

► **2021&2022Q1 有色板块股价、业绩表现较好。从二级市场来看：**2021 年有色金属涨幅为 40.47%，板块排名第二；2022 年年初至今，有色金属跌幅为 19.24%，板块排名第十六；细分板块中，2021 年稀土金属板块表现优于有色其他板块，2022 年至今，黄金板块表现最佳。**从业绩来看：**2021&2022Q1 有色板块的营业收入与成本同比均增长，但营收增速高于成本，板块毛利率上升，2021&2022Q1 归母净利润分别同比上升 163.9%和 130.7%；2022Q1 归母净利润环比增加 60.3%。与此同时，板块毛利率自 2019Q4 触底反弹至今。

► **细分版块来看：2022Q1 业绩环比增幅明显，能源金属表现最佳。**①**贵金属：**2021 年金银价格分别上涨 1.10%和 21.52%，贵金属板块归母净利润同比增长 90.23%。2022Q1 金银价格分别同比变化+4.35%、-8.57%，2022Q1 贵金属板块归母净利润同比增长 126.10%；②**基本金属：**2022Q1 年铝/铜/锌价分别同比上涨 37.31%、13.97%、20.67%，归母净利润分别同比增长 150%、397%和 317%。③**能源金属：**2022Q1 电池级碳酸锂和氢氧化锂同比上涨 459.9%和 502.2%。锂板块 2021 年归母净利润同比增长 614%，2022Q1 归母净利润同比大增 815%。钴价高位下钴板块 2022Q1 归母净利润同比大增 80%。

► **投资建议：看好铜铝、锂钴镍、贵金属机会。(1) 工业金属：供给大周期进行时，稳增长锦上添花。**供给端：在双碳大背景下叠加资本开支不足和疫情扰动，推高工业金属成本曲线，供给端周期开启。需求端：稳增长政策和新能源需求共振，预计未来商品价格易涨难跌。建议重点关注紫金矿业、洛阳钼业、驰宏锌锗、铜陵有色、神火股份、中国铝业、南山铝业、天山铝业。(2) **能源金属：短期疫情扰动需求，全球电动化长期趋势不变，资源溢价能力提升。**锂：供给偏紧格局确定，锂资源溢价大幅提升；需求短期受疫情扰动，但电动化长期趋势不变，供需格局仍将长期向好。钴：短期面临供给增加压力，但疫情下运输问题难解，价格长期或稳态波动。建议重点关注华友钴业、盐湖股份、天齐锂业、赣锋锂业、永兴材料、盛屯矿业。(3) **贵金属：名义利率难以跑赢通胀，实际利率下行支撑金价走高。**1) 目前实际利率处于历史低位，加息预期当前已被市场充分反应，俄乌冲突下通胀高企，实际利率或将进一步下行。2) 全球货币超发背景下，为维持币值稳定，央行购金需求上升，金价大概率创新高。3) 22 年 4 月初 10y-2y 期限利差已倒挂，美国经济基本面的弱化或将持续牵制加息进程。建议重点关注赤峰黄金、招金矿业、山东黄金、银泰黄金。

► **风险提示：**金属价格大幅下跌，终端需求不及预期，全球通缩预期加剧。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601899.SH	紫金矿业	11.07	0.60	1.04	1.20	18	11	9	推荐
603993.SH	洛阳钼业	4.68	0.24	0.39	0.42	20	12	11	推荐
000933.SZ	神火股份	11.98	1.44	2.94	3.15	8	4	4	推荐
603799.SH	华友钴业	82.31	3.19	5.09	7.49	26	16	11	推荐
002460.SZ	赣锋锂业*	110.67	3.64	7.77	9.62	30	14	12	/
002466.SZ	天齐锂业	76.43	1.41	8.96	10.03	54	9	8	推荐
000792.SZ	盐湖股份	28.93	0.82	2.72	2.81	35	11	10	推荐
002756.SZ	永兴材料	86.44	2.19	12.17	14.64	39	7	6	推荐
600988.SH	赤峰黄金	18.36	0.35	0.78	1.07	52	24	17	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2022-04-29 收盘价，带*为 wind 一致预期

推荐

维持评级



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张航

执业证号：S0100122010011

邮箱：zhanghang@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

研究助理：张建业

执业证号：S0100120080003

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理：刘小华

执业证号：S0100121120055

邮箱：liuxiaohua@mszq.com

相关研究

1. 有色金属周报 20220430：稳增长定调，复工复产或助力金属价格反弹
2. 有色 2022Q1 机构持仓分析：结构分化，工业金属+贵金属大幅加仓
3. 民生有色周报 20220423：疫情影响边际减弱，高通胀下金价仍有上行动力
4. 民生有色周报 20220417：货币宽松稳增长，通胀驱动金价上行
5. 黄金行业深度报告：以史为鉴 金价上行的前瞻指标——期限利差倒挂

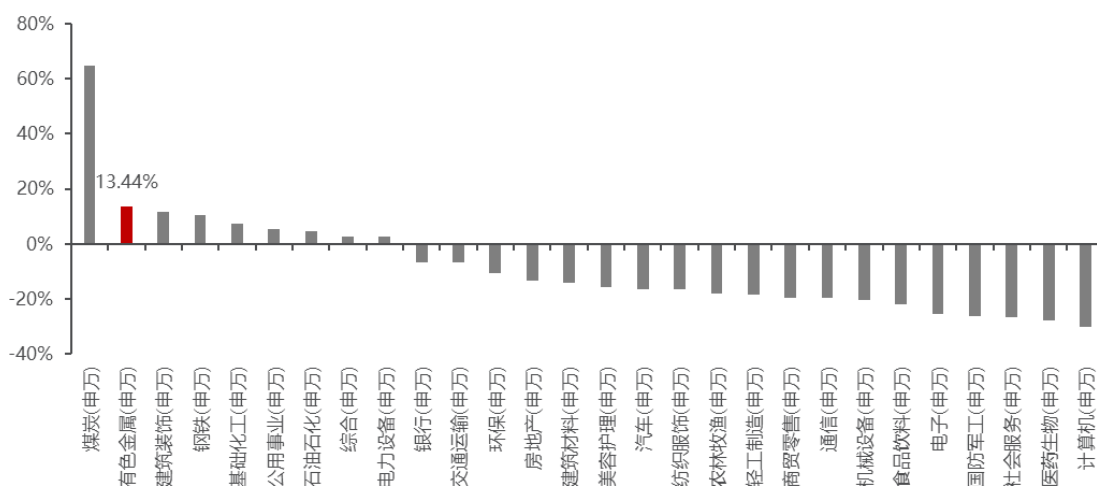
目 录

1 有色金属：2021&2022Q1 同比涨幅明显，盈利环比持续改善	3
2 细分版块来看：2022Q1 能源金属业绩表现最佳，同比、环比增幅明显	10
2.1 基本金属：2022Q1 价格环比除铅均上涨，工业金属各细分行业扣非环比均上涨	10
2.2 贵金属：名义利率难以跑赢通胀，实际利率预计下行支撑金价走高	13
2.2 稀有金属：供需紧张下价格高位，能源金属表现突出	15
3 2022Q1 有色板块基金持仓比例接近新高	21
4 2022Q2 展望：稳增长修复需求端悲观预期，商品价格整体将维持高位	24
4.1 工业金属：国内稳增长有望修复商品需求	24
4.2 贵金属：金价震荡上行，黄金依然是必选品	27
4.3 能源金属：供需偏紧持续下价格有望高位，资源端稀缺性不断提升	29
5 投资建议：供给周期开启，这次或许不一样	35
6 风险提示	37
插图目录	38
表格目录	39

1 有色金属：2021&2022Q1 同比涨幅明显，盈利环比持续改善

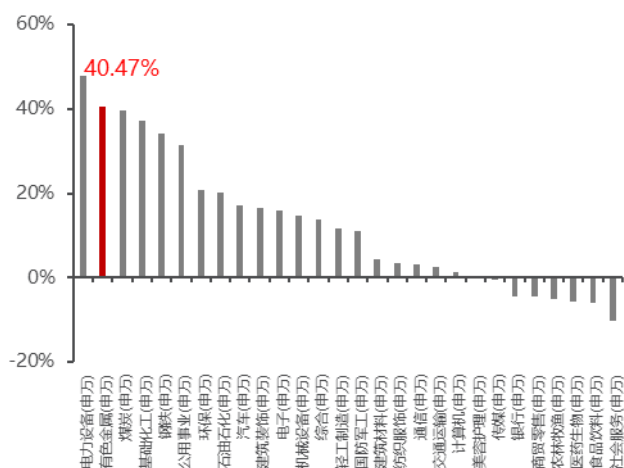
2021 年有色金属涨幅位列第二，2022Q1 下跌。2021 年以来有色金属板块整体涨幅为 13.44%，其中 2021 年有色金属涨幅为 40.47%，板块排名第 2；2022 年年初至今，有色金属下跌 19.25%，板块排名第 16，有色金属板块走弱。

图 1：SW 有色板块 2021 年至今整体涨幅为 13.44%（单位：% ，截至 2022 年 4 月 29 日）



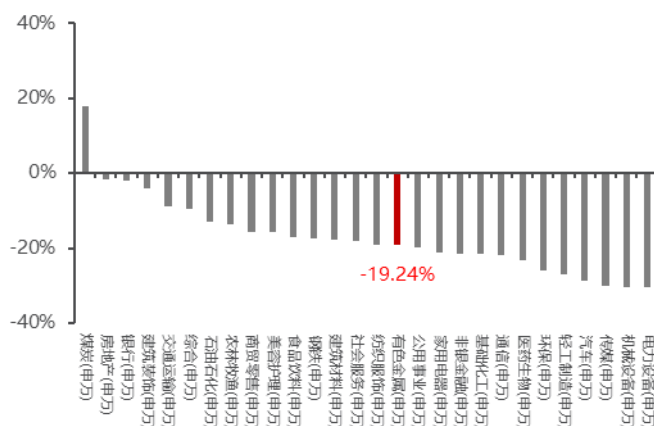
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年有色板块位列第二（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2022 年初至今，SW 有色下跌 19.24%（单位：% ，截至 2022 年 4 月 29 日）



资料来源：wind，民生证券研究院

对比指数而言，有色板块相对收益明显。2021 年至今有色金属板块涨幅为 13.44%，显著高于上证综指（-20.16%），低于沪深 300（58.30%）。分阶段来看，

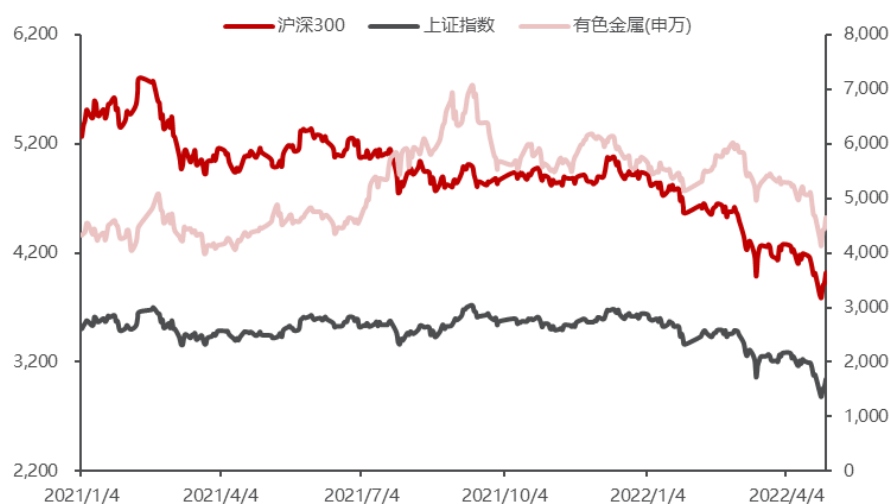
2021 年有色金属板块涨幅为 40.47%，低于沪深 300（69.24%），显著高于上证综指（-14.12%）；2022 年有色金属板块走弱，年初至今下跌 19.24%，跌幅大于沪深 300（-6.46%） 上证综指（-7.04%）

表 1：有色金属板块表现强于指数（单位：%）

	沪深 300	上证综指	有色金属
2021 至今（2022 年 4 月 29 日）	58.30%	-20.16%	13.44%
2021 年	69.24%	-14.12%	40.47%
2022 至今（2022 年 4 月 29 日）	-6.46%	-7.04%	-19.24%

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

图 4：2021 年初至 2022 年 4 月 29 日有色金属板块表现较好（SW 申万有色：左轴，单位：点）



资料来源：wind，民生证券研究院

从细分板块情况来看，2021 年至今小金属板块的涨幅居前，仅贵金属板块略下跌。根据申万二级行业指数 2021 年至今的区间涨跌幅来看，有色金属五个板块涨幅由高到低分别为小金属、能源金属、工业金属、金属新材料、贵金属。而从三级行业指数来看，涨幅最靠前的为稀土，跌幅最大的是铅锌。

表 2：2021 年至今子板块涨跌幅

有色金属(申万)		区间涨跌幅
		13.44%
		15.01%
工业金属(申万)	铝(申万)	23.12%
	铜(申万)	13.84%
	铅锌(申万)	-4.27%
贵金属(申万)		-0.71%
	黄金(申万)	1.13%
		28.44%
小金属(申万)	稀土(申万)	233.66%
	锂(申万)	108.88%
	钨(申万)	61.17%
	其他小金属(申万)	2.45%
能源金属(申万)		23.36%
		8.45%
金属新材料(申万)	非金属材料Ⅲ(申万)	33.53%
	磁性材料(申万)	10.14%
	其他金属新材料(申万)	-0.29%

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

从细分板块的分阶段数据来看，2021 年稀土金属、锂等板块表现优于有色金属其他板块，2022 年至今黄金板块表现最佳。2021 年有色板块涨幅 40.47%，其中稀土金属、锂、其它金属新材料、钨、磁性材料、非金属材料、铝现突出，分别上涨 233.66%、108.88%、62.43%、61.17%、58.94%、58.08%、53.47%。而 2022 年至今有色板块下跌 19.24%，仅黄金板块上涨 1.05%，稀土、钨、锂板块变化基本为零，其他板块均不同程度下跌。

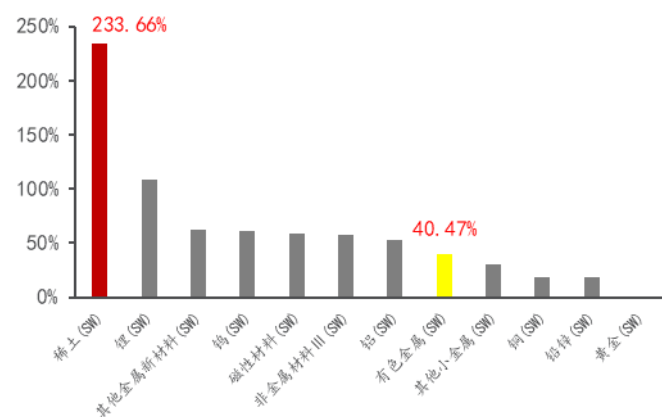
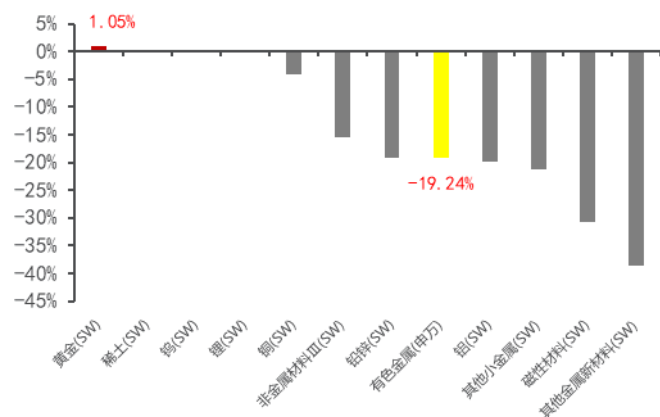
图 5：2021 年，稀土板块涨幅最大为 233.66%（单位：%）

 资料来源：wind，民生证券研究院
 注：涨跌幅为 2021 年市场表现

图 6：2022 年初至今，仅黄金板块上涨 1.05%（单位：%）

 资料来源：wind，民生证券研究院
 注：涨跌幅为 2022 年初至 4 月 29 日市场表现

个股方面：2021 年初至 2022 年 4 月 29 日，区间上涨幅度前五的企业分别是吉翔股份、中矿资源、西藏矿业、融捷股份和明泰铝业；跌幅前五的企业分别是中洲特材、浩通科技、光智科技、云铝股份和悦安新材。

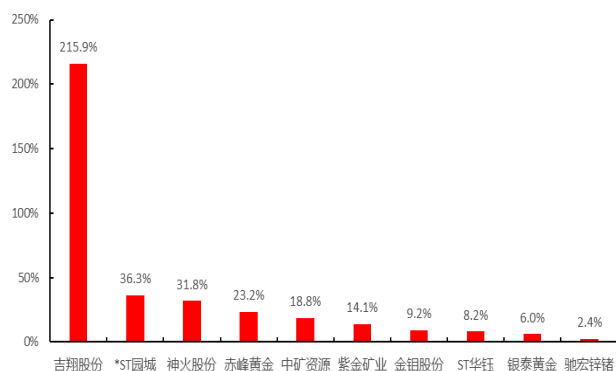
表 3：2021 年至 2022 年 4 月 29 日涨跌幅前十的个股

涨幅前十		跌幅前十	
吉翔股份	336.8%	中洲特材	-66.7%
中矿资源	216.2%	浩通科技	-65.4%
西藏矿业	159.6%	光智科技	-60.4%
融捷股份	154.5%	云路股份	-54.3%
明泰铝业	145.1%	悦安新材	-53.2%
北方稀土	142.9%	有研粉材	-50.8%
天齐锂业	94.6%	寒锐钴业	-45.9%
西藏珠峰	92.5%	西部材料	-45.2%
鑫铂股份	91.7%	志特新材	-42.7%
ST 中孚	84.1%	铜冠铜箔	-41.1%

资料来源：wind，民生证券研究院

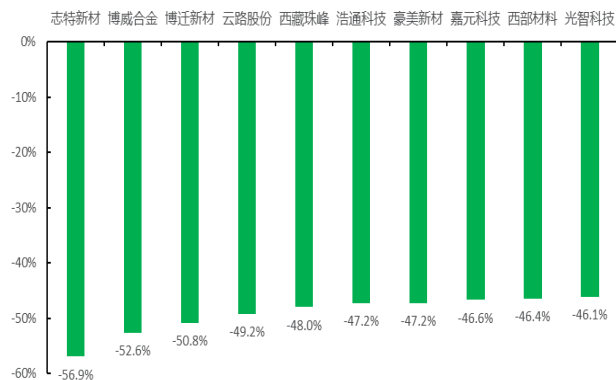
2022 年初以来，有色板块业绩较强的个股表现优异。2022 年初至 4 月 29 日，涨幅前五的公司为吉翔股份、*ST 园城、神火股份、赤峰黄金、中矿资源，涨幅分别为 215.9%、36.3%、31.8%、23.2%、18.8%。

图 7：2022 年初至 4 月 29 日涨幅前十的公司



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2022 年初至 4 月 29 日跌幅前十的公司



资料来源：wind，民生证券研究院

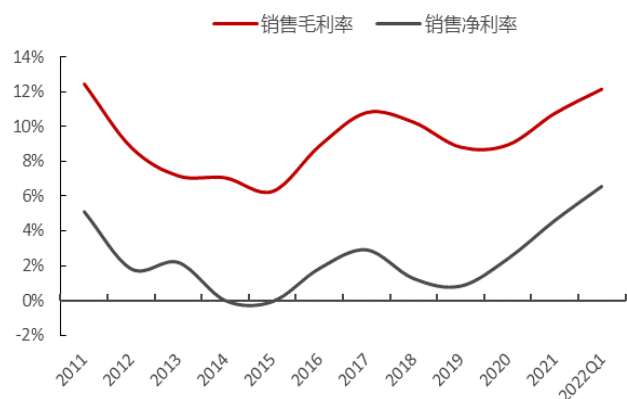
有色金属板块细分板块分季度的财务数据来看：2021 年有色板块营业收入与营业成本保持快速增长，但营业收入增速高于成本增速，导致毛利率上升。2022Q1 有色金属营业成本同比增加 25.8%，低于营业收入同比增速（28.7%），且环比增速（2.5%）又低于营业收入环比增速（4.0%），盈利能力略有上升。2022Q1 归母净利润同比上涨 130.7%，环比上涨 60.3%。有色金属板块营收、利润大幅上涨，主要因为全球经济复苏，需求旺盛，而供应增长有限，价格大幅上涨。

表 4：有色金属板块 2022Q1 财务数据同比、环比均表现较强

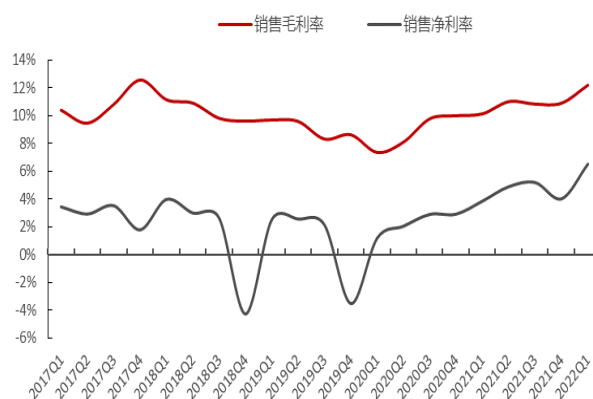
	2021Q1	2021H1	2021Q4	2021 年同比	2022Q1	2022Q1 同比	2022Q1 环比
营业收入（亿元）	5837	12917	7224	37.01%	7514	28.7%	4.0%
营业成本（亿元）	5247	11548	6437	34.26%	6600	25.8%	2.5%
毛利率（%）	10.1%	10.6%	10.9%	1.83pct	12.2%	2.06pct	1.3pct
归母净利润（亿元）	185.36	473.56	266.82	163.92%	427.70	130.74%	60.3%

资料来源：wind，民生证券研究院

从销售毛利率与销售净利率来看：有色金属板块的销售毛利率自 2019 年起触底反弹，2022Q1 毛利率已超过至 2017 年水平，接近 2011 年的高位。分季度来看，毛利率在 2019Q4 触底，之后震荡上升。

图 9：2011-2022Q1 有色金属板块销售毛利率及净利率


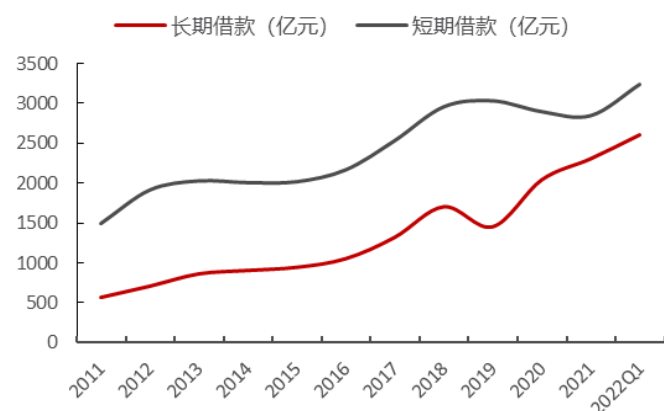
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2017Q1-2022Q1 有色金属销售毛利率及净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

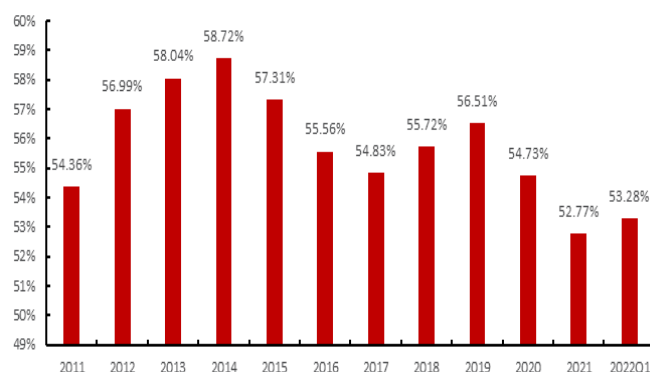
从资产负债率的角度来看：有色金属板块近 10 年的长期借款与短期借款基本保持增长趋势，2019 年短期借款出现下滑，2020 年、2021 年长期借款出现下滑，负债结构在变化，部分企业债务压力下降，开始借短还长。2021 年整体资产负债率 52.77%，创近十年新低，2022Q1 资产负债率小幅上升至 53.28%。

图 11 :2011-2022Q1 有色金属板块长期借款与短期借款



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12 : 2011-2022Q1 有色金属板块资产负债率

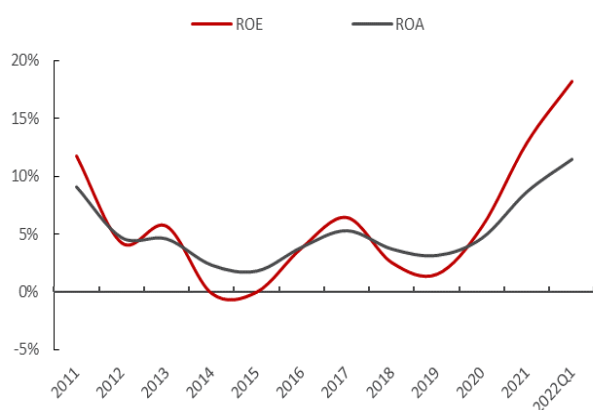


资料来源：wind，民生证券研究院

从盈利能力看：有色金属板块 ROE 和 ROA 在 2019 年触底反弹，持续上升，2021 年 ROE 和 ROA 分别达到 12.9%和 8.7%，ROE 创十年来新高，ROA 也逼近十年新高，2022Q1ROE 和 ROA 分别为 4.6%和 2.9%，年化值为 18.2%和 11.5%，均为十年来新高，有色板块盈利能力持续提升。

从分红和股息率看：近 10 年来，有色板块现金分红比例比较稳定，基本在 30%附近；2021 年虽然利润大幅上升，但是为了降低资产负债率，有色板块现金分红比例下降至 24%；由于过去板块盈利能力相对较弱，股息率基本在 1%以下，2021 年利润大幅攀升，有色金属板块股息率达到 1%，创 10 年新高。

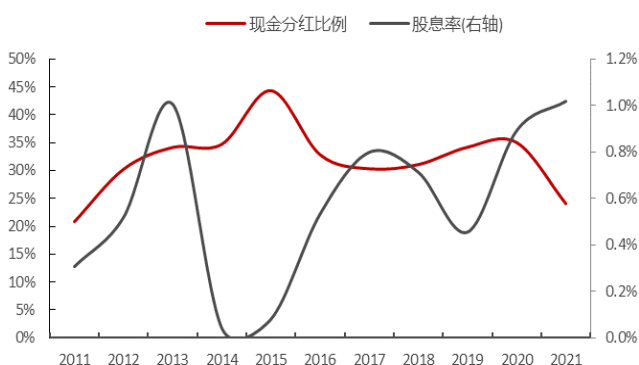
图 13 : 2011-2022Q1 有色金属板块 ROE 和 ROA



资料来源：wind，民生证券研究院

备注：2022Q1ROE 和 ROA 采用年化值

图 14 :2011-2022Q1 有色金属板块现金分红比例和股息率



资料来源：wind，民生证券研究院

备注：板块市值采用当年 12 月 31 日收盘价计算

细分子板块营业收入方面：2021 年有色金属四个二级子板块营业收入实现增长，贵金属板块由于价格下降，营收出现下滑；营收增长板块中，工业金属与能源金属板块增长最为明显，分别增长 55.6%与 778.7%。2022Q1，工业金属、能源

金属、小金属、金属材料板块延续增长趋势，呈现同比、环比均为增长的状态，其中能源金属主要因为新能源车销量大幅增加，供不应求，能源金属价格大幅上涨。而工业金属是因为能源价格大涨，供应增长有限，而库存处于历史低位，价格继续上涨。

表 5：2022Q1 有色金属子板块中工业金属、能源金属、小金属、金属材料营收同比、环比均增长（单位：亿元）

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021/2020	2022Q1	2022Q1/2021Q1	2022Q1/2021Q4
SW 有色金属		5837.22	7079.34	7012.73	7224.00	37.0%	7514.28	28.7%	4.0%
SW 工业金属		3678.26	4516.42	5682.28	4922.86	55.6%	5086.08	38.3%	3.3%
	SW 铝	1045.60	1311.63	1610.12	1517.37	58.1%	1561.82	49.4%	2.9%
	SW 铜	2245.94	2751.74	3908.97	2898.02	63.2%	3112.04	38.6%	7.4%
	SW 铅锌	386.72	453.04	163.19	507.46	9.8%	412.22	6.6%	-18.8%
SW 贵金属		844.66	1017.87	-	737.22	-30.6%	700.74	-17.0%	-4.9%
	SW 黄金Ⅲ	844.66	1017.87	-	524.74	-51.6%	485.70	-42.5%	-7.4%
	白银				212.48	-	215.04	-	1.2%
SW 小金属		1090.39	1257.79	718.32	1052.80	19.5%	1157.35	6.1%	9.9%
	SW 稀土	121.74	157.58	171.03	150.62	45.7%	202.25	66.1%	34.3%
	SW 钨	99.25	125.58	125.48	131.03	49.9%	148.55	49.7%	13.4%
	SW 其他稀 有小金属	869.41	974.62	-	269.48	-56.5%	331.69	-61.8%	23.1%
	SW 钼				501.67	-	474.87	-	-5.3%
能源金属		35.52	50.98	679.48	307.09	778.7%	352.56	892.5%	14.8%
	SW 钴				215.28	-	225.94	-	5.0%
	SW 锂	35.52	50.98	45.73	91.81	83.4%	126.62	256.5%	37.9%
SW 金属 新材料		188.38	236.28	80.47	204.03	10.9%	217.54	15.5%	6.6%
	SW 非金属 新材料	99.05	124.27	-	80.00	-15.1%	84.13	-15.1%	5.2%
	SW 磁性材 料	89.33	112.01	95.19	124.03	40.4%	133.41	49.4%	7.6%

资料来源：wind，民生证券研究院

细分子板块归母净利润方面：2021 年有色板块二级子板块中除了贵金属外，均实现大幅增长，其中能源金属增长最快，扭亏为盈，同比增加 2217%；贵金属因为价格下降，归母净利润同比下降 59.2%。2022Q1，贵金属板块继续下滑，其他版块同比环比均实现大幅增长，主要得益于金属价格上涨，能源金属受益于新能源车高速增长，量价贡献均较大，铝板块部分因为计提减值损失下降，归母净利环比大幅增长。

表 6：2022Q1 有色金属子板块中能源金属、工业金属小金属盈利均表现较强（单位：亿元）

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021/2020	2022Q1	2022Q1/2021Q1	2022Q1/2021Q4
SW 有色金属		185.36	288.20	327.54	266.82	163.9%	427.70	130.7%	60.3%
SW 工业		83.84	144.19	281.65	116.81	247.7%	210.28	150.6%	80.0%

金属	SW 铝	42.84	75.39	106.55	38.27	149.7%	91.32	113.2%	138.6%
	SW 铜	22.90	42.31	174.91	78.08	397.5%	104.72	357.3%	34.1%
	SW 铅锌	18.10	26.49	0.19	0.45	317.1%	14.24	-21.3%	3031.3%
SW 贵金属		33.33	42.18	-	18.01	-59.2%	14.38	-56.9%	-20.2%
	SW 黄金Ⅲ	33.33	42.18	-	17.32	-60.1%	14.06	-57.8%	-18.8%
	白银			0.27	0.69	-	0.32	-	-53.7%
SW 小金属		49.05	66.47	33.82	59.96	141.3%	84.17	71.6%	40.4%
	SW 稀土	12.28	16.02	14.74	22.36	340.2%	25.20	105.3%	12.7%
	SW 钨	4.05	5.37	5.85	3.71	107.6%	5.64	39.3%	51.8%
	SW 其他稀有小金属	32.72	45.08	-	17.94	9.6%	32.64	-0.3%	82.0%
	SW 钼			40.22	15.95	-	20.69	-	29.7%
能源金属		4.34	15.75	60.09	58.72	2216.8%	102.67	2265.6%	74.8%
	SW 钴			-	12.43	-	22.12	-	77.9%
	SW 锂	4.34	15.75	16.60	46.29	1364.6%	80.55	1755.9%	74.0%
SW 金属新材料		14.80	19.61	3.36	13.31	24.4%	16.20	9.4%	21.7%
	SW 非金属新材料	6.68	8.13	-	3.44	-0.2%	4.73	-29.2%	37.6%
	SW 磁性材料	8.13	11.48	8.36	9.87	36.2%	11.47	41.2%	16.2%

资料来源：wind，民生证券研究院

2 细分版块来看：2022Q1 能源金属业绩表现最佳，同比、环比增幅明显

2.1 基本金属：2022Q1 价格环比除铅均上涨，工业金属各细分行业扣非环比均上涨

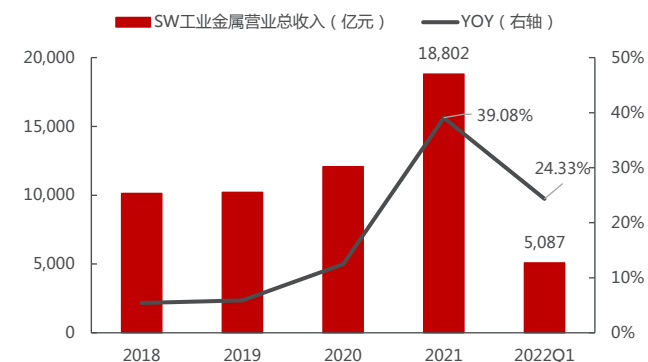
细分基本金属版块而言，2022Q1 基本金属均价同比、环比均上涨。随着全球通胀走高，大宗商品价格利多因素频发，2022 年一季度基本金属季度均价同比、环比均上涨。具体来看，2022Q1，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比上涨 13.97%、37.31%、1.83%、20.67%、94.62%、44.85%，环比分别变化+1.56%、+10.33%、-0.11%、+6.55%、+16.90%、+28.55%；2021，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比增长 40.38%、35.01%、4.49%、23.09%、60.28%、-25.51%。

表 7：2022Q1，基本金属价同比均上涨，环比除铅外均上涨（单位：元/吨）

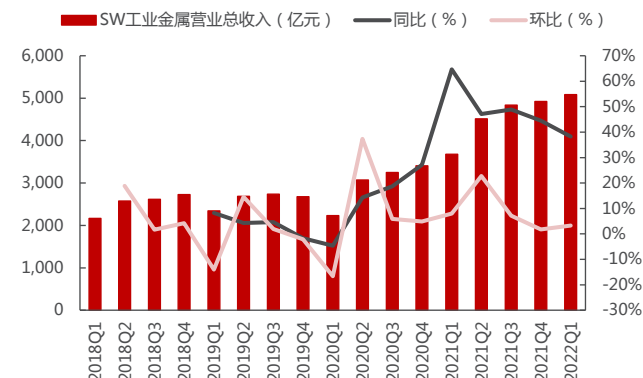
基本金属	2020	2021	2021 同比	2021Q1	2021Q4	2022Q1	2022Q1 同 比	2022Q1 环 比
铜	48681	68337	40.38%	62787	70461	71558	13.97%	1.56%
铝	13988	18884	35.01%	16203	20164	22248	37.31%	10.33%
铅	14648	15306	4.49%	15127	15421	15404	1.83%	-0.11%
锌	18150	22342	23.09%	20995	23778	25335	20.67%	6.55%
锡	138638	222216	60.28%	170172	283319	331190	94.62%	16.90%
镍	109380	137280	25.51%	130345	146872	188806	44.85%	28.55%

资料来源：wind，民生证券研究院

由于价格环比上涨，2022Q1 工业金属板块营收环比上涨。由于 2021 年经济持续复苏，2021 年工业金属板块营收同比上涨 39.08%；而随着稳增长发力以及基本金属价格环比上涨，2022Q1 或由于量价齐升，工业金属板块营收同比、环比分别上涨 38.28%和 3.32%。

图 15：2021 工业金属板块营收及增速


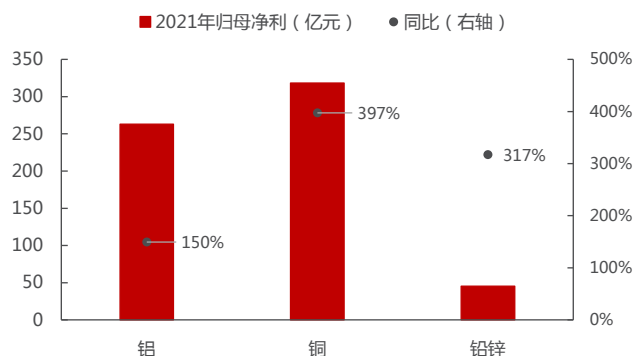
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：2022Q1 工业金属板块营收及增速


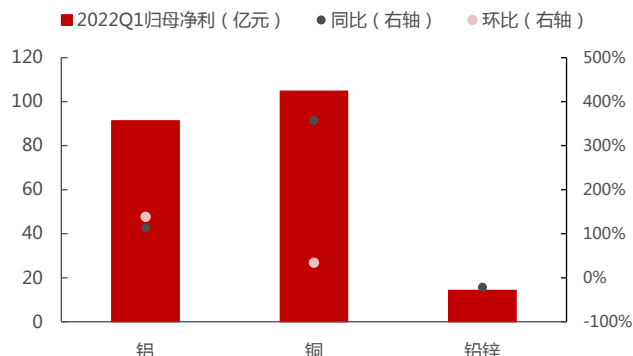
资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年各细分子行业盈利同比均有大幅增长。2021 年，铝板块归母净利润合计 263.1 亿元，同比大幅增长 150%；铜板块归母净利润合计 318.2 亿元，同比增长 397%，为增速最快的子行业，主要得益于 2021 年铜均价同比大幅上涨 40.38%至 68337 元/吨；铅锌板块归母净利润合计 45.2 亿元，同比上涨 317%。

2022Q1 基本金属均价除铅外均环比上升，使得工业金属各细分行业扣非环比均上涨。2022Q1 受稳增长拉动基建需求较好，叠加通胀上行推动工业金属价格上涨，2022Q1 工业金属各细分行业扣非归母净利润环比均上涨，细分来看，铝、铜、铅锌行业的扣非归母净利润分别为 88.1 亿元、104.9 亿元和 13.7 亿元，分别环比增加 125%、45%和 225%；2022Q1 铅锌行业扣非归母净利润环比上涨幅度最大。值得注意的是，2022Q1 铅锌行业归母净利润环比增长 3032%，主要是因为 2021Q4 铅锌板块龙头驰宏锌锗计提大额减值录得业绩亏损，2022Q1 其业绩正常释放，业绩环比大幅扭亏。

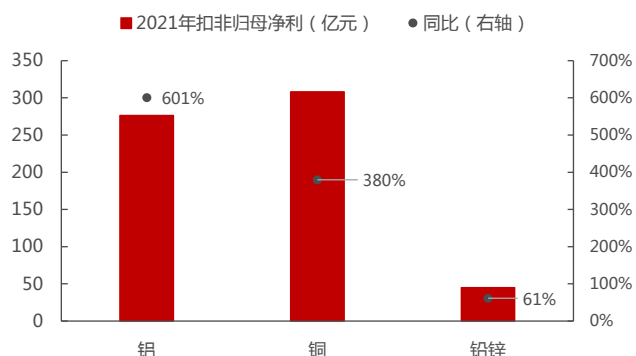
图 17：2021 年工业金属细分行业归母净利及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

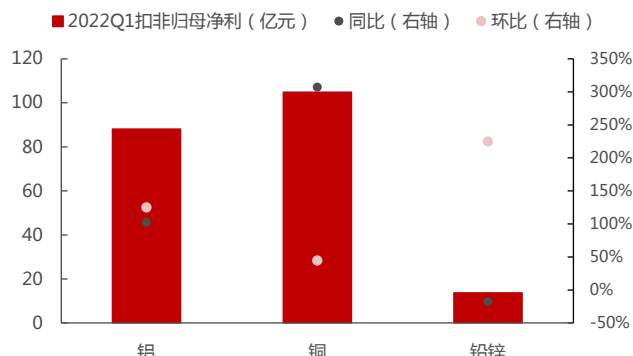
图 18：2022Q1 工业金属细分行业归母净利及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022Q1 环比增长 3032%

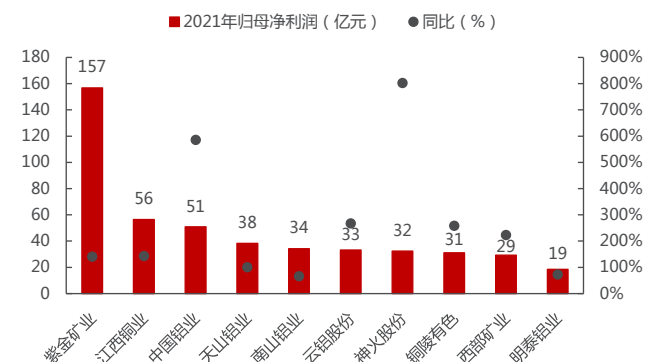
图 19：2021 年工业金属细分行业扣非归母净利及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

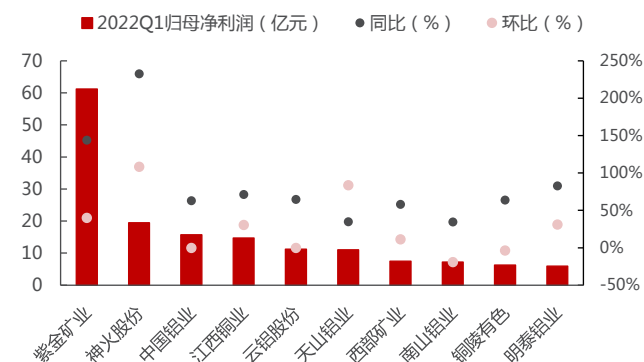
图 20：2022Q1 工业金属细分行业扣非归母净利及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

从个股来看：2021 年工业金属板块中归母净利润最高的公司分别为紫金矿业 (156.7 亿元)、江西铜业 (56.4 亿元)、中国铝业 (50.8 亿元)、天山铝业 (38.3 亿元)、南山铝业 (34.1 亿元)；而 2022Q1 归母净利最高的公司分别为紫金矿业 (61.2 亿元)、神火股份 (19.5 亿元)、中国铝业 (15.7 亿元)、江西铜业 (14.7 亿元)、云铝股份 (11.2 亿元)。2022Q1 由于基本金属价格同比上涨，大部分公司归母净利同比得到改善。

图 21：2021 工业金属板块各公司归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：2022Q1 工业金属板块各公司归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

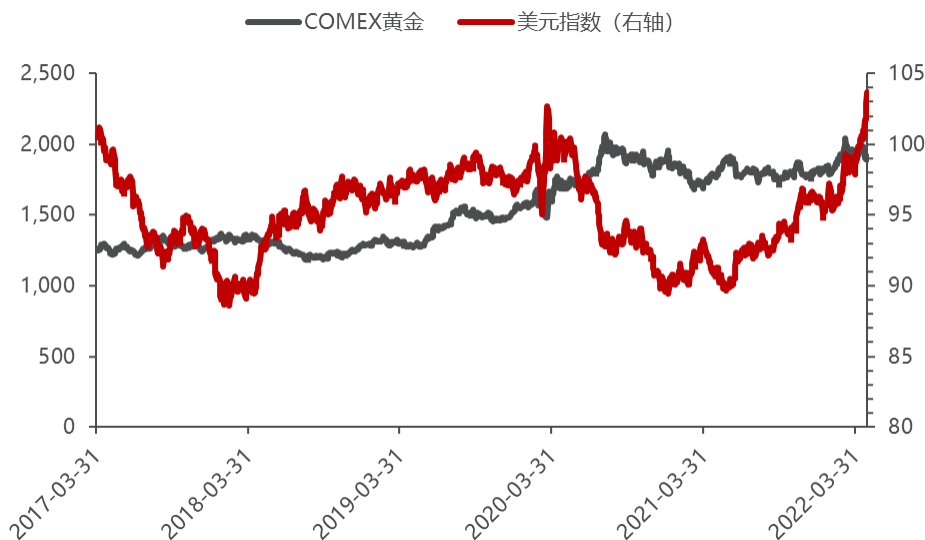
注：其中中国铝业/云铝股份 2021Q4 归母净利润分别为-2.27/0.87 亿元

2.2 贵金属：名义利率难以跑赢通胀，实际利率预计下行支撑金价走高

贵金属板块整体而言：2021 年金银价格均价分别上涨 1.10%和 21.52%，贵金属板块实现归母净利润同比下降 59.19%。2022Q1 金银价格分别同比变化 +4.87%、-8.14%，环比上涨 4.64%、3.31%，2022Q1 贵金属板块归母净利润同比增长 64.82%，环比下降 18.83%。

2021 年 COMEX 黄金、白银价格均价同比分别上涨 1.10%和 21.52%，2021 年黄金价格最高涨至 1954.40 美元/盎司。2021 年全球经济复苏、货币超发、政府财政赤字增加、失业率居高不下、全球新冠肺炎疫情等因素相互作用下支撑了金价，但上涨受到市场供需、数字货币冲击、美联储加息预期等因素影响。我们预计 2022 年美国经济基本面的弱化叠加俄乌冲突，实际利率或将进一步下行，在全球货币超发背景下央行购金需求上升，金价大概率创新高。2022Q1，COMEX 黄金、白银均价分别同比变化+4.87%、-8.14%，环比上涨 4.64%、3.31%。

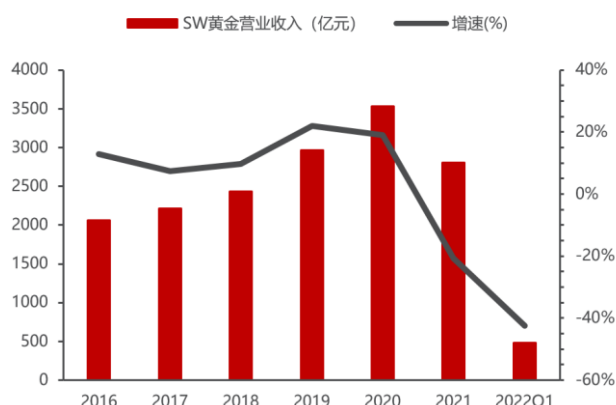
图 23：2021 年 COMEX 黄金最高涨至 1954.40 美元/盎司



资料来源：wind，民生证券研究院

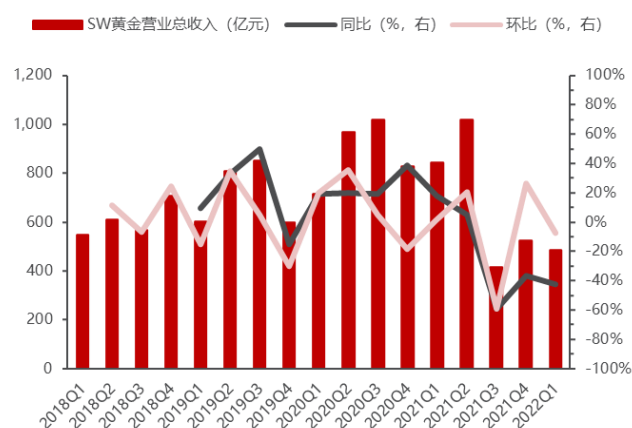
从板块经营来看，2021 年黄金行业实现营业总收入 2802.30 亿元，同比下降 20.67%，实现归属于母公司净利润 41.17 亿元，同比减少 60.12%。其中贵金属上市公司净利润上涨主要来自于来中金黄金、银泰黄金等大型黄金企业贡献。以中金黄金、银泰黄金为例，2021 年中金黄金实现归母净利润 16.98 亿元，约占板块归母净利润的 41.24%，2021 年银泰黄金归母净利润为 12.73 亿元，占板块利润的 30.93%；而鉴于俄乌局势持续紧张并对世界造成诸多影响，市场避险情绪总体上仍处高位，因此贵金属价格稳步走高，2022Q1 黄金板块营收同比、环比分别变动-42.50%和-7.44%。

图 24：2021 年黄金板块营收及增速情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 25：2022Q1 黄金板块营收及增速

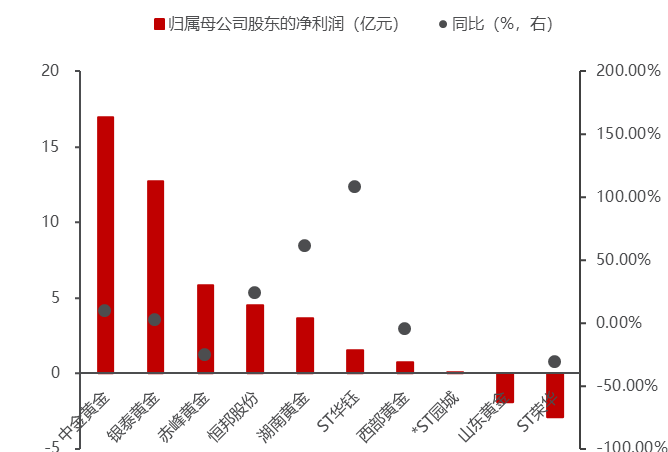


资料来源：wind，民生证券研究院

从个股来看，2021 年贵金属板块中实现归属母公司净利润最高的公司分别为中金黄金（16.98 亿元）和银泰黄金（12.73 亿元）和赤峰黄金（5.83 亿元）；而 2022Q1 归母净利最高的公司分别为中金黄金（4.94 亿元）、山东黄金（3.15 亿

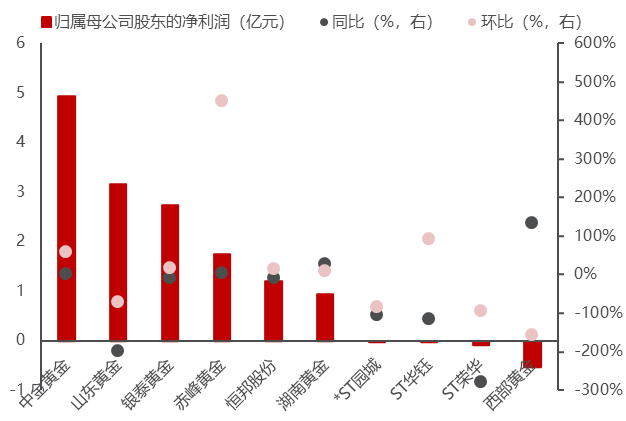
元)和银泰黄金(2.74亿元)。2022Q1由于贵金属价格同比上涨,大部分公司归母净利润同比得到改善。

图 26 : 2021 年贵金属板块各公司盈利情况 (亿元, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 27 : 2022Q1 贵金属板块各公司盈利情况 (亿元, %)



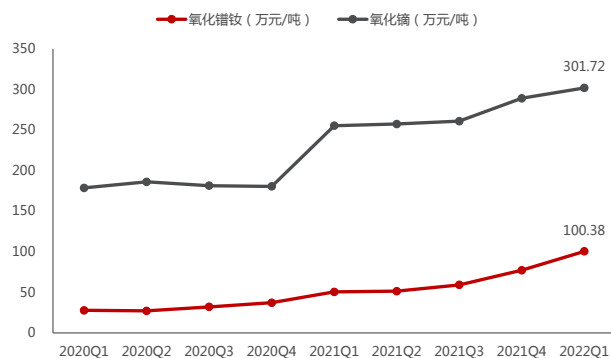
资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 稀有金属：供需紧张下价格高位，能源金属表现突出

2021 年受需求端大幅放量拉动，能源金属钴锂价格大幅上涨。2021 年金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比+38.4%、+57.4%和+53.2%。锂方面，2021 年金属锂价格上涨约 39%，电池级碳酸锂价格上涨约 175.1%，电池级氢氧化锂价格上涨 123.37%。

细分钴锂版块而言：2021 年硫酸钴、电池级碳酸锂分别同比上涨 38.4%、175.1%，2021 年钴锂板块归母净利润分别同比增长 153%、614%；2022Q1 硫酸钴、电池级碳酸锂价格分别同比增长 42.8%、459.9%，环比分别增长 20.7%、100.7%；2022Q1 钴板块归母净利同增 80%；2022Q1 锂板块归母净利同比增 815%。

稀土板块中，终端新能源汽车需求爆发，叠加供给受限，拉动稀土价格持续上行。2021 年氧化镨钕价格持续单边上涨，且上涨一直延续至 2022Q1，最高上涨至 59.15 万元/吨，Q1 均价环比上涨 36%至 50.5 万元/吨。由于价格上行过快，下游采购趋于谨慎，因此 Q2 价格有所回落，但均价仍环比上涨 1.7%。进入 Q3 后由于下游需求多点爆发，稀土磁材供不应求，氧化镨钕价格环比上涨 15%至 59.15 万元/吨，进入 Q4 后氧化镨钕价格加速上涨，环比大涨 30%至 77.19 万元/吨。重稀土走势与轻稀土类似，2022Q1 氧化镱均价 255.2 万元/吨，之后氧化镱价格一路上涨，由年初的 197 万元/吨上涨至年底的 291.5 万元/吨，涨幅达到 48%。

图 28：2021 年国内稀土价格持续上行


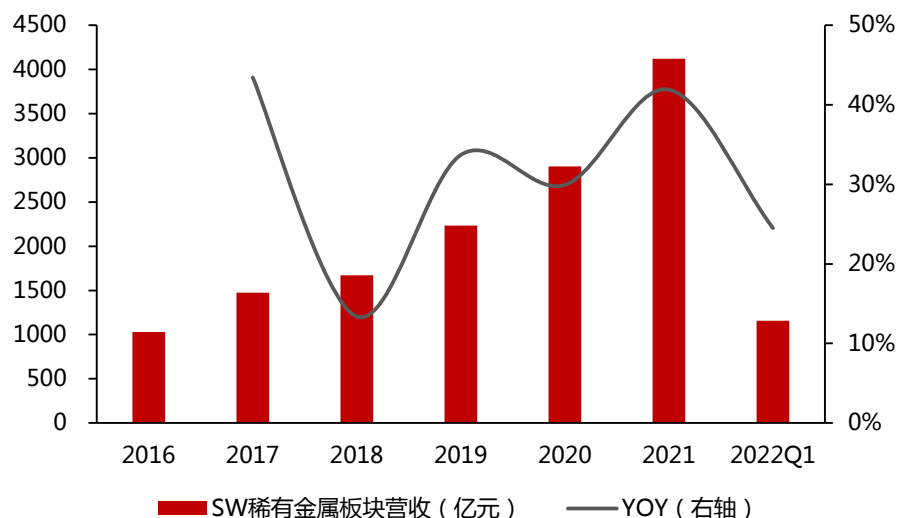
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

表 8：各主要小金属品种价格涨跌幅

类别	2021	21YOY	2022Q1	22Q1 同比	22Q1 环比
钴精矿(6-8%CIF 中国 美元/磅)	18	80%	27	81.6%	20.4%
金属钴(99.8%中国 元/公斤)	363	38.4%	521	53.4%	22.1%
硫酸钴(20% 元/吨)	79196	57.4%	110397	42.8%	20.7%
四氧化三钴(73.5% 元/公斤)	301	53.2%	409	39.7%	20.4%
金属锂(99.9% 元/吨)	734863	39.4%	2266121	323.4%	106.6%
碳酸锂(99.5% 元/吨)	120895	175.1%	418379	459.9%	100.7%
氢氧化锂(96%中国 元/吨)	112456	123.3%	362310	502.2%	94.9%
镍钴锰酸锂(元/公斤)	170	59.1%	324	125.4%	43.1%
氢氧化锂(工业级, 96%中国 元/吨)	107651	141.8%	351879	517.2%	97.3%
镁锭(99.9% 元/吨)	25357	88.5%	43247	191.8%	8.8%
镁合金(AZ91D 元/吨)	27478	78.1%	46169	174.7%	9.4%
镍钴锰酸锂, 622(元/公斤)	186	52.6%	345	116.5%	40.0%
锑锭(99.65% 元/吨)	63817	70.7%	76919	37.4%	3.8%
氧化锆(99.99% 元/公斤)	5112	19.6%	5967	35.1%	0.1%
钨精矿(45% 元/吨度)	2003	39.0%	2476	53.7%	16.7%
氧化钨(50%中国 元/吨度)	2080	37.6%	2574	53.9%	16.4%
金属钨(99.95% 元/公斤)	2269	2.8%	2430	14.4%	0.9%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

小金属板块行业 2021 年收入增长 42%至 4119 亿元,增速同比上升 12pct ;
 22Q1 收入增速为 24%，合计营收达到 1157 亿元。

图 29：2021 年及 2022Q1 稀有金属板块营收及增速情况（亿元）


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2.1 锂板块：Q1 锂价继续上涨，行业龙头业绩同比高增

2021 年锂板块呈现先涨后跌行情。受下游新能源汽车需求高增拉动，锂金属及锂盐均价逐季环比走高、加速上涨，锂盐在供给端难以放量、下游需求同比大幅增长的情况下，锂盐价格在 2021 年 9 月突破上轮周期高点。在西澳锂矿生产商 PLS 推行的锂精矿拍卖下，锂精矿价格加速上涨，成本端驱动锂价继续加速上行。2020 年全年锂价同比大幅上涨，其中金属锂价格上涨约 39%，电池级碳酸锂价格上涨约 175.1%，电池级氢氧化锂价格上涨 123.37%。另一方面，2022 年 Q1 在“成本+需求”驱动下，锂价延续上涨趋势，同环比均大幅上涨，其中金属锂 Q1 均价同比上涨约 323.4%，环比上升约 106.6%；碳酸锂 Q1 均价同比上升约 459.9%，环比上升约 100.7%；电池级氢氧化锂 Q1 同比均价上升约 502.2%，环比上升约 94.9%。

表 9：锂金属及其盐价格涨跌幅

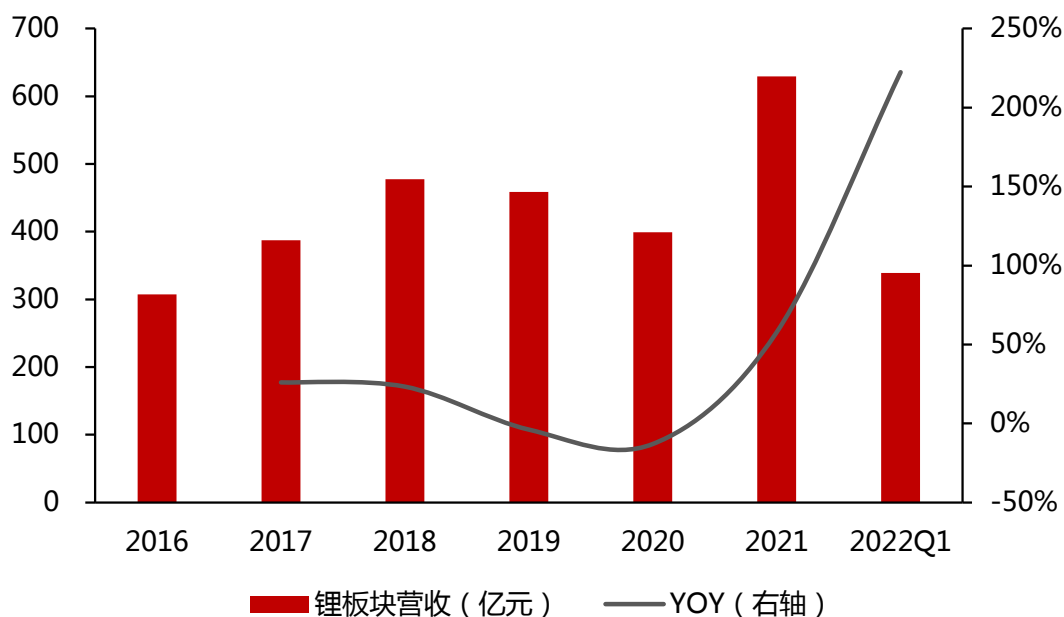
类别	2021	21YOY	2022Q1	22Q1 同比	22Q1 环比
金属锂(99.9% 元/吨)	734863	39.4%	2266121	323.4%	106.6%
碳酸锂(99.5% 元/吨)	120895	175.1%	418379	459.9%	100.7%
氢氧化锂(96%中国 元/吨)	112456	123.3%	362310	502.2%	94.9%
镍钴锰酸锂(元/公斤)	170	59.1%	324	125.4%	43.1%
氢氧化锂(工业级, 96%中国 元/吨)	107651	141.8%	351879	517.2%	97.3%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

锂板块行业 2021 年收入增长 58%至 629.4 亿元，22Q1 收入增速大幅增加，合计收入同比上升约 222%至 339.2 亿元。从个股来看，2022 年锂板块公司实现归属于母公司净利润最高的三家公司为赣锋锂业（52.28 亿元）、盐湖股份（44.78

亿元)、天齐锂业(20.79亿元);2022年一季度方面,锂板块公司实现归母净利润最高的三家公司为赣锋锂业(35.25亿元)、盐湖股份(34.97亿元)、天齐锂业(33.28亿元)。其中天齐锂业随着战投的顺利引入、港股发行在即,公司财务风险有望明显缓解,经营情况有望继续大幅改善。

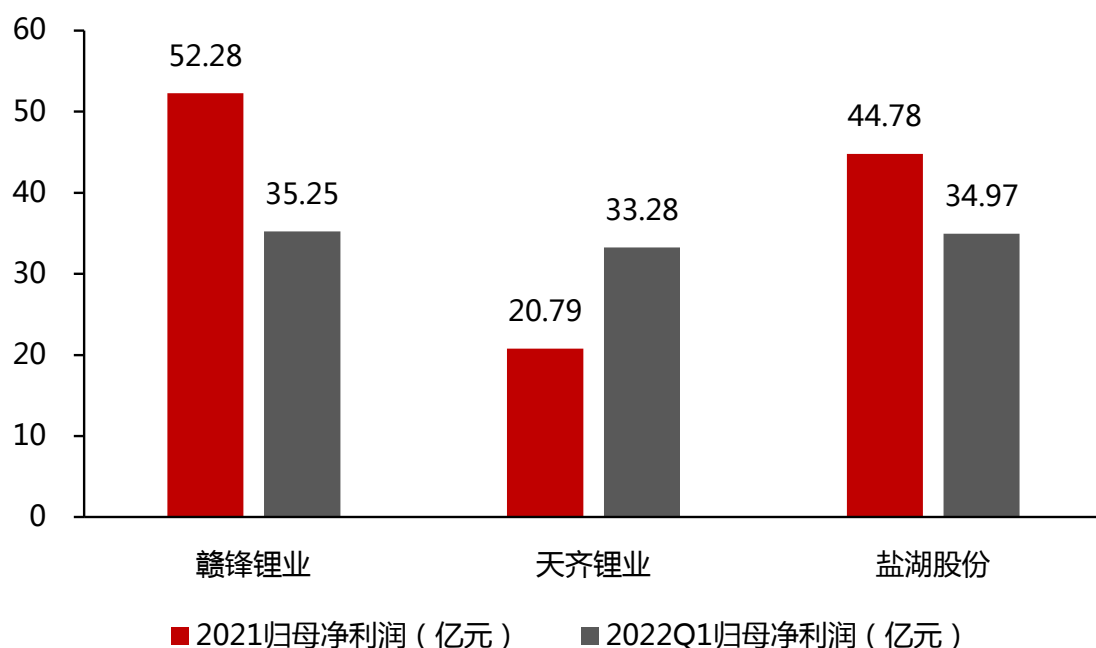
图 30 : 2021 年锂板块营业收入 (亿元)



资料来源:wind, 民生证券研究院

注:锂板块公司包括天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团、融捷股份、藏格矿业、盐湖股份、盛新锂能、江特电机、中矿资源、天华超净、永兴材料等样本企业

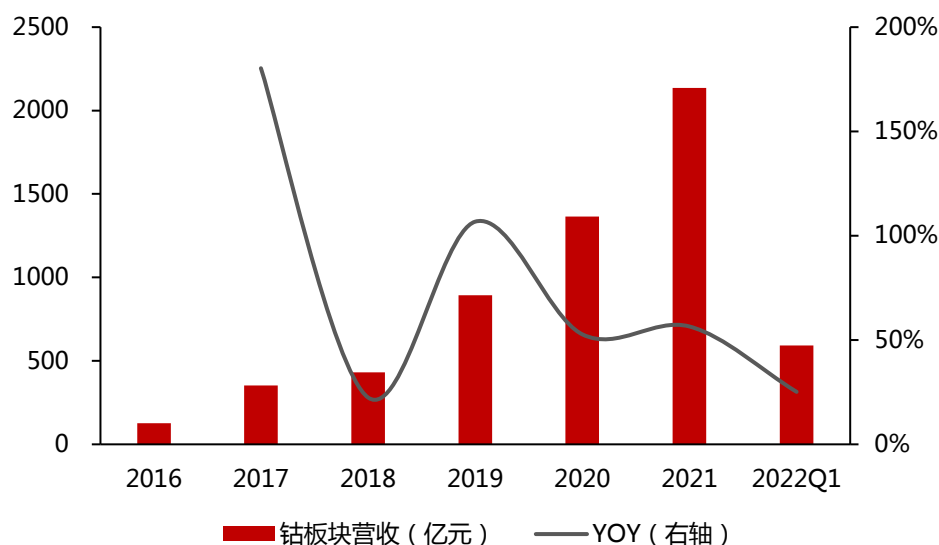
图 31：2021 年&2022Q1 锂板块主要公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2.2 钴板块：疫情影响供给，钴价高位驱动盈利提升

2021 年，钴价受疫情冲击影响供给端运输、以及需求端大幅向好的背景下大幅上涨，尤其是在 Q4 随着终端需求的加速放量以及原料紧张程度加剧，钴价加速上涨，整体来看全年钴价同比大幅上涨且位于高位，其中金属钴、硫酸钴和四氧化三钴分别+38.4%、+57.4%和+53.2%。进入 2022Q1，受益于终端需求表现坚挺及运输的持续受限，金属钴、硫酸钴和四氧化三钴分别同比+53.4%、42.8%、39.7%，环比分别+22.1%、20.7%、20.4%。

图 32：2021 年钴板块营业收入（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

注：选取洛阳钼业、华友钴业、寒锐钴业三家公司为样本。

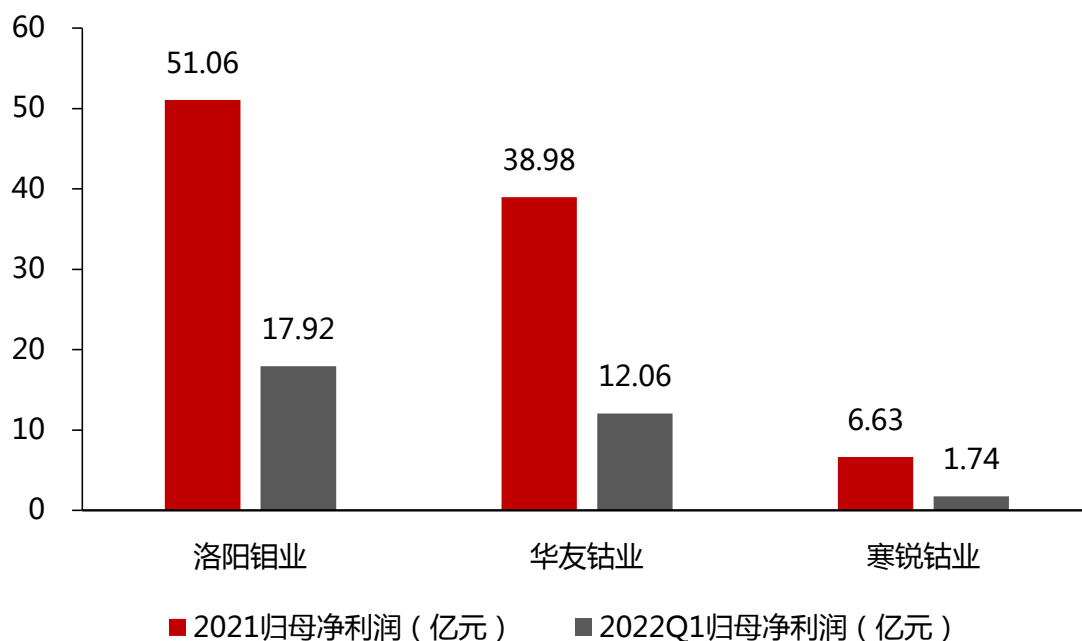
表 10：钴金属及钴盐价格涨跌幅

类别	2021	21YOY	2022Q1	22Q1 同比	22Q1 环比
钴精矿(6-8%CIF 中国 美元/磅)	18	80%	27	81.6%	20.4%
金属钴(99.8%中国 元/公斤)	363	38.4%	521	53.4%	22.1%
硫酸钴(20% 元/吨)	79196	57.4%	110397	42.8%	20.7%
四氧化三钴(73.5% 元/公斤)	301	53.2%	409	39.7%	20.4%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

钴板块行业 2021 年收入增长 57%至 2135.3 亿元；22Q1 收入保持高增，合计收入同比上升约 25%至 593.1 亿元。从个股来看，2021 年钴板块公司实现归属于母公司净利润依次为洛阳钼业（51.06 亿元，同比+119%）、华友钴业（38.98 亿元，同比+235%）、寒锐钴业（6.63 亿元，同比+98%）；2022 年一季度方面，钴板块公司实现归母净利润依次为洛阳钼业（17.92 亿元，同比+78%）、华友钴业（12.06 亿元，同比+84%）、寒锐钴业（1.74 亿元，同比+74%）。

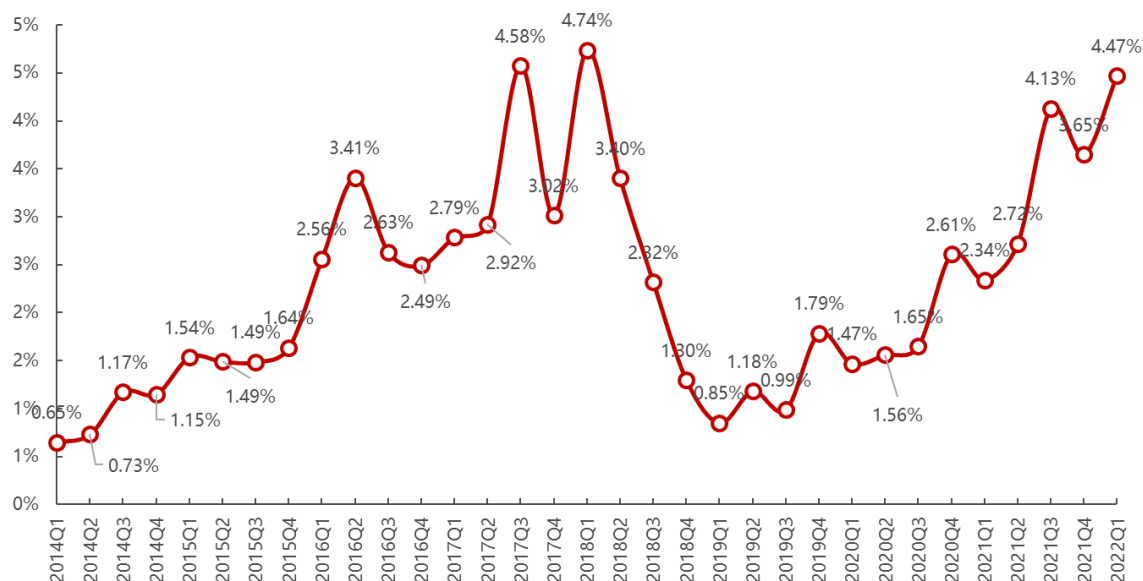
图 33：2021 年&2022Q1 钴板块主要公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

3 2022Q1 有色板块基金持仓比例接近新高

从机构持仓角度来看：SW 有色 2022Q1 基金持仓比例环比提升 0.82pct 至 4.47%。2022 年一季度俄乌冲突下，全球能源价格上涨，推动金属成本端上移，整体大宗商品价格上涨、通胀高企，带动工业金属价格再次冲高，相关标的表现较好，公募基金持仓随之提升。能源金属方面，碳酸锂和镍价格持续上涨，但股票与商品价格涨幅背离明显，主要是因为市场担心金属价格高位反噬需求，同时担心价格快速回落，预期转弱，减仓较多。贵金属方面，俄乌冲突和全球通胀背景下，资金避险需求和抗通胀需求较强，黄金价格冲高，贵金属相关标的表现较好，公募基金持仓随之提升。总体来看基金持仓 Q1 环比提升。

图 34：有色行业公募基金持仓比例环比上升 0.82pct 至 4.47%（单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

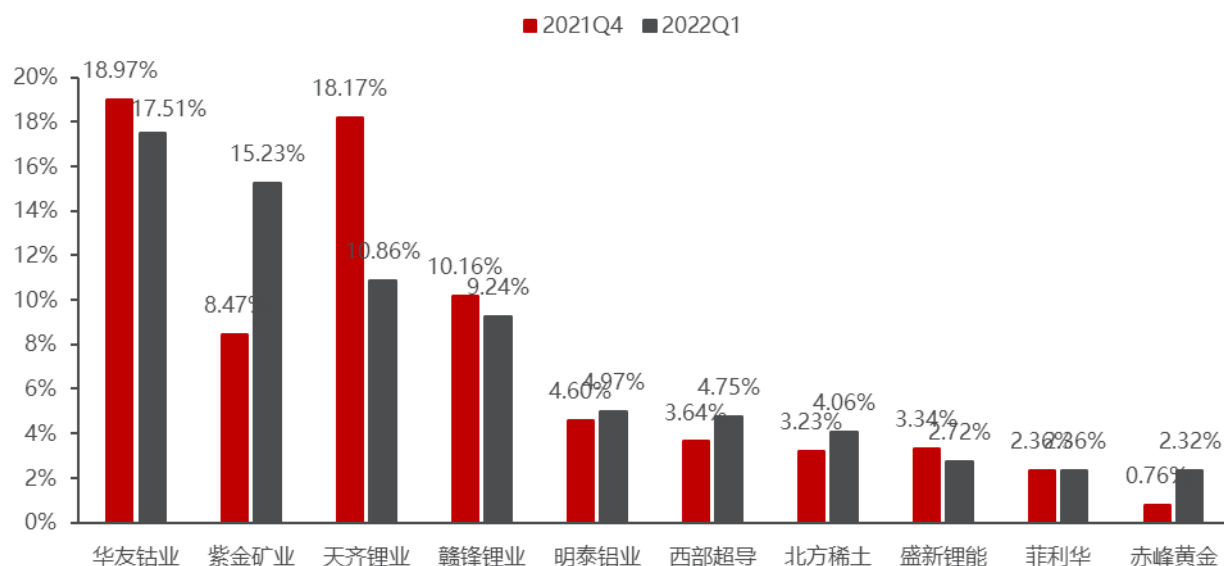
图 35：2022Q1 有色行业公募持仓比例为 4.47%，环比 2021Q4 提升 0.82pct（单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

细分个股而言：前 10 家企业的公募基金持仓占比从 2021Q4 的 73.70%略上升至 2022Q1 的 74.03%，华友钴业持仓占比从 18.97%降至 17.51%，但仍居行业第一。2022Q1 公募基金持仓前 10 家公司合计 993.10 亿元，占全部有色板块的持仓从 2021Q4 的 73.70%略上升至 2022Q1 的 74.03%，分别为华友钴业 252.91 亿元（17.51%）、A 股紫金矿业 219.95 亿元（15.23%）、天齐锂业 156.89 亿元（10.86%）、A 股赣锋锂业 133.49 亿元（9.24%）、明泰铝业 71.79 亿元（4.97%）、西部超导 68.52 亿元（4.75%）、北方稀土 58.68 亿元（4.06%）、盛新锂能 39.22 亿元（2.72%）、菲利华 34.10 亿元（2.36%）、赤峰黄金 33.52 亿元（2.32%）。其中华友钴业 2022Q1 的基金持仓占比由 18.97%略降至 17.51%，

但仍居行业第一。

图 36：2022Q1 公募基金继续大量配置华友钴业，占比为 17.51%



资料来源：wind，民生证券研究院

表 11：有色板块 2022Q1 公募基金持股前 10 大公司

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	2022Q1 基金有色板块持仓占比
603799.SH	华友钴业	385	83	25,860	2,690	21	2,529,097	17.51%
601899.SH	紫金矿业	419	87	193,959	76,319	9	2,199,500	15.23%
002466.SZ	天齐锂业	280	76	19,276	-3,608	13	1,568,855	10.86%
002460.SZ	赣锋锂业	270	78	10,624	1,042	12	1,334,908	9.24%
601677.SH	明泰铝业	141	43	17,382	3,327	25	717,857	4.97%
688122.SH	西部超导	108	40	7,911	2,856	25	685,230	4.75%
600111.SH	北方稀土	105	39	15,151	5,647	4	586,808	4.06%
002240.SZ	盛新锂能	63	31	7,715	-62	11	392,152	2.72%
300395.SZ	菲利华	81	28	6,067	1,229	19	341,046	2.36%
600988.SH	赤峰黄金	65	28	18,490	11,594	12	335,217	2.32%

资料来源：Wind，民生证券研究院

从个股增持方面来看：紫金矿业和贵金属板块个股增持仓位较大。2022 年 Q1 公募基金增持有色板块的前 5 大股票分别为紫金矿业（A 股）被增仓 76318.63 万股（8.47%→15.23%）、赤峰黄金被增仓 11594.48 万股（0.76%→2.32%）、神火股份被增仓 12437.07 万股（0.55%→2.01%）、西部超导被增仓 2856.00 万股（3.64%→4.75%）、云铝股份被增仓 11764.28 万股（0.10%→1.26%）。或由于有色板块整体基金配置从 4.72%升至 6.78%，紫金矿业（A 股）Q1 的基金持仓占比从 8.47%上升至 15.23%，Q1 获得基金 76318.63 万股的增仓，位居行业增仓第一。

表 12：有色板块 2022Q1 公募基金增仓 top10

代码	名称	2021Q4 基金持 仓占比	2022Q1 基金持 仓占比	2021Q4 基金持 股总市值(万元)	2022Q1 基金持 股总市值(万元)	2022Q1 基金增 减仓 (万元)
002466.SZ	紫金矿业	8.47%	15.23%	1141406.77	2199499.87	1058093.10
600456.SH	赤峰黄金	0.76%	2.32%	102737.89	335217.09	232479.20
688122.SH	神火股份	0.55%	2.01%	74749.83	289864.99	215115.15
603799.SH	西部超导	3.64%	4.75%	490050.27	685230.27	195179.99
601677.SH	云铝股份	0.10%	1.26%	13432.22	182078.87	168646.66
300395.SZ	山东黄金	0.42%	1.52%	56003.56	219901.90	163898.33
603688.SH	北方稀土	3.23%	4.06%	435276.17	586808.27	151532.10
600516.SH	中国宏桥	0.24%	1.26%	32395.37	182599.69	150204.33
002149.SZ	石英股份	1.01%	1.64%	135483.47	236518.27	101034.80
600338.SH	明泰铝业	4.60%	4.97%	619670.22	717856.68	98186.45

资料来源：Wind，民生证券研究院

从个股减持方面来看：新能源相关板块成 Q1 主要减仓对象，天齐锂业被基金减持最多。Q1 公募基金减持有色板块的前 5 大股票分别为：天齐锂业被减仓 3607.83 万股（18.17%→10.86%）、宝钛股份被减仓 1981.07 万股（2.27%→0.82%）、南山铝业被减仓 33237.69 万股（2.64%→1.19%）、合盛硅业被减仓 931.95 万股（1.04%→0.09%）、赣锋锂业（H 股）被减仓 1174.85 万股（1.01%→0.40%），新能源产业链相关股票成为 Q1 主要减仓对象。

表 13：2022Q1 基金减仓 top10

代码	名称	2021Q4 基 金持仓占比	2022Q1 基 金持仓占比	2021Q4 基金持 股总市值(万元)	2022Q1 基金持股 总市值(万元)	2022Q1 基金增减仓 (万元)
002466.SZ	天齐锂业	18.17%	10.86%	2448544.78	1,568,854.94	-879689.84
600456.SH	宝钛股份	2.27%	0.82%	306335.22	118,950.41	-187384.81
600219.SH	南山铝业	2.64%	1.19%	355408.70	171,837.99	-183570.71
603260.SH	合盛硅业	1.04%	0.09%	139837.93	13,360.24	-126477.70
1772.HK	赣锋锂业	1.01%	0.40%	136302.28	57,129.07	-79173.21
600516.SH	方大炭素	0.80%	0.29%	107641.68	41,866.80	-65774.87
688598.SH	金博股份	1.16%	0.63%	155960.23	90,403.10	-65557.13
002240.SZ	盛新锂能	3.34%	2.72%	450650.60	392,151.97	-58498.63
688388.SH	嘉元科技	1.72%	1.25%	231781.82	180,929.04	-50852.78
600338.SH	西藏珠峰	0.68%	0.29%	92213.50	41,968.39	-50245.11

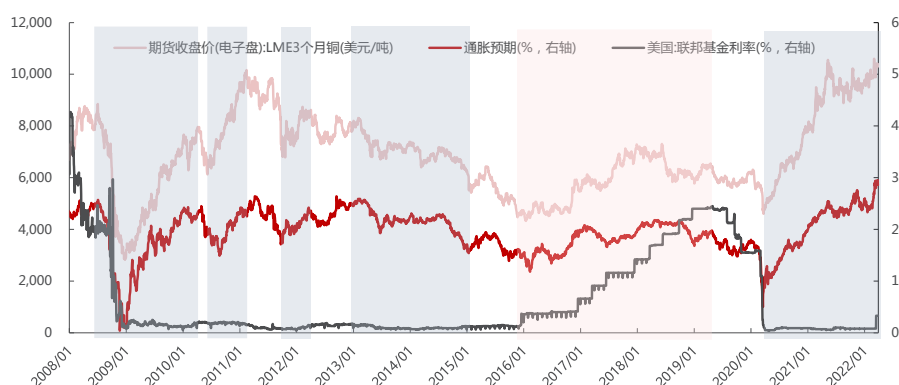
资料来源：Wind，民生证券研究院

4 2022Q2 展望：稳增长修复需求端悲观预期，商品价格整体将维持高位

4.1 工业金属：国内稳增长有望修复商品需求

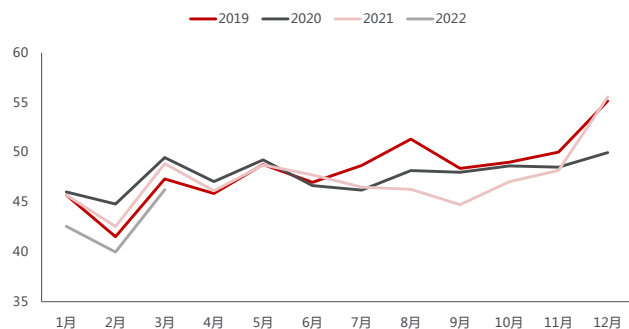
通胀+能源价格上行持续推高工业金属价格，陡峭的供给曲线叠加稳增长发力，供需维持紧平衡格局，Q2 继续推荐布局基本金属铜铝板块。美联储加息落地，3 月加息 25BP 确认了长期通胀，进一步推动包括铜在内的大宗商品价格上涨。此外，在能源转型过程中，传统能源的资本性开支下滑，在紧平衡的供需格局下，短期的供给扰动被放大，2021 年的限电限产和 2022 年的俄乌冲突，都使得本就脆弱的供给更难以放量，使得能源等大宗商品价格大幅上涨，推高工业金属成本，推动 2022Q1 铝价再创新高。

图 37：加息确认长期通胀，通胀推动铜价上行

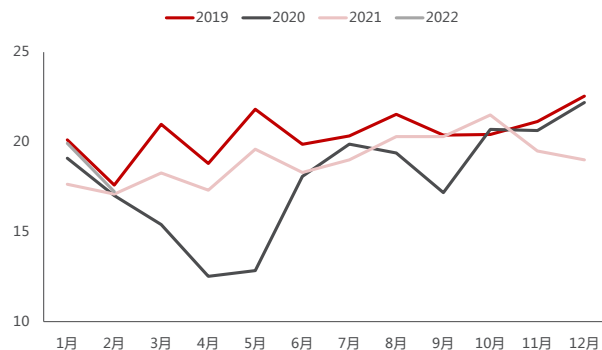


资料来源：wind，民生证券研究院

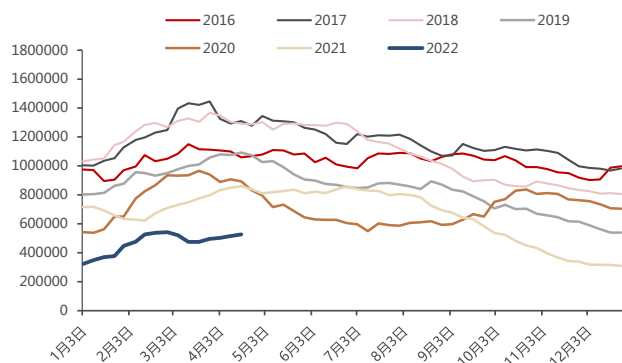
对铜而言：就 Q2 来看，供应链干扰难缓解，智利、秘鲁两大铜供应国的铜产量或持续受疫情、社区问题、罢工等干扰难有增量；低位库存下国内电网和新能源基建发力，供需紧平衡下的强弹性。供给仍在修复中：目前海外供给（秘鲁、智利等）仍在恢复中，2022Q1 智利矿产铜产量为 128 万吨，同比下降 5.7%，智利产量下降或由于疫情持续以及矿山品位下滑；2022 年 2 月秘鲁铜产量为 17.23 万吨，同比增加 0.4%，环比下降 13.5%。此外，4 月以来，占秘鲁全球铜产量 20% 的 Las Bambas 铜矿和 Cuajone 铜矿受到社区抗议活动干扰不得不中断生产，或将进一步冲击本就脆弱的供应。从库存和下游需求来看，目前三大期交所库存和上海保税区库存绝对值为 52.66 万吨，处于同期低点，低位库存反映了供需格局的紧张。传统领域中，国内下游需求占比最大的电力领域年初以来在稳增长政策推动下快速增长。2022 年国家电网投资预算达到 5012 亿元，增速达到 6%，大幅高于预期。2022 年前 2 个月电网基本建设投资完成额同比上涨 15%。新兴领域中，新能源汽车、充电桩和风电光伏的快速发展拉动了铜的需求。新老需求共振下铜价有望维持高位。

图 38：2022 年 3 月，智利矿产铜产量为 46.2 万吨


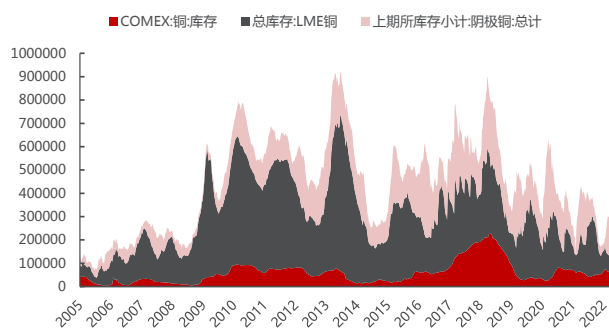
资料来源：智利国家统计局，民生证券研究院测算

图 39：2022 年 2 月，秘鲁矿产铜产量为 17.2 万吨


资料来源：秘鲁能源和矿业部，民生证券研究院

图 40：2021 年 4 月 29 日，三大期货交易所显性库存 + 上海保税区库存合计为 52.66 万吨（单位：吨）


资料来源：SMM，民生证券研究院测算

图 41：2021 年 4 月 29 日，三大期货交易所显性库存合计为 28.06 万吨（单位：吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

对铝而言：就 Q2 来看，4 月下游需求短暂受疫情影响，但随着疫情对运输影响减弱以及下游的复工复产，库存或加速去化，吨铝盈利或维持高位。

供给端：欧洲电价高企，叠加俄乌冲突，电解铝全球供应受限。随着 21 年底稳增长基调的确定，国内限电限产的步伐放缓，各地正进行有序复产。但欧洲天然气价格高企使得电解铝企业面临亏损，不得不进行大批量的停产减产，叠加俄乌冲突下俄罗斯的铝锭供应或将受到较大影响，全球供给端偏紧。全球供需格局的紧张通过进出口传导到国内，根据海关总署数据，2022Q1 电解铝进口量同比下降 71%至 9.7 万吨，而铝材的出口量同比增长 26.7%至 162.83 万吨。

需求端：疫情短期对下游需求产生影响，但随着复产复工的持续推进，影响在边际减弱。4 月中旬电解铝社会库存重回去库，从 106.3 万吨经过两周去库至 98.7 万吨，库存的下降反映了运输的改善和需求的恢复。最新召开的 4 月政治局会议明确要努力实现全年经济社会发展预期目标，提到防疫同时关注经济和物流保供。一方面，这预示着疫情对运输的影响往后会逐渐改善，另一方面，也预示着国家层面对稳增长的决心，后续不排除加大稳增长政策的力度，推动基建和地产良性发展，

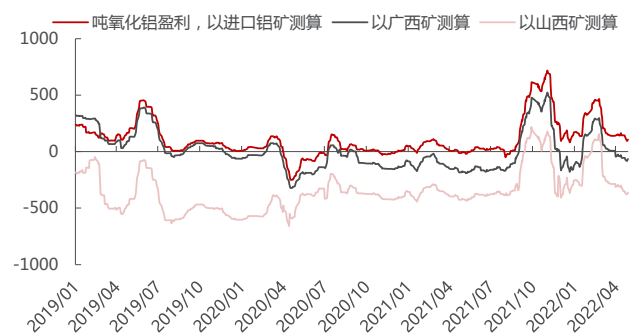
拉动铝需求稳步增长。值得关注的是,前期疫情影响阶段加工企业原料供应困难导致不得不消耗库存满足生产,后续随着疫情的缓解,下游企业的补库需求或将使得社会铝锭库存加速去化。

图 42：2022 年 4 月 29 日，吨铝净利润为 2926 元/吨



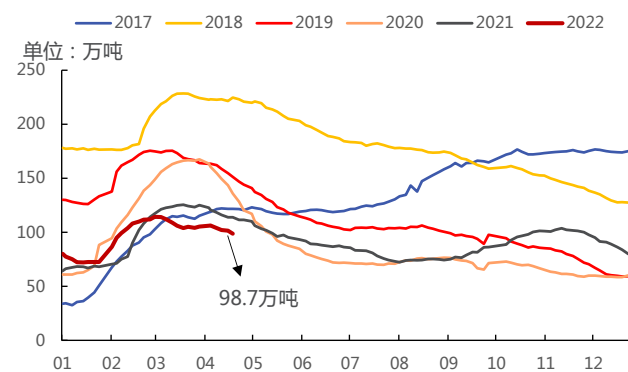
资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院测算

图 43：氧化铝盈利情况



资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院测算

图 44：2021 年 4 月 28 日，国内电解铝库存为 98.7 万吨

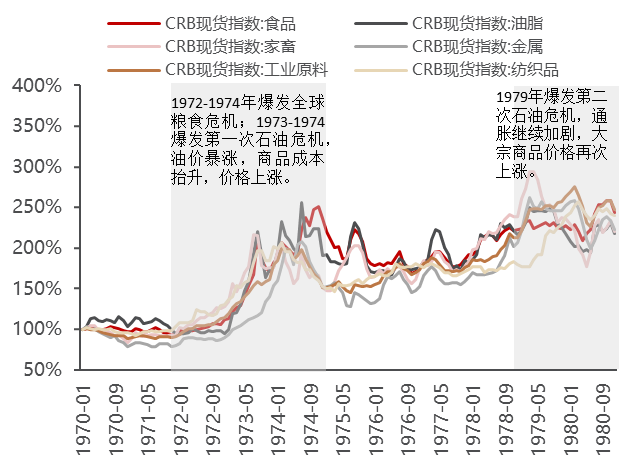


资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 贵金属：金价震荡上行，黄金依然是必选品

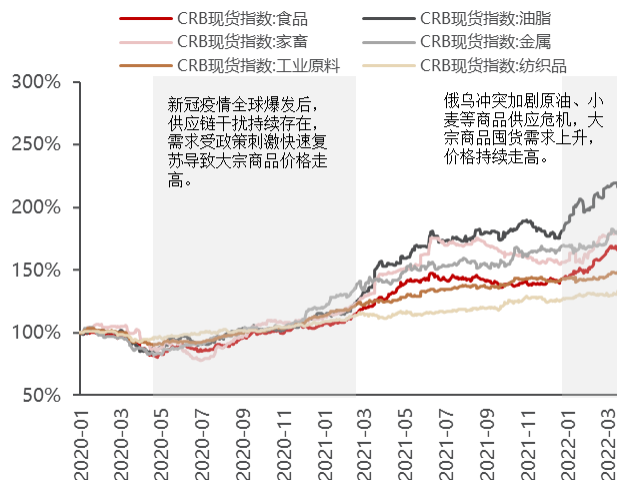
类比 70 年代滞胀期资产表现，黄金大幅跑赢金融资产。回顾上世纪 70-80 年代美国的滞胀时期特征，我们认为高通胀预期下的经济衰退为滞胀的信号。目前全球通胀难见拐点，绿色能源革命、疫情反复、俄乌冲突、劳动力成本上升均造成了供应端的扰动或供应成本的抬升，随着宽松政策下对需求的刺激，商品价格持续走高，拉动通胀。目前美国国债长短端期限利差部分已经出现倒挂，此为反映经济衰退预期的重要信号，美国经济或将步入滞胀期，回顾 70 年代滞胀期，实物资产整体跑赢金融资产，金价或迎来趋势性上行。

图 45：1970-1980s 两次滞胀期间大宗商品价格上涨



资料来源：wind，民生证券研究院

图 46：俄乌冲突加剧供需矛盾导致商品价格上涨

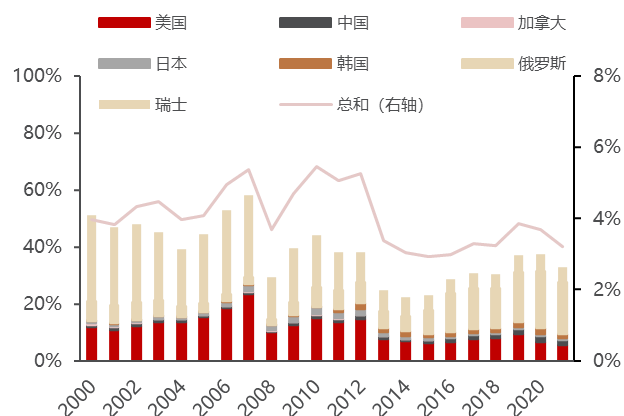


资料来源：wind，民生证券研究院

全球央行大幅扩表，黄金增储需求明显。2020 年新冠疫情爆发后，为了应对疫情对经济造成的冲击，海外各国央行实行扩张性财政政策，2020 年 1 月-2022 年 3 月，美联储总资产增加扩大了 113.29%，实现翻倍。日本央行和欧洲央行总资产分别扩大了 28.65% 和 86.53%，央行大幅扩表使得黄金储备占总资产的比重下降。

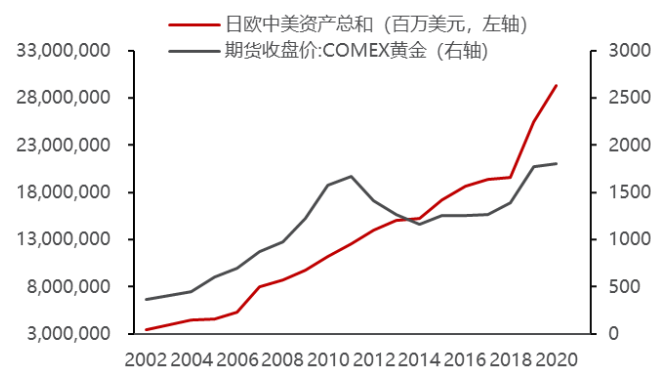
黄金作为天然的货币，作为实物资产对于维护本国币值的稳定具有重要意义，我们预计各国央行将加大购金力度以平衡快速扩大的资产负债表。以维护币值稳定和抵抗美元信用走弱的风险。此外，随着近期俄乌地缘政治冲突不断演绎，全球资产避险情绪升温，黄金配置关注度有望提升。

图 47：黄金占全球中央银行资产的百分比稳中有降



资料来源：wind，WGC，民生证券研究院。左轴为各国黄金占央行总资产百分比的累加值，右轴为各国黄金总储备占全球央行总资产的百分比。

图 48：央行扩表将推动金价继续走高



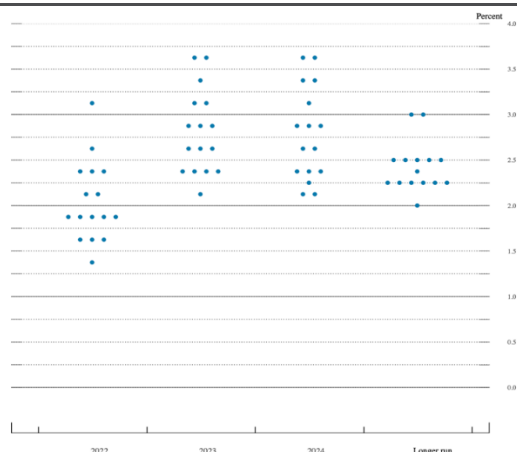
资料来源：wind，民生证券研究院

衰退预期或掣肘加息，2022 年加息难以跑赢通胀。疫情后为刺激经济，各国纷纷出台一系列宽松政策，财政刺激政策和降息带动全球货币超发，货币量供应大于流动所需货币需求，导致通胀持续抬升。根据历史数据，黄金价格与实际利率高度负相关，目前 10 年期美债实际利率已经处于历史低位，在美联储加息预期已经

被市场消化的情形下，通胀预期数据仍然居高不下。

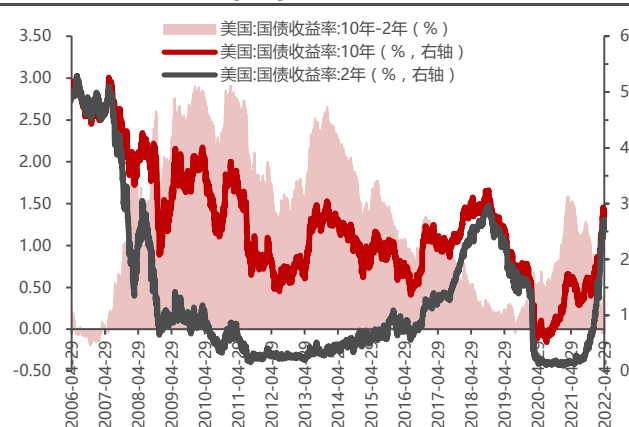
美债 10 年期-2 年期期限利差自 3 月 1 日以来逐步收窄，4 月 1 日、4 月 4 日分别出现倒挂 5bp、1bp，根据历史经验分析，期限利差倒挂反映了经济衰退的预期。当前美国通胀高企，美联储加息控制通胀论述强硬，点阵图显示年内将加息 6 次，支撑短端利率持续上行，在长端利率上行速率平缓的情况下期限利差或将反复出现倒挂。考虑到美联储在加息初期便呈现出衰退信号，美联储鹰派货币政策或将面临两难，加息或将不及预期。

图 49：2022 年 3 月美联储加息点阵图



资料来源：美联储，民生证券研究院

图 50：当前美国 10y-2y 利差收窄（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

左轴：美国国债收益率 10 年-2 年，右轴：美国国债收益率 2 年、美国国债收益率 10 年

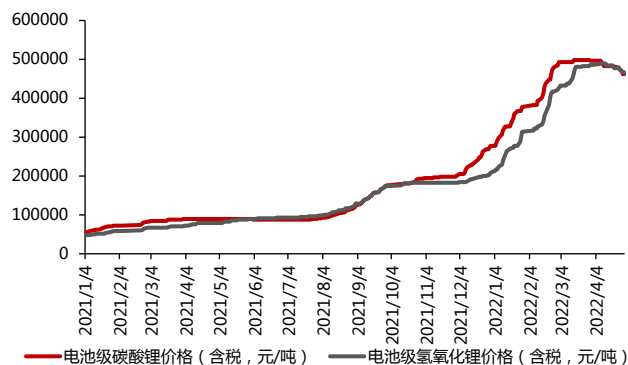
我们认为，加息预期已被市场充分反应，美国经济基本面弱化或将持续牵制加息进程。若加息不及预期，叠加俄乌冲突带来的能源危机，届时将出现通胀上行，但名义利率上行不及预期的局面，实际利率将进一步下行。在全球货币超发、央行购金需求上升背景下，黄金将走出一轮上涨行情，维持对行业的“推荐”评级。建议重点关注赤峰黄金、招金矿业、山东黄金、银泰黄金。

4.3 能源金属：供需偏紧持续下价格有望高位，资源端稀缺性不断提升

锂：资源供给紧张，锂矿价格加速上涨、锂盐价格成本支撑有望高位。资源端，截至 4 月 29 日 AM 锂精矿价格上升至 3510 美元/吨，电池级碳酸锂上升至 46.25 万元/吨，氢氧化锂升至 46.75 万元/吨，氢氧化锂价格再次超过碳酸锂。目前锂精矿供给紧张情绪仍在，全球锂资源多被长单锁定，且 PLS 拍卖进一步加剧了锂精矿价格上涨：2022 年 4 月 PLS 锂精矿完成第四次拍卖，最终成交价 5650 美元/吨（FOB，5.5%氧化锂品位），拍卖数量 5000 吨，于 2022 年 6 月-7 月发货；此次拍卖价格对应单吨锂盐的含税成本为（5650/5.5*6+90（运费））*6.5（汇率）*8（转换系数）*1.13（增值税）+35000（加工成本）=40.2 万元/吨，预计 2022

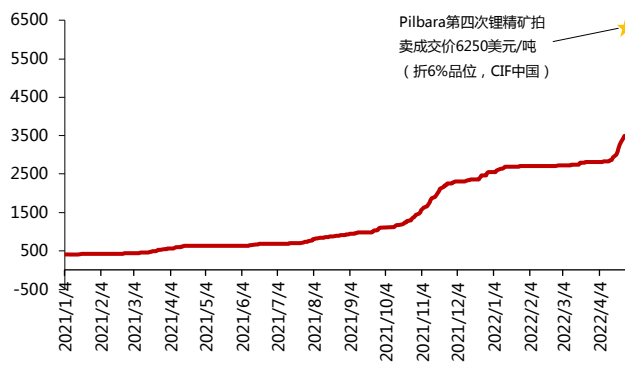
年锂盐价格在成本支撑下难以大幅回落。随着优质锂资源稀缺性愈发凸显，未来锂资源端的溢价将进一步凸显，同时锂精矿价格高位下，锂盐价格在成本支撑有望高位。

图 51：国内锂盐价格持续上涨



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院测算

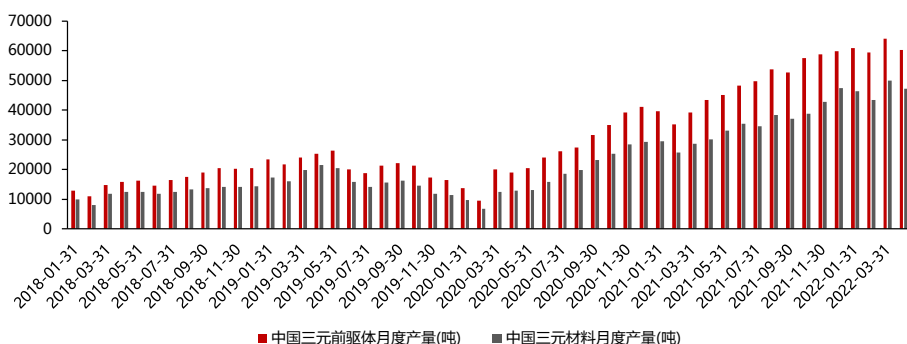
图 52：AM 锂精矿价上升至 3510 美元/吨(美元/吨)



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

氢氧化锂价格有望受益海外高镍放量、持续高位。海外新能源汽车以高镍车型为主，随着特斯拉 4680 电池的量产在即，海外高镍的放量有望带动氢氧化锂需求持续高速增长，氢氧化锂价格有望持续坚挺。尽管 4 月受疫情影响生产，但是三元材料环比下滑幅度有限，显示出需求的强劲，氢氧化锂采购市场火热，氢氧化锂价格超过碳酸锂价格，且海外氢氧化锂价格超过中国国内氢氧化锂价格，预计未来氢氧化锂价格有望维持高位。

图 53：2022 年三元前驱体及正极产量保持高位



资料来源：SMM，民生证券研究院

图 54：海外氢氧化锂价格超过中国国内

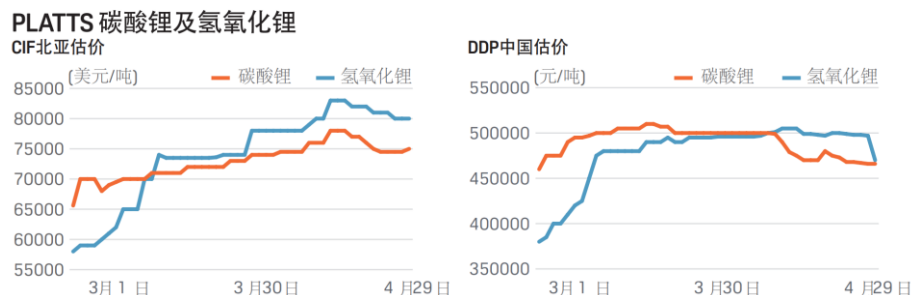


图 55：全球动力电池企业扩产激进

公司类型	公司	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
中国企业	宁德时代	27	49	70	169.9	268.9	370.9
	比亚迪	26	50	65	70	105	125
	亿纬锂能	20	37	48	54	72	100
	孚能科技	10	10	18	24	40	51
	国轩高科	0	2	18	25	38	63
	蜂巢能源	0	4	12	38.6	74.2	144
	欣旺达	0	0	0	8	18	30
	中航锂电	2.5	12	40	52	74	125
	上海兰钧	0	0	0	2	4	8
	鹏辉能源	0	0	0	4	6	6
	力神电池	0	4	4	10	10	10
	瑞浦能源	6	6	6	8	12	24
日韩系	LG化学	28	33	51	115	177	260
	松下	27	47	59	73	97	109
	SKI	12	20	35	56	72	92
	三星SDI	7.5	12.5	23.5	33.5	50.5	55.5
欧洲系	Northvolt	0	0	4	16	24	40
	大众	0	0	0	0	0	0
全球产能合计		166	286	453	759	1142	1623
全球动力电池企业新增产能 (GWh)			120	167	305.3	383.6	480.8

资料来源：各公司公告，乘联会，民生证券研究院

钴：新增供应有限，疫情影响供给，供需仍然紧平衡。（1）短期看，因为钴的全球主要生产地为刚果金，大部分产自刚果金的钴矿由南非运往全球，受疫情影响，港口的运输持续受限，全球钴供给运输不畅，导致供给短缺。（2）中长期来看，我们预计 2020-2025 年，供给端原生钴年均复合增速或达到 9.9%，但 2021-2022 年供应量增幅主要系 mutanda 复产，未来核心跟踪红土镍矿项目和回收钴放量进度。我们预计 2020-2025 年，红土镍矿伴生钴供应量年均复合增速为 20%，供应量将从 1.96 万吨提升至 5.04 万吨；硫化镍矿伴生钴年均复合增速为 0.4%，供应量将从 1.59 万吨小幅增至 1.63 万吨。2020-2021 年原生钴供给增速或恢复正增长，伴随嘉能可 Mutanda 矿山 2021 年底复产，供给增速有望达到高点，但随之

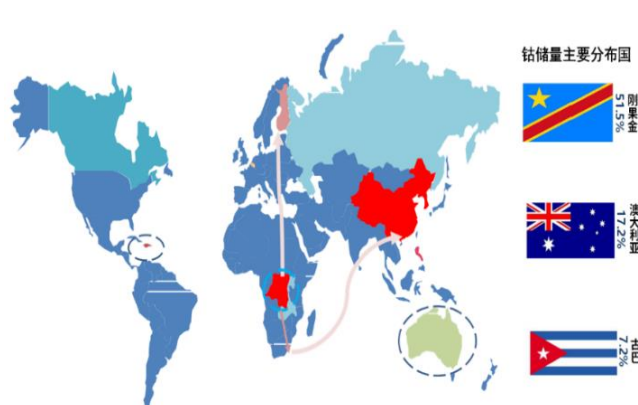
过后增速将继续大幅回落，未来最值得密切跟踪的供应主要集中于 KCC 的扩产、Mutanda 的复产、Chemaf、万宝矿业、RTR 扩产、Deziwa、中资民采矿和未来印尼红土镍矿湿法伴随钴等项目，尤其是随着中资企业，如华友钴业、格林美等在印尼布局的镍项目大规模投产，伴生钴产量将随之显著提升。

图 56：受南非封锁影响，刚果民主共和国的钴矿运输路线改变



资料来源：谷歌地图，民生证券研究院测算

图 57：钴原料流动世界地图



资料来源：安泰科，民生证券研究院

表 14：2018-2025 年，细分的原生钴矿山产量预测表（单位：吨）

矿品类	企业	矿山	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
铜 钴 矿	嘉能可	Katanga	11000	17100	27400	30000	30000	30000	30000	30000
		Mutanda	27300	25100	-	2000	10000	17000	22500	25000
		Kisanfu	-	-	-	-	-	-	3000	8000
	洛钼	Tenke	18747	16098	15436	17000	17000	17000	17000	17000
		boss mining	3000	0	0	0	0	0	0	0
	ENRC	RTR	-	5500	11000	13000	15000	16000	17000	18000
		Ruashi	4752	4800	2000	1500	1000	0	0	0
	金川国际	Musonoi	-	-	-	4000	4000	4000	4000	4000
		Shalina	6000	6500	7000	7000	7000	7000	7000	7000
	Resources	Mutoshi	-	-	1500	3500	5500	6500	7000	7000
		PE527	3000	3500	4500	4500	4500	4500	4500	4500
	华友钴业(不考虑民采矿)	Mikas	1000	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
		Kamoya	3500	3500	3500	3500	3000	2000	1500	1500
	万宝矿业	Pumpi	-	-	1200	1800	2200	3000	3500	3500
	中铁资源	MKM	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100
		华刚矿业	500	500	500	500	500	500	500	500

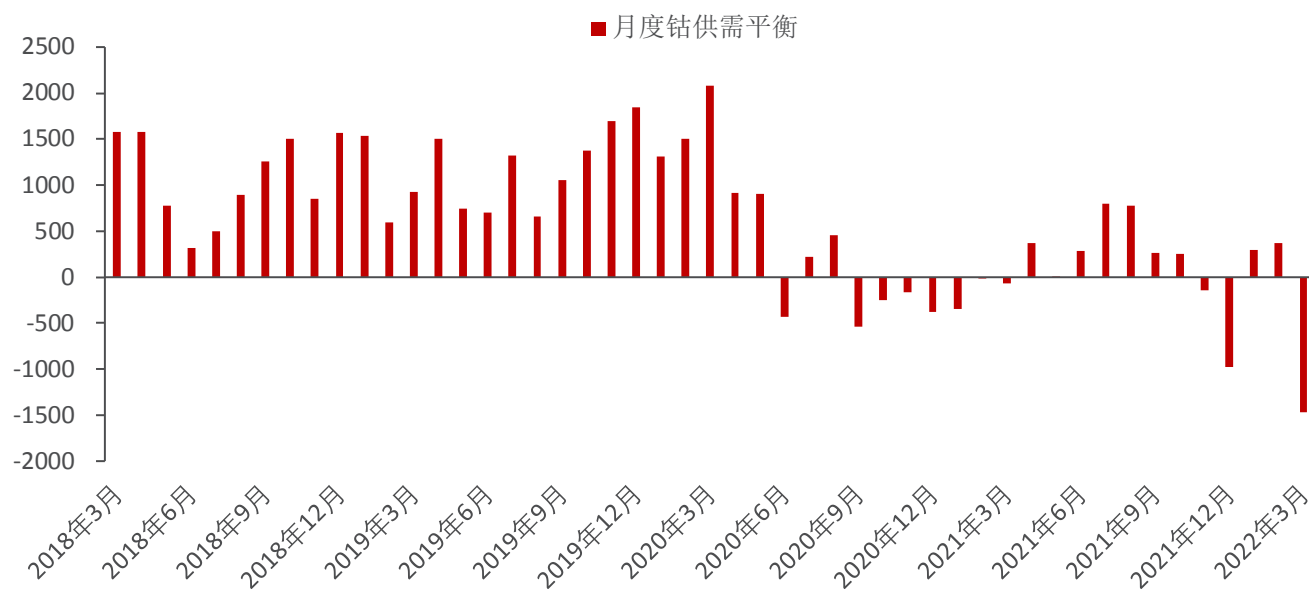
	中色 - Gecamics	Deziwa			2500	3500	4500	5500	6500	7500
	中国有色矿业公司(不考虑民采矿)	刚波夫矿业	0	0	0	450	630	900	900	900
		中色非洲矿业(东南矿)				200	400	400	400	400
	紫金矿业	Kluwezi II	0	600	1500	1800	1800	1800	1800	1800
	Vedanta Resources	Konkola Copper Mines Zambia	1100	900	900	900	900	900	900	900
	民采矿合计		26500	15630	18980	16480	13780	14380	14880	14880
	小计 1		10749	10232	10251	11273	12431	13398	14548	15498
			9	8	6	0	0	0	0	0
	Sherritt	Moa	3200	3400	3400	3400	3400	3400	3400	3400
	Vale	VNC	2104	1703	2197	0	1500	1500	1500	1500
红土镍矿	中国中冶	Ramu	3275	2940	1800	2200	2500	2500	2500	2500
	住友金属矿业	Coral Bay Nickel Corp Philipines	1950	1900	1900	1900	1900	1900	1900	1900
		Taganito HPAL Ni Corp.Philipines	2800	3200	3200	3200	3200	3200	3200	3200
		PT Vale Indonesia	800	800	800	800	800	800	800	800
		Ambatovy	3500	2900	2800	2800	2800	2800	2800	2800
	Cubanique	Punta Gorda	2100	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
	CTT	Bou Azz	1600	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
	GEM	合资印尼镍项目					1160	2320	4350	4350
	华友钴业等	华飞印尼镍钴						2000	5000	8000
	华友钴业	华越印尼镍钴					5000	7315	7315	7315
硫化镍矿	力勤	OBI 镍钴冶炼项目					4100	6150	6150	6150
	格林美	青美邦项目					3000	4000	5000	5000
	小计 2		21329	20343	19597	17800	32860	41385	47415	50415
	Glencore	Murrin Murrin	2900	3400	3200	3200	3200	3200	3200	3200
		INO	900	700	700	700	700	700	700	700
	金川集团	金川镍矿	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
	BHP - Nickel West	Kwinana Nickel Refinery Australia	1100	900	900	900	900	900	900	900

Norilsk Nickel	Kola MMC / Polar Division	3800	4500	4500	4500	4500	4500	4500	4500
TerraFame	Sotkamo Finland	500	500	500	500	500	500	500	500
VALE	Sudbury 和 Voisey's Bay	2422	2103	2046	2400	2400	2400	2400	2400
	Thompson	569	570	429	429	429	429	429	429
Anglo American	Rustenburg	350	300	300	300	300	300	300	300
Implats	Impala	250	250	250	250	250	250	250	250
First Quantum	Ravensthorpe Australia	0	0	400	400	400	400	400	400
其他		1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
小计 3		15491	15923	15925	16279	16279	16279	16279	16279
全部合计		14431	13859	13803	14680	17644	19464	20917	22167
		9	4	8	9	9	4	4	4

资料来源：Darton，安泰科，SMM，民生证券研究院预测

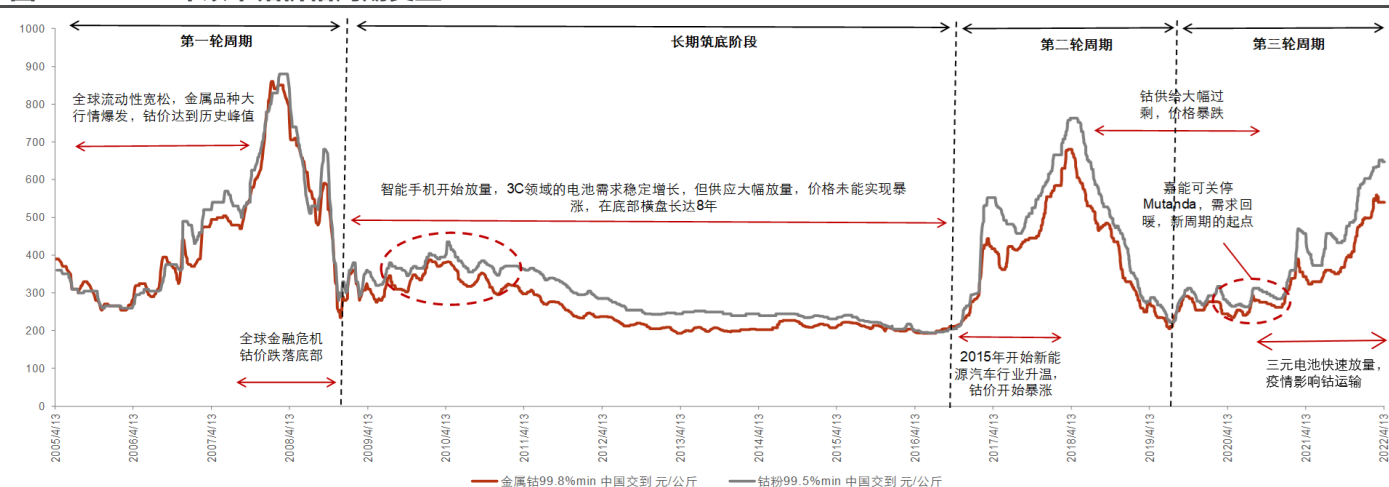
冶炼端库存持续低位，供需紧平衡下价格有望高位。基于钴原料进口量（钴矿+粗钴+未锻轧）为供应量，2021-2022 年受公共卫生事件影响，南非港口运力降低，钴原料进口大幅减少，冶炼厂降低自身粗钴原材料库存，安全原料库存也继续下滑。从供需平衡角度，低库存背景下钴供需缺口难填，预计钴价格有望持续高位。

图 58：月度钴供需平衡，运输紧张下供需缺口难填（吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

图 59：2005 年以来钴价格周期复盘



资料来源：SMM，民生证券研究院

新能源金属：短期疫情扰动需求，全球电动化长期趋势不变，供需结构长期偏紧之下，资源溢价能力提升。锂：供给偏紧格局确定，锂资源溢价大幅提升；需求短期受疫情扰动，但电动化长期趋势不变，供需格局仍将长期向好。钴：短期面临供给增加压力，但疫情下运输问题难解，价格长期或稳态波动。镍：短期结构性短缺推升镍价，需求端 4680 电池量产在即，未来高镍化趋势较为确定。**建议重点关注华友钴业、盐湖股份、天齐锂业、永兴材料。**

5 投资建议：供给周期开启，这次或许不一样

展望 2022 年：稳增长+新兴领域发力需求共振，同时供给曲线仍旧陡峭，供给周期有望正式开启，金属价格进入长牛。在低库存背景下，周期波动的核心是供需变化，我们认为本轮商品价格的上涨具备较强的持续性，主要原因在于在“双碳”的大背景下，供给曲线越发陡峭，决定商品的核心矛盾从需求端切换到供给端，供给端无法及时反映需求端的变化，商品的分析框架将从需求转向于供给端。（1）铜等工业金属过去长时间资本性开支下滑，同时短期修复存在不确定性，供给端调整能力有限，价格易涨难跌。铝的本质是能源载体，能源结构转型带来了基础能源价格上行，铝价有望高位。需求端工业金属传统领域需求受稳增长政策提振，叠加新兴领域持续拉动，需求有望迎来内部新老需求共振。（2）能源金属在新能源汽车长周期增长趋势下，供需结构长期偏紧，资源稀缺性逻辑继续强化。（3）当前黄金的持有成本实际利率处于历史低位，考虑到俄乌冲突带来能源危机、疫情干扰供应链等供给端的扰动因素，高通胀或将持续，实际利率有望进一步下行，叠加全球货币超发背景下央行购金需求上升，金价大概率创新高。

工业金属：供给大周期进行时，稳增长锦上添花。供给端：在双碳大背景下，政策限制及全球能源价格抬升，推高工业金属成本曲线，在前期资本开支严重不足的限制下，供给端出现的扰动被放大，包括疫情对运输的影响、以及国家政策的变化、俄乌冲突的发生，均使得包括铜铝在内的工业金属供给端产生较大的波动，推

高大宗商品价格。需求端：稳增长政策指引下，传统领域需求有望迎来预期改善，叠加新能源产业快速发展，提振下游工业金属的新兴领域需求，新老需求迎来共振。预计未来商品价格易涨难跌。建议重点关注紫金矿业、洛阳钼业、神火股份、南山铝业、天山铝业、中国铝业。

贵金属：名义利率难以跑赢通胀，实际利率下行支撑金价走高。根据历史数据，黄金价格与实际利率高度负相关，目前 10 年期美债实际利率已经处于 40 年以来的低位。本轮美联储加息周期的初期，10 年期-2 年期利率差于 2022 年 4 月初出现倒挂迹象，表明美国经济增长乏力。我们认为加息预期当前已被市场充分反应，债券交易结果已经反应经济衰退预期，美国经济基本面的弱化或将持续牵制加息进程，俄乌地缘政治风险加剧能源危机下通胀高企，实际利率或将进一步下行，支撑金价。此外自 2010 年以来各国央行已连续 12 年净购入黄金，随着疫情以来全球货币历史级别超发，为维持货币信用稳定，预计央行购金需求上升，2022 年以来黄金 ETF 投资需求抬升迹象明显，预计金价大概率创新高。建议重点关注赤峰黄金、招金矿业、山东黄金、银泰黄金。

新能源金属：短期疫情扰动需求，全球电动化长期趋势不变，供需结构长期偏紧之下，资源溢价能力提升。**锂：**供给最紧张环节由冶炼切换至资源，资源端溢价大幅提升，锂精矿供给紧张下价格不断上行并创新高，且未来难以有大规模预期供给出现，支撑锂盐价格高位；需求端来看短期疫情扰动下游生产和需求，但随着疫情未来缓解，全球电动化长期趋势不变，供需格局仍将长期向好。**钴：**短期面临供给增加压力，但疫情扰动下非洲运输问题仍难解决，未来消费电子和新能源需求长期向好，价格长期或呈稳态波动。**镍：**供给端未来印尼湿法镍及高冰镍项目有望逐步放量，但短期结构性短缺推升镍价，需求端特斯拉 4680 电池量产在即，未来长期高镍化趋势较为确定，镍需求有望长期增长。建议重点关注华友钴业、盐湖股份、天齐锂业、永兴材料。

6 风险提示

1) 金属价格大幅下跌。金属价格影响公司盈利情况，若产品价格大幅下跌，公司盈利将受到负面影响。

2) 终端需求不及预期。需求若低于预期，则一方面影响终端产品需求，从而影响产业链产品销量下降；另一方面，产品价格受供需影响，需求较弱时，产品价格或有所下降，进一步对公司盈利造成负面影响。

3) 全球通缩预期加剧。通缩预期下，货币升值、物价下降，需求或延后，使得产品价格和销量下降；另外，通缩预期下，融资成本或上升，使得企业运营的成本增加，影响公司盈利和发展。

插图目录

图 1：SW 有色板块 2021 年至今整体涨幅为 13.44%（单位：% ，截至 2022 年 4 月 29 日）	3
图 2：2021 年有色板块位列第二（单位：% ）	3
图 3：2022 年初至今，SW 有色下跌 19.24%（单位：% ，截至 2022 年 4 月 29 日）	3
图 4：2021 年初至 2022 年 4 月 29 日有色金属板块表现较好（SW 申万有色：左轴，单位：点）	4
图 5：2021 年，稀土板块涨幅最大为 233.66%（单位：% ）	5
图 6：2022 年初至今，仅黄金板块上涨 1.05%（单位：% ）	5
图 7：2022 年初至 4 月 29 日涨幅前十的公司	6
图 8：2022 年初至 4 月 29 日跌幅前十的公司	6
图 9：2011-2022Q1 有色金属板块销售毛利率及净利率	7
图 10：2017Q1-2022Q1 有色金属销售毛利率及净利率	7
图 11：2011-2022Q1 有色金属板块长期借款与短期借款	8
图 12：2011-2022Q1 有色金属板块资产负债率	8
图 13：2011-2022Q1 有色金属板块 ROE 和 ROA	8
图 14：2011-2022Q1 有色金属板块现金分红比例和股息率	8
图 15：2021 工业金属板块营收及增速	11
图 16：2022Q1 工业金属板块营收及增速	11
图 17：2021 年工业金属细分行业归母净利及增速	12
图 18：2022Q1 工业金属细分行业归母净利及增速	12
图 19：2021 年工业金属细分行业扣非归母净利及增速	12
图 20：2022Q1 工业金属细分行业扣非归母净利及增速	12
图 21：2021 工业金属板块各公司归母净利润	13
图 22：2022Q1 工业金属板块各公司归母净利润	13
图 23：2021 年 COMEX 黄金最高涨至 1954.40 美元/盎司	14
图 24：2021 年黄金板块营收及增速情况（亿元）	14
图 25：2022Q1 黄金板块营收及增速	14
图 26：2021 年贵金属板块各公司盈利情况（亿元，%）	15
图 27：2022Q1 贵金属板块各公司盈利情况（亿元，%）	15
图 28：2021 年国内稀土价格持续上行	16
图 29：2021 年及 2022Q1 稀有金属板块营收及增速情况（亿元）	17
图 30：2021 年锂板块营业收入（亿元）	18
图 31：2021 年&2022Q1 锂板块主要公司归母净利润情况（亿元）	19
图 32：2021 年钴板块营业收入（亿元）	20
图 33：2021 年&2022Q1 钴板块主要公司归母净利润情况（亿元）	21
图 34：有色行业公募基金持仓比例环比上升 0.82pct 至 4.47%（单位：%）	22
图 35：2022Q1 有色行业公募基金持仓比例为 4.47%，环比 2021Q4 提升 0.82pct（单位：%）	22
图 36：2022Q1 公募基金继续大量配置华友钴业，占比为 17.51%	23
图 37：加息确认长期通胀，通胀推动铜价上行	25
图 38：2022 年 3 月，智利矿产铜产量为 46.2 万吨	26
图 39：2022 年 2 月，秘鲁矿产铜产量为 17.2 万吨	26
图 40：2021 年 4 月 29 日，三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为 52.66 万吨（单位：吨）	26
图 41：2021 年 4 月 29 日，三大期货交易所显性库存合计为 28.06 万吨（单位：吨）	26
图 42：2022 年 4 月 29 日，吨铝净利润为 2926 元/吨	27
图 43：氧化铝盈利情况	27
图 44：2021 年 4 月 28 日，国内电解铝库存为 98.7 万吨	27
图 45：1970-1980s 两次滞胀期间大宗商品价格上涨	28
图 46：俄乌冲突加剧供需矛盾导致商品价格上涨	28
图 47：黄金占全球中央银行资产的百分比稳中有降	28
图 48：央行扩表将推动金价继续走高	28
图 49：2022 年 3 月美联储加息点阵图	29
图 50：当前美国 10y-2y 利差收窄（%）	29
图 51：国内锂盐价格持续上涨	30
图 52：AM 锂精矿价上升至 3510 美元/吨(美元/吨)	30
图 53：2022 年三元前驱体及正极产量保持高位	30
图 54：海外氢氧化锂价格超过中国国内	31

图 55：全球动力电池企业扩产激进.....	31
图 56：受南非封锁影响，刚果民主共和国的钴矿运输路线改变.....	32
图 57：钴原料流动世界地图.....	32
图 58：月度钴供需平衡，运输紧张下供需缺口难填（吨）.....	34
图 59：2005 年以来钴价格周期复盘.....	35

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1：有色金属板块表现强于指数（单位：%）.....	4
表 2：2021 年至今子板块涨跌幅.....	5
表 3：2021 年至 2022 年 4 月 29 日涨跌幅前十的个股.....	6
表 4：有色金属板块 2022Q1 财务数据同比、环比均表现较强.....	7
表 5：2022Q1 有色金属子板块中工业金属、能源金属、小金属、金属材料营收同比、环比均增长（单位：亿元）.....	9
表 6：2022Q1 有色金属子板块中能源金属、工业金属小金属盈利均表现较强（单位：亿元）.....	9
表 7：2022Q1，基本金属价同比均上涨，环比除铅外均上涨（单位：元/吨）.....	11
表 8：各主要小金属品种价格涨跌幅.....	16
表 9：锂金属及其盐价格涨跌幅.....	17
表 10：钴金属及钴盐价格涨跌幅.....	20
表 11：有色板块 2022Q1 公募基金持股前 10 大公司.....	23
表 12：有色板块 2022Q1 公募基金增仓 top10.....	24
表 13：2022Q1 基金减仓 top10.....	24
表 14：2018-2025 年，细分的原生钴矿山产量预测表（单位：吨）.....	32

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001