

目录

1、引言：政策转向，做多顺周期板块	- 4 -
2、钢铁：从海底出击，商品与股票迎来共振	- 4 -
2.1、底部区域，板块迎来大幅反弹	- 4 -
2.2、需求结构的蜕变，长期需求中枢不悲观	- 6 -
2.3、投资建议：商品与股票共振，积极做多钢铁股	- 9 -
3、铜铝：长牛商品迎来右侧加速时点	- 10 -
3.1、预期摇摆带来再次布局窗口	- 10 -
3.2、供给刚性，成本中枢逐步抬升	- 11 -
3.3、需求增长受益于能源结构转型	- 20 -
3.4、投资建议：资源品的牛市，重视铜铝战略性机会	- 22 -
4、风险提示	- 23 -

图目录

图 1、2024 螺纹钢表观需求明显低于往年同期（万吨）	- 4 -
图 2、2024 年 上半年新增专项债发行进度偏慢	- 4 -
图 3、产能利用率上升带动企业盈利提高	- 5 -
图 4、成本曲线上相对位置改变带动企业盈利提升	- 5 -
图 5、中国钢企盈利率处于历史底部	- 5 -
图 6、2020-2024 年螺纹钢社会库存走势（万吨）	- 6 -
图 7、2020 年后热轧产量增速明显高于螺纹钢	- 7 -
图 8、美国、日本、韩国板材占比逐步提升	- 7 -
图 9、1967-2022 年四国粗钢产量变化（万吨）	- 9 -
图 10、2015 年以来铜铝价格底部中枢不断抬升（元/吨）	- 11 -
图 11、全球矿企资本开支变化	- 12 -
图 12、全球矿企资本开支与铜价关系	- 12 -
图 13、全球主流铜矿企业资本开支变化	- 12 -
图 14、2023 年全球铜矿储量的地区分布占比	- 13 -
图 15、2023 年全球铜矿产量的地区分布占比	- 13 -
图 16、秘鲁铜精矿产量变化	- 13 -
图 17、智利铜精矿产量变化	- 13 -
图 18、全球铜矿行业平均C1 成本曲线逐步上升	- 14 -
图 19、全球主流矿企的现金成本 C1+维持成本曲线	- 14 -
图 20、2005-2022 年伴随铜价抬升，全球铜矿平均现金成本显著上升	- 14 -
图 21、全球主流矿企的 C1 现金成本曲线（美分/磅）	- 14 -
图 22、现金成本线在铜价下行周期构成有效支撑	- 15 -
图 23、国内电解铝产能接近天花板	- 16 -
图 24、自 2017 年后国内建成产能增量大幅缩减	- 16 -
图 25、电解铝企业成本中枢持续抬升	- 18 -
图 26、各电解铝企业吨生产成本	- 18 -
图 27、神火股份单位成本分析变动	- 19 -
图 28、云铝股份单位成本分析变动	- 19 -
图 29、中国铝业单位成本分析变动	- 19 -
图 30、天山铝业单位成本分析变动	- 19 -
图 31、不同国家和地区铜需求量的变化（千吨）	- 22 -
图 32、全球分区域铝产量历史变化（千吨）	- 22 -

图 33、主要制造业强国对铜需求量的变化（千吨）	- 22 -
图 34、主要制造业强国对铝需求量的变化（万吨）	- 22 -

表目录

表 1、钢铁板块主要公司核心数据一览	- 9 -
表 2、2024-2026 年国内电解铝产能净增量处于低位（单位：万吨）	- 16 -
表 3、2024-2026 年海外电解铝产能增量较为有限（单位：万吨）	- 17 -
表 4、各电解铝企业电力及上游原材料配套情况	- 19 -
表 5、中国新能源领域用铝需求测算	- 20 -
表 6、中国新能源领域用铜需求测算（万吨）	- 20 -
表 7、重点公司盈利预测与估值表（市值等数据以 2024 年 9 月 30 日收盘数据为准）	- 23 -

1、引言：政策转向，做多顺周期板块

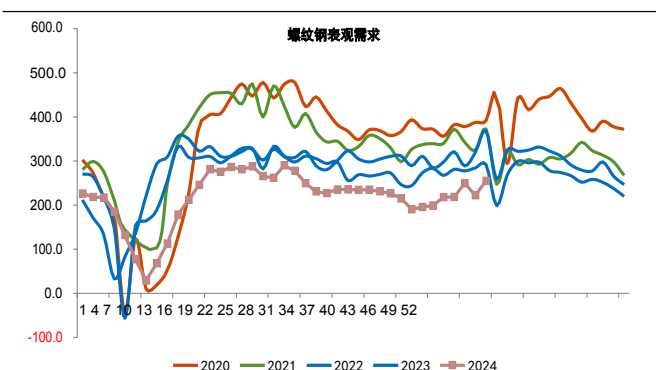
大宗商品价格是现实与预期共同博弈的结果，而每年四季度随着商品需求季节性走弱，预期对商品定价权重会大幅上升。中国作为全球最大的工业化国家，对钢铁、铜铝等商品需求影响举足轻重，因此中国宏观政策取向将极大影响商品未来需求预期。9月24日国新办发布会上出台了一揽子政策组合拳，而随后的中央政治局会议更是传递出积极信号，“干字当头”。随着中国政策的大转向，顺周期类商品将迎来积极的做多窗口期，尤其是国内政策主导的黑色系商品价格弹性将表现更强；铜铝虽然涉及海外资金博弈，弹性相较黑色商品偏弱，但由于其中期逻辑更佳，国内政策转向将吸引长线增量资金的配置，当前阶段建议重点关注钢铁、铜铝配置机会！

2、钢铁：从海底出击，商品与股票迎来共振

2.1、底部区域，板块迎来大幅反弹

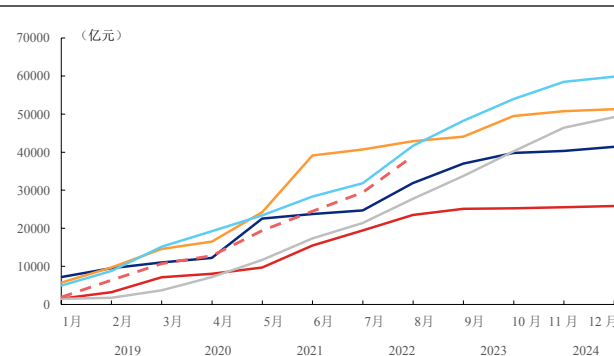
地产下行叠加基建项目收紧，钢铁需求不及预期。钢铁下游主要是建筑（地产、基建）、机械、汽车、家电等领域，过去几年以地产为代表的下游细分行业对钢铁整体需求构成较大拖累，而2024年地产拖累效应仍在，1-8月地产新开工与施工同比降幅达到22.5%与12%。而与此同时，2023年底出台的“47号文”要求12个重点省份“砸锅卖铁”全力化解地方债务风险，同时严控新建政府投资项目，这种偏紧缩性的政策文件导致部分基建项目进展滞后，对应2024年上半年专项债发行进度偏慢。整体而言，地产下行叠加部分基建项目进度不及预期导致钢铁需求持续承压，而弱需求导致弱供给，1-8月螺纹钢产量降幅15.7%。

图1、2024螺纹钢表观需求明显低于往年同期（万吨）



资料来源：Mysteel,

图2、2024年上半年新增专项债发行进度偏慢

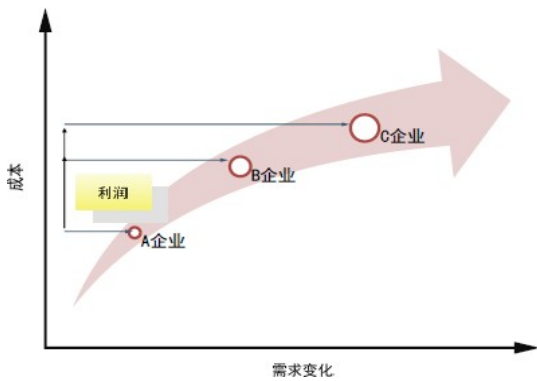


资料来源：iFind,

行业盈利处于历史底部区域。钢铁是典型的中游冶炼加工行业，理论上单个企业

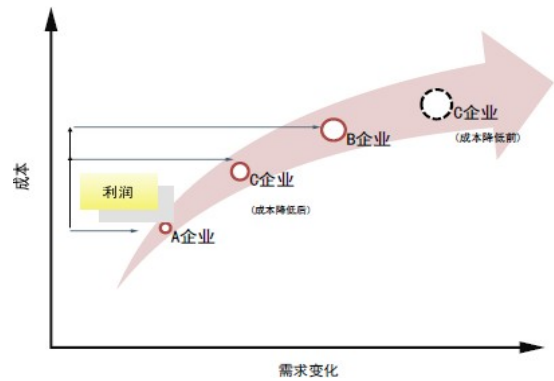
的经营利润取决于其加工成本与行业边际成本的差距。随着行业产能利用率的上升，对应行业加工边际成本逐步抬高，企业利润也呈现增长态势。2024 年由于钢铁需求下行速度过快，产能利用率的大幅下滑导致行业盈利明显走低，即便位于行业成本曲线左侧的低成本企业也出现普遍的盈利困难。根据 Mysteel 的最新数据显示，截至 9 月 20 日，中国钢厂盈利率仅为 9.97%。即便近期伴随着钢价上涨行业盈利有所改善，但仍处于 2018 年以来的底部状态。目前能盈利的钢企要么成本极具优势，要么产品结构相对领先，尤其是后者带领部分钢厂得以走出产品持续跌价的泥潭。但特钢应用场景毕竟有限，当广大普钢企业都处于严重亏损之际，也基本意味着行业到达景气低点，一旦供需存在边际好转可能，其向上盈利弹性极大。

图 3、产能利用率上升带动企业盈利提高



资料来源： 绘制

图 4、成本曲线上相对位置改变带动企业盈利提升



资料来源： 绘制

图 5、中国钢企盈利率处于历史底部

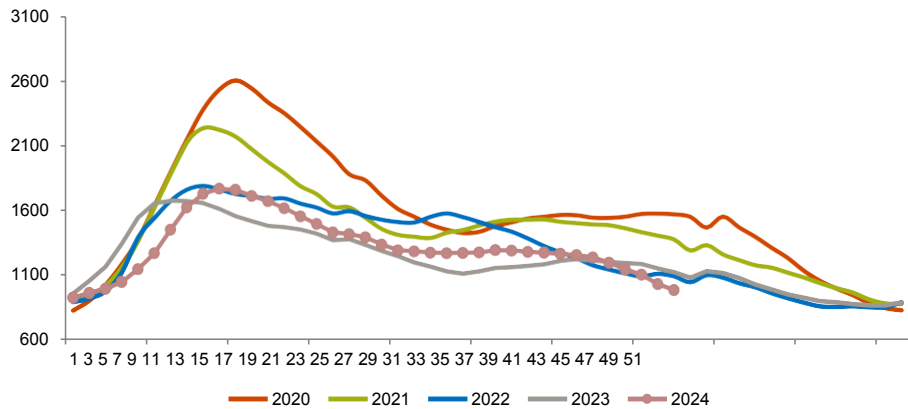


资料来源： iFind,

政策转向，库存周期回摆放大钢价上涨弹性。钢价中长期由其供需决定，但预期主导下的库存周期对其短期价格影响更大。2024 年上半年由于钢铁需求萎靡不振，加之远期预期逐渐下修，2024 年 7-8 月份钢铁产业链经历了一轮惨烈的降价

去库存，尤其是需求预期更为悲观的螺纹钢库存降幅更为明显，对应期间库存下降逾 130 万吨（往年同期多出现被动累库）。通常情况下，每年 10 月下旬以后钢铁需求将逐步转弱直至进入来年春节前的冰点状态，在此期间钢价将由两大因素决定，一是供给；二是需求预期。若供给相对平稳，需求预期将是影响钢价的关键，而钢铁的需求预期核心受到国内宏观政策影响，典型如 2021 年中央经济工作会议重提“以经济建设为中心”、2022 年 Q4 交易来年疫后复苏。回到当下，9 月底的中央政治局会议提出“要加大财政货币政策逆周期调节力度”、“促进房地产市场止跌回稳”、“干字当头”。随着一系列政策出台，市场悲观预期彻底扭转，钢价止跌回升。而由于前期产业链甩货之后普遍低库存，情绪的好转不仅导致真实成交量回升（前期观望状态），而且进一步放大了产业投机性需求，贸易商被迫回补库存极大地放大了钢价上涨弹性。

图 6、2020-2024 年螺纹钢社会库存走势（万吨）



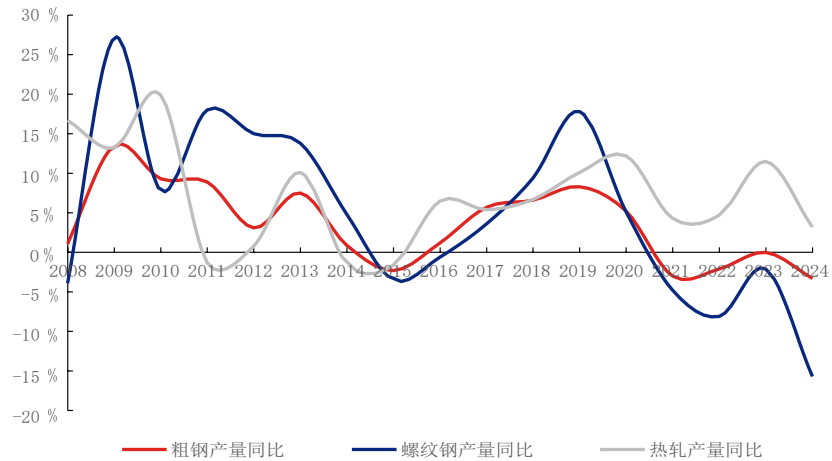
资料来源：Mysteel，

需求结构的蜕变，长期需求中枢不悲观

重视结构变迁，钢铁需求总量并不悲观。基于对建筑链条的悲观，市场对钢铁长期需求信心不足，但与水泥这种需求单一产品不同的是，钢铁下游相对多元，并且近几年以制造业为代表的终端需求的成长部分对冲了地产的下滑，钢铁总量需求降幅并不夸张。2020 年地产新开工面积达到历史峰值 22.4 亿平米，而 2023 年大幅下滑至 9.5 亿平米，下滑近 60%。在此期间，我国钢铁表观需求量由 2020 年的 10.3 亿吨下降至 2023 年的 9.3 亿吨，降幅 9.4%，钢铁需求的下滑明显小于地产端的表现，究其原因则是钢铁需求结构发生较为明显变化。**从分品种产量视角来看**，螺纹钢 2023 年产量为 2.27 亿吨，2020 年产量为 2.66 亿吨，下降 14.7%；热轧 2023 年产量 2.05 亿吨，2020 年则为 1.7 亿吨，增长 20.6%。螺纹钢产量的下滑是地产下行的必然结果，而以船舶、汽车、机械设备等制造业领域需求的增长推动了热轧产量的快速增加。2020 年以来热轧产量增速明显快于螺纹钢，其背后是终端产业景气度此消彼长的结果。2024 年 1-8 月虽然地产下行叠加部分基建

项目收缩导致螺纹钢产量大幅下滑 15.7%，但以制造业为代表的下游细分市场需
 求仍然稳健，同期热轧、冷轧产量同比分别增长 3.2%、9.1%，测算下来 1-8 月份
 钢铁整体需求下滑 5.4%。随着政策转向积极，后续建筑链条降幅逐步收窄，钢
 铁需求有望企稳。

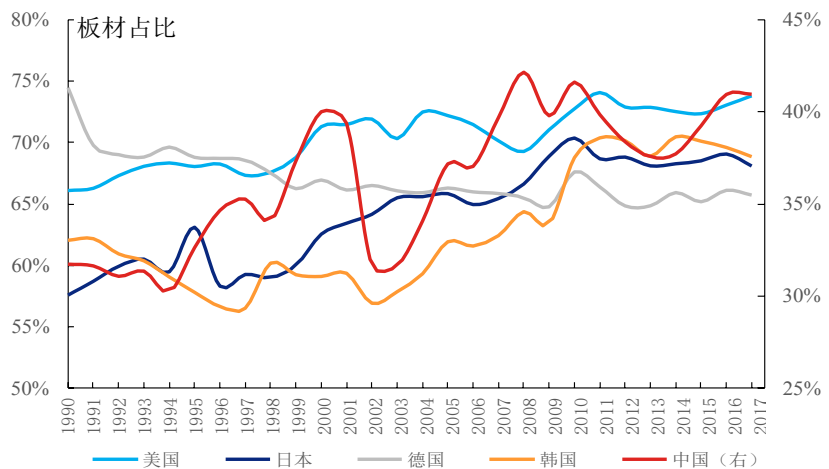
图 7、2020 年后热轧产量增速明显高于螺纹钢



资料来源：iFind，注：2024 年数据
 为 1-8 月累计值同比

海外国家后工业化时期制造业的发展推动板材类需求增长。中国钢铁需求的结构
 变化并不具有独特性，复盘美日钢铁需求历史变迁，其工业化后期制造业对钢铁
 的影响也呈现稳步提高态势。1990-2017 年期间，美国热轧板材占比从 66%提
 升至 74%，而日本则从 58%上升至 68%。我们认为中国经济转型所带来的制造业
 用钢量占比提升也将遵循这个规律，一方面，建筑业见顶回落导致建材需求中枢
 大幅下滑，另一方面考虑到我国家电、汽车、工业机器人为代表的中高端制造业
 的投资扩能，未来中国板材需求占比仍将进一步增加。

图 8、美国、日本、韩国板材占比逐步提升



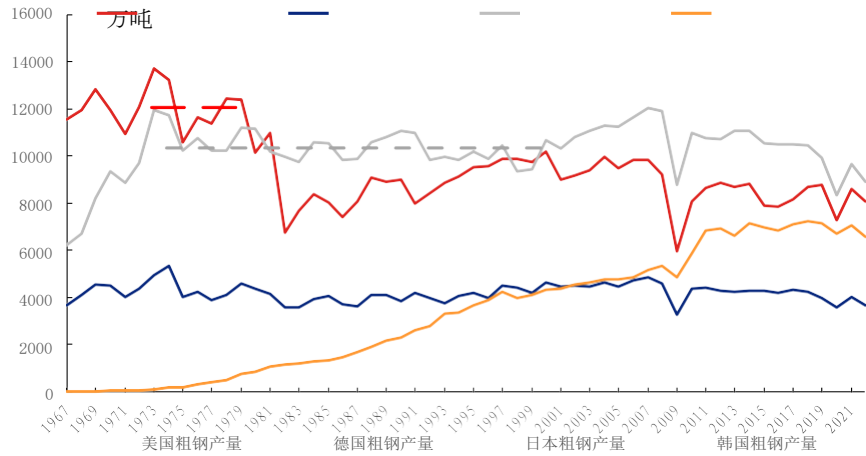
资料来源：iFind，

后工业化时期制造业强国用钢需求总量维持稳定。随着中国步入工业化后期，钢铁需求由建筑链条往制造业方向转移，钢铁结构发生重大变化。但结构的研究只是一方面，从行业整体盈利角度而言总量需求的变化更为关键。如果参考曾经的工业化强国案例，主要制造业国家如美国、日本、德国和韩国在进入后工业化阶段之后由于选择的道路不同，导致其国内钢铁需求走势也不尽相同，横向对比的结论是：制造业在经济体中能维持稳定比例的国家其钢铁需求长期较为稳定，而走上“去工业化”道路的经济体长期钢铁需求中枢将大幅下移：

- **美国**：美国从上世纪 70 年代实行“去工业化”政策，推动了大量低端和劳动密集型制造业的产业转移，在后工业化时期，美国的粗钢产量中枢下滑较为明显。1970 年初粗钢产量峰值接近 1.4 亿吨，峰值区间大约维持了接近 10 年左右，整体中枢在 1.2 亿吨，降幅相对有限。由于 1970 年代大通胀和石油危机导致的经济衰退，粗钢产量也随之下降至 7000 万吨水平。2021 年粗钢产量达 8071 万吨，经过 50 年左右的时间，美国粗钢产量从峰值大约回落了 5600 万吨，下滑 41%。
- **日本**：日本在快速完成工业化，粗钢产量在 1970 年代进入峰值 1.2 亿吨，2000 年之前整体中枢约 1.0 亿吨。日本在经历 70 年代石油危机后钢铁行业开始进入去产能调结构阶段。尽管日本效仿美国实行“去工业化”政策（制造业增加值占 GDP 比重快速下滑），但在政府加大推进制造业转型期间，特钢需求迎来增长，因此粗钢整体产量并未出现大幅下滑，波动相对较小。2000 年后随着日本钢铁业集中度明显提升，行业产出效率改善，在金融危机前又迎来一波持续增长，从 2000 年的 1.01 亿吨增长至 2007 年的 1.2 亿吨。2022 年最新粗钢产量为 8923 万吨，相较 2008 年高点下降约 26%。
- **德国**：德国作为老牌制造业强国，制造业多以高端制造为主，对钢铁的需求相对平稳，从 1960 年至今基本维持在 4000 万吨水平。
- **韩国**：韩国在快速完成工业化期间钢铁需求量明显增强，1980-2000 年间，从不到 1000 万吨产量快速提升至 4000 万吨。但韩国在完成工业化后，在面对全球经济衰退和欧美钢铁行业产能过剩和成本高企的背景下，韩国抓住行业机遇，积极开展行业并购重组，大力发展海外市场，粗钢产量从 2000 年仍保持较快增长趋势，目前维持在 7000 万吨水平。

结论：制造业占 GDP 比重决定了后工业化阶段钢铁需求总量变化，从中国过去几年钢铁结构变化与未来产业政策来看，我国显然更接近于再工业化的韩国与德国，而非美日的“去工业化”路线。因此在建筑业冲击逐步淡去之后，制造业崛起背景下，中国钢铁需求总量或呈现较强韧性。

图 9、1967-2022 年四国粗钢产量变化 (万吨)



资料来源: iFinD,

2.3

投资建议：商品与股票共振，积极做多钢铁股

从中长期看，制造业转型升级所带来的需求增量对钢铁影响愈发明显，行业总量需求无需过于担心。2024 年拖累钢铁需求的两大因素一是地产快速下行导致的需求减量，二是部分基建项目实物量需求不及预期。9 月底的中央政治局会议提出“要加大财政货币政策逆周期调节力度”、“促进房地产市场止跌回稳”，随着后续一系列政策的出台，建筑业对钢铁需求拖累有望收窄，行业需求或逐步企稳。当前阶段对于钢铁板块极具配置价值，一方面，钢铁企业盈利自 2022 年以后持续走低，最新盈利已经处于历史底部状态，同时板块内大量钢铁企业已经严重跌破净资产，板块处于极低位置；另一方面，而由于前期钢铁产业链普遍降价甩货，五大品种库存处于较低状态。未来随着宏观政策进一步发力，情绪的好转不仅导致真实成交量回升（前期处于观望状态），而且进一步放大了产业投机性需求，贸易商被迫回补库存将极大增强钢价上涨弹性。考虑到板块位置极低，未来伴随着钢价的快速回升，钢铁股有望迎来价值重估，重点关注**华菱钢铁、宝钢股份、南钢股份**等，铁矿石标的关注**河钢资源**。

表 1、钢铁板块主要公司核心数据一览

代码	名称	市值 (亿元)	PB	净利润 (亿元)	销量 (万吨)	吨钢	吨钢
						市值 (元/吨)	净利 (元/吨)
600569.SH	安阳钢铁	51.42	1.11	-15.5	992	518	-157
601003.SH	柳钢股份	81.50	0.92	-10.1	1280	637	-79
600808.SH	马钢股份	162.67	0.69	-13.3	2097	776	-63
002110.SZ	三钢闽光	88.01	0.44	-6.7	1124	783	-59
000709.SZ	河钢股份	229.48	0.45	10.8	2717	845	40
000898.SZ	鞍钢股份	215.84	0.44	-32.6	2485	869	-131
600581.SH	八一钢铁	52.01	4.88	-11.6	569	914	-204

000717.SZ	中南股份	76.59	0.88	0.5	802	955	6
600231.SH	凌钢股份	54.19	0.79	-6.8	539	1006	-126
600782.SH	新钢股份	113.56	0.44	5.0	1082	1050	46
600022.SH	山东钢铁	160.48	0.80	-4.0	1485	1081	-27
000959.SZ	首钢股份	264.32	0.53	6.6	2329	1135	28
000761.SZ	本钢板材	137.53	1.01	-17.4	1128	1219	-154
000932.SZ	华菱钢铁	324.71	0.61	50.8	2653	1224	191
601005.SH	重庆钢铁	116.28	0.63	-14.9	712	1634	-210
000825.SZ	太钢不锈	224.85	0.67	-10.8	1316	1708	-82
000778.SZ	新兴铸管	152.42	0.60	13.5	858	1776	157
600507.SH	方大特钢	101.09	1.07	6.9	408	2476	169
600019.SH	宝钢股份	1525.78	0.76	119.4	5283	2888	226
600282.SH	南钢股份	299.01	1.17	21.3	1033	2895	206
600126.SH	杭钢股份	147.58	0.74	1.8	452	3263	40
000708.SZ	中信特钢	688.43	1.81	57.2	1889	3644	303
002075.SZ	沙钢股份	131.19	2.05	1.9	320	4100	60
600010.SH	包钢股份	785.51	1.51	5.2	1520	5168	34

资料来源：iFinD，

注：销量数据采用 2023 年，未公布销量的以产量代替；净利润选用 2023 年数据，行情数据更新时间截至 2024 年 9 月 30 日

3、铜铝：长牛商品迎来右侧加速时点

3.1、预期摇摆带来再次布局窗口

铜铝价格回调带来再次布局时点。铜铝价格在经历二季度的大幅上涨之后，6 月以来呈现持续回调，对应商品价格从高点回撤近 15%-20%。铜铝价格的回调，一方面是产业库存淡季高位走平，且绝对值高于往年同期，显示前期价格大幅上涨之后终端接受度较低；另一方面则是，国内政策刺激预期偏弱叠加“特朗普 2.0”交易导致全球大宗商品需求衰退氛围浓厚，情绪波动导致商品短期估值承压。回顾过去几年铜铝价格走势，这轮商品价格中枢不断抬升的重要前提在于刚性供给的驱动，需求和流动性阶段性变化放大商品价格短期涨跌。因此在供给刚性逻辑不变背景下，9 月下旬以来的国内宏观政策转向直接扭转了商品需求衰退预期，铜铝价格迎来大幅反弹。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/377130016016006163>