

推荐 (维持)

# 空头因素纷纷瓦解，铜价有望伺机筑底反弹

2018年07月31日

## 铜行业跟踪点评报告

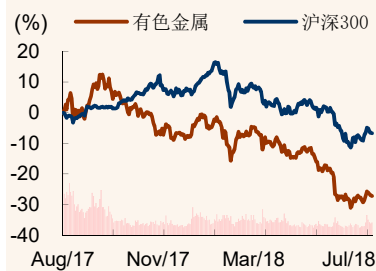
上证指数 2869

### 行业规模

		占比%
股票家数 (只)	115	3.3
总市值 (亿元)	15204	3.0
流通市值 (亿元)	12488	3.1

### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.9	-25.0	-22.9
相对表现	1.8	-7.6	-17.4



资料来源: 贝格数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《Esconida 铜矿罢工一触即发 氧化铝即破三千，铝价借力再上新台阶—招商有色最新观点》2018-07-28
- 2、《下周 Esconida 铜矿谈判大限 关注电解铝企业成本走强，倒挂引发减产—招商有色最新观点》2018-07-22
- 3、《有色金属行业 2018 年中期投资策略——蓄势待发，优选成长》2018-07-19

### 刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn  
 S1090517030002

### 黄梓钊

huangzizhao@cmschina.com.cn  
 S1090517090003

研究助理

### 刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn

研究助理

### 黄显颖

本篇报告分析了铜矿罢工对铜价短期和中长期的影响。基于铜市场供需基本面持续改善，维持对行业的“推荐”投资评级。

- **年产四十万吨级铜矿 Chuquicamata 开始罢工。**智利国家铜业公司 (Codelco) 旗下 Chuquicamata 工人封锁了通往矿井的通道，开始抗议裁员和为未来的谈判做准备。2017 年该矿铜矿产量为 33.1 万吨。
- **年产百万吨级铜矿 Escondida 罢工一触即发。**2017 年，因罢工，公司铜产量从 2016 年的 100 万吨降至 92.5 万吨。今年 4 月，为了避免罢工，公司与工会提前进行协商，但未能如愿。近日，工人已经拒绝了资方给出的最终版薪资提议，并开始通过投票来决定是否举行罢工。工人将于 7 月 28 日至 8 月 1 日投票。如果分歧较大，政府介入仍旧无法调节，那么 8 月中旬罢工概率较大。
- **下半年面临劳资谈判的铜矿较上半年更多：**铜矿罢工干扰和铜价成正相关关系。我们统计，下半年面临劳资谈判的铜矿企业较上半年体量更大，年产量高达 440 万吨以上。根据 Wood Mackenzie 数据计算，2004 年以来，罢工干扰影响铜矿供应量 2009 年最高，达 30.9 万吨，2016 年第二，达到 30.3 万吨，这相当于下半年临劳资谈判的主要铜矿企业 0.8 个月的产量。
- **空头因素纷纷瓦解，铜价有望伺机筑底反弹：**宏观情绪悲观，今年二季度全球铜降库不及往年，废铜进口金属量下降不及预期和铜矿罢工干扰不及预期是上半年铜价低迷的主要原因。进入 7 月，淡季反而连续大幅降库，全球累计去库存 14 万吨。库存压力缓解，铜矿罢工不及预期的情绪如果在 Escondida 谈判破裂举行罢工下情绪激再度被点燃，将有希望将投资者的焦点转移到铜矿供应矛盾上来，铜价有望伺机筑底反弹。重点推荐紫金矿业、江西铜业。

**风险提示：**铜矿罢工不及预期；铜消费不及预期；上市公司新建项目建设投产不及预期；全球宏观经济及周边消息风险。

### 重点公司主要财务指标

	2018 铜矿自给率	PE -2017	PE -2018	PE -2019	PE -2020	每股净利润
江西铜业-A	15%	33	17	14	13	0.92
江西铜业-H	15%	21	11	9	8	0.92
云南铜业	9%	60	32	25	17	0.30
铜陵有色	4%	42	19	16	14	0.12
紫金矿业-A	62%	23	15	12	10	0.23
紫金矿业-H	62%	19	12	10	8	0.23

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

年产四十万吨级铜矿 Chuquicamata 开始罢工 .....	3
年产百万吨级铜矿 Escondida 罢工一触即发 .....	3
下半年面临劳资谈判的铜矿较上半年更多 .....	3
全球铜库存淡季大幅下降: .....	5
6 月废铜进口量降幅扩大.....	6
空头因素纷纷瓦解, 铜价有望伺机筑底反弹.....	7
风险提示: .....	9

## 图表目录

图 1 全球铜矿干扰率 (美元/吨) .....	4
图 2 铜精矿现货 TC 报价走势图 (单位: 美元/吨) .....	5
图 3 COMEX、LME、SHFE、中国保税库精炼铜库存 (单位: 吨) .....	5
图 4 含铜废七类进口批文统计 (单位: 吨) .....	6
图 5 2018 年 1-4 月废铜进口实物量和折算铜金属量同比增幅 (%) .....	6
图 6 进口废铜中铜品位.....	7
表 1: 下半年全球劳资合同到期主要铜矿山.....	4
表 2: 主要铜行业上市公司 .....	7

## 年产四十万吨级铜矿 Chuquicamata 开始罢工

SMM 最新报道，智利国家铜业公司（Codelco）旗下 Chuquicamata 工人封锁了通往矿井的通道，开始抗议裁员和为未来的谈判做准备。Codelco 第 2 号和 3 号工会已停止了工作。此前，Chuquicamata 铜矿三个工会的领导人向超过 800 名工人介绍了与公司关系恶化以及公司决定将露天采矿过渡到地下采矿的相关情况。

2016 年 12 月，经过短暂的谈判之后，该公司与 Chuquicamata 矿的六个工会签订为期 27 个月的劳资协议，如今 Codelco 的劳资关系再度恶化。工会此前称，Codelco 公司宣布将在 Chuquicamata 矿削减 1,700 个工作岗位，工会方面认为作为资方的 Codelco 公司未能适当考虑“裁员计划带来的社会和经济影响”。Chuquicamata 铜矿储量约 1333Mt，已经有一个世纪的开采历史，矿石品位不断下降至 0.7%，目前该矿已经由全球最大露天开采铜矿转为井下开采铜矿。

Codelco 拥有 Chuquicamata 矿山 100% 的股权，2017 年该矿铜矿产量为 33.1 万吨，Codelco 公司当年铜产出为 173.4 万吨。2018 年一季度该矿铜产量为 7 万吨，较去年同期增加 1.7 万吨。公司此前预计，2018 年该矿全年铜产量为 42.7 万吨。2017 年 Chuquicamata 矿山现金成本 111 c/lb，远低于 Codelco 公司约 131.8 c/lb 的平均现金成本水平。

## 年产百万吨级铜矿 Escondida 罢工一触即发

2017 年 2-3 月，Escondida 铜矿发生了长达 43 天的矿工罢工。2017 年铜产量从 2016 年的 100 万吨降至 92.5 万吨。今年 4 月，为了避免罢工，公司与工会提前进行协商。

但是 4 月以来的谈判一直分歧很大。上周二（7 月 24 日）是谈判的最后期限，必和必拓为工人提供 1.5% 的实际工资增长和一次性支付 1800 万智利比索，其中包括 1500 万比索奖金和 300 万软贷款。然而，工会要求获得相当于 4% 的 2017 年获利，约为每名工人 40,000 美元，同时还要求涨薪 5%。两者分歧依然很大。

最新消息，智利 Escondida 铜矿工人已经拒绝了资方给出的最终版薪资提议，并同意通过投票来决定是否举行罢工。工人将于 7 月 28 日至 8 月 1 日投票。如果分歧较大，政府介入仍旧无法调节，那么 8 月中旬罢工概率较大。

## 下半年面临劳资谈判的铜矿较上半年更多

从过去历史看，铜矿罢工干扰和铜价成正相关关系。在铜价上涨的过程，铜矿罢工干扰率走高。我们统计，下半年面临劳资谈判的铜矿企业较上半年体量更大，年产量高达 440 万吨以上。根据 Wood Mackenzie 数据计算，2004 年以来，罢工干扰影响铜矿供应量 2009 年最高，达 30.9 万吨，2016 年第二，达到 30.3 万吨，这相当于下半年临劳资谈判的主要铜矿企业 0.8 个月的产量。

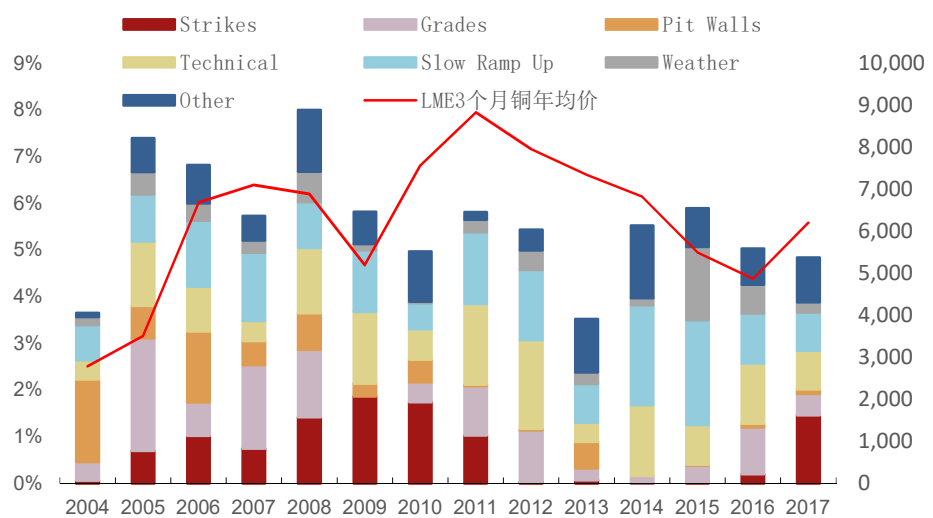
近期矿山生产受到干扰的消息密集。

Caserones 铜矿已经开始罢工。Escondida 铜矿进入罢工投票阶段。Caserones 铜矿谈判破裂。三铜矿去年年产铜矿约 147 万吨。

此前消息，Lumina Copper 旗下智利 Caserones 铜矿的工会称，与该公司的谈判破裂，罢工概率因此大大提高。工会将会拒绝该公司将于 7 月 24 日提交的最后一个提案，进入政府调停。代表近 300 位矿山和工厂工人的工会，可能在 8 月举行合法罢工。Caserones 铜矿位于智利北部，年产量约为 10 万吨。

除去罢工之外，南非 Palabora 铜矿发生地下火灾，遇难人数达 6 人后南非矿业迎来了 2012 年以来死亡人数最多的一年，是 2018 年的第二起严重的矿业事故。矿产资源部部长 Gwede Mantashe 表示，这一事件将会被彻底调查。Mantashe 在一份电子邮件声明中表示，“自今年年初以来，南非矿业行业的死亡人数已经创了一个新高。Palabora 铜矿去年产量 4 万吨。

图 1 全球铜矿干扰率（美元/吨）



资料来源：LME、Wood Mackenzie、招商证券

表 1：下半年全球劳资合同到期主要铜矿山

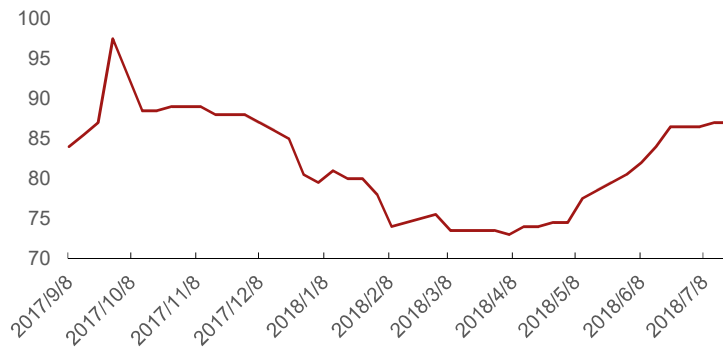
矿山	国家	合同到期日	铜矿产量
Chuquicamata	智利	2018 年 3 月	41
Antamina	秘鲁	2018 年 7 月	42
Caserones	智利	2018 年 7 月	13.4
Escondida	智利	2018 年 7 月	93
Cerro Colorado	智利	2018 年 8 月	6.62
Cerro Verde	秘鲁	2018 年 8 月	48
Cuajone	秘鲁	2018 年 8 月	16.1
Toquepala	秘鲁	2018 年 8 月	24
Toromocho	秘鲁	2018 年 10 月	16
Salvador	智利	2018 年 10 月	6
Collahuasi	智利	2018 年 10 月	51
EI Tesoro	智利	2018 年 10 月	6
EI Teniente	智利	2018 年 10 月	46
Mina Ministro Hales	智利	2018 年 11 月	21.5
Gaby	智利	2018 年 11 月	12.2

资料来源：SMM、公司公告等、招商证券

铜精矿 TC 自去年 9 月以来持续下降，但是 4 月中旬开始底部回升。这在一定程度上动摇了投资者年内铜矿罢工干扰对于铜矿供给的影响的预期。印度 vedanta 冶炼厂自 3 月 27 日开始停产是 TC 走高的触发点。Vedanta 铜冶炼产能为 40 万吨/年，是印度最大的铜冶炼企业。因环保问题，印度政府要求永久关停。

铜矿罢工和 Vedanta 冶炼厂是否会复产是下半年铜精矿 TC 走势的关键。

图 2 铜精矿现货 TC 报价走势图（单位：美元/吨）



资料来源：SMM、招商证券

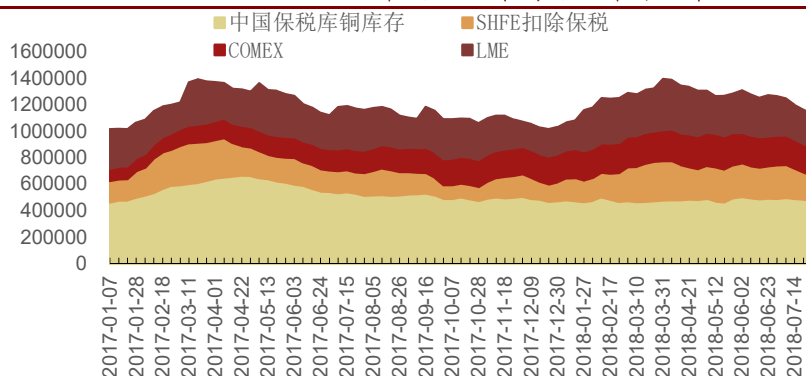
### 全球铜库存淡季大幅下降：

2018 年二季度旺季，全球铜库存累计下降 13 万吨，远不及去年的 25 万吨。这是二季度铜价走势疲弱的重要原因之一。除此之外，废铜进口金属量下降不及预期和铜矿罢工干扰不及预期是另外两个重要原因。

不过，进入 7 月，全球铜矿已经去库 14 万吨，去年 7 月增库 2 万吨。这主要因为 Vedanta 冶炼厂停产和环保严格下国内铜冶炼企业集中减产。

淡季去库，补偿旺季去库存的不足，降低库存压力。

图 3 COMEX、LME、SHFE、中国保税库精炼铜库存（单位：吨）



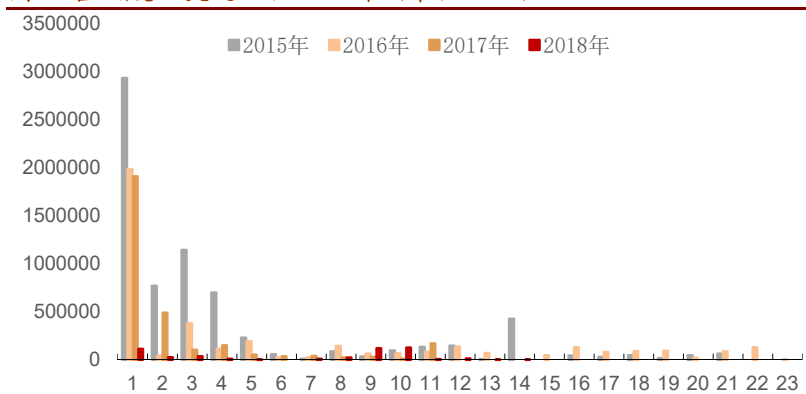
资料来源：wind、LME、SHFE、COMEX、SMM、招商证券

## 6 月废铜进口量降幅扩大

海关数据显示，6 月我国废铜进口量为 20 万吨，同比减少 39.8%，环比下降 4.76%，1-6 月废铜进口累计量为 115 万吨，同比下滑 37.8%。5 月 4 日开始实施的对进口美国废物原料实施风险预警监管措施，6 月开始废铜进口量受到影响。

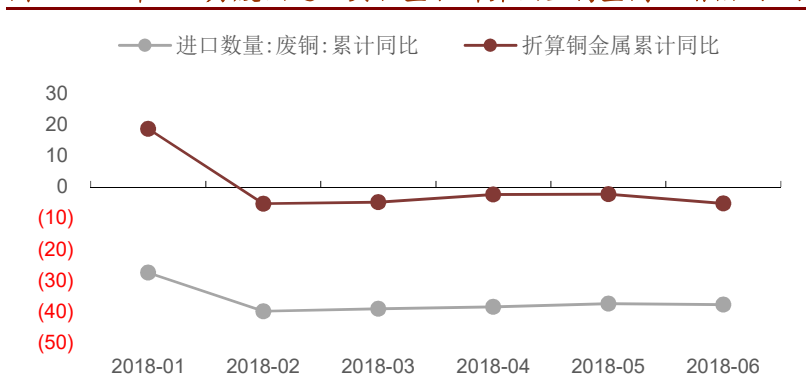
由于废铜进口品位增加，折算废铜中铜金属含量上半年累计 63.4 万吨，同比下降 3.5 万吨，降幅 5.28%。1-5 月 53.1 万吨，同比下降 1.2 万吨，降幅 2.27%，降幅扩大。废铜进口金属量下降不及预期对于市场的利空最黑暗的时刻已经过去。

图 4 含铜废七类进口批文统计 (单位: 吨)



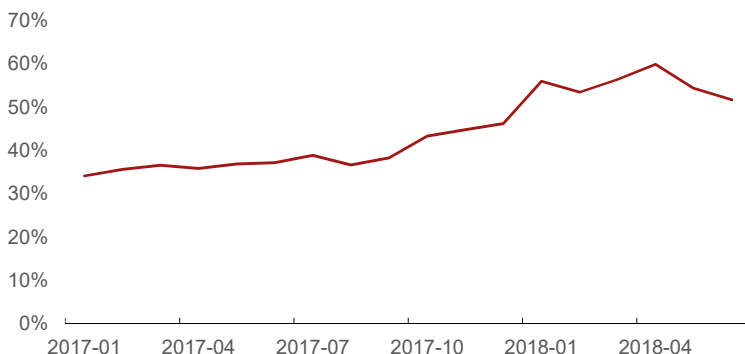
资料来源: 固管中心、招商证券

图 5 2018 年 1-4 月废铜进口实物量和折算铜金属量同比增幅 (%)



资料来源: 海关总署、招商证券

图 6 进口废铜中铜品位



资料来源：海关总署、招商证券

### 空头因素纷纷瓦解，铜价有望伺机筑底反弹

根据 Wood Mackenzie 数据，2018 年全球消费增速有望维持 2% 上方，远超铜矿供给增速和精炼铜供应增速。2018 年全球铜供应缺口 16.7 万吨，去年过剩 8.5 万吨。今年全球铜精矿供应基本平衡。不过，由于资本开支萎缩，2020-2021 年之后铜精矿的供应将达顶点。在全球铜消费增速能够保持低位增长的情况下，供给拐点将造就铜价长牛。

宏观情绪悲观，今年二季度全球铜降库不及往年，废铜进口金属量下降不及预期和铜矿罢工干扰不及预期是上半年铜价低迷的主要原因。进入 7 月，淡季反而连续大幅降库，全球累计去库存 14 万吨。库存压力缓解，铜矿罢工不及预期的情绪如果在 Escondida 谈判破裂举行罢工下情绪激再度被点燃，将有希望将投资者的焦点转移到铜矿供应矛盾上来，铜价有望伺机筑底反弹。

推荐关注标的：紫金矿业、江西铜业、铜陵有色、云南铜业，以及洛阳钼业、鹏欣资源等矿资源优势标的。其中紫金矿业因具有较强成长性，且价格弹性相对较高，重点推荐。

表 2：主要铜行业上市公司

	2018 年 E 铜矿 产量 (万吨)	2018 铜矿 自给率	PE -2017	PE -2018	PE -2019	PE -2020	2018 每股 净利润	价格 弹性	市值(亿 元)
江西铜业-A	21.0	15%	33	17	14	13	0.92	34	534
江西铜业-H	21.0	15%	21	11	9	8	0.92	53	341
云南铜业	5.6	9%	60	32	25	17	0.30	36	135
铜陵有色	4.7	4%	42	19	16	14	0.12	18	230
紫金矿业-A	26.6	62%	23	15	12	10	0.23	28	810
紫金矿业-H	26.6	62%	19	12	10	8	0.23	34	667

资料来源：公司公告、WIND、招商证券

备注：2018 年每股净利润根据 Wind 一致性预期数据测算。

强烈推荐-A (维持)

紫金矿业 601899.SH

目标估值: 无  
当前股价: 3.28 元  
2018年07月23日

铜产量稳步提升, 二季度业绩逆市大幅增长

基础数据

上证综指	2829
总股本(万股)	2303122
已上市流通股(万股)	1687573
总市值(亿元)	755
流通市值(亿元)	554
每股净资产(MRQ)	1.5
ROE(TTM)	10.1
资产负债率	58.1%
主要股东	闽西兴杭国有资产投
主要股东持股比例	25.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	-25	-6
相对表现	-11	-6	1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《紫金矿业(601899)一矿产品量价齐增, 业绩大幅增长逾九成》2018-03-25
- 2、《紫金矿业(601899)一最大金矿受累地震 不改继续推荐》2018-03-01
- 3、《紫金矿业(601899)一价值被低估, 仍具备向上空间(更新)》2018-01-31

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn  
S1090517030002

研究助理

黄昱颖

huangyuying@cmschina.com.cn

紫金矿业发布半年度业绩快报。

公司 2018 年上半年业绩实现大幅增长, 净利润增逾六成。上半年, 公司整体经营稳健, 较好地完成了上半年生产经营目标。公司主要财务指标均实现较大增长, 营业总收入 498.14 亿元, 同比增加 32.75%, 利润总额 37.76 亿元, 同比增加 75.55%, 归属于上市公司股东的净利润 25.23 亿元, 同比增加 67.6%, 其中二季度实现净利润 14.38 亿元, 环比增长 32.5%, 同比增长 187%。

二季度商品价格环比下滑, 公司业绩逆市增长。二季度大宗商品价格大幅下滑, 铜二季度均价 4.39 万元/吨(不含税, 下同), 环比下降-1.9%, 同比上升 12.2%; 锌二季度均价 2.04 万元/吨, 环比下降-6.6%, 同比上升 7.3%; 黄金二季度均价 232 元/克, 环比下降-1.1%, 同比下降-3.5%; 白银二季度均价 3108 元/克, 环比下降-1.3%, 同比下降-9.5%。但得益公司铜、锌产量提升, 同时汇兑损益大幅降低, 公司业绩实现逆市增长。

汇兑损失大幅降低。公司 2018 年一季度财务费用 6.2 亿元, 较去年同期增加, 主要是因为一季度汇兑损失影响利润约 2.8 亿元, 但是至二季度人民币兑美元大幅贬值, 公司汇兑损益转正, 受此影响公司二季度利润大幅提升。

新建产能按时投产, 铜锌增量稳步提升。公司 2018 年主要矿产品产量计划: 矿产金 37 吨、矿产铜 24.4 万吨、矿产铅锌 31.17 万吨(其中: 矿产锌 27.41 万吨、矿产铅 3.76 万吨)、矿产银 213 吨、铁精矿 260 万吨。一季度实现矿产金产量 7.6 吨, 矿产银产量 55.9 吨, 矿产铜产量 5.9 万吨, 矿产锌产量 7.4 万吨, 铁精矿 72 万吨。二季度矿产铜、矿产锌产量计划完成较好, 其中矿产铜产销量同比有较大增长, 受益于公司铜、锌矿产品产量稳步提升, 公司二季度净利润大幅提升。

推荐评级: 按公司 2018 年矿产金产量 37 吨, 铜产量 24.4 万吨, 锌产量 27.4 万吨, 预计公司 2018/2019/2020 将业绩分别为 52.8 亿元/65.3 亿元/79 亿元, 估值为 14.3/11.6/9.6 倍, 继续维持强烈推荐评级。

风险提示: 新建产能投产不及预期, 金属价格大幅下跌, 海外矿山事故风险。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	78851	94549	105894	118602	142322
同比增长	6%	20%	12%	12%	20%
营业利润(百万元)	2312	5027	7382	9033	10850
同比增长	19%	117%	47%	22%	20%
净利润(百万元)	1840	3508	5287	6535	7909
同比增长	11%	91%	51%	24%	21%
每股收益(元)	0.09	0.15	0.23	0.28	0.34
PE	38.4	21.5	14.3	11.6	9.6
PB	2.5	2.2	1.9	1.3	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

## 风险提示：

- 1、铜矿罢工不及预期：铜矿劳资谈判不确定性较大，谈判顺利，罢工不及预期，不利铜价；
- 2、铜消费不及预期
- 3、上市公司新建项目建设投产不及预期
- 4、全球宏观经济及周边消息风险：铜兼具金融属性和工业属性，铜价对宏观经济变化和预期敏感度高。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘文平：**招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

**刘伟洁：**招商证券有色研究员。中南大学硕士，7年基本金属研究经验。2017年3月份加入招商证券。

**黄昱颖：**清华大学材料科学与工程硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

**黄梓钊：**美国东北大学硕士，2015年7月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，现为有色金属行业研究员。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。