

行业研究

供应受抑，钢煤铝行业中长期景气提升可期

——钢铁/煤炭/有色行业 2021 中期投资策略

要点

回顾：原料价格领涨，工业材表现优于建筑材。2021年1-6月，主要商品的价格均创下近年来最高点：原料价格领涨周期品，目前焦煤价格处于2008年11月以来最高水平，动力煤、铁矿石也分别在1月中旬和5月中旬创下近14年、近10年以来的新高水平，6月末螺矿比创2012年以来新低水平；工业材价格表现优于建筑材，5月铜铝价格创13年新高水平，涨幅远大于螺纹。

同步指标：三大链条需求偏弱，燃油车产业链正低位回升。1) 基地需求偏弱：2021年3月起，小松挖掘机小时利用数处于近6年同期最低水平，5月起全钢胎开工率、石油沥青开工率明显下降至近5年同期低位水平，显示当前基建、地产新开工需求偏弱；2) 燃油车产业链低位回升：4月中旬起，全国半钢胎开工率、乘用车批发及零售销量明显下滑，7月初逐步回升。

领先指标：新开工领先指标走弱，工业领先指标高点已现，基建有望发力。1) 1-6月100大中城市供应土地占地面积及全国土地购置面积均处于同期低位，预计下半年地产新开工或维持弱势；2) PMI新订单指数在3月达到53.6%后，持续回落，其对铜、铝、冷轧价格具有一定领先性，显示后期铜、铝、冷轧需求预计将走弱；3) 1-6月地方政府专项债发行占全年指标47.42%，大幅低于2019-2020年58%的平均水平，且下半年棚改对于专项债的分流作用减弱，发行进度提升有望助推基建投资进一步增长。

景气度：供应受限带动钢煤铝中长期景气度提升。短期来看，三大行业均存在短期供应减量压力，其中煤炭产量受国内安全政策趋严及海外进口继续受限双重影响，电解铝生产受到部分区域限电问题的扰动，钢铁行业则存在粗钢产量平控的预期，预计下半年同比降幅将达到9%；做为高碳排放行业，钢煤铝中长期角度来看面临“双碳”政策的产量压制预期，景气度有望进一步提升。

投资建议（钢铁/煤炭/有色维持“增持”）：当前粗钢产量压减概率逐步提升，推荐新钢股份、方大特钢、三钢闽光、宝钢股份、太钢不锈、华菱钢铁、柳钢股份；电解铝板块，限电政策及产能红线影响行业供给，推荐云铝股份；煤炭板块，供应缺口无法弥补，推荐定价机制更为市场化的焦煤，推荐龙头企业山西焦煤，建议关注动力煤龙头企业兖州煤业、陕西煤业。

风险提示：政府对大宗商品价格调控的风险；经济大幅走弱风险；公司经营不善风险；粗钢产量压减不及预期的风险；海外煤炭进口量大幅增加的风险。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600782.SH	新钢股份	7.93	0.85	1.57	1.67	9.4	5.1	4.7	增持
600507.SH	方大特钢	7.78	0.99	1.29	1.32	7.8	6.0	5.9	增持
002110.SZ	三钢闽光	8.96	1.04	1.91	2.01	8.6	4.7	4.5	增持
600019.SH	宝钢股份	8.25	0.57	0.95	1.13	14.5	8.7	7.3	增持
000825.SZ	太钢不锈	9.57	0.30	1.33	1.38	31.4	7.2	6.9	增持
000932.SZ	华菱钢铁	7.78	1.04	1.48	1.58	7.5	5.3	4.9	增持
601003.SH	柳钢股份	6.86	0.67	1.54	1.59	10.2	4.4	4.3	增持
000983.SZ	山西焦煤	8.71	0.48	0.99	1.06	18.2	8.8	8.2	增持
000807.SZ	云铝股份	15.27	0.29	1.42	1.77	52.9	10.8	8.6	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-13

钢铁/煤炭/有色行业
增持（维持）

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhh@ebsecn.com

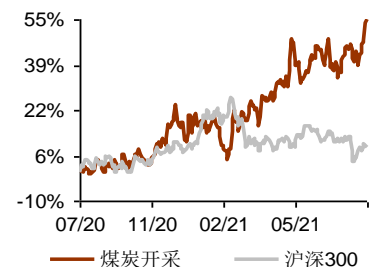
联系人：戴默

modai@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind



资料来源：Wind



资料来源：Wind

目 录

1、现状：原料领涨，工业材强于建筑材	6
2、需求：基地需求偏弱，工业品低位回升	7
2.1、基地同步指标：需求维持弱势	7
2.2、工业品同步指标：燃油车产业链处于低位回升阶段	9
2.3、比价关系：工业品链条表现强于建筑业链条	10
2.4、基地领先指标：新开工偏弱，下半年基建或发力	11
2.5、工业品领先指标：两大领先指标高点已现	12
3、供给受限抬升钢铝煤行业中期景气度	13
3.1、长期供给压力：“碳中和”抑制高碳行业生产	13
3.2、钢铁行业：下半年粗钢产量压减概率大幅提升	14
3.3、煤炭行业：国内安全监管加严，海外进口持续受限	16
3.4、电解铝行业：短期限电扰动，长期红线约束	19
4、投资建议	21
4.1、国内两大流动性指标走弱	21
4.2、周期股估值目前仍处于历史底部	21
4.3、供应扰动下，关注价格弹性收益大的公司	22
4.4、投资建议	24
4.4.1、方大特钢：低成本竞争优势依旧凸显，普特结合提升竞争力	24
4.4.2、华菱钢铁：盈利水平继续处于行业领先水平	25
4.4.3、宝钢股份：四大因素有望推动公司盈利未来不断攀高峰	26
4.4.4、新钢股份：加强对标找差、降本增效，盈利能力大幅提升	26
4.4.5、柳钢股份：合并广西钢铁，完成“一体两翼”战略目标	29
4.4.6、三钢闽光：区域内长材龙头钢企，盈利能力稳步增长	31
4.4.7、太钢不锈：原料成本优势显著，新产品持续创效	34
4.4.8、山西焦煤：焦煤需求向好，龙头业绩逐步释放	36
4.4.9、云铝股份：量价齐升，业绩有望加速释放	39
5、风险分析	39

图目录

图 1: 2021 年 1-6 月主要商品价格涨幅 (%)	6
图 2: 2021 年 1-6 月工业材与建筑材价格表现 (元/吨, 倍)	6
图 3: 2021 年 1-6 月螺纹与铁矿价格比值	6
图 4: 2021 年 1-6 月焦煤及动力煤价格 (元/吨)	6
图 5: 螺纹钢价格 (左, 元/吨), 螺纹钢毛利 (右, 元/吨)	7
图 6: 冷轧钢价格 (左, 元/吨), 冷轧板毛利 (右, 元/吨)	7
图 7: 电解铝价格 (元/吨), 电解铝利润 (元/吨)	7
图 8: 铜价格 (元/吨), 电解铜利润 (元/吨)	7
图 9: 建筑沥青价格 (元/吨)	8
图 10: 石油沥青周开工率 (%)	8
图 11: 小松中国挖机小时利用数 (小时)	8
图 12: 全国铁路货运量 (亿吨) 及当月同比 (%)	8
图 13: 天然橡胶价格 (元/吨)	9
图 14: 全钢胎开工率 (%)	9
图 15: 全国水泥价格指数 (点)	9
图 16: 全国水泥周开工率 (%)	9
图 17: 全国半钢胎开工率 (%)	10
图 18: 乘用车当周日均批发及零售销量 (万辆)	10
图 19: 中厚板与螺纹价格差 (元/吨)	10
图 20: 大螺纹 (地产) 和小螺纹 (基建) 的价差 (元/吨)	10
图 21: 100 大中城市供应土地占地面积 (万平方米)	11
图 22: 全国土地购置面积 (万平方米)	11
图 23: 2018-2021 年地方债月度累计占全年额度比例 (%)	12
图 24: 2014-2021 年基础设施建设投资完成额累计同比 (%)	12
图 25: 铜铝价格与中国 PMI 新订单相关性较强 (%)	13
图 26: 中国 M1 与 M2 增速差与主要工业材价格 (%)	13
图 27: 2018 年中国碳排放量分能源构成 (%)	13
图 28: 2016 年-2021E 年中国钢铁行业集中度 CR3 (%)	15
图 29: 截至 2050 年钢铁行业各途径实现降碳量占比 (%)	16
图 30: 澳大利亚炼焦煤进口量 (单位: 万吨)	17
图 31: 蒙古炼焦煤进口量 (单位: 万吨)	17
图 32: 美国粗钢产量 (万吨) 及煤炭消费量 (亿吨)	18
图 33: 中国粗钢产量 (万吨) 及煤炭消费量 (艾焦耳)	18
图 34: 美国发电量与 GDP (十亿美元, 亿千瓦时)	19
图 35: 中国发电量与 GDP (亿元, 亿千瓦时)	19
图 36: 电解铝产能开工率处于历史高位 (2021 年 5 月)	20
图 37: 全国电解铝产能各省分布 (%)	20
图 38: M1 和 M2 的增速差与上证指数月末收盘价	21
图 39: BCI 企业经营状况指数与上证 A 股指数月末收盘价	21

图 40: 2012 年以来主要周期板块 PB 与沪深两市 PB 比值	22
图 41: 2012 年至 2021 年 6 月周期板块 PB 相对沪深两市分位	22
图 42: 上市钢铁企业近三年 ROIC (2019、2020、2021 一季度) 均值排序 (%)	23
图 43: 上市煤炭企业近三年 ROIC (2019、2020、2021 一季度) 均值排序 (%)	23
图 44: 上市电解铝企业近三年 ROIC (2019、2020、2021 一季度) 均值排序 (%)	24
图 45: 新钢股份 2016-2021Q1 主要财务指标情况 (亿元, %)	27
图 46: 新钢股份 2020 营业收入分业务占比 (%)	27
图 47: 柳钢股份“一体两翼”战略布局图	29
图 48: 2020 年柳钢股份各板块营收占比 (%)	30
图 49: 2016-2021Q1 柳钢股份营收、归母净利及毛利率 (亿元, %)	30
图 50: 三钢闽光 2016-2021H1 主要财务指标情况 (亿元, %)	32
图 51: 三钢闽光 2020 营业收入分业务占比 (%)	32
图 52: 2020 年各板块营收占比(%).....	34
图 53: 2016-2020 公司营收、归母净利及毛利率(亿元,%).....	34
图 54: 2020 年山西焦煤各板块营收占比 (%)	37
图 55: 2016-2021H1 山西焦煤营收、归母净利及毛利率 (亿元, %)	37

表目录

表 1: 各省份下半年粗钢产量同比降幅测算 (%)	15
表 2: 2030 年我国粗钢产量测算表 (亿吨、吨、%)	16
表 3: 炼焦煤供需平衡表 (亿吨)	18
表 4: 动力煤供需平衡表 (亿吨)	19
表 5: 2017-2021 年电解铝供需平衡表 (万吨)	20
表 6: 钢铁公司价格弹性测算 (PE 取 10 倍, 截至 2021 年 6 月 30 日)	22
表 7: 煤炭公司价格弹性测算 (PE 取 10 倍, 截至 2021 年 6 月 30 日)	23
表 8: 电解铝公司价格弹性测算 (PE 取 15 倍, 截至 2021 年 6 月 30 日)	24
表 9: 方大特钢盈利预测与估值简表	25
表 10: 华菱钢铁盈利预测与估值简表	25
表 11: 宝钢股份盈利预测与估值简表	26
表 12: 新钢股份收入拆分 (亿元、%)	28
表 13: 新钢股份可比公司估值比较	28
表 14: 新钢股份盈利预测与估值简表	29
表 15: 柳钢股份收入拆分 (亿元, %)	30
表 16: 柳钢股份可比公司估值比较	31
表 17: 柳钢股份盈利预测与估值简表	31
表 18: 三钢闽光收入拆分 (亿元, %)	33
表 19: 三钢闽光可比公司估值分析	33
表 20: 三钢闽光盈利预测与估值简表	34
表 21: 太钢不锈收入拆分 (亿元, %)	35
表 22: 太钢不锈可比公司估值分析	36

表 23: 太钢不锈盈利预测与估值简表	36
表 24: 山西焦煤收入拆分	38
表 25: 山西焦煤可比公司估值分析	38
表 26: 山西焦煤盈利预测与估值简表	39
表 27: 云铝股份盈利预测与估值简表	39

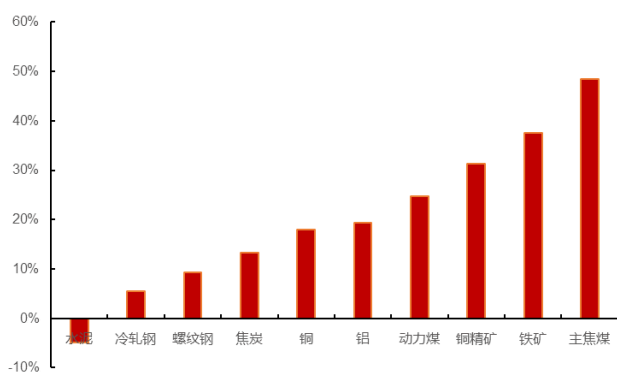
1、现状：原料领涨，工业材强于建筑材

受 2020 年初疫情带来的低基数影响，2021 年初，国内主要经济数据在年初实现同比大幅增长，而后出现边际回落。

上半年，金属及原料周期品价格大涨，价格均在上半年内创下近年来高点水平。2021 年 1 月 1 日-6 月 30 日，主要商品的价格涨幅：主焦煤+48.5%、铁矿+37.6%、铜精矿+31.31%、水泥-4.97%、铝+19.41%、铜+17.98%、焦炭+13.33%、动力煤+24.76%、螺纹+9.38%、冷轧+5.44%。显示原料价格领涨主要周期品，而工业材价格表现强于建筑材。

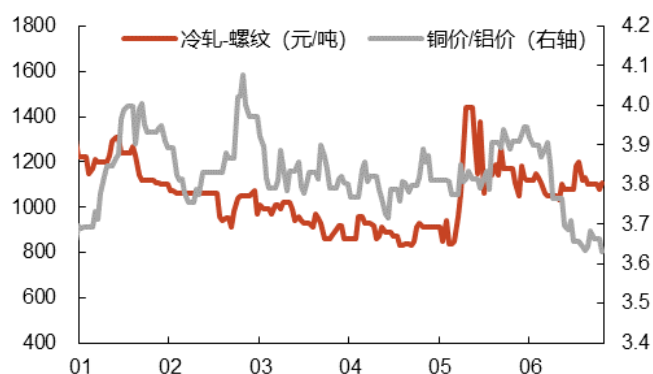
随着经济数据转弱，5 月初，除电解铝外其他金属周期品如铜、螺纹、冷轧价格高位回落。截至 6 月 30 日，螺纹、冷轧、电解铜吨利润较 2020 年底分别回落 812 元/吨、948 元/吨、4115 元/吨，而电解铝的毛利则较 2020 年底提高 1839 元/吨。

图 1：2021 年 1-6 月主要商品价格涨幅（%）



资料来源：wind、光大证券研究所

图 2：2021 年 1-6 月工业材与建筑材价格表现（元/吨，倍）



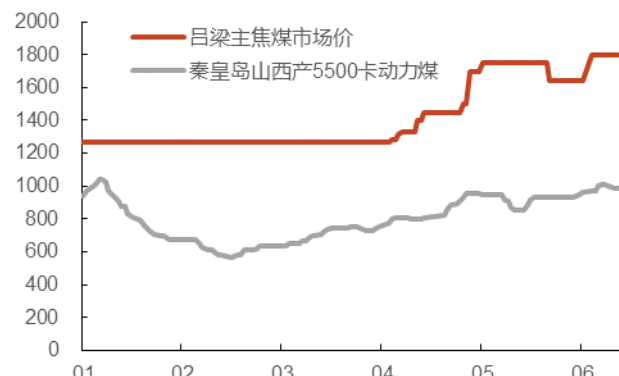
资料来源：WIND、光大证券研究所

图 3：2021 年 1-6 月螺纹与铁矿价格比值



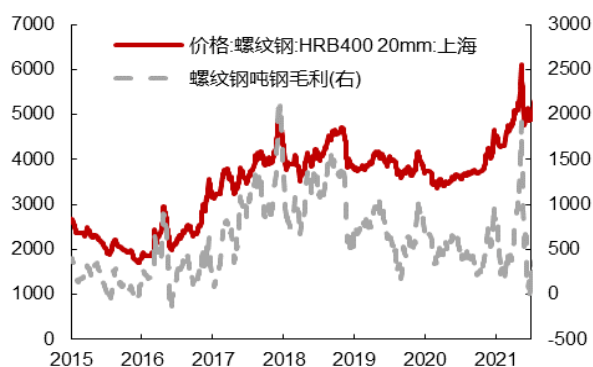
资料来源：wind、光大证券研究所

图 4：2021 年 1-6 月焦煤及动力煤价格（元/吨）



资料来源：wind、光大证券研究所

图 5: 螺纹钢价格 (左, 元/吨), 螺纹钢毛利 (右, 元/吨)



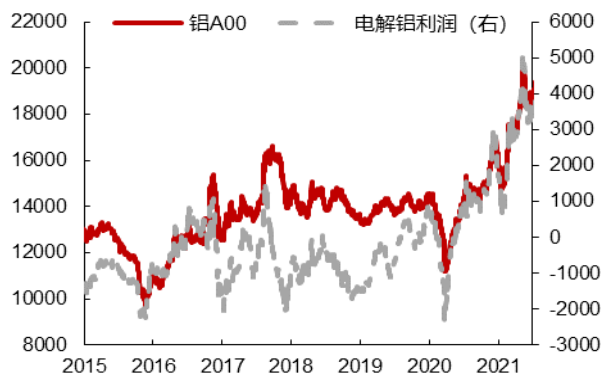
资料来源: Wind、光大证券研究所, 截至 2021 年 6 月 30 日

图 6: 冷轧钢价格 (左, 元/吨), 冷轧板毛利 (右, 元/吨)



资料来源: WinD、光大证券研究所, 截至 2021 年 6 月 30 日

图 7: 电解铝价格 (元/吨), 电解铝利润 (元/吨)



资料来源: 长江有色网、WIND、光大证券研究所, 截至 2021 年 6 月 30 日

图 8: 铜价格 (元/吨), 电解铜利润 (元/吨)



资料来源: 长江有色网、WIND、光大证券研究所, 截至 2021 年 6 月 30 日

2、需求：基地需求偏弱，工业品低位回升

2.1、基地同步指标：需求维持弱势

石油沥青约 80%用于道路建设（包括新建和维修），而 2017 年基建投资额构成中，道路运输业占 23.29%，仅次于市政设施管理行业（占 26.13%），因此总体来看石油沥青是监测基建比较重要的指标。

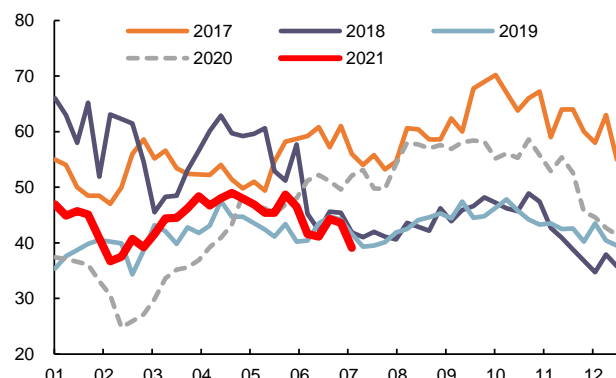
全国石油沥青装置开工率自年初以来一直保持在历史偏低水平，1-7 月平均开工率为 43.57%，低于去年同期水平，且 6 月起，石油沥青开工率明显下滑至五年同期最低水平，显示当前基建整体较弱。

图 9：建筑沥青价格（元/吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2021 年 7 月 30 日）

图 10：石油沥青周开工率（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2021 年 7 月 30 日）

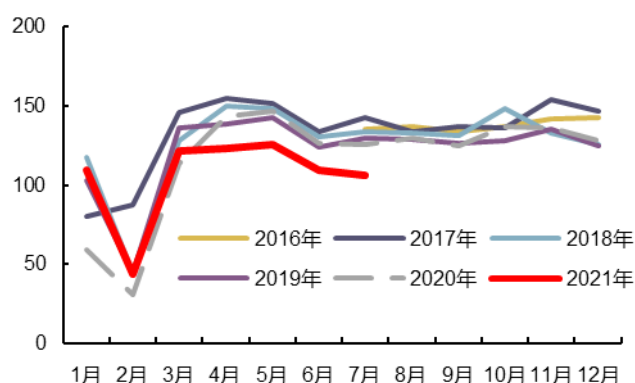
挖机小时利用数受到使用年限、房地产基建、替代人口等方面的影响，我们倾向于认为相对于挖机销量而言，挖机小时利用数和挖机保有量是更好的推断房地产基建发展形势的指标。

2021 年 1-3 月，小松挖掘机小时利用数仅略高于 2020 年水平，4 月开始该数据大幅低于 2020 年同期水平，处于近五年同期最低水平。

但是需要考虑到小松挖掘机市占率从 2012 年的 12% 下滑至 2018 年的约 4%，因此机器平均使用年限已经较长，因此我们可以认为，小松挖掘机小时利用数如果同比增长，则说明房地产基建的需求形势不错；如果同比微降，并不能说明太多问题，也许是机型使用年限已经偏长的原因、也许是挖机存量增长的原因。

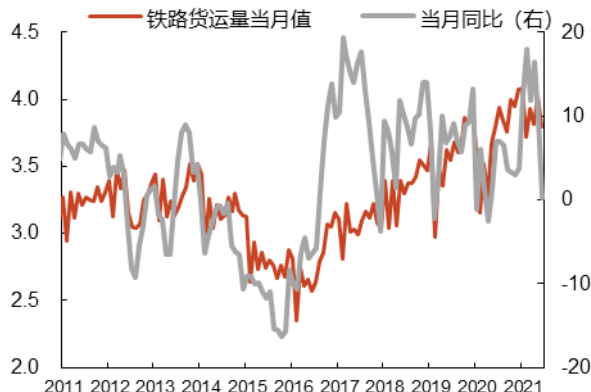
2019 年，全国铁路货运量的 80% 由国家铁路集团承担，而国家铁路货运量中的 97% 是大宗货物（主要是煤炭、矿石、集装箱、钢铁等）。2003 年以来，全国铁路货运增速的每轮高点基本都在 15% 以上、低点在 -10% 左右。2021 年 1-6 月铁路货运量均值为 3.89 亿吨，处于 2010 年以来高位水平，显示当前大宗货物运输较旺盛。

图 11：小松中国挖机小时利用数（小时）



资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2021 年 7 月）

图 12：全国铁路货运量（亿吨）及当月同比（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2021 年 6 月）

天然橡胶主要用在轮胎领域，轮胎分为半钢胎和全钢胎，其中全钢胎近 90% 用于货车的配套和替换，公路货运领域的类别构成中，约 63% 是重化工品（2008 年数据），轮胎 41% 用于出口（2019 年数据）。

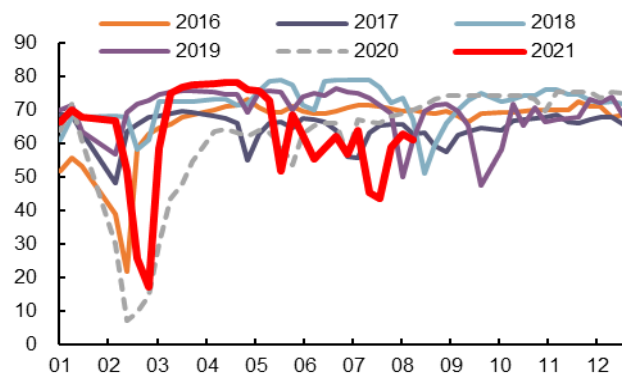
截至7月30日，云南国营全乳胶均价为13062.5元/吨，较2020年底下降0.096%，处于历史较低位置；全钢胎开工率5月下旬起回落明显，截至7月29日，开工率降至61.12%，处于5年同期最低位。

图 13: 天然橡胶价格 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所 (截至2021年7月30日)

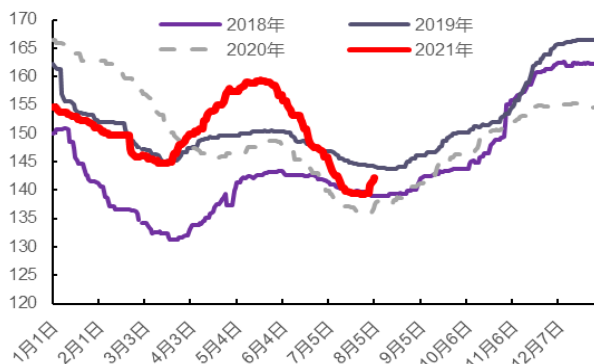
图 14: 全钢胎开工率 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所 (截至2021年7月29日)

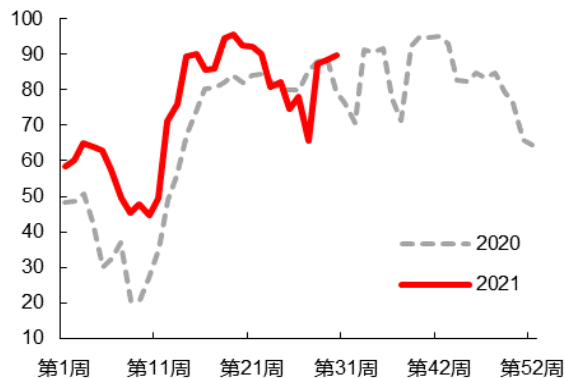
水泥: 水泥的下游基本是房地产、基建、农村建设三家平分, 出口占比仅为0.2%。自5月中旬起, 全国水泥价格指数及水泥周开工率回落, 截至7月31日, 全国水泥价格指数跌至139.35点, 虽高于同期, 但是处于本年最低位; 水泥开工率5月中旬也持续下降, 7月下旬低位快速回升, 截至7月30日, 全国水泥开工率回升至89.8%, 高于去年同期水平。

图 15: 全国水泥价格指数 (点)



资料来源: Wind、光大证券研究所 (截至2021年7月30日)

图 16: 全国水泥周开工率 (%)



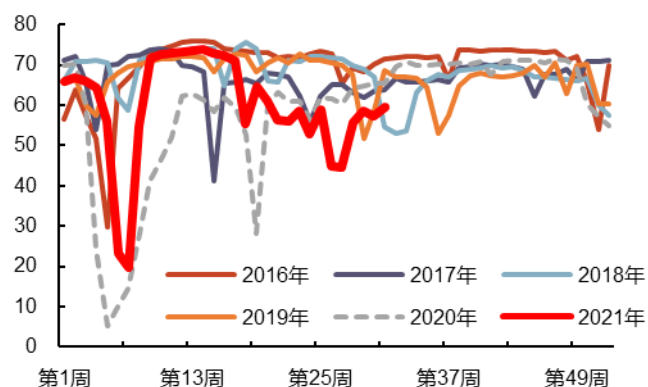
资料来源: Wind、光大证券研究所 (截至2021年7月30日)

2.2、工业品同步指标: 燃油车产业链处于低位回升阶段

半钢胎主要用在轿车领域(包括新车以及更换), 半钢胎开工率在4月初达到73.93%的高点后持续走低, 在7月初低位回升, 截至7月底, 全国半钢胎开工率从月初的最低点44.51%回升至57.33%。

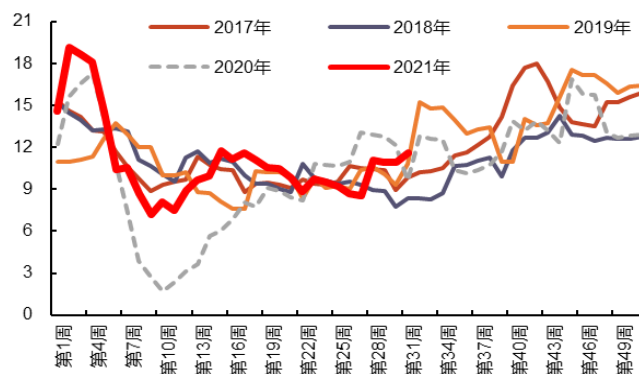
中汽协统计乘用车4周滑动日均批发及零售销量之和在1月初达到19.1万辆的高点, 之后季节性回落, 7月出现上升趋势, 截至7月底, 该指标为18.30万辆, 达到阶段性高峰。

图 17: 全国半钢胎开工率 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所, 截至 2021 年 7 月 30 日

图 18: 乘用车当周日均批发及零售销量 (万辆)



资料来源: Wind、光大证券研究所, 截至 2021 年 7 月 30 日

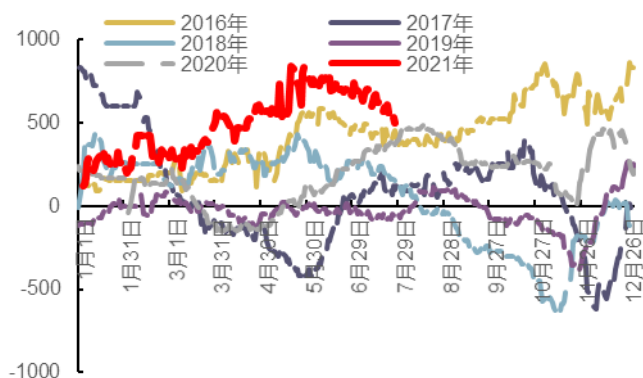
2.3、比价关系：工业品链条表现强于建筑业链条

热轧与螺纹价差可以用来衡量工业品和建筑链条需求的相对关系：热轧主要用于机械制造、船舶等，而螺纹主要用于地产、基建，中厚板与螺纹价差扩大，表明工业品链条需求好于建筑链条。热轧与螺纹价差在 5 月 20 日高位 840 元/吨，之后于 6 月初开始回落。截至 2021 年 7 月 30 日，热轧与螺纹价差跌至 500 元/吨，但仍处于历史同期最高水平，印证上半年工业品景气度持续优于建筑行业。

大小螺纹钢价差来衡量地产新开工和基建的相对关系：大螺纹（用杭州 HRB400 20mm 替代）用于基建、小螺纹（用杭州 Φ 8-10:中天替代），大小螺纹钢价格差扩大，则表明基建更好，否则说明房地产更好。4 月起，盘螺和螺纹钢的价差大幅拉升至历史高位水平，并于 6 月 21 日达到峰值 650 元/吨，显示上半年地产新开工表现优于基建。之后出现回落态势。截至 7 月 30 日，大小螺纹钢价差跌至 310 元/吨。

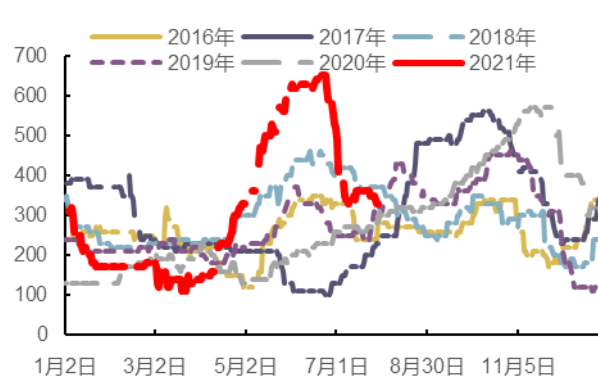
6 月以来，热轧与螺纹价差、大小螺纹钢价差加速收窄，显示工业品及建筑业、地产新开工及基建的需求处于均值回归状态，但热轧与螺纹仍处于同期高位水平，显示工业品需求好于建筑业。

图 19: 中厚板与螺纹价格差 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所, 截至 2021 年 7 月 30 日

图 20: 大螺纹（地产）和小螺纹（基建）的价差 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所, 截至 2021 年 7 月 30 日

2.4、 基地领先指标：新开工偏弱，下半年基建或发力

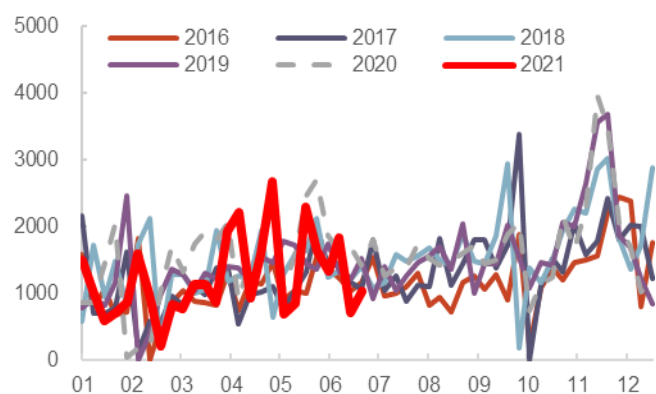
(1) 供应土地占地面积及土地购置面积处于同期低位，新开工预计偏弱

100 大中城市供应土地占地面积及土地购置面积是房地产新开工的领先指标。

1-6 月，100 大中城市供应土地占地面积为 3.2 亿平方米，处于 2018 年以来最低水平；1-6 月，土地购置面积累计为 7021 万平方米，处于近五年同期最低水平。

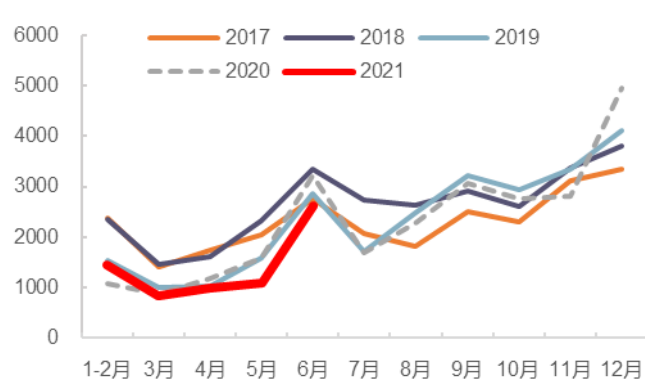
2020 年 8 月，住建部提出重点房地产企业资金监测和融资管理规则，重点强调了“三道红线”政策。该政策的出台，使得房企融资端收紧，使其进一步减缓拿地，且 2021 年 2 月 22 城土地集中供应政策的出台，使得 2021 年上半年 100 大中城市供应土地占地面积及土地购置面积维持近几年低位水平，我们认为后续房屋新开工面积同比增速将持续放缓，这对包括建筑材商品在内的相关周期品中长期需求构成一定的压制。

图 21：100 大中城市供应土地占地面积（万平方米）



资料来源：Wind、国家统计局、光大证券研究所，截至 2021 年 7 月 25 日（周度数据）

图 22：全国土地购置面积（万平方米）



资料来源：WIND、国家统计局、光大证券研究所，截至 2021 年 6 月

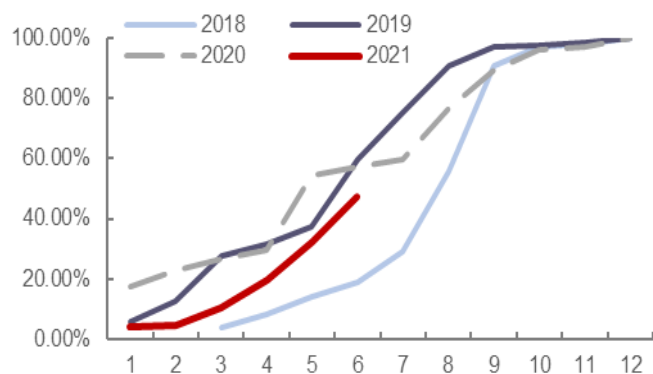
(2) 下半年专项债发行提速，基建投资增速有望提升

2021 年 1-2 月基建（不含电力）固定资产投资完成额累计同比为+36.60%，主要是受 2020 年初疫情造成的低基数影响。

由于上半年专项债发行节奏缓慢，1-6 月地方政府专项债投放比例仅有 47.42%，2019-2020 年平均值为 58.62%，基建投资增速环比持续回落，6 月累计同比增速回落至 7.80%。

7 月 30 日召开的政治局会议再提“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，带动市场对后期地方债发行提速的预期增强，加之当前棚改工作进入收尾期，对基建的分流效应逐步减弱，下半年专项债流入基建投资比例将提高。

图 23：2018-2021 年地方债月度累计占全年额度比例（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所，截至 2021 年 6 月

图 24：2014-2021 年基础设施建设投资完成额累计同比（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所，截至 2021 年 6 月

2.5、工业品领先指标：两大领先指标高点已现

(1) PMI 新订单回落显示铜、铝、冷轧需求偏弱

自 2008 年以来，LME 铜价、铝、冷轧价均与中国 PMI 新订单指数在大的趋势总体一致，在大部分时期，PMI 新订单的阶段高点对铜、铝、冷轧价格的高点有领先性。

2007 年 5 月，中国 PMI 新订单指数达到阶段性的高点（65.1%），LME 铝价、LME 铜价、上海冷轧钢价分别在 2008 年 2 月、2008 年 4 月、2008 年 6 月达到阶段性高点，至 3086 美元/吨、8740 美元/吨、7330 元/吨，PMI 新订单的领先时间为 9-13 个月（其中对铜铝领先 9-11 个月）；

2010 年 1 月，中国 PMI 新订单指数达到阶段性的高点（61%），LME 铝价、LME 铜价、上海冷轧钢分别在 2011 年 1 月、2011 年 2 月、2010 年 3 月达到阶段性高点，至 2483 美元/吨、9856 美元/吨、6130 元/吨，PMI 新订单的领先时间为 2-12 个月（其中对铜铝领先 12-13 个月）；

2017 年 10 月，中国 PMI 新订单指数达到阶段性的高点（54.8%），LME 铝价、LME 铜价、上海冷轧钢价分别在 2018 年 5 月、2018 年 5 月、2017 年 12 月达到阶段性高点，至 2286 美元/吨、6825 美元/吨、4860 元/吨，PMI 新订单的领先时间为 2-7 个月（其中对铜铝领先 7 个月）；

PMI 新订单指数在 2020 年 11 月达到 53.9%，创 2018 年以来新高水平，2020 年 12 月、2021 年 3 月分别达到 53.6%，而后延续回落，2021 年 6 月，PMI 新订单指数为 51.50%，环比+0.2 个点，虽有小幅回升但距离前期高点仍有差距，不利于未来铜、铝、冷轧价格进一步上行。

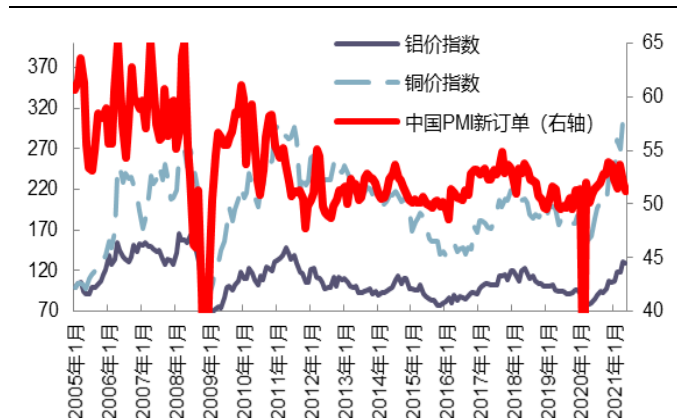
(2) M1、M2 增速差转负，显示经济运行放缓不利于金属价格进一步上涨

M1 和 M2 增速差与上证指数在大部分时期存在一定的正向相关性。
 $M2 = M1 + (M0 + \text{单位活期存款}) + \text{准货币} (\text{单位定期存款} + \text{个人存款} + \text{其他存款})$ 。

从最近 15 年以来的 M1 和 M2 增速差与金属价格的相关性来看：（1）二者总体存在一定的相关性；（2）中国 M1 与 M2 的增速差在下降过程中经过 0 附近时，往往是金属价格的高点，这在 2010 年底、2018 年初体现得均非常明显。

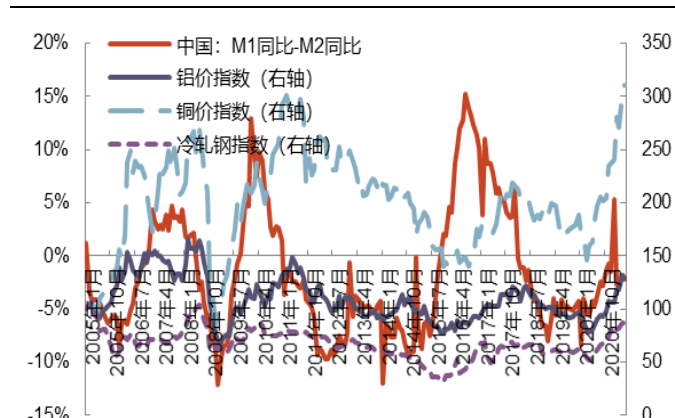
2021年2月以来，M2同比增速持续大于M1，M1、M2增速差由正转负，且在6月达到-3.1个百分点，为近11个月以来新低水平，表明企业和居民选择将资金以定期的形式存在银行，经济运行或将放缓，不利于金属价格进一步上涨。

图 25：铜铝价格与中国 PMI 新订单相关性较强 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所，截至 2021 年 6 月

图 26：中国 M1 与 M2 增速差与主要工业材价格 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所，截至 2021 年 6 月

3、供给受限抬升钢铝煤行业中期景气度

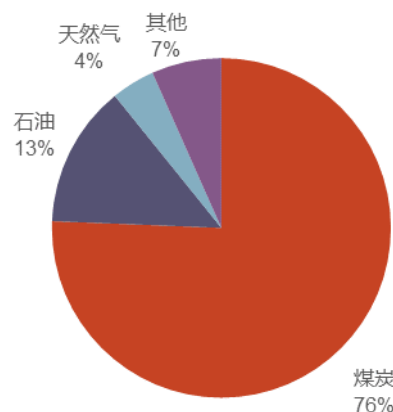
3.1、长期供给压力：“碳中和”抑制高碳行业生产

2016年，《巴黎协定》正式实施，《协定》确立了2020年后国际社会合作应对气候变化的基本框架，提出把全球平均气温较工业化前水平升高幅度控制在2摄氏度之内，并为把升温控制在1.5摄氏度之内而努力。

作为全球最大的碳排放国家，我国积极响应并做出减碳承诺。2020年9月，国家主席习近平在第七十五届联合国大会提出中国要力争于2030年碳排放量达到峰值，2060年前实现碳中和；同年12月，国家主席习近平在气候峰会上进一步提出2030年单位碳排放较2005年降低65%以上等具体减碳目标。

煤炭、钢铁、电解铝作为能源消耗密集行业，面临巨大减碳压力。根据CEADs数据，2018年我国二氧化碳排放量为96.21亿吨。煤炭是我国最主要的能源，由于煤炭消耗带来的二氧化碳排放总量为72.77亿吨，占比高达75.63%。

图 27：2018 年中国碳排放量分能源构成 (%)



资料来源：CEADs、光大证券研究所

根据 CEADs 数据来看,黑色金属冶炼及压延行业的碳排放量为 17.7 亿吨,占比高达 18.4%;电解铝方面,根据国家统计局数据,2018 年我国电解铝产量为 3580 万吨,按照生产 1 吨电解铝耗电 13500kwh,生产 1kwh 电力消耗标准煤 320 克以及燃烧 1 吨标准煤排放 2.6 吨二氧化碳计算,2018 年电解铝行业二氧化碳排放量为 4.02 亿吨,占比 4.18%。

为实现“碳达峰、碳中和”目标,钢铁、有色工业协会均提出碳达峰初步目标:2025 年前实现碳排放达峰,钢铁行业在 2030 年碳排放量较峰值降低 30%,有色行业在 2040 年碳排放量较峰值降低 40%。

煤炭工业协会发布《2020 煤炭行业发展年度报告》,《报告》指出未来煤炭在一次能源消费结构中的比重将持续下降,煤炭总量增长空间越来越小,到“十四五”末,国内煤炭产量将控制在 41 亿吨左右。

在“碳达峰、碳中和”的大背景下,钢铁、电解铝、煤炭等高碳排放量的行业供应收缩预期增强。在执行过程中也存在一些过度行动的倾向,出现运动式“减碳”的现象。

为了解决在实现“碳中和”过程中出现的问题,7 月 30 日召开的政治局会议提出的“要纠正运动式‘减碳’,先立后破,遏制‘两高’项目盲目发展”,我们认为,钢铁、电解铝、煤炭行业中期供给收缩预期不变,行业景气度有望持续提升。

3.2、钢铁行业：下半年粗钢产量压减概率大幅提升

(1) 短期减产预期不变：下半年全国粗钢同比降幅可达 9-16%

2020 年末,工信部表示“要坚决压缩粗钢产量,确保粗钢产量同比下降”;2021 年 4 月,工信部与发改委进一步就 2021 年钢铁去产能“回头看”、粗钢产量压减等工作进行研究部署,要求除北京、海南、西藏以外,各省在 5 月 15 日前需完成对钢铁产能退出及粗钢产量压减的自查自纠工作,6-7 月主要部委将带队实地检查,将对有关工作情况进行总结并上报国务院。

据兰格钢铁网 7 月 14 日报道,6 月下旬以来,江苏、安徽、甘肃、浙江、湖南、山西、江西等地相继提出 2021 年全年粗钢产量不超过 2020 年的要求;山东最新出台政策要求山东省 2021 年粗钢产量为 7650 万吨,同比减少 1002 万吨;河北最新出台政策要求省内 2021 年粗钢产量同比减少 2171 万吨。

如若仅上述地区进行限产,则据此估计 2021 年下半年,我国粗钢产量至少减少 5001 万吨,粗钢产量同比下降 9.03%;如若除山东、河北以外,全国其他地区产量均维持同比不增长,则 2021 年下半年我国粗钢产量同比减少 8954 万吨,粗钢产量同比降幅将达到 16.15%。

表 1: 各省份下半年粗钢产量同比变化测算 (%)

省份	同比	省份	同比
天津	9.87%	四川	-15.36%
江西	-0.89%	河北	-15.54%
黑龙江	-3.95%	河南	-17.14%
内蒙古	-6.46%	安徽	-17.20%
辽宁	-9.02%	浙江	-18.72%
上海	-9.22%	新疆	-19.07%
青海	-9.25%	云南	-23.37%
江苏	-11.13%	湖北	-23.81%
吉林	-11.72%	山东	-24.28%
湖南	-13.04%	甘肃	-27.02%
山西	-13.19%	重庆	-39.19%
福建	-14.73%	广西	-39.47%
广东	-14.88%	贵州	-56.55%
全国			-16.15%

资料来源: Wind、光大证券研究所 (假设各省市 2021 年粗钢产量同比持平)

(2) 中期兼并重组加速: CR3 创新高, 龙头企业盈利能力进一步提升

2019 年数据显示, 除中国以外, 欧美日韩等国家和地区产量排名前四位的钢铁企业集中度均超过 60%, 其中美国排名前四位钢企集中度达到 65%, 日本排名前四位集中度达到 75%, 韩国排名前两位钢企集中度更是高达 85%。

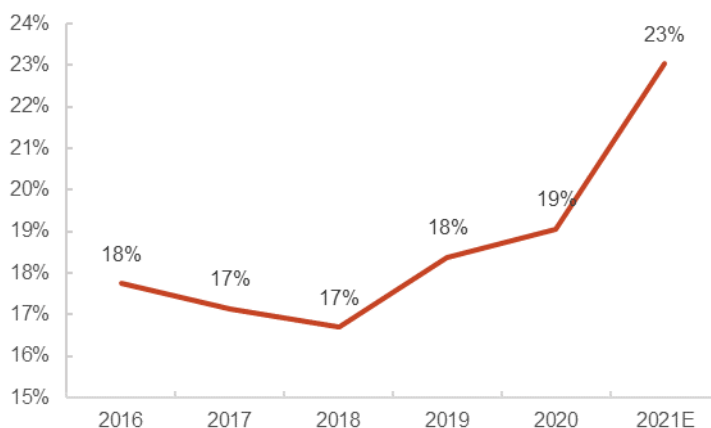
我国钢铁产业结构分散、集中度低, 截至 2020 年, 国内前三大钢铁集团集中度仅为 19%, 远低于欧美日韩等主要发达国家。

2021 年 5 月, 安阳钢铁公告, 沙钢集团有意向以市场化、法制化原则参与安钢集团的混合所有制改革, 并成为安钢集团的控股股东, 按照两集团 2020 年粗钢产量计算, 成功合并后沙钢集团粗钢产量将达到 5279 万吨。

7 月, 山东钢铁公告称, 山东省人民政府国有资产监督管理委员会正在与中国宝武钢铁集团有限公司筹划对山钢集团战略重组事项。按照 2020 年两大集团产量计算, 成功合并后, 宝武集团粗钢产量将达到 1.46 亿吨, 占全国粗钢产量比例达到 13.88%。

如若参考各钢铁集团 2020 年产量情况, 我们预计成功合并后, 我国前三大钢铁集团集中度将达到 23%, 创历史新高水平, 行业兼并重组加速, 未来行业龙头企业议价及盈利能力有望进一步提升。

图 28: 2016 年-2021E 年中国钢铁行业集中度 CR3 (%)



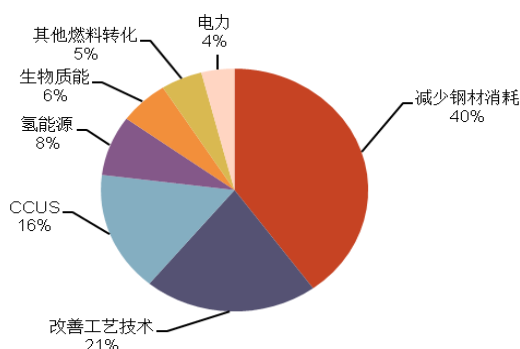
资料来源: 世界钢铁协会、光大证券研究所预测 (按产量口径测算, 2021 年的 CR3 数据是在前三大钢企及全国均保持 2020 年产量不变且假设年内重组完成的假设基础上, 我们做出的预判)

(3) 中期面临减碳压力: 2030 年, 我国粗钢产量降幅预计将达到 16.71%

“碳达峰、碳中和”背景下, 钢铁行业中期产量压减预期较强。目前, 钢铁行业实现减碳的途径主要包括: 减少钢材消耗、改善工艺技术、优化原料结构、能源替代、电气化及 CCUS (二氧化碳的捕捉和封存)。

按照世界钢铁协会测算, 预计到 2050 年, 通过减少钢材消耗的途径对行业减碳的贡献占比可达 40%以上, 是最行之有效的途径。

图 29: 截至 2050 年钢铁行业各途径实现降碳量占比 (%)



资料来源: 世界钢铁协会测算、光大证券研究所

假设 2021 年我国粗钢产量与 2020 年持平为 10.53 亿吨, 且短流程占比维持 2020 年水平 10.4%, 则钢铁行业碳排放量有望提前达峰。在不考虑电力消耗的情况下, 长流程、短流程吨钢碳排放量分别为 2.34 吨和 0.37 吨, 对应 2021 年钢铁行业碳排放量为 22.48 亿吨。

根据钢铁行业碳达峰初步目标: 2025 年前实现碳排放达峰, 2030 年碳排放量较峰值降低 30%。基于废钢协会对未来我国废钢资源量的推算, 我们认为 2030 年我国短流程粗钢占比有望达到 25.17%, 在其他技术条件没有明显变化的情况下, 我们预计 2030 年粗钢产量有望下降到 8.99 亿吨, 较 2020 年下降 14.65%。

表 2: 2030 年我国粗钢产量测算表 (亿吨、吨、%)

	2020	2021E	2025E	2030E
粗钢产量 (亿吨)	10.53	10.53	9.60	8.99
废钢资源量 (亿吨)	2.6	2.7	2.9	3.4
短流程占比 (%)	10.40%	10.40%	14.89%	25.17%
短流程吨钢碳排放量 (吨)	0.37	0.60	0.60	0.60
长流程吨钢碳排放量 (吨)	2.34	0.37	0.37	0.37
短流程粗钢产量 (亿吨)	1.10	2.34	2.34	2.34
长流程粗钢产量 (亿吨)	9.43	1.10	1.43	2.26
短流程碳排放量 (亿吨)	0.41	9.43	8.17	6.73
长流程碳排放量 (亿吨)	22.08	0.41	0.53	0.84
碳排放总量 (亿吨)	22.48	22.08	18.58	14.90

资料来源: Wind、废钢协会、光大证券研究所预测

3.3、 煤炭行业: 国内安全监管加严, 海外进口持续受限

(1) 产量红线叠加安全政策共同抑制煤炭供给

根据煤炭工业协会发布的《2020 煤炭行业发展年度报告》，到“十四五”末，国内煤炭产量将控制在 41 亿吨左右。据统计局数据显示，2020 年我国原煤总产量为 39 亿吨，则 2020-2025 年间我国原煤产量复合增长率仅为 1.01%，显示未来煤炭产量供应增幅有限。

2021 年 1-6 月，我国原煤产量为 19.49 亿吨，累计同比增长 7.94%，处于同期高位水平。由于近期煤矿事故频发，目前山西、山东多地煤矿停产检修或放假，下半年安全生产的政策主题未发生改变，预计将对我国煤炭供应形成一定抑制。

(2) 进口受限、需求增加，焦煤供需缺口扩大

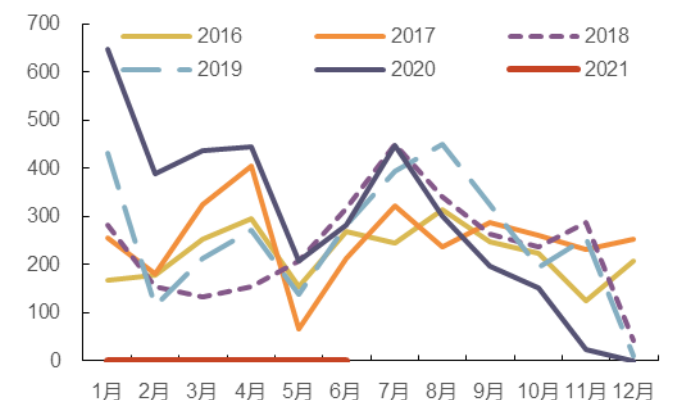
我国动力煤主要以国内生产为主，相比之下，炼焦煤进口依赖度较高。我国进口的炼焦煤品主要为优质的主焦煤以及 1/3 炼焦煤。据海关总署数据显示，2020 年炼焦煤累计净进口 7175 万吨，据此测算我国焦煤进口依赖度约为 12.88%。

我国炼焦煤主要进口自澳洲及蒙古，据海关总署 2020 年数据显示我国进口自澳洲及蒙古的炼焦煤占比高达 81.41%。2020 年 5 月 6 日，发改委宣布暂停中澳战略经济对话，受此影响，澳煤进口量持续走低，同年 12 月，我国正式停止对澳洲煤炭的进口。

而作为我国另一大主要炼焦煤进口国，蒙古炼焦煤的进口则受到疫情反复扰动，2021 年 1-6 月，蒙古炼焦煤进口量 835 万吨，其中 4-6 月进口量降至近 6 年同期最低水平，后期蒙古炼焦煤进口情况需关注当地疫情变化。

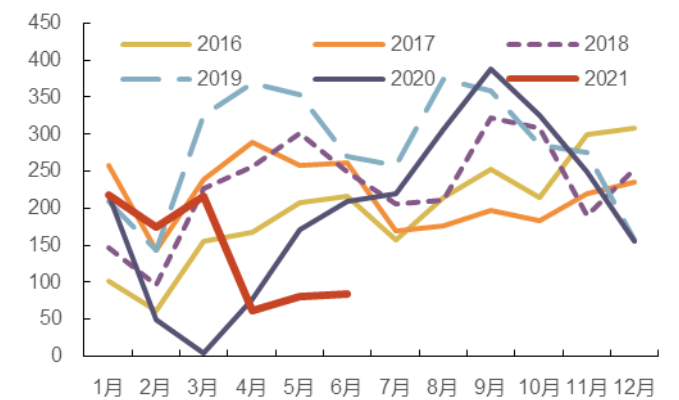
尽管今年进口自俄罗斯、美国、加拿大、哥伦比亚等国炼焦煤的进口量有所增加，但由于这些国家炼焦煤进口量占比较小，尚难以弥补蒙古、澳洲焦煤进口减量的缺口，是造成我国焦煤供应减少的主要因素之一。

图 30：澳大利亚炼焦煤进口量（单位：万吨）



资料来源：wind、光大证券研究所（截至 2021 年 6 月）

图 31：蒙古炼焦煤进口量（单位：万吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2021 年 6 月）

由于供应受国内政策及海外进口影响，且下半年焦化产能净投放量预增，焦煤供需缺口将进一步扩大。2020 年焦化行业以去产能为主，2021 年焦化产能将稳步回升，据 Mysteel 数据显示，预计全年将淘汰焦化产能 2775 万吨，新增 6548.5 万吨，净新增 3773.5 万吨。焦炭产能净增加将推动焦煤需求，且新增焦化产能以大型焦炉为主，其对优质主焦煤需求将更为旺盛，焦煤价格或将进一步上行。

表 3: 炼焦煤供需平衡表 (亿吨)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
炼焦煤供给	5.15	4.99	5.45	5.58	5.50	5.61	5.67	5.71	5.74
产量	4.5	4.3	4.7	4.9	5.0	5.1	5.1	5.2	5.2
进口	0.70	0.64	0.75	0.73	0.51	0.52	0.52	0.53	0.54
炼焦煤需求	5.17	5.12	5.48	5.59	5.75	5.75	5.72	5.69	5.66
焦炭耗煤量	5.15	5.11	5.47	5.58	5.74	5.74	5.72	5.69	5.66
出口	0.02	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
供给-需求	-0.02	-0.13	-0.03	-0.01	-0.25	-0.14	-0.05	0.02	0.07
供需缺口/总供给	-0.29%	-2.54%	-0.54%	-0.16%	-4.60%	-2.56%	-0.97%	0.34%	1.28%

资料来源: Wind、光大证券研究所预测

(3) 动力煤中期需求无虞, 供需缺口加剧

参考美国能源发展路径, 其粗钢产量在 1973 年见顶, 达到 1.36 亿吨, 而美国的煤炭消费量继续增长, 在 2005 年左右才达到峰值, 因此粗钢产量达峰并不意味着煤炭消费达峰。

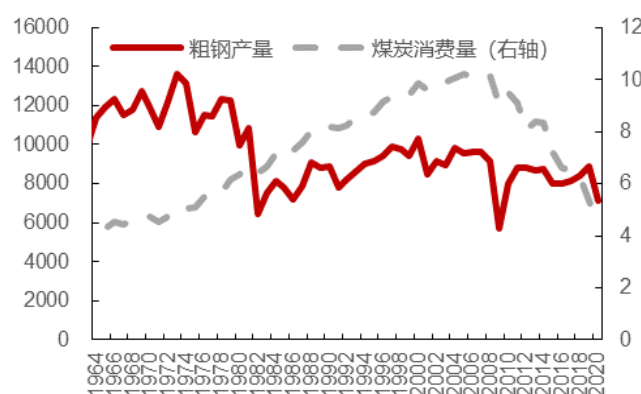
2000 年起, 美国总能耗增长缓慢, 且天然气在能源结构中的占比逐年提升, 据 IEA 数据显示, 截至 2019 年, 美国天然气发电量占比达到 33%, 对煤炭的消费形成了一定的替代作用。

据 BP 数据显示, 2020 年, 我国天然气产量仅为美国的 1/5; 据中国能源网数据显示, 天然气发电量仅占国内总发电量的 9% 左右, 在能源结构中的地位仍偏弱, 其对煤炭的替代作用不明显。

近几年国家鼓励天然气行业的发展, 天然气产量高速增长, 据国家统计局显示, 我国天然气产量目前增速保持在 9% 左右, 假如未来几年天然气继续保持目前增速增长, 2030 年我国天然气产量将是 2020 年的 2.4 倍, 考虑到发电量增速维持在 3% 左右, 到 2030 年天然气发电量占比约为 15.5%, 距离美国仍有很大差距。

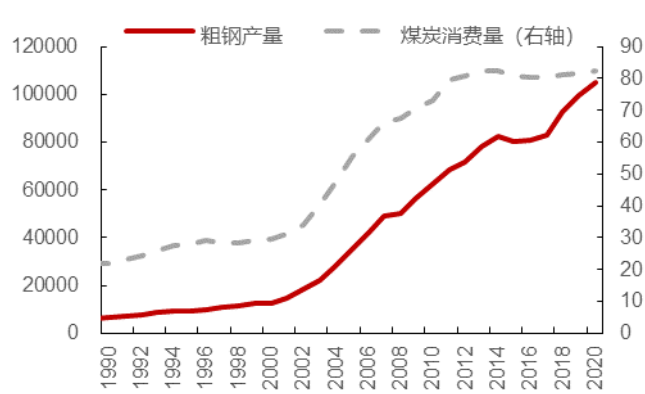
光伏和风电依赖于不可控的自然环境 (风速、光照), 无法在用电高峰保障供电稳定, 且目前储能方面面临成本高、标准体系不完善等问题, 造成光伏、风电发电量受限。据 IEA 数据显示, 2019 年, 美国光伏、风力发电量仅占 2.1%, 据此我们预计其中期对煤炭消费量的替代作用影响有限。

图 32: 美国粗钢产量 (万吨) 及煤炭消费量 (亿吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所 (截至 2020 年)

图 33: 中国粗钢产量 (万吨) 及煤炭消费量 (艾焦耳)



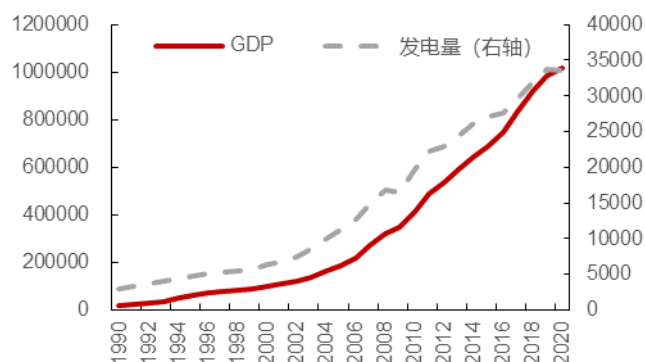
资料来源: Wind、光大证券研究所 (截至 2020 年)

图 34: 美国发电量与 GDP (十亿美元, 亿千瓦时)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 35: 中国发电量与 GDP (亿元, 亿千瓦时)



资料来源: Wind、光大证券研究所

短期来看, 目前我国火力发电量维持历史同期高位水平, 预计 2021 年动力煤需求量将进一步增长, 而国内动力煤行业供给增量受限, 预计 2021 年供需缺口将进一步增大, 价格有望维持高位运行。

表 4: 动力煤供需平衡表 (亿吨)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动力煤供给	30.91	32.71	34.08	34.48	35.45	36.19	36.59	36.89	37.06
产量	29.05	30.65	31.90	32.24	34	34	35	35	35
进口	1.87	2.07	2.18	2.24	1.89	1.95	2.01	2.07	2.13
动力煤需求	31.48	32.68	33.81	34.64	35.80	36.51	36.91	37.26	37.46
电力	18.81	20.11	20.58	21.05	21.77	22.25	22.52	22.79	22.96
冶金	1.42	1.54	1.60	1.76	1.79	1.78	1.77	1.77	1.76
建材	3.14	2.88	3.21	3.25	3.35	3.38	3.39	3.38	3.35
化工	1.79	1.75	1.94	1.99	2.08	2.15	2.21	2.25	2.27
出口	0.04	0.02	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
供给-需求	-0.56	0.03	0.27	-0.16	-0.34	-0.32	-0.33	-0.37	-0.40
供需缺口/总供给	-1.81%	0.09%	0.80%	-0.46%	-0.97%	-0.89%	-0.89%	-1.01%	-1.08%

资料来源: Wind、光大证券研究所预测

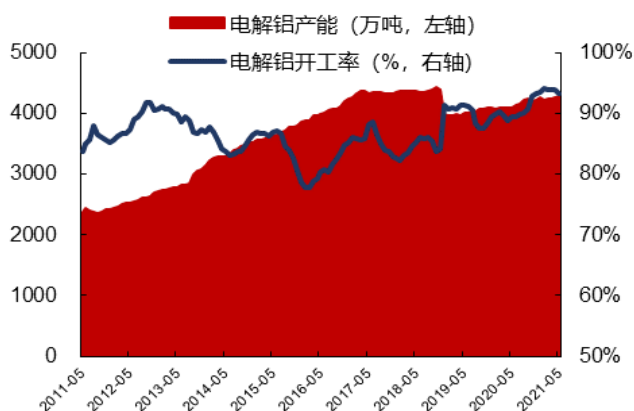
3.4、 电解铝行业: 短期限电扰动, 长期红线约束

(1) “碳中和”及限电政策约束行业供给

内蒙、云南是我国电解铝生产大省, 2020 年各自产能分别占国内的 14% 和 8%。2021 年以来, 内蒙因碳排目标影响, 多家铝企已实现减产, 累计减产产能达 40 万吨/年; 云南 5 月限电压产已经影响 83 万吨/年电解铝产能(年化), 近期限电或进一步限制其复产进度。截至 7 月初, 年内电解铝企业减产产能累计达到 133.3 万吨/年, 其中, 因碳排放和限电导致的减产产能合计约 122.1 万吨/年。

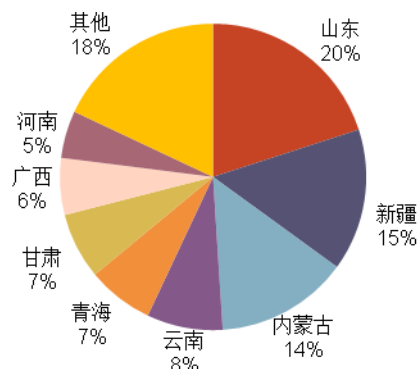
截至 2021 年 6 月, 全国电解铝总产能约 4280 万吨/年, 截至 6 月电解铝开工率维持在 93%, 处于历史高位。2021 年中国电解铝已建成且待投产的新产能为 188 万吨/年, 已投产 58.5 万吨/年, 已建成待投产产能 130 万吨/年, 预计全年最终实现 200.5 万吨产能。考虑年内复产的 74.5 万吨产能和减产的 133.3 万吨, 全年预计新增产能仅 141.7 万吨; 若因电力问题影响, 后续实际新增产能规模或继续低于预期。长期来看, 产能红线及碳中和政策或对长端供给释放造成扰动。

图 36: 电解铝产能开工率处于历史高位 (2021 年 5 月)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (截至 2021 年 5 月)

图 37: 全国电解铝产能各省分布 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (截至 2021 年 6 月)

(2) 供需维持紧平衡状态运行, 继续看好铝价上行

电解铝下游需求结构主要以建筑地产、交通运输、电力、消费、机械和包装等领域, 其中建筑地产和交通运输领域需求合计占比超过 55% (2020 年)。

地产端, 全国商品房单月竣工面积 6 月同比增长 66.55%, 单月房屋竣工面积明显高于往年, 2021 年 1-6 月累计同比为+25.70%, 增速环比提升明显。地产竣工仍处于上行周期, 地产和建筑用铝后续仍有望稳定增长。

汽车端, 产销有望恢复增长。5-6 月因汽车缺芯问题汽车产量有所下滑, 近期芯片问题有所缓解, 批零销量有所恢复, 下半年汽车产量有望边际改善。同时, 汽车减排和轻量化以及新能源汽车单车用铝的提升有望带动汽车用铝增长。

短期电解铝供给受到限电影响, 全年供给释放或不及预期, 全年预计紧平衡, 继续看好铝价上行。电解铝长期供给受制于碳中和政策和产能红线, 供给增速放缓; 氧化铝持续过剩, 持续看好电解铝利润维持高位。

表 5: 2017-2021 年电解铝供需平衡表 (万吨)

	2017	2018	2019	2020E	2021E
铝供给	3329	3659	3593	3730	3920
净进口	8.36	7	0.42	106	114
铝需求	3545	3700	3655	3831	4013
建筑	1163	1214	1201	1258	1333
交运	883	920	911	955	993
电力	578	602	597	625	650
消费	255	268	264	276	287
机械	316	332	324	341	347
包装	230	241	238	249	269
其他	117	123	120	127	133
供给-需求	-208	-34	-62	5	21
供需缺口占比	-6.24%	-0.93%	-1.74%	0.12%	0.54%

资料来源: 安泰科、SMM、光大证券研究所预测

4、投资建议

4.1、国内两大流动性指标走弱

从历史（月度）数据来看，关于股指和流动性，存在两个规律：

(1) M1 和 M2 增速差与上证指数在大部分时期存在一定的正向相关性。
 $M2 = M1 + (M0 + \text{单位活期存款}) + \text{准货币} (\text{单位定期存款} + \text{个人存款} + \text{其他存款})$ 。

2021 年 2 月以来，M2 同比增速持续大于 M1，M1、M2 增速差由正转负，且在 6 月达到 -3.1 个百分点，为近 11 个月以来新低水平，表明企业和居民选择将资金以定期的形式存在银行，经济运行或将放缓，不利于上证指数表现。

(2) BCI 企业经营环境指数与上证指数在 2014 年以后存在较强的相关性。BCI 企业经营环境指数可以当做经济趋势的影子指标，2020 年 2 月跌至 37.31 后持续攀升在 2020 年 12 月达到 60.34 而后高位回落，2021 年 7 月降至 54.64，显示当前企业经营环境持续走弱，不利于上证指数表现。

图 38：M1 和 M2 的增速差与上证指数月末收盘价



资料来源：Wind、光大证券研究所，更新至 2021 年 6 月

图 39：BCI 企业经营状况指数与上证 A 股指数月末收盘价



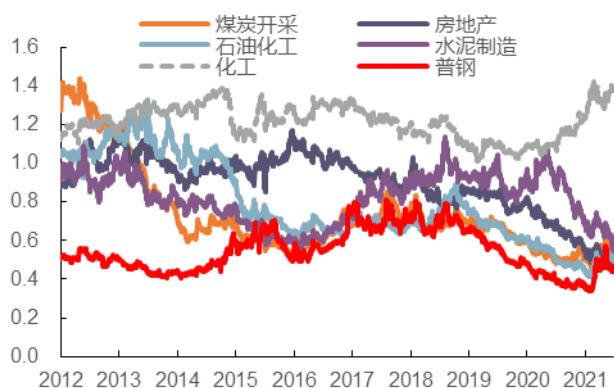
资料来源：Wind、光大证券研究所，更新至 2021 年 7 月

4.2、周期股估值目前仍处于历史底部

按照 2021 年 6 月 30 日的收盘价计算，主要周期板块的 PB 相对于沪深两市 PB 的比值（2012 年以来）：房地产 0.46、石化 0.50、煤炭 0.56、普钢 0.44、航运 1.21、工业金属 0.86、水泥 0.54、化工 1.41、工程机械 1.15、商用货车 0.75。

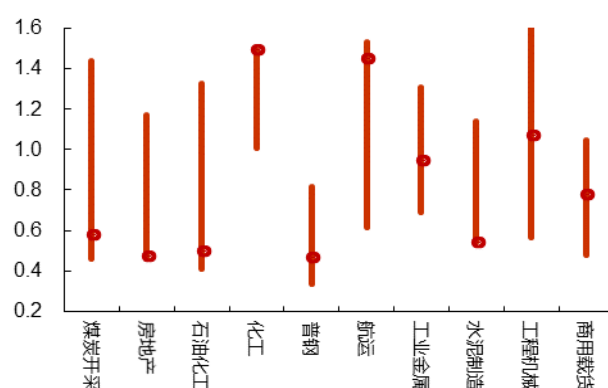
除石油化工、航运、工程机械、商用载货车外，其他板块均处于相对较低位置（2012 年以来）：房地产 3.74%、石化 8.93%、煤炭 10.01%、普钢 21.3%、航运 65.18%、工业金属 26.88%、水泥 2.99%、化工 72.57%、工程机械 46.11%、商用货车 47.65%。

图 40: 2012 年以来主要周期板块 PB 与沪深两市 PB 比值



资料来源: Wind、光大证券研究所, 截止到 2021 年 6 月 30 日

图 41: 2012 年至 2021 年 6 月周期板块 PB 相对沪深两市分位



资料来源: Wind、光大证券研究所 (时间截至 2021 年 6 月 30 日)

4.3、供应扰动下，关注价格弹性收益大的公司

对于大宗商品板块的选股策略，主要有两种：（1）市值对涨价弹性大的；（2）中长期具备核心竞争优势的。

市值弹性我们假设商品价格涨价 1%，原材料价格不涨，增厚的利润给予 10-15 倍 PE（钢材 10 倍、煤炭 10 倍、电解铝 15 倍），弹性即为增加的市值/当期市值。

我们发现：A 股普钢企业中弹性居前的为柳钢股份，煤炭企业中弹性居前的为兖州煤业，电解铝企业中弹性居前的为云铝股份。

而从中长期的竞争力，我们取最近 3 年（2019、2020、2021 年一季度）平均 ROIC（资本投入回报率）来计算：普钢最强的为方大特钢、煤炭最强的为陕西煤业、电解铝最强的为天山铝业。

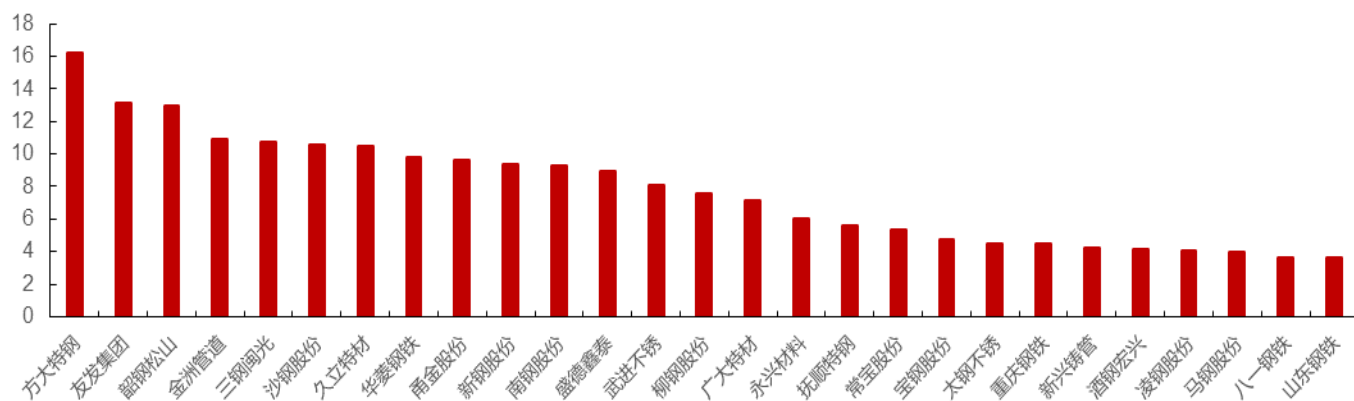
钢铁板块方面，在“碳中和”背景下，未来钢铁行业粗钢产量收窄预期增强，叠加行业兼并重组加速，主要上市钢铁企业盈利能力有望持续提升。我们建议关注具备优秀企业管理战略，吨钢盈利水平领先行业的公司，推荐新钢股份、太钢不锈、三钢闽光、宝钢股份、华菱钢铁、方大特钢、柳钢股份。

表 6: 钢铁公司价格弹性测算（PE 取 10 倍，截至 2021 年 6 月 30 日）

公司名称	商品坯材产量 (万吨)	钢材价格 (万元/吨)	总市值 (亿元)	钢材价格上涨 1% 弹性
柳钢股份	1380	0.55	151	37.65%
三钢闽光	1167	0.55	165	29.13%
华菱钢铁	2655	0.55	435	25.19%
新钢股份	917	0.55	178	21.26%
宝钢股份	4944	0.55	1701	11.99%
太钢不锈	1180	0.55	427	11.41%
方大特钢	401.8	0.55	146	11.34%

资料来源: WIND、光大证券研究所, 备注弹性测算: (钢材产量*钢材价格*上涨幅度 1%) * (1-税率) * PE/总市值

图 42：上市钢铁企业近三年 ROIC（2019、2020、2021 一季度）均值排序（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

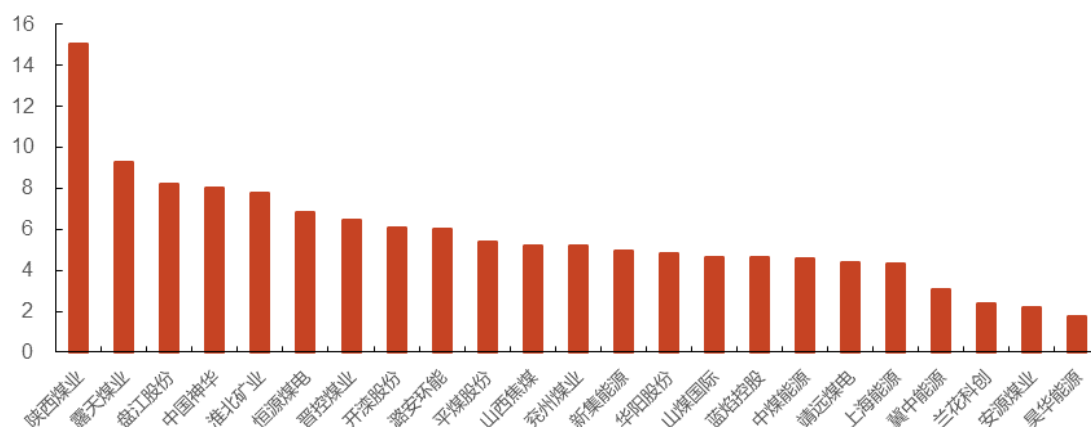
煤炭板块方面，在进口受限，国内产量增幅空间小的情况下，更看好优质焦煤行业未来的景气度提升，推荐焦煤龙头企业山西焦煤；动力煤板块，建议关注兖州煤业、陕西煤业等。

表 7：煤炭公司价格弹性测算（PE 取 10 倍，截至 2021 年 6 月 30 日）

公司	原煤产量 (万吨)	总市值 (亿元)	PE	煤炭价格上涨 1%弹性
兖州煤业	11000	622	10	13.27%
潞安环能	5000	353	10	10.61%
山西焦煤	3360	340	10	7.40%
中国神华	28400	3647	10	5.84%

资料来源：Wind、光大证券研究所，备注弹性测算：(原煤产量*价格*上涨幅度 1%) * (1-税率) * PE/总市值

图 43：上市煤炭企业近三年 ROIC（2019、2020、2021 一季度）均值排序（%）



资料来源：公司财报、Wind、光大证券研究所

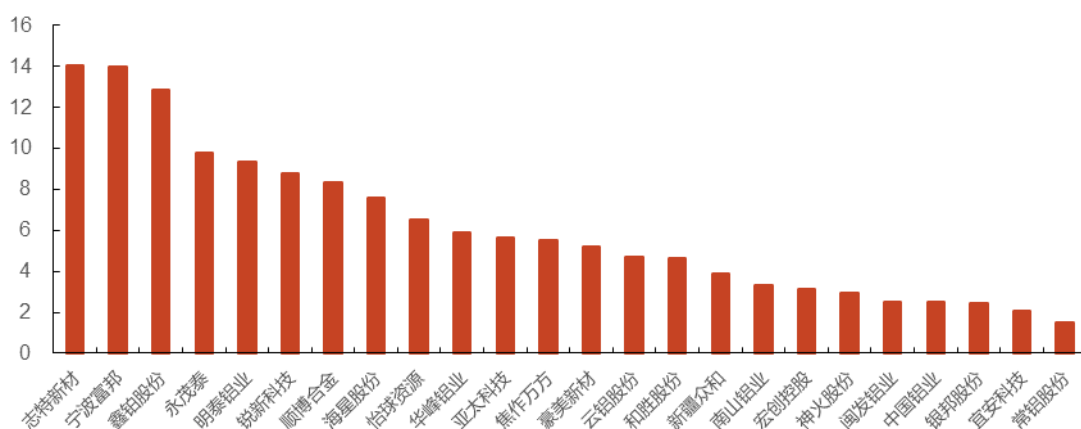
电解铝板块方面，供给受到限电、碳中和政策和产能红线限制，下游地产竣工仍处上升周期，汽车端需求有望边际改善，电解铝价格有望继续上涨，建议关注高产量、高弹性的公司，推荐云铝股份。

表 8：电解铝公司价格弹性测算（PE 取 15 倍，截至 2021 年 6 月 30 日）

	电解铝产量（万吨）	总市值（亿元）	PE	电解铝价格上涨 1%弹性
云铝股份	287	372	15	16.48%
中国铝业	369	845	15	9.33%
神火股份	160.5	211	15	16.27%
天山铝业	115	390	15	6.3%
中国宏桥	564.4	798	15	15.11%

资料来源：Wind、光大证券研究所，备注弹性测算：（电解铝产量*价格*上涨幅度 1%）*（1-税率）*PE/总市值

图 44：上市电解铝企业近三年 ROIC（2019、2020、2021 一季度）均值排序（%）



资料来源：公司财报、Wind、光大证券研究所

4.4、投资建议

综合来看，我们判断未来在供应扰动不断加剧下，钢铁、焦煤、电解铝行业将持续表现突出，推荐价格弹性受益较大的公司。我们推荐华菱钢铁、宝钢股份、方大特钢、新钢股份、柳钢股份、太钢不锈、三钢闽光、山西焦煤、云铝股份，建议关注兖州煤业、陕西煤业。

4.4.1、方大特钢：低成本竞争优势依旧凸显，普特结合提升竞争力

2021 年第一季度，公司实现营收 40.42 亿元，同比增长 26.95%，实现归母净利润 5.53 亿元，同比增长 103.70%。

一季度，公司经营生产继续稳步运行。2021 年第一季度钢材产量销量分别为 88.05 万吨、88.97 万吨，同比下降 13.57%、增长 0.25%；铁精粉产销量均为 15.39 万吨，同比分别增长 53.59%、53.13%。

成本管控力度前，期间费用率持续下滑。2021 年 1 季度单季公司管理费用为 1.49 亿元，环比下降 15.08%，处于近三年低位水平，且自 2017 年 Q4 公司财务费用持续为负，2021 年 Q1 公司财务费用为-0.54 亿元，环比持续下降，带动公司自 2019 年 Q3 以来，连续 6 个季度期间费用率持续下降，2021 年 Q1 期间费用率仅为 3.46%。

公司区位优势明显，坚持“普特结合”，三大特钢龙头地位明显。公司位于江西省内区位优势显著，公司坚持普特结合的产品路线，特钢品种中弹簧扁钢、汽车板簧等特钢品种国内市占率排名第一。公司做好技术研发规划，坚持在“特”字上下功夫，把研究成果变成附加值高的产品，实现公司创效与竞争力的提升。

维持“增持”评级。公司具备中长期投资价值，由于 2021 年钢铁行业景气度大幅提升，我们上调公司 2021-2022 年预期 EPS 为 1.29、1.32 元，上调幅度分别为 50.24%、76.23%，新增 2023 年 EPS 为 1.35 元，对应 PE 分别为 6.0、5.9、5.8，公司成本控制优良，排名钢铁行业前列，维持公司“增持”评级。

表 9：方大特钢盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15,389	16,601	18,482	19,745	20,323
营业收入增长率	-10.97%	7.88%	11.33%	6.83%	2.93%
净利润（百万元）	1,711	2,140	2,786	2,850	2,907
净利润增长率	-41.54%	25.08%	30.15%	2.30%	2.02%
EPS（元）	1.18	0.99	1.29	1.32	1.35
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.15%	23.53%	29.30%	25.03%	22.11%
P/E	6.6	7.8	6.0	5.9	5.8
P/B	1.7	1.8	1.8	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-08-13

风险提示：建筑业下游需求大幅走弱；产品产销量大幅下降。

4.4.2、华菱钢铁：盈利水平继续处于行业领先水平

2021 年第一季度，公司实现营收 386.46 亿元，同比增长 63.46%，实现归母净利润 20.54 亿元，同比增长 81.06%；根据公司中期业绩预告，2021 年第二季度预计归母净利润为 32.46-36.46 亿元，同比上涨 71.84%-93.01%。

二季度，公司归母净利润预计将创历史新高水平：二季度，下游用钢需求旺盛，尽管上游原燃料价格高企，但钢铁行业盈利水平进一步改善。公司继续实施“质量、效率、动力”三大变革，盈利能力显著增强。据公司披露的中报业绩预告测算，公司二季度预计实现归母净利润 32.46-36.46 亿元，环比增长 56%-75%，预计将创季度历史新高。

公司发行可转债，负债规模进一步降低：公司于 2020 年 10 月 29 日，发行可转换公司债券，本次募集规模 40 亿元。募集资金主要用于华菱湘钢 4.3 米焦炉环保提质改造项目、华菱涟钢 2250 热轧板厂热处理二期工程项目、华菱涟钢高速棒材生产线及配套项目建设工程项目、华菱涟钢工程机械用高强钢产线建设项目、华菱钢管富余煤气和冶炼余热综合利用项目、华菱钢管 180 机组高品质钢管智能热处理生产线项目及补充流动资金。项目如果能够顺利实施，一方面将有利于实现公司产品结构调整，促进公司高质量发展，另一方面将有利于优化公司财务状况和负债结构，提高抗风险能力。

维持“增持”评级。粗钢产量压减预期较强，带动钢铁行业景气度大幅提升，公司盈利能力大幅改善，我们上调公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.48 元、1.58 元、1.66 元，上调幅度为 20.03%、19.92%、18.82%，对应 PE 分别为 5.3、4.9、4.7，维持公司“增持”评级。

表 10：华菱钢铁盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	107,116	116,276	147,670	155,054	159,706
营业收入增长率	17.48%	8.55%	27.00%	5.00%	3.00%
净利润（百万元）	4,391	6,395	10,199	10,936	11,492
净利润增长率	-35.23%	45.63%	59.48%	7.22%	5.09%
EPS（元）	1.04	1.04	1.48	1.58	1.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.56%	18.99%	23.94%	21.22%	18.87%
P/E	7.5	7.5	5.3	4.9	4.7
P/B	1.2	1.42	1.3	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-08-13（公司 2019 年股本为 42.22 亿股；2020 年由于增发等原因，股本为 61.29 亿股；2021 年由于债转股，股本为 69.08 亿股。）

风险提示：下游行业需求持续低迷；产品产销量大幅下降。

4.4.3、宝钢股份：四大因素有望推动公司盈利未来不断攀高峰

2021 年第一季度，公司实现营收 838.21 亿元，同比增长 39.33%，实现归母净利润 53.59 亿元，同比上涨 247.85%。

公司进一步降本、挖潜，推动盈利能力改善：1) 公司近年来持续大力降本，销管费用降幅明显，据一季报披露，2021 年 Q1 公司实现降本 12.9 亿元，我们预计 2021 年可实现降本 25 亿元左右；2) 短板基地盈利能力提升，我们预计青山和梅山基地的吨钢净利未来 2-3 年至少有 200 元的提升空间，按此测算，这将带来的净利润增量达到 44 亿元，相当于 2020 年净利润的 31.42%。

碳中和背景下，龙头钢企盈利能力有望显著增强：“碳中和”政策背景下，2021 年 1-6 月份，板材综合毛利较 2020 年全年均值上升 302 元/吨。公司披露 2021 年商品坯材指导产量为 4944 万吨，假设其中 80%为板材产品，板材吨钢毛利增长 300 元，将增厚利润 119 亿元。

维持“增持”评级，坚定看好公司中长期发展前景。维持公司盈利预测，预计 2021-2023 年 EPS 分别 0.95 元、1.13 元、1.19 元，对应 2021-2023 年 P/E 为 8.7、7.3、6.9 倍，维持公司“增持”评级。

表 11：宝钢股份盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	291,594	283,674	338,668	347,995	348,253
营业收入增长率	-4.33%	-2.72%	19.39%	2.75%	0.07%
净利润 (百万元)	12,423	12,677	21,201	25,060	26,491
净利润增长率	-42.39%	2.04%	67.24%	18.20%	5.71%
EPS (元)	0.56	0.57	0.95	1.13	1.19
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.98%	6.88%	10.66%	11.59%	11.41%
P/E	14.8	14.5	8.7	7.3	6.9
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-13

风险提示：制造业复苏受阻；产品产销量大幅下降；环保投资及环保运营成本增加。

4.4.4、新钢股份：加强对标找差、降本增效，盈利能力大幅提升

(1) 公司概况

公司是国内船板、容器板、结构钢板等优质板材和金属制品的骨干生产企业，是我国南方重要的优质建材、板材、金属制品精品生产基地。

2020 年公司生产经营再创新高，生产呈现稳产、高产局面，制造成本得到有效控制，公司经营业绩有效地提升，盈利能力等指标在行业内位列第一方阵。

(2) 经营状况

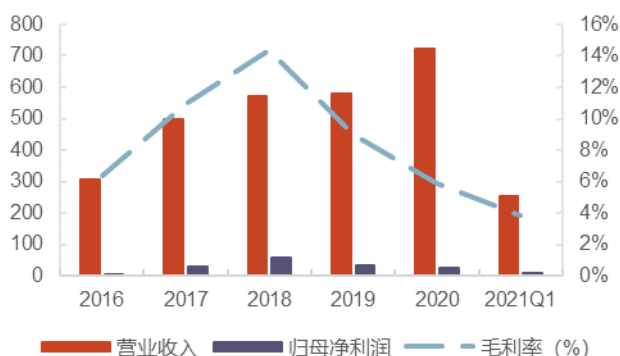
公司是一家炼焦、烧结、钢铁冶炼、钢材轧制及延伸加工于一体的大型钢铁联合企业。公司拥有优质板材、优质建材、金属制品的精品钢材生产体系，具备年产 1000 万吨级粗钢生产能力，其中具备年产 700 万吨优质板材生产能力，是我国重要的板材生产基地。

2020 年，公司克服了疫情等诸多影响，抢抓市场机遇，优化生产组织，实现营业收入 724.12 亿元，同比增长 25.06%；归母净利润 27 亿元，同比下降 20.91%。2020 年钢材销量 978.57 万吨，同比增长 6.41%。

2021 年第一季度，钢材价格大幅上涨，公司一季度营收及归母净利润大幅攀升。实现营业收入 253.05 亿元，同比增长 70.82%；实现归母净利润 9.71

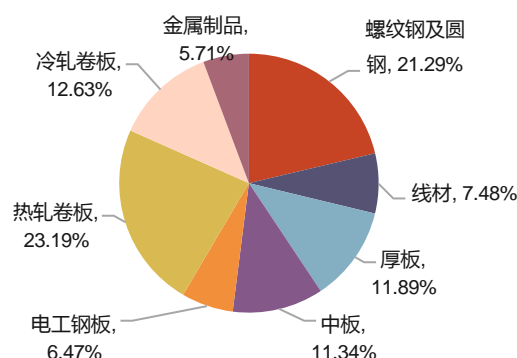
亿元，同比增长 88.83%。根据公司披露的业绩预告，预计第二季度实现净利润 13.3-15.3 亿元，同比增长 97.33%-127.00%。

图 45：新钢股份 2016-2021Q1 主要财务指标情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 46：新钢股份 2020 营业收入分业务占比（%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2021 年，公司盈利能力将进一步大幅提升：公司深入贯彻落实“管理极简、规模极致、消耗极限”的经营方针，持续优化生产组织，充分释放产线产能，加强科技创新投入，强化对标找差和降本增效，深化内部管理革新，提升管理效率和水平。

公司产品结构持续优化：公司品种结构不断优化，目前拥有优质板材、优质建材、金属制品的精品钢材生产体系，产品覆盖冷轧薄板、中厚板、线棒材、冷轧硅钢、金属制品等多个产品，具备年产 1000 万吨级粗钢生产能力，其中具备年产 700 万吨优质板材生产能力，是我国重要的板材生产基地。

非钢产业发展迅速，主业与非钢并重的新产业格局基本形成：公司非钢产业发展迅速，主业与非钢并重的新产业格局基本形成。大力注重公司在钢材延伸加工，资源综合利用，贸易物流，金融投资四个板块的发展。

区域市场优势明显：新钢股份作为江西区域内的钢铁龙头企业，已跨入千万吨级钢铁企业行列，在区域知名度高，具有区域溢价优势与较强的市场竞争力，当前“一带一路”、中部崛起和江西内陆开放型经济试验区等政策将给企业的发展带来机遇。

(3) 关键假设

粗钢产量压减预期增强，钢材价格大幅上涨，公司盈利能力大幅提升。

2020 年公司板材销量为 617 万吨，售价为 3640 元/吨，预计 2021 年-2023 年公司板材销量分别为 622、627、630 万吨，由于钢铁行业景气度大幅提升，预计价格分别为 4326、4672、5372 元/吨，对应营业收入分别为 269.2、292.77、338.7 亿元。

2020 年公司长材销量为 292 万吨，售价为 3335 元/吨，预计 2021-2023 年公司长材销量分别为 295、297、299 万吨，由于钢铁行业景气度大幅提升，预计价格分别为 4165、4498、5137 元/吨，对应营业收入分别为 122.74、133.48、154.43 亿元。

公司其他业务包括铁矿石贸易，及电工钢、金属制品等业务，预计 2021-2023 年公司其他业务板块营业收入分别为 522.25、528.58、540.9 亿元。

毛利率方面，行业景气度持续提升，公司盈利水平稳步改善，我们预计 2021-2023 年公司整体毛利率为 8.41%、8.49%和 8.50%。

表 12: 新钢股份收入拆分 (亿元、%)

新钢股份	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营业收入	579.04	724.12	914.19	954.83	1034.04
总体营收增速	1.65%	25.06%	26.25%	4.45%	8.30%
总体毛利率	8.96%	5.92%	8.41%	8.49%	8.50%
板材业务收入	220.73	224.76	269.20	292.77	338.70
增速	-0.68%	1.83%	19.77%	8.76%	15.69%
毛利率	10.24%	7.97%	11.31%	11.42%	11.42%
长材业务收入	91.53	97.50	122.74	133.48	154.43
增速	-5.07%	6.52%	25.89%	8.76%	15.69%
毛利率	14.08%	10.06%	14.28%	14.43%	14.43%
其他	266.78	401.86	522.25	528.58	540.90
增速	6.30%	50.63%	29.96%	1.21%	2.33%
毛利率	6.15%	3.77%	5.27%	5.43%	5.63%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

(4) 估值分析和盈利预测

估值分析: 我们选取行业内上市公司宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份作为可比公司。

宝山钢铁股份有限公司是一家专注于钢铁业的公司,主要钢铁产品分为碳钢、不锈钢和特殊钢三大类,是我国最大、最现代化的钢铁联合企业。华菱钢铁股份有限公司主营业务钢材产品的生产和销售。产品主要有线材、螺纹钢、热轧超薄带钢卷、中厚板、无缝钢管、冷轧板卷、镀锌板。南钢股份主营业务是黑色金属冶炼及压延加工,钢材、钢坯及其他金属材料销售,拥有国家重点新产品 5 个,江苏省高新技术产品 47 个。

2021 年-2023 年行业平均 PE 为 6.5、5.7、5.4, 新钢股份 21 年、22 年和 23 年的 PE 低于行业平均水平。

表 13: 新钢股份可比公司估值比较

代码	证券简称	收盘价 (元) (2021-8-13)	EPS(元)			市盈率 PE		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
600019.SH	宝钢股份	8.25	0.95	1.13	1.19	8.7	7.3	6.9
000932.SZ	华菱钢铁	7.78	1.48	1.58	1.66	5.3	4.9	4.7
600282.SH	南钢股份	4.00	0.71	0.81	0.87	5.6	4.9	4.6
	平均值					6.5	5.7	5.4
600782.SH	新钢股份	7.93	1.57	1.67	1.81	5.1	4.7	4.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 (其中南钢股份为 Wind 一致预期)

盈利预测: 预计 2021 年-2023 年公司归母净利润为 49.93、53.33、57.75 亿元, 对应 EPS 分别为 1.57、1.67、1.81 元。新钢股份在区域知名度高, 具有区域溢价优势与较强的市场竞争力, 当前“一带一路”、中部崛起和江西内陆开放型经济试验区等政策将给企业的发展带来机遇。参考结合相对估值法, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 14：新钢股份盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	57,904	72,412	91,418	95,483	103,404
营业收入增长率	1.65%	25.06%	26.25%	4.45%	8.30%
净利润 (百万元)	3,414	2,700	4,993	5,333	5,775
净利润增长率	-42.19%	-20.91%	84.91%	6.81%	8.28%
EPS (元)	1.07	0.85	1.57	1.67	1.81
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.72%	11.49%	17.96%	16.60%	15.68%
P/E	7.4	9.4	5.1	4.7	4.4
P/B	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-13

风险提示：下游需求大幅走弱；产品产销量大幅回落；原料价格超预期上涨。

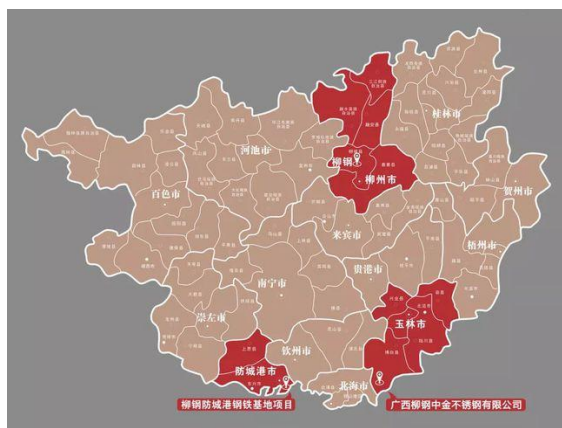
4.4.5、柳钢股份：合并广西钢铁，完成“一体两翼”战略目标

(1) 公司概况

公司作为全球 50 大钢企，目前是华南、西南地区最主要的大型钢铁联合生产企业。公司产品覆盖中厚板材、小型材、中型材、冷轧板、钢坯等，生产的产品主要为低合金板、带肋钢筋、优质线材等，除了满足华南市场之外，还辐射华东、华中、西南市场，同时还远销美欧非、东南亚等国家及地区。

在发展布局上，为提高公司产品竞争力，降低运输成本，柳钢股份要着力进行沿海战略布局。柳钢股份重组了广西钢铁集团后，形成了以柳州本部生产基地为中心，防城港钢铁基地和玉林不锈钢基地为两翼的“一体两翼”钢铁发展版图。

图 47：柳钢股份“一体两翼”战略布局图



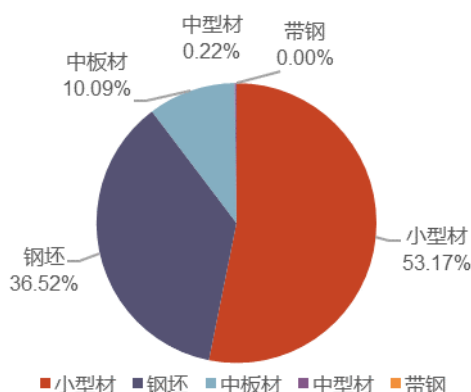
资料来源：公司官网、光大证券研究所

(2) 经营情况

2020 年公司实现营业收入 546.94 亿元，同比上涨 12.49%，归母净利润为 17.19 亿元，同比下降 26.63%。营业收入上涨的主要原因是钢材销量上涨，归母净利润下降是由于疫情原因，上半年钢材价格下降，而原料价格一直处于高位，生产成本挤压公司利润。

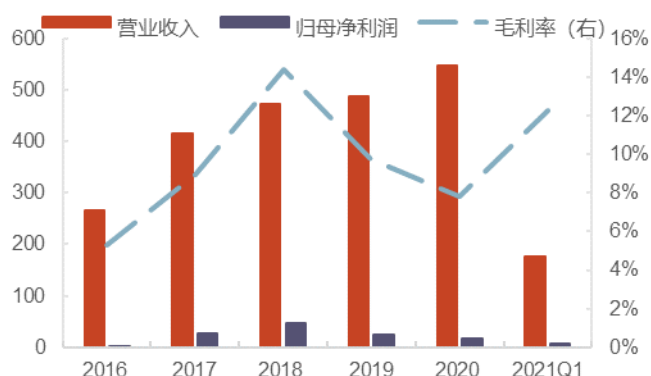
由于钢材价格大幅上涨，公司一季度营收及归母净利润大幅攀升。第一季度公司实现营业收入 176.09 亿元，同比增加 64.77%；归母净利润为 6.64 亿元，同比上涨 303.62%。2021 年第二季度，公司预测归母净利润为 11.41 亿-12.92 亿元，同比上涨 87.66%-112.5%。

图 48：2020 年柳钢股份各板块营收占比（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 49：2016-2021Q1 柳钢股份营收、归母净利润及毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

合并广西钢铁，完成“一体两翼”战略目标。在发展布局上，为提高公司产品竞争力，降低运输成本，柳钢股份要着力进行沿海战略布局。柳钢股份重组了广西钢铁集团后，形成了以柳州本部生产基地为中心，防城港钢铁基地和玉林不锈钢基地为两翼的“一体两翼”钢铁发展版图。

防城港钢铁基地项目注入新动能。2020 年公司新增防城港项目，设计有 2 座 3800m² 高炉、4 座 210t 转炉、7 条长材生产线、1 条带钢生产线，产铁、粗钢及钢材产能分别为 304 万吨、420 万吨及 919 万吨。其中 1 号高炉于 2020 年 6 月投产，全年生铁产量 169.78 万吨、粗钢产量 192.43 万吨、钢材产量 207.28 万吨。截至 2021 年第一季度，公司合并口径下钢材产量为 292.19 万吨，同比上涨 63.82%。

(3) 关键假设

公司 2020 年钢材产品产量为 1609 万吨，均价为 3199 元/吨。预计公司 2021-2023 年钢材产量分别为 1632、1648、1651 万吨，随着钢铁行业景气度提升，对应均价分比为 3662 元/吨、3733 元/吨、3809 元/吨，冶金业务营业收入分别为 597.5、615.2、628.9 亿元。

预计 2021-2023 年公司其他业务板块营业收入 35.01、40.01、42.01 亿元。

毛利率：下半年国家严控钢铁产量，预计钢铁价格将继续维持增长态势，公司利润率将继续上升。预计公司 2021-2023 年毛利率分别为 9.42%、9.37%、9.34%。

表 15：柳钢股份收入拆分（亿元，%）

柳钢股份	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营业收入	486.2	546.9	632.5	655.2	670.9
总体营收增速	2.68%	12.49%	15.64%	3.59%	2.40%
总体毛利率	9.76%	7.83%	9.46%	9.43%	9.42%
冶金业务营收	457.1	514.7	597.5	615.2	628.9
同比增速	3.19%	12.61%	16.07%	2.96%	2.24%
毛利率	9.78%	8.00%	9.66%	9.65%	9.66%
其他业务营业收入	29.1	32.2	35.0	40.0	42.0
同比增速	-4.74%	10.58%	8.73%	14.29%	5.00%
毛利率	-	5.12%	6.00%	5.97%	5.94%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

(4) 估值分析和盈利预测

估值分析：我们选取行业内上市公司宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份作为可比公司，宝山钢铁股份有限公司是一家专注于钢铁业的公司，主要钢铁产品分为碳钢、不锈钢和特殊钢三大类，是我国最大、最现代化的钢铁联合企业。华菱钢铁股份有限公司主营业务钢材产品的生产和销售。产品主要有线材、螺纹钢、热轧超薄带钢卷、中厚板、无缝钢管、冷轧板卷、镀锌板。南钢股份主营业务是黑色金属冶炼及压延加工，钢材、钢坯及其他金属材料销售，拥有国家重点新产品 5 个，江苏省高新技术产品 47 个。

2021 年-2023 年行业平均 PE 为 6.5、5.7、5.4，柳钢股份 21 年、22 年和 23 年的 PE 低于行业平均水平。

表 16：柳钢股份可比公司估值比较

代码	证券简称	收盘价(元) (2021-08-13)	EPS(元)			市盈率 PE		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
600019.SH	宝钢股份	8.25	0.95	1.13	1.19	8.7	7.3	6.9
000932.SZ	华菱钢铁	7.78	1.48	1.58	1.66	5.3	4.9	4.7
600282.SH	南钢股份	4.00	0.71	0.81	0.87	5.6	4.9	4.6
平均值						6.5	5.7	5.4
601003.SH	柳钢股份	6.86	1.54	1.59	1.68	4.4	4.3	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（其中南钢股份为 Wind 一致预期）

盈利预测：预计 2021 年-2023 年公司归母净利润为 39.57 亿元、40.86 亿元、43.11 亿元，对应 EPS1.54 元、1.59 元、1.68 元。柳钢股份重组了广西钢铁集团后，形成了以柳州本部生产基地为中心，防城港钢铁基地和玉林不锈钢基地为两翼的“一体两翼”钢铁发展版图。参考结合相对估值法，首次覆盖给予“增持”评级。

表 17：柳钢股份盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	48,620	54,694	63,248	65,519	67,095
营业收入增长率	2.68%	12.49%	15.64%	3.59%	2.40%
净利润(百万元)	2,347	1,719	3,957	4,086	4,311
净利润增长率	-49.09%	-26.77%	130.26%	3.25%	5.50%
EPS(元)	0.92	0.67	1.54	1.59	1.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.69%	14.60%	26.23%	22.72%	20.46%
P/E	7.5	10.2	4.4	4.3	4.1
P/B	1.5	1.5	1.2	1.0	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-13

风险提示：下游需求大幅走弱；产品产销量大幅下滑。

4.4.6、三钢闽光：区域内长材龙头钢企，盈利能力稳步增长

(1) 公司概况

公司的主要产品是板材、螺纹钢、光面圆钢、光圆钢筋、制品盘圆、建筑盘圆、建筑盘螺、外购钢材、钢坯、矿微粉。公司的“闽光”牌建筑用材是福建建筑钢材第一品牌；公司也是核电工程主要供应厂家。

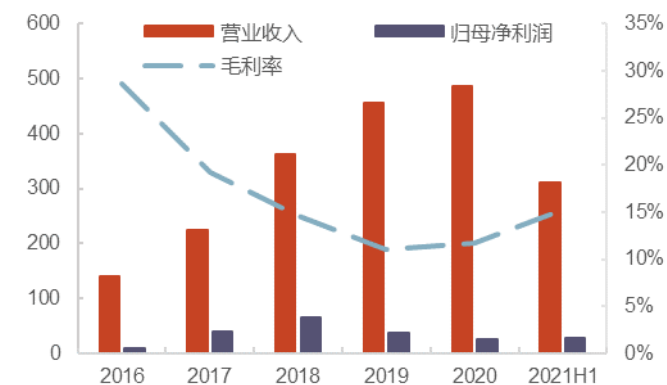
“闽光”品牌在福建省内拥有很高的知名度和美誉度，产品多次获得国家“金杯奖”、“全国实施用户满意工程先进单位用户满意产品”、“冶金行业品质卓越产品”等荣誉称号。

(2) 经营状况

2020 年，公司克服了疫情等诸多影响，着力稳工稳产，加快转型升级，实现营业收入 486.36 亿元，同比增长 6.87%；归母净利润 25.56 亿元，同比下降 30.42%。

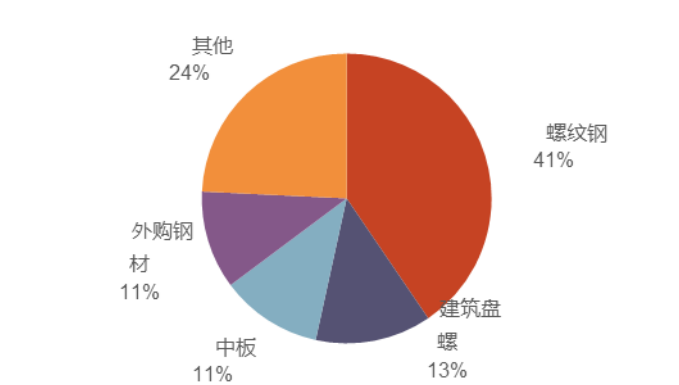
2021 年上半年，钢材价格大幅上涨，公司实现营业收入 310.82 亿元，同比增长 35.72%，实现归母净利润 27.29 亿元，同比增长 132.21%。

图 50：三钢闽光 2016-2021H1 主要财务指标情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 51：三钢闽光 2020 营业收入分业务占比 (%)



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

区域优势明显，市场占有率高：作为福建省本土企业，公司具有良好的品牌效应与稳定的销售渠道。据公司 2020 年年报显示，其建材产品在福建省的市场占有率达到 54% 左右，中板材产品在省内市场占有率达 80% 以上，产品销售立足区域市场，辐射广东江西等周边省份。

公司回购股票，彰显信心：2020 年 8 月，公司将使用自有资金以集中竞价方式回购部分社会公众股份。截至 2021 年第一季度，公司累计回购股份数量约为 2250 万股，约占公司总股本的 0.9178%，购买股票成交价为 6.12-7.01 元/股，支付总金额约为 1.51 亿元。

深入对标挖潜，生产经营能力持续提升：公司紧抓市场机遇，优化生产计划，灵活组织生产，深入对标挖潜，生产经营指标持续提升。2020 年公司完成罗源闽光 100% 股权收购，现拥有三名本部、泉州闽光、罗源闽光、漳州闽光四大钢铁基地，具备炼钢产能 1200 万吨，全年粗钢产量 1137.1 万吨，产能利用率为 94.76%。

(3) 关键假设

2020 年公司公司钢材销量为 1155 万吨，销售均价为 3864 元/吨。2021 年起，粗钢产量压减预期增强，钢材价格大幅上涨，公司盈利能力大幅提升，预计 2021 年-2023 年公司钢材销量为 1155 万吨、1167 万吨、1178 万吨，对应价格为 4787、4931、4933 元/吨，对应业务收入为 552.89、575.17、581.21 亿元。

预计公司 2021-2023 年其他业务收入分别为 49.63、51.63、52.17 亿元。

毛利率方面，受宏观经济复苏影响，钢铁产品下游行业需求增加，钢材价格上升；公司紧抓市场机遇，优化生产计划，灵活组织生产，深入对标挖潜，生产经营指标持续提升。我们预计 2021-2023 年公司整体毛利率为 11.70%、11.72% 和 11.73%。

表 18：三钢闽光收入拆分（亿元，%）

三钢闽光	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营业收入	455.11	486.36	602.52	626.80	633.38
总体营收增速	25.55%	6.87%	23.88%	4.03%	1.05%
总体毛利率	14.53%	11.69%	11.70%	11.72%	11.73%
冶金业务收入	436.41	446.31	552.89	575.17	581.21
增长率	22.71%	2.27%	23.88%	4.03%	1.05%
毛利率	14.98%	12.65%	12.67%	12.68%	12.69%
其他业务收入	18.70	40.05	49.63	51.63	52.17
增长率	173.39%	114.17%	23.91%	4.03%	1.05%
毛利率	3.90%	0.97%	0.97%	0.98%	0.98%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

(4) 估值分析和盈利预测

估值分析：我们选取行业内上市公司韶钢松山、方大特钢、马钢股份作为可比公司。

广东韶钢松山股份有限公司主营业务为制造、加工、销售钢铁冶金产品、金属制品、焦炭及煤化工产品。方大特钢科技股份有限公司从事的主要业务是冶金原燃材料的加工、黑色金属冶炼及其压延加工产品及其副产品的制造、销售，主要产品是螺纹钢、汽车板簧、弹簧扁钢、铁精粉等。马鞍山钢铁股份有限公司的主营业务为钢铁产品的生产和销售。生产过程主要有炼铁、炼钢、轧钢等。本公司主要产品是钢材，大致可分为板材、长材和轮轴三大类。被国家列为首批在境外上市的九家股份制规范化试点企业之一。

2021-2023 年行业平均 PE 为 5.3、5.3、5.1，三钢闽光 21 年、22 年和 23 年的 PE 低于行业平均水平。

表 19：三钢闽光可比公司估值分析

代码	证券简称	收盘价(元) (2021-8-13)	EPS(元)			市盈率 PE		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
600507.SH	方大特钢	7.78	1.29	1.32	1.35	6.0	5.9	5.8
000717.SZ	韶钢松山	5.01	1.26	1.34	1.60	4.0	3.7	3.1
600808.SH	马钢股份	5.17	0.86	0.84	0.82	6.0	6.2	6.3
	平均值					5.3	5.3	5.1
002110.SZ	三钢闽光	8.96	1.91	2.01	2.06	4.7	4.5	4.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（其中韶钢松山、马钢股份为 Wind 一致预期）

盈利预测：公司作为福建省的龙头钢企，具备区域、管理、人才、技术、文化优势，具备良好的发展潜能，预计未来盈利能力将进一步提升。预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 46.81、49.29、50.38 亿元，对应 EPS 分别为 1.91/2.01/2.06 元。参考结合相对估值法，首次覆盖给予“增持”评级。

表 20: 三钢闽光盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	45,511	48,636	60,252	62,680	63,339
营业收入增长率	25.55%	6.87%	23.88%	4.03%	1.05%
净利润 (百万元)	3,673	2,556	4,681	4,929	5,038
净利润增长率	-43.55%	-30.42%	83.14%	5.30%	2.23%
EPS (元)	1.50	1.04	1.91	2.01	2.06
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.61%	12.55%	19.45%	17.57%	15.69%
P/E	6.0	8.6	4.7	4.5	4.4
P/B	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-08-13

风险提示: 下游需求大幅走弱; 供给端减量不及预期。

4.4.7、太钢不锈: 原料成本优势显著, 新产品持续创效

(1) 公司概况

太钢不锈业务集铁矿山采掘和钢铁生产、加工、配送、贸易为一体, 主要生产销售不锈钢及其他钢材、钢坯、钢锭、黑色金属、铁合金和金属制品; 为钢铁生产提供所需的原辅材料。

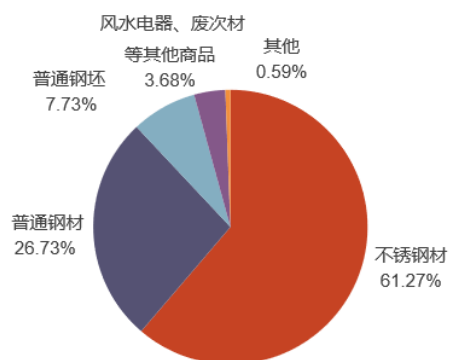
2020 年与宝武整合后, 中国宝武通过太钢集团间接控制太钢不锈 63.15% 的股份, 公司实际控制人变更为国务院, 集团将致力打造宝武旗下不锈钢产业一体化运营的旗舰平台。目前太钢不锈拥有国家级理化实验室、博士后工作站、中试基地、16 个科研实验室、14 个产学研联合实验室用以开展科技创新。

(2) 经营情况

2020 年公司实现营业收入 674.19 亿元, 同比降低 4.26%, 归母净利润 17.35 亿元, 同比下跌 18.11%。营业收入和归母净利润下降主要因为 2020 年疫情影响及原料价格大幅上涨双重因素导致; 另外, 公司重点开展系统性检修工作, 推进环保提升和投入智能制造项目等工作, 进一步挤压了钢厂盈利空间。

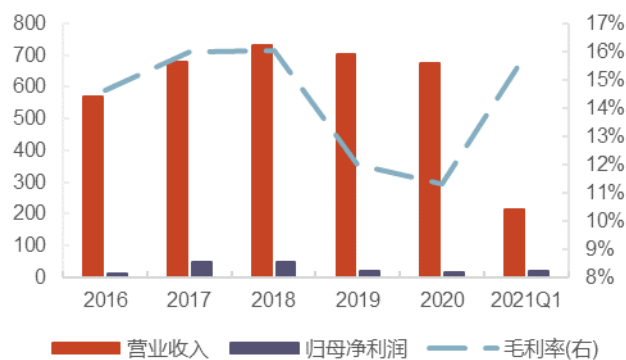
2021 年第一季度, 受益于钢铁行业景气度回升, 公司实现营收 212.82 亿元, 同比增长 36.55%, 实现归母净利润 18.65 亿元, 同比增长 1148.53%。公司预计第二季度公司归母净利润为 28.15 亿元到 31.05 亿元, 同比增长 538.32%到 604.08%。

图 52: 2020 年各板块营收占比(%)



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 53: 2016-2020 公司营收、归母净利润及毛利率(亿元,%)



资料来源: wind, 光大证券研究所

铁矿石自给率高, 成本优势显著: 太钢集团具有年产 1300 万吨铁精矿粉的生产能力, 是国内铁矿石资源自给率最高的企业, 在镍、铬、钼煤炭等资源

方面与业内领军企业均结成长期稳定的战略合作关系，可为公司钢铁生产提供可靠、稳定的资源保障。

吨钢费用低于同行：2020年，公司吨钢费用（包括研发费用）为520.02元/吨，较2016年下降69.57元/吨，降幅为13.38%。太钢不锈钢的吨钢费用远低于其他主要上市钢企，处于行业领先水平。

(3) 关键假设

在国家实行碳达峰、碳中和的背景下，粗钢产量压减预期增强，钢铁产品下游行业需求增加，影响钢价大幅上涨，同时不锈钢价格上升，公司板材盈利也同步提升，预计公司将处于量增和利升的发展局面。营业收入按产品类型分为：

钢材业务方面，公司于2020年完成高炉的系统性检修工作，全年实现钢材销量为987万吨，均价为6538元/吨，预计2021年-2023年钢材销量分别为997、1009、1021万吨，对应价格7448、7532、7617元/吨，对应营业收入分别为742.55、759.9、777.67亿元。

另外，在公司并入宝武集团后，于2021年6月24日与淡水河谷印尼公司和鑫海科技共同签订《印尼巴哈多比镍铁建设与运营项目合作框架协议(PEA)》，将加大集团对上游镍铁的拓展，提高公司资源供给，成本端预计有所降低，毛利率预计为14.73%、15.47%和15.51%。

公司积极推进新能源车、大型水电等领域用高牌号硅钢产品，预计风水电器、废次材等业务将继续增长，2021-2023年该项业务营业收入预计将达到30.08亿元、31.2亿元和32.21亿元；毛利率分别为14.3%、15.01%、15.04%。

其他业务方面预计平稳增长，自2021年起未来三年预计营业收入分别为5.3亿元、5.44亿元和5.57亿元；毛利率预计将缓慢增长至3.57%、3.74%和3.75%。

表 21：太钢不锈钢收入拆分（亿元，%）

太钢不锈钢	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总业务收入	704.20	674.19	777.93	796.54	815.45
同比增速	-3.46%	-4.26%	15.39%	2.39%	2.37%
毛利率	12.00%	11.30%	14.64%	15.37%	15.41%
钢材业务营收	677.98	645.36	742.55	759.90	777.67
同比增速	-3.89%	-4.81%	15.06%	2.34%	2.34%
毛利率	12.14%	11.36%	14.73%	15.47%	15.51%
风水电器、废次材等业务营收	21.87	24.82	30.08	31.20	32.21
同比增速	4.84%	13.49%	21.20%	3.73%	3.22%
毛利率	8.87%	11.00%	14.30%	15.01%	15.04%
其他业务营收	4.35	4.01	5.30	5.44	5.57
同比增速	37.66%	-7.82%	32.25%	2.52%	2.52%
毛利率	6.21%	2.74%	3.57%	3.74%	3.75%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

(4) 估值分析和盈利预测

估值分析：我们选取行业内上市公司宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份作为可比公司。宝山钢铁股份有限公司是一家专注于钢铁业的公司，主要钢铁产品分为碳钢、不锈钢和特殊钢三大类，是我国最大、最现代化的钢铁联合企业。华菱钢铁股份有限公司主营业务钢材产品的生产和销售。产品主要有线材、螺纹钢、热轧超薄带钢卷、中厚板、无缝钢管、冷轧板卷、镀锌板。南钢股份主营业务

是黑色金属冶炼及压延加工，钢材、钢坯及其他金属材料销售，拥有国家重点新产品 5 个，江苏省高新技术产品 47 个。

2021 年-2023 年行业平均 PE 为 6.5、5.7、5.4，太钢不锈 21 年、22 年和 23 年的 PE 高于行业平均水平。公司估值高的主要原因是主营产品为不锈钢且太钢集团具有年产 1300 万吨铁精矿粉的生产能力，是国内铁矿石资源自给率最高的企业，吨钢费用远低于其他主要上市钢企，处于行业领先水平。

表 22：太钢不锈可比公司估值分析

代码	证券简称	收盘价 (元) (2021-8-13)	EPS(元)			市盈率 PE		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
600019.SH	宝钢股份	8.25	0.95	1.13	1.19	8.7	7.3	6.9
000932.SZ	华菱钢铁	7.78	1.48	1.58	1.66	5.3	4.9	4.7
600282.SH	南钢股份	4.00	0.71	0.81	0.87	5.6	4.9	4.6
平均值						6.5	5.7	5.4
000825.SZ	太钢不锈	9.57	1.33	1.38	1.44	7.2	6.9	6.6

资料来源：Wind，光大证券研究所（其中南钢股份为 Wind 一致预期）

盈利预测：预计 2021 年-2023 年公司归母净利润为 75.79 亿元、78.48 亿元、82.07 亿元，对应 EPS1.33 元、1.38 元、1.44 元。太钢集团具有年产 1300 万吨铁精矿粉的生产能力，是国内铁矿石资源自给率最高的企业，吨钢费用远低于其他主要上市钢企，处于行业领先水平。参考结合相对估值法，首次覆盖给予“增持”评级。

表 23：太钢不锈盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	70,419	67,419	77,794	79,655	81,545
营业收入增长率	-3.46%	-4.26%	15.39%	2.39%	2.37%
净利润 (百万元)	2,119	1,735	7,579	7,848	8,207
净利润增长率	-57.43%	-18.11%	336.77%	3.55%	4.57%
EPS (元)	0.37	0.30	1.33	1.38	1.44
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.63%	5.27%	19.13%	17.35%	16.06%
P/E	25.7	31.4	7.2	6.9	6.6
P/B	1.7	1.7	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-13

风险提示：下游需求大幅走弱；供给端减量不及预期。

4.4.8、山西焦煤：焦煤需求向好，龙头业绩逐步释放

(1) 公司概况

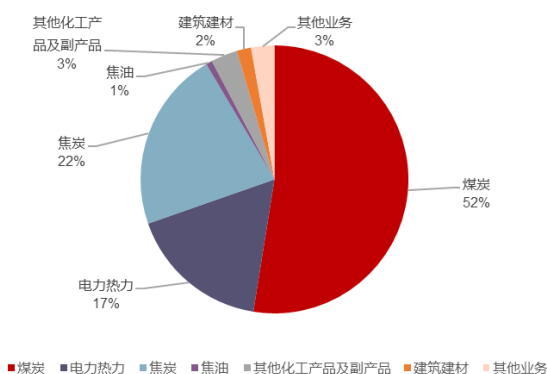
山西焦煤是我国最大的炼焦煤生产加工企业，也是我国最大的炼焦煤市场供应商。公司组建于 2001 年 10 月，以炼焦煤、焦化为主业，主要产品有焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等全系列煤种，兼营煤化工、民爆化工、金融投资等产业。

公司位于山西省太原市，生产矿区位于国家大型煤炭规划基地的晋中基地，具有资源储量丰富、煤层赋存稳定、地质构造简单、煤种齐全的特点。公司建材板块的西山华通水泥和晋兴奥隆水泥正处于试生产阶段，逐步释放产能，产量增长显著。此外，公司收购水峪煤业和腾晖煤业大量股份，接管晋能控股移交的 59 座矿山以及员工，成功实现新焦煤内部资源整合的开局，盈利能力持续增强。

(2) 经营情况

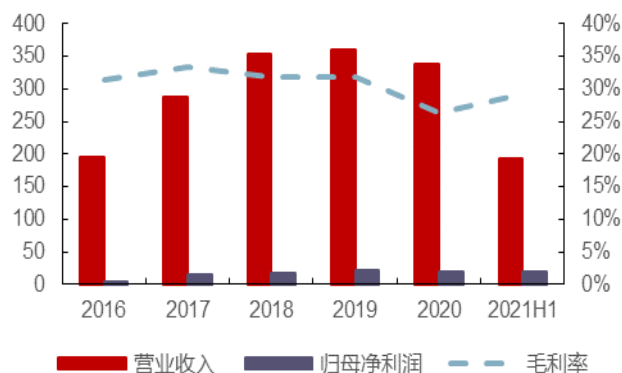
2020 年公司实现营业收入 337.57 亿元，同比增长 2.43%，归母净利润为 19.56 亿元，同比增长 14.39%。2021 年上半年，公司实现营业收入 192.27 亿元，同比增长 23.37%，实现净利润 19.44 亿元，同比增长 60.66%。

图 54：2020 年山西焦煤各板块营收占比 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 55：2016-2021H1 山西焦煤营收、归母净利润及毛利率(亿元,%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

公司拥有优质炼焦煤产能，具有较强竞争力：公司的冶炼精煤公司所属矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定。主要产品为煤炭、电力热力、焦炭及化工产品等，煤炭整体占公司营业收入比重最大；销售的主要区域包括东北、华北、南方地区的大型钢铁企业及发电企业。公司的冶炼精煤属优质炼焦煤品种，在市场上具有较强的竞争力。

产能不断释放，产量增长显著：公司 2020 年原煤产量为 3544 万吨，同比增长 3.66%；公司建材板块的西山华通水泥和晋兴奥隆水泥正处于试生产阶段，逐步释放产能，产量增长显著，2020 年产量为 320 万吨。此外，公司收购水峪煤业和腾晖煤业大量股份，接管晋能控股移交的 59 座矿山以及员工，成功实现新焦煤内部资源整合的开局，盈利能力持续增强。

焦煤盈利能力大幅提升，公司业绩有望进一步提升：煤炭营业收入占公司总营业收入一半以上，2020 年公司煤炭业务营收 177.3 亿元，毛利率为 44.43%。2021 年，国内焦煤行业供应受安全生产政策影响，海外进口缺口无法弥补，景气度持续上行，焦煤价格大幅上涨预计将带动公司业绩进一步提升。

持续降本增效，精益化管理逐步落实：公司成本管控初见成效，原煤完全成本、洗选加工费同比下降。公司提高资金归集比例，强化资金管控，全面预算管理，和预算执行力。加快盘活资产，加大清收清欠，扩大节税成果，减少消费费用。

(3) 关键假设

煤炭：考虑到目前焦煤价格仍维持在高位，焦煤供需缺口仍在，公司焦煤产量及销售保持平稳，2020 年公司焦煤销量为 2838 万吨，平均售价为 625 元/吨，我们预计 2021-2023 年公司焦煤销量分别为 3037、3128、3190 万吨，对应价格分别为 781、797、805 元/吨，对应业务收入为 237、249、257 亿元。

焦炭：公司 2020 年焦炭销量为 440 万吨，平均售价为 1676 元/吨，我们预计 2021-2023 年公司焦炭及煤气产量分比为 405、389、377 万吨，对应价格为 1864、1920、1978 元/吨，对应主营业务收入为 73.3、72.4、72.4 亿元。

其他业务：由于公司收购的西山华通水泥和晋兴奥隆水泥逐步释放产能，产量增长，且公司电力销量保持稳定增长态势，预计未来营业收入将持续增加，我们预计公司 2021-2023 年其他业务营业收入分别为 90.8、94.3、97.2 亿元。

毛利率方面：由于今年焦煤供不应求，价格大幅上涨，今年公司煤炭毛利率将大幅增长。焦炭及电力方面价格相对稳定，预计未来几年毛利率将维持现状。我们预计 2021-2023 年公司整体毛利率为 31%、31.9%、31.6%。

表 24：山西焦煤收入拆分

山西焦煤	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营业收入 (亿元)	329.6	337.6	401.3	415.9	426.2
总体营收增速	2.14%	2.41%	18.87%	3.65%	2.48%
总体毛利率	31.89%	26.24%	30.96%	31.89%	31.57%
煤炭业务营收 (亿元)	168.6	177.3	237.1	249.1	256.7
同比增速	-2.42%	5.16%	33.75%	5.06%	3.02%
毛利率	58.30%	44.43%	62.48%	63.22%	63.58%
焦炭营业收入 (亿元)	78.8	73.7	73.3	72.4	72.4
同比增速	0.11%	-6.42%	-0.64%	-1.12%	-0.09%
毛利率	6.00%	5.86%	6.00%	6.00%	6.00%
其他营业收入 (亿元)	82.2	86.5	90.8	94.3	97.2
同比增速	94.05%	5.24%	5.01%	3.84%	3.01%
毛利率	0.50%	5.10%	3.00%	3.00%	3.00%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

(4) 估值分析和盈利预测

估值分析：我们选取行业内上市公司盘江股份、平煤股份、淮北矿业作为可比公司，盘江股份主要从事煤炭的开采、洗选加工和销售以及电力的生产和销售，是西南地区最大的煤炭生产企业和炼焦煤企业。平煤股份主营业务为煤炭开采、煤炭洗选加工和煤炭销售，在矿井瓦斯治理、破解煤炭深部安全开采技术难题等方面始终走在全国的前列。淮北矿业是华东地区主要的煤炭生产企业之一，主营业务为煤炭采掘、洗选加工、销售、煤化工产品的生产、销售等，是安徽地区最大的独立焦化企业。

2021-2023 年行业平均 PE 为 9.6、8.6、7.7，山西焦煤 21 年、22 年和 23 年的 PE 高于行业平均水平。公司估值高的主要原因是公司所属矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定，销售的主要区域包括东北、华北、南方地区的大型钢铁企业及发电企业。公司的冶炼精煤属优质炼焦煤品种，在市场上具有较强的竞争力。

表 25：山西焦煤可比公司估值分析

代码	证券简称	收盘价 (元) (2021-08-13)	EPS(元)			市盈率 PE		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
600395.SH	盘江股份	9.55	0.76	0.90	1.08	12.6	10.7	8.9
601666.SH	平煤股份	8.55	0.94	1.02	1.09	9.1	8.4	7.9
600985.SH	淮北矿业	13.03	1.83	1.96	2.04	7.1	6.7	6.4
平均值						9.6	8.6	7.7
000983.SZ	山西焦煤	8.71	0.99	1.06	1.13	8.8	8.2	7.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（其中盘江股份、平煤股份、淮北矿业为 Wind 一致预期）

盈利预测：我们预测 2021-2023 年度归母净利润分别为 40.55、43.52、46.49 亿元，业绩对应 EPS 分别为 0.99、1.06、1.13 元。受益于焦煤供需缺口收紧，价格持续大幅上涨，公司作为焦煤龙头企业，将大幅受益，结合相对估值法，首次覆盖给予“增持”评级。

表 26: 山西焦煤盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	32,955	33,757	40,127	41,594	42,623
营业收入增长率	2.12%	2.43%	18.87%	3.65%	2.48%
净利润 (百万元)	1,710	1,956	4,055	4,352	4,649
净利润增长率	-5.12%	14.39%	107.26%	7.33%	6.82%
EPS (元)	0.54	0.478	0.99	1.06	1.13
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.36%	10.45%	18.13%	16.75%	15.57%
P/E	16	18.2	8.8	8.2	7.7
P/B	1	1.9	1.6	1.4	1.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-08-13

风险提示: 粗钢产量大幅压减, 导致焦煤需求下滑; 宏观经济大幅走弱。

4.4.9、云铝股份: 量价齐升, 业绩有望加速释放

云铝股份 2021 年第一季度, 公司实现营业收入 101.10 亿元, 同比增长 68.69%, 实现归母净利润 6.82 亿元, 同比增长 276.86%。公司预计第二季度实现净利润 11.18-13.18 亿元, 同比增长 1694.05%-2014.99%。

公司是云南水电铝生产企业, 致力于水电铝加工一体化, 目前已构建了从铝土矿开采、氧化铝生产、电解铝冶炼、铝加工及铝用炭素制品生产为一体的完整铝产业链。截至 2020 年末, 公司拥有年产铝土矿 304 万吨、氧化铝 140 万吨、水电铝 278 万吨、铝合金及铝加工 150 万吨、炭素制品 80 万吨的生产能力。公司仍有多个电解铝投产项目在建, 后续将逐步投产。

在“碳中和”背景下, 电解铝行业受短期区域限电以及中期产能红线的双重限制, 景气度持续提升, 电解铝价格持续攀升。

盈利预测: 维持盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 44.35、55.47、64.29 亿元, 对应 EPS 分别为 1.42、1.77、2.06 元, 维持“增持”评级。

表 27: 云铝股份盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	24,284	29,573	44,654	52,176	58,194
营业收入增长率	11.96%	21.78%	51.00%	16.85%	11.53%
净利润 (百万元)	495	903	4,435	5,547	6,429
净利润增长率	-133.78%	82.25%	391.41%	25.06%	15.91%
EPS (元)	0.16	0.29	1.42	1.77	2.06
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.54%	7.65%	27.31%	27.48%	26.43%
P/E	96.5	52.9	10.8	8.6	7.4
P/B	4.4	4.0	2.9	2.4	2.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-08-13

风险提示: 电解铝项目投产进度不及预期; 云南电力供应紧张使产能释放不确定。

5、风险分析

(1) 需求显著低迷。金属下游分布在地产、基建、机械、汽车等行业, 如果宏观经济平稳, 需求是具备韧性的, 短期难以显著波动。但如果宏观经济严重低迷, 或贸易摩擦升级, 可能会造成钢铁、有色需求显著下降的风险, 同时带动原料方面包括煤炭在内需求下降的风险, 届时企业盈利水平可能难以支撑。

(2) 下半年周期行业供应压减不及预期。“碳达峰、碳中和”背景下，市场预期 2021 年钢铁、电解铝行业供应大幅收窄，如若后期减产政策执行力度放松，导致钢铁、电解铝供应量超出市场预期，可能会造成价格回落。

(3) 海外煤炭进口大幅增量，带动国内煤炭供需缺口收窄，可能会造成煤炭价格回落。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE