

2023 年 1 月 17 日

 证券分析师
 陈睿彬

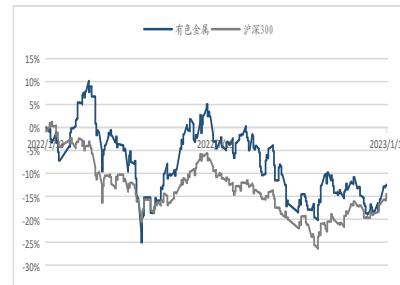
(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

投资要点

- 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。
- 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。
- 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。
- 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等背景下，我们 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。

行业走势



相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢杨冉和王钦扬的指导。

贵金属：加息顶点在望，金价或开启新一轮牛市。黄金兼具商品属性、金融属性和货币属性，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。**1) 黄金储量及供需情况：**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。**2) 金价一般与通胀程度正相关，始终与实际利率负相关：**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 月两段时间出现了通胀和黄金价格走势相反的情况。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。**3) 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。当前美债实际利率下行，通胀放缓，长短利率持续倒挂，美国衰退预期加强，我们认为加息或进入尾声；叠加疫情与地缘政治因素，黄金价格有望开启新一轮的牛市。

电解铝：关注供需向好下的成本让利。**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”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，后周期电解铝有望率先受益。**新能源需求：**光伏+汽车轻量化拉动。**2) 需求端：**天花板逼近，减产、限产频繁。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，逼近天花板，未来增量有限，产能减量置换为大趋势。我们预计 2023 年电解铝小幅过剩 17.4 万吨。与此同时，随着动力煤价格下降，成本端降低了电解铝行业压力，给盈利回升空间。**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。**

铜：需求静待复苏，新能源需求拉动显著。**需求：**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%。往后看，光伏、新能源车和风电等有望显著拉动，对应新能源领域铜需求 2022-2025 年 CAGR 高达 28.5%。**供给：**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%。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。基于现有扩产计划，2023-2025 年全球预计新增铜精矿产能 78/49/29 万吨，2022-2025 年 CAGR 为 2%。我们预计 2023 年全球铜供应出现小幅过剩，2024 年得益于新能源领域发力有望供需反转。

钼：能源与高端制造核心材料，景气上行价值重估。**供给：**海外矿企产量将继续减少，国内矿山产量小幅增加。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。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。国内矿企增产，2020-2025年产量年化增速4.4%。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。**需求：**全球21-25年钼需求年化增速4.4%。伴随全球汽车、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3年复合增速可分别达5.7%/4.0%/5.4%。按国家/地区拆分，预计中国2025年钼消费量达17.5万吨，21-25年CAGR达7.1%，需求增速高于其它国家及地区（2.0%）。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，预计全球供需失衡局面将持续恶化，2025年供需缺口达5.6万吨。

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背景下，我们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、供应超预期、产业政策变动风险。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>