

有色金属

铜行业快评

超配

(维持评级)

2021年01月08日

伦铜创八年新高——供应干扰不断，需求再添亮点

证券分析师：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040001
 证券分析师：杨耀洪 021-60933161 yangyaohong@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040005
 联系人：焦方冉 021-60933177 jiaofangran@guosen.com.cn

事项：

1月6日伦铜最高涨至8169美元/吨，创2013年2月份以来新高；全球第九大铜矿秘鲁Las Bambas铜矿遭当地居民封锁道路，存在减产风险。

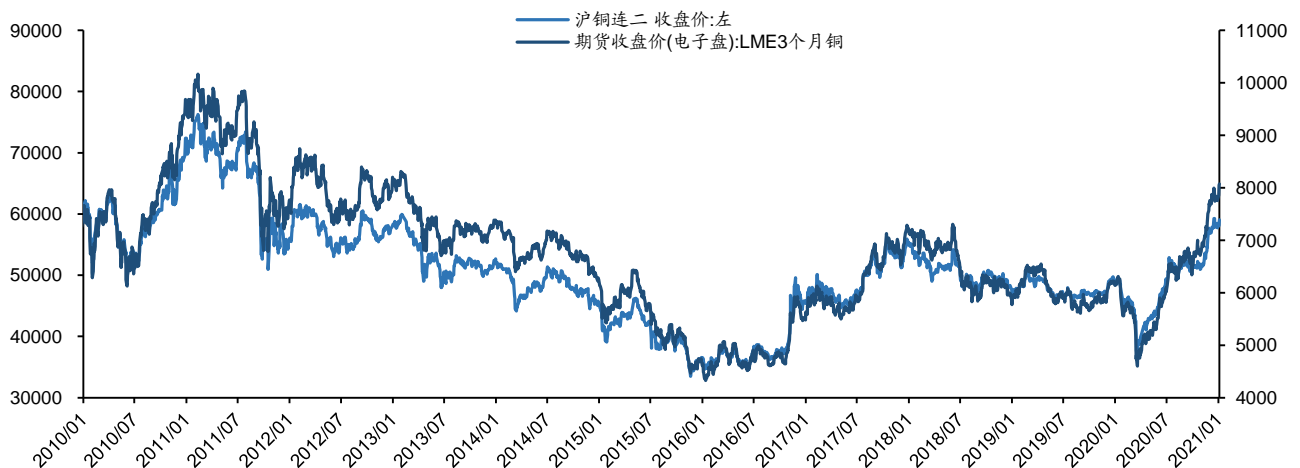
国信有色观点：长周期看，近年铜矿企业资本开支较低决定了未来几年铜精矿产量低增速，今年南美产铜国智利、秘鲁劳资谈判较多，罢工风险增加，大选年增加了两国不稳定因素，铜矿干扰率可能超预期。铜以其良好的导电性和延展性，在全球数字化和新能源浪潮中获得了新的消费增长亮点，需求前景长期向好，我们持续对铜价持乐观态度。“高铜价+低加工费”格局下，铜矿山类企业及原料自给率高的铜冶炼企业最为受益。**重点推荐：**紫金矿业、西部矿业、洛阳钼业、云南铜业。

评论：

■ LME铜价创8年新高

1月6日伦铜最高涨至8169美元/吨，创下2013年2月以来新高；沪铜主力合约也站稳在59000元/吨上方，同样位于8年来的高点。去年3月下旬，受新冠疫情及美元流动性危机影响，伦铜一度跌至4500美元/吨以下，触及全球铜矿山75%现金成本分位线。随着中国率先从疫情中走出，以及各国政府和央行推出史无前例的刺激政策，铜价底部反弹，走出“V”形走势，绝对价格早已超过2017-2018年高位。

图1：LME铜价创8年新高

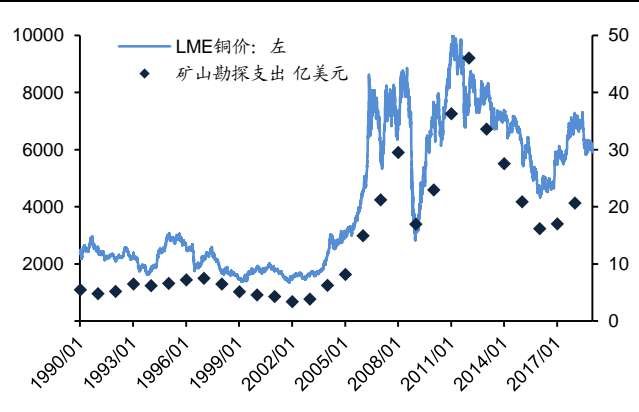


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

■ 铜矿干扰率可能超预期

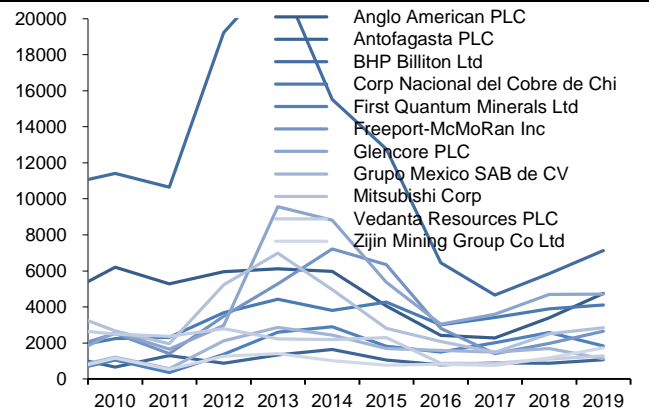
资本开支下滑限制铜矿增产。铜价屡创近年新高，抛开全球流动性充裕因素，其自身基本面同样支撑铜价走强。从长周期看，自 2012 年之后铜价单边下行持续了 4 年，铜矿勘探开发投入也陷入低迷期，导致铜矿产量在 2017-2019 年持续下滑。2017 年以来随着铜价反弹，矿山企业资本开支增加，会使全球铜矿在 2020-2023 年有一轮增产周期，但 2017 年以来的矿山资本开支规模远低于 2009-2012 年水平，因此未来几年铜精矿增产幅度并不大，2023 年以后全球铜精矿产量可能见顶下滑。另外，近年随着 ESG (Environment, Social and Governance) 投资理念兴起，企业有限的资本开支更多的投向当地社区的卫生、教育等社会福利领域，真正用于矿山建设维护的投入比例下降，也会造成铜矿产量增幅不及从前。

图 2: 铜价与铜矿山勘探支出均呈周期波动



资料来源: S&P Global, 国信证券经济研究所整理

图 3: 全球主要铜矿企业资本开支 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

劳资谈判大年可能使全球铜矿干扰率超预期。据 CRU 统计 2021 年智利和秘鲁有 33 家铜矿山共计 696 万吨产能合同到期面临劳资谈判，在目前的高铜价背景下，工会倾向于向资方提出更多条件，增加了罢工发生的概率。另外，秘鲁将于今年 4 月 11 日举行总统选举，智利将于今年二三季度修宪并在 11 月进行总统选举，两国铜精矿产量约占全球 40%，今年潜在的不稳定因素可能导致铜矿生产扰动增加。

■ 数字化、新能源有望成为铜消费亮点

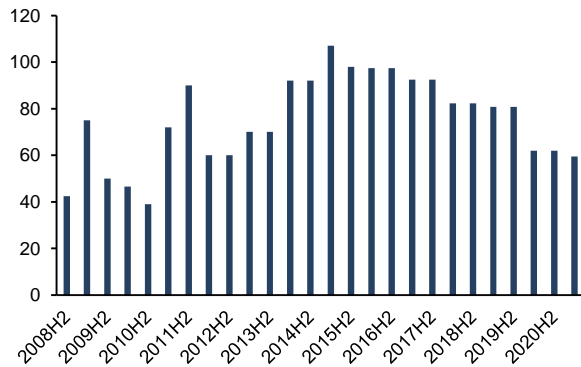
由于铜是除了银之外导电性最好的金属，在电器、电子产品、汽车等领域均有广泛应用。不断发展的 5G 以及各类新的电子产品，单体用量虽小但数量庞大，对铜消费的拉动作用不可小觑。工业领域，自动化、智能化普及同样拉动铜线缆需求。另外大数据发展拉动数据中心建设，据国际铜业协会统计，一个超大型数据中心电线电缆、变配电设备、机柜、制冷设备用铜量可达 2760 吨，中型数据中心用铜量也有 131 吨。

新能源汽车领域，据国际铜业协会数据，燃油车单车用铜 23kg，纯电车单车用铜量 83kg，私人交流充电桩用铜量 5kg，预估年耗铜量 10 万吨左右，虽然该领域铜消费基数较低，但随着新能源车加速普及，耗铜量加速增长。在光伏、风电领域，按照国际铜业协会数据 1MW 光伏装机用铜 4 吨、1MW 风电装机用铜 4.5 吨。中国光伏行业协会预计“十四五”期间年均 7000 万千瓦新增光伏装机，风电乐观估计年均新增装机 5000 万千瓦，两者合计年耗铜量 50 万吨，比“十三五”期间的年均值高出近一倍。铜以其良好的导电性、延展性，在全球数字化、新能源发展浪潮中增添了新的消费引擎。

■ 2021 年延续高铜价+低加工费模式

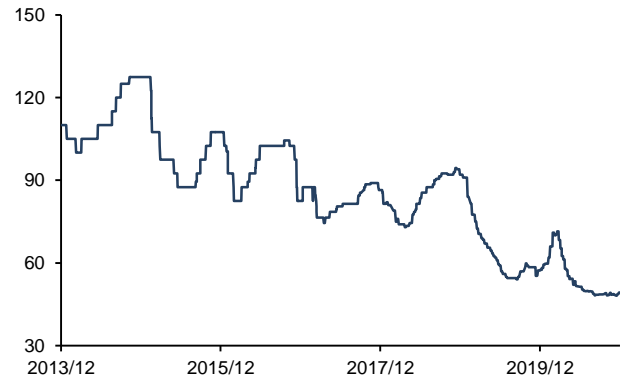
去年 12 月中旬中国铜冶炼厂与 Freeport 商定的 2021 年铜年度长单 Benchmark 为 59.5 美元/吨，创下 2012 年以来新低，说明今年全球铜精矿市场维持供应紧张局面，将为铜价提供支撑。综合市场普遍预期，今年全球铜供需处于紧平衡略过剩，过剩幅度不到 1%。如果矿山干扰率增加，平衡表大概率转向短缺。基于基本面我们预计今年铜价将维持在高位，铜精矿加工费处于历史低位。

图 4: 2021 年铜精矿长单加工费 10 年新低 (美元/吨)



资料来源: SMM, 国信证券经济研究所整理

图 5: 铜精矿现货加工费处于历史低位 (美元/吨)



资料来源: SMM, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 由于铜精矿定价模式是铜价减加工费,“高铜价+低加工费”使得矿山企业和铜精矿自给率高的铜冶炼企业最为受益。重点推荐: **紫金矿业、西部矿业、洛阳钼业、云南铜业。**

紫金矿业是中国矿业行业控制金属资源储量和产量最多、最具竞争力的大型矿业公司之一,截至 2019 年拥有黄金、铜、锌资源储量分别为 1887 吨、5725 万吨、856 万吨,2019 年矿产铜产量 37 万吨。**西部矿业**拥有丰富的有色金属资源储量,其中铜 623.18 万吨、铅 182.77 万吨、锌 329.49 万吨,2019 年公司铜精矿、铅精矿、锌精矿产量分别为 4.9 万吨、6.8 万吨和 16.2 万吨,公司重点项目玉龙铜矿改扩建工程在去年 12 月份投产,项目达产后可为公司带来 11 万吨/年铜金属量增量。**洛阳钼业**截至 2019 年末拥有铜、钴资源储量分别为 2826 万吨、249 万吨,公司 2019 年铜、钴产量产量为 20.65 万吨、1.61 万吨,2020 年 12 月公司公告获得刚果(金)Kisanfu 铜钴矿 95%的权益,Kisanfu 拥有总资源量约 3.65 亿吨矿石,铜平均品位约 1.72%,含铜金属约 628 万吨,钴平均品位约 0.85%,含钴金属量约 310 万吨。**云南铜业**保有铜金属量 475.05 万吨,铜平均品位 0.42%,2019 年铜精矿产量 8.5 万吨,公司阴极铜年产能达到 130 万吨,国内三大冶炼基地形成稳定的产业格局。

■ 风险提示

1、全球疫情反复,国外疫苗接种进度缓慢,国外经济恢复进程低于预期; 2、全球铜矿山干扰率低于预期; 3、废铜供应超预期。

附表: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601899	紫金矿业	买入	11.18	0.26	0.35	0.41	43.00	31.94	27.27	5.92
601168	西部矿业	买入	15.28	0.56	0.66	0.95	27.29	23.15	16.08	3.43
603993	洛阳钼业	买入	7.36	0.11	0.15	0.17	66.91	49.07	43.29	3.94
000878	云南铜业	买入	15.55	0.38	0.62	0.74	40.92	25.08	21.01	2.95

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《国信证券-锂行业动态点评: 供不应求, 碳酸锂价格持续快速上行》 ——2021-01-04
 《基本金属行业周报: 铜铝锌价格短期调整不改长期上涨趋势》 ——2021-01-04
 《国信证券-铝行业专题: 电解铝高利润能维持多久?》 ——2020-12-21
 《铅锌行业专题: 疫情延缓精矿扩产, 供需格局好于预期》 ——2020-12-11
 《有色行业 2021 年投资策略: 顺周期行情启动, 有色迎来全面牛市》 ——2020-11-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032