

金属价格高位，业绩弹性显现 ——有色钢铁年报&一季报综述

资源与环境研究中心

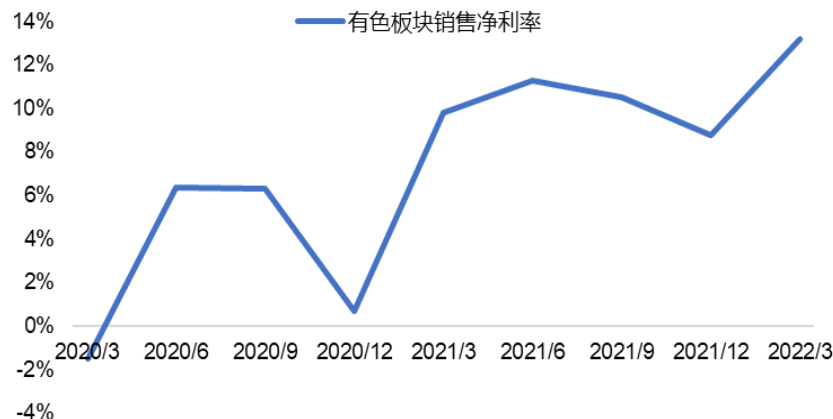
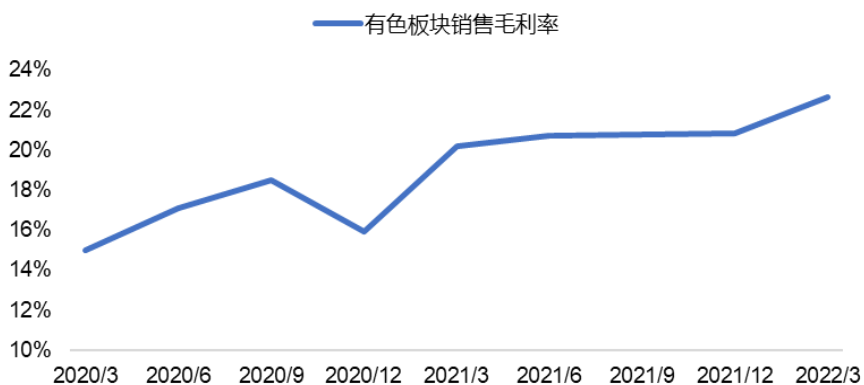
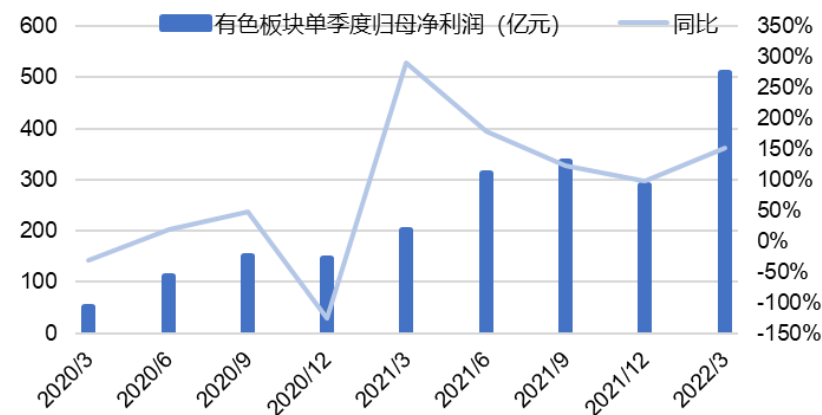
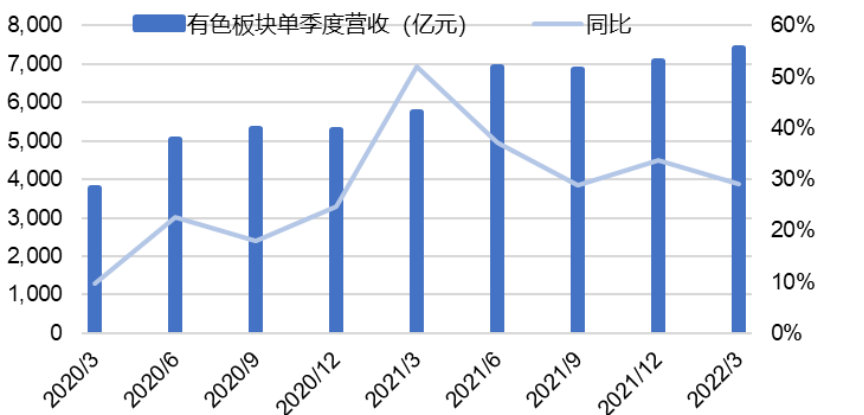
国金金属材料组：倪文祎/宋洋/陈凯丽

分析师执业编号：S1130519110002

DATE: May 3, 2022

1.有色：金属价格高位，业绩大幅提升

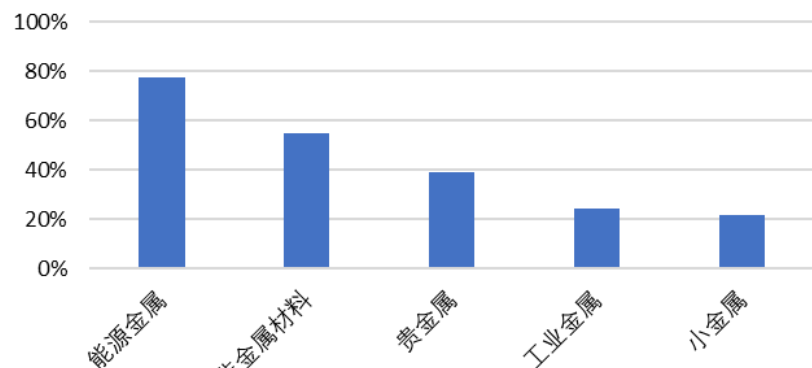
- **营收**：21年全行业营收同比+37%；22Q1营收同比+29%，环比+5%，主要系主流品种金属价格均处于历史高位。
- **利润**：21年全行业归母净利润1135亿元，同比+147%；22Q1归母净利润505亿元，同比+153%，环比+74%。利润增幅远超收入，主要系盈利能力提升。Q1板块平均毛利率22.6%，同比+2.5pct，环比+1.8pct；净利率13.2%，同比+3.4pct，环比+4.5pct。有色板块在景气周期具备充足业绩弹性。
- **ROE**：Q1全行业ROE环比大幅提升5.6pct至20.1%，位于较高水平，也为过去两年来最好水平。



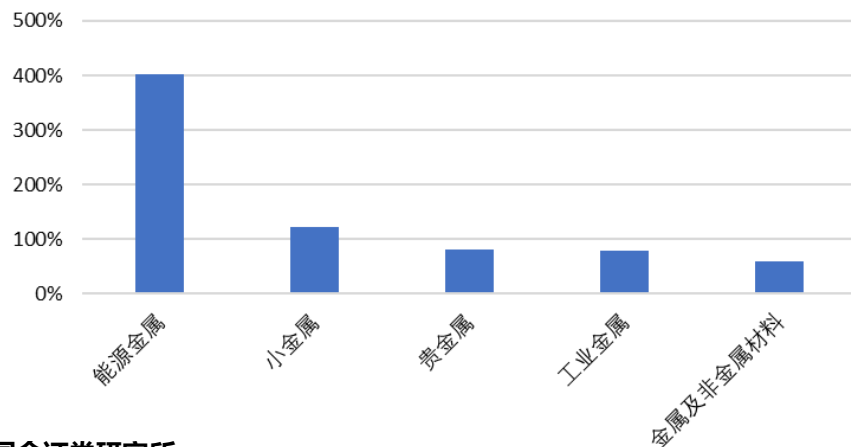
1.有色细分板块：能源金属表现亮眼

- 同比来看，各板块业绩均有大幅提升；环比来看，除贵金属板块业绩环比下滑，其他板块利润环比进一步提升。
- 其中，以锂钴为代表的能源金属板块展现最大业绩弹性。22Q1板块净利润同比+403%，环比+102%；小金属板块业绩表现次之，Q1净利润同比+122%，环比+71%；贵金属板块净利润同比+80%，环比-20%；工业金属板块净利润同比+79%，环比+68%；金属及非金属材料板块净利润同比+59%，环比+22%。

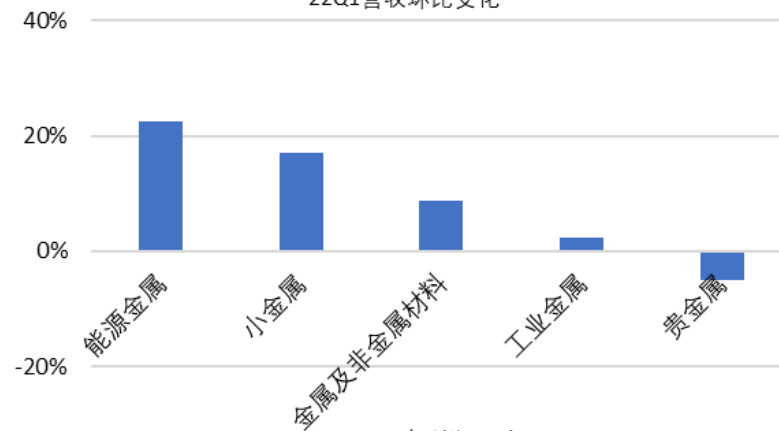
22Q1营收同比变化



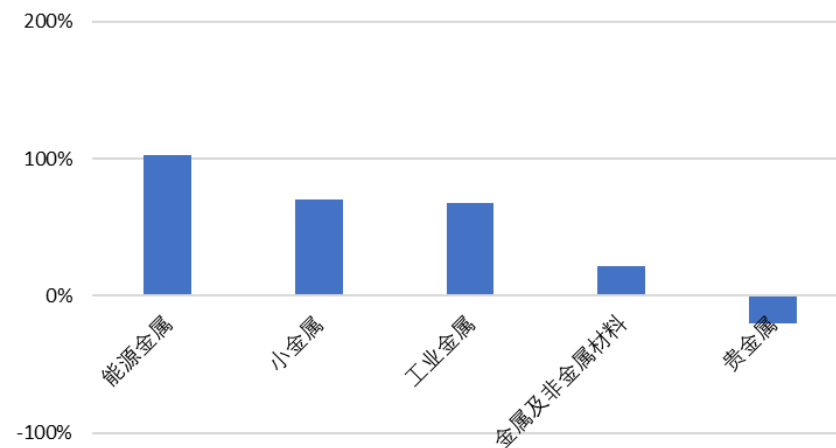
22Q1净利润同比



22Q1营收环比变化

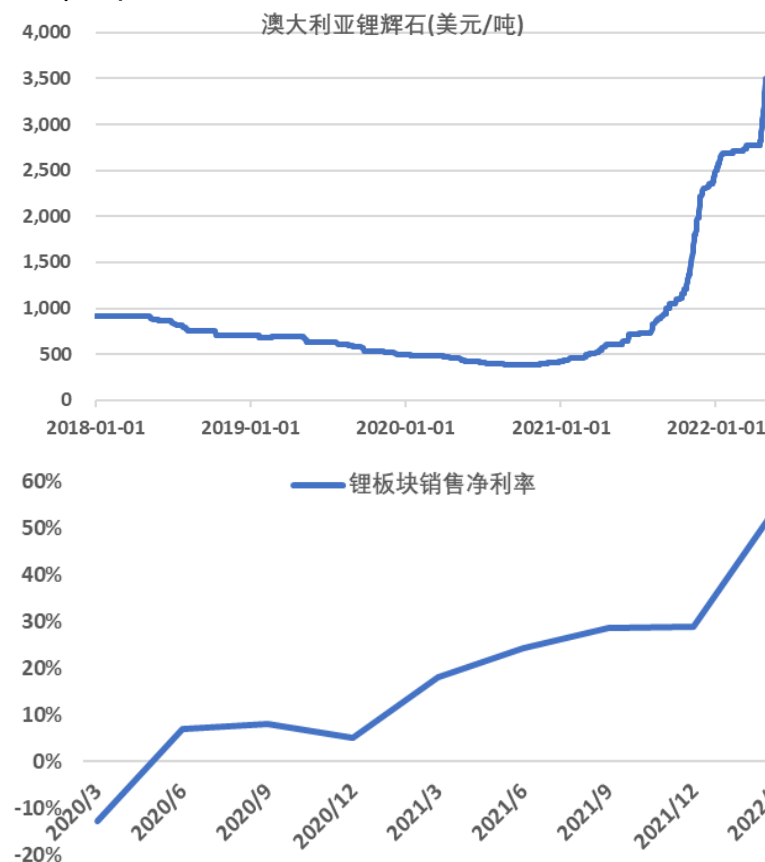
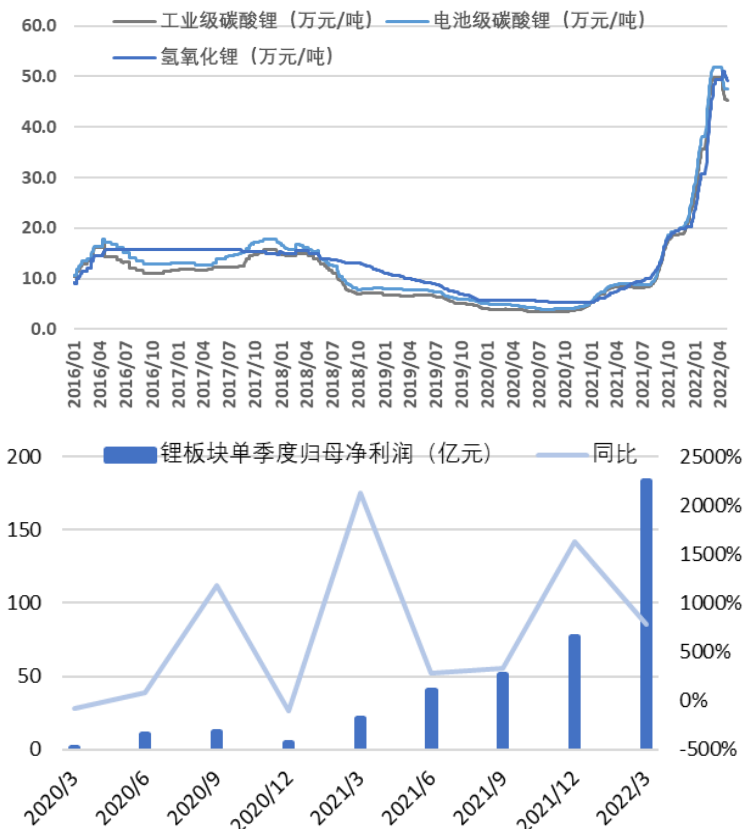


22Q1净利润环比



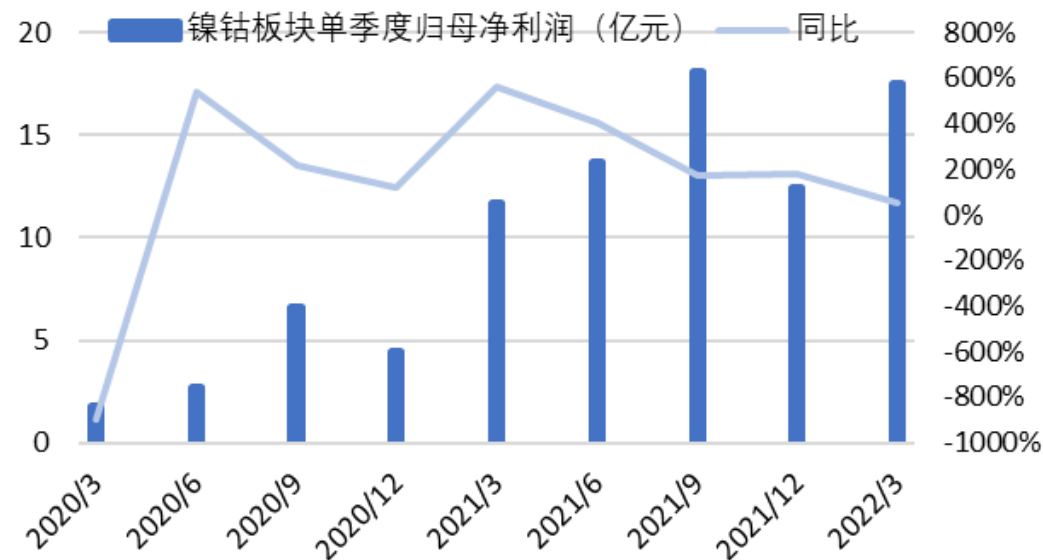
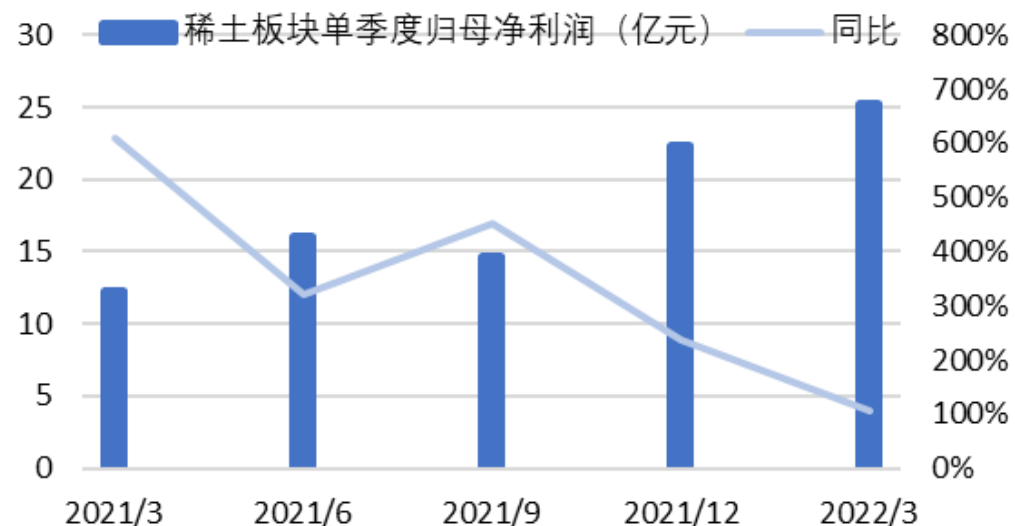
1.1能源金属：供需错配驱动业绩爆发式增长

- **锂板块**22Q1营收同比+189%，环比+46%；净利润同比+774%，环比+139%。能源金属板块中锂板块业绩增幅最大，已连续多个季度实现爆发式增长，主要受益于锂盐供应紧缺导致的价格暴涨。
- 22Q1电池级碳酸锂价格均价41万元/吨，同比+470%，环比+104%。同期，考虑生产周期，21Q4澳洲锂精矿均价仅2500美元/吨左右，对应锂盐成本15-18万左右，单吨盈利大幅扩张。
- 22Q1锂板块毛利率62%，同比+31%，环比+13%；净利率55%，同比+37%，环比+26%



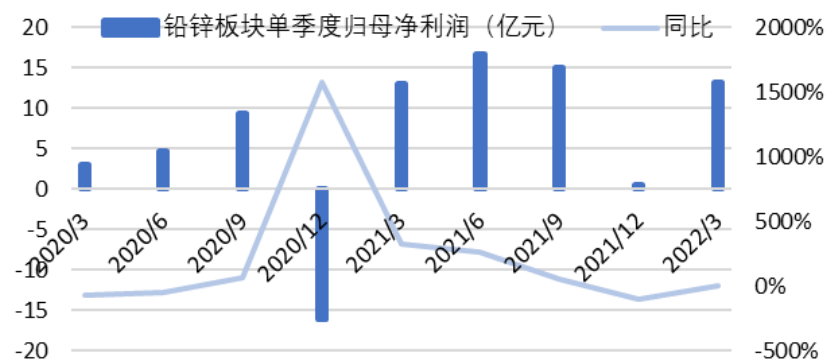
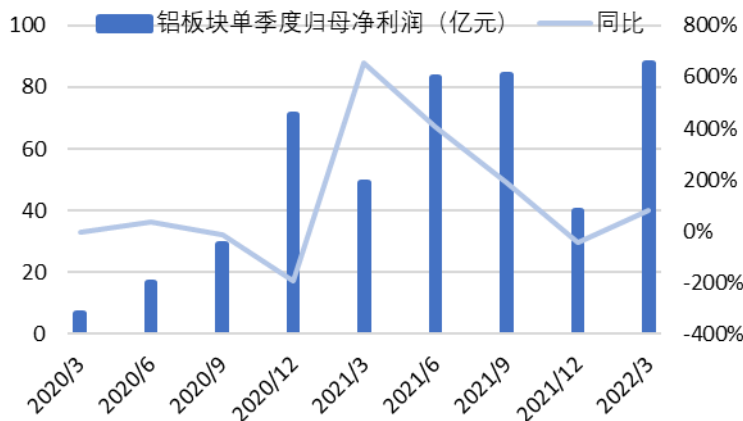
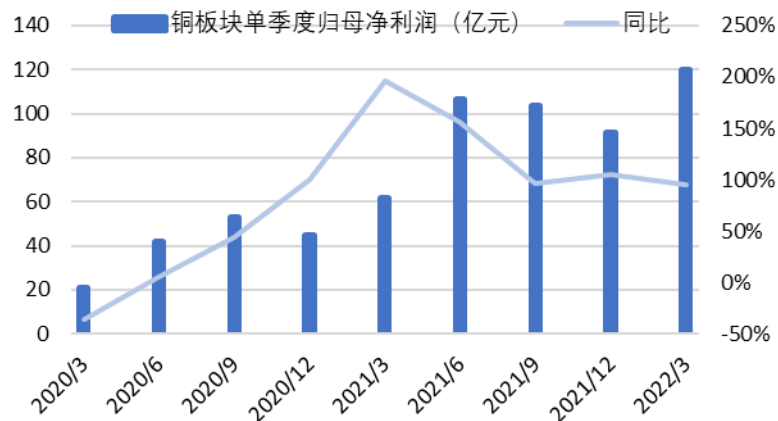
1.1能源金属：供需错配驱动业绩爆发式增长

- **稀土板块**22Q1营收同比+66%，环比+34%；净利润同比+105%，环比+13%。主要稀土品种价格均有较大幅度上涨，氧化镨钕同比+99%，环比+26%。主要系供给端受政策限制增长有限，需求端新能源等领域带来较多增量导致供需错配。
- **镍钴板块**22Q1营收同比+11%，环比-2%；净利润同比+51%，环比+78%。镍钴价格均位于历史高位。22Q1钴价同比+67%，环比+20%，价格上涨主要系刚果金疫情导致的物流不畅使得供给受限；镍价同比+63%，环比+44%，价格上涨同时受到基本面供需错配与金融面伦镍逼仓事件影响。



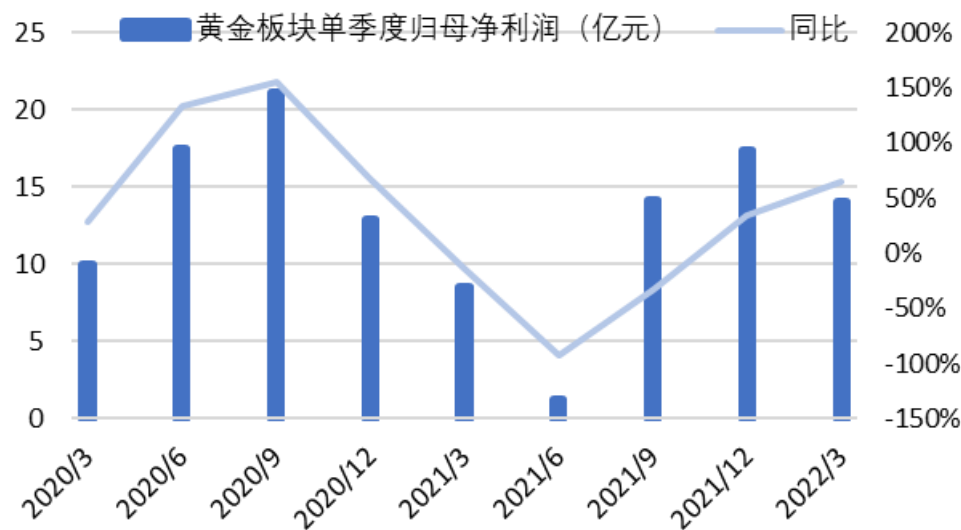
1.2工业金属：货币宽松+需求复苏驱动业绩大增

- **铜板块**22Q1营收同比+17%，环比+5%；净利润同比+96%，环比+31%，全球流动性宽松背景与疫后需求复苏带来铜价高位，21年以来铜价持续维持在高位，22Q1铜价同比+18%，环比+3%。
- **铝板块**22Q1营收同比+41%，环比+3%；净利润同比+79%，环比+120%。需求复苏与电解铝供给受限双重因素作用下铝价自21以来加速上涨，22Q1铝价同比+56%，环比+19%。
- **铅锌板块**22Q1营收同比+37%，环比-19%；净利润同比未有明显变化，环比+2786%，环比数据较为极端主要受权重较大单一公司（驰宏锌锗）业绩大幅改善影响。22Q1铅价同比+16%，环比变化不大；锌价同比+37%，环比+12%。



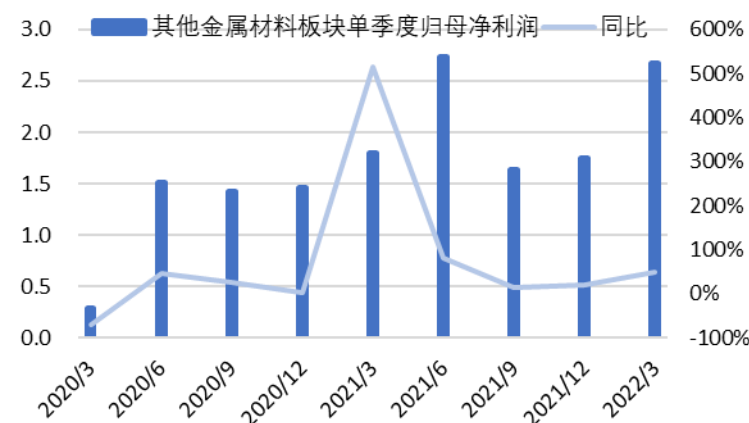
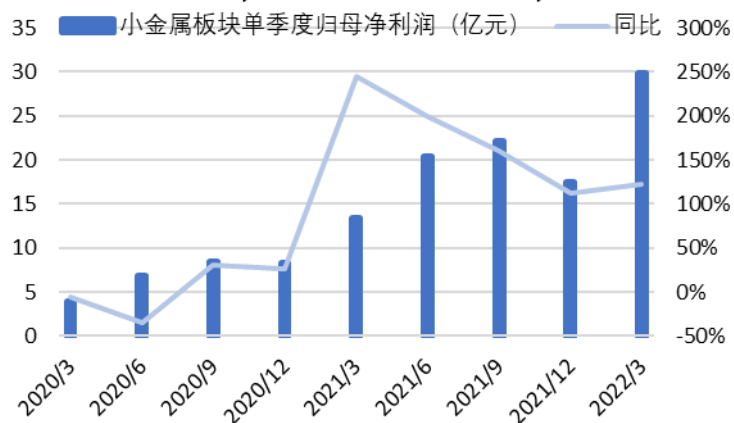
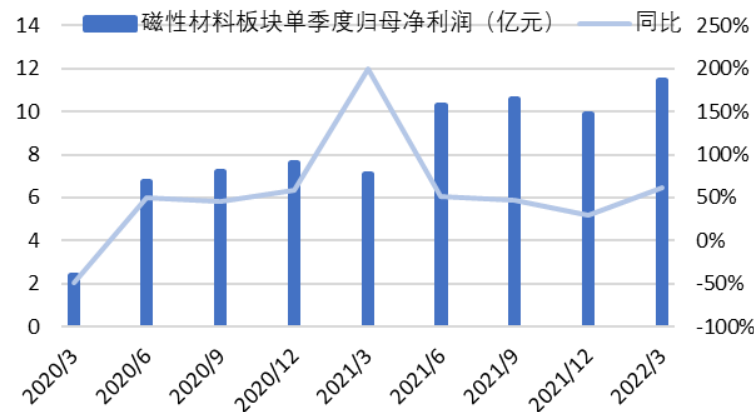
1.3 贵金属：负实际利率驱动金价高位

- 贵金属板块中主要标的为黄金公司。疫后全球货币超发+高通胀预期使得实际利率维持在负值，金价作为实际利率的反向指标，自20年以来持续位于历史高位，22Q1金价同比+5%，环比+4%，驱动黄金板块业绩高增长。
- 22Q1黄金板块营收同比+31%，环比-7%；净利润同比+65%，环比-19%。合计利润环比下滑主要受个别权重较大个股个体性事件影响，Q1金价进一步上行背景下，主要公司业绩环比仍实现增长。



1.4小金属及材料：小金属具备最强业绩弹性

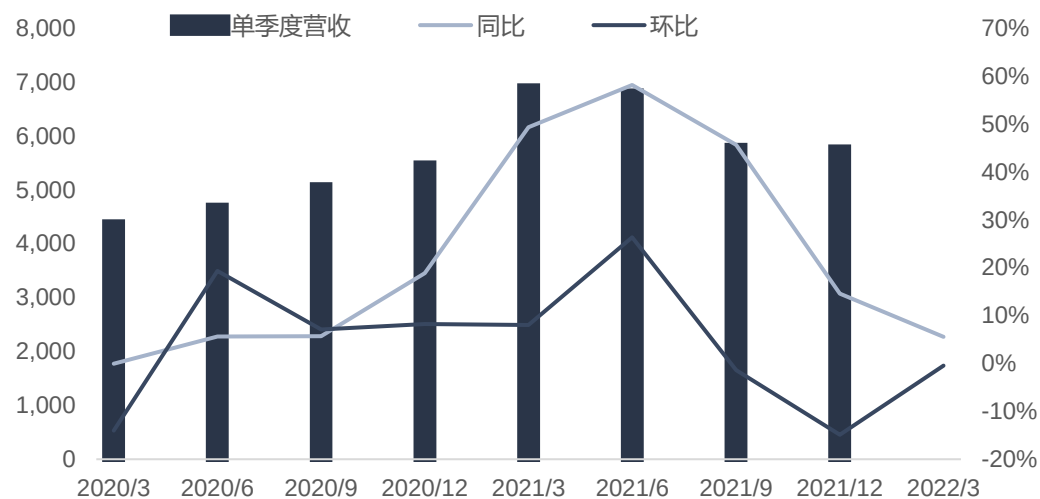
- **小金属板块**营收同比+22%，环比+17%；净利润同比+122%，环比71%。钽钼锡钨等各金属品种价格均有不同幅度上涨，小金属上市公司利润增速大超营收，业绩弹性最为充足。
- **材料版块：****1) 磁材板块**营收同比+65%，环比+8%；净利润同比+62%，环比+16%，业绩大涨主要受益于下游新能源需求爆发。**2) 其他金属材料**营收同比+28%，环比+13%；净利润同比+48%，环比+53%。材料公司位于产业链中游，上游矿端涨价易对业绩形成制约，利润弹性不及上游端企业。



2.1钢铁：营收环比平稳，同比增加

- 2022年一季度，钢铁上市公司营收5730亿元，同比增长5.54%，环比下滑0.49%。主要系2022Q1钢价同比上涨较多，环比小幅回升，淡季限产叠加疫情因素，产销量较低。营收环比增幅前五家钢企为河钢资源、新钢股份、攀钢钒钛、酒钢宏兴、鞍钢股份。

上市钢企营业收入（单位：亿元）



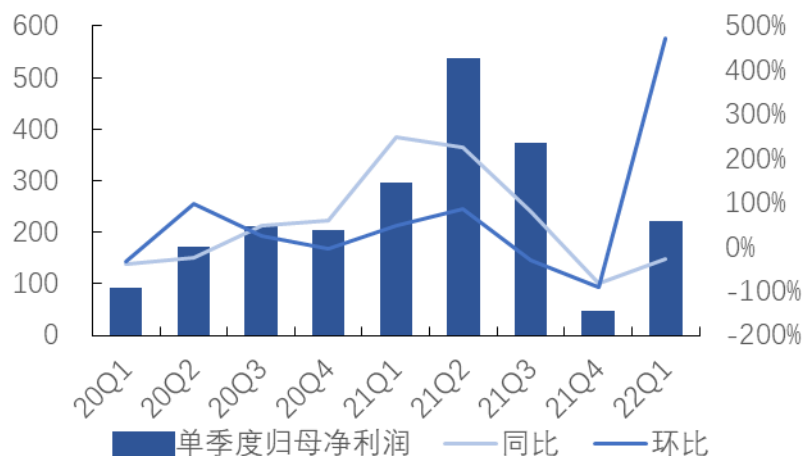
钢价走势（单位：元/吨）



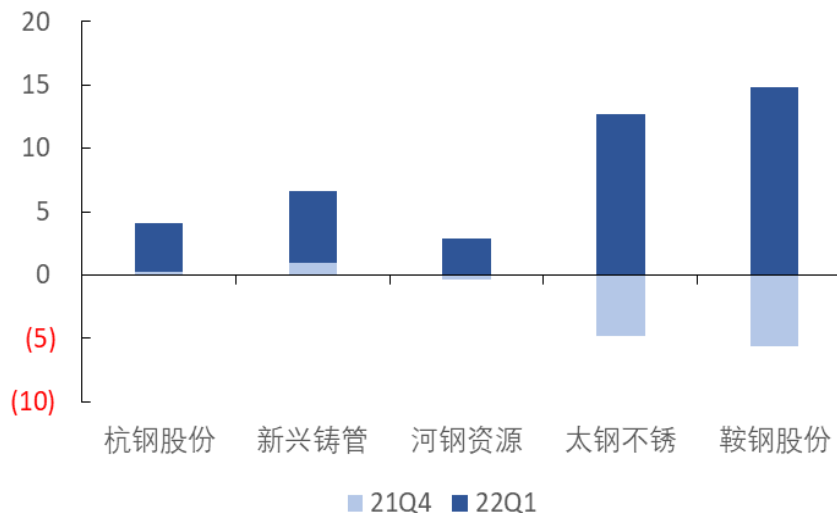
2.2 基数原因，净利润环比大幅改善

- 21年钢铁板块实现归母净利润1213亿元，同比+90%；22Q1实现归母净利润211亿元，同比下滑25.91%，环比增加471.26%。22Q1钢价环比增长，成本略降，钢企利润环比改善。利润环比增幅前五家钢企为杭钢股份、新兴铸管、河钢资源、太钢不锈、鞍钢股份。
- 环比基数低。21年末钢铁板块累计资产减值118亿元，其中普钢板块减值77亿元、

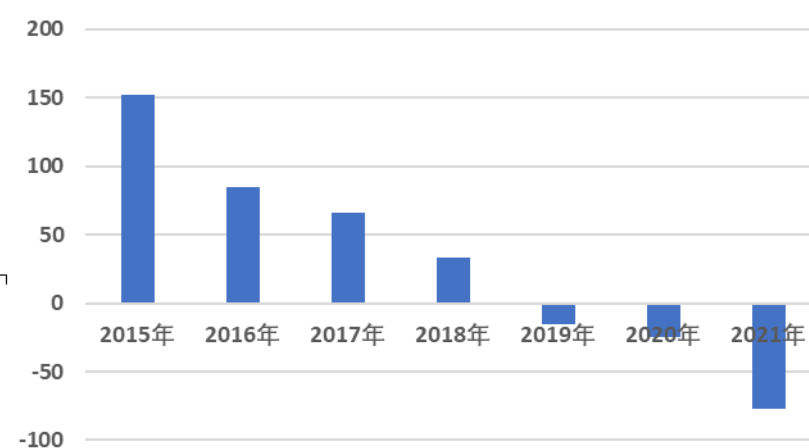
上市钢企归母净利润（单位：亿元）



归母净利润环比增速前五钢企盈利情况（单位：亿元）

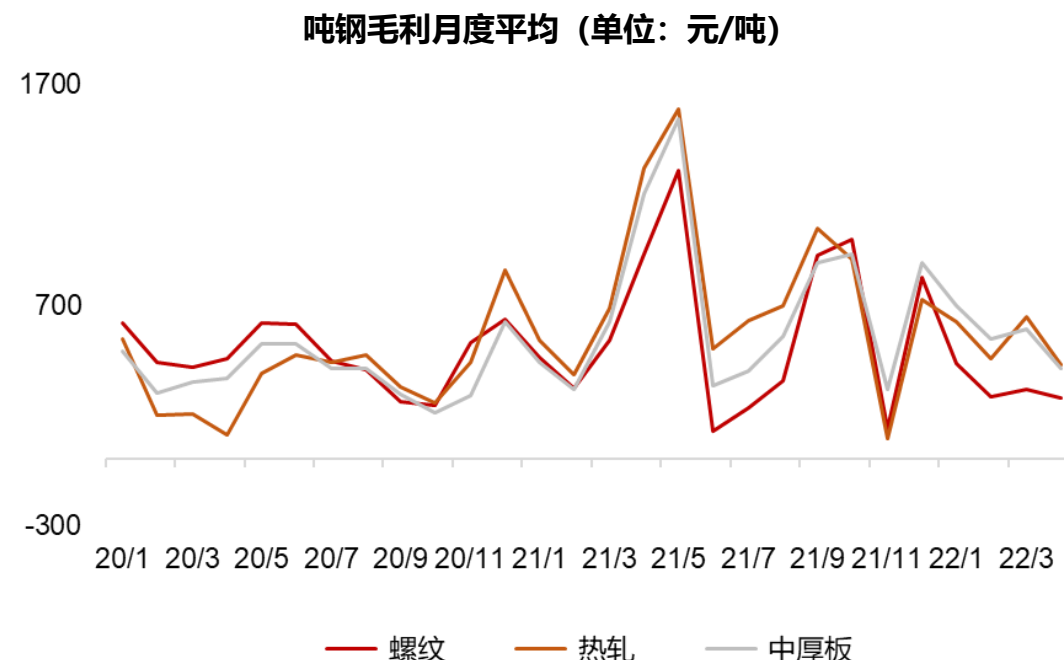
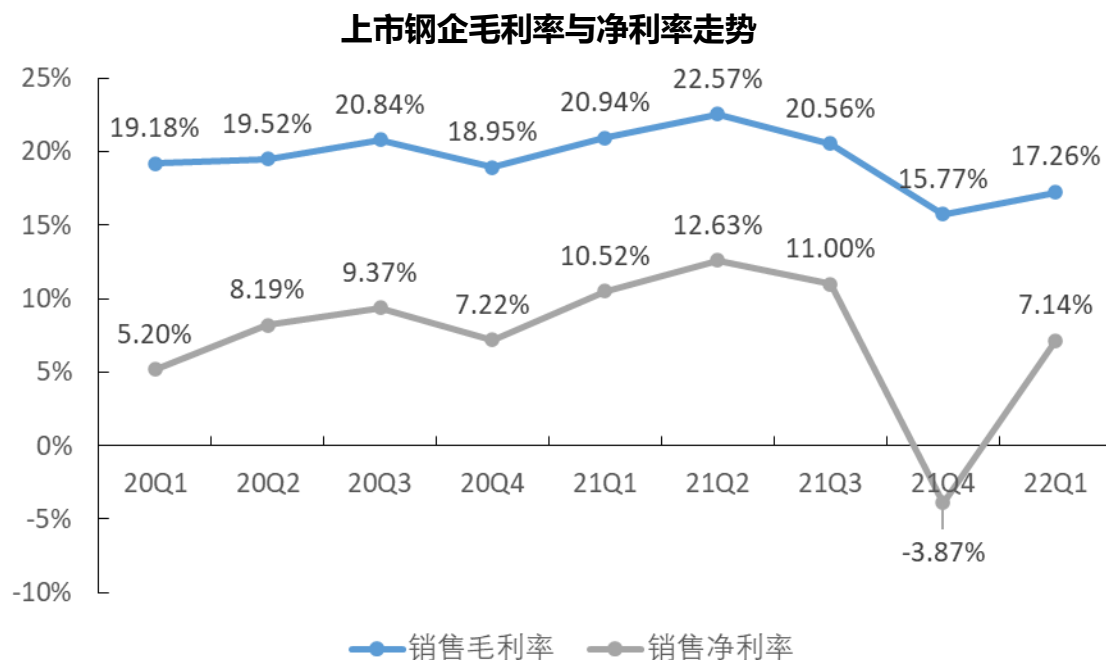


资产减值（单位：亿元）



2.3毛利率、净利率同比下降，环比回升

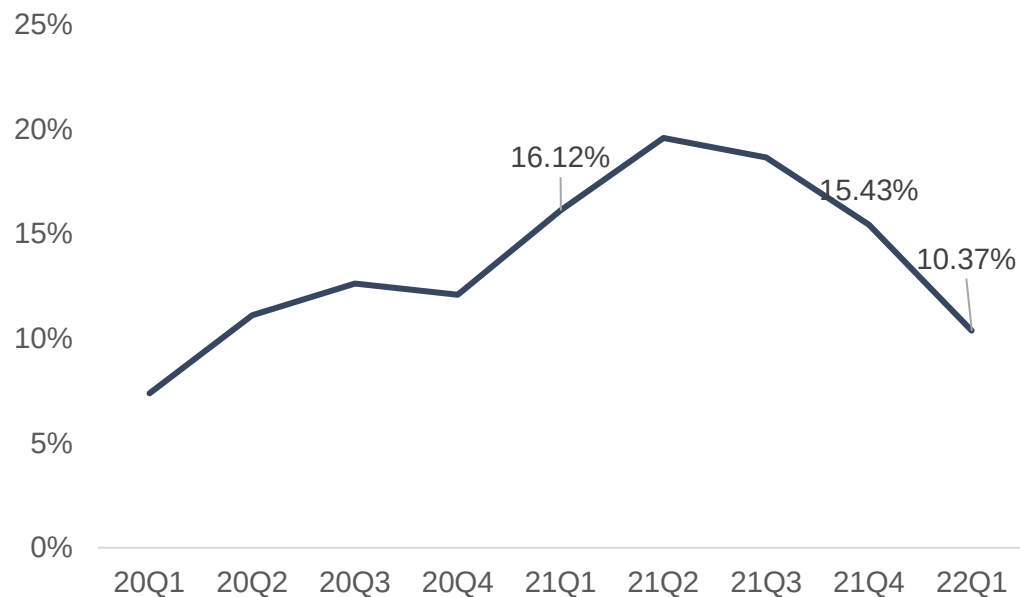
- 22Q1钢铁板块销售毛利率为17.26%，同比下降3.68pcts，环比增加1.49pcts；净利率为7.14%，同比下降3.38pcts；环比增加11.01pcts。毛利率前五钢企为河钢资源、大中矿业、海南矿业、金岭矿业、方大炭素。
- 测算的吨钢毛利，Q1五大品种平均为564元/吨，其中螺纹、热轧、冷轧、中厚板分别为348元/吨、575元/吨、439元/吨、612元/吨，环比分别-47%、0%、-30%、-14%。



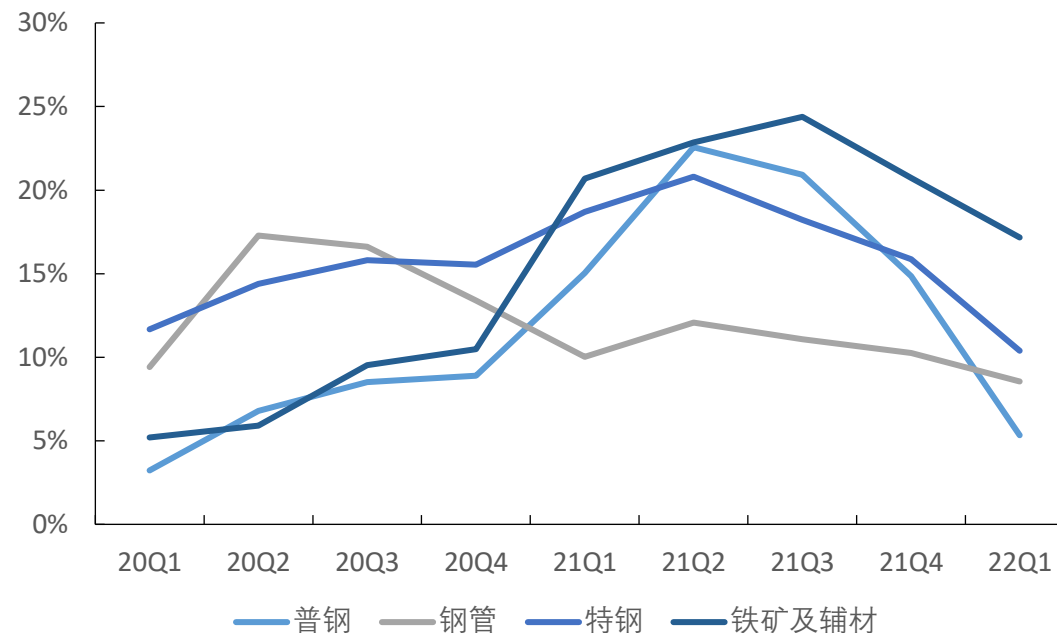
2.4 ROE同环比下滑

- 2022年一季度，钢铁上市公司年化ROE为10.37%，同比下滑5.75%，环比下滑5.06%。2022Q1上市钢企年化ROE前五为 大中矿业、鄂尔多斯、攀钢钒钛、中信特钢、方大特钢。

上市钢企ROE走势（整体法计算，年化）



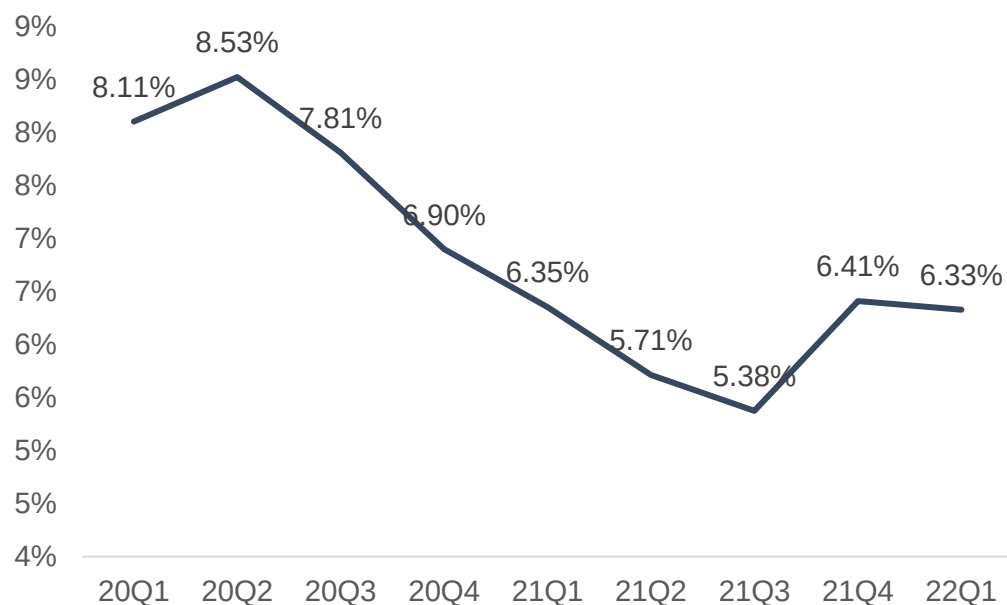
上市钢企ROE分板块走势



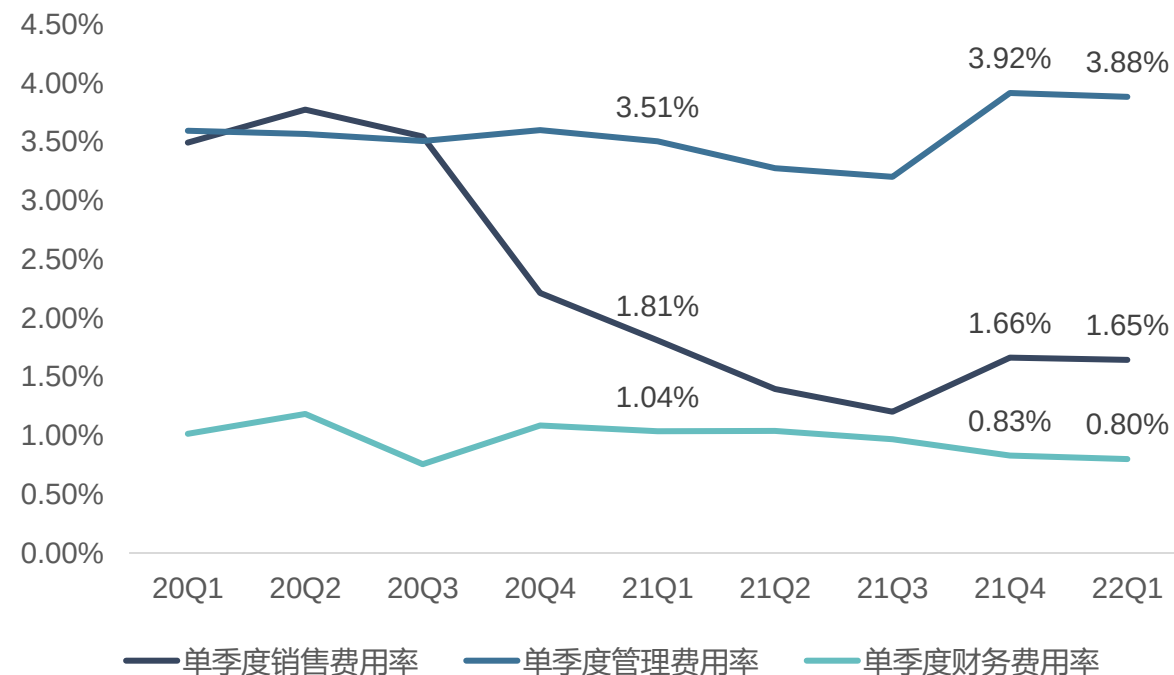
2.5三费率走势平稳

- 2022年一季度，钢铁上市公司三费率为6.33%，同比下滑0.02pcts，环比下滑0.08pcts，整体走势呈平稳波动。管理费用率同比上升0.37pcts；销售费用率、财务费用率环比平稳，同比均降约0.2pcts。
- 钢企继续降本增效，三费率整体波动不大，延续下降大趋势。

上市钢企三费率走势（整体法计算）



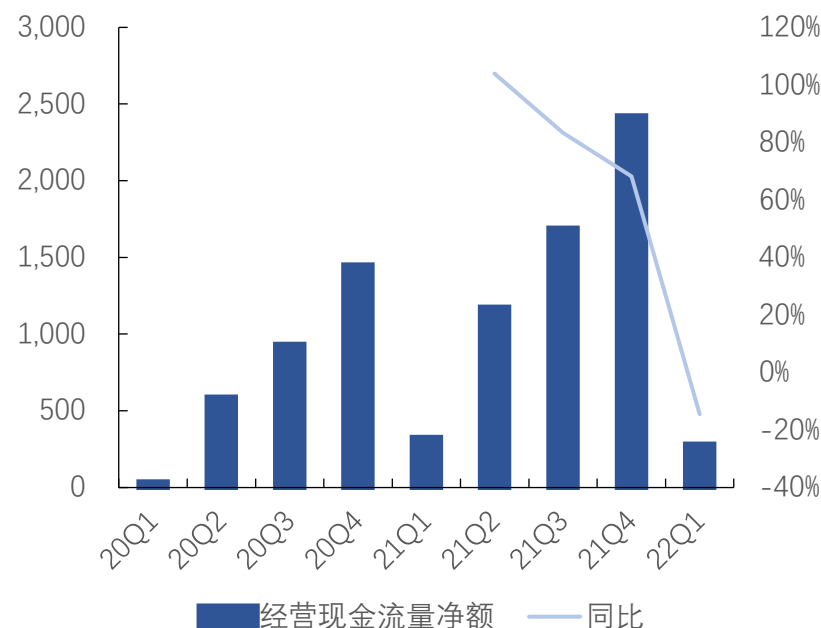
上市钢企分项费率走势（整体法计算）



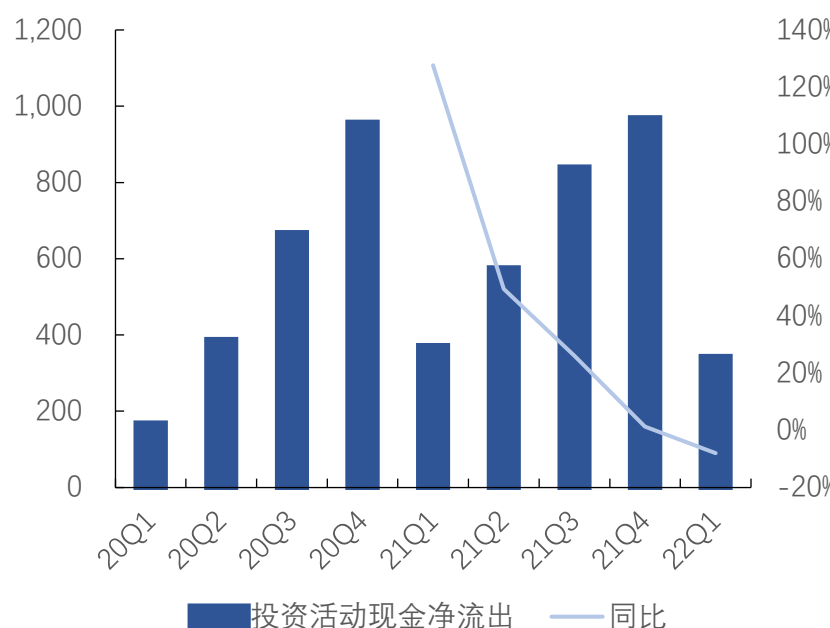
2.6 现金流季节性较强，同比大幅改善

- 2021年，钢铁上市公司经营现金流量净额合计5525.28亿元，同比增长89.37%；投资活动现金流出合计2722.85亿元，同比增长26.77%；筹资活动现金流出合计2311.57亿元，同比增长390.36%。
- 22Q1经营现金流同比有所下滑，但由于季节性现金流整体仍呈改善趋势；投资活动现金流仍处于下降趋势，上市钢企的投资活动大幅减少，专注于钢铁主业；上筹资现金流的Q1短期呈增加的趋势。

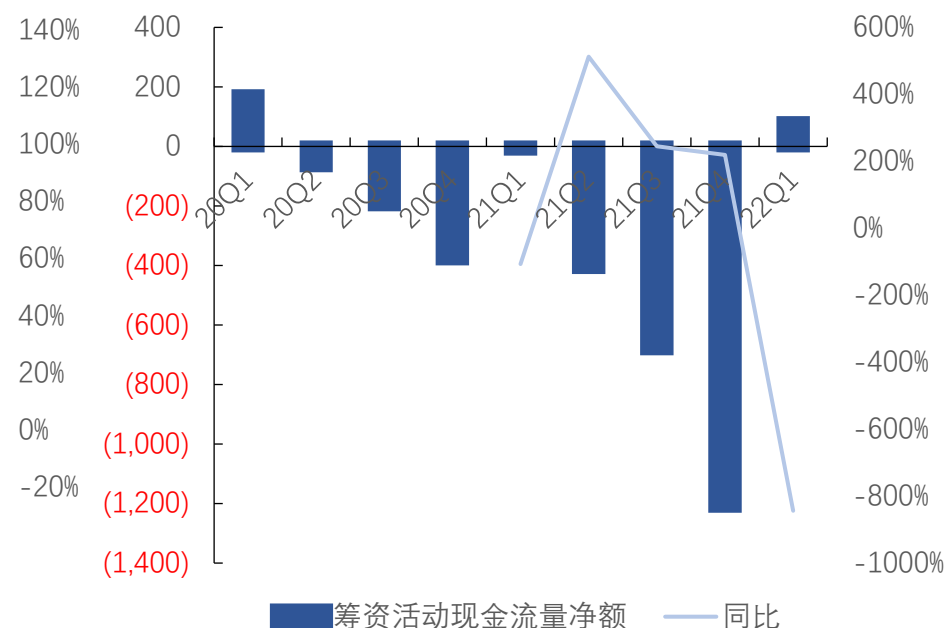
上市钢企经营净现金流量（单位：亿元）



上市钢企投资活动现金净流出（单位：亿元）

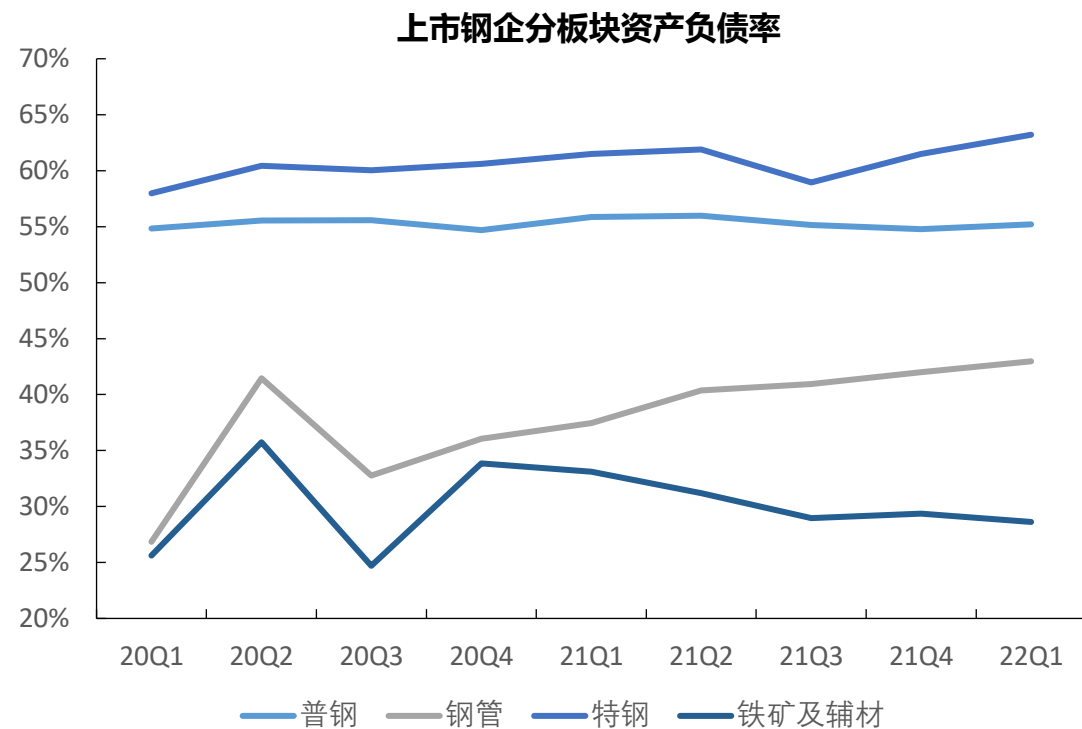
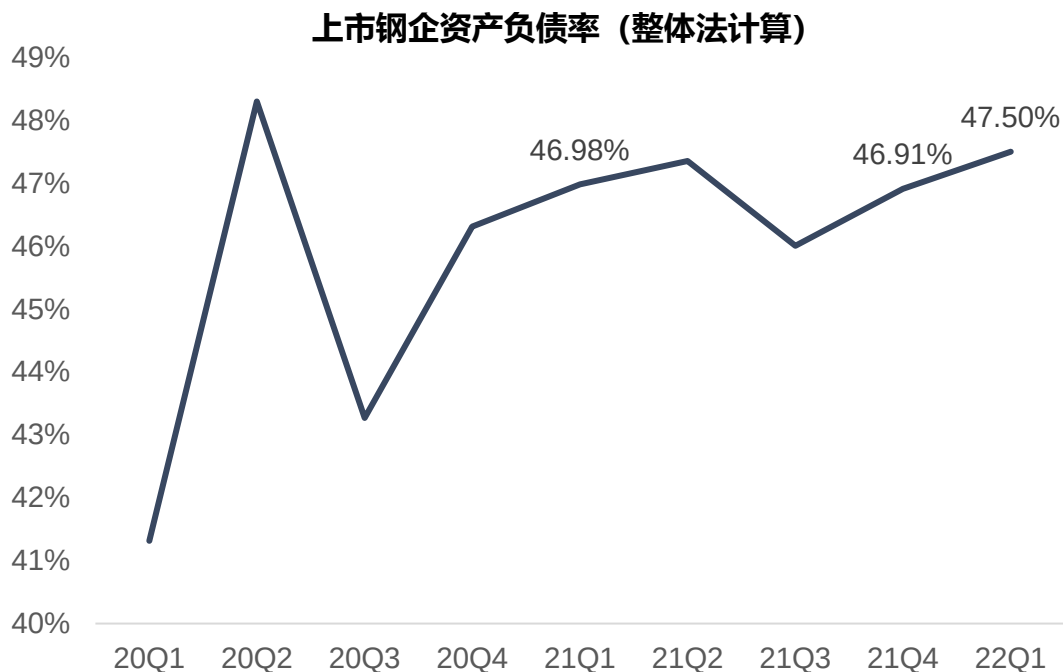


上市钢企筹资活动净现金流量（单位：亿元）



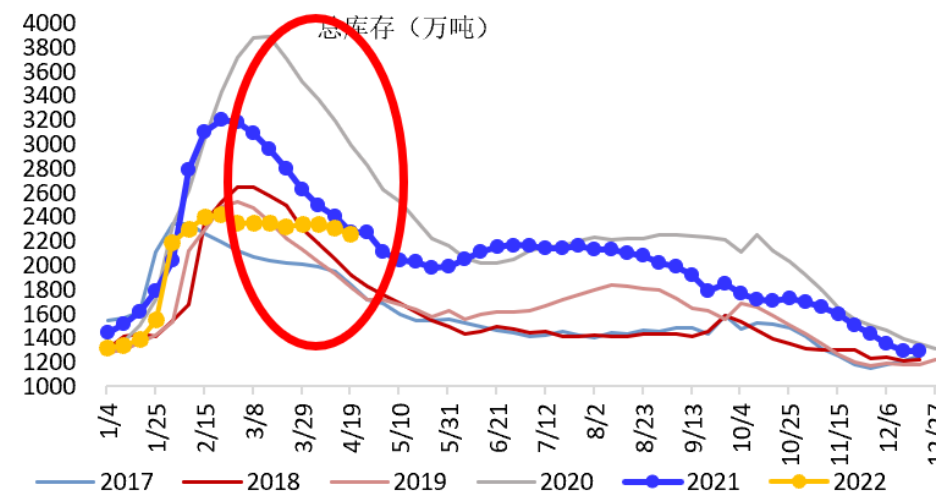
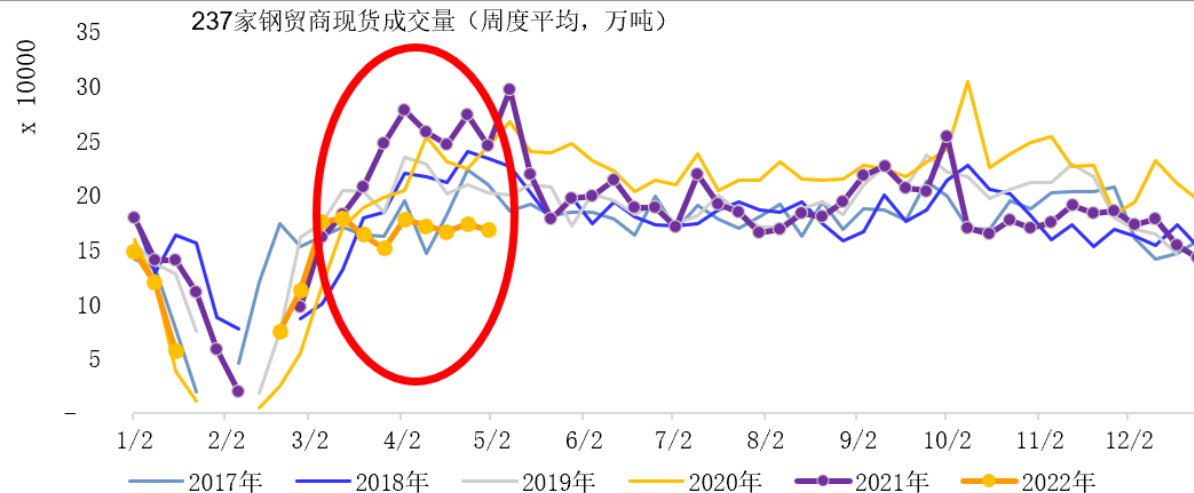
2.7资产负债结构稳定

- 2021年末，钢铁上市公司资产负债率46.91%，较年初下降0.07pcts；2022年Q1钢铁上市公司的资产负债率为47.5%，同比上升0.52pcts，环比上升0.59pcts。
- 供给侧改革以来钢企去杠杆效果显著，资产负债率实现了大幅下降；短期小幅上升，但整体处于历史偏低水平。除个别特钢公司仍较高外，普钢公司普遍下降至50%以下。



- 有色：通胀预期、供给、地缘政治等因素使得金属价格有望高位维持，各品种中最看好锂矿板块，其次关注受益稳增长且具备一定弹性的电解铝板块，最后具备成长属性的个股。
- 1) 看好锂矿板块年内修复机会。
 - ✓ 全年供需紧平衡格局基本确定，均价维持45-50万元/吨；后续催化剂等待疫情缓解需求回升+价格季节性阶段性调整后企稳回升+中报和三季度高弹性业绩释放；
 - ✓ 当前板块龙头股估值基本在6-9倍之间，市场仍将锂作为一个周期涨价品种看待，存在一定预期差。锂是具备周期成长属性的，未来价格有望中长期维持较高水平，有自有资源且持续量增的公司也将打开长期成长性。
 - ✓ **重点围绕“业绩+成长”思路。**重点看好有资源有加工产能且未来有成长性的公司，同时，**看好国内锂资源自主可控逻辑的再一轮发酵。**标的龙头天齐锂业、赣峰锂业，弹性龙头永兴材料、融捷股份、盛新锂能、雅化集团、中矿资源、科达制造等。
- 2) **稳增长基建地产，电解铝有望受益。**海外电解铝延续停产，国内复产节奏加快，但总体可控。稳增长预期改善下，未来几个继续需求有望边际改善。同时，库存维持低位水平。供需紧平衡态势支撑铝价及吨盈利维持高位，且后续不排除价格弹性。标的关注神火股份、云铝股份。
- 3) 持续看好具备长期成长空间的 α 个股，看好博威合金、龙磁科技、明泰铝业、鼎胜新材等。

- 钢铁：全年限产政策不变，同比至少不增；需求未来有望持续边际改善可能性，三大需求边际增量包括地产基建稳增长需求、疫情管控升级导致旺季需求后置、俄乌局势带来的出口或间接出口增量。当前为钢铁最差时间，需求差、盈利差、预期差，二季度至三季度，限产政策执行+需求改善+原料铁矿价格继续压制，黑色品种有价格和盈利弹性。当前偏左侧，建议持续关注供需两端变化。标的看好华菱钢铁、方大特钢、韶钢松山、新钢股份、马钢股份、太钢不锈、南钢股份、宝钢股份等。
- 此外，持续看好特钢新材料公司，抚顺特钢、久立特材、港股天工国际等。



- **锂新技术出现，带动供应大幅释放。**目前主流提锂技术为矿石提锂、盐湖提锂和云母提锂，新技术黏土提锂的发展将有可能带动供应大幅释放，Sonora项目位于墨西哥的索诺拉州，其提锂工艺兼具矿石提锂以及盐湖提锂的优点，既能够以类似矿石提锂的速度在短时间内完成提锂过程，也能够以类似卤水提锂的成本以较低成本完成提锂。
- **新矿山加速勘探开采，加速供应释放。**锂产业链利润向上游转移，驱动矿企加速矿山的勘探、建设与开采，投产进度可能提前，加速供给释放。
- **高价格反噬需求，电车等下游需求不达预期等。**当前锂盐价格达到50w左右，对应不同下游成本抬升幅度不同，部分下游对价格敏感度高，持续高价格将有可能平抑需求。
- **地产需求风险。**地产政策刺激到需求实际释放需要一定时间传导，按历史经验看，至少需要1-2个季度，不排除政策刺激力度不够导致的需求传导不明显。
- **铁矿等大宗原料价格继续上行风险。**22年全年铁矿大概率供大于求，但不排除一些风险事件导致铁矿新增供给释放不达预期可能性。

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。