

行业研究

需求仍是主要抓手，地产恢复速度决定板块弹性

——钢铁/有色行业 2023 年投资策略

要点

回顾与展望：需求仍是行业主要矛盾。我们在 2022 年中期策略提出，钢铝供给依旧受限，但疫情打乱了需求的节奏，需求的复苏情况或将主导下半年的投资机会。我们认为 2023 年需求仍是钢铝投资机会的主要抓手，尤其是地产领域需求变化较为关键，房地产新开工面积与竣工面积的恢复速度将决定钢铁和电解铝板块行情的弹性大小。

供给：2023 钢产量或受限，预计铝供应同比继续增长。1) 钢：粗钢产能产量双控成为新常态，在行业盈利下滑的背景下，钢厂自主调节产量的影响更大，预计 2023 年产量仍将进一步受到行业盈利及政策限制，但行业内部兼并重组有望在低盈利状态下进一步提速。2) 铝：2021 年因能耗和电力影响减产的产能逐步恢复，云南省电解铝生产地位重要性显现，水电铝对供给的扰动或加大；目前云南电解铝限产幅度仍较小，若水电进一步不及预期或将对供给造成较大影响；预计 2023 年国内供给（含进口）增长 4.7%。

需求：地产拖累需求表现，疫情后“稳增长”发力节奏极为关键。钢铁（2018 年）、铝（2020 年）下游需求分布中建筑行业占比分别为 54%、32%，地产数据疲软拖累了钢铝需求表现。1) 钢：根据世界钢铁协会 2022 年 10 月预测，2022 年我国钢材需求同比下降 4%；展望 2023 年需求仍有显著下行空间，但基建实物工作量有望逐步提升，叠加近期地产方面重磅政策密集出台，后续其对于钢材需求拉动作用将逐步改善，乐观情况下有望实现同比持平。2) 铝：在“保交楼”背景下，2023 年地产竣工面积有望改善，地产和汽车仍是铝需求主要变量，预计全年铝需求增长 4.1%。

需求长期展望：钢材需求进入峰值，铝仍有上行空间。1) 钢：参考美、日经验，当户均住房超过 1 套后将达到住房建设峰值，2020 年我国人均粗钢消费与 1973 年美国人均粗钢消费峰值持平，显示我国钢铁需求已进入峰值区间；2) 铝：对比美国，我国人均铝消费峰值预计在 2027 年（较 2020 年增长 29%）。

投资建议（钢铁/有色维持“增持”）：1) 钢：展望 2023 年，钢铁行业产能产量双控的情况将进一步延续，但行业景气度表现仍旧取决于地产行业需求表现；在盈利走弱的大背景下，行业兼并重组有望进一步加速，龙头钢铁企业盈利能力将更为稳健，推荐华菱钢铁、宝钢股份。相较于普钢而言，特钢板块盈利能力有望保持稳健，推荐中信特钢。2) 铝：预计 2023 年内供给略大于需，但仍处紧平衡，吨铝毛利约 1000-2000 元，同比走弱，电力成本上行的背景下，吨铝利润难有提升空间，继续推荐成本更低的头部企业神火股份，以及全产业链布局的铝加工企业南山铝业。

风险分析：政府对大宗商品价格调控的风险；“稳增长”对需求拉动不及预期。

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
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
000932.SZ	华菱钢铁	4.63	1.40	1.05	0.81	3.3	4.4	5.7	增持
000708.SZ	中信特钢	17.69	1.58	1.62	1.86	11.2	10.9	9.5	买入
600019.SH	宝钢股份	5.47	1.06	0.68	0.75	5.2	8.0	7.3	增持
000933.SZ	神火股份	15.74	1.44	3.11	3.48	11.0	5.1	4.5	增持
600219.SH	南山铝业	3.51	0.29	0.37	0.45	12.3	9.6	7.9	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-24

钢铁/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

wangzh@ebsec.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

021-52523823

fangyutao@ebsec.com

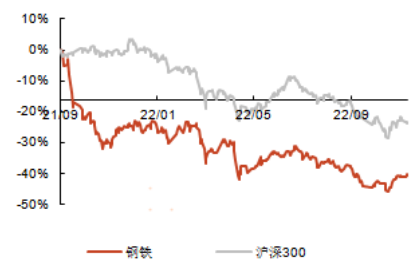
分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

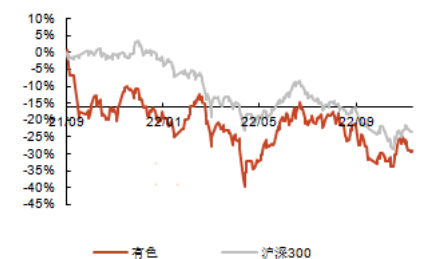
021-52523812

modai@ebsec.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind



资料来源：Wind

目录

1、前三季度回顾：钢铝价、利齐跌	6
2、需求展望：建筑材、工业材需求高点已过	8
2.1、基地预期：基建“稳增长”预期不变，地产宽松政策密集出台	8
2.2、工业品预期：两大领先指标高点已现	10
2.3、长期需求：钢材需求进入峰值，铝需求仍有增长空间	11
3、供给展望：钢材供应受盈利影响较大，电解铝产能红线将至	13
3.1、钢铁：盈利下滑限制供给释放，钢企兼并重组加速	13
3.2、铝：国内产能红线将至，海外受制于能源持续减产	16
4、景气度展望：行业盈利取决于地产需求表现	22
4.1、钢铁：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱	22
4.2、电解铝：略有过剩，维持紧平衡	30
5、投资建议	34
5.1、国内两大流动性指标走弱	34
5.2、工业金属及普钢估值呈明显分化	35
5.3、投资建议	35
5.3.1、华菱钢铁：产品结构优化叠加费用持续降低，Q3 归母净利润表现持续优于行业	35
5.3.2、宝钢股份：龙头钢企迎难而上，积极调整产品结构，持续深化成本挖潜	36
5.3.3、中信特钢：龙头特钢企业经营稳健，Q3 经营活动现金流同比大涨超 300%	37
5.3.4、神火股份：业绩同比大增，电池铝箔即将完成行业认证	37
5.3.5、南山铝业：全产业链电解铝生产企业	38
6、风险分析	39

图目录

图 1: 主要商品价格同比涨幅	6
图 2: 2021 年 7 月以来工业材与建筑材价格表现	6
图 3: 螺纹与铁矿价格比值	6
图 4: 2022 年焦煤及动力煤价格 (元/吨)	6
图 5: 不同商品价格所处历史分位数 (%)	7
图 6: 螺纹钢价格和螺纹钢毛利 (元/吨)	7
图 7: 冷轧钢板价格和冷轧钢毛利 (元/吨)	7
图 8: 电解铝价格和电解铝毛利润 (元/吨)	7
图 9: 铜价格和电解铜毛利润 (元/吨)	7
图 10: 100 大中城市供应土地占地面积 (万平方米)	8
图 11: 全国土地购置面积 (万平方米)	8
图 12: 2018 年至今地方债月度累计占全年额度比例	9
图 13: 2014 年至今基础设施建设投资完成额累计同比 (%)	9
图 14: 铜铝价格与中国 PMI 新订单指数相关性较强	10
图 15: 中国 M1 与 M2 增速差与主要工业材价格指数	10
图 16: 日本钢产量与日本房地产新开工套数 (亿吨, 万套)	11
图 17: 美国钢产量与美国房地产新开工套数 (亿吨, 万套)	11
图 18: 主要工业化大国人均钢铁消费峰值 (kg)	12
图 19: 全国房地产新开工面积与人口增长 (亿平方米, %)	12
图 20: 全球各国/地区 2016 年人均铝消费量 (kg)	12
图 21: 美国铝消费强度和人均铝消费都存在峰值	12
图 22: 中国铝积蓄量料在 2027 年相当于美国 1999 年 (亿吨)	13
图 23: 中国人均铝消费将在 2027 年达到 35kg (kg)	13
图 24: 全国粗钢与钢材产量比值	14
图 25: 钢板料与福建料价差 (元/吨)	14
图 26: 我国粗钢日均产量月度数据 (万吨/日)	15
图 27: 钢铁行业综合盈利水平 (元/吨)	15
图 28: 2016 年-2023E 年中国钢铁行业集中度 CR3	16
图 29: 电解铝产能逐步接近产能上限	19
图 30: 全国各省电解铝产量占比 (2021 年 8 月)	19
图 31: 全国各省电解铝产量占比 (2022 年 8 月)	19
图 32: 云南各年度水电发电利用时长 (单位: 小时)	20
图 33: 云南省各月水电发电量占比	20
图 34: 荷兰天然气期货结算价回落明显但仍处高位	20
图 35: 近期海外铝价强于国内	21
图 36: 2022 年 1-9 月中国原铝月度进口量同比下滑明显 (万吨)	21
图 37: 2018 年钢铁行业下游需求分布	22
图 38: 房地产用钢占比	22
图 39: 100 大中城市供应土地面积及房屋新开工面积 (滞后 6 个月) (万平方米)	23

图 40: 房屋新开工面积累计同比增速与商品房销售面积累计同比增速 (%)	23
图 41: 2000-2021 年新开工面积占施工面积比例.....	23
图 42: 新开工面积、施工面积、竣工面积及三者差值的累计同比增速变化 (%)	23
图 43: 2017 年我国基建固定资产投资额构成 (一级)	24
图 44: 2017 年我国基建固定资产投资额构成 (二级)	24
图 45: 建筑沥青价格 (元/吨)	24
图 46: 沥青炼厂周开工率.....	24
图 47: 球墨铸管价格 (元/吨)	26
图 48: 球墨铸管加工费 (元/吨)	26
图 49: 焊接钢管价格走势 (元/吨)	26
图 50: 焊管与带钢价差 (元/吨)	26
图 51: 无缝钢管价格走势 (元/吨)	27
图 52: 无缝钢管与管坯价差 (元/吨)	27
图 53: 2015 年至今我国火电电源建设新增装机容量 (万千瓦)	28
图 54: 宝武集团烟台鲁宝高压锅炉管价格 (元/吨)	28
图 55: 2021 年全球粗钢产量分布 (%)	28
图 56: 2017-2021 年俄乌钢材产量及出口占产量比例 (百万吨, %)	28
图 57: 2021 年独联体钢铁出口分布	29
图 58: 各主要经济体与中国的热卷价格 (美元/吨)	29
图 59: 2015 年至今我国钢材出口及同比 (万吨, %)	29
图 60: 电解铝在下游各领域用量占比.....	30
图 61: 地产新开工和竣工面积累计同比增速仍处于负值	30
图 62: 2022 年 10 月单月竣工面积环比改善 (亿平方米)	30
图 63: 开工滞后 3 年/竣工 12 个月移动平均同比增速.....	31
图 64: 开工面积滞后 3 年与竣工面积及比值对比和预估	31
图 65: 2022 年中国汽车月度产量同比上涨明显 (万辆)	32
图 66: 单车用铝不断抬升有望带动汽车用铝继续增长.....	32
图 67: 保守和乐观情形国内 2022/2023 年光伏装机量预测.....	32
图 68: 光伏在保守和乐观装机预测情况下的铝用量.....	32
图 69: 近期氧化铝价格高位回落.....	33
图 70: 全国电解铝平均完全成本和平均毛利变化	34
图 71: M1 和 M2 的增速差 (%) 与上证指数月末收盘价	34
图 72: BCI 企业经营状况指数与上证 A 股指数月平均值.....	34
图 73: 2013 年以来主要周期板块 PB 与沪深两市 PB 比值.....	35
图 74: 2013 年以来周期板块相对 PB 分位与绝对 PB 分位.....	35

表目录

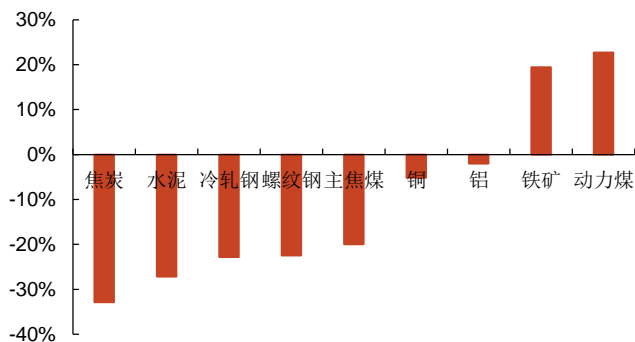
表 1: 2022 年 7-8 月地产行业关于“保交楼”政策汇总.....	8
表 2: 2022 年 9 月地产行业针对利率及购房支持政策汇总.....	9
表 3: 2022 年 1-9 月各地粗钢产量表现 (万吨, %)	15
表 4: 2022 年国内电解铝企业新建产能情况 (万吨/年)	17
表 5: 2022 年国内电解铝企业已减产产能达 329.5 万吨/年 (单位: 万吨/年)	17
表 6: 2022 年国内电解铝企业复产产能情况 (万吨/年)	18
表 7: 欧洲已减产电解铝产能及拟减产产能 (2021.10.1-2022.11.14)	21
表 8: 地下管网及水利相关政策汇总	25
表 9: 2022 年 1-9 月全球 64 个国家粗钢产量表现 (亿吨, %)	29
表 10: 中国电解铝铝供需平衡表 (万吨)	33
表 11: 华菱钢铁盈利预测与估值简表.....	36
表 12: 宝钢股份盈利预测与估值简表.....	37
表 13: 中信特钢盈利预测与估值简表.....	37
表 14: 神火股份盈利预测与估值简表.....	38
表 15: 南山铝业盈利预测与估值简表.....	39
表 16: 钢铁/电解铝企业盈利预测.....	39

1、前三季度回顾：钢铝价、利齐跌

截至 2022 年 11 月 14 日，主要商品的价格同比涨幅：动力煤+22.73%、铁矿+19.44%、铝-1.98%、铜-5.18%、主焦煤-19.98%、螺纹钢-22.49%、冷轧钢-22.79%、水泥-27.18%、焦炭-32.84%。

截至 11 月 14 日，螺纹、电解铝、电解铜利润较 2022 年初分别下降 1164 元/吨、下跌 2926 元/吨，上涨 2407 元/吨。

图 1：主要商品价格同比涨幅



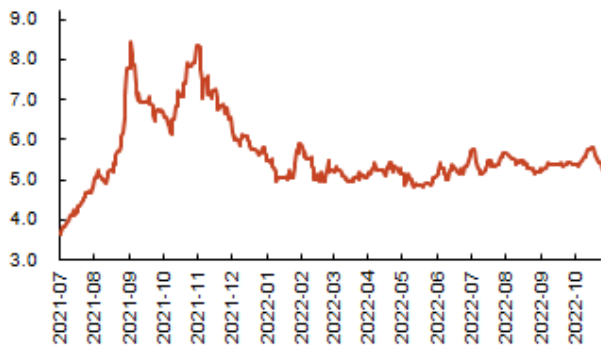
资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2022 年 11 月 14 日）

图 2：2021 年 7 月以来工业材与建材价格表现



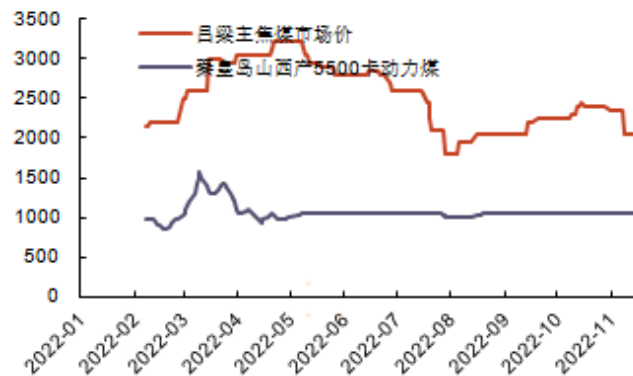
资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2022 年 11 月 14 日）

图 3：螺纹与铁矿价格比值



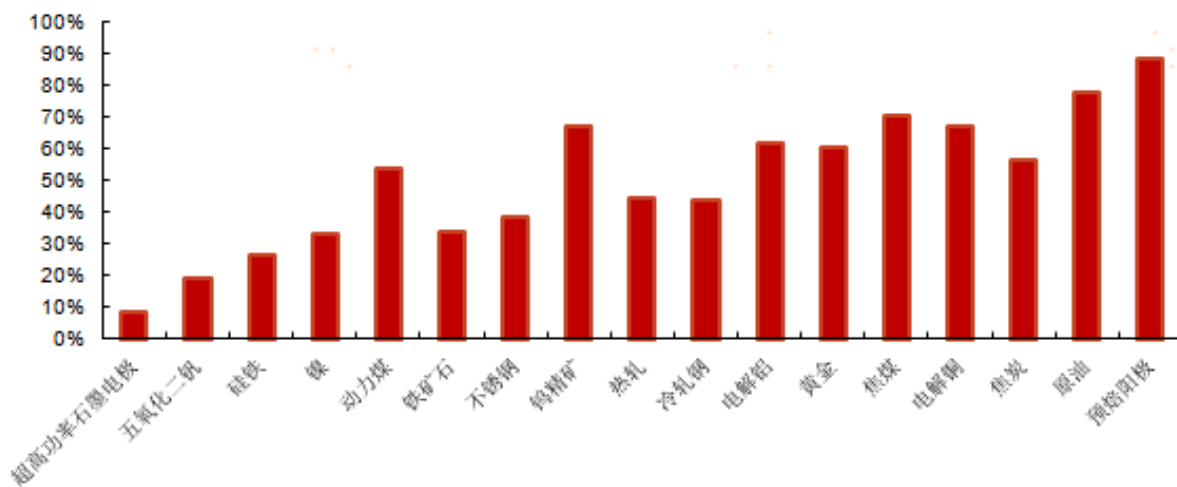
资料来源：wind、光大证券研究所（截至 2022 年 11 月 14 日）

图 4：2022 年焦煤及动力煤价格（元/吨）



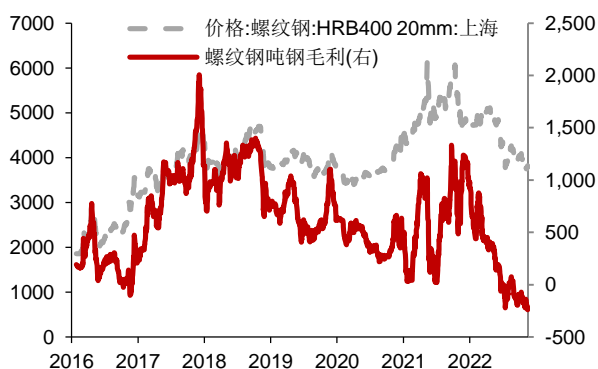
资料来源：wind、光大证券研究所（截至 2022 年 11 月 14 日）

图 5：不同商品价格所处历史分位数 (%)



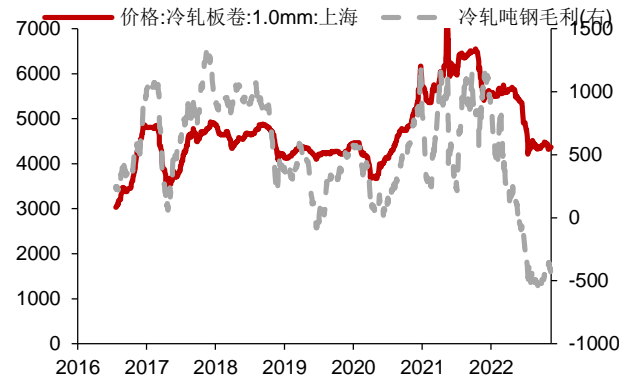
资料来源：Wind、光大证券研究所（统计区间 2000-2022 年，截至 2022 年 11 月 11 日）

图 6：螺纹钢价格和螺纹钢毛利（元/吨）



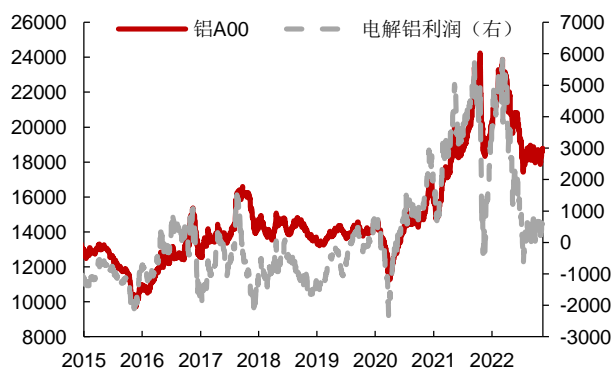
资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2022 年 11 月 14 日）

图 7：冷轧钢板价格和冷轧钢毛利（元/吨）



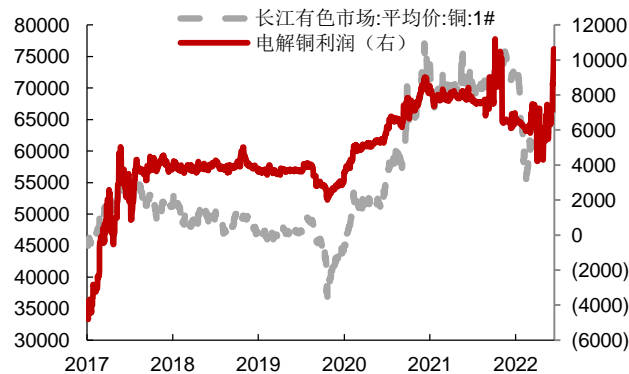
资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2022 年 11 月 14 日）

图 8：电解铝价格和电解铝毛利润（元/吨）



资料来源：长江有色网、WIND、光大证券研究所（截至 2022 年 11 月 14 日）

图 9：铜价格和电解铜毛利润（元/吨）



资料来源：长江有色网、WIND、光大证券研究所（截至 2022 年 11 月 14 日）

2、需求展望：建筑材、工业材需求高点已过

2.1、基地预期：基建“稳增长”预期不变，地产宽松政策密集出台

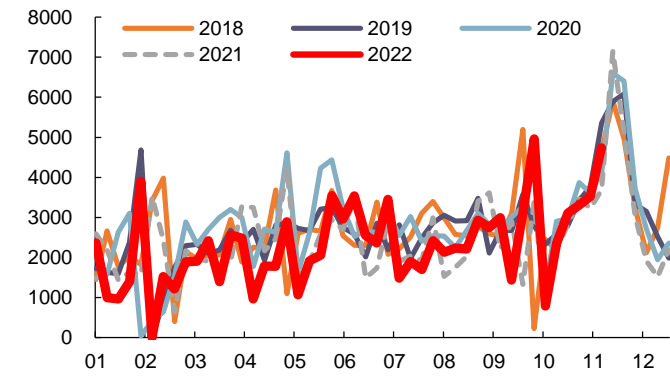
(1) 地产宽松政策密集出台，销售、竣工面积有望率先恢复

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。

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，带动国内土地供应及购置面积处于近 5-6 年低位水平。

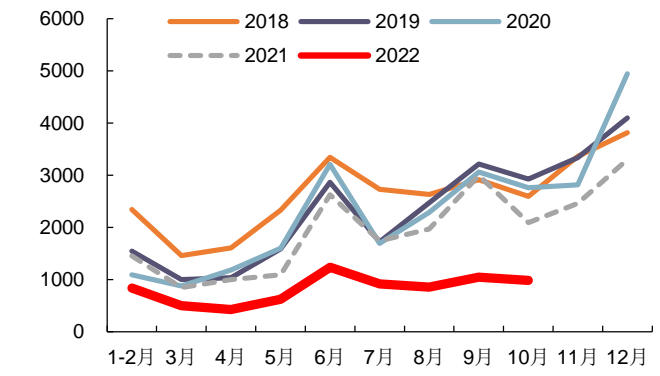
2022 年 1 月 1 日-11 月 13 日，100 大中城市供应土地占地面积为 10.60 亿平方米，处于 2017 年以来最低水平；2022 年 1-10 月土地购置面积累计为 7432 万平方米，处于近五年同期最低水平。

图 10：100 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 2022 年 11 月 13 日，周度数据）

图 11：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 2022 年 10 月

2022 年下半年开始，多地“停工断贷”现象频出，加剧市场系统风险预期。8 月，住建部、银保监会和央行提出将通过政策性银行专项借款方式以支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，一定程度提振了市场对后期房屋竣工面积提升的预期。

表 1：2022 年 7-8 月地产行业关于“保交楼”政策汇总

时间	部门	政策
7 月 14 日	银保监会	支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作，依法依规做好相关金融服务，促进房地产业良性循环和健康发展
7 月 17 日	银保监会	协同地方政府千方百计推动“保交楼”，主动参与、合理解决资金硬缺口的方案研究，做好具备条件的信贷投放，做好客户服务工作，有效满足房地产企业合理融资需求
7 月 21 日	银保监会	加强与住建部、人民银行等部门的协同配合，支持地方更加有力推动“保交楼、保民生、保稳定”工作
7 月 29 日	政治局	要稳定房地产市场，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善型住房需求，压实地方政府责任、保交楼、稳民生
8 月 19 日	住建部、财政部、央行	通过政策性银行专项借款方式支持已售与其交付住宅项目建设交付
8 月 29 日	央行	专项用于“保交楼”2000 亿元全国性纾困基金启动，由央行指导国家开发银行、中国农业发展银行在现有贷款额度中安排，后续中国进出口银行或也会加入

资料来源：政府官网，光大证券研究所

在销售疲软的大背景下，多城下调房贷利率，9月末央行、银保监会阶段性调整差别化住房信贷政策，财政部发布换房可享个税退税优惠政策，有望带动商品房销售面积同比降幅进一步收窄。

表 2：2022 年 9 月房地产行业针对利率及购房支持政策汇总

时间	部门	政策
9月29日	央行、银保监会	计划在 2022 年底之前，放宽对 2022 年 6-8 月新建商品住宅价格环比、同比连续下降的城市的利率限制，当地政府可自主决定维持、下调或取消首套房贷款利率下限，二套房维持当前规定。
9月30日	央行	自 2022 年 10 月 1 日起，5 年以下（含）和 5 年以上首套住房公积金贷款利率分别下调至 2.6% 和 3.1%（均下调 15bp），二套利率政策不变。
9月30日	财政部	2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在出售后 1 年内在同城重新购买住房的纳税人，对其出售时的已缴个税予以退税优惠，其中新购住房金额大于或等于现住房转让金额的，全部退还已缴个税，小于的按金额比例退还。

资料来源：政府官网，光大证券研究所

(2) “稳增长”预期不变，基建增速或将维持高位

2022 年的政府工作报告明确提到，安排新增专项债 3.65 万亿元，规模跟去年持平，其中去年年底提前下达了 1.46 万亿元；

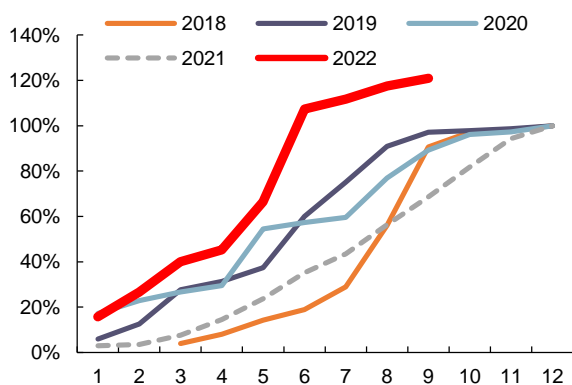
2022 年 3 月 29 日国常会进一步部署用好政府债券扩大有效投资，促进补短板增后劲和经济稳定增长，一要“抓紧下达剩余专项债，去年提前下达的额度 5 月底前发行完毕，今年下达的额度 9 月底前发行完毕”。2022 年 1-9 月地方政府专项债投放比例已经到达 120.87%，不仅远高于 2018-2021 年 1-9 月平均水平（86.42%），更是超过了 100%，这意味着地方政府已经提前完成了今年的下达额度发行，还有计划外的专项债投放。

二要“扩大专项债适用范围，重点用于交通、能源、生态环保、保障性安居工程等领域项目的基础上，支持有一定收益的公共服务等项目；坚持资金跟着项目走，加快项目开工和建设，尽快形成实物工作量”。

从资金投向来看，今年财政部明确 2022 年专项债券重点用于 9 个大的方向：一是交通基础设施，二是能源，三是农林水利，四是生态环保，五是社会事业，六是城乡冷链等物流基础设施，七是市政和产业园区基础设施，八是国家重大战略项目，九是保障性安居工程，同时优先支持纳入国家“十四五”规划纲要的项目，以及纳入国家重大区域发展战略的重点项目等，积极发挥专项债券对重大规划和战略的支撑作用，并加大对水利、城市管网建设等重大项目的支持力度。

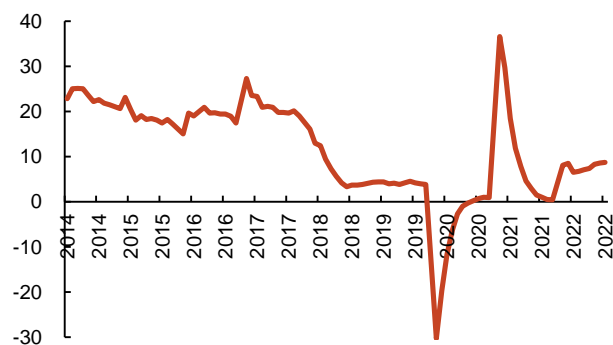
展望 2023 年，我们认为在当前的宏观经济环境下，“稳增长”预期不变，预计基建投资同比增速将进一步改善。

图 12：2018 年至今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 2022 年 9 月

图 13：2014 年至今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 2022 年 10 月

2.2、工业品预期：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 新订单的阶段性强点对铜、铝、冷轧价格的高点有领先性。

2007 年 4 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 6 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 新订单的高点对铜、铝、冷轧钢高点的领先时间分别为 10、14、14 个月；

2009 年 12 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 4 月、2011 年 2 月、2010 年 3 月达到阶段性高点，至 2772 美元/吨、9858 美元/吨、6130 元/吨，PMI 新订单的高点对铜、铝、冷轧钢高点的领先时间分别为 16、14、3 个月；

2017 年 9 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 新订单的高点对铜、铝、冷轧钢高点的领先时间分别为 8、8、3 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，而后维持下降趋势，2022 年 1-9 月，仅 2 月、6 月的 PMI 新订单指数处于荣枯线以上水平，10 月该值为 48.1，不利于未来铜、铝、冷轧价格进一步上行。

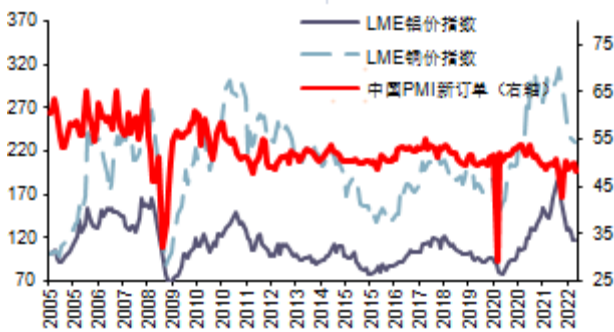
(2) M1、M2 增速差转负，显示经济运行放缓不利于金属价格进一步上涨

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 年初均体现得非常明显。

2021 年 2 月以来，M2 同比增速持续大于 M1，M1、M2 增速差持续为负，且在 2022 年 1 月达到 -11.7%，为 2014 年 1 月以来的最低值，2022 年 10 月该值为 -6.00%，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 14：铜铝价格与中国 PMI 新订单指数相关性较强



资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2022 年 10 月）

图 15：中国 M1 与 M2 增速差与主要工业材价格指数



资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2022 年 10 月）

2.3、长期需求：钢材需求进入峰值，铝需求仍有增长空间

(1) 钢铁需求基本见顶

我们从两个角度来推算中国钢铁业的消费峰值：

A. 从最大的关联产业房地产行业的消费峰值来推导出钢铁的消费峰值。根据美国和日本的经验来看，日本和美国的房屋新开工套数均在 1972 年达到历史峰值，该年日本的套户比为 1.04、美国的套户比为 1.08。此后，日本和美国的房屋新开工套数整体呈现震荡下行，1980 年的房屋新开工套数则较 1972 年峰值分别下降 36%、45%。

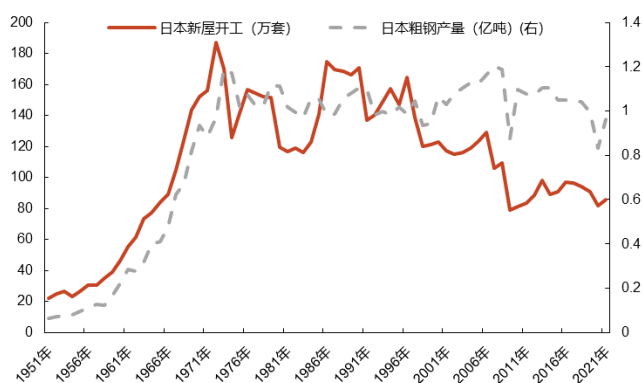
从美国、日本等发达经济体房地产市场的发展历程来看，大规模的住房建设基本出现在住房总量不足的阶段；当户均住房超过 1 套后，将会出现住房建设峰值。

美国和日本的房地产新开工套数均是在 1972 年达到历史峰值，而钢铁消费量则是在 1973 年达到。美国商务部数据显示，1972-1982 年期间，美国的新建私人住宅开工套数下降 55%、粗钢产量下降 44%；1973-1983 年期间，日本新屋开工套数下降 18.56%，粗钢产量下降 31.73%。

根据住建部住房政策专家委员会副主任、全国房地产商会联盟主席顾云昌 2018 年 10 月在博智宏观论坛的报告¹，中国的城镇住宅套户比在 2018 年已经接近 1.1 套，人均建筑面积接近 40 平方米。

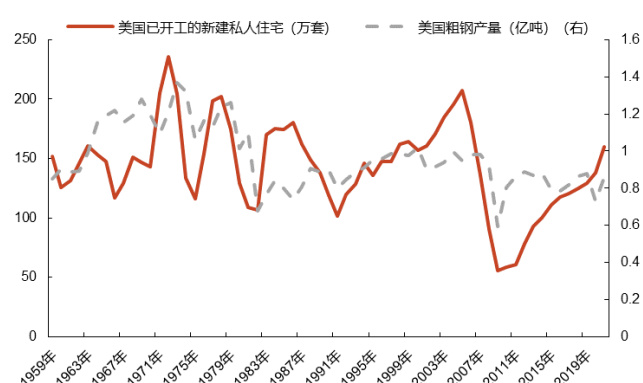
按照美国、日本的房地产行业发展经验，这意味着中国的房地产新开工面积已在峰值区间。因此，中国钢铁业大概率也步入了峰值区间。

图 16：日本钢产量与日本房地产新开工套数（亿吨，万套）



资料来源：国际钢铁协会、日本国土交通省、光大证券研究所，截至 2021 年

图 17：美国钢产量与美国房地产新开工套数（亿吨，万套）

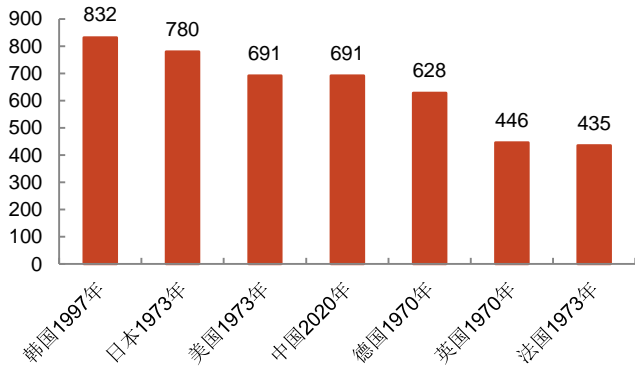


资料来源：国际钢铁协会、美国商务部、光大证券研究所，截至 2021 年

B. 从人均钢铁消费量的国际比较来推测中国钢铁业的消费峰值。中国 2020 年人均钢铁消费量为 691kg，与美国峰值水平持平，已显著高于德国、法国、英国，仍低于日本、韩国。考虑到中国的国土面积与美国相当，中国的人均钢铁消费峰值与美国类似，也就是说中国的钢铁消费峰值接近见顶。

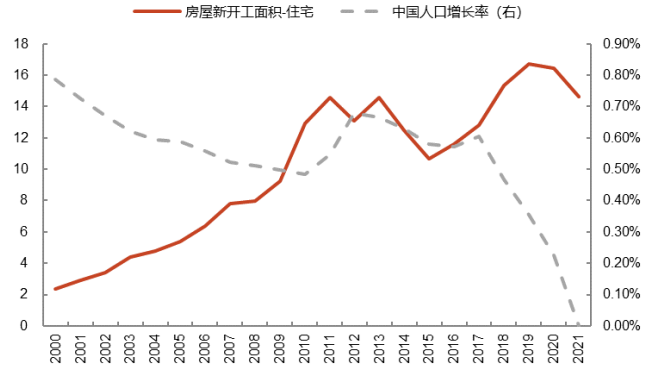
¹<https://finance.sina.com.cn/roll/2018-10-17/doc-ihmhafis1536959.shtml>

图 18: 主要工业化大国内人均钢铁消费峰值 (kg)



资料来源: IISI、光大证券研究所

图 19: 全国房地产新开工面积与人口增长 (亿平方米, %)



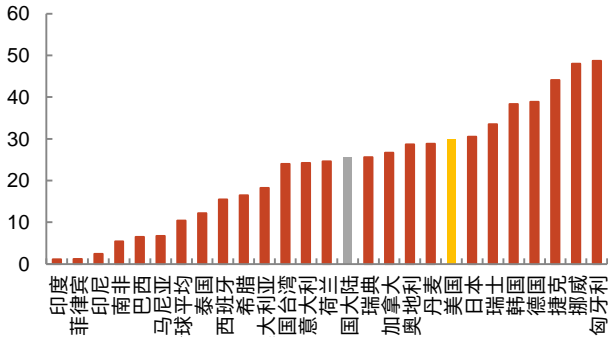
资料来源: Wind、光大证券研究所

(2) 人均铝消费仍有 29%左右上行空间, 或在 2027 年达到峰值

我们认为研究美国的铝消费变化对于国内的铝消费变化有一定借鉴意义。铝在美国的消费强度 (消费量/GDP) 和人均消费量均存在一个峰值, 其中消费强度峰值在 1973 年; 而人均消费量峰值则在 1999 年 (40.1kg), 较 1972 年 (美国房地产新开工峰值年份) 人均用铝 (25.5kg) 增长了 57%。

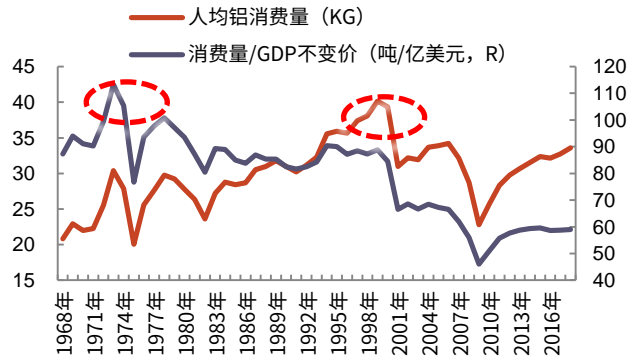
2016 年全球主要国家和地区的人均铝消费量: 中国大陆 25.5kg、中国台湾 24kg、美国 29.9kg、日本 30.5kg、德国 38.9kg。迄今以来, 美国历史上人均铝消费量超过 36kg 的年份只有 5 年。

图 20: 全球各国/地区 2016 年人均铝消费量 (kg)



资料来源: 中铝材料应用研究院, 光大证券研究所

图 21: 美国铝消费强度和人均铝消费都存在峰值

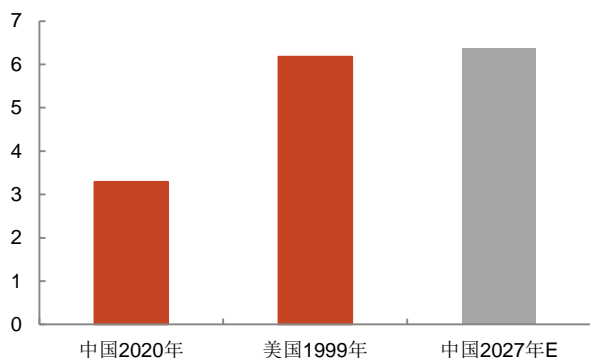


资料来源: 安泰科、世界银行、光大证券研究所 (截至 2018 年)

美国在 1999 年达到人均铝消费量的峰值, 本土铝积蓄量为 6.18 亿吨; 按照铝消费量年均 4%左右的增速计算, 我们预计中国的铝积蓄量将在 2027 年超过美国的峰值, 达到 6.4 亿吨, 该年中国人均铝消费量将为 35kg。也就是说, 在 2027 年中国的铝行业将同时达到两个重要的状态: (1) 人均铝消费量接近美国峰值; (2) 本土铝积蓄量小幅超过美国实现人均铝消费量峰值时期的水平。

根据我们 2021 年 11 月 11 日外发的《限产节奏和幅度继续主导投资机会——钢铁有色行业 2022 年投资策略》预测, 按安泰科 2020 年铝消费量计算, 中国铝人均消费量在 2020 年为 27.2kg, 若 2027 年达到 35kg, 还有 28.88% 的增长空间 (折合 2020-2027 年年均增长 3.69%)。

图 22：中国铝积蓄量料在 2027 年相当于美国 1999 年（亿吨）



资料来源：安泰科预测，光大证券研究所

图 23：中国人均铝消费将在 2027 年达到 35kg (kg)



资料来源：安泰科预测，光大证券研究所

3、供给展望：钢材供应受盈利影响较大，电解铝产能红线将至

3.1、钢铁：盈利下滑限制供给释放，钢企兼并重组加速

(1) 国家多次强调严防“地条钢”死灰复燃

国家统计局每月公布三个产量数据：生铁、粗钢、钢材，鉴于钢材数据通常有重复材的问题，而生铁的数据往往又没有考虑到电炉钢，因此市场主要用粗钢的产量数据来反映钢铁行业的情况。地条钢不计入国家统计局的粗钢产量，但是生产的钢材大部分会计入国家统计局的钢材产量。我们认为 2016 年地条钢产量很大，2017 年年中开始打击地条钢，2018 年地条钢基本消失，因此用粗钢和钢材的产量对比，可以感受目前地条钢的形势。

全国粗钢和钢材年度产量的比值 2015 年为 0.715，2016 年为 0.710，2017 年为 0.793，2018 年为 0.840，2019 年为 0.827，2020 年为 0.804，2021 年为 0.773，2022 年 1-10 月为 0.771，目前这个比值介于 2016 年和 2018 年的中间水平。

此外，可以通过观察钢板料和福建料两种废料的价差来测算地条钢的产量。地条钢的废钢原料主要是福建料，福建料也主要用在地条钢。如果打击地条钢，福建料价格会明显下跌，而钢板料由于用途广泛，价格变化不明显。因此，打击地条钢会使得钢板料和福建料的价差明显扩大。

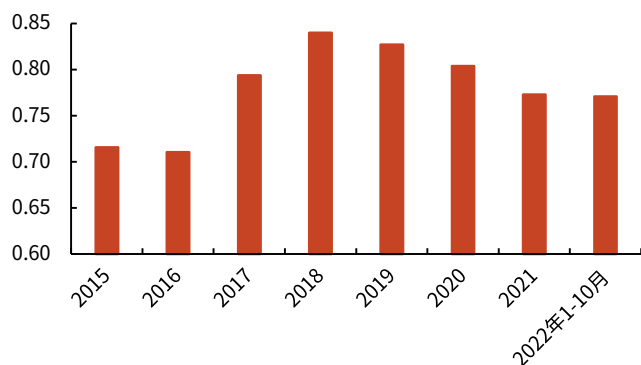
2014 年-2016 年期间，钢板料和福建料的价差一直相对稳定，波动不大，说明这三年地条钢的总量变化不大，这也与实际情况比较吻合。2016 年 12 月 5 日，国家发改委等五部门下发《关于坚决遏制钢铁煤炭违规新增产能打击“地条钢”规范建设生产经营秩序的通知》，严厉打击“地条钢”非法生产行为，对地条钢生产企业坚决实施断电措施，坚决拆除并销毁工频炉、中频炉设备，对发现的“地条钢”等落后产能坚决予以取缔和关停。

2017 年 1 月 7 日，《焦点访谈》也针对“地条钢”进行了专题报道。2017 年 1 月 10 日，中钢协年度理事会议上，时任发改委副主任林念修和工信部副部长徐乐江都做了主题演讲，要求严厉打击“地条钢”，2017 年 6 月 30 日前，“地条钢”必须全部清除。2016 年 11 月-2017 年 6 月，钢板料和福建料价差出现首次拉涨，截至 2017 年 6 月初，价差达到 295 元/吨。

2021年以来，相关部门多次强调严防‘地条钢’死灰复燃。2022年5月，冶金工业规划研究院院长、党委书记李新创强调“要严禁新增钢铁产能，严防‘地条钢’死灰复燃和已化解过剩产能复产”。2022年8月，工信部再次提出“持续巩固化解钢铁产能过剩成果，严厉打击违法违规生产销售‘地条钢’行为”，如若未来针对地条钢政策再次趋向严格，钢材供给有望再次大幅收紧。

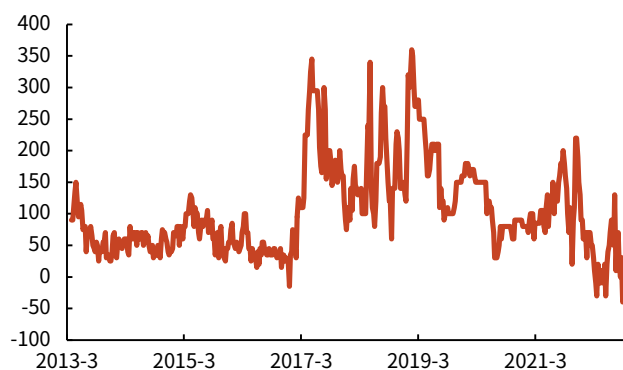
2021年11月，两种废钢的价差达到了220元/吨水平，与2017年4月水平持平，处于历史高位。2022年1-10月价差均值再次跌回至30.45元/吨，或显示地条钢所需的福建料需求走强。

图 24：全国粗钢与钢材产量比值



资料来源：Wind，光大证券研究所（2015-2022.1-10）

图 25：钢板料与福建料价差（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截至2022年11月5日）

（2）产能产量双控成为新常态，行业盈利进一步限制供给释放

2022年初，我国钢铁行业限产政策仍旧较为严格。4月19日，发改委表示2022年，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、国家统计局将继续开展全国粗钢产量压减工作，确保实现2022年全国粗钢产量同比下降。

但受年初京津冀错峰生产、冬奥会、两会，以及后期的国内疫情影响下，2022年1-10月，我国粗钢产量为8.61亿吨，同比下降2.20%。如若2022年我国粗钢产量同比下降1000万吨，则11-12月粗钢产量预计为1.72亿吨，同比增幅接近10.58%。

从具体区域来看，1-9月仅福建、广东、黑龙江、宁夏、江苏实现了粗钢产量同比正增长。根据统计局数据显示2022年1-9月江苏省粗钢产量9168.75万吨，较2021年同期高出41.75万吨，预计年底粗钢产量供应仍旧受到一定限制。

表 3: 2022 年 1-9 月各地粗钢产量表现 (万吨, %)

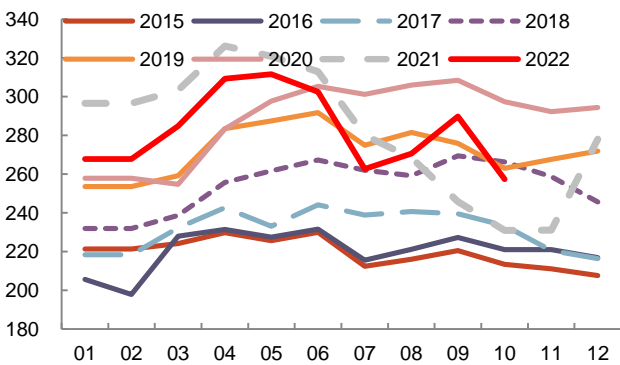
省份	2022 年 1-9 月	同比	省份	2022 年 1-9 月	同比
福建	2755.17	42.05%	重庆	714.27	-5.11%
广东	2704.27	5.36%	湖南	1953.22	-5.74%
黑龙江	729.62	2.56%	辽宁	5520.22	-5.89%
宁夏	474.53	1.25%	四川	1970.2	-6.30%
江苏	9168.75	0.46%	陕西	1122.59	-7.56%
安徽	2873.07	-0.06%	新疆	996.82	-7.78%
江西	1978.12	-0.29%	云南	1675.76	-8.73%
山西	5122.37	-0.94%	浙江	1035.76	-9.68%
广西	2786.59	-1.16%	山东	5431.73	-11.64%
湖北	2790.34	-1.59%	天津	1248.04	-12.22%
内蒙	2278.64	-2.71%	上海	1079.98	-14.15%
甘肃	881.97	-3.29%	吉林	1085.92	-15.13%
河北	16702.14	-4.32%	青海	115.66	-22.09%
河南	2568.4	-4.46%	贵州	319.14	-25.28%
全国	78,083.30	-3.40%			

资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截至 2022 年 9 月)

当前行业根据利润自主调节生产节奏的影响大于国内政策。2022 年 6-10 月, 钢铁行业综合毛利均值约为 258 元/吨, 粗钢日均产量也逐月下滑, 2022 年 10 月, 我国粗钢日均产量降至年内新低为 257.29 万吨/日, 2022 年 1-10 月我国粗钢产量同比减少 1647.60 万吨。

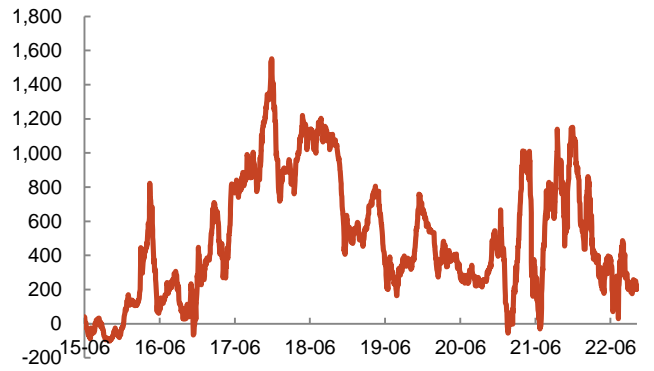
可见, 在行业需求走弱的大背景下, 我国粗钢产量将大幅依赖于行业盈利能力的强弱。未来若行业一直维持低利润运行, 则国内政策影响对于钢铁行业的供给端影响有限, 而钢厂的自主调节产量的效果将更为明显; 如若后期行业盈利有所改善, 则国内政策将为行业供给设置合理的天花板。

图 26: 我国粗钢日均产量月度数据 (万吨/日)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截至 2022 年 10 月)

图 27: 钢铁行业综合盈利水平 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截至 2022 年 11 月 7 日)

(3) 钢企兼并重组进一步加速, 龙头企业盈利能力稳健性逐步体现

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。

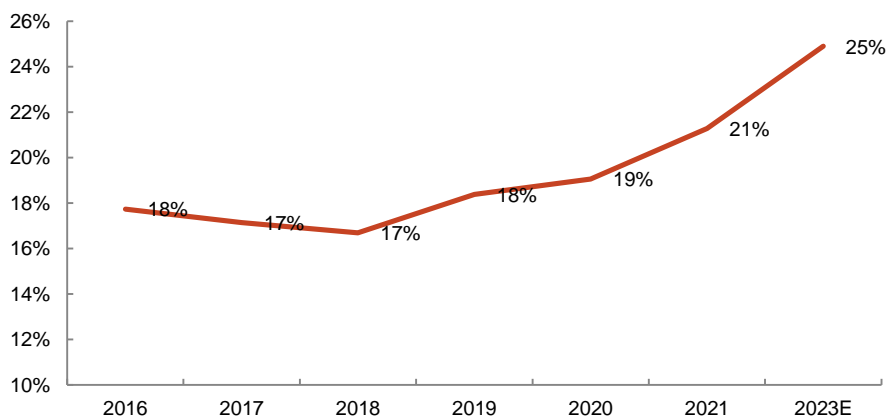
2022年4月，新钢股份公告称，江西省国有资本运营控股集团有限公司向中国宝武钢铁集团有限公司无偿划转新余钢铁集团有限公司51%股权。本次划转完成后，中国宝武将通过新钢集团间接控制本公司44.81%的股份，并实现对公司的控制，公司实际控制人由江西省国有资产监督管理委员会变更为国务院国资委。

2022年6月，凌钢股份公告称，收到控股股东通知，鞍钢集团有限公司正在筹划与凌钢集团进行重组事项，可能导致公司实际控制人发生变更。2021年鞍钢集团粗钢产量达到5565万吨，位列全球第三位，仅次于中国宝武和安赛乐·米塔尔。2021年，凌钢股份粗钢产量为540万吨，若此次并购实现，鞍钢集团的粗钢年产量将超过6000万吨。

2022年10月，南钢股份公告称，上海复星高科技（集团）有限公司及其下属子公司上海复星产业投资有限公司、上海复星工业技术发展有限公司与江苏沙钢集团有限公司于2022年10月14日共同签署《投资框架协议》，交易各方有意向转让/受让公司控股股东南京南钢钢铁联合有限公司60%的股权。2021年沙钢粗钢产量为4423万吨，南京钢铁集团产量为1158万吨，如若此次转让完成，则沙钢集团粗钢年产量有望达到5581万吨。

行业利润处于低位的背景下，钢企兼并重组加速，如若2023年上述收购、重组完成，预计行业CR3将达到25%，未来行业龙头企业盈利能力稳健性逐步体现。

图 28：2016 年-2023E 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，2023年的CR3数据是在前三大钢企及全国均保持2021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）

3.2、铝：国内产能红线将至，海外受制于能源持续减产

(1) 国内：产能红线将至，水电铝扰动增大

电解铝2022年新建能够投产的产能预计达214万吨/年。据百川盈孚统计，截至11月10日，2022年中国电解铝新建产能合计320.5万吨/年，其中已建成投产194万吨/年，已建成待投产产能83.5万吨/年，考虑建设进度，预计全年最终建成214万吨/年产能。

表 4: 2022 年国内电解铝企业新建产能情况 (万吨/年)

企业	新产能	新产能已投产	已建成待投产产能	初始投产时间	预期年内还可投产	预计 2022 年最终可实现投产
广西田林百矿铝业	10	10	0	2022.3	0	10
广西隆林百矿铝业	20	20	0	2022.3	0	20
甘肃中瑞铝业	22.5	10	12.5	2022.6	0	10
内蒙古白音华煤电铝电分公司	40	12	28	2022.9	2	14
内蒙古锦联铝材	5	2	3	2022Q4	3	5
云南其亚	20	20	0	2022.3	0	20
云南宏泰	118	70	5	2022.2	0	70
云南神火	15	15	0	2022.3	0	15
云南云铝海鑫	30	30	0	2022.3	0	30
贵州兴仁登高	25	0	25	2022Q4	10	10
贵州元豪铝业	10	0	10	2022Q4	5	5
广元中孚	5	5	0	2022.9	0	5
合计	320.5	194	83.5		20	214

数据来源: 百川盈孚, 光大证券研究所 (截至 2022 年 11 月 10 日)

同期, 2022 年 1-10 月国内电解铝已减产产能达 329.5 万吨/年, 主要为四川、云南省限电影响。

表 5: 2022 年国内电解铝企业已减产产能达 329.5 万吨/年 (单位: 万吨/年)

企业	总产能	原运行产能	现运行产能	已减产	减产时间
广西百矿铝业	30	30	0	30	2022.2
广西苏源投资	20	10	0	10	2022.2
山东魏桥铝电	592	560	535	25	2022.5
云南鹤庆溢鑫铝业	45	39	17	22	2022.5
山东南山铝业	85	85	81	4	2022.7
河南豫港龙泉铝业	60	58	53	5	2022.7
四川启明星铝业	12.5	12.5	0	12.5	2022.7
四川阿坝铝厂	20	20	0	20	2022.7
四川眉山启明星铝业	12.5	12.5	0	12.5	2022.7
四川广元中孚高精铝材	45	45	0	45	2022.8
四川广元博元铝业	12	12	0	12	2022.8
重庆天泰铝业	10	10	9	1	2022.8
重庆旗能电铝	33	31	28.5	2.5	2022.8
云铝集团	310	308	227	81	2022.9
云南神火	90	90	72	18	2022.9
云南宏泰	165	95	77	18	2022.9
云南其亚	35	35	28	7	2022.9
河南豫港龙泉铝业	60	53	49	4	2022.11
合计				329.5	

数据来源: 百川盈孚, 光大证券研究所 (截至 2022 年 11 月 10 日)

年内复产产能超预期。2021 年因能耗双控和电力问题, 国内电解铝产能减产明显。据百川盈孚统计, 2021 年国内合计实现减产产能 375 万吨/年。2022 年随着能耗和限电影响趋弱, 已减产产能逐步恢复。

截至 11 月 10 日, 2022 年中国电解铝可复产总产能规模约 514.7 万吨/年, 其中已复产 383.8 万吨/年, 待复产 106.9 万吨/年, 预期年内还可以复产 32.7 万吨/年, 预期全年最终实现复产规模达 416.5 万吨/年。

表 6：2022 年国内电解铝企业复产产能情况（万吨/年）

企业	总复产规模	已复产	初始复产通电时间（月）	待复产	预期年内还可复产	预计最终实现
贵州华仁新材料	15	5	2022.1	10	0	5
云南文山铝业	39	39	2022.1	0	0	39
云南神火	30	30	2022.1	0	0	30
云南宏泰	10	10	2022.1	0	0	10
云南其亚	2	2	2022.1	0	0	2
云南铝业	49	49	2022.1	0	0	49
内蒙古霍煤鸿骏	4	4	2022.1	0	0	4
鄂尔多斯蒙泰新型铝合金	8	8	2022.1	0	0	8
内蒙古锦联铝材	4	4	2022.3	0	0	4
包头铝业	2	2	2022.1	0	0	2
内蒙古创源金属	15	14	2022.1	0	0	14
东方希望包头稀土铝业	7.2	7.2	2022.6	0	0	7.2
中铝山西新材料	15	15	2022.1	0	0	15
焦作万方	12	10	2022.1	0	0	10
青海海源绿能铝业	10	10	2022.2	0	0	10
青海西部水电	5	3	2022.3	2	2	5
广西田林百矿	5	5	2022.3	0	0	5
广西翔吉有色	3.5	3.5	2022.3	0	0	3.5
山西兆丰铝电	5.7	0	2022Q3	5.7	0	0
山西中铝华润	10	10	2022.2	0	0	10
遵义铝业	5	5	2022.3	0	0	5
中铝连城分公司	38.8	38.8	2022.6	0	0	38.8
广西百色银海铝业	9	6.8	2022Q3	2.2	2.2	9
广西来宾银海	25	0	2022Q3	25	0	0
广西百矿铝业	30	30	2022.5	0	0	30
广西苏源投资	20	0	-	0	0	0
云铝溢鑫	25	24	2022.5	0	1	25
营口鑫泰	6	5	2022.6	1	0	5
四川启明星铝业	12.5	10	2022.9	2.5	0	10
眉山博眉启明星铝业	12.5	3	2022.9	9.5	4.5	7.5
阿坝铝厂	20	0	-	20	20	20
广元中孚	44	22	2022.9	22	0	22
广元弘昌晟铝业	12	5	2022.9	7	3	8
重庆天泰铝业	1	1	2022.8	0	0	1
重庆旗能电铝	2.5	2.5	2022.8	0	0	2.5
合计	514.7	383.8		106.9	32.7	416.5

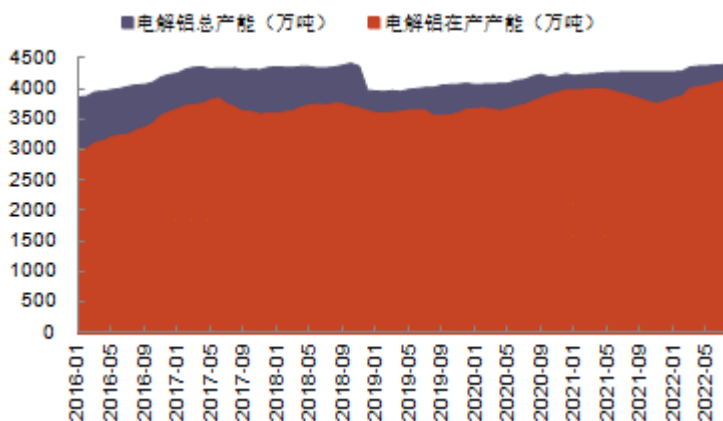
数据来源：百川盈孚，光大证券研究所（截至 2022 年 11 月 10 日）

预计 2022 年国内电解铝产量 4015.6 万吨，同比增长 3.2%。按照前述可投产、可复产产能估算，全年运行产能净增加 301 万吨/年（可实现新产能+可实现复产产能-已减产产能）。考虑新增以及复产产能的释放需要一定时间，假设当月投产或复产产能按第 3 个月满产计算，已减产产能次月计算停产产量。基于前述假设，预计全年新建产能贡献产量约 92 万吨，复产产能贡献产量约 180 万吨，减产产量 135 万吨；不考虑 2022 年 11 月 10 日以后的减、停产，预计 2022 年中国电解铝产量至多为 4015.6 万吨，略高于我们在 2022 年中期策略中的测算（3989.8 万吨），同比增长 3.2%。

预计 2023 年国内电解铝产量将升至 4224.7 万吨，同比增长 5.2%。若继续按照上述假设计算，同时假设 2022 年减产产能于 2023Q2 完成复产（全年贡献产量时长 6 个月）且 2023 年无新增减产，2023 年中国电解铝产量将至多上升至 4224.7 万吨，同比增长 5.2%。

国内电解铝产能红线将至。截至 2022 年 9 月底，国内电解铝建成产能已达 4418 万吨/年，9 月由于减产增加，在运行产能降至 3978 万吨；整体来看，建成产能已逐步接近 4500-4600 万吨/年左右上限，后续提升空间较小。

图 29：电解铝产能逐步接近产能上限



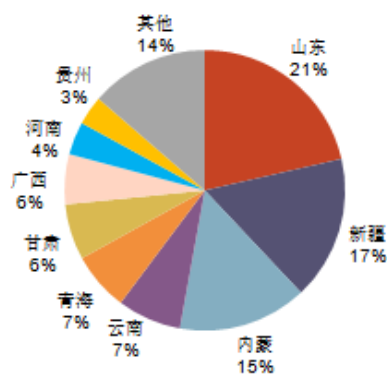
资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2022 年 9 月）

云南在电解铝生产中系统重要性增加，水电扰动将增大

云南省近年来基于优越的水电资源承接了国内多地的电解铝产能指标。截至 2021 年底，云南省拥有的全部合规电解铝产能指标合计 839 万吨/年，其中，魏桥创业集团由山东向云南搬迁的 396 万吨/年（云南文山州 203 万吨/年、云南红河州 193 万吨/年），中铝集团 318.8 万吨产能（云铝股份电解铝产能 305 万吨/年，旗下山东华宇公司 13.8 万吨/年产能指标转移到云南省），神火股份 90 万吨/年产能，云南其亚集团 35 万吨/年产能。

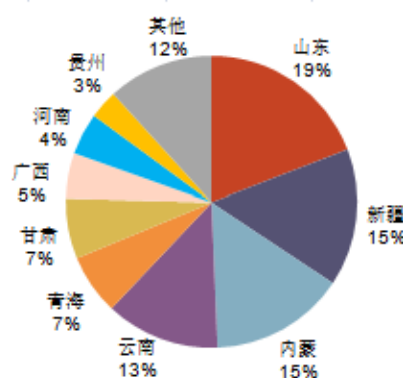
据百川盈孚，截至 2022 年 9 月，云南省电解铝产能已建成接近 600 万吨/年，8 月云南电解铝月产量已达 44.2 万吨，占全国产量比重上升至 13%，而 2021 年 8 月这一占比为 7%，提升明显。

图 30：全国各省电解铝产量占比（2021 年 8 月）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所

图 31：全国各省电解铝产量占比（2022 年 8 月）



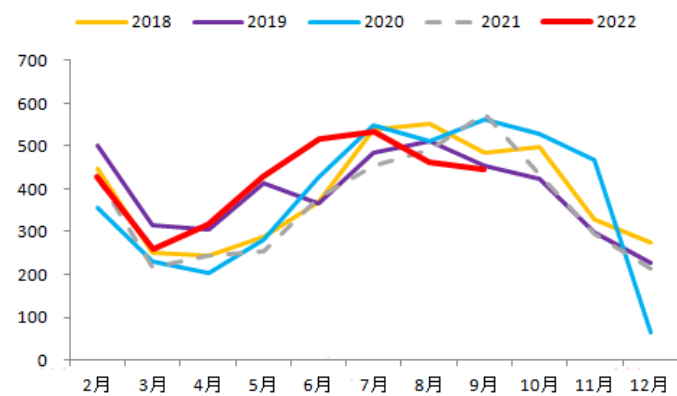
资料来源：百川盈孚，光大证券研究所

云南省的大型水电站主要分布在金沙江下游和澜沧江，金沙江上下游主要有乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝四个大型水电站，云南省历年水电发电量占比

均在 80%以上。每年 7-10 月的丰水期发电量中水电占比更是超过 90%，枯水期水电贡献则下滑至 60-70%。

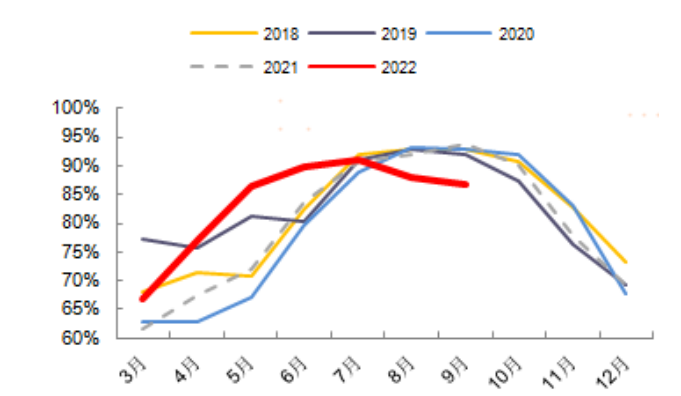
2022 年初云南“来水”较多，2022 年 4-7 月水力发电占比明显高于往年；8 月以来，云南省来水同比下降明显。华能水电于 8 月在投资者互动平台表示，2022 年澜沧江流域 7 月来水较多年平均偏枯 4 成，8 月较多年平均偏枯 5 成。从云南省水电发电来看，8-9 月水电发电利用小时数环比 7 月明显下滑，并低于往年同期，水电发电量占比亦明显低于往年同期；云南省在即将到来的枯水期（11 月至第二年的 5 月）用电压力增大。

图 32：云南各年月度水电发电利用时长（单位：小时）



资料来源：Wind，光大证券研究所（2018 年 2 月-2022 年 9 月）

图 33：云南省各月水电发电量占比



资料来源：Wind，光大证券研究所（2018 年 3 月-2022 年 9 月）

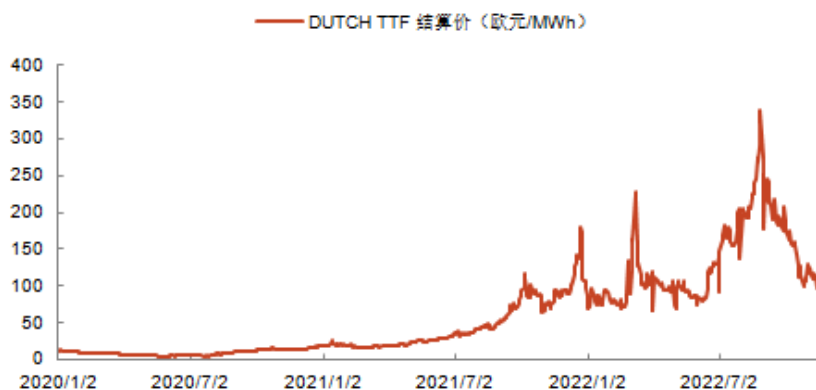
神火股份、云铝股份 9 月相继发布公告，收到通知，被要求 9 月 14 日前压降用电负荷，若后续电力持续紧张，仍有进一步减产预期。

按前文所述，云南省拥有的合规电解铝产能指标合计 839 万吨/年，云南远期电解铝规划产能有望达 800 万吨以上，将成为中国最大电解铝生产省份。云南在电解铝生产地中的重要性增加。而云南省电力结构又以水电为主，后期水电的季节性和“来水”的大小年将对电解铝产能释放造成较大扰动。

(2) 海外：能源价格高企，欧洲延续减产

2021Q4 以来，俄乌冲突逐步升级，欧洲天然气价格持续大涨。尽管目前天然气价格已经从高位有所回落，但价格仍处于较高位置。截至 11 月 14 日，作为天然气价格基准的荷兰天然气期货结算价仍处于 113.7 欧元/兆瓦时，较 2022 年初上涨 60%，较 2021 年初上涨 474%。

图 34：荷兰天然气期货结算价回落明显但仍处高位



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（2020.1.1-2021.11.14）

因电力成本上行，2021年10月以来欧洲电解铝产能一直处于减产状态，2022年1-7月中欧和西欧地区铝产量同比下降11%。8-9月由于电价飙升，欧洲铝厂再度减产。我们统计了2021年10月-2022年11月14日期间，欧洲累计已减产电解铝产能超过140.9万吨/年。

表 7：欧洲已减产电解铝产能及拟减产产能（2021.10.1-2022.11.14）

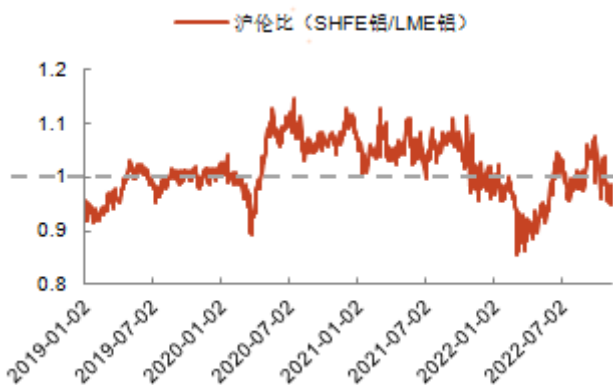
铝企	工厂	国家	产能 (万吨/年)	已减产产能 (万吨/年)	备注
Liberty House	Aluminum Dunkerque Industries France	法国	28.5	4.3	2022年1月10日宣布减产10%，第二周进一步减产5%
Aldel	Aldel	荷兰	17.0	11.0	2021.10 停产
Trimet	Primary Products Hamburg	德国	13.0	3.9	Trimet 宣布 2021 年 10 月减产 30%
Trimet	Niederlassung Voerde	德国	9.5	2.9	Trimet 宣布 2021 年 10 月减产 30%
Trimet	Essen	德国	16.5	8.3	Trimet 宣布 2022 年 3 月减产 30%，3 月进一步减产至 50%
Norsk Hydro	Slovalco	斯洛伐克	17.5	17.5	2022 年 1 月进一步减产至 60%产能，因电力协议 2022 年 9 月底前将关闭该厂
Alro	Alro Slatin a	罗马尼亚	26.5	15.9	2022 年初减产 60%
Aloca	San Ciprian Works	西班牙	22.8	22.8	2021.12 停产
Uniporm	Kombinat Aluminijuma Podorica	黑山	7.5	7.5	2021.12 停产
Talum	Kidricevo	斯洛文尼亚	8.4	6.7	2021 年 12 月宣布 2022 年计划产量减少 50%，2022 年 8 月表示以 20%产能运行
Aloca	Mosjoen	挪威	18.8	0.0	2022.8.22 罢工结束之前，铝冶炼产品停止交付，目前罢工结束
Aloca	Lista	挪威	9.4	3.1	8 月 30 日宣布削减 1/3 产能
Norsk Hydro	Sunddal	挪威	40.0	8.0	2022.8.22 罢工的第一个月停止 1/5 铝生产，罢工持续超过 4 个星期将每周减产 10%
Speira	诺伊斯	德国	23.5	11.8	2022.8.2 能源成本飙升，拟减产 50%，将在 9 月决定是否减产做出决定
Liberty House	Aluminium Dunkerque Industries France	法国	24.2	5.3	2022.9.7 宣布拟减产 22%，9.12 开始关闭部分产能，在 10 月 1 日前完成整个减产程序
Norsk Hydro	Hydro Karmey&Hydro Husnes	挪威	39.9	12	2022.9.27 海德鲁宣布原铝产能减产 11-13 万吨
合计			323.0	140.9	

数据来源：SMM，光大证券研究所（截至 2022/11/14）

1-9 月电解铝我国进口锐减，海外紧缺开始影响国内

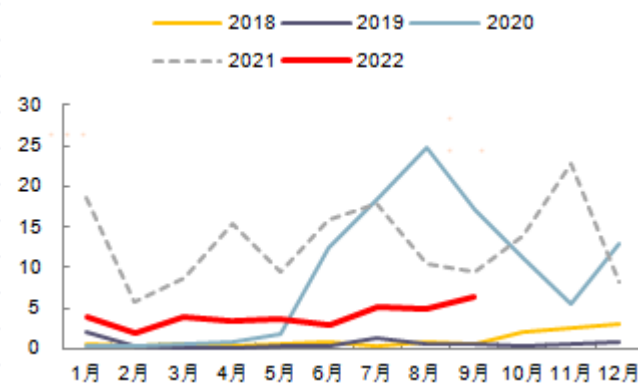
2022 年 1-9 月我国进口原铝合计 36.1 万吨，同比下降 68%，主要系海外供应紧张所致。2022 年 2 月底俄乌冲突以来，多数时间海外铝价较国内铝价溢价，沪伦比低于 1 的时间较多。目前能源价格中枢仍较高，2022 年海外电解铝供应将维持紧张状态，国内电解铝进口同比将大幅下降。

图 35：近期海外铝价强于国内



资料来源：Wind，光大证券研究所（2019.1.2-2022.11.11）

图 36：2022 年 1-9 月中国原铝月度进口量同比下滑明显（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（2018.1-2022.9）

4、景气度展望：行业盈利取决于地产需求表现

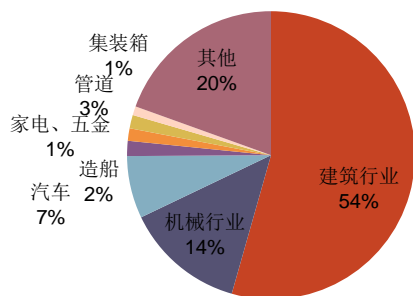
4.1、钢铁：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

(1) 房地产行业相关政策密集出台，后续对钢材需求有望改善

房地产是钢材下游最大需求。根据 Mysteel 数据显示，2018 年钢铁行业下游需求中建筑行业占比达到 54%，其中地产用钢占比高达 38%，居钢材下游需求首位。

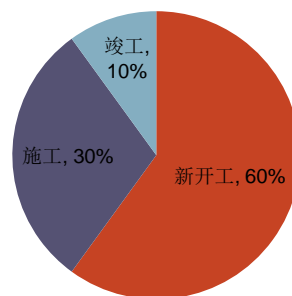
地产用钢需求不仅依赖于新开工，也与房屋施工面积、竣工面积高度相关。根据 Mysteel 测算，新开工、施工和竣工期间用钢消耗分别占项目整体的 60%、30%和 10%。故我们在观测地产用钢时，需同时关注房屋新开工、施工、竣工三个方面的表现情况。

图 37：2018 年钢铁行业下游需求分布



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

图 38：房地产用钢占比

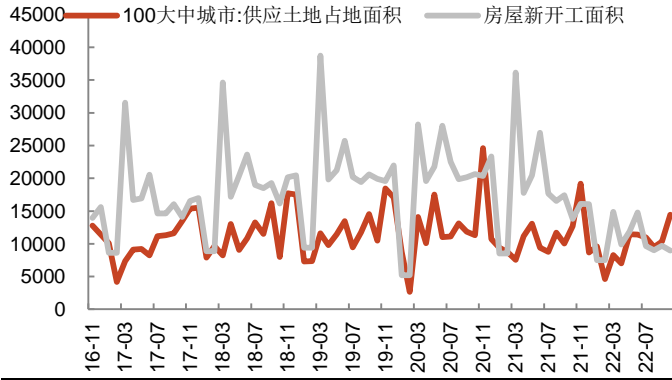


资料来源：Mysteel，光大证券研究所

A.新开工面积方面：一般来说，100 城市土地成交面积大致领先房地产新开工两个季度时间，其累计同比增速在 2 月、4 月降幅超过 20%，而后降幅持续收窄，截至 9 月，累计同比-7.46%；对应房屋新开工面积累计同比降幅在 10 月达到 37.80%，预计 2023 年上半年全国新开工面积将会延续疲态，降幅或有所收窄。

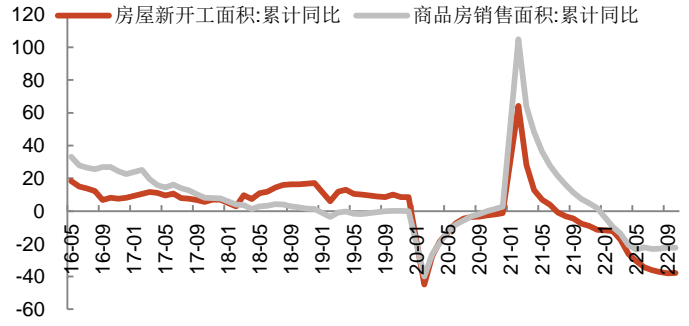
此外，新开工面积同比增速与商品房销售面积同比增速基本保持同方向。2022 年 1-9 月，我国商品房销售面积累计同比降幅收窄至 22.20%，在当前全国及各地地产宽松政策密集出台的大背景下，预计 2023 年我国商品房销售面积降幅有望持续收窄，有望带动房屋新开工面积累计同比降幅收窄。

图 39: 100 大中城市供应土地面积及房屋新开工面积 (滞后 6 个月) (万平方米)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截至 2022 年 10 月)

图 40: 房屋新开工面积累计同比增速与商品房销售面积累计同比增速 (%)

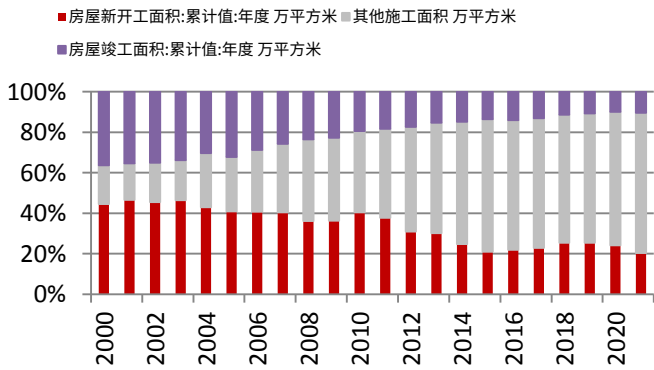


资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截至 2022 年 10 月)

B.竣工面积方面:截至 2022 年 10 月,房屋竣工面积累计同比降幅为 18.70%,降幅连续 3 个月收窄,在当前“保交楼”政策密集出台的大背景下,预计 2023 年我国地产竣工面积表现将进一步改善。

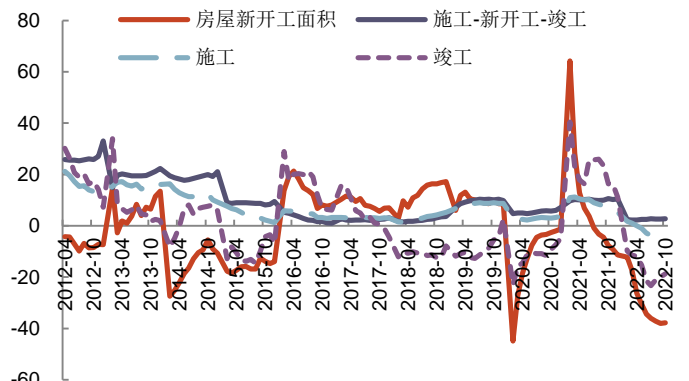
C.施工面积方面:从构成上看,本年施工面积,包括上年跨入本期继续施工的面积、本期新开工面积,以及上年停缓建在本期恢复施工的房屋面积(即复工面积)、本期竣工的房屋建筑面积以及本期施工后又停缓建的房屋建筑面积。2015 年以来,我国新开工、竣工面积占施工面积大概在 30%左右,随着二者改善,预计后期施工面积也将有所回升。

图 41: 2000-2021 年新开工面积占施工面积比例



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截至 2021 年)

图 42: 新开工面积、施工面积、竣工面积及三者差值的累计同比增速变化 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截至 2022 年 10 月)

(2) 基建实物工作量有望逐步提升, 关注道路、火电建设等结构性投资机会

根据国家统计局 2017 年国民经济和社会发展统计公报,基础设施投资包括交通运输、邮政业,电信、广播电视和卫星传输服务业,互联网和相关服务业,水利、环境和公共设施管理业投资。

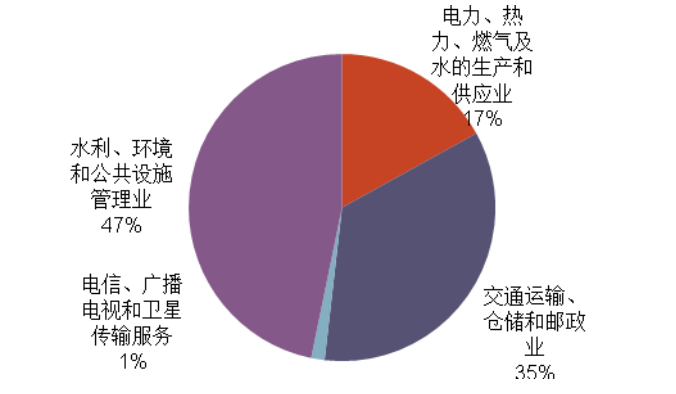
我们根据国家统计局公布的年度数据来看(统计局的总绝对值数据只更新到 2017 年),城镇基础建设固定资产投资完成额=电力、热力、燃气及水的生产和供应业固定资产投资完成额+交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额+水利、环境和公共设施管理业固定资产投资完成额。

2017 年,全国 17.56 万亿元基建固定资产投资额的构成:道路运输占比 20%,市政设施管理占比 26%,公园和景区管理占比 8%,仓储占比 4%,太阳能发电

生产、电力供应、市容管理、防洪除涝四大项占比均在 2-3%，其他各细分项占比不超过 2%。

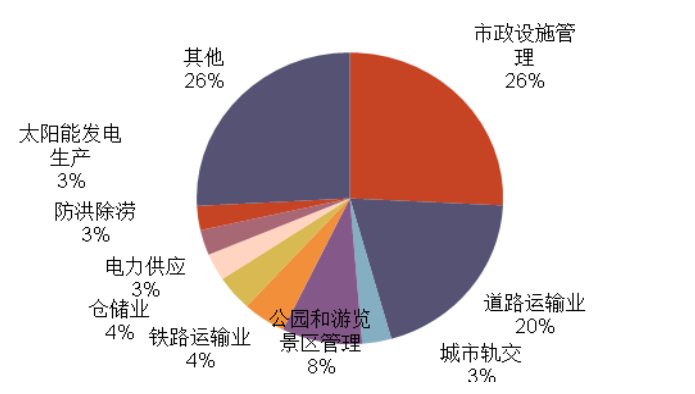
2022 年 9 月 19 日，国家发改委新闻发言人孟玮在新闻发布会上表示，将加快推动第一批 3000 亿元政策性开发性金融工具尽早形成实物工作量，同时，着力用好新增 3000 亿元以上政策性开发性金融工具，做好项目筛选和推荐，加快资金投放，督促地方抓住施工窗口期，推动项目尽快开工建设。

图 43：2017 年我国基建固定资产投资额构成（一级）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 44：2017 年我国基建固定资产投资额构成（二级）



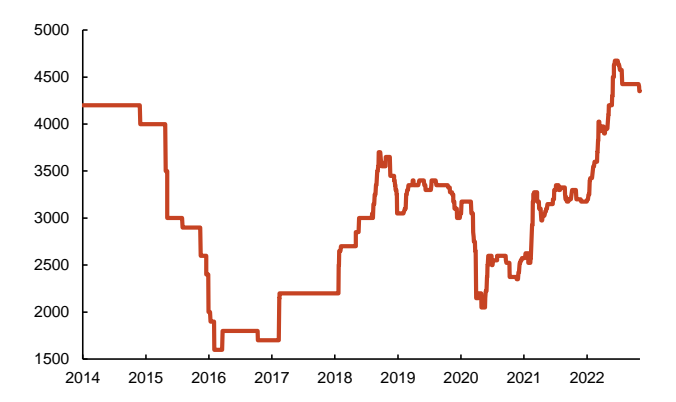
资料来源：Wind，光大证券研究所

A. 交通运输方面，重点关注道路建设相关沥青炼厂周开工率处年内高位水平

2022 年 9 月 28 日交通运输部召开的例行新闻发布会消息，交通运输部加强部省衔接，靠前服务、特事特办，集中审查批复了一批国家重点公路建设项目，近 3 个月完成设计审批的项目数量较去年同期增长了 3 倍。截至 8 月底，全国新开工高速公路和普通国省干线公路项目超过 240 个，总里程约 7400 公里，项目总投资约 5000 亿元。

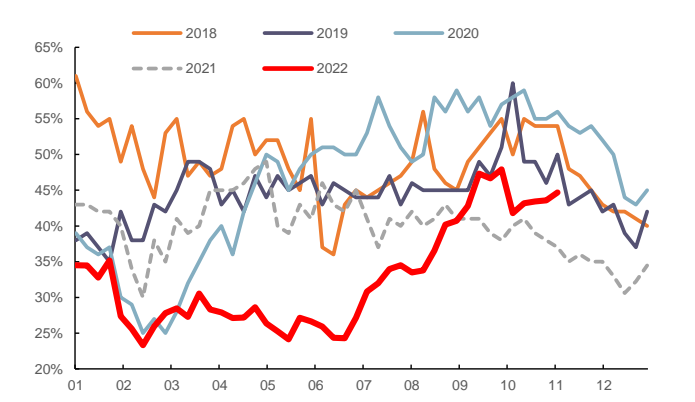
石油沥青约 80%用于道路建设（包括新建和维修），而 2017 年基建投资额构成中，道路运输业占 23.29%，仅次于市政设施管理行业（占 26.13%），而石油沥青出口占比较小（2019 年是 8.56%），因此总体来看石油沥青是监测基建比较重要的指标，2022 年 1-10 月，建筑沥青价格均价为 4151.47 元/吨，沥青炼厂开工率平均值为 32.47%，目前处于年内高位水平，显示当前道路建设方面需求表现较好。

图 45：建筑沥青价格（元/吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所（2022 年 11 月 7 日）

图 46：沥青炼厂周开工率



资料来源：Wind、光大证券研究所（2022 年 11 月 7 日）

B. 球墨铸管、焊管、无缝钢管价格及加工费下滑，显示水利管网建设需求或走弱

据住房和城乡建设部，今年上半年，全国在建综合管廊项目 68 个，规划建设规模 285 公里，预算总投资额 294 亿元，累计形成廊体 33 公里，完成投资 26 亿元。7 月末，又初步梳理出两批重点项目清单（包括已完成开工前期准备项目和部分在建项目），资金需求量超过 2000 亿元。

水利部副部长刘伟平在 9 月 14 日水利基础设施建设进展和成效新闻发布会上表示，截至 8 月底，新开工水利项目 1.9 万个，较 7 月底增加了 3412 个；重大水利工程开工 31 项；在建水利工程投资的总规模超过 1.8 万亿，创历史新高，其中 8 月份增加了 1730 亿元。

表 8：地下管网及水利相关政策汇总

发布时间	部门/会议	文件	政策内容
2021/12/31	水利部	实施国家水网重大工程的指导意见和实施方案	到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程，有序实施省市县水网建设，着力补齐水资源配置、城乡供水、防洪排涝、水生态保护、水网智能化等短板和薄弱环节，水安全保障能力进一步提升。
2022/3/29	国常会	国务院常委会	今年再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目，包括南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程。这些工程加上其他水利项目，全年可完成投资约 8000 亿元。
2022/4/7	水利部	2022 年水利工程建设情况国务院政策例行吹风会	研究制定节水产业支持政策，建设全国统一的用水权交易市场
2022/5/10	水利部	水利部、国家开发银行签订合作协议	将围绕“十四五”水安全保障目标任务，聚焦新阶段水利高质量发展要求，抢抓全面加强水利基础设施建设有利时机，不断扩大开发性金融支持水利信贷规模，着力推动国家水网重大工程、流域防洪薄弱环节、农村水利基础设施、复苏河湖生态环境、重点行业区域领域节水、智慧水利等水利基础设施建设，为全面建设社会主义现代化国家提供有力的水安全保障。
2022/8/5	住房和城乡建设部		今年上半年，全国在建综合管廊项目 68 个，规划建设规模 285 公里，预算总投资额 294 亿元，累计形成廊体 33 公里，完成投资 26 亿元。7 月末，又初步梳理出两批重点项目清单（包括已完成开工前期准备项目和部分在建项目），资金需求量超过 2000 亿元。
2022/9/14	水利部副部长	水利基础设施建设进展和成效新闻发布会	截至 8 月底，新开工水利项目 1.9 万个，较 7 月底增加了 3412 个；重大水利工程开工 31 项；在建水利工程投资的总规模超过 1.8 万亿，创历史新高，其中 8 月份增加了 1730 亿元。

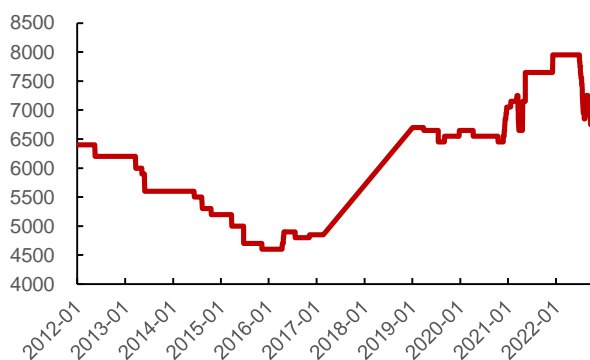
资料来源：各级政府机构官网，光大证券研究所整理

根据我们 2022 年 1 月 21 日发布的《关注国家水网、地下管网建设带来的管道产品投资机会——管道行业动态报告》，我们估计，2020 年，离心球墨铸管需求量 45%分布在市政管网领域，35%分布在水利领域。

金属管材是城市供水系统中最常见的管材，根据《中国铸造协会铸管及管件行业“十三五”发展规划》，全国城市公共供水管道中球墨铸铁管铺设长度在 2003 年超过钢管，2013 年，我国公共供水管道中球墨铸管占比 33.85%，灰铸铁管占比 18.43%，塑料管占比 30.65%，钢管占比 9.81%，预应力钢筒混凝土管占比 5.88%，水泥管占比 1.37%。2003-2013 年，历年新增城市公共供水管道铺设长度中，球墨铸铁占比平均在 50%左右，显示其正在逐步替代钢管、灰铸铁管。

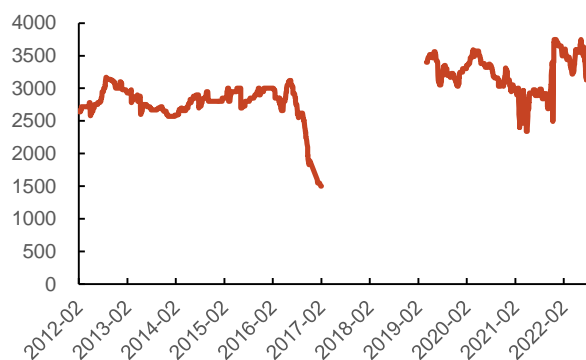
2022 年上半年，球墨铸管价格、加工费均处于 2011 年（也是有统计）以来的高位水平，显示上半年市政管网、水利工程的需求较为不错，下半年开始，球墨铸管价格、加工费出现大幅回落，截至 2022 年 10 月 31 日，球墨铸管的价格降至 6900 元/吨，较年内最高点（7950 元/吨）下降 13.21%，球墨铸管与铸造生铁的价格差（也就是球墨铸铁管的加工费）降至 3150 元/吨，较年内最高点（3750 元/吨）下降 16.00%。

图 47: 球墨铸管价格 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所 (2022 年 10 月 31 日)

图 48: 球墨铸管加工费 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所 (2022 年 10 月 31 日)

根据我们 2022 年 1 月 21 日发布的《关注国家水网、地下管网建设带来的管道产品投资机会——管道行业动态报告》，我们估计 2020 年焊接管下游需求分布：28%用于建筑行业，23%用于水务行业，34%用于燃气，15%用于热力和消防行业。

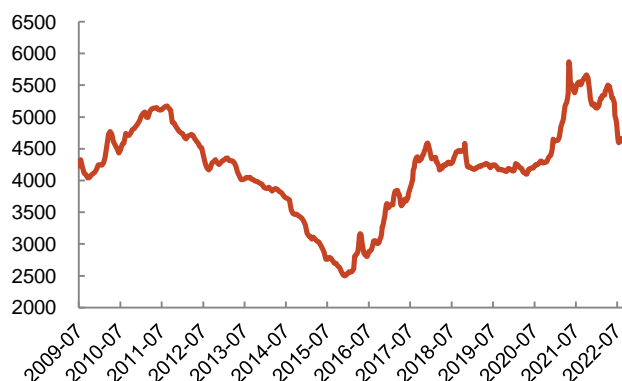
焊接钢管及无缝钢管则在 2021 年 5 月创下 2012 年以来最高水平后小幅回落，焊管产品的定价方式系以成本加成为基础，并根据原材料价格的变动进行调整，产品毛利率较为稳定。

以商务部公布的焊接钢管及热轧带钢现货价格为例，2010 年以来，二者价差平均为 185 元/吨，热轧带钢占焊接钢管价格比例平均达到 96%；以商务部公布的无缝钢管及百川盈孚发布的管坯价格为例，2018 年以来二者价差平均为 567 元/吨，管坯价格占无缝钢管价格平均比例为 88%。

截至 2022 年 10 月 31 日，焊接钢管及热轧带钢现货价差均值为 349 元/吨，处于 2010 年以来较高水平，但较年内最高点（428 元/吨）下降 18.46%；无缝钢管及管坯价差 1053 元/吨，较年内高点（1350 元/吨）下降 22.00%。

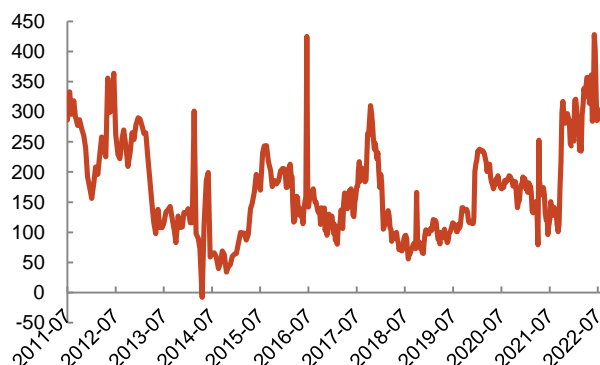
球墨铸管价格及加工费、焊管加工费较年内高点均有较大程度下滑，显示当前地下管网及水网需求或有所转弱。

图 49: 焊接钢管价格走势 (元/吨)



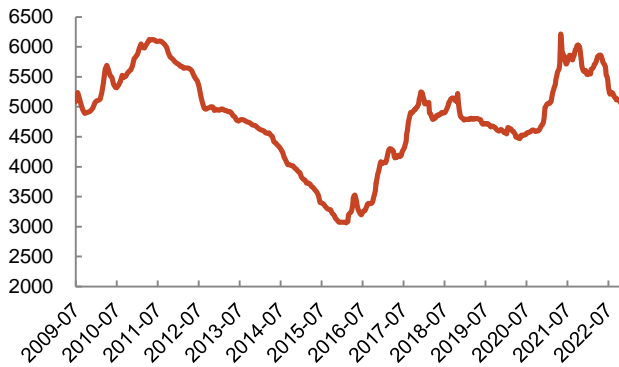
资料来源: 商务部, Wind, 光大证券研究所 (2022 年 10 月 31 日)

图 50: 焊管与带钢价差 (元/吨)



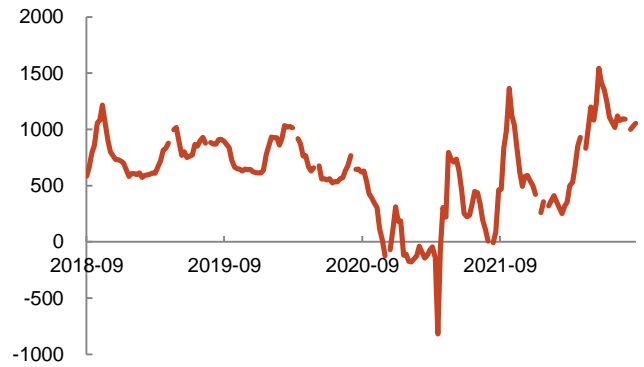
资料来源: 商务部, 光大证券研究所 (2022 年 10 月 31 日)

图 51: 无缝钢管价格走势 (元/吨)



资料来源: 商务部, Wind, 光大证券研究所 (2022 年 10 月 31 日)

图 52: 无缝钢管与管坯价差 (元/吨)



资料来源: 商务部, 百川盈孚, Wind, 光大证券研究所 (2022 年 10 月 31 日)

C. 火电建设发力, 有望带动锅炉管景气度提升

2021 年能源用煤 (电力+供热+部分建材、化工、冶金行业的能源用煤) 占煤炭消费总量的 69%, 占能源消费总量的 56%。

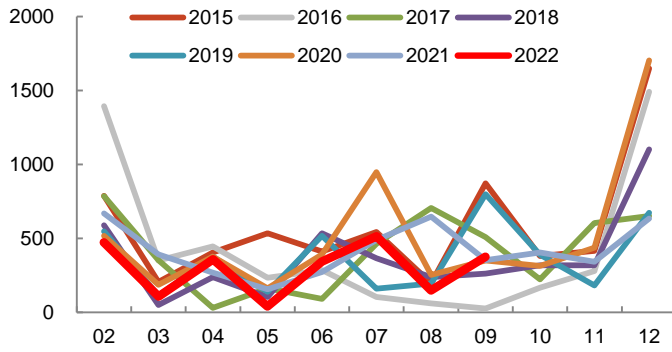
中国工程院院士、深圳大学深地科学与绿色能源研究院院长谢和平 2021 年 9 月在成都举行的 2021 全球绿色发展高峰论坛上表示, “我国的资源禀赋和现阶段经济社会的发展实际, 决定了短期内我国经济社会发展仍离不开煤炭”。其撰写的《碳中和目标下煤炭行业发展机遇》提到, “2030 年前, 适应碳达峰的要求, 风、光等新能源是满足能源增量需求的主体, 规模增长速度快, 但是由于基数小, 在能源消费结构中的占比提高缓慢, 逐步由 15% 向 30% 靠近, 成为补充能源。而由于我国能源消费保持在较高水平, 新能源增量赶不上能源需求增量, 煤炭消费量保持平稳或略有增长, 维持在 35 亿~45 亿吨。”²由此可见, 碳达峰 (2030 年) 之前我国煤炭消费量将维持高位水平。

2022 年 8 月 19 日, 电规总院发布《未来三年电力供需形势分析》, 提出在保证安全的前提下, 加快推进明确煤电建设, 保障未来三年 1.4 亿千瓦煤电按期投产, 同时尽快新增规划煤电项目落实, 适时新增规划一批电源储备项目, 夯实托底保供基础, 压实电力供应保障的基本盘。

煤炭作为能源结构中压舱石的地位不变, 2021 年年末, 火电审批重新放开, 2021Q4 获得核准的煤电项目同比增长了 41%, 2022 年延续这一趋势, 根据我们的统计 1-8 月新核准火电项目 4378 万千瓦。在新能源占比快速提升、极端天气频发的背景下, 为保障电力供应安全、稳定, 后续我国火电建设有望持续发力, 或将带动锅炉管景气度上行, 以宝武集团烟台鲁宝高压锅炉管价格为例, 2022 年以来价格持续上涨, 处于近三年来高位水平。

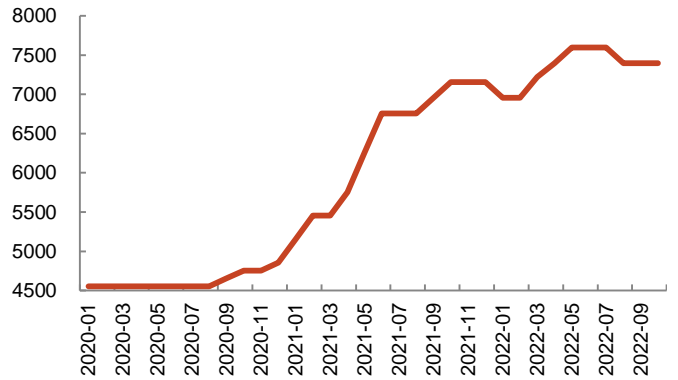
² 《碳中和目标下煤炭行业发展机遇》——谢和平、任世华、谢亚辰、焦小淼

图 53: 2015 年至今我国火电电源建设新增装机容量 (万千瓦)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (截至 2022 年 9 月)

图 54: 宝武集团烟台鲁宝高压锅炉管价格 (元/吨)



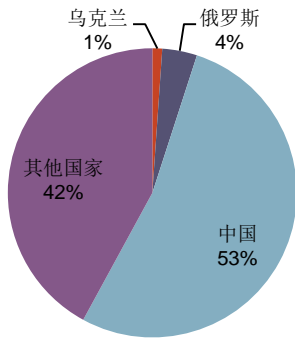
资料来源: 宝钢股份微信公众号, 光大证券研究所 (时间截至 2022 年 10 月)

(3) 全球钢材需求走弱, 中国钢材出口受限

2022 年 10 月 6 日, 欧盟正式对俄罗斯展开第 8 轮制裁, 此次制裁限制了俄罗斯本土半成品材 (包括板坯和方坯) 的出口, 同时禁止使用此前进口的俄罗斯半成品材 (欧盟给出的板坯过渡期至 2024 年 10 月 1 日, 方坯过渡期至 2024 年 4 月)。

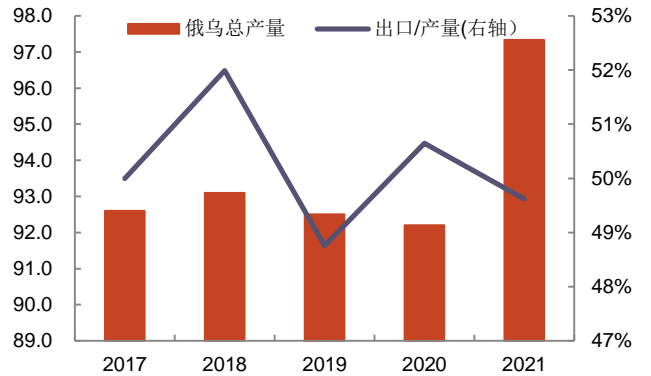
根据世界钢铁协会数据显示, 2021 年, 俄罗斯粗钢产量为 7597 万吨, 占全球粗钢产量比例为 3.89%, 粗钢出口量为 3260 万吨, 出口量占当年产量的 42.91%; 乌克兰粗钢产量为 2136.56 万吨, 占全球粗钢产量比例为 1.10%, 出口量为 1570 万吨, 出口量占当年产量的 73.48%。

图 55: 2021 年全球粗钢产量分布 (%)



资料来源: 世界钢铁协会, 光大证券研究所

图 56: 2017-2021 年俄乌钢材产量及出口占产量比例 (百万吨, %)

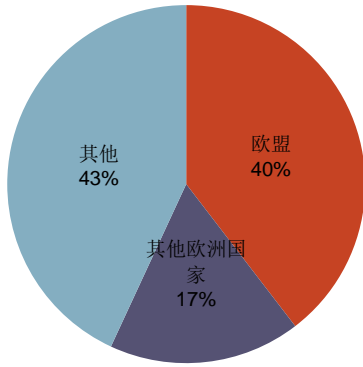


资料来源: 世界钢铁协会, 光大证券研究所

2021 年, 独联体及乌克兰粗钢向其他区域出口粗钢量为 4270 万吨, 其中出口到欧盟区域的占比为 39.58%, 出口到其他欧洲国家占比为 17.33%; 欧盟地区钢材进口总量为 4810 万吨, 其中进口自独联体的钢材占比为 35.14%, 预计欧盟市场后续无法填补制裁俄罗斯钢材带来的空缺。

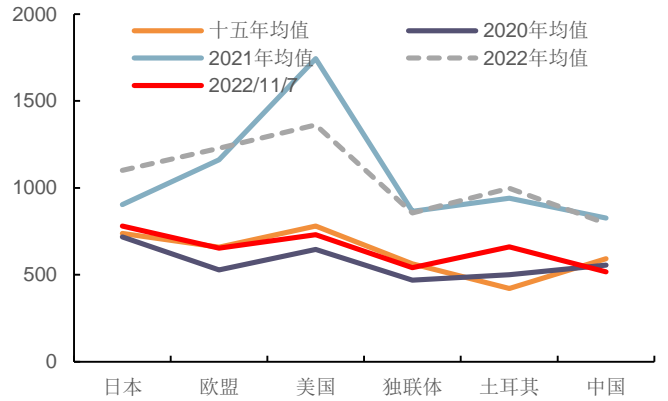
当前中国钢材价格仍低于欧美、日本, 截至 11 月 7 日, 欧盟热卷价格为 653 美元/吨, 大幅高于中国热卷价格 (516 美元/吨), 显示目前我国钢材仍有一定出口优势。

图 57: 2021 年独联体钢铁出口分布



资料来源: 世界钢铁协会, 光大证券研究所

图 58: 各主要经济体与中国的热轧价格 (美元/吨)



资料来源: 世界钢铁协会, 光大证券研究所

但由于海外钢材需求走弱, 全球粗钢产量同比显著回落。根据国际钢铁协会 2022 年 10 月预测, 2022 年全球钢铁需求将由 4 月预测时的上涨 0.4% 下调至下降 2.3%, 全年需求量为 18.0 亿吨, 其中欧盟需求下降 3.5%, 美国钢铁需求则由 4 月预期增长 2.8% 下调至 2.1%。2023 年全球钢铁需求则由前期预测的上涨 2.2%, 下调至增长 1%。

根据国际钢铁协会数据, 2022 年 1-9 月, 64 个国家粗钢产量为 14.05 亿吨, 同比下降 4.30%, 其中累计同比正增长的国家主要为伊朗 (9.80%)、印度 (6.40%), 而独联体 (-18.50%)、欧盟 (-8.20%)、美国 (-4.30%)、日本 (-6.00%)、韩国 (-4.40%)、中国 (-3.40%) 累计同比均为负增长。

当前全球范围内钢铁供应减量情况较为明显。9 月 2 日, 安赛乐米塔尔发布公告称, 由于天然气和电力成本飙升, 其将部分关停欧洲工厂及相关设施; 此外阿尔维迪 (Arvedi) 关停其部分意大利电炉厂, 英国 liberty 关停一座高炉。

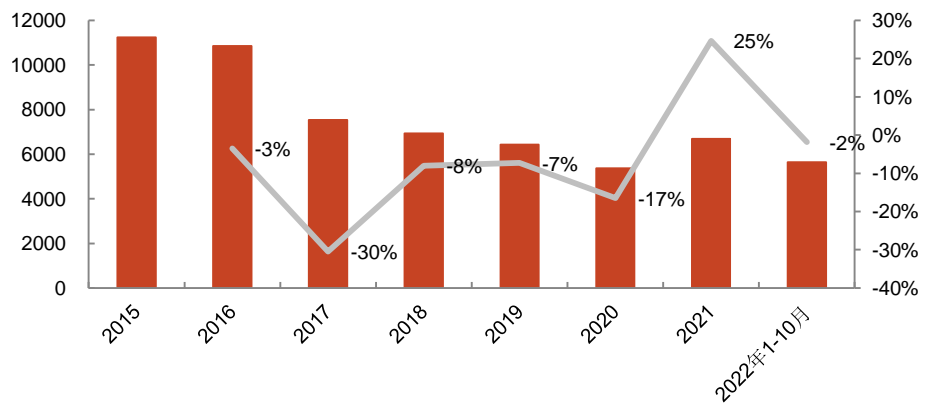
表 9: 2022 年 1-9 月全球 64 个国家粗钢产量表现 (亿吨, %)

	64 国家	欧盟	独联体	美国	日本	韩国	中国	伊朗	印度
粗钢产量	14.05	1.06	0.66	0.62	0.68	0.51	7.81	0.22	0.93
同比	-4.30%	-8.20%	-18.50%	-4.30%	-6.00%	-4.40%	-3.40%	9.80%	6.40%

资料来源: 世界钢铁协会, Wind, 光大证券研究所 (截至 2022 年 9 月)

故尽管我国钢价具有一定优势, 但由于海外需求走弱, 出口表现仍旧较弱。2022 年 1-10 月, 我国钢材出口量累计为 5635.80 万吨, 同比下降 1.80%, 如若 2023 年全球钢铁需求小幅回升, 则我国钢材出口有望进一步有改善。

图 59: 2015 年至今我国钢材出口及同比 (万吨, %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

(4) 展望 2023 年需求有望逐步改善，盈利中枢小幅上行

由于国内地产需求表现不及预期，世界钢铁协会预测 2022 年我国钢铁需求同比下降 4%，较 2021 年减少 3800 万吨，下滑幅度预计将超过供给收缩幅度，行业利润维持低位运行，2022 年 1-10 月，行业综合毛利均值为 363 元/吨，同比下降 30.17%。

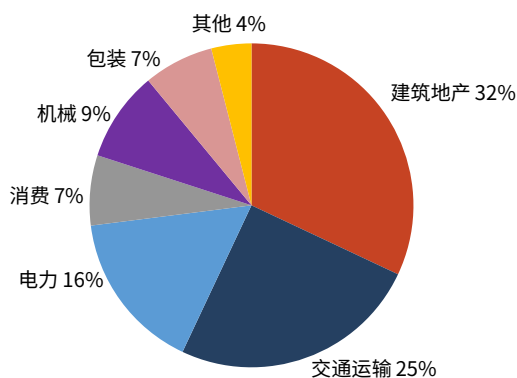
展望 2023 年，我们认为在地产宽松政策背景下，需求降幅有望进一步收窄，根据世界钢铁协会最新预测显示，预计 2023 年我国钢铁需求仍有明显下行空间，如若后续地产等需求在政策刺激下有所恢复，则我国明年钢铁需求有望实现同比持平，行业利润或有望回升至 500-800 元/吨水平。

4.2、 电解铝：略有过剩，维持紧平衡

(1) 需求：2023 年供略大于求，但仍维持紧平衡

电解铝下游需求主要是建筑地产、交通运输、电力、消费、机械和包装等领域，其中建筑地产和交运、电力需求合计占比超过 73%（2020 年）。

图 60：电解铝在下游各领域用量占比



资料来源：安泰科，光大证券研究所（2020 年）

地产竣工：上行周期被疫情延后，2023 年增速将有所改善

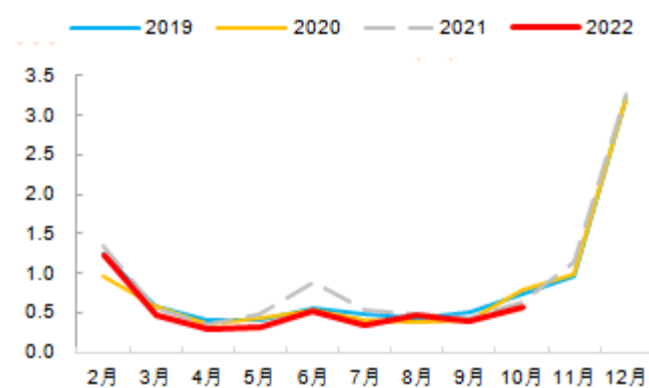
2022 年 1-10 月全国房屋竣工面积累计同比下滑 18.7%；2022 年 10 月单月竣工面积在月度环比数据上较 9 月改善，较 9 月环比增长 41%。

图 61：地产新开工和竣工面积累计同比增速仍处于负值



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2022 年 10 月）

图 62：2022 年 10 月单月竣工面积环比改善（亿平方米）

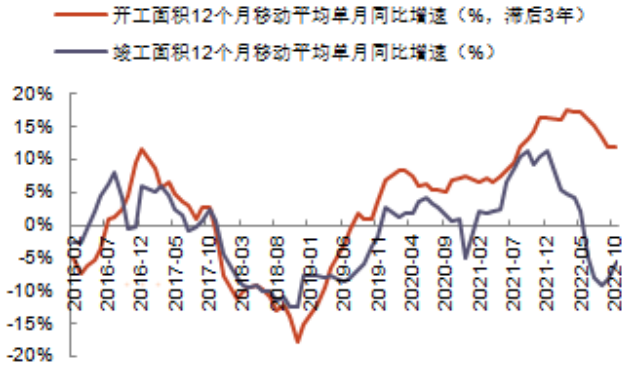


资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2022 年 10 月）

2016年以来，从开工到竣工的完全周期约3年左右，对应房地产开工面积12个月移动平均数单月同比增速（滞后3年）与竣工面积12个月移动平均数单月同比增速走势基本一致。基于此，房地产开工数据为竣工数据的3年期领先指标，根据开工面积同比增速走势可以得知，竣工面积的同比增速高点将出现在2022Q2附近，峰值增速约在15%附近，但因为房企资金链因素和疫情影响，2022年1-10月的实际竣工面积的同比增速数据与前几年的开工数据脱钩。10月竣工数据已有所改善，按12个月移动平均增速估算，全年竣工面积累计同比下降15%左右。

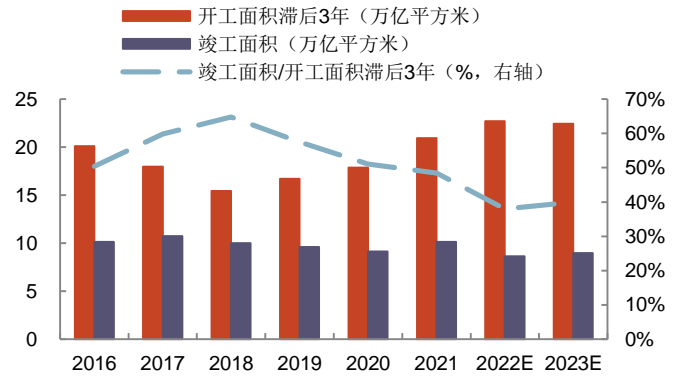
我们预计随着保交付政策、疫情影响趋弱，2023年地产竣工面积的同比增速将逐步恢复正常。若按照房地产开工面积滞后3年数据与房地产竣工面积作对比，2016年以来房地产竣工面积/开工面积滞后3年的数值之比在50-60%左右；2020年以来受疫情有不同程度影响，比值有所下滑。若按上述2022年全年房地产竣工面积同比下降15%假设，2022年房地产竣工面积/开工面积滞后3年的比值为0.38，我们保守估算2023年这一比值小幅回升至0.4，则2023年房地产竣工面积约89773亿平方米，同比增长4%。

图 63：开工滞后3年/竣工12个月移动平均同比增速



资料来源：Wind, 光大证券研究所 (截至2022年10月)

图 64：开工面积滞后3年与竣工面积及比值对比和预估

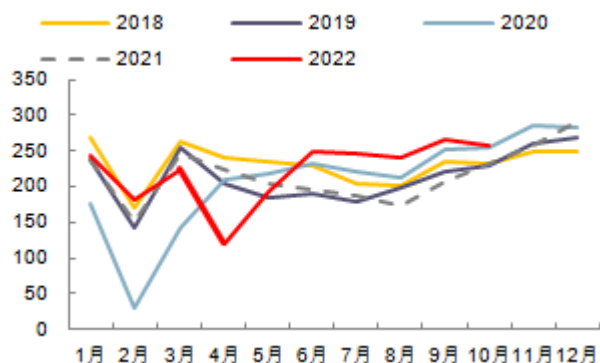


资料来源：Wind, 光大证券研究所预测

汽车：单车用铝提升带动汽车用铝量增长。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。根据《新能源汽车蓝皮书》2021版，预计中国2025年汽车销量将达到3000万辆，则对应2020-2025年均增速约3.46%。根据CM Group预测，2022/2023年中国汽车行业单车用铝同比增长约6.0/5.6%。

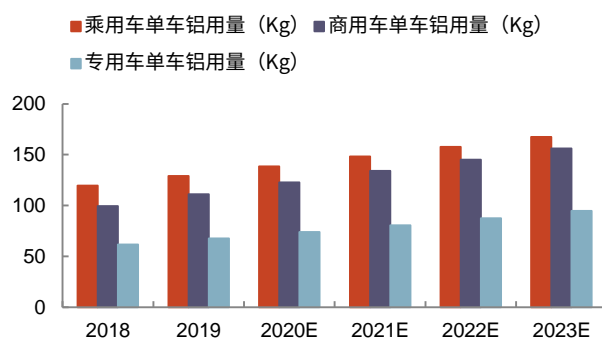
据中国汽车工业协会数据，2022年1-10月累计产量2219万辆，同比增长7.9%。上半年疫情对汽车产销量的拖累，在下半年随着购置税减半等政策支持中逐步追回，我们预计2022年汽车产量同比增长8.4%左右。盖世汽车预计2023年，国产乘用车产量同比增长2.4%，我们据此估算2023年中国汽车行业产量同比增长2.5%左右。

图 65：2022 年中国汽车月度产量同比上涨明显（万辆）



资料来源：Wind, 光大证券研究所（截至 2022 年 10 月）

图 66：单车用铝不断抬升有望带动汽车用铝继续增长

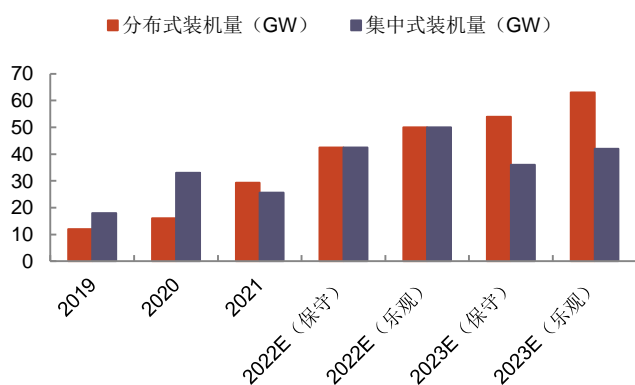


资料来源：CM group 预测，光大证券研究所（CM2020 年报告）

电力：光伏是电力用铝领域消费新看点。 电力领域用铝需求占比约 16%（2020 年），传统电力需求整体稳定，后续看点在光伏装机带来的新增量。光伏系统使用铝材料主要是边框和支架。据鑫铂股份公告，目前 1GW 的组件需要 6000-6500 吨的铝边框，分布式电站铝支架需求约单 GW 铝支架用量在 5000 吨左右；据此计算，2021 年国内光伏用铝约 48.9 万吨左右（中国光伏行业协会数据显示，2021 年全国光伏发电新增并网容量 54.88GW，其中集中式光伏电站新增并网容量 25.6GW，分布式光伏新增并网容量 29.28GW）。

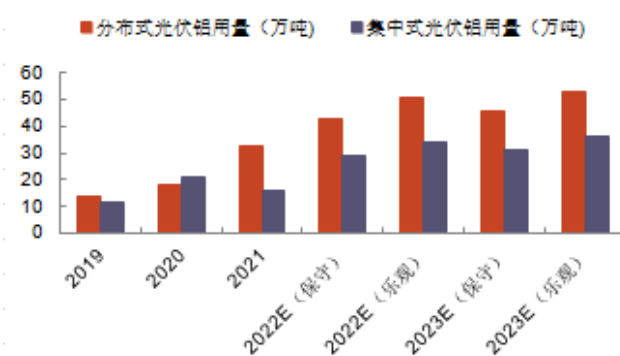
根据中国光伏行业协会的预测，在保守和乐观两种情形下，2022 年国内光伏装机量分别为 85GW（对应分布式装机量 42.5GW 和集中式装机量 42.5GW）和 100GW（对应分布式装机量 50GW 和集中式装机量 50GW）；据此计算，2022 年对应的光伏用铝保守和乐观情形分别为 74.4 万吨和 87.5 万吨，同比增速分别为 52.0%和 78.8%。在保守和乐观两种情形下，2023 年国内光伏装机量分别为 90GW 和 105GW，据此计算光伏用铝在保守和乐观情形下分别为 83.3 万吨和 97.1 万吨，同比增速分别为 11.9%和 11.0%。

图 67：保守和乐观情形国内 2022/2023 年光伏装机量预测



资料来源：中国光伏行业协会预测，光大证券研究所

图 68：光伏在保守和乐观装机预测情况下的铝用量



资料来源：根据中国光伏协会预测的光伏装机量计算，光大证券研究所预测

2022 年：我们预计 2022 年国内电解铝需求约为 4035.5 万吨，同比下降 0.5%；地产端的减量由汽车、光伏等新兴领域需求增长所抵消；净进口因为海外电解铝减产影响，或有较大规模下降，预计年内进口电解铝约 50 万吨规模，国内电解铝处于小幅过剩状态（过剩 30.1 万吨）。

2023 年：我们预计 2023 年国内电解铝需求约为 4202.5 万吨，同比增长 4.1%。基于前述假设，建筑地产用铝同比增长 4%，交运领域用铝增长 7.6%左右（汽

车产量同比增速 2.5%，单车用铝提升），电力领域中光伏用铝增速按前述平均装机预测（光伏用铝同比增长 11%），其他电力投资领域用铝的增速同比持平。另考虑 2022 年低基数效应，假设消费、包装、器械、其他领域同比增长 2%。假设净进口规模降至 30 万吨；国内电解铝供给（产量+净进口）合计为 4254.7 万吨，同比增长 4.7%，供给高于需求 52.2 万吨，过剩幅度占需求比例约 1.2%。2023 年国内电解铝供略大于求，但仍处紧平衡。

表 10：中国电解铝供需平衡表（万吨）

	2019	2020	2021	2022E	2023E
中国铝产量	3593.0	3730.0	3890.0	4015.6	4224.7
中国净进口	-0.1	98.0	160.0	50.0	30.0
抛储			28.0	0.0	
中国铝需求	3661.8	3832.8	4054.9	4035.5	4202.5
建筑地产	1237.6	1225.0	1310.8	1114.1	1158.7
交运	878.1	958.8	1057.0	1203.1	1294.8
电力	536.2	613.6	607.4	639.4	648.5
消费	264.0	268.5	276.5	282.0	287.7
机械	332.3	345.2	355.5	344.8	351.7
包装	263.2	268.5	295.3	304.2	310.2
其他	150.4	153.4	152.4	147.8	150.8
供需平衡	-68.9	-4.8	23.1	30.1	52.2

数据来源：安泰科、CM Group、中国光伏业协会，光大证券研究所预测（截至 2022 年 11 月 14 日）

(2) 利润：电力成本上行，氧化铝过剩不变，利润高位回落

高耗能企业将面临电力成本普涨局面，我们认为电解铝全行业平均用电成本有上行风险；但氧化铝供给过剩局面不会发生改变。截至 2022 年 11 月 14 日，国内氧化铝价格含税价约 2770 元/吨，较 2 月高点 3346 元/吨下滑 16.7%；年初涨价主要系冬奥会期间北方限产，复产后价格逐步回落。据百川盈孚，截至 11 月 16 日，中国氧化铝建成产能为 9910 万吨/年，开工产能为 7990 万吨/年；按 1 吨电解铝消耗 1.92 吨氧化铝计算理论可供 4162.5 万吨电解铝生产，高于现运行电解铝产能，氧化铝整体仍处过剩状态。

图 69：近期氧化铝价格高位回落



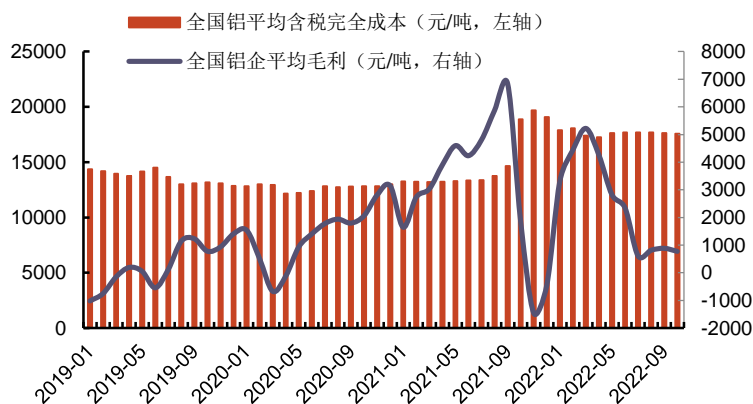
资料来源：Wind，光大证券研究所（2018.1.3-2022.11.14）

单吨盈利高点已过，利润回落明显。截至 2022 年 10 月，电解铝加权平均完全成本（含税）为 17578 元/吨，行业平均单吨毛利约 775 元/吨。

展望 2023 年，随着行业平均电力成本的上行，电解铝单吨盈利高点已过，后续利润或有所收窄，2023 年电解铝企业单吨毛利或将维持 1000-2000 元/吨

左右（按电解铝均价 19500 元/吨，假设行业平均电价按 2022 年 9 月的 0.44 元/度，氧化铝 3000 元/吨左右、预焙阳极 7000 元/吨左右，以上为含税价，人工折旧等 1500 元/吨左右）。2023 年吨铝毛利已明显低于 2021 年和 2022 年均值。

图 70：全国电解铝平均完全成本和平均毛利变化



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所（截至 2022 年 10 月）

5、投资建议

5.1、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 增速差持续为负，且在 2022 年 1 月达到 -11.7%，为 2014 年 1 月以来的最低值，2022 年 10 月该值仍为负，达到 -6.0%，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。

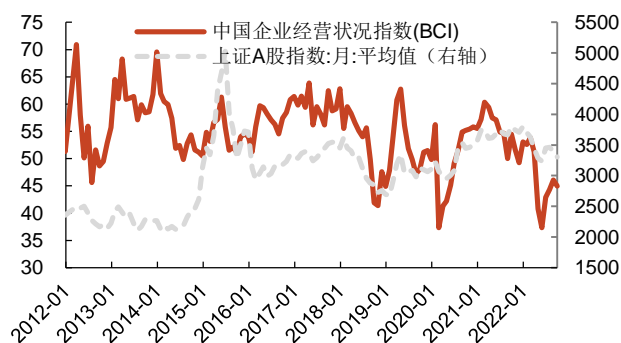
(2) BCI 企业经营环境指数与上证指数在 2014 年以后存在较强的相关性。BCI 企业经营环境指数可以看做经济趋势的影子指标，2020 年 2 月跌至 37.31 后持续攀升在 2020 年 12 月达到 60.34 而后高位回落，2022 年 5 月该值降至 37.34，下半年虽有小幅提升，8 月达到 46.06，之后有所回落，10 月降至 42.54，仍处于低位，显示当前企业经营环境仍旧偏弱，不利于上证指数表现。

图 71：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（截至 2022 年 10 月）

图 72：BCI 企业经营状况指数与上证 A 股指数月平均值



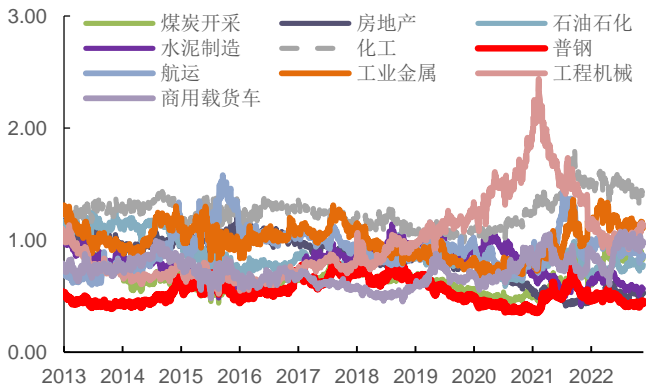
资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2022 年 10 月）

5.2、工业金属及普钢估值呈明显分化

按照 2022 年 11 月 24 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（2013 年以来）：房地产 0.54、石化 0.78、煤炭 0.86、普钢 0.46、航运 0.86、工业金属 1.15、水泥 0.57、化工 1.44、工程机械 1.13、商用货车 0.98。

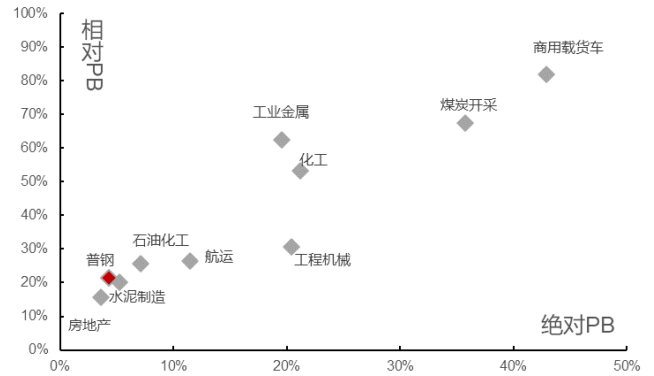
地产、石油化工、水泥制造等板块 PB 相对于沪深两市的估值均处于 2013 年以来的较低位置：石化 25.66%、房地产 15.63%、普钢 21.43%、煤炭 67.37%、航运 26.32%、工业金属 62.43%、水泥 20.18%、化工 53.27%、商用货车 81.80%、工程机械 30.73%。

图 73：2013 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（截至 2022 年 11 月 24 日）

图 74：2013 年以来周期板块相对 PB 分位与绝对 PB 分位



资料来源：Wind、光大证券研究所（截至 2022 年 11 月 24 日）

5.3、投资建议

受疫情因素影响，我国多项经济指标处于历史同期低位水平，随着疫情缓解，钢铁、电解铝需求也将进一步回升。

钢铁板块：展望 2023 年，钢铁行业产能产量双控的情况将进一步延续，但行业景气度表现仍旧取决于地产行业需求表现；在盈利走弱的大背景下，行业兼并重组有望进一步加速，龙头钢铁企业盈利能力将更为稳健，推荐华菱钢铁、宝钢股份。相较于普钢而言，特钢板块盈利能力有望保持稳健，推荐中信特钢。

铝板块：预计 2023 年供给略大于需求，仍处紧平衡，下游尤其是地产端需求明年同比将有所改善，看好需求修复。但电价上行将提高行业平均成本，吨铝利润难有提升空间，预计全年吨铝毛利 1000-2000 元，推荐在成本端具备优势的神火股份，和全产业链布局的铝加工企业南山铝业。

5.3.1、华菱钢铁：产品结构优化叠加费用持续降低，Q3 归母净利润表现持续优于行业

2022 年前三季度，公司实现营业收入 1248.42 亿元，同比-7.88%，实现归母净利润 51.31 亿元，同比-33.91%。

Q3 管理费用率、财务费用率创历史新低水平：2022 年三季度，公司管理费用率为 1.44%，创历史新低水平；财务费用率为-0.15%，连续第 2 个季度为负，创历史新低水平。

油气领域需求向好，华菱衡钢无缝钢管出口订单持续向好：油气领域需求仍然较好，2022 年前三季度，子公司华菱衡钢净利润同比增长 114%。华菱衡钢获得控股股东 10 亿元增资并启动了炼钢系统等相关技术改造，预计年底完成，将有助于进一步提升华菱衡钢的产品档次。

汽车板需求向好，2022 年前三季度汽车板子公司净利润同比增长 117%：

2022 年前三季度，汽车板子公司净利润同比增长 117%。为满足新能源汽车领域高速发展需求，公司正在加速推进汽车板二期项目建设，投产后酸轧线产能将由每年 150 万吨提升到 200 万吨，镀锌线和连推线产能将由 115 万吨提升到 160 万吨。

华菱涟钢已实现普通取向、升级版取向、高磁感取向原料系列牌号全覆盖：

华菱涟钢成功下线第一卷取向电工钢冷硬卷，已实现普通取向、升级版取向、高磁感取向原料系列牌号全覆盖，并开工建设电工钢一期项目。该项目产品主要定位中高牌号无取向电工钢及取向电工钢，预计分两步建设，建设周期 32 个月，最终实现年产 40 万吨无取向电工钢、20 万吨无取向电工钢冷硬卷、18 万吨取向电工钢冷硬卷。

维持“增持”评级。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 72.38、56.09、62.34 亿元，维持公司“增持”评级。

风险提示：原材料价格维持高位；钢材下游需求回落超预期；公司新建产能投产不及预期。

表 11：华菱钢铁盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	116,276	171,176	151,813	153,894	158,818
营业收入增长率	8.55%	47.22%	-11.31%	1.37%	3.20%
净利润（百万元）	6,395	9,680	7,238	5,609	6,234
净利润增长率	45.63%	51.36%	-25.22%	-22.51%	11.14%
EPS（元）	1.04	1.40	1.05	0.81	0.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.99%	21.32%	14.29%	10.25%	10.44%
P/E	4.4	3.3	4.4	5.7	5.1
P/B	0.8	0.70	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-24，注：2020-2021 年公司总股本为 61.29、69.08 亿股

5.3.2、宝钢股份：龙头钢企迎难而上，积极调整产品结构，持续深化成本挖潜

2022 年前三季度，公司实现营业收入 2791.99 亿元，同比+1.63%，实现归母净利润 94.64 亿元，同比减少 56.17%。

Q3 公司商品坯材销量同比+25.09%，预计 Q4 商品坯材销量同比+16.82%：

公司 2022 年计划钢材销量为 4975 万吨，前三季度实现商品坯材销量 3714 万吨，其中 Q3 商品坯材销量 1304.9 万吨，同比+25.09%，环比+0.58%，预计第四季度公司商品坯材销量为 1261 万吨，同比+16.82%，环比-3.36%。

公司积极推进“百千十”差异化战略落地，产品结构持续优化：前三季度“百千十”产品实现销售 1876.4 万吨，其中取向硅钢销量同比增长 10.6%，冷轧汽车高强度钢销量同比增长 10.8%，新能源汽车用无取向硅钢销量同比增长 61.3%。

持续深化成本削减工作，前三季度成本削减幅度超过全年指标：深化全面对标找差工作，围绕效率降本、物流降本、能源降本、现货降本以及控费降本等深挖成本削减潜力，前三季度累计成本削减 84.76 亿元，超额完成年度目标，有效支撑公司经营业绩。

维持“增持”评级。我们维持公司 2022-2024 年盈利预测分别为 152.02、166.40、183.75 亿元，维持公司“增持”评级。

风险提示：钢材终端需求进一步下滑；原料价格大幅上涨。

表 12: 宝钢股份盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	283,674	364,349	332,094	342,797	351,754
营业收入增长率	-2.72%	28.44%	-8.85%	3.22%	2.61%
净利润 (百万元)	12,677	23,632	15,202	16,640	18,375
净利润增长率	2.04%	86.42%	-35.67%	9.46%	10.43%
EPS (元)	0.57	1.06	0.68	0.75	0.83
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.88%	12.38%	7.58%	7.88%	8.27%
P/E	9.6	5.2	8.0	7.3	6.6
P/B	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-11-24

5.3.3、中信特钢：龙头特钢企业经营稳健，Q3 经营活动现金流同比大涨超 300%

2022 年前三季度，公司实现营业收入 755.1 亿元，同比+0.73%，归母净利润 55.43 亿元，同比-6.51%。

公司大力压降前期应收账款及存货规模，Q3 经营活动现金流同比大涨 300.63%：2021 年前三季度公司存货及经营性应收项目占用了较多的资金，而在 2022 年前三季度公司大力压降前期受疫情影响而扩大的应收账款和存货规模，在产销规模稳定提升的情况下，逐步消化存货和应收项目，经营性净现金流有所提升，Q3 公司经营活动现金流为 45.34 亿元，同比大涨 300.63%。

相关资产处置收益及政府补贴带动 Q3 非经常损益大幅增加至 5.91 亿元：由于花山厂区退城搬迁验收交付确认相关资产处置收益（6.29 亿元）、收到的政府补贴以及部分与资产相关政府补助（4038 万元）带动 Q3 非经常损益大幅上涨至 5.91 亿元。

公司 50 亿元规模可转债进入转股期，转股价为 24.20 元/股：公司发行 50 亿可转债自 2022 年 9 月 5 日起至 2028 年 2 月 24 日止为转股期，转股价格为 24.20 元/股，9 月 9 日至 26 日期间，公司控股股东泰富投资通过大宗交易方式减持可转债 550 万张，占发行总量 11%；2022 年第三季度中特转债因转股减少 7.97 万元（797 张），转股数量为 3276 股。

维持“买入”评级。我们维持公司 2022-2024 年盈利预测分别为 81.92 亿元、93.67 亿元、106.82 亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示：钢材终端需求进一步下滑；原料价格大幅上涨。

表 13: 中信特钢盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	74,728.37	97,332.34	98,608.98	104,069.89	109,108.29
营业收入增长率	2.90%	30.25%	1.31%	5.54%	4.84%
净利润 (百万元)	6,024.49	7,952.60	8,191.68	9,366.59	10,681.51
净利润增长率	11.84%	32.00%	3.01%	14.34%	14.04%
EPS (元)	1.19	1.58	1.62	1.86	2.12
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.25%	24.24%	22.20%	22.64%	23.01%
P/E	14.8	11.2	10.9	9.5	8.4
P/B	3.1	2.7	2.4	2.2	1.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-11-24

5.3.4、神火股份：业绩同比大增，电池铝箔即将完成行业认证

2022 年前三季度实现营业收入 321.3 亿元，同比增长 29.3%；归属于上市公司股东净利润 58.55 亿元，同比增长 154.60%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益净利润 59.96 亿元，同比增长 168.63%。

Q3 利润环比回落主要系煤、铝产品价格下跌。前三季度利润同比大幅上涨主要系煤、铝价格上涨以及云南神火电解铝产能逐步投产。2022Q3 单季度归母净利润 13 亿元，同比上涨 58%，环比 Q2 下降 49%；Q3 毛利率 26.3%，环比下降 14.2 个百分点。主要原因为煤炭、电解铝价格的环比下降；其中，长江有色 A00 铝 2022Q3 均价为 18393 元/吨，环比下降 11%；无烟精煤(A11%，Q7000，河南永城) 2022Q3 均价为 1919 元/吨，环比下降 10%。

资产负债率降至 2006 年以来新低，期间费用率持续下降。资产负债率由 2021 年末的 73.14% 下降至 2022Q3 的 61.51%，主要系有息负债的下降。2022Q3 期间费用率 4.01%，环比下降 0.5 个百分点，主要系管理费用和财务费用的下降。

电池铝箔已进入行业验证的试样和批量供货阶段。公司控股子公司神隆宝鼎新材料有限公司核心设备铝箔轧机、分卷机、轧辊磨床等均选用国际一流水平的进口设备，整体装机水平达到国际先进水平。目前，神隆宝鼎的 IATF16949 汽车质量管理体系认证进入试样和批量供货阶段。二期新能源动力电池材料项目进展顺利，预计 2023 年下半年逐步投入运营。

盈利预测与估值：维持前期盈利预测，预计 2022/2023/2024 年归母净利润 70/78/81 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 5.1/4.5/4.4 倍，维持“增持”评级。

风险提示：煤炭、电解铝价格大幅下降风险，云南水电对产量扰动的风险。

表 14：神火股份盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	18,809	34,452	42,753	46,972	46,963
营业收入增长率	6.76%	83.16%	24.10%	9.87%	-0.02%
净利润（百万元）	358	3,234	6,995	7,840	8,114
净利润增长率	-73.37%	802.57%	116.29%	12.08%	3.49%
EPS（元）	0.16	1.44	3.11	3.48	3.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.13%	34.53%	45.58%	38.32%	32.47%
P/E	98.0	11.0	5.1	4.5	4.4
P/B	5.0	3.8	2.3	1.7	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-24

5.3.5、南山铝业：全产业链电解铝生产企业

2022 年前三季度，南山铝业实现营业收入 265.3 亿元，同比增长 30%；归母净利润 28.5 亿元，同比增加 13%；扣非归母净利润 28.0 亿元，同比增加 13%。

汽车板龙头：公司是国内唯一一家可以批量供货汽车板的企业，也是目前国内认证进度最快、认证厂家最多、认证合金最全的厂家，客户范围和项目规模不断扩大，并得到各车企的一致好评。公司作为国内汽车板龙头企业，积极推动与国际某知名新能源车主机厂、蔚来、广汽新能源、北汽新能源、奥迪、戴姆勒、通用、宝马、日产、现代、沃尔沃、福特、捷豹路虎、RIVIAN 等客户的业务合作或认证工作。

积极布局电池铝箔。随着国内及国际新能源市场的迅速增长，公司瞄准高端市场，积极研发高性能动力电池箔。公司动力电池箔产品经过市场不断地检验，在终端客户群体中得到高度认可，已与宁德时代、比亚迪、中创新航、国轩高科、亿纬锂能等客户取得合作，并保持稳定的批量供货关系。同时公司不断开拓市场，积极开发新客户并逐步推进产品认证进程。

盈利预测与估值：维持前期对公司盈利预测，2022/2023/2024 年归母净利润分别为 43.9/53.2/64.7 亿元，对应当前股价的 PE 估值分别为 9.6/7.9/6.5X，维持“增持”评级。

风险提示:新能源汽车销量不及预期、消费铝箔需求下降、氧化铝价格下行风险。

表 15: 南山铝业盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	22,298.99	28,725.02	38,766.57	41,853.74	48,884.20
营业收入增长率	3.67%	28.82%	34.96%	7.96%	16.80%
净利润 (百万元)	2,049.45	3,410.83	4,390.96	5,319.85	6,473.53
净利润增长率	26.30%	66.43%	28.74%	21.15%	21.69%
EPS (元)	0.17	0.29	0.37	0.45	0.54
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.07%	7.96%	9.44%	10.46%	11.53%
P/E	20	12.3	9.6	7.9	6.5
P/B	1.0	1.0	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 2022-11-24

表 16: 钢铁/电解铝企业盈利预测

股票代码	2022/11/24		EPS			PE			评级
	公司名称	股价	21A	22E	23E	21A	22E	23E	
000932.SZ	华菱钢铁	4.63	1.40	1.05	0.81	3.3	4.4	5.7	增持
000708.SZ	中信特钢	17.69	1.58	1.62	1.86	11.2	10.9	9.5	买入
600019.SH	宝钢股份	5.47	1.06	0.68	0.75	5.2	8.0	7.3	增持
000933.SZ	神火股份	15.74	1.44	3.11	3.48	11.0	5.1	4.5	增持
600219.SH	南山铝业	3.51	0.29	0.37	0.45	12.3	9.6	7.9	增持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-11-24

6、风险分析

(1) 钢铁压产量力度不及预期。如若 2022 年粗钢产量压减力度不及预期, 在钢铁行业需求见顶的情况下, 供需格局不会得到进一步改善, 行业盈利能力将下降;

(2) 稳增长对钢铁、电解铝需求的带动不及预期。2022 年初, “稳增长”政策预期较强, 市场预期后期基建将会迎来结构性机会带动钢铁、电解铝需求增长, 如若“稳增长”政策不及预期, 则需求端表现将进一步疲软, 不利于行业盈利提升;

(3) 钢铝上涨过快引发政府调控的风险。如若后续钢铝价格大幅上涨, 则将引发政府对大宗商品调控, 不利于行业盈利能力提升。

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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