, 锂盐价格持续走弱, 2020 年受疫情影响终端需求, 锂盐及锂精矿价格均跌至冰点, 锂精矿价格一度降至 375 美元/吨, 低于多数厂商成本线, 部分锂盐厂商也大规模停产减产。

锂价年内维持上行预期较强, 供需错配&精矿价格高企有望助推锂盐价格进一步走强。2020 年下半年随着国内率先恢复生产, 且双碳政策使得发展新能源车成为“刚需”, 而海外疫情持续扩散叠加部分资源/材料厂商停产产能难以恢复, 供需巨大缺口下锂盐开启新一轮上行周期。年内 Pilbara 三次精矿拍卖均远超当期市场价, 资源端来料短缺助推产业链利润逐渐向上游资源端转移, 精矿价格增速显著高于锂盐, 中游锂盐厂商成本承压。下游正极材料厂商积极扩产以及新能源车需求强势拉动下, 电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂现货价涨至 19.5 万元/吨历史高位, 供需错配&精矿价格高企有望助推锂盐价格进一步走强。

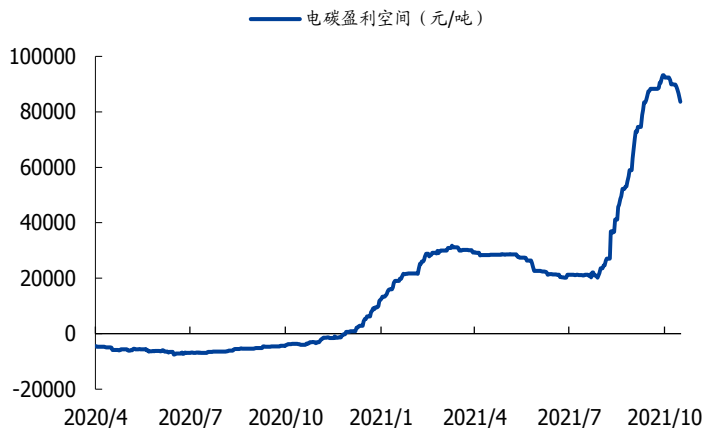
图表 44: 主要锂盐及锂辉石价格变动情况



资料来源: Wind, 百川资讯, 国盛证券研究所

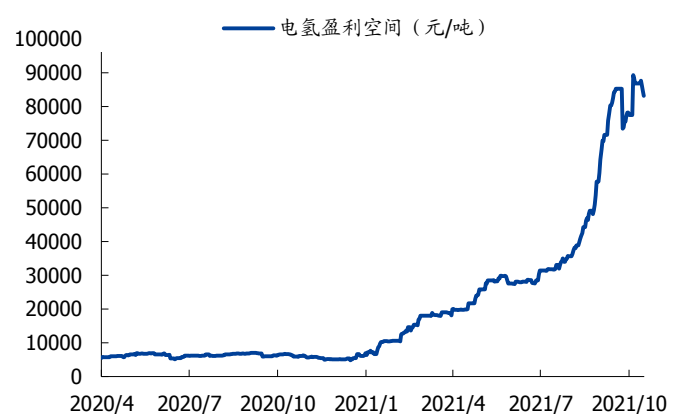
锂剔除锂辉石成本后，电池级碳酸收入水平 2020 年大部分时间处于亏损状态，下半年伴随锂盐价格回暖，盈利能力持续提升。分产品看，碳酸锂由于产能更高且上半年存在持续累库现象，二季度涨幅较氢氧化锂偏低。碳酸锂相较氢氧化锂更适用于磷酸铁锂以及低镍三元电池，伴随下游正极厂商加速扩产以及磷酸铁锂产能年内超越三元，碳酸锂库存高位回落，叠加精矿成本上升刺激，8 月以来碳酸锂开启新一轮价格涨幅，盈利空间大幅提升。氢氧化锂由于存在海外高品质需求，打入海外供应体系的龙头企业可通过产品溢价模式实现工艺水平变现，维持更高盈利水平。

图表 45: 电池级碳酸锂盈利空间 8 月开启新一轮上行周期



资料来源: 国盛证券研究所

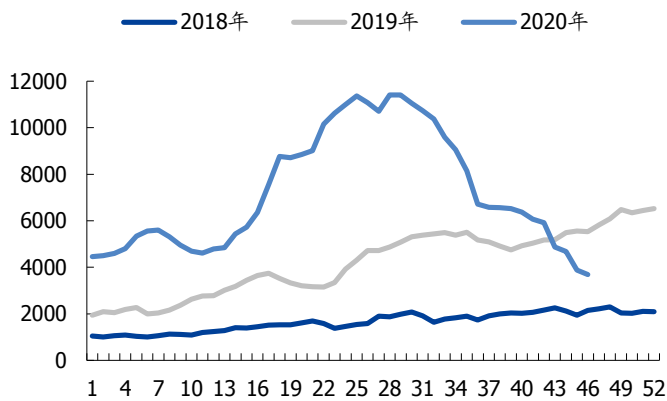
图表 46: 电池级氢氧化锂盈利空间年内持续提升



资料来源: 国盛证券研究所

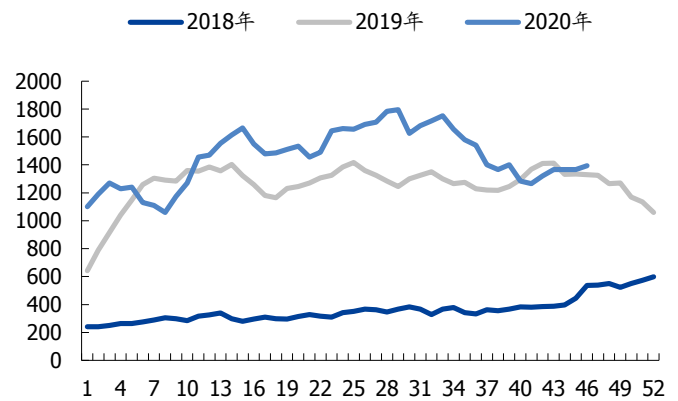
碳酸锂库存持续降低, 利好后续价格回升趋势。从库存水平看，碳酸锂库存量年中见顶，随后持续下滑，一方面澳洲锂辉石矿山产能恢复有限，并且几无新增矿山投产；另一方面动力电池及储能市场需求放量带来消费增长，国内前期积压库存快速出清。较大利润空间逐渐刺激上游厂商资源开发与复产进程加速，但整体到 2022 年底实际放量仍将难以满足需求增速，锂盐价格有望进一步上行。

图表 47: 国内碳酸锂生产商周库存变动情况 (吨)



资料来源: Wind, 百川资讯, 国盛证券研究所

图表 48: 国内氢氧化锂生产商周库存变动情况 (吨)



资料来源: Wind, 百川资讯, 国盛证券研究所

锂企业收入同比大幅回升, 毛利率、净利率水平重回高位。整体看, 锂盐价格年内持续上行, 带动企业营收及利润水平同步提升。2021Q3 锂板块收入同比上涨 122.5%, 毛利率水平提升至 42.2%, 期间费用率有所回落, 净利率水平大幅提升至 32.9%, 高于 2018 年水平, 行业高景旗下企业盈利能力持续好转。

图表 49: 锂板块核心经营指标变化情况

指标	单位	2018	2019	2020	2021 前三季度	2021 单三季度
收入同比增速	%	7.9%	-8.7%	-12.4%	76.2%	122.5%
毛利率	%	52.8%	38.7%	28.9%	40.9%	42.2%
销售费用率	%	1.2%	1.2%	0.9%	0.5%	0.4%
管理费用率	%	6.6%	7.3%	7.0%	5.5%	6.5%
财务费用率	%	5.9%	20.2%	16.5%	14.6%	16.7%
研发费用率	%	3.1%	3.5%	3.6%	2.1%	-
合计期间费用率	%	16.7%	32.1%	28.0%	22.7%	-
净利率	%	30.1%	-52.3%	-0.5%	28.6%	32.9%
收现比	%	96.2%	99.7%	85.3%	95.8%	-
存货周转率	%	2.59	2.19	2.01	2.37	-
资产负债率	%	68.4%	70.9%	67.0%	47.4%	-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

板块个股均迎来业绩修复, 上下游一体化&管理能力优异企业利润增速明显。营收增速看, 赣锋锂业、雅化集团、天华超净、西藏矿业等企业营收增速明显, 主要得益于行业高景气下量价水平同步提升, 部分前期亏损企业均实现扭亏为盈。手握优质资源型的盐湖股份、天齐锂业、盛新锂能、藏格控股等企业毛利率水平处于同行较优水平, 年内全板块 ROA、ROE 水平均显著提升。

图表 50: 锂企业经营情况表现 1

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)				毛利率				归母净利润 (亿元)			
		2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY	2021Q3	YOY
000792.SZ	盐湖股份	61.6	-36.0%	43.6	-27.4%	58.12%	28.27%	67.06%	40.78%	21.14	53.0%	16.01	117.6%
600499.SH	科达制造	45.6	47.7%	23.6	27.0%	24.49%	2.42%	27.36%	0.40%	4.09	406.4%	3.49	377.4%
002460.SZ	赣锋锂业	40.6	70.3%	29.8	98.5%	35.13%	15.77%	36.12%	18.16%	14.17	805.3%	10.56	507.0%
002756.SZ	永兴材料	30.5	36.4%	18.6	33.7%	15.31%	3.27%	18.08%	4.58%	3.03	85.3%	2.48	173.0%
002466.SZ	天齐锂业	23.5	25.1%	15.1	177.7%	51.15%	0.85%	56.56%	31.10%	0.86	-112.3%	4.44	209.2%
002497.SZ	雅化集团	21.2	64.4%	13.1	43.6%	32.64%	1.95%	43.09%	7.17%	3.30	151.0%	3.02	384.2%
300390.SZ	天华超净	14.3	87.9%	8.9	195.0%	39.37%	-9.30%	51.26%	19.45%	3.13	66.6%	2.38	464.6%
002176.SZ	江特电机	13.6	50.0%	6.6	34.8%	24.15%	10.63%	25.91%	7.82%	1.81	6445.1%	0.68	266.0%
002240.SZ	盛新锂能	11.3	50.6%	7.2	0.0%	34.63%	27.05%	49.05%	44.09%	2.91	-273.8%	2.48	13.6%
000408.SZ	藏格控股	11.0	23.9%	9.4	235.2%	39.86%	0.62%	61.81%	39.85%	4.45	-414.0%	3.80	103.1%
002738.SZ	中矿资源	8.7	68.5%	5.2	71.0%	46.25%	5.80%	53.47%	19.34%	1.73	130.8%	1.29	406.3%
002192.SZ	融捷股份	3.4	176.0%	2.1	208.0%	21.67%	-6.66%	25.75%	-0.18%	0.13	374.9%	0.14	1257.9%
000762.SZ	西藏矿业	2.3	59.7%	2.0	79.4%	33.48%	23.64%	63.49%	63.01%	0.43	-232.4%	0.85	968.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 锂企业经营情况表现 2

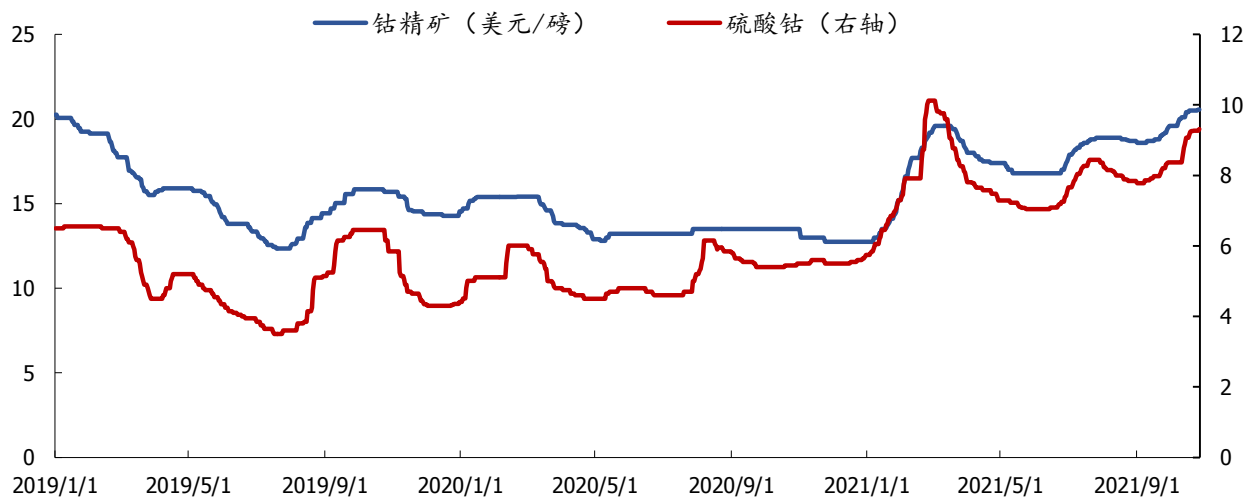
证券代码	证券简称	资产负债率		ROA				ROE			
		2021H1	2021Q3	2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY	2021Q3	YOY
000792.SZ	盐湖股份	64.7%	59.3%	10.83%	1.23%	7.61%	4.25%	40.77%	47.86%	21.51%	21.51%
600499.SH	科达制造	52.2%	51.0%	4.22%	1.89%	3.30%	2.26%	6.75%	5.21%	5.48%	4.23%
002460.SZ	赣锋锂业	29.8%	30.9%	5.61%	3.76%	3.37%	2.43%	9.79%	7.89%	5.63%	3.71%
002756.SZ	永兴材料	20.1%	20.3%	5.55%	0.33%	4.35%	2.54%	7.19%	2.46%	5.46%	2.92%
002466.SZ	天齐锂业	82.7%	60.6%	0.59%	1.87%	1.07%	1.67%	1.68%	12.17%	4.88%	11.56%
002497.SZ	雅化集团	21.5%	22.6%	4.87%	0.91%	4.10%	2.88%	6.11%	1.58%	5.16%	3.09%
300390.SZ	天华超净	37.9%	41.0%	12.11%	-5.54%	6.98%	4.09%	18.20%	-1.29%	9.93%	5.97%
002176.SZ	江特电机	65.0%	64.0%	3.67%	3.27%	1.34%	1.00%	10.93%	10.75%	3.82%	2.63%
002240.SZ	盛新锂能	28.1%	27.3%	6.15%	5.26%	4.26%	-0.04%	8.63%	14.65%	6.01%	-0.96%
000408.SZ	藏格控股	6.5%	10.4%	5.06%	4.58%	4.05%	1.94%	5.48%	7.29%	4.43%	2.06%
002738.SZ	中矿资源	28.8%	33.6%	3.44%	1.24%	2.45%	1.94%	5.17%	2.45%	3.55%	2.65%
002192.SZ	融捷股份	41.1%	42.3%	1.75%	1.61%	2.09%	1.92%	2.20%	1.72%	2.45%	2.26%
000762.SZ	西藏矿业	10.7%	11.8%	1.78%	3.87%	3.71%	4.27%	2.09%	3.66%	4.06%	4.55%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.4 钴板块: 钴价区间震荡, 企业利润率先好转

钴价维持偏强震荡, 后续或将稳定在合理区间。2021 年钴精矿价格震荡上行, 2021Q3 价格波动范围在 15-20 美元/磅水平, 呈现宽幅偏强震荡, 中游钴盐价格走势与钴原料基本一致。年内海内外新能源汽车产业发展迅速, 正极材料产能持续扩张, 钴系列产品库存持续走低。从成本角度看, 由于刚果地区矿山品位下滑等影响, 钴供给成本整体上移, 预计未来钴精矿均衡价格对应 20 美元/磅附近。

图表 52: 钴精矿及硫酸钴价格变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Q3 上市企业收入同比增速有所回落, 盈利水平维持高位。2021Q3 钴价高位回落后触底反弹, 对应板块收入同比提升 29.5%, 整体较前三季度增速有所下滑但仍维持较高水平, 前三季度毛利率大幅上涨至 10.7%, 单三季度有所回落, 净利率水平显著提升, 显示企业费用管控良好。

图表 53: 钴板块核心经营指标变化情况

钴板块	单位	2018	2019	2020	2021 前三季度	2021 单三季度
收入同比增速	%	22.5%	189.9%	40.3%	46.5%	29.5%
毛利率	%	35.1%	5.3%	7.9%	10.7%	8.4%
销售费用率	%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
管理费用率	%	3.3%	1.7%	1.5%	1.1%	1.2%
财务费用率	%	3.0%	1.6%	1.3%	0.8%	0.8%
研发费用率	%	1.6%	0.5%	0.4%	0.4%	-
合计期间费用率	%	8.5%	4.1%	3.2%	2.5%	-
净利率	%	17.1%	1.8%	2.4%	5.1%	5.4%
收现比	%	112.5%	108.4%	112.0%	105.2%	-
存货周转率	%	2.25	5.15	5.46	5.09	-
资产负债率	%	51.6%	56.8%	58.1%	60.4%	-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 54: 钴企业经营情况表现 1

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)				毛利率				归母净利润 (亿元)			
		2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY	2021Q3	YOY
300618.SZ	寒锐钴业	20.8	100.8%	10.9	82.3%	32.53%	14.40%	26.44%	-3.19%	3.56	474.0%	1.31	30.4%
603799.SH	华友钴业	142.9	57.9%	84.3	46.9%	20.56%	6.04%	19.46%	2.96%	14.68	319.9%	9.00	167.2%
603993.SH	洛阳钼业	848.2	81.4%	414.8	24.4%	10.61%	9.11%	6.44%	-6.61%	24.09	139.0%	11.50	91.1%
600711.SH	盛屯矿业	231.4	4.5%	141.5	32.9%	9.04%	6.62%	6.24%	0.75%	7.13	1813.0%	7.81	245.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 钴企业经营情况表现 2

证券代码	证券简称	资产负债率		ROA				ROE			
		2021H1	2021Q3	2021H1	YOY	2021Q3	YOY	2021H1	YOY	2021Q3	YOY
300618.SZ	寒锐钴业	32.4%	31.6%	5.72%	3.96%	1.96%	-0.23%	8.54%	5.16%	2.88%	-0.65%
603799.SH	华友钴业	47.7%	54.3%	4.55%	3.13%	2.17%	0.83%	10.92%	6.87%	5.16%	1.65%
603993.SH	洛阳钼业	63.0%	65.9%	1.93%	1.08%	1.03%	0.45%	6.24%	3.76%	2.95%	1.47%
600711.SH	盛屯矿业	50.7%	50.2%	2.92%	2.75%	4.02%	2.87%	6.43%	6.03%	6.53%	4.12%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.投资建议

新能源需求增速夯实, 供应链赋能&资源属性加持下, 上游金属及新材料价值凸显, 资源&一体化项目将为投资主线。新能源车步入渗透率 5%-30%需求爆发期, 终端需求快速上行与下游产能持续落地, 原料端“保供”问题成行业新热点。资源端放量明显滞后于下游需求, 上游关键金属供需预计长期呈供不应求状态, 有色企业现有资源价值将充分兑现, 而具备资源+一体化项目公司有望进一步展现产业链协同实力。**建议关注: 天华超净、华友钴业、西藏矿业、赣锋锂业、盛屯矿业、天齐锂业、雅化集团、厦门钨业、厦钨新能、盐湖股份、寒锐钴业、金力永磁、浙富控股、北方稀土、科达制造、永兴材料。**

“能耗双控”政策红线下再生铝赛道革新; 高端金属材加工迎投资机遇。“能耗双控”管控基调下再生金属发展意义重大, 再生铝赛道兼具成长空间与结构化发展机遇。上游原料分类收集布局、废铝出水率提升以及成品保级利用为行业发展重点, 在废铝细分品位可回收总量有限情况下, 产业先入优势显著; 铜铝赛道消费升级&应用场景分裂式延伸, 车用铝板、铝箔铜箔将迎大幅放量周期, 高端化产品认证与供应链稳定要求确保产业壁垒与客户粘性, 先入企业更具发展远景。**建议关注: 明泰铝业、南山铝业、海亮股份、怡球资源、索通发展。**

海外收储为资源企业核心发展趋势, 具备海外收储实力企业有望展现长期成长价值。在资产价值全球化定价趋势下, 海外资源较国内矿山兼具高性价比&增长潜力, 而海外资源自勘探、可研至建设、运营, 将多维度考验企业管理运营能力, 人才积淀、资本运作、全流程管控为企业核心实力。**建议关注: 紫金矿业、洛阳钼业、赤峰黄金、金诚信。**

风险提示

宏观经济超预期变动风险: 全球疫情冲击的后续影响还将逐渐显现, 众多经济领域仍存较大不确定性, 若后续宏观经济超预期波动, 则将影响多类有色金属价格变动, 影响板块业绩。

国际地缘政治变动风险: 当前美国大选仍存变数, 对华态度与贸易政策较难推测, 逆全球化仍有可能推行, 进而影响国内金属产品需求, 波及企业业绩。

全球主要经济体宏观调控政策不及预期风险: 当前多国疫情形势再次严峻, 新一轮量化宽松政策推行与实体经济复苏或再次受牵连, 导致政策落实力度变差, 降低经济复苏预期, 进而影响有色企业经营情况。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com