

## 锂、铝、特材或维持高景气

## ——2021年有色钢铁行业中期策略报告



## 核心观点

- **顺周期：**工业金属需求有韧性，铝和普钢供给格局持续优化，盈利有望长期维持。（1）需求端，年初以来随着疫苗接种的普及，海外主要经济体需求修复曲线较为陡峭，考虑补库周期和设备投资仍在上升通道，下半年对大宗商品的需求将仍为旺盛，但增速较上半年将有所放缓。（2）供给端，铜矿自下半年将有明显的新增产能释放，供需增速剪刀差或收敛，上涨动能将趋弱；普钢和电解铝供给端需关注政策的边际变化，下半年需求增速的放缓将为政策的推出和实施打开时间窗口，对普钢和电解铝的下半年供给产生影响。中期来看，环保高压下普钢和电解铝增产空间受限，“碳中和”也将改写行业供给格局，普钢和电解铝盈利有望长期维持。
- **新赛道：**下半年锂价或稳中有升，特钢进口替代趋势愈发明确。（1）锂：我们认为在全球锂市场处于供需紧平衡状态下，碳酸锂价格或呈波动上升趋势，2021年下半年稳中有升。从需求看，2021-2022年全球锂需求（以LCE计）分别为53.15、66.22万吨，同比增速分别为44.5%、24.6%。从供给看，2021年和2022年全球碳酸锂产量分别为54.47和64.41万吨，同比增速分别为32.0%、18.3%。（2）高端特钢：进口替代趋势愈发明确，国内高端特钢龙头或充分受益。
- **贵金属：**我们认为下半年或难出现通胀预期拐点，美元指数或维持弱势，叠加疫情不确定性，下半年金价或呈上行趋势。

## 投资建议与投资标的

- 我们认为顺周期2021年下半年铜价“倒V”走势进入下半场，电解铝盈利有望维持，普钢供给端政策有望在6-7月明朗且或现半年报行情；新赛道中锂价下半年或稳中有升，特钢龙头优势巩固；在全球大范围疫苗接种已落地的背景下，持续抬升的通胀预期正激活黄金抗通胀属性，金价有望逐步抬升。
- （1）工业金属：建议关注紫金矿业(601899, 买入)、西部矿业(601168, 未评级)、云铝股份(000807, 未评级)、明泰铝业(601677, 未评级)、南山铝业(600219, 未评级)、神火股份(000933, 未评级)；（2）能源金属：建议关注赣锋锂业(002460, 未评级)、华友钴业(603799, 买入)（东方证券新能源汽车产业链团队覆盖）、永兴材料(002756, 买入)、雅化集团(002497, 未评级)、盛新锂能(002240, 未评级)、盛屯矿业(600711, 买入)、西藏矿业(000762, 未评级)等。（3）高端特材：建议关注中信特钢(000708, 买入)、ST抚钢(600399, 未评级)、天工国际(00826, 买入)、久立特材(002318, 未评级)、宝钛股份(600456, 未评级)、广大特材(688186, 未评级)、西部超导(688122, 未评级)。（4）普钢：建议关注吨钢碳排放强度、吨能耗较低的上市公司，建议关注宝钢股份(600019, 未评级)、方大特钢(600507, 未评级)、华菱钢铁(000932, 买入)。（5）金：建议关注行业龙头紫金矿业(601899, 买入)、山东黄金(600547, 未评级)、盛达资源(000603, 未评级)等。

## 风险提示

- 宏观经济增速放缓；原材料价格波动；新能源车相关政策波动风险；疫情反复风险。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

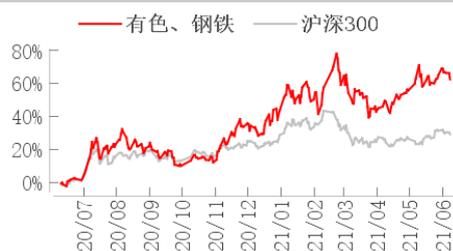
行业

有色、钢铁行业

报告发布日期

2021年06月09日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

刘洋

021-63325888\*6084

liuyang3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520010002

证券分析师

孙天一

021-63325888\*4037

suntianyi1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519060001

香港证监会牌照：BQJ930

联系人

李一冉

021-63325888\*6117

liyiran@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目录

一、行情回顾：供需共振，钢铁有色涨至历史高位 .....	6
1.1 价格回顾：工业金属再上台阶，新能源金属后劲十足，黄金宽幅震荡 .....	6
1.2 板块行情：钢铁有色年初以来表现领跑行业 .....	9
二、顺周期：铜“倒 V”走势进入下半场、电解铝盈利有望维持 .....	10
2.1 整体需求：海外经济快速修复，库存仍存回补空间，设备投资处于上升周期 .....	10
2.2 铜：供需增速剪刀差或收敛，下半年铜价震荡为主 .....	13
2.3 电解铝：供需维持紧平衡，成本或仍有下降空间，高利润水平或维持 .....	16
2.4 普钢：去产能“回头看”背景下供给侧逐步优化，板块或现半年报行情 .....	22
三、新赛道：下半年锂价或稳中有升，特钢进口替代趋势愈发明确 .....	27
3.1 锂：下半年锂价或稳中有升 .....	27
3.2 特钢：进口替代趋势愈发明确 .....	33
四、贵金属：经济复苏 VS 高通胀，下半年金价或震荡为主 .....	37
五、投资建议：下半年锂、铝、特材或继续成为投资主线 .....	42
风险提示 .....	42

## 图表目录

图 1: LME 铜 (单位: 美元/吨) 和 LME 铝价格 (右轴, 单位: 美元/吨) .....	6
图 2: 普钢 (单位: 元/吨) 和铁矿石价格指数 (右轴, 单位: 美元/吨) .....	7
图 3: COMEX 黄金期货价格 (单位: 美元/盎司) .....	8
图 4: COMEX 白银期货价格 (单位: 美元/盎司) .....	8
图 5: 锂盐价格 (单位: 元/吨) .....	8
图 6: LME 镍价格 (单位: 美元/吨) .....	8
图 7: 特钢价格指数: 综合绝对价格指数 (元/吨) .....	9
图 8: 海外主要经济体 PMI 持续提升 .....	10
图 9: 美国 ISM 制造业 PMI 仍处高位, 库存同比增速有所回升但仍处低位 .....	11
图 10: 美国库销比仍处低位, 库存仍有回补空间 .....	11
图 11: 出口旺盛带动国内补库延续 .....	12
图 12: 剔除金融全 A 上市公司资本支出增速与铜价波动 (单位: 元/吨) .....	12
图 13: 剔除金融全 A 上市公司资本支出增速与铝价波动 (单位: 元/吨) .....	12
图 14: 美国私人设备投资季调同比增速 (%) .....	13
图 15: 智利、秘鲁周新增确诊人数 .....	14
图 16: 铜精矿 TC (左轴, 美元/干吨)、RC (右轴, 美分/磅) .....	14
图 17: 预计下半年 LME 铜价维持震荡或小幅下滑 (单位: 美元/吨) .....	15
图 18: 电解铝开工率 (单位: %) .....	16
图 19: 电解铝产量 (单位: 万吨) 及同比增速 .....	16
图 20: 铝棒加工费周平均指数 (单位: 元/吨) .....	16
图 21: 国内铝锭现货库存 (单位: 万吨) .....	16
图 22: 山东、新疆、内蒙、云南、青海电解铝有效产能占比之和为 66.3% .....	19
图 23: “西电东送”利润贡献大, 反映在南方电网与其母公司净利润的差额 (单位: 亿元) .....	19
图 24: 4 月份国内各省氧化铝成本 (单位: 元/吨) .....	20
图 25: 氧化铝价格与电解铝价格 (右轴) 脱钩, 滞后云南省成本走势 1 个月 (单位: 元/吨) .....	20
图 26: 1-5 月铝土矿价格对比: 产量大省山西和河南铝土矿单价高于进口矿 (单位: 元/吨) .....	21
图 27: 氧化铝价格对比: 国内氧化铝生产成本经常高于进口单价 (单位: 元/吨) .....	21
图 28: 电解铝毛利年初以来不断扩张 .....	22
图 29: 除中国以外其他国家粗钢产量 (单位: 万吨) .....	23
图 30: 日本粗钢产能利用率 (单位: %) .....	23
图 31: 四大矿山产量季节性趋势变化 (单位: 百万吨) .....	23
图 32: 螺纹钢消费量变动 (右轴) 与房屋新开工和基建投资变动走势一致 (单位: %) .....	24
图 33: 扣非归母净利润: 普钢利润增长时, 下游利润也在扩张 (单位: 亿元) .....	25

图 34: 经测算, 2020 年全球锂资源 46%用于传统工业, 动力电池占比 40%.....	27
图 35: 预计到 2025 年全球锂资源仅 19%用于传统工业, 而动力电池占比将提升至 71%.....	27
图 36: 2020-2022 年全球锂电池出货量预测 (单位: GWh) .....	30
图 37: 2020 年碳酸锂价格走势 (单位: 元/吨) .....	33
图 38: 2011 年以来我国特钢进口总量及同比增速 .....	34
图 39: 2011 年以来我国特钢进口金额及同比增速 .....	34
图 40: 2011 年至今我国进口特钢均价 .....	34
图 41: 2010 年以来我国自日本、韩国等 10 国进口特钢的均价水平 (单位: 美元/吨) .....	35
图 42: 2020 年我国自 10 国进口的高端特钢总量达 82.4 万吨, 同比下降 4.1% .....	35
图 43: 2021Q1 我国高端特钢主要从德国、韩国、日本、瑞典和法国进口 (单位: 万吨) .....	35
图 44: 高端特钢/特钢进口量.....	36
图 45: 经我们测算, 特钢进口替代总空间 384 亿人民币 (汇率: 1 美元=6.3951 人民币) .....	36
图 46: 2019 年至今美国 M1 同比与金价(%) .....	37
图 47: 2019 年至今欧元区、日本、中国 M1 同比与金价(%) .....	37
图 48: 近期金价走势与美国通胀预期一致 .....	38
图 49: 近期金价走势与比特币反向 .....	38
图 50: 2021 年 4 月后美元指数下跌, 金价上涨.....	39
图 51: 主要经济体 GDP 增速 (单位: %) .....	39
图 52: 2021 年 4 月至今美元兑日元、欧元汇率呈下跌趋势.....	39
图 53: 2021 年 2 月至今中美法德四国每百人新冠疫苗接种量 (单位: 剂次) .....	40
图 54: 2021 年 2 月至今中美法德四国每百人新冠疫苗接种量环比 (单位: %) .....	40
图 55: 2021 年 4 月后美元指数下跌, 金价上涨.....	40
图 56: 2020 年 1 月至今印度疫情情况.....	41
表 1: 年初至今上证指数及申万有色、钢铁二级板块表现 .....	9
表 2: 主要铜矿企业一季度产量和同比增速.....	13
表 3: 一季报后调整全年产量指引的主要铜矿企业 .....	14
表 4: 下半年贡献增量的大型铜矿 .....	15
表 5: 自“碳中和”目标提出, 电解铝产能控制政策层出不穷 .....	17
表 6: 云南新建电解铝项目投产不达预期 .....	20
表 7: 2020-2022 年动力电池出货量预测 .....	28
表 8: 2020-2022 年不同型号动力电池装机占比预测.....	28
表 9: 2020-2022 年不同型号动力电池锂消耗强度预测.....	28
表 10: 2020-2022 年动力电池对锂的需求量 (以 LCE 计) 预测.....	28
表 11: 2020-2022 年消费电池出货量预测.....	29
表 12: 2020-2022 年消费电池对锂的需求量 (以 LCE 计) 预测.....	29

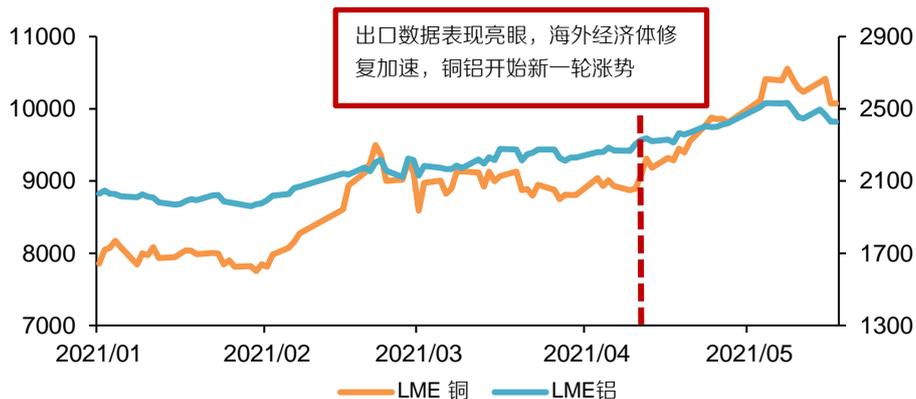
表 13: 2020-2022 年储能电池出货量预测 .....	29
表 14: 2020-2022 年储能电池对锂的需求量 (以 LCE 计) 预测 .....	30
表 15: 2020-2022 年传统工业锂需求 (以 LCE 计) 预测 (单位: 万吨) .....	30
表 16: 2020-2022 年全球锂需求 (以 LCE 计) 预测 (单位: 万吨) .....	31
表 17: 全球主要盐湖锂产量情况 (单位: 万吨 LCE) .....	31
表 18: 全球主要硬岩锂矿山锂产量情况 (单位: 万吨 LCE) .....	32
表 19: 全球主要锂云母矿锂产量情况 (单位: 万吨 LCE) .....	32
表 20: 全球锂产量情况 (单位: 万吨 LCE) .....	32
表 21: 全球锂供需平衡表 (单位: 万吨 LCE) .....	33

## 一、行情回顾：供需共振，钢铁有色涨至历史高位

### 1.1 价格回顾：工业金属再上台阶，新能源金属后劲十足，黄金宽幅震荡

受矿端供应紧张、消费端海外经济复苏以及持续的货币宽松三因素叠加影响，2021年初以来工业金属价格不断攀升，整体高位运行。LME铜价从年初的7856美元/吨上涨至5月12日新高10537美元/吨，涨幅达34.1%，超越2011年的9971美元/吨记录。电解铝在下游需求旺盛带动，以及内蒙减产的双重影响下价格也实现较大涨幅，LME铝价在5月11日上涨至阶段性高点2533美元/吨，较年初价格上涨24.8%，但未能像铜一样突破前高，仍保持着2011年2787美元/吨的最高记录。

图1：LME铜（单位：美元/吨）和LME铝价格（右轴，单位：美元/吨）



数据来源：Wind、东方证券研究所

受下游需求旺盛，以及对供给收紧的担忧，普钢价格同样在上半年创下历史新高。钢坯价格指数从今年3月份突破5000元/吨，并开始快速上行，在5月13日创造历史高点价位6609元/吨，超越2011年的5094元/吨记录。但包括钢坯在内的大宗商品快速上涨引发了中央、国务院的高度重视，5月中旬以来国务院接连三次关注大宗商品价格和原材料价格上涨，25日五部分联合约谈大宗商品重点企业，要求重点企业不得囤积居奇、哄抬价格。监管层对大宗商品价格上涨的担忧，也缓解了市场对产量减压政策执行的担忧，钢价在5月13日冲至高点后快速下跌，截至5月24日普钢价格指数为5050.6元/吨，距离高点已回落约10.3%。62%普氏铁矿石价格指数在3月中旬受国内钢铁减产预期的影响，与普钢价格指数趋势背离出现下跌。然而受国外产能快速修复以及国内钢企高盈利水平下对原材料涨价容忍度较高的影响，铁矿石价格快速攀升，从3月阶段性低点156.4美元/吨一路涨至233.1美元/吨，超越2011年193美元/吨的历史记录。

图 2：普钢（单位：元/吨）和铁矿石价格指数（右轴，单位：美元/吨）



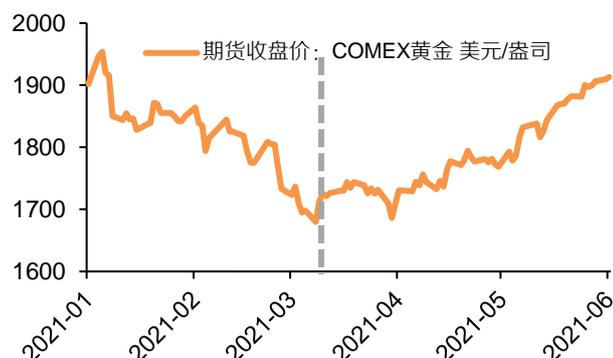
数据来源：Wind、东方证券研究所

相较于去年下半年工业金属经历的深 V 反弹上涨行情，本轮上涨主要来自于海外需求向好。4 月 13 日海关总署公布 3 月份的贸易数据显示，与海外工业生产、资本开支相关的出口数据表现亮眼，反映了海外主要经济体的产能修复加速，出口数据的向好使得对工业金属的需求前景预期较为乐观，铜和铝在当月均脱离震荡区间，重拾新一轮涨势，并站上新台阶。普钢 3 月份以来的行情同样是受海外经济修复的影响，海外生产的修复对铁矿石需求起到明显拉动，从成本端推动普钢价格一路走高。但 5 月份以来监管层对大宗商品关注度加强的影响，铜、铝、普钢均开始震荡回落。

大宗商品价格仍处历史高位水平，对行业边际变化将较为敏感，我们认为下半年无论整体经济还是有色钢铁细分行业，基本面相较于上半年也确实将发生些许变化：（1）需求端，年初以来随着疫苗接种的普及，海外主要经济体需求修复曲线较为陡峭，考虑补库周期和设备投资仍在上升通道，下半年对大宗商品的需求将仍为旺盛，但增速较上半年将有所放缓；（2）供给端，铜矿和铁矿石在未来两年都有明显的新增产能释放，并且主要集中在下半年释放，因此下半年铜精矿和铁矿石供应偏紧的局势也将有所缓解。普钢和电解铝供给端需关注政策的边际变化，我们认为环保高压下普钢和电解铝增产空间受限，“碳中和”也将改写行业供给格局，下半年需求增速的放缓将为政策的推出和实施打开时间窗口，对普钢和电解铝的下半年供给产生影响。

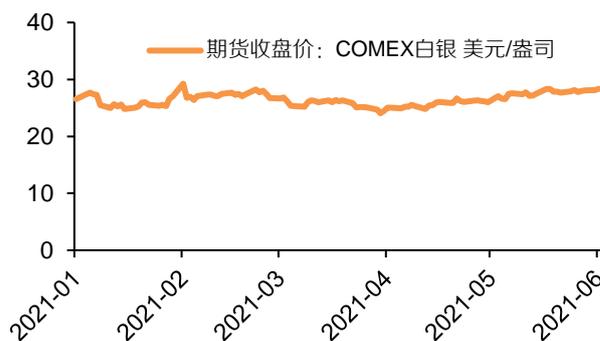
**2021 年黄金价格第一季度震荡下行，第二季度至今大幅上涨，年初至今白银价格平稳增长。**受美债收益率上升、全球疫苗接种逐步推广等因素影响，2021 年第一季度末黄金价格较年初大幅下跌 10.1%。第二季度至今黄金价格大幅上涨，由 1730.3 美元/盎司上涨至 1913.1 美元/盎司，大幅上涨 10.6%，恢复至年初水平，主要系美元贬值和比特币价格震荡导致避险需求上升所致。年初至今白银价格平稳增长，截止 6 月 1 日，COMEX 白银期货收盘价为 28.3 美元/盎司，较年初上涨 6.8%。

图 3: COMEX 黄金期货价格 (单位: 美元/盎司)



数据来源: Wind、东方证券研究所

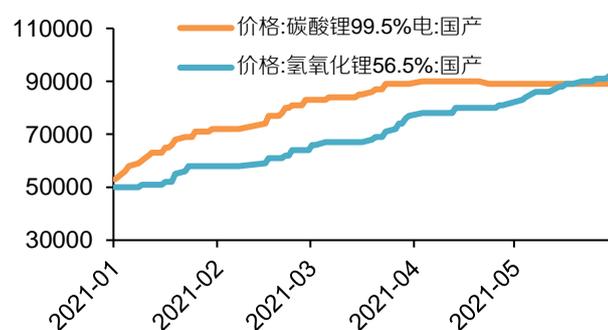
图 4: COMEX 白银期货价格 (单位: 美元/盎司)



数据来源: Wind、东方证券研究所

2021 年年初至今氢氧化锂价格从 50000 元/吨上涨至 92000 元/吨, 碳酸锂价格从 53000 元/吨上涨至 89000 元/吨, LME 镍价宽幅震荡。碳酸锂和氢氧化锂价格持续上行, 年初至今分别大幅上涨 68% 和 84%。随着下游需求持续释放, 且第二季度为锂电传统旺季, 供需存在缺口, 锂盐价格水涨船高, 5 月 24 日氢氧化锂价格超过碳酸锂价格。但存在未来供应商扩大产能, 致使锂盐价格波动风险。LME 镍价宽幅震荡, 三月初镍价大幅下跌, 主要系对镍供应担忧缓解和国债收益率上升、美元上行所致, 截至 6 月 1 日镍价已回升至年初水平。受全球新能源汽车需求快速增长影响, 我们预计下半年锂价、镍价坚挺。

图 5: 锂盐价格 (单位: 元/吨)



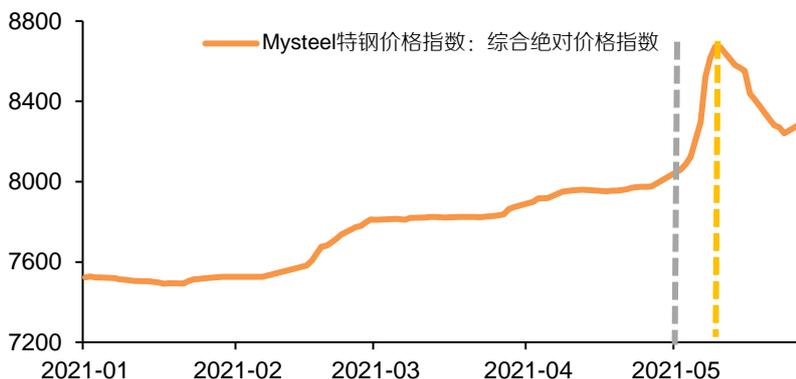
数据来源: Wind、东方证券研究所

图 6: LME 镍价格 (单位: 美元/吨)



数据来源: Wind、东方证券研究所

特钢价格总体上行, 5 月价格先涨后跌。截至 5 月 31 日, 特钢价格较年初大幅上涨 10.3%, 1 月至 4 月特钢价格波段上涨。5 月初受国际政治因素干扰, 原料市场价格大幅上涨, 钢厂成本上升, 出厂价格随之攀升。随后在政策调控下, 且供需缺口影响, 特钢价格冲高后迅速回落。

**图 7：特钢价格指数：综合绝对价格指数（元/吨）**


数据来源：Mysteel、东方证券研究所

## 1.2 板块行情：钢铁有色年初以来表现领跑行业

年初至今钢铁、有色板块均大幅上涨，按申万行业一级分类，钢铁、有色涨幅分别位列第一、第三。年初至今申万有色板块涨幅为 16.22%，远高于上证指数涨幅；申万钢铁板块年初至今涨幅为 24.78%，涨幅高于上证指数 20PCT 以上。

**表 1：年初至今上证指数及申万有色、钢铁二级板块表现**

板块	近一月	年初至今
上证指数	3.98%	3.20%
申万有色	-1.22%	16.22%
黄金 II	-2.65%	9.17%
稀有金属	-0.39%	24.53%
工业金属	-0.80%	14.52%
金属非金属材料	-2.08%	10.69%
申万钢铁	0.00%	24.78%
普钢	1.01%	33.68%
特钢	-2.20%	8.50%

数据来源：Wind、东方证券研究所

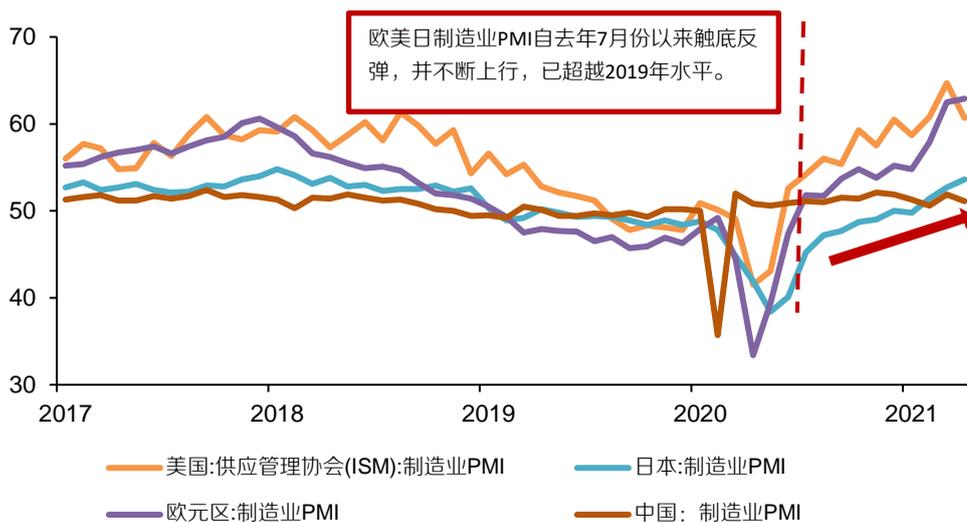
## 二、顺周期：铜“倒V”走势进入下半场、电解铝盈利有望维持

### 2.1 整体需求：海外经济快速修复，库存仍存回补空间，设备投资处于上升周期

#### 2.2.1 年初以来海外经济快速修复，全球制造业 PMI 持续提升

全球经济修复共振，4月主要经济体 PMI 高位运行。随着美国财政刺激的执行以及疫苗接种人数的增多，海外经济快速修复，4月摩根大通全球制造业 PMI 为 55.8，其中美国、欧元区、日本制造业 PMI 分别为 60.7、62.9 和 53.6，持续位于高景气区间。欧美经济的快速复苏在国内出口数据上也得以反应，根据 5 月 7 日海关总署公布进出口数据显示，我国出口保持强势，2021 年 4 月美元计价出口金额同比增长 32.3%，高于三月的 30.6%，出口增长强劲。

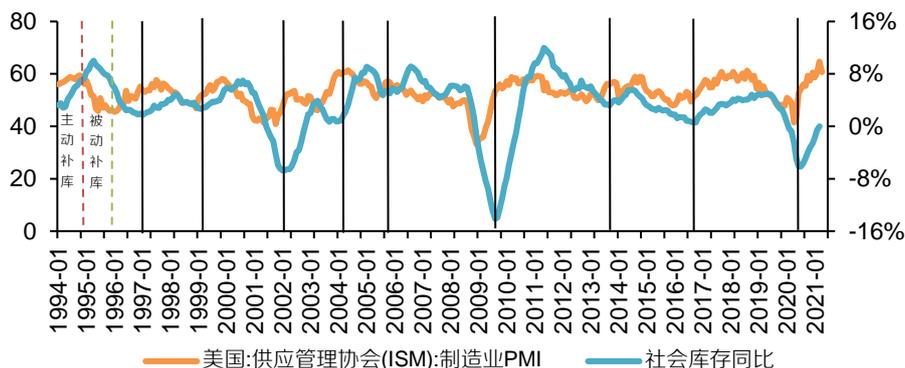
图 8：海外主要经济体 PMI 持续提升



数据来源：Wind、CEIC、东方证券研究所

#### 2.2.2 需求旺盛带动中美开启补库周期，我们或正处在新一轮朱格拉上升期

年初以来美国补库加速，库销比仍处低位。2020 年疫情导致海外供给遭受冲击，海外产业链环节库存持续去化，自去 7 月美国制造业库存同比回落至近十年新低，然后触底回升。从 2020 年四季度开始，需求持续向好和极低水平的库存共同推动新一轮补库周期的开启，目前整体库存增速虽然已有所回升，但依然处于历史相对低位，还有进一步回补空间。

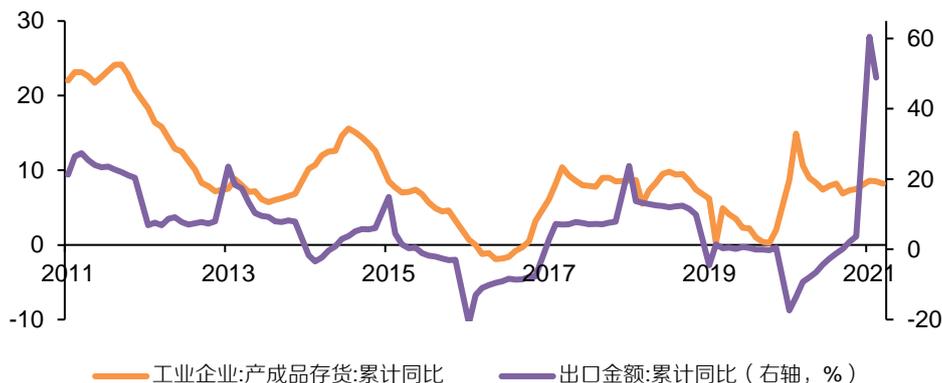
**图 9：美国 ISM 制造业 PMI 仍处高位，库存同比增速有所回升但仍处低位**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 10：美国库销比仍处低位，库存仍有回补空间**


数据来源：Wind、东方证券研究所

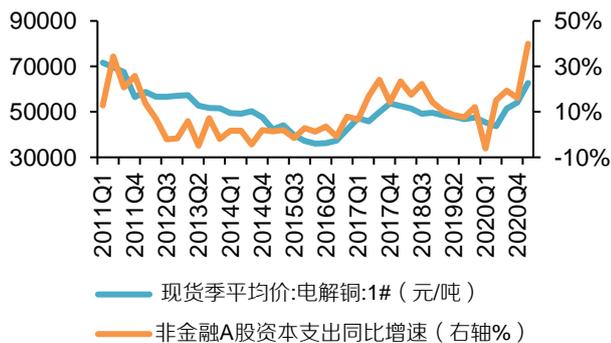
**出口强劲，国内补库延续。**历史上出口金额同比变化往往对库存周期起到较好的指引，但疫情打断了之间的相关性。去年疫情爆发后国内企业处于被动去库存的阶段，到 6 月份由于国内生产恢复快于消费，去库存速度逐步放缓，库存一直处于较高位置，库存周期难以跟随出口金额的回升开启。直至去年年底，出口金额同比大幅提升，国内产成品存货同比增速也同时出现小幅上升，我们预计在后续月份将看到库存同比明显的提升。

**图 11：出口旺盛带动国内补库延续**


数据来源：Wind、东方证券研究所

### 2.2.3 企业经营改善驱动设备投资需求

中美一季度设备投资增速保持稳健，我们预计新一轮朱格拉周期上升期或开启。如我们在《年度策略报告》里所述，工业金属在长周期内基本服从以设备更新换代为驱动的朱格拉周期波动。2021年4月份数据显示制造业4月投资两年平均增速回升，为3.4%，较3月-0.3%回升。规模以上工业企业利润同比增长57%，因基数回升较3月的92.3%有所回落，两年平均增长22.6%，较3月加快，中下游行业利润两年平均增速较3月也有所回升。从基本面角度，工业企业经营状况的改善有利于制造业投资恢复。从微观数据来看，除金融以外的全A上市公司购建资产现金流连续四个季度回升，企业资本开支意愿强烈。美国一季度私人设备投资金额同比增加10.9%达1.3万亿美元，较2019年同期也实现了4.3%增长。

**图 12：剔除金融全 A 上市公司资本支出增速与铜价波动**  
 (单位：元/吨)

 注：为剔除 2020 年低基数影响，2021 年同比增速基于 2019 年测算  
 数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 13：剔除金融全 A 上市公司资本支出增速与铝价波动**  
 (单位：元/吨)

 注：为剔除 2020 年低基数影响，2021 年同比增速基于 2019 年测算  
 数据来源：Wind、东方证券研究所

图 14: 美国私人设备投资季调同比增速 (%)



注: 为剔除 2020 年低基数影响, 2021 年同比增速基于 2019 年测算

数据来源: CEIC、东方证券研究所

## 2.2 铜: 供需增速剪刀差或收敛, 下半年铜价震荡为主

一季度中国铜表观消费量同比增长 7.8%，而主要矿企铜精矿产量同比增速仅为 0.8%。根据 Wind 数据显示，2021 年一季度中国精炼铜表观消费量为 331.7 万吨，同比增长 7.8%。而据我们统计，一季度全球主要铜矿生产企业的矿山铜产量合计为 328.4 万吨，同比小幅增加 0.8%，远低于需求增速。

表 2: 主要铜矿企业一季度产量和同比增速

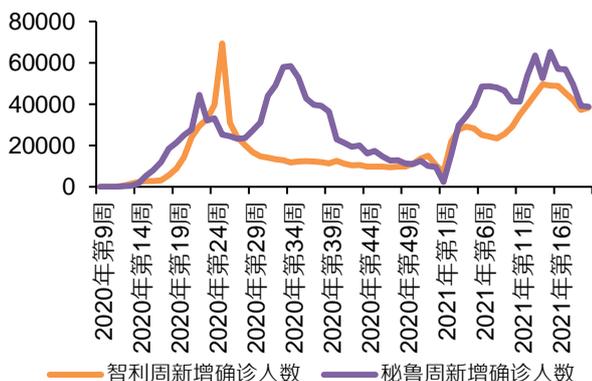
单位: 万吨	2020Q1	2021Q1	同比
Codelco	38.7	41.4	7.0%
自由港	33.2	41.3	24.5%
必和必拓	42.5	39.1	-8.0%
嘉能可	29.3	30.1	2.7%
南方铜业	25.1	23.9	-4.8%
第一量子	19.5	20.5	5.1%
波兰铜业	17.4	18.6	6.8%
Antofagasta	19.4	18.3	-5.7%
英美资源	14.7	16.0	8.8%
力拓	13.3	12.1	-9.4%
俄镍	11.6	9.1	-21.0%
淡水河谷	9.5	7.7	-19.0%
KAZ	7.5	7.2	-3.3%
泰克资源	7.1	7.2	2.0%
伦丁矿业	6.2	5.7	-7.7%
巴里克	5.2	4.2	-19.1%

紫金矿业	11.5	12.7	10.5%
五矿资源	9.2	7.7	-16.0%
洛阳钼业	5.0	5.5	11.1%
<b>合计</b>	<b>325.8</b>	<b>328.4</b>	<b>0.8%</b>

资料来源：各公司公告、东方证券研究所

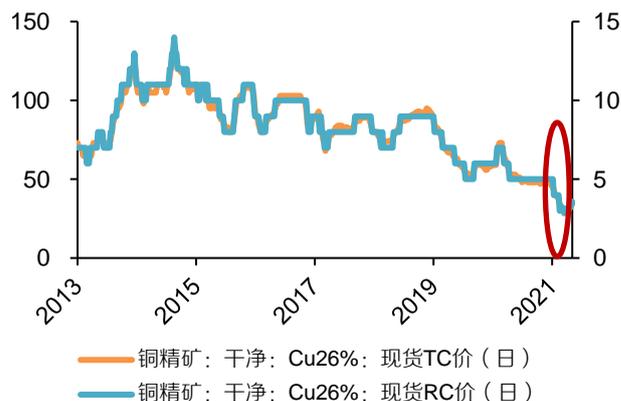
**主要铜矿产国新增确诊人数再次攀升，铜精矿供应紧张预期加剧。**3月底以来，智利和秘鲁的每日确诊人数持续上升，尤其是智利，新冠确诊人数超过2020年5月达到的年度最高值。4月初，智利政府宣布关闭边境一个月。边控政策将禁止智利公民和外国居民入境或出境，所有卡车司机都必须入境前72小时内检测，可能会推迟设备更换，从而扰乱采矿活动。受南美疫情防控、运输受阻，以及铜矿罢工等因素影响，铜精矿供应紧张预期加剧，铜精矿加工费持续下行，已处近十年低位，并在4月中旬跌至十年低位，加工费不足3美元/磅。五月中旬开始，智利、秘鲁两国新增确诊人数从高位回落，预计疫情导致供给紧张的预期将逐渐缓解。

图 15: 智利、秘鲁周新增确诊人数



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 16: 铜精矿 TC (左轴, 美元/干吨)、RC (右轴, 美分/磅)



数据来源：Mysteel、东方证券研究所

预计 6 月份后铜矿供应将边际好转，一是存量供给方面，主要矿企调增产量指引。随着供应链和运输的恢复，矿山企业的疫情管理体系已较为成熟，尽管年初以来智利和秘鲁产铜大国新冠确诊人数不断攀升，但相较于去年同期，不少矿企对生产仍保持乐观。一季报后如自由港、必和必拓、俄镍纷纷上调了全年产量指引，净影响 10-11 万吨，预计后续疫情发展对铜矿整体供给影响有限。

表 3: 一季报后调整全年产量指引的主要铜矿企业

单位: 万吨	原指引	新指引
必和必拓	151-166	154-166
俄镍	33.5	33.5-35.5
自由港	162.4	172.4
淡水河谷	39	36-38
<b>净增加</b>		<b>10-11</b>

资料来源：各公司公告、东方证券研究所

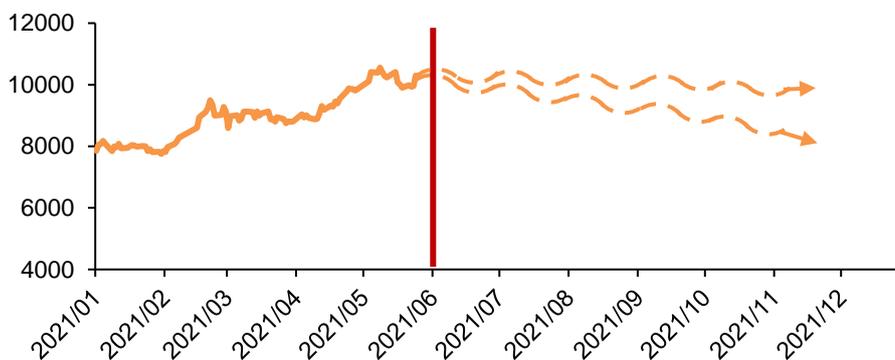
二是新增供给上，大型矿山新增产能集中在下半年释放。境外铜矿预期释放的消息也频频传出，秘鲁 MINA Justa 铜项目接近完工，紫金卡莫阿铜矿一期预计于 5 月下旬或 6 月初实现首批铜精矿生产等，并给出全年 8-9.5 万吨的生产目标。下表列出今年将释放出新增产能的大型铜矿绿地或扩建项目，按照计划的投产进度和产量指引，预计下述项目下半年将在上半年基础上额外新增至少 27 万吨铜精矿产量。

**表 4：下半年贡献增量的大型铜矿**

	2021 年生产指引	首批精矿生产时间
Spence (SGO)	已投产，年底满产，满产产能 18.5 万吨	2020/12
玉龙铜矿	已投产，年底满产，满产产能 10 万吨	2020/12
卡莫阿	8-9.5 万吨	2021/5-2021/6
MINA Justa	10 万吨	2021/4
Timok	2021 年 6 月投产，满产 7.9 万吨	
Aktogay II	年底投产，满产 8 万吨	
驱龙铜矿	年底投产，满产 16 万吨	

资料来源：各公司公告、东方证券研究所

整体来看，矿端最紧张时期或已过去，供给端新投产项目将随着产能爬坡放出增量产量，需求端受益于补库周期的延续，以及设备投资周期的开启，铜需求将仍显韧性。

**图 17：预计下半年 LME 铜价维持震荡或小幅下滑（单位：美元/吨）**


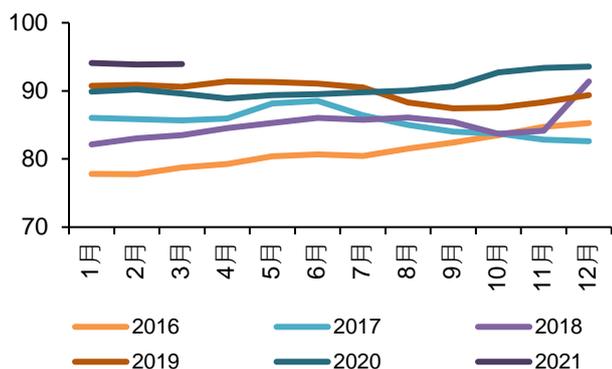
数据来源：Wind、东方证券研究所

## 2.3 电解铝：供需维持紧平衡，成本或仍有下降空间，高利润水平或维持

### 2.3.1 行业供需情况：供需紧平衡，开工率维持高位

今年 1-4 月国内电解铝产量同比增加 8.2%，一季度开工率高达 93.96%，均为近五年同期最高水平。今年一季度，电解铝开工率高达 93.96%，在去年年底的高景气度上进一步提升，并且创近五年以来同期最高纪录。产量方面，根据阿拉丁数据显示，2021 年一季度国内电解铝产量达 97.7 万吨，同比增加 8.2%，同样创近五年最高记录。产能方面，截至今年一季度末，国内电解铝总产能 4251.1 万吨/年，在产产能为 3992.6 万吨，较年初分别增加 150.6、328.1 万吨，随着云南电解铝项目的陆续投产，国内总运行产能或在 2021 或 2022 年达到 4400-4500 万吨上限。

图 18：电解铝开工率（单位：%）



数据来源：阿拉丁、东方证券研究所

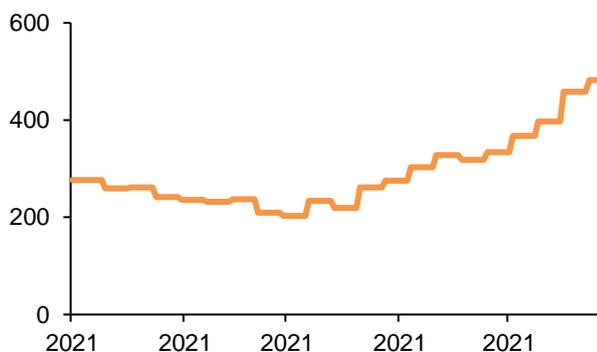
图 19：电解铝产量（单位：万吨）及同比增速



数据来源：阿拉丁、东方证券研究所

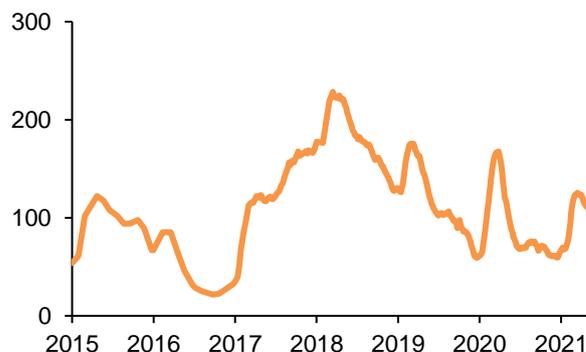
需求明显复苏带动开工率维持高位，2021 年一季度国内表观消费量同比增长 10.2%。铝消费在过去 5 年始终保持着较高的增速，2016-2020 年中国铝表观消费量复合增速在 3.9%。根据百川赢孚数据显示，今年国内一季度表观消费量更是大幅提升，同比增长 10.2%达 902.2 万吨，明显高于今年同期 8.2%的产量增速。不断走高的铝棒加工费也表明下游需求仍较为旺盛，对铝价的上行接受度较高。

图 20：铝棒加工费周平均指数（单位：元/吨）



数据来源：百川赢孚、东方证券研究所

图 21：国内铝锭现货库存（单位：万吨）



数据来源：Wind、东方证券研究所

国内现货库存低于往年同期水平，对铝价形成有利支撑。年初以来国内铝锭现货库存春节后累库在3月底达到峰值为125.5万吨，但均显著低于2018-2020年同期类累库水平，之后国内铝锭库存开始下降，截至5月20日，国内铝锭现货库存为101.8万吨，均明显低于17-20年同期水平。

### 2.3.2 政策：产能“天花板”叠加“碳中和”，供给端刚性进一步强化

“碳中和”在产能“天花板”基础上将强化电解铝产能刚性特征。我们去年12月发布的《2021年有色钢铁行业年度策略报告：把握顺周期，着眼新赛道，21迎大年》里提出，自2017年起国家严控电解铝新增产能，电解铝产能逐步走向刚性，产能“天花板”约为4400-4500万吨。而在2020年9月的第75届联合国大会上，习近平总书记提出，我国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和，对电解铝供给格局产生深远影响，电解铝产能刚性特征有望进一步强化。我们认为十四五“双控”目标将是为实现“碳中和”、“碳达峰”长远规划的短期着力点，不仅新增产能投放可能不及预期，碳排放强度较高的在运行产能可能如普钢一样面临减产压力。

表5：自“碳中和”目标提出，电解铝产能控制政策层出不穷

时间	政策名称	政策内容
2017年4月	发改委等四部委下发《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动方案》	电解铝行业产能的天花板被划定在4400-4500万吨间
2018年1月	《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》	电解铝企业可通过兼并重组、同一实际控制人企业集团内部产能转移和产能指标交易的方式取得电解铝产能置换指标，实施产能等量或减量置换，且2011年至2017年关停并列入淘汰公告的电解铝产能指标须在2018年12月31日前完成产能置换，逾期将不得用于置换
2018年3月	发改委下发《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》	多省取消电解铝优惠电价，并征收煤电自备电厂费用
2019年7月	《电解铝清洁生产评价指标体系》（征求意见稿）	根据综合评价所得分值将企业清洁生产水平分为三级，旨在推动电解铝企业依法实施清洁生产
2020年9月	第75届联合国大会	习近平总书记提出，我国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和
2020年11月	中国有色金属工业协会《中国铝工业“十四五”发展思路》	管控电解铝新增产能，下游加快兼并重组步伐。
2021年1月	中国铝业和山东魏桥发布《加快铝工业绿色低碳发展联合倡议书》	倡议行业应严格控制总量，优化能源结构
2021年2月	发改委发布2019年双控考核结果	内蒙古是全国唯一未完成考核的省份
2021年2月	内蒙古各市政府对电解铝企业下达压减能耗“双控”目标任务函	蒙东3家企业通过降低电流强度或通过停槽的形式，总计划减产约15万吨。
2021年2月	内蒙古自治区发展改革委、工信厅《关于调整部分行业电价政策和电力市场交易政策的通知》	1)自2021年2月10日起取消蒙西地区电解铝行业基本电费折算每千瓦时3.39分的电价政策，取消蒙西电网倒阶梯输电电价政策； 2)自备电厂按自发自用电量缴纳政策性交叉补贴，蒙西、蒙东电网征收标准分别为每千瓦时0.01元、0.02元（含税）。
2021年3月	包头市发改委印发《包头市能耗双控（一季）	提及对重点用能企业即日起至3月31日采取限能限电措施，包括

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

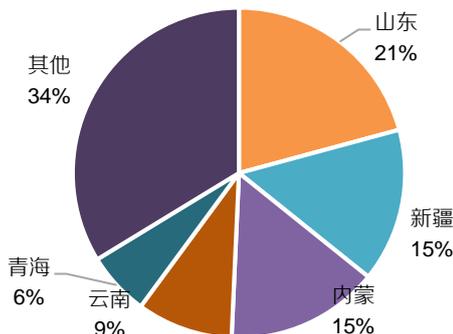
	度) 红色预警响应措施》	包铝股份减少用电 1.5 亿千瓦时和东方希望包头稀土铝业减少用电 1.5 亿千瓦时 (或当月减少能耗 4 万吨标煤)
2021 年 3 月	内蒙古自治区印发《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施 (征求意见稿)》	提出 2021 年起不再审批电解铝、氧化铝 (高铝粉煤灰提取氧化铝除外)
2021 年 4 月	国家有关部门制定《有色金属行业碳达峰实施方案》	提出到 2025 年有色金属行业力争率先实现碳达峰, 2040 年力争实现减碳 40%
2021 年 4 月	工信部发布《中共工业和信息化部党组关于十九届中央第五轮巡视整改进展情况的通报》	工信部表示严管严控电解铝新增产能
2021 年 5 月	国家发展改革委环资司召开部分节能形势严峻地区谈话提醒视频会议	对今年一季度能耗强度不降反升的浙江、广东、广西、云南、青海、宁夏、新疆等省区节能主管部门负责同志进行谈话提醒

资料来源: 公开资料整理、东方证券研究所

我国电解铝行业吨铝二氧化碳排放高于全球平均水平 32.5%，碳排放总量在全国占比达 4.3%，减排压力较大。根据中国有色金属工业协会于 2021 年 5 月发布的《中国铝冶炼产业月度景气指数报告 2021 年 3 月》报告显示，2019 年全球铝行业碳排放总量为 11.3 亿吨，占全球总排放量的 2%，其中电解铝冶炼占铝产业链碳排放量的 73%，对全产业链碳排放的影响最显著。我国电解铝吨铝二氧化碳排放约 11.7 吨，由于我国电力供给偏重于火电保障，也使得吨铝碳排放量高于欧美 (欧洲 1.9 吨、北美 2.7 吨、南美 3.8 吨) 等依靠新能源保障供给的发达国家。据 IAI 统计数据，2019 年国内电解铝产量 3580 万吨，按照上述吨铝二氧化碳排放量 11.7 吨计算，我国电解铝行业二氧化碳总排放量约 4.2 亿吨，在全球电解铝行业碳排放总量的 51%，而 2019 年我国电解铝产量在全球占比约 37% (包括再生铝)。电解铝行业在全国范围内碳排放占比也较高，根据国际能源署 (IEA) 统计，2019 年中国碳排放总量 113 亿吨，电解铝行业在全国碳排放占比则约 3.7%，是有色行业的碳排放主力。

以内蒙电解铝行业政策为鉴，为实现“十四五”的“双控”目标，新增产能建设或延期，高排放的在运行产能或减产。2021 年 2 月发改委披露，内蒙古自治区是 2019 年全国唯一未完成考核的省份。随后蒙东 3 家企业通过降低电流强度或通过停槽的形式，总计划减产约 15 万吨。今年 3 月，内蒙古自治区接连发布调整电解铝行业电价的政策和 2021 年起不再审批电解铝产能的政策。2021 年 5 月，国家发展改革委对今年一季度能耗强度不降反升的浙江、广东、广西、云南、青海、宁夏、新疆等省区节能主管部门负责同志进行谈话提醒，督促加大能耗双控工作力度，确保完成本地区年度能耗双控目标任务。根据百川盈孚数据显示，山东、新疆、内蒙、云南、青海的电解铝有效产能在全国占比分别为 20.8%、15.0%、14.9%、9.4%、6.2%，分别位列第 1 至 5 名，合计占比 66.3%，从内蒙地区电解铝行业的政策来看，山东、新疆等以火力发电为主的电解铝产能大省后续可能也将严控新增产能、并以电价政策为手段对耗电强度较高的电解铝企业施压，缩减相应产量。

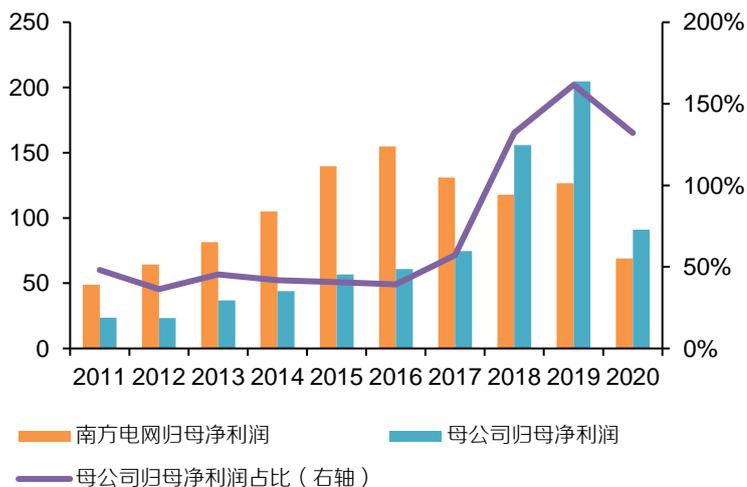
图 22：山东、新疆、内蒙、云南、青海电解铝有效产能占比之和为 66.3%



数据来源：百川赢孚、东方证券研究所

云南电解铝项目供给或不达预期，输变电配套的进度和枯水期成为水电铝项目投产的制约因素。一方面，云南省部分新建电解铝项目需要配套的配电变电站建设，对于所处位置配电变电站容量并不充裕的新建项目，需要南方电网后期配合建设，否则即使项目主体建设完成也无法放量投产。但这与南方电网的跨省送电诉求相冲突，电解铝项目的建设将导致云南省内耗电量突增，或大幅影响现有“西电东送”格局，所以电网恐缺乏动力加快配套的配电变电站建设。另一方面，云南水力发电量因丰水期、枯水期分布不均，对水电一体化项目的稳定运行构成威胁。今年 5 月因火电存煤持续下滑，又恰逢水电枯水期或推迟至 6 月份才开启，主力水库水位透支严重，省内火电、水电发电严重不及预期。云南电网于 5 月 10 日决定开展 2021 年云南电解铝用户用电负荷错峰 10% 试验验证工作，全省电解铝用户均须开展此项试验，原则上单个用户错峰负荷不少于正常用电负荷的 10%，错峰时间当天不少于 3 小时，5 月 20 日之前需完成试验验证工作。根据上海有色网报道，南方电网通知 5 月 23 号前会压低云南电解铝厂用电负荷 30% 以上，预计持续至 6 月中旬。由于电解铝生产具有刚性，电解槽从停电到重启需要时间，预计此次减产影响产量在 10-19 万吨之间，停产产能最早于 7 月恢复。

图 23：“西电东送”利润贡献大，反映在南方电网与其母公司净利润的差额（单位：亿元）



注：①南方电网超高压输电公司是南网负责“西电东送”的主要公司，作为分公司财务数据计入母公司，不计入南方电网；  
②2016 至 2020 年 9 月，云南送电量占南网西电东送量 63%。

数据来源：南方电网财报、东方证券研究所

根据百川赢孚数据显示，2020 年云南新增产能年度最终实现投产量为 149.5 万吨，与年中预期 218.5 万吨相差较大，新增项目投产普遍不达预期。

表 6：云南新建电解铝项目投产不达预期

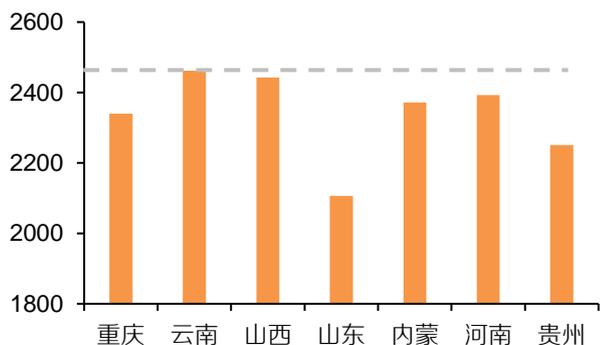
单位：万吨	2020 年 7 月对全年投产的预期	2020 年 12 月实际累计投产	实际与预期的差值
云南云铝海鑫铝业	35	8	-27
云南神火铝业	60	50	-10
云南其亚金属	15	8	-7
云南宏泰新型材料	36	13	-23
云南文山铝业	50	50	0
鹤庆溢鑫铝业	22.5	20.5	-2
合计	218.5	149.5	-69

资料来源：百川赢孚、东方证券研究所

### 2.3.3 成本端：氧化铝产能过剩，关注碳交易对成本结构的影响

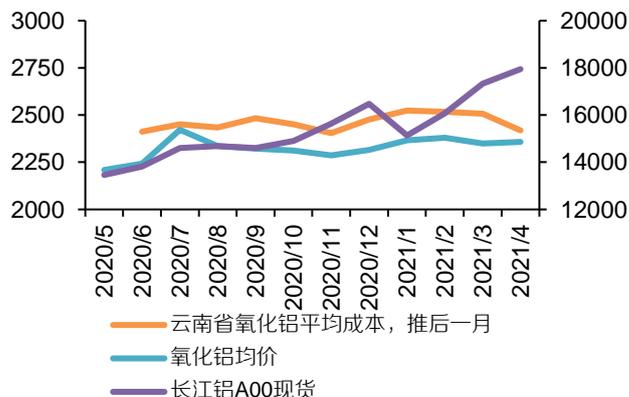
氧化铝供给偏松，价格由边际成本决定。尽管电解铝价格自年初以来涨势汹汹，但氧化铝受供给偏松的影响，截至今年 5 月 25 日的价格与 2021 年初基本持平，并没有跟随电解铝价格的走势，主要是受边际产能成本支撑，由下图可见，国内氧化铝价格指数与国内位于行业成本曲线最右端的云南省成本变动走势高度相关。根据百川赢孚统计，2020 年中国氧化铝全年产量为 6910.1 万吨，截至 2021 年 5 月 20 日，中国氧化铝总产能 8784 万吨，运行产能 7460 万吨。预计 2021 年新增建成产能 840 万吨，新增产量 165 万吨，复产带来的产量增量为 260 万吨，预计 2021 年中国氧化铝实际产量约为 7250 万吨。按照吨铝消耗 1.93 吨氧化铝计算，相当于 3756.5 万吨电解铝产量当量。2020 年国内电解铝产量为 3392.6 万吨，假设 2021 年全年电解铝产量维持 1-4 月 8.2% 同比增速，对应电解铝产量为 3670.8 万吨，国内氧化铝供应较为充足。

图 24：4 月份国内各省氧化铝成本（单位：元/吨）



数据来源：百川赢孚、东方证券研究所

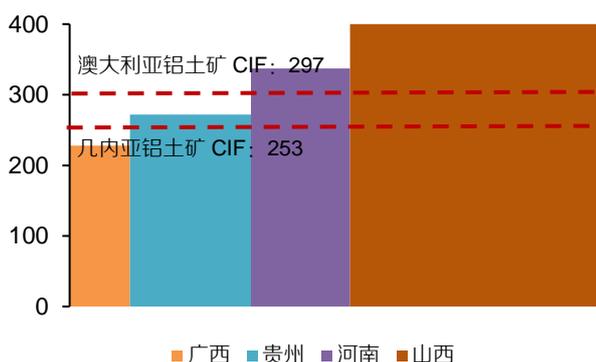
图 25：氧化铝价格与电解铝价格（右轴）脱钩，滞后云南省成本走势 1 个月（单位：元/吨）



数据来源：百川赢孚、东方证券研究所

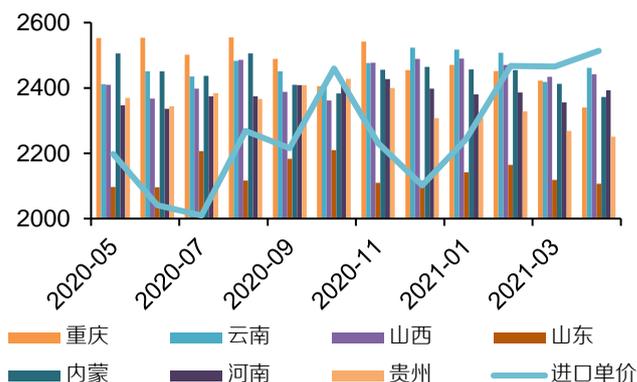
矿端方面，未来随着澳大利亚和几内亚低成本铝土矿项目的投产，氧化铝行业成本曲线或下移，氧化铝价格仍有下探空间。根据惠誉 5 月 4 日发布的《Global Bauxite Mining Outlook》预计 2021-2023 年全球铝土矿产量将达 3.9、4.1、4.2 亿吨，按吨氧化铝消耗 2.7 吨铝土矿计算，氧化铝产量将分别为 1.45、1.51、1.56 亿吨，相当于可供生产 7503、7818、8079 万吨电解铝当量，在“天花板”和“碳中和”背景下，氧化铝相对于电解原生铝产能的过剩程度将进一步加剧，氧化铝价格将延续当前边际成本的定价框架，难以随着电解铝价格的大幅走高而上涨，并且随着海外低成本铝土矿的释放，氧化铝行业整体成本中枢有望进一步下移，带动氧化铝产品定价向下。

图 26：1-5 月铝土矿价格对比：产量大省山西和河南铝土矿单价高于进口矿（单位：元/吨）



数据来源：百川赢孚、东方证券研究所

图 27：氧化铝价格对比：国内氧化铝生产成本经常高于进口单价（单位：元/吨）



注：3 月海运价格攀升至历史高位推高进口单价；

数据来源：百川赢孚、东方证券研究所

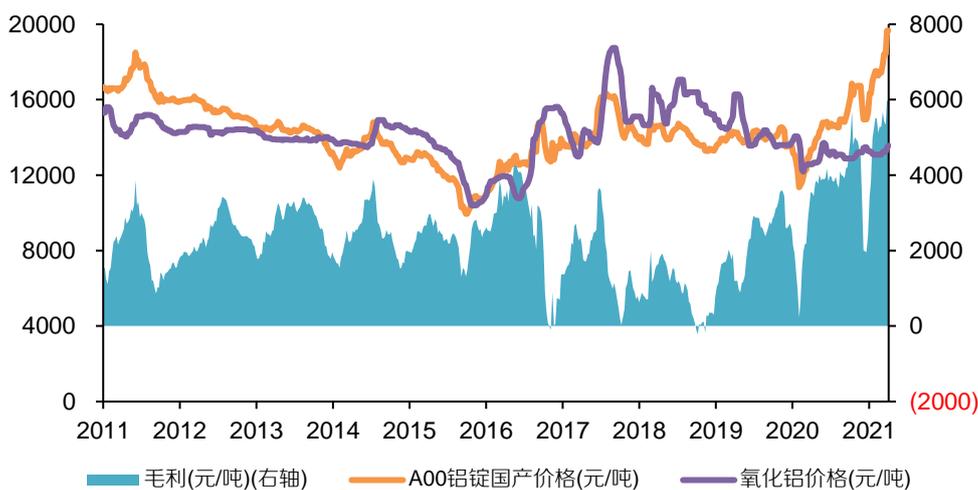
碳交易市场正式启动，外部效应将内化为生产成本，关注碳交易对行业成本结构的影响。根据 3 月 11 日财联社消息，水泥、电解铝的碳排放数据基础较好，将可能优先纳入全国碳交易市场。今年 6 月我国将正式开启全国碳交易市场第一个履约周期，首批只纳入了电力行业，随着我国碳市场运行机制不断成熟和完善，电解铝行业被纳入只是时间问题，这将对电解铝企业的竞争力产生深远影响，水电铝企业可能存在过剩碳排放配额用以出售相当于变相降低生产成本，而火电铝企业可能需要通过购买额外碳排放配额以维持产量。

### 2.3.4 供需维持紧平衡，成本端或仍有下降空间，看好后续高利润水平的维持

根据我们测算，截至 2021 年 5 月 20 日，山东省电解铝毛利水平约为 5926 元/吨，毛利率约为 30%，处于近十年最高水平，我们看好后续电解铝高利润水平的维持：（1）供给端受产能“天花板”叠加“碳中和”的影响，不仅释放弹性较小，而且高排放的在产产能可能也会面临减产压力，同时新建产能主要集中在云南，需要关注云安枯水季以及地方与电网之间利益平衡问题对新建产能投放进度的影响，预计电解铝供应紧张格局降持续；（2）成本端，根据百川赢孚数据统计，氧化铝 2021 年产量约为 7250 万吨，相当于 3756.5 万吨电解铝产量当量。2020 年国内电解铝产量为 3392.6 万吨，即使 2021 年全年电解铝产量维持 1-4 月 8.2% 的同比增速，国内氧化铝也相对过剩，氧化铝将延续边际成本定价，并且 2021-2023 年海外低成本铝土矿将陆续投产，将进一步拉低氧化铝行业成本曲线中枢，因此预计成本端主要原材料氧化铝难以侵蚀电解铝行业利润，

但需关注碳交易对电解铝行业成本结构的影响，由于我国电解铝电力来源仍以火电为主，碳排放的外部效应内化为生产成本将推高国内整体电解铝生产成本，但从结构上看，水电铝企业由于碳排放较低，边际成本省份将从云南转为除山东省以外的火力发电为主力的省份；（3）需求端，国内外仍处补库周期，并且下游对涨价接受度较高，铝棒加工费仍在上升阶段，预计短期电解铝需求向好，长期来看“碳中和”在供给端约束电解铝产能，但在需求端反而打开了电解铝新的应用领域，铝在风电、新能源汽车等领域迎合了轻量化的属性将在绿色经济的浪潮中得到进一步广泛应用，我们预计电解铝行业高毛利水平有望维持，其中低成本、低排放、以及具备高端铝材深加工能力的企业将在存量竞争中获得显著超额收益。

图 28：电解铝毛利年初以来不断扩张



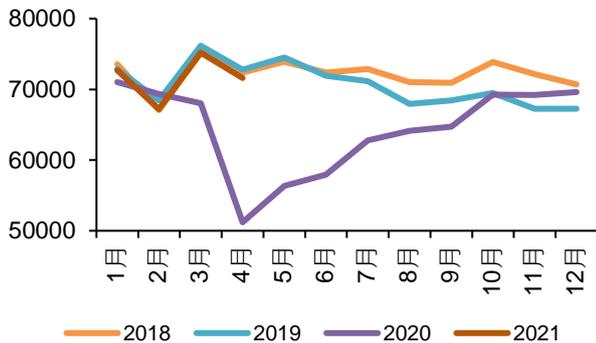
数据来源：Wind、东方证券研究所

## 2.4 普钢：去产能“回头看”背景下供给侧逐步优化，板块或现半年报行情

### 2.4.1 成本端，下半年铁矿石供应将偏松

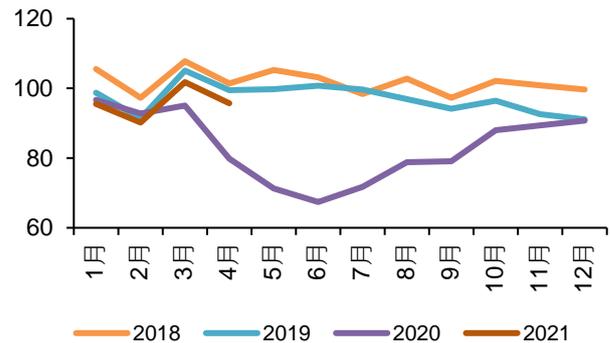
上半年铁矿石价格高歌猛进既受国内外需求共振影响，也与矿山产量季节性处于较低水平有关，下半年铁矿石增产将逐渐显现，而海外钢铁产能需求修复空间已不大。根据世界钢铁协会数据显示，2021 年 4 月除中国以外其他国家粗钢产量为 7.16 亿吨，同比增加 40%。国内螺纹钢年初以来至第 21 周累计消费量约 6787.5 万吨，创近五年最高纪录，海外钢铁产能的恢复和国内消费的旺盛共同拉动对铁矿石需求量。但海外产能修复空间已所剩无几，海外 3-4 月份钢铁产量距离 18-19 年产量水平仅有不到 1200 万吨的差距，日本作为全球第二大粗钢生产国产能利用率数据也表明进一步修复的空间有限，根据日本经济产业省公布的数据，4 月份日本粗钢产能利用率从去年的 79.8% 提升至 95.7%，仍低于 2018-2019 年约 100% 的利用率，但上修空间已不大。

图 29: 除中国以外其他国家粗钢产量(单位: 万吨)



数据来源: 世界钢铁协会、东方证券研究所

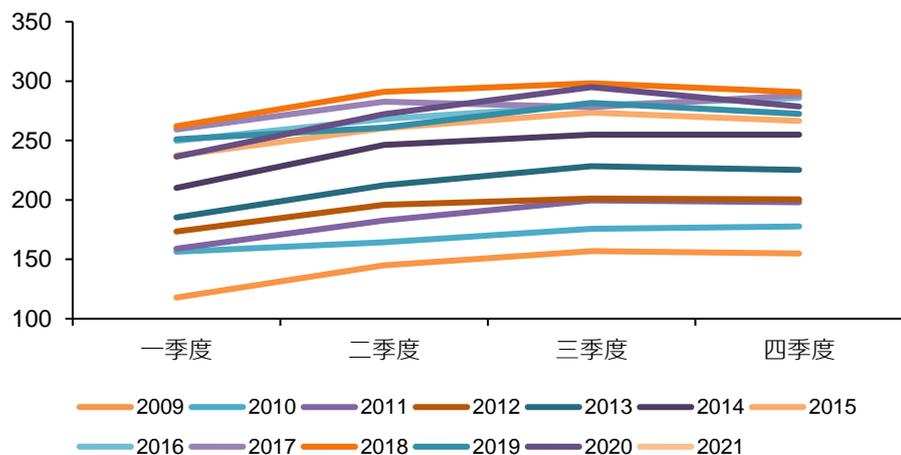
图 30: 日本粗钢产能利用率(单位: %)



数据来源: 日本经济产业省、东方证券研究所

矿端方面, 随着矿山生产旺季的到来, 以及新增产能爬坡放量, 下半年铁矿石偏紧格局将有所缓解。受澳大利亚台风和巴西暴雨的季节影响, 海外铁矿石一季度产量和发货量在全年来看一般是季度性低点, 在今年一季度全球经济共振复苏下加剧了铁矿石供应的紧张, 根据历史经验, 预计未来三季度平均产量较一季度将有 8%-29% 的提升。新增产能方面, 我们 5 月 26 日发布的《铁矿石深度报告一: 高处不胜寒》也指出, 2021-2022 年四大矿山均有新增项目计划, 预计四大矿山 21、22 年铁矿石供给增速在 5.2%、7.0%, 全球铁矿石供给增速或为 3.3%、3.2%, 随着产能的爬坡, 新增产能的影响将在下半年体现的更加明显。整体来看 21 年或处于紧平衡, 但年内结构性供应最紧张的时候已在 3-4 月份有所体现, 预计下半年整体铁矿石供应将趋于宽松。

图 31: 四大矿山产量季节性趋势变化(单位: 百万吨)



数据来源: 各公司公告、东方证券研究所

#### 2.4.2 需求端, 财政政策回归常态, 新开工下半年有望发力, 预计钢材需求保持稳定

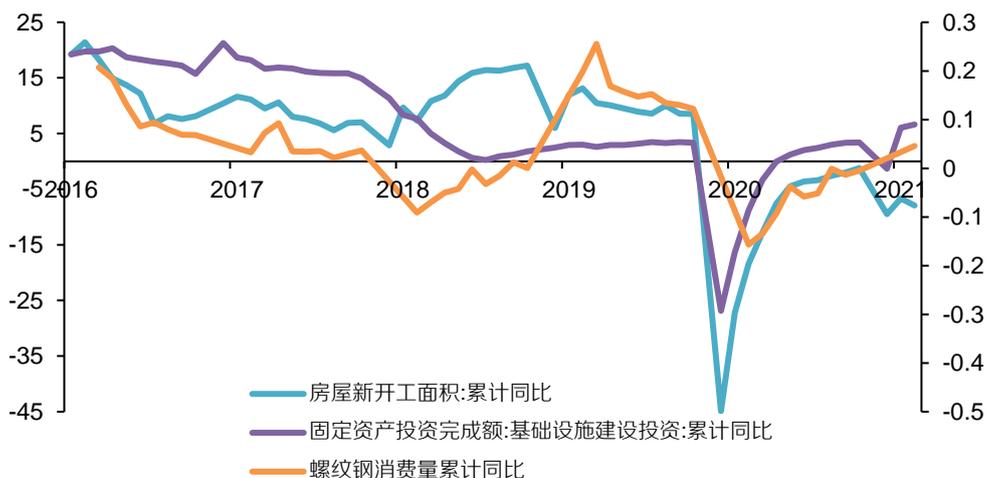
钢铁消费与地产、基建和制造息息相关, 下半年地产新开工或走强。根据中国冶金工业规划院, 我国 2018 年钢铁需求总量约为 8.20 亿吨, 其中: 建筑、机械与汽车的需求分别占 52.4%、17.1%

和 6.8%。建筑需求主要体现在螺纹钢的消费量，与地产新开工面积和基础设施建设固定资产投资相关性程度较高。地产新开工方面，1-4 月新开工与 2019 年相比分别下降了 7.94%，根据东方地产组发布的 5 月 17 日发布的《销售较快增长景气度仍高，新开工增速转负》，新开工增速的持续下滑主要原因有以下几点：一是 2020 年全年的土地出让面积总体小幅下滑 1.1%，对后续新开工产生负面影响；二是受集中供地影响，2021 年 1-4 月土地出让面积绝对量低于 2019 年同期；三是 2021 年为竣工大年，竣工对新开工存在一定挤出效应。但随着一二线土地市场在二季度逐渐活跃，下半年新开工可能会再度走强，预计全年新开工增速为-1%。

**基建投资增速随着财政政策常态化将有所放缓。**2020 年疫情影响，财政支持经济恢复的力度明显加大，2020 年我国累计发行国债 7.12 万亿元，较 2019 年大幅增加 2.95 万亿元，累计发行地方政府债券 6.44 万亿元，较 2019 年大幅增加 2.08 万亿元。基建投资累计同比增速自去年三季度实现由负转正，并实现了全年的 3.41% 的累计同比增速。随着国内经济，尤其是生产端的快速修复，财政正常将恢复常态，预计下半年基建投资增速将逐渐放缓。从 2021 年全国两会传递出的信号来看，财政政策已经较疫情刚刚暴发的 2020 年有所回收。不仅 1 万亿元的特别国债不再发放，并且将财政赤字率调减到 3.2%，介于疫情前的 2.8% 和去年的 3.6% 之间。

我们认为中美制造业补库的延续，以及国内地产新开工将在下半年有望反弹，将弥补基建投资增速放缓对钢材消费量的影响，整体来看下半年钢材需求仍较为稳定。

图 32：螺纹钢消费量变动（右轴）与房屋新开工和基建投资变动走势一致（单位：%）



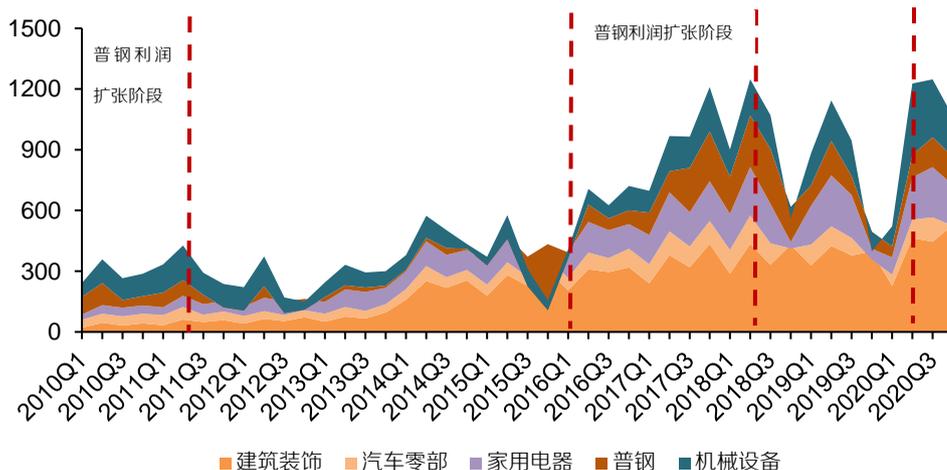
数据来源：Wind、东方证券研究所

### 2.4.3 供给端，“回头看”强化产能天花板，“碳中和”将分化企业盈利水平，供给格局将自发性优化

**2021 年 1-4 月全国粗钢产量同比增长 15.8%，产量不减反增。**国家统计局数据显示，2021 年 4 月全国粗钢产量 9784.62 万吨，同比增长 13.4%，1-4 月累计产量 37456 万吨，同比增长 15.8%。尽管去年年底工信部提出要确保实现 2021 年粗钢产量同比下降以来，主要钢铁生产地区如唐山、邯郸也确实相继出台了具体的限产措施，但产量不减反增。

7-8 月份去产能“回头看”叠加中期，预计普钢将迎来一轮系统性行情。我们认为年初以来国内粗钢产量不减反增的主要原因是需求释放集中，1-4 月份海内外需求共振并没有给产量控制太多的时间窗口。并且局部限产的实施推动钢铁涨价，盈利的扩张反而使其他地区闲置产能利用和生产效率的提升，产能利用率被动推升至高位，若在此基础上再要求其他地区减产，那可能会迎来更高的钢价，因此为保持钢价在合理水平，产量还是跟着需求走。而随着海外钢厂产能的恢复，以及国内即将在 6-7 月份迎来消费淡季，发改委和工信部于 5 月 10 日正式发布《关于做好 2021 年钢铁去产能“回头看”检查工作的通知》，现场检查时间定在 6 月 1 日至 7 月底，涵盖所有拥有粗钢冶炼能力的 29 个省份、直辖市。我们认为去产能“回头看”相对于控制产量，是为应对钢材需求的变化提供缓冲垫，产量控制上或提供更多弹性，但盈利端会更加稳定。7-8 月产量和产能数据的披露将反映出“回头看”的实施效果，叠加普钢板块上半年整体盈利水平处于高位，中报的披露或在“回头看”基础上为普钢迎来一轮系统性行情。

图 33：扣非归母净利润：普钢利润增长时，下游利润也在扩张（单位：亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

下半年需求仍有韧性，全年产量压减措施有待观察。结合今年 1-4 月份粗钢产量，若要实现年初提出的全年产量减压目标，意味着 5-12 月份产量需同比下降 7.6% 至 6.78 亿吨。如前所述，下半年需求预计较为稳定，要缩减钢材产量，同时要将钢价维持在合意水平，这对政策的制定和实施确实提高了难度，全年产量压减措施有待观察。

政策端，我们看到优化钢铁行业竞争格局的决心未减，方式上开始出现变化。自去年底工信部提出要确保实现 2021 年粗钢产量同比下降以来，仅唐山、邯郸相继出台了具体的限产措施，其他区域暂未有明确的相关政策出台，在需求向好、供给限产的预期下国内钢材价格持续上涨，钢厂利润大幅攀升，反而带动其他地区闲置产能和生产效率的提升，产能利用率被动推升至高位，如果在此基础上再要求河北或其他地区减产，那可能会迎来更高的钢价，可以说 1-4 月份海内外需求共振并没有给产量控制太多的时间窗口，为稳定钢价，产量还是跟着需求走。而随着海外钢厂产能的恢复，以及国内即将在 6-7 月份迎来消费淡季，发改委和工信部于 5 月 10 日正式发布《关于做好 2021 年钢铁去产能“回头看”检查工作的通知》，现场检查时间定在 6 月 1 日至 7 月底，涵盖所有拥有粗钢冶炼能力的 29 个省份、直辖市。我们认为去产能“回头看”相对于控

制产量，是为应对钢材需求的变化提供缓冲垫，产量控制上或提供更多弹性，但盈利端会更加稳定。推演下半年，若后续需求仍表现较好，产量可能仍随产能利用率的提升而增加，并且下游需求好的时候钢铁利润水平一般同步扩张；若需求增速出现下滑，反而将为“去产量”提供实施窗口，并导致铁矿石供应进一步过剩，提升钢铁行业的议价权和利润分配权。

扩产决策的背后是盈利，中长期来看，“碳中和”将分化行业内部盈利水平，市场无形的手将推动行业再次迎来新一轮“供给侧改革”。要实现 2030 “碳达峰”、2060 “碳中和”，钢铁行业作为全国第二大碳排放部门将面临很艰巨的减排任务，为响应这一目标，“去产量”被提出，但这与向上的需求环境相矛盾，“去产量”的实施遇到实际困难。我们认为，这反而将加速钢铁行业碳排放规定和碳交易规则的制定，高碳排放的产能生产成本将因此被抬升，盈利受到压制后，产能会自发性下降。低耗少碳的先进产能将从中受益，不仅将获得成本优势，而且在生产上更具主动权，行业集中度在“碳中和”下将再次实现实质性提升，这将强化国内钢铁行业在整个产业链上的竞争优势。

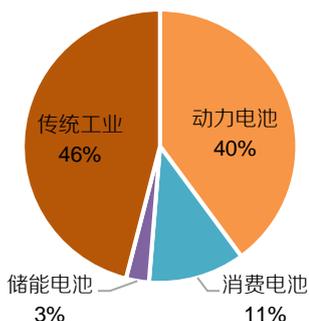
### 三、新赛道：下半年锂价或稳中有升，特钢进口替代趋势愈发明确

#### 3.1 锂：下半年锂价或稳中有升

(1) 需求：2021-2022 年全球锂需求（以 LCE 计）分别为 53.15、66.22 万吨，同比增速分别为 44.48%、24.60%

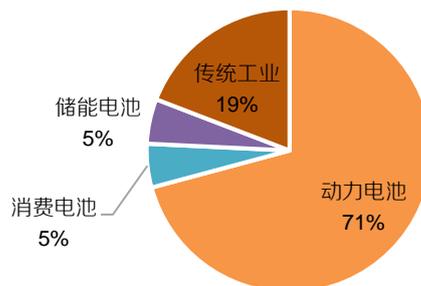
经测算，2020 年全球锂资源需求总量为 36.78 万吨，2020 年全球锂资源 40%用于动力电池生产，到 2025 年动力电池或将成为锂资源第一大下游应用。首先我们将锂电池拆分为动力电池、消费电池和储能电池三部分，测算得出 2020 年动力电池、消费电池、储能电池用锂量（以 LCE 计）分别为 14.68、4.18、1.00 万吨，合计电池用锂量（以 LCE 计）为 19.86 万吨。再结合 Roskill 统计数据：2019 年全球锂资源 54%用于锂电池生产，46%用于传统工业，计算得到 2020 年全球锂资源需求总量（以 LCE 计）为 36.78 万吨，其中 40%用于动力电池生产。伴随全球电动车需求逐步释放，预计到 2025 年全球锂资源将有 71%用于动力电池，动力电池将成为锂资源第一大下游应用。在下文中，我们将通过对各领域需求增长变动情况进行分析，对 2021-2022 年锂需求进行更新预测。

图 34：经测算，2020 年全球锂资源 46%用于传统工业，动力电池占比 40%



数据来源：Roskill, IEA, 东方证券研究所

图 35：预计到 2025 年全球锂资源仅 19%用于传统工业，而动力电池占比将提升至 71%



数据来源：Roskill, 东方证券研究所

#### A 锂电池

##### a 动力电池

预计 2021-2022 年动力电池出货量分别为 374.7、545.1GWh，同比增速分别为 76.0%、45.5%。根据 SNE Research 统计数据，2020 年全球动力电池出货量为 212.9GWh。东方证券新能源车产业链团队对 2021-2022 年全球新能源汽车销量的增速预测分别为 76.0%、45.5%，我们假设 2021-2022 年动力电池出货量同比增速与之相同，即 2021-2022 年动力电池出货量分别为 374.7、545.1GWh。

**表 7：2020-2022 年动力电池出货量预测**

年度	2020A	2021E	2022E
动力电池出货量预测 (GWh)	212.9	374.7	545.1
同比增速	-	76.0%	45.5%

数据来源：SNE Research，东方证券研究所

沿用《三年景气度波动向上，青山产业链大有可为——镍资源卡位战专题二：全球供需大格局》中的动力电池装机占比预测，使用不同型号动力电池镍消耗强度数据计算出锂消耗强度，如下。

**表 8：2020-2022 年不同型号动力电池装机占比预测**

年度	电池类型	2020E	2021E	2022E
动力电池装机占比预测	LFP	30%	30%	30%
	NCA	11%	11%	11%
	NCM111	0%	0%	0%
	NCM622 (523)	51%	51%	51%
	NCM811	8%	8%	8%

数据来源：Roskill，UBS，东方证券研究所

**表 9：2020-2022 年不同型号动力电池锂消耗强度预测**

年度	电池类型	2020E	2021E	2022E
锂消耗强度 (Kg/Kwh)	LFP	0.09	0.09	0.09
	NCA	0.14	0.14	0.14
	NCM111	0.14	0.14	0.14
	NCM622 (523)	0.15	0.15	0.16
	NCM811	0.15	0.15	0.15

数据来源：Roskill，UBS，东方证券研究所

基于以上数据，我们预测 2020-2022 年动力电池对锂的需求量（以 LCE 计）分别为 14.68、26.29、38.88 万吨。

**表 10：2020-2022 年动力电池对锂的需求量（以 LCE 计）预测**

年度	电池类型	2020E	2021E	2022E
动力电池锂消耗量 (万吨)	LFP	0.56	0.99	1.44
	NCA	0.34	0.60	0.87
	NCM111	0.00	0.00	0.00
	NCM622 (523)	1.61	2.91	4.34
	NCM811	0.25	0.45	0.66
小计		2.76	4.94	7.30
折合碳酸锂当量		14.68	26.29	38.88

数据来源：Roskill，UBS，东方证券研究所

### b 消费电池

预计 2021-2022 年消费电池出货量分别为 72、74Gwh，同比增速为 4.84%、3.28%。IDC 和 Canalys 预测 2021-2022 年 3C 产品出货量同比增速预计为 4.84%、3.28%，我们假设消费电池出货量增速同步于 3C 产品出货量增速。

表 11：2020-2022 年消费电池出货量预测

年度	2020E	2021E	2022E
消费电池出货量预测 (GWh)	68	72	74
同比增速	-	4.84%	3.28%

数据来源：GGII，IDC，Canalys，东方证券研究所

假设 2020-2022 年消费电池 LCO 和 NCM 装机比例恒定为 1:3，我们测算出 2020-2022 年消费电池对锂的需求量（以 LCE 计）分别为 4.19、4.68、4.83 万吨。

表 12：2020-2022 年消费电池对锂的需求量（以 LCE 计）预测

年度	电池类型	2020E	2021E	2022E
消费电池锂消耗量 (万吨)	LCO	0.07	0.07	0.07
	NCM	0.72	0.81	0.83
小计		0.79	0.88	0.91
折合碳酸锂当量		4.19	4.68	4.83

数据来源：Roskill，UBS，东方证券研究所

### c 储能电池

预计 2020-2022 年储能电池出货量分别为 15、70、70Gwh。根据 GGII、Wood Mackenzie 统计，2020 年全球储能容量新增 15GWh，2021-2030 年每年新增 70GWh 的储能容量，我们假设 2020-2022 年储能电池出货量即为全球储能容量新增量。

表 13：2020-2022 年储能电池出货量预测

年度	2020E	2021E	2022E
储能电池出货量预测 (GWh)	15	70	70

数据来源：GGII，Wood Mackenzie，东方证券研究所

注：Wood Mackenzie 预计 2021-2030 年每年新增 70GWh 的储能容量，我们认为新增量即为当年的出货量

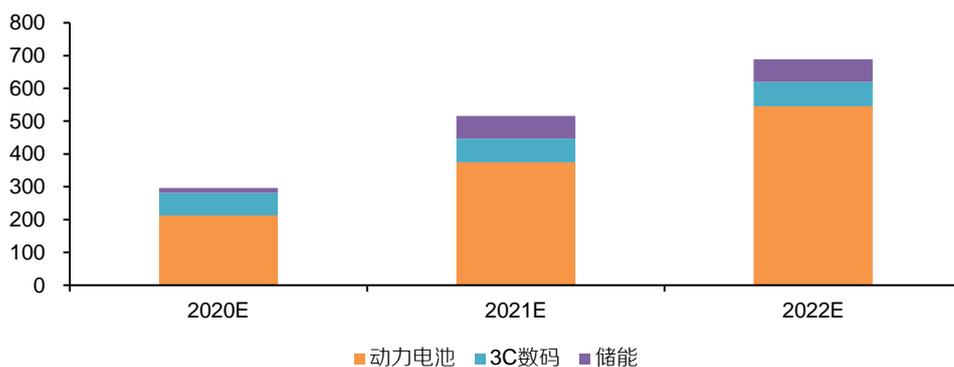
假设 2020-2022 年消费电池 LFP 和 NCM 装机比例恒定为 1:2.5，我们测算出 2020-2022 年消费电池对锂的需求量（以 LCE 计）分别为 1.00、4.95、4.95 万吨。

**表 14：2020-2022 年储能电池对锂的需求量（以 LCE 计）预测**

年度	电池类型	2020E	2021E	2022E
储能电池锂消耗量（万吨）	LFP	0.04	0.18	0.18
	NCM	0.15	0.75	0.75
小计		0.19	0.93	0.93
折合碳酸锂当量		1.00	4.95	4.95

数据来源：Roskill, UBS, 东方证券研究所

加总动力、消费、储能电池出货量预测，我们预测 2020-2022 年全球锂电需求量将分别达到 296、516、689GWh。

**图 36：2020-2022 年全球锂电池出货量预测（单位：GWh）**


数据来源：IEA, Wood Mackenzie, IDC, Canalys, GGII, 东方证券研究所

## B 传统工业

沿用我们在 2020 年 12 月 19 日发布的《把握顺周期，着眼新赛道，21 迎大年》报告测算方法，我们认为传统工业领域锂需求增速趋缓，预计 2020-2022 年碳酸锂需求量分别为 16.92、17.24、17.56 万吨。

**表 15：2020-2022 年传统工业锂需求（以 LCE 计）预测（单位：万吨）**

年度	类别	2020E	2021E	2022E
传统工业碳酸锂需求量	玻璃、陶瓷	8.09	8.25	8.42
	润滑脂	2.21	2.27	2.34
	冶金	1.10	1.17	1.24
	空气处理	0.74	0.76	0.78
	其他	4.78	4.78	4.78
合计		16.92	17.24	17.56

数据来源：Roskill, 东方证券研究所

结合锂电池和传统工业两部分，我们给出了 2021-2022 年全球锂需求（以 LCE 计）分别为 53.15、66.22 万吨，同比增速分别为 44.48%、24.60%。

表 16：2020-2022 年全球锂需求（以 LCE 计）预测（单位：万吨）

下游需求	2020E	2021E	2022E
动力电池	14.68	26.29	38.88
消费电池	4.18	4.67	4.83
储能电池	1.00	4.95	4.95
传统工业	16.92	17.24	17.56
合计	36.78	53.15	66.22
同比增速		44.48%	24.60%

数据来源：IEA, Wood Mackenzie, IDC, Canalsy, Roskill, 东方证券研究所

（2）供给：2021 年和 2022 年全球碳酸锂产量分别为 54.47 和 64.41 万吨，同比增速分别为 32.0%、18.3%

预计 2021 和 2022 年全球主要盐湖碳酸锂产量分别为 23.64 和 29.25 万吨。盐湖方面，Albemarle 的 Sliver Park 盐湖于 2021 年初恢复生产，SQM 的 Atacama 盐湖扩建项目将于 2021 年下半年进入生产，国内的盐湖提锂项目也已顺利建成投产。Livent 的 Salar de Hombre Muerto 盐湖和 Orocobre 的 Salar de Olaroz 盐湖扩建项目均将于 2022 年下半年投产，Lithium Americas 和赣锋锂业合资投建的 Caucharí-Olaroz 项目也将于 2022 年中开始商业化生产。

表 17：全球主要盐湖锂产量情况（单位：万吨 LCE）

公司	盐湖	2020	2021E	2022E
SQM	Salar de Atacama	7.22	9.76	12.25
Livent	Salar de Hombre Muerto	3.82	4.52	4.68
Orocobre	Salar de Olaroz	1.13	1.40	2.40
Albemarle	Salar de Atacama	4.20	4.20	4.20
Albemarle	Sliver Park	0.22	0.40	0.40
Lithium Americas-赣锋锂业	Caucharí-Olaroz	-	-	1.96
盐湖股份-蓝科锂业	察尔汗盐湖	1.36	1.36	1.36
中国五矿集团-五矿盐湖	一里坪盐湖	-	0.80	0.80
西藏矿业	扎布耶盐湖	0.46	0.40	0.40
藏格控股	察尔汗盐湖	0.44	0.80	0.80
合计		18.86	23.64	29.25

数据来源：各公司公告，东方证券研究所

预计 2021 和 2022 年全球主要硬岩锂矿碳酸锂产量分别为 26.00 和 28.75 万吨。硬岩锂矿方面，除 Pilbara Minerals 的 Pilgangoora 矿山外，其余西澳矿山并无明显扩产计划，Sayona Mining 的

Authier 矿山和 Sigma Lithium 的 Grota do Cirilo 矿山将于 2022 年进入生产，国内产量集中在甲基卡 134# 和业隆沟。

**表 18：全球主要硬岩锂矿山锂产量情况（单位：万吨 LCE）**

公司	矿山	2020	2021E	2022E
Talison Lithium	Greenbushes	7.44	8.62	8.62
Galaxy Resources	Mt Cattlin	1.39	2.47	2.05
MRL/GFL-RIM	Mt Marion	5.24	5.93	4.62
Pilbara Minerals	Pilgangoora	2.32	3.38	3.38
Sayona Mining	Authier	-	-	1.18
Sigma Lithium	Grota do Cirilo	-	-	3.30
融达锂业	甲基卡 134#	0.75	1.75	1.75
盛新锂能-金川 奥伊诺	业隆沟	2.11	3.85	3.85
合计		<b>19.25</b>	<b>26.00</b>	<b>28.75</b>

数据来源：各公司公告，东方证券研究所

预计 2021 和 2022 年全球锂云母矿碳酸锂产量分别为 4.83 和 6.41 万吨。锂云母矿方面，根据 SMM 调研，江西宜春是世界最大的锂云母矿区，碳酸锂总产能超 8 万吨，其中 53% 采用锂云母提锂技术。其中，永兴材料 1 万吨碳酸锂生产线已全部投产，年产 2 万吨碳酸锂项目第一条生产线将于 2021Q3 末建成投产，第二条生产线将于 2022 年 Q1 末建成投产；江特电机锂云母制备碳酸锂项目 2020 年恢复生产。

**表 19：全球主要锂云母矿锂产量情况（单位：万吨 LCE）**

公司	矿山	2020	2021E	2022E
永兴材料	宜春锂云母	0.87	1.25	2.75
江特电机	宜春锂云母	0.37	1.20	1.20
其他		1.92	2.38	2.46
合计		<b>3.17</b>	<b>4.83</b>	<b>6.41</b>

数据来源：各公司公告，SMM，东方证券研究所

综上所述，预计 2021 年和 2022 年全球碳酸锂产量分别为 54.47 和 64.41 万吨，同比增速分别为 32.0%、18.3%。

**表 20：全球锂产量情况（单位：万吨 LCE）**

	2020	2021E	2022E
盐湖	18.86	23.64	29.25
硬岩锂矿	19.25	26.00	28.75
锂云母	3.17	4.83	6.41
合计	<b>41.28</b>	<b>54.47</b>	<b>64.41</b>

数据来源：各公司公告，SMM，东方证券研究所

### (3) 供需平衡表

根据以上测算，2020E、2021E、2022E 全球（供给-需求）/需求分别为 12.2%、2.5%、-2.7%，2021 年处于供需紧平衡状态。

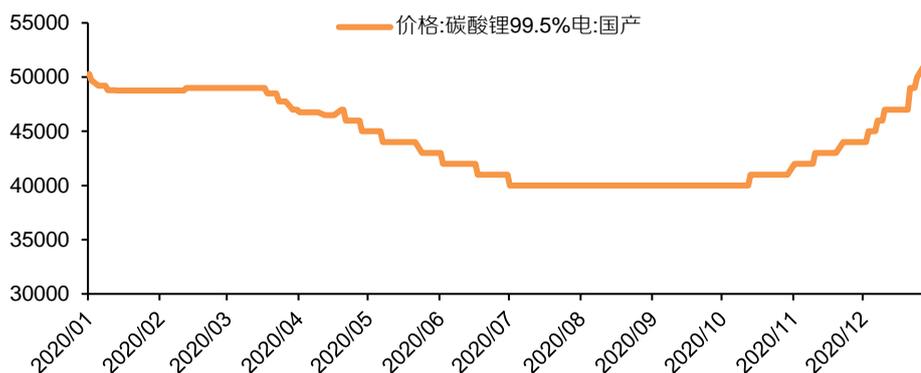
表 21：全球锂供需平衡表（单位：万吨 LCE）

	2020E	2021E	2022E
需求	36.78	53.15	66.22
供给	41.28	54.47	64.41
供给-需求	4.49	1.32	-1.81
（供给-需求）/需求	12.2%	2.5%	-2.7%

数据来源：东方证券研究所

**2020 年碳酸锂价格处于历史低位。**我们测算 2020 年全球碳酸锂行业过剩幅度为 12.2%，而根据 Wind 统计，2020 年上半年疫情抑制下游需求，国产 99.5%碳酸锂价格持续下跌，20Q3 维持在历史最低位 40000 元/吨水平，20Q4 由于澳洲主要硬岩锂矿 Altura 破产重组以及中澳关系紧张，锂盐出现阶段性供给紧张，恐慌性采购推升碳酸锂价格。

图 37：2020 年碳酸锂价格走势（单位：元/吨）



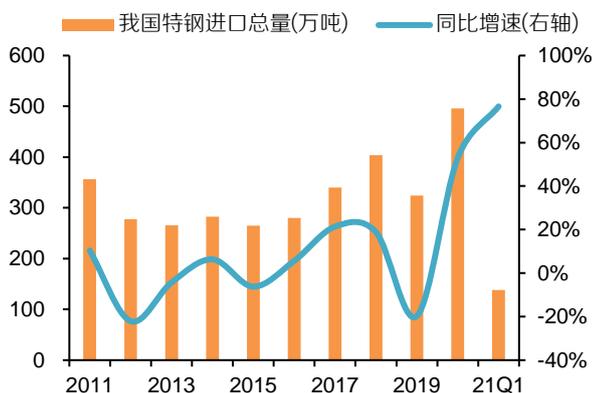
数据来源：Wind，东方证券研究所

综上，我们认为在全球锂市场处于供需紧平衡状态下，碳酸锂价格或呈波动上升趋势，2021 年下半年碳酸锂价格稳中有升。

## 3.2 特钢：进口替代趋势愈发明确

我国特钢进口均价整体呈下滑趋势。根据海关总署统计数据，2020 年，我国特钢进口总量为 495.7 万吨，同比上升 53.0%，特钢进口总金额为 65.2 亿美元，同比上升 21.2%。2021 年一季度，我国特钢进口总量为 138.2 万吨，同比上升 76.6%，特钢进口总金额为 20.1 亿美元，同比上升 75.7%。尽管特钢进口量波动上行，但以进口均价=进口金额/进口数量测算，近十年我国特钢进口均价整体呈下滑趋势，2020 年我国特钢进口均价为 1315 美元/吨，同比下跌 20.8%，2021Q1 在国内用钢需求持续向好的前提下，特钢进口均价为 1456 美元/吨，同比下跌 0.5%。

图 38：2011 年以来我国特钢进口总量及同比增速



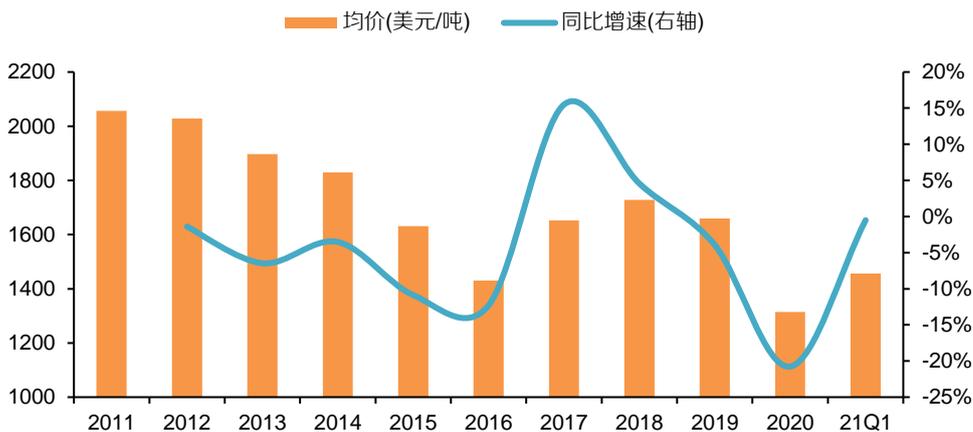
数据来源：海关总署，Mysteel，东方证券研究所

图 39：2011 年以来我国特钢进口金额及同比增速



数据来源：海关总署，Mysteel，东方证券研究所

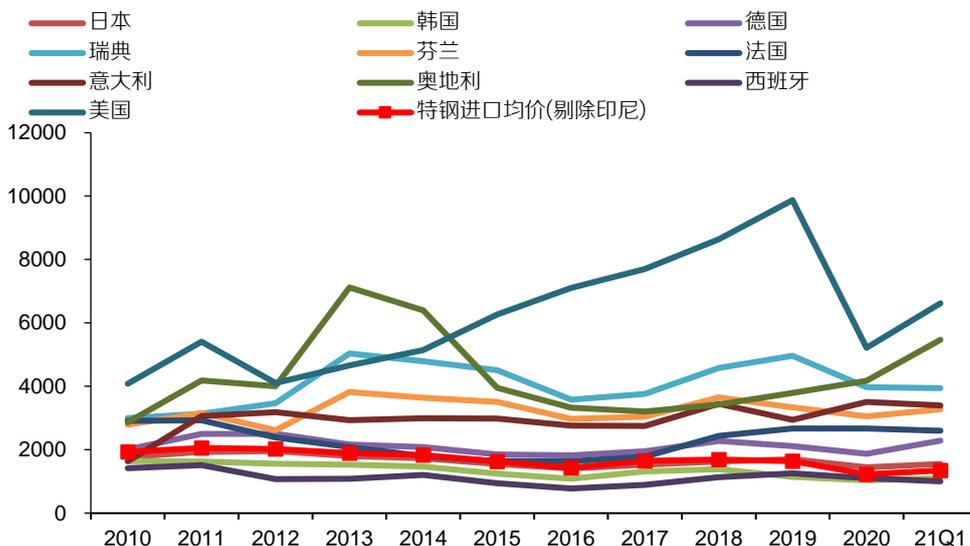
图 40：2011 年至今我国进口特钢均价



数据来源：海关总署，Mysteel，东方证券研究所

**多国特钢进口均价下跌。**根据海关总署统计数据，我们进一步给出了 2010 年以来，我国自日本、韩国、德国、瑞典、法国、意大利、芬兰、西班牙、奥地利和美国等 10 国的特钢均价、以及剔除印尼之后的我国进口特钢均价情况，其中发光的线条为剔除印尼后我国进口特钢均价，2020 年均价下跌至 1226 美元/吨，同比下跌 25.4%，2021Q1 均价下跌至 1352 美元/吨，同比下跌 5.7%。整体看，自韩国和西班牙进口特钢的均价明显低于均价水平，而德国、瑞典、法国、意大利、芬兰、奥地利和美国等 7 国进口特钢均价则明显高于均价水平。

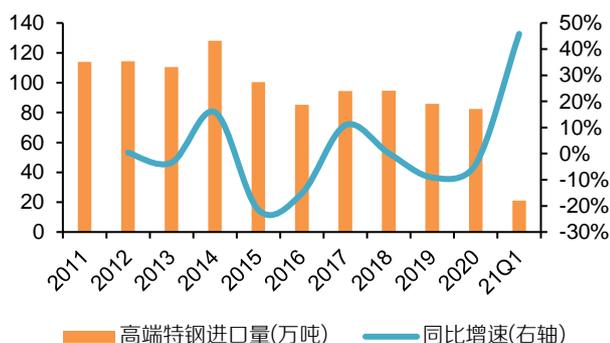
图 41：2010 年以来我国自日本、韩国等 10 国进口特钢的均价水平（单位：美元/吨）



数据来源：海关总署，Mysteel，东方证券研究所  
备注：特钢进口均价已剔除印尼

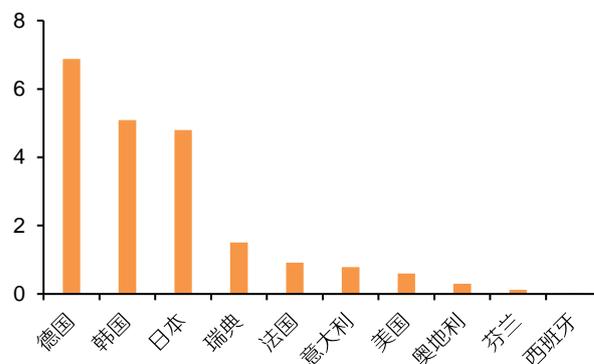
高端特钢进口量占比逐年下滑，进口替代趋势进一步凸显。我们将售价高于 1800 美元/吨的特钢定义为高端特钢，从进口量对 10 个国家进口数据进行结构切分，得出我国自 10 个国家进口的高端特钢数据。2020 年我国进口高端特钢总量达 82.4 万吨，同比下降 4.1%，2021Q1 我国进口高端特钢总量达 21.0 万吨，同比上升 45.8%。其中，自日本、韩国、德国、瑞典、法国等国进口高端特钢总量最高。同时，高端特钢进口量占比已从 2014 年的 45.3% 下滑至 2021Q1 的 22.5%，下滑趋势明显。结合 2021Q1 我国特钢总进口量同比大幅上升，显示我国高端特钢进口替代趋势较特钢进口替代趋势更为显著。

图 42：2020 年我国自 10 国进口的高端特钢总量达 82.4 万吨，同比下降 4.1%

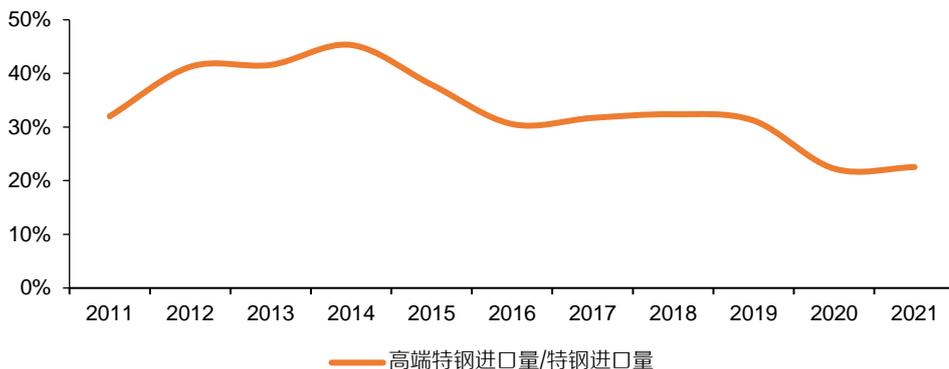


数据来源：海关总署、Mysteel、东方证券研究所

图 43：2021Q1 我国高端特钢主要从德国、韩国、日本、瑞典和法国进口（单位：万吨）



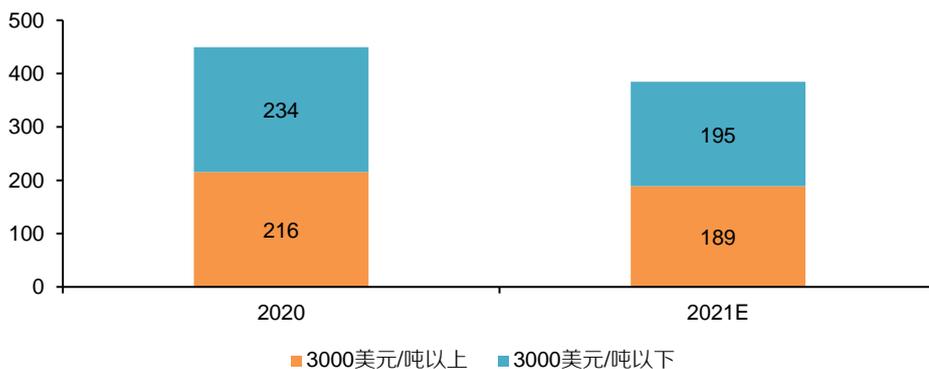
数据来源：海关总署、Mysteel、东方证券研究所

**图 44：高端特钢/特钢进口量**


数据来源：海关总署，Mysteel，东方证券研究所

注 1：2021 年为 1-2 月份数据

**特钢进口替代空间巨大，非超高端特钢进口替代更为显著。**根据海关总署统计数据，2021Q1 我国特钢进口金额为 129 亿元（汇率：1 美元=6.3951 人民币），我们以 10 国进口金额按比例预测 2021 年我国特钢进口总规模为 384 亿元，其中均价超过 3000 美元/吨的超高端特钢产品总进口金额约为 189 亿人民币，同比下降 12.3%，非超高端特钢产品总进口金额约为 195 亿人民币，同比下降 16.5%。

**图 45：经我们测算，特钢进口替代总空间 384 亿人民币（汇率：1 美元=6.3951 人民币）**


数据来源：海关总署，Mysteel，东方证券研究所

注 1：2021 年使用 2021.1-3 月数据测算

我们预计 2021 年下半年将保持进口金额下降趋势，国产特钢进口替代有望加速，国内高端特钢龙头或充分受益。

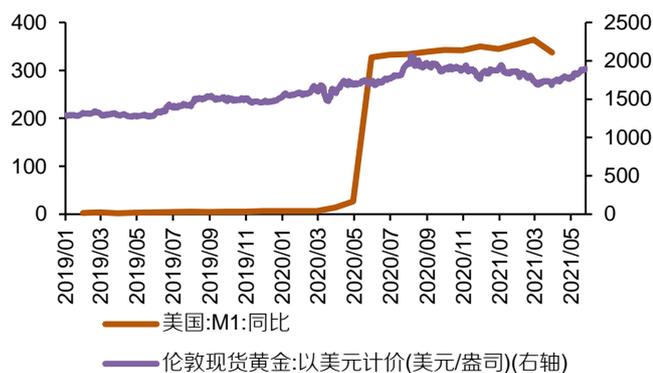
## 四、贵金属：经济复苏 VS 高通胀，下半年金价或震荡为主

2021 年初，伴随全球范围内疫苗接种的逐步推广，黄金的避险特质减弱，金价回调。行至年中，全球大范围疫苗接种已落地，持续抬升的通胀预期激活黄金抗通胀属性，金价逐渐回升。

### (1) 流动性框架

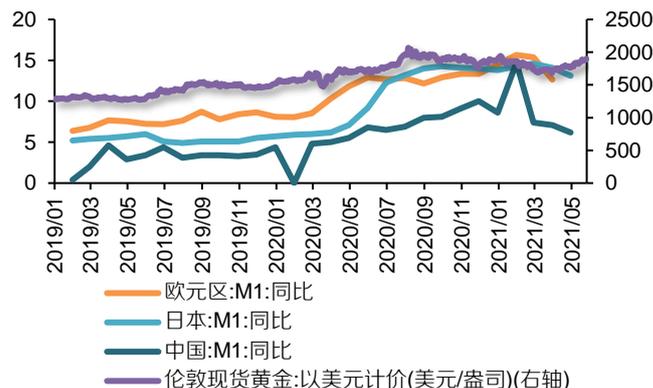
目前各国央行仍保持货币宽松，我们预计，在全球疫情仍未完全缓解的情况下，全球流动性或将保持宽松以提振经济，利好金价。2021 年 4 月 29 日，美联储公布 4 月议息会议声明与决议，维持宽松政策立场不变，继续以每月约 1200 亿美元的速度购买国债和抵押支持债券，并表示宽松的货币政策有力支持了美国经济的复苏，但其远未达到政策目标。从 M1 同比水平来看，尽管 2021 年 1-4 月各国 M1 同比有所下滑，但仍保持在历史高位，中国的 M1 由 1 月的 14.7% 降至 4 月的 6.2%，日本的 M1 由 1 月的 14.3% 降至 4 月的 13.1%，欧元区的 M1 由 1 月的 16.7% 降至 4 月的 12.3%；而美国 4 月的 M1 同比增幅仍为 293.6%。

图 46：2019 年至今美国 M1 同比与金价(%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

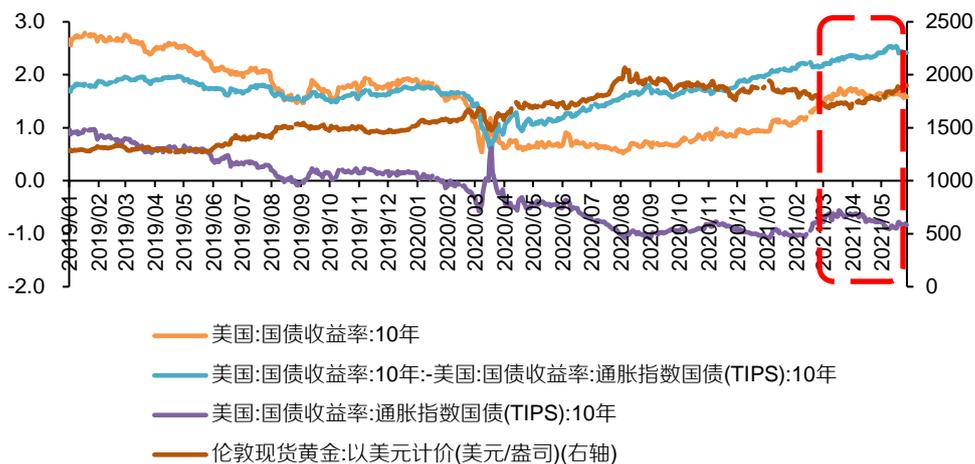
图 47：2019 年至今欧元区、日本、中国 M1 同比与金价(%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

2021 年 4 月以来金价走势与通胀预期保持一致，与名义利率和实际利率均反向。

**图 48：近期金价走势与美国通胀预期一致**



数据来源：美联储，Wind，东方证券研究所

联储在释放流动性刺激就业的同时通过隔夜逆回购工具缓释流动性过剩。根据美国劳工部统计，2021 年 4 月美国新增就业人数 32.8 万人，就业率达 57.9%，升至 2020 年 3 月以来新高，经济复苏形势向好。根据纽约联储数据，2021 年 4 月起美国隔夜逆回购规模持续增长，5 月 27 日美国隔夜逆回购规模达 4853 亿美元，创历史新高。

2021 年以来金价走势与比特币成交均价呈明显反向关系。近期金价上行的主要推动来自于美通胀预期持续走高，而近期比特币价格大跌，表明比特币不能替代黄金对冲通胀。

**图 49：近期金价走势与比特币反向**



数据来源：比特币官网，Wind，东方证券研究所

**(2) 美元指数框架**

美元指数是通过计算美元和对选定的一揽子货币的汇率，来衡量美元相对强弱。其中各币值的指数权重分别为欧元 57.6%、日元 13.6%、英镑 11.9%、加拿大元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%。

黄金的货币属性决定了其与法定货币美元之间存在反向变动关系。美元指数综合反映了美元在国际外汇市场的汇率，体现美元在国际外汇市场的相对强弱。

图 50：2021 年 4 月后美元指数下跌，金价上涨



数据来源：Wind，东方证券研究所

2021 年 4 月至今，美元兑日元、欧元汇率呈下跌趋势，美元指数持续下跌。2021 年 4 月初至今，美元兑日元的汇率由 110.6 降至 108.9，美元兑欧元的汇率由 0.85 降至 0.82，导致美元指数从 2021 年 4 月的 93 附近下跌至 2021 年 5 月最低点 90。

图 51：主要经济体 GDP 增速（单位：%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 52：2021 年 4 月至今美元兑日元、欧元汇率呈下跌趋势

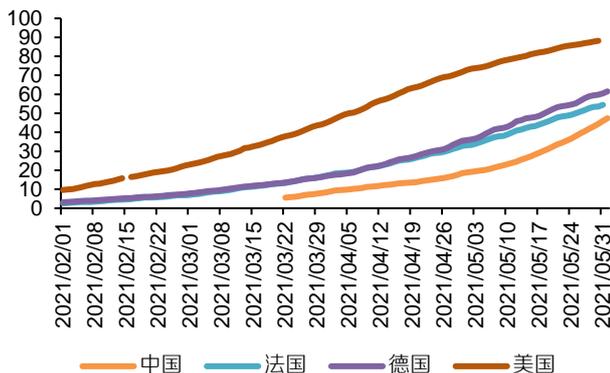


数据来源：Wind，东方证券研究所

全球经济复苏，美国疫苗接种率领先其他经济体。经济增长方面，根据 IMF 于 2021 年 4 月发布的《世界经济展望》，预测 2021 年全球 GDP 同比增长 6.0%，其中中国 GDP 同比增长 8.4%，欧元区 GDP 同比增长 4.4%，美国 GDP 同比增长 6.4%。疫情恢复方面，美国每百人新冠疫苗接种

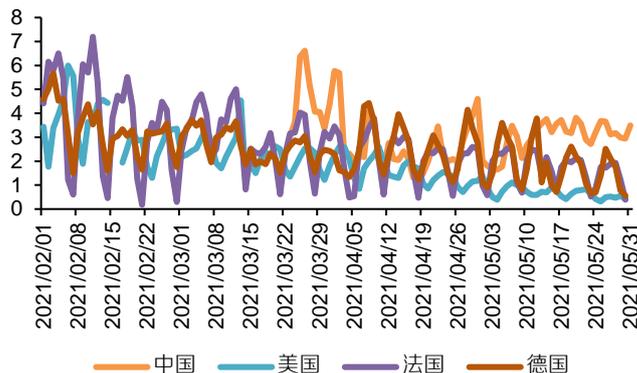
种量高于中国、欧元区国家，但自 2021 年 5 月起，中国、法国、德国的新冠疫苗接种比例环比增速逐步超过美国，新冠疫苗接种率差距逐渐缩小。

**图 53：2021 年 2 月至今中美法德四国每百人新冠疫苗接种量（单位：剂次）**



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 54：2021 年 2 月至今中美法德四国每百人新冠疫苗接种量环比（单位：%）**



数据来源：Wind，东方证券研究所

### （3）避险框架

全球性风险事件会触发市场的避险情绪，而黄金的避险属性决定金价将随避险情绪提升而走强。我们以标普 500 波动率指数（VIX）即恐慌指数来衡量市场避险情绪。2020 年上半年新冠疫情导致 VIX 上升至高位并已经回落，金价也处于上升趋势。

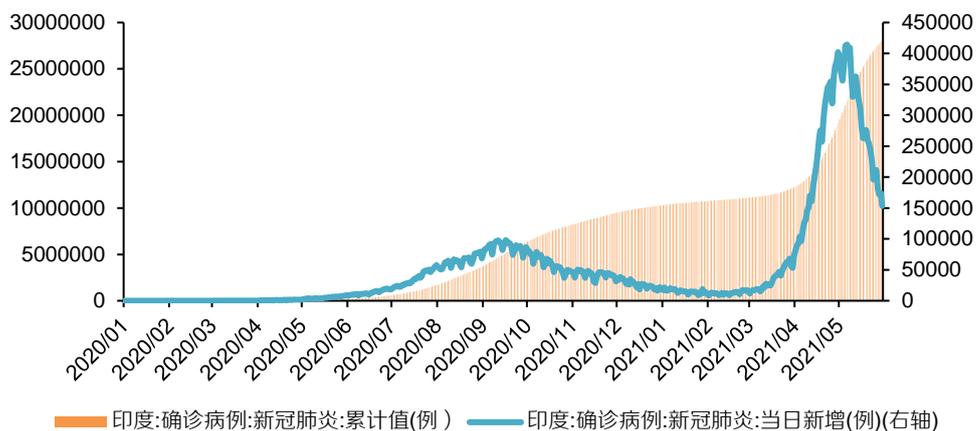
**图 55：2021 年 4 月后美元指数下跌，金价上涨**



数据来源：Wind，东方证券研究所

印度变异毒株疫情肆虐，避险情绪抬升提振金价。2021 年 4 月以来，印度疫情迎来二次爆发，连续 25 天单日新增确诊病例保持在 30 万例以上，单日新增确诊病例最高超 40 万例，累计确诊病例已超过 2800 万例。同时，据世卫组织发布的统计数据，已经超过 50 个国家和地区发现了来自印度的 B.1.167 “双突变”病毒，避险情绪抬升提振金价。

图 56：2020 年 1 月至今印度疫情情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

综上，我们认为 2021 年下半年或难出现通胀预期拐点，但考虑到美国经济复苏趋势较强，下半年金价或整体呈震荡走势。

## 五、投资建议：下半年锂、铝、特材或继续成为投资主线

综上所述，我们认为顺周期 2021 年下半年铜价或维持高位震荡，电解铝和普钢盈利有望维持；新赛道中锂价下半年或稳中有升，特钢龙头优势巩固；在全球大范围疫苗接种已落地的背景下，持续抬升的通胀预期正激活黄金抗通胀属性，金价有望逐步抬升。

- 工业金属：建议关注紫金矿业(601899，买入)、西部矿业(601168，未评级)、云铝股份(000807，未评级)、明泰铝业(601677，未评级)、南山铝业(600219，未评级)、神火股份(000933，未评级)等。
- 能源金属：建议关注赣锋锂业(002460，未评级)、华友钴业(603799，买入)（东方证券新能源汽车产业链团队覆盖）、永兴材料(002756，买入)、雅化集团(002497，未评级)、盛新锂能(002240，未评级)、盛屯矿业(600711，买入)、西藏矿业(000762，未评级)等。
- 高端特材：建议关注中信特钢(000708，买入)、ST 抚钢(600399，未评级)、天工国际(00826，买入)、久立特材(002318，未评级)、宝钛股份(600456，未评级)、广大特材(688186，未评级)、西部超导(688122，未评级)。
- 普钢：建议关注吨钢碳排放强度、吨能耗较低的上市公司，建议关注宝钢股份(600019，未评级)、方大特钢(600507，未评级)、华菱钢铁(000932，买入)。
- 金：建议关注行业龙头紫金矿业(601899，买入)、山东黄金(600547，未评级)、盛达资源(000603，未评级)等。

## 风险提示

**宏观经济增速放缓。**若国内宏观经济增速发生较大波动，则金属需求或将受到较大影响，相关企业盈利存在波动风险。

**原材料价格波动。**上游原材料价格波动或将引起产品价格波动，对行业供需关系和竞争格局造成影响。

**新能源车相关政策波动风险。**若全球各主要国家新能源车相关政策出现波动，或对行业需求带来较大影响，相关企业盈利存在波动风险。

**疫情反复风险。**若海内外疫情发生反复，或对企业生产和行业需求带来较大影响，相关企业盈利存在波动风险。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)