

中信证券研究部

核心观点



敖翀
金属行业首席
分析师
S1010515020001



拜俊飞
金属分析师
S1010521070006

云南省电解铝减产规模扩大，预计将影响国内电解铝产能 70-80 万吨，有助于缓解国内电解铝供给压力。电解铝增产与电力供应的矛盾短期难以解决，云南电解铝减产或常态化。我们预计 2023 年电解铝供应将更加紧张，铝价有望超预期走强，推荐神火股份、云铝股份和索通发展，建议关注中国铝业。

■ **云南省电解铝企业迎来新一轮减产，电解铝供给压力料将缓和。**据上海有色网资讯，由于电力供应不足，云南地区电解铝企业将按照总建成产能的 40%-42% 为标准进行负荷减压，较去年 9 月减产规模再扩大 20%。当前云南省电解铝建成产能为 532 万吨，SMM 预计本次减产规模达到 70-80 万吨，占国内电解铝运行产能的 1.7%-2.0%。本次限电减产将有助于缓解国内电解铝供应压力。

■ **云南省水电依赖度较高，来水偏枯导致电力紧张。**据国家统计局数据，2022 年，云南省水电发电量达到 3038.8 亿千瓦时，占其总发电量的 81.1%。火电发电量仅占其总发电量的 12.2%，补充效应有限。此外，云南省是“西电东送”的重要省份，2021 年，云南省输出电量占其总发电量的 46.2%。今年以来，云南省降水较少，来水偏枯，水力发电承压。且云南省外送电量已处于低位，难以进一步降低。云南省供电紧张状况短期难以得到缓解。

■ **电解铝耗电量增速预计高于发电量增速，云南省限电限产或成常态。**基于《云南省绿色能源发展“十四五”规划》，2022-2025 年云南省发电量 CAGR 为 7.8%。据阿拉丁，云南省电解铝建成产能有望于 2025 年达到 800 万吨，对应耗电量达到 1080.0 亿千瓦时，2022-2025 年 CAGR 为 22.6%，电解铝耗电量增速远高于发电量增速。随着电力供需矛盾的深化，云南省电解铝限电限产或成常态。且频繁减产或导致企业生产稳定性下降，复产积极性不足，进一步影响产能释放。

■ **限电减产叠加需求复苏，2023 年电解铝行业预计维持紧平衡状态。**考虑到本次云南省电解铝限电减产情况，2023 年国内电解铝产量预计为 4140 万吨，总供应量预计为 4200 万吨。假设房地产行业企稳，新能源车及电力等行业对铝消费产生拉动，我们预测 2023 年电解铝消费量为 4179.4 万吨，供需平衡为+20.6 万吨，预计年内电解铝维持紧平衡状态，铝价具备上行动力。若年内减产规模扩大、复产节奏不及预期或需求增速高于预期，铝价上涨将超过预期。

■ **风险因素：**电解铝减产时间或程度不及预期；电解铝复产进度超预期；电解铝下游需求增长不及预期；美联储加息程度以及维持时间超预期。

■ **投资策略：**云南省电解铝减产规模扩大，预计将影响国内电解铝产能 70-80 万吨，有助于缓解国内电解铝供给压力。电解铝增产与电力供应的矛盾短期难以解决，云南电解铝减产或常态化。我们预计 2023 年电解铝供应将更加紧张，铝价有望超预期走强，推荐神火股份、云铝股份和索通发展，建议关注中国铝业。

金属行业

评级

强于大市（维持）

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
云铝股份	000807.SZ	14.36	0.96	1.20	1.62	1.96	15	12	9	7	买入
神火股份	000933.SZ	19.46	1.44	3.20	3.42	3.39	14	6	6	6	买入
索通发展	603612.SH	27.94	1.35	2.88	3.75	4.56	21	10	7	6	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 2 月 21 日收盘价

目录

云南省电解铝产能快速增长	3
云南省电力紧张局面难以缓解.....	5
云南电解铝限电减产或成常态.....	8
供应压力缓解，铝价上涨或超预期	10
风险因素	12
投资策略	12

插图目录

图 1：云南省电解铝建成产能及运行产能情况	4
图 2：2022 年我国电解铝产量结构情况	4
图 3：云南省电解铝产能置换项目规划	4
图 4：云南省历史发电量及发电结构情况	5
图 5：云南省历史发电量及输出电量情况	5
图 6：云南省水力发电时数情况	6
图 7：云南省水力发电量情况.....	6
图 8：云南省昆明市降水量情况	6
图 9：溪洛渡水库水位情况	6
图 10：广东及广西省电力缺口和云南省外送电量情况	7
图 11：云南省历史发电量及发电结构情况.....	7
图 12：云南省火力发电量情况.....	7
图 13：云南省发电量及预测	8
图 14：云南省电解铝耗电量及预测	8
图 15：云南省发电量及电解铝耗电量对比	9
图 16：电解槽结构示意图.....	9
图 17：中国电解铝社会库存	11
图 18：电解铝吨铝利润测算	12

表格目录

表 1：云南省电解铝产能置换项目汇总	3
表 2：2023 年中国电解铝减产产能列表	10
表 3：中国电解铝年度消费量及预测.....	10
表 4：2020-2023E 国内电解铝供需平衡表	11

■ 云南省电解铝产能快速增长

电解铝产能向云南省转移成为趋势。据国家统计局数据，截至 2022 年，四川省和云南省水力发电量达到 3681.3 亿千瓦时和 3038.8 亿千瓦时，是我国水力发电前两大省份。得益于云南省突出的水电资源优势，在较低碳排放量及生产成本的推动下，2017 年以来，四川其亚、神火股份、山东魏桥等多家公司合计 488 万吨电解铝产能已转移至云南省。截至 2022 年 1 月，云南省电解铝建成产能已达到 532 万吨，仅次于山东省、新疆自治区和内蒙古自治区，是我国电解铝的主要生产省份。

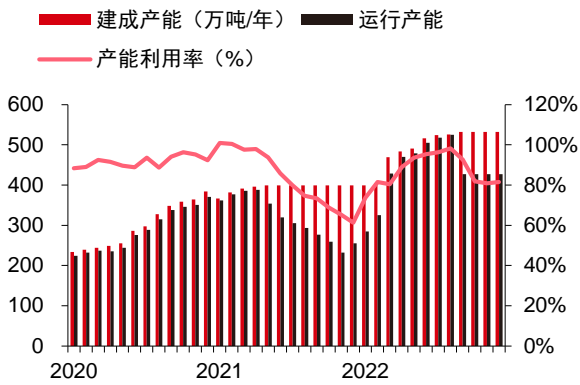
表 1：云南省电解铝产能置换项目汇总

指标出让公司名称	省份	原有生产线淘汰情况	核定产能 (万吨)	转让年份	转至企业
四川其亚铝业集团有限公司	四川省	300KA 大型预焙槽 188 台 400KA 大型预焙槽 182 台	35	2017	云南其亚金属有限公司
河南神火集团有限公司	河南省	河南神火集团有限公司商丘铝业分公司 200KA×444 台 24 万吨；河南神火煤电股份有限公司原永城铝厂 200KA×110 台 6 万吨；河南神火煤电股份有限公司永城铝厂 350KA×230 台 21 万吨	45.11	2018	云南神火铝业有限公司
山东华宇合金材料有限公司	山东省	240KA*224 台	11.97	2021	云南云铝涌鑫铝业有限公司
山东魏桥铝电有限公司（邹平）	山东省	600KA*370 台	60	2019.12	
山东魏桥铝电有限公司（邹平）	山东省	400KA*192 台	20	2019.12	
山东魏桥铝电有限公司（邹平）	山东省	400KA*713 台	74.8	2019.12	云南宏泰新型材料有限公司
滨州宏诺新材料有限公司（经济开发区）	山东省	400KA*444 台	48.2	2019.12	
山东魏桥铝电有限公司（魏桥镇）	山东省	A 系列：600KA×186 台	30	2022	
山东魏桥铝电有限公司（邹平经济技术开发区）	山东省	B 系列：400KA×130 台 F 系列：400KA×192 台	33.7	2022	
滨州市宏诺新材料有限公司	山东省	B 系列：400KA×222 台	24.1	2022	云南宏合新型材料有限公司
惠民县汇宏新材料有限公司	山东省	C 系列：400KA×192 台 B 系列：500KA×210 台	45.2	2022	
山东魏桥铝电有限公司（阳信县）	山东省	B 系列：400KA×288 台	30	2022	
滨州北海汇宏新材料有限公司	山东省	B 系列：500KA×222 台	30	2022	
合计			488.08		

资料来源：SMM，中信证券研究部

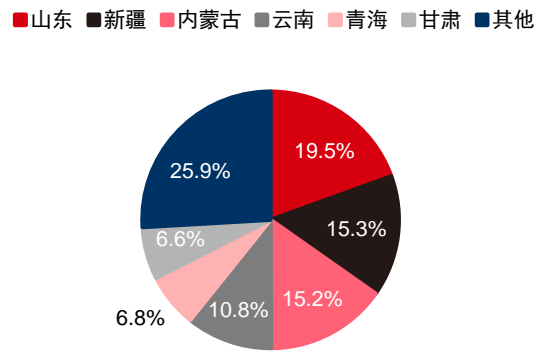
产能产量逐年增长，云南省已成为我国电解铝第四大省。产能转移的大趋势下，云南省电解铝产能、产量屡创新高。根据阿拉丁（ALD）数据，至 2022 年，云南省电解铝建成产能达到 532 万吨，同比增加 33.3%，电解铝产量达到 433.8 万吨，占全国电解铝产量的 10.8%，仅次于山东省、新疆自治区和内蒙古自治区。

图 1：云南省电解铝建成产能及运行产能情况（单位：万吨）



资料来源：ALD，中信证券研究部

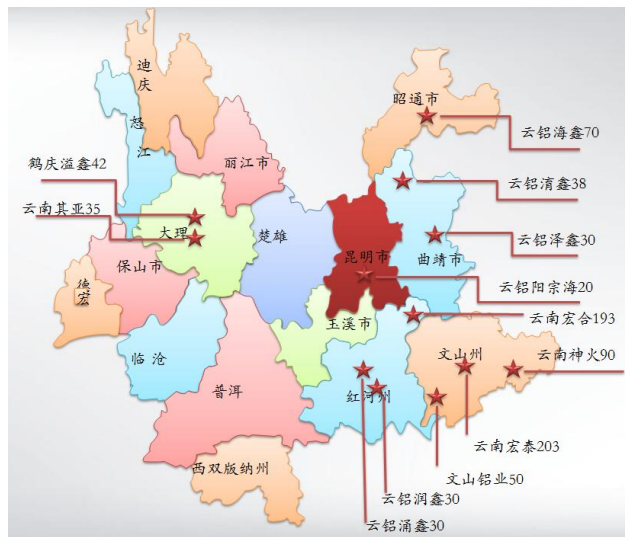
图 2：2022 年我国电解铝产量结构情况



资料来源：ALD，中信证券研究部

预计“十四五”期间云南省电解铝产能有望超过 800 万吨。根据阿拉丁数据，结合云南省电解铝产能布局以及在建项目投建进展，随着云南宏合 193 万吨和云南宏泰 107 万吨项目的建成投产，预计“十四五”末，云南省电解铝产能有望达到 800 万吨以上。如果考虑云南其亚二期 35 万吨以及中铝 50 万吨的远期规划，未来云南省电解铝产能规模有望超过 900 万吨。云南省有望超越山东省成为国内电解铝第一大省。

图 3：云南省电解铝产能置换项目规划

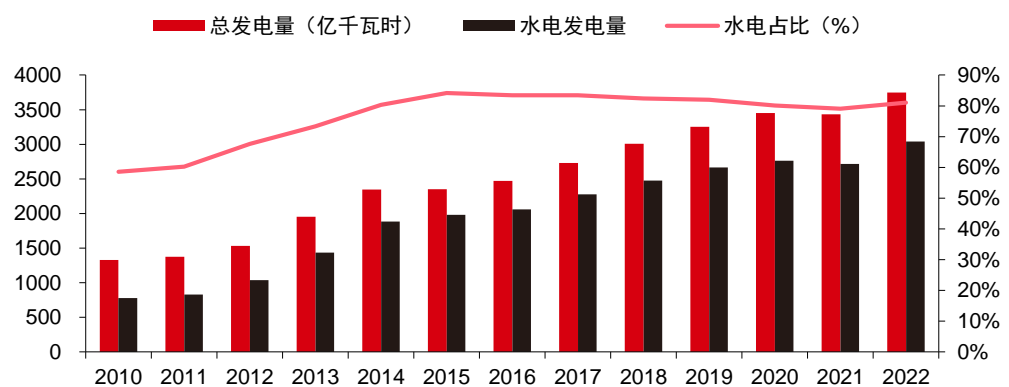


资料来源：ALD

■ 云南省电力紧张局面难以缓解

云南省为国内第二大水电资源大省，水电占比达 81.1%。据新华网数据，云南为我国水电资源大省，水能资源蕴藏量约 1.04 亿千瓦，理论可开发量约 9795 万千瓦，仅次于四川省。“十二五”以来，云南省充分利用其绿色资源优势，加快推进国家清洁能源基地的建设。随着金沙江、澜沧江两大水电基地的基本建成，云南省水电装机规模达到约 8000 万千瓦，位列全国第二。据国家统计局，2022 年，云南省水电发电量达到 3038.8 亿千瓦时，占其总发电量的 81.1%。火电、风电发电量仅占其总发电量的 12.2%和 5.7%。

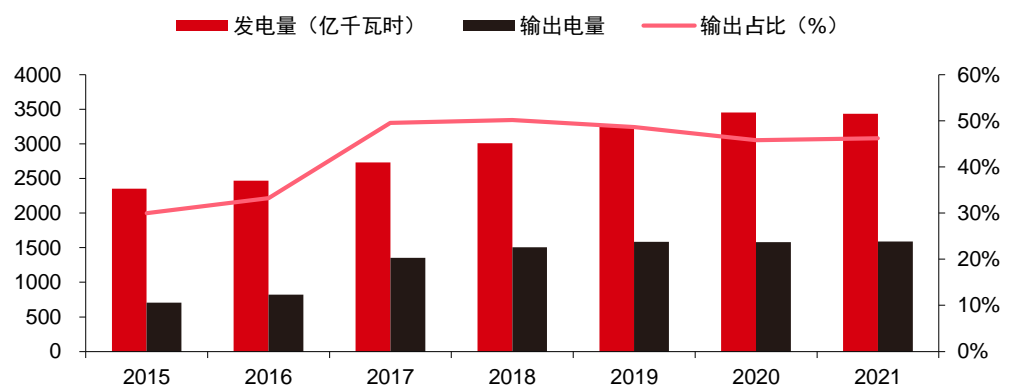
图 4：云南省历史发电量及发电结构情况



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

云南省是“西电东送”的重要省份。2000 年，党中央、国务院提出了“东西部协调发展、共同富裕”的战略构想，“西电东送”为其标志性工程之一。据新华网，2000 年以来，云南省加大电源投资开发力度以及西电东送工程投资建设力度，共投资近 400 亿元开展 500 千伏“三变五线”、“三变十二线”等一系列重点工程的建设。作为“西电东送”的重要省份，云南省长期向长三角、珠三角和大湾区地区送电。2021 全年，云南省输出电量达到 1588.1 亿千瓦时，占云南省总发电量的 46.2%。

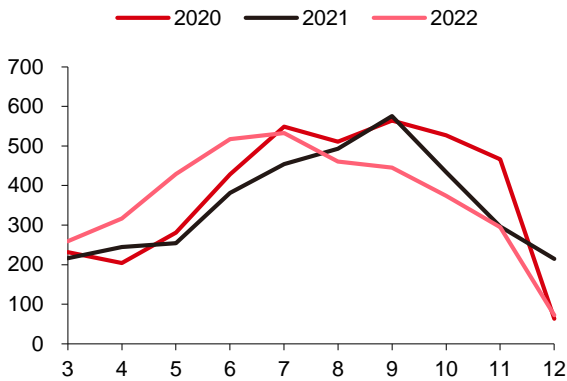
图 5：云南省历史发电量及输出电量情况



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

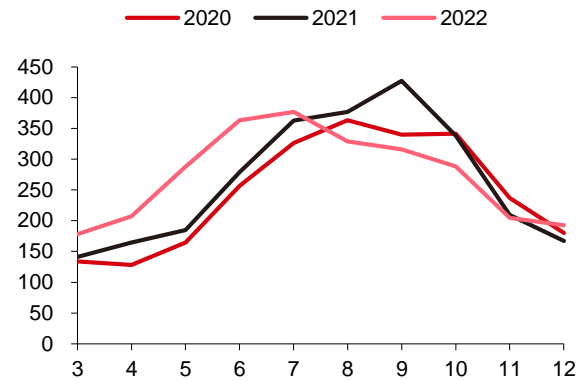
云南省枯水期水力发电严重承压。云南省水电资源具备显著的季节性特征。1-4 月和 12 月为当地枯水期，6-10 月为当地丰水期，5 和 11 月为当地平水期。据 Wind 数据，2020-2022 年，云南省枯水期水利发电时数及发电量平均为丰水期的 42.0%和 48.9%。2022 年，云南省水力发电量达到 3038.8 亿千瓦时，同比增长 11.9%。然而，2022 年 12 月水力发电时数及发电量未见明显起色，枯水期省内水力发电量仍将严重承压。

图 6：云南省水力发电时数情况（单位：小时）



资料来源：Wind，中信证券研究部

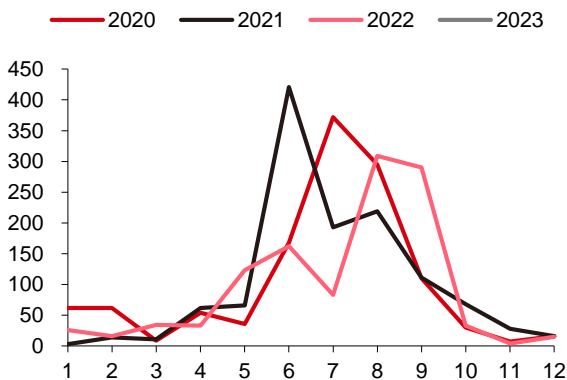
图 7：云南省水力发电量情况（单位：亿千瓦时）



资料来源：Wind，中信证券研究部

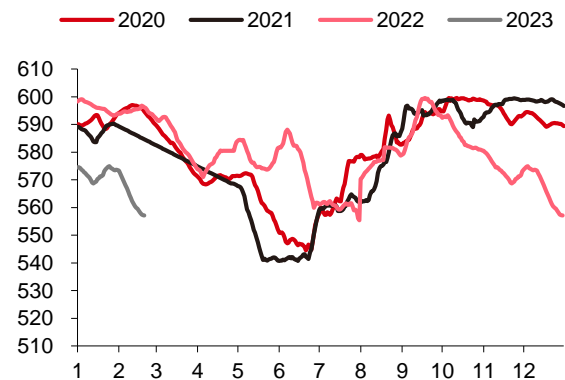
2023 年以来云南降水量下降或导致来水偏枯。据中国新闻网，今年以来，云南省大部分地区无明显降水，导致其河道来水偏少，库塘蓄水总量下降加速，玉溪、大理、丽江等地区局部地区旱情有所显现。据云南网，2 月 17 日，云南省水文水资源局发布六库水文站枯水蓝色预警，称受降雨偏少及上游来水减少影响，怒江干流水位呈持续下降的趋势，近 30 天平均来水量小于 314 立方米每秒。据世界农业展望局数据，2023 年 1 月，昆明市降水量为 2 毫米，同比降低 92.3%，环比降低 86.7%，为 2020 年以来最低值。据 Wind 数据，截至 2023 年 2 月 20 日，云南省溪洛渡水电站水位为 557.2 米，较去年同期低 39.1 米。由于云南省水电发电占比达到 80%以上，来水偏枯对省内电力供给造成较大冲击。

图 8：云南省昆明市降水量情况（单位：毫米）



资料来源：世界农业展望局，中信证券研究部

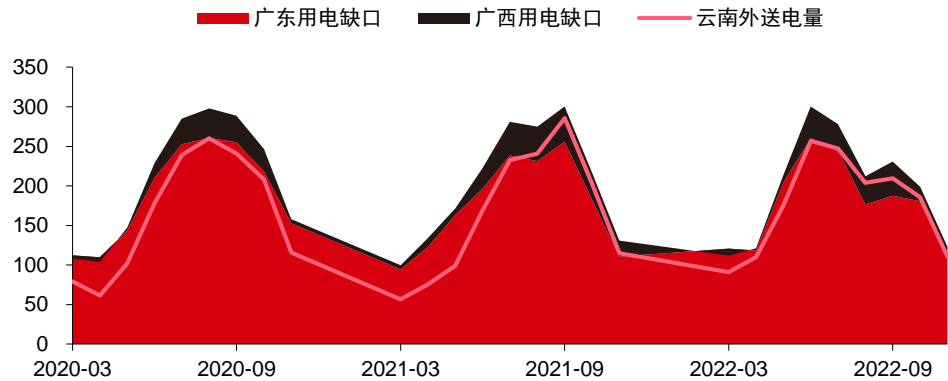
图 9：溪洛渡水库水位情况（单位：米）



资料来源：Wind，中国长江三峡集团公司，中信证券研究部

云南省外送电量预计难以降低。据云南省能源局，2021年12月，云南省签署了《“十四五”云电送粤框架协议》、《“十四五”云电送桂框架协议》，标志着云南、广东、广西和南方电网公司签订的“十四五”西电东送框架协议正式生效。根据协议，云南省“十四五”期间计划每年向广东、广西送电1452亿千瓦时。广东省及广西省电力缺口呈季节性变化态势，每年3-5月大幅拉阔。随着3月到来，广东、广西省电力缺口将扩大，在外送电力已处低位的情况下，云南省外送电量难以继续降低，这将加剧省内供电紧张的状况。

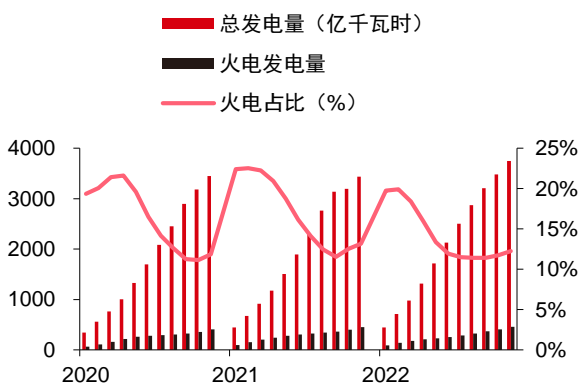
图 10：广东及广西省电力缺口和云南省外送电量情况（单位：亿千瓦时）



资料来源：Wind，中信证券研究部

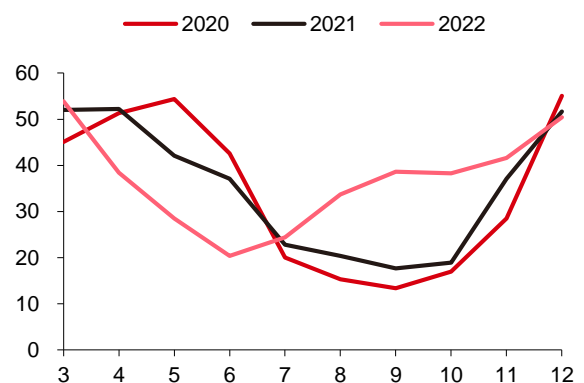
云南省火力发电补充效应有限。根据国家统计局数据，2022年，云南省火电发电时数达到3001.0小时，发电量达到459.1亿千瓦时，处于历史高位。但2022年火力发电量仅占云南总发电量的12.2%。火电对于水电的补充效应较为有限，主要起到调峰作用，难以解决用电缺口问题。

图 11：云南省历史发电量及发电结构情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：云南省火力发电量情况（单位：亿千瓦时）

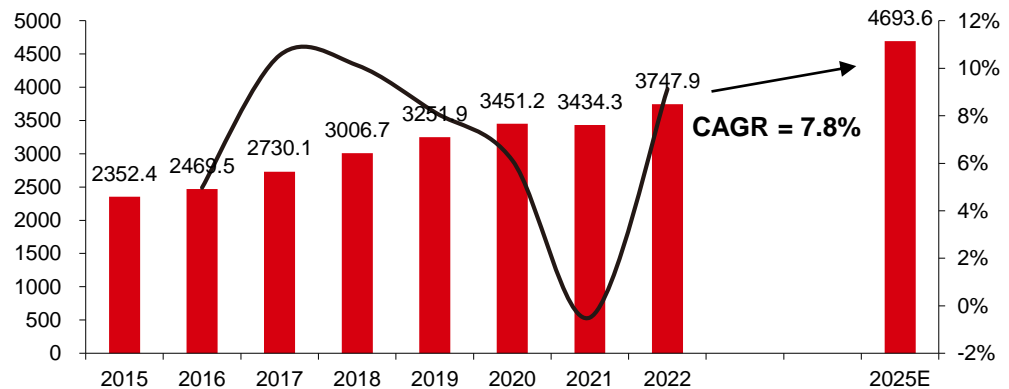


资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 云南电解铝限电减产或成常态

2022-2025 年云南省发电量预计保持缓慢增长趋势。2023 年 1 月，云南省人民政府办公厅印发了《云南省绿色能源发展“十四五”规划》。规划提出到 2025 年，全省发电能力较 2020 年增长 36% 以上。以 2020 年云南省发电量作为基准，至 2025 年，云南省发电量有望达到 4693.6 亿千瓦时，2022-2025 年 CAGR 为 7.8%。

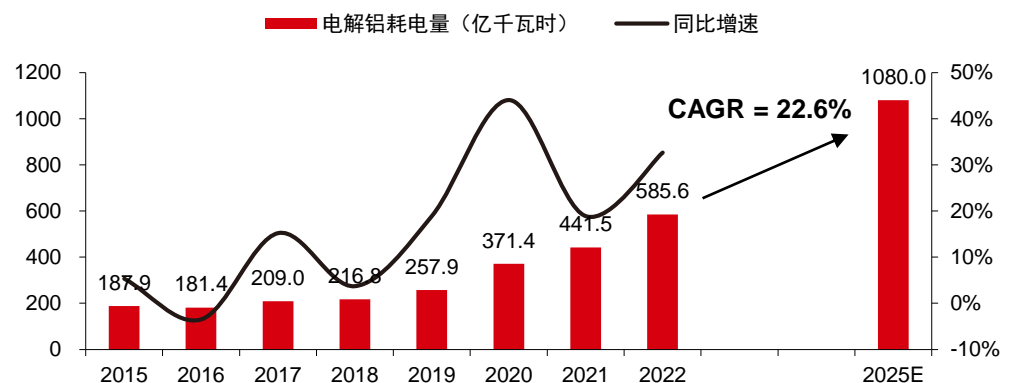
图 13：云南省发电量及预测（单位：亿千瓦时）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

云南省电解铝耗电量预计保持快速增长态势。2022 年，云南省电解铝耗电量为 585.6 亿千瓦时，再创新高。据阿拉丁数据，随着 300 万吨电解铝产能在文山州和红河州等地待启，云南省电解铝建成产能有望于 2025 年达到 800 万吨。根据以上数据进行测算，假设吨铝电耗为 13500 千瓦时，至 2025 年，满产情况下，云南省电解铝耗电量预计将达到 1080.0 亿千瓦时，2022-2025 年 CAGR 为 22.6%。

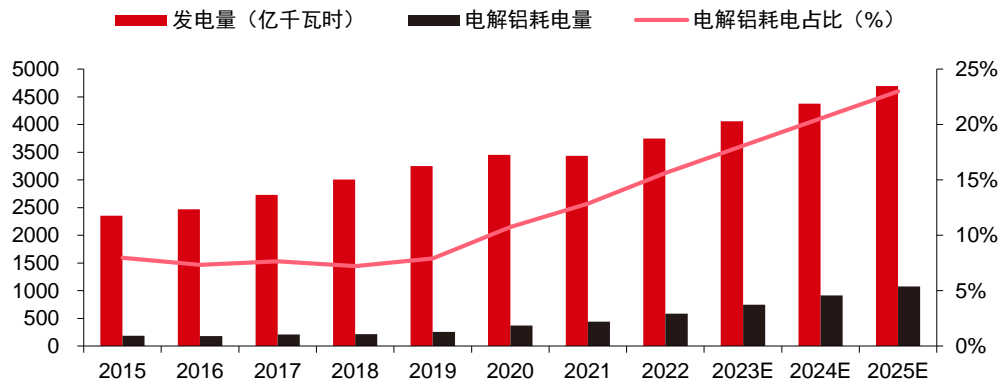
图 14：云南省电解铝耗电量及预测



资料来源：ALD，中信证券研究部预测

电解铝耗电量保持高增长，限电限产或成频发事件。云南省电解铝行业 2021 年由于“能耗双控”减产，2022 年由于电力紧张限电减产，2023 年再度传出减产消息，限电限产或已成为频发事件。产能转移趋势形成以来，云南省电解铝耗电量占其总发电量的比例逐步由 2017 年的 7.7% 升至 2022 年的 15.6%。2022-2025 年，预计云南省发电量增速显著低于电解铝耗电量增速。满产情况下，至 2025 年，云南省电解铝耗电量占比预计将升至 23.0%，电力供需的结构性矛盾料将深化，云南省电解铝限电限产或成常态。

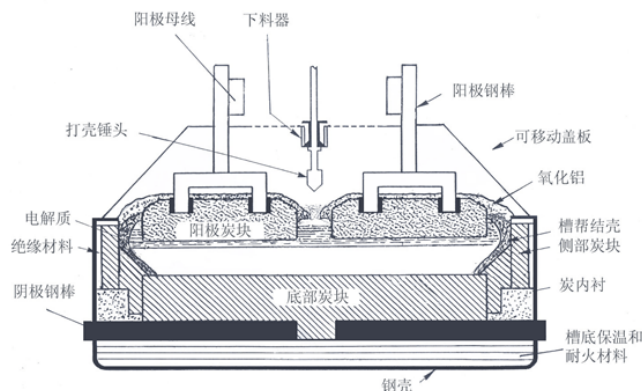
图 15：云南省发电量及电解铝耗电量对比



资料来源：国家统计局，ALD，中信证券研究部预测

频繁限电减产或导致电解铝生产稳定性降低，进一步影响产能释放。据《金融危机后频繁启停电解槽对槽龄的影响探析》（高文义、边友康著），电解槽频繁启停时，内衬材料经过骤冷骤热冲击后，阴极炭块或侧部炭块易出现裂纹、氧化、局部破损等现象，部分电解槽将难以继续运行，被迫停槽大修。一台 300kA 级的电解槽破损停槽后，从刨炉、清除内衬到重新筑炉、安装、验收及焙烧、启动过程中的费用高达 70-80 万元。电解槽频繁启停也易导致企业生产的安全稳定性下降，安全风险增加。因此，频繁的限电减产下，即使后续能够复产，企业或因为担心再次限电使得电解槽受到二次伤害而压减生产负荷。我们预计云南限电减产对电解铝产量的影响或高于预期。

图 16：电解槽结构示意图



资料来源：中国有色网，中信证券研究部

■ 供应压力缓解，铝价上涨或超预期

云南省电解铝企业预计减产 70-80 万吨，供给压力料将缓和。据上海有色网资讯，云南地区部分铝厂已准备正式减产，本次云南地区减产按照总建成产能的 40%-42% 为标准进行负荷减压。考虑到 2022 年 9 月云南省电解铝企业已完成 20% 减产，本次需完成剩余 20%-22% 减产幅度。据此测算，本次云南电解铝减产规模预计将达到 70-80 万吨，占国内电解铝运行产能的 1.7%-2.0%。

表 2：2023 年中国电解铝减产产能列表

企业名称	建成产能（万吨/年）	减产产能	减产月份	2023 年 2 月预计减产
云南其亚	35.0	7	2022.09	70-80
云南神火	90.0	18	2022.09	
云南宏泰	108.0	17	2022.09	
云南铝业	330.0	76	2022.09	
豫港龙泉	60.0	6	2022.11	0.0
陕县恒康	24.0	2	2022.11	0.0
南山铝业	84.0	11	2022.07	0.0
山西兆丰	22.5	3	2022.11	0.0
贵州华仁	50.0	29	2022.12	0.0
遵义铝业	41.0	25	2022.12	0.0
贵州省二元铝业	15.0	7	2022.12	0.0
安顺黄果树铝业	13.3	8	2022.12	0.0
兴仁县登高铝业	35.0	12	2022.12	0.0
合计	907.8	221.0		75.0

资料来源：SMM（含预测），中信证券研究部

房地产市场企稳，交运、电力领域增量显著，铝消费将获显著提振。2022 年 11 月以来，我国密集出台房地产行业支持性政策，信贷、债券、股权“三箭齐发”，拓宽房企融资渠道，促进市场信心恢复。房地产行业企稳有助牢固铝消费基本盘。新能源车、光伏等行业有望在 2023 年保持高增长态势。我们预测，2023 年国内电解铝消费量为 4179.4 万吨，同比增长 3.4%。

表 3：中国电解铝年度消费量及预测（单位：万吨）

项目	2020	2021	2022	2023E
房地产	1038.0	1064.8	899.0	899.0
YoY		2.6%	-15.6%	0.0%
交通运输	715.1	767.0	767.7	801.4
YoY		7.3%	0.1%	4.4%
电力	525.2	578.0	678.5	738.8
YoY		10.1%	17.4%	8.9%
包装	289.2	316.4	356.6	381.6
YoY		9.4%	12.7%	7.0%
机械设备	206.1	212.3	213.5	217.8
YoY		3.0%	0.6%	2.0%
家电	211.7	229.4	231.8	236.4
YoY		8.3%	1.1%	2.0%
电子	117.9	125.5	124.4	125.6
YoY		6.5%	-0.9%	1.0%
净出口	383.5	465.0	523.0	530.8
YoY		21.3%	12.5%	1.5%

项目	2020	2021	2022	2023E
其他	230.0	250.0	247.5	248.0
YoY		8.7%	-1.0%	0.2%
合计	3716.7	4008.4	4042.0	4179.4
YoY		7.8%	0.8%	3.4%

资料来源：ALD，中信证券研究部预测

2023 年电解铝预计处于紧平衡状态，铝价上涨或超预期。考虑到本次云南省电解铝减产情况，假设西南地区今年年底不会再次限电减产，2023 年国内电解铝产量预计为 4140 万吨，同比增长 2.8%，原铝净进口量预计为 60 万吨，电解铝总供应量预计为 4200 万吨。假设房地产行业企稳，新能源车及电力等行业对铝消费产生拉动，我们预测 2023 年电解铝消费量为 4179.4 万吨，供需平衡为+20.6 万吨，预计年内电解铝处于紧平衡状态，铝价具备上行动力。若年内电解铝减产规模扩大、复产节奏不及预期或需求增速高于预期，铝价上涨将超过预期。

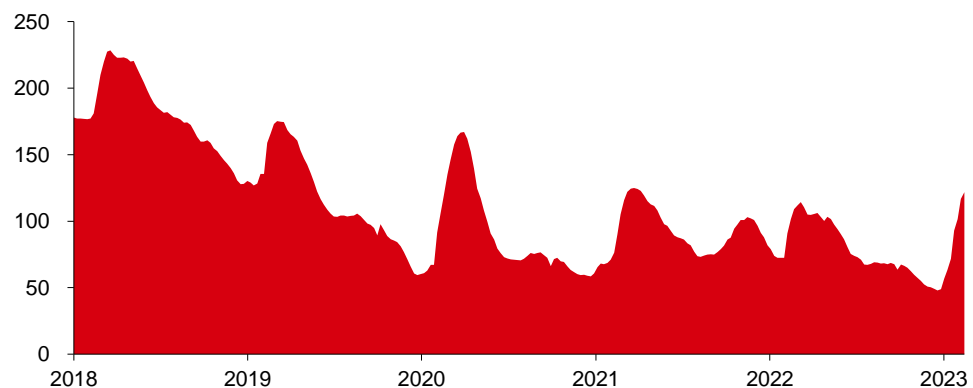
表 4：2020-2023E 国内电解铝供需平衡表（单位：万吨，%）

	2020	2021	2022	2023E
电解铝产量	3725.0	3896.9	4004.6	4140.0
增量	151.8	171.9	107.7	135.4
增速	4.3%	4.6%	2.8%	3.4%
原铝净进口	105.5	157.3	47.2	60.0
总供应量	3830.5	4054.2	4051.8	4200.0
消费量	3716.7	4008.4	4042.0	4179.4
增量	36.5	291.6	33.7	137.4
增速	1.0%	7.8%	0.8%	3.4%
供需平衡	113.8	45.8	9.8	20.6

资料来源：ALD（含供应量预测），中信证券研究部（含消费量预测）

云南减产叠加季节性去库，国内电解铝库存拐点已近。受疫情及春节假期影响，今年电解铝累库速度较快。2023 年 1 月 3 日至 2 月 20 日，国内电解铝社会库存由 56.1 万吨升至 123.3 万吨。随着下游铝加工企业节后如期复工复产，在云南地区电解铝减产的推动下，我们预计国内电解铝社会库存拐点已近，季节性去库即将开始。

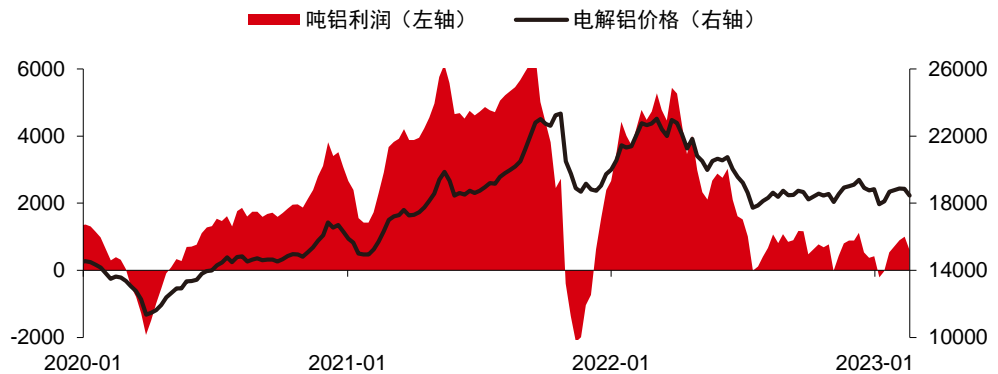
图 17：中国电解铝社会库存（单位：万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

2023 年国内电解铝行业利润有望拉阔。根据我们基于上海有色网、阿拉丁以及 Wind 数据的测算，2023 年 2 月，国内电解铝生产平均成本为 17891 元/吨，行业吨铝利润为 837 元/吨，处于相对低位。考虑到本次云南省电解铝减产情况，假设房地产行业企稳，新能源车及电力等行业对铝消费产生拉动，2023 年电解铝预计处于紧平衡状态，铝价上涨或超预期，电解铝行业吨铝利润有望拉阔。

图 18：电解铝吨铝利润测算（单位：元/吨）



资料来源：SMM, ALD, Wind, 中信证券研究部测算

■ 风险因素

(1) 电解铝减产时间或程度不及预期：铝价主要受其供需基本面影响。若本次云南地区电解铝企业限电减产时间或程度不及预期，则会导致 2023 年电解铝行业供需格局偏为宽松，并导致铝价下跌，企业盈利能力转弱。

(2) 电解铝复产进度超预期：若后续贵州、四川、云南等地区电解铝企业复产进度超预期，则会导致 2023 年电解铝行业供需格局偏为宽松，并导致铝价下跌，企业盈利能力转弱。

(3) 电解铝下游需求增长不及预期：若海外经济衰退程度超预期或国内经济复苏不及预期，导致铝下游需求增长不及预期，则将造成铝价下跌，进而导致企业盈利下滑。

(4) 美联储加息程度以及维持时间超预期：若美联储加息鹰派程度或维持时间超预期，则会对流动性方面对铝价形成干扰，从而导致铝价下跌和企业盈利转弱。

■ 投资策略

云南省电解铝减产规模扩大，SMM 预计将影响国内电解铝产能 70-80 万吨，有助于缓解国内电解铝供给压力。电解铝增产与电力供应的矛盾短期难以解决，云南电解铝减产或常态化。我们预计 2023 年电解铝供应将更加紧张，铝价有望超预期走强，推荐神火股份、云铝股份和索通发展，建议关注中国铝业。

■ 相关研究

- 金属行业能源金属进出口跟踪报告（2022年12月）—锂镍进口量环比减少，钴进口价格持续调整 (2023-02-08)
- 金属行业澳洲锂矿生产经营跟踪（2022Q4）—扩产进度不及预期，锂矿价格显著上涨 (2023-02-03)
- 金属行业工业金属跟踪报告—低库存叠加需求回暖预期，金属价格强势运行 (2023-02-02)
- 金属行业黄金行业点评—美联储加息放缓叠加央行购金激增，金价强势运行 (2023-02-02)
- 稀土行业点评—供需与政策有望共振，稀土产业链成长正当时 (2023-02-01)
- 金属行业锂行业点评—Allkem 锂产品售价走高，供给紧张仍未缓解 (2023-01-19)
- 金属行业热点跟踪—宏观利好提振，金铜价格上涨超预期 (2023-01-15)
- 金属行业黄金专题报告—央行购金创历史新高，看好金价继续上行 (2023-01-09)
- 金属行业铝板块点评—贵州电解铝减产再扩大，供给压力料将缓和 (2023-01-06)
- 铜铝行业资本开支情况及行业展望—左侧配置时点接近，关注高成长性标的 (2022-12-28)
- 金属行业工业金属点评—经济回暖预期催化，铜铝板块强势运行 (2022-12-12)
- 金属行业南美锂盐湖跟踪（2022Q3）—锂价指引继续向上，产能扩张进度不及预期 (2022-11-21)
- 金属行业重大事项点评—碳达峰实施方案发布，重点关注铝和再生金属 (2022-11-16)
- 金属行业黄金行业专题—金价涨势确立下黄金股的选股逻辑 (2022-11-14)
- 金属行业黄金行业点评—美联储加息或迎来拐点，金价上涨趋势强化 (2022-11-13)
- 金属行业澳洲锂矿生产经营跟踪（2022Q3）—锂矿短缺加剧，本土锂资源重要性不断提升 (2022-11-07)
- 金属行业铜行业点评—美元走弱叠加库存下降，关注铜价反弹机会 (2022-11-06)
- 金属行业锂行业重大事项点评—海外投资生变，本土锂资源开发重要性提升 (2022-11-04)
- 制造产业非上市公司之鑫益瑞杰分析报告—“汽车+3C”双轮驱动，新兴领域大有可为 (2022-10-19)
- 金属行业铝行业点评—云南电解铝限产落地，铝价有望偏强运行 (2022-09-15)
- 金属行业南美锂盐湖跟踪（2022Q2）—现货销售占比提升，新建产能进展缓慢 (2022-08-24)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

截至本报告发布日，中信证券股份有限公司及其另类投资子公司持有下述公司已发行股份的比例达到或超过 1%：云铝股份（000807），对应持股业务类别：自营，持股比例：1.02%。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。