

分析师：刘智
登记编码：S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 021-50586775
研究助理：李泽森
登记编码：S0730121070006
lzs1@ccnew.com 021-50586702

近期重要会议及重点事件点评

——有色金属行业点评报告

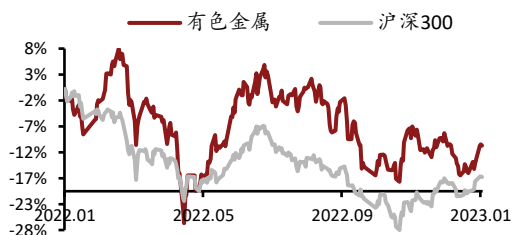
证券研究报告-行业点评报告

同步大市(维持)

盈利预测和投资评级

公司简称	21EPS	22EPS	22PE	评级
紫金矿业	0.60	0.75	10.85	增持
山东黄金	-0.09	0.20	89.43	增持
云铝股份	1.06	1.37	7.00	增持
明泰铝业	2.77	1.95	8.92	增持
华友钴业	3.25	2.82	20.97	增持
云海金属	0.76	1.17	20.22	增持
北方稀土	1.42	1.71	15.83	增持
鑫铂股份	1.19	1.37	42.41	增持
赣锋锂业	3.73	10.05	8.53	增持
神火股份	1.45	3.13	4.89	未评级

有色金属相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《有色金属行业月报：美联储会议纪要偏鹰，金属价格涨跌分化》 2023-01-05

《有色金属行业月报：美联储放缓加息预期增强，金属价格普涨》 2022-12-01

《有色金属行业年度策略：黄金为矛，锂铝为伴》 2022-11-24

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

- **传统基本金属行业迈向高质量发展阶段。**2022 年中央经济工作会议提出，“要推动经济社会发展绿色转型，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，建设美丽中国”，由于我国煤炭资源丰富，在生产以电解铝为代表的基本金属时普遍采用火力发电的形式，存在能耗高、碳排放较多等问题，在碳达峰、碳中和战略的大背景下，面临一定的转型压力，但这也是有色金属行业迈向高质量发展的必经之路，绿水青山就是金山银山、坚持可持续发展才能行稳致远。2017 年我国开始电解铝供给侧改革，目前已取得相当成效，过剩产能逐步化解、落后产能逐步淘汰。受到环保政策及部分地区减煤政策影响，从 2019 年开始我国电解铝产能已经逐步从中部、东部等地区向云南、广西、四川、贵州、内蒙古等清洁能源丰富的地区转移，水电丰富的云南省已建成电解铝产能由 2018 年底的 5% 增加至 2021 年底的 12%。随着国家供给侧改革的不断深入、能耗“双控”、“双碳政策”的持续推进，电解铝行业进入高质量发展阶段，减碳降本、优化产能布局和用能结构、提升产业链一体化能力、绿色环保生产技术研发、向产业链下游高端领域延伸依旧是行业转型升级的重点方向；提升煤电机组能效、降低煤电电解铝碳排放也是电解铝行业发展的重要转型方向之一。建议持续关注绿电铝龙头企业云铝股份（000807）、河南省重点扶持的煤炭骨干企业及铝加工企业神火股份（000933）、我国铝压延加工及再生铝保级应用的龙头企业明泰铝业（601677）。

- **美联储放缓加息预期增强，美国经济衰退预期增强，建议关注黄金板块投资机会。**美联储 12 月议息会议纪要透露的信息偏鹰，纪要指出现阶段美国通胀数据依旧偏高、就业市场依旧过热，2023 年没有与会者考虑降息。随着 2022 年美联储暴力加息，美国 10 月和 11 月 CPI 增速均出现超预期回落，且美国 PMI 从二季度开始逐步回落，12 月美国 Markit 综合 PMI、制造业 PMI 和服务业 PMI 终值分别为 45.00%、46.20% 和 44.7%，制造业 PMI 创 30 个月内新低，且现阶段美联储加息仍未结束，2023 年欧美经济衰退预期不断增强。建议持续跟踪美联储加息进程、美国经济数据和通胀数据的变化，建议持续关注国内控制金属矿产资源最多的有色金属行业龙头企业紫金矿业（601899）和黄金板块龙头企业山东黄金（600547）的投资机会。

风险提示：（1）美联储加息超预期；（2）宏观经济超预期下行；（3）国际局势复杂多变。

内容目录

1. 传统基本金属行业迈向高质量发展阶段	3
2. 电解铝等高耗能有色金属行业存在转型压力	3
3. 美联储放缓加息预期增强，美国经济衰退预期增强	6
4. 投资建议	7
5. 风险提示	8

图表目录

图 1：我国电解铝产能分布（截至 2022 年 11 月底）	4
图 2：美国 CPI 与核心 CPI	6
图 3：美国 Markit 综合 PMI、制造业 PMI 和服务业 PMI	7
表 1：推荐相关标的估值概况	8

1. 传统基本金属行业迈向高质量发展阶段

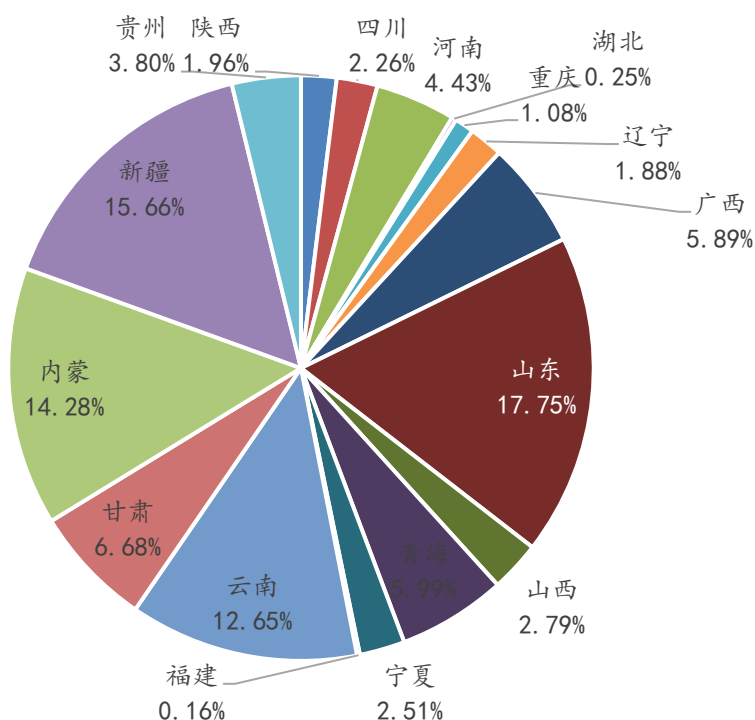
传统基本金属行业迈向高质量发展阶段。有色金属行业经过几十年的发展已成为我国传统的优势行业,发展较为成熟的铜、铝等基本金属行业逐步从快速扩张阶段步入高质量发展阶段,锂等新能源类金属受到新能源汽车等行业的快速扩张已经进入快速扩张增产阶段,随着我国社会步入新发展、新阶段,恰逢世界百年未有之大变局,有色金属作为战略能源类产品且与房地产、制造业等行业具有密切联系,故而具有非常重要的定位。2022年10月31日,市场监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、自然资源部、生态环境部、住房城乡建设部、交通运输部、中国气象局、国家林草局等九部门联合发布《建立健全碳达峰碳中和标准计量体系实施方案》,提出“加强工业绿色低碳转型标准制修订”、“研究制定低品位有色金属矿绿色冶炼、新型铝电解工艺、再生有色金属原料及产品、锌二次资源利用、再生硅原料提纯、有色金属冶炼中低温余热利用等产品和服务标准”。我国是资源大国,但是人均资源量较为匮乏,许多有色金属产品的上游矿产资源均需要从国外进口,在以美国为首的西方国家提倡逆全球化做法、不断制裁我国重要行业的背景下,2022年中央经济工作会议提出,“加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产,加快规划建设新型能源体系,提升国家战略物资储备保障能力”、“要推动经济社会发展绿色转型,协同推进降碳、减污、扩绿、增长、建设美丽中国”,《扩大内需战略规划纲要(2022—2035年)》提出,“强化能源资源安全保障。深入实施找矿突破战略行动,开展战略性矿产资源现状调查和潜力评价,积极开展现有矿山深部及外围找矿,延长矿山服务年限。持续推进矿山智能化、绿色化建设”,党中央及国务院对我国矿产资源的勘探、开采及储备能力又提出了更高的要求。

2. 电解铝等高耗能有色金属行业存在转型压力

电解铝等高耗能有色金属行业存在转型压力。本次中央经济工作会议也提出,“要推动经济社会发展绿色转型,协同推进降碳、减污、扩绿、增长,建设美丽中国”,由于我国煤炭资源丰富,在生产以电解铝为代表的基本金属时普遍采用火力发电的形式,存在能耗高、碳排放较多等问题,在碳达峰、碳中和战略的大背景下,面临一定的转型压力,但这也是有色金属行业迈向高质量发展的必经之路,绿水青山就是金山银山、坚持可持续发展才能行稳致远。2017年我国开始电解铝供给侧改革,新增产能规模受限,新建产能主要来自于等量或减量产能置换,目前已取得相当成效,过剩产能逐步化解、落后产能逐步淘汰。《扩大内需战略规划纲要(2022—2035年)》提出,“提升供给质量,国内需求得到更好满足。供给侧结构性改革取得重大进展,传统产业改造提升加速推进,新产业新业态加快发展,创新能力显著提升,产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高,供给体系对国内需求的适配性不断增强”。同时,《扩大内需战略规划纲要(2022—2035年)》提出,“优化区域产业产能布局。发挥各地区比较优势,优化区域分工协作格局。优化石化化工、钢铁等重要基础性产业规划布局,严格控制建设高耗能、高排放项目。不断完善产业结构调整指导目录、西部地区鼓励类产业目录等,支持引导中西部和东北地区依托资源要素禀赋,在充分考虑资源环境承载能力基础上承接国内产业梯度转移。推

进老工业基地制造业竞争优势重构。加强对重大生产力布局的统一规划和宏观指导，防止盲目投资和重复建设”。受到环保政策及部分地区减煤政策影响，从 2019 年开始我国电解铝产能已经逐步从中部、东部等地区向云南、广西、四川、贵州、内蒙古等清洁资源丰富的地区转移，水电丰富的云南省已建成电解铝产能由 2018 年底的 5% 增加至 2021 年底的 12%。随着国家供给侧改革的不断深入、能耗“双控”、“双碳政策”的持续推进，电解铝行业进入高质量发展阶段，减碳降本、优化产能布局和用能结构、提升产业链一体化能力、绿色环保生产技术研发、向产业链下游高端领域延伸依旧是行业转型升级的重点方向。建议持续关注绿电铝龙头企业云铝股份（000807）。

图 1：我国电解铝产能分布（截至 2022 年 11 月底）



资料来源：百川盈孚，中原证券

在电解铝行业从高速发展转型高质量发展的过程中，电力成本的转型既面临挑战也存在机遇。根据上海环境能源交易所统计，截至 2022 年底，全国碳市场碳排放配额（CEA）累计成交量 2.29 亿吨，累计成交额 104.48 亿元；其中，挂牌协议交易累计成交量为 3686.66 万吨，成交额为 18.02 亿元；大宗协议交易成交量为 1.92 亿吨，成交金额为 86.46 亿元。在碳市场的覆盖行业方面，初期仅纳入电力行业，从纳入企业的标准来看，大部分为火力发电企业，其碳排放配额为发电企业拥有的发电机组产生的二氧化碳排放限额，包括化石燃料消费产生的直接二氧化碳排放和净购入电力所产生的间接二氧化碳排放。根据全国碳市场的总体设计，纳入全国碳市场的高能耗行业有 8 个，包括电力、石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、民航。2022 年 8 月 19 日，国家发展改革委、国家统计局、生态环境部印发《关于加快建立统一规范的碳排放统计核算体系实施方案》的通知。《通知》提2023年，职责清晰、分工明确、衔接顺畅的部门协作机制基本建立，相关统计基础进一步加强，各行业碳排放统计核算工作稳步开展，碳排放数据对碳达峰碳中和各项工作支撑能力显著增强，统一规范的碳排放统计核算体系

初步建成；到 2025 年，统一规范的碳排放统计核算体系进一步完善，碳排放统计基础更加扎实，核算方法更加科学，技术手段更加先进，数据质量全面提高，为碳达峰碳中和工作提供全面、科学、可靠数据支持。虽然目前全国碳交易市场成交活跃度并不十分活跃，但是借鉴欧盟等国碳排放交易体系的发展历程，在全国碳市场稳步发展、地方试点市场向全国碳市场过渡的阶段会有更多高能耗的行业纳入全国碳市场，通过碳市场的资源配置功能把资金逐步引入到减排提效和能源转型能力较强的企业，实现碳市场稳步运行及企业绿色可持续发展，未来自身减排能力强、绿色环保的电解铝企业有望从中获益。

河南省作为有色金属行业的传统强省，在新发展阶段中的作用举足轻重。铝、铜、铅、钼、钨、铁、超硬材料行业是河南省有色金属行业的重点优势行业，行业内的企业经过多年的发展在相关市场上已具有较强竞争力，产品质量及性能优秀，相关技术成熟，产业链完备。同时，我们也注意到河南省作为煤炭资源丰富的省份，省内电解铝企业绝大多数采用火力发电的形式，近年来在能耗“双控”及“双碳”战略的大背景下受到一定限制，2017 年 3 月-2022 年 3 月河南省电解铝平均产能利用率为 71.74%，低于全国平均水平 82.28%。《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》提出，“大幅提高清洁能源利用水平，建设多能互补的清洁能源基地，以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点加快建设大型风电、光伏基地。统筹推进现役煤电机组超低排放和节能改造，提升煤电清洁高效发展水平。推动构建新型电力系统，提升清洁能源消纳和存储能力”、“全面推进资源高效利用，建设促进提高清洁能源利用水平、降低二氧化碳排放的生态环保设施”，由于短时间内煤电铝难以大规模转型绿电铝，所以提升煤电机组能效、降低煤电电解铝碳排放将是省内电解铝行业发展的重要转型方向之一。建议持续关注河南省重点扶持的煤炭骨干企业及铝加工企业神火股份（000933）。

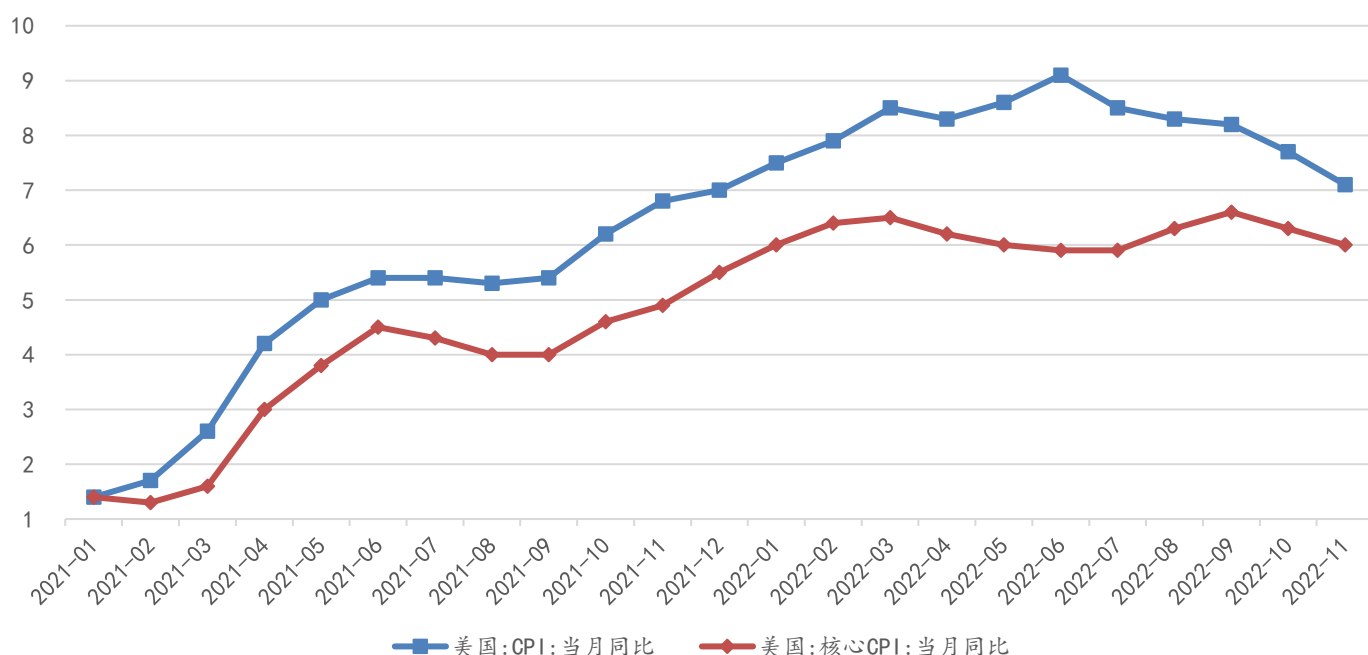
再生铝是我国铝行业高质量发展过程中的重要组成部分，发展前景广阔。目前全球再生铝产量的增量主要来自我国，我国再生铝产量从 2006 年的 66.5 万吨增长至 2021 年的 830.4 万吨，基本呈逐年递增趋势。再生铝的生产主要来源于废旧铝、废铝合金材料或含铝的废料经过重新融化提炼而得到的铝合金或铝金属，主要以铝合金的形式出现。与传统生产原铝方式相比，每吨再生铝比每吨原铝生产节约 3.4 吨标准煤，节水 22 立方米，减少固体废物排放 20 吨，再生铝单位产品能耗、碳排放分别为电解铝的 5%、2%。我国废铝进口数量远超出口，进口需求主要来自于国内再生铝的生产，但从 2010 年开始我国废铝的进口数量开始呈现下滑趋势，原因在于随着国内废铝回收体系逐渐完善，国内废铝供应已开始逐步承接废铝供需缺口。2010 年我国废铝进口数量为 285.38 万吨，2021 年我国废铝进口数量为 102.86 万吨，下滑 63.96%。预计“十四五”时期将是废铝产出量加速的过程，每年增幅约 15%，届时中国将成为废铝资源大国，为我国再生铝行业发展提供有力支撑。国内对于再生铝的刚性需求依然很大，根据《“十四五”循环经济发展规划》和《有色金属行业碳达峰实施方案》的发展目标，到 2025 年国内再生铝产量将达到 1150 万吨，将有效减少碳排放 1 亿吨以上。《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》提出，“积极发展绿色低碳消费市场。健全绿色低碳产品生产和推广机制。促进居民耐用消费品绿色更新和品质升级。大力发展节能低碳建筑。完善绿色采购制度，加大政府对低碳产品采购力度。建立健全绿色产品标准、标识、认证体系和生态产品价值实现机制。加快构建废

旧物资循环利用体系，规范发展汽车、动力电池、家电、电子产品回收利用行业”、“推进制造业高端化、智能化、绿色化。深入实施工业互联网创新发展战略。促进数据、人才、技术等生产要素在传统产业汇聚，推动企业加快数字化改造。发展智能制造、绿色制造，推动生产方式向柔性、智能、精细化转变。构建多层次资源高效循环利用体系，推进大宗固废综合利用，规范发展再制造产业”。建议持续关注我国铝压延加工及再生铝保级应用的龙头企业、河南省上市公司明泰铝业（601677）。

3. 美联储放缓加息预期增强，美国经济衰退预期增强

美联储放缓加息预期增强，美国经济衰退预期增强，建议关注黄金板块投资机会。美联储2022年12月议息会议宣布加息50个基点至4.25%-4.5%，加息速度有所放缓，符合市场预期，但鲍威尔指出目前距离美联储预期的通胀目标仍有差距，预计2023年美联储货币政策不会转向；美联储12月议息会议纪要透露的信息偏鹰，纪要指出现阶段美国通胀数据依旧偏高、就业市场依旧过热，2023年没有与会者考虑降息。随着2022年美联储暴力加息，美国10月和11月CPI增速均出现超预期回落，且美国PMI从二季度开始逐步回落，12月美国Markit综合PMI、制造业PMI和服务业PMI终值分别为45.00%、46.20%和44.7%，制造业PMI创30个月内新低，且现阶段美联储加息仍未结束，2023年欧美经济衰退预期不断增强。同时，我们也注意到美国就业数据表现依旧较为强劲，尚未出现明显拐点，经济进入弱衰退概率较高，美国12月ADP就业人数增加23.5万人，预估为增加15万人，前值为增加12.7万人；美国上周首次申领失业救济人数为20.4万人，预估为22.5万人，前值为22.5万人。建议持续跟踪美联储加息进程、美国经济数据和通胀数据的变化，建议持续关注国内控制金属矿产资源最多的有色金属行业龙头企业紫金矿业（601899）和黄金板块龙头企业山东黄金（600547）的投资机会。

图2：美国CPI与核心CPI



资料来源：通联数据，中原证券

图 3：美国 Markit 综合 PMI、制造业 PMI 和服务业 PMI



资料来源：通联数据，中原证券

4. 投资建议

我们建议关注三条投资主线：

1、美联储加息放缓，美国经济衰退预期增强，国际局势复杂多变，建议持续关注国内控制金属矿产资源最多的有色金属行业龙头企业紫金矿业（601899）和黄金板块龙头企业山东黄金（600547）的投资机会。

2、受益于新能源汽车、光伏、风电等成长行业的快速发展，建议持续关注国内锂矿龙头企业赣锋锂业（002460）、拥有从钴镍锂资源开发到锂电材料制造一体化产业链的企业华友钴业（603799）、国内镁行业龙头企业云海金属（002182）、国内轻稀土行业的龙头企业北方稀土（600111）、国内光伏铝部件龙头企业鑫铂股份（003038）。

3、在“双碳”背景下，建议持续关注坚持绿色高质量发展的绿电铝龙头企业云铝股份（000807）和再生铝龙头企业明泰铝业（601677）的投资机会。

表 1：推荐相关标的估值概况

公司 简称	总股本 (亿股)	流通股 (亿股)	股价 (元)	ROE		EPS (元)		每股净资产 (元)	PE (倍)		PB(倍)	投资 评级
				2020A	2021A	2022E	2023E		2022E	2023E		
紫金矿业	263.29	204.95	11.41	11.51%	22.06%	0.75	0.81	3.25	10.85	10.04	3.59	增持
山东黄金	44.73	36.14	19.90	6.56%	-0.66%	0.20	0.44	6.68	89.43	41.06	3.93	增持
云铝股份	34.68	34.32	12.04	7.65%	18.25%	1.37	1.54	6.56	7.00	6.19	2.01	增持
明泰铝业	9.7	9.7	18.06	13.99%	19.07%	1.95	2.62	12.80	8.92	6.64	1.49	增持
鑫铂股份	1.48	0.68	51.70	22.13%	12.66%	1.37	2.28	13.24	42.41	25.60	4.18	增持
云海金属	6.46	5.57	21.03	8.93%	16.28%	1.17	1.60	6.30	20.22	14.72	3.50	增持
华友钴业	15.98	15.80	61.14	11.74%	20.11%	2.82	5.78	14.72	20.97	10.25	4.23	增持
赣锋锂业	20.17	12.07	73.38	9.57%	23.88%	10.05	11.45	20.70	8.53	7.49	3.77	增持
神火股份	22.51	22.31	15.31	7.67%	37.61%	3.13	3.47	6.42	4.89	4.41	2.48	未评级

资料来源：Wind，中原证券(注：未评级标的的 2022-2023 年 EPS 为万得一致预期值，股价为 2023 年 1 月 10 日收盘价)

5. 风险提示

- (1) 美联储加息超预期；
- (2) 宏观经济超预期下行；
- (3) 国际局势复杂多变。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。