

行业研究/动态点评

2021年01月21日

行业评级:

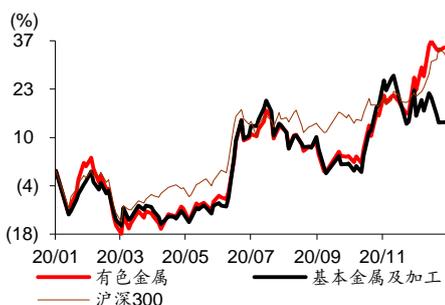
有色金属 增持 (维持)
基本金属及加工 增持 (维持)

李斌 SAC No. S0570517050001
研究员 SFC No. BPN269
libin@htsc.com

相关研究

- 1 《建材/有色金属: 周期行业数据周报 (第二周)》 2021.01
- 2 《有色金属: 行业周报 (第二周)》 2021.01
- 3 《有色金属: 行业周报 (第一周)》 2021.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

21-22 年铜供不应求格局望延续

有色行业铜供需格局分析与展望

21-22 年全球精炼铜预期维持供不应求, 宏观基本面将继续利好铜价

根据我们测算, 我们预期 21-22 年全球精炼铜维持供不应求的格局; 21 年需求增速预期快于供给增速, 供需缺口有望扩大; 22 年缺口则可能收窄。20 年 12 月全球可统计库存处于 16-20 年期间 10% 分位数的低位水平, 对应期间平均水平, 我们预期 21-22 年每年或有 40 万吨潜在补库需求。当前持续走低的 TC 预示精炼铜仍然供不应求; 并且弱美元周期和流动性宽松情境将利好铜价, 我们预期 21 年 LME 铜价或将维持在 \$8000/t 以上。

21-22 年预期全球大型铜矿和再生铜供给增加

据 SMM、WoodMac, 我们认为 21-22 年全球铜矿供给将分别增加 98/77 万吨, 且增量主要来自于紫金矿业、第一量子等大型综合矿企, 产量实现能力强。此外, 随着疫情逐步得到控制、中国废铜处理细则 20H2 落地以及高铜价刺激, 我们认为 21/22 年全球再生铜供给将恢复至 19/18 年水平, 分别增加 22.5/20.4 万吨 (基于 ICSG 数据测算)。假设矿产铜精矿到精炼铜金属收得率在 99%, 则 21-22 年全球精炼铜供给将合计增加 82/96 万吨, 同比增速 3.4%/3.8%。

21-22 年全球精炼铜需求预期增长 4.4% 和 2.7%

21-22 年我们预期全球精炼铜消费同比增速为 4.4%/2.7%。据 SMM, 中国 20 年铜主要消费下游是电力、家电、交通运输, 占比为 49.4%/14.5%/9.6%。根据 ICSG 统计的中国 13-20 年期间主要下游铜消费量以及对应的产业投资增速或主要铜消费产品产销等情况, 我们预期 21-22 年中国精炼铜消费同比增速为 3.7%/3%。依据 ICSG 和 IMF 统计的中国以外区域 08-09 年次贷危机之后精炼铜需求量 (欧美日等) 和 GDP 数值, 我们假设 21-22 年欧、美、日精炼铜单位 GDP 消费强度随经济复苏分别增长 3%/2%, 则 21-22 年中国以外区域精炼铜消费同比增速为 5.2%/2.4%。

21-22 年全球精炼铜供需格局预期维持短缺局面

据前述分析, 我们预期 21-22 年全球精炼铜维持供不应求情景。我们预期 21 年需求增速快于供给增速, 供需格局继续改善; 但 22 年则将转向供给增速超过需求增速, 供不应求缺口预计收敛。20 年 12 月全球可统计精炼铜库存处于 16-20 年期间 10% 分位数的低库存水平, 距离中值有 40 万吨补库空间, 且当前尚未进入补库周期。此外, 20 年 12 月中国铜冶炼厂 TC 现价也持续创出 16 年来新低, 预示当前全球精炼铜供需格局仍供不应求。

21 年弱勢美元和宽松流动性情景下继续利好铜价

Comex 和 LME 铜价作为行业基准均以美元计价, 故美元指数下跌及美国实际利率转负 (考虑通胀) 将利好铜价。据华泰宏观 21.01 《上调 2021 年美国增长和财政赤字率预测》, 美元指数处弱周期。且美联储于 20 年 8 月宣布其关于长期目标和货币政策策略声明的更新, 表示力求实现一段时间内平均 2% 的通胀, 因此 21 年宏观方面对铜价影响偏正面。据 16-20 年 Comex 和 LME 数据, 我们发现金融机构铜交易净多单规模在货币宽松和供需格局向好情景下逐步扩大, 且与铜价走势呈强正相关性。我们认为 21 年流动性充裕和铜供不应求格局持续, LME 铜价有望维持在 \$8000/t 以上。

风险提示: 精炼铜因为疫情再次爆发或者疫苗出现问题导致需求不及预期。大型矿山或者再生铜供给超预期增长。全球宽松货币环境转为收紧。

图表1：全球可统计精炼铜库存处于16-20年期间低位



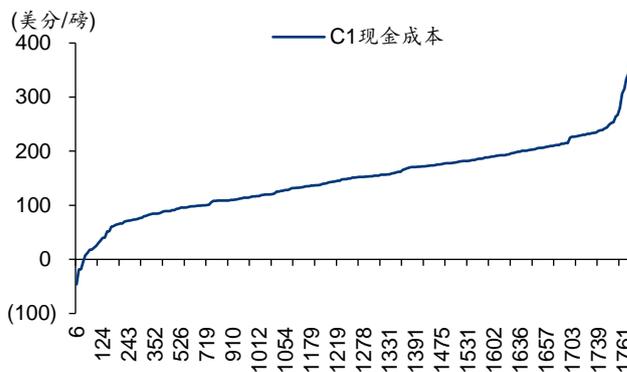
资料来源：SMM, Wind, 华泰证券研究所

图表2：中国铜冶炼加工费16-20年持续走低



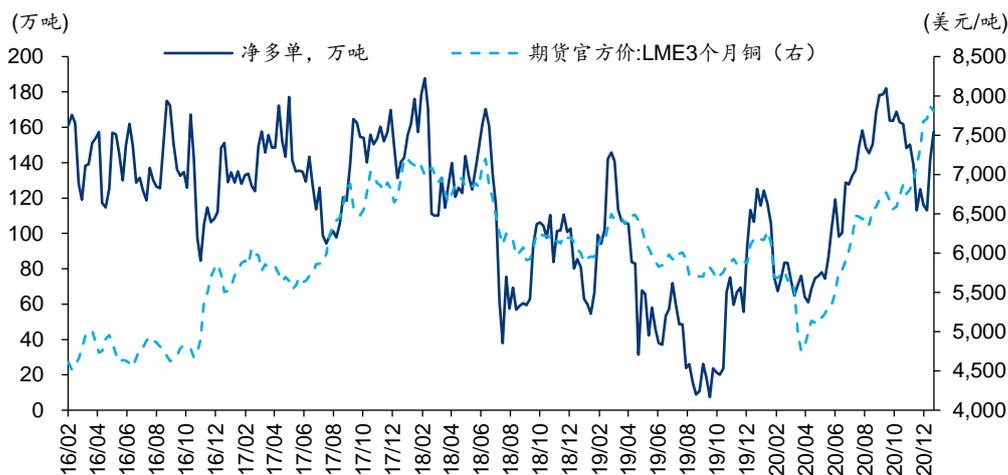
资料来源：SMM, 华泰证券研究所

图表3：全球主要铜矿山C1现金成本



资料来源：Woodmac, 华泰证券研究所

图表4：LME铜价价格与净多单走势图



资料来源：Wind, 华泰证券研究所；2018年3月30日起其他金融机构多头持仓口径有调整，我们根据“LME：其他金融机构多头持仓：持仓数量增增减”指标进行追溯调整

图表5：21-22年全球精炼铜预期维持供不应求格局

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
供给							
ICSG 全球铜矿产量 (万吨)	2006.10	2050.50	2046.00	2031.40	2128.99	2205.67	2253.96
原生精炼铜全球产量	1938.20	1956.30	1984.80	2048.10	2107.70	2183.62	2231.42
精矿到精炼铜金属收得率	96.6%	95.4%	97.0%	100.8%	99.0%	99.0%	99.0%
再生精炼铜全球产量	413.60	424.50	408.10	385.60	408.10	428.51	441.36
全球精炼铜产量	2351.80	2380.80	2392.90	2433.70	2515.80	2612.12	2672.78
yoy	0.76%	1.23%	0.51%	1.71%	3.37%	3.83%	2.32%
需求							
精炼铜全球消费	2370.10	2422.10	2432.60	2465.10	2572.48	2642.66	2711.22
yoy		2.2%	0.4%	1.3%	4.4%	2.7%	2.6%
中国精炼铜消费	1179.05	1248.23	1279.95	1406.00	1458.02	1501.76	1542.31
yoy		5.9%	2.5%	9.8%	3.7%	3.0%	2.7%
美国精炼铜消费	177.10	181.40	185.00	174.61	185.38	187.02	189.34
yoy		2.4%	2.0%	-5.6%	6.2%	0.9%	1.2%
欧盟精炼铜消费	323.82	327.87	307.14	260.00	281.60	284.53	287.91
yoy		1.3%	-6.3%	-15.3%	8.3%	1.0%	1.2%
日本精炼铜消费	99.82	103.92	101.07	72.00	75.88	75.60	75.76
yoy		4.1%	-2.7%	-28.8%	5.4%	-0.4%	0.2%
其他区域	590.7	587.0	569.5	552.5	571.6	593.8	615.9
yoy		-0.6%	-3.0%	-3.0%	3.5%	3.9%	3.7%
供需缺口	-18.30	-41.30	-39.70	-31.40	-56.67	-30.54	-38.44
供需缺口/需求	-0.8%	-1.7%	-1.6%	-1.3%	-2.2%	-1.2%	-1.4%

资料来源：ICSG, Wind, 华泰证券研究所；注：我们预期21年铜价处于近五年高位，参考20年精矿到精炼铜金属收得率，出于保守考虑，我们假设21-22年金属收得率维持99%

图表6：文中涉及股票代码

公司名称	股票代码
紫金矿业	601899 CH
第一量子	FM CN

资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，李斌，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com