

有色金属行业 2021 年报&2022 年一季报业绩回顾：

盈利能力至十年巅峰，业绩增速仍维持高位

核心观点：

- **有色金属行业上市公司 2021 年营业收入同比增长 34.96%，归母净利润同比增长 158.29%；2022Q1 营业收入同比增长 54.33%，归母净利润同比增长 130.28%。**在全球经济持续复苏、以美联储为首的央行维持市场充裕流动性以及国内能耗双控的宏观与产业背景下，有色金属行业供需共振刺激有色金属价格在 2021 年全年维持着强势上涨的走势，使 2021 年全年有色金属行业上市公司的业绩增速大幅增长。2022Q1 尽管国内经济动能逐步减弱，美联储为首的全球央行准备收缩市场流动性，但俄乌冲突的突然升级，促使能源价格与粮食价格共振上涨，全球通胀持续压力上行。在通胀与西方对俄制裁扭曲全球有色金属供应链体系的催化下，有色金属价格获得支撑，继续在高位维持上涨的趋势，这使有色金属企业业绩在去年高基数基础上再获提升，2022Q1 有色金属行业业绩仍然保持高增长的态势。
- **有色金属行业整体 ROE 环比大幅上行，创下 10 年来新高。**2022Q1 有色金属行业整体 ROE 水平再度环比提升 1.19 个百分点至 3.68%，创下 2011Q2 以来的新高。从杜邦分析的结果来看，销售利润率从 3.56% 提高到 5.31%，影响 ROE 为 1.21 个百分点，是 ROE 提升的最核心因素。此外，有色金属行业整体权益乘数从 2021Q4 的 2.14 上升至 2022Q1 的 2.15，提升 ROE 水平 0.01 个百分点。而有色金属行业整体资产周转率从 2021 年四季度的 0.33 下降到 2022 年一季度的 0.32，拖累 ROE 下降 0.03%。
- **有色金属行业行业现金流状况大幅改善。**有色金属行业整体 2022Q1 经营净现金流较 2021Q1 同比大幅增加 135.74%。有色金属行业 2022Q1 经营性现金流量占收入比因季节性原因较 2021Q4 环比下滑 5.03 个百分点至 3.23%，但仍高于 2015 年以来一季度的同期数据，显示有色金属行业上市公司 2022 年一季度的营业收入含金量较高。
- **投资策略：**全球锂资源紧缺持续，Pilbara 锂精矿拍卖成本的驱动下半年锂盐价格仍将在高位，在疫情改善产业链下游复工复产且进入需求旺季后，预计锂盐价格有望重回前期高点。在经历近期板块集体性的大幅下杀后，锂行业多数个股 22 年估值已普遍低于 10x，锂板块整体处于低估状态，且从基金一季报反映锂赛道板块的拥挤程度已大幅减缓。一旦市场情绪回暖，叠加下游逐步复工复产，以及市场对高锂价可持续预期的改善，锂板块有望迎来强势反弹，建议关注赣锋锂业（002460）、天齐锂业（002466）、中矿资源（002738）、永兴材料（002756）、盛新锂能（002240）、融捷股份（002192）、江特电机（002176）。国内稀土进口矿与废料回收减少，原材料供给不足导致分离企业开工率有所下降，预计 5-6 月国内稀土氧化物产量供给整体将进一步减少。而随着疫情受控，磁材企业开工率将回升提升稀土需求。在供需共振、库存紧张、年底政策催化预期下，预计 5 月稀土价格将迎来拐点，稀土企业业绩有望在 Q2 下旬边际上行，建议关注北方稀土（600111）、盛和资源（600392）、五矿稀土（000831）。4 月底的政治局会议明确要实现全年经济社会发展预期目标，基建与房地产或将成为今年稳增长的主要推手，建议关注房地产与基建链条上游工业金属板块龙头企业紫金矿业（601899）、西部矿业（601168）、铜陵有色（000630）、南山铝业（600219）、神火股份（000933）、云铝股份（000807）。

有色金属行业

推荐 维持评级

分析师

毕立

☎：(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 2021 年年报及 2022 年一季报业绩概览.....	2
(一) 有色金属行业业绩持续高增长	2
(二) 净利润增速分布仍向头部集中，高基数下业绩增速有所回落.....	2
二、有色金属行业 2021 年年报&2022 年一季报业绩分析：销售利润率推动 ROE 大幅提升，行业现金流状况大幅改善	4
(一) 业绩大幅增长，但增速或已至顶峰	4
(二) 有色金属行业整体 ROE 水平再度提升创下 10 年来新高.....	6
(三) 销售利润率的提升是 ROE 环比大幅上行的主要原因	7
(四) 毛利率的上行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 2022Q1 毛利率提升	9
(六) 行业存货周转天数环比上行但仍处于历史低位	10
(七) 行业现金流状况大幅改善	11
(八) 估值低于历史平均水平	13
三、投资策略	14
四、风险提示	14

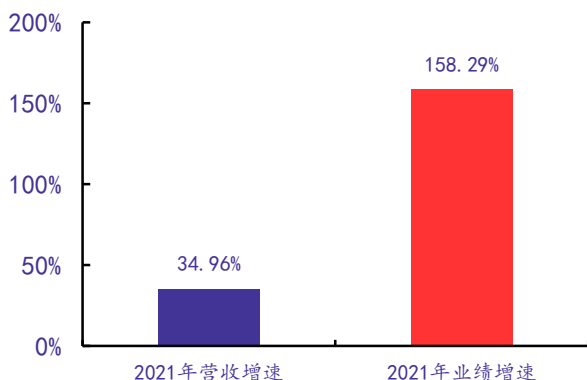
一、有色金属行业 2021 年年报及 2022 年一季报业绩概览

(一) 有色金属行业业绩持续高增长

有色金属行业上市公司 2021 年营业收入同比增长 34.96%，归属于母公司股东净利润同比增长 158.29%；2022Q1 营业收入同比增长 54.33%，归属于母公司股东净利润同比增长 130.28%。我们将 2021 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。在全球经济持续复苏、以美联储为首的央行维持市场充裕流动性以及国内能耗双控的宏观与产业背景下，有色金属行业供需共振刺激有色金属价格在 2021 年全年维持着强势上涨的走势，使 2021 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 2021 年营业收入同比增长 34.96%，业绩同比增长 158.29%；有色金属行业 2020Q4 单季度营业收入同比增长 31.82%，业绩同比增长 78.10%。

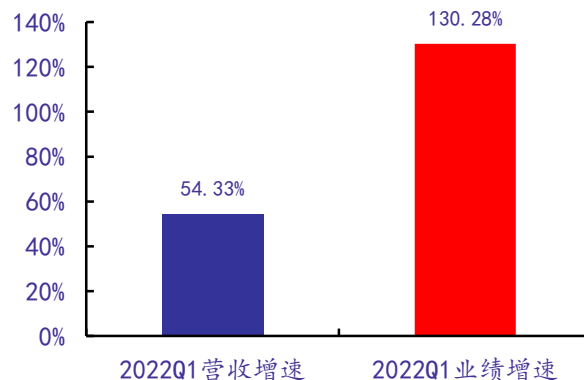
而 2022 年一季度尽管国内经济动能逐步减弱，而以美联储为首的全球央行准备收缩市场流动性，但俄乌冲突的突然升级，促使能源价格与粮食价格共振上涨，全球通胀持续压力上行。在通胀与西方对俄制裁扭曲全球有色金属供应链体系的催化下，有色金属价格获得支撑，继续在高位维持上涨的趋势，这使有色金属企业业绩在去年高基数的基础上再获提升，2022Q1 有色金属行业业绩仍然保持高增长的态势。有色金属行业上市公司 2022Q1 营业收入同比增长 54.33%，业绩同比增长 130.28%。

图 1：2021 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

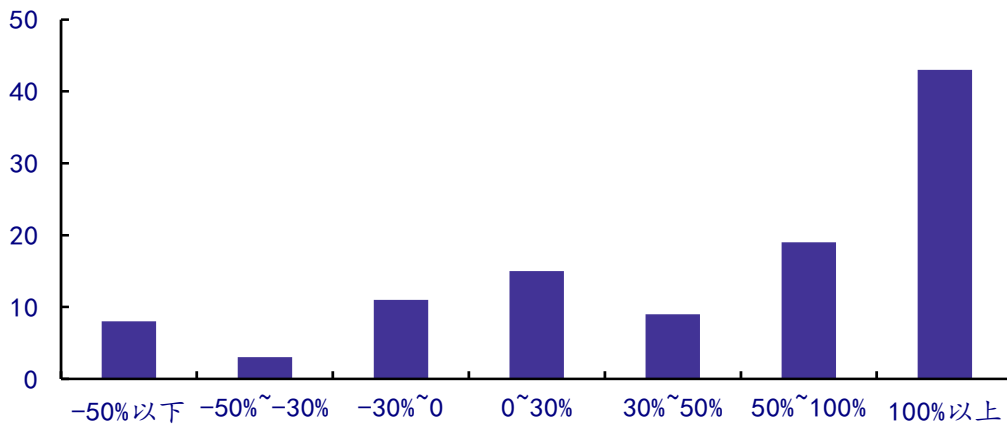
图 2：2022Q1 有色金属行业营业收入增速与业绩增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 净利润增速分布仍向头部集中，高基数下业绩增速有所回落

有色金属行业上市公司 2021 年超半数上市公司业绩增速在 50% 以上。整体来看，2021 年有色金属行业上市公司的业绩呈现明显的增长趋势，大部分上市公司业绩出现大幅增长。2021 年业绩增长超过 100% 以上的有色金属上市公司共有 43 家，占总数比例为 39.81%，是占比最多的一个区间。2021 年业绩同比上升的上市公司数量为 86 家，占总数比例为 79.63%；同期业绩增速在 50%-100% 区间之内的公司共有 19 家，占总数的 17.59%。而有有色金属上市公司 2021 年业绩同比下滑的有 22 家，占比 20.37%。

图 3：有色金属行业上市公司 2021 年业绩增速分布


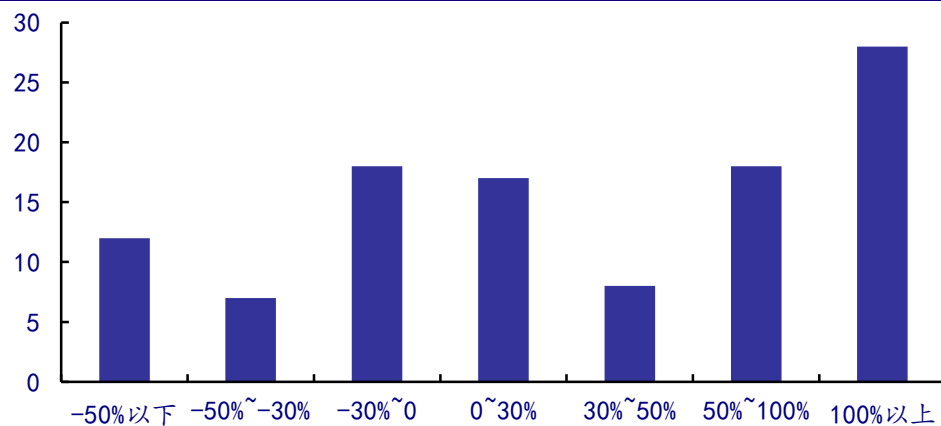
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：超过一半以上有色金属行业上市公司 2021 年业绩增速在 50% 以上

业绩增幅	-50%以下	-50%~-30%	-30%~0	0~30%	30%~50%	50%~100%	100%以上
家数	8	3	11	15	9	19	43
占比	7.41%	2.78%	10.19%	13.89%	8.33%	17.59%	39.81%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2022Q1 有色金属行业上市公司业绩分布总体仍集中于头部，但边际上分布区域有向腰部转移的现象，显示在高基数下业绩增速有所回落。2022Q1 有色金属行业上市公司业绩增长幅度超过 100% 的公司仍是分布占比最大的区域，共有 28 家，占总数比例为 25.93%；而业绩增速在 50%-100% 区间的公司共有 18 家，占总数的 16.67%。2022Q1 有色金属行业上市公司业绩增速在 0%-30% 与 -30%-0% 区间以内的公司分别有 17、18 家，占比为 15.74%、16.67%。2022Q1 业绩同比下滑的上市公司数量扩大至 37 家，占总体的比例的 34.26%。

图 4：有色金属行业上市公司 2022Q1 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 2022Q1 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	12	7	18	17	8	18	28
占比	11.11%	6.48%	16.67%	15.74%	7.41%	16.67%	25.93%

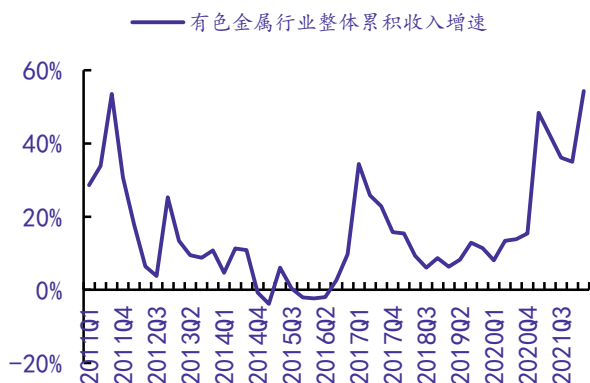
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、有色金属行业 2021 年年报&2022 年一季报业绩分析: 销售利润率推动 ROE 大幅提升, 行业现金流状况大幅改善

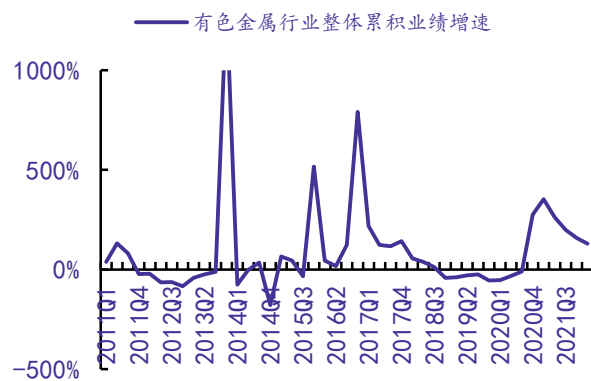
(一) 业绩大幅增长, 但增速或已至顶峰

2021 年&2022Q1 有色金属行业整体净利润同比大幅增长, 但业绩增速或已至顶峰进入下行阶段。有色金属行业上市公司 2021 年年报营业收入同比增长 34.96%, 归属于母公司股东净利润增速同比增长 158.29%。而 2022 年一季报有色金属行业收入同比增速 54.33%, 归属于母公司净利润增速为 130.28%。

综合来看, 2021 年在经济逐步复苏与充裕流动性的支撑下, 有色金属下游需求旺盛, 叠加双碳战略对供应端的限制, 有色金属价格持续上涨走高, 驱动了有色金属行业上市公司业绩在高基数的情况下仍在不断增长。而 2022Q1 俄乌冲突的激化使全球通胀压力上行并扰动全球有色金属供应链体系, 刺激了有色金属价格继续上行。虽然有色金属作为上游行业对涨价的传导更为顺畅、有一定抗通胀属性, 有色金属价格的上行有利于有色金属企业的收入与利润, 但通胀压力下能源与原材料价格等成本端的上涨对有色金属产业链中游冶炼企业的盈利提升仍有较大限制, 再叠加业绩高基数的影响, 使有色金属行业收入增速在 2022Q1 仍处于上行阶段, 但同期净利润增速却已至顶峰并出现了下行趋势。

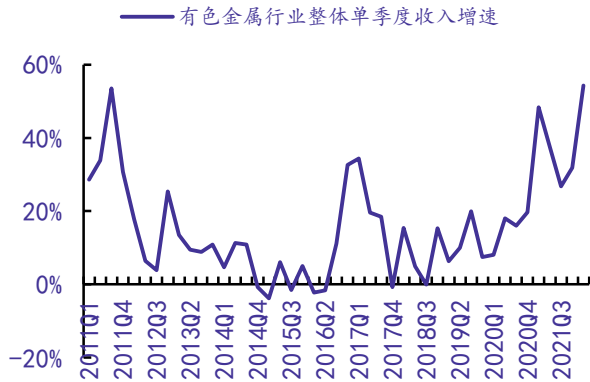
图 5: 有色金属行业整体累计收入增速


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


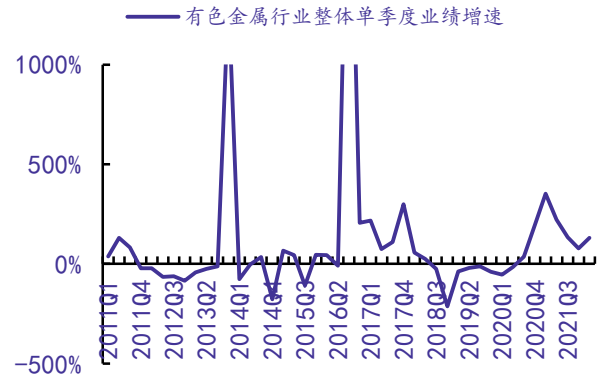
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7：有色金属行业整体单季度收入增速



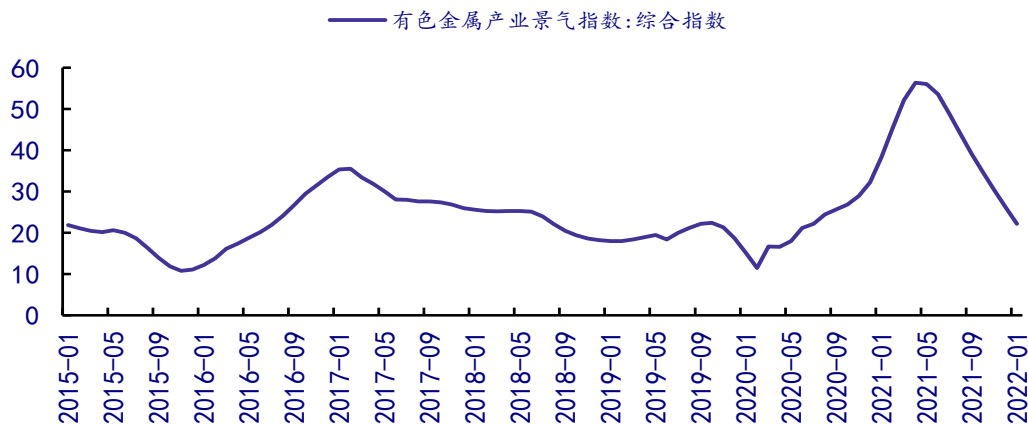
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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，铝、钨行业业绩改善明显，稀土、锂行业业绩增速持续大幅增长。在俄乌冲突激化，能源价格大幅上涨的催化下，铝价在 2022Q1 重回升势，2022Q1 国内电解铝均价达到 22190 元/吨，同比+36.56%/环比+10.77%；2022Q1 国内电解铝行业平均利润达到 4306 元/吨，同比+58.55%/环比+738.56%。下游新能源汽车需求火热，上游锂矿供应持续紧张下，锂盐价格在 2021 年末及 2022Q1 加速上涨，国内电池级碳酸锂、氢氧化锂价格分别从 1 月初的 28.24、23.43 万元/吨上涨至 3 月底的 51.75、49.73 万元/吨。2022Q1 国内电池级碳酸锂均价达到 42.42 万元/吨，同比+470.16%/环比+102.77%；电池级氢氧化锂均价达到 37.17 万元/吨，同比+470.97%/环比+84.47%。锂盐价格的强势，叠加新增产能的释放继续推动锂行业上市公司业绩持续大幅增长。同为新能源产业链上游资源端的稀土行业，在新能源需求景气，供应端 2022 年第一批稀土生产配额增量有限的驱动下，2022Q1 稀土价格继续上涨，2022Q1 国内氧化镨钕、氧化镝、氧化铽均价分别达到 100.55 万元/吨（同比+99.03%/环比+30.26%）、301.69 万元/吨（同比+18.21%/环比+4.42%）、1401.47 万元/吨（同比+54.12%/环比+33.29%），令稀土板块业绩继续大幅释放。

表 3: 有色金属行业单季度收入增速与净利润增速

行业	单季度营业收入增速			单季度净利润增速		
	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2021Q3	2021Q4	2022Q1
有色金属行业整体	26.80%	31.82%	54.33%	134.84%	78.10%	130.28%
工业金属	31.41%	33.05%	58.26%	113.25%	29.32%	91.89%
铝	47.21%	39.88%	37.14%	220.07%	-50.88%	92.28%
铜	27.53%	27.05%	71.16%	88.86%	105.26%	119.43%
铅锌	22.99%	62.21%	36.39%	47.96%	121.38%	-3.29%
黄金	-25.38%	20.83%	29.76%	-35.27%	335.14%	166.39%
稀有金属	37.63%	32.59%	52.54%	2407.23%	139.33%	306.71%
稀土	57.63%	15.99%	65.94%	450.92%	235.67%	105.28%
钨	50.92%	26.41%	49.61%	126.19%	1.21%	39.28%
锂	119.63%	-223.06%	321.99%	744.63%	11954.80%	2902.70%
钴	50.34%	94.21%	97.54%	135.83%	162.19%	81.76%
其他稀有小金属	15.50%	-6.39%	10.01%	369.04%	-61.06%	198.17%
金属非金属新材料	38.83%	28.86%	40.85%	50.01%	31.83%	32.39%
金属新材料	33.36%	33.33%	46.36%	35.34%	19.09%	49.83%
磁性材料	51.40%	39.16%	51.02%	50.54%	113.20%	64.51%
非金属新材料	39.07%	16.13%	26.01%	58.21%	-3.93%	-6.89%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 有色金属行业整体 ROE 水平再度提升创下 10 年来新高

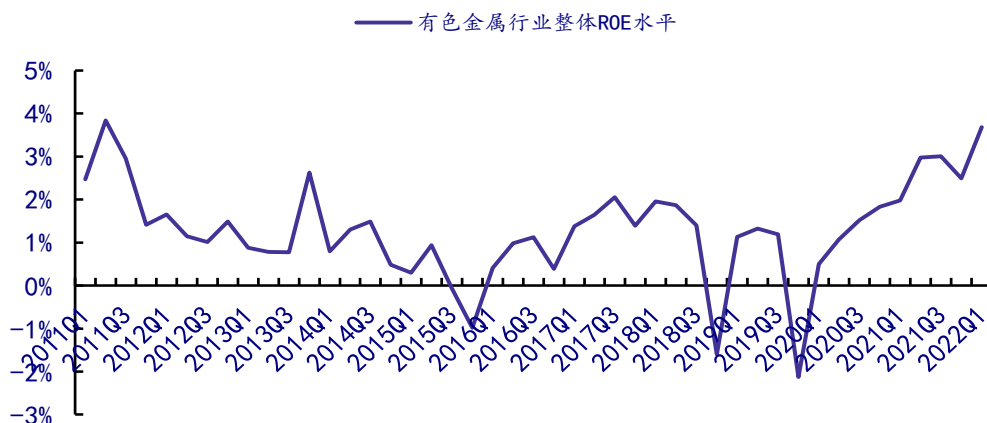
有色金属行业整体 ROE 环比大幅上行。从 ROE 的绝对水平来看, 有色金属行业整体的 ROE 在 2015Q4 后持续上行并在 2017 年三季度达到 2.05% 的水平, 创下 2014Q1 以来的新高。此后, 有色金属行业 ROE 开始从高位震荡到持续下滑。2019Q4 有色金属行业整体 ROE 水平环比下滑 3.3 个百分点至 -2.11%, 创下 2011 年以来的新低。2020Q2 有色金属行业整体 ROE 水平在国内渡过疫情最困难阶段行业景气度改善下出现反弹, 而此后有色金属行业进入景气度持续上行阶段。2022Q1 有色金属行业整体 ROE 水平继续环比提升 1.19 个百分点至 3.68%, 创下 2011Q2 以来的新高。子行业来看, 铝、铅锌、锂板块的 ROE 水平在 2022Q1 有较大幅度的环比提升。

表 4: 有色金属行业 ROE 水平

	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
有色金属行业整体	1.83%	1.98%	2.98%	3.01%	2.49%	3.68%
工业金属	1.66%	2.10%	3.32%	3.20%	1.89%	3.26%
铝	3.39%	2.01%	3.50%	3.19%	1.45%	3.38%
铜	1.43%	2.13%	3.35%	3.38%	2.54%	3.48%
铅锌	-1.74%	2.17%	2.72%	2.51%	0.35%	1.99%
黄金	1.33%	0.68%	-0.68%	1.08%	1.91%	1.42%
稀有金属	3.31%	2.46%	3.97%	3.79%	5.56%	7.08%
稀土	2.68%	4.53%	5.60%	4.94%	6.95%	6.91%
钨	2.11%	2.27%	2.93%	2.98%	1.77%	2.58%
锂	-0.18%	1.07%	5.08%	4.38%	10.18%	14.13%
钴	4.03%	3.78%	4.49%	4.03%	6.13%	4.58%

其他稀有小金属	5.67%	1.36%	2.51%	2.84%	1.89%	3.80%
金属非金属新材料	1.31%	1.67%	2.35%	2.06%	1.58%	2.03%
金属新材料	1.24%	1.72%	1.74%	1.23%	1.31%	2.32%
磁性材料	1.23%	1.55%	2.55%	2.34%	2.32%	2.26%
非金属新材料	1.46%	1.71%	2.88%	2.79%	1.33%	1.52%

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) 销售利润率的提升是 ROE 环比大幅上行的主要原因

2022Q1 有色金属行业整体 ROE 环比上升主要是由于销售利润率的提升所致。从杜邦分析的结果来看, 有色金属行业整体 ROE 从 2021Q4 的 2.49% 上升到 2022Q1 的 3.68%, 环比提高 1.19 个百分点。其中, 销售利润率从 3.56% 提高到 5.31%, 影响 ROE 为 1.21 个百分点, 是 ROE 提升的最核心因素。此外, 有色金属行业整体权益乘数从 2021Q4 的 2.14 上升至 2022Q1 的 2.15, 提升 ROE 水平 0.01 个百分点。而有色金属行业整体资产周转率从 2021 年四季度的 0.33 下降到 2022 年一季度的 0.32, 拖累 ROE 下降 0.03%。

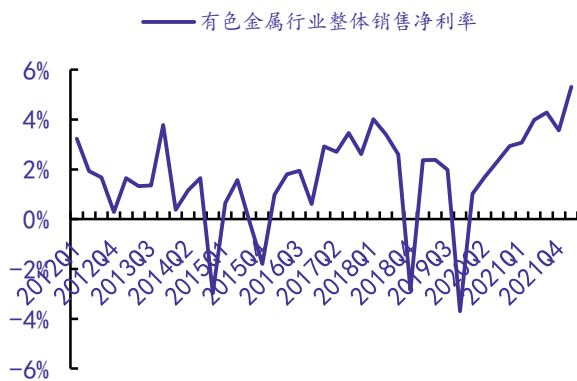
表 5: 销售利润率与资产周转率提高, 驱动 ROE 环比上升

	有色金属行业整体			
	ROE	销售利润率	资产周转率	权益乘数
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

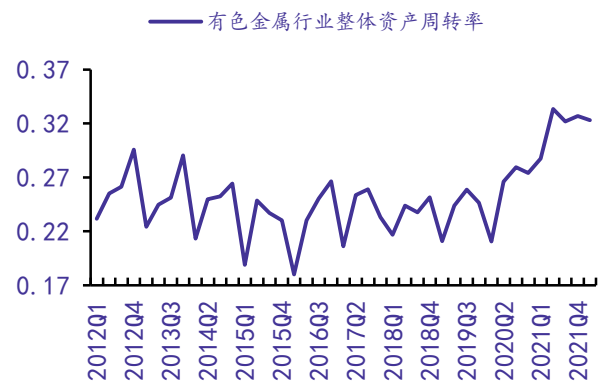
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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

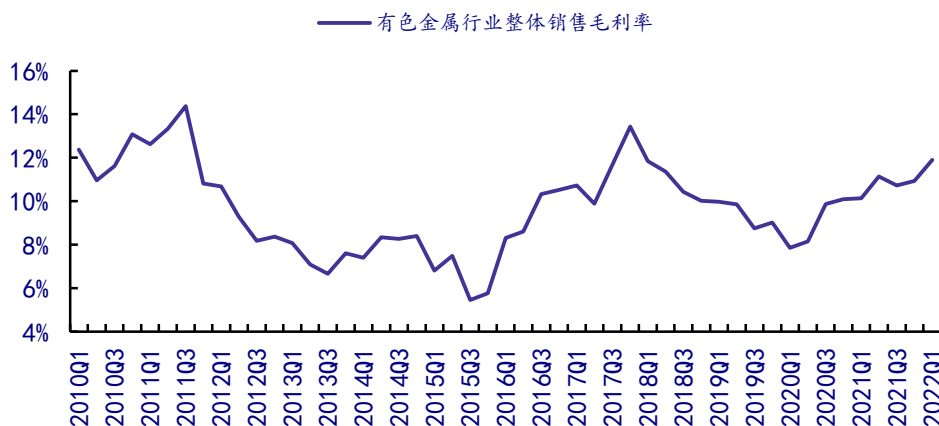


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 毛利率的上行是销售利润率上行的主要因素

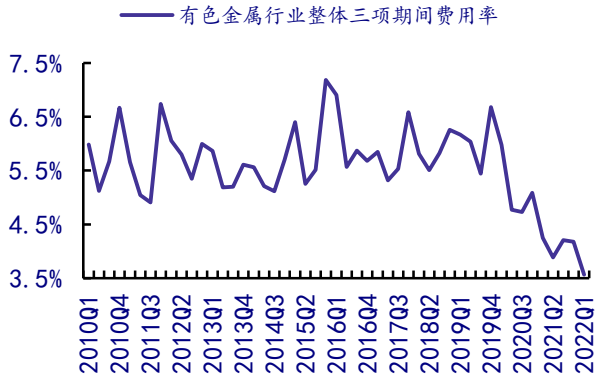
毛利率上行促使 2022Q1 行业销售利润率上行。2022Q1 有色金属行业的整体毛利率是 11.90%，环比上行 0.96 个百分点；三项费用率为 3.57%，环比下降 0.61 个百分点；其他费用率 3.02%，环比下降 0.17 个百分点。由此可见，有色金属行业整体毛利率在 2022Q1 的大幅上行，成为了驱动了有色金属行业销售利润率在 2022 年一季度上升的主要原因。而在收入提升、业绩持续释放的同时，有色金属企业对三费的控制也在加强，2022Q1 有色金属行业 3.57% 的三项费用率更是创下了 2010 年以来单季度的最低记录。

图 13: 有色金属行业整体销售毛利率下降



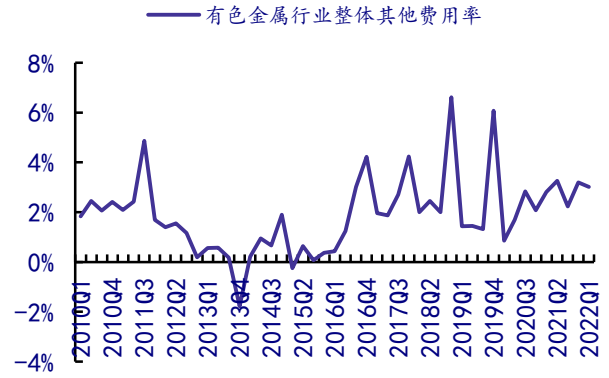
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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 2022Q1 毛利率提升

有色金属企业毛利率在 2022Q1 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 2022Q1 毛利率为 11.90%，较 2021Q4 环比上行 0.96 个百分点。行业毛利率水平的提升，主要是由于 2022Q1 俄乌冲突的激化使全球通胀压力上行并扰动全球有色金属供应链体系，刺激了有色金属价格在高位上继续上涨（Wind 有色商品大类指数 2022Q1 均价较 2021Q4 均价环比上涨 10.83%）。考虑到海外以美联储为首的央行在 2022Q2 开始大幅加息缩表收缩流动性，以及国内二季度因疫情导致封闭影响经济动能下行，有色金属下游需求减弱，有色金属价格开始出现下跌迹象，有色金属行业 2022Q2 毛利率或将整体下滑。

图 16: 有色商品价格指数 2022Q1 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、稀有金属板块 2021Q2 毛利率水平明显提升。三级子行业中，锂、铝、金属新材料板块 2022Q1 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

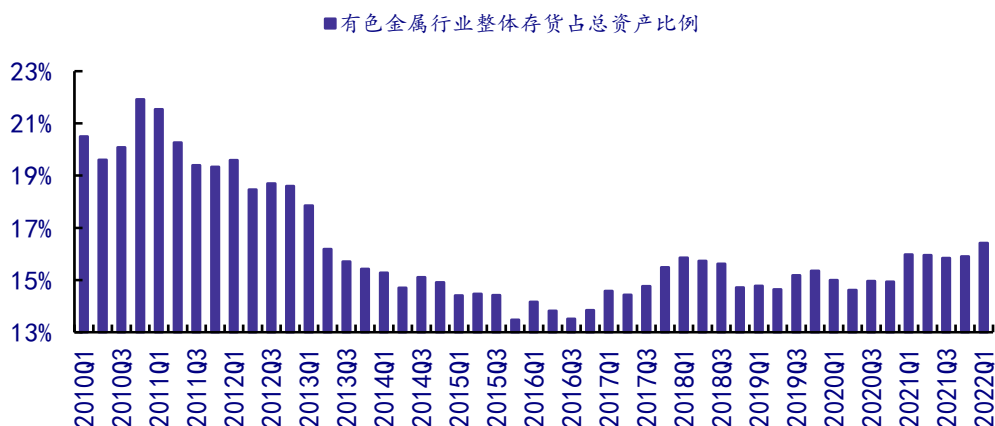
	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
有色金属行业整体	10.10%	10.14%	11.14%	10.73%	10.94%	11.90%
工业金属	9.04%	9.13%	10.30%	9.72%	9.00%	9.80%
铝	13.01%	14.23%	16.78%	16.98%	11.75%	12.98%
铜	7.18%	7.25%	7.97%	6.83%	7.98%	8.65%
铅锌	12.55%	11.72%	12.38%	11.79%	8.55%	9.22%
黄金	12.38%	9.36%	7.58%	9.78%	10.31%	9.73%
稀有金属	13.30%	14.95%	15.99%	15.82%	22.67%	23.74%
稀土	14.54%	18.03%	18.98%	14.82%	24.36%	22.11%
钨	16.67%	17.81%	16.04%	16.97%	16.80%	15.12%
锂	28.97%	36.31%	44.01%	43.02%	58.51%	75.87%
钴	17.48%	23.01%	21.30%	20.28%	21.62%	19.54%
其他稀有小金属	8.27%	8.30%	9.33%	10.41%	13.99%	12.78%
金属非金属新材料	15.37%	17.47%	18.91%	16.47%	16.07%	16.29%
金属新材料	13.02%	15.70%	16.07%	14.48%	13.40%	15.04%
磁性材料	19.00%	20.58%	23.14%	19.56%	20.82%	19.79%
非金属新材料	16.64%	18.40%	20.34%	17.17%	17.13%	16.07%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

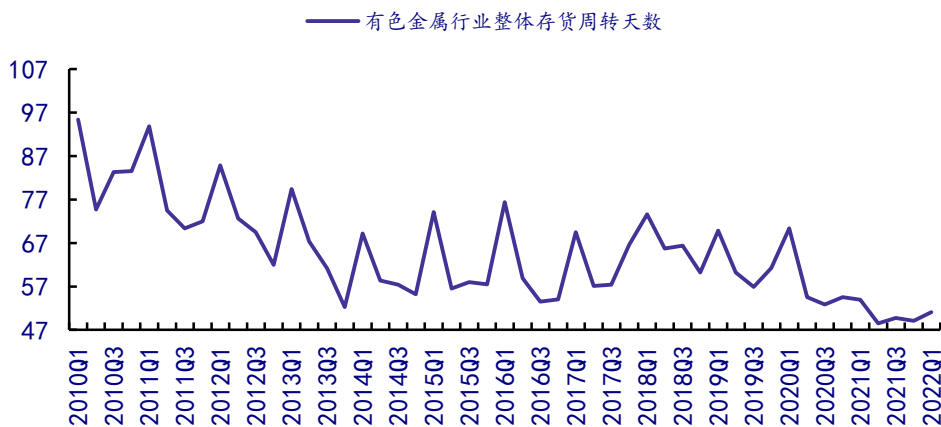
（六）行业存货周转天数环比上行但仍处于历史低位

2022 年一季度有色金属行业整体行业存货周转天数环比增加，且有色金属行业整体存货占总资产比有所回升。2022Q1 的有色金属行业整体存货占总资产比较 2021Q4 环比上升 0.51 个百分点至 16.41%。2022Q1 度库存周转天数从 2021Q4 的 49.06 天增加至 51.11 天。尽管 2022Q1 有色金属行业的存货占比与存货周转天数在 2021Q2 后有所持续上升的现象，但行业存货周转天数仍处于 2010 年以来的低位。而在二季度在国内疫情对有色金属下游消费与物流的负面影响下，预计有色金属行业在 2022Q2 或将出现短期的累库。

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,除稀有金属外,其他二级子行业 2022Q1 的存货周转天数同比都有所减少,尤其是黄金板块 2022Q1 存货周转天数较 2021Q4 环比也有减少。三级子行业中,除稀土、钨、黄金以及其他稀有小金属板块外,其他板块 2022Q1 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

	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
有色金属行业整体	54.55	53.92	48.51	49.78	49.06	51.11
工业金属	46.12	44.66	39.09	39.88	39.31	41.37
铝	47.64	48.98	41.58	39.94	37.03	38.81
铜	45.12	42.43	37.43	39.24	41.20	42.30
铅锌	50.20	54.57	49.15	45.90	32.81	41.48
黄金	73.67	83.59	88.58	86.63	61.44	61.29
稀有金属	85.86	86.61	78.84	82.81	96.50	89.47
稀土	126.40	142.16	123.82	112.49	143.18	111.23
钨	91.50	110.95	91.94	95.56	100.09	96.99
锂	155.63	179.74	136.12	119.52	105.63	163.63
钴	78.02	85.03	77.20	94.28	88.20	99.24
其他稀有小金属	59.26	50.58	49.14	55.10	72.72	61.22
金属非金属新材料	90.90	106.91	103.10	98.66	96.13	105.69
金属新材料	95.80	105.81	102.31	100.72	88.64	89.85
磁性材料	108.06	139.59	133.93	120.19	131.60	160.02
非金属新材料	73.40	89.62	85.93	81.58	85.06	97.79

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(七) 行业现金流状况大幅改善

2022 年一季度有色金属行业整体经营性现金流状况好转。具体来看,有色金属行业整体 2022Q1 经营净现金流较 2021Q1 同比大幅增加 135.74%,较 2021Q4 环比下降 59.62%。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,而 2022Q1 行业经营性现金流较 2021Q1 同比大幅增加仍显示了 2022Q1 有色金属

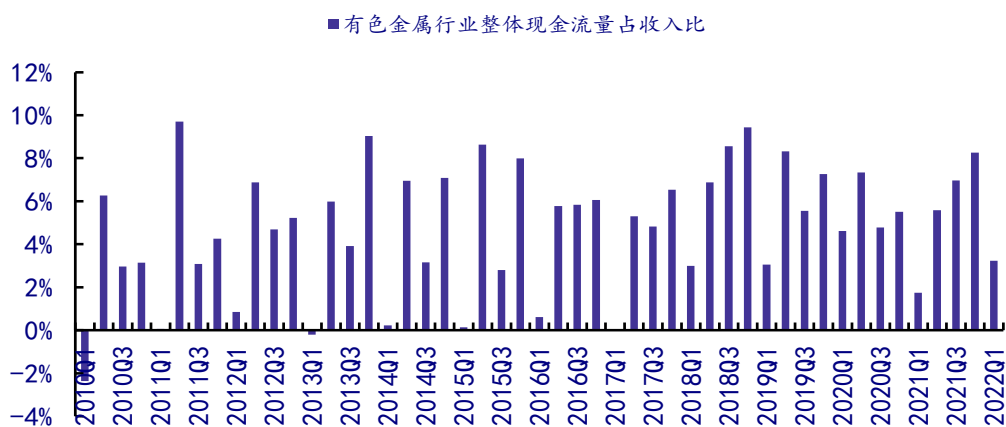
企业的现金状况的改善。从子行业来看，铝、铜、黄金、稀土、锂、其他稀有金属的经营性现金流状况都同比提升，其中新能源汽车上游稀土、锂板块的现金流状况改善程度最为显著；而磁性材料、金属新材料、钨板块的经营性现金流在 2022Q1 都出现了同环比的大幅下滑。

表 8：2022 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		
	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2021Q3	2021Q4	2022Q1
有色金属行业整体	85.05%	98.75%	135.74%	23.19%	22.55%	-59.62%
工业金属	75.80%	209.97%	66.92%	21.06%	18.46%	-47.74%
铝	131.81%	75.59%	95.60%	-7.80%	11.42%	-4.88%
铜	65.22%	2095.54%	93.66%	61.61%	16.55%	-79.18%
铅锌	-6.33%	20.45%	-22.91%	7.80%	72.28%	-44.06%
黄金	85.84%	-27.62%	9.47%	338.46%	8.23%	-120.47%
稀有金属	284.54%	52.97%	501.60%	39.38%	40.73%	-5.03%
稀土	18134.18%	159.92%	856.05%	770.05%	31.62%	-15.83%
钨	221.81%	-34.30%	-122.07%	-26.28%	-80.72%	-585.34%
锂	71.25%	317.48%	3501.81%	-26.15%	161.12%	106.55%
钴	69.32%	-374.72%	-84.77%	75.24%	-469.75%	104.67%
其他稀有小金属	361.60%	145.26%	109.02%	-75.22%	1588.14%	-95.98%
金属非金属新材料	-1264.66%	-85.93%	-279.70%	-131.89%	190.28%	-1378.55%
金属新材料	-13.02%	-37.40%	-886.02%	-194.09%	612.42%	-479.69%
磁性材料	-182.80%	-138.74%	-1050.83%	-2117.14%	45.88%	-822.77%
非金属新材料	33.59%	-110.39%	-42.35%	-106.48%	-83.97%	-835.73%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

有色金属行业整体 2022Q1 经营性现金流量占营业收入比为 3.23%，环比有所下滑，但好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 2022Q1 经营性现金流量占收入比较 2021Q4 环比有所下滑 5.03 个百分点至 3.23%。虽然这一下滑有季节性的原因，但该数据仍高于 2015 年以来一季度的同期数据，显示有色金属行业上市公司 2022 年一季度的营业收入含金量较高。

图 19：2022Q1 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 2022Q1 的收入含金量皆同比上升。三级子行业中，稀土、锂板块 2022Q1 的现金流量占收入比同比大幅上升，且锂板块一季度现金流量占收入比同环比皆有明显提升，且要远高于历史平均水平。

表 9：2022Q1 有色金属行业现金流量占收入比

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	MAX	MIN	AVERAGE
有色金属行业整体	1.74%	5.58%	6.96%	8.26%	3.23%	9.70%	-2.35%	4.76%
工业金属	3.19%	5.85%	7.28%	8.50%	4.37%	11.55%	-4.29%	4.18%
铝	8.28%	13.27%	11.66%	12.47%	11.65%	18.30%	-5.31%	6.71%
铜	0.81%	3.32%	5.70%	6.91%	1.37%	10.28%	-8.99%	2.68%
铅锌	10.69%	6.90%	6.99%	8.63%	6.06%	17.91%	-8.10%	6.43%
黄金	-2.70%	2.40%	10.18%	8.70%	-1.89%	18.14%	-2.70%	6.85%
稀有金属	-2.88%	5.11%	6.93%	9.64%	7.55%	17.74%	-9.72%	5.21%
稀土	-2.71%	-2.13%	13.16%	19.67%	12.33%	54.35%	-40.15%	4.53%
钨	-4.16%	10.59%	7.82%	1.44%	-6.18%	44.44%	-29.88%	4.68%
锂	5.50%	31.97%	20.43%	30.47%	46.80%	64.96%	-27.20%	18.39%
钴	10.83%	4.56%	7.41%	-19.29%	0.83%	56.04%	-24.02%	5.70%
其他稀有小金属	-7.06%	3.34%	0.84%	17.10%	0.57%	18.64%	-11.04%	3.93%
金属非金属新材料	-6.52%	5.79%	-1.69%	1.39%	-17.61%	29.32%	-17.61%	5.45%
金属新材料	-2.53%	1.25%	-1.10%	4.75%	-17.08%	31.27%	-17.08%	3.31%
磁性材料	-2.56%	-0.21%	-3.99%	-2.05%	-19.52%	41.49%	-24.88%	4.92%
非金属新材料	-15.21%	15.95%	-0.96%	-1.76%	-17.20%	58.83%	-44.23%	7.50%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（八）估值低于历史平均水平

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 2022Q1 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 14.72x，市净率为 2.61x，远低于 2010 年以来有色金属行业 40.95x 的市盈率与 3.17x 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

2022Q1 在俄乌冲突的突然升级,促使能源价格与粮食价格共振上涨,在通胀与西方对俄制裁扭曲全球有色金属供应链体系的催化下,有色金属价格获得支撑,在高位维持上涨的趋势,驱动有色金属行业继续业绩高增长。2022Q2 通胀压力逼迫美联储大幅加息缩表,以及国内疫情的反复,对有色金属板块的估值与业绩面都形成了压制。但在市场消化美联储大幅加息预期后,叠加国内疫情获得控制加速复工复产与更多稳增长的政策出台,有色金属板块或将 Q2 中下旬迎来反弹良机。

全球锂资源紧缺持续,锂精矿价格加速上涨,Pilbara 锂精矿今年首次拍卖成交价 5650 美元/吨,Allkem 上调 2022Q2 的锂辉石长协价指引至 5000 美元/吨。成本的驱动下今年下半年锂盐价格仍将有支撑,在疫情改善产业链下游复工复产且进入需求旺季后,预计 Q3 锂盐价格有望重回前期高点,全年锂价或将维持在 40-50 万元/吨的高位。在经历近期板块集体性的大幅下杀后,锂行业多数个股 22 年估值已普遍低于 10x,锂板块整体处于低估状态,且从基金一季报反映锂赛道板块的拥挤程度已大幅减缓。一旦市场情绪回暖,叠加下游逐步复工复产,以及市场对高锂价可持续预期的改善,锂板块有望迎来强势反弹,建议关注赣锋锂业(002460)、天齐锂业(002466)、中矿资源(002738)、永兴材料(002756)、盛新锂能(002240)、融捷股份(002192)、江特电机(002176)。

疫情致使中缅关口自去年底以来一直未开放,导致我国中重稀土进口量大幅下降,2022Q1 我国从缅甸进口稀土矿同比下降 95%。国内南方江西、广东等地区一些分离企业稀土矿原料紧缺,原矿库存最多撑至 5 月。此外,前期长三角、珠三角地区的疫情导致新能源汽车、电动两轮车领域的磁材订单规模缩减,致使钕铁硼废料产出下降,废料对稀土氧化物供给将有所减少。原材料供给不足导致分离企业开工率有所下降,预计 5-6 月国内稀土氧化物产量供给整体将进一步减少。而随着疫情管控常态化,下游企业陆续复工复产,前期受到疫情冲击的下游需求有望逐渐恢复,预计磁材企业开工率将逐渐回升、订单量也将增加。在供需共振、库存紧张、年底政策催化预期下,预计 5 月稀土价格将迎来拐点,稀土企业业绩有望在 Q2 下旬边际上行,建议关注北方稀土(600111)、盛和资源(600392)、五矿稀土(000831)。

4 月底的政治局会议明确要实现全年经济社会发展预期目标,全面加强基础设施建设以及房地产因城施策、适度放松,预计未来将有更多强有力的政策出台驱动经济动能,在疫情获得控制后加速复工复产。基建与房地产或将成为今年稳增长的主要推手,基建与房地产产业链上游的工业金属或将随着下游需求回暖,景气度边际上行。建议关注工业金属板块龙头企业紫金矿业(601899)、西部矿业(601168)、铜陵有色(000630)、南山铝业(600219)、神火股份(000933)、天山铝业(002532)、云铝股份(000807)、驰宏锌锗(600497)。

四、风险提示

- 1) 国内疫情反复;
- 2) 有色金属价格大幅下滑;
- 3) 美联储加息超出预期;
- 4) 新能源汽车推广不及预期;
- 5) 有色金属下游需求不及预期。

插图目录

图 1: 2021 年有色金属行业营业收入增速与业绩增速	2
图 2: 2022Q1 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 2021 年业绩增速分布	3
图 4: 有色金属行业上市公司 2022Q1 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	5
图 8: 有色金属行业整体单季度业绩增速	5
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	7
图 11: 有色金属行业整体销售利润率	8
图 12: 有色金属行业整体资产周转率	8
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	9
图 15: 有色金属行业整体其他费用率	9
图 16: 有色商品价格指数 2022Q1 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	11
图 19: 2022Q1 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 2021 年业绩增速在 50% 以上	3
表 2: 有色金属行业上市公司 2022Q1 业绩同比分布占比	4
表 3: 有色金属行业单季度收入增速与净利润增速	6
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	10
表 7: 有色金属行业存货周转天数	11
表 8: 2022 年一季度有色金属行业整体经营净现金流同比改善	12
表 9: 2022Q1 有色金属行业现金流量占收入比	13

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。

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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

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

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

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn