

全球通胀交易窗口有望开启，铜板块重估在即

■我们正站在从货币宽松交易转向通胀交易的窗口，铜是通胀交易的重要载体，有望成为基本金属中最亮眼的品种。3月23日以来大宗商品上涨主要由美联储推出无限QE带来的流动性宽松来推动，对应的是美债收益率大幅走低至0.5%-0.7%和美国M2增速提升到22%-23%。截至2020年9月19日，LME铜价收于6,850美元/吨，相较于3月23日最低点已反弹约56.7%，创下近27个月新高。目前，我们正站在从货币宽松交易转向通胀交易的窗口，“名义利率维持低位+通胀预期上行”将是未来一段时间的重要特征。接下来推升通胀交易的驱动力主要有三个，一是新冠疫苗的逐步落地，二是欧美财政刺激计划落地，三是美联储“平均通胀目标制”的贯彻，鼓励通胀超调。

■供应：步入低增速时代，疫情之下受进一步压制。第一，从铜资本开支周期看，2020-2022年全球铜矿供应本已步入低增长时代，今年疫情影响之下，全球铜矿供应增速进一步放缓。WBMS数据显示，2020年1-6月全球矿山铜产量为1005万吨，较2019年同期仅增加0.7%，往后看铜矿供应释放仍不容乐观。一是占全球铜矿供应40%左右的拉美地区疫情持续恶化，后续工会罢工压力或进一步增加；二是新冠疫情造成铜企资本开支收缩；三是2020~2022年除Cobre Panama、Kamoa、Timok Upper、Quebrada Blanca等外鲜有大矿投产。据我们测算，预计2020~2022年铜矿供应增速分别为-1.21%、3.13%、2.09%。第二，极低的加工费将压制冶炼开工。9月国内铜矿现货冶炼加工费报48美元/吨，创8年新低；铜陵、江铜与Antofagasta签订2021年上半年供应长单TC为60.8美元/吨，比2020年低1.2美元/吨，创2012年以来新低。从铜冶炼环节盈利状况看，目前铜冶炼加工费及硫酸副产品价格水平仍然较低，冶炼厂生产积极性受到压制，铜冶炼的减产风险上升。

■需求：国内恢复持续，海外复苏继起。一是国内电网、地产领域复苏态势仍有望延续。2020年7月电网投资累计同比+1.6%。考虑到疫情对经济的影响，作为经济发展助推器的一大批电网重点基建项目将在2020~2021年重点推进，短期内电网投资规模将明显提升。房地产行业具备韧性，新开工及竣工数据明显修复。8月新开工累计同比收窄至-3.6%，竣工累计同比收窄至-10.8%，呈明显修复态势。汽车行业景气度恢复，8月汽车产销继续回升。据车协数据，8月全国汽车产量同比+6.44%，销量同比+11.57%。在补贴退坡负面影响反映殆尽、全球产业政策趋向友好、市场化驱动逐渐加速背景下，全球新能源汽车自2020年开始重获高速增长将逐渐成为铜需求的重要增长点。据我们测算，2020~2022年全球新能源车产量有望达307万辆、385万辆、480万辆。预计带来25万吨、31万吨、38万吨新增铜需求，约占全球铜需求量的1.05%、1.3%、1.6%。二是欧美PMI持续反弹，再叠加疫苗和财政刺激落地，复苏可期。美国8月制造业PMI反弹至53.6，高于前值50.9；8月欧元区制造业PMI的51.7，保持回升。如果财政刺激和疫苗落地，将进一步加速复苏进程。

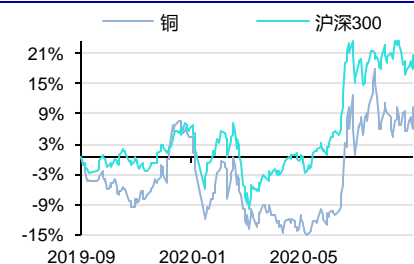
■投资建议：铜价具备大幅反弹空间且持续性强，铜板块重估在即。截至9月18日，三大交易所铜库存合计23.5万吨，国内保税区库存29.57万吨，基本处于近5年新低的水平。我们的测算表明，如果考虑新能源车的需求增量，预计2020~2022年全球铜供需平衡分别为-13.6、-15.4、-47.2万吨。考虑到2020年Q4开始疫苗和财政刺激逐步落地，本就存在供需地域错配的铜基本面将进一步趋紧，再加上美联储鼓励通胀超调，导致货币宽松收紧的阈值抬高，我们认为铜价具备大幅反弹空间且持续性强。自从2016年底铜价反转上行以来，国内铜上市公司的三大财务报表的迎来了显著修复，业绩包袱大幅出清，估值压力显著释放，并具备了较强的内生和外延扩张潜力，在铜价反弹背景下价值凸显。建议关注西部矿业、云南铜业、江西铜业、金诚信为代表的铜业标的重估机会。

■风险提示：1)铜需求持续低迷；2)铜供应增速超预期；3)逆周期政策低于预期。

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
601168 西部矿业	13.50	买入-A
000878 云南铜业	18.30	买入-A
600362 江西铜业	20.75	买入-A
603979 金诚信	17.40	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.56	-2.20	-25.58
绝对收益	-2.32	13.38	-5.21

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王政

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020002
wangzheng1@essence.com.cn

王建润

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520080003
wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

Codelco 工会对疫情担忧加剧，明确看好 Q4 需求旺季铜价 2020-09-07
交易所库存处近 5 年低位，明确看好 Q4 需求旺季铜价 2020-08-31
2020H1 全球铜矿供应显著放缓，Q4 需求有望迎来旺季 2020-08-23
2020H1 多数海外铜矿企业产量下滑，终端需求延续复苏 2020-08-17

内容目录

1. 全球通胀交易窗口有望开启	5
1.1. 铜价自年初至今先抑后扬，领涨基本金属.....	5
1.2. 我们正站在从货币宽松交易转向通胀交易的窗口，铜是通胀交易的重要载体.....	5
2. 供应：2020 年铜矿供应增速显著放缓	11
2.1. 2003~2016 年供应洪峰已过.....	11
2.2. 全球铜矿产量步入低增速阶段.....	12
2.2.1. 疫情影响 2020 年上半年海外矿山正常生产.....	12
2.2.2. 南美疫情持续恶化，制约全年铜矿产量.....	14
2.2.3. 2019-2021 年：全球铜矿供应增速系统性放缓.....	14
3. 成本：铜矿生产成本持续上行	16
3.1.1. 全球铜矿开采成本持续提升.....	16
3.1.2. 90%成本分位线支撑扎实.....	17
4. 冶炼：冶炼加工费 8 年新低，3 季度冶炼厂检修增加	19
5. 库存：基本处于 5 年以来新低	21
6. 需求：国内需求继续修复	22
6.1. 终端需求持续回暖.....	22
6.2. 新能源车景气度大幅提升将成为铜消费领域的重要增长点.....	23
6.3. 下游开工率维持平稳.....	25
7. 8 月海外需求继续回暖	27
8. 2020~2022 年供需平衡：步入紧平衡格局	28
9. 铜价具备大幅反弹空间且持续性强，铜板块重估在即	29
9.1. 西部矿业：玉龙铜矿预计将于 2020 年 10 月投产，业绩增长强劲.....	29
9.2. 云南铜业：资源潜力雄厚，采选冶炼产能即将全面达产.....	29
9.3. 江西铜业：国内铜业巨头，继续推进产业链布局.....	30
9.4. 金诚信：收购和参股国内外三座矿山，正式转型矿山开发运营商.....	30

图表目录

图 1: 2020 年 1-9 月铜价先抑后扬.....	5
图 2: 1 月以来铜价、原油及美元指数变化.....	5
图 3: 3 月以来铜价、原油及美元指数变化.....	5
图 4: 短期看, 我们正站在货币宽松交易转向通胀交易的窗口.....	6
图 5: 受新冠疫情影响, 美国 M2 货币乘数今年 1-5 月份出现显著下降, 自 6 月份复工以后才出现回升.....	6
图 6: 美国基础货币 3 月份开始猛增, 由于货币乘数前期被疫情压制, M2 增速从 5 月份才开始加速上行.....	6
图 7: 美联储在 9 月议息会上调低 2021-2022 年实际 GDP 预测, 调高 2020 年实际 GDP 以及 2020-2022 年 PCE、核心 PCE 预测.....	8
图 8: 2020 年 9 月议息会利率点阵图显示大部分美联储委员认为 2023 年以前都不会加息.....	8
图 9: 中长期看, 通胀交易还远未达到货币政策实质性收紧的天花板, 而且天花板还会进一步上移.....	9
图 10: 以铜为代表的工业金属在疫情后时代有望迎来加速上行的通胀超调模式.....	10
图 11: 1998-2022 年铜矿供应增速变化.....	11
图 12: 2003~2013 年铜价走高带动样本铜企资本支出上行.....	11
图 13: 2019-2021 年大型项目投产较少.....	12
图 14: 2020 年 1-5 月全球铜矿供应同比增速显著回落.....	13
图 15: 2020 年全球铜矿供需累计同比.....	13
图 16: 全球铜矿产量及其同比.....	13
图 17: 2019 年全球铜供应格局.....	14
图 18: 2019 年全球铜需求结构.....	14
图 19: 秘鲁疫情加速恶化.....	14
图 20: 智利疫情加速恶化.....	14
图 21: 1990-2017 年全球铜矿平均品位持续下降, 未来或延续下降趋势.....	16
图 22: 1990~2017 年地采矿占比持续提升, 未来或继续提升.....	16
图 23: 2018 年铜矿现场成本构成.....	17
图 24: 铜矿要求价格 2016-2018 年持续上升.....	17
图 25: 历史上铜价长期表现会高于成本曲线 90 分位水平.....	18
图 26: 截至 2020 年 9 月 13 日, 铜价可覆盖全球 99% 以上铜矿山现金成本.....	18
图 27: 3 月以来冶炼加工费持续回落印证铜矿供应收紧.....	19
图 28: 国内精练铜产量 (万吨)	19
图 29: 国内铜材产量 (万吨)	19
图 30: LME+SHFE+COMEX 交易所铜库存 (吨)	21
图 31: 今年 3 月初以来, 国内保税区库存持续去化 (万吨)	21
图 32: 7 月电网累计投资由负转正.....	22
图 33: 3 月以来房地产新开工和竣工数据跌幅收窄.....	22
图 34: 8 月汽车产销数据大幅回升.....	23
图 35: 8 月空调产量增加.....	23
图 36: 国内铜杆开工率.....	25
图 37: 国内铜板带箔开工率.....	25
图 38: 铜线缆开工率.....	26

图 39: 全球制造业 PMI.....	27
图 40: 美国制造业 PMI.....	27
图 41: 欧元区制造业 PMI.....	27
图 42: 中国制造业 PMI.....	27
表 1: 2020 年海外铜矿一季度生产回落 (单位: 万吨).....	12
表 2: 2020-2023 年大型矿山投建情况 (单位: 万吨).....	15
表 3: 2020 年国内主要冶炼企业计划检修情况.....	20
表 4: 新能源汽车耗铜量测算.....	24
表 5: 2020-2022 年全球铜供需平衡表预测.....	28
表 6: A 股铜上市公司业绩弹性测算.....	30

1. 全球通胀交易窗口有望开启

1.1. 铜价自年初至今先抑后扬，领涨基本金属

2020年1月20日至3月23日，新冠疫情先后在国内外爆发，全球经济受到冲击，铜价大幅下挫。自3月13日往后的6个交易日内，铜价呈现加速下跌趋势，一度大幅下跌19.8%最低至4371美元/吨，创2016年10月以来新低。

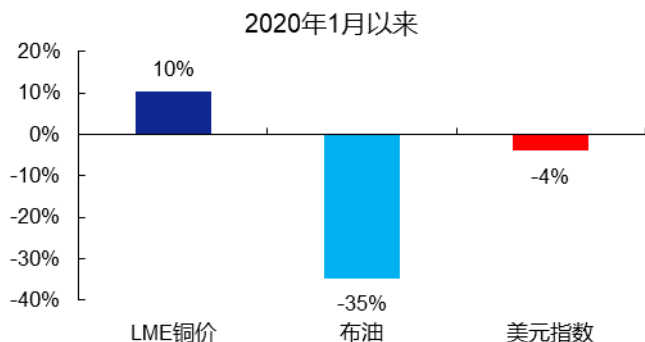
3月23日以来铜价反弹约49%，领涨基本金属。结合新冠疫情对全球铜产业供应链的影响，当前以拉美地区为主的铜资源供应国生产活动仍受疫情压制，以中、欧、美为主的铜消费国需求正逐步恢复，铜价收复失地。截至2020年9月18日，铜价收于6850美元/吨，相较于3月23日最低点已反弹约49%，相比年初上涨10%。

图1：2020年1-9月铜价先抑后扬



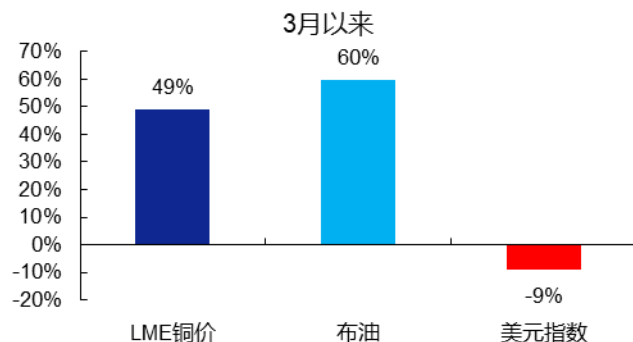
资料来源：wind,安信证券研究中心

图2：1月以来铜价、原油及美元指数变化



资料来源：wind,安信证券研究中心

图3：3月以来铜价、原油及美元指数变化



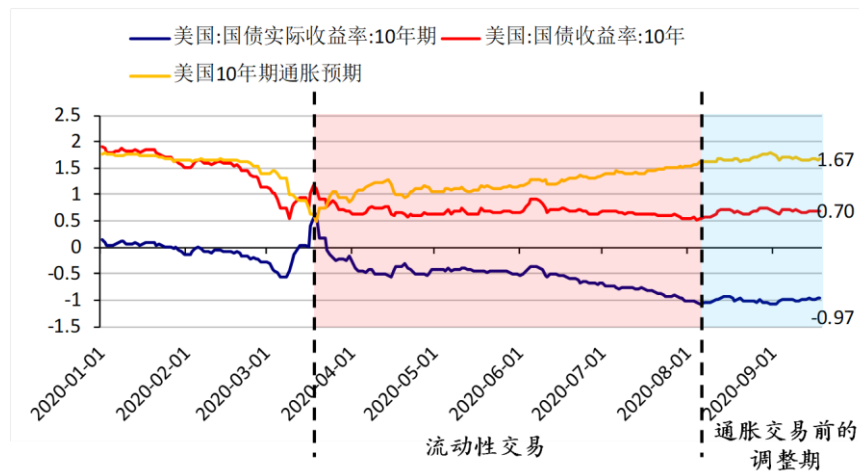
资料来源：wind,安信证券研究中心

1.2. 我们正站在从货币宽松交易转向通胀交易的窗口，铜是通胀交易的重要载体

我们认为,3月23日以来的全球大宗商品的上涨主要由美联储推出无限QE带来的流动性宽松来推动。从对美国十年期实际利率(通胀保值性债券收益率)的分解来看,自从美联储于3月23日推出无限QE,美国十年期国债收益率从1.6%的水平出现了大幅回落,降至0.5%-0.7%的区间,而与此同时,十年期通胀预期则由于流动性危机缓解出现了显著回升,从0.5%升至1.5%-1.7%的区间,而铜、石油等大宗商品均出现底部反转,大幅上涨。

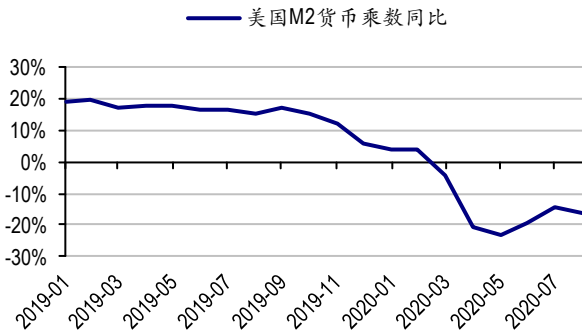
从美元的货币创造角度看，由于新冠疫情在美国的蔓延以及随之而来的经济封锁，美国的信贷创造在 1-5 月份出现了明显的抑制，M2 货币乘数出现超过 20% 的同比下滑，直到 5-6 月份开始重启经济才有所企稳回升。这导致即使从 3 月开始美国基础货币的投放已经显著加速，但 M2 同比直至 5 月份开始才开始显著上行至 22% 左右，并且至今一直维持在 22%-23% 的高位。这也很好地解释了铜价自 3 月底-5 月的上行斜率较为缓和，而 6 月开始出现加速上行。

图 4：短期看，我们正站在货币宽松交易转向通胀交易的窗口



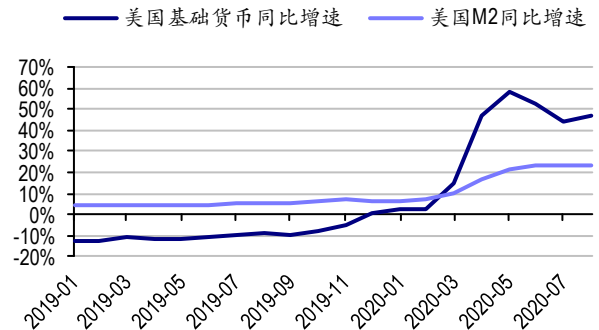
资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 5：受新冠疫情影响，美国 M2 货币乘数今年 1-5 月份出现显著下降，自 6 月份复工以后才出现回升



资料来源：woodmac, 安信证券研究中心

图 6：美国基础货币 3 月份开始猛增，由于货币乘数前期被疫情压制，M2 增速从 5 月份才开始加速上行



资料来源：公司公告, 安信证券研究中心

站在目前时点，我们可能正处于从货币宽松交易转向通胀交易的窗口。从对美国十年期实际利率（通胀保值性债券收益率）的分解来看，随着美国经济的逐步复苏，近期十年期通胀预期已升至 1.6%-1.7% 的位置，同期美债收益率也基本结束前期的单边下行，进入到企稳和小幅反弹的阶段，目前维持在 0.7% 左右。如果我们相信接下来全球经济将进一步走出疫情的影响，“名义利率维持稳定+通胀预期上行”将是未来一段时间的重要特征。

接下来推升通胀交易的驱动力主要有三个，一是新冠疫苗的逐步落地，二是欧美财政刺激计划落地，三是美联储“平均通胀目标制”的贯彻，鼓励通胀超调。首先，根据 WHO 最新数据，截至 9 月 9 日，全球新冠肺炎病毒候选疫苗 182 个，临床试验 36 个，临床前研究 146 个，有 9 个疫苗进入临床 III 期。据 9 月 18 日来自全球科学与生命健康论坛的报道，目前我

国已有 11 款新冠疫苗进入临床试验阶段，其中 4 款进入 III 期临床试验。III 期临床试验是确定疫苗能否获批上市的关键研究，将真正验证疫苗的安全性和有效性，需要数千至上万人的样本量。目前已启动的新冠病毒疫苗 III 期临床试验预计最快可在 11 月前获得初步数据。我们认为，新冠疫苗正在加速推进当中，疫苗研发成功与逐步落地将显著推升全球经济活动水平，带动大宗商品需求出现加速回升。

第二，目前欧美财政刺激计划正在推进过程中，一旦落地将进一步推动经济复苏。欧洲方面，欧盟领导人在 7 月 23 日就 7500 亿欧元的复苏计划达成一致，超出市场预期。一是最终拨款额接近 3900 亿欧元，其中复苏和恢复项目 (RRF) 的规模得到了保护，甚至其拨款额度比初版还有所上升，而该工具的拨款受到的限制很少。加上欧央行扩大购买主权债，复苏计划可以有效地弥合欧元区在 2020-22 年间的资金缺口。二是 7500 亿欧元的总规模比市场预期的 6000 亿欧元要多。虽然贷款远不如拨款重要，但以极低附加条件发放的贷款能为南欧国家提供有吸引力的资金。三是达成协议的时间比市场想象的要早，意味着未来欧盟将继续一体化。特别是通过预先发行欧盟债券的方式来实行复苏计划，在欧盟体制框架和预算运作方面开创了先例。

美国方面，两党对财政刺激计划谈判陷入僵局，预计在 11 月大选之后才有定论。国会 3 月通过的 2.3 万亿美元支出计划中，政府对小企业和失业者的援助计划已于 7 月底结束，而两党目前在提供新一轮援助计划的问题上陷入僵局。主要分歧在于刺激计划总规模以及一些焦点支出项目，民主党主张的刺激规模明显大于共和党，在此背景下，特朗普 8 月 7 日不得不签署行政令，“为美国人提供他们需要的救济”，包括延长失业补助至年底、暂停驱逐租客等，还将暂停征收工资税直到 12 月。

9 月 15 日，众议院两党温和派发布了 1.5 万亿美元的折中方案，希望建立继续谈判的框架，但美国国会众议院议长、民主党人佩洛西继续反对共和党“瘦身版”刺激法案，仍坚持至少 2.2 万亿美元的救济法案。与此相反，白宫方面显然寻求降低刺激规模，美国财长姆努钦曾表示，希望新一轮救济法案的总规模维持在 1 万亿美元左右，除了要结合美国近期经济数据趋势，也与预算考虑有关。据国会预算办公室统计，2020 财年前 11 个月的美国联邦预算赤字已升至 3 万亿美元。

我们认为，考虑到大选党争因素，以及当前美国经济较好的复苏态势使得财政刺激推出的紧迫性略有缓和，美国财政刺激激化难以在 11 月大选之前推出，但美国经济虽然环比复苏明显，但同比复苏态势仍然羸弱，推出财政刺激仍是大势所趋，再加上一旦新任总统上台，必然推动提振经济的施政纲领落地，将进一步助推美国经济的加速复苏。

第三，美联储发表新的“平均通胀目标制”货币政策框架意义深远，允许通胀超调。美联储主席鲍威尔在 8 月 27 日 Jackson Hole 全球央行年会上发表《New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review》的重要讲话，发布了新的《长期目标和货币政策策略声明》，提出讨论许久的“平均通胀目标制 (AIT)”，“我们将寻求实现平均 2% 的通胀水平。因此，在通胀水平低于 2% 的时期过后，适当的货币政策可能会在一段时间内以实现稍高于 2% 的通胀水平为目标”，即所谓的“允许通胀超调。”当然，如果出现过度的通胀压力，或者通胀预期超过了我们的目标水平，美联储也会毫不犹豫地采取行动。

更进一步，美联储在 9 月 17 日 FOMC 议息会上，虽然并无太多短期的鸽派增量信息，但是实际上 FED 进一步作出了清晰的“鼓励通胀超调”的动作。一是调低 2021-2022 年实际 GDP 预测，但调高 2020 年实际 GDP 以及 2020-2022 年 PCE、核心 PCE 预测；二是从利率点阵图看，大多数委员都认为零利率应该维持到 2023 年，这比此前的维持到 2022 年的市场预期更加鸽派。

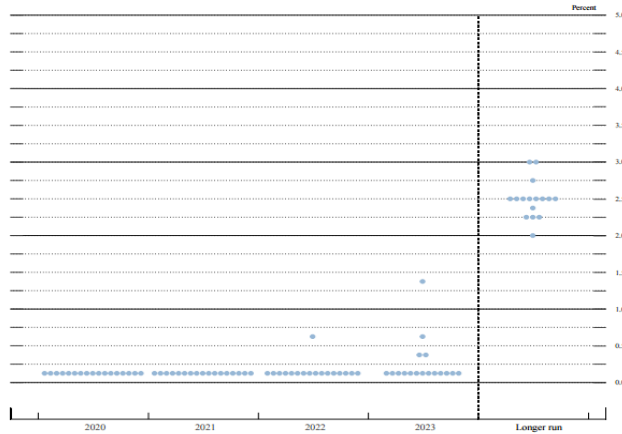
图 7：美联储在 9 月议息会上调低 2021-2022 年实际 GDP 预测，调高 2020 年实际 GDP 以及 2020-2022 年 PCE、核心 PCE 预测

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2020

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run
	Change in real GDP June projection	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0-3.0	3.6-4.7	2.5-3.3	2.4-3.0	1.7-2.0	-5.5-1.0	0.0-5.5	2.0-4.5	2.0-4.0
Unemployment rate June projection	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0-8.0	5.0-6.2	4.0-5.0	3.5-4.4	3.9-4.3	6.5-8.0	4.0-8.0	3.5-7.5	3.5-6.0	3.5-4.7
PCE inflation June projection	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1-1.3	1.6-1.9	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0	1.0-1.5	1.3-2.4	1.5-2.2	1.7-2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴ June projection	1.5	1.7	1.8	2.0	2.0	1.3-1.5	1.6-1.8	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0	1.2-1.6	1.5-2.4	1.6-2.2	1.7-2.1	2.0
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate June projection	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5	0.1	0.1	0.1-0.6	0.1-1.4	2.0-3.0
	0.1	0.1	0.1		2.5	0.1	0.1	0.1		2.3-2.5	0.1	0.1	0.1-1.1		2.0-3.0

资料来源：美联储,安信证券研究中心

图 8：2020 年 9 月议息会利率点阵图显示大部分美联储委员认为 2023 年以前都不会加息



资料来源：美联储,安信证券研究中心

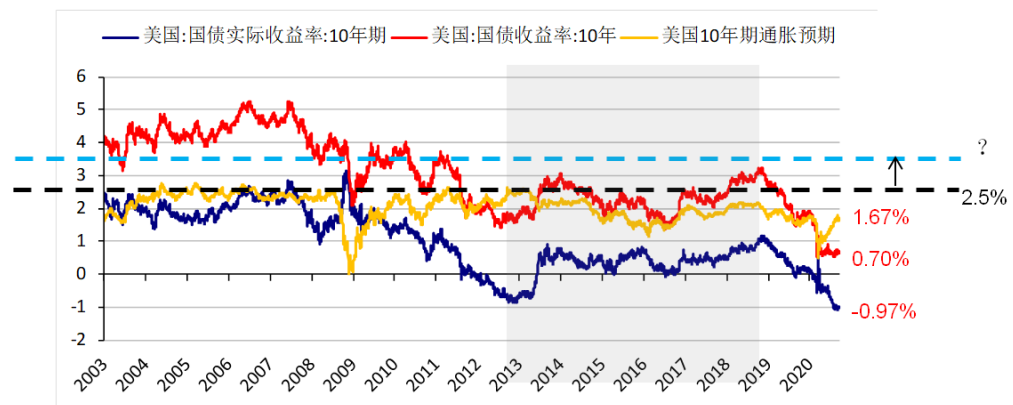
我们认为，平均通胀目标制的修订本质上就是美联储通过实际负利率来刺激经济。目前名义利率已贴近零利率的地板，考虑到美元的国际本位币地位，名义负利率需要极端慎重，而美联储此时祭出鼓励通胀超调的平均通胀目标制无非就是通过塑造更高、更决绝的通胀预期来倒逼经济主体在货币宽松的背景下去投资和消费，否则就要被征收每年较高的通胀税。由于名义利率有零利率的底线，而通胀目标其实并无上限，实际负利率因此就没有下限，这实际上给美联储提供了更为宽广的刺激空间，当然这也为美国埋下了债务货币化、美元信用崩溃的种子。

落实到当前的通胀交易上来说，我们检视 2003 年至今的实际利率框架中十年期国债收益率和同期通胀预期的变化可以看到，一般通胀预期达到 2.5%即遇到 Fed 货币政策收紧的天花

板，但如果通胀超调，意味着 2.5% 的天花板会进一步上移，即美联储会持续维持国债收益率处于低位，进一步撬动通胀预期进一步上移。考虑到当前十年期通胀预期仅为 1.67%，离过去的天花板 2.5% 尚有较大距离，如果此天花板进一步上移的话，通胀预期的上行空间无疑会进一步打开。

如果考虑具体的资产选择的话，由于全球经济自然增长率放缓的通缩压力持续存在，使得财政赤字、货币放水会持续处于药不能停的状态，在这个状态下，通胀作为一个整体的趋势虽然不见得有多大弹性，但并不排除构成通胀的某些商品甚至通胀篮子之外的某些资产不会有资产泡沫的巨大潜力。如果宽松货币政策总体上是囿于通胀总体趋势较为低迷而被迫抬升正常化阈值的话，这意味着对具备供需抽紧逻辑的个别资产可能具有更大的价格泡沫化的潜力。

图 9：中长期看，通胀交易还远未达到货币政策实质性收紧的天花板，而且天花板还会进一步上移

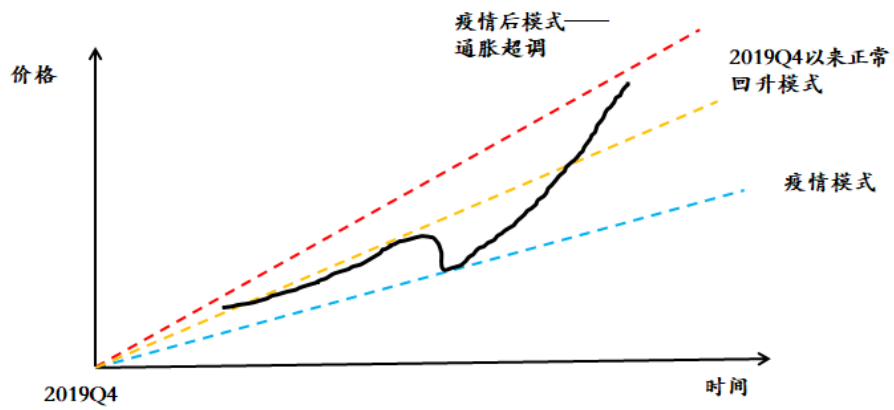


资料来源：wind, 安信证券研究中心

我们认为，通胀交易窗口一旦开启，铜将成为重要载体，有望成为基本金属中最亮眼的品种。需求侧，一是宏观层面受益于前述的三大动力，分别是疫苗落地、财政刺激计划落地以及美联储鼓励通胀超调的货币政策贯彻，二是中观层面，国内电网、地产领域复苏态势仍有望延续，汽车行业景气度恢复，7月汽车产销大幅回升，全球新能源车重获高速增长逐渐成为铜需求的重要增长点。更远的看，未来人类社会的电动化、智能化水平会出现质的飞跃，铜作为千百年来被验证的导电、导热最适合的功能材料载体，需求增速会有持续的支持。

供给侧，一是资本开支周期决定了未来 3-5 年铜矿供应增速进入低速时代，二是全球疫情恢复的不均衡带来了铜供需错配，即供给占比 41% 的南美、10% 的非洲仍受到疫情对产量、物流甚至资本开支的影响，但需求占比 50% 的中国、16% 的欧元区已经在疫情防控上走出拐点，美国经济也在复苏中，一旦需求侧进一步走强，供需错配有进一步加剧。

图 10：以铜为代表的工业金属在疫情后时代有望迎来加速上行的通胀超调模式



资料来源：安信证券研究中心

2. 供应：2020 年铜矿供应增速显著放缓

2.1. 2003~2016 年供应洪峰已过

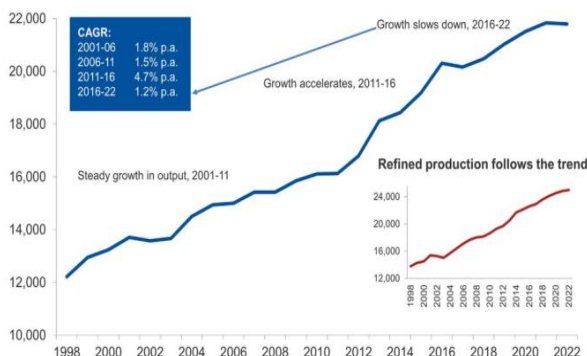
2003~2013 年：铜企资本开支迅猛扩张

2003-2008 年上半年，铜价从 2000 美元/吨涨至 8000 美元/吨以上的平台，资本开始竞相涌入铜行业，但由于 2008 年下半年金融危机爆发，铜价又回落到 3000 美元/吨以下，使得铜矿投资骤然遇冷。2008 年 11 月，美联储开始推行 QE，铜价从 2,810 美元/吨涨至 9,600 美元/吨，高达三倍的涨幅极大刺激了业内投资热情，国际铜企资本支出自 2008 年开始触底反转，并于 2013 年达到高潮。我们的统计表明，2009~2013 年，样本企业平均资本支出增加 100%。

2011~2014 年：铜矿供应开始提速

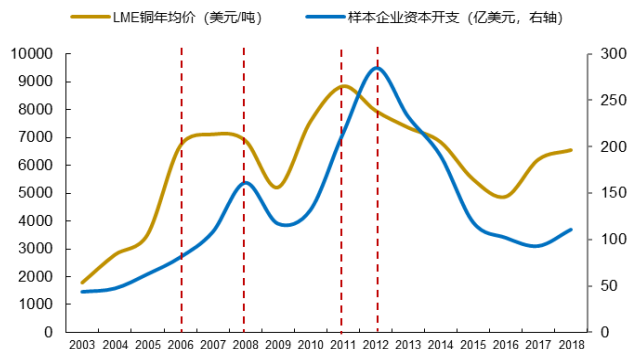
资本开支终究会开花结果，2011 年，由资本支出转化而来的产能开始逐渐释放，铜行业供给过剩格局确立。一是铜矿供给增速提升。2011 年后新增铜矿供给开始冲击市场，2011~2013 年铜矿产量复合增速约为 5.7%，2013 年全球铜矿产量同比增速甚至高达 8.8%。市场需求疲弱叠加铜矿供给过剩，导致铜价从 2010 年的高位 9,100 美元/吨一路下行。

图 11：1998-2022 年铜矿供应增速变化



资料来源：woodmac, 安信证券研究中心

图 12：2003~2013 年铜价走高带动样本铜企资本支出上行



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2014~2016 年：铜矿产能洪峰释放，铜行业周期拐点显现

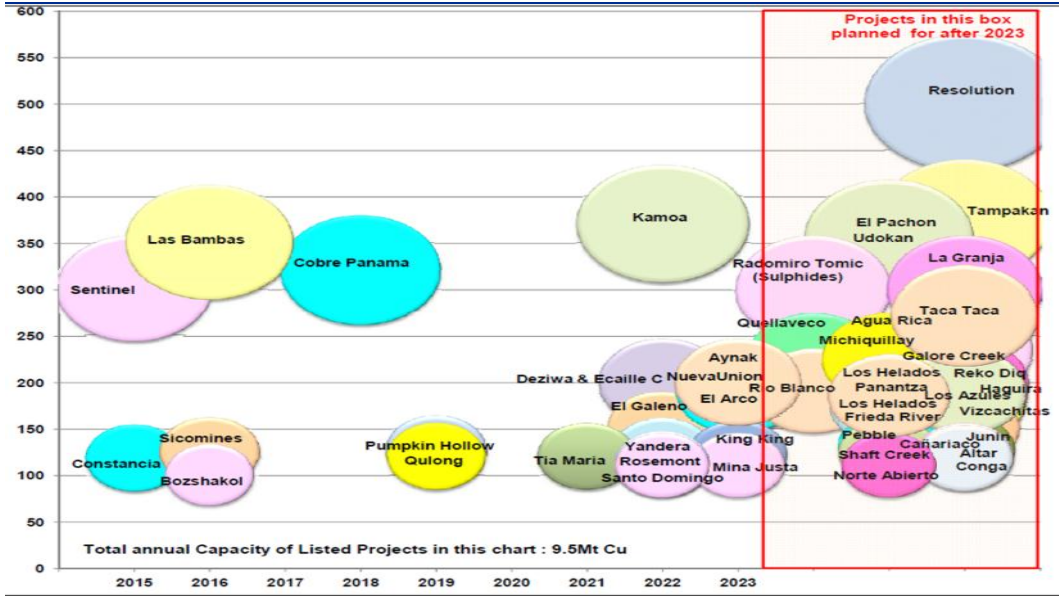
2014~2016 年一些重型大矿相继投产，铜精矿供应压力系统性释放。如 2014 年以来 20 万吨的 Caserones、25 万吨的 Toromocho、2015 年 30 万吨的 Sentinel 以及一系列在 5~10 万吨的中型矿山，2016 年 30 万吨以上的 Las Bambas、Buena Vista 以及 25 万吨级的 Cerro Verde，这些重型大矿的相继投产给铜市带来沉重供应压力，2014-2016 年全球铜精矿产量提高了 10%。铜矿供应过剩格局下，铜企财务压力加剧，资本支出出现系统性下降。铜企收缩资本支出的效果首先传导至矿山项目建设，再进一步引起产能产量的收缩。铜矿企业的资本支出在 2013 年达到高点后，全球铜矿山产能同比增速在 2015 年达到高点。

2016 年铜矿放量进入尾声，全球精炼铜产量和产能增速双双下滑，铜价开始止跌企稳。2015 年全球精炼铜产量、产能增速开始下滑，2016 年产量增速进一步下滑至 -2.5%，产能增速下滑至 -0.8%。铜价经历五年调整后，于 2016 年 10 月首次出现拐点向上，并在 2017 年突破 7,300 美元大关。

2017~2018 年：铜企资本开支回升有限

铜行业经过接近 5 年的产能出清，铜价于 2017~2018 年开始反弹回升。铜企现金流开始回暖，财务压力下降，盈利能力改善，企业也相继增加资本开支，但整体规模仍处较低水平。

图 13: 2019-2021 年大型项目投产较少



资料来源: ICSG, 安信证券研究中心

2.2. 全球铜矿产量步入低增速阶段

2.2.1. 疫情影响 2020 年上半年海外矿山正常生产

观察企业层面生产数据, 2020 年一季度, 据我们统计, 海外大型矿山铜矿产量环比下降 8%。从全球十大铜矿山来看, 一季度多数矿山的产量同比下滑, 并下调全年指引。其中秘鲁 Antamina、Cerro Verde、Las Bambas 铜产量同比分别下滑 5%、22%和 28%。智利的 Los Bronces 铜产量同比下跌 28%。其他智利矿山铜产量出现不同程度上升, Escondida、Collahuasi、Los Pelambres 等智利铜矿山一季度铜产量同比分别增长 7%、16%和 4.5%。

表 1: 2020 年海外铜矿一季度生产回落 (单位: 万吨)

产地	矿山	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	4Q 2019	1Q 2020	同比	环比
智利	Escondida	20.5	22.4	23.7	24	22	7.32%	-8%
智利	Collahuasi	13	12.4	14.7	16.4	15.1	16.15%	-8%
秘鲁	Antamina	10.2	11.1	11.1	10.7	9.7	-4.90%	-9%
智利	Los Pelambres	8.9	9.1	9.1	9.2	9.3	4.49%	1%
秘鲁	Cerro Verde	11.8	10.8	10.6	12.2	9.2	-22.03%	-25%
秘鲁	Las Bambas	10.1	8.4	9.7	10	7.3	-27.72%	-27%
印尼	Grasberg	6.6	5.7	8.7	6.6	6.4	-3.03%	-3%
智利	Los Bronces	8.2	8.2	7	6.2	5.9	-28.05%	-5%
巴拿马	Cobre Panama	0	3.1	5.6	6	5.6	-	-7%
智利	Andina	4.5	3.8	4.2	4.4	4.5	0.00%	2%
智利	Centinela	4.5	5.6	5.7	3.9	4.4	-2.22%	13%
巴西	Salobo	4.1	4.6	5.1	5.2	4.2	2.44%	-19%
秘鲁	Antapaccay	4.7	5.4	5	4.8	3.8	-19.15%	-21%
蒙古		4.6	3.9	2.8	3.3	3.5	-23.91%	6%
巴西	Sossego	2.1	2	1.8	0.7	2.2	4.76%	214%
合计		113.8	116.5	124.8	123.6	113.1	-0.62%	-8%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

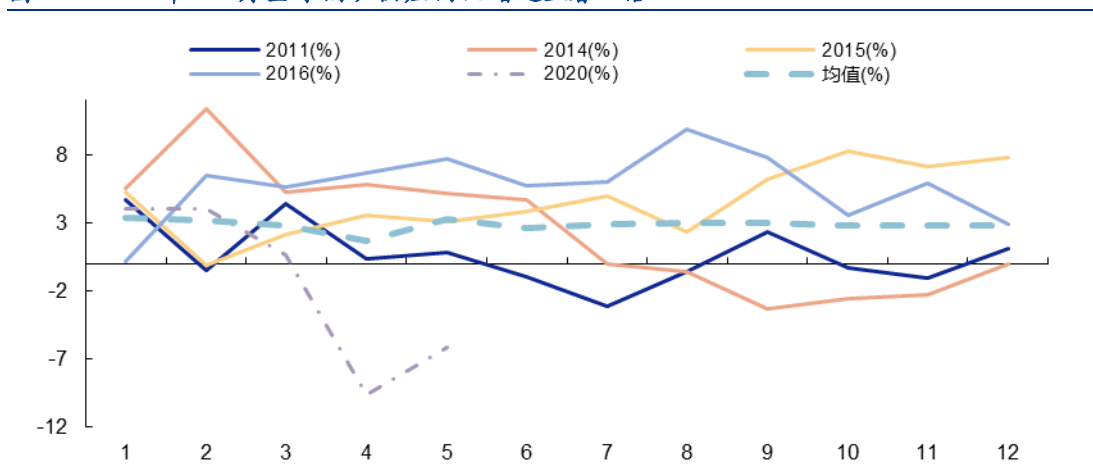
2020 年上半年，多数大型铜矿企业的产量同比出现下滑。上半年，铜产量排名靠前（运营口径）的矿商分别为必和必拓、智利国家铜业、自由港、嘉能可以及南方铜业；而在 SMM 统计的 13 家矿商中，铜产量同比增加的矿商仅有 4 家，分别是智利国家铜业（5%）、南方铜业（2%）、第一量子（19%）以及伦丁矿业（9%），其中第一量子增量主要来自 Cobre Panama 项目投产，伦丁矿业增量则主要来自收购的 Chapata 铜矿并表。

嘉能可（-11%）、五矿资源（-22%）、泰克资源（-12%）等三家矿商铜产量降幅较大。观察减量较明显的矿企，发现其均在秘鲁境内有铜矿山资产，而该部分产量由于疫情冲击在上半年减量较为明显。其中 Antamina 铜矿上半年产量同比下降 31.9%，Antacappay 铜矿上半年产量同比下降 19.3%，Las Bambas 铜矿上半年产量同比下降 29.2%，使得这三家矿企的总体产量出现下降，另外嘉能可上半年减量还有 Mutanda 铜矿关停检修 2 年的影响。

而从二季度矿商的产量变化来看，相比一季度，疫情对海外矿商的影响在二季度表现较为集中。在 SMM 统计的 13 家企业中，有 8 家企业的铜产量环比出现下滑。其中，智利国家铜业（-7.8%）、安托法加斯塔（-8.4%）、第一量子（-13.3%）、淡水河谷（-10.6%）、五矿资源（-16.2%）、泰克资源（-16.4%）环比跌幅较大。

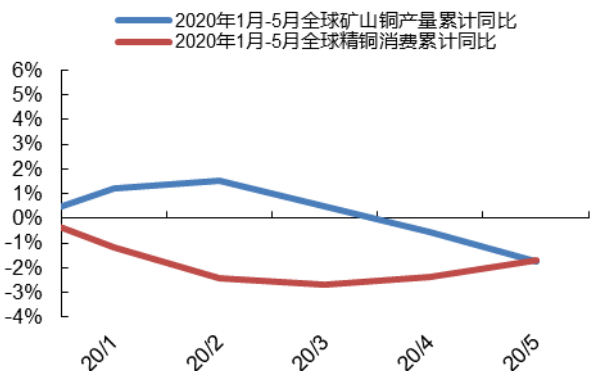
观察行业层面生产数据，据 ICSG，2020 年 1-5 月全球铜矿供应累计同比增速-1.7%。据 WBMS，2020 年 1-6 月全球矿山铜产量为 1005 万吨，较 2019 年同期增加 0.7%，2020 上半年铜矿供应增速显著放缓。

图 14：2020 年 1-5 月全球铜矿供应同比增速显著回落



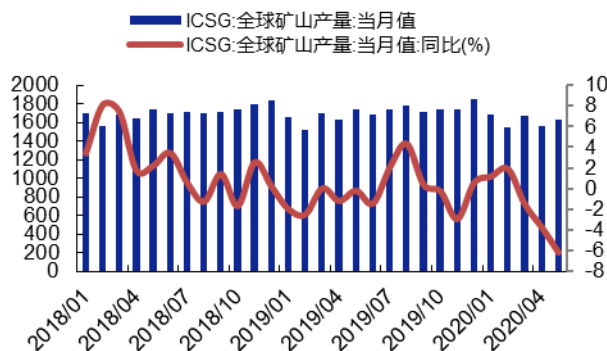
资料来源：ICSG, 安信证券研究中心

图 15：2020 年全球铜矿供需累计同比



资料来源：ICSG, 安信证券研究中心

图 16：全球铜矿产量及其同比



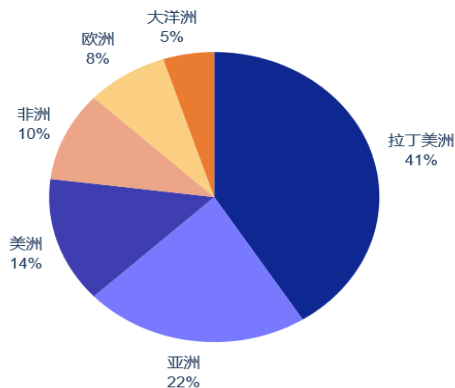
资料来源：ICSG, 安信证券研究中心

2.2.2. 南美疫情持续恶化，制约全年铜矿产量

从全球铜矿供需格局来看，拉丁美洲占全球铜矿供应的 40% 左右，截至 9 月初，秘鲁、智利等国当日新增病例仍呈加速趋势。

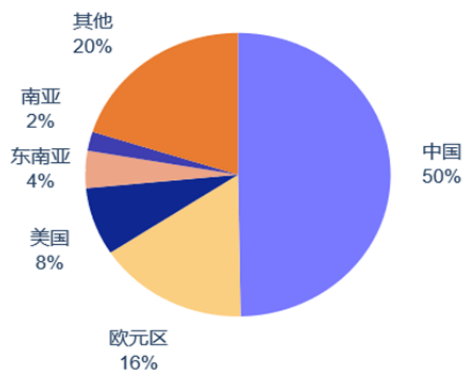
海外智利、秘鲁疫情持续恶化，总感染人数相比 7 月初已接近翻倍。截至 2020 年 9 月 18 日，智利确诊新冠肺炎病例 44.28 万例，秘鲁确诊新冠肺炎病例 75.64 万例。

图 17：2019 年全球铜供应格局



资料来源：ICSG 安信证券研究中心

图 18：2019 年全球铜需求结构

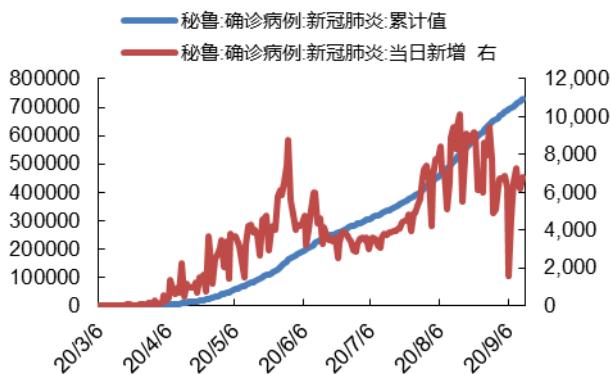


资料来源：ICSG, 安信证券研究中心

9 月 11 号智利总统决定延长自 3 月 18 日起生效的国家紧急状态法，将从 9 月 15 日起继续再延长 90 天，预计将对铜矿发运造成影响。

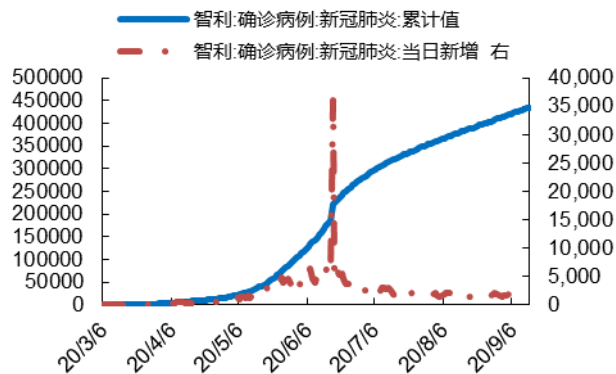
我们认为，若南美疫情无法得到有效控制，铜矿工行的罢工压力将日渐增加。9 月初，Codelco 工会对新冠疫情扩散的担忧加剧。工人警告称，在新冠病毒大流行期间，他们将采取“行动”，应对他们所称的工作威胁。

图 19：秘鲁疫情加速恶化



资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 20：智利疫情加速恶化



资料来源：wind, 安信证券研究中心

2.2.3. 2019-2021 年：全球铜矿供应增速系统性放缓

我们的统计表明，2019-2021 年除 Cobre Panama、Kamoa、Timok Upper 外鲜有大矿投产，铜矿有望步入低增速时代。2020-2023 年共有约 66 个铜矿项目投产，合计增量约 210 万吨。

2020 年新冠疫情压缩铜企资本开支，据 SMM，新冠病毒爆发的后果迫使全球矿商将其 2020 年资本支出削减约 64 亿美元（约 19%），预示未来铜矿增量有限。

表 2: 2020-2023 年大型矿山投建情况 (单位: 万吨)

公司	矿山	国家	投产时间	2020	2021	2022	2023
智利 Copec	MineJusta	秘鲁	2020	10.2			
必和必拓	Spence	智利	2020		18.5		
泰克资源	Quebrada Blanca	智利	2021		27.5		
安塔法加斯塔	Centinela	智利	2021		18		
紫金矿业	Kamoa-Kakula	刚果	2021H2		38.2		
南方铜业	Michiquillay	秘鲁	2022			22.5	
必和必拓	奥林匹克	澳大利亚	2023				15
英美资源	Quellevac	秘鲁	2023				30
万宝矿业	卡莫亚	刚果	2023				10
合计				10.2	102.2	22.5	55

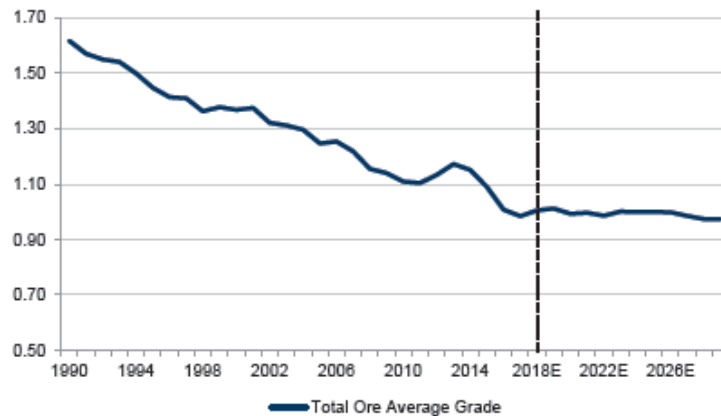
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 成本：铜矿生产成本持续上行

3.1.1. 全球铜矿开采成本持续提升

铜矿老龄化加剧，矿石品位下降。目前全球约有一半铜矿山的矿龄超过 50 年，开采时间过长导致矿石品位逐步下降，1990 年至今，全球铜矿平均品位在持续下行。在矿石处理产能一定的情况下，入选品位的逐步下降一方面可能带来开采成本的上升，另一方面由于杂质增多导致更多的固体废物排放，对环境承载能力要求变高，反过来也有可能制约铜矿的产量。

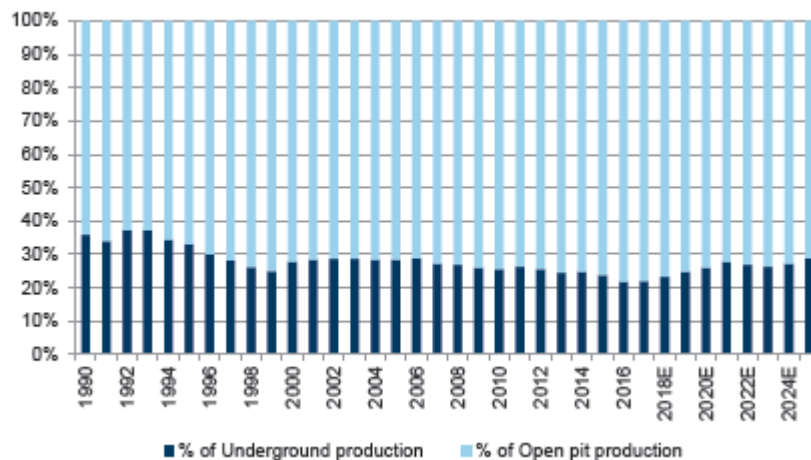
图21：1990-2017年全球铜矿平均品位持续下降，未来或延续下降趋势



资料来源：woodmac，安信证券研究中心

地采矿占比持续提升，推升开采成本。由于露天铜矿逐渐开发殆尽，未来越来越多的矿石开采将转移到地下。据 Wood Mackenzie 预测，地下开采的总比例在 2017~2027 年之间将从 22% 上升到 30% 以上。2019 年全球第二大铜矿 grasberg 因品位下降，作业方式开始由露天转地下；2019 年 3 月，Codelco 旗下主力矿山 Chuquicamata 也因地上铜矿逐渐枯竭，品味逐渐下降，从露天开采转到地下开采。通常地下矿山开采风险更大并且更容易中断，这可能成为铜价长期上涨的一个潜在原因。

图22：1990~2017年地采矿占比持续提升，未来或继续提升

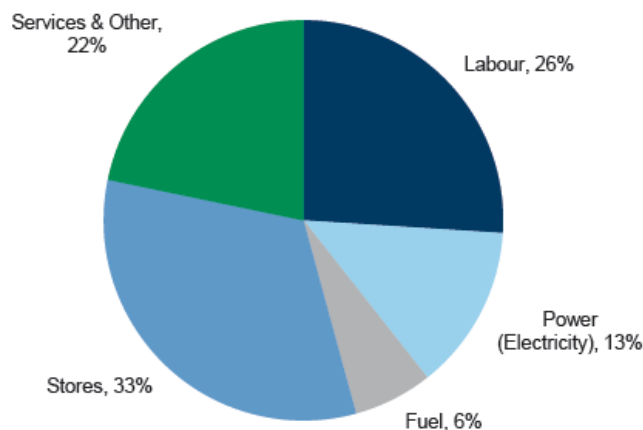


资料来源：woodmac，安信证券研究中心

大宗商品价格中枢抬升，进一步回落空间不大，当前铜矿现金成本处于底部区间。铜矿生产中劳动力成本总成本占比 26%，目前劳动力成本已大幅上升，与过去 4-5 年相比，在罢工威胁加剧之际，企业往往不同意矿业工会提出的大部分加薪提议。2019 年 6 月以来

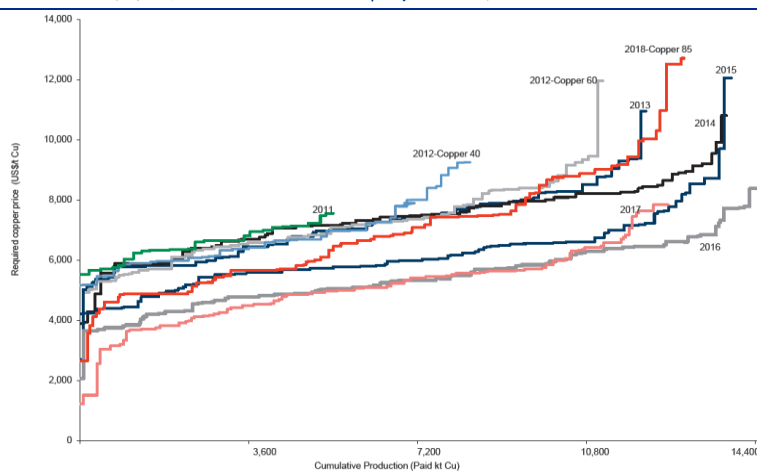
Chuquicamata 罢工事件出现多次反复，工会与企业谈判相对激烈，侧面反映出企业的强硬态度。**电力和燃料**，总成本占比 19%，2017 年以来动力煤、天然气价格中枢整体抬升，原油价格波动上行，推升矿业公司的能源成本中枢。**其他消耗品**，总成本占比 33%，其中钢铁价格也表现强劲，这是矿业公司受到通胀影响的另一个原因。考虑到工资刚性，未来人力成本下降的可能相对较小；能源等大宗商品价格中枢也已经系统性抬升，再结合通胀平稳上行，铜矿现金成本处于相对底部。

图 23：2018 年铜矿现场成本构成



资料来源：woodmac，安信证券研究中心

图 24：铜矿要求价格 2016-2018 年持续上升



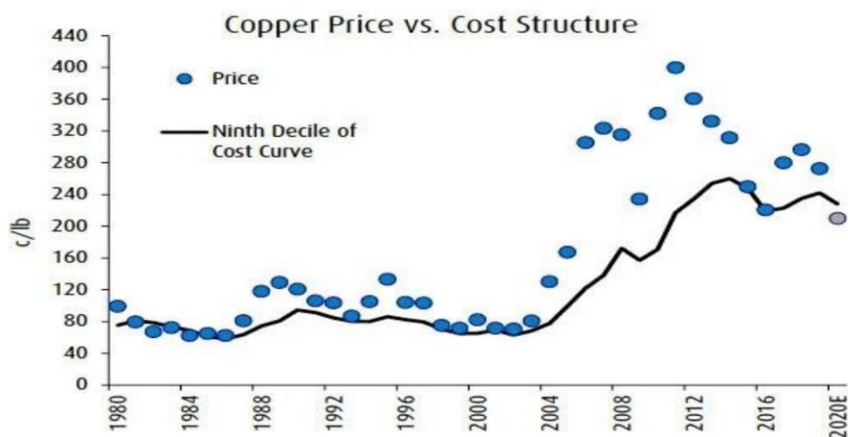
资料来源：gs，安信证券研究中心

3.1.2. 90%成本分位线支撑扎实

回溯历史，铜价一般都运行在高于成本曲线 90 分位的水平。1990 年以来，铜价共 5 次跌破 90% 分位线，其中 1993 年前后在 90% 分位线水平停留 5-6 个月；1998 年在 90% 分位线水平停留约 1 年；2001-2003 年前后在 90% 分位线水平停留 2 年左右；2015 年在 90% 分位线水平停留约 5 个月左右。

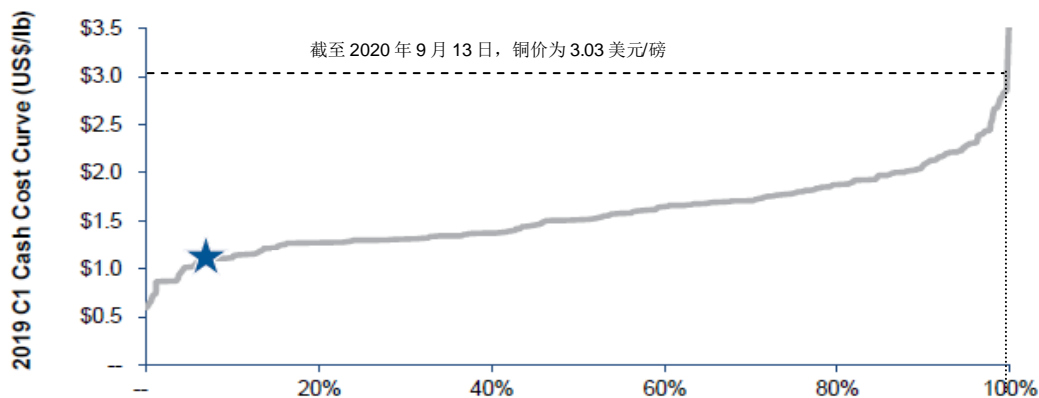
2020 年 3 月 23 日铜价已跌至全球 C1 边际成本曲线 90% 分位线，随后持续反弹约 49%，再次印证铜价在 90% 分位线具备较强成本支撑。究其原因铜价若处于 90% 成本分位线，全球在产矿山中已经有 10% 左右的产量开始亏损现金，如果再考虑期间费用、税费等，现金亏损比例会更大，铜矿供应端将有加大力度的出清，促使铜价重新回升。再加上目前油价已大幅回升至 40 美元附近，将进一步提升全球铜边际成本曲线，铜价具备较强成本支撑。

图 25: 历史上铜价长期表现会高于成本曲线 90 分位水平



资料来源: Wood Mackenzie, BMO, 安信证券研究中心

图 26: 截至 2020 年 9 月 13 日, 铜价可覆盖全球 99% 以上铜矿山现金成本

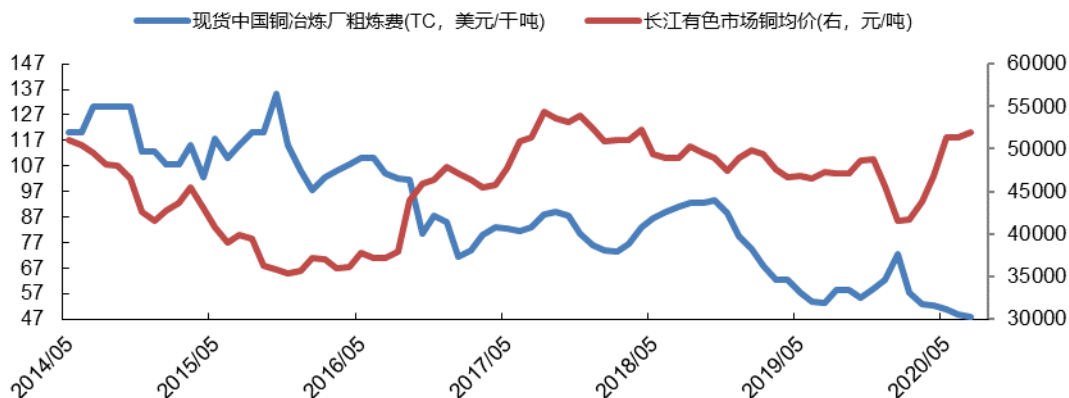


资料来源: 公司公告, Wood Mackenzie, 安信证券研究中心

4. 冶炼：冶炼加工费 8 年新低，3 季度冶炼厂检修增加

国内现货冶炼加工费报价持续回落，印证疫情对铜矿供给的冲击。9 月国内现货冶炼加工费报 48 美元/吨，环比下降 1 美元/吨，自 3 月海外疫情爆发以来高点下降 24 美元/吨。7 月 3 日，铜陵、江铜与 Antofagasta 签订 2021 年上半年供应长单 TC 为 60.8 美元/吨，比 2020 年低 1.2 美元/吨，创 2012 年以来新低。

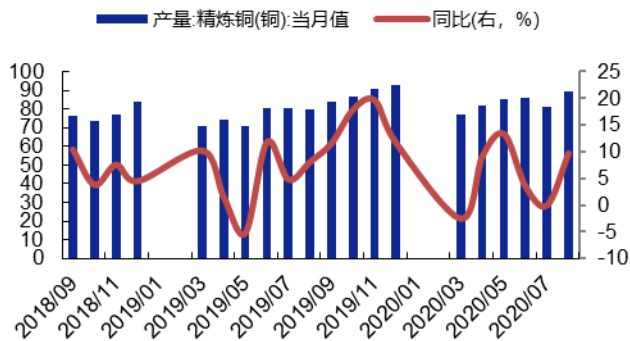
图 27：3 月以来冶炼加工费持续回落印证铜矿供应收紧



资料来源：wind, 安信证券研究中心

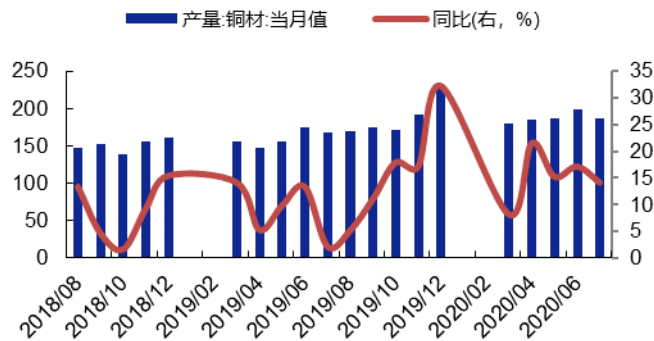
2020 年 8 月国内精炼铜产量 89.4 万吨，同比+9.7%，1-8 月中国电解铜产量累计为 599.44 万吨，累计同比增加 3.39%；8 月国内铜材产量 195 万吨，同比+20.1%。

图 28：国内精炼铜产量（万吨）



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 29：国内铜材产量（万吨）



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

铜冶炼的减产风险上升。从铜冶炼环节盈利状况看，目前铜冶炼加工费及硫酸副产品价格水平仍然较低，冶炼厂生产积极性受到压制。据我的有色统计，2020 年 3 季度是国内铜冶炼企业检修的高峰期，检修的样本企业总产能约 799 万吨，据我们测算，预计影响全年精炼铜产量约 22 万吨，精炼铜供给边际抽紧。

表 3: 2020 年国内主要冶炼企业计划检修情况

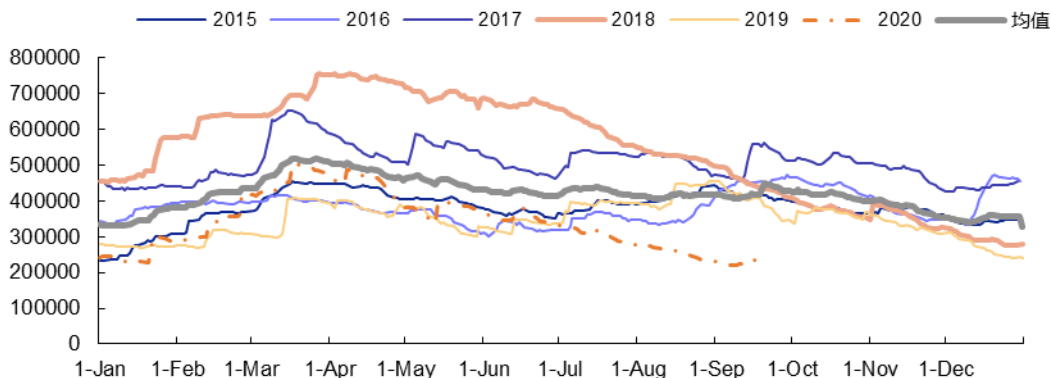
公司名称	精铜产能 (万吨)	粗铜产能 (万吨)	开始时间	结束时间	检修环节	预计影响 (万吨)
云南铜业	50	40	12月25日	1月5日	检修粗炼	0.05
富冶和鼎	36	40	2月1日	2月29日	停产一条线	0.2
铜陵金冠	55	50	2月5日	2月29日	检修粗炼	0.7
南国铜业	30	30	1月15日	2月15日	粗炼和精炼	1.2
云南锡业	15	15	3月15日	4月15日	检修粗炼	0.8
广西金川	40	40	3月10日	3月25日	粗炼检修	0.4
中条山垣曲	10	10	3月	5月	粗炼-精炼	0.8
琿春紫金	15	10	4月5日	4月25日	粗炼-精炼	0.3
豫光金铅	12	10	4月7日	4月27日	粗炼-精炼	0.8
东南铜业	40	40	5月1日	5月30日	粗炼-精炼	1.5
山东恒邦	15	15	5月18日	6月25日	粗炼-精炼	0.2
青海铜业	10	10	4月28日	5月28日	粗炼-精炼	0.6
富冶和鼎	36	40	5月26日	6月28日	粗炼-精炼	0.4
赤峰金剑	15	10	5月26日	9月	停产搬厂	4.0
金川总部	40	35	6月25日	7月20日	粗炼-精炼	1.7
赤峰云铜	40	40	6月1日	8月15日	一条线轮换	3.0
紫金矿业	30	30	6月1日	6月30日	粗炼-精炼	0.8
广西金川	40	40	7月	8月	粗炼-精炼	0.5
黑龙江紫金	15	15	7月	8月	粗炼-精炼	0.3
飞尚铜业	0	10	7月	8月	粗炼	0.4
烟台国润	10	10	7月	7月	粗炼	0.2
赤峰富邦	0	10	9月	9月	粗炼	0.3
宏跃北方铜业	15	10	8月	8月	粗炼-精炼	0.3
江西铜业	120	55	10月	10月	粗炼-精炼	0.5
金冠铜业	55	50	10月	10月	粗炼-精炼	0.8
大冶有色	55	40	12月	12月	粗炼-精炼	0.8
合计	799	705				21.55

资料来源: 我的有色, 安信证券研究中心

5. 库存：基本处于 5 年以来新低

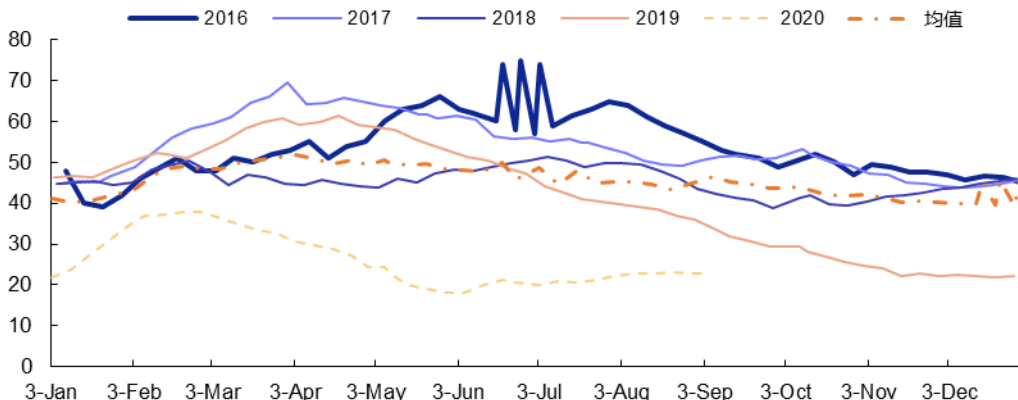
三大交易所库存合计基本处于 5 年以来新低。截至 9 月 18 日，三大交易所铜库存合计 23.5 万吨，处于近 5 年新低。截至 9 月 11 日，国内保税区库存 29.57 万吨，自 3 月 6 日来已下降 61%，处于近 5 年新低。

图 30：LME+SHFE+COMEX 交易所铜库存（吨）



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 31：今年 3 月初以来，国内保税区库存持续去化（万吨）



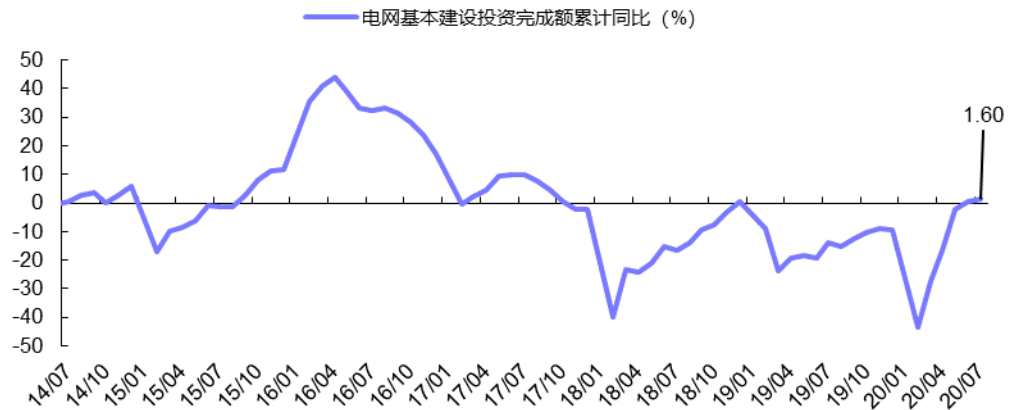
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

6. 需求：国内需求继续修复

6.1. 终端需求持续回暖

电网投资跌幅明显收窄，接下来有望在基建刺激下进一步加码。2020年7月电网投资累计同比+1.6%。考虑到疫情对经济的影响，作为经济发展助推器的一大批电网重点建设项目将在2020~2021年重点推进，短期内电网投资规模将明显提升。

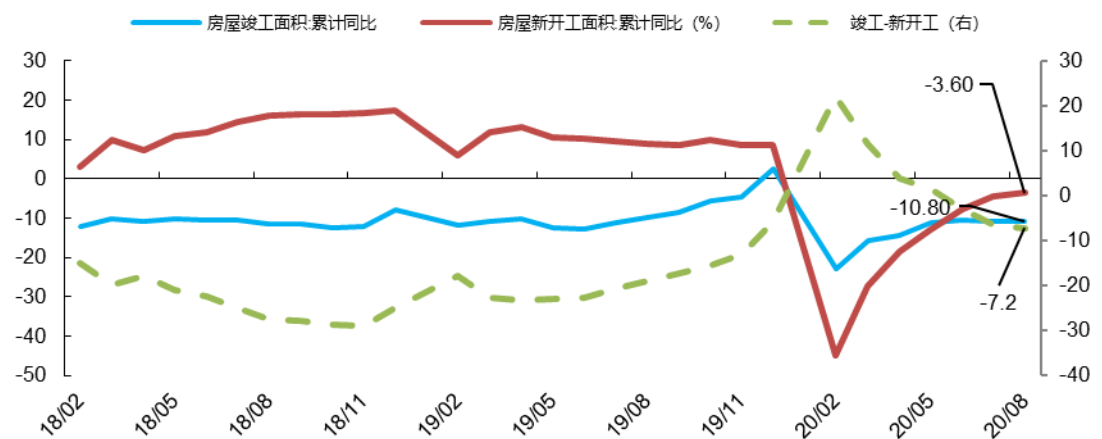
图 32：7月电网累计投资由负转正



资料来源：wind，安信证券研究中心

房地产行业具备韧性，新开工及竣工数据明显修复。8月新开工累计同比收窄至-3.6%，竣工累计同比收窄至-10.8%，呈现修复态势，考虑到当前房地产销售好转且库存低位，预计房地产行业将持续修复。

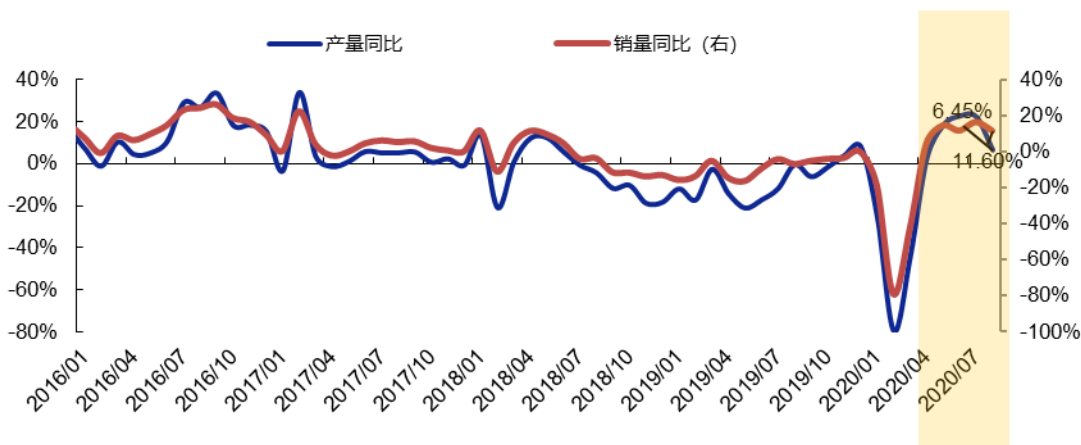
图 33：3月以来房地产新开工和竣工数据跌幅收窄



资料来源：wind，安信证券研究中心

汽车行业景气度恢复，8月汽车产销继续回升。一是汽车产业链逐步恢复正常，二是疫情期间被压制的购车需求集中释放，三是汽车消费刺激政策出台叠加车企大幅促销，8月汽车产销数据亮眼，据车协数据，8月全国汽车产量同比+6.44%，销量同比+11.57%。

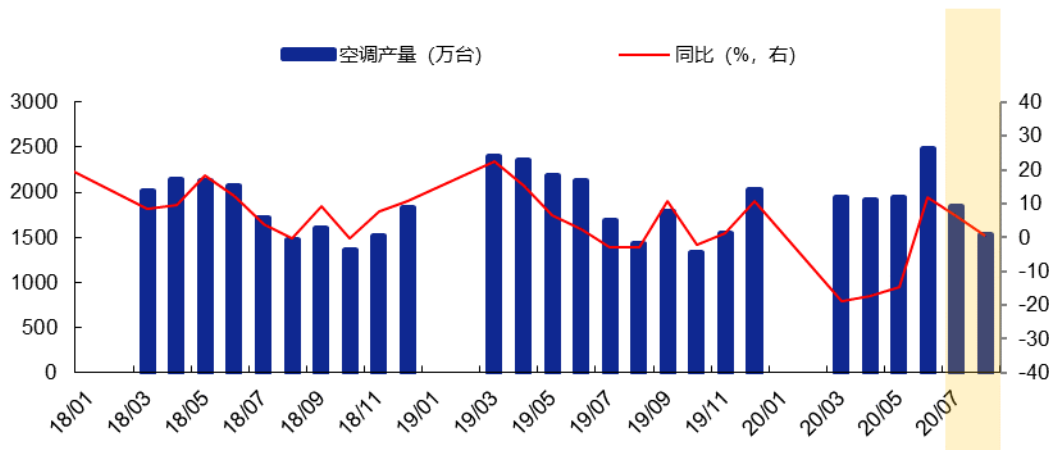
图 34：8 月汽车产销数据大幅回升



资料来源：wind，安信证券研究中心

8 月空调产量同比增速回落。8 月国内空调产量 1533 万台，同比+0.5%。国内空调产量 3-8 月累计同比增速-4.43%。

图 35：8 月空调产量增加



资料来源：wind，安信证券研究中心

6.2. 新能源车景气度大幅提升将成为铜消费领域的重要增长点

在补贴退坡负面影响反映殆尽、全球产业政策趋向友好、市场化驱动逐渐加速背景下，全球新能源汽车自 2020 年开始重获高速增长将逐渐成为铜需求的重要增长点。

一是 2019 年欧洲新能源汽车激励政策明显加强。目前欧盟 28 个国家中已有 24 个国家出台鼓励政策，其中 12 个国家采用补贴和税收双重激励政策，其他国家给予免税政策，且主要国家补贴约 5000-6000 欧元/台，强度高于中国。

二是 2020 年 1 月中国工信部表示为稳定市场预期，保障产业健康持续发展，今年的新能源汽车补贴政策将保持相对稳定，不会大幅退坡。据 1 月 17 日多家车企与政府部门座谈会就 2020 年的补贴政策进行的沟通：7 月 1 日之前，是沿用过去的政策；7 月 1 号之后，是采用 2020 年的补贴政策，预计会有小幅的退坡，但退坡的幅度应该在二级市场的预期范围内，另外就是部分类别的可能不退。整体来看，从年初以来，政策端持续偏暖，为行业健康发展保驾护航。三是国内特斯拉上海工厂投建超预期，爆款车型的出现有望全面带动国内新能源车铜需求量。

据我们测算，2020~2021 年全球新能源车产量有望达 307 万辆、385 万辆、480 万辆，同比

增速分别为 20%、25%、25%。结合 ICSG 和各类产业数据，综合考虑混动、纯电及充电设备用铜量，单车用铜量大概在 80 公斤左右，以此假设进行测算，我们预计带来 24.63 万吨、30.79 万吨、38.49 万吨新增铜需求，约占全球铜需求量的 1.05%、1.3%、1.6%。

表 4：新能源汽车耗铜量测算

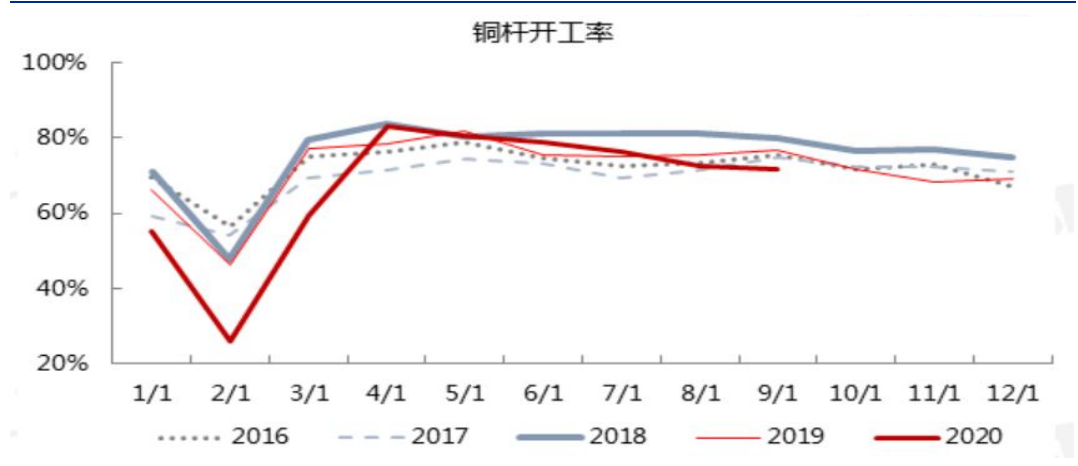
	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
新能源汽车产量							
全球合计 (万辆)	92.61	148.04	233.27	256.60	307.92	384.90	481.12
增速	61%	60%	58%	10%	20%	25%	25%
单车耗铜量 80kg							
铜消耗量 (万吨)	7.41	11.84	18.66	20.53	24.63	30.79	38.49
全球铜需求量	2,341.20	2,326.00	2,345.39	2,382.00	2,336.28	2,370.97	2,435.63
全球铜需求量占比	0.32%	0.51%	0.80%	0.86%	1.05%	1.30%	1.58%

资料来源：ICSG，安信证券研究中心

6.3. 下游开工率维持平稳

据 SMM 调研数据显示，8 月份精铜制杆企业开工率为 72.66%，环比减少 3.50 个百分点，同比减少 2.79 个百分点。预计 9 精铜制杆企业开工率为 71.64%，环比减少 1.02 个百分点，同比减少 5.16 个百分点。8 月铜杆厂成品库存压力增大。

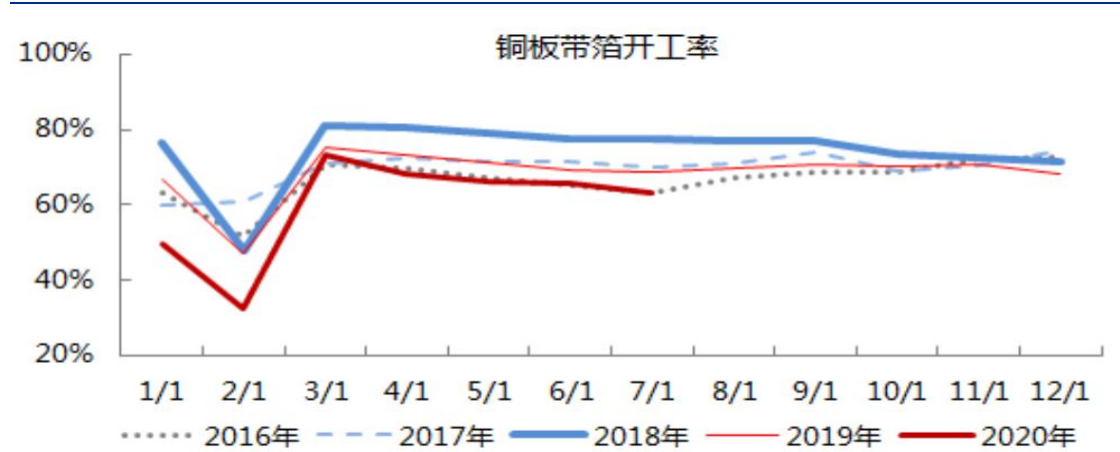
图 36：国内铜杆开工率



资料来源：SMM，安信证券研究中心

据 SMM，6 月份铜板带箔企业整体开工率为 65.89%，同比下滑 3.42 个百分点，环比下滑 0.05 个百分点。进入 6 月后逐渐进入板带企业传统淡季，大多数企业反映订单数量开始下降，铜箔企业开工情况要好于 5 月，主要来自 5G 基站等增量。

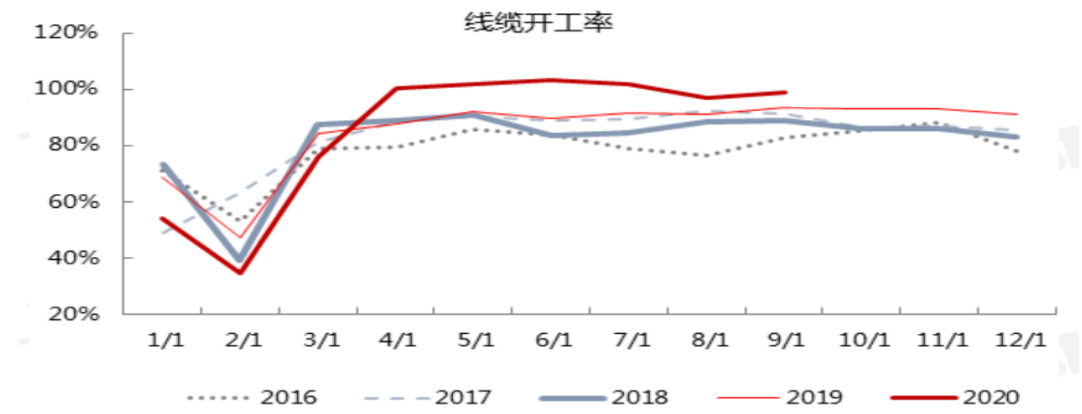
图 37：国内铜板带箔开工率



资料来源：SMM，安信证券研究中心

据 SMM 调研，8 月电线电缆企业开工率为 97.02%，环比减少 4.60 个百分点，同比增加 5.86 个百分点。8 月是铜传统消费淡季，尤其是下游电力行业。受制于高温暴雨等天气影响，轨交高铁等工程类订单减少明显。另外，8 月线缆厂来自国网的铜交货指标较前期有所减少，部分线缆厂反映前期来自国网的交货计划也出现延后的情况，国网和户外施工订单减少是导致 8 月线缆开工率走低的主要原因。

图 38: 铜线缆开工率



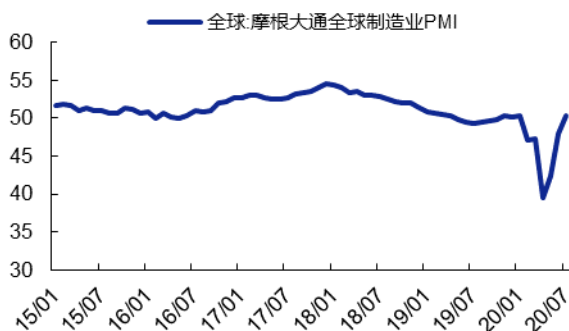
资料来源: SMM, 安信证券研究中心

7.8 月海外需求继续回暖

在全球各国猛烈地货币及财政刺激下，5月以来各国经济景气度回升明显。7月中国官方制造业PMI录得51.1，位于荣枯线上方。美国8月制造业PMI反弹至53.6，高于前值50.9；8月欧元区制造业PMI的51.7，保持反弹态势；7月全球摩根大通全球制造业PMI为50.3，重回荣枯线上方，全球经济景气度回升明显，随着经济逐步正轨，全球经济恢复有望持续。

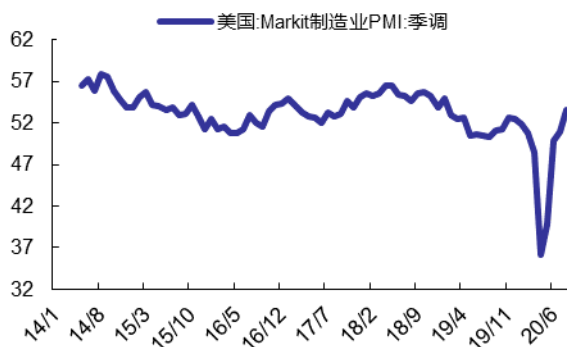
8月美国就业数据好转，经济恢复或好于预期。美国劳工部数据显示，美国8月新增非农就业人口137.10万，略好于预期的增加135万，但明显低于经过下修的前值——新增173.4万。美国8月失业率时隔四个月重新回落至10%以下，实际录得8.4%，也低于预期的9.80%；8月时薪年率录得4.70%，高于预期值0.2个百分点，但不及前值4.80%。

图 39：全球制造业 PMI



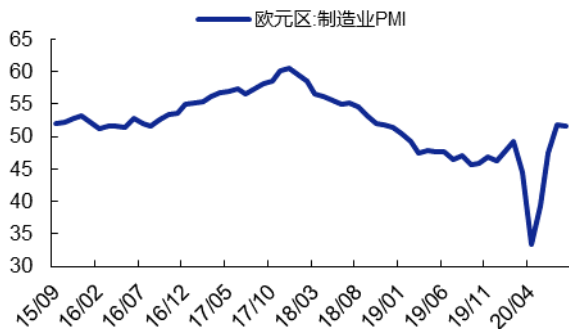
资料来源：WIND,安信证券研究中心

图 40：美国制造业 PMI



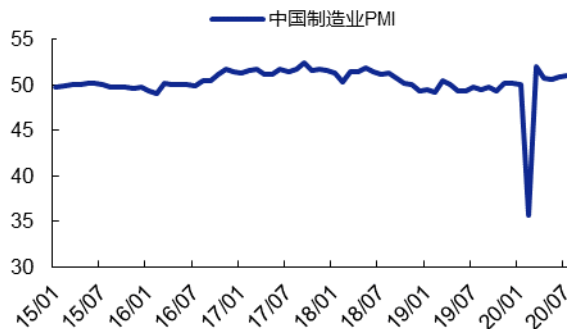
资料来源：WIND,安信证券研究中心

图 41：欧元区制造业 PMI



资料来源：WIND,安信证券研究中心

图 42：中国制造业 PMI



资料来源：WIND,安信证券研究中心

8. 2020~2022 年供需平衡：步入紧平衡格局

我们的测算表明，如果不考虑新能源车的需求增量，预计 2020~2022 年全球铜供需平衡分别为 11、15.4、-8.7 万吨；如果考虑新能源车的需求增量，预计 2020~2022 年全球铜供需平衡分别为-13.6、-15.4、-47.2 万吨。

2020~2022 年全球铜矿供给整体偏紧，考虑到目前成本支撑扎实，库存消费比处于历史极低位置，伴随着需求边际回暖，铜价有望迎来显著反弹。

表 5：2020-2022 年全球铜供需平衡表预测

单位 (万吨)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
铜矿供给	2,028	2,071	2,069	2,044	2,108	2,152
yoy(右)	-0.85%	2.13%	-0.10%	-1.21%	3.13%	2.09%
现有铜矿年产量				2,069	2,106	2,171
+新增供给				40.0	70.0	25.00
-产量干扰				62	63	39
干扰率		2.2%	2.2%	3.0%	3.0%	1.8%
-矿山退出	2.2	3.5	3.0	3.0	5.0	5.0
全球精铜供给	2,350	2,366	2,372	2,347	2,386	2,427
yoy	0.84%	0.68%	0.25%	-1.04%	1.66%	1.70%
原生铜冶炼产量	1,967	1,988	1,997	1,983	2,024	2,066
yoy	1.18%	1.08%	0.42%	-0.70%	2.06%	2.09%
再生铜产量	383	378	376	364.7	363	361
yoy	-0.87%	-1.35%	-0.50%	-2.99%	-0.50%	-0.50%
占比	16.30%	15.97%	15.85%	15.54%	15.21%	14.88%
全球精炼铜需求	2,326	2,345	2,382	2,336	2,371	2,436
yoy	-0.65%	0.83%	1.56%	-1.92%	1.48%	2.73%
全球精炼铜需求 (考虑新能源车需求增量)		2,364	2,408	2,373	2,423	2,503
yoy			1.87%	-1.47%	2.11%	3.31%
中国需求合计	1,185	1,202	1,220	1,209	1,222	1,269
yoy	2.06%	1.41%	1.51%	-0.93%	1.07%	3.89%
欧美需求合计	549	538	536	509	517	519
yoy	-1.87%	-1.87%	-0.50%	-5.00%	1.50%	0.50%
东南亚、南亚国家需求合计	154	158	164	160	168	175
yoy	2.67%	2.67%	3.50%	-2.00%	4.50%	4.50%
其他国家需求合计	438	447	463	458	465	472
yoy	-6.98%	2.00%	3.58%	-1.00%	1.50%	1.50%
新能源车用铜量	11.8	18.7	20.5	24.6	30.8	38.5
yoy		57.58%	10%	20%	25%	25%
供需平衡 (不考虑新能源增量)	24.0	20.6	-10.0	11.0	15.4	-8.7
供需平衡 (考虑新能源车增量)	12.2	2.0	-30.5	-13.6	-15.4	-47.2
新能源车需求占比		0.8%	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%

资料来源：Woodmac, Bloomberg, WBMS, ICSG, 公司公告, 安信证券研究中心

9. 铜价具备大幅反弹空间且持续性强，铜板块重估在即

考虑到 2020 年 Q4 开始疫苗和财政刺激逐步落地，本就存在供需地域错配的铜基本面将进一步趋紧，再加上美联储鼓励通胀超调，导致货币宽松收紧的阈值抬高，我们认为铜价具备大幅反弹空间且持续性强。

我们认为，自从 2016 年底铜价反转上行以来，国内铜上市公司的三大财务报表的迎来了显著修复，业绩包袱大幅出清，估值压力显著释放，并具备了较强的内生和外延扩张潜力，在铜价反弹背景下具备强劲的重估动能。建议关注西部矿业、云南铜业、金诚信、江西铜业为代表的铜业标的重估机会。

9.1. 西部矿业：玉龙铜矿预计将于 2020 年 10 月投产，业绩增长强劲

据集团官网，玉龙铜矿二期有望于 2020 年 10 月投产。据我们测算，玉龙二期达产后，玉龙矿山铜精矿金属产量可达 13 万吨，将成为西部矿业最大的盈利矿山。目前公司持玉龙铜矿 58% 权益，达产后，公司铜矿权益产量有望从原有 1.22 万吨提升至 7.54 万吨。考虑到获各琦铜矿 2.5 万产量（100% 权益），公司整体铜矿权益产量有望从原有 3.72 万吨提升至 10.04 万吨，权益产量有望提升 170%。

投资建议：维持“买入-A”评级，6 个月目标价 13.5 元。据我们测算，2020~2022 年，在铜价 4.8 万/吨、5.2 万/吨、5.5 万/吨的假设下；公司有望实现归母净利润 8.78 亿、15.2 亿、21.3 亿，对应 EPS 分别为 0.37 元、0.64 元、0.90 元。考虑到随着全球新冠疫情逐渐被控制，需求有望否极泰来，再加上铜矿供应进入低速增长时代，加工费下跌导致铜冶炼产能被抑制，全球流动性或出现过剩，铜价有望迎来显著反弹；再加上随着玉龙铜矿二期的逐渐达产，2020-2022 年公司主业将逐步由铅锌转变为以铜为主，公司权益铜产量有望迎来 170% 的高速增长，再加上前期公司减值压力已大幅释放，公司估值中枢有望系统性抬升。维持公司“买入-A”评级，6 个月目标价 13.5 元，相当于 2022 年动态市盈率 15.0x。

风险提示：1) 铜价低于预期；2) 产品产量不及预期。

9.2. 云南铜业：资源潜力雄厚，采选冶炼产能即将全面达产

2020 年公司矿产铜和冶炼铜产能预计全面达产。矿产铜方面，2020 年普朗铜矿有望全面达产，实现 1250 万吨/年采矿量。冶炼铜方面，2020 年随着东南冶炼厂全面达产和赤峰冶炼厂技改落地，公司 130 万吨阴极铜产能有望全面达产。

上市公司及集团资源储量丰富，实际控制人中国铝业公司实力雄厚，公司资源潜力大。一是截至 2020 年 6 月底，公司保有矿石量 11.33 亿吨，铜金属量 475.05 万吨，铜平均品位 0.42%。二是公司作为实际控制人中铝集团铜产业的唯一上市平台，将持续获得中铝集团大力支持。据公司公告，公司作为中铝集团铜产业板块唯一的上市平台公司，未来中铝集团可为公司提供业务、资源、金融及财务支持。

投资建议：维持“买入-A”评级，6 个月目标价 18.3 元。我们按照 2020-2022 年铜价 4.8 万、5.2 万、5.5 万的假设测算，公司有望实现归母净利润 6.94 亿、10.33 亿、13.25 亿，预计 EPS 分别为 0.41 元、0.61 元、0.78 元。目前公司历史包袱已大幅消化，资产质量全面提升。随着公司铜精矿、冶炼铜产能的全面达产，业绩弹性随之增强，再加上控股股东层面资源注入潜力较大，或享有一定的估值溢价。维持公司“买入-A”评级，6 个月目标价 18.3 元，相当于 2021 年 30x 动态市盈率。

风险提示：1) 铜价低于预期；2) 产品产量不及预期，后续注入不及预期。

9.3. 江西铜业：国内铜业巨头，继续推进产业链布局

公司继续推进参与恒邦股份定向增发事项，打造以黄金和铜的采矿、选矿、冶炼、加工，以及硫化工、稀贵稀散金属提取与加工为核心业务的产业链。恒邦股份拥有金矿采矿权 16 个，探明黄金储量约 112.01 吨。控股恒邦股份后，公司新增年产黄金 50 吨、白银 700 吨的能力、电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的能力。

投资建议：维持“买入-A”评级，6 个月目标价 20.75 元。暂不考虑 FQM 股权收购后带来的投资收益，按照 2020-2022 铜价 4.8 万/吨、5.2 万/吨、5.5 万/吨的假设进行测算，公司有望实现归母净利润 20.1 亿元、28.7 亿元和 33.4 亿元，预计 EPS 分别为 0.58 元、0.83 元、0.97 元。鉴于公司目前铜矿储量市值比、产量市值比均在 A 股名列前茅，业绩弹性显著，处于历史较低水平，再加上在江铜集团积极推进“三年创新倍增计划”支持下，江铜成为恒邦股份、美国 FQM 的第一大股东，打开新的成长空间，我们给予 6 个月目标价 20.75 元，相当于 2021 年 25x 动态市盈率。

风险提示：1) 铜价低于预期；2) 产品产量不及预期。

9.4. 金诚信：收购和参股国内外三座矿山，正式转型矿山开发运营商

“服务+资源”模式渐入佳境，收购和参股国内外三座矿山，正式转型矿山开发运营商。2019 年公司矿山并购获得重大突破，一是收购贵州二岔河磷矿 90% 股权。据公告，公司 2019 年 5 月 23 日通过公开竞买取得贵州两岔河矿业开发有限公司 90% 的股权，矿山磷矿源量 2133 万吨，品位 32.65%，规划产能 80 万吨/年，开采年限超过 15 年，预计总投资 6.8 亿，年均净利润约 6000 万元。目前正在进行开发建设的外部审批、工程设计和建设筹备等前期准备工作。二是拟收购刚果金 Dikulushi 铜矿 90% 股权。据公告，公司 8 月 26 日与刚果金 AMC 公司签署协议购买 Dikulushi 矿区下属的两个采矿权，主要采矿权 PE606 下辖 Dikulushi 矿床保有资源量中，铜银矿石量 113.1 万吨，铜平均品位 6.31%，银平均品位 145g/t，合计铜储量 8 万吨，银储量 192 吨，公司预计 2021 年复产，产量约 1 万吨铜金属量。目前正在办理与 Dikulushi 铜银矿交割相关的审查、批复手续。三是参股艾芬豪集团旗下哥伦比亚 Cordoba 公司铜金银矿 19.9% 股权。据公告，2019 年 11 月，金诚信认购 Cordoba 公司 19.9% 普通股股权，并于 2020 年 1 月 17 日交割。Cordoba 公司持有位于哥伦比亚的 San Matias 铜金银矿项目，拥有 53 万吨铜，30 吨黄金，282 吨银储量。目前正在做预可行性研究，并将开展环境影响评价和开采计划等工作，初步测算年均净利润达到 5600 万美元。

给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 17.4 元。考虑到公司当前矿建主业增速稳定，叠加矿山利润逐渐释放，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润进入加速期，分别为 3.6、5.2 和 6.3 亿元，对应 PE 分别为 18.5x、12.8x 和 10.5x。考虑公司主业成长性突出，并已成功实现向矿山运营商的转型，进一步提高业绩弹性，有望带来估值较大提升，给予 2021 年 20xPE，6 个月目标价 17.4 元。

风险提示：1) 铜价低于预期；2) 产品产量不及预期。

表 6：A 股铜上市公司业绩和估值弹性测算

公司	市值(亿)	产品产量					归母净利润(亿元)				PE		
		产品	2020E	2021E	2022E	CAGR	2020E	2021E	2022E	CAGR	2020E	2021E	2022E
西部矿业	216.6	矿铜(万吨)	5.4	12.2	15.4	69%	8.8	15.2	21.3	56%	24.6	14.3	10.2
云南铜业	256.0	矿铜(万吨)	12.6	13.1	13.7	4%	7.0	10.3	13.3	38%	36.8	24.8	19.3
江西铜业	553.7	矿铜(万吨)	23	23	24	2%	20.1	28.7	33.4	29%	27.6	19.3	16.6
金诚信	66.6	矿铜(吨)	1.0	1.0	1.0	0%	3.6	5.1	6.1	30%	19.2	13.6	11.3

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测。

*2020 年 9 月 18 日市值

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、黄孚、王政、王建润声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓莹		北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人		张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034