

# 有色金属年度策略：黄金长牛或启，铜铝静待复苏

首席证券分析师 杨件  
执业证号：S0600520050001  
yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬  
执业证书：S0600121040010  
wangqy@dwzq.com.cn  
2023年1月12日

- **贵金属：加息顶点在望，金价或开启新一轮牛市。**黄金作为贵金属，兼具商品和金融属性。复盘历史价格来看，金价与实际利率走势总是呈负相关的关系，数次加息的顶点往往也是黄金牛市的起点。11月美国CPI增速低于市场预期，加息顶点在望；且美国长短债利率倒挂加剧，美国和欧盟GDP表现均走弱，海外衰退预期加剧，加息边际有望放缓。叠加地缘政治因素，我们认为黄金价格有望开启新一轮的牛市。
- **钼：能源与高端制造核心材料，景气上行价值重估：**国外矿企由于矿山品位下降、疫情扰动等原因，产量逐年下滑，预计21-25年减产近9%。虽然我国的吉林天池钼业、陕西九龙、西藏巨龙等矿企均有扩产计划，但难以弥补海外减产和下游风电、油气管线、火电钢管以及含钼不锈钢需求增长带来的供需缺口。预计供需缺口持续拉大，2025年供需缺口达5.6万吨。
- **电解铝：关注供需向好下的成本让利。**“三支箭”对地产行业松绑，保交楼下地产后周期品种-电解铝有望充分受益。供给端产能逼近天花板：电解铝供给侧改革开始于2017年，2018年颁布的《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》逐步确立了电4168万解铝行业的产能天花板为4500万吨；截止2023年1月，我国电解铝建成产能为4423万吨，未来增量有限；有效产能为4029万吨。动力煤价格下行，叠加电解铝供需向好，我们认为电解铝盈利有望回升。
- **铜：静待复苏。**供给端：长期来看，铜矿企业长期资本开支不足，铜矿供给增量减少，供给曲线逐渐陡峭。需求端：2023年海外需求或将走弱，但国内需求受疫情防控政策调整和房地产利好政策影响，预计明年将迎来较大反弹，同时新兴领域需求依然保持较快速的增长。
- **投资建议与优质个股。**在美联储加息见顶，我国疫情防控政策转向以及房地产政策松绑；1) 首推黄金板块，推荐赤峰黄金，建议关注山东黄金、招金矿业和银泰黄金。2) 电解铝：业绩稳健的标的，建议关注神火股份、云铝股份和天山铝业。3) 铜：矿产铜自供比例高且具备高成长性的标的，建议关注紫金矿业、洛阳钼业和铜陵有色。4) 小金属&新材料：部分供需格局优异的品种和新材料个股，推荐金钼股份、浩通科技、望变电气、广大特材、中钢天源等。
- **风险提示：**美国流动性变化；地产需求不及预期；供给超预期；产业政策变动风险。

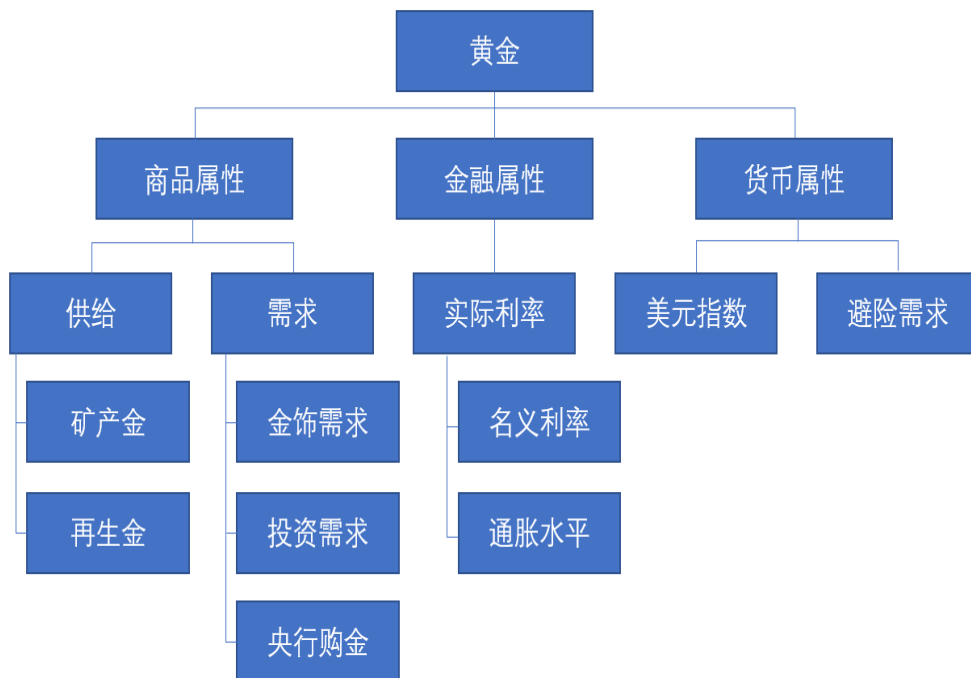


- 贵金属：加息顶点在望，金价或开启新一轮牛市
- 钼：能源与高端制造核心材料，景气上行价值重估
- 电解铝：关注供需向好下的成本让利
- 铜：静待复苏
- 投资建议与优质个股
- 风险提示

# 一、黄金：加息顶点在望，牛市有望开启

## 1.1 黄金兼具商品和金融属性

图1：黄金兼具多重属性



- 黄金首先作为贵金属，同时具备商品属性、金融属性和货币属性。
- 因此黄金价格影响因素众多，包含通胀率、名义利率、汇率、避险需求、各国央行储备需求、黄金首饰需求等多种因素。

来源：mymetal，东吴证券研究所

# 一、黄金：加息顶点在望，牛市有望开启

## 1.2 黄金供需平衡表

根据USGS，2021年全球黄金储量为5.3万吨，排在前位的主要为澳大利亚（1万吨）、俄罗斯（7500吨）。我国储量维持在2000吨的水平。而从供应量上来看，全球黄金供应量自2018年开始下行，主要原因为矿产金产量下行。而需求方面，金饰方面需求大幅下降，ETF及类似产品需求大幅上升。

表1：黄金供需平衡表

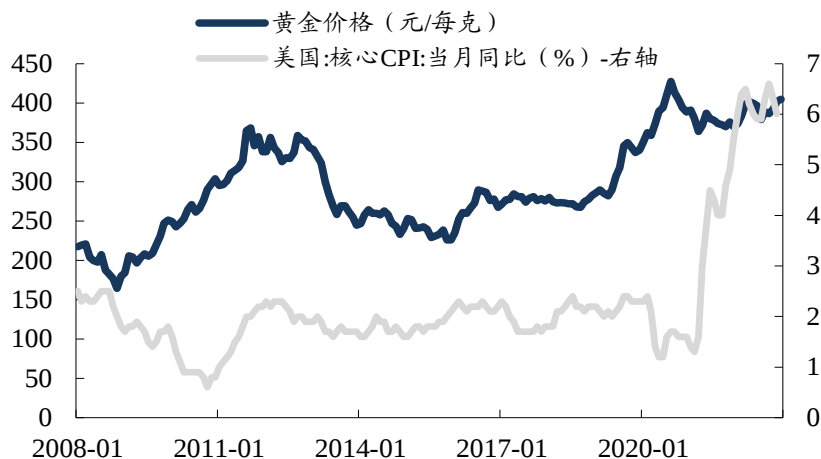
|                     | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | 2020           | 2021           | 年同比变化% |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------|
| <b>供应量</b>          |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |        |
| 金矿产量/吨              | 2,754.5        | 2,876.9        | 2,957.2        | 3,166.8        | 3,270.5        | 3,361.3        | 3,509.6        | 3,573.1        | 3,655.1        | 3,595.1        | 3,475.9        | ▼ -3   |
| 生产商净套保/吨            | -108.8         | 22.5           | -45.3          | -27.9          | 104.9          | 12.9           | 37.6           | -25.5          | -11.6          | 6.2            | -39.1          | -      |
| 回收金/吨               | 1,671.1        | 1,626.1        | 1,636.5        | 1,195.2        | 1,129.5        | 1,066.8        | 1,232.1        | 1,112.3        | 1,131.7        | 1,275.6        | 1,293.0        | ▲ 1    |
| <b>总供应量/吨</b>       | <b>4,316.7</b> | <b>4,525.5</b> | <b>4,548.4</b> | <b>4,334.1</b> | <b>4,504.9</b> | <b>4,441.0</b> | <b>4,779.3</b> | <b>4,659.9</b> | <b>4,775.2</b> | <b>4,876.9</b> | <b>4,729.7</b> | ▼ -3   |
| <b>需求量</b>          |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |        |
| 金饰制造/吨              | 2,044.9        | 2,096.4        | 2,140.9        | 2,735.3        | 2,544.4        | 2,479.2        | 2,018.8        | 2,257.5        | 2,290.0        | 2,152.1        | 1,324.4        | ▼ -38  |
| 金饰消费/吨              | 2,057.0        | 2,103.9        | 2,156.6        | 2,724.7        | 2,532.5        | 2,459.7        | 2,103.8        | 2,240.7        | 2,248.9        | 2,125.4        | 1,397.1        | ▼ -34  |
| 金饰库存/吨              | -12.0          | -7.6           | -15.8          | 10.6           | 11.8           | 19.6           | -85.0          | 16.7           | 41.1           | 26.7           | -72.7          | ▲ -    |
| 科技/吨                | 460.7          | 429.1          | 382.3          | 355.8          | 348.4          | 331.7          | 323.0          | 332.6          | 334.8          | 326.0          | 302.8          | ▼ -7   |
| 电子用金/吨              | 326.7          | 316.6          | 289.1          | 279.2          | 277.5          | 262.1          | 255.6          | 265.6          | 268.4          | 262.3          | 249.3          | ▼ -5   |
| 其他行业/吨              | 88.3           | 76.4           | 64.7           | 53.7           | 51.2           | 51.0           | 49.8           | 50.7           | 51.2           | 49.8           | 41.6           | ▼ -16  |
| 牙科/吨                | 45.6           | 36.2           | 28.4           | 22.8           | 19.6           | 18.6           | 17.6           | 16.3           | 15.3           | 13.9           | 11.9           | ▼ -15  |
| 投资/吨                | 1,586.4        | 1,746.8        | 1,591.4        | 793.2          | 932.2          | 978.0          | 1,654.7        | 1,309.6        | 1,173.3        | 1,274.9        | 1,769.2        | ▲ 39   |
| 金条和金币总需求量/吨         | 1,204.3        | 1,501.9        | 1,322.2        | 1,729.6        | 1,066.5        | 1,090.6        | 1,072.7        | 1,043.9        | 1,090.3        | 866.7          | 895.8          | ▲ 3    |
| 金条/吨                | 921.2          | 1,189.5        | 1,023.1        | 1,357.3        | 780.4          | 790.2          | 797.2          | 779.7          | 775.4          | 579.2          | 533.8          | ▼ -8   |
| 官方金币/吨              | 195.9          | 228.3          | 187.5          | 270.9          | 205.5          | 224.3          | 207.9          | 188.1          | 241.9          | 220.7          | 292.9          | ▲ 33   |
| 奖章/仿制金币/吨           | 87.2           | 84.2           | 111.7          | 101.4          | 80.7           | 76.0           | 67.7           | 76.1           | 73.0           | 66.8           | 69.1           | ▲ 4    |
| 黄金ETFs及类似产品/吨       | 382.1          | 244.9          | 269.2          | -936.4         | -134.3         | -112.6         | 582.0          | 265.7          | 83.0           | 408.2          | 873.4          | ▲ 114  |
| 各国央行和其他机构/吨         | 79.2           | 480.8          | 569.2          | 629.5          | 601.1          | 579.6          | 394.9          | 378.6          | 656.2          | 605.4          | 255.0          | ▼ -58  |
| <b>黄金需求（制造基础）/吨</b> | <b>4,171.2</b> | <b>4,753.1</b> | <b>4,683.8</b> | <b>4,513.7</b> | <b>4,426.1</b> | <b>4,368.5</b> | <b>4,391.3</b> | <b>4,278.2</b> | <b>4,454.4</b> | <b>4,358.3</b> | <b>3,651.2</b> | ▼ -16  |
| 顺差/逆差/吨             | 145.6          | -227.7         | -135.4         | -179.7         | 78.8           | 72.5           | 388.0          | 381.7          | 320.9          | 518.6          | 1,078.5        | ▲ 108  |
| <b>总需求/吨</b>        | <b>4,316.7</b> | <b>4,525.5</b> | <b>4,548.4</b> | <b>4,334.1</b> | <b>4,504.9</b> | <b>4,441.0</b> | <b>4,779.3</b> | <b>4,659.9</b> | <b>4,775.2</b> | <b>4,876.9</b> | <b>4,729.7</b> | ▼ -3   |
| LBMA黄金价格（美元/盎司）     | 1224.52        | 1571.52        | 1668.98        | 1411.23        | 1266.4         | 1160.06        | 1250.8         | 1257.15        | 1268.49        | 1769.59        | 1798.61        | ▲ 2    |

来源：Wind，东吴证券研究所

# 一、黄金：加息顶点在望，牛市有望开启

## 1.3 黄金的反向锚-实际利率

图2：金价和美国CPI关系



来源：Wind，东吴证券研究所

当实际利率下降，甚至为负利率时，黄金以其稀缺性和“零利率”吸引市场热情，价格走高。在黄金抗通胀属性“消失”的两段时期，实际利率分别下降0.75PCT、0.89PCT，金价分别上涨64%、18%，符合“黄金价格与实际利率负相关”。

黄金是传统的抗通胀产品，一般来说，通货膨胀程度越高，实际利率越低，黄金价格也越高，两者多呈正相关。但2008年9月-2010年10月、2020年1月-2022年1月两段时间便出现了通胀和黄金价格走势相反的情况。

图3：金价和美债实际利率关系



来源：Wind，东吴证券研究所

# 一、黄金：加息顶点在望，牛市有望开启

## 1.4 通胀预期见顶

- **美国：**根据美国劳工部，2022 年11月美国核心CPI 同比+6%，CPI同比+7.1%，均低于市场此前预期，**为2022年1月以来最低增幅**。虽然较此前预期有所下滑，但仍处**历史高位水平**。美联储公布12月FOMC会议声明及经济预测，**加息幅度由11月的75BP降至50BP**。明年的加息幅度至少为**75BP**，
- **欧盟：**欧元区2022年11月CPI增速虽然有所下降，**但核心CPI同比仍维持5%的历史高位**。欧洲央行会后声明称，为确保让通胀及时回落到目标，仍必须“稳步大幅”加息。

图4：美国CPI情况



来源：Wind，东吴证券研究所

图5：欧盟CPI情况



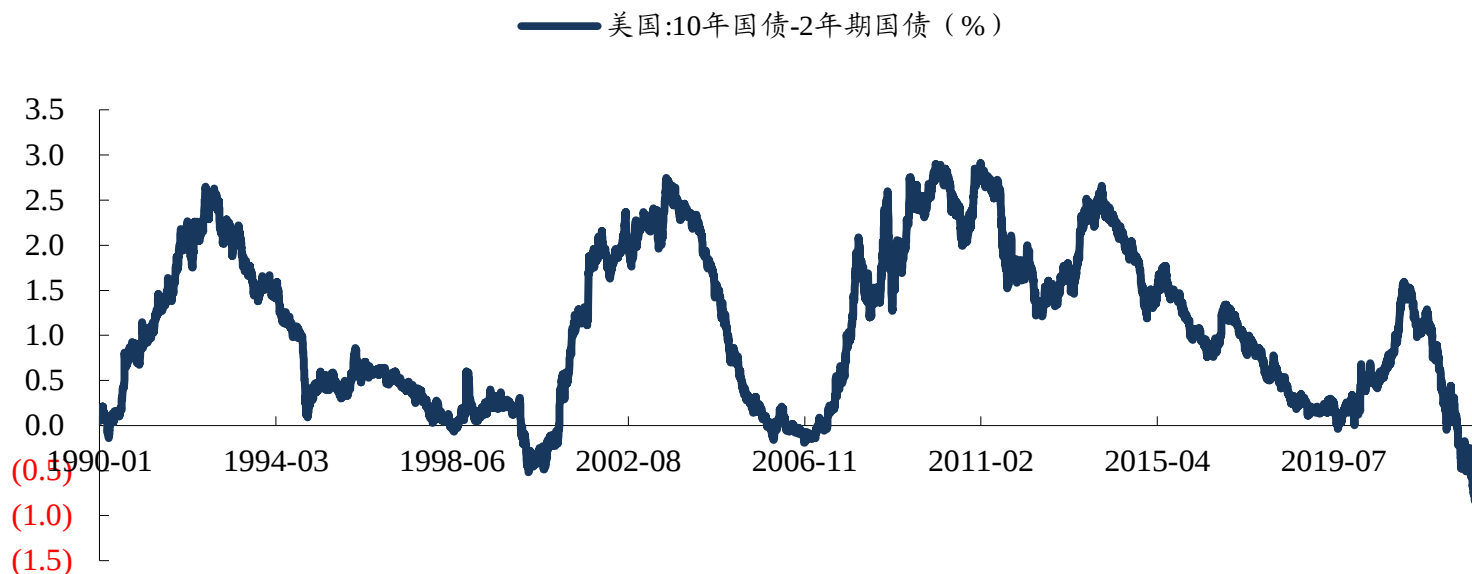
来源：Wind，东吴证券研究所

# 一、黄金：加息顶点在望，牛市有望开启

## 1.5 长短利率倒挂加剧，衰退担忧加剧

10Y、2Y美债持续倒挂。4月初，美债收益率曾出现短暂倒挂，7月以来在对经济衰退的担忧下，10年期美债收益率大幅下行，而美联储加息周期对2年期美债收益率形成较强支撑，**导致10Y-2Y利差持续倒挂**，并且剪刀差在持续加大。2022年12月以来长短利差已扩大至-0.8%。

图6：美国长短期国债利率



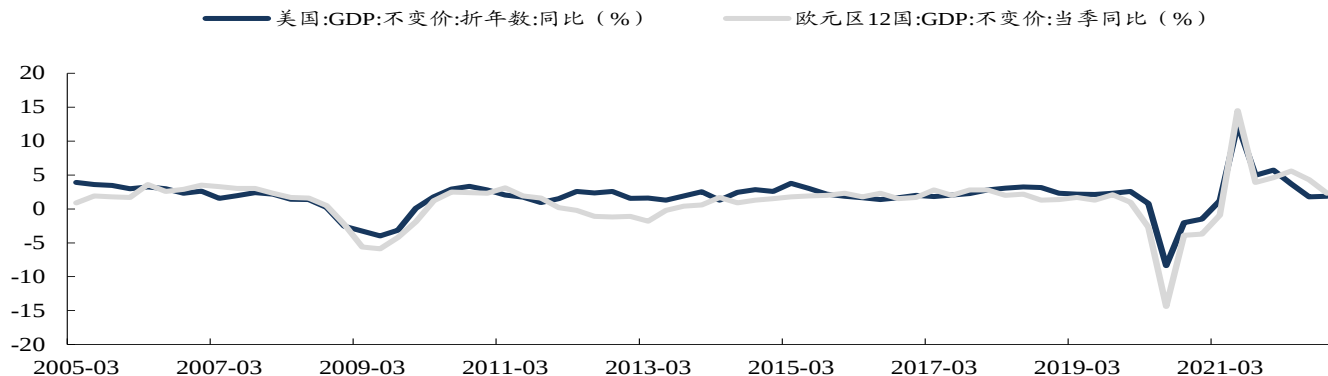
来源：Wind，东吴证券研究所

# 一、黄金：加息顶点在望，牛市有望开启

## 1.5 长短利率倒挂加剧，衰退担忧加剧

美国、欧元区自进入2022年以来，GDP增速持续弱势运行。

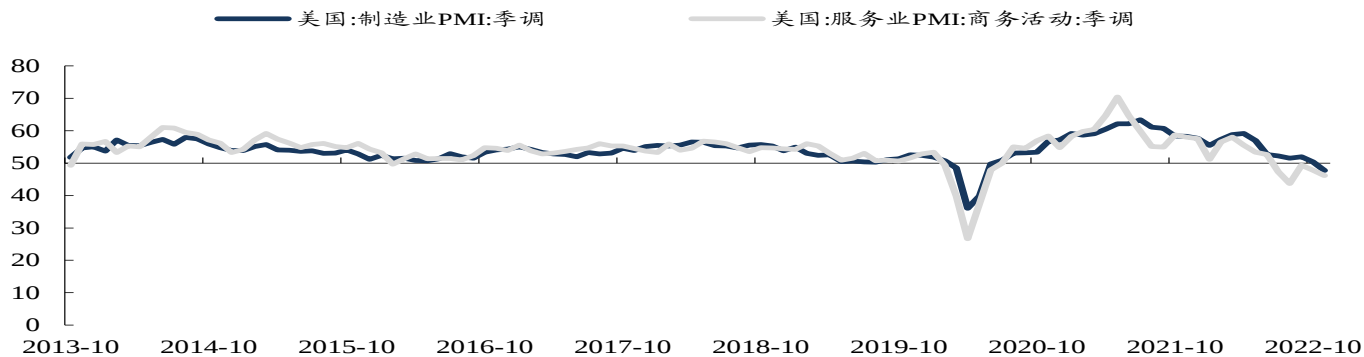
图7：美国和欧盟GDP



来源：Wind，东吴证券研究所

美国11月PMI，制造业与服务业PMI均持续下降至荣枯线50以下。

图8：美国和欧盟PMI



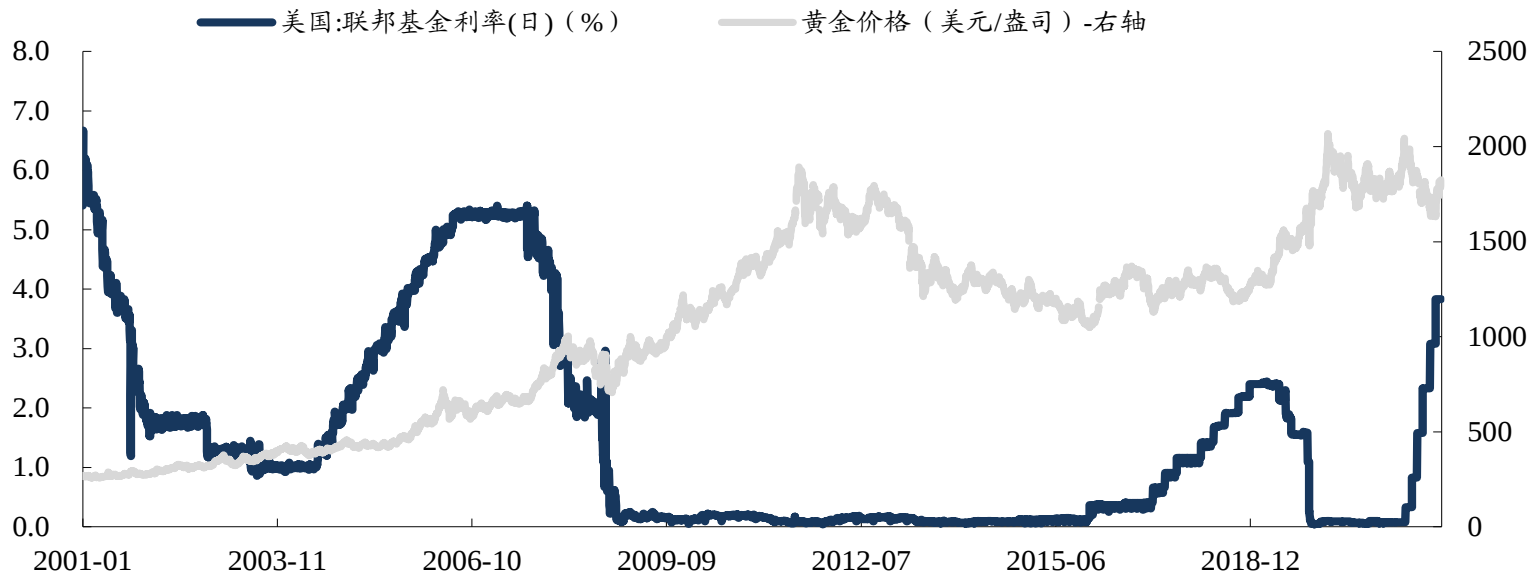
来源：Wind，东吴证券研究所

# 一、黄金：加息顶点在望，牛市有望开启

## 1.6 加息见顶，牛市有望开启

复盘历史来看，金价的大牛市往往开始于加息的顶点。2000年5月、2006年6月以及2019年1月三轮加息的顶点之后，金价均开始了新一轮的牛市。我们认为，当下美债实际利率下行，通胀放缓，美国衰退预期加强下，加息或进入尾声；叠加疫情与地缘政治因素，我们认为黄金价格有望开启新一轮的牛市。

图9：金价和美国联邦基金利率



来源：Wind，东吴证券研究所

## 二、钼：能源与高端制造核心材料，景气上行价值重估

### 2.1 海外矿企大幅减产

- ▶ 2021年以来海外钼产量减少，部分矿山品位下降，仅Freeport、Group Mexico、BHP有扩产计划，但产量增量不大，加剧全球钼供需紧张格局。
- ▶ 外国减产将导致国内钼金属净进口下降，截至2022年8月，我国钼净进口同比减1.5万吨（44%），预计未来将继续降低。

表2：境外钼金属产量预测（万吨）

|                      | 总部所在地 | 2020  | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 备注                                                   |
|----------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|------------------------------------------------------|
| 境外合计                 |       | 18.22 | 16.35  | 15.24 | 15.21 | 15.03 | 14.85 |                                                      |
| YOY                  |       |       | -10.3% | -6.8% | -0.2% | -1.2% | -1.2% |                                                      |
| Freeport-McMoRan     | 美国    | 3.63  | 3.72   | 3.45  | 3.50  | 3.55  | 3.60  | 2022H2预计两座矿山提升开采率                                    |
| Codelco              | 智利    | 2.79  | 2.10   | 2.10  | 2.10  | 2.10  | 2.10  |                                                      |
| Group Mexico         | 墨西哥   | 3.00  | 3.03   | 2.90  | 3.00  | 3.00  | 3.00  | 秘鲁Cajamarca铜矿2022Q3技改，将增加钼开采量                        |
| Rio Tinto Kennecott  | 美国    | 2.04  | 0.76   | 0.40  | 0.35  | 0.30  | 0.25  | 矿山品位下降（2020年0.059%->2022H1 0.019%），受机构干预产量下降，2022年减半 |
| Antofagasta          | 智利    | 1.26  | 1.05   | 0.90  | 0.88  | 0.85  | 0.82  | 2022年5月Los Pelambres矿山管道泄露；钼矿品位下降                    |
| BHP                  | 澳大利亚  | 0.09  | 0.17   | 0.19  | 0.23  | 0.23  | 0.23  | 2022年5月Spence铜矿场投产，增加600吨钼产能                         |
| KGHM Polska Miedz    | 波兰    | 0.45  | 0.37   | 0.30  | 0.25  | 0.20  | 0.15  | Sierra Gorda mine矿山品位显著下降                            |
| Centerra Gold        | 加拿大   | 0.62  | 0.52   | 0.50  | 0.50  | 0.50  | 0.50  |                                                      |
| Taseko Mines Limited | 加拿大   | 0.10  | 0.09   | 0.10  | 0.10  | 0.10  | 0.10  |                                                      |
| 境外其它                 |       | 4.23  | 4.55   | 4.40  | 4.30  | 4.20  | 4.10  |                                                      |

资料来源：各公司公告，IMOA，东吴证券研究所

## 二、钼：能源与高端制造核心材料，景气上行价值重估

### 2.2 境内矿山产量小幅增加

► 国内矿企增产，2020-2025年产量年化增速4.4%：

- 吉林天池季德钼矿（金钼股份参股）预计2023年4月投产，年产钼金属0.84万吨。
- 陕西九龙建设新厂，2022年底钼金属产能达0.27万吨/年，2023年达0.38万吨/年。
- 西藏巨龙目前钼金属年产能0.38万吨，2023年产能达到0.54万吨。
- 安徽金寨县沙坪沟钼矿22年10月被紫金矿业收购，预计2027H2投产，年产能2.72万吨。

表3：境内钼金属供应（万吨）

|         | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 备注                                     |
|---------|------|------|-------|-------|-------|-------|----------------------------------------|
| 境内合计    | 11.9 | 12.9 | 13.6  | 14.3  | 14.8  | 14.8  |                                        |
| YOY     |      | 8.4% | 5.9%  | 4.9%  | 3.1%  | 0.0%  |                                        |
| 其中：金钼股份 | 2.2  | 2.2  | 2.2   | 2.2   | 2.2   | 2.2   |                                        |
| 洛阳钼业    | 1.4  | 1.4  | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |                                        |
| 鹿鸣矿业    | 0.6  | 1.3  | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 20年尾矿泄露停产半年                            |
| 紫金矿业    | 0.0  | 0.0  | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 西藏巨龙23年产能扩至0.54万吨；<br>安徽金寨27年年产能2.72万吨 |
| 天池钼业    |      |      | 0.0   | 0.4   | 0.8   | 0.8   | 23年4月预计投产                              |
| 九龙矿业    | 0.1  | 0.1  | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 新厂23年产能3780吨                           |
| 德兴铜矿    | 0.8  | 0.8  | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |                                        |
| 栾川龙宇钼业  | 0.7  | 0.7  | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |                                        |
| 满洲里巫山   | 0.4  | 0.5  | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |                                        |
| 丰宁鑫源    | 0.4  | 0.5  | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |                                        |
| 大黑山     | 0.3  | 0.4  | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |                                        |
| 西沙德盖    | 0.3  | 0.3  | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |                                        |
| 古田天宝    | 0.3  | 0.3  | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |                                        |
| 境内其它    | 4.4  | 4.4  | 4.4   | 4.4   | 4.4   | 4.4   |                                        |

资料来源：百川盈孚，各公司公告，东吴证券研究所

## 二、钼：能源与高端制造核心材料，景气上行价值重估

### 2.3 需求端：风电、管线建设高景气，不锈钢稳步增长

▶ 伴随全球风电、航空航天和能源等关键下游行业的消费需求增长，合金钢、工具钢、不锈钢对钼需求增速较快，2023年-2025年3年复合增速可分别达5.7%/4.0%/5.4%。

表4：全球钼金属需求预测（按钼下游初级行业分类）

| 单位：万吨     | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全球钼总需求量   | 25.3  | 26.5  | 25.8  | 26.7  | 29.6  | 30.3  | 31.8  | 33.4  | 35.2  |
| yoy       | 9.0%  | 4.5%  | -2.3% | 3.2%  | 11.0% | 2.3%  | 4.9%  | 5.2%  | 5.2%  |
| 其中：合金钢耗钼量 | 7.1   | 10.3  | 10.2  | 10.7  | 11.5  | 11.8  | 12.1  | 13.3  | 14.4  |
| 工具钢耗钼量    | 2.3   | 2.1   | 1.8   | 2.1   | 2.4   | 2.4   | 2.5   | 2.7   | 2.8   |
| 不锈钢耗钼量    | 5.6   | 5.9   | 6.1   | 5.9   | 6.8   | 7.0   | 7.1   | 7.3   | 8.4   |
| 钼金属       | 1.3   | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.8   | 1.8   | 1.9   | 2.0   | 2.1   |
| 化工耗钼量     | 3.5   | 3.4   | 3.4   | 3.5   | 3.8   | 3.9   | 4.1   | 4.2   | 4.4   |
| 其它产品耗钼量   | 5.6   | 3.1   | 2.8   | 2.9   | 3.3   | 3.3   | 4.0   | 4.0   | 3.0   |

资料来源：IMOA，产业信息网，前瞻研究院，东吴证券研究所

## 二、钼：能源与高端制造核心材料，景气上行价值重估

### 2.3需求端：中国21-25年钼需求年化增速7.1%

- 2021-2025年我国钼需求年化增速约7.1%，其中不锈钢需求用量最大，年化增速2.7%；高端特钢、管线钢增速较快，高端特钢钼需求预计由2021年的0.4万吨上涨到2022年的0.5万吨，2023年钼需求量0.6万吨，2021-2025年化增速为29.6%。管线钢钼需求预计由2021年的0.7万吨上涨到2022年的0.9万吨，2023年钼需求量1.1万吨，2021-2025年化增速为25.0%。

表5：中国钼需求测算（万吨）

|                 |      | 2020A | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 需求总计            |      | 12.5  | 13.3  | 13.6   | 14.8  | 16.1  | 17.5  |
| yoy             |      |       | 5.7%  | 2.7%   | 8.4%  | 9.0%  | 8.6%  |
| 低合金中厚板          | 产量   | 1720  | 1900  | 2100   | 2310  | 2541  | 2795  |
|                 | 钼添加量 | 0.13% | 0.13% | 0.13%  | 0.13% | 0.13% | 0.13% |
|                 | 钼需求  | 2.2   | 2.5   | 2.7    | 3.0   | 3.3   | 3.6   |
|                 | yoy  |       | 10.5% | 10.5%  | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 管线钢             | 产量   | 250   | 240   | 300    | 375   | 469   | 586   |
|                 | 钼添加量 | 0.30% | 0.30% | 0.30%  | 0.30% | 0.30% | 0.30% |
|                 | 钼需求  | 0.8   | 0.7   | 0.9    | 1.1   | 1.4   | 1.8   |
|                 | yoy  |       | -4.0% | 25.0%  | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 齿轮钢             | 产量   | 220   | 280   | 264    | 330   | 396   | 436   |
|                 | 钼添加量 | 0.25% | 0.25% | 0.25%  | 0.25% | 0.25% | 0.25% |
|                 | 钼需求  | 0.6   | 0.7   | 0.7    | 0.8   | 1.0   | 1.1   |
|                 | yoy  |       | 27.3% | -5.7%  | 25.0% | 20.0% | 10.0% |
| 其他低合金钢（炮钢、装甲钢等） | 产量   | 230   | 245   | 260    | 281   | 303   | 328   |
|                 | 钼添加量 | 0.25% | 0.25% | 0.25%  | 0.25% | 0.25% | 0.25% |
|                 | 钼需求  | 0.6   | 0.6   | 0.7    | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
|                 | yoy  |       | 6.5%  | 6.1%   | 8.0%  | 8.0%  | 8.0%  |
| 高速钢             | 产量   | 4     | 5     | 4      | 4     | 5     | 5     |
|                 | 钼添加量 | 8.00% | 8.00% | 8.00%  | 8.00% | 8.00% | 8.00% |
|                 | 钼需求  | 0.3   | 0.4   | 0.3    | 0.3   | 0.4   | 0.4   |
|                 | yoy  |       | 19.0% | -20.0% | 8.0%  | 6.0%  | 6.0%  |
| 高端特钢（高温合金等）     | 产量   | 5     | 7     | 9      | 12    | 15    | 20    |
|                 | 钼添加量 | 5.00% | 5.00% | 5.00%  | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
|                 | 钼需求  | 0.3   | 0.4   | 0.5    | 0.6   | 0.8   | 1.0   |
|                 | yoy  |       | 40.0% | 28.6%  | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 不锈钢             | 产量   | 180   | 185   | 181.3  | 189   | 198   | 206   |
|                 | 钼添加量 | 3.25% | 3.25% | 3.25%  | 3.25% | 3.25% | 3.25% |
|                 | 钼需求  | 5.9   | 6.0   | 5.9    | 6.1   | 6.4   | 6.7   |
|                 | yoy  |       | 2.8%  | -2.0%  | 4.0%  | 5.0%  | 4.0%  |
| 钼金属、化合物         | 钼需求  | 2.0   | 2.0   | 2.0    | 2.1   | 2.1   | 2.1   |
|                 | yoy  |       | 0.0%  | 1.0%   | 1.5%  | 1.0%  | 1.4%  |

资料来源：百川盈孚，Wind，东吴证券研究所

### 2.4 净进口减少，国内供不应求

- 受国外减产影响，2020年以来，我国钼进口量快速下滑，目前在2000吨/月左右徘徊，考虑未来海外矿企产量继续下降，我国钼净进口将进一步减少。综合来看，虽然我国钼产量有所增长，但是进口减幅较大，总供给从21年的15.9万吨/年下降至25年的15.6万吨/年。
- 未来国内钼需求预计稳健增长，供需变动不匹配，预计24年出现短缺，25年供需缺口达到1.9万吨。

图10：我国钼净进口量

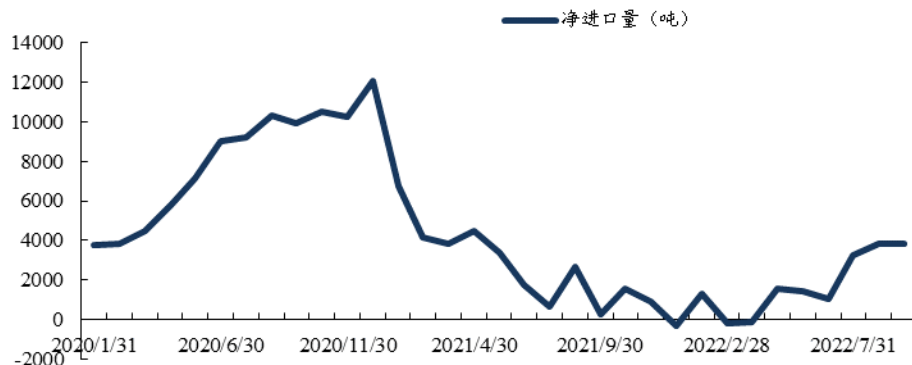


表6：中国钼金属供需缺口测算

| 单位：万吨，% | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 国内产量    | 11.9  | 12.9  | 13.6  | 14.3  | 14.8  | 14.8  |
| 国内产量yoy |       | 9.0%  | 7.0%  | 4.0%  | 3.0%  | 1.0%  |
| 国内需求    | 12.5  | 13.3  | 13.6  | 14.8  | 16.1  | 17.5  |
| 国内需求yoy |       | 5.7%  | 2.7%  | 8.4%  | 9.0%  | 8.6%  |
| 净进口     | 4.3   | 3.0   | 1.5   | 1.0   | 0.8   | 0.8   |
| 国内供需缺口  | 3.6   | 2.6   | 1.5   | 0.6   | -0.5  | -1.9  |

资料来源：海关总署，Wind，东吴证券研究所

## 二、钼：能源与高端制造核心材料，景气上行价值重估

### 2.5 全球供需失衡局面持续恶化

- 中国是全球钼生产的主力，21年产量占全球的44%，预计21-25年增产1.9万吨；海外减产幅度较大，达1.4万吨。所以21-25年全球钼供给预计增0.5万吨，增量较少。
- 中国21-25年钼需求增长4.2万吨，海外需求增长1.4万吨，合计增长5.6万吨，增幅远高于供应增幅。
- 综上，预计供需缺口持续拉大，2025年供需缺口达5.6万吨。

表7：全球钼金属供需缺口测算

| 单位:万吨   | 2020 | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 全球产量    | 30.1 | 29.2   | 28.9  | 29.5  | 29.8  | 29.6  |
| 全球产量yoy |      | -2.9%  | -1.2% | 2.2%  | 0.9%  | -0.6% |
| 中国产量    | 11.9 | 12.9   | 13.6  | 14.3  | 14.8  | 14.8  |
| 中国产量yoy |      | 8.4%   | 5.9%  | 4.9%  | 3.1%  | 0.0%  |
| 国外产量    | 18.2 | 16.4   | 15.2  | 15.2  | 15.0  | 14.9  |
| 国外产量yoy |      | -10.3% | -6.8% | -0.2% | -1.2% | -1.2% |
| 全球需求    | 26.7 | 29.6   | 30.3  | 31.8  | 33.4  | 35.2  |
| 全球需求yoy |      | 11.0%  | 2.3%  | 4.9%  | 5.2%  | 5.2%  |
| 中国需求    | 12.5 | 13.3   | 13.6  | 14.8  | 16.1  | 17.5  |
| 中国需求yoy |      | 5.7%   | 2.7%  | 8.4%  | 9.0%  | 8.6%  |
| 国外需求    | 14.1 | 16.3   | 16.7  | 17.0  | 17.4  | 17.7  |
| 国外需求yoy |      | 15.8%  | 1.9%  | 2.1%  | 2.0%  | 2.0%  |
| 全球供需缺口  | 3.4  | -0.4   | -1.4  | -2.3  | -3.7  | -5.6  |

资料来源：IMO A, Expert Market Research, 东吴证券研究所

## 三、电解铝：供需向好叠加成本让利

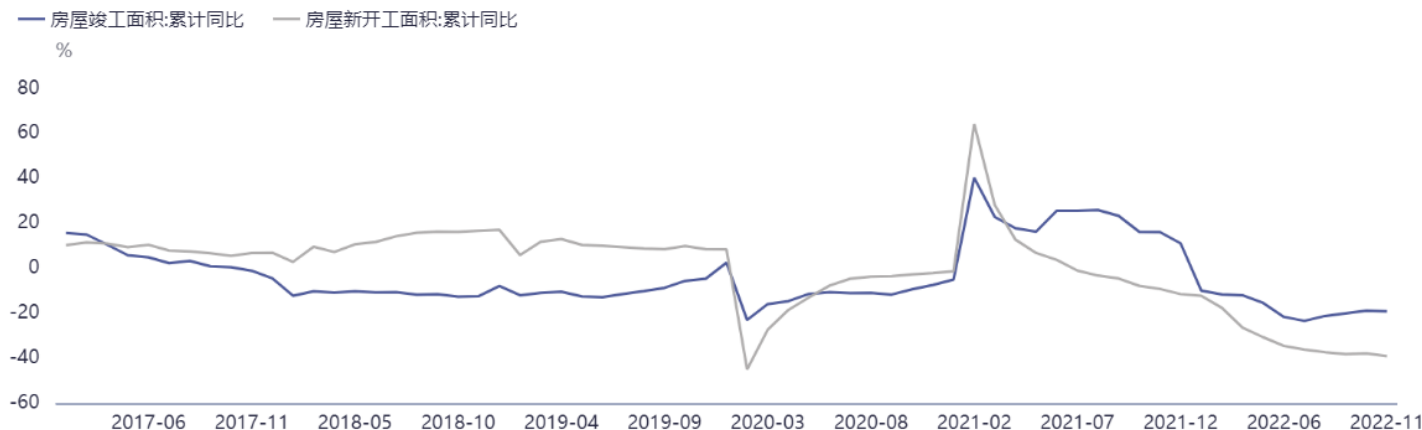
### 3.1 需求端：地产政策松绑下有望率先受益

**地产需求：**地产三支箭保交楼，后周期电解铝有望率先受益，11月23日，央行、银保监会发布“金融16条”，“第一支箭”落地超80家房企获银行意向性授信逾3万亿元。中国银行间市场交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第三支箭”是民营企业股权融资支持工具。但“三支箭”着力消化房企的存量资产，保证现有项目的正常交付，从而实现“保交楼，保民生”，因此对于稳健经营的房企是一大利好，对中高风险房企的作用有限。但爆雷房企也可以通过重组清理债务关系，提高行业集中度。

表8：地产三支箭

| 一、信贷                                                                                                                 | 二、债券                                                                      | 三、股权                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 国有六大行向优质房企提供万亿级授信额度，目前约80家全国或地方性房企获得银行的融资支持。在已披露对房企授信总额度的银行中，授信总额度较大的工商银行、中国银行、浦发银行，对房企授信总额度分别为6550亿元、6000亿元和5300亿元。 | 支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，额度为2500亿元。截至目前，在“第二支箭”扩容下已有8家房企披露储架式注册发行总金额达到1210亿元。 | 重启房企股权融资，恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资，调整完善房地产企业境外市场上市政策，进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用，积极发挥私募股权投资基金作用。 |

图11：房屋竣工面积同比、新开工同比



来源：Ifind，东吴证券研究所

来源：观点网，东吴证券研究所

## 三、电解铝：供需向好叠加成本让利

### 3.1 需求端：地产政策松绑下有望率先受益

新能源需求：光伏+汽车轻量化拉动。

1) 光伏电站建设：建设装机1兆瓦光伏电站，需要消耗70吨玻璃、56吨钢材、19吨铝、7吨铜和7吨硅。

2) 汽车轻量化拉动：根据国际铝协数据，2020年国内传统乘用车/纯电动/混动新能源乘用车单车用铝量分别为138.6/157.9/198.1kg，其预计到2025年中国传统燃油车/纯电动/插电混动车的单车用铝量能分别提升至180/227/238kg。

表9：电力行业用铝情况

|              | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 非光伏用铝（万吨）    | 353.5 | 357.0 | 361.3 | 363.1 | 366.7 |
| YOY          |       | 1.0%  | 1.2%  | 0.5%  | 1%    |
| 光伏新增装机量（Gwh） | 30.2  | 45.0  | 65.0  | 85.0  | 115.0 |
| 光伏用铝（万吨）     | 57.4  | 85.5  | 123.5 | 161.5 | 218.5 |
| YOY          |       | 48.9% | 44.4% | 30.8% | 35.3% |
| 电力行业用铝总计（万吨） | 410.9 | 442.5 | 484.8 | 524.6 | 585.2 |
| YOY          |       | 7.7%  | 9.6%  | 8.2%  | 11.6% |
| 光伏用铝行业占比     | 14.0% | 19.3% | 25.5% | 30.8% | 37.3% |

来源：百川盈孚，东吴证券研究所

## 三、电解铝：供需向好叠加成本让利

### 3.2 供给端：天花板逼近，减产、限产频繁

- ▶ 产能逼近天花板，产能减量置换为大趋势产能逼近天花板：电解铝供给侧改革开始于 2017 年，2018 年颁布的《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》逐步确立了电4168万解铝行业的产能天花板为 4500 万吨；截止2023年1月，我国电解铝建成产能为4423万吨，未来增量有限；有效产能为4029万吨；
- ▶ 贵州复产事件描述：2023年1月5日，贵州电网对铝企实施第三轮停槽减负荷要求。至此，贵州三轮减产规模共达94万吨，占国内运行产能的2.3%。

表10：我国电解铝总产能和有效产能

| 企业       | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 总产能（万吨）  | 4253.9 | 4277.9 | 4423.4 | 4505.9 |
| 新增（万吨）   |        | 24     | 145.5  | 82.5   |
| 有效产能（万吨） | 3985.2 | 3795   | 4028.9 | 4168.4 |
| YOY      |        | -5%    | 6%     | 3%     |

来源：百川盈孚，东吴证券研究所

表11：2023年待开工新产能（万吨）

| 企业        | 待开工新产能 |
|-----------|--------|
| 田林百矿      | 0      |
| 隆林百矿      | 0      |
| 甘肃中瑞      | 18.2   |
| 白音华煤电     | 26     |
| 内蒙古锦联铝材   | 3      |
| 云南其亚      | 0      |
| 云南宏泰      | 5      |
| 云南神火      | 0      |
| 云南云铝海鑫    | 0      |
| 贵州兴仁登高新材料 | 25     |
| 贵州元豪      | 10     |
| 广元中孚高精    | 0      |
| 合计        | 87.2   |

来源：百川盈孚，东吴证券研究所

## 三、电解铝：供需向好叠加成本让利

### 3.3 供需平衡：2023年电解铝小幅过剩

2022年新建投产产能+复产产能有近100万吨释放空间，2022年电解铝产能为4423.4万吨，产能增速为3.4%，产能增量为145.5万吨，产能利用率为91.3%；2023年产能增量将放缓至82.5万吨，产能增速1.8%，产能利用率为91.4%。2022年电解铝产量预计为4038.0万吨，同比+3.6%；2023年电解铝产量预计为4120.0万吨，同比+2.0%。2022年电解铝产消费量预计为4020.7万吨，同比-2.3%；2023年电解铝消费量预计为4217.4万吨，同比+4.9%。每年都存在一定的进口量，预计2022供大于求49.3万吨，预计2023年供小于求，存在供需缺口17.4万吨。

表12：电解铝产消和进口情况

|            | 2019A  | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 电解铝产能（万吨）  | 4100.5 | 4253.9 | 4277.9 | 4423.4 | 4505.9 |
| 产能增量（万吨）   |        | 153.4  | 24.0   | 145.5  | 82.5   |
| 产能利用率      | 87.1%  | 87.5%  | 91.1%  | 91.3%  | 91.4%  |
| 电解铝产量（万吨）  | 3573.0 | 3724.0 | 3898.0 | 4038.0 | 4120.0 |
| YOY        |        | 4.2%   | 4.7%   | 3.6%   | 2.0%   |
| 电解铝消费量（万吨） | 3570.0 | 3840.7 | 4117.4 | 4020.7 | 4217.4 |
| YOY        |        | 7.6%   | 7.2%   | -2.3%  | 4.9%   |
| 净进口（万吨）    | -0.1   | 105.0  | 156.0  | 32.0   | 80.0   |
| 抛储         |        |        | 28.0   |        |        |
| 缺口（万吨）     | 2.9    | (11.7) | (35.4) | 49.3   | (17.4) |

来源：百川盈孚，东吴证券研究所

## 三、电解铝：供需向好叠加成本让利

### 3.4 盈利有望回升

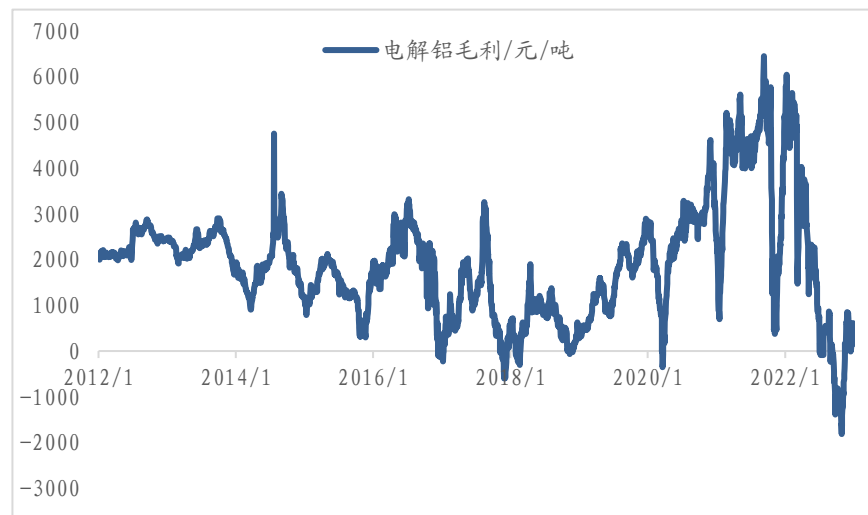
- 动力煤价格有望下降，成本有望让利：截至2023年1月4日，环渤海动力煤平均价格处于约734元/吨水平，回归至历史较低水平，成本端降低电解铝行业压力，给盈利回升空间。
- 盈利测算情况描述：电解铝结束行业毛利持续下跌的时期，行业毛利于2022年中达到探底且为负，后持续上行，于2022.8前后上涨至>0的水平，行业毛利稳步回升。

图12：动力煤价格下降



来源：Wind，东吴证券研究所

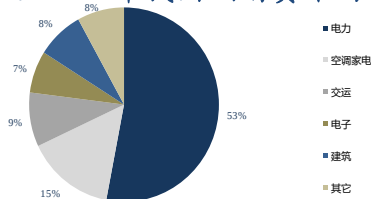
图13：电解铝盈利望迎来拐点



来源：Wind，东吴证券研究所

## 4.1 需求—静待复苏，新能源需求拉动显著

图14：2021年我国铜消费下游拆分



来源：百川盈孚，东吴证券研究所

- 2021年，我国精炼铜下游需求最高的板块是电力，占比53%，其次分别是空调家电、交运（汽车）、建筑和电子，占比分别为15%、9%、8%和7%。
- 新能源领域有望贡献显著需求：光伏、新能源车和风电领域需求显著拉动，对应新能源领域铜需求2022-2025年CAGR高达28.5%。

表13：全球新能源领域铜需求拉动拆分

|                  | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全球新能源领域铜需求合计（万吨） | 112   | 149   | 213   | 276   | 334   | 446   | 586   |
| YOY              |       | 33%   | 43%   | 29%   | 21%   | 33%   | 32%   |
| 光伏领域             |       |       |       |       |       |       |       |
| 全球新增装机(GW)       | 108   | 127   | 174   | 250   | 265   | 340   | 425   |
| 全球光伏装机铜需求量（万吨）   | 59    | 70    | 96    | 138   | 146   | 187   | 234   |
| YOY              |       | 18%   | 37%   | 44%   | 6%    | 28%   | 25%   |
| 新能源车             |       |       |       |       |       |       |       |
| 全球BEV产量（百万辆）     | 2     | 2     | 5     | 6     | 10    | 15    | 22    |
| 全球PHEEV产量（百万辆）   | 1     | 1     | 2     | 3     | 4     | 7     | 10    |
| BEV耗铜量（万吨）       | 12    | 19    | 38    | 52    | 83    | 125   | 183   |
| PHEV耗铜量（万吨）      | 4     | 5     | 11    | 17    | 25    | 39    | 59    |
| 全球新能源车合计（万吨）     | 16    | 24    | 50    | 69    | 108   | 164   | 242   |
| YOY              |       | 53%   | 102%  | 39%   | 57%   | 51%   | 48%   |
| 风电               |       |       |       |       |       |       |       |
| 全球陆风新增装机（gw）     | 55    | 88    | 73    | 81    | 88    | 97    | 107   |
| 全球海风新增装机（gw）     | 6     | 7     | 21    | 19    | 24    | 31    | 38    |
| 陆风铜需求（万吨）        | 28    | 44    | 37    | 41    | 44    | 49    | 54    |
| 海风铜需求（万吨）        | 9     | 11    | 32    | 29    | 36    | 47    | 57    |
| 全球风电铜需求量（万吨）     | 37    | 55    | 68    | 69    | 80    | 95    | 111   |
| YOY              |       | 49%   | 25%   | 1%    | 16%   | 19%   | 16%   |

来源：百川盈孚，东吴证券研究所

## 4.2 供给：新增产能有序投放，23年增长较大

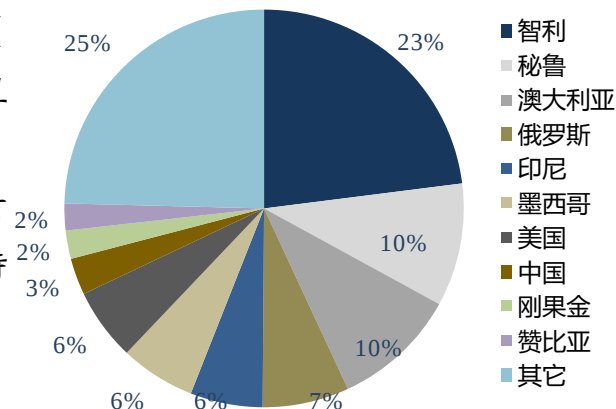
- 2021年，全球铜资源储量主要集中于智利（23.0%）、澳大利亚（10.1%）和秘鲁（10.0%）等国；我国铜资源储量全球占比3%，且铜精矿产量自供比例较低，进口依赖度高达80%。
- 铜供应节奏：中长期来看，全球铜矿资本开支逐步下行；中短期看，南美矿企供应扰动持续，智利税收调整、秘鲁劳工罢工等因素持续发酵。
- 2023-2025年全球预计新增铜精矿产能 78/49/29万吨。

表14：全球新增铜矿产能

| 2023E                      |        |      | 2024E                      |        |      | 2025E                      |        |      |
|----------------------------|--------|------|----------------------------|--------|------|----------------------------|--------|------|
| 矿山                         | 产能（万吨） | 占比   | 矿山                         | 产能（万吨） | 占比   | 矿山                         | 产能（万吨） | 占比   |
| Kakula-Kansoko-Kamoa       | 8      | 10%  | Kakula-Kansoko-Kamoa       | 5      | 10%  | Kakula-Kansoko-Kamoa       | 7      | 24%  |
| Tenke Fungurume            | 10     | 13%  | Tenke Fungurume            | 10     | 20%  | Oyu Tolgoi                 | 3.5    | 12%  |
| Kisanfu                    | 3      | 4%   | Kisanfu                    | 6      | 12%  | Expansion                  |        |      |
| Grasberg Cave              | 8.1    | 10%  | Oyu Tolgoi Expansion       | 6      | 12%  | Qulong                     | 7.2    | 25%  |
| Oyu Tolgoi                 |        |      | Qulong                     | 1.1    | 2%   | El Teniente New Mine Level | 11     | 38%  |
| Expansion                  | 4.5    | 6%   | Olympic Dam Expansion      | 5.5    | 11%  |                            |        |      |
| Qulong                     | 5.5    | 7%   | El Teniente New Mine Level | 15     | 30%  |                            |        |      |
| Olympic Dam Expansion      | 4.5    | 6%   | Gunnison                   | 0.7    | 1%   |                            |        |      |
| El Teniente New Mine Level | 12.5   | 16%  |                            |        |      |                            |        |      |
| Quebrada Blanca Phase II   | 14     | 18%  |                            |        |      |                            |        |      |
| Gunnison                   | 1.6    | 2%   |                            |        |      |                            |        |      |
| Rosemont                   | 6.5    | 8%   | 合计                         | 49.3   | 100% | 合计                         | 28.7   | 100% |
| 合计                         | 78.3   | 100% |                            |        |      |                            |        |      |

来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图15：2021年全球铜资源储量



来源：百川盈孚，东吴证券研究所

## 4.3 供需平衡：23年或小幅过剩，24年望迎反转

- 需求端：新能源需求有望显著拉动整体需求，2025年需求占比有望大幅提升至21%。2022-2025年CAGR为3%。
- 供给端：基于现有扩产计划，2022-2025年CAGR为2%。
- 供需平衡：我们预计2023年全球铜供应出现小幅过剩；得益于新能源领域发力，2024年有望供需反转。

表15：全球铜供需情况

|                   | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全球铜供给量（万吨）        | 2395  | 2442  | 2481  | 2535  | 2580  | 2665  | 2695  |
| YOY               |       | 2.0%  | 1.6%  | 2.2%  | 1.8%  | 3.3%  | 1.1%  |
| 其中：矿山铜            | 1987  | 2055  | 2071  | 2110  | 2150  | 2230  | 2255  |
| YOY               |       | 3%    | 1%    | 2%    | 2%    | 4%    | 1%    |
| 再生铜               | 408   | 388   | 410   | 425   | 430   | 435   | 440   |
| YOY               |       | -5%   | 6%    | 4%    | 1%    | 1%    | 1%    |
| 全球铜消耗量（万吨）        | 2435  | 2498  | 2526  | 2542  | 2577  | 2666  | 2785  |
| YOY               |       | 3%    | 1%    | 1%    | 1%    | 3%    | 4%    |
| 其中：传统需求           | 2323  | 2349  | 2312  | 2266  | 2243  | 2221  | 2199  |
| YOY               |       | 1%    | -2%   | -2%   | -1%   | -1%   | -1%   |
| 新能源需求（光伏+新能源车+风电） | 112   | 149   | 213   | 276   | 334   | 446   | 586   |
| YOY               |       | 33%   | 43%   | 29%   | 21%   | 33%   | 32%   |
| 缺口（供给-需求）         | -40   | -55   | -45   | -7    | 3     | -1    | -90   |

来源：百川盈孚，东吴证券研究所

在美联储加息见顶，我国疫情防控政策转向以及房地产政策松绑

- 1) 首推黄金：推荐**赤峰黄金**，建议关注**山东黄金**、**招金矿业**和**银泰黄金**。
- 2) 电解铝：业绩稳健的标的，建议关注**神火股份**、**云铝股份**和**天山铝业**。
- 3) 铜：矿产铜自供比例高且具备高成长性的标的，建议关注**紫金矿业**、**洛阳钼业**和**铜陵有色**。
- 4) 小金属&新材料：部分供需格局优异的品种和新材料个股，推荐**金钼股份**、**浩通科技**、**望变电气**、**广大特材**、**中钢天源**等。

## 5.1 广大特材（688186）：第二增长曲线开启

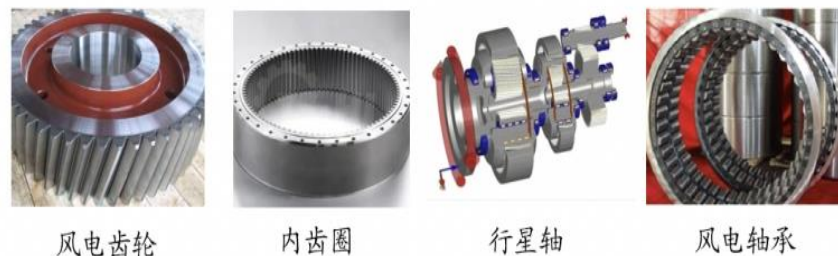
- **高端特钢及风电零部件新秀：**广大特材成立于2006年，位于江苏张家港市，主营高端特钢材料和风电零部件。2022年10月公司建设8.4万件风电齿轮箱核心精密零部件产能。
- **传统业务受益钢价下跌：**公司传统业务包括齿轮钢、铸钢件、高温合金等中高端特钢产品。产品主要原材料为生铁、废钢，2022年下半年以来上述原材料价格降低700-1100元/吨，预计未来钢价低位运行。
- **风电铸件上量可期：**公司风电铸件产品为5.5MW以上大型风电机组中的轮毂、底座等铸造零部件。2022年年底产能达18.5万吨。风电行业上行，海上大型风电占比提升，大型风电铸件上量将注能收入增长。
- **风电齿轮箱核心零部件开启业绩增长第二曲线：**高端齿轮箱核心零部件—大型精密风电齿轮的生产技术、资金壁垒较高，国内尚无规模化产线。公司率先引进外国的先进智能化生产设备，预计产线2023年建成，2024年达产，届时每年将贡献净利润4.85亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2022-2024年，公司营业收入分别为32.4/54.9/63.3亿元，同比增速分别为18.2%/69.5%/15.4%；实现归母净利润1.4/4.0/7.0亿元，增速分别为-20.1%/181.8%/77.5%；对应PE分别为41/15/8x。维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动；风电行业政策不及预期；公司扩产速度不及预期。

表16：公司营收盈利预测（2023.1.11）

| 盈利预测与估值          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）       | 2737  | 3236  | 5485  | 6330  |
| 同比               | 51%   | 18%   | 70%   | 15%   |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 176   | 141   | 396   | 704   |
| 同比               | 2%    | -20%  | 182%  | 78%   |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.82  | 0.66  | 1.85  | 3.29  |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 33.2  | 41.3  | 14.7  | 8.3   |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图16：公司风电精密机械部件



来源：公司公告，东吴证券研究所

## 五、投资建议及优质个股

### 5.2 赤峰黄金（600899）：高成长的优质黄金矿企

- **高成长黄金巨头，剥离非矿业务再出发。**公司位于内蒙古自治区，并在海外布局，为高速成长的民营黄金巨头。2020年公司完成对非矿子公司的剥离，聚焦黄金主业。2022H1公司实现黄金业务毛利占比82%。
- **加息顶点在望，金价或开启新一轮牛市。**金价与实际利率走势总是呈负相关的关系。11月美国CPI增速低于市场预期；目前利率水平离2023年的联储官员预测中值5.1%不远，加息顶点在望；海外衰退预期加剧，加息边际有望放缓。
- **黄金业务：从聚焦主业到迈向全球。**2021年，公司境内黄金矿业子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业，保有黄金资源量约52.57吨。公司境外子公司万象矿业所辖 Sepon 铜金矿是老挝最大的有色金属矿山，保有黄金资源量约158吨；2022年1月，公司收购金星资源62%股权完成交割，由此控制的瓦萨金矿保有金资源量约365吨。我们预计公司2022-2024年实现黄金整体产量14.8吨、17.2吨、21.2吨，增速分别为85%/16%/23%。
- **管理层经验丰富，激励到位注入活力。**董事长王建华拥有丰富海外并购经验。公司通过股权激励绑定核心管理层及技术团队，考核标准为黄金产量。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年收入为70/88/104亿元，同比增速为85%/26%/18%；归母净利润分别为7/14/20亿元，同比增速分别为20%/97%/42%。对应PE分别为46/24/17x。考虑黄金涨价且质地优异，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**项目进展不及预期；金价波动超预期；政策风险。

表17：公司营收盈利预测（2023.1.11）

| 盈利预测与估值          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）       | 3783  | 6981  | 8821  | 10399 |
| 同比               | -17%  | 85%   | 26%   | 18%   |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 583   | 701   | 1,383 | 1,965 |
| 同比               | -26%  | 20%   | 97%   | 42%   |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.35  | 0.42  | 0.83  | 1.18  |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 55.7  | 46.4  | 23.5  | 16.5  |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：公司主营收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 五、投资建议及优质个股

### 5.3 浩通科技（301026）：贵金属回收龙头

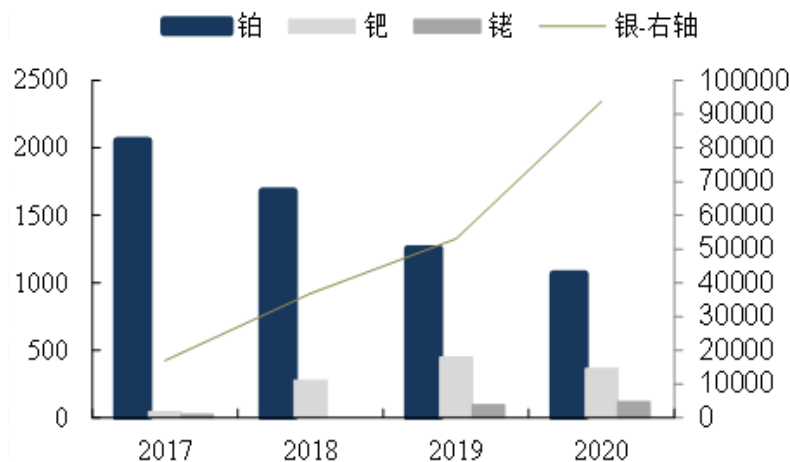
- **浩通科技：贵金属回收的优质企业。**浩通科技构建了“回收-新材料-贸易”的完整贵金属业务体系，主要产品为铂、钯、铑、银等贵金属及其系列新材料产品。
- **贵金属回收行业：铂系金属日益紧缺，回收行业前景广阔。**国五完全切换至国六将带动国内钯金用量增加40%，铑金用量增加50%-100%，铂金用量增加10%-15%。我国化工行业2016-2020年铂、钯需求量年复合增长24.06%和20.95%。
- **贵金属再生资源龙头呼之欲出，重点发力汽车废气催市场。**公司贵金属回收业务主要集中于石油及化工领域，市占率从2018年的13%稳步上升至2020年的20%；2021年公司含贵金属废催化剂处理量1699吨，同比+14%。公司计划通过募投项目扩大产能，新增废催化剂处理能力1500吨/年和贵金属新材料新增产能10吨/年。公司拟通过控股子公司江西浩博新材项目，预计建成一期处理废汽催3000t/a；二期处理废汽催12000t/a、含钯等废剂3000t/a。
- **技术、管理赋能，软实力铸就护城河。**贵金属回收行业具有较高的资质、技术及客户壁垒。公司注重科技创新，目前公司的铂溶解液富集技术等多项自主研发的核心技术处于国内领先水平，并且参与制定了多项行业技术标准。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司主营业务产能稳步放量，我们预计公司2022-2024年收入为32/55/70亿元，同比增速为43%/72%/27%；归母净利润分别为1.8/3.6/5.2亿元，同比增速分别为-27%/100%/44%。对应PE分别为26/13/9x。考虑公司高成长低估值，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**贵金属市场价格波动；贵金属回收业务集中风险

表18：公司营收盈利预测（2023.1.11）

| 盈利预测与估值          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）       | 2237  | 3200  | 5500  | 7000  |
| 同比               | 108%  | 43%   | 72%   | 27%   |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 246   | 181   | 363   | 521   |
| 同比               | 103%  | -27%  | 100%  | 44%   |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 2.17  | 1.60  | 3.20  | 4.60  |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 18.8  | 25.5  | 12.8  | 8.9   |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：贵金属产品销量及交付量合计（千克）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 五、投资建议及优质个股

### 5.4 金钼股份：钼精矿产能周期，稀缺资源龙头价值重估

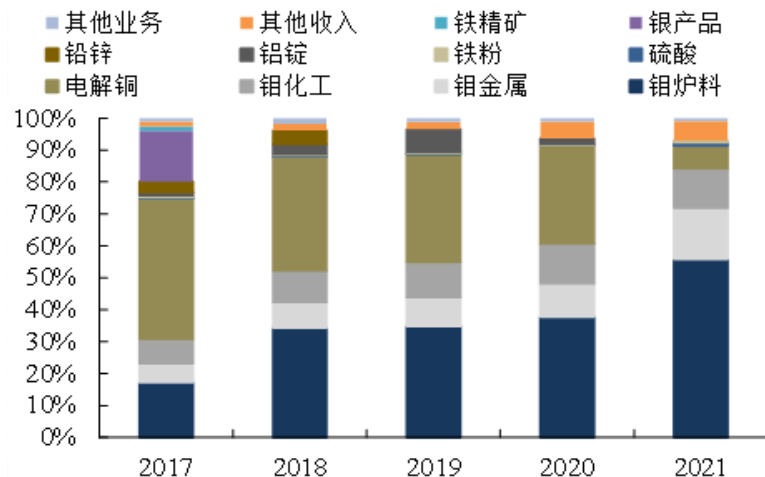
- ▶ **优质钼金属生产商，盈利能力较强：**公司于2008年4月17日在国内A股上市。据官网数据，公司拥有权益内钼资源约150万吨金属量，具有领先的产业规模。2021年公司产品中钼炉料占营业收入55.8%，毛利率高达23.61%，其产品销量约占世界钼市场份额8%。
- ▶ **下游需求超预期增长，钼价有望进一步走高：**供给侧国内保持平稳低速增长，海外矿山产量不及预期。自2021年四季度开始钼铁从依附进口转变成净出口行情，叠加国际市场需求持续出口，钼市供应逐渐趋紧。海外矿山产量受限于采矿量下降等因素回收率大幅下滑。需求端受益于特钢不锈钢产业扩张，全球钼消费需求增速平稳。
- ▶ **矿山品质优规模大：**公司拥有金堆城钼矿和汝阳东沟钼矿开采权。金堆城钼矿钼年产量为1344万吨，汝阳东沟钼矿年产量为804万吨，两矿品位高。公司间接控股金寨沙坪沟钼矿和间接参股吉林天池季德钼矿。
- ▶ **定增资金推动降本增效：**5月5日，公司新发布定增预案，拟向不超过35名特定对象定增募资不超过19亿元，用于金堆城钼矿总体选矿升级改造项目、钼焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目及补充流动资金。
- ▶ **盈利预测与投资评级：**考虑公司主营产品价格上行，我们预计公司2022-2024年收入为95/105/118亿元，同比增速为19%/10%/12%；归母净利润为14/25/33亿元，同比增速为181%/83%/30%；对应PE分别为28/15/12x。维持公司“买入”评级。
- ▶ **风险提示：**钼价格波动；成本波动；公司自身经营风险。

表19：公司营收盈利预测（2023.1.11）

| 盈利预测与估值          | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）       | 7974  | 9570  | 12000 | 14000 |
| 同比               | 5%    | 20%   | 22%   | 17%   |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 495   | 1390  | 2549  | 3323  |
| 同比               | 172%  | 181%  | 83%   | 30%   |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.15  | 0.43  | 0.79  | 1.03  |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 79.5  | 27.7  | 15.1  | 11.6  |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图19：钼产品营业收入占比逐年提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.5 望变电气：硅钢稀缺标的，量价齐升新能源材料

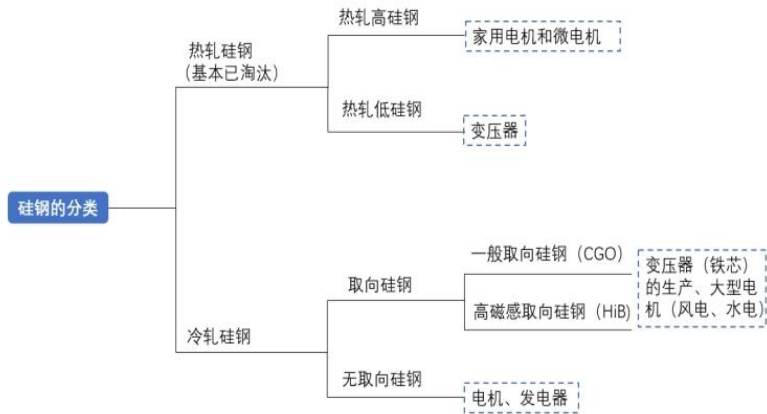
- **望变电气：取向硅钢民营龙头，变压器全产业链覆盖：**公司主要生产输配电及控制设备和取向硅钢，已形成“从取向硅钢到变压器再到箱式变电站、成套电气设备”的一体化产业链。
- **取向硅钢：受益特高压建设、能效提升，景气高增可期：**取向硅钢为变压器铁芯关键材料，高端取向硅钢在大型变压器领域目前难以被替代；受益风电光伏建设，测算取向硅钢4年CAGR高达12%。中低牌号取向硅钢已难以符合低碳节能的需求，因此高牌号取向硅钢需求有望迎来结构化的、爆发式增长。高牌号硅钢具有的高技术壁垒，生产主要集中在以宝钢股份、首钢股份为首的大型国有钢铁企业和以望变电气为代表的少数民营企业，供给增速维持低位。
- **深耕电力变压行业，业务优势明显：**公司深耕输配电及控制设备行业近三十年，在西南地区具有较强的竞争优势；在下游风光等新能源建设以及高铁、轻轨等基建领域拉升下，电力变压器需求有望稳步增长。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司硅钢业务的高速增长，我们预计公司2022-2024年的收入为25/29/37亿元，同比增速为30%/16%/28%；归母净利润为3.0/4.1/5.8亿元，同比增速为69%/37%/39%；对应PE分别为26/19/14x。考虑公司产能高增长且公司估值较低，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**下游行业周期波动；市场竞争风险；公司自身经营风险。

表20：公司营收盈利预测（2023.1.11）

| 盈利预测与估值          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）       | 1933  | 2510  | 2900  | 3700  |
| 同比（%）            | 49    | 30    | 16    | 28    |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 178   | 301   | 414   | 576   |
| 同比（%）            | 25    | 69    | 37    | 39    |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.53  | 0.90  | 1.24  | 1.73  |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 44.6  | 26.3  | 19.1  | 13.7  |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20：硅钢的分类



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 五、投资建议及优质个股

### 5.6 中钢天源：磁材检测双龙头，国企改革赋能发展

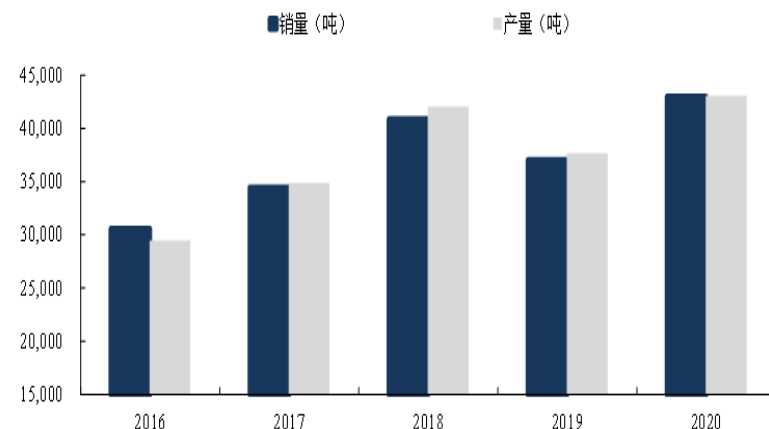
- **中钢天源：磁材+检测业务双巨头。**公司地处安徽马鞍山，由国务院国资委实际控制；主营产品及服务包括磁性材料和检验检测服务等。2021年9月推行首期限限制性股票激励计划。
- **磁材业务：四氧化三锰受益涨价，软磁、永磁多点开花。**软磁方面，公司的四氧化三锰产量和市场占有率居世界首位，拥有5.5万吨四氧化三锰。公司目前拥有3000吨金属软磁粉末产能和1000吨金属磁粉心产能，公司拥有5000吨软磁器件产能。永磁方面，公司拥有20000吨永磁铁氧体器件、2000吨稀土永磁器件产能，并均有扩产计划。
- **锂电正极材料：布局磷酸铁，有望受益锰系电极材料渗透率提升。**公司参股公司铜陵纳源打造磷酸铁生产线，产能有望从5万吨扩张至15万吨。公司作为四氧化三锰龙头，有望受益锰系电极材料渗透提升。
- **检测业务：市场快速增长，发展进入快车道。**公司专注基建检测领域，2017-2021年检测收入CAGR高达36%，毛利率维持在50%以上
- **国企改革：宝武托管享平台优势，股权激励焕发活力。**2020年10月19日，公司由行业实力雄厚的宝武进行托管。2022年2月公司通过首期限限制性股票激励计划。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年收入分别为36/49/65亿元，同比增长40%/36%/31%；归母净利润分别为3.9/4.8/6.8亿元，同比增长分别为82%/24%/41%，对应PE分别为21/17/12x，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期，原料成本波动。

表21：公司营收盈利预测（2023.1.11）

| 盈利预测与估值          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）       | 2,588 | 3,628 | 4,928 | 6,466 |
| 同比               | 55%   | 40%   | 36%   | 31%   |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 214   | 389   | 481   | 680   |
| 同比               | 24%   | 82%   | 24%   | 41%   |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.28  | 0.51  | 0.63  | 0.90  |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 38.6  | 21.2  | 17.2  | 12.0  |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：公司专用化学产品制造业产销情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- 1) **美国流动性变化。** 如果美国流动性收紧超预期，将普遍影响各品种金属价格。
- 2) **地产需求不及预期。** 地产、基建为多数品种的重要下游。如果以上领域增速放缓，将显著影响各品种的需求从而拖累价格。
- 3) **供应超预期。** 若各品种金属供应超预期，则导致供需格局发生变化，从而影响产品价格。
- 4) **产业政策变动风险。** 如安全环保、生态文明国家政策风险。若政策约束性条件和监管力度不断升级，多因素叠加造成可能因安全环保政策指令或突发事件导致的暂时性生产停顿、整顿风险。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园