



# 战略性看多铜板块和紫金矿业

太平洋证券有色钢铁首席分析师杨坤河  
执业资格证书编码：S1190518070001

2019.12.08

# 前言

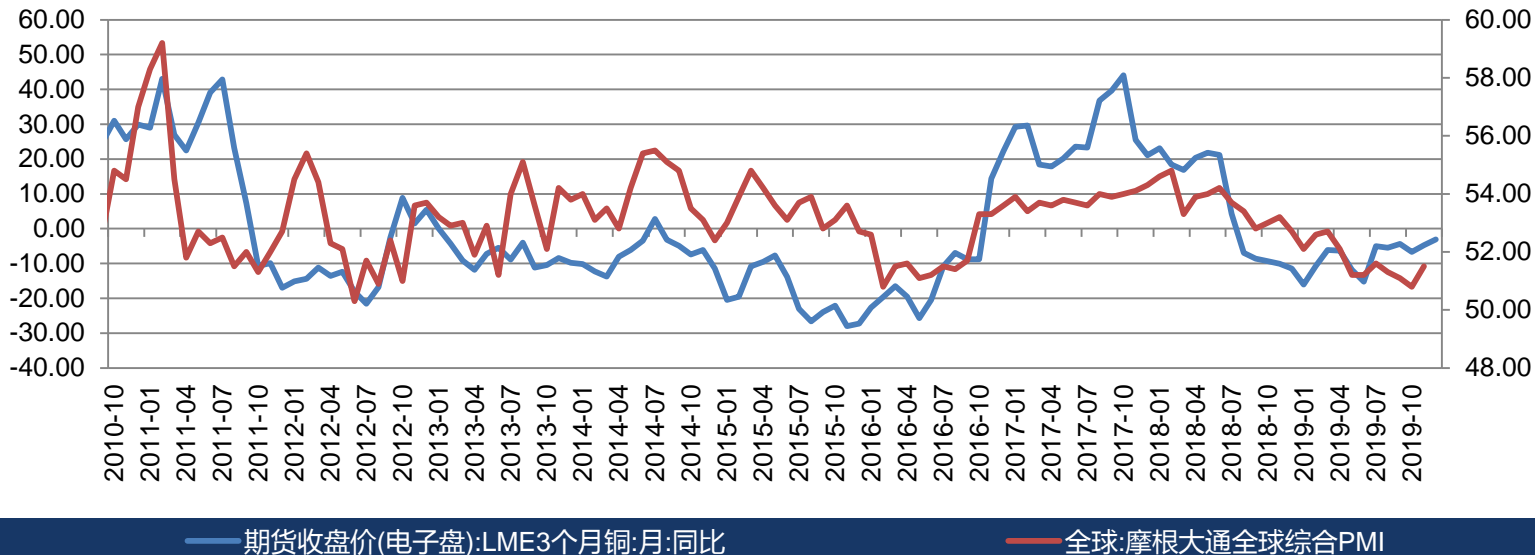
## 战略性看多铜板块及紫金矿业

- 自2019年5月我们判断“全球经济及商品价格可能自2019年底或2020年上半年开启反弹”
  - 5月28日《多周期视角下的有色大宗商品展望》（上衍论坛观点）
- 自11月24日以来我们开始连续发布报告，旗帜鲜明地战略性看多铜板块；
  - 11月24日《铜精矿长单TC八年新低，2020年供需有望共振》
  - 12月1日《战略性看好铜板块》
  - 12月2日《紫金矿业(601899.SH)：收购大陆黄金，海外并购再下一城》
  - 12月8日《电网严控投资对铜消费影响如何？》
- 我们将主要逻辑和观点简单整理为以下PPT，探讨内容主要包括：
  - 1、当前战略性看好铜板块的逻辑是什么？
  - 2、资源股和紫金矿业的投资价值在哪儿？

# 1、全球制造业反弹

全球制造业反弹：全球PMI触底回升

数据来源：Wind，太平洋证券

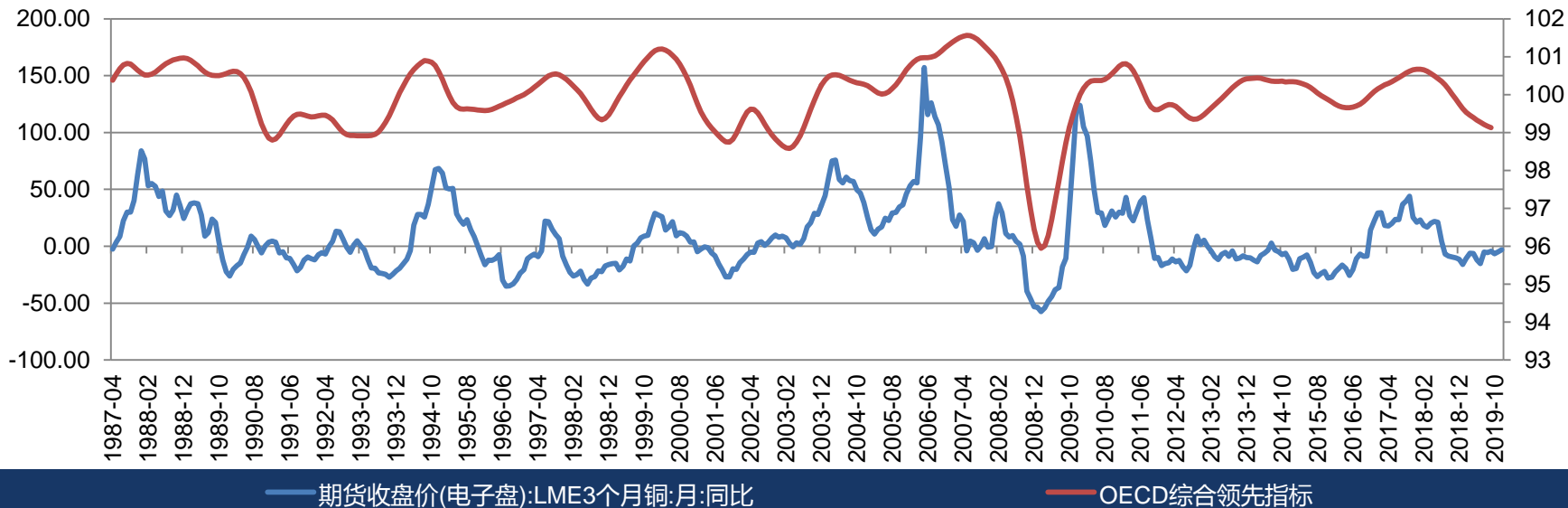


- 摩根大通PMI数据与铜价走势基本一致
- 两轮周期：2012-2015、2016-2019？

# 1、全球制造业反弹

全球制造业反弹：OECD领先指标反弹

数据来源：Wind，太平洋证券

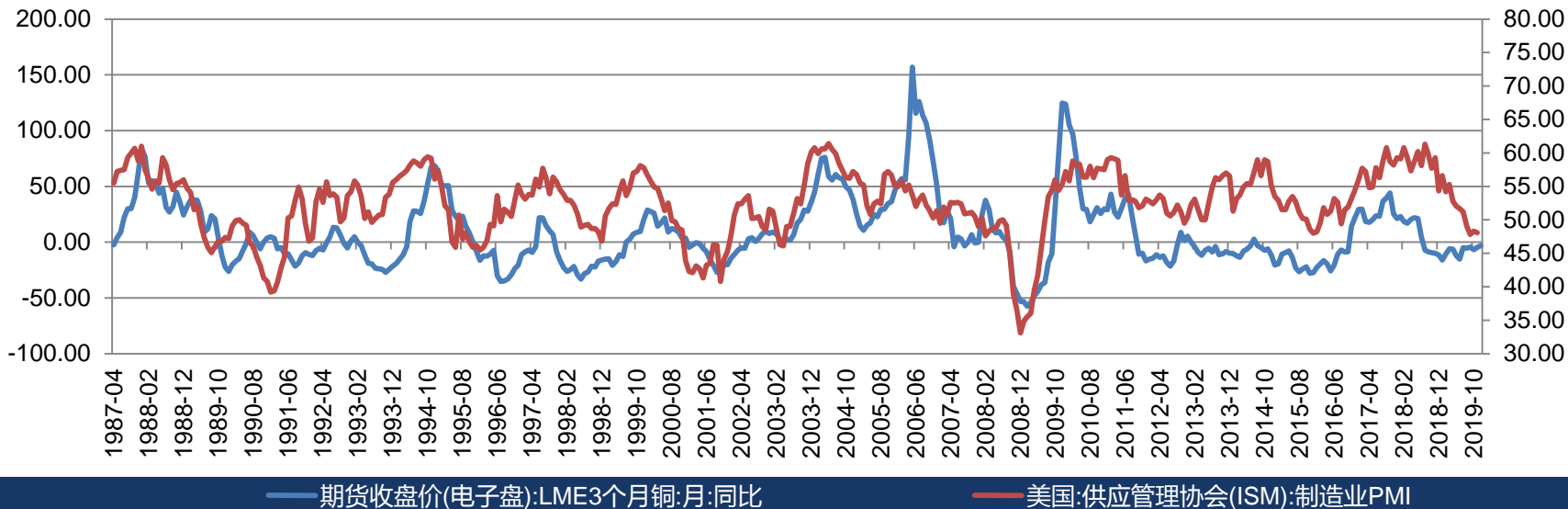


- 从OECD综合领先指标的历史数据看，1962年以来平均每一轮周期持续约40-42个月；
- 本轮自2016年5月起，至今已有42个月，全球经济共振放缓已达末尾
- 当前就是全球经济及商品价格的复苏的起点

# 1、全球制造业反弹

全球制造业反弹：美国PMI降幅放缓

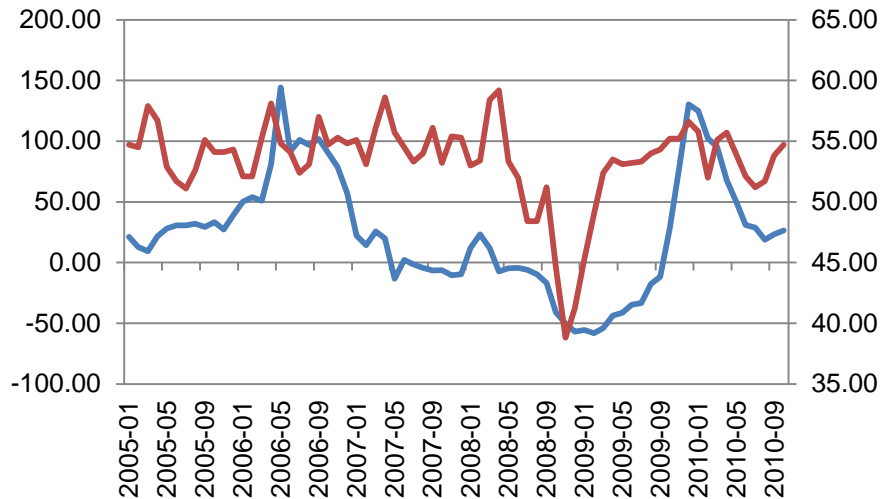
数据来源：Wind，太平洋证券



- 美国制造业PMI走势与金属价格走势关联度较高；
- 2017年底至2018年初可能是这轮PMI反弹的顶部，按照3-4年的周期，金属价格当前可能处于下行末期反弹初期；

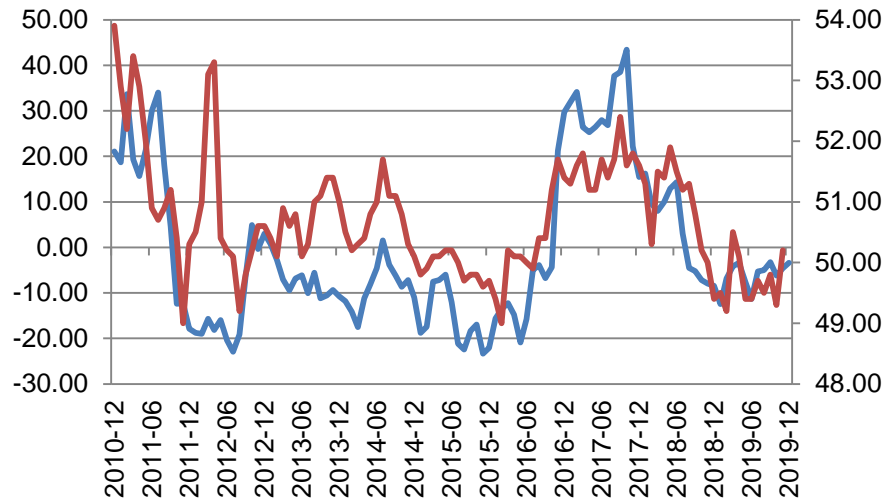
# 1、全球制造业反弹

全球制造业反弹：中国PMI出现回升



— 期货收盘价(活跃合约):阴极铜:月:同比      — PMI

数据来源：Wind，太平洋证券



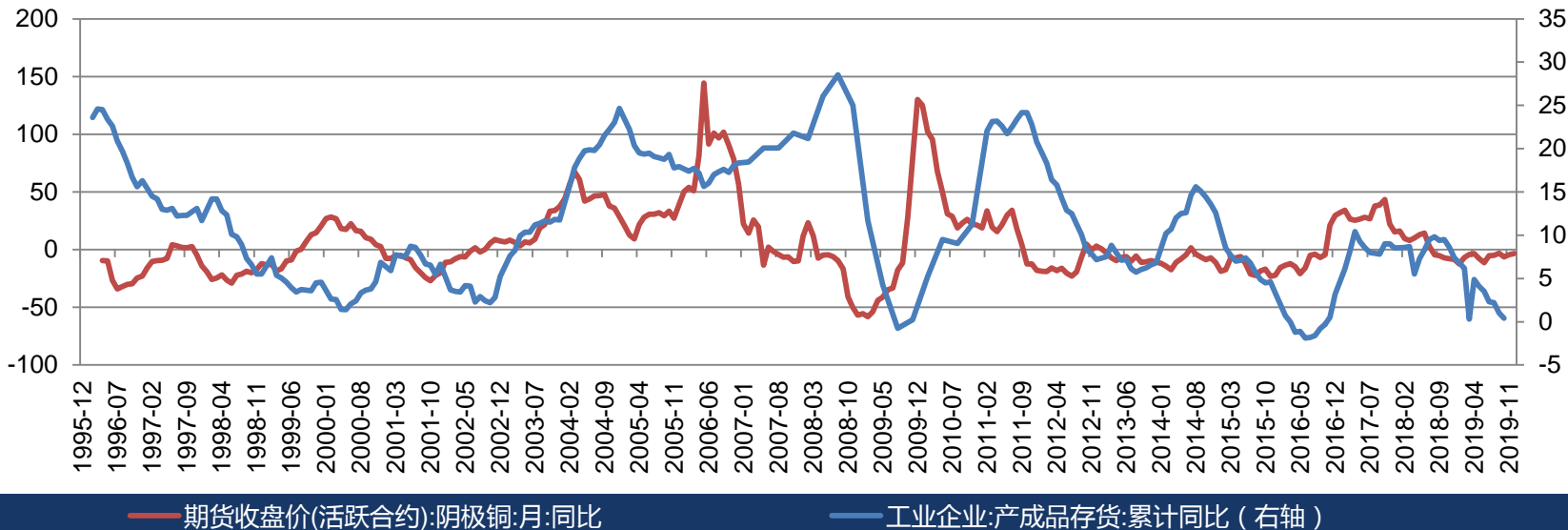
— 期货收盘价(活跃合约):阴极铜:月:同比      — PMI

- 2010年之前，中国PMI与铜价走势关联度较弱
- 2010年之后，中国PMI与铜价走势高度相关；
- 中国PMI探底回升，有助于铜消费和铜价企稳反弹

## 2、中国工业企业补库

中国工业企业补库：主动去库存转向补库

数据来源：Wind，太平洋证券

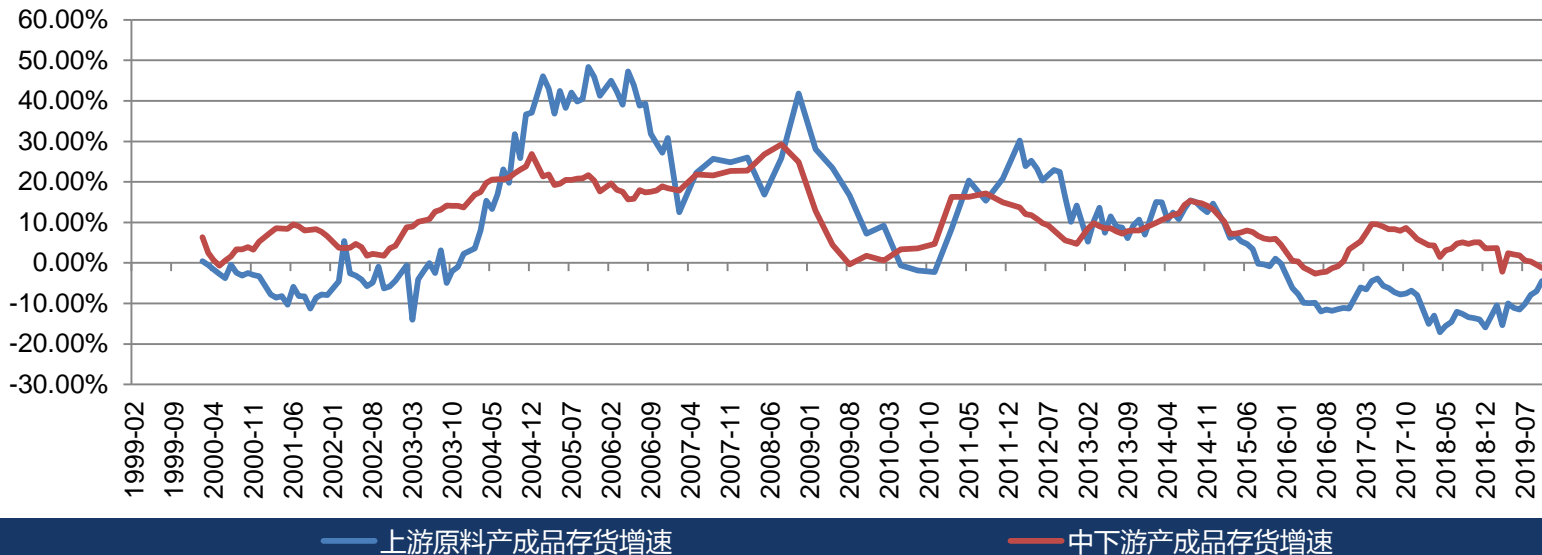


- 工业企业快速去库存中段到工业企业补库存初期，一般对应工业品及金属价格企稳反弹，如2008-2009年、2014-2016年
- 例外的一次是2011-2013年工业企业去库存，但金属价格持续下跌，原因在于没有宏观流动性的配合；
- 本轮快速去库存至2018年年中至今，金属价格也在中段（2019年一季度）获得企稳，后期流动性持续配合至关重要；

## 2、中国工业企业补库

中国工业企业补库：牛鞭效应放大上游补库空间

数据来源：Wind，太平洋证券



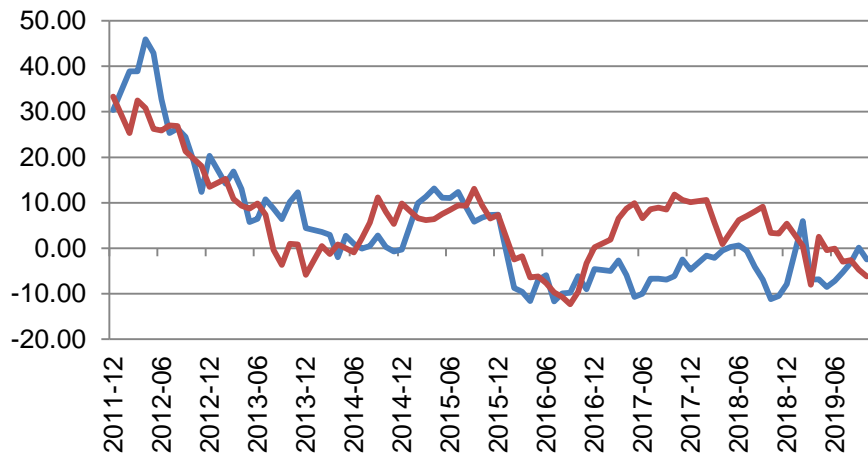
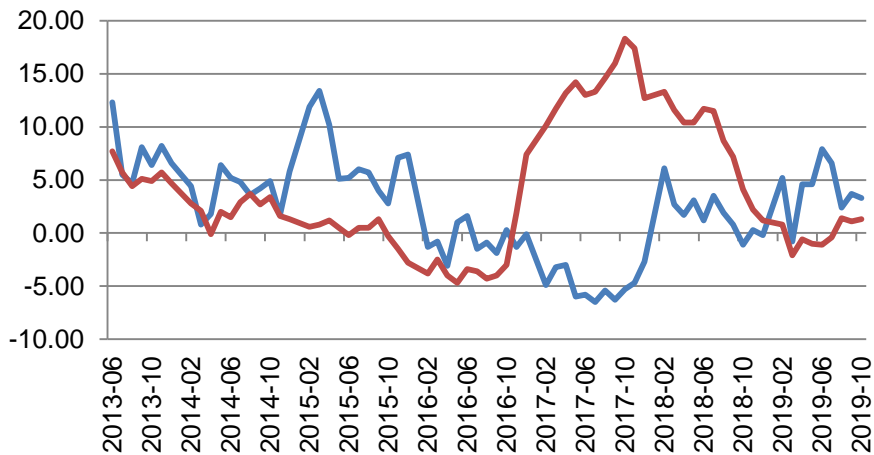
- 上游的存货增速相比中下游的存货增速变动幅度更大（牛鞭效应）
- 去库存阶段上游去化更彻底，补库存阶段上游补库更积极
- 库存去化在未来半年可能转向补库，且补库力度大概率超过中下游行业；



## 2、中国工业企业补库

中国工业企业补库：产业链库存处于低位

数据来源：Wind，太平洋证券



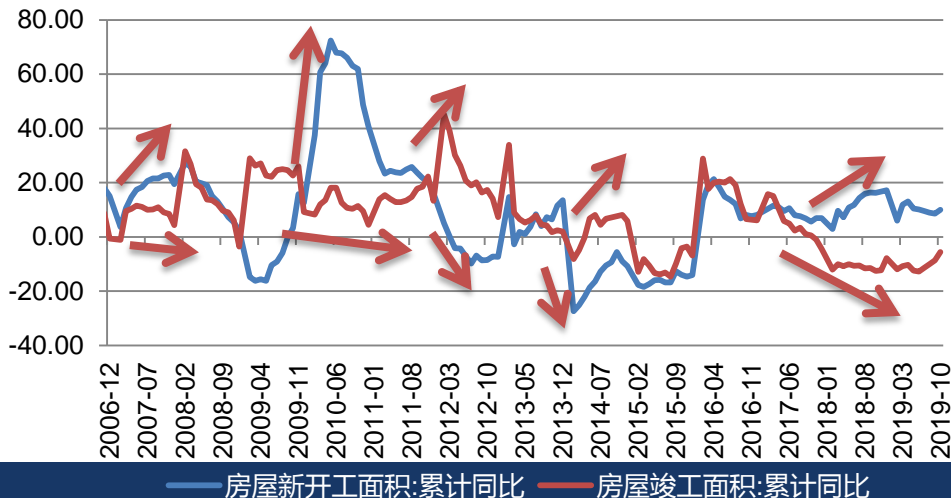
— 有色金属矿采选业:存货:同比  
— 有色金属冶炼及压延加工业:存货:同比

— 有色金属矿采选业:产成品存货:同比  
— 有色金属冶炼及压延加工业:产成品存货:同比

- 冶炼加工：存货增速自2017年终大幅下降至1.3%、产成品存货增速持续处于低位，目前-6.2%；
- 采选行业：存货增速2018年底左右后出现反弹，产成品存货增速自2016年来持续处于负值区间；

### 3、中国地产竣工回升

中国地产竣工回升：地产新开工向竣工传导



图表：地产产业链对铜的消费

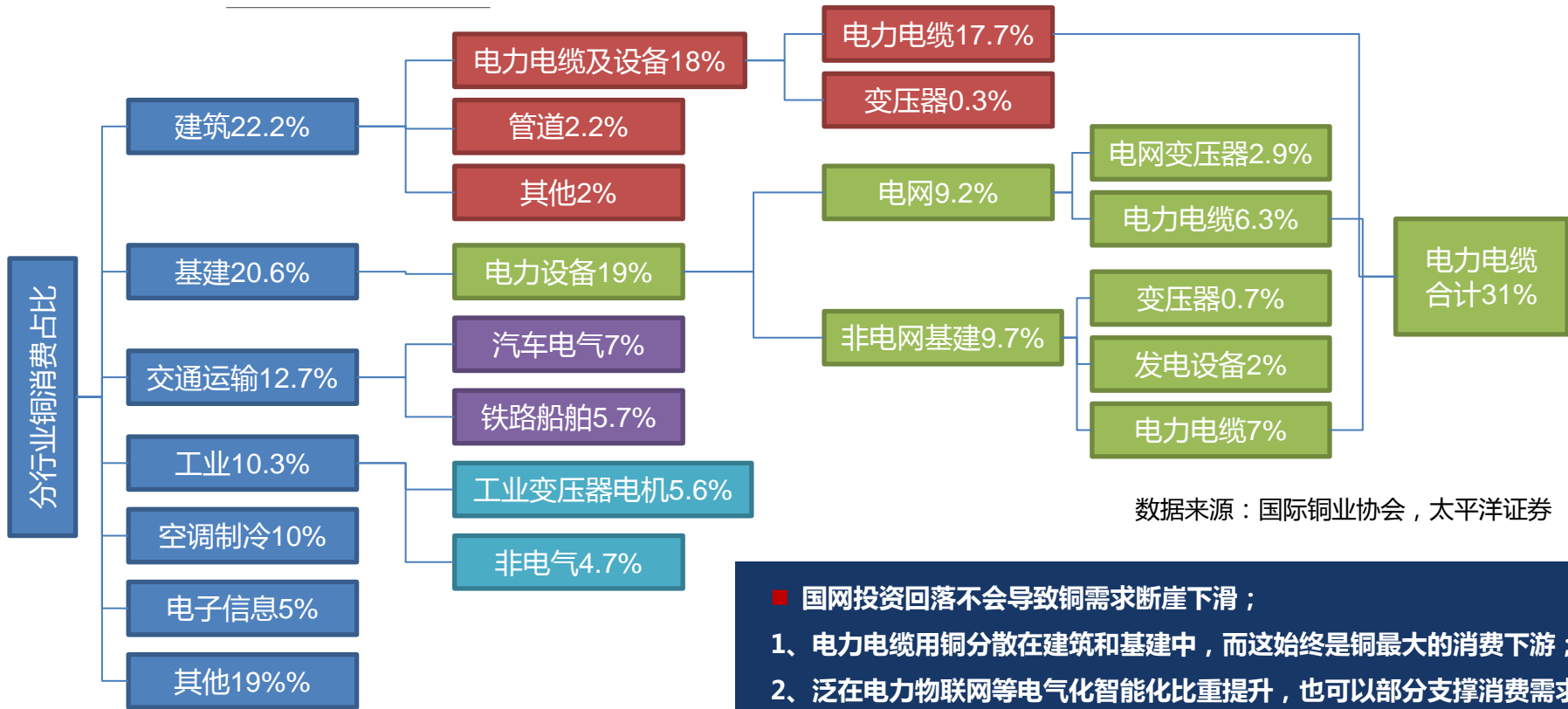
分项	内容
狭义建筑业	建筑业占铜消费比重较低，整体需求占比约为2%
建筑相关电力电缆	房屋附属设备建设中最重要的是电力线缆行业，单位建筑面积所用电力电缆约耗铜36kg-40kg
地产相关家电行业	家电也是依附房地产建设的用铜大户，其中据国际铜业协会统计空调生产所消耗铜就占到家电行业整体铜消耗的70%，一台家用空调单机用铜大约为0.01吨左右，商用空调更高一些

资料来源：太平洋证券研究院整理

- 钢铁消费主要依赖于地产新开工及施工面积，而铜金属消费主要关注竣工和销售。
- 铜主要用于地产竣工后期如电线电缆、变电设备及家电等（电力电缆与家用电器两块合计约占中国整体铜需求超一半）
- 历史上新开工及竣工增速难以长期背离，分化一般在1-2年内都能得到回归，过去两年高新开工有望传导致高竣工；

### 3、中国地产竣工回升

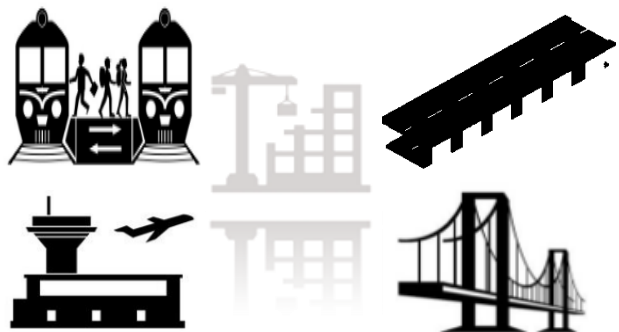
中国地产竣工回升：电力用铜分散在建筑和基建中



- 国网投资回落不会导致铜需求断崖下滑；
- 1、电力电缆用铜分散在建筑和基建中，而这始终是铜最大的消费下游；
- 2、泛在电力物联网等电气化智能化比重提升，也可以部分支撑消费需求；

# 4、新基建电气化比例提升

老基建到新基建，棚改到老旧小区改造



老基建



充电桩



工业互联网



人工智能



5G



特高压



大数据中心



物联网

新基建

- 2018.12 中央经济工作会议提出“加快5G商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设”。
- 2019.07 中央政治局会议要求“实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基建”
- “铁公机桥”等老基建与钢铁水泥工业品密切相关；而5G、物联网、人工智能等新基建在铜消费密度上会有所提升；

## 4、新基建电气化比例提升

老基建到新基建，棚改到老旧小区改造

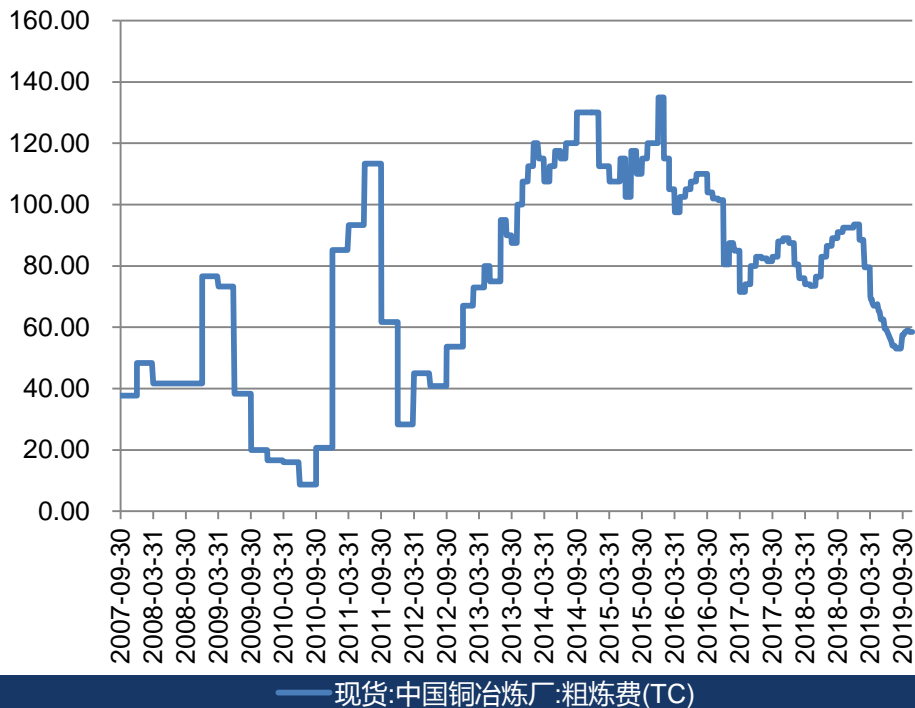
数据来源：太平洋证券整理

	棚改	旧改
改造对象	对城市里的简易房屋和棚厦房屋集中区域进行改造	主要针对旧城区的一些老旧小区或者是厂房进行改造
改造程度	一般都是要直接进行拆除	对旧城区进行重建、翻新、改造，以改变旧城区的面貌，不一定需要直接拆除，有可能只是翻新
改造内容	对房屋使用年限较长、使用功能不全、基础设施简陋的区域进行拆除重建	重点改造建设小区水电气路及光纤等配套设施，有条件的可加装电梯，配建停车设施
侧重点	侧重地产投资	侧重基建投资
安置补偿	涉及房屋拆迁和安置补偿	不涉及房屋拆迁和安置补偿问题

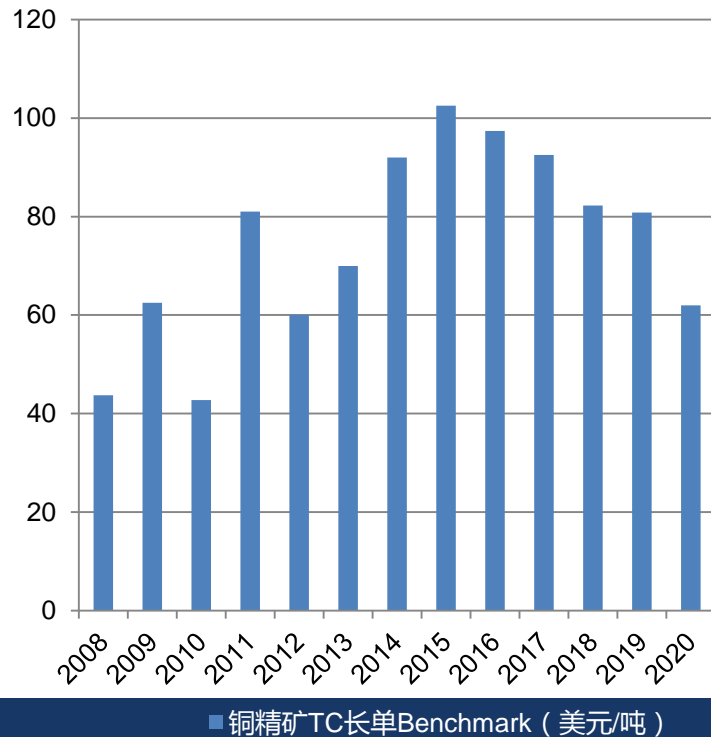
- 棚改：涉及到房屋的拆旧建新，侧重通过拉动房地产投资来稳增长，货币化安置还能助推房地产去库存；
- 旧改：侧重基础设施翻新投资，通过投资改善居住环境并拉动消费，符合地产调控思路，并可以稳就业；
- 初步估算旧改投资总额可高达4万亿元，若改造期为五年，每年新增投资8000亿元以上，可对冲棚改腰斩对整体投资的拖累；
- 从改造内容看，旧改更多涉及水电管线电梯等配套，在铜消费密度上同样与棚改有所变化；

# 5、供给端的托底

TC/RC反映出矿端的紧张



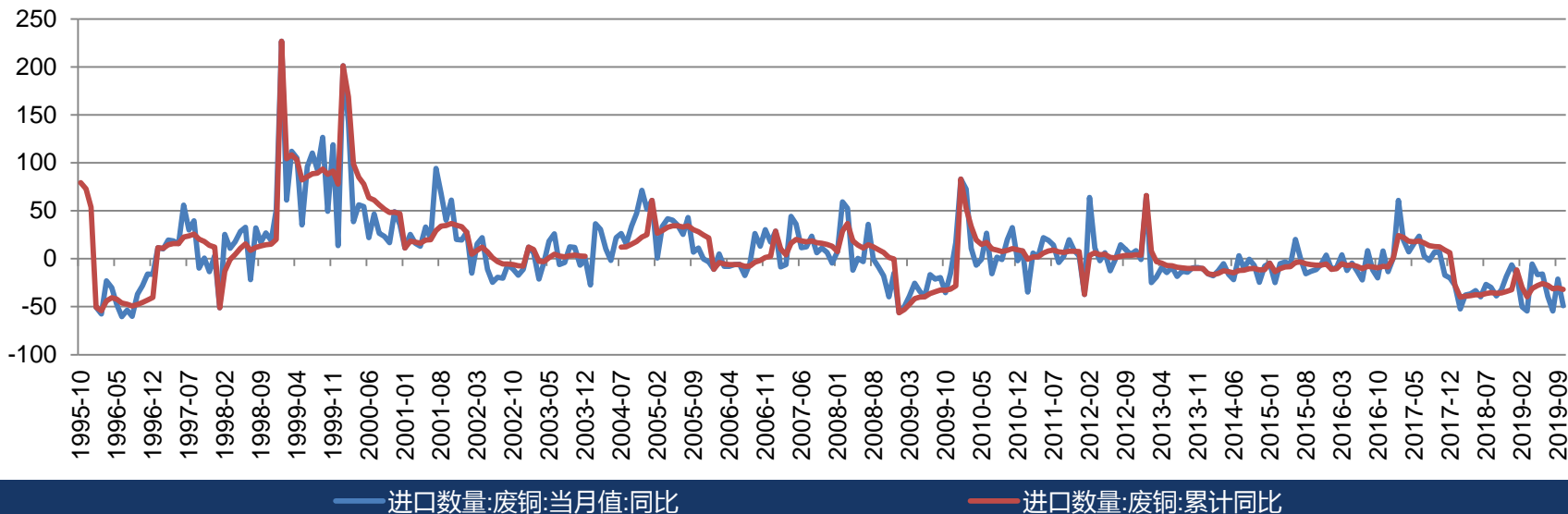
数据来源：Wind，太平洋证券



## 5、供给端的托底

废铜进口持续回落

数据来源：Wind，太平洋证券

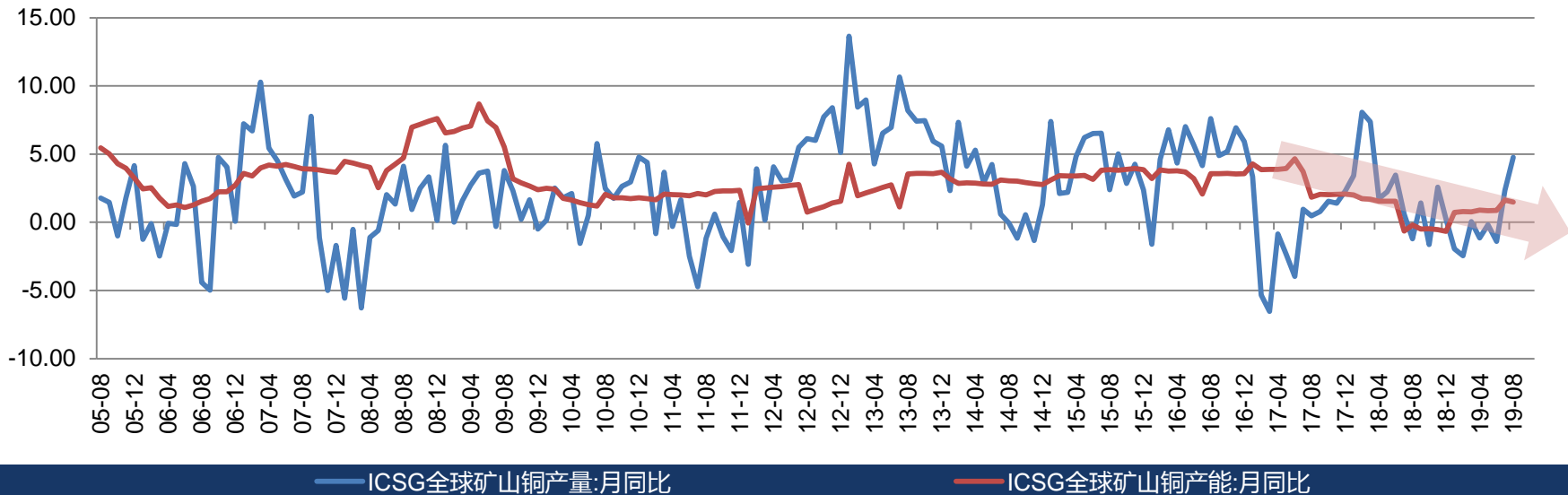


- 2018年以来进口废铜增速持续处于负值区间；2019年度15批合计进口59.06万吨，相较于上年度83.79万吨实物吨下滑29.5%；
- 废铜供给紧张造成下游利废企业生产受限。再生铜杆企业利润空间收窄，叠加环保趋严，再生铜企开工率基本都在50%以下；
- 修改后，高端进口六类废铜转为可再生铜而不是废铜。而低端六类废铜仍受进口配额限制，修改六类废铜进口标准或将缓解明年废铜进口缩紧的压力，但政策仍未明确

## 5、供给端的托底

长周期产能增速放缓

数据来源：Wind，太平洋证券



- 全球矿山铜产量增速中枢持续下降；全球铜矿产能2009年至今围绕2%左右波动，并自2017年初下降至负值；
- 2019年以来全球铜矿供给端的紧张主要来自于南美罢工骚乱事件和印尼Grasberg项目转为地下作业导致减产。
- 2019年铜矿扩产计划预计共新增产量铜精矿(含铜)30万吨。
- 2020年扩产项目预计可新增铜精矿产能(含铜)40-50万吨（Mymetal），但Mutanda一个矿停产就减少20万吨。



## 5、供给端的托底

供需平衡表显示短缺延续

表：ICSG全球铜供需平衡表

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
铜精矿生产量	1,669.10	1,818.50	1,843.20	1,914.80	2,035.80	2,004.10	2,057.50	2,048.30	2,092.10
增速	4.55%	8.95%	1.36%	3.88%	6.32%	-1.56%	2.66%	-0.45%	2.14%
精炼铜生产量	2,019.40	2,105.80	2,249.10	2,287.10	2,333.90	2,349.80	2,385.00	2,394.60	2,432.90
增速	3.03%	4.28%	6.81%	1.69%	2.05%	0.68%	1.50%	0.40%	1.60%
精炼铜消费量	2,047.30	2,139.60	2,288.00	2,304.10	2,349.10	2,375.80	2,425.70	2,433.00	2,474.30
增速	3.86%	4.51%	6.94%	0.70%	1.95%	1.14%	2.10%	0.30%	1.70%
精炼供需关系	-27.90	-33.80	-38.90	-17.00	-15.20	-26.00	-40.60	-38.40	-41.40

数据来源：ICSG、太平洋证券

- 2018年以后金铜供需始终维持在40万吨左右缺口；
- 铜精矿产量增速2019年预计-0.45%，2020年或保持2%左右增速；
- 精炼铜产量增速2019年预计0.4%，2020年或1.6%低增长；
- 精炼铜消费增速2019年预计0.3%，2020年预计1.7%

## 6、紫金矿业的逻辑

买资源股究竟是买什么？

资源获取能力

资源变现能力

资源型企业的核心能力

- 资源型企业的核心能力和投资价值在于两点：
- 1、对于资源的获取能力，包括勘探开发及投资并购；
- 2、在手资源的变现能力，开发、运营、现金流；

## 6、紫金矿业的逻辑

资源获取能力已经获得证明

### 紫金矿业2015年以来部分重大收购

2019.12收购大陆黄金100%股权

2019.10继续收购艾芬豪矿业4.08%股权

2018.9收购RTBBOR集团63%股权

2018.9收购Nevsun 100股权

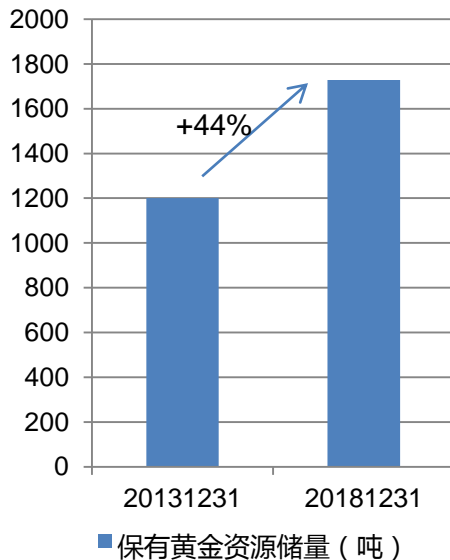
2016.6收购黑龙矿业100%股权

2015.5收购卡莫阿控股49.5%股权

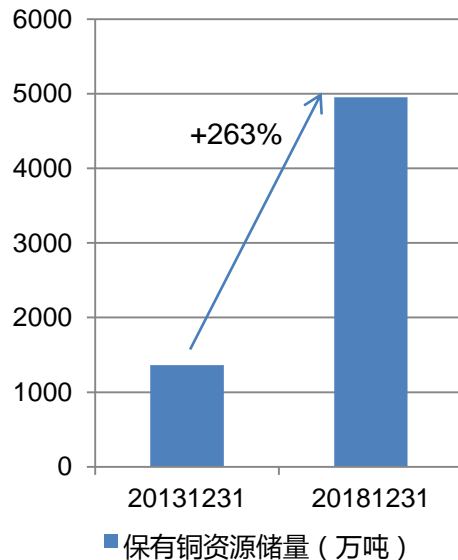
2015.5收购新几内亚巴里克50%股权

2015.2收购诺顿金田17.57%股权

### 2013年末至2018年末黄金资源储量增加44%



### 2013年末至2018年末铜资源储量增加263%



数据来源：公司公告，太平洋证券

## 6、紫金矿业的逻辑

资源变现能力处于关键期

2019-2020年转化项目：科卢韦齐二期、多宝山二期、RTBbor铜精矿技改、大陆黄金武里蒂卡金矿项目

2021-2022年转化项目：Timok上带铜精矿、卡莫阿铜矿等

其他在建项目：黑龙江紫金铜业铜冶炼项目、新疆紫金有色锌冶炼项目、紫金铜业铜冶炼资源综合利用及无害化处置项目、福建紫金铜业高性能铜合金及节能改造项目等

## 6、紫金矿业的逻辑

三年产量翻倍前夜

表：紫金矿业未来三年产量指引

产品名称	2019E	2020E	2021E	2022E	年复合增长率
矿产金（吨）	39	40	42-47	49-54	7.9-11.5%
矿产铜（万吨）	37	41	50-56	67-74	21.9-26%
矿产锌（万吨）	37	40	37-41	38-42	0.9-4.3%
矿产银（吨）	267	246	236-262	242-269	
铁精矿（万吨）	325	332	299-332	299-332	
冶炼铜（万吨）	55	60	58-73	61-76	3.5-11.4
冶炼锌（万吨）	22	25	26-32	26-32	5.7-13.3

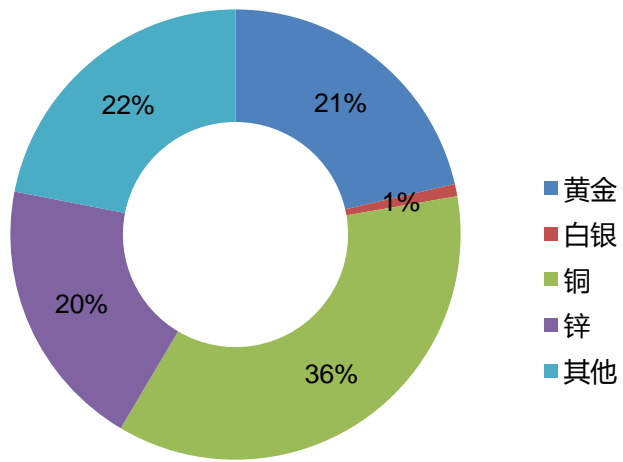
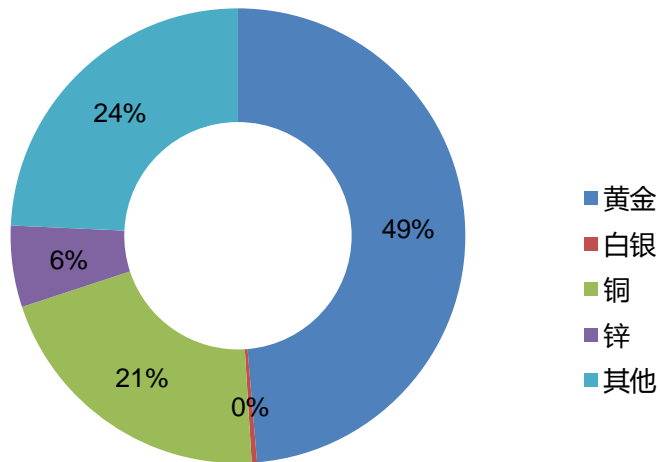
数据来源：公司公告、太平洋证券

- 将资源优势转化为经济效益优势是未来三年建设和生产经营的核心工作。
- 实现矿山铜产量翻番增长：塞尔维亚Timok铜（金）矿、刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿都有形成世界级矿山的资源条件，其高品位将实现高效益，是公司重点推进的旗舰项目。目标为确保2021年投产并实现设计产能的30%，2022年实现设计产能的70%，2023年达产。同时要加快塞尔维亚波尔铜矿的技改扩建，实现厄立特里亚Bisha锌多金属矿、刚果（金）科卢韦齐铜（钴）矿、多宝山铜矿等铜矿山项目的达产达标。
- 持续关注矿业市场并购机会，重点并购黄金在产或即将投产矿山项目，加大黄金资源和产量比重；加快山西紫金和陇南紫金两个大型金矿项目的项目审批和建设；稳固和提升在产的波格拉、诺顿、奥同克、泽拉夫尚等金矿项目的运营，实现矿山黄金的稳步增长。

## 6、紫金矿业的逻辑

金铜并存，能赚β的周期股

数据来源：公司公告，太平洋证券



- 收入结构：贵金属与工业金属基本各自50%；
- 毛利结构：贵金属22%，铜锌56%；
- 相对均衡的收入和毛利结构，可以有效熨平经济波动对业绩的影响

## 6、紫金矿业的逻辑

铜金价格对业绩的弹性

数据来源：太平洋证券

	经济乐观		当前		经济悲观	
	铜价	金价	铜价	金价	铜价	金价
产品价格假设	60,000.00	300.00	48,000.00	315.00	45,000.00	340.00
2020年净利润	50.57		46.75		46.61	
2021年净利润	58.02		53.10		52.77	
2022年净利润	68.95		62.48		61.89	

- 当前以铜价4.8万、金价315作为基准，保守估计
- 经济乐观反弹下，测算2020-2022年净利润分别为50.57、58.02、68.95亿元；
- 经济悲观预期下，测算2020-2022年净利润分别为46.61、52.77、61.89亿元；
- 未考虑并购的大陆黄金，若考虑进去每年约有10亿左右利润增量

## 6、紫金矿业的逻辑

### 业绩测算及投资建议

数据来源：太平洋证券

#### 利润表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	94549	105994	152898	167237	183275
营业成本	81372	92651	135003	147040	159251
营业税金及附加	1352	1599	2217	2592	3024
销售费用	749	887	1284	1405	1649
管理费用	2695	2965	4128	4683	5498
财务费用	2013	1254	1601	1980	2375
资产减值损失	2221	1500	1412	1414	1586
投资收益	156	1061	608	608	608
公允价值变动	750	-136	-307	-308	-308
营业利润	5027	6181	7455	8296	10017
其他非经营损益	-459	-51	-232	-232	-232
利润总额	4568	6130	7223	8064	9785
所得税	1320	1448	1911	2134	2589
净利润	3248	4683	5312	5930	7196
少数股东损益	-260	589	668	746	905
归母股东净利润	3508	4094	4644	5184	6291

#### 预测指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	13.94%	12.59%	11.70%	12.08%	13.11%
销售净利率	3.71%	3.86%	3.04%	3.10%	3.43%
销售收入增长率	19.91%	12.11%	44.25%	9.38%	9.59%
EBIT 增长率	73.01%	-5.74%	29.18%	12.42%	20.68%
净利润增长率	90.66%	16.71%	13.44%	11.64%	21.34%
ROE	10.02%	10.12%	9.95%	10.00%	10.82%
ROA	3.93%	3.63%	3.66%	3.60%	4.02%
ROIC	13.46%	11.00%	9.78%	8.11%	7.77%
EPS(X)	0.15	0.18	0.20	0.23	0.27
PE(X)	30.14	18.79	16.76	15.02	12.37
PB(X)	3.02	1.90	1.67	1.50	1.34
PS(X)	0.11	0.07	0.05	0.05	0.04
EV/EBITDA(X)	3.37	3.73	3.25	3.11	2.79

投资建议：暂不考虑大陆黄金并表，预计2019-2021年净利润46/52/63亿元，对应PE16.76/15.02/12.37X，继续维持买入评级，



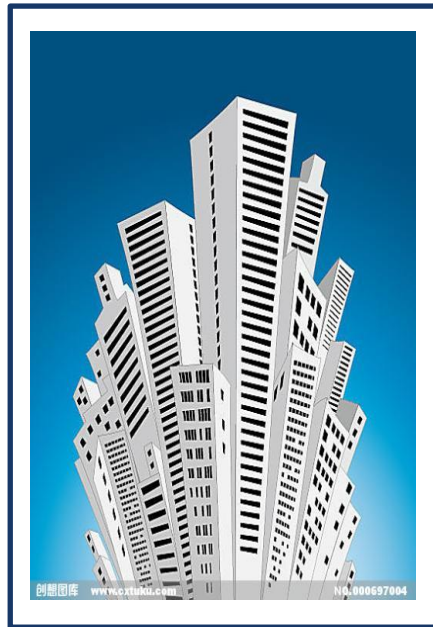
## 6、风险提示



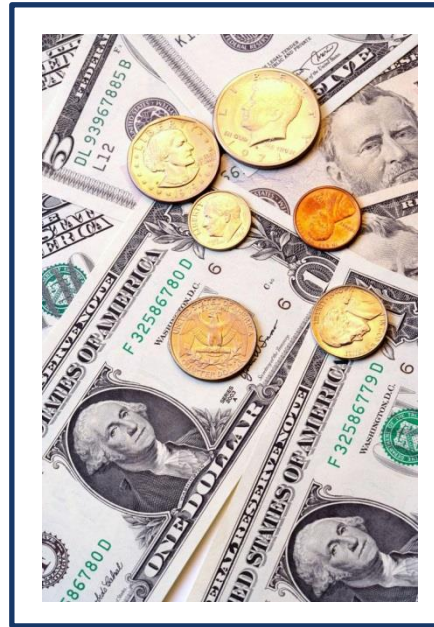
风险：流动性及信贷改善不及预期



风险：产能投放增速超预期



风险：逆周期调节效果不及预期



风险：美元指数再次大幅走强

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号13480000。本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

守正 出奇 宁静 致远

太平洋证券研究院

