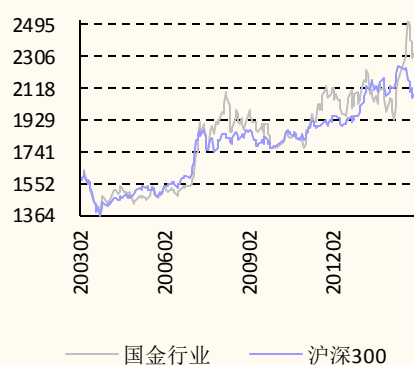


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金有色金属指数	2342
沪深300指数	5419
上证指数	3551
深证成指	14857
中小板综指	13092



## 相关报告

- 《价格上涨逻辑强化，板块配置价值凸显-有色金属行业点评》，2021.2.18
- 《顺势而为，布局成长-2021年有色金属投资策略》，2020.12.30
- 《兼论另类资产在大类资产配置当中的意义-资产定价报告2020》，2020.8.14
- 《嘉能可维持减产，供需失衡带动钴价上涨-嘉能可2Q20生产报告...》，2020.7.31
- 《盛世古董乱世金-黄金行业专题报告》，2020.7.13

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002  
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 分析师 SAC 执业编号: S1130521010001  
fengmengqian@gjzq.com.cn

## 短期供需错配持续，警惕回调风险

## 投资建议

- **行业策略：**铜价处于需求带动的第三波上涨阶段，短期供需错配的格局持续。但是需要警惕美债收益率过快上涨可能引发的价格回调风险。
- **推荐组合：**由于矿山企业的采选成本相对固定，铜价上涨将带来企业利润的大幅增长。建议关注周期成长股组合-紫金矿业、西部矿业；周期股组合-江西铜业、云南铜业、铜陵有色。

## 行业观点

- **疫情后铜价翻倍，背后原因各不相同：**本轮铜价上涨始于疫情后的全球央行放水，铜价在20年Q1大幅下跌后在Q2出现反弹。Q3随着海外疫情的加剧，供给中断导致供需错配出现，价格延续涨势。自20年3月铜价低点4371美元/吨上涨至21年2月铜价高点9617美元/吨以来，铜价涨幅超过100%，流动性和供给中断是铜价上涨的驱动力。未来随着全球疫苗的接种，发达经济体的需求将率先恢复。由于全球铜矿供给主要集中在南美洲、非洲等欠发达地区，需求先于供给恢复将成为下一阶段铜价上涨的动力。
- **中国带动全球需求增长，21年中国需求启动早于往年：**根据世界金属统计局(WBMS)的数据，20年全球精炼铜需求量2533万吨，中国精炼铜表观需求量1499万吨，中国需求占比59%。在中国铜的消费结构中，电力占比最高，其次是空调，其他行业还包括建筑、交运、电子等行业。21年春节受就地过年政策影响，企业开工率高于往年。根据我的钢铁网统计，77.2%的企业员工就地过年比例超过六成、58.7%的企业员工就地过年比例超过八成。政策叠加天气偏暖使得下游基建和地产需求启动较早，华东熟料价格一周提价两次，玻璃库存出现向下拐点。由于铜的下游需求中基建和地产占比高，需求的较早启动带动国内铜需求回升。
- **短期供需错配持续，警惕美债收益率走高引发的回调风险：**由于中国需求占比高，中国需求的启动及发达经济体的需求边际回暖带动全球铜需求边际改善；供给端对铜价的支撑还会维持，TC/RC的持续回落说明矿山环节的供给依然偏紧。我们认为，短期供需错配的格局还会维持。铜具有金融和商品双重属性，在本轮铜价上涨过程中，金融属性充当beta、商品属性充当alpha，需要警惕美债收益率快速走高引发的铜价回调风险。
- **铜价长期走势需要关注供需格局和流动性变化：**20年受到疫情影响，全球铜精矿产量下降2%。根据CRU提供的全球铜矿企业成本数据，19年全球90%的铜矿企业现金成本低于5260美元/吨，全球90%的铜矿企业可维持成本(ASCI)低于6350美元/吨。未来随着疫情缓解和铜价高位运行，对供给的边际影响将会趋弱。根据国际铜研究小组(ICSG)的预测，21-23年全球矿山铜的产量增速(年化)将达到5%，与17-19年产量增速(年化)1%相比，将出现大幅增长。由于铜的需求主要以中国为主，基建和地产领域对于铜需求的增长存在不确定性。此外，随着全球经济复苏和通胀率回升，需要关注流动性边际变化对铜价的影响。

## 风险提示

- 全球央行过快收紧流动性；美债收益率快速上涨；美元指数快速反弹；疫情缓解后供给的快速恢复。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402