光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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

作者：

分析师：王招华
执业证书编号：S0930515050001
021-52523811
wangzhh@ebscn.com

分析师：方驭涛
执业证书编号：S0930521070003
021-52523823
fangyutao@ebscn.com

分析师：戴默
执业证书编号：S0930522100001
021-52523812
modai@ebscn.com

2022年12月15日

证券研究报告

核心观点

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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，铝供应同比增加明显。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利润状态下进一步提速。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增加明显，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%。

核心观点

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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，电力成本上行的大背景下，吨铝利润难有提升空间，持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。

风险提示：钢铁压产量力度不及预期；稳增长对钢铁、电解铝需求的带动不及预期；钢铝上涨过快引发政府调控的风险。

目 录

前三季度回顾：钢铝价、利齐跌

需求展望：建筑材、工业材需求高点已过

供给展望：钢材供应受盈利影响较大，电解铝产能红线将至

景气度展望：行业盈利取决于地产需求表现

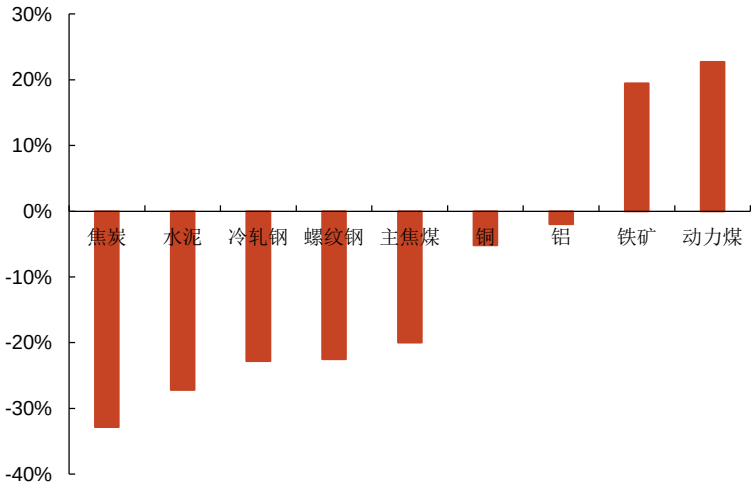
投资建议

风险提示

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%。

图：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：2021年7月以来工业材与建筑材价格表现

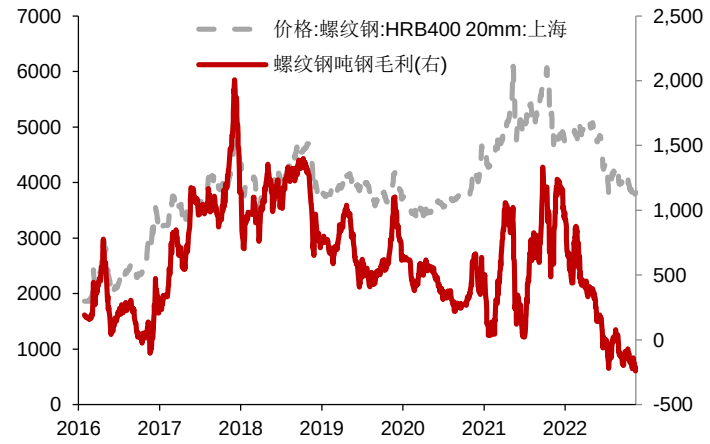


资料来源：Wind、光大证券研究所（截至2022年11月14日）

1.前三季度回顾：钢铝价、利齐跌

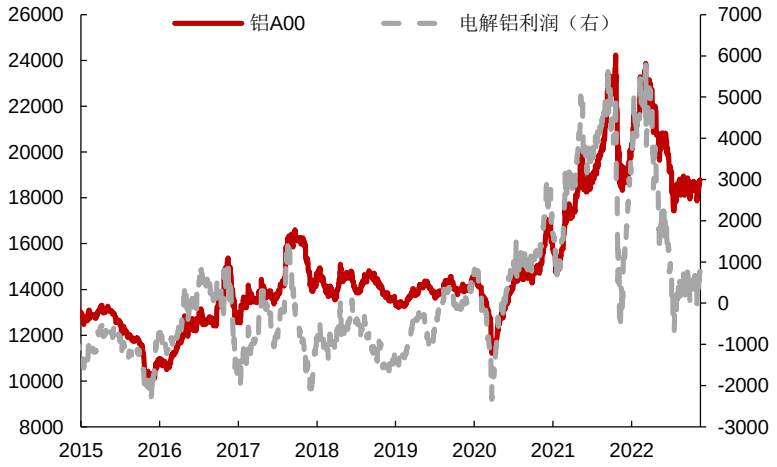
截至11月14日，螺纹、电解铝、电解铜利润较2022年初分别下降1164元/吨、下跌2926元/吨，上涨2407元/吨。

图：螺纹钢价格和螺纹钢毛利（元/吨）



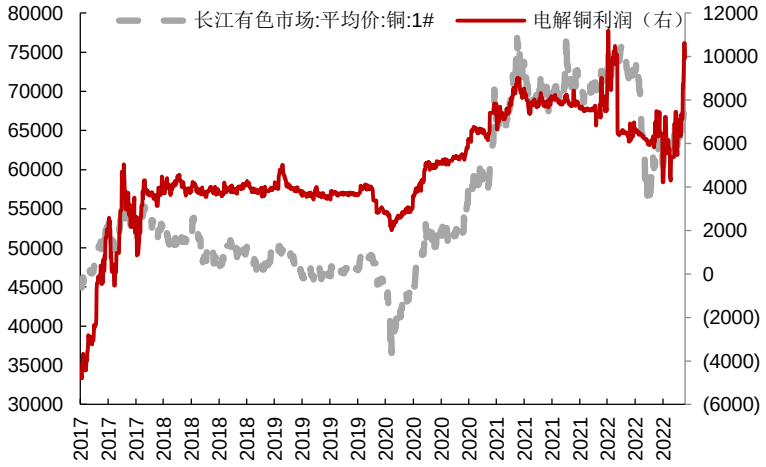
资料来源：Wind、光大证券研究所（截至2022年11月14日）

图：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：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）

2.1需求之基地预期：基建“稳增长”预期不变，地产宽松政策密集出台

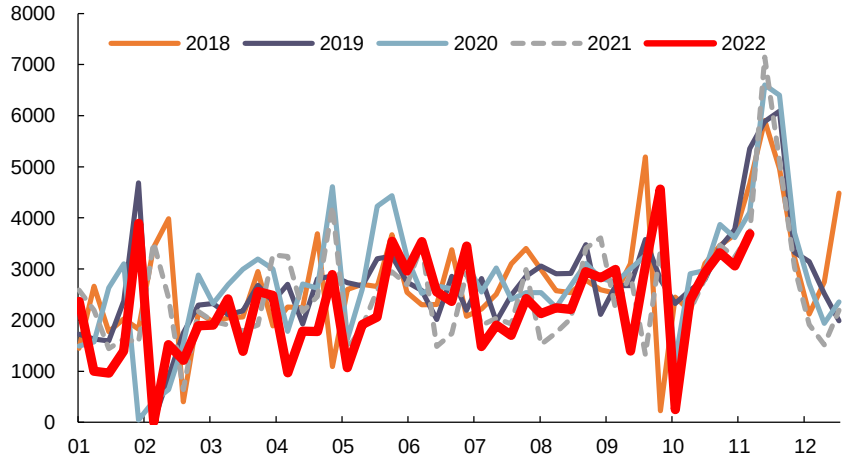
地产宽松政策密集出台，销售、竣工面积有望率先恢复

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。

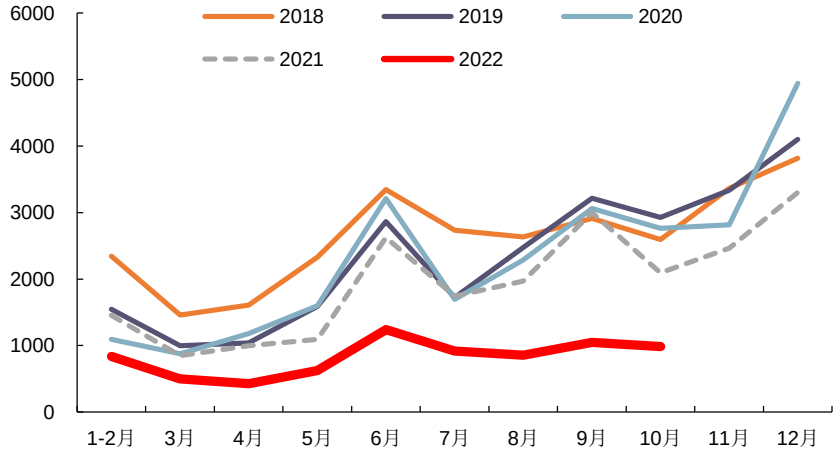
2022年1月1日-11月13日，100大中城市供应土地占地面积为10.60亿平方米，处于2017年以来最低水平；2022年1-10月土地购置面积累计为7432万平方米，处于近五年同期最低水平。

图：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10月

图：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

2.1需求之基地预期：基建“稳增长”预期不变，地产宽松政策密集出台

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： 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

2.1需求之基地预期：基建“稳增长”预期不变，地产宽松政策密集出台

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： 2022年9月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年内于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

2.1需求之基地预期：基建“稳增长”预期不变，地产宽松政策密集出台

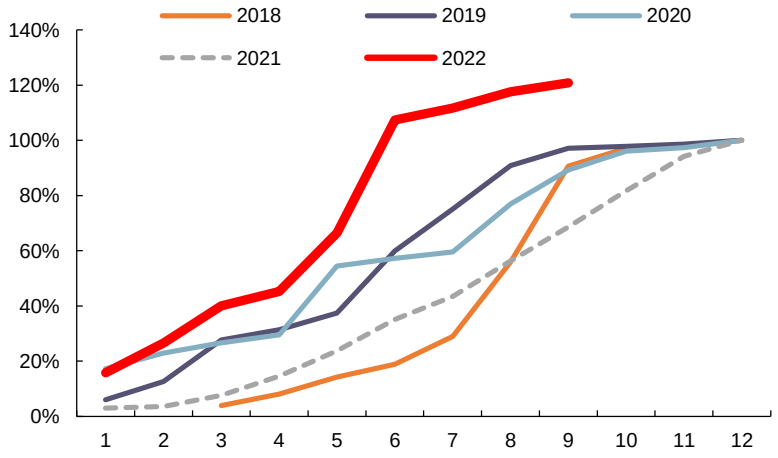
光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

“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已达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%。 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”。

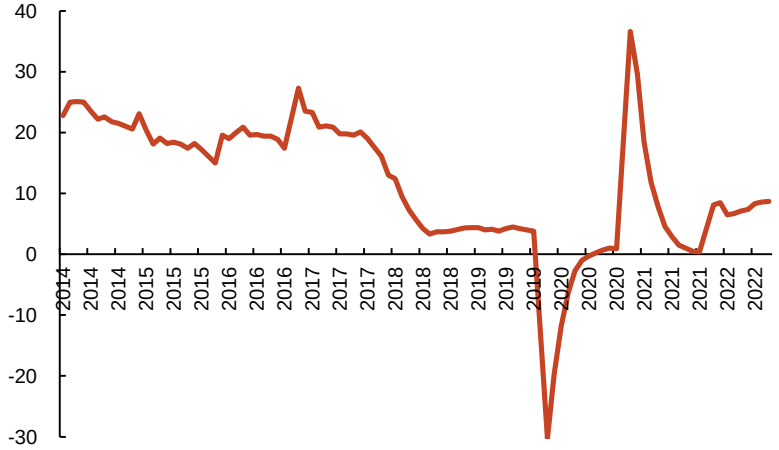
展望2023年，我们认为在当前宏观经济环境下，“稳增长”预期不变，预计基建投资同比增速将进一步改善。

图：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：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需求之工业品预期：“稳增长”带动地产基建需求预期好转

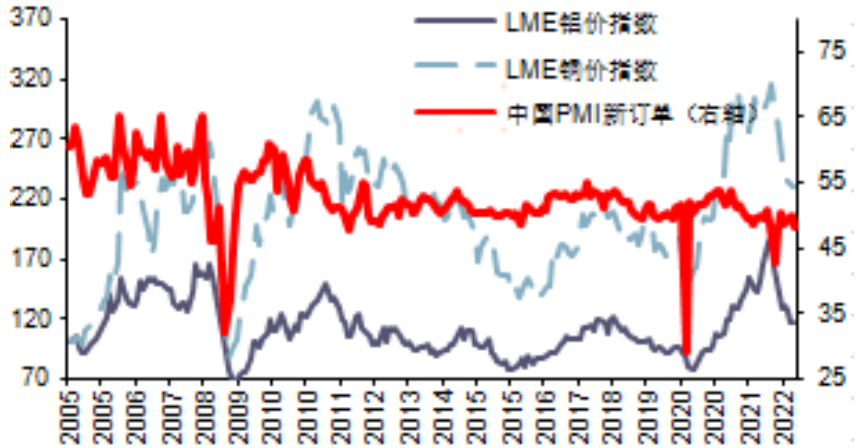
光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

PMI新订单回落显示铜、铝、冷轧需求偏弱；M1、M2增速差转负不利于金属价格上涨

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新订单的阶段性高点对铜、铝、冷轧价格的高点有领先性。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。

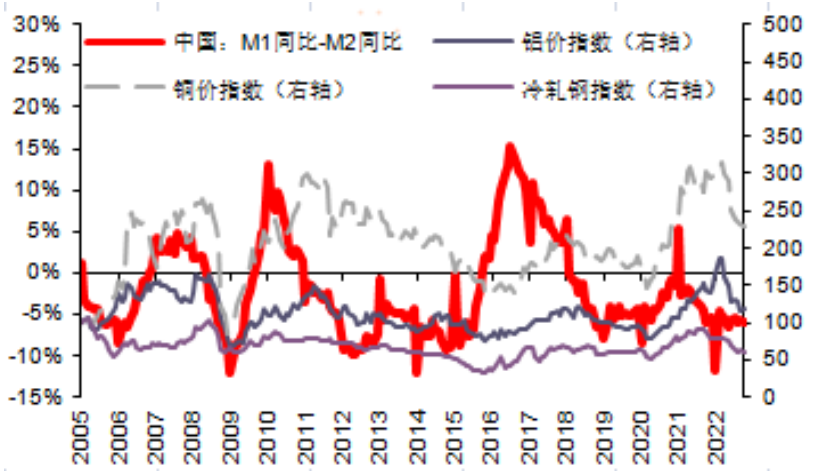
从最近15年以来M1和M2增速差与金属价格的相关性来看：（1）二者总体存在一定相关性；（2）中国M1与M2的增速差在下降过程中经过0附近时，往往是金属价格的高点。2021年2月以来，M2同比增速持续大于M1，M1、M2增速差持续为负，且在2022年1月达到-11.7%，为2014年1月以来的最低值，2022年10月该值为-6.00%，表明企业和居民选择将资金以定期形式存银行，经济运行或将放缓，不利于金属价格进一步上涨。

图：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：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

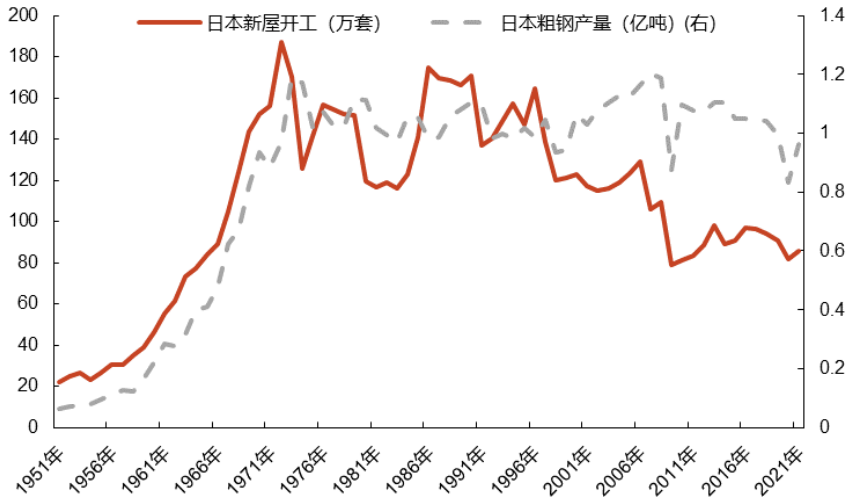
光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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。根据美国和日本经验，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。美国和日本的房地产新开工套数均在1972年达到历史峰值，钢铁消费量在1973年达到。

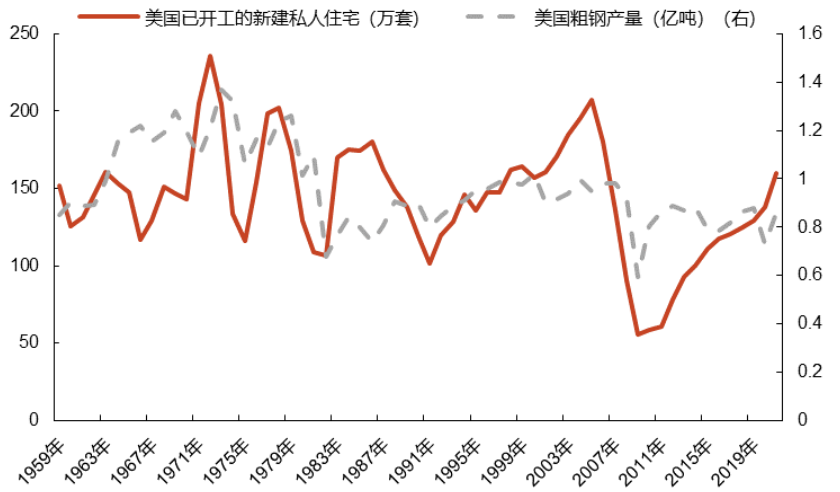
根据住建部住房政策专家委员会副主任、全国房地产商会联盟主席顾云昌2018年10月在博智宏观论坛的报告，中国城镇住宅套户比在2018年已经接近1.1套，人均建筑面积接近40平方米。按照美国、日本的房地产行业发展经验，这意味着中国的房地产新开工面积已在峰值区间。因此，中国钢铁业大概率也步入了峰值区间。

图：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：美国钢产量与美国房地产新开工套数（亿吨，万套）



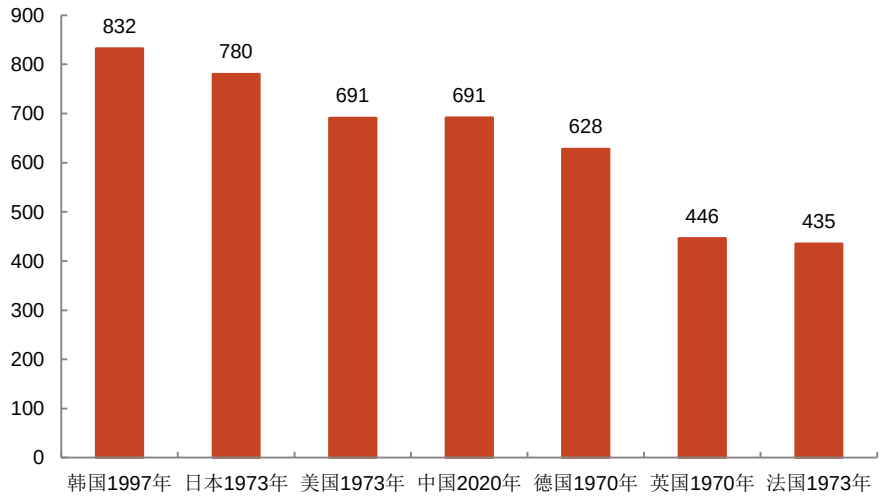
资料来源：国际钢铁协会、美国商务部、光大证券研究所，截至2021年

2.3长期需求：钢材需求进入峰值，铝需求仍有增长空间

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

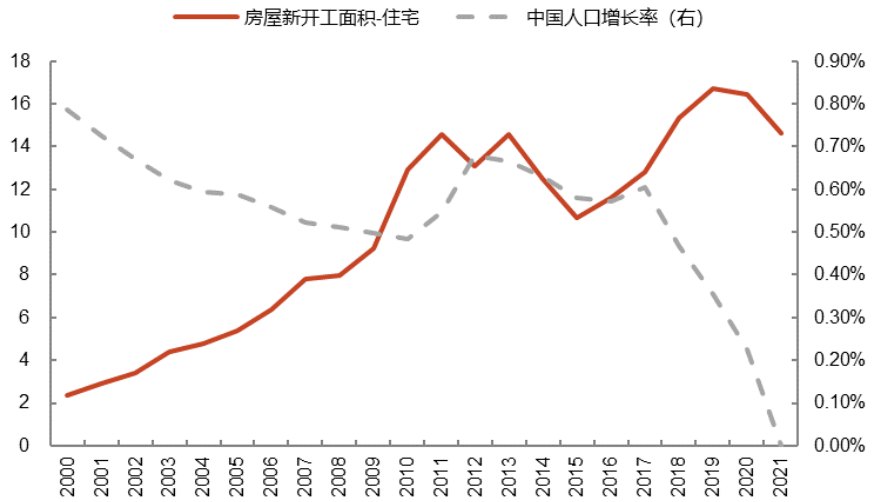
B.从人均钢铁消费量的国际比较来推测中国钢铁业的消费峰值。中国2020年人均钢铁消费量为691kg，与美国峰值水平持平，已显著高于德国、法国、英国，仍低于日本、韩国。考虑到中国的国土面积与美国相当，中国的人均钢铁消费峰值与美国类似，也就是说中国的钢铁消费峰值接近见顶。

图：主要工业化大国人均钢铁消费峰值（kg）



资料来源：IISI、光大证券研究所

图：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

2.3长期需求：钢材需求进入峰值，铝需求仍有增长空间

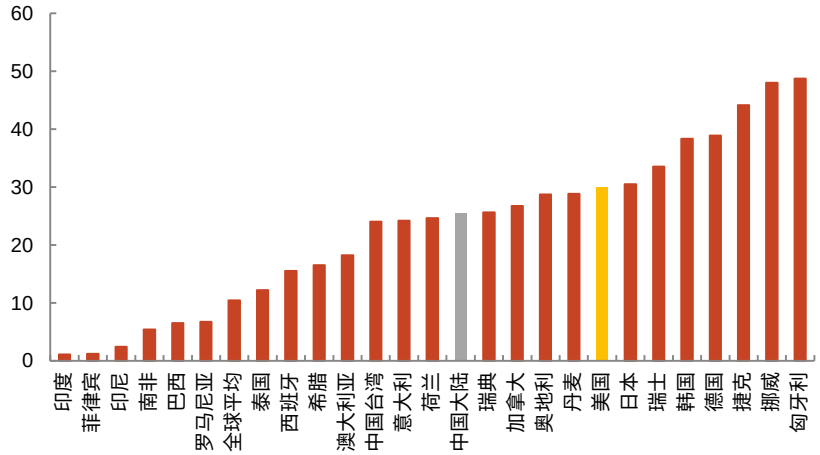
光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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%。

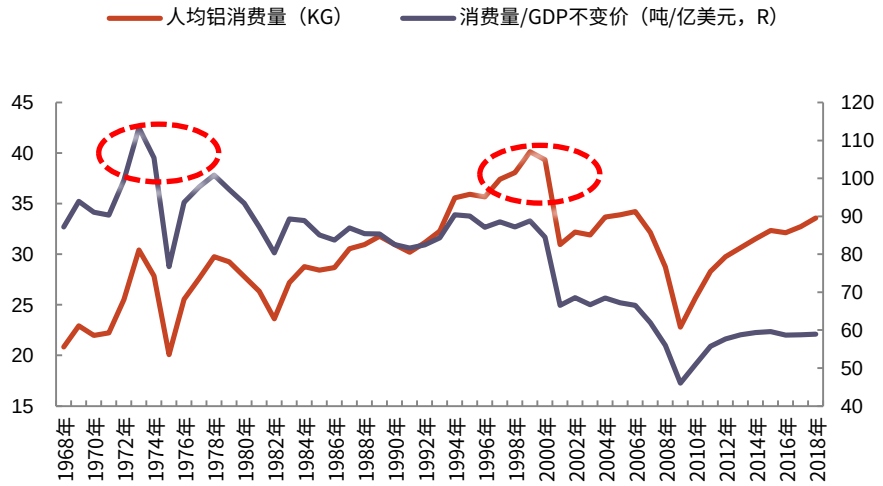
2016年全球主要国家和地区的人均铝消费量：中国大陆25.5kg、中国台湾24kg、美国29.9kg、日本30.5kg、德国38.9kg。迄今以来，美国历史上人均铝消费量超过36kg的年份只有5年。

图：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：美国铝消费强度和人均铝消费都存在峰值



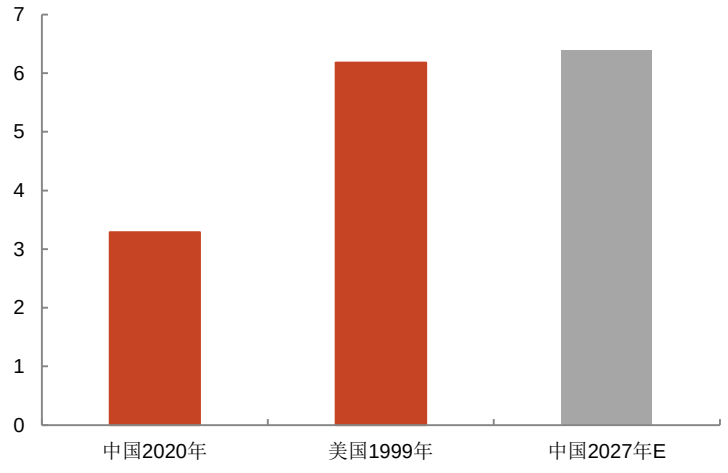
资料来源：安泰科、世界银行、光大证券研究所（截至2018年）

2.3长期需求：钢材需求进入峰值，铝需求仍有增长空间

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：人均铝消费量接近美国峰值；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。

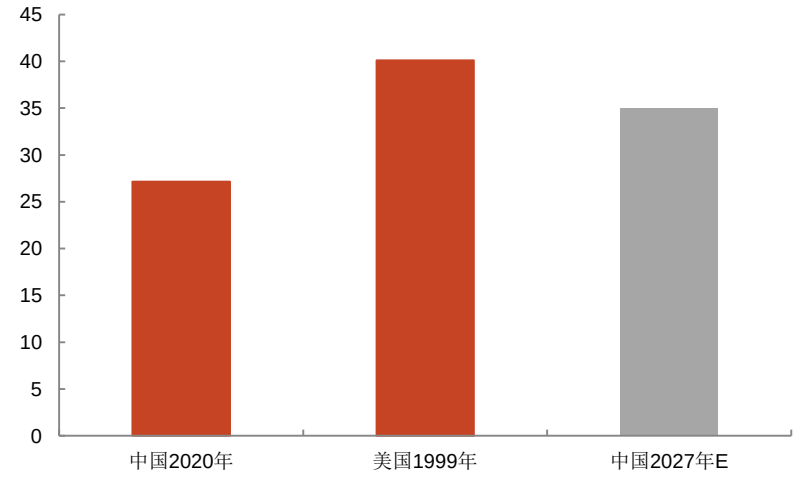
根据我们2021年11月11日外发的《限产节奏和幅度继续主导投资机会——钢铁有色行业2022年投资策略》预测，按安泰科2020年铝消费量计算，中国铝人均消费量在2020年为27.2kg，若2027年达到35kg，还有28.88%的增长空间（折合2020-2027年年均增长3.69%）。

图：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：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

3.1钢铁供给：盈利下滑限制供给释放，钢企兼并重组加速

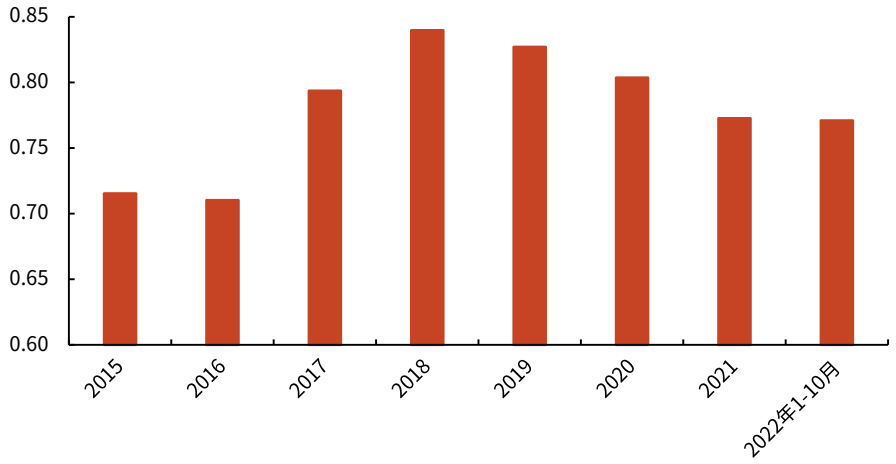
国家多次强调严防“地条钢”死灰复燃

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。因此粗钢和钢材的比值可以反映目前地条钢形势。2015-2021年全国粗钢和钢材年产量的比值分别为0.72、0.71、0.79、0.84、0.83、0.80、0.77，2022年1-10月为0.77，介于2016年和2018年的中间水平。

此外，钢板料和福建料两种废料的价差也可测算地条钢产量。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，会使得钢板料和福建料的价差明显扩大。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。

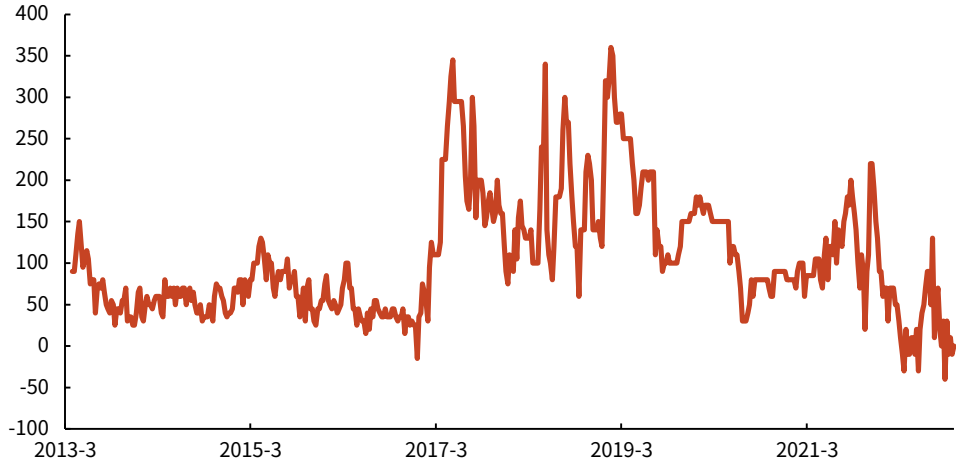
2021年以来，相关部门多次强调严防地条钢死灰复燃；2022年8月，工信部再次提出“持续巩固化解钢铁产能过剩成果，严厉打击违法违规生产销售‘地条钢’行为”，若未来针对地条钢政策再次趋严，钢材供给将再次大幅收紧。

图：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：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）

3.1钢铁供给：盈利下滑限制供给释放，钢企兼并重组加速

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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。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：2022年1-9月各地粗钢产量表现（单位：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%			

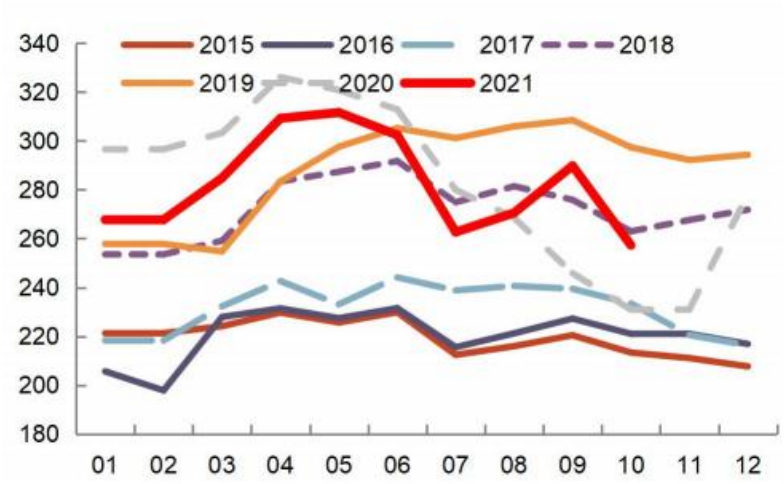
资料来源：Wind，光大证券研究所

3.1钢铁供给：盈利下滑限制供给释放，钢企兼并重组加速

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。

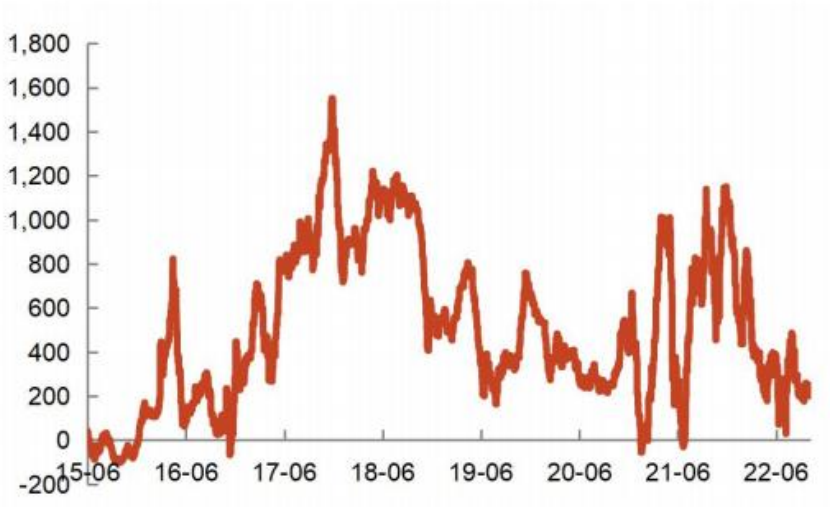
可见，在行业需求走弱的大背景下，我国粗钢产量将大幅依赖于行业盈利能力的强弱。未来若行业一直维持低利润运行，则国内政策影响对于钢铁行业的供给端影响有限，而钢厂的自主调节产量的效果将更为明显；如若后期行业盈利有所改善，则国内政策将为行业供给设置合理的天花板。

图：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：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）

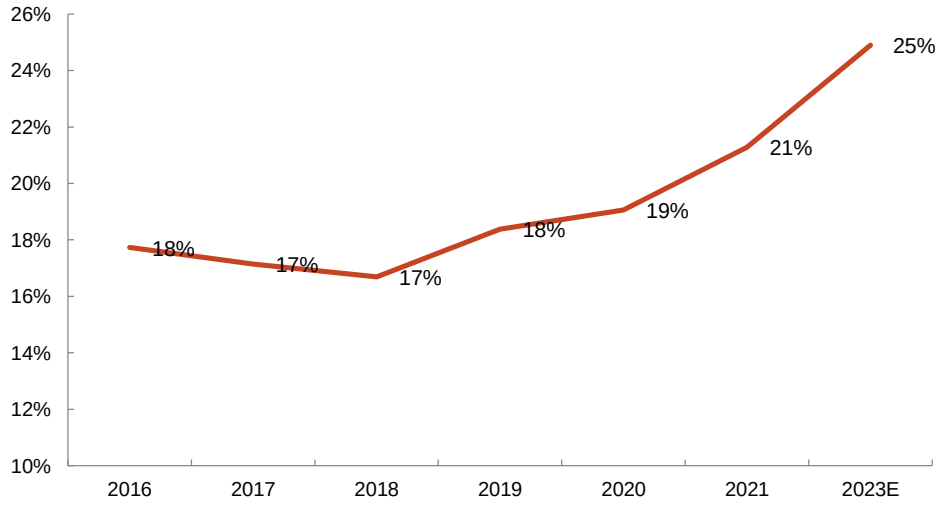
3.1钢铁供给：盈利下滑限制供给释放，钢企兼并重组加速

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。2021-2022年以来，山东钢铁（与中国宝武）、新钢股份（与中国宝武）、凌钢股份（与鞍钢集团）、南钢股份（与江苏沙钢）均开启战略重组事项。

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：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铝供给：国内产能红线将至，海外受制于能源持续减产

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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：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**

资料来源：百川盈孚，光大证券研究所（截至2022年11月10日）

表：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**	

资料来源：百川盈孚，光大证券研究所（截至2022年11月10日）

3.2铝供给：国内产能红线将至，海外受制于能源持续减产

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

表：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**

资料来源：百川盈孚，光大证券研究所（截至2022年11月10日）

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。

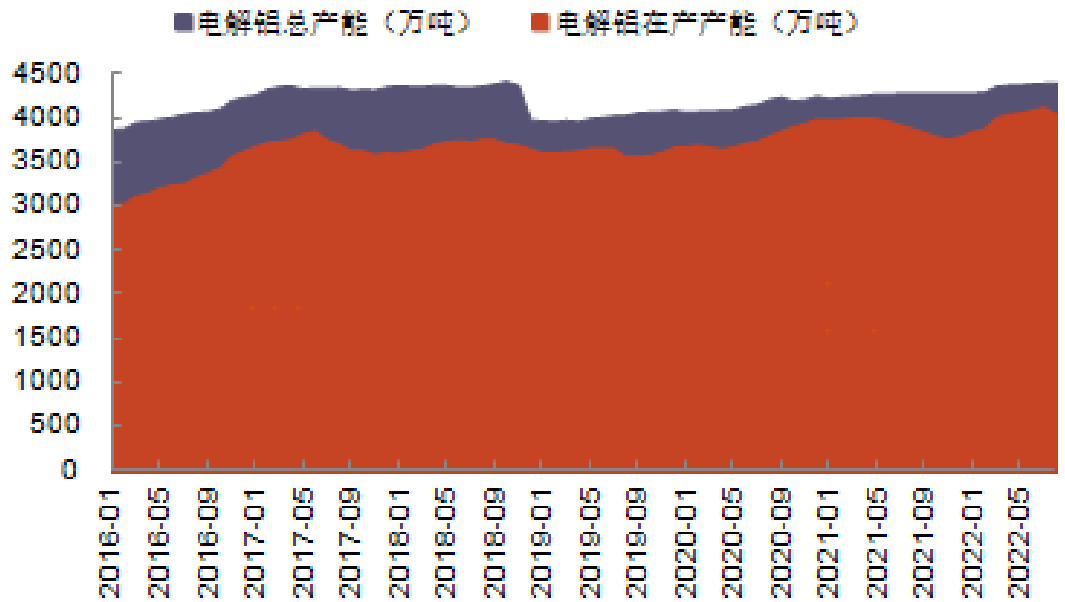
预计2022年国内电解铝产量4015.6万吨，同比增长3.2%。考虑新增以及复产产能的释放需要一定时间，假设当月投产或复产产能按第3个月满产计算，已减产产能次月计算停产产量。预计全年新建产能贡献产量约92万吨，复产产能贡献产量约180万吨，减产产量135万吨；不考虑2022年11月10日以后的减、停产，预计2022年中国电解铝产量至多为4015.6万吨，同比增长3.2%。

3.2铝供给：国内产能红线将至，海外受制于能源持续减产

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：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）

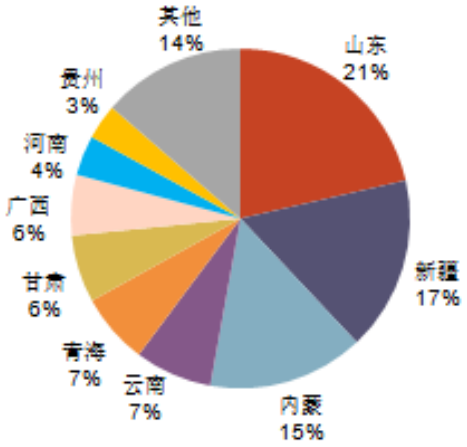
3.2铝供给：国内产能红线将至，海外受制于能源持续减产

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。

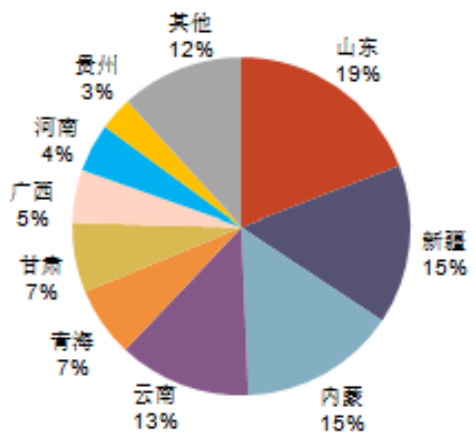
据百川盈孚，截至2022年9月，云南省电解铝产能已建成接近600万吨/年，8月云南电解铝月产量已达44.2万吨，占全国产量比重上升至13%，而2021年8月这一占比为7%，提升明显。

图：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：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

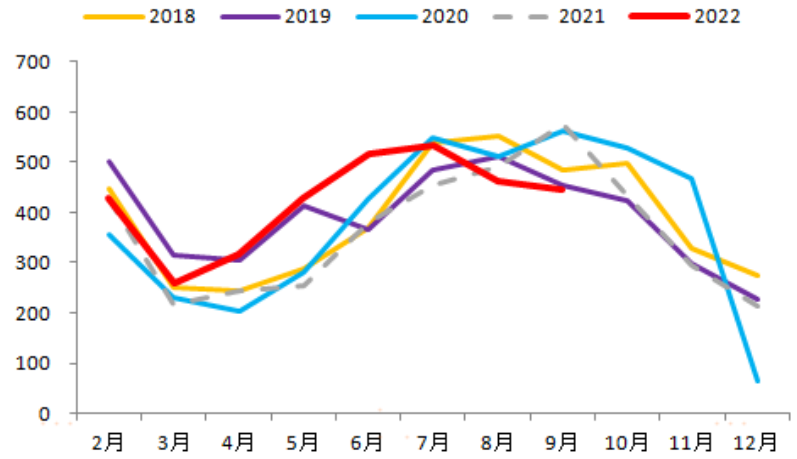
3.2铝供给：国内产能红线将至，海外受制于能源持续减产

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，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。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。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。

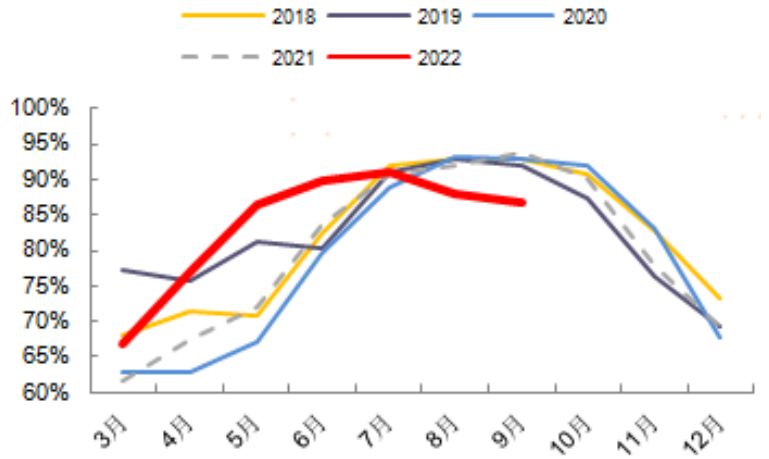
云南远期电解铝规划产能有望达800万吨以上，将成为中国最大电解铝生产省份。云南在电解铝生产地中的重要性增加。而云南省电力结构又以水电为主，后期水电的季节性和“来水”的大小年将对电解铝产能释放造成较大扰动。

图：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：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2月-2022年9月）

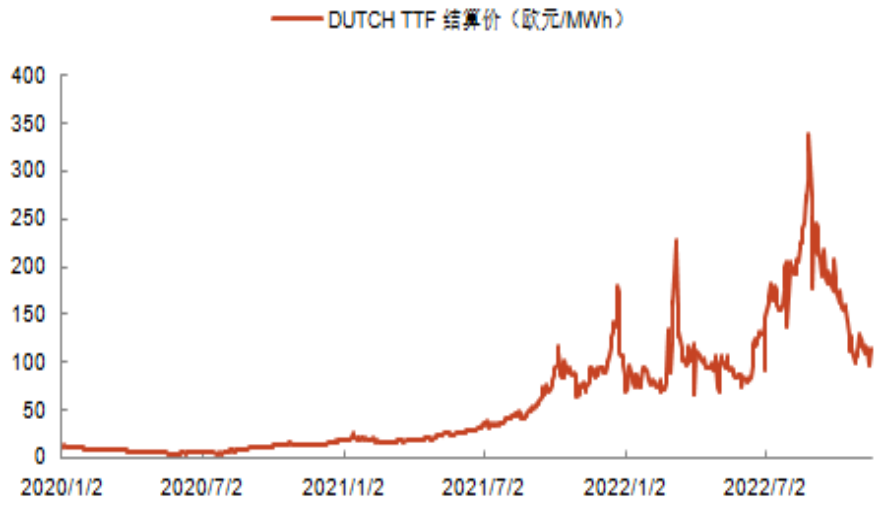
3.2铝供给：国内产能红线将至，海外受制于能源持续减产

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%。

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。

图：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）

表：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）
Liberty House	Aluminum Dunkerque Industries France	法国	28.5	4.3
Aldel	Aldel	荷兰	17.0	11.0
Trimet	Primary Products Hamburg	德国	13.0	3.9
Trimet	Niederlassung Voerde	德国	9.5	2.9
Trimet	Essen	德国	16.5	8.3
Norsk Hydro	Slovalco	斯洛伐克	17.5	17.5
Alro	Alro Slatin a	罗马尼亚	26.5	15.9
Aloca	San Ciprian Works	西班牙	22.8	22.8
Uniporm	Kombinat Aluminijuma Podorica	黑山	7.5	7.5
Talum	Kidricevo	斯洛文尼亚	8.4	6.7
Aloca	Mosjoen	挪威	18.8	0.0
Aloca	Lista	挪威	9.4	3.1
Norsk Hydro	Sunndal	挪威	40.0	8.0
Speira	诺伊斯	德国	23.5	11.8
Liberty House	Aluminium Dunkerque Industries France	法国	24.2	5.3
Norsk Hydro	Hydro Karmey&Hydro Husnes	挪威	39.9	12
合计			**323.0**	**140.9**

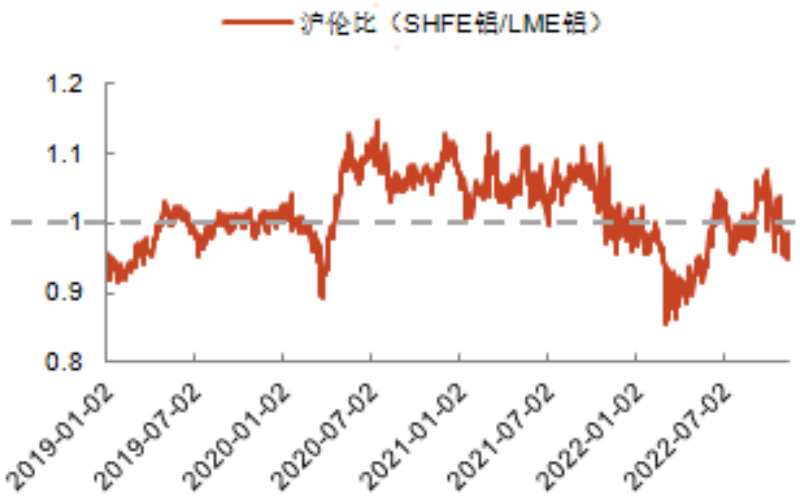
资料来源：SMM，光大证券研究所（截至2022年11月14日）

3.2铝：国内产能红线将至，海外受制于能源持续减产

1-9月电解铝我国进口锐减，海外紧缺开始影响国内

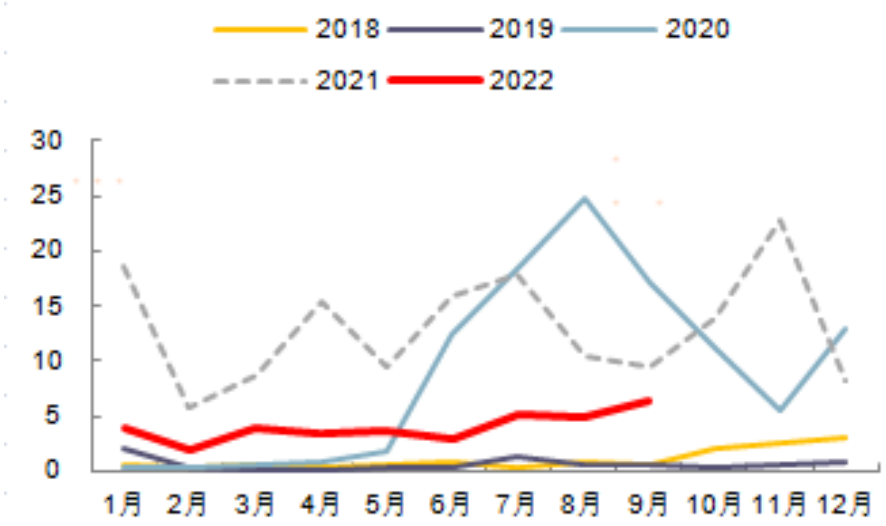
2022年1-9月我国进口原铝合计36.1万吨，同比下降68%，主要系海外供应紧张所致。2022年2月底俄乌冲突以来，多数时间海外铝价较国内铝价溢价，沪伦比低于1的时间较多。目前能源价格中枢仍较高，2022年海外电解铝供应将维持紧张状态，国内电解铝进口同比将大幅下降。

图：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：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）

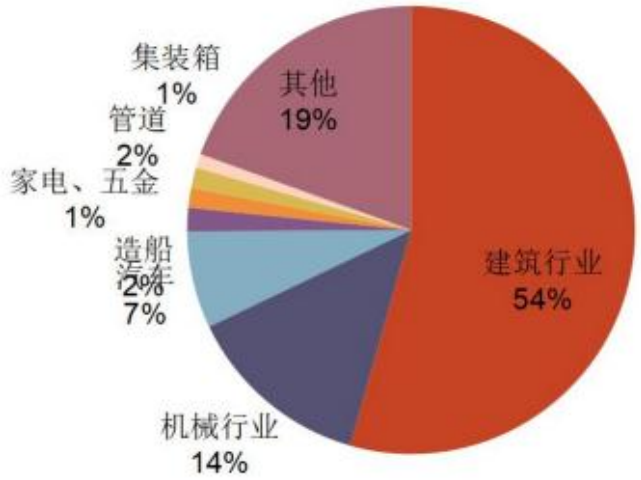
4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

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。

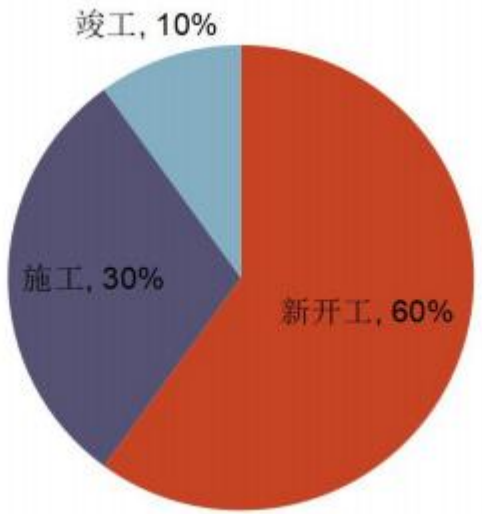
地产用钢需求不仅依赖于新开工，也与房屋施工面积、竣工面积高度相关。根据 Mysteel 测算，新开工、施工和竣工期间用钢消耗分别占项目整体的 60%、30%和 10%。故我们在观测地产用钢时，需同时关注房屋新开工、施工、竣工三个方面的表现情况。

图：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：房地产用钢占比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所（2018.1-2022.9）

4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

A.新开工面积方面：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：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：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（%）



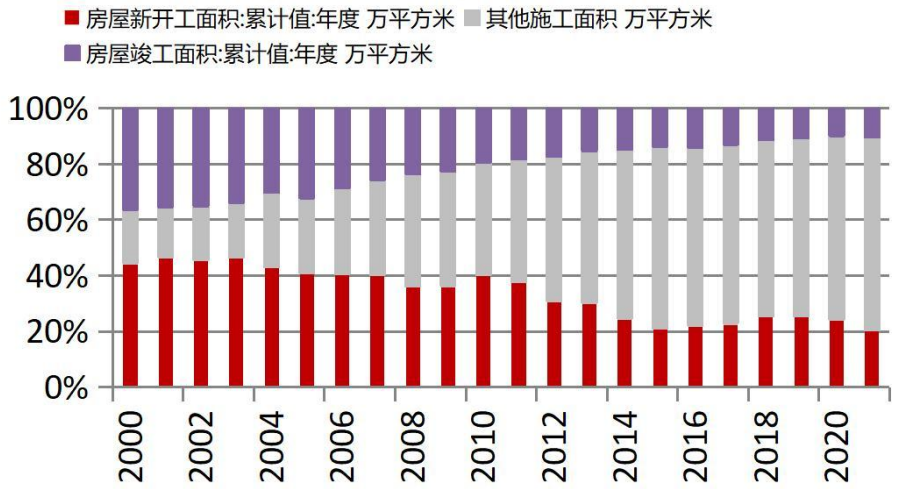
资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截至2022年10月）

4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

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：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：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：CCTD煤炭市场网，光大证券研究所（截至2022年10月）

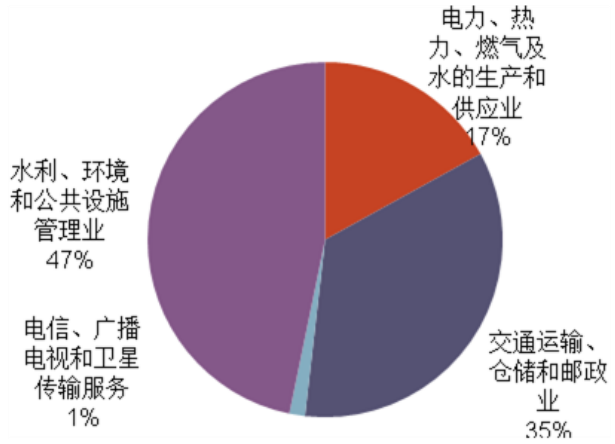
4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

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。

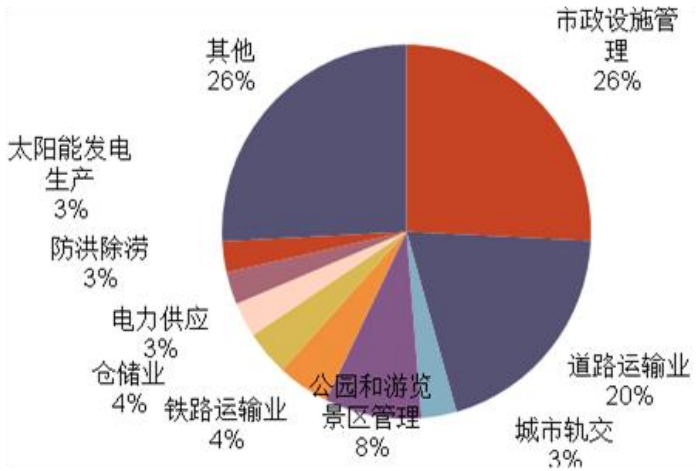
2017年，全国17.56万亿元基建固定资产投资额的构成：道路运输占比20%，市政设施管理占比26%，公园和景区管理占比8%，仓储占比4%，太阳能发电生产、电力供应、市容管理、防洪除涝四大项占比均在2-3%，其他各细分项占比不超过2%。2022年9月，国家发改委新闻发言人孟玮在新闻发布会上表示，将加快推动第一批 3000 亿元政策性开发性金融工具尽早形成实物工作量，同时，着力用好新增 3000亿元以上政策性开发性金融工具，做好项目筛选和推荐，加快资金投放，督促地方抓住施工窗口期，推动项目尽快开工建设。

图：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：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

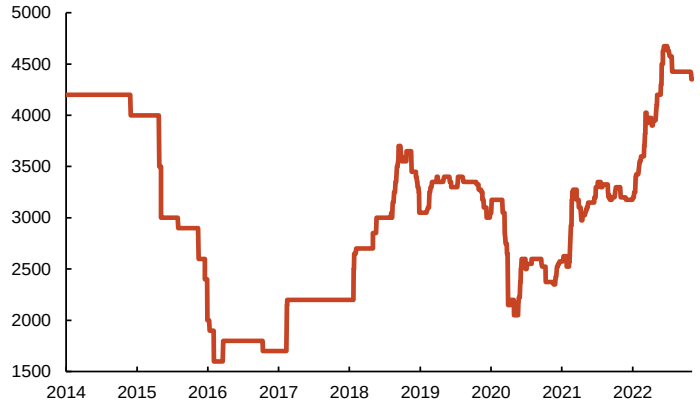
4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

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。

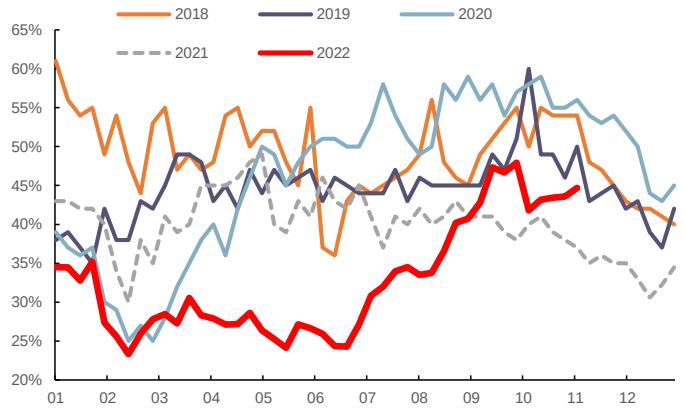
石油沥青约80%用于道路建设（包括新建和维修），而2017年基建投资额构成中，道路运输业占23.29%，仅次于市政设施管理行业（占26.13%），而石油沥青出口占比较小（2019年是8.56%），因此总体来看石油沥青是监测基建比较重要的指标， 2022年1-10月，建筑沥青价格均价为4151.47元/吨，沥青炼厂开工率平均值为32.47%，目前处于年内高位水平，显示当前道路建设方面需求表现较好。

图：建筑沥青价格（元/吨）



资料来源：wind，光大证券研究所（202年11月7日）

图：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）

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：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、水网智慧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

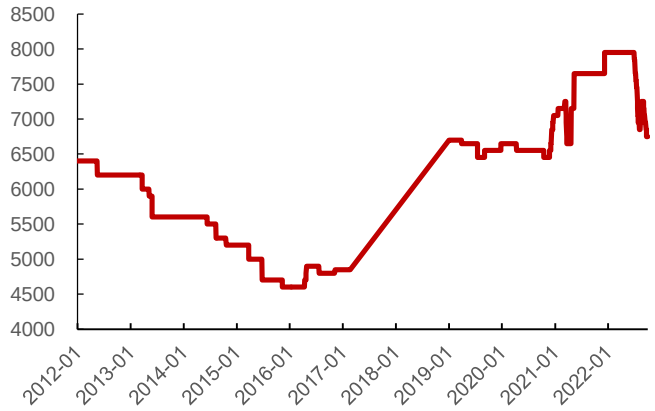
4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

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。

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。

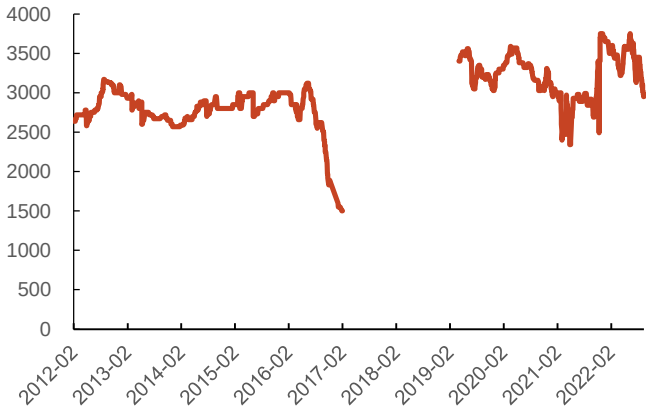
2022年上半年，球墨铸管价格、加工费均处于2011年（也是有统计）以来的高位水平，显示上半年市政管网、水利工程的需求较为不错，下半年开始，球墨铸管价格、加工费出现大幅回落，截至2022年10月31日，球墨铸管的价格降至6900元/吨，较年内最高点（7950元/吨）下降13.21%，球墨铸铁管与铸造生铁的价格差（也就是球墨铸铁管的加工费）降至3150元/吨，较年内最高点（3750元/吨）下降16.00%。

图：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：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）

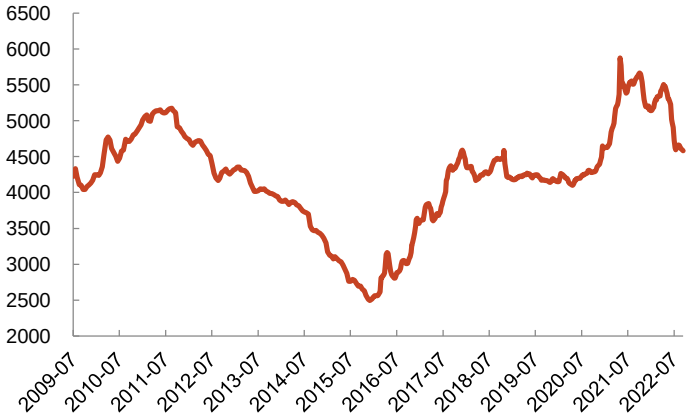
4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

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，产品毛利额较为稳定。

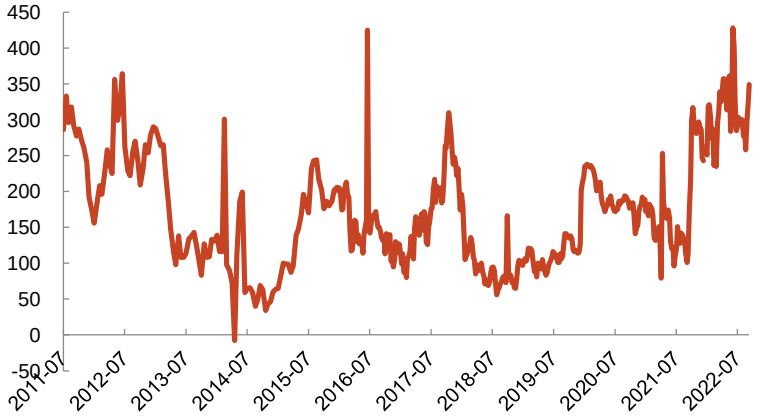
以商务部公布的焊接钢管及热轧带钢现货价格为例，2010年以来，二者价差平均为185元/吨，热轧带钢占焊接钢管价格比例平均达到96%；以商务部公布的无缝钢管及百川盈孚发布的管坯价格为例，2018年以来二者价差平均为567元/吨，管坯价格占无缝钢管价格平均比例为88%。

图：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：焊管与带钢价差（元/吨）



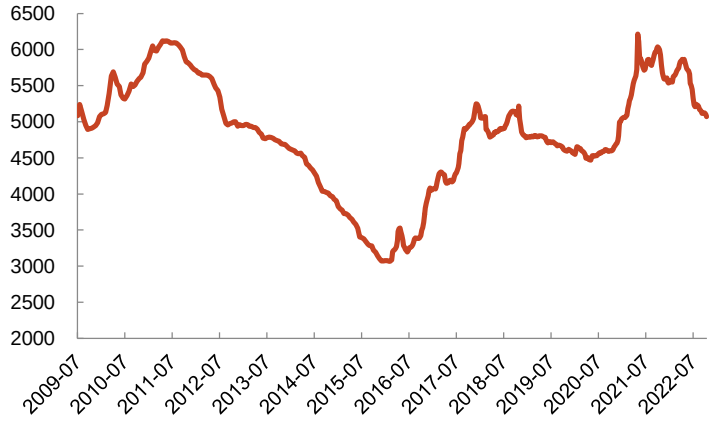
资料来源：商务部，Wind，光大证券研究所（2022年10月31日）

4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

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%。

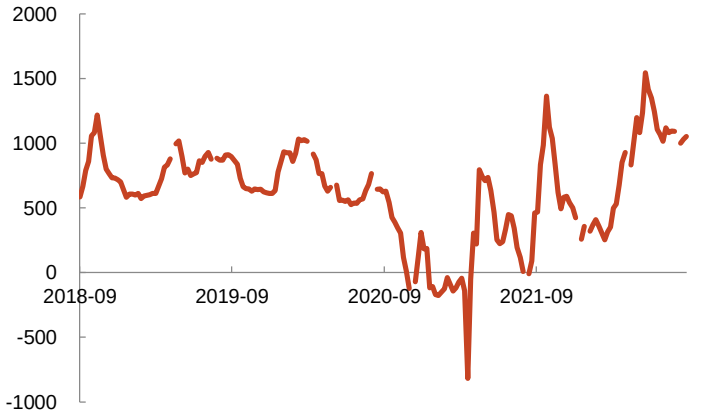
球墨铸管价格及加工费、焊管加工费较年内高点均有较大程度下滑，显示当前地下管网及水网需求或有所转弱。

图：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：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）

4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

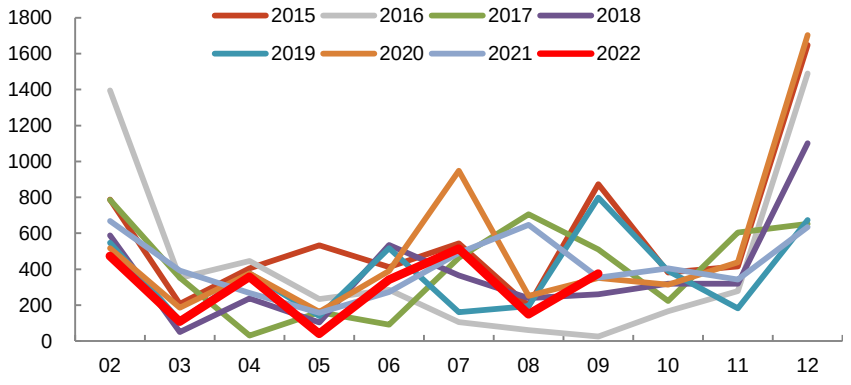
火电建设发力，有望带动锅炉管景气度提升

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

2022年8月19日，电规总院发布《未来三年电力供需形势分析》，提出在保证安全前提下，加快推进煤电建设，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。

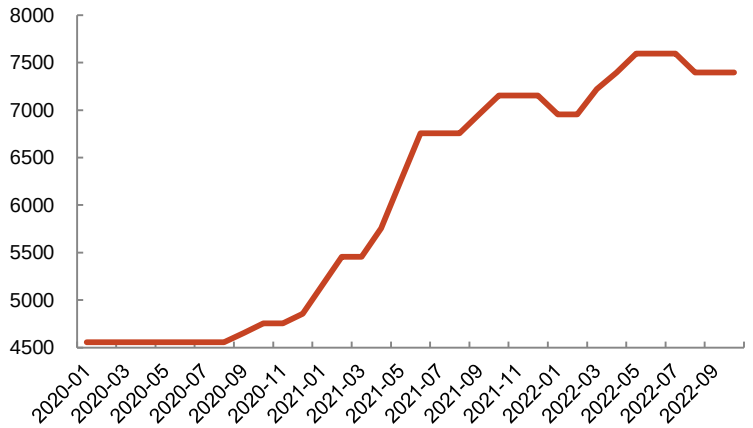
煤炭作为能源结构中压舱石的地位不变，2021年年末，火电审批重新放开，2021Q4 获得核准的煤电项目同比增长了 41%，2022年延续这一趋势，根据我们的统计 1-8 月新核准火电项目 4378 万千瓦。在新能源占比快速提升、极端天气频发的背景下，为保障电力供应安全、稳定，后续我国火电建设有望持续发力，或将带动锅炉管景气度上行，以宝武集团烟台鲁宝高压锅炉管价格为例，2022年以来价格持续上涨，处于近三年来高位水平。

图：2015年至今我国火电电源建设新增生产能力（万千瓦）



资料来源：wind，光大证券研究所（截至2022年9月）

图：宝武集团烟台鲁宝高压锅炉管价格（元/吨）



资料来源：wind，光大证券研究所（2022年10月）

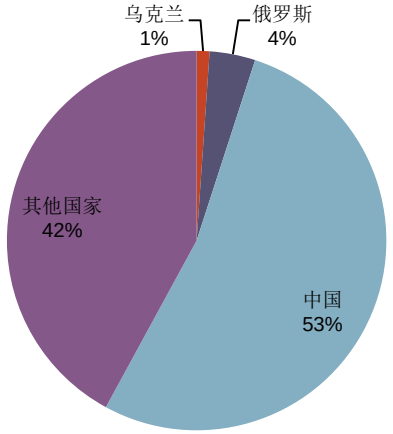
4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

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）。

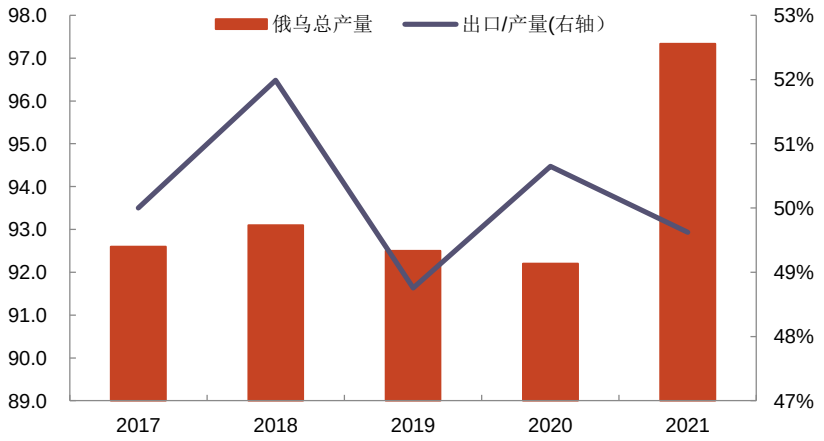
根据世界钢铁协会数据显示，2021年，俄罗斯粗钢产量为7597万吨，占全球粗钢产量比例为3.89%，粗钢出口量为3260万吨，出口量占当年产量的42.91%；乌克兰粗钢产量为2136.56万吨，占全球粗钢产量比例为1.10%，出口量为1570万吨，出口量占当年产量的73.48%。

图：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：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

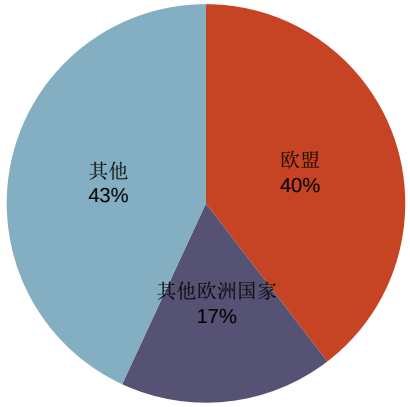
4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

全球钢材需求走弱，中国钢材出口受限

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。

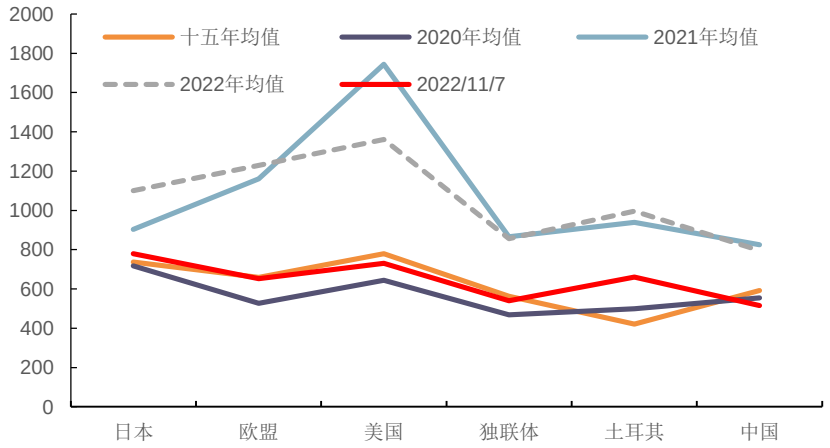
当前中国钢材价格仍低于欧美、日本，截至11月7日，欧盟热卷价格为653美元/吨，大幅高于中国热卷价格（516美元/吨），显示目前我国钢材仍有一定出口优势。

图：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：各主要经济体与中国的热卷价格（美元/吨）



资料来源：世界钢铁协会，光大证券研究所

4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

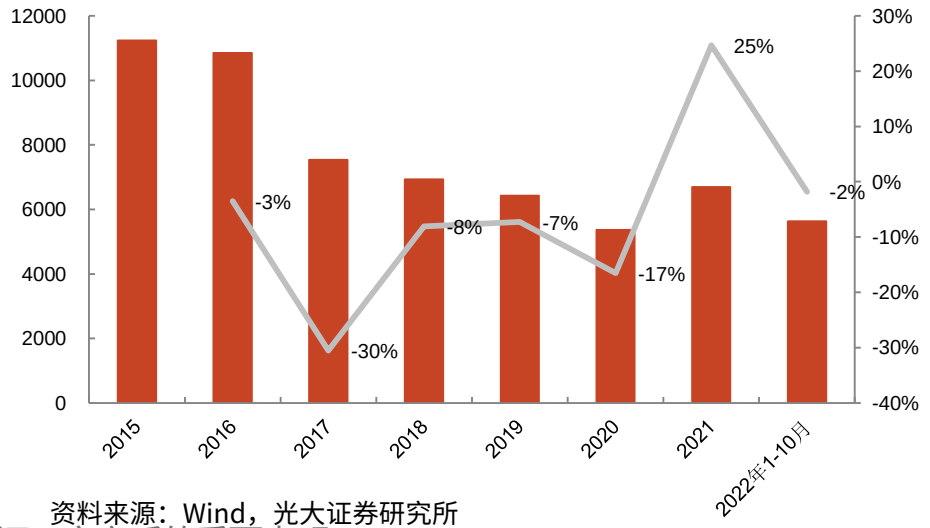
全球钢材需求走弱，中国钢材出口受限

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。

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：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

表：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）

4.1钢铁景气度展望：需求下滑幅度远超供给收缩，行业盈利走弱

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%。

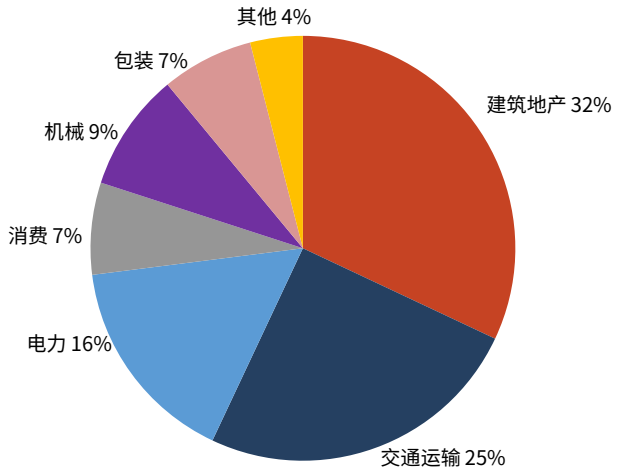
展望2023年，我们认为在地产宽松政策背景下，需求降幅有望进一步收窄，根据世界钢铁协会最新预测显示，预计2023年我国钢铁需求仍有明显下行空间，如若后续地产等需求在政策刺激下有所恢复，则我国明年钢铁需求有望实现同比持平，行业利润或有望回升至500-800元/吨水平。

4.2电解铝景气度展望：略有过剩，维持紧平衡

需求：2023年供略大于求，但仍维持紧平衡

据安泰科统计，中国电解铝下游需求主要是建筑地产、交通运输、电力、消费、机械和包装和其他领域，其中建筑地产、交运、电力需求合计占比超过73%（2020年），以上领域需求的变化对铝整个下游需求的影响较大。

图：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）

4.2电解铝景气度展望：略有过剩，维持紧平衡

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

地产竣工：上行周期被疫情延后，2023年增速将有所改善

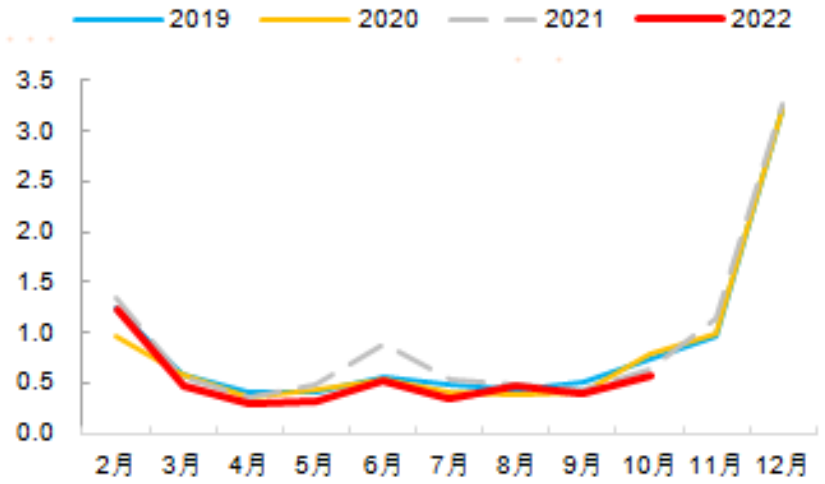
2022年1-10月全国房屋竣工面积累计同比下滑18.7%；2022年10月单月竣工面积在月度环比数据上较9月改善，较9月环比增长41%。

图：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：2022年10月单月竣工面积环比改善（亿平方米）



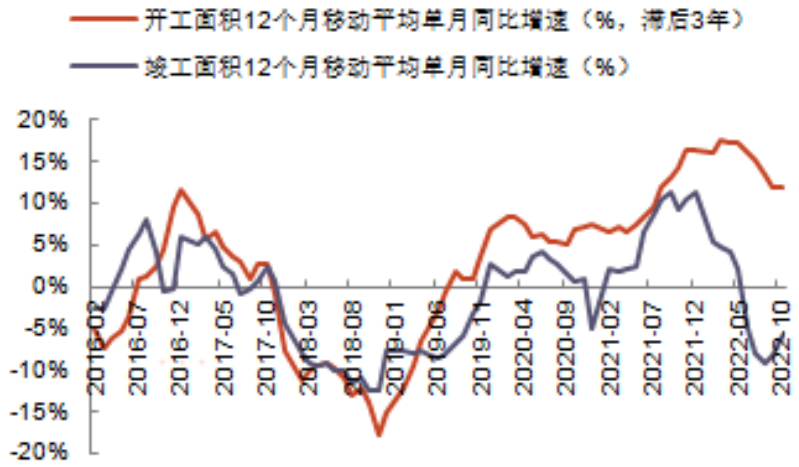
资料来源：Wind, 光大证券研究所（截至2022年10月）

4.2电解铝景气度展望：略有过剩，维持紧平衡

2016年以来，从开工到竣工的完全周期约3年左右，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，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。

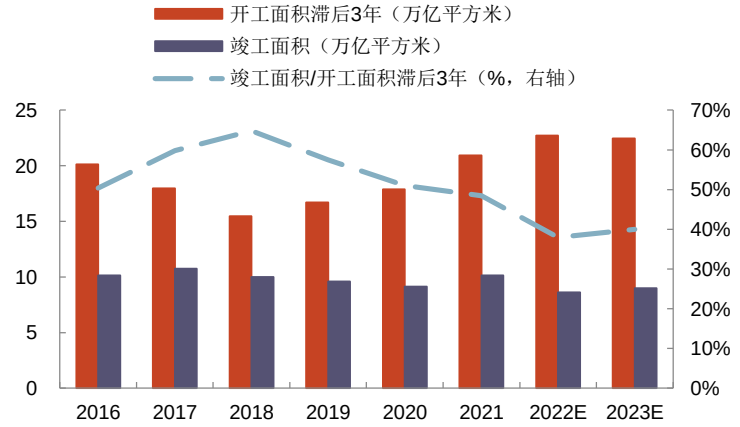
我们预计随着保交付政策推进、疫情影响趋弱，2023年地产竣工面积的同比增速将逐步恢复正常。若按照房地产开工面积滞后3年数据与房地产竣工面积作对比，2016年以来房地产竣工面积/开工面积滞后3年的数值之比在50-60%左右；2020年以来受疫情有不同程度影响，比值有所下滑。若按上述2022年全年房地产竣工面积同比下降15%假设，2022年房地产竣工面积/开工面积滞后3年的比值为0.38，我们保守估算2023年这一比值小幅回升至0.4，则2023年房地产竣工面积约89773亿平方米，同比增长4%。

图：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：开工面积滞后3年与竣工面积及比值对比和预估



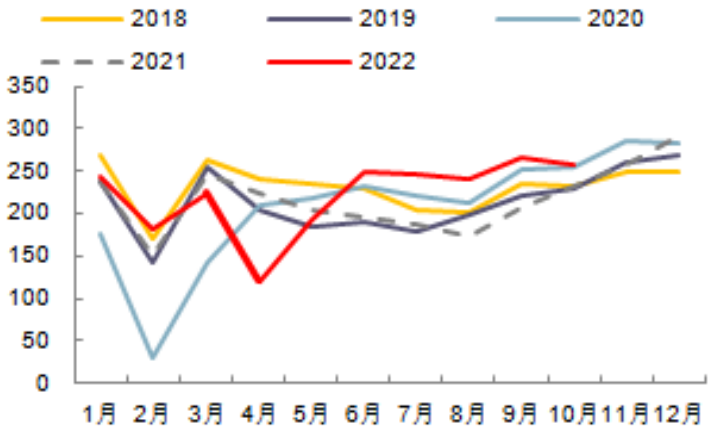
资料来源：Wind, 光大证券研究所预测（2022年11月24日）

4.2电解铝景气度展望：略有过剩，维持紧平衡

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%。

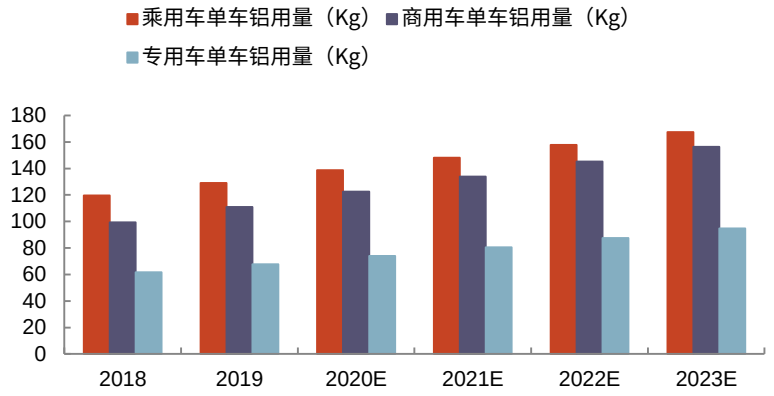
据中国汽车工业协会数据，2022年1-10月累计产量2219万辆，同比增长7.9%。上半年疫情对汽车产销量的拖累，在下半年随着购置税减半等政策支持中逐步追回，我们预计2022年汽车产量同比增长8.4%左右。盖世汽车预计2023年，国产乘用车产量同比增长2.4%，我们据此估算2023年中国汽车行业产量同比增长2.5%左右。

图：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：单车用铝不断抬升有望带动汽车用铝继续增长



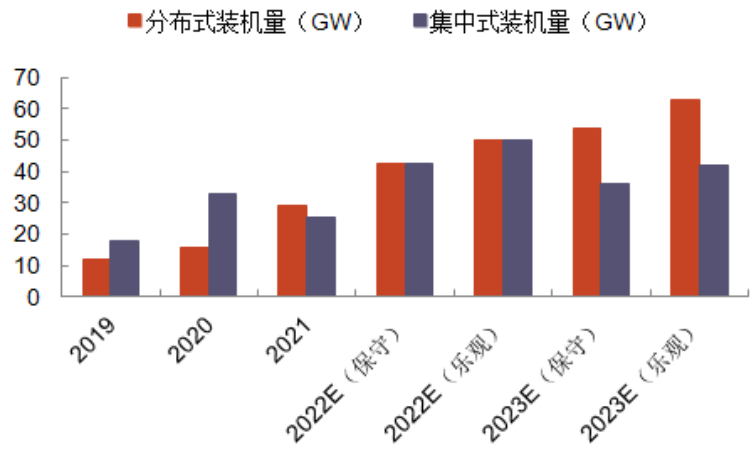
资料来源：CM group预测， 光大证券研究所（CM2020年报告）

4.2电解铝景气度展望：略有过剩，维持紧平衡

光伏是电力用铝领域消费新看点。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）。

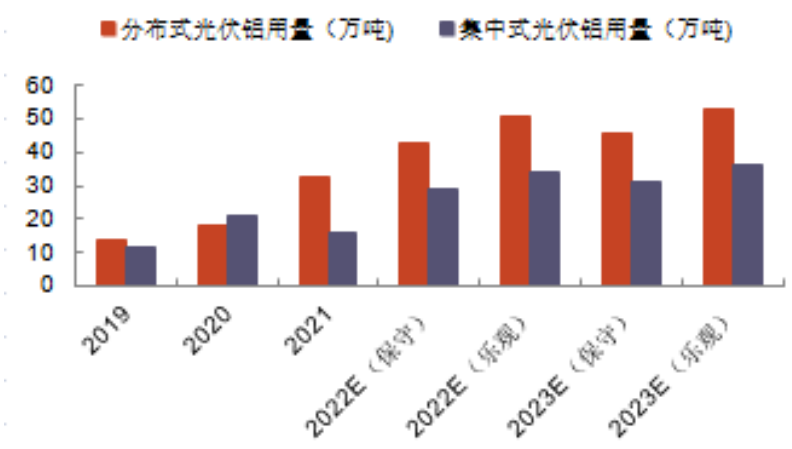
中国光伏行业协会2022年8月预测，在保守和乐观两种情形下，2022年国内光伏装机量分别为85GW（对应分布式、集中式装机量均为42.5GW）和100GW（对应分布式、集中式装机量均为50GW）；对应的2022年光伏用铝分别为74.4万吨和87.5万吨，同比增速分别为52.0%和78.8%。在保守和乐观两种情形下，2023年国内光伏装机量分别为90GW和105GW，对应的光伏用铝分别为83.3万吨和97.1万吨，同比增速分别为11.9%和11.0%。

图：保守和乐观情形国内2022/2023年光伏装机量预测



资料来源：中国光伏业协会预测，光大证券研究所

图：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11月24日）

4.2电解铝景气度展望：略有过剩，维持紧平衡

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。假设消费、包装、器械、其他领域需求同比增长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。2023年国内电解铝供略大于求，但仍处紧平衡。

表：中国电解铝铝供需平衡表（万吨）

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

资料来源：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）

4.2电解铝景气度展望：略有过剩，维持紧平衡

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，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%。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。

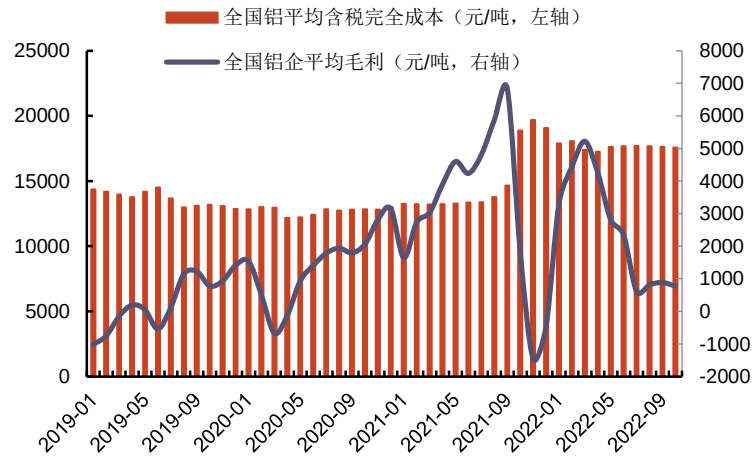
截至2022年10月，电解铝加权平均完全成本（含税）为17578元/吨，行业平均单吨毛利约775元/吨。随着电力成本的上行，电解铝单吨盈利高点已过，2023年电解铝行业单吨毛利或将在1000-2000元/吨（按电解铝均价19500元/吨，假设行业平均电价按2022年9月的0.44元/度，氧化铝3000元/吨、预焙阳极7000元/吨，以上为含税价，人工折旧等1500元/吨左右）。2023年吨铝毛利已明显低于2021年和2022年均值。

图：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）

图：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）

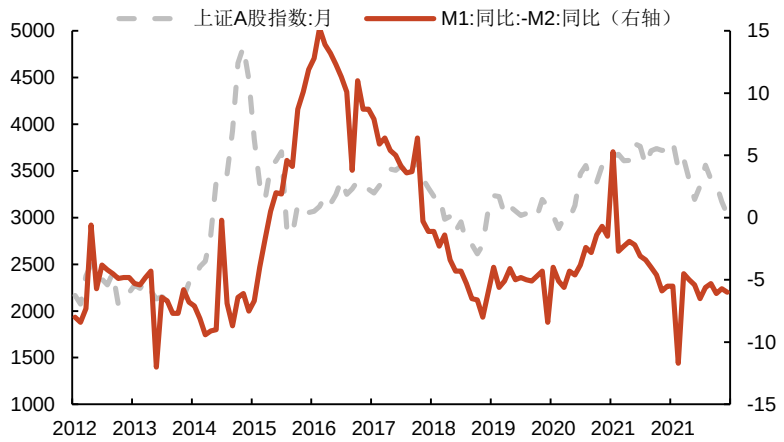
5.1投资建议：国内两大流动性指标走弱

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+单位活期存款)+准货币（单位定期存款+个人存款+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。

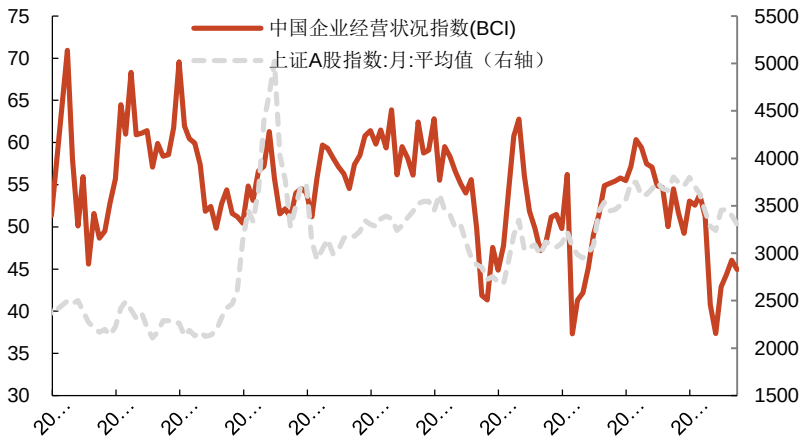
（2）BCI企业经营环境指数与上证指数在2014年以后存在较强的相关性。BCI企业经营环境指数可以看做经济趋势的影子指标，2020年2月跌至37.31后持续攀升在2020年12月达到60.34而后高位回落，2022年5月该值降至37.34，下半年虽有小幅提升，8月达到46.06，之后有所回落，10月降至42.54，仍处于低位，显示当前企业经营环境仍旧偏弱，不利于上证指数表现。

图：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：BCI企业经营状况指数与上证A股指数月平均值

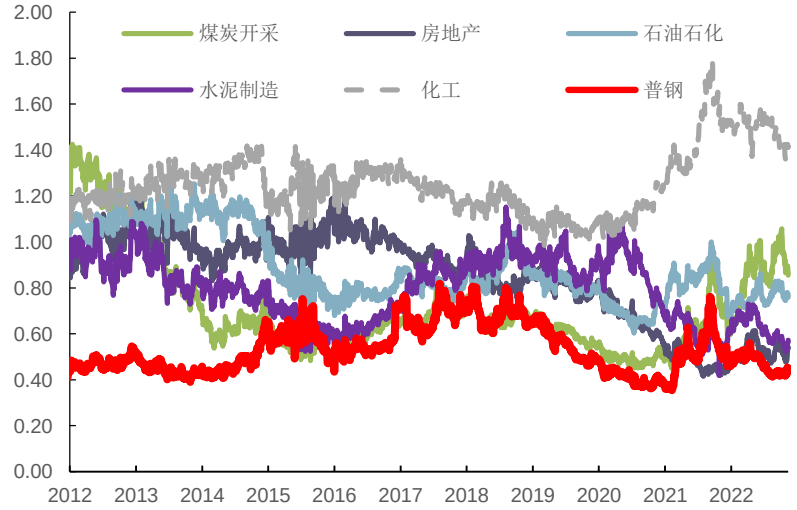


资料来源：Wind、光大证券研究所（截至2022年10月）

5.2投资建议：工业金属及普钢估值呈明显分化

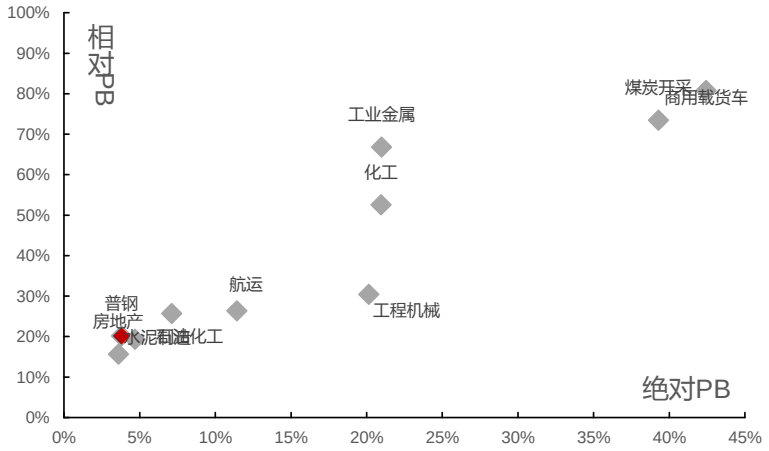
- 按照2022年11月24日的收盘价计算，主要周期板块的PB相对于沪深两市PB的比值（2013年以来）：房地产0.54、石化0.78、煤炭0.86、普钢0.46、航运0.86、工业金属1.15、水泥0.57、化工1.44、工程机械1.13、商用货车0.98。
- 地产、石油化工、水泥制造等板块PB相对于沪深两市的估值均处于2013年以来的较低位置：石化25.66%、房地产15.63%、普钢21.43%、煤炭67.37%、航运26.32%、工业金属62.43%、水泥20.18%、化工53.27%、商用货车81.80%、工程机械30.73%。

图：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：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：展望2023年需求有望逐步改善，盈利中枢小幅上行

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

- 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，公司实现营收1248.42亿元，同比-7.88%，实现归母净利润51.31亿元，同比-33.91%。

油气领域需求向好，华菱衡钢无缝钢管出口订单持续向好，2022年前三季度，子公司华菱衡钢净利润同比增长114%。

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%。公司正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；电工钢一期项目已开工建设，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。

我们维持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：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，公司实现营收2791.99亿元，同比+1.63%，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%。

积极推进“百千十”差异化战略落地：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%。

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：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%。

2021年前三季度公司存货及经营性应收项目占用较多资金，而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，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%。

公司50亿元规模可转债进入转股期，转股价为24.20元/股。2022年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。

我们维持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：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年前三季度实现营收321.3亿元，同比增长29%；归母净利润58.55亿元，同比增长155%。

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%。

公司控股子公司神隆宝鼎的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。

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：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，南山铝业实现营收265.3亿元，同比增长30%；归母净利润28.5亿元，同比增加13%。

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。目前积极推动与国际某知名新能源车主机厂、蔚来等客户的业务合作或认证工作。

公司动力电池箔产品已与宁德时代、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。

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：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

钢铁/电解铝公司盈利预测及估值表

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

表：钢铁和电解铝上市公司盈利预测及估值表

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.风险提示

（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。

衷心感谢

光大证券研究所



钢铁有色研究团队

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhh@ebscn.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

021-52523823

fangyutao@ebscn.com

分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

021-52523812

modai@ebscn.com

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曾与，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。

行业及公司评级体系

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。

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。