

曲折中复苏 有色金属维持强势

——有色金属行业 2022 年投资策略报告

强于大市 (维持)

2021 年 12 月 06 日

行业核心观点:

2021 年全球经济持续复苏,但疫情仍然没有结束的征兆,德尔塔病毒正迅速传播,南非最新发现的变种病毒 Omicron 已经在世界范围开始传播,为世界经济的复苏增加了不确定性。我国疫情整体处于可控状态,第三针加强针已开始接种,但不断出现的小规模疫情为经济复苏带来了干扰,预期会增加经济复苏所需要花费的时间。对于美国来说,十年期国债的利率与实际利率的差值不断扩大,较高的通货膨胀促使美联储开始了 Taper,预期美联储明年 6 月份将会首次加息,预计伴随经济复苏而增长的有色金属价格将会回落,但考虑到下游行业的景气度与未来的不确定性,价格的回落十分有限。电力短缺、疫情反复以及库存的迅速减少等因素导致了铜价的上升,考虑到疫情扩散使得不确定性增强,铜矿开工率不足,铜供给端受扰,下游需求行业景气度提升的情况,预计未来铜价仍将维持高位运行。在“双碳”政策和能源双控政策的背景下,预计铝供不应求的状态将会继续维持,一方面是拉闸限电引起的部分工厂停工和电力成本提高,另一方面则是新能源相关产业对铝的需求不断提高,铝的价格在长期有支撑。

投资要点:

铜行业仍将维持高景气:铜的供给很大程度上受到了电力短缺和疫情反复的影响,这导致了铜价的上升,去库存在一定程度上缓解了铜价的上涨压力,但目前铜库存已然见底,虽然明年 6 月美联储可能进行加息,但变种病毒 Omicron 的扩散带来了很大的不确定性,铜价未必会下降。铜下游的电力、家电、房地产等行业的景气度已经有所提升,而

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

相关研究

经济复苏进行时 有色金属顺势而起
周期继续发酵,回调不改看好
万联证券研究所 20210324-行业专题报告
-AAA-有色

分析师: 夏振荣
执业证书编号: S0270520090002
电话: 01056508505
邮箱: xiazr@wlzq.com.cn

成为了铜行业新的增长，建议关注相关企业投资机会。

“双碳”政策助力铝行业：2021年8月17日，发改委发布的《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》导致部分省份采取了限电政策，电力供应不足导致部分高能耗企业无法开工，铝供给下降，价格上涨，“双碳”政策的要求在降低了铝供给的同时，增加了铝下游新能源相关产业对铝的需求，铝价长期来看是有支撑的。未来预计将通过水电、光电和再生铝来满足对铝的需求，建议关注相关企业的投资机会。

风险因素：全球经济形势、各国央行政策的不确定性、需求不及预期、疫情反复

正文目录

1 宏观环境——经济于曲折中复苏.....	5
2 有色金属回顾——有色金属价格高位运行.....	8
3 行业策略.....	12
3.1 铜行业仍将维持高景气.....	12
3.1.1 铜价高位运行有支撑.....	12
3.1.2 下游产业带动铜需求.....	14
3.2 “双碳”政策助力铝行业.....	15
3.2.1 政策因素致供需错配.....	15
3.2.2 经济持续复苏带动需求.....	17
4 投资建议.....	18
5 风险提示.....	19

图表 1: 2021 年 1-10 月我国疫情现存确诊人数.....	5
图表 2: 《世界经济展望》产出预测表 (%).....	5
图表 3: 全球主要经济体 PMI 值 (%).....	6
图表 4: 2021 年 1-10 月美元指数.....	7
图表 5: 2021 年 1-10 月美国十年期国债到期收益率 (%).....	7
图表 6: 中国与美国失业率 (%).....	7
图表 7: 2021 年 1-10 月美国十年期国债实际收益率 (%).....	7
图表 8: 2021 年 1-10 月黄金价格 (美元/盎司) (元/克).....	8
图表 9: 2021 年 1-10 月, 中信一级行业涨跌幅 (%).....	9
图表 10: 2021 年 1-10 月, 有色子板块涨跌幅 (%).....	9
图表 11: 2021 年 1-10 月, 黄金(中信)指数走势.....	9
图表 12: 2021 年 1-10 月, 稀土及磁性材料(中信)指数走势.....	10
图表 13: 2021 年 1-10 月, 钨(中信)指数走势.....	10
图表 14: 2021 年 1-10 月, 铅锌(中信)指数走势.....	11
图表 15: 2021 年 1-10 月, 镍钴锡铋(中信)指数走势.....	11
图表 16: 2021 年 1-10 月, 铝(中信)指数走势.....	11
图表 17: 2021 年 1-10 月, 铜(中信)指数走势.....	11
图表 18: 2021 年 1-10 月铜价.....	12
图表 19: 2021 年 1-11 月铜库存情况 (吨).....	13
图表 20: 中国铜冶炼厂粗炼费(TC) (美元/吨).....	13
图表 21: ICSG 全球精铜供需平衡 (千吨).....	13
图表 22: ICSG 铜精矿和精铜产能利用率 (%).....	13
图表 23: 中国发电设备情况 (万千瓦) (%).....	14
图表 24: 国内空调线上市场销售情况 (亿元) (%).....	14
图表 25: 中国电力工程投资情况 (亿元) (%).....	14
图表 26: 中国电网工程投资情况 (亿元) (%).....	14
图表 27: 中国电池级铜箔价格 (元/公斤).....	15
图表 28: LME 铝价 (美元/吨).....	16
图表 29: 原铝供需平衡 (千吨).....	16

..... 16

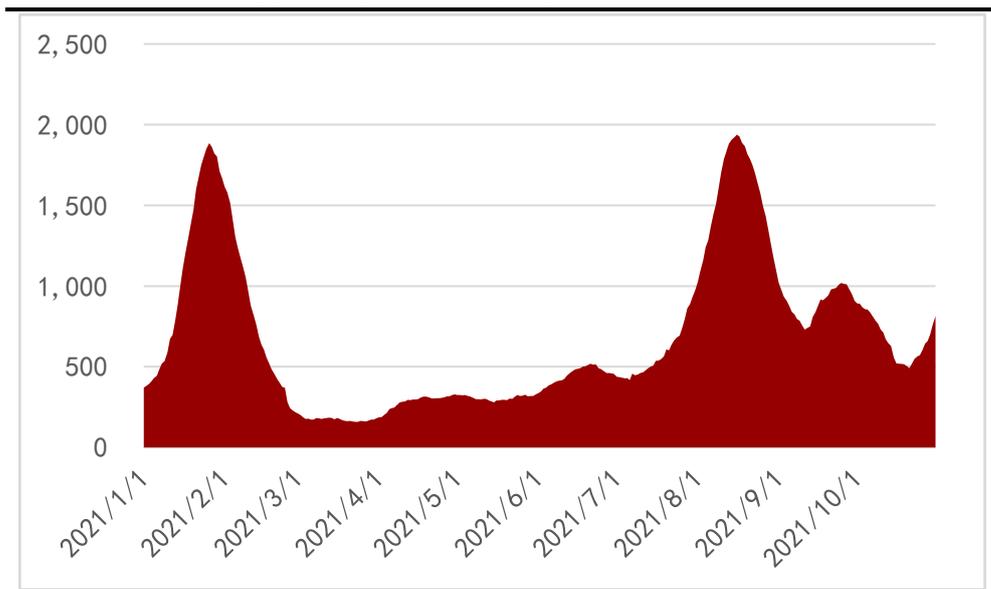
图表 31: 2021 年 1-10 月新能源汽车产量 (辆).....	17
--------------------------------------	----

图表 32: 太阳能电池产量 (万千瓦) (%)	17
图表 33: 房地产开发投资情况: 住宅	18
图表 34: 房地产开发投资情况: 办公楼	18

1 宏观环境——经济于曲折中复苏

2021年，随着新冠疫苗的普及，全球经济持续复苏，但疫情仍然没有结束的征兆，德尔塔病毒正迅速传播，南非也发现了新的变种病毒，并被世界卫生组织命名为Omicron，且被列为“需要关注”的该病毒已经在世界范围开始传播，这给世界带来了更多的不确定性。虽然我国疫情整体处于可控状态，第三针加强针也开始接种，但不断出现的小规模疫情，使得我国始终存在一定数量的现存确诊病例，这不会改变经济复苏的趋势，但会延长其所需要花费的时间。

图表1: 2021年1-10月我国疫情现存确诊人数



资料来源: WIND、万联证券研究所

从宏观数据来看，我国GDP一季度同比增长速度为18.3%，环比增长速度为0.2%，二季度同比增长速度为7.9%，环比增长速度为1.2%，三季度同比增长速度为4.9%，环比增长速度为0.2%。三季度GDP增长速度明显放缓，低于市场的预期，主要是由于疫情、国内能耗双控政策和大宗商品价格高位等因素的影响，预计四季度维持高速增长的压力较大。2021年10月14日世界货币基金组织发布《世界经济展望》，认为2021年全球经济将增长5.9%，低于7月预测的6%，中国经济将增长8%，也低于此前预测的8.1%。不同国家的前景表现出分化，发达国家将更快的恢复，预计2024年可以超出疫情前的产出，发展中国家（除中国）和新兴市场的产出仍将比疫情前低约5.5%，这主要是由于发达国家有近60%的人口接种了疫苗，加强针也开始了接种，正在朝着群体免疫的方向发展，但低收入国家仍有约90%的人口没能接种疫苗。

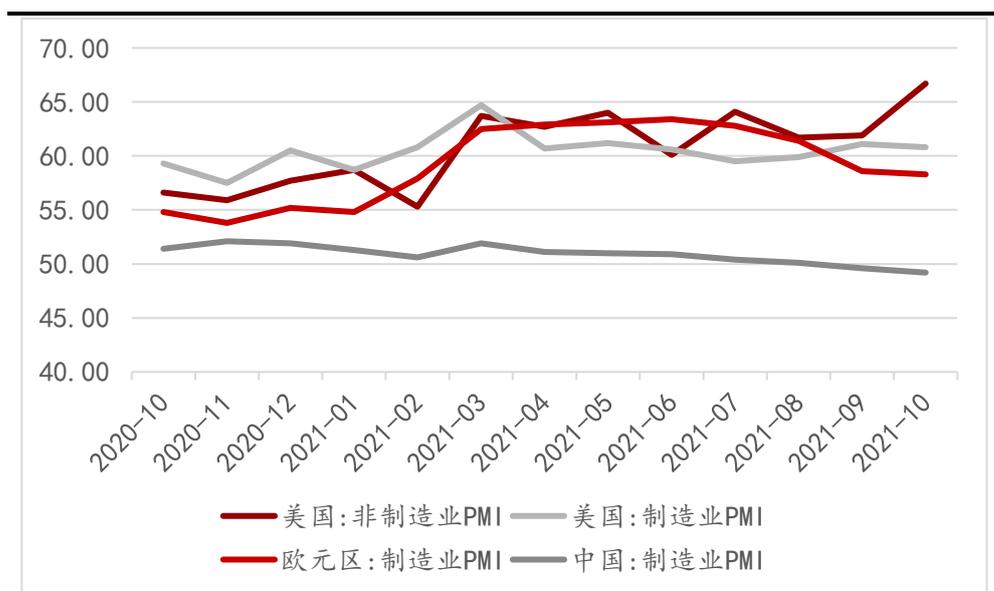
图表2: 《世界经济展望》产出预测表 (%)

(实际GDP, 年百分比变化)	预测值		
	2020	2021	2022
世界产出	-3.1	5.9	4.9
发达经济体	-4.5	5.2	4.5
美国	-3.4	6.0	5.2
欧元区	-6.3	5.0	4.3
德国	-4.6	3.1	4.6
法国	-8.0	6.3	3.9
意大利	-8.9	5.8	4.2
西班牙	-10.8	5.7	6.4
日本	-4.6	2.4	3.2
英国	-9.8	6.8	5.0
加拿大	-5.3	5.7	4.9
其他发达经济体	-1.9	4.6	3.7
新兴市场和发展中经济体	-2.1	6.4	5.1
亚洲新兴市场和发展中经济体	-0.8	7.2	6.3
中国	2.3	8.0	5.6
印度	-7.3	9.5	8.5
东盟五国	-3.4	2.9	5.8
欧洲新兴市场和发展中经济体	-2.0	6.0	3.6
俄罗斯	-3.0	4.7	2.9
拉丁美洲和加勒比	-7.0	6.3	3.0
巴西	-4.1	5.2	1.5
墨西哥	-8.3	6.2	4.0
中东和中亚	-2.8	4.1	4.1
沙特阿拉伯	-4.1	2.8	4.8
撒哈拉以南非洲	-1.7	3.7	3.8
尼日利亚	-1.8	2.6	2.7
南非	-6.4	5.0	2.2
备忘项			
新兴市场 and 中等收入经济体	-2.3	6.7	5.1
低收入发展中国家	0.1	3.0	5.3

资料来源：世界货币基金组织、万联证券研究所

国外主要经济体PMI指数今年始终维持在50%的枯荣线上方。根据wind公布的数据，欧元区采购经理人指数（PMI）7-10月的值分别为62.8，61.4，58.6和58.3，中国PMI分别为50.4，50.1，49.6和49.2，美国制造业7-10月PMI分别为59.5，59.9，61.1和60.8，非制造业PMI分别为64.1、61.7，61.9和66.7。美国和欧洲的PMI指数较高，说明其处于快速恢复的阶段，而中国的PMI指数已降低到50以下，主要是由于疫情的反复、大宗商品价格高位运行以及能耗双控政策导致的工厂停工。

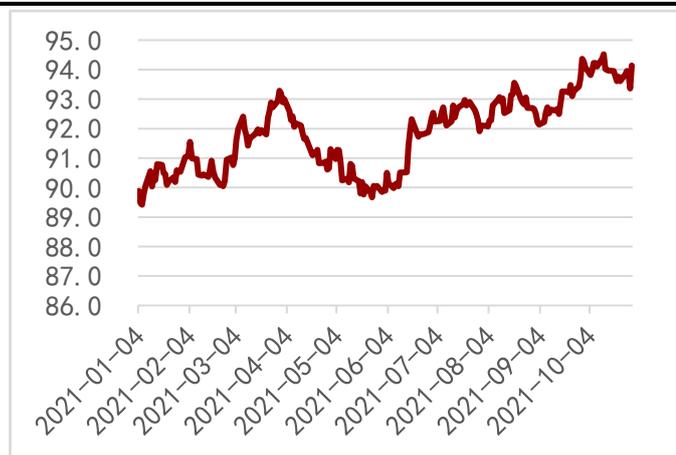
图表3: 全球主要经济体PMI值 (%)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

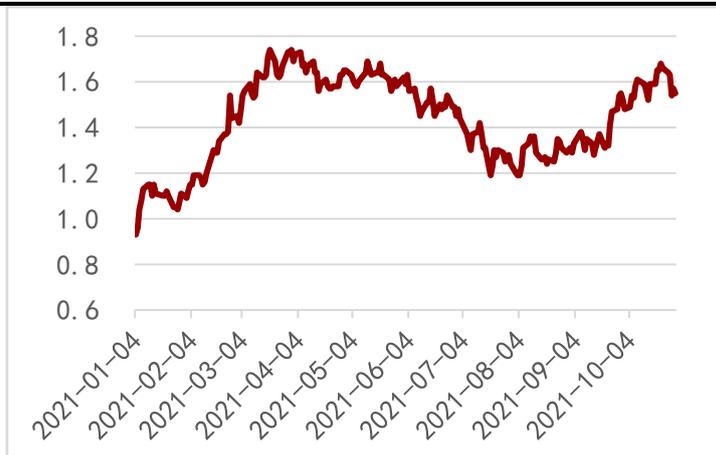
新冠疫情发生后, 美国失业率大幅增长, 最高时达到14.8%, 而今年以来整体处于下降趋势, 截止2021年10月, 美国失业率已经降至4.6%, 低于中国4.9%的失业率, 预计美国失业率明年可能恢复到疫情前3.5%的水平。美元指数在1-10月间从89.88上升至94.14, 增长了4.74%, 美国十年期国债收益率在经历了下降后开始上涨。11月4日美联储宣布维持现行利率0%-0.25%不变, 并于11月启动Taper, 每月资产购买规模减少150亿美元, 如果保持这一缩减购债的速度不变, 美联储将于明年6月结束资产购买计划, 预期美联储首次加息将会在明年6月, 但是新冠病毒最新变异毒株Omicron给市场带来了更多的不确定性。

图表4: 2021年1-10月美元指数



资料来源: WIND, 万联证券研究所

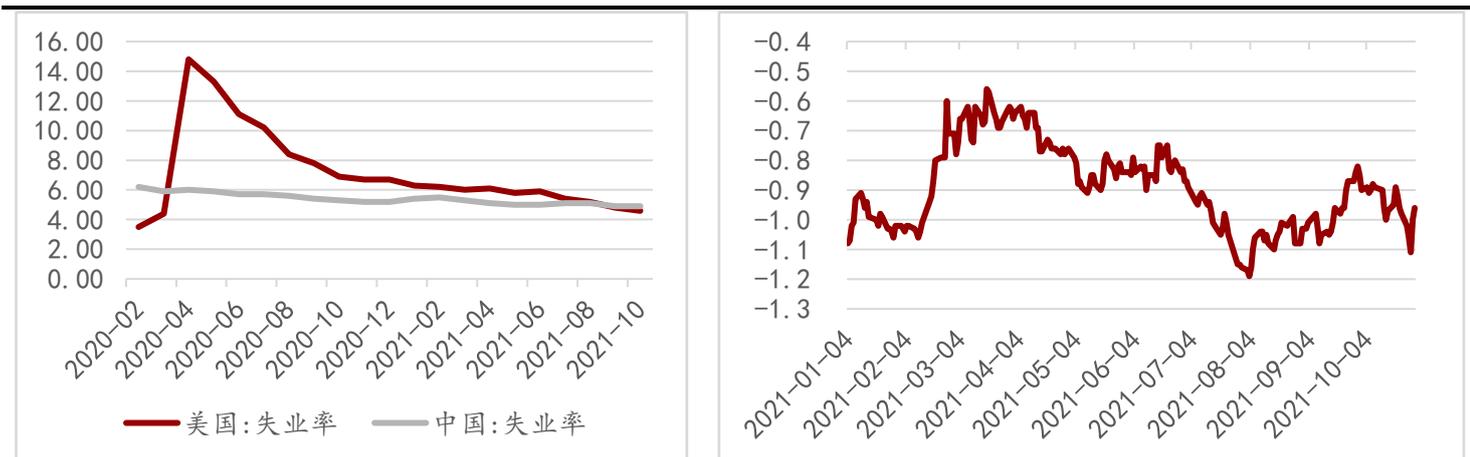
图表5: 2021年1-10月美国十年期国债到期收益率 (%)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表6: 中国与美国失业率 (%)

图表7: 2021年1-10月美国十年期国债实际收益率 (%)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

资料来源: WIND, 万联证券研究所

美国十年期国债实际收益率在下半年处于下降趋势, 而十年期国债到期收益率整体处于上升趋势, 即通货膨胀率在上升, 而疫情的不确定性将会加速通胀的上升, 或许会导致美联储加速缩减购债, 对于加息的预期或许会提前。但是对于通胀上升的预期以及最新变异毒株Omicron在世界范围内的扩散, 都增加了未来经济的不确定性, 对于黄金价格将带来支撑, 预期未来黄金价格将会上涨, 但从长期来看, 美联储的缩减购债和加息将会解决较高的通胀, 从而限制黄金的上涨。

图表8: 2021年1-10月黄金价格(美元/盎司)(元/克)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

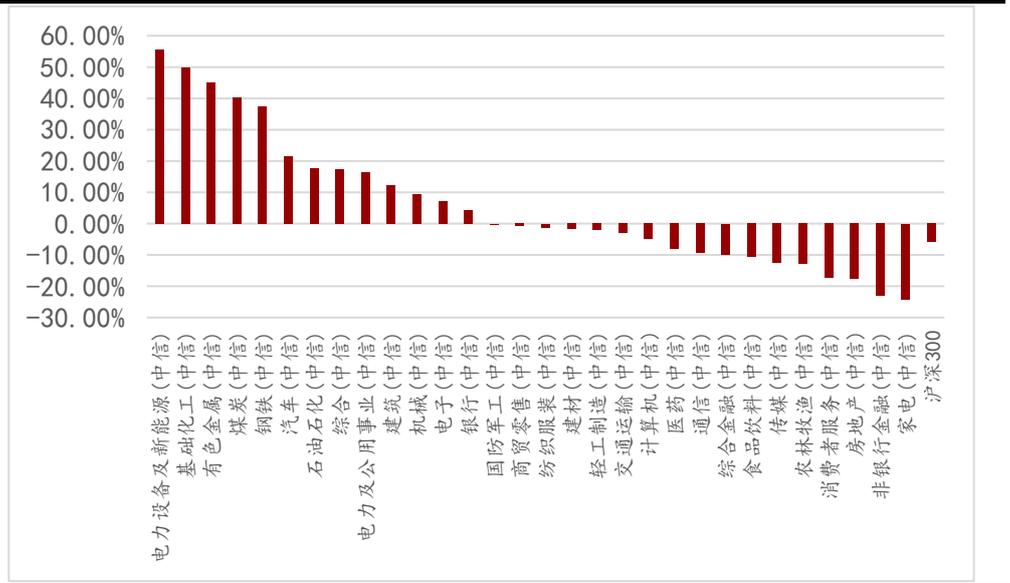
2 有色金属回顾—有色金属价格高位运行

2021年以来, 有色金属价格持续上涨, 且长期维持高位运行, 带动了有色金属行业的景气度提升, 主要是由于部分有色金属主产国疫情仍在持续, 运输困难, 全球主要经济体疫苗的普及和开始第三针加强针的接种, 世界经济形势向好, 对基本金属的需求持续上涨, 而下半年全球能源短缺以及新变异毒株的全球扩散, 在很大程度上影响了

价格有支撑, 预计明

年将持续维持高位运行。2021年1-10月，有色金属板块表现强势，上涨了45.02%，在30个中信一级行业中，涨幅排在第3名，仅次于电力设备及新能源板块的55.47%和基础化工板块的49.8%。期间沪深300指数下跌了5.81%，有色金属板块跑赢大盘50.83个百分点。

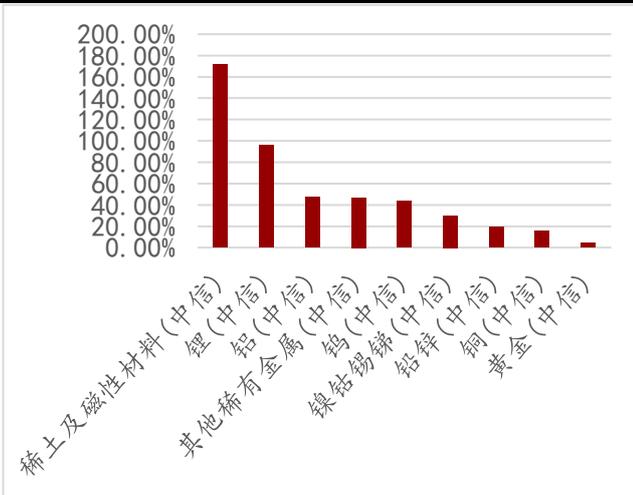
图表9：2021年1-10月，中信一级行业涨跌幅（%）



资料来源：WIND、万联证券研究所

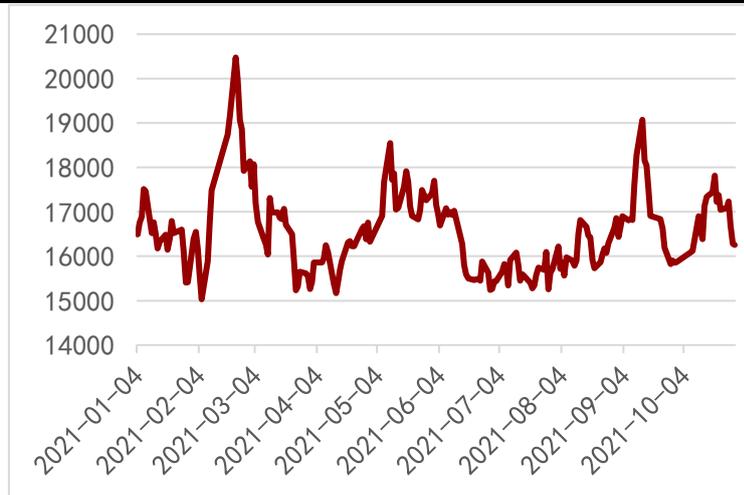
有色金属子板块受益于全球经济的持续复苏以及有色金属价格的持续上升，2021年1-10月所有的子板块均有不同程度的上涨，表现强势。按照中信三级行业分类，稀土及磁性材料板块涨幅最大，达到171.52%，其次是锂板块和铝板块，分别上涨了95.89%和47.04%，其他稀有金属板块、钨、镍钴锡铋、铅锌、和铜板块分别上涨了46.83%、43.90%、30.03%、18.99%和15.35%，而涨幅最小的是黄金板块，年初至今上涨了4.17%。

图表10：2021年1-10月，有色子板块涨跌幅（%）



资料来源：WIND、万联证券研究所

图表11：2021年1-10月，黄金(中信)指数走势



资料来源：WIND、万联证券研究所

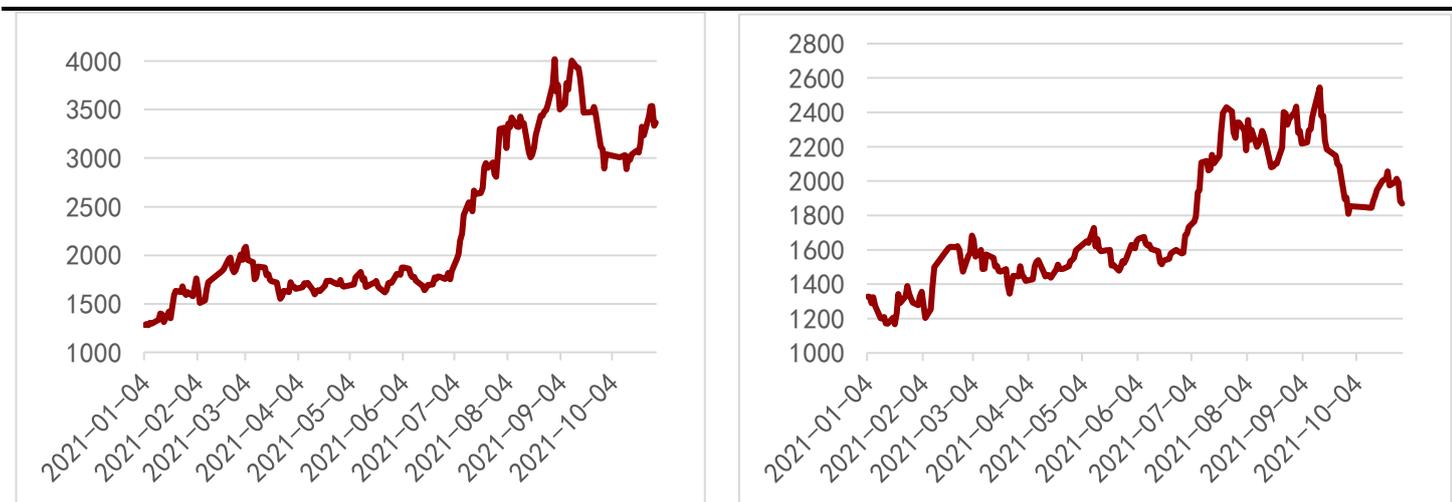
黄金板块：年初宽松的货币政策、高通胀预期以及美国申请失业金人数增加使人们有

使得黄金板块下行，

此后由于较高的通货膨胀率、地缘政治摩擦以及经济数据不及预期等因素使得黄金板块震荡。而随着三季度末时，全球疫情有所反复、能源供应短缺和大宗商品价格上涨，使得黄金板块进行了调整，随着Omicron在全球的扩散，避险需求使得黄金板块再次被看好，而Taper的持续进行以及加息预期，进一步提高了对于黄金的需求，预计黄金板块在明年仍然具有较高的投资价值。

图表12: 2021年1-10月，稀土及磁性材料(中信)指数走势

图表13: 2021年1-10月，钨(中信)指数走势



资料来源: WIND、万联证券研究所

资料来源: WIND、万联证券研究所

稀土及磁性材料板块: 上半年稀土市场供给疲软，后续价格持续上涨，需求较少，稀土板块维持震荡调整。七月初，工信部表示将要推动《稀土条例》尽快出台，叠加稀土下游产业景气度高、需求上涨，稀土及磁性材料板块大幅上涨，后续由于煤电供应不足、散发疫情等因素使得稀土及磁性材料板块有所下跌。2021年9月23日，五矿稀土股份有限公司接到中国五矿集团有限公司通知，中国铝业集团有限公司、中国五矿集团有限公司、赣州市人民政府等正在筹划相关稀土资产的战略性重组，这可能会打破2019年形成的“5+1”南北六大稀土集团(中国铝业、北方稀土、厦门钨业、中国五矿、广东稀土、南方稀土)格局，若是重组成功将形成南北各一大型稀土集团的格局，行业集中度将加强，议价能力提高，更好地反映出稀土应有的价值。而新能源汽车、风电以及空调等下游行业对稀土的需求不断提高，稀土板块的价值凸显。

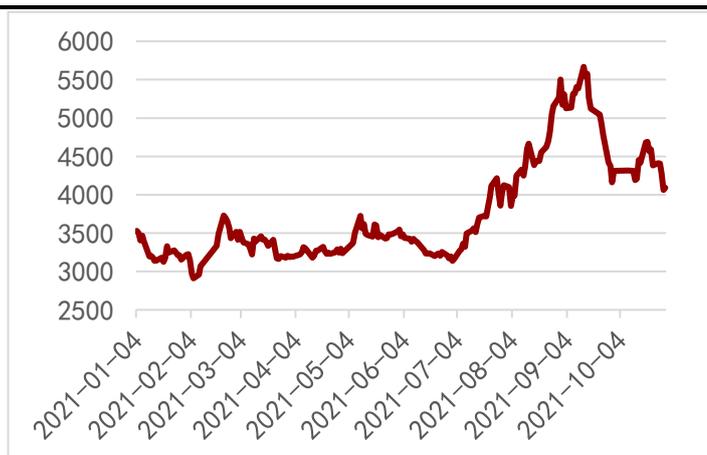
钨板块: 年初受金属价格上涨的影响，钨板块震荡上行。三季度时，经济社会发展持续向好，宏观经济稳定，经济指标较好，带动行业景气度提升，钨板块大幅上涨。后续也受到疫情反复和国内限电政策等因素的影响，钨板块有所调整。2021年11月12日，三部门联合发文《推进资源型地区高质量发展“十四五”实施方案》，要求加强对战略性矿产资源调查评价、勘查和开发利用的统一规划，加大石油、天然气、铜、铬、钨、稀土、晶质石墨等战略性矿产资源勘查，做好重要矿产资源战略接续，预计未来钨板块将持续向好的发展。

铅锌板块: 年初由于供给不足，导致铅锌价格上涨，铅锌板块上行。后续受到能耗双控政策的影响，开工率下跌，铅锌板块震荡运行。下半年以来，经济持续复苏，能源成本上升导致铅锌金属的价格持续上涨，使得板块上行，又因疫情原因有所下跌。在10月13日，全球最大的锌冶炼企业之一Nyrstar宣布，将进一步削减其在比利时、法国和荷兰的三家冶炼厂的锌产量，产能共计70万吨，减产幅度为50%。11月15日，国家发展改革委等部门关于发布《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021

改造，有效遏制“两

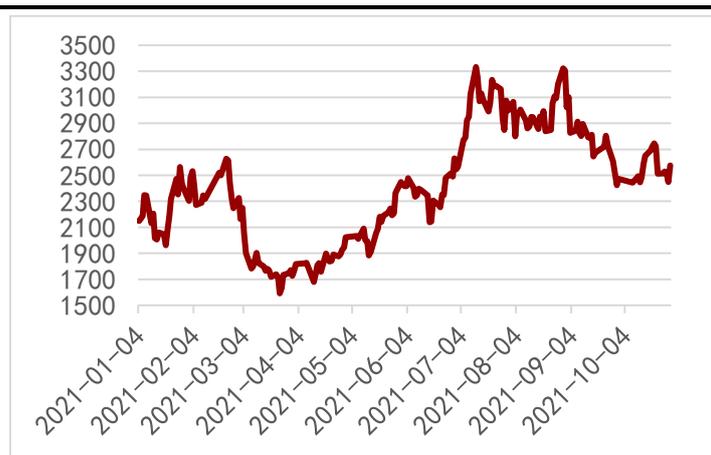
高”项目盲目发展，预计铅锌板块将继续成长。

图表14: 2021年1-10月, 铅锌(中信)指数走势



资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表15: 2021年1-10月, 镍钴锡铟(中信)指数走势



资料来源: WIND, 万联证券研究所

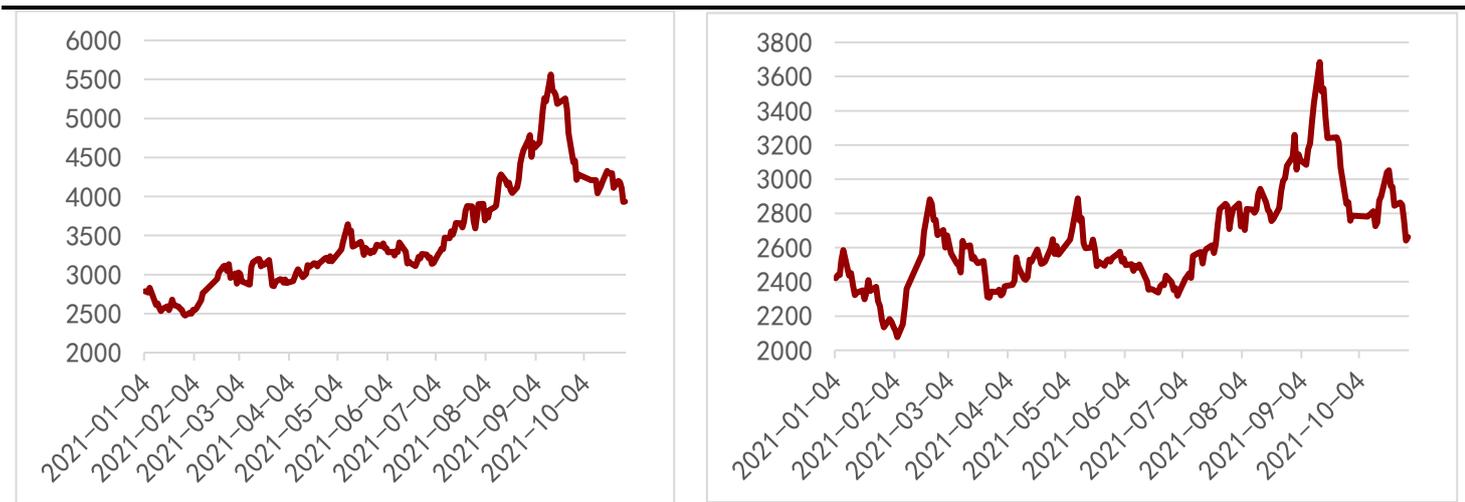
镍钴锡铟板块: 年初整体供应不足, 导致金属价格升高, 板块震荡上行。由于地缘政治因素的负面影响, 市场担忧情绪扩散, 镍钴锡铟板块大幅下调。后续随着经济形势不断向好、下游行业的需求增加以及金属价格的上涨, 板块维持上涨趋势。下半年由于能耗双控政策、疫情反复等因素, 镍钴锡铟板块震荡下行, 明年在经济不断复苏的情况下, 下游行业复苏, 镍钴锡铟板块将不断收益于需求的提升。

铝板块: 年初, 国内由于春节将近, 终端产业放假, 开工率下降, 需求不振, 基本面走弱, 铝板块下行。节后随着疫苗的普及, 经济复苏预期强烈, 下游需求增加, 带动铝价整体上升, 铝板块维持震荡上行半年之久。在三季度后, 各地限电政策导致制造业受到影响, 行业开工率下降, 下游需求减少, 导致铝板块震荡下行, 在“双碳”政策和拉闸限电的背景下, 预计铝未来将持续受益于供需错配以及下游行业的高景气度。

铜板块: 年初许多铜矿处于停工状态, 库存下降, 引发市场担忧, 铜板块下行。后续经济景气程度上升, 铜价迅速上涨, 叠加供给端扰动以及下游需求不足, 铜板块始终处于震荡波动状态。在下半年时, 铜矿供给端受扰, 但需求旺盛, 铜价上, 叠加经济复苏预期, 铜板块开始稳定上行。在能耗双控政策趋严后, 能源成本上涨, 行业景气度受到影响, 此外全球疫情反复, 导致铜板块震荡下行, 但铜箔在新能源行业的应用为铜板块带来了新的增长点, 预计明年在美联储缩减购债和加息的背景下仍能维持高价, 维持板块的强势。

图表16: 2021年1-10月, 铝(中信)指数走势

图表17: 2021年1-10月, 铜(中信)指数走势



资料来源: WIND、万联证券研究所

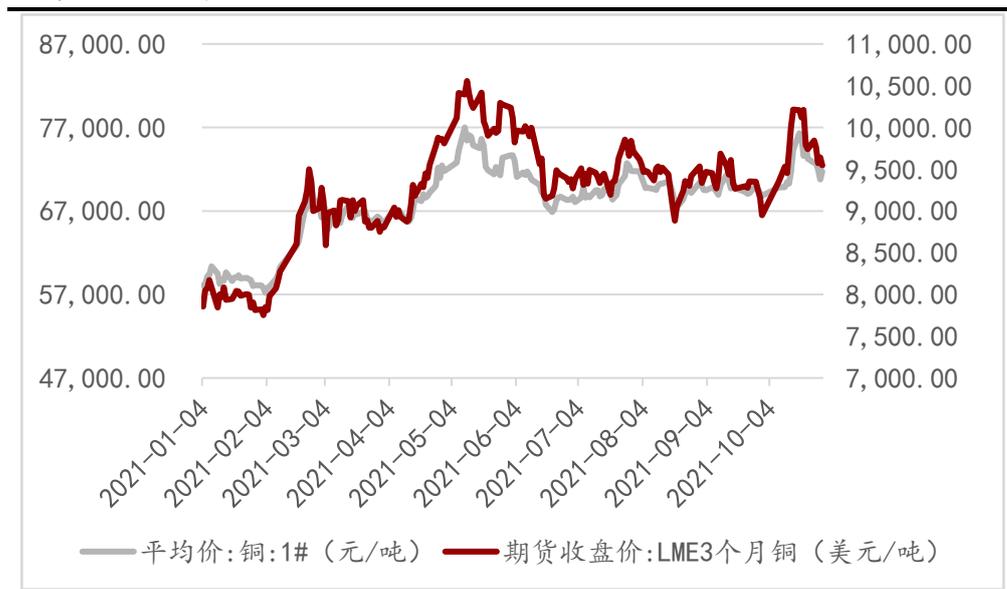
资料来源: WIND、万联证券研究所

3 行业策略

3.1 铜行业仍将维持高景气

3.1.1 铜价高位运行有支撑

图表18: 2021年1-10月铜价



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

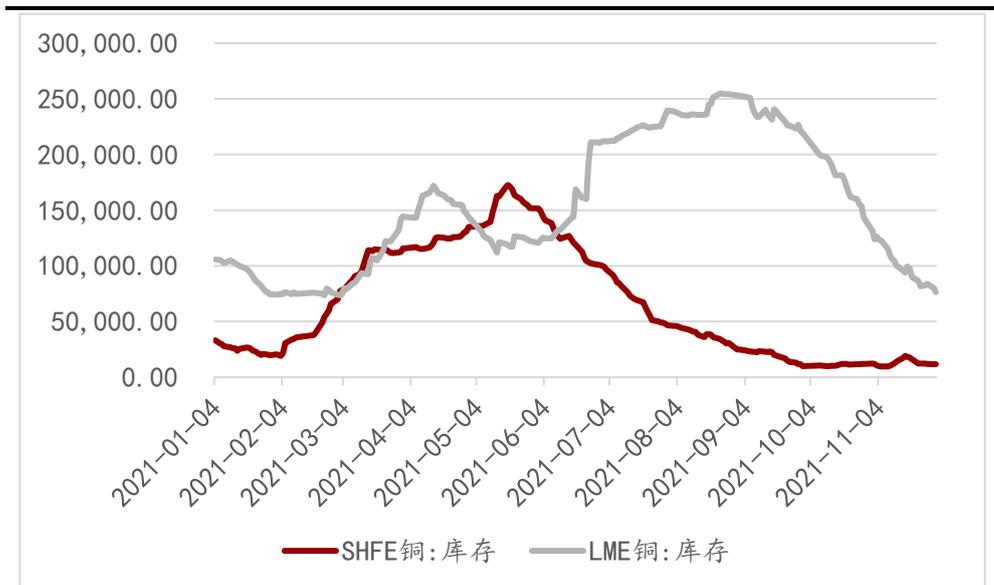
2021年,铜价在年中达到价格顶峰后,虽然有所回调,但仍然处于高位运行。供需错配是一个重要的原因,电力短缺、疫情反复以及库存的迅速减少都导致了铜价的上升。虽然美联储于11月4日提出了Taper,并预期在2022年的6月进行加息,这对铜价产生了压力,但Omicron在全球范围的传播已经影响了世界经济复苏的进程,预期会花费更长的时间才能回到疫情前的水平与解决较高的通胀。

LME全球铜库存与SHFE的铜库存均表现出了明显的下降,相对于年初分别降低了64.4%和27.74%,也对铜价起到了一定的支撑作用,国家多次抛储调控大宗商品价格,在一定程度上抑制了铜价的上涨,由于铜的外部进口不足和内部供给不足,SHFE的铜

的罢工,供给端受

扰严重，铜矿的增长低于预期，在新变种扩散的情况下，明年的铜矿产量是否能够满足需求，要打一个问号。

图表19: 2021年1-11月铜库存情况(吨)



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

而随着国家的抛储，铜冶炼厂粗炼费不断上涨，从最低点的28.5美元/吨涨至62.8美元/吨，即铜行业的部分利润从上游采矿企业转移到了中游加工企业，叠加限电限产政策的放松，预计中下游的开工率将会进一步提升，需求有所提升。

图表20: 中国铜冶炼厂粗炼费(TC)(美元/吨)

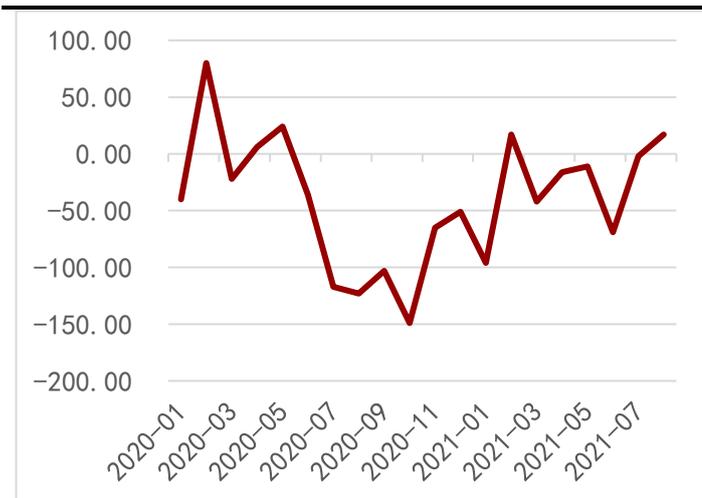


资料来源: WIND、万联证券研究所

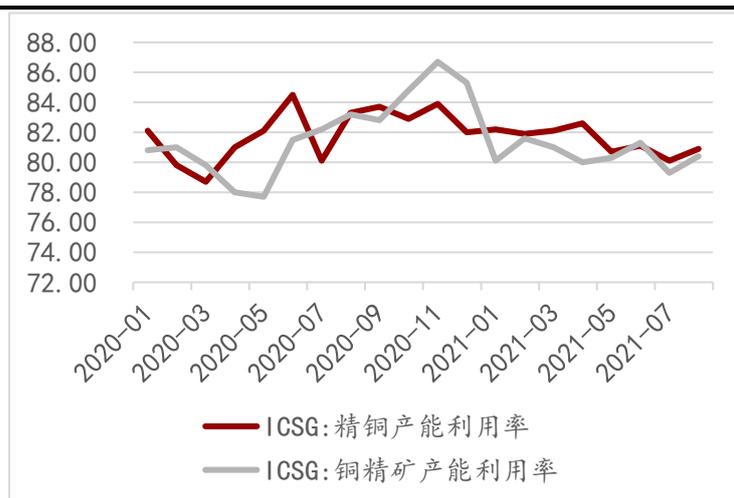
2020-2021年大部分时候精铜都处于供不应求的状态下，最高时差额达到了14.9万吨。2021年以来ICSG铜精矿和精铜的产能利用率处于缓慢下降的趋势，精铜产能利用率于2021年7月跌至80.1%，铜精矿产能利用率跌至79.3%。

图表21: ICSG全球精铜供需平衡(千吨)

图表22: ICSG铜精矿和精铜产能利用率(%)



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

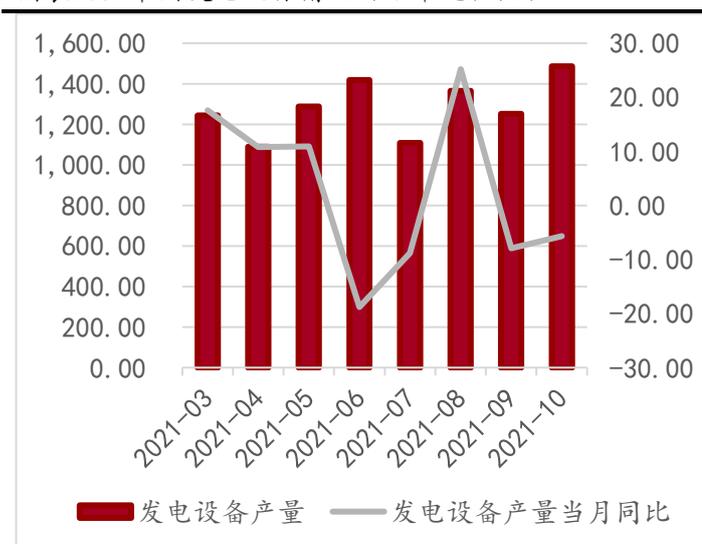


资料来源: 同花顺、万联证券研究所

3.1.2 下游产业带动铜需求

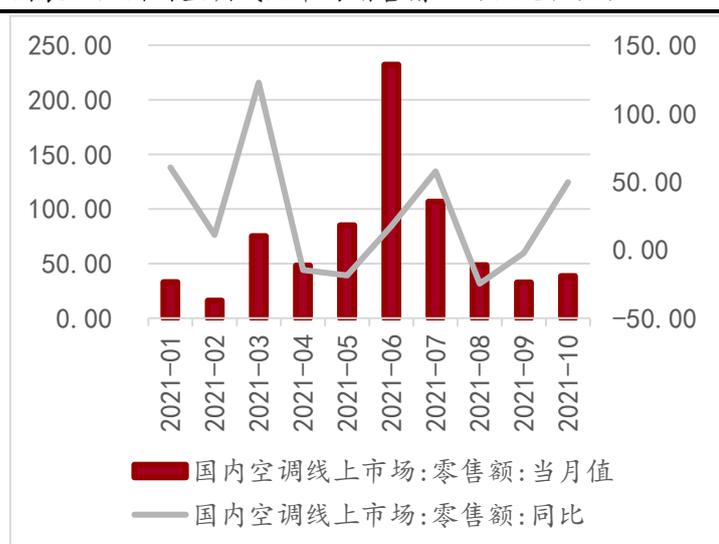
铜下游主要为电力、家电、房地产等行业，而自从空调能效新国标开始实施后，空调的成本上升，销量下降，但是价格也同时上涨了，总体来看销售额反而提高了，更高的成本及要求反而会推动行业向好发展，我们认为空调行业目前处于结构调整期，未来将会迎来增长。

图表23: 中国发电设备情况 (万千瓦) (%)



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

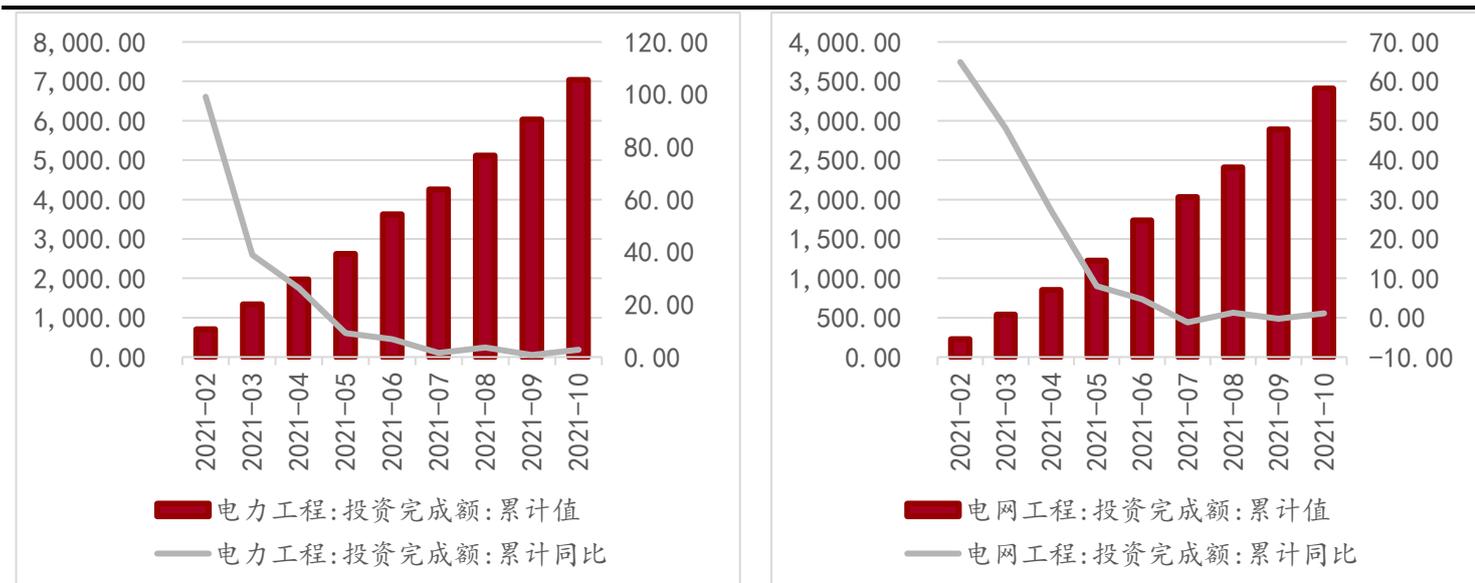
图表24: 国内空调线上市场销售情况 (亿元) (%)



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

图表25: 中国电力工程投资情况 (亿元) (%)

图表26: 中国电网工程投资情况 (亿元) (%)

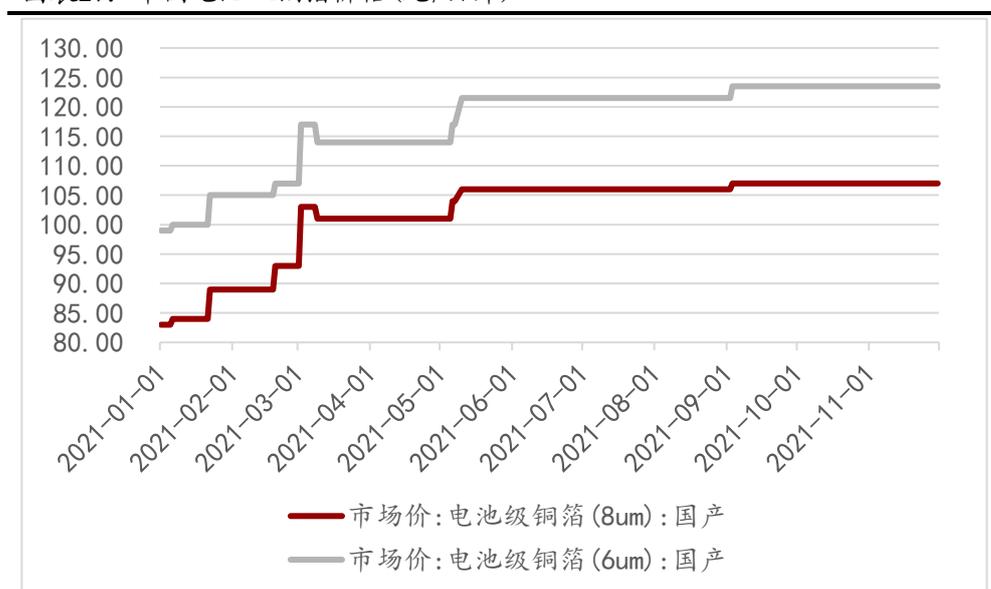


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

对于发电设备来说, 各个月份发电设备产量是比较平均的, 相差不大。2021年上半年相对去年有一个显著的增长, 而下半年表现则不及去年同期, 除8月的同比增长率为25.2%外, 下半年其余月份同比增长均为负值。对于我国的电力工程和电网工程来说, 各个月份的投资值比较平均, 累计值呈现阶梯状上升, 均在年初相对去年增长较多。但电力工程同比增长率均大于0, 而电网工程则存在部分月份的同比增长率略低于0。

图表27: 中国电池级铜箔价格(元/公斤)



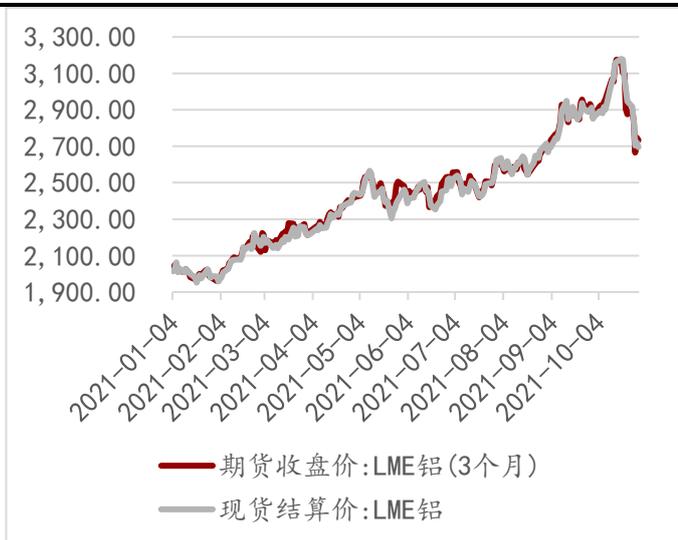
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

铜箔是锂电、电子领域重要的基础材料。在锂电池发展初期, 多采用生产工艺复杂、成本高的压延铜箔作为负极集流体。随着技术发展, 电解工艺的生产效率高、成本低等优势逐渐凸显, 成为锂电铜箔的主流工艺路线。未来在电解铜箔技术路线中, 轻薄化有望成为下一代产品的技术方向, 即从当前主流的8 μ m超薄锂电铜箔往6 μ m、甚至4-4.5 μ m极薄锂电铜箔发展。而今年以来电池级铜箔的价格一直在上升, 预计未来将是铜行业新的增长点。

3.2 “双碳”政策助力铝行业

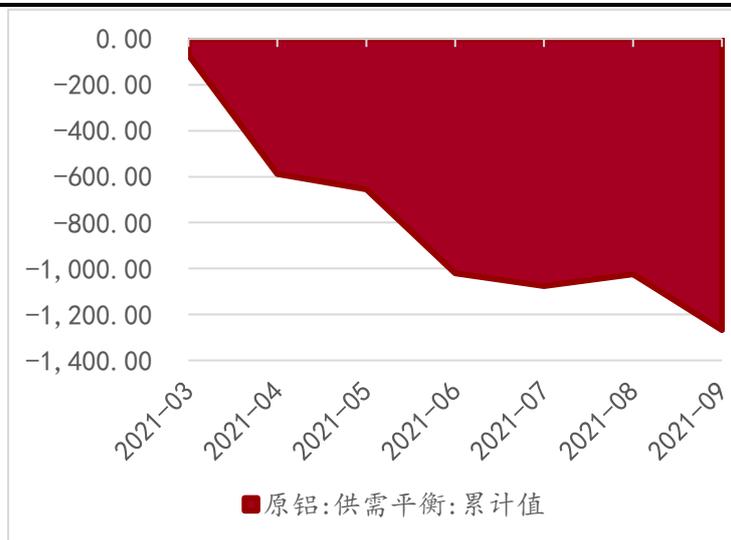
中国于2021年3月提出“双碳”目标，力争在2030年前实现碳达峰，2060年前实现碳中和。由于铝冶炼行业在2020年碳排放约5亿吨，占有色行业总排放量的76%，所以必然会限制铝冶炼行业，影响铝的供给，而为了发展新能源汽车和光伏产业对铝提出了需求，此消彼长。2021年原铝在我国维持供不应求的状态，这也使得铝价在今年整体呈现上升趋势，只在十月由于成本下降才使得价格有所下行。

图表28: LME铝价 (美元/吨)



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

图表29: 原铝供需平衡 (千吨)



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

实行能源消费强度和总量双控(能耗双控)是落实生态文明建设要求、促进节能降耗、推动高质量发展的一项重要制度性安排。在2021年8月17日，发改委公布了《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，要求各地采取措施，确保完成全年能耗双控目标。这就导致各地区为了完成任务被迫拉闸限电，包括宁夏、广东、江苏、浙江、广西、河南、重庆、云南、陕西、安徽、吉林、湖南和黑龙江等。电力供应不足导致部分高能耗企业无法开工，铝供给下降，价格上涨，短期内铝的电力供应来源难以改变，未来水电、光伏、再生铝将会占比更大，但在“双碳”目标期间，通过排放二氧化碳来生产铝的成本预计将会继续上升，铝的价格长期有支撑。

图表30: 2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

地区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青海	●	●
宁夏	●	●
广西	●	●
广东	●	●
福建	●	●
新疆	●	●
云南	●	●
陕西	●	●
江苏	●	●
浙江	●	●
河南	●	●
甘肃	●	●
四川	●	●
安徽	●	●
贵州	●	●
山西	●	●
黑龙江	●	●
辽宁	●	●
江西	●	●
上海	●	●
重庆	●	●
北京	●	●
天津	●	●
湖南	●	●
山东	●	●
吉林	●	●
海南	●	●
湖北	●	●
河北	●	●
内蒙古	●	●

注：1.西藏自治区数据暂缺，不纳入预警范围，地区排序的依据为各地区能耗强度降低率

2.红色为一级预警，表示形势十分严峻；橙色为二级预警，表示形势比较严峻；绿色为三级预警，表示进展总体顺利

资料来源：公开资料，万联证券研究所

此外，再生铝生产带来的碳排放为仅0.23吨，仅为电解铝生产的2.1%。发达国家再生铝产量普遍已经超过了电解铝产量，我国的再生铝产业具有良好的发展前景。

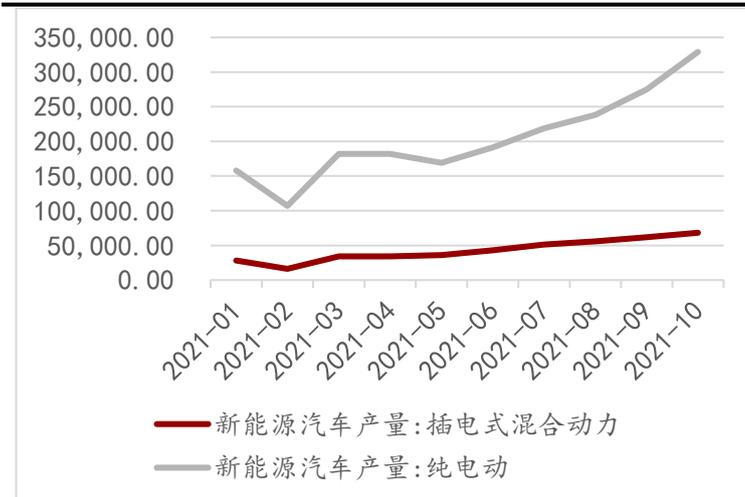
3.2.2 经济持续复苏带动需求

中国是全球最大的铝消费国，其下游消费主要集中于建筑、交通、电力、机械等行业，其中建筑占比最高，达到28%。

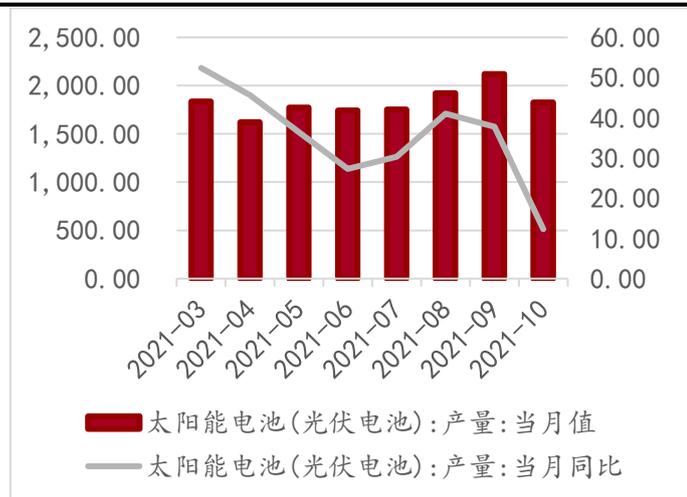
2021年初，我国插电式混合动力新能源汽车和纯电动新能源汽车产量均显著提高，10月份产量分别为68200辆和329000辆，相比年初分别增长了143.57%和108.23%，为铝带来了新需求和新的增长点。太阳能电池产量相对去年增长了很多，其中三月同比增长了52.4%，增长最少的10月产量也同比增长了12.3%。光伏产业持续向好的发展提升了对铝未来上行的预期。

图表31：2021年1-10月新能源汽车产量（辆）

图表32：太阳能电池产量（万千瓦）（%）



资料来源: 同花顺、万联证券研究所



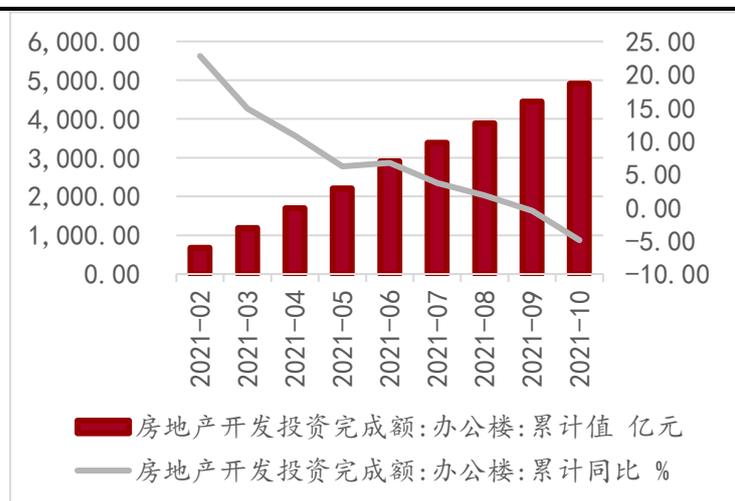
资料来源: 同花顺、万联证券研究所

图表33: 房地产开发投资情况: 住宅



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

图表34: 房地产开发投资情况: 办公楼



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

在对于铝的消费中, 建筑类占比是最高的, 2021年房地产开发投资住宅约为投资办公室楼的二十倍, 且每个月的同比增长率都高于开发投资办公室楼的每月同比增长率没有一个月的同比增长率是小于0的, 预计未来对于铝的消费需求会继续增长, 行业景气度进一步提升。

4 投资建议

2021年, 新冠疫苗普及, 全球经济持续复苏, 但疫情仍然没有结束的征兆, 德尔塔病毒正迅速传播, 南非新发现的变种病毒 Omicron, 已经在世界范围开始传播。虽然我国疫情整体处于可控状态, 但不断出现小规模疫情, 这不会改变经济复苏的趋势, 却会延长其所需要花费的时间。较高的通货膨胀预期使得美联储进行Taper, 但疫情扩散使得不确定性增强。铜矿开工率不足, 供给端受到影响, 世界铜库存大幅下降, 叠加下游需求行业景气度提升, 预计未来铜价仍将维持高位运行。在“双碳”政策和能源双控政策的背景下, 未来铝将维持供不应求的状态, 会越来越将增长点放在水电、

力成本提高, 铝的价

格在长期有支撑。

5 风险提示

全球经济形势不确定性：当前，疫情对经济的影响仍在部分国家和地区持续，“变异病毒”可能具有一定的威胁，未来经济走向存在一定风险。

各国央行政策的不确定性：通货膨胀率已然处于较高的水平，美联储实行Taper，可能因不确定增加而改变政策。

碳政策效果不及预期风险：碳达峰碳中和目标对有色金属行业的影响可能不及预期，持续时间可能没有预期的长，未来可能减弱或强化碳排放的政策不确定性。

下游需求不及预期：新能源汽车、制造业等产业的建设不及预期，金属价格过高影响下游采购的积极性等，可能存在一定不确定性。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场