



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

供给增长受限，地产需求决定板块弹性

——钢铁/有色/煤炭行业2024年投资策略



作者：

分析师：王招华 执业证书编号：S0930515050001

分析师：方驭涛 执业证书编号：S0930521070003

分析师：戴默 执业证书编号：S0930522100001

联系人：蒋山

2023年11月19日



证券研究报告

- 回顾与展望：地产需求仍是行业主要矛盾。**我们在2023年年度策略提出，需求仍是钢铝投资机会的主要抓手，尤其是地产领域的需求，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。展望2024年，钢铜铝煤供给增长仍受限制，地产需求仍是行情的关键变量。
- 投资建议（钢铁/有色/煤炭维持“增持”）：**1) 钢：中国房屋新开工面积累计同比增速和螺纹钢价格走势基本一致，预计新开工累计增速降幅有望逐步收窄，这将有利于钢价企稳回升。2) 铜：SMM预计全球精炼铜2023-2025年整体紧平衡，过剩逐年减弱，分别为30/15/5万吨，看好铜价随经济复苏逐步上行。3) 铝：2024年行业仍处于紧平衡，地产需求或有拖累，但供给仍将受到产能天花板和云南水电扰动，铝价或震荡上行。4) 煤炭：2024年国内煤炭供需仍将处于紧平衡，若海外出现扰动，煤价中枢有望继续上行。
- 标的推荐：**1) 钢板块推荐华菱钢铁、宝钢股份、首钢股份；2) 铜板块推荐紫金矿业，关注金诚信、西部矿业；3) 铝板块推荐云铝股份；4) 煤板块推荐山西焦煤，关注陕西煤业、山煤国际。
- 风险分析：**经济复苏不及预期；粗钢产量增长超预期；焦煤进口量大幅增长。

重点公司盈利预测与评级

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			22A	23E	24E	22A	23E	24E	
000932.SZ	华菱钢铁	5.60	0.92	0.81	0.87	6.1	7.0	6.5	增持
600019.SH	宝钢股份	6.07	0.55	0.49	0.57	11.1	12.4	10.7	增持
000959.SZ	首钢股份	3.69	0.14	0.18	0.20	25.7	20.3	18.5	增持
601899.SH	紫金矿业	11.86	0.76	0.81	0.99	15.6	14.6	12.0	增持
000807.SZ	云铝股份	12.98	1.32	1.63	1.79	9.9	7.9	7.3	增持
000983.SZ	山西焦煤	9.02	2.62	1.29	1.49	3.4	7.0	6.0	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14（山西焦煤2022年总股本40.97亿股，2023年增发后增加至56.77亿股）

- 前三季度回顾：钢铜铝价上涨、煤价下跌
- 需求展望：底部显现，价格高点仍未到来
- 供给展望：钢铜铝煤供应增长受限
- 景气度展望：需求取决于地产表现
- 投资建议
- 风险分析

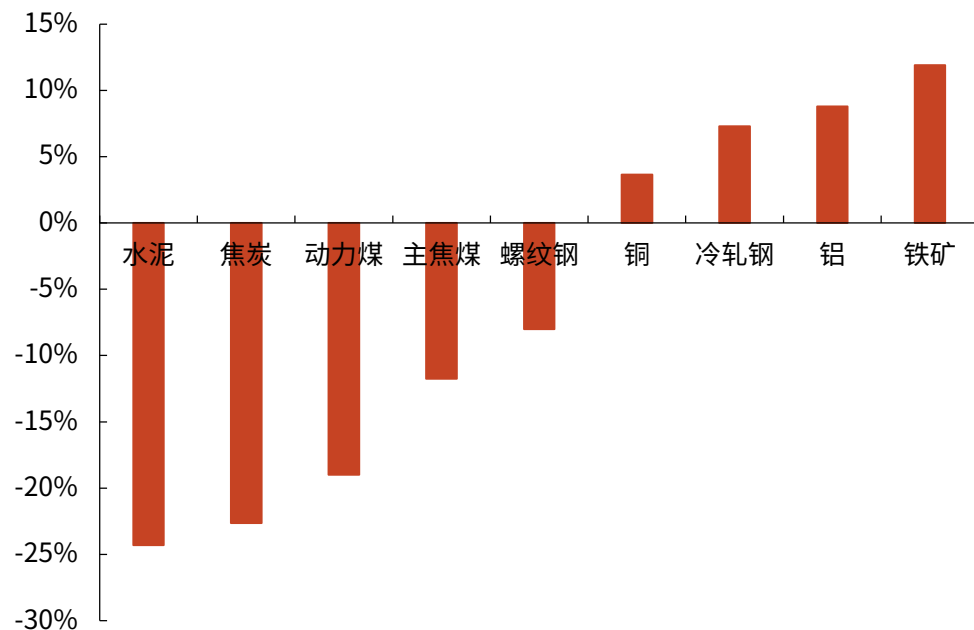
1、前三季度回顾：钢铜铝价上涨、煤价下跌



2023年前三季度（2023年1月3日-2023年9月28日）主要商品的价格变动幅度为：铁矿+11.9%、铝+8.8%、冷轧钢+7.3%、铜+3.7%、螺纹钢-8.0%、主焦煤-11.8%、动力煤-19.0%、焦炭-22.6%、水泥-24.3%。

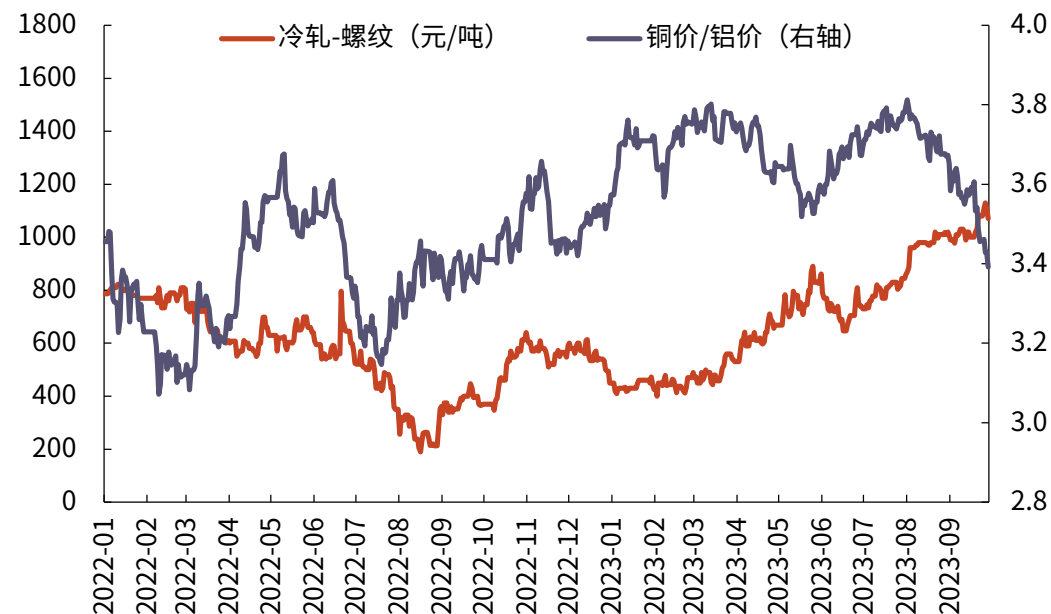
截至9月28日，螺纹钢、电解铜、电解铝利润较2023年初分别下降46元/吨，上涨106元/吨，上涨2583元/吨。

图1：主要商品价格2023年前三季度变动幅度



资料来源：Wind、光大证券研究所（截至2023年9月28日）

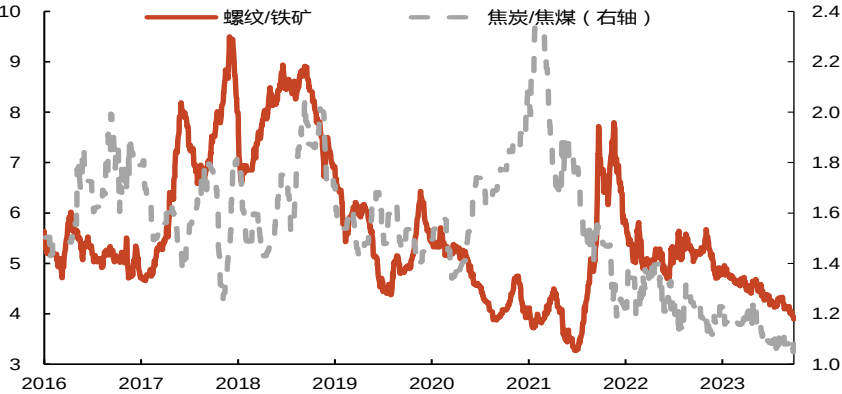
图2：2022年以来冷轧-螺纹价差与铜铝比价



资料来源：Wind、光大证券研究所（截至2023年9月28日）

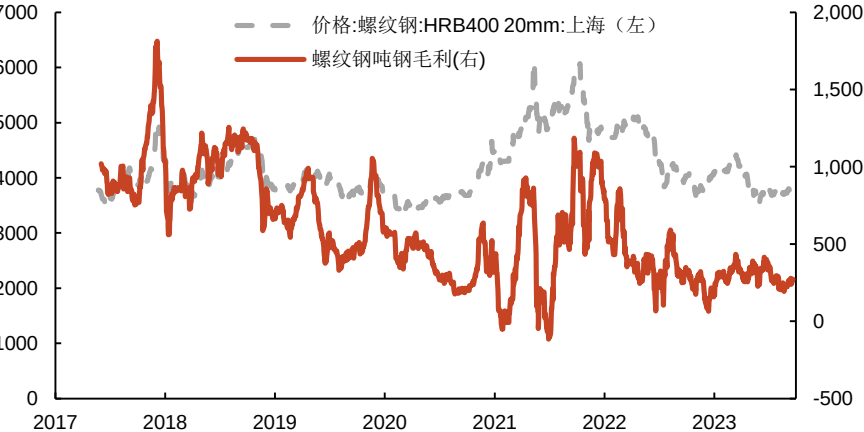
1、前三季度回顾：钢铜铝价上涨、煤价下跌

图3：螺纹钢与铁矿石以及焦炭与焦煤的价格比值



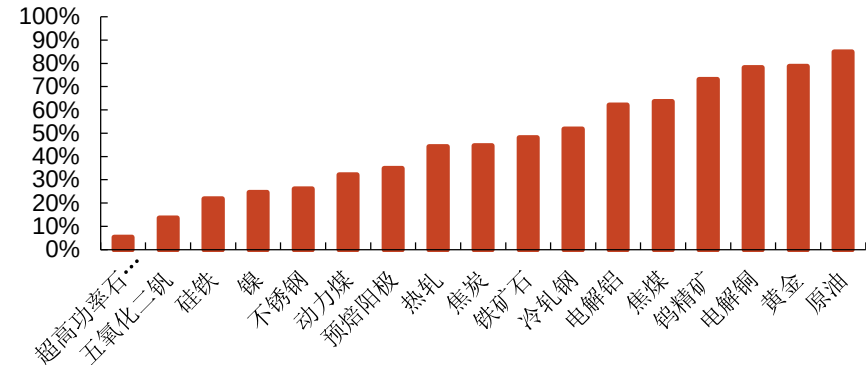
资料来源：Wnd、光大证券研究所（截至2023年9月28日）

图5：螺纹钢价格和螺纹钢毛利（元/吨）



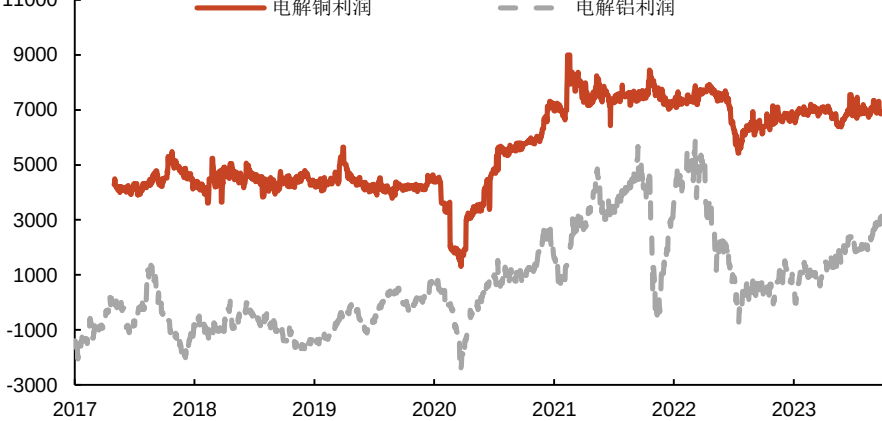
资料来源：Wind、光大证券研究所（截至2023年9月28日）

图4：不同商品价格所处历史分位数



资料来源：Wind、光大证券研究所（统计区间2000-2023年，截至2023年9月28日）

图6：电解铜和电解铝毛利润（元/吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所（截至2023年9月28日）

- 前三季度回顾：钢铜铝价上涨、煤价下跌
- **需求展望：底部显现，价格高点仍未到来**
- 供给展望：钢铜铝煤供应增长受限
- 景气度展望：需求取决于地产表现
- 投资建议
- 风险分析

2.1基地预期：地产政策底显现，基建投资或维持高位

(1) 地产政策底显现，商品房销售面积有望率先恢复

7月24日，政治局会议强调“适时调整优化房地产政策”，8月25日，住建部、央行和金融监管总局联合发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施，同日，财政部、税务总局、住建部发布公告，延长换房个税退税优惠时间至2025年底。8月31日央行、金融监管总局再次发文，将首套和二套商贷最低首付比例分别降至20%和30%，调整二套住房商贷利率下限为不低于相应期限LPR+20BP。

表1：7.24政治局会议后监管部门针对房地产行业的政策汇总

时间	会议及相关文件	政策内容
7月27日	住建部企业座谈会	明确各地政策优化的三个方向。继续做好保交楼工作。
7月31日	发改委《关于恢复和扩大消费的措施》	支持刚性和改善性住房需求，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造
8月3日	央行金融支持民营企业发展座谈会	满足民营房地产企业合理融资需求，推进“第二支箭扩容增量。”
8月25日	《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》	延长换房个税退税优惠期限至2025年末。
8月25日	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	首套住房“认房不认贷”政策纳入“一城一策”工具箱。
8月31日	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	最低首付款比例统一为不低于首套20%，二套30%。二套商业性房贷利率下限LPR+20bp。
8月31日	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	符合条件的存量住房贷款可申请调整，调整后的利率不能低于原贷款发放时所在城市的首套房贷款利率政策下限

资料来源：各地方政府官网，中指研究院，光大证券研究所

2.1基地预期：地产政策底显现，基建投资或维持高位

8月30日-9月1日，北上广深一线城市全面执行首套房“认房不认贷”，根据中指研究院统计，截至9月27日，已有50余省市明确发文落实首套住房“认房不认贷”政策，部分城市全面取消限购，多个核心城市缩小限购范围，各地落实差异化限贷政策，房地产行业真正迎来政策底。

表2：2023年Q3执行首套房“认房不认贷”城市名单及政策发布时间

省市	政策时间	省市	政策时间	省市	政策时间
广州	8月30日	无锡	9月3日	汕头	9月14日
深圳	8月30日	韶关	9月4日	玉林	9月15日
武汉	8月31日	宁德	9月4日	河源	9月15日
中山	8月31日	沈阳	9月4日	天津	9月18日
惠州	8月31日	杭州	9月5日	潮州	9月18日
东莞	8月31日	珠海	9月6日	海口	9月20日
成都	9月1日	宿迁	9月6日	扬州	9月20日
北京	9月1日	孝感	9月7日	揭阳	9月20日
上海	9月1日	大连	9月7日	昆明	9月21日
佛山	9月1日	合肥	9月8日	开封	9月22日
长沙	9月1日	兰州	9月8日	茂名	9月23日
厦门	9月1日	漳州	9月12日	澄迈县	9月23日
安徽	9月1日	海口	9月13日	三亚	9月25日
重庆	9月1日	湛江	9月13日	宾阳	9月26日
肇庆	9月1日	桂林	9月13日	烟台	9月27日
苏州	9月2日	福州	9月14日	贵阳	9月27日
江门	9月2日	海口	9月14日		
清远	9月2日	南平	9月14日		

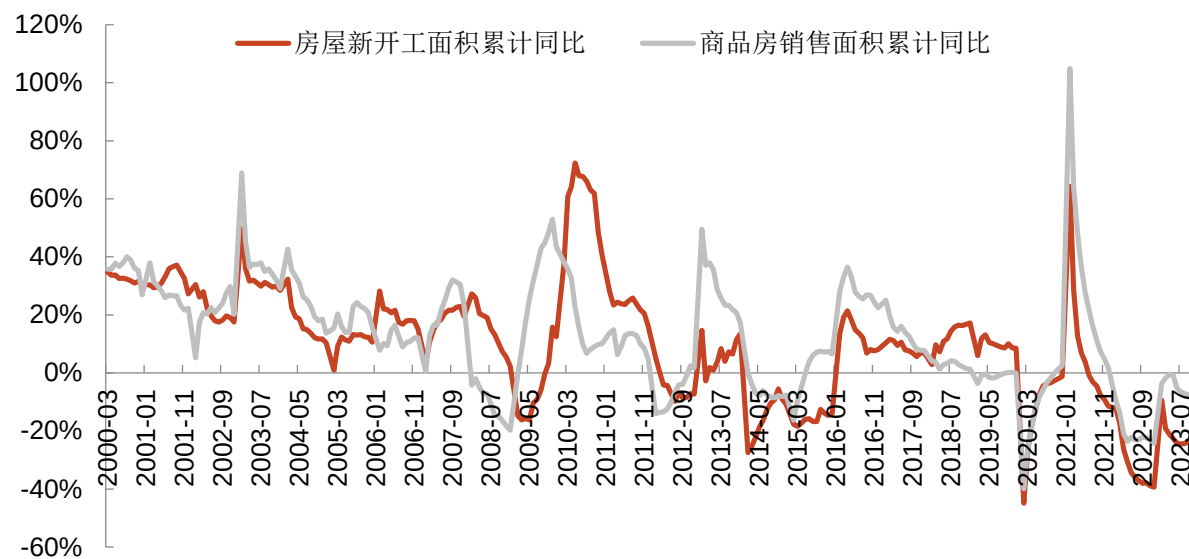
资料来源：各地方政府官网，中指研究院，光大证券研究所

2.1 基地预期：地产政策底显现，基建投资或维持高位

回望过去两轮地产周期，销售数据大约领先新开工数据拐点6-9个月时间：（1）2008年12月，商品房销售面积累计同比增速降至-19.70%，2009年3月同比转正至8.20%，而房屋新开工面积累计同比增速则是在2009年5月降至-16.20%，并在同年10月实现由负转正，可见此轮地产销售数据拐点领先新开工面积拐点7个月；（2）2015年2月，商品房销售面积累计同比增速降至-16.30%，并在2015年6月由负转正（3.90%），而房屋新开工面积则在2016年2月结束连续22个月同比负增长首次转正达到13.70%，此轮地产销售数据拐点领先新开工面积拐点8个月。

2023年1-9月，商品房销售面积累计同比-7.5%，9月当月商品房销售面积回升至1亿平方米以上水平，当前各地不断出台地产利好政策的大背景下，我们认为商品房销售面积有望持续改善，进而带动2024年地产新开工数据好转。

图7：2000年至今房屋新开工、商品房销售面积累计同比



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至2023年9月）

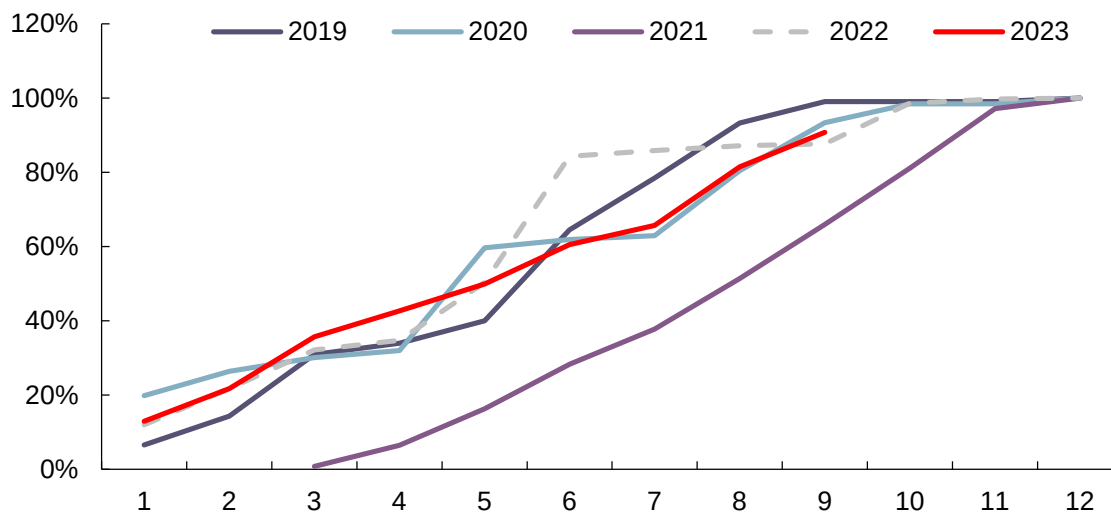
2.1 基地预期：地产政策底显现，基建投资或维持高位

（2）万亿特别国债年内开启增发，基建增速或将维持高位

2023年的政府工作报告中明确提到，安排新增专项债3.8万亿元，规模较去年同期增加1500亿元。8月28日，十四届全国人大常委会第五次会议召开，审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》，明确指出“今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕”。

根据中国经营报报道，债券资金累计支持专项债券项目约2万个，主要用于市政建设和产业园区基础设施、社会事业、交通基础设施、保障性安居工程、农林水利等党中央、国务院确定的重点建设领域，推动一大批惠民生、补短板、强弱项的项目实施。

图8：2019年至今新增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2023年9月）

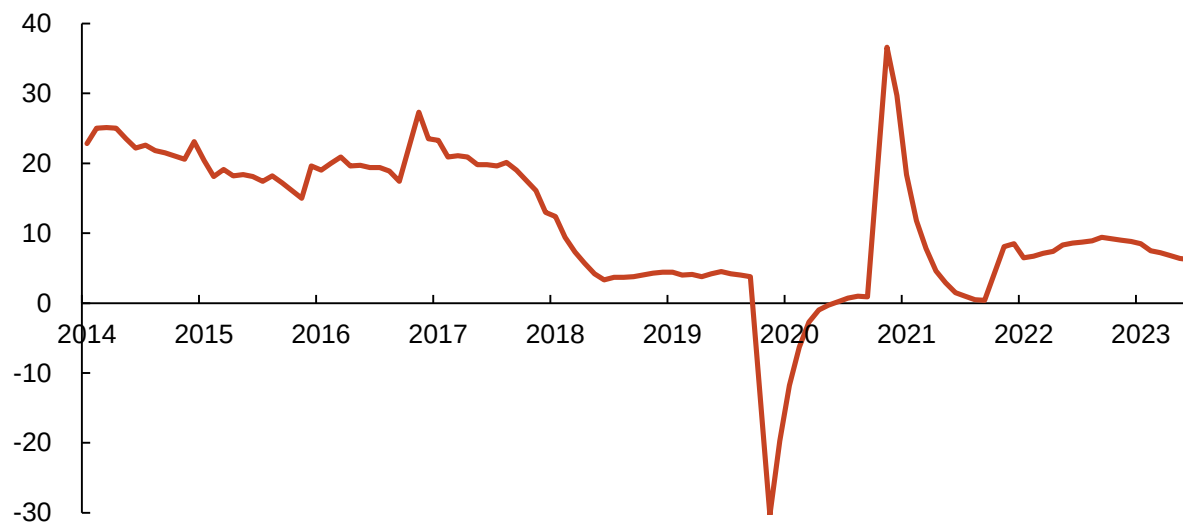
2.1 基地预期：地产政策底显现，基建投资或维持高位



中国证券报10月7日报道，2023年前三季度新增专项债已发行3.45万亿元，占比超全年限额的90%，远高于2019-2022年1-9月平均水平（86.57%）。截至2023年9月，固定资产投资（不含电力）完成额累计同比+6.20%。

10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元，作为特别国债管理。据财政部介绍，资金将重点用于八大方面：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。预计2024年基建投资同比增速或将维持高位。

图9：2014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2023年9月）

2.2工业品预期：PMI、M1-M2增速差显示价格高点未到



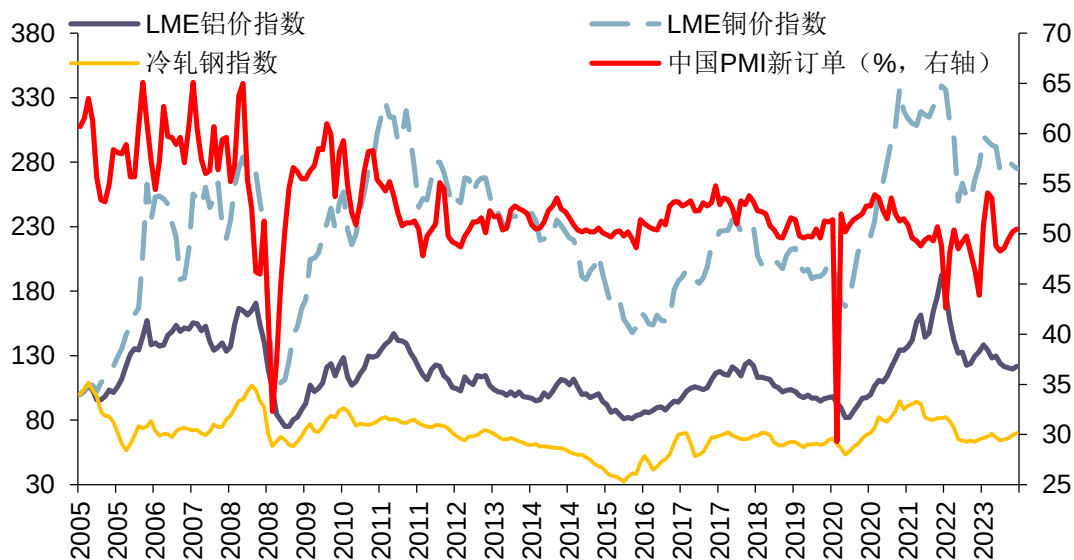
光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

（1）PMI新订单指数显示铜、铝、冷轧钢的价格高点或尚未到来

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上总体一致，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新订单指数的高点对铝、铜、冷轧钢的价格高点领先时间分别为8-16、4-16、3-14个月（2005年以来数据）。

PMI新订单指数在2023年2月到达54.1%，创下2017年10月以来新高；截至2023年9月，PMI新订单指数为50.5%，自2023年5月以来连续回升。从PMI新订单指数对铜、铝、冷轧钢的高点领先性来看，铜、铝、冷轧钢的价格高点或尚未到来。

图10：铜铝冷轧钢价格与中国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2023年9月）

2.2工业品预期：PMI、M1-M2增速差显示价格高点未到



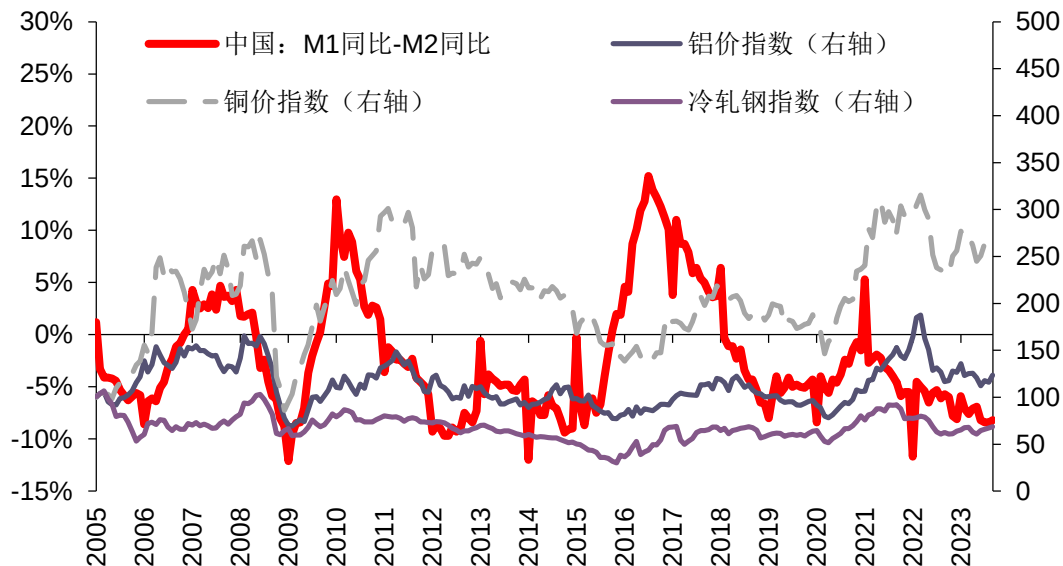
光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

（2）M1-M2增速差低于-5 pct的时间已为近20年来最长时间

从最近15年以来的M1和M2增速差与金属价格的相关性来看，（1）二者总体存在一定的相关性；（2）中国M1与M2的增速差在下降过程中经过0附近时，往往是金属价格的高点，这在2010年底、2018年初均体现得非常明显。

从历史上看，M1-M2增速差低于-5 pct的时间段主要包括：1) 2005年7月-2006年5月，持续11个月；2) 2008年9月-2009年5月，持续9个月；3) 2011年12月-2012年12月持续13个月；4) 2013年9月-10月持续2个月；5) 2014年1-12月，持续12个月；6) 2015年2月-2015年7月，持续6个月；7) 2018年10月-2019年2月，持续5个月。除去2009年、2014年和2022年的极小值，M1-M2增速差已处于底部位置。自2022年3月以来，M1-M2增速差持续低于-5 pct已经持续19个月，已属于历史上的较长时间。

图11：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2023年9月）

2.3长期需求：钢材需求基本见顶，铝需求仍有增长空间



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

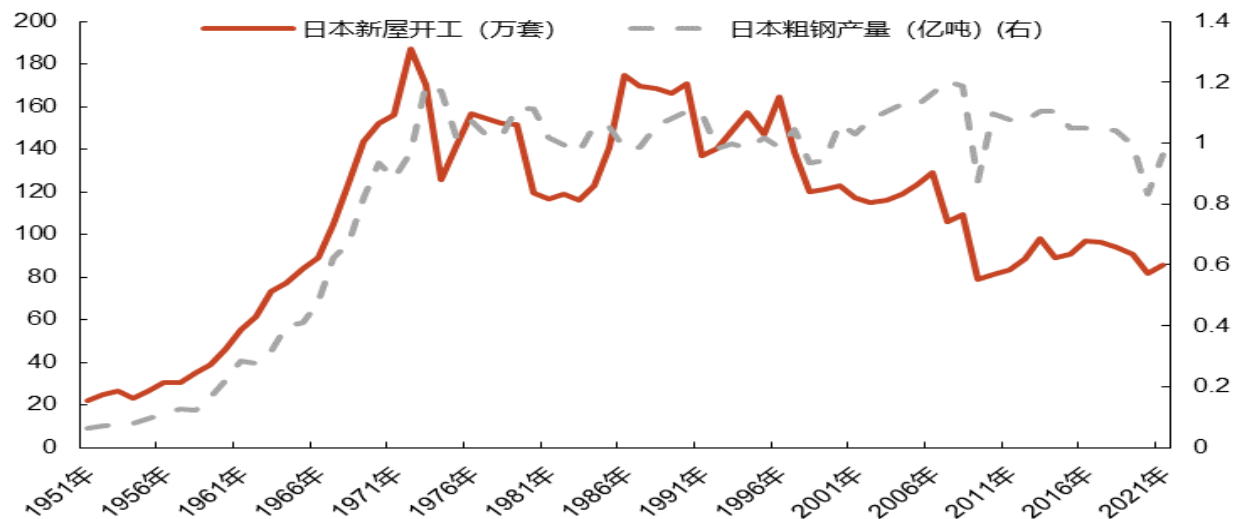


(1) 钢铁需求基本见顶

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

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

图12：日本粗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

2.3长期需求：钢材需求基本见顶，铝需求仍有增长空间



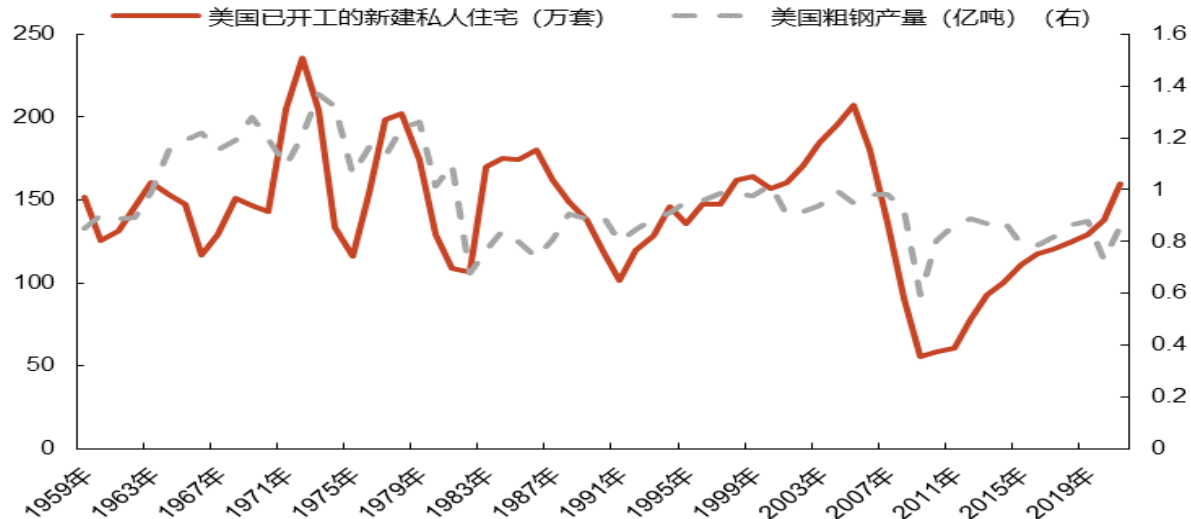
光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES



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

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，中国的城镇住宅套户比在2018年已经接近1.1套，人均建筑面积接近40平方米。按照美国、日本的房地产行业发展经验，这意味着中国的房地产新开工面积已在峰值区间。因此，中国钢铁业大概率也步入了峰值区间。

图13：美国粗钢产量与美国房地产新开工套数（亿吨，万套）

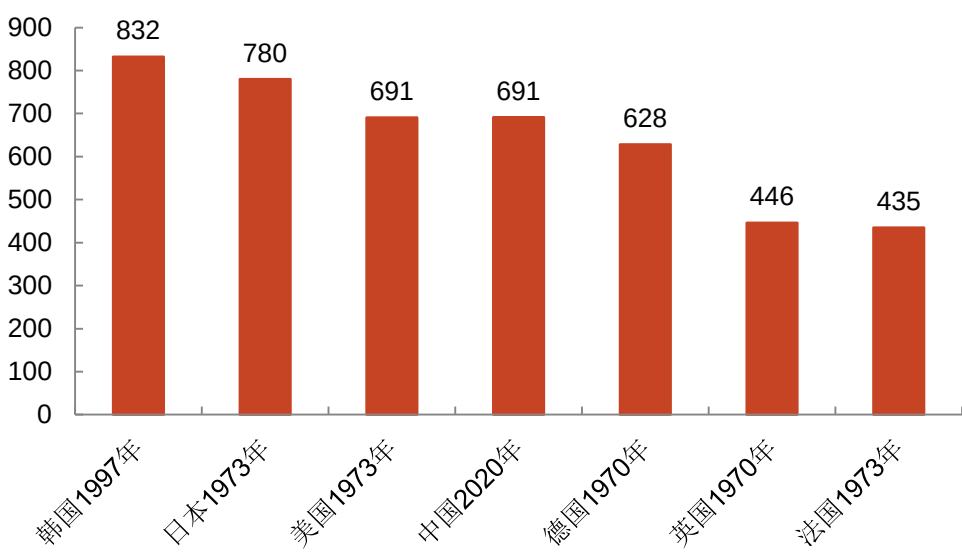


资料来源：国际钢铁协会、美国商务部、光大证券研究所，截至2021年

2.3长期需求： 钢材需求基本见顶， 铝需求仍有增长空间

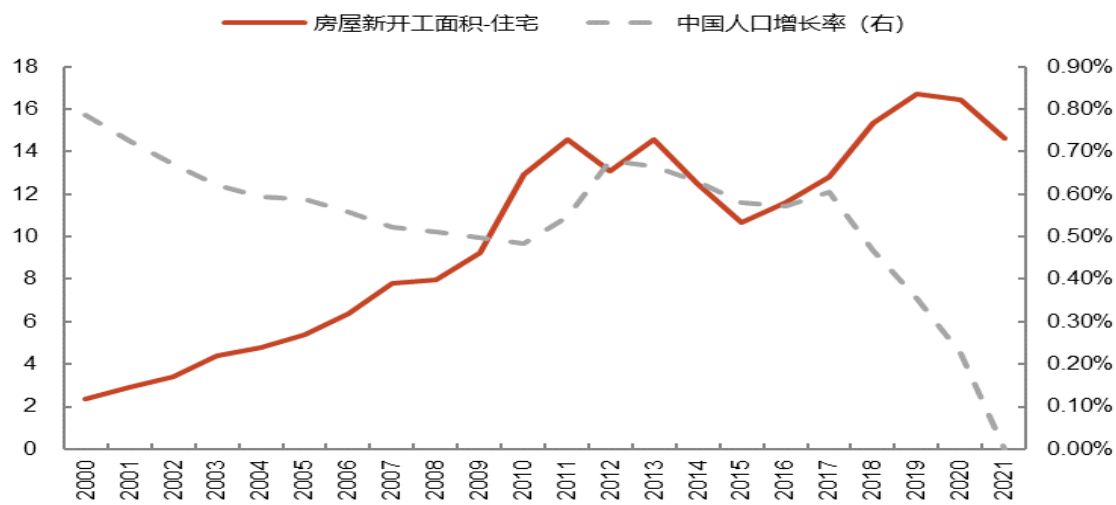
■ B.从人均钢铁消费量的国际比较来推测中国钢铁业的消费峰值。中国2020年人均钢铁消费量为691kg，与美国峰值水平持平，已显著高于德国、法国、英国，仍低于日本、韩国。考虑到中国的国土面积与美国相当，中国的人均钢铁消费峰值与美国类似，也就是说中国的钢铁消费峰值接近见顶。

图14： 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
请务必参阅正文之后的重要声明

图15： 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
15

2.3长期需求：钢材需求基本见顶，铝需求仍有增长空间

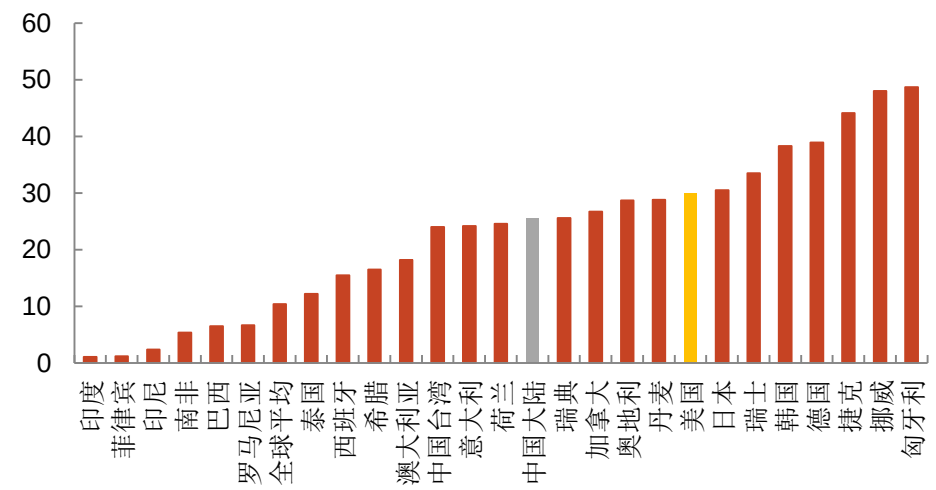


（2）人均铝消费仍有22%左右上行空间，或在2027年达到峰值

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（即消费量/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%。

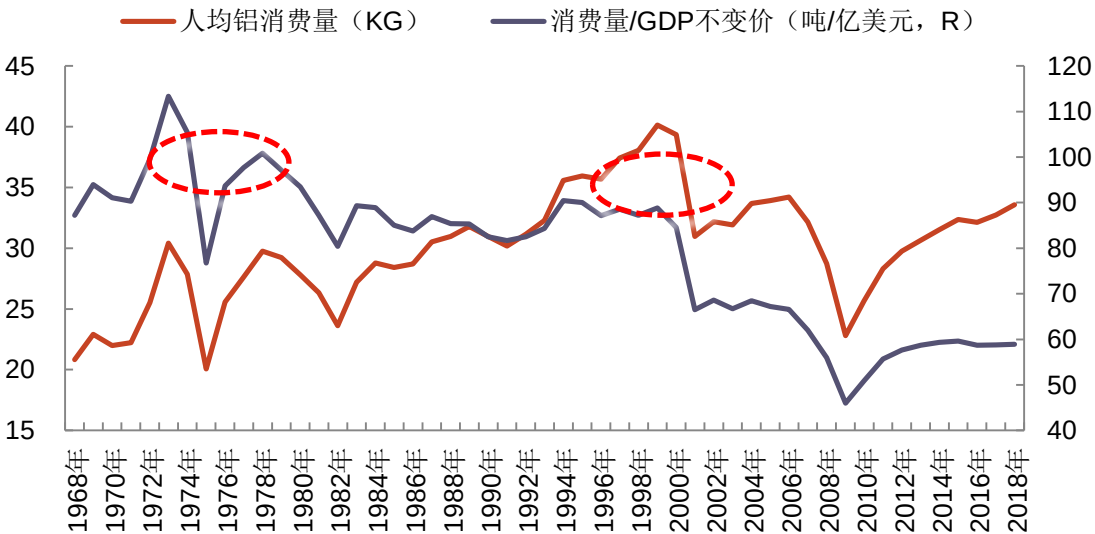
2016年全球主要国家和地区的人均铝消费量：中国大陆25.5kg、中国台湾24kg、美国29.9kg、日本30.5kg、德国38.9kg。迄今以来，美国历史上人均铝消费量超过36kg的年份只有5年。

图16：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
请务必参阅正文之后的重要声明

图17：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）
16

2.3长期需求：钢材需求基本见顶，铝需求仍有增长空间



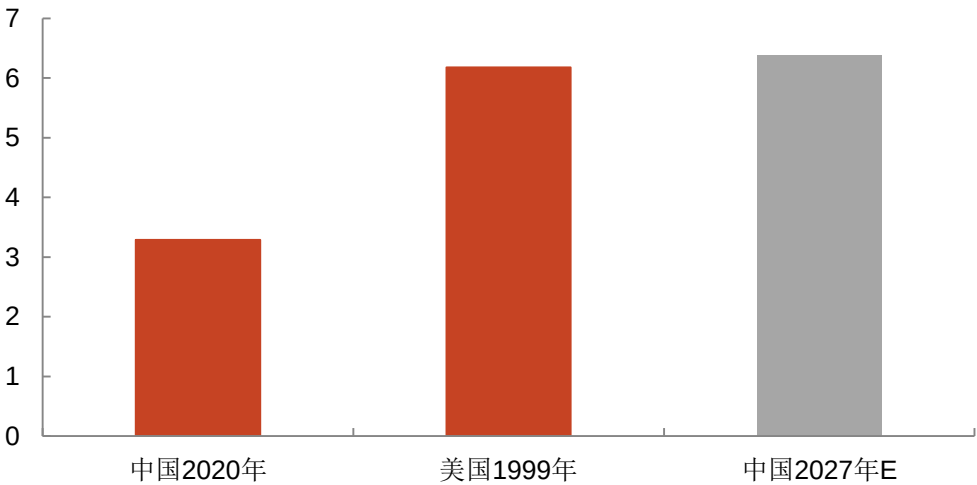
光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES



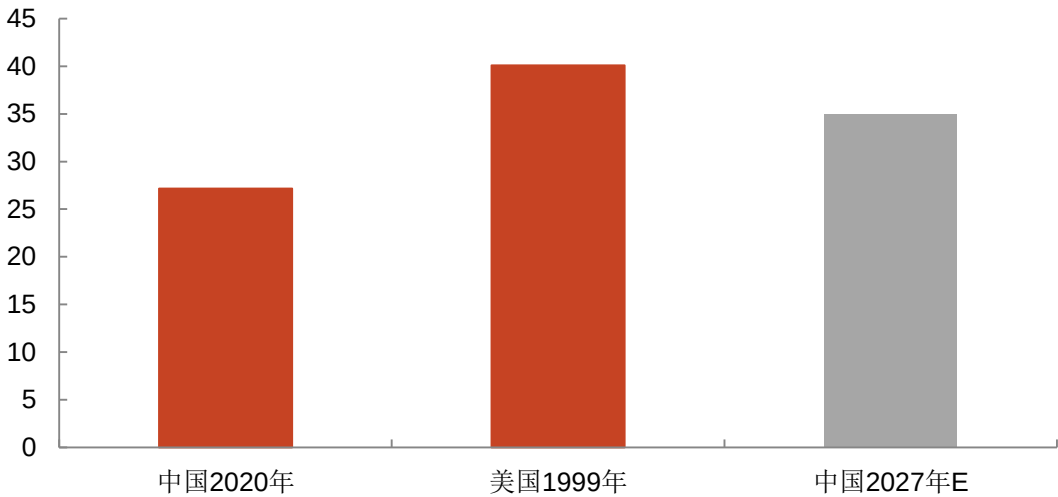
美国在1999年达到人均铝消费量的峰值，本土铝积蓄量为6.18亿吨；按照铝消费量年均4%左右的增速计算，我们预计中国的铝积蓄量将在2027年超过美国的峰值，达到6.4亿吨，该年中国人均铝消费量将为35kg。也就是说，在2027年中国的铝行业将同时达到两个重要的状态：（1）人均铝消费量接近美国峰值；（2）本土铝积蓄量小幅超过美国实现人均铝消费量峰值时期的水平。

按2022年铝消费量（见表7）计算，中国铝人均消费量在2022年为28.8kg，若2027年达到35kg，还有21.7%的增长空间（折合2022-2027年年均增长4.0%）。

图18：中国铝积蓄量料在2027年相当于美国1999年（亿吨） 图19：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



资料来源：安泰科预测，光大证券研究所

- 前三季度回顾：钢铜铝价上涨、煤价下跌
- 需求展望：底部显现，价格高点仍未到来
- **供给展望：钢铜铝煤供应增长受限**
- 景气度展望：需求取决于地产表现
- 投资建议
- 风险分析

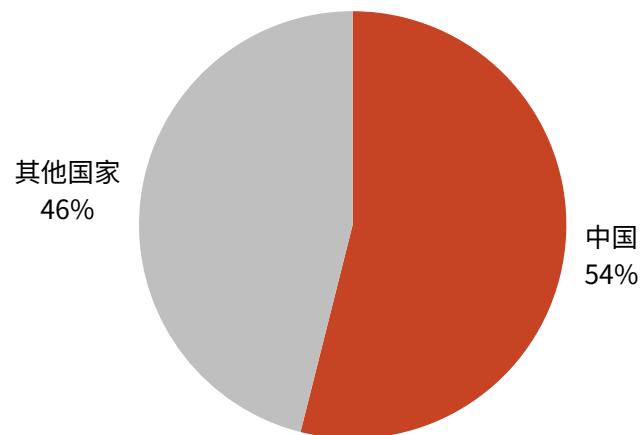
3.1钢铁：“产能产量双控”成为新常态，特钢迎良机

（1）铁矿石价格上涨过快，或将制约国内粗钢供应

根据世界钢铁协会2022年数据，全球粗钢产量18.79亿吨，其中中国粗钢产量10.13亿吨，占全球53.92%，居世界第一。而铁矿石几乎都用于钢铁行业，因此中国钢铁产量直接影响铁矿石供需关系。

我国粗钢冶炼以高炉为主，原料主要为铁矿石，由于我国铁矿石资源较为匮乏，2022年我国进口铁矿石数量为11.07亿吨，进口额达到1280.97亿美元，其中进口自澳大利亚的铁矿石总量占比高达65.85%，进口自巴西的铁矿石占比为20.50%，铁矿石的供应在很大程度上受中澳关系的影响。

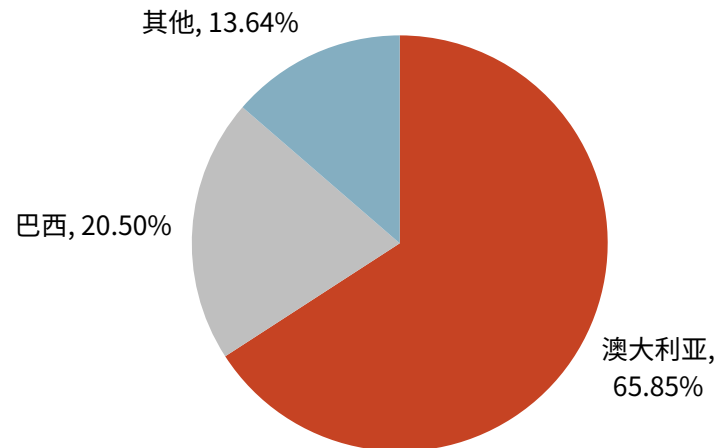
图20：2022年我国粗钢产量占全球比例高达54%



资料来源：Wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图21：2022年我国铁矿石进口量分布（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.1钢铁：“产能产量双控”成为新常态，特钢迎良机

普氏铁矿石指数在2021年7月7日达到222.85美元/吨的历史高位。随着国内钢铁行业粗钢产量压减政策见效，铁矿石价格一路下滑至2021年11月18日的87.2美元/吨，而后随着钢铁业的复产，铁矿石价格在2022年3月7日重回162.75美元/吨的高位。

图22：近年来普氏铁矿石价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至2023年9月28日）

3.1钢铁：“产能产量双控”成为新常态，特钢迎良机

2022年下半年，由于地产行业对于钢材需求下滑，铁矿石价格再次回落，10月31日降至79.5美元/吨，而后随着2022年11月以来地产政策密集出台，铁矿石价格再次回升；截至2023年9月29日，普氏铁矿石价格指数再次回升至119.80美元/吨，处于近5个月以来高位水平。2023年1-9月发改委曾7次公开发文关注铁矿石价格，其中最近一次表态为9月7日。从中短期来看，国内改善铁矿石供求关系的举措还有赖于压降钢铁产量，如若后续铁矿石价格持续上涨，不排除再次出台限制粗钢供给的政策。

表3：2023年以来发改委针对铁矿石发表的观点

时间	发言人	对于打压铁矿石价格的发言
2023.1.6	发改委	高度关注铁矿石市场价格变化，将会同有关部门紧盯市场动态，持续加强监管，对散布虚假信息、哄抬价格、恶意炒作等违法违规行为，坚决打击、绝不姑息，切实保障铁矿石市场价格平稳运行。
2023.1.15	发改委	将持续密切关注铁矿石市场和价格变化，会同有关部门进一步研究采取措施，严厉打击捏造散布涨价信息、囤积居奇、哄抬价格等违法违规行为，切实保障铁矿石市场平稳运行。
2023.1.18	发改委	加大铁矿石现货和期货市场监管力度，严厉打击过度投机炒作等违法违规行为，切实维护市场秩序。
2023.3.3	发改委	有关部门持续加强现货期货市场联动监管，严厉打击捏造散布涨价信息、囤积居奇、哄抬价格等违法违规行为，有效遏制铁矿石价格不合理上涨。
2023.3.17	发改委	针对一段时间以来铁矿石价格大幅上涨的情况，将会同有关部门积极研究采取供给保障、需求调节、市场监管等措施，遏制铁矿石价格不合理上涨，促进铁矿石市场平稳运行。
2023.4.4	发改委	国家发展改革委将会同有关部门继续紧盯铁矿石市场动态，持续加大监管力度，坚决维护市场秩序。
2023.9.7	发改委	国家将继续紧盯铁矿石市场动态，持续加强期现货市场联动监管，严厉打击违法违规行为，坚决维护市场秩序。

资料来源：发改委微信公众号，更新至2023年9月30日

请务必参阅正文之后的重要声明

3.1钢铁：“产能产量双控”成为新常态，特钢迎良机

（2）产能产量双控成为新常态，行业盈利进一步限制供给释放

1-8月，全国粗钢产量为7.13亿吨，同比+2.6%。如若2023年粗钢产量同比持平，则9-12月粗钢产量为3亿吨，同比-6.2%。对应9-12月粗钢日均产量为245.96万吨，同比-6.18%，较1-8月日均粗钢产量（293.39万吨）下降16.2%。

表4：2023年1-8月各地粗钢产量表现（万吨，%）

地区	2023年1-8月	同比	地区	2023年1-8月	同比
天津	1234.69	15%	山西	4592.77	1%
上海	1065.38	11%	安徽	2604.18	0%
广西	2702.42	9%	黑龙江	641.09	-1%
四川	1854.52	7%	云南	1478.14	-1%
河南	2435.64	7%	湖南	1719.42	-2%
山东	5097.61	6%	吉林	924.24	-2%
内蒙	2140.05	5%	陕西	965.37	-2%
浙江	968.55	5%	湖北	2411.14	-4%
江苏	8512.67	5%	甘肃	773.90	-4%
江西	1821.46	4%	贵州	265.59	-6%
河北	15390.48	4%	宁夏	389.97	-8%
新疆	909.99	2%	福建	2152.48	-11%
辽宁	4987.91	2%	青海	46.92	-57%
广东	2447.12	1%	全国	71,292.70	3%

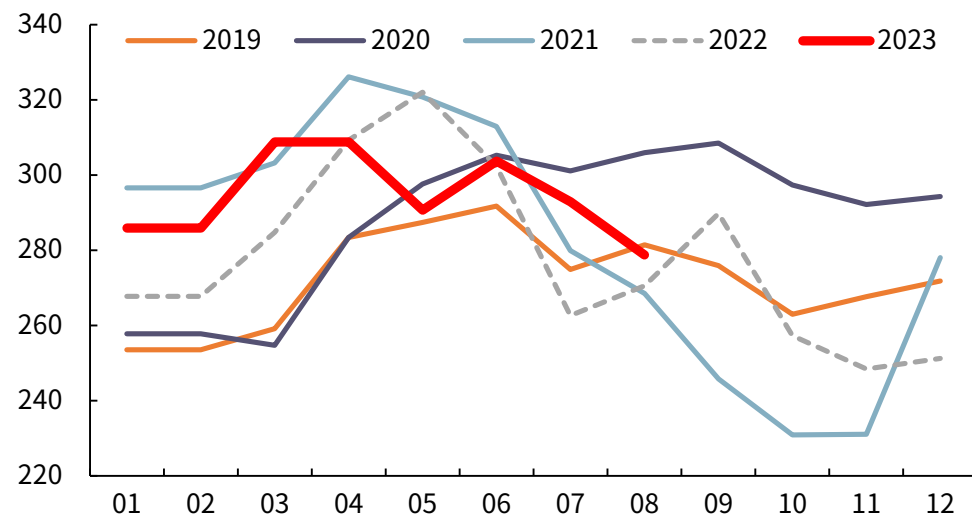
资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截至2023年8月）

3.1钢铁：“产能产量双控”成为新常态，特钢迎良机

当前行业根据利润自主调节生产节奏的影响大于政策。2023年7-8月，钢铁行业综合毛利均值逐步下滑，带动粗钢日均产量也逐月下滑至278.74万吨创年内新低水平。10月7日，云南省钢铁协会再次做出《关于云南钢企控亏减产措施的信息提示》，10月云南7家钢企在9月份的基础上预计减少建筑钢材产量30万吨左右。

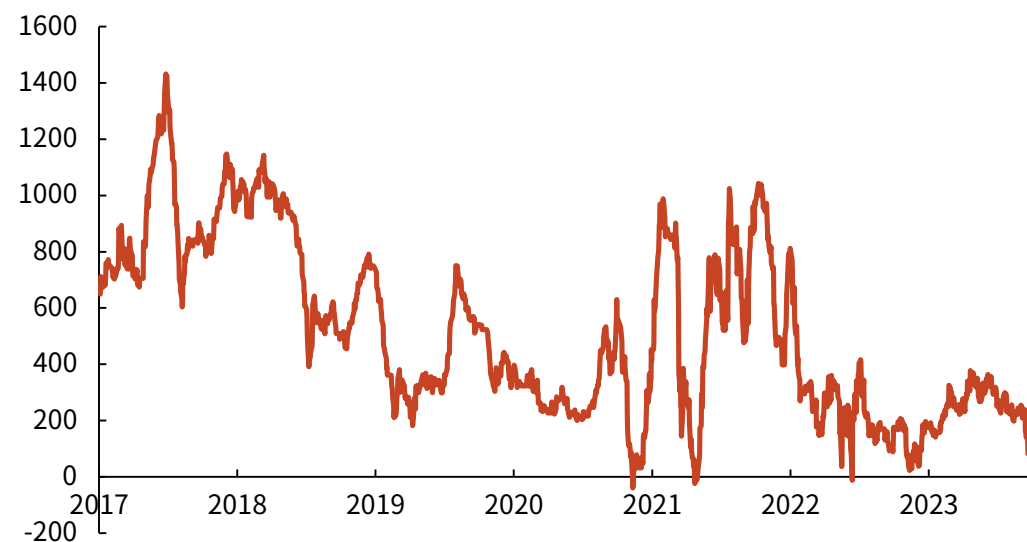
钢铁行业产能产量双控已成为新常态，展望2024年，我国粗钢产量将大幅依赖于行业盈利能力的强弱。未来若行业一直维持低利润运行，则国内政策对于钢铁行业的供给端影响有限，而钢厂自主调节产量的效果将更为明显；如若后期行业盈利有所改善，则国内政策将为行业供给设置合理的天花板。

图23：我国粗钢日均产量月度数据（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截至2023年8月）

图24：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2023年9月28日）

3.1钢铁：“产能产量双控”成为新常态，特钢迎良机

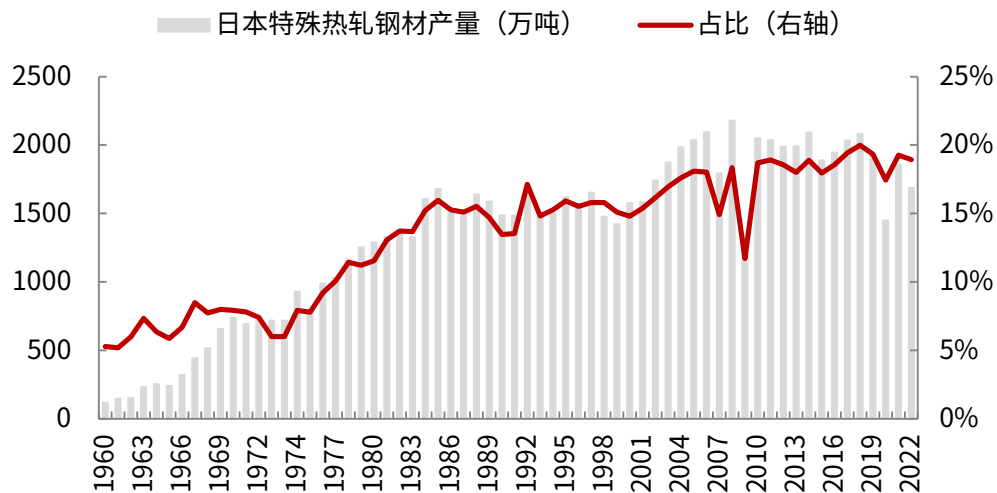


(3) 普钢见顶后，特钢迎良机

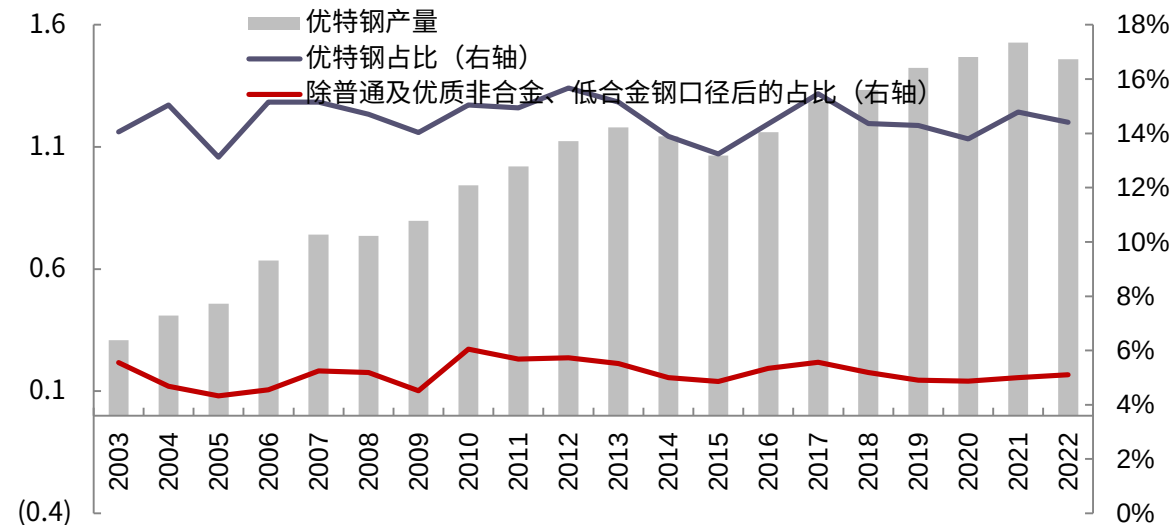
当传统普钢行业发展成熟后，特钢将迎来显著高增时期。以日本为例，1972年房地产新开工套数达峰后，粗钢产量于1973年见顶，但是热轧特殊钢产量延续稳定增长态势，由1973年的916.1万吨增长45%至1983年的1328.4万吨，并在2008年达到峰值（2178万吨）。

我国优特钢企业钢材产量逐年攀升，但占比仍旧较低。2022年，我国重点优特钢企业粗钢产量1.46亿吨，占我国粗钢总产量比例仅为14.41%，但该统计口径仍包含大量非特钢材，如果除去普通及优质非合金钢、普通及优质低合金钢后的特钢产量占我国粗钢总产量比例仅为5.11%。当前我国存量钢铁产品以普钢为主，由“普”转“特”或将进一步提升钢铁行业盈利能力。

图25：1960-2022年日本热轧特钢产量及占比（万吨，%） 图26：近20年我国重点优特钢企业粗钢产量及占比（亿吨，%）



资料来源：日本钢铁工业协会，光大证券研究所

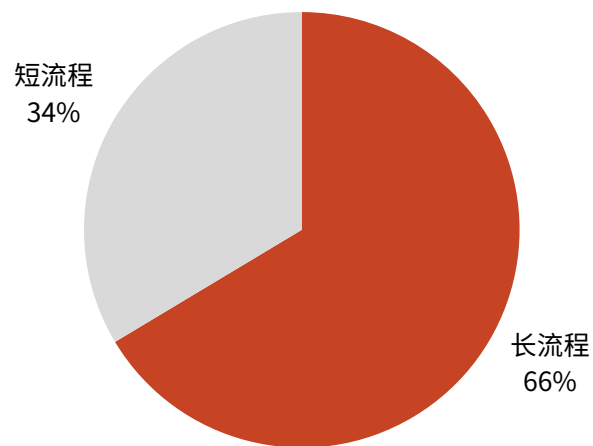


资料来源：中国特钢工业协会，光大证券研究所

3.1钢铁：“产能产量双控”成为新常态，特钢迎良机

根据刘浏《高品质特殊钢生产流程技术研究》，美国、德国、瑞典等欧美国家由于工业化水平高，劳动力成本高，废钢价格一般低于铁水价格，短流程的生产成本低于长流程，因此这些地区的国家多选择短流程炼钢发展特钢行业。而日本的煤、铁资源高度依赖进口，造成铁水与废钢价格差别不大，特钢生产以长流程为主，2022年日本长流程特钢比例高达66.40%。由于我国废钢资源短缺，短流程生产成本并不占优势，2022年短流程粗钢总量占比仅为9.70%。

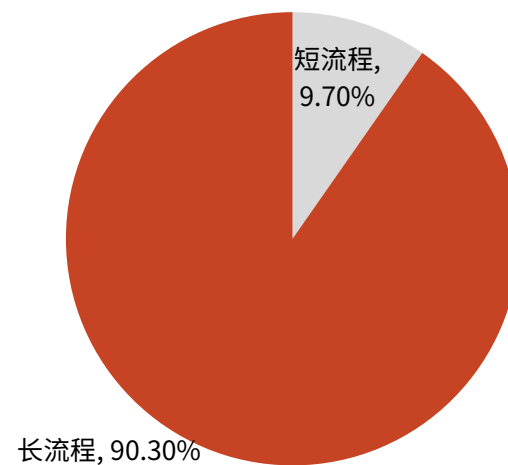
图27：2022年日本特殊钢产量中长流程、短流程占比



资料来源：日本产业经济省，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图28：2022年中国粗钢产量中短流程占比仅9.7%

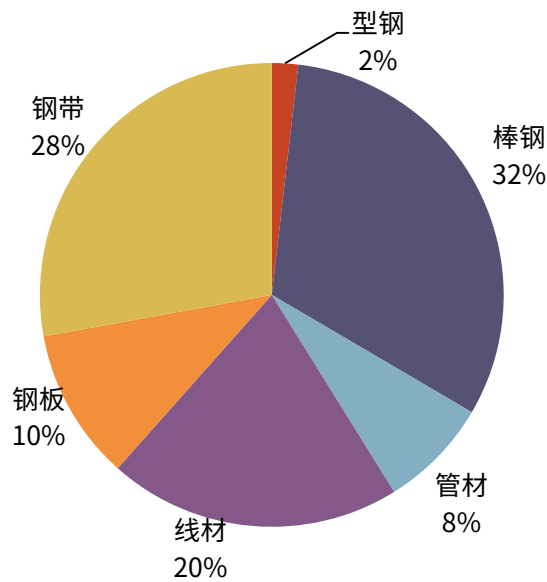


资料来源：中国冶金报社，光大证券研究所

3.1钢铁：“产能产量双控”成为新常态，特钢迎良机

根据冶金工业信息标准研究院苏亚红《日本特殊钢市场及发展分析》数据，2008年，日本特殊热轧钢材中板带材占比达到38.44%；中国特钢工业协会数据显示，重点钢企优特钢企业钢材产量中板材占比从2004年25%提升到了2022年32%。参考日本经验，我们认为中国应根据自身情况（废钢资源短缺、优特钢中板材占比高）大力发展以长流程工艺为主的特钢。

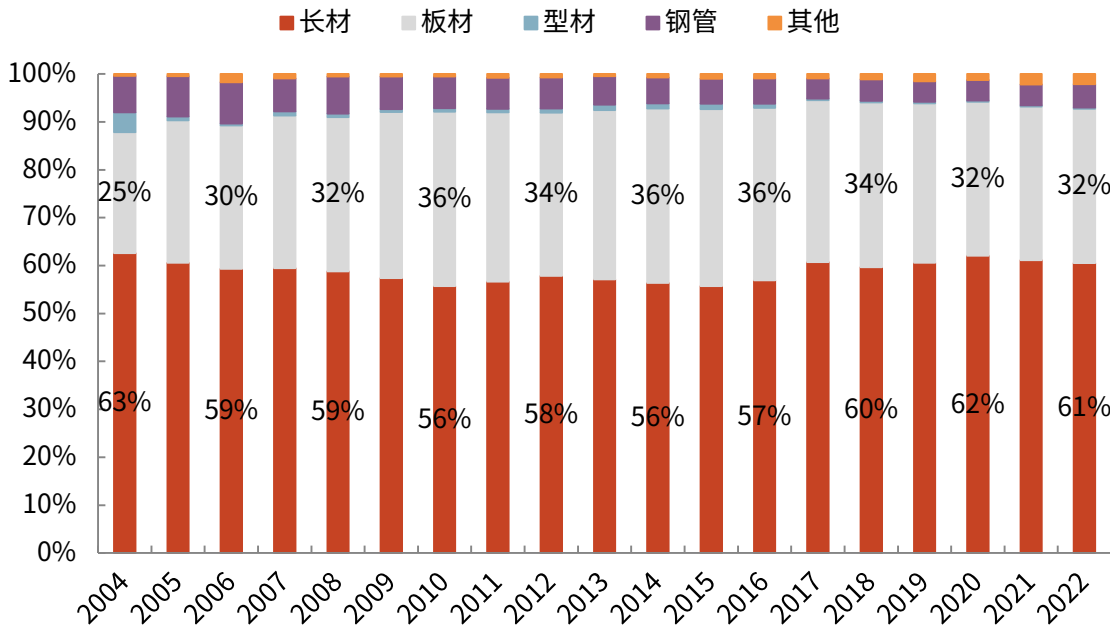
图29： 2008年日本特殊热轧钢材按品种占比



资料来源：苏亚红《日本特殊钢市场及发展分析》，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图30： 2004-2022年我国重点优特钢企业钢材产量分品种占比

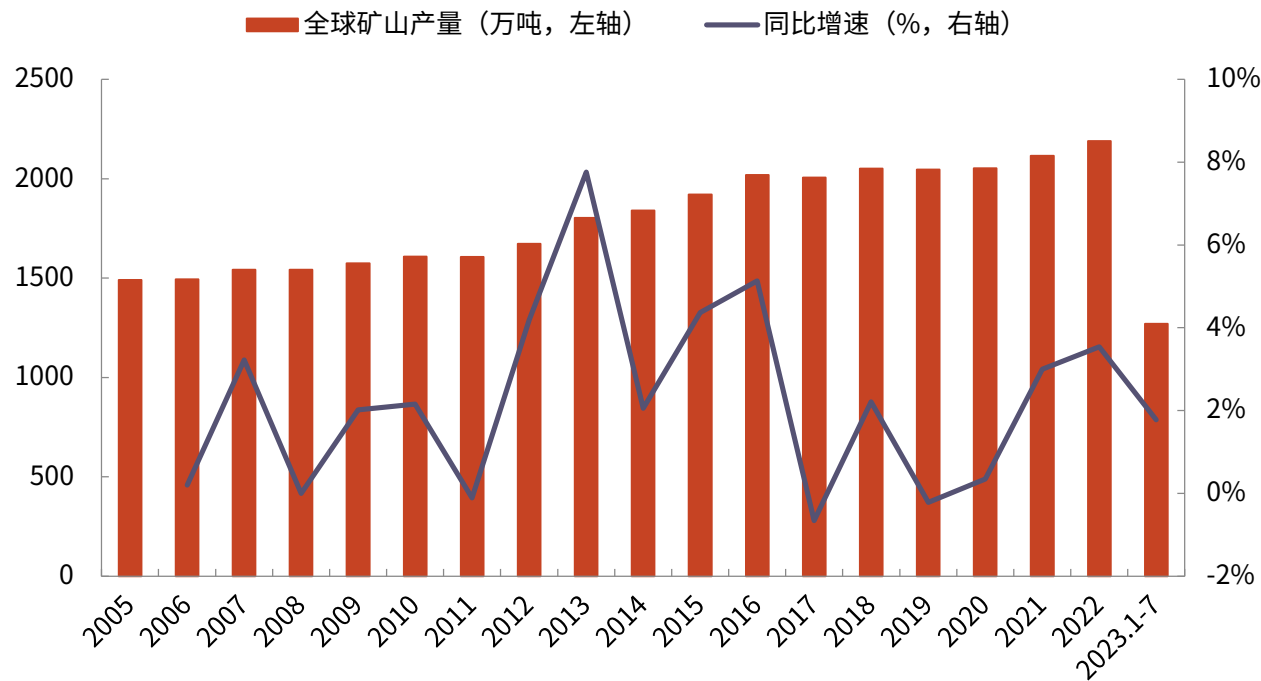


资料来源：中国特钢工业协会，光大证券研究所

3.2铜：资本开支乏力叠加品位下降，铜矿增量有限

2022年，全球矿山铜产量2190万吨，同比增长3.5%；2023年1-7月全球矿山铜产量1270.1万吨，同比增长1.8%。

图31：ICSG全球矿山铜产量及同比增速

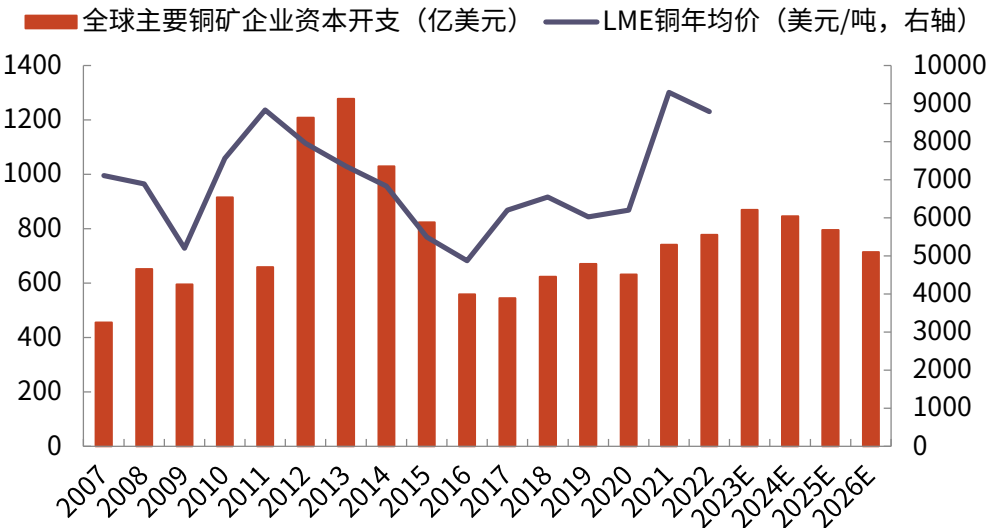


资料来源：Wind，光大证券研究所（2005-2023年1-7月）

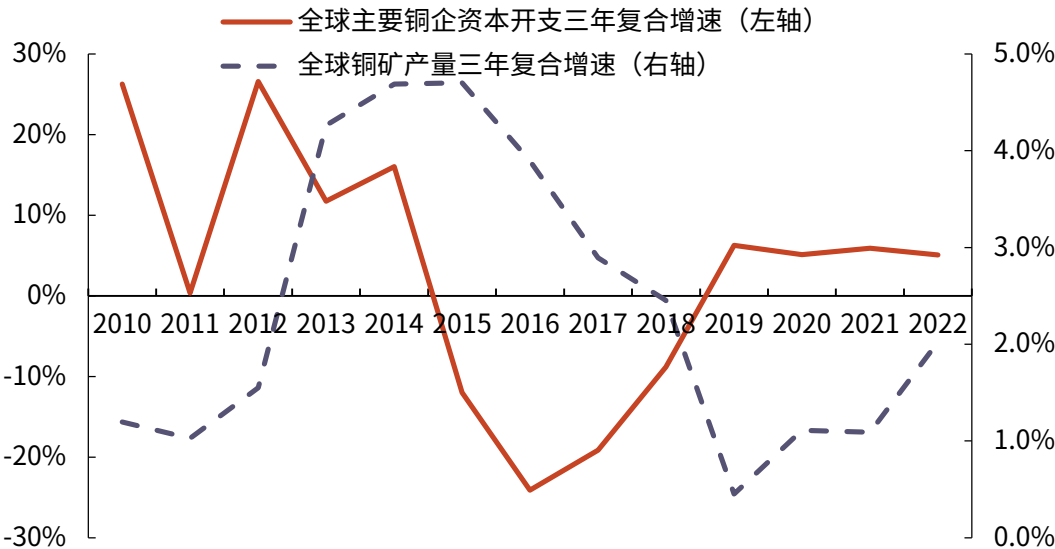
3.2铜：资本开支乏力叠加品位下降，铜矿增量有限

全球主要铜企提高资本开支的意愿较低。自2013年全球主要铜企的资本开支见顶以后多年维持低位；同时，2019-2022年这一轮铜价上涨周期中，主要铜矿的资本开支并没有显著增加。2021年LME铜均价创下历史新高，达到9294美元/吨，较2019年增长54%；但同期，主要铜企的资本开支仅增长10.6%；即使2022年铜均价仍维持在高位（8786美元/吨），同期主要铜企资本开支较2021年同比仅增长5%。而铜矿的建设周期较长，铜矿产能释放大幅滞后于铜矿资本开支，资本开支与产量释放时间差约3-5年。

图32：2021年以来铜价大涨并未带来主要铜企资本开支增加 图33：全球铜企资本开支及铜矿产量三年复合增速



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（2023-2026年数据来自矿企自身预测合计值）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

3.2铜：资本开支乏力叠加品位下降，铜矿增量有限

全球铜矿品位呈现下滑趋势。根据S&P Global Market Intelligence的数据，2010年以来，铜矿山品位整体呈现下降趋势。截至2021年，全球铜矿山的平均品位为0.42%。据S.Northey等《Modelling future copper ore grade decline based on a detailed assessment of copper resources and mining》的文献预测，未来铜矿品位还将呈现不断下滑的趋势。

图34：2010-2021年全球铜矿品位呈现下降趋势

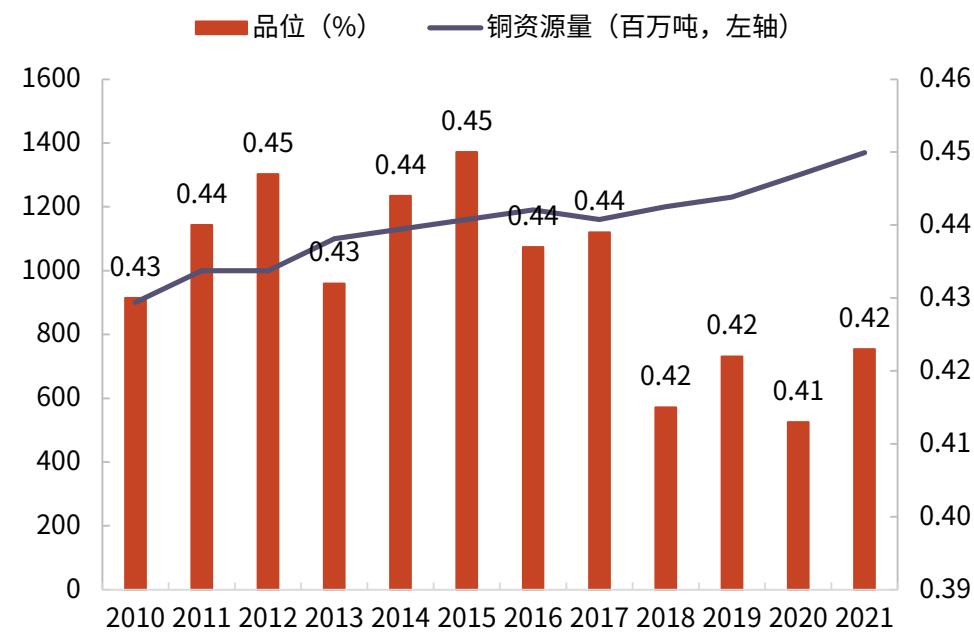
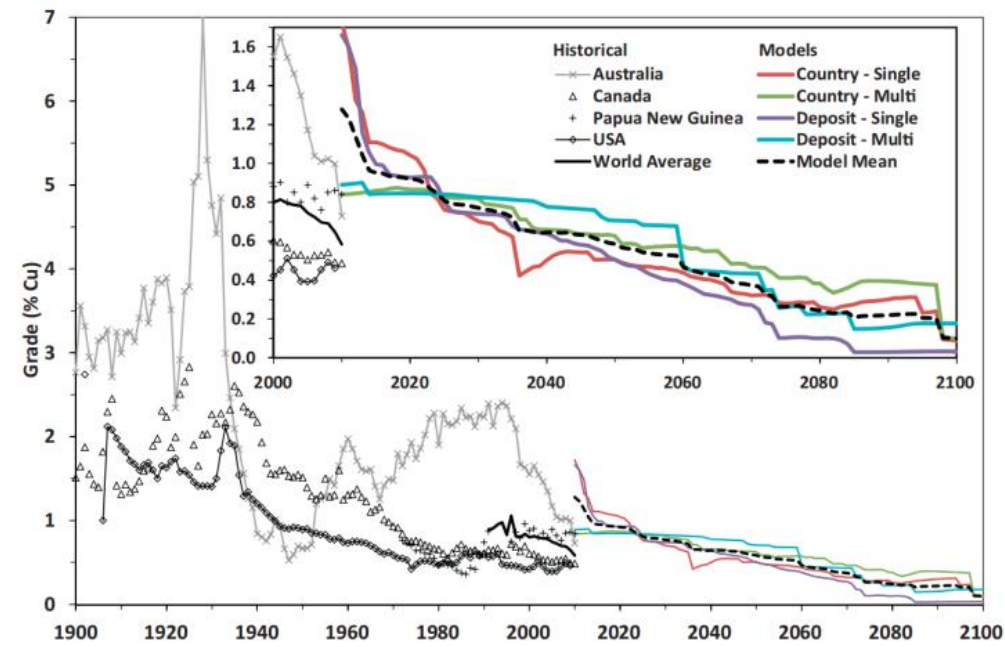


图35：全球铜矿品位未来将继续下滑



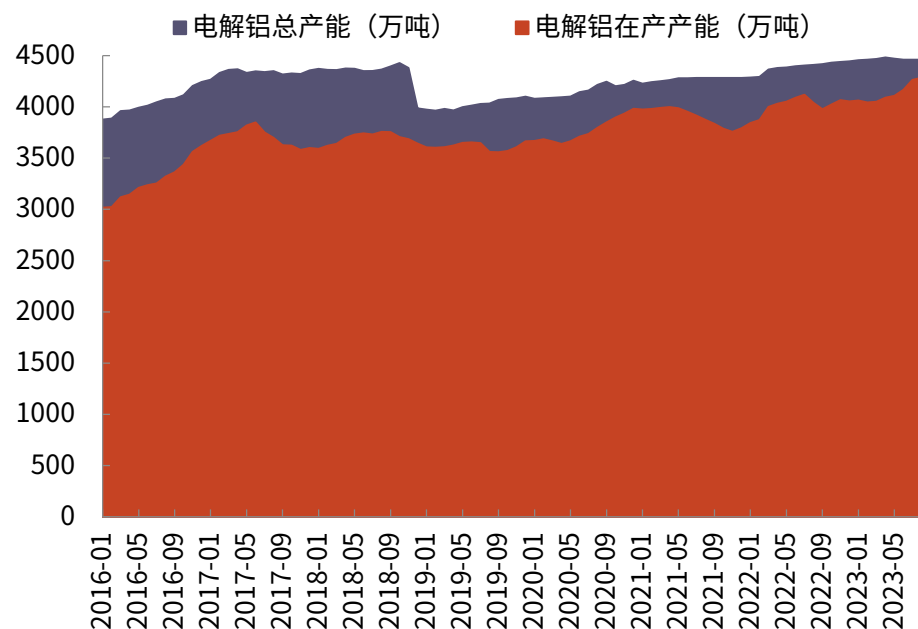
资料来源：S. Northey等《Modelling future copper ore grade decline based on a detailed assessment of copper resources and mining》，光大证券研究所

资料来源：S&P Global Market Intelligence，光大证券研究所

3.3铝：国内产能红线将至，水电铝扰动增大

国内电解铝产能红线将至。截至2023年8月底，国内电解铝建成产能已达4461万吨/年，在运行产能为4284.8吨/年，行业的产能利用率（产量/产能）已达95.3%，创下2012年以来的新高。中国有色金属工业协会党委书记、会长葛红林于2023年3月31日在2023年企业家高峰论坛发言中表示国内电解铝产能天花板约4535万吨，考虑产能利用率之后的电解铝产量提升空间较小。

图36：国内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2023年8月）

请务必参阅正文之后的重要声明

图37：国内电解铝产能利用率创下2012年以来新高



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至2023年8月）

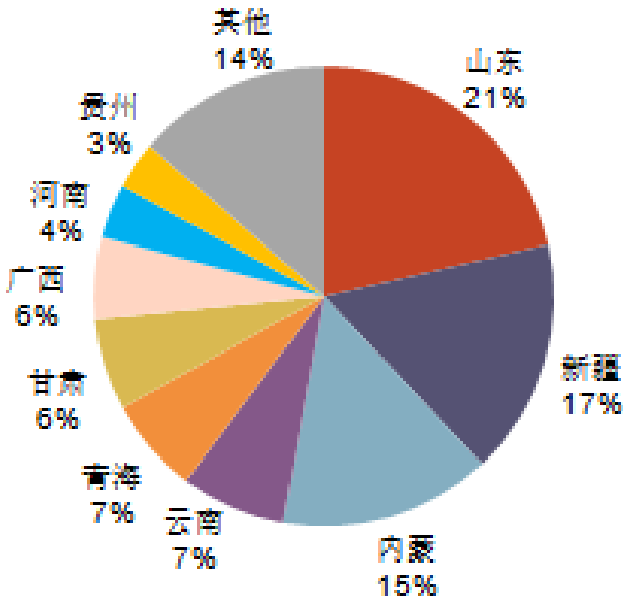
3.3铝：国内产能红线将至，水电铝扰动增大

云南在电解铝生产中系统重要性增加，水电扰动将增大

据百川盈孚，2023年8月，云南省电解铝产量为45.5万吨，占全国产量比重为13%；而2021年8月占比仅为7%，提升明显。

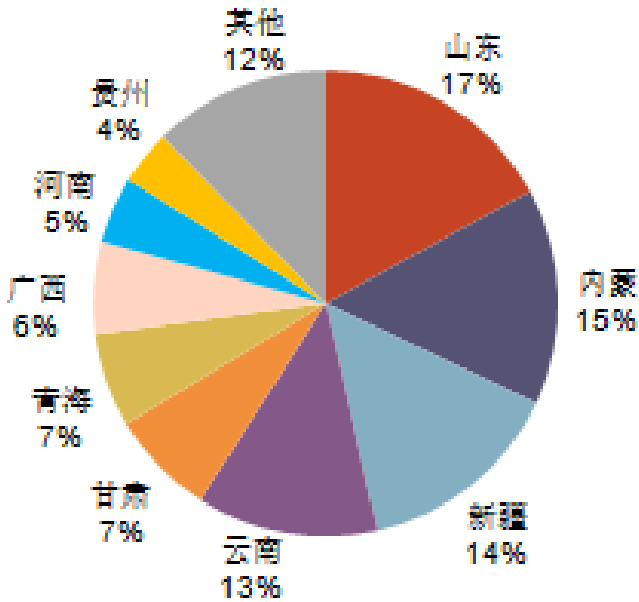
云南省近年来基于优越的水电资源承接了国内多地的电解铝产能指标。据百川盈孚统计，截至2023年8月，云南省已拥有电解铝产能638万吨/年，未来仍将继续承接中国宏桥拟搬迁至云南省红河州的193万吨/年产能指标，远期电解铝产能将超过800万吨/年。

图38：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
请务必参阅正文之后的重要声明

图39：全国各省电解铝产量占比（2023年8月）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所

3.3铝：国内产能红线将至，水电铝扰动增大

云南省近年来基于优越的水电资源承接了国内多地的电解铝产能指标。据百川盈孚统计，截至2023年8月，云南省已拥有电解铝产能638万吨/年，未来仍将继续承接中国宏桥拟搬迁至云南省红河州的193万吨/年产能指标，远期电解铝产能将超过800万吨/年。

云南省历年水电发电量占比均在80%以上。每年7-10月的丰水期发电量水电占比超过90%，枯水期水电贡献则下滑至60-70%。云南远期电解铝规划产能有望达800万吨以上，云南在电解铝生产地中重要性增加。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40：云南各年月度水电发电利用时长（单位：小时）

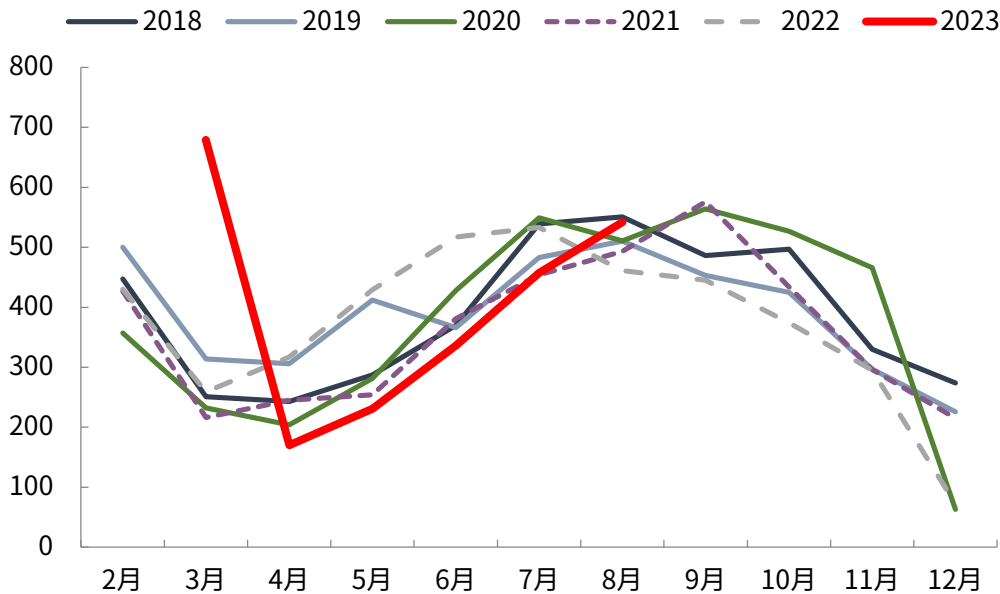
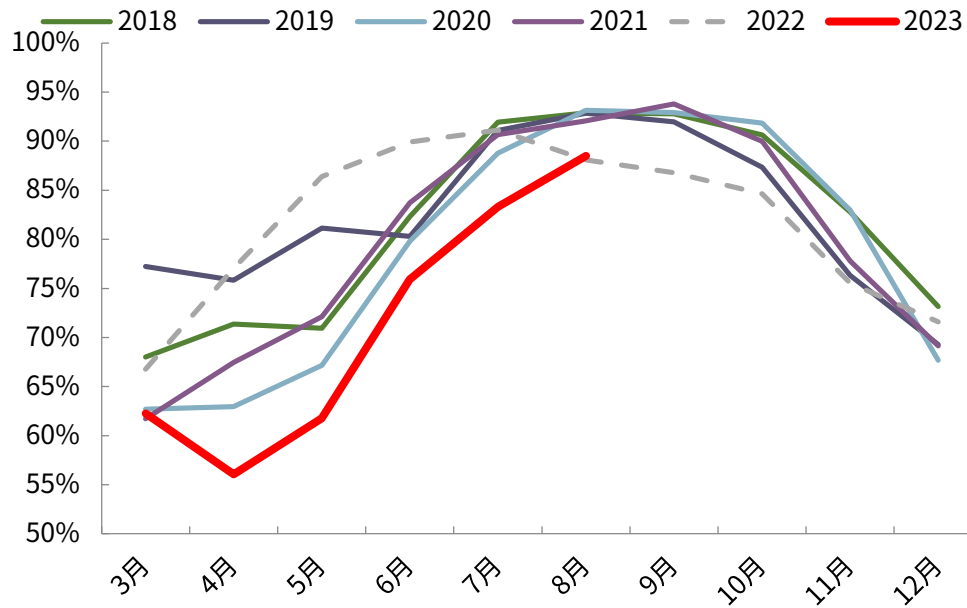


图41：云南省各月水电发电量占比



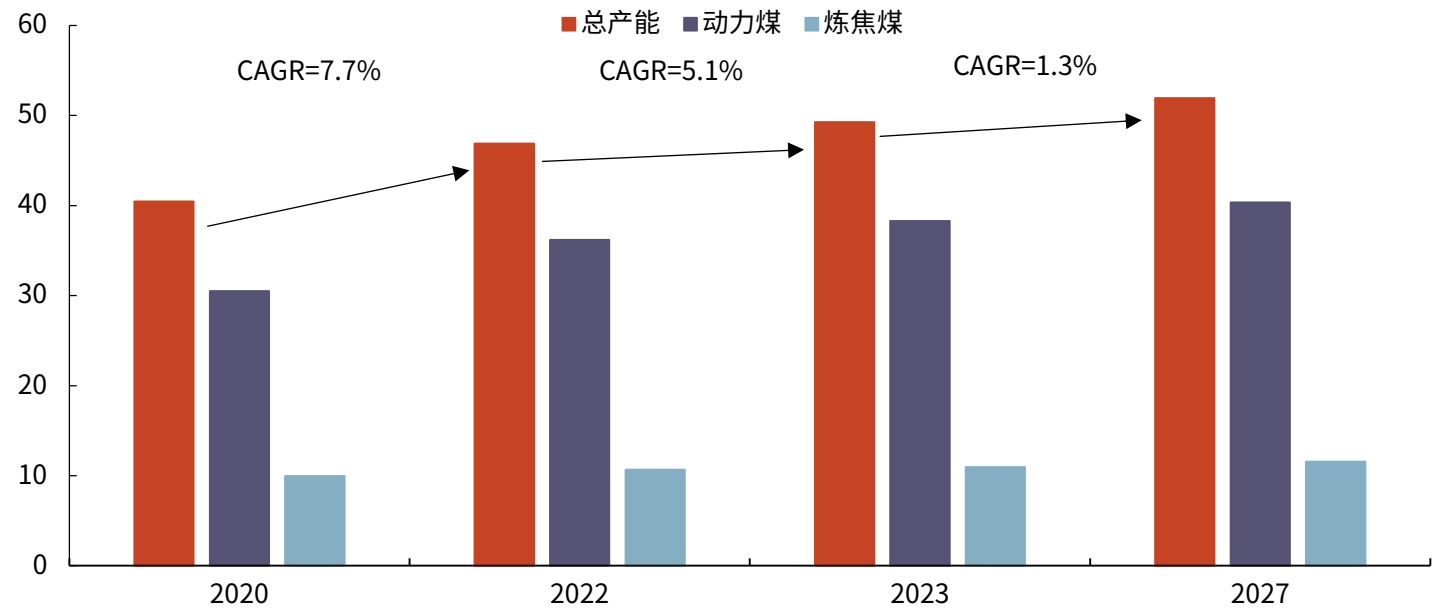
资料来源：Wind，光大证券研究所（2018年2月-2023年8月）
请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所（2018年3月-2023年8月）
32

3.4煤炭：新建产能有限、安全生产趋严共同制约供给释放

汾渭信息预计2023-2027年全国新增煤炭产能共计50318万吨，增幅（较2022年）约11%，2022-2027年总产能的CAGR为2.1%，其中2023年预计新增2.4亿吨，增速在5%左右，2023-2027年总产能的CAGR为1.3%，值得注意的是，这里可能并未考虑退出产能，且增产产能未必能实现100%的产能利用率，因此实际的产量增长将会小于预测的产能增量。

图42：全国煤炭产能预测（亿吨）

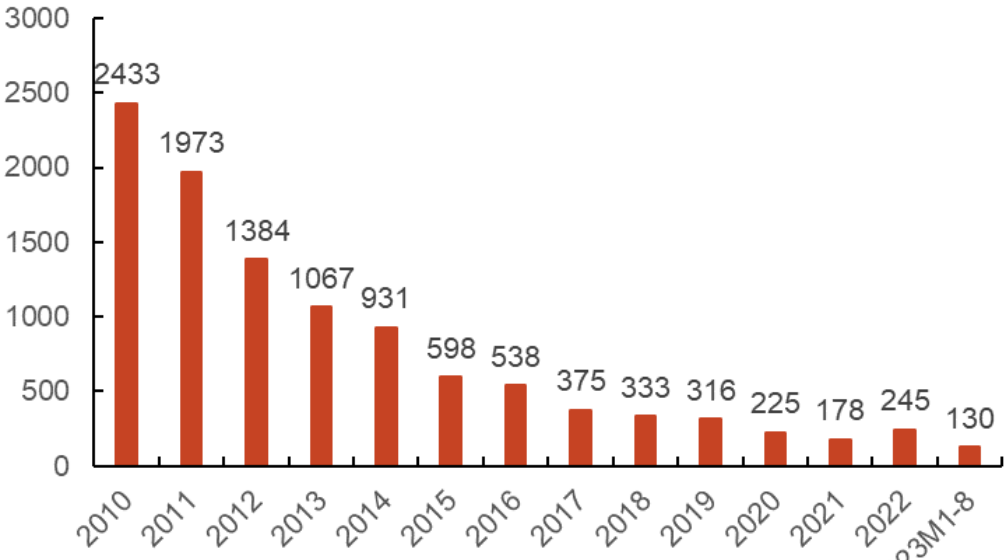


资料来源：汾渭信息预测，光大证券研究所

3.4煤炭：新建产能有限、安全生产趋严共同制约供给释放

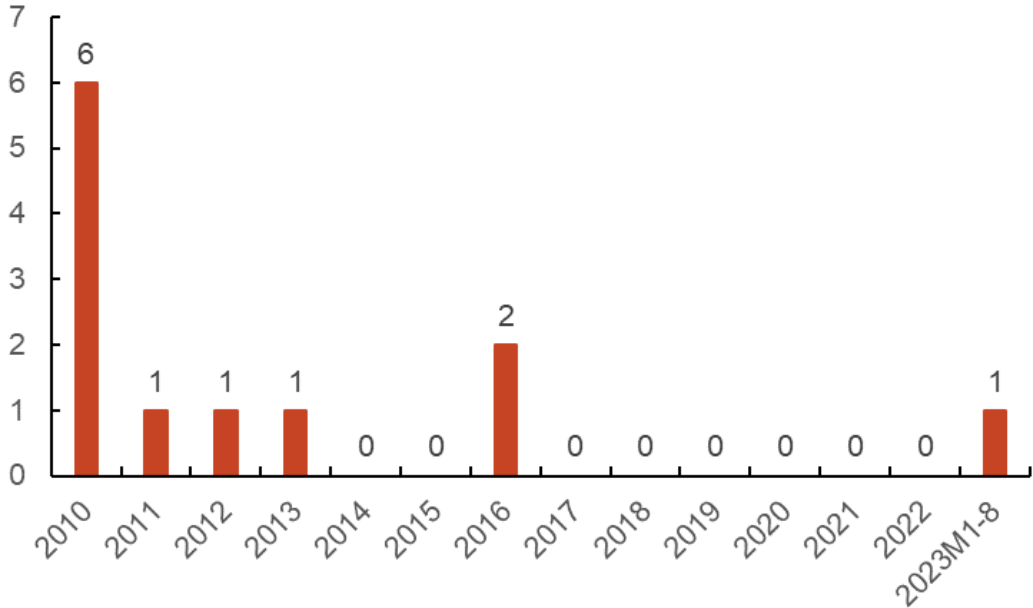
当前煤矿安全形势较为严峻。2010-2021年我国煤矿事故死亡人数呈现逐年下降的趋势，到2017年之后，我国煤矿事故死亡人数已降至400人/年以下，但2022年在保供的背景下，煤矿维持高负荷运转，2022年煤矿事故死亡人数较2021年回升38%，据我们不完全统计，2023年1-8月我国煤矿安全事故死亡人数已达到130人，且时隔6年后，2023年2月内蒙古阿拉善盟发生特别重大安全事故，造成53人死亡、6人受伤，直接经济损失20430.25万元。

图43：我国历年煤矿事故死亡人数统计（人）



资料来源：《中国煤矿安全治理：被忽视的成功经验》——聂辉华、李靖、方明月，煤矿安全网，煤炭资讯网，国家矿山安全监察局官网，光大证券研究所

图44：历年煤矿特别重大安全事故统计（次）



资料来源：《煤矿特别重大事故统计分析》——兰泽全、李刚强，新华社，光明日报，光大证券研究所

- 前三季度回顾：钢铜铝价上涨、煤价下跌
- 需求展望：底部显现，价格高点仍未到来
- 供给展望：钢铜铝煤供应增长受限
- **景气度展望：需求取决于地产表现**
- 投资建议
- 风险分析

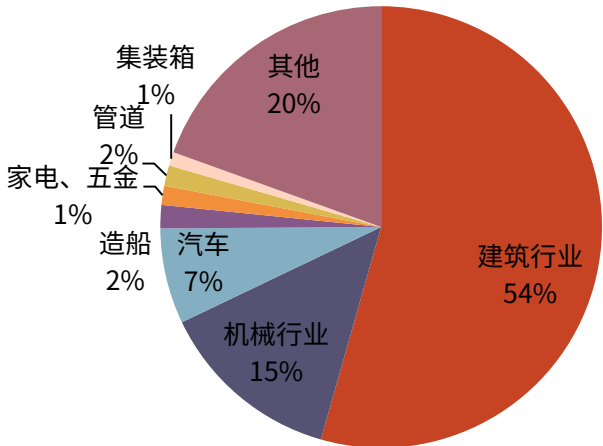
4.1钢铁：2024年需求有望实现同比持平

（1）房地产行业相关政策密集出台，后续对钢材需求有望改善

房地产是钢材下游最大需求。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。

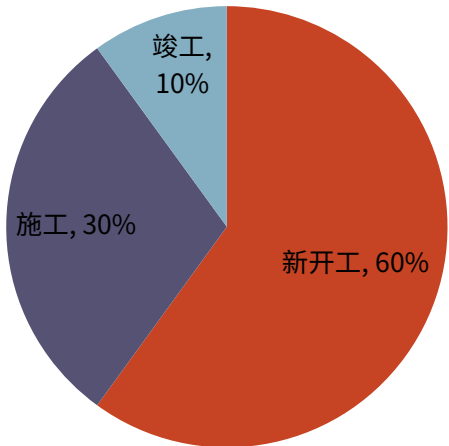
地产用钢需求不仅依赖于新开工，也与房屋施工面积、竣工面积高度相关。根据Mysteel测算，新开工、施工和竣工期间用钢消耗分别占项目整体的60%、30%和10%。故我们在观测地产用钢时，最主要需要关注的是房屋新开工表现情况。

图45：2018年钢铁行业下游需求分布



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

图46：房地产用钢占比



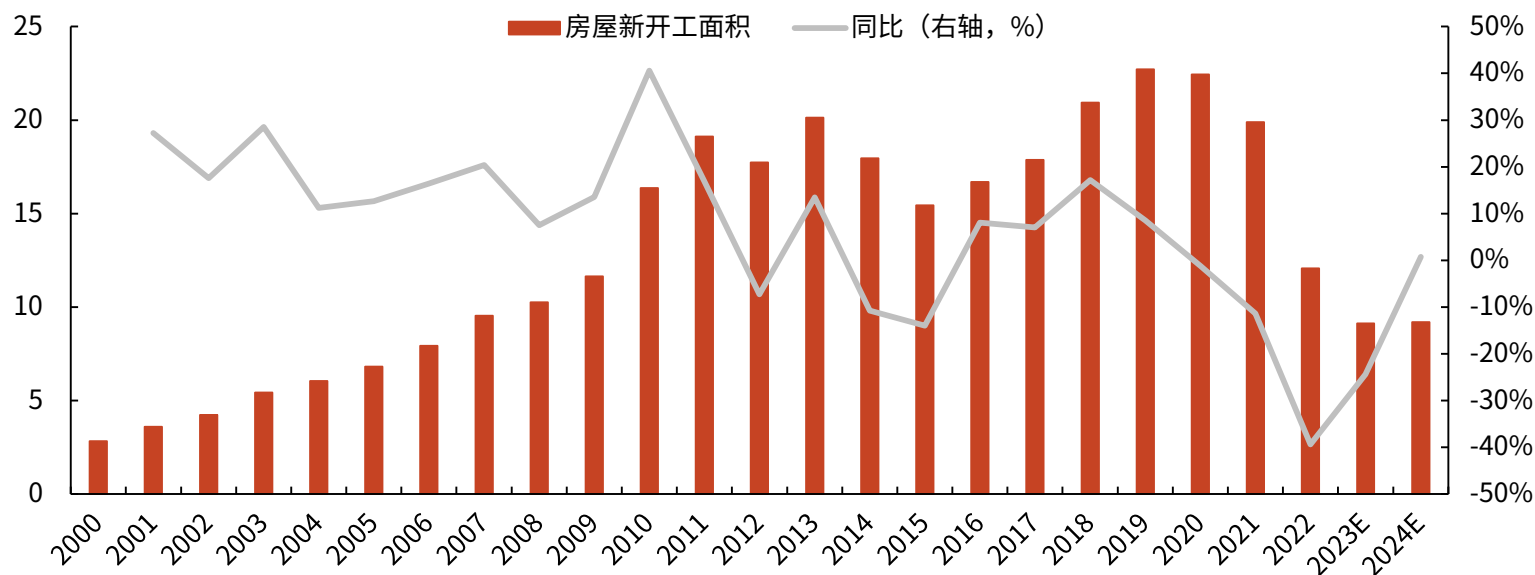
资料来源：Mysteel，光大证券研究所

4.1钢铁：2024年需求有望实现同比持平

2023年1-8月我国房屋新开工面积累计同比下降24.40%，如若全年降幅保持在24.40%，则2023年我国地产新开工面积为9.12亿平米；假设2023年我国总人口与2022年持平（14.12亿人），常住人口城镇化率在2022年（65.22%）基础上提升0.50pct，则我国常住城镇人口人均新开工面积为0.996平米。

如若2024年，我国常住人口城镇化率进一步提升0.50pct至66.22%，假设总人口数为14.12亿人、常住城镇人口人均新开工面积为0.996平米，则对应我国新开工面积为9.31亿平米，同比增长0.76%。

图47：2000年以来房屋新开工面积及假设（亿平方米）



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

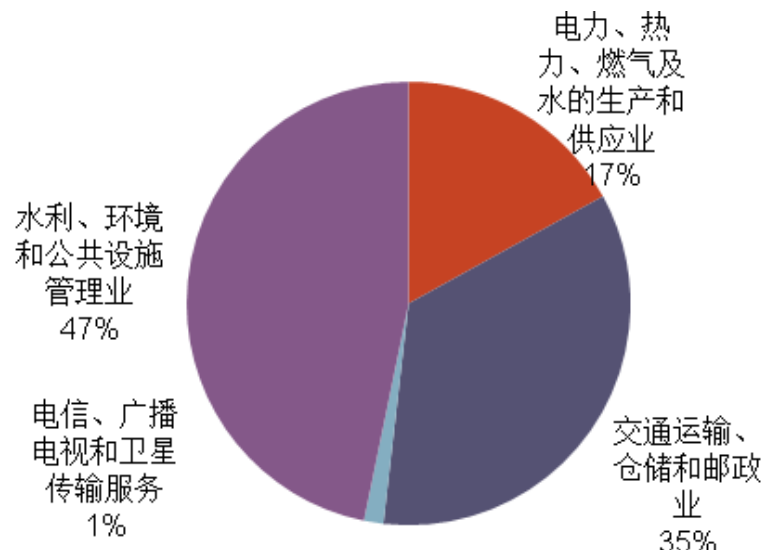
请务必参阅正文之后的重要声明

4.1钢铁：2024年需求有望实现同比持平

（2）电力、水利基础设施建设发力，有望带动钢管景气度提升

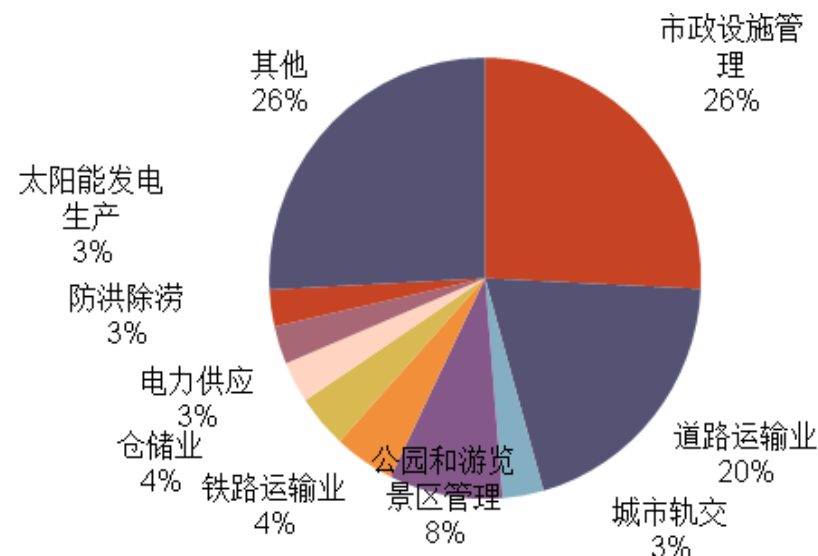
我们根据国家统计局公布的年度数据来看（统计局的总绝对值数据只更新到 2017 年），城镇基础建设固定资产投资完成额=电力、热力、燃气及水的生产和供应业固定资产投资完成额+交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额+水利、环境和公共设施管理业固定资产投资完成额。

图48：2017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49：2017年我国基建固定资产投资额构成（二级）

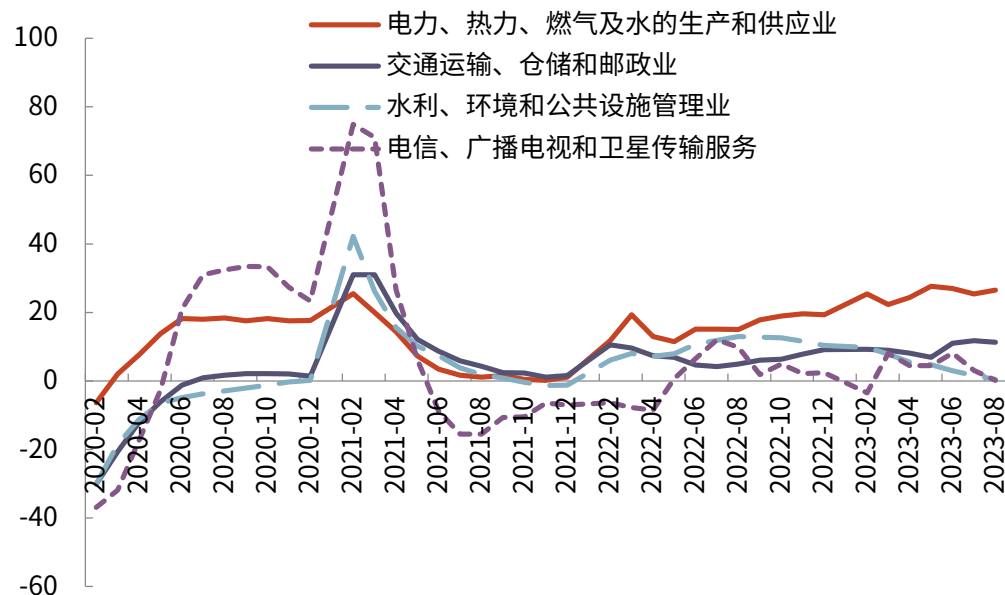


资料来源：Wind，光大证券研究所

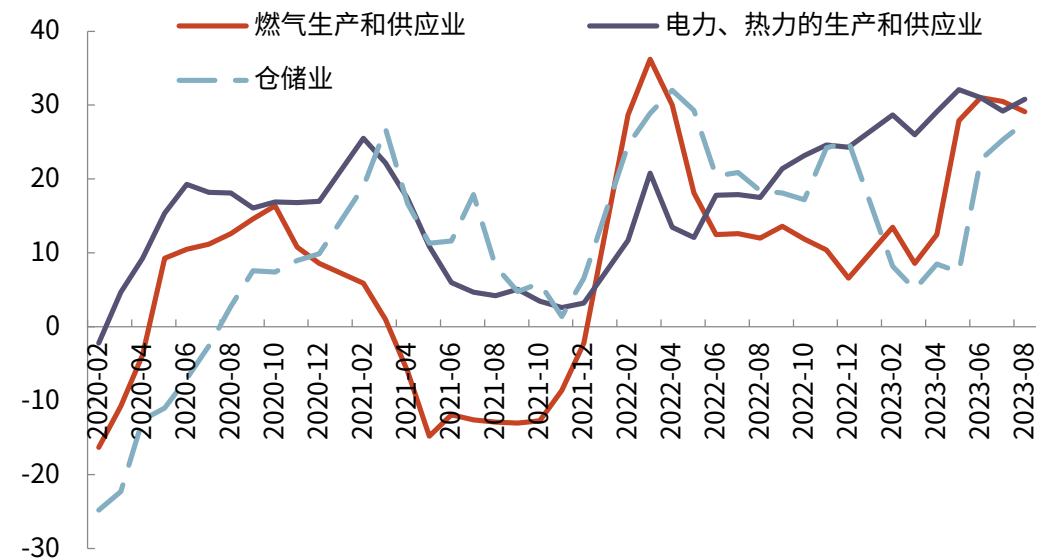
4.1钢铁：2024年需求有望实现同比持平

2023年1-8月，我国基础设施建设投资累计同比+8.96%，从一级分类来看，主要系电力、热力、燃气及水的生产和供应业以及交通运输、仓储和邮政业投资增速较快，分别为26.50%、11.30%，高于整体基建投资增速。从对应的二级分类来看，累计同比增速最高的前三为电力热力的生产和供应、燃气生产和供应业、仓储业，分别为30.80%、29.10%、27.70%。

图50：2020年至今基建固定资产投资（一级）累计同比（%）图51：2020年至今电力热力生产和供应、燃气生产和供应业、仓储业基建累计同比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截至2023年8月）

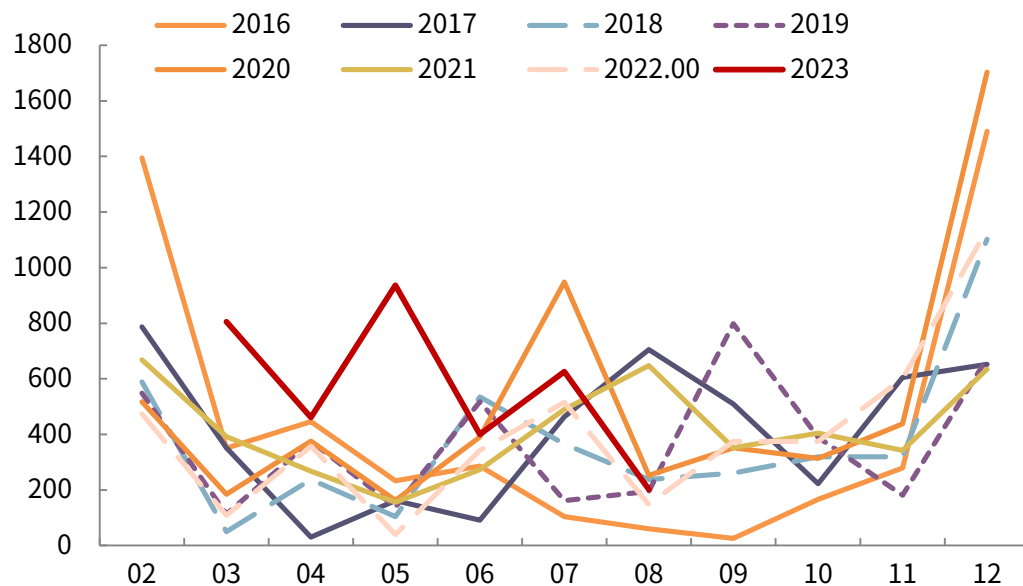


资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截至2023年8月）

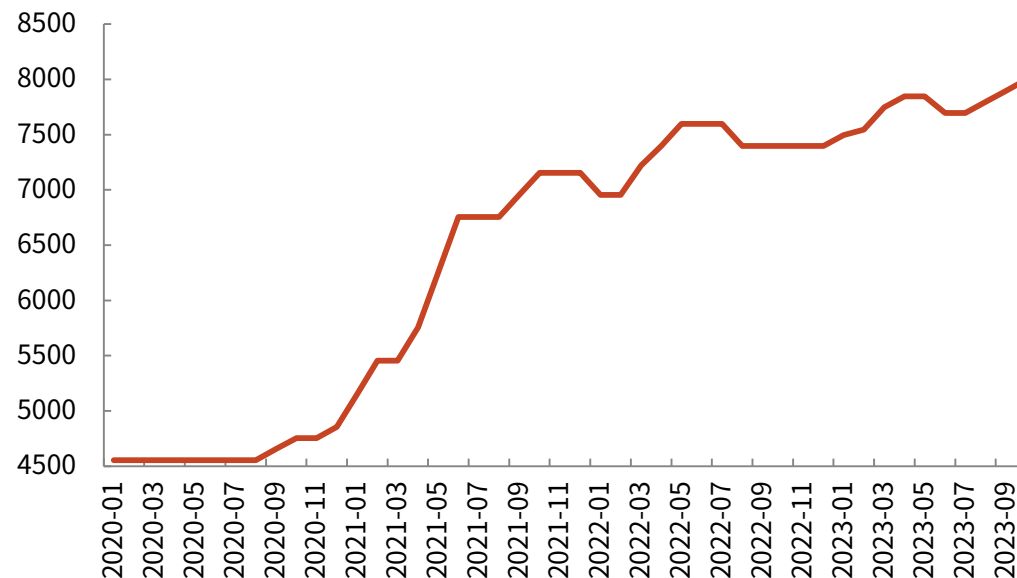
4.1钢铁：2024年需求有望实现同比持平

2021年能源用煤（电力+供热+部分建材、化工、冶金行业的能源用煤）占煤炭消费总量的69%，占能源消费总量的56%。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，2023年1-8月我国新增火电3429万千瓦，同比增长72.92%。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52：2015年至今我国火电电源建设新增装机容量（万千瓦） 图53：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（时间截至2023年8月）



资料来源：宝钢股份微信公众号，光大证券研究所（时间截至2023年10月）

4.1钢铁：2024年需求有望实现同比持平



关注特别国债发行带动的金属管道产品投资机会。此次特别国债发行有望带动国内地下管网、水网建设，进一步提振管道需求。根据我们在《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》中预测2020年钢管下游占比中建筑行业及水务行业占比为51%，而2020年球墨铸管下游接近80%为市政建设及水网。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。截至2013年，我国城市供水管道中离心球墨铸管长度占比大约在34%，未来潜在需求空间较大。

图54：球墨铸管价格及其与铸造生铁价差（元/吨）

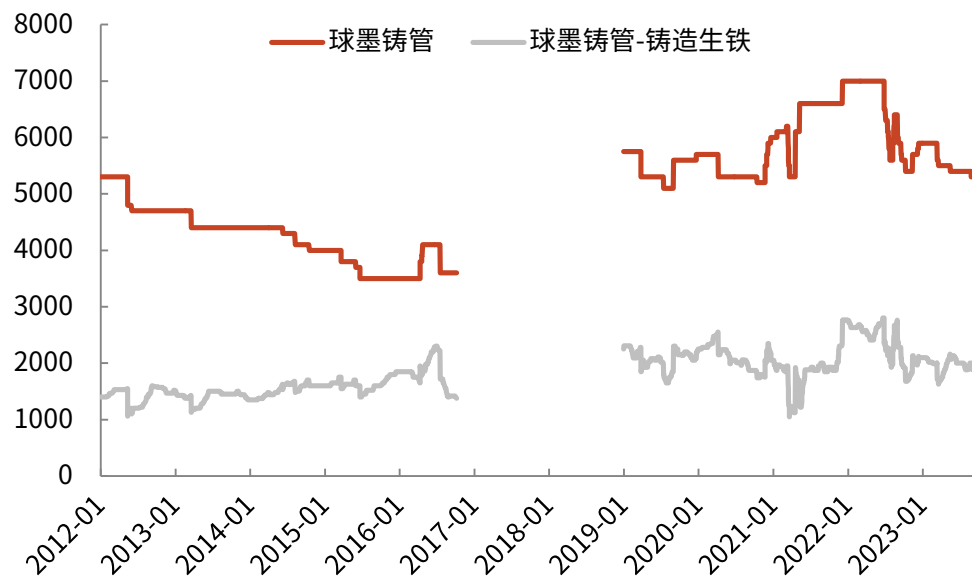
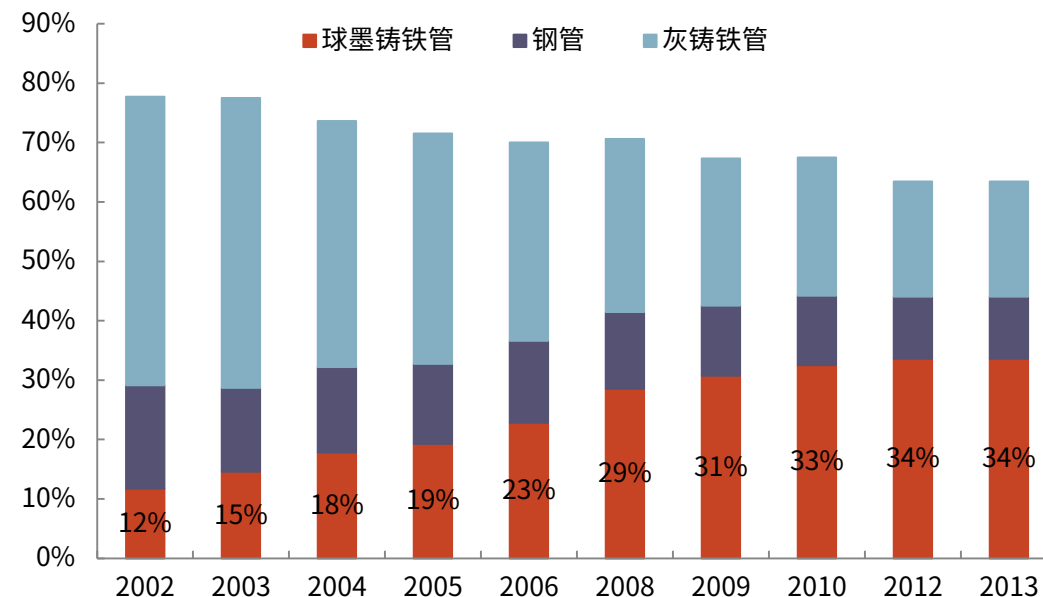


图55：2002-2013年公共供水管道中不同金属钢管长度占比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截至2023年9月28日）

请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：《中国铸造协会铸管及管件行业“十三五”发展规划》，光大证券研究所

4.1钢铁：2024年需求有望实现同比持平

(3) 中国钢材价格极具优势，出口量或将维持高位

根据国际钢铁协会2023年10月预测，预计2023年全球钢铁需求同比+1.8%，其中欧盟和英国同比-5.1%、美国同比-1.1%、日本同比-2.0%、韩国同比+3.3%、印度同比+8.6%、东盟同比+3.8%、中东北非同比-3.5%。

根据国际钢铁协会数据，2023年1-9月，64个国家粗钢产量为14.06亿吨，同比+0.10%，其中累计同比正增长的国家主要为印度（+11.6%）、独联体（+2.0%）、中国（+1.7%），而欧盟和英国（-9.1%）、日本（-3.6%）、美国（-1.4%）、伊朗（-0.6%）、韩国（-0.4%）累计同比均为负增长。

表5：2023年1-9月全球64个国家粗钢产量表现（亿吨，%）

	64国家	欧盟和英国	独联体	美国	日本	韩国	中国	伊朗	印度
粗钢产量	14.06	0.96	0.66	0.61	0.65	0.50	7.95	0.22	1.04
同比	0.10%	-9.10%	2.00%	-1.40%	-3.60%	-0.40%	1.70%	-0.60%	11.60%

资料来源：世界钢铁协会，Wind，光大证券研究所（截至2023年9月）

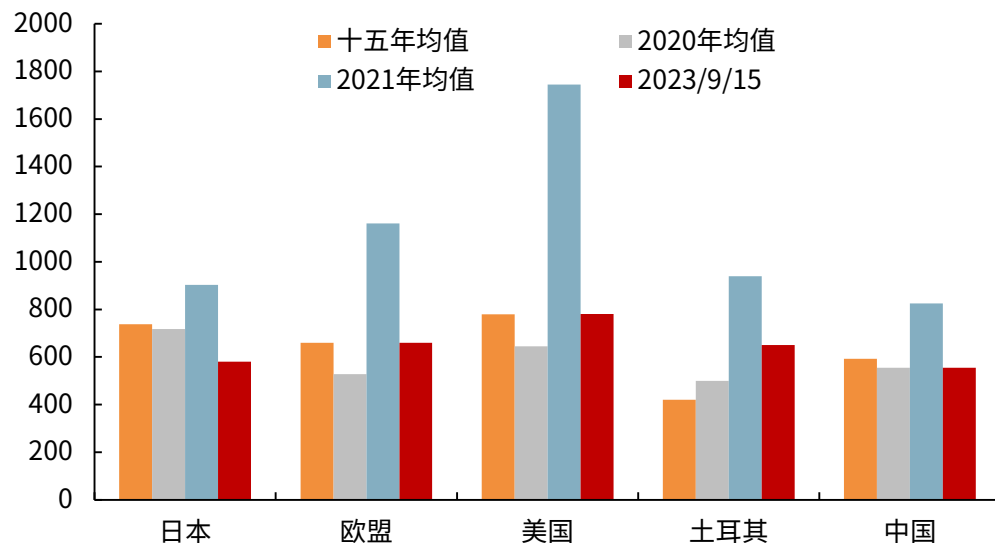
4.1钢铁：2024年需求有望实现同比持平

当前中国钢材价格低于欧美、土耳其，利好钢材出口。2023年1-9月，我国钢材累计出口6682万吨，同比+31.8%。由于我国钢价具有一定优势，但由于海外需求同比增幅略有提升，预计2024年我国钢材出口同比增速或将维持高位。

(4) 展望2024年需求有望实现同比持平，盈利中枢小幅上行

由于国内地产需求表现不及预期，钢铁行业利润维持低位，2023年1月-9月，行业综合毛利均值为247元/吨，同比下降23.53%。展望2024年，我们认为在地产预期好转的背景下，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2024年我国钢铁需求有望同比持平，而行业产能产量双控已经成为常态，吨钢净利润有望逐步回归至50-100元的水平。

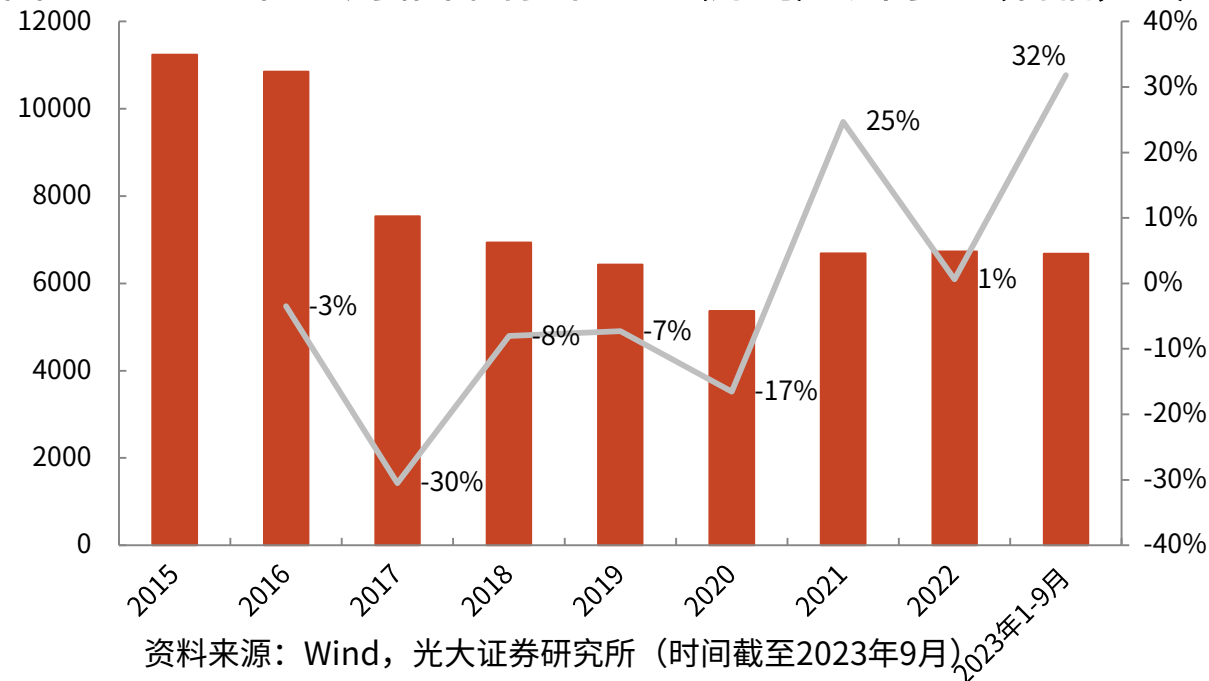
图56：各主要经济体与中国的热卷价格（美元/吨）



资料来源：世界钢铁协会，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图57：2015年至今我国钢材出口量（万吨）及同比（右轴，%）

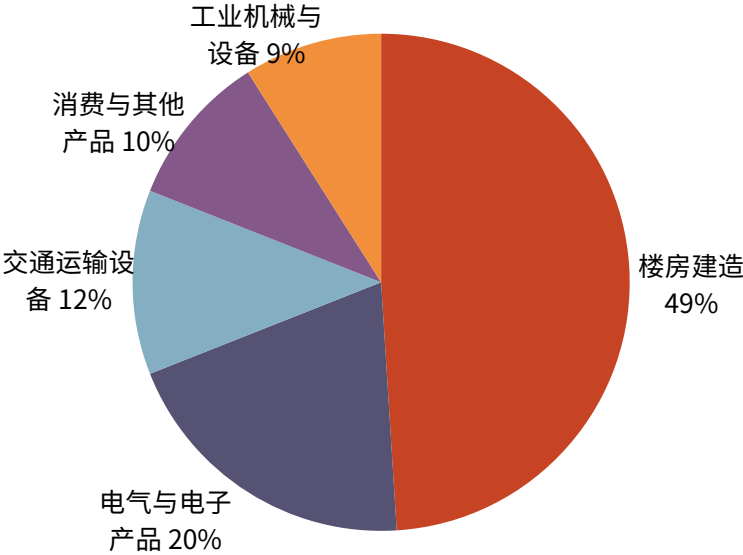


资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截至2023年9月）

4.2铜：新能源提供需求增量，2025年新能源需求占比达17%

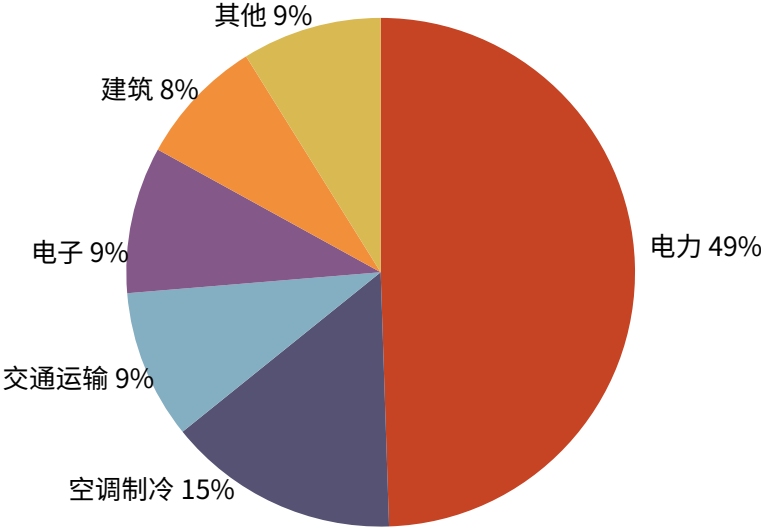
铜的下游终端应用广泛，需求遍布各行各业。中国和海外铜的消费结构差异较大，美国的铜下游主要集中在楼房建造（49%）、电气和电子（20%）、交运（12%）、消费与其他产品（10%）、工业机械与设备（9%）。而国内则以电力、空调制冷为主，具体比例为电力（49%）、空调制冷（15%）、交运（9%）、电子（9%）、建筑（8%）及其他领域（9%）。

图58：美国铜下游各领域用量结构



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（2022年）

图59：中国铜下游需求用量结构



资料来源：安泰科，光大证券研究所（2022年）

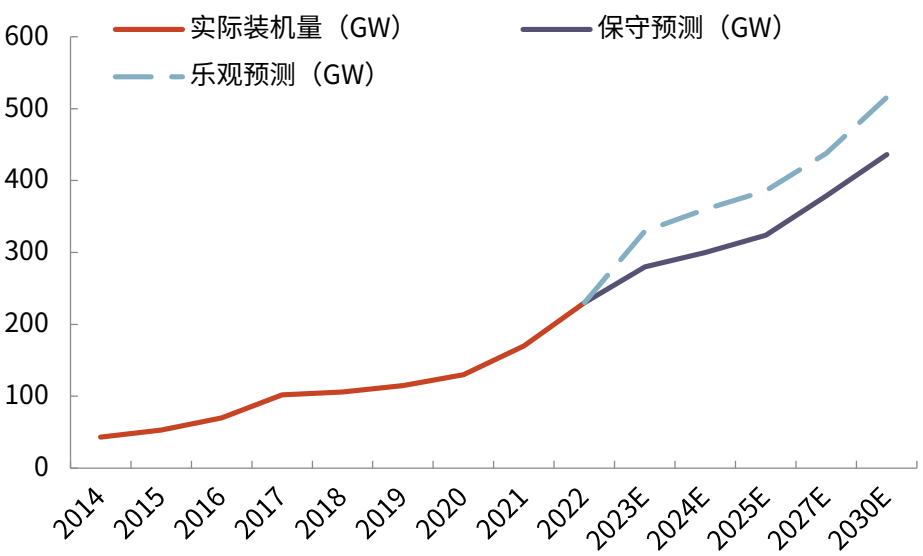
4.2铜：新能源提供需求增量，2025年新能源需求占比达17%

未来全球铜需求的增长主要来源于光伏、风电和新能源车为代表的新能源需求。

1) 光伏：光伏发电系统是由太阳能电池方阵、蓄电池组、充放电控制器、逆变器、交流配电柜、太阳跟踪控制系统等设备组成，其中汇流箱、变压器、铜导线等组件含铜量较多。

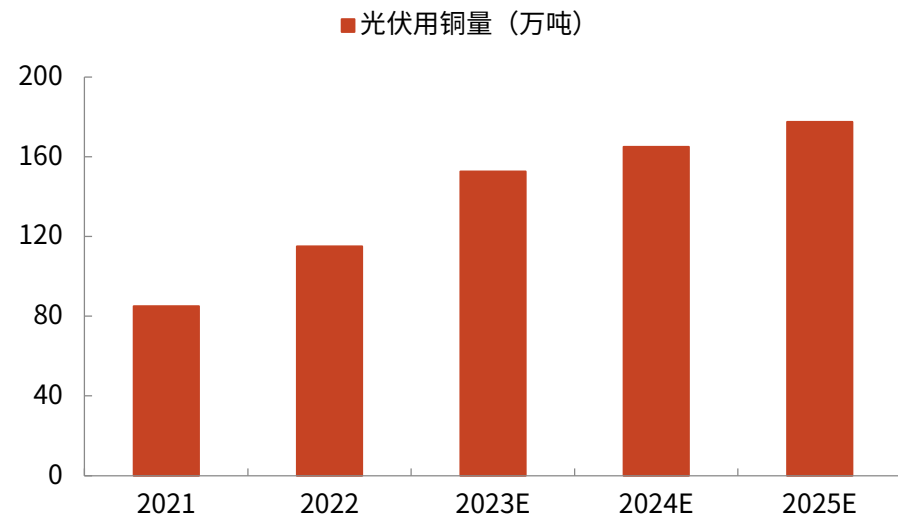
中国光伏业协会预测，2023/2024/2025年全球光伏装机量保守预测为280/300/324GW，乐观预测为330/360/386GW。若取其均值，2025年全球光伏装机量为355GWh，WoodMackenzie报告显示，1GW光伏装机铜用量约5000吨。2023/2024/2025年光伏行业整体耗铜量约153/165/178万吨。

图60：全球光伏装机量预测（GW）



资料来源：CPIA预测, 光大证券研究所（2023年2月）

图61：全球光伏行业耗铜量预测（万吨）



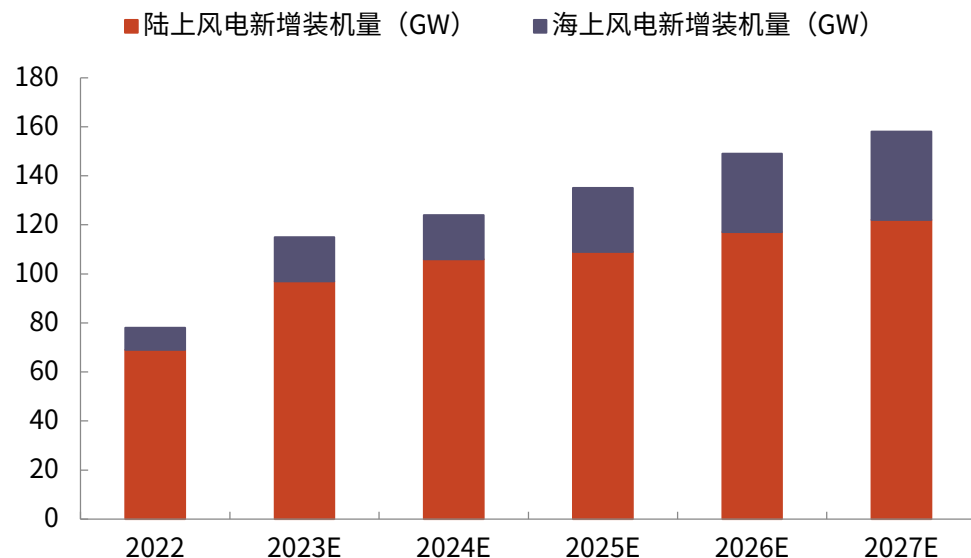
资料来源：CPIA、Wood Mackenzie, 光大证券研究所预测

4.2铜：新能源提供需求增量，2025年新能源需求占比达17%

- 2) 风电：铜在风电中的具体应用组件为塔筒电缆、机组内部升压器、机组外部升压器、风电场内部电缆、电机、开关设备、控制电线和电缆、接地电线和电缆等，应用范围较广。对于海上风电来说，各组件的铜使用强度均较陆上风电有所提升，尤其是电缆，电缆铜用量占比可高达59%。

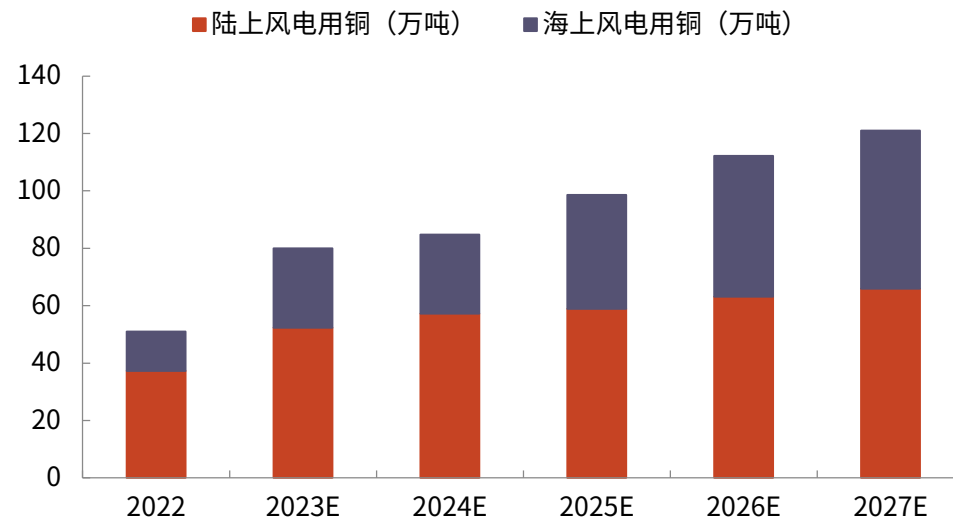
WoodMackenzie报告显示，陆上风电每GW装机消耗5400吨铜，海上风电每GW装机消耗15300吨铜。全球风能理事会（GWEC）预计2023-2025年全球陆上风电新增装机量为97/106/109GW，海上风电新增装机量分别为18/18/26GW，对应2023-2025年风电装机耗铜量分别为80/85/99万吨。

图62：全球风电装机量及预测（GW）



资料来源：CPIA预测, 光大证券研究所（2023年2月）

图63：全球风电装机耗铜量预测（万吨）



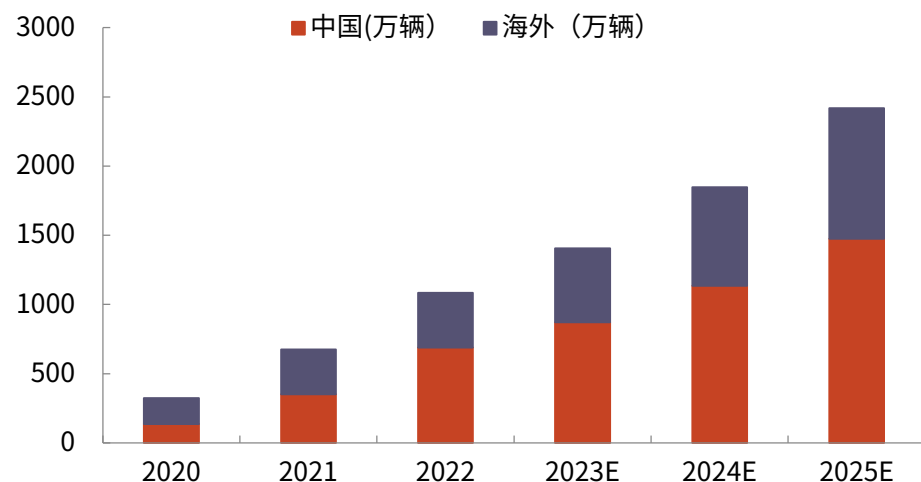
资料来源：CPIA、Wood Mackenzie, 光大证券研究所预测

4.2铜：新能源提供需求增量，2025年新能源需求占比达17%

铜主要用于新能源汽车电动机的转子线圈，以及发电和储存。新能源汽车的单车耗铜量是传统燃油车的数倍。根据ICSG数据，传统汽车单车用铜量是23kg，混合动力电动汽车单车用铜量是40kg，插电式混合动力汽车单车用铜量是60kg，而纯电动车单车用铜量是83kg。

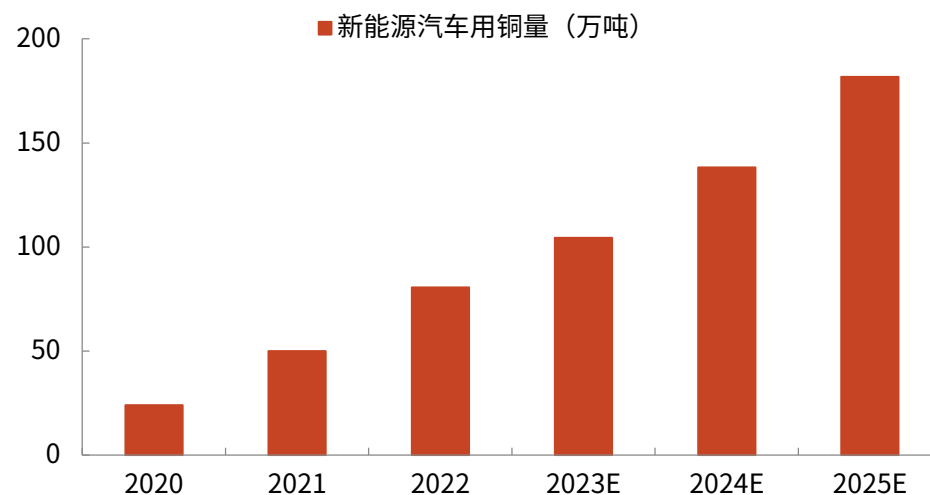
假设2023-2025年全球新能源汽车销量分别为1405/1848/2418万辆，其中国内销量分别为872/1134/1474万辆。基于2025年全球新能源汽车2418万辆的预测，我们预计2025年全球新能源汽车消耗的铜约182万吨。

图64：全球新能源汽车销量及预测（万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所预测

图65：全球新能源汽车耗铜量预测（万吨）



资料来源：Wind、中汽协，光大证券研究所预测

4.2铜：新能源提供需求增量，2025年新能源需求占比达17%

2025年新能源领域（新能源汽车、风电、光伏）用铜量合计约458万吨，占全球铜需求17%（以SMM2025年全球精炼铜消费量2685万吨为计算基数）。

精炼铜维持紧平衡，2023-2025年过剩30/15/5万吨

据SMM预测，2023-2025年全球精炼铜产量分别为2552/2618/2690万吨，同比增长3.5%/2.6%/2.8%。2023年-2025年全球精炼铜整体处于紧平衡，过剩幅度逐年减弱，分别为30/15/5万吨，继续看好后续铜价上行。

表6：全球精炼铜供需平衡表（万吨）

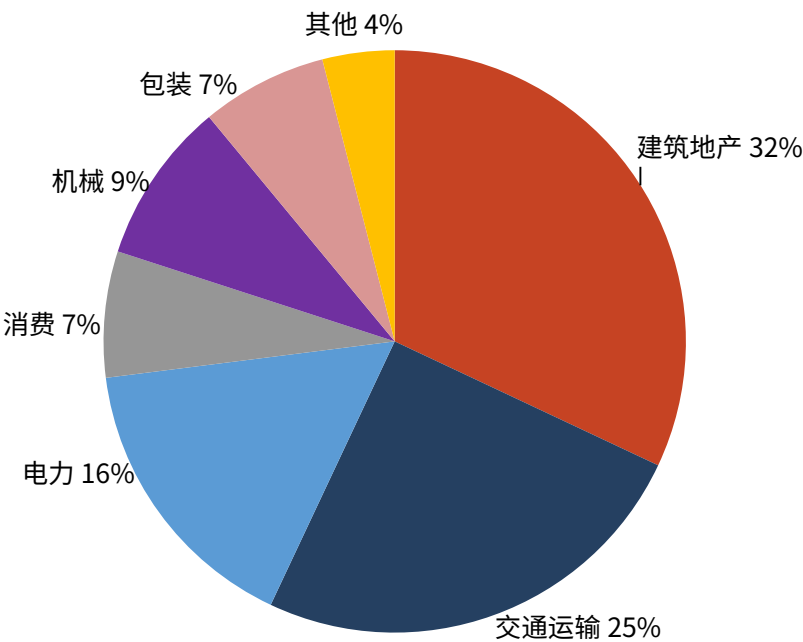
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球精炼铜产量	2352	2356	2413	2465	2552	2618	2690
全球精炼铜消费量	2358	2320	2415	2452	2522	2603	2685
供需平衡	-6	36	-2	13	30	15	5
其中精铜替代废铜	12	25	10	25	0	0	0
中国国储收铜	0	55	-11	4	0	0	0
调整后供需平衡	-18	11	-12	-12	30	15	5

数据来源：SMM预测，光大证券研究所（预测时间为2023年4月）

4.3铝：略有过剩，维持紧平衡

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

图66：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）

4.3铝：略有过剩，维持紧平衡



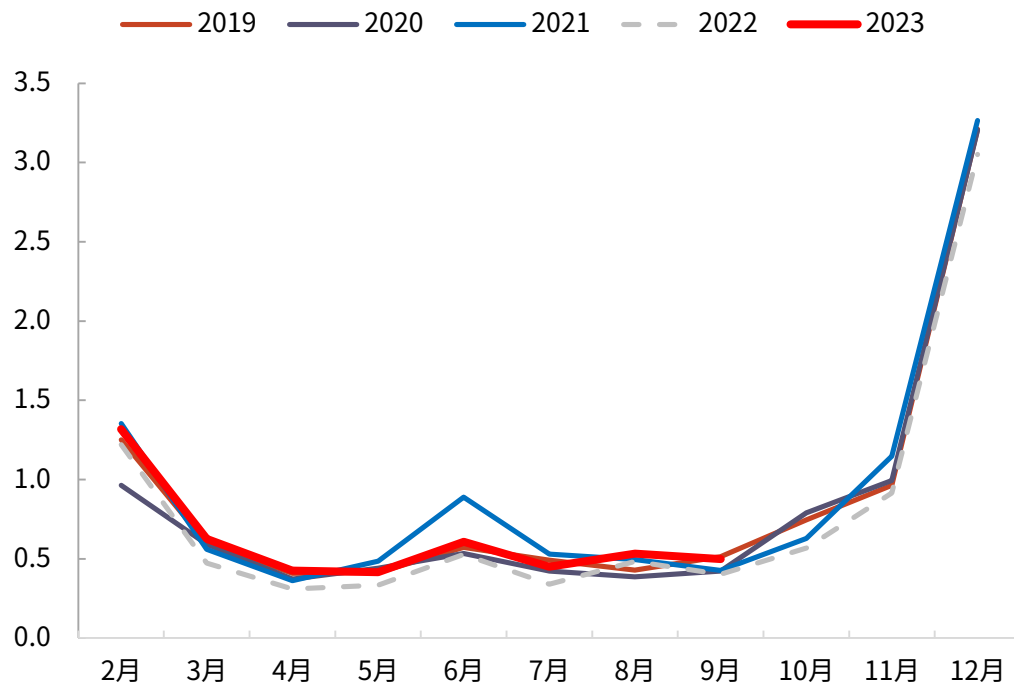
由于受疫情影响，2022年全国房屋竣工面积出现下滑，全国房屋竣工面积累计86222万平米，同比下滑15%。在2022年末“保交楼”政策发力和2022年低基数背景下，2023年全国房屋竣工面积有望实现较大幅度同比增长，2023年1-9月全国房屋竣工面积48705万平米，同比增长19%。

图67：2023年1-9月新开工和竣工面积累计同比增速



资料来源：Wind, 光大证券研究所（截至2023年9月）

图68：2023年单月竣工面积高于2022年同期（亿平方米）



资料来源：Wind, 光大证券研究所（截至2023年9月）

4.3铝：略有过剩，维持紧平衡

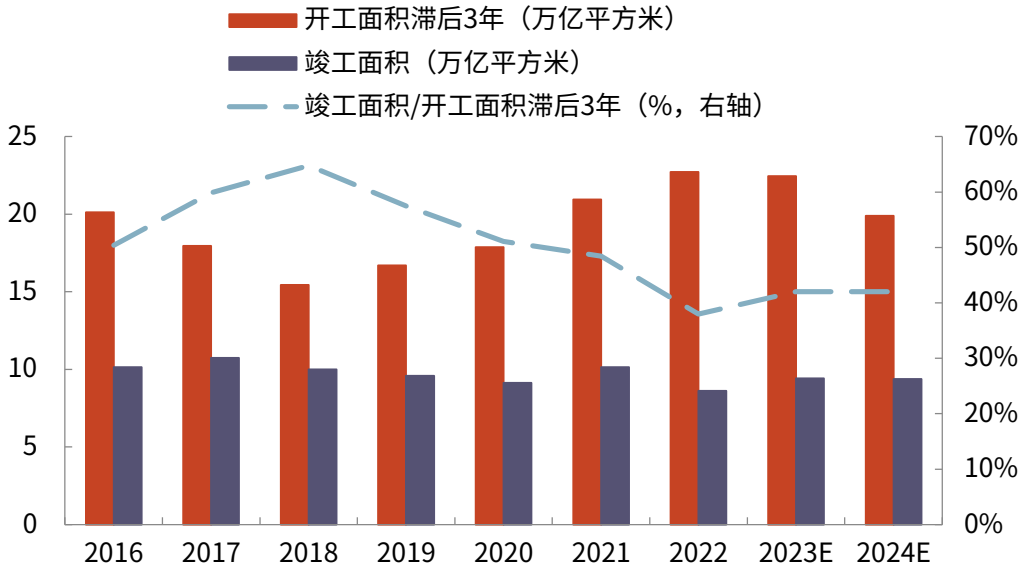
2024年地产竣工面积预测：我们在2023年9月发布的《底部信号明显，股票投资价值再现——大宗商品展望报告系列一》中对2023-2024年房屋竣工面积做了预测，2023年全年地产竣工面积约9.43亿平方米，据此计算当年竣工面积/开工面积滞后3年比例为0.42；假设2024年该比例不变，2024年地产竣工面积约9.37亿平方米，同比下滑1%（未考虑2021-2023年增加的未竣工面积后续竣工情况，若考虑在内则增速或更高）。

图69：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2023年9月）

图70：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

4.3铝：略有过剩，维持紧平衡

需求：按我们在2023年9月发布的报告《底部信号明显，股票投资价值再现——大宗商品展望报告系列一》中测算，预计2023年国内电解铝需求约为4227.8万吨，同比增长4.1%；2024年国内电解铝需求约为4300.7万吨，同比增长1.7%（假设汽车产量同比增长2%，单车用铝提升3%；光伏领域用铝增长为0%，其他电力领域用铝增速持平；消费、包装、器械、其他领域同比增长2%）。

表7：中国电解铝需求表（万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
中国铝需求	3664.0	3835.0	4035.4	4061.3	4227.8	4300.7
建筑地产	1239.9	1227.2	1313.1	1116.1	1216.6	1204.4
交运	878.1	958.8	1057.0	1180.2	1246.0	1309.0
电力	536.2	613.6	595.8	643.3	666.0	666.0
消费	264.0	268.5	273.8	282.0	276.4	281.9
机械	332.3	345.2	352.1	362.6	355.4	362.5
包装	263.2	268.5	287.2	316.0	309.6	315.8
其他	150.4	153.4	156.3	161.0	157.8	160.9

数据来源：安泰科、CM Group、中国光伏业协会, 光大证券研究所预测

4.3铝：略有过剩，维持紧平衡

供需仍处紧平衡：电解铝行业维持小幅过剩

2023年：2023年1-8月国内净进口电解铝65万吨，我们预计2023年电解铝净进口100万吨，预计2023年电解铝行业仍维持紧平衡，小幅过剩。

2024年：假设2024年电解铝进口量与2023年一致为100万吨，则2024年电解铝行业仍将处于小幅过剩格局。

表8：中国电解铝供需平衡（万吨）

	2020	2021	2022	2023E	2024E
中国铝产量	3730.0	3890.0	4033.0	4142.5	4217.7
中国净进口	105.5	157.0	47.0	100.0	100.0
抛储		28.0	0.0	0	0
中国铝需求	3835.0	4035.4	4061.3	4227.8	4300.7
供需平衡（总供给-需求）	0.5	39.6	18.8	14.7	17.0

数据来源：安泰科、CM Group、中国光伏业协会, 光大证券研究所预测

请务必参阅正文之后的重要声明

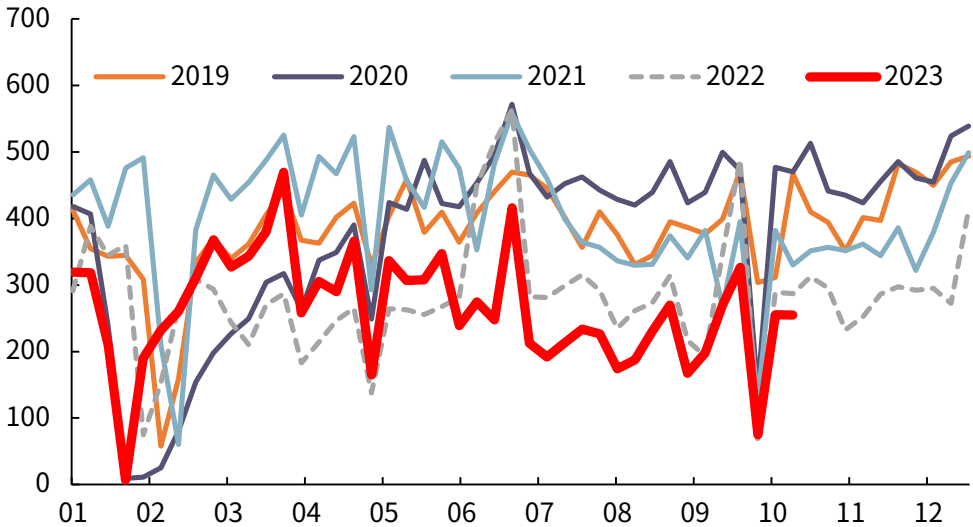
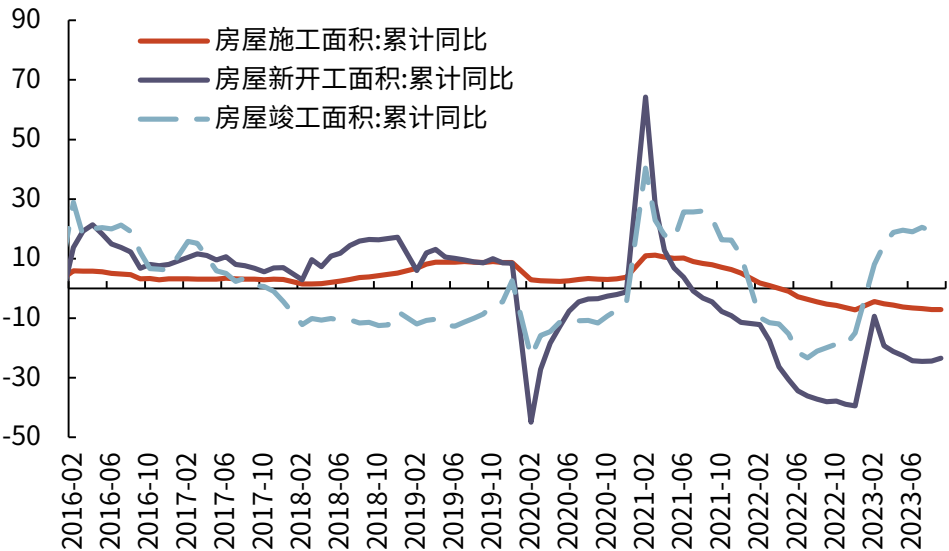
4.4煤炭：供需显著过剩难以出现，海外扰动有望带动国内煤价中枢上行

重点关注地产恢复情况

我们于2022年9月1日发布的《煤炭需求的八问八答——煤炭行业深度报告》中指出，煤炭下游需求的波动（2021年数据）主要关注地产（影响21%）、基建（影响11%）、出口（影响6%）、水电（影响11%）四方面，其余部分的需求（居民生活22%，新兴产业6%，化工品9%等）偏刚性，每年基本维持稳定增长。

地产领先指标仍有一定压力。30大中城市商品房成交面积对地产新开工、施工、竣工有一定的领先性，2023年10月20日当周，处于五年同期低位水平。

图71： 房地产新开工、施工面积累计同比仍维持低位（%） 图72： 30大中城市商品房成交面积仍处于同期最低（万平方米）



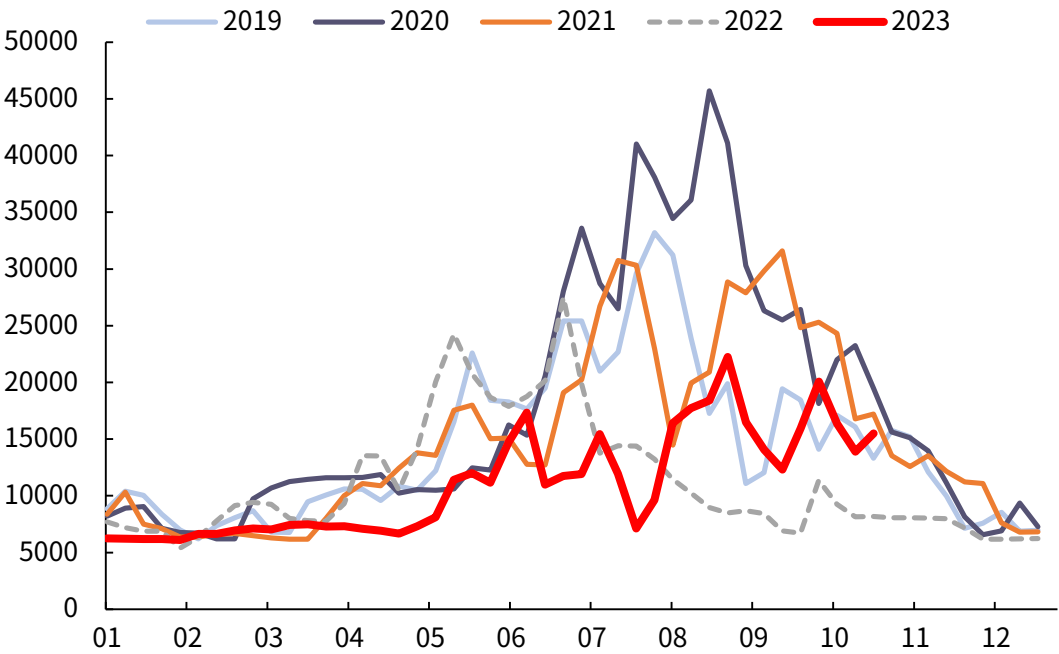
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2023年9月，月度数据

资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2023年10月20日，周度数据

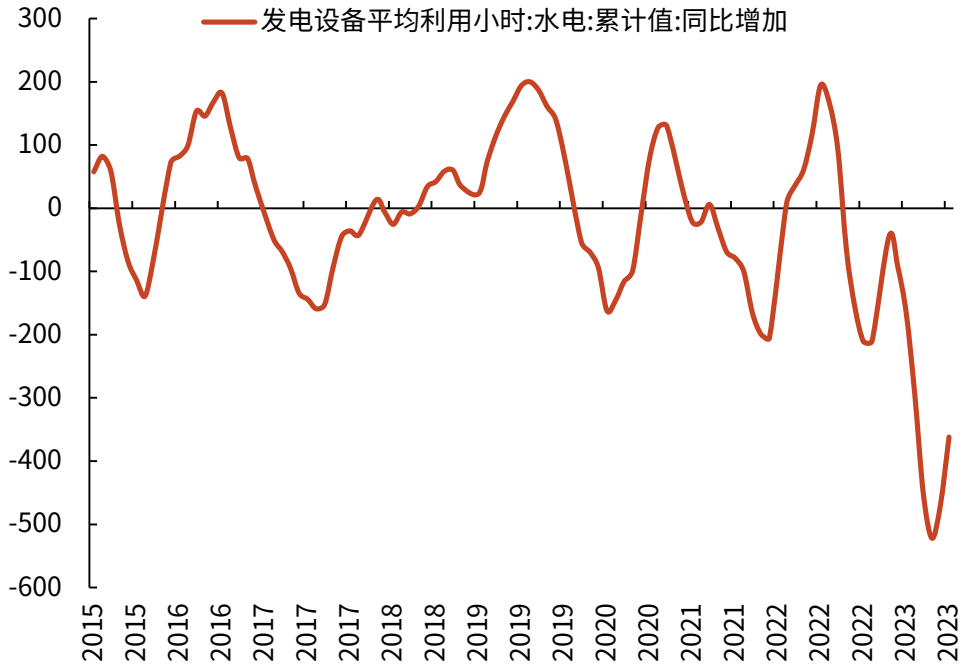
4.4煤炭：供需显著过剩难以出现，海外扰动有望带动国内煤价中枢上行

2023年水电出力显著低于预期。三峡出库流量是来水情况的高频监测指标，2023年年初以来，三峡出库流量持续处于较低水平。水力发电设备平均利用小时累计同比增加值在2015-2022年期间有一定的周期性的规律，但2023年以来该值大幅下降，说明2023年水电出力情况是明显低于正常年份水平的。

图73：2023年以来三峡出库流量持续处于同期低位（立方米/秒）图74：2023年水电利用小时数显著低于预期（小时）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2023年10月21日，周度数据

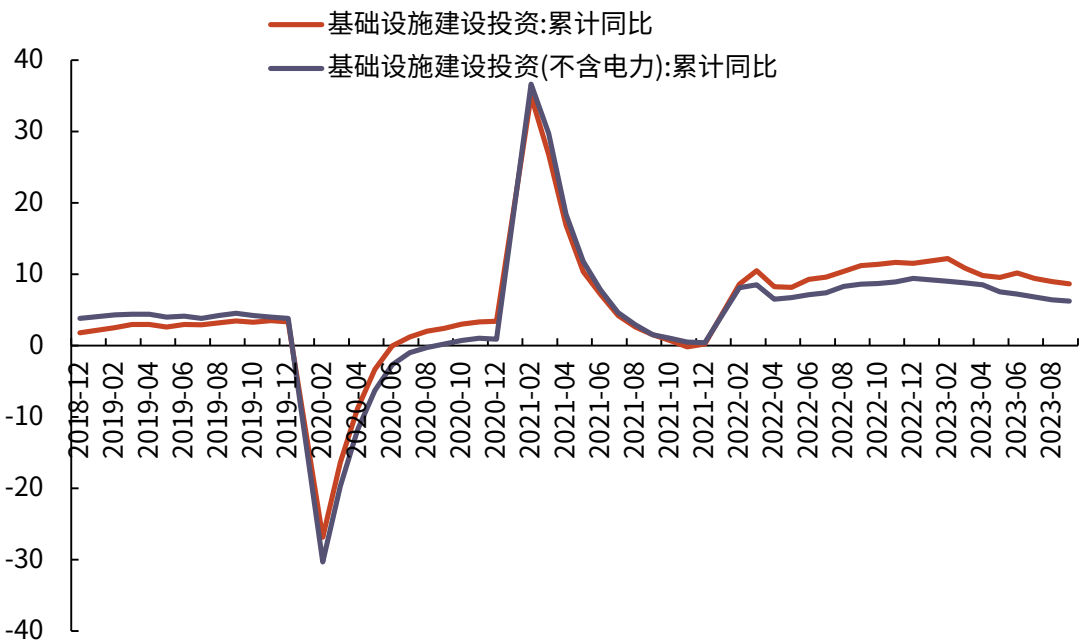


资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2023年9月

4.4煤炭：供需显著过剩难以出现，海外扰动有望带动国内煤价中枢上行

出口金额增速持续低迷，基础建设固定资产投资额维持较高增速。2023年1-9月，基础设施建设固定资产投资额累计同比增长8.64%，当前基建景气度仍较高，对煤炭需求有一定支撑。但出口金额累计同比在持续走低，2023年1-9月出口金额累计同比-5.7%，出口端对煤炭需求有一定拖累。

图75：基建固定资产投资额累计同比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2023年9月

图76：出口金额当月同比持续回落（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2023年9月

4.4煤炭：供需显著过剩难以出现，海外扰动有望带动国内煤价中枢上行

供需平衡：显著过剩难以出现，价格中枢仍有上行可能

按煤炭直接下游测算，2023年煤炭需求增速大约在3.5%左右。根据我们外发的《供给篇：供给有顶，价格有底——煤炭行业深度报告》，我们预计2023年火电发电量将维持6%左右增速，2023年煤炭需求增速的大约在3.5%左右。

表9：煤炭需求预测（按直接下游）

	2022年需求占比	2018同比	2019同比	2020同比	2021同比	2022同比	2023E同比	备注
全社会用电量	-	8.5%	6.4%	3.1%	10.7%	3.9%	6.0%	中电联预测
火电发电量	54%	8.0%	3.7%	2.2%	9.3%	1.4%	6.0%	假设火电与总用电量增速一致
生铁产量	17%	8.5%	5.0%	9.7%	-2.1%	-0.5%	0.0%	钢铁产量“平控”
水泥产量	7%	-6.0%	7.1%	2.0%	-0.6%	-10.4%	-4.0%	1-8月水泥同比增速为-4%，预计全年维持该水平
化工品	6%	3.6%	4.7%	3.4%	7.7%	6.6%	9.0%	1-8月增速为8.6%，当前需求较好，预计全年增速为9%
煤炭需求增速		5.5%	3.6%	3.2%	5.1%	0.4%	3.5%	假设剩余部分维持不变

资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所预测

请务必参阅正文之后的重要声明

4.4煤炭：供需显著过剩难以出现，海外扰动有望带动国内煤价中枢上行

2024年煤炭供需仍处于紧平衡。《中国电力发展报告2023》预计2024年全社会用电量将达到9.5-9.7万亿千瓦时，同比增长4.3%-5.2%。中国电力企业联合会党委书记、常务副理事长杨昆2022年3月预计2025年全国煤电装机规模约为12.5亿千瓦，2022-2025年CAGR为3.7%。考虑到煤电利用小时数的下降，我们预计2024年煤电发电量增速在3%左右，对应煤炭需求增速约1.5%。2024年国内产量增速预计1.3%左右，进口量假设与今年持平，则需求与供给的增速接近，预计2024年煤炭供需仍处于紧平衡。

2024年海外扰动有望带动煤价中枢上行。2023年进口煤对国内供给起到了明显的补充作用，当前俄乌冲突仍未结束，巴以冲突若进一步加剧，可能影响全球能源的供应，从而带动海外煤价上行，2023年国内煤炭供应对进口煤的依赖程度明显提高，海外煤价上行将带动国内煤价中枢提升。

表10：煤炭供需平衡预测

	2018同比	2019同比	2020同比	2021同比	2022同比	2023E同比	2024E同比
煤炭需求增速	5.5%	3.6%	3.2%	5.1%	0.4%	3.5%	1.5%
原煤产量增速	5.0%	4.0%	1.5%	5.7%	10.5%	2.4%	1.3%
商品煤产量增速	3.2%	2.4%	-2.7%	5.2%	2.5%	2.4%	1.3%
煤炭进口增速	3.8%	6.6%	1.4%	6.3%	-9.3%	40.0%	0.0%
总供给增速	3.3%	2.7%	-2.4%	5.3%	1.5%	5.4%	1.2%
总供给增速-需求增速	-2.2%	-0.9%	-5.6%	0.2%	1.1%	1.9%	-0.3%
备注：	供给侧改革背景下，供需逐渐由过剩->紧缺			保供背景下，供需紧张程度逐渐下降			供需仍处于紧平衡

资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所预测

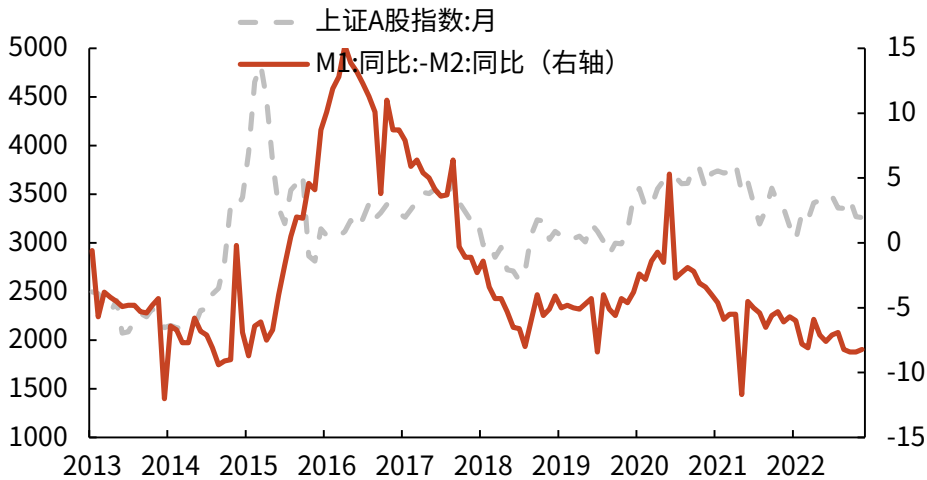
- 前三季度回顾：钢铜铝价上涨、煤价下跌
- 需求展望：底部显现，价格高点仍未到来
- 供给展望：钢铜铝煤供应增长受限
- 景气度展望：需求取决于地产表现
- 投资建议
- 风险分析

5.1国内两大流动性指标走弱

从历史（月度）数据来看，关于股指和流动性，存在两个规律：

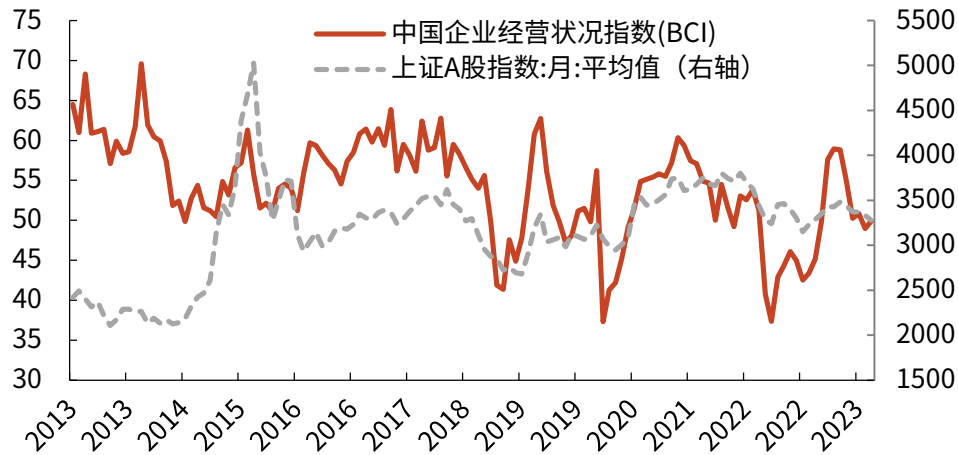
- (1) M1和M2增速差与上证指数在大部分时期存在一定正向相关性。2021年2月以来，M2同比增速持续大于M1，M1、M2增速差持续为负，截至2023年9月，该值仍为负，达到-8.2%，表明企业和居民选择将资金以定期的形式存在银行，经济运行或将放缓，不利于上证指数表现。
- (2) BCI企业经营环境指数与上证指数在2014年以后存在较强的相关性。BCI企业经营环境指数2020年2月跌至37.31后持续攀升在2020年12月达到60.34而后高位回落，2022年5月该值降至37.34，随后开始小幅回升，并于2023年3月达到高点58.94后小幅回落；截至2023年9月BCI企业经营环境指数为49.89，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77： 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2023年9月）

图78： 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2023年9月）

5.2工业金属及普钢估值呈明显分化



绝对PB：截至11月3日，除商用货车以外，多数周期板块的PB均处于2013年以来的低位。主要周期板块的PB分位为：房地产0.00%、水泥0.00%、航运4.29%、普钢4.35%、石油化工6.64%、化工9.02%、工程机械15.23%、工业金属18.37%、煤炭26.19%、商用载货车66.83%。

表11：2013年以来周期板块PB表现

	板块PB相对于沪深两市PB的比值				板块PB			
	最大	最小	目前	分位	最大	最小	目前	分位
煤炭开采	1.21	0.39	0.83	53.75%	2.48	0.80	1.24	26.19%
房地产	1.24	0.40	0.49	10.97%	4.09	0.74	0.74	0.00%
石油化工	1.26	0.59	0.84	37.36%	3.23	1.12	1.26	6.64%
化工	1.85	0.85	1.25	39.23%	5.30	1.53	1.87	9.02%
普钢	0.83	0.35	0.49	29.55%	2.50	0.66	0.74	4.35%
航运	1.54	0.60	0.77	17.87%	4.50	1.00	1.15	4.29%
工业金属	1.39	0.66	1.20	73.37%	4.60	1.17	1.8	18.37%
水泥制造	1.12	0.42	0.53	15.63%	2.74	0.79	0.79	0.00%
工程机械	2.39	0.43	1.10	34.07%	5.10	1.03	1.65	15.23%
商用载货车	1.44	0.41	1.39	95.20%	2.76	0.71	2.08	66.83%

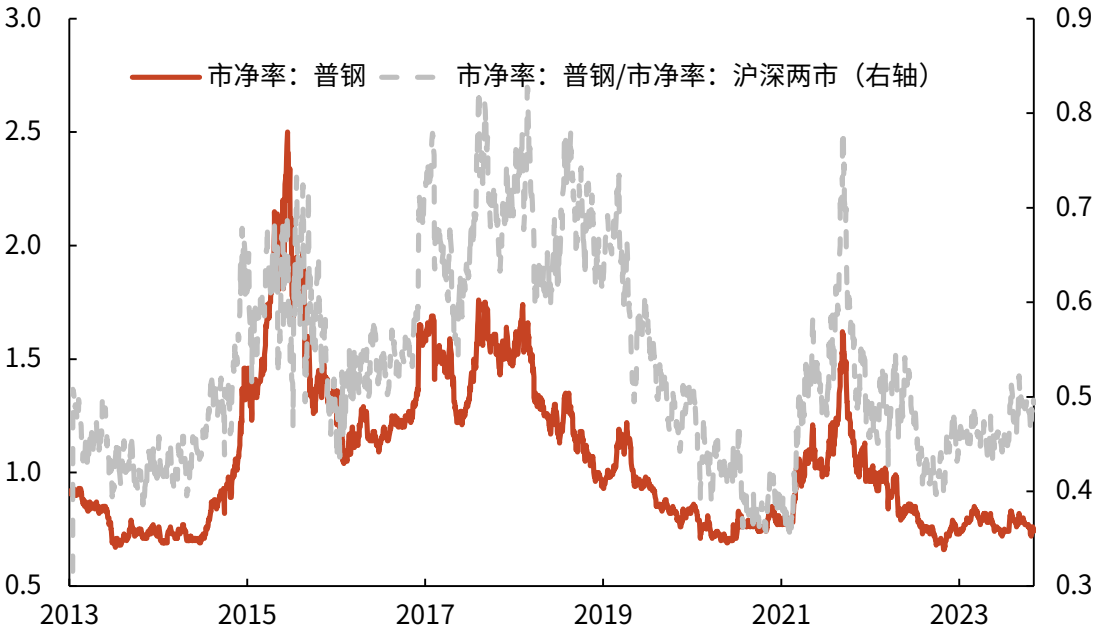
资料来源：Wind、光大证券研究所（截至2023年11月3日）

5.2工业金属及普钢估值呈明显分化



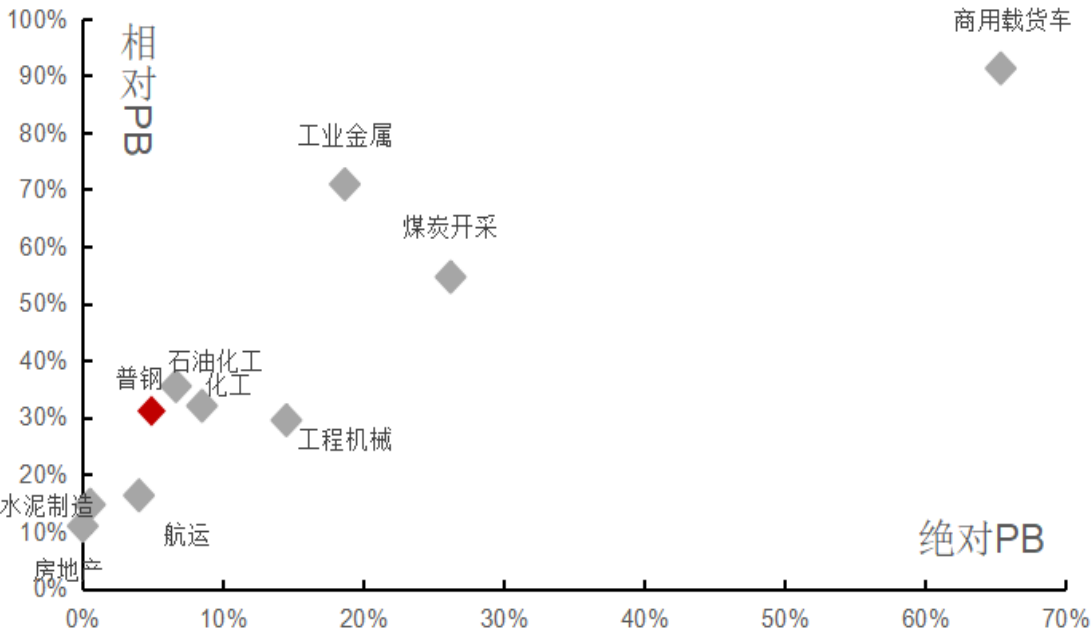
相对PB：截至11月3日，地产、航运、普钢、水泥制造、工程机械、石油化工、化工板块PB相对于沪深两市的估值均处于2013年以来的较低位置。主要周期板块的PB相对于沪深两市PB的比值分位为：房地产10.97%、航运17.87%、水泥15.63%、普钢29.55%、工程机械34.07%、石化37.36%、化工39.23%、煤炭53.75%、工业金属73.37%、商用货车95.20%。

图79：2013年以来普钢PB及普钢PB/沪深两市PB



资料来源：Wind、光大证券研究所（截至2023年11月3日）

图80：2013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2023年11月3日）



（1）钢铁板块：展望2024年，钢铁行业产能产量双控的情况将进一步延续，地产利好政策不断出台带动钢铁需求有望同比持平，在普钢需求见顶、板材表现优于长材的大背景下，板材类龙头钢企盈利能力稳健性将进一步凸显，**推荐华菱钢铁、宝钢股份、首钢股份。**

（2）铜板块：全球铜矿企业资本开支周期和矿山品位下降导致2023-2025年铜矿增量有限；全球精炼铜2023-2025年整体紧平衡，过剩逐年减弱，分别为30/15/5万吨（SMM预计），看好铜价逐步上行。**推荐铜金产量逐步增长的紫金矿业，关注金诚信、西部矿业。**

（3）铝板块：国内电解铝产能天花板将至，叠加云南水电持续扰动，电解铝供给增量有限；需求端，地产竣工面积或有下滑将对电解铝需求形成拖累，预计2024年供给略大于需求，仍处紧平衡，铝价或在枯水期有阶段性上行行情；**推荐具备成本和绿铝优势的云铝股份。**

（4）煤炭板块：预计2024年煤炭供需仍处于紧平衡；若海外出现扰动，煤价中枢有望上行。2023年二、三季度大概率是未来1-2年煤炭公司单季度毛利润的底部区间，当前股价下低估值、高股息优势凸显，**推荐高股息的焦煤龙头山西焦煤，关注盈利持续性强的陕西煤业、山煤国际。**

2023年前三季度实现营业收入1202.72亿元，同比-3.66%，实现归母净利润41.05亿元，同比-20.00%，2023年Q3实现营业收入407.15亿元，同比+1.25%，环比+2.66%，归母净利润15.37亿元，同比+17.33%，环比-18.24%。Q3实现归母净利润创近5个季度次新高水平；Q3实现经营性现金流净额75.73亿元，创2021年以来单季度新高水平。

产线装备持续升级，品种钢占比有望进一步提升。2023年上半年，公司品种钢销量占比达到63%，后续有望进一步提升。（1）工业线棒材计划到“十四五”末，特钢比例由10%左右提升至25%以上，远期提至50%以上；（2）汽车板二期已投产，汽车板合资公司酸轧线产能将由每年150万吨提升到200万吨，镀锌线和连退线产能将由115万吨提升到160万吨，目前双方股东正论证建设汽车板三期项目的可行性；（3）硅钢一期项目第一步已于2023年6月底投产，达产后将实现年产20万吨无取向硅钢，硅钢二期项目有序推进，预计到2025年末将形成年产约50万吨硅钢成品产能，其中无取向硅钢成品40万吨、取向硅钢成品10万吨。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司2023-2025年归母净利润预测为55.63、59.97、62.16亿元，公司作为行业龙头，且后续产品结构中品种钢占比有望持续提升，业绩稳定性优势或将进一步凸显，故维持公司“增持”评级。

风险提示：制造业需求表现不及预期；产品结构升级进程不及预期；产成品定价政策和原材料的采购节奏把握不当。

表12：华菱钢铁盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	171,176	168,099	159,585	163,996	170,122
营业收入增长率	47.22%	-1.80%	-5.06%	2.76%	3.74%
净利润（百万元）	9,680	6,379	5,563	5,997	6,216
净利润增长率	51.36%	-34.10%	-12.79%	7.81%	3.65%
EPS（元）	1.58	0.92	0.81	0.87	0.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.32%	12.77%	10.33%	10.27%	9.85%
P/E	3.5	6.1	7.0	6.5	6.2
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

宝钢股份：Q3归母净利润显著超预期，创近5个季度新高



2023年前三季度实现营收2553.8亿元，同比-9%，归母净利润83.5亿元，同比-12%。2023年Q3营收851.62亿元，同比-10%，环比-7%；Q3实现归母净利润37.98亿元，同比+127%，环比+40%。在行业微利的大背景下，Q3归母净利润创近5个季度以来新高水平，扣非后归母净利润36.23亿元，与上半年扣非后归母净利润（37.11亿元）接近。

Q3公司商品坯材销量同比+2.73%，预计Q4商品坯材销量同比-3.02%：公司2023年计划钢材销量为5121万吨，前三季度实现商品坯材销量3896.8万吨，其中Q3商品坯材销量1340.6万吨，同比+2.73%，环比-0.32%，预计第四季度公司商品坯材销量为1224.2万吨，同比-3.02%，环比-8.68%。

拟以不超过30亿元自有资金回购股票，彰显公司信心。10月17日，公司公告拟以不超过30亿元自有资金，以不超过8.86元/股的价格回购公司A股股份，回购股份数量为3.3-5亿股，占公司回购前总股本的1.48%-2.25%，回购股份将用于实施股权激励计划。

盈利预测、估值与评级：我们维持宝钢股份2023-2025年归母净利润预测分别为108.78、126.41、145.53亿元，公司作为行业龙头，持续深化成本削减工作，产品结构有望进一步优化，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13：宝钢股份盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	364,349	367,778	381,791	394,333	406,063
营业收入增长率	28.44%	0.94%	3.81%	3.29%	2.97%
净利润（百万元）	23,632	12,187	10,878	12,641	14,553
净利润增长率	86.42%	-48.43%	-10.74%	16.21%	15.12%
EPS（元）	1.06	0.55	0.49	0.57	0.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.38%	6.26%	5.35%	5.92%	6.46%
P/E	5.7	11.1	12.4	10.7	9.3
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

首钢股份：产品结构持续优化，Q3归母净利润创近5个季度新高水平

2023年前三季度实现营业收入850.20亿元，同比-7.27%，实现归母净利润9.50亿元，同比-46.59%。2023年Q3实现营业收入276.52亿元，同比-0.72%，环比-3.50%，Q3实现归母净利润5.40亿元，同比+2840.49%，环比+15.19%。

冷热轧价差处于5年同期最高水平，2023H1公司产品中冷轧销量占比达43%。2023年6月起，上海地区冷热轧价差一直处于5年同期最高水平，截至10月26日，冷热轧价差为870元/吨，显示冷轧价格表现显著优于热轧。首钢股份产品结构中冷轧占比较高，有望充分受益于冷轧价格上涨，2023H1公司冷轧产品销量467.35万吨，占比达到43%。

2023H1公司三大战略产品（电工钢、汽车板、镀锡(铬)板）产量合计313万吨，九类重点产品（冷轧专用钢、热轧酸洗板、耐候钢、能源用钢、汽车结构钢、高强工程机械用钢、管线钢、桥梁钢、船板海工钢）产量461万吨，战略及重点产品合计产量774万吨，占公司钢材总产量的66%，同比提高4个百分点。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司2023-2025年归母净利润预测分别为14.24、15.58亿元、17.63亿元，公司产品结构持续升级，盈利能力有望进一步回升，维持公司“增持”评级。

风险提示：产品结构升级不及预期；钢铁下游需求修复不及预期；行业粗钢产量超预期增长。

表14：首钢股份盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	134,034.49	118,142.18	119,318	120,876.39	122,216.68
营业收入增长率	67.65%	-11.86%	1.00%	1.31%	1.11%
净利润（百万元）	7,014.34	1,124.54	1,423.59	1,557.88	1,762.54
净利润增长率	292.64%	-83.97%	26.59%	9.43%	13.14%
EPS（元）	1.04	0.14	0.18	0.20	0.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.77%	2.35%	2.88%	3.06%	3.34%
P/E	3.6	25.7	20.3	18.5	16.4
P/B	0.60	0.60	0.58	0.57	0.55

紫金矿业：Q3业绩环比回升，铜金产量创历史新高



公司前三季度实现营业收入2250亿元，同比增长10%，归母净利润161.6亿元，同比下降3%；扣非归母净利润152亿元，同比下降4.5%。2023Q3单季度归母净利润58.6亿元，同比增长45%，环比增长8%。

产量：2023Q3铜金产量创历史新高。2023Q3矿产铜26.2万吨，同比+18%，环比+8%；矿产金17.8吨，同比+28%，环比+8%；矿产锌（铅）10.6万吨，同比+4%，环比-3%；矿产银103吨，同比-3%，环比+1%。

成本：通胀+汇率导致前三季度成本上行明显。2023Q1-Q3矿产金单位成本217元/g（2023H1为210元/g）；矿产铜成本22483元/吨（2023H1为21653元/吨）；矿产锌成本9069元/吨（2023H1成本为8740元/吨）。我们认为成本上行主要原因为：1）公司近年来海外矿山逐步投产，成本受海外通胀（大宗商品、电价等）影响上行；2）人民币兑美元平均汇率贬值导致海外矿山以美元计价的成本换算成人民币成本增高。

盈利预测、估值与评级：维持前期对公司盈利预测，2023/2024/2025年归母净利润分别为214/260/294亿元，同比增长7%/22%/13%，当前股价对应的PE分别为15/12/11倍，维持对公司“增持”评级。

风险提示：金属价格下行超预期，铜金等项目建设不及预期；海外运营风险。

表15：紫金矿业盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	225,102.49	270,329.00	317,632.51	365,896.64	425,377.67
营业收入增长率	31.25%	20.09%	17.50%	15.19%	16.26%
净利润（百万元）	15,672.87	20,042.05	21,371.39	26,037.43	29,357.55
净利润增长率	140.80%	27.88%	6.63%	21.83%	12.75%
EPS（元）	0.60	0.76	0.81	0.99	1.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.06%	22.53%	20.34%	21.04%	20.34%
P/E	19.9	15.6	14.6	12.0	10.6
P/B	4.4	3.5	3.0	2.5	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

请务必参阅正文之后的重要声明

云铝股份：量价齐升，Q3业绩环比改善

公司2023年前三季度实现营业收入297.6亿元，同比下滑20.7%；归母净利润25.05亿元，同比下跌33.4%；扣非后归母净利润24.74亿元，同比下降33.5%。

量价齐升带来Q3业绩环比增长57%。2023Q3单季度归母净利润9.9亿元，同比下降9.9%，但较2023Q2的6.3亿元环比增长57.1%。业绩增长源于：1) 价格：2023年铝均价逐季上行，长江有色铝A00在2023Q1-Q3的均价分别为18459/18518/18839元/吨。2) 量：公司于2023年8月25日在投资者关系平台表示，公司前期减产产能已完成复产。

供给瓶颈约束，铝价易涨难跌。国内电解铝产能天花板将至，叠加云南水电持续扰动，电解铝供给增量有限；需求端，地产竣工面积或有下滑将对电解铝需求形成拖累，预计2024年供给略大于需求，仍处紧平衡，铝价或在枯水期有阶段性上行行情。

盈利预测、估值与评级：维持前期对公司的预测，2023/2024/2025年归母净利润分别为57/62/68亿元，同比增长24%/9%/9%，当前股价对应的PE分别为8/7/7倍，维持对公司“增持”评级。

风险提示：云南来水不及预期；在建项目进展不及预期，铝价大幅下跌风险。

表16：云铝股份盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	41,669	48,463	47,569	53,071	60,068
营业收入增长率	40.90%	16.31%	-1.85%	11.57%	13.18%
净利润（百万元）	3,319	4,569	5,670	6,204	6,775
净利润增长率	267.74%	37.65%	24.10%	9.43%	9.20%
EPS（元）	0.96	1.32	1.63	1.79	1.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.25%	20.44%	20.64%	18.81%	17.37%
P/E	13.6	9.9	7.9	7.3	6.6
P/B	2.5	2.0	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

请务必参阅正文之后的重要声明

山西焦煤：焦煤长协下调压制Q3业绩，关注煤价反弹及资产注入



公司2023年前三季度实现营业收入407.0亿元，同比-16.0%（可比口径），归母净利润56.4亿元，同比-39.7%（可比口径），扣非净利润56.7亿元，同比-31.5%。

Q3焦煤长协价格下调，公司盈利跟随下滑。Q3营业收入131.4亿元，环比+2.6%，毛利润45.8亿元，环比-13%，扣非净利润11.3亿元，环比-45.2%。公司煤炭销售以长协为主，占比超过80%，2023年Q3山西主焦煤现货季度均价环比-6.5%，但焦煤长协季度均价环比-18.8%，焦煤长协价格下调或为公司三季度盈利下滑的主要原因。

预计四季度焦煤长协价中枢将较三季度有所抬升。焦煤长协指数下调发生在6月初，中价新华焦煤长协指数（CCP）由5月30日的1758元/吨下降至6月13日的1374元/吨，此后基本维持该水平，Q3平均值为1338.77元/吨；在10月10日，该值升至1468元/吨，若Q4平均值维持在1468元/吨，则Q4焦煤长协价格中枢较Q3约有10%的提升。

盈利预测、估值与评级：我们维持前期预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为73.0、84.7、85.6亿元，对应EPS分别为1.29、1.49、1.51元，公司未来仍有资产注入的预期，维持“增持”评级。

风险提示：钢材需求大幅回落；焦煤进口超预期增长。

表17：山西焦煤盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	45,285	65,183	54,517	56,513	57,542
营业收入增长率	34.2%	43.9%	-16.4%	3.7%	1.8%
净利润（百万元）	4,166	10,722	7,296	8,465	8,557
净利润增长率	112.9%	157.4%	-31.9%	16.0%	1.1%
EPS（元）	1.02	2.62	1.29	1.49	1.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.5%	32.5%	17.8%	18.6%	17.2%
P/E	8.9	3.4	7.0	6.0	6.0
P/B	1.6	1.1	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14，注：2021-2022年总股本为40.97亿股，2023年增发后总股本增加至56.77亿股

表18：主要企业盈利预测与评级

股票代码	2023/11/14		EPS (元)			PE (X)			评级
	公司简称	股价	22A	23E	24E	22A	23E	24E	
000932.SZ	华菱钢铁	5.60	0.92	0.81	0.87	6.1	7.0	6.5	增持
600019.SH	宝钢股份	6.07	0.55	0.49	0.57	11.1	12.4	10.7	增持
000959.SZ	首钢股份	3.69	0.14	0.18	0.20	25.7	20.3	18.5	增持
601899.SH	紫金矿业	11.86	0.76	0.81	0.99	15.6	14.6	12.0	增持
000807.SZ	云铝股份	12.98	1.32	1.63	1.79	9.9	7.9	7.3	增持
000983.SZ	山西焦煤	9.02	2.62	1.29	1.49	3.4	7.0	6.0	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-11-14

6、风险分析



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

-  (1) 经济复苏不及预期风险。若经济复苏力度不足，则导致钢铁、铜、铝、煤等下游需求疲软，利空钢铁、铜、铝、煤等商品价格；
-  (2) 钢铁行业粗钢产量增长超预期的风险。如若钢铁行业粗钢产量超预期，则行业盈利将进一步收窄；
-  (3) 焦煤进口量大幅增长的风险。如若焦煤进口量大幅增长，则焦煤价格及行业盈利将大幅走弱。

衷心 感谢

光大证券研究所



金属煤炭研究团队

分析师：王招华

📄 执业证书编号：S0930515050001

☎ 电话：021-52523811

✉ 邮件：wangzhh@ebscn.com

分析师：戴默

📄 执业证书编号：S0930522100001

☎ 电话：021-52523812

✉ 邮件：modai@ebscn.com

分析师：方驭涛

📄 执业证书编号：S0930521070003

☎ 电话：021-52523823

✉ 邮件：fangyutao@ebscn.com

联系人：蒋山



✉ 邮件：jiangshan@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的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股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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。

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。