



# 看好铜价继续反弹的几点逻辑探讨

——太平洋证券研究院有色钢铁团队

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

2019.04.02

# 目录 / CONTENTS

1

**美元走弱导致的计价因素驱动**

1986年以来铜价与美元相关系数-0.6472

2

**流动性放宽支撑铜的大类资产配置需求**

国内M1与铜价触底时间一致

3

**过去30年4次加息高点前后均出现反弹**

高度一致的W形走势

4

**中国铜需求大概率企稳反弹**

地产新开工向竣工传导、制造业去库存转向补库存、电网投资及空调置换仍有较大空间

5

**产业链仍处于低库存状态**

铜企库存经历持续去化、三大交易所库存合计处于低位、下游库存亦有所去化

6

**供给端延续低位平稳波动**

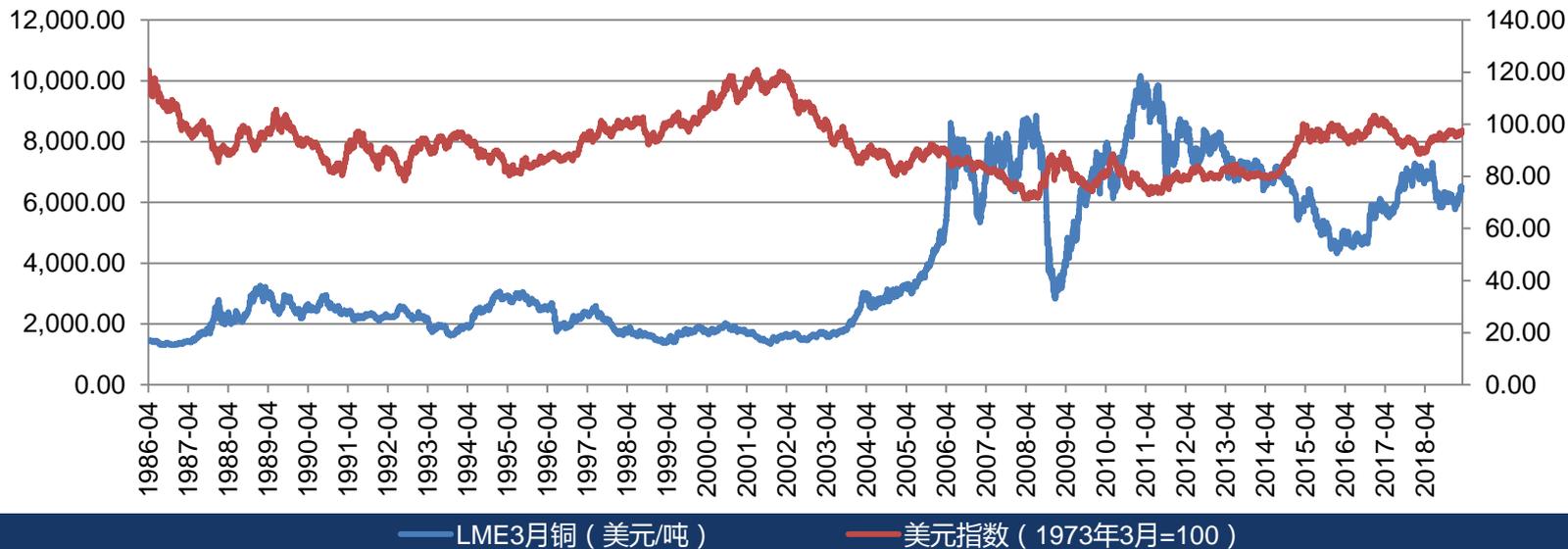
河供给端增速近年来持续下降、2019年供给增速约2-3%

7

**相关标的及风险提示**

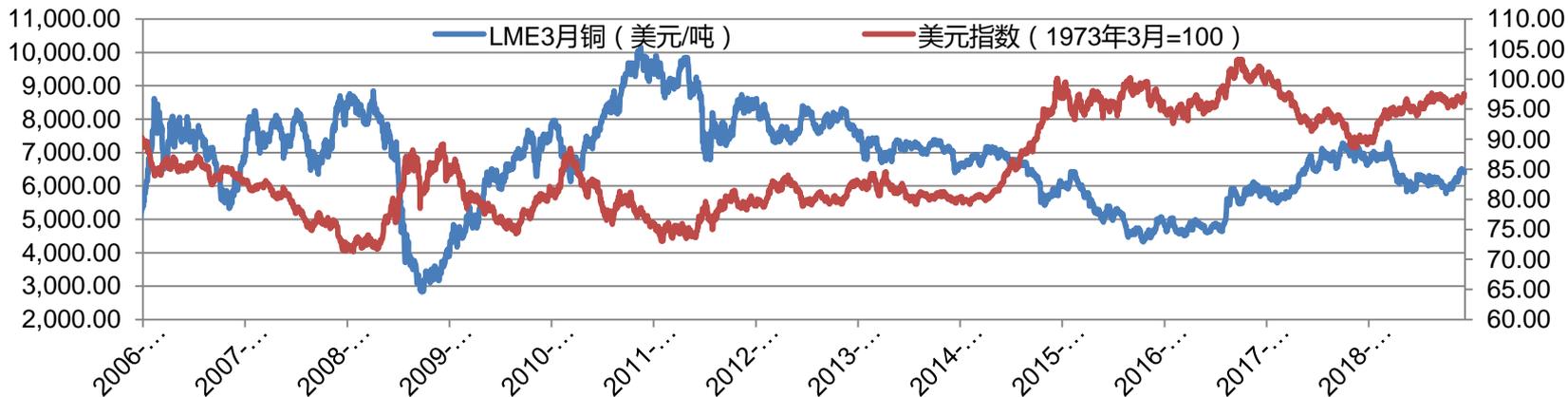
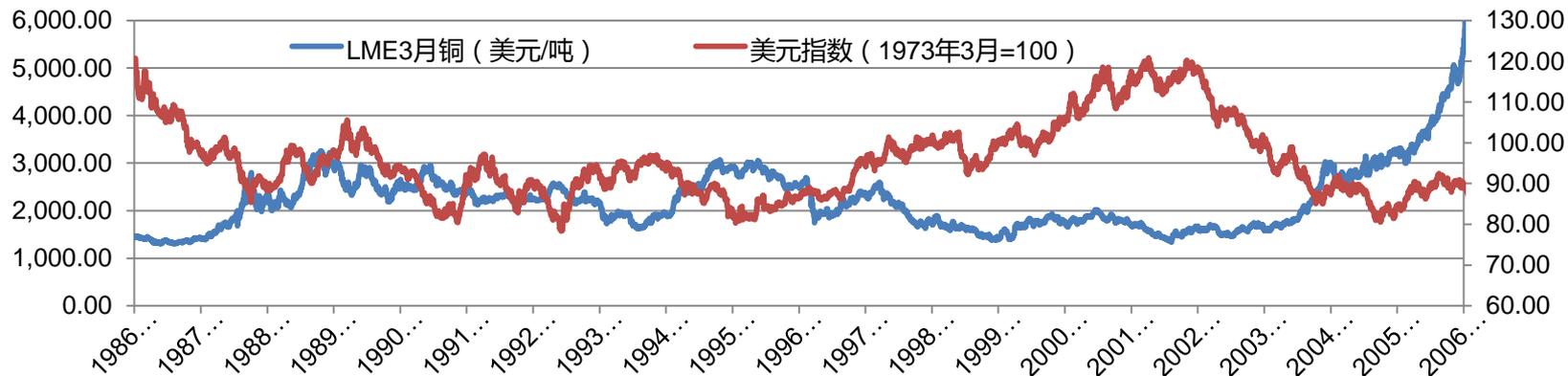
紫金矿业、江西铜业、铜陵有色、云南铜业、洛阳钼业

# 1、美元走弱导致的计价因素驱动 1986年以来铜价与美元相关系数-0.6472



- 1986年以来铜价与美元相关系数-0.6472，高度负相关
- 美联储转鸽后可能在年内迎来利率拐点，当前暂缓加息以及后期不排除的降息，使得美元可能走弱
- 美元若走弱，在计价因素驱动下，铜等大宗商品价格大概率走强。

# 1、美元走弱导致的计价因素驱动 1986年以来铜价与美元相关系数-0.6472



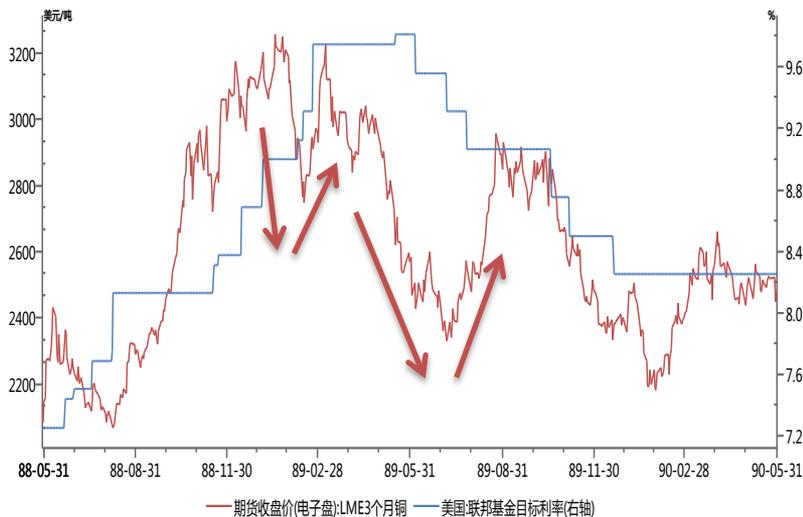
## 2、流动性放宽支撑铜的大类资产配置需求

M1与铜价触底时间一致

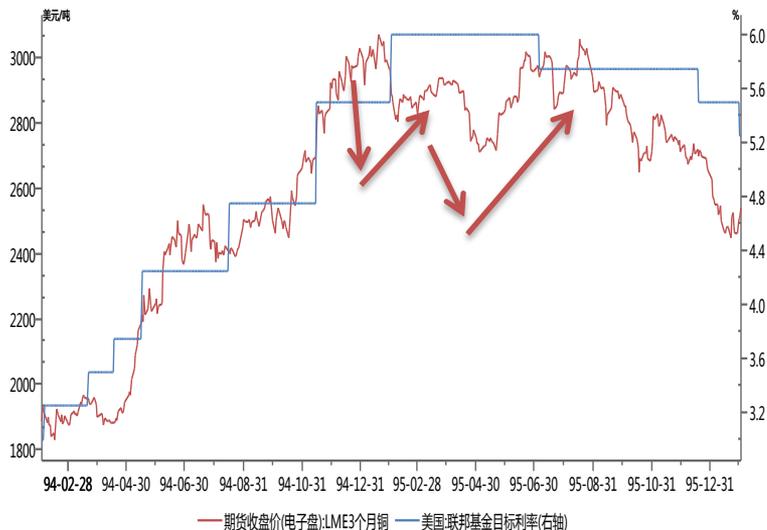


- 美联储转鸽并可能停止缩表，预示经济可能获得货币政策托底，景气韧性将有所延续；
- 在美联储转鸽并可能停止缩表的阶段，非美国国家的降息空间随之打开，特别是国内的降息概率可能提升；
- 全球流动性进入逆周期调节，将支撑大宗商品在大类资产配置中的需求；
- 中国M1同比增速与铜价同比增速，在触底时间上高度一致，过去两个月可能是M1的底部，预示铜价增速已经触底；

### 3、过去30年4次加息高点前后均出现反弹 高度一致的W形走势



数据来源: Wind



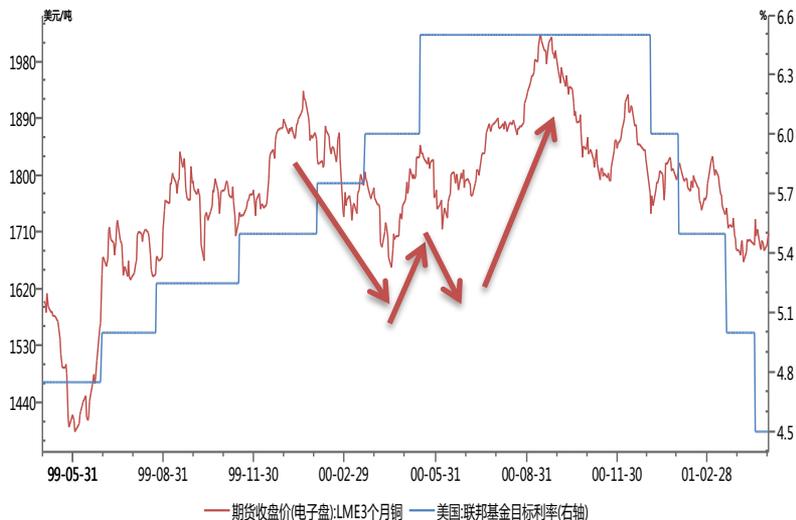
数据来源: Wind

#### 1989年5月加息周期高点，铜价的W形走势

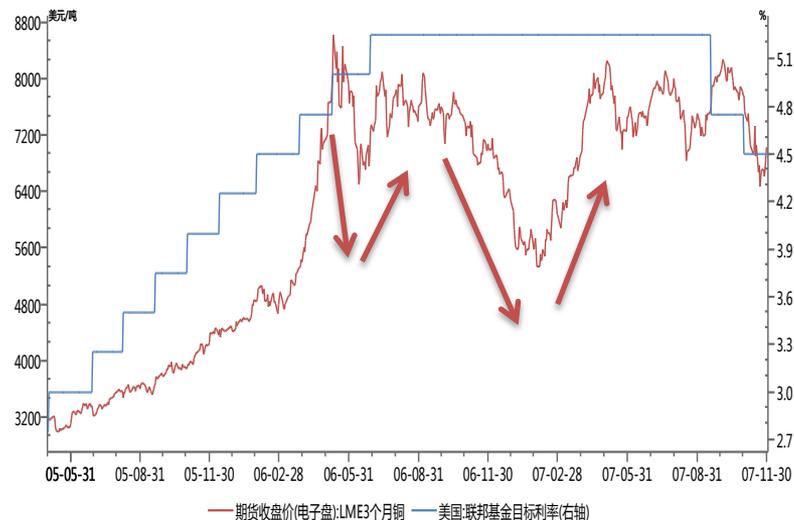
#### 1995年2月加息周期高点，铜价的W形走势

- 加息节奏转向初期至完全停止加息阶段，仍是大宗商品价格可能获得阶段性反弹的窗口期。
- 过去30年的4次加息周期终结，联邦基金目标利率达到高点前后均出现铜价的W形走势；
- 第一次：1989年5月加息周期结束前后，铜价最后一波反弹27%（2329美元/吨 → 2958美元/吨）
- 第二次：1995年2月加息周期结束前后，铜价最后一波反弹12%（2712美元/吨 → 3030美元/吨）

### 3、过去30年4次加息高点前后均出现反弹 高度一致的W形走势



数据来源: Wind



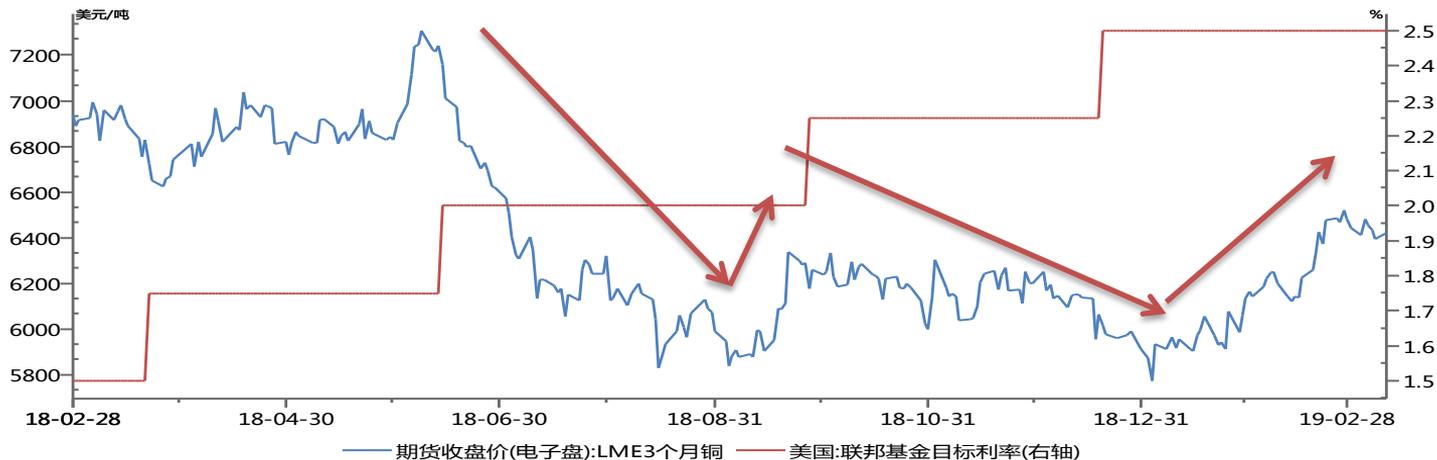
数据来源: Wind

#### 2000年5月加息高点，铜价的W形走势

#### 2006年6月加息高点，铜价的W形走势

- 第三次：1989年5月加息周期结束前后，铜价最后一波反弹约15%（1760美元/吨 → 2022美元/吨）
- 第四次：2006年6月加息周期结束前后，铜价最后一波反弹超55%（5330美元/吨 → 8245美元/吨）
- W形的最后一次反弹，四次平均空间约27%

### 3、过去30年4次加息高点前后均出现反弹 高度一致的W形走势



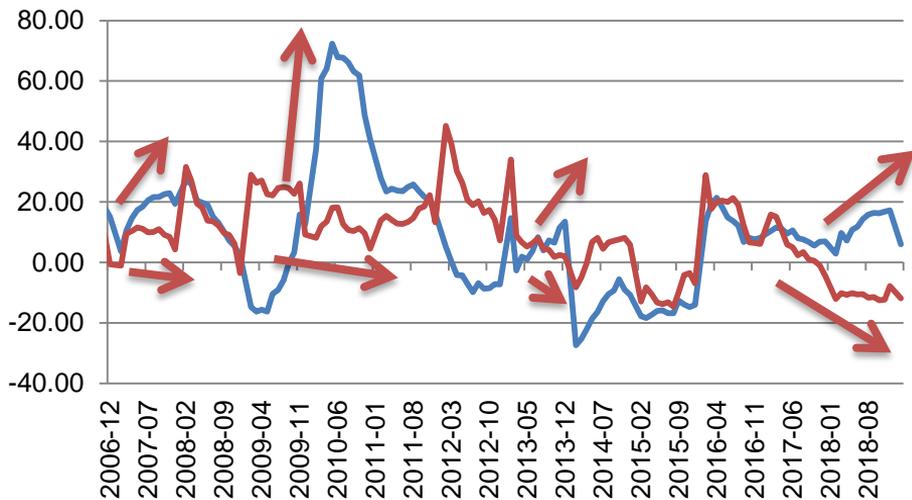
数据来源：Wind

#### 当前

- 当前：与过去四次加息高点铜价的W型走势基本一致，目前可能处于最后一波反弹，据底部已反弹13%
- 判断：以过去四次反弹高度均离前高不远，按平均空间27%算，本次可至  $5775 * (1 + 27\%) = 7334$  美元/吨；

## 4、中国铜需求大概率企稳反弹

地产新开工向竣工传导



— 房屋新开工面积:累计同比      — 房屋竣工面积:累计同比

图表：地产产业链对铜的消费

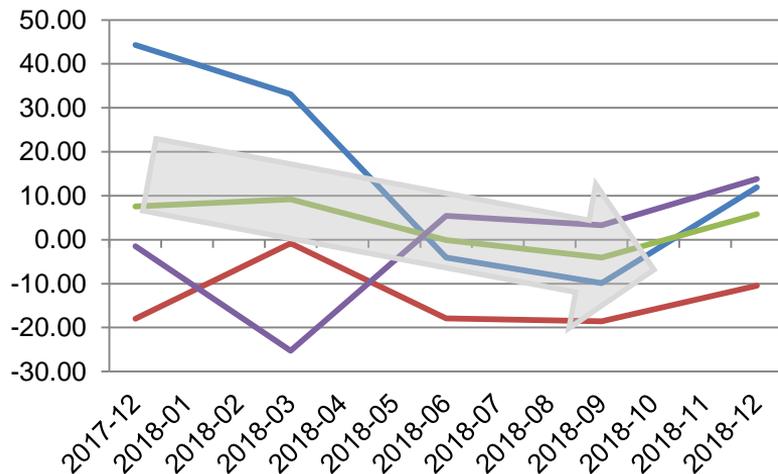
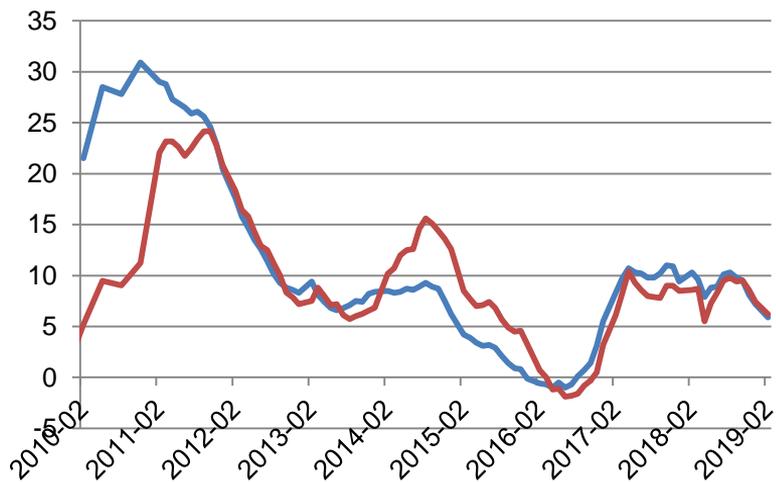
分项	内容
狭义建筑业	建筑业占铜消费比重较低，整体需求占比约为2%
建筑相关电力电缆	房屋附属设备建设中最重要的是电力线缆行业，单位建筑面积所用电力电缆约耗铜36kg
地产相关家电行业	家电也是依附房地产建设的用铜大户，其中据国际铜业协会统计空调生产所消耗铜就占到家电行业整体铜消耗的70%，一台家用空调单机用铜大约为0.01吨左右，商用空调更高一些

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）
- 竣工回升逻辑1：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，例如2010年新开工远大于地产竣工面积的情况在2011年获得修复。高新开工有望传导致高竣工；
- 竣工回升逻辑2：地产调控政策边际宽松 + 流动性改善有缓解房企资金面压力提升竣工增速；

## 4、中国铜需求大概率企稳反弹

制造业去库存转向补库存



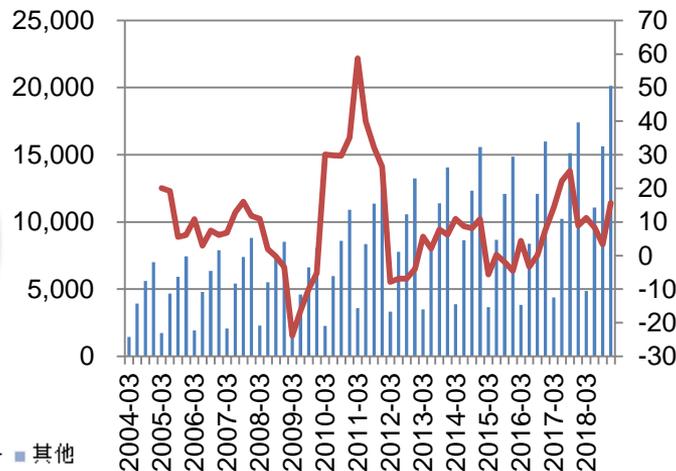
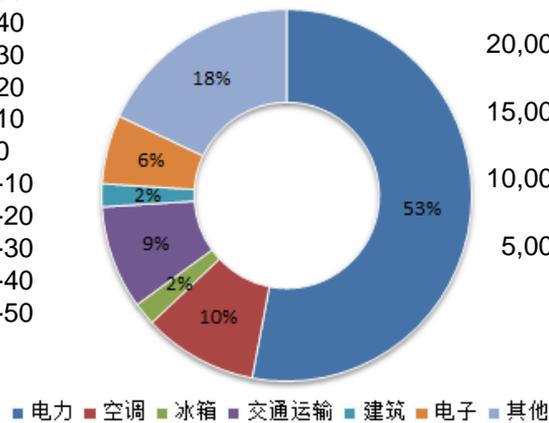
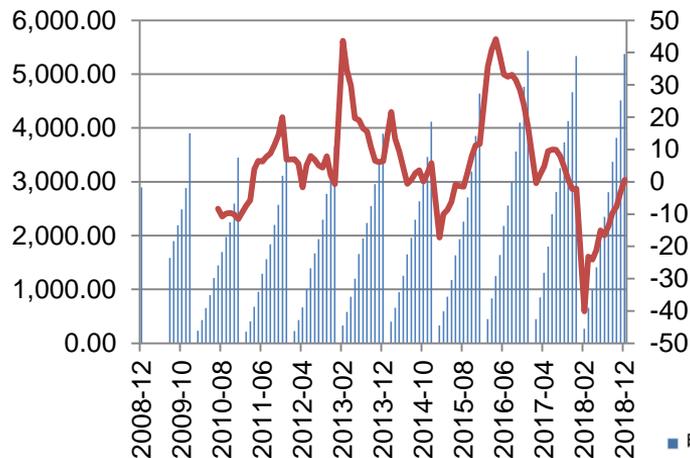
— 工业企业:存货:累计同比  
— 工业企业:产成品存货:累计同比

— 空调  
— 家用洗衣机  
— 彩色电视机  
— 家用电冰箱

- 制造业补库的动力将来自于减税降费释放消费能力与当前低库存现实的共振预期；
- 消费能力疲软可能来自于地产的挤出效应，但减税降费将有效提升居民消费能力，汽车家电消费促进举措亦能起刺激作用；
- 当前工业企业特别是制造业自2018年中持续处于去库存状态，总体库存保持在低位，有望从去库存转为补库存状态；

## 4、中国铜需求大概率企稳反弹

电网投资及空调置换仍有较大空间



电网基本建设投资完成额:累计值

电网基本建设投资完成额:累计同比

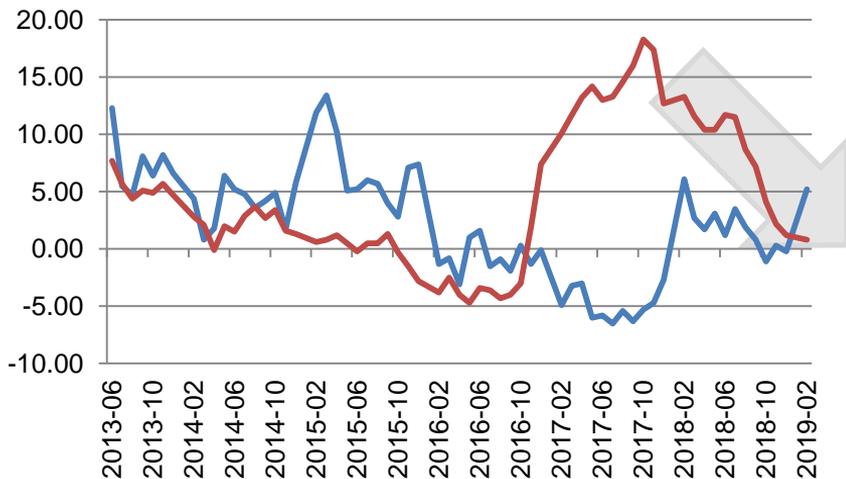
销量:空调:累计值

销量:空调:累计值:同比

- 2019-2020年电网投资仍有较大空间：“十三”五规划计划电网投资额3.34万亿，按照近年80-85%完成率，并扣减2016-2018年数据，2019-2020年仍有1.06-1.24万亿投资额可释放。
- 2019-2020年或迎来空调置换密集期：2018年9月，中国家用电器标准与技术产业联盟标准发布《房间空气调节器安全使用年限》，确定空调器安全使用年限为10年。而上一轮空调销量高峰在2010年；中国目前仍有大量老旧家电产品仍在超期服役。

## 5、产业链仍处于低库存状态

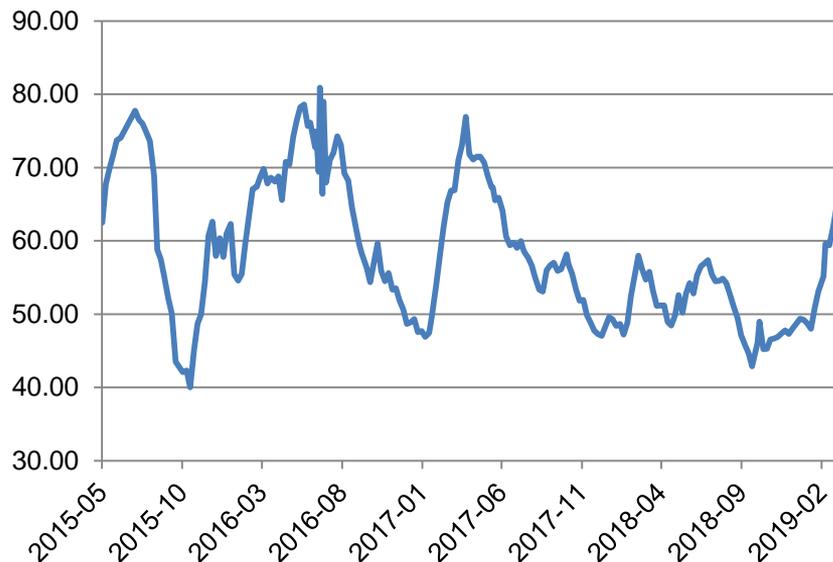
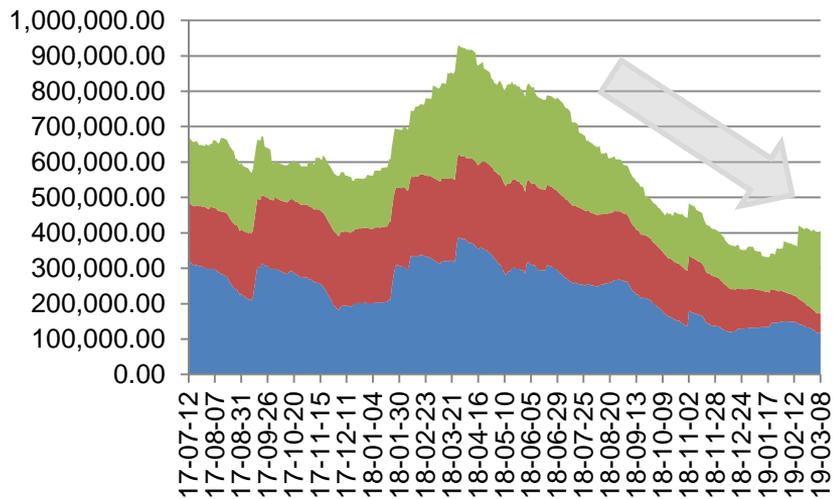
铜企库存经历持续去化



- 冶炼加工：存货增速自2017年终大幅下降至0.8%、产成品存货增速持续处于低位；
- 采选行业：存货增速2017年底持续下降至左右后出现反弹，产成品存货增速自2016年来持续处于负值区间并扩大至-10%左右；

## 5、产业链仍处于低库存状态

三大交易所库存合计处于低位



■ SHFE铜

■ COMEX铜

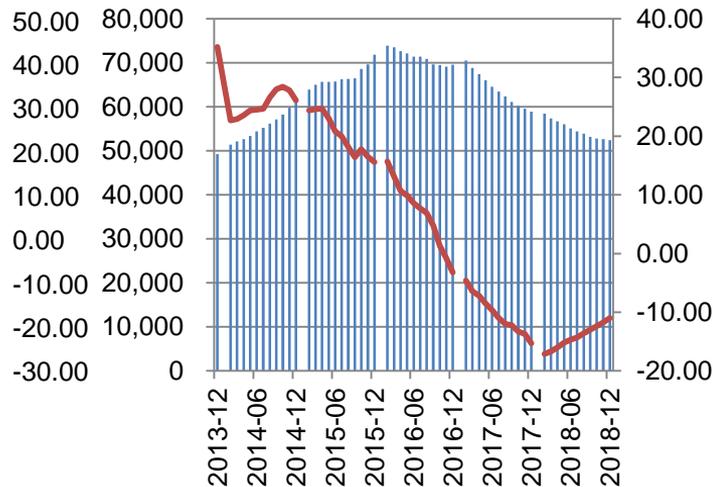
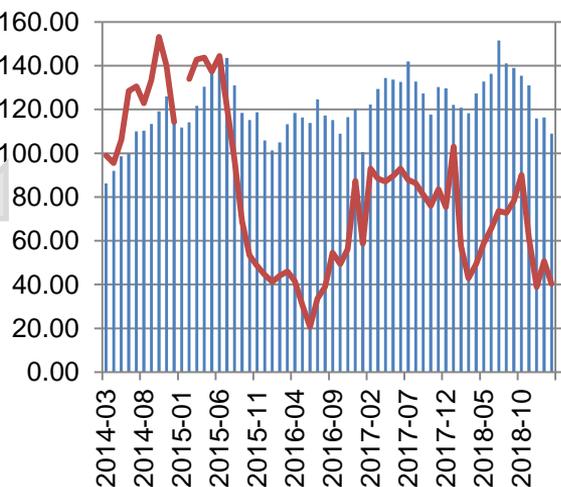
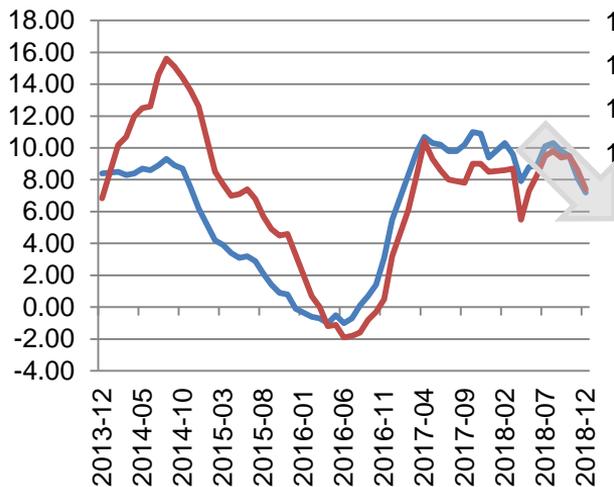
■ LME铜

— 库存:铜:六地求和 (万吨)

- 交易所库存：当前COMEX、LME库存相比2018年上半年高点分别下降约70%和80%；SHFE库存相比2018年同期减少约10%
- 社会库存：Wind六地库存合计今年以来有所增加，包括SHFE库存今年以来增加了一倍，主要是季节性因素以及海外向国内转移；
- 铜对宏观经济和宏观需求的反映更敏感更提前，国内产业链从去库存转向补库存的趋势可能已经开启；

# 5、产业链仍处于低库存状态

下游库存亦有所去化



— 工业企业:存货:累计同比

— 库存:汽车(万辆)

— 商品房待售面积:累计值(万平方米)

— 工业企业:产成品存货:累计同比

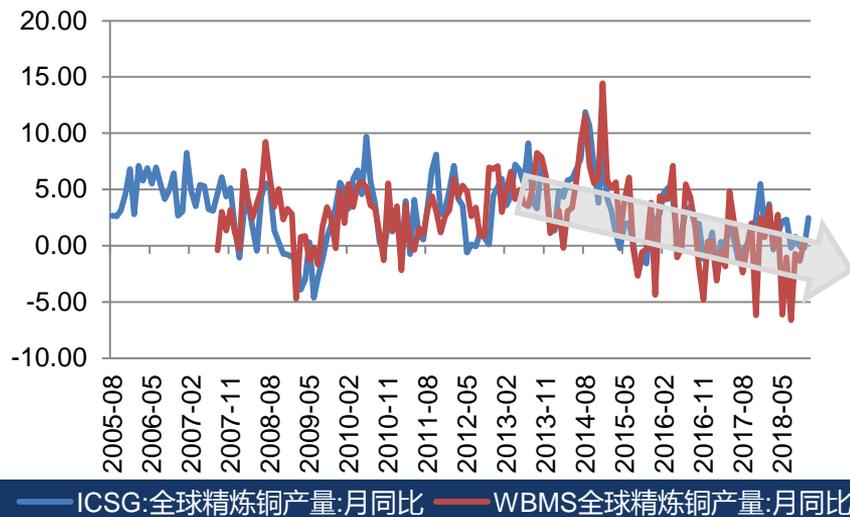
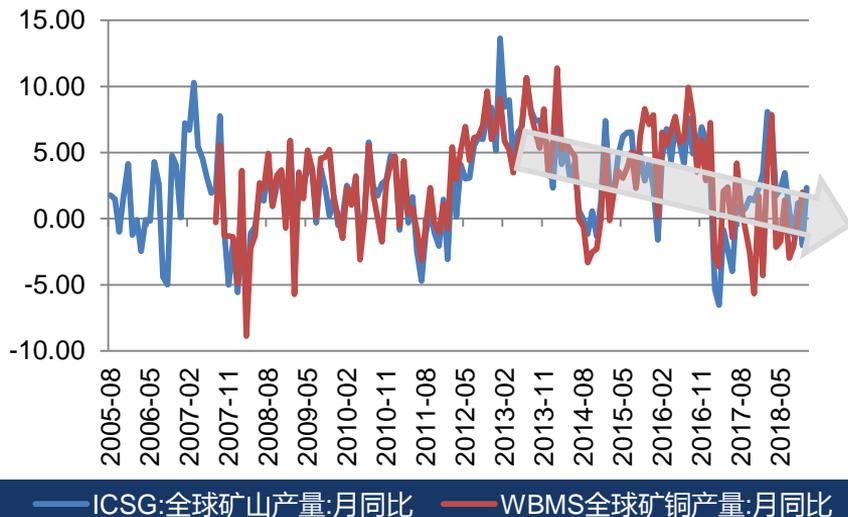
— 库存:汽车:同比(% ,右轴)

— 商品房待售面积:累计同比(% ,右轴)

- 工业企业：工业企业存货及产成品存货自2018年中持续下降；空调、洗衣机、彩电库存增速均在2018年下半年进入负值区间；
- 汽车行业：2018年10月份之后开启去库存，当前库存增速降至-10%左右；
- 地产行业：商品房待售面积同比增速自2016年11月持续处于负值区间，地产库存已经历三年去化；

## 6、供给端延续低位平稳波动

供给端增速近年来持续下降



- ICSG：2018年1-11月全球铜矿产量2052万吨，增速2.3%；精炼铜产量1985.8万吨，增长2%；
- ICSG：2018年全年，铜市供应短缺38.7万吨，2017年为短缺26.5万吨；
- ICSG：估计2019年全球铜精矿产量增长约1.2%；精炼铜方面2018-2019年增速平均2.7%。
- SMM：预计2019年铜矿供应增速下滑至2.4%，主要来自于Grasberg矿山转型减少20-30万吨金属量；
- 总体来看，供给端增速中枢近年来持续下降；预计2019年的增速延续低位平稳波动，供需平衡的边际变化量仍在于需求端。

## 6、供给端延续低位平稳波动

2019年供给增速约2-3%

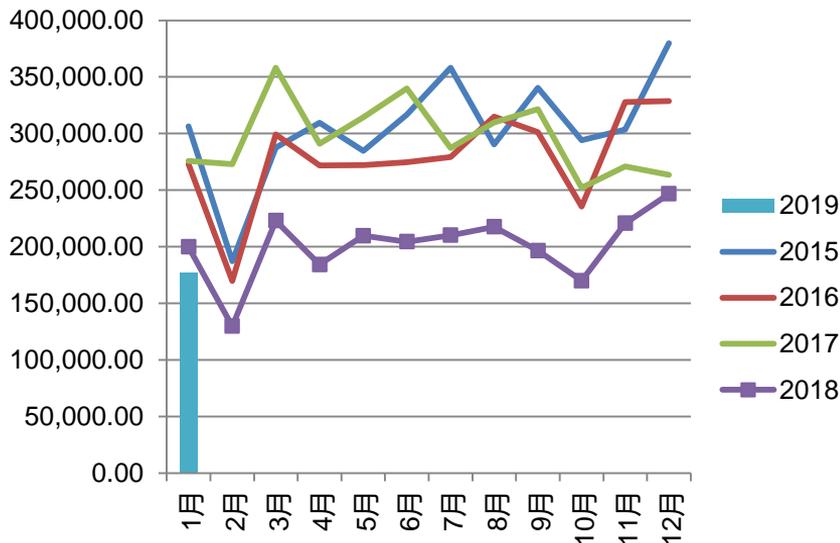
国别	公司	矿山	2019年变化量 (千吨)
Panama	First Quantum	Cobre Panama	130
Chile	Codelco	Chuquicamata	85
Peru	Grupo Mexico	Toquepala	80
Congo DR	Glencore	Katanga	70
North America	Southern Copper	Buenavista del Cobre SxEw	55
Chile	BHP	Escondida	50
Ecuador	CRCC	Mirador	50
Peru	BHP/Teck	Antamina	40
Zambia	Glencore	Mopani Deeps	35
Ecuador	Ecuacorrientes	Mirador	30
Australia	OZ Minerals	Carrapateena	30
Zambia	CNMC	Chambishi(NFC)	25
USA	Rio Tinto	Bingham Canyon	20
Zambia	First Quantum	Sentinel	20
Australia	BHP Biliton	Olympic Dam Expansion	20
China	Zijin Mining	Duobaoshan	20
China	Julong Copper	Qulong Copper Mine	20
China	Tibet Tianyuan Mining	Xietongmen/Xiongcun	15
China	China Gold International	Jiama Copper Mine	10
China	Yunnan Copper	Diqing Pulang Copper Mine	8
Indonesia	FCX	Grasberg	-300
Total			513

数据来源：SMM、安泰科、太平洋证券研究院

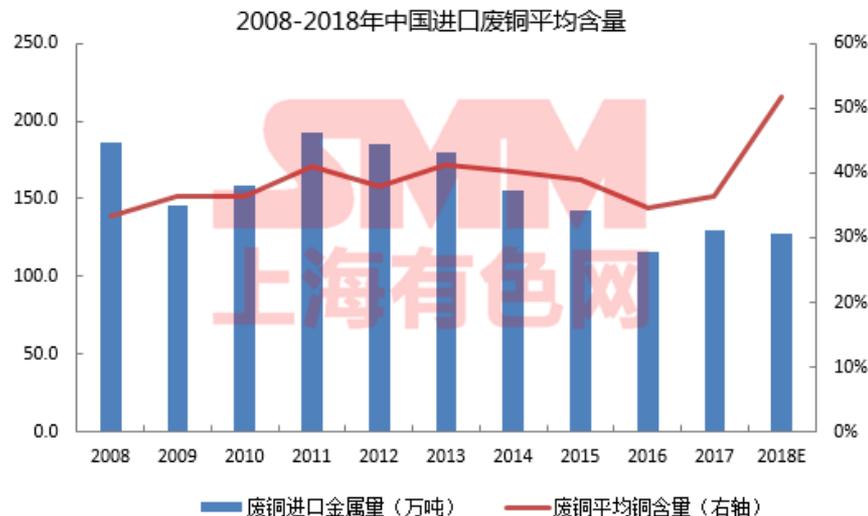
- 2019年增量主要来自于Cobre Panama ( 13万吨 )、 Chuquicamata ( 8.5万吨 )、 Toquepala ( 8万吨 ) 等
- 2019年减量主要来自于：FCX旗下Grasberg露采转地下 ( 20-30万吨 ) ；
- 我们预计2019年铜矿增量50万吨左右，增速2-3%；

## 6、供给端延续低位平稳波动

未来废铜进口量进一步回落



废铜进口数量（吨）



- 2019年禁止进口七类废铜政策正式落地，同时废六类铜将于2019年7月1日起转为限制类进口；
- 2018年进口废铜241.3万吨，同比下降32.2%；2019年1月进口废铜17.7万吨，同比下降11.5%；
- 2017年进口废铜平均铜品位37%，2018年为52%左右。品味提升及国内废铜补充有有一定程度的对冲；
- 但总体预计2019年废铜进口金属量将进一步减少，短期内废铜供给有一定的缩量，预计幅度不大。

## 6、供给端延续低位平稳波动

2019年冶炼产能投放大但检修增多

公司名称	使用原料	新增精炼产能（万吨）	投产时间
赤峰云铜	铜精矿	25	2019年五月
广西南国铜业有限公司	阳极铜/铜精矿	30	2019年二季度
山东恒邦股份有限公司	铜精矿	10	2019年上半年
新疆五鑫铜业有限责任公司	铜精矿	10	2019年年底
紫金铜业有限公司（紫金山）	铜精矿	8	2019年四季度
紫金铜业有限公司（黑龙江）	铜精矿	15	2019年
兰溪市自立环保科技有限公司	废杂铜/阳极铜	10	2019年十月
赤峰金剑	铜精矿	10	2020年五月
中条山有色金属集团有限公司	铜精矿	20	2021年
五矿铜业（湖南）有限公司	铜精矿	20	2021年
山东烟台国润铜业	铜精矿	18	2021年
瑞昌西矿铜业有限公司	铜精矿	20	尚不明确
广西南国铜业有限公司	铜精矿	20	尚不明确
湖南宝山铜业	铜精矿	15	尚不明确
中国黄金（满洲里）	铜精矿	10	尚不明确
祥光铜业（巴彦淖尔）	铜精矿	0	

数据来源：SMM、安泰科、我的有色、太平洋证券研究院

- 2019年中国仍有超100万吨的新增精炼产能将要投放，但2019年铜冶炼厂也将迎来检修大年（每隔两到三年）；
- 冶炼端供给非核心环节，目前国内产能利用率80%左右，供给仍然有弹性；
- 核心矛盾仍集中在矿端，特别是废铜进口收窄之后，铜矿的供需将更多主导铜价；

# 7、相关标的

紫金、洛钼、江铜、铜陵、云铜

表：铜相关上市公司

公司代码	公司简称	EPS				PE				收盘价 (20190402)	评级
		2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E		
601899.SH	紫金矿业	0.16	0.18	0.22	0.26	30.14	18.79	16.65	14.12	3.66	买入
603993.SH	洛阳钼业	0.14	0.21	0.22	0.24	54.48	17.52	22.47	20.92	5.03	买入
600362.SH	江西铜业	0.46	0.71	0.88	0.97	43.54	18.62	18.78	16.98	16.55	买入
000630.SZ	铜陵有色	0.05	0.09	0.11	0.14	56.01	30.33	24.03	20.12	2.73	增持
000878.SZ	云南铜业	0.16	0.09	0.36	0.47	52.36	127.33	31.48	23.87	11.18	增持

数据来源：Wind，太平洋证券研究院

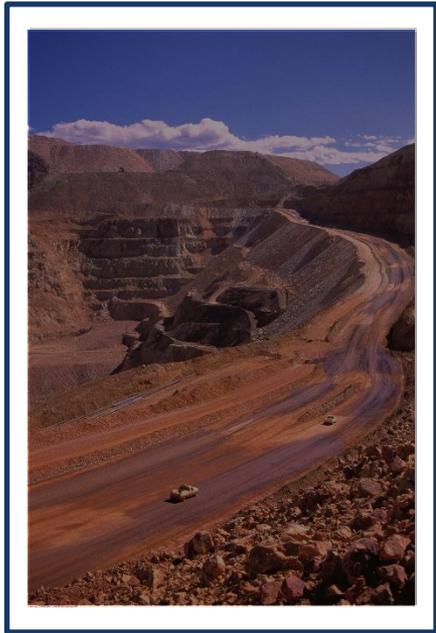
公司代码	公司简称	2016年产量 (万吨)		2017年产量 (万吨)		2018年产量 (万吨)	
		铜矿	阴极铜	铜矿	阴极铜	铜矿	阴极铜
601899.SH	紫金矿业	15.50	40.63	20.80	42.80	24.86	43.45
603993.SH	洛阳钼业	5.98	-	24.88	-	20.02	-
600362.SH	江西铜业	20.99	121.05	20.96	137.42	20.83	146.37
000630.SZ	铜陵有色	4.78	129.79	4.67	127.85	尚未披露	尚未披露
000878.SZ	云南铜业	5.60	58.24	5.52	62.61	尚未披露	尚未披露

数据来源：公司公告、太平洋证券研究院

## 8、风险提示



流动性及宏观景气度改善被证伪



铜矿山产能投放增速超预期；



地产竣工增速不及预期



美元指数再次大幅走强



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

太平洋有色钢铁公众号



## 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

