

# 倒春寒后，铜博士能否迎来三月阳春？

## 铜行业研究专题报告

分析师：王合绪

执业证书编号：S0890510120008

电话：021-20321303

邮箱：wanghexu@cnhbstock.com

研究助理：白云飞

电话：021-20321072

邮箱：baiyunfei@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

### 投资要点：

◆回顾 2020 年至今铜价上涨分为四个阶段，铜板块经历三轮上涨。LME 铜价在疫情影响下于 2020 年 3 月下旬跌至 5 年低位，而后 2021 年 2 月突破 9 年高位，过程充分体现其价格中商品及金融双属性的特点，即商品属性对应铜的供给需求基本面，而金融属性反映通胀预期和定价货币美元的强弱。

◆铜板块连续跑赢大盘，龙头公司现超额收益。从权益端观测，2020 年全年铜板块跑赢大盘 28%。其中，有明显产量增长预期的紫金矿业、西部矿业、洛阳钼业取得显著超额收益，量增不明显的江西铜业、云南铜业、铜陵有色跑输。2021 年以来铜板块保持强势，跑赢大盘 34%，其中五矿资源、江西铜业、铜陵有色强势补涨，但紫金矿业及西部矿业涨幅跑输铜板块，反映出市场对于龙头公司阶段性高估值的消化。

◆铜供需偏紧格局有望延续到 2021 年中。我们预计 2021/2022 年全球主要铜矿新增产量将达到 164.3/126.9 万吨，新增产能较大，但未来两年新增产能主要位于南美及非洲，结合疫情控制及罢工事件等干扰因素，预测 2021-2022 年全球矿产铜厂商的总产量为 2164/2239 万吨，同比增长 4.7%、3.5%。预测 2021-2022 年全球精炼铜总产量分别为 2541、2630 万吨。

◆近期铜库存上升，但仍位于历史低位。春节后由于价格快速上升，下游加工厂在终端畏高情绪严重难以提供大量订单的情况下，开工率明显不及预期，近期国内上期所铜显性库存延续了上周的快速上升趋势，但铜库存整体仍处低库存水平。预计进入三月旺季中国需求将继续恢复，将为铜价企稳带来动力。

◆受通胀预期抬升推动，铜价 3 月或将呈现先抑后扬的走势。四大期货交易所发出风险警示函，使近期铜价下跌短期内对过热的投机性行情有所降温，有利于挤出市场泡沫，有利于促进铜价良性慢涨。总体来看，在基本面和宏观面共振下，预计三月铜价将呈现先抑后扬的走势，带动整个产业链回归良性发展。根据预期通胀变化趋势及二季度铜价对需求端的传导情况，分为悲观、中性、乐观三种情形，我们预计 2021 年 LME 铜均价在悲观和中性预期下分别为 7000 美元/吨、9000 美元/吨，在乐观预期下为 10000 美元/吨。

◆投资建议：随着铜价上涨及高位持续的变化，对于铜产业链中掌握优质矿端资源的企业最为利好，同时对于本身具有成长性的龙头企业，有望更长时间享受到高价带来的利润增厚及业绩弹性。

◆风险提示：全球经济复苏不及预期，铜需求端不及预期；美联储货币政策变化，流动性大幅收紧。

## 内容目录

1. 近年来铜价上涨分为四个阶段，铜板块处于第三轮上涨期.....	3
2. 铜供需错配在上半年延续.....	5
2.1. 铜矿端偏紧的格局未改.....	5
2.2. 需求及铜库存低位.....	7
3. 通胀预期上修将推动铜价企稳上行.....	8
3.1. 通胀预期有望继续推升铜价.....	8
3.2. 后市预计铜价呈现先抑后扬的走势.....	9
4. 投资建议.....	10
5. 风险提示.....	11

## 图表目录

图 1：铜价与通胀预期相关.....	3
图 2：美元指数与铜价走势.....	3
图 3：2020 年至今铜价走势主要经历四个阶段.....	4
图 4：2020 年至今 A 股铜板块出现三轮明显上涨.....	4
图 5：2019 年全球矿山铜储量及占比（单位：万吨）.....	5
图 6：2019 年全球矿山铜产量及占比（单位：万吨）.....	5
图 7：全球新冠疫苗接种国家分布（单位：剂次）.....	7
图 8：全球铜矿产量预测（单位：万吨）.....	7
图 9：铜显性库存处于历史低位.....	8
图 10：进入 2021 年以来铜库存有所上升但仍处于低位.....	8
图 11：制造业 PMI 高点领先于铜价高点.....	9
图 12：M1-M2 与铜价指数走势有较强相关性.....	9
图 13：铜 TC 费用持续下降.....	10
图 14：2021 年铜价走势预测.....	10
表 1：2020 年至今铜板块标的的收益情况.....	5
表 2：2021-2022 年全球主要新建/扩产铜矿的年度产量（单位：万吨）.....	6
表 3：国内主要铜冶炼上市公司.....	10

## 1. 近年来铜价上涨分为四个阶段，铜板块处于第三轮上涨期

疫情影响下3月下旬跌至5年低位，而后12月突破7年高位，过程充分体现其价格中商品及金融双属性的特点，既商品属性对应铜的供给需求基本面，而金融属性反映通胀预期和定价货币美元的强弱。我们将2020年初至今拆分为四个阶段，铜板块跟随铜价出现三轮明显上涨。

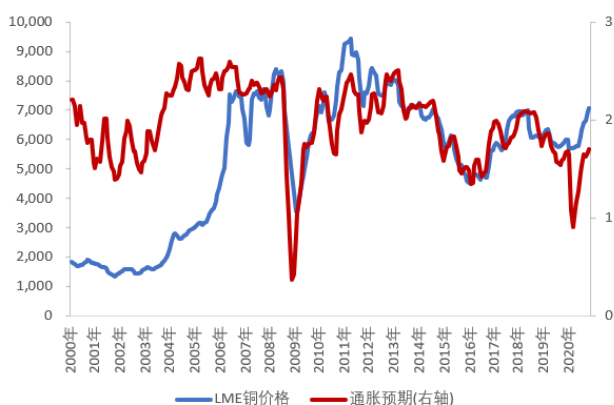
1) 第一阶段：疫情和恐慌下全球资本市场巨振（1月中-3月底）。金融市场陷入恐慌性抛售，铜价在商品和金融属性“双击”下，3月底价格跌至5年低点的4630美元/吨。

2) 第二阶段：基本面驱动和宏观导向的经济复苏（4月-6月底）。随着国内新冠疫情基本得到控制，辅之以大规模的政策刺激，铜价格快速反弹至6039美元/吨，社会库存总量从3月86.7万吨的年内高位降至6月底的37.1万吨。6月底，铜权益跟随大周期经历第一轮显著上涨（6月30日至7月9日，涨幅达28.68%）。

3) 第三阶段：出口增强及弱美元推动（7月-10月中）。主要矿山罢工对供给预期造成负面影响，需求方面，海外需求复苏，中国出口订单增加明显。美国大选带来不确定性，新一轮经济救助计划谈判暂停；欧元走强带来了美元指数加速下跌，在弱美元推动下，铜价震荡小幅上行至6713美元/吨。

4) 第四阶段：全球疫情好转和通胀预期提升（11月-至今）。疫苗面世预期和美国大选落地，美国1.9亿美元的新一轮经济新计划基本落地。宏观因素中，10年期美债盈亏平衡率代表的通胀预期从11月初的1.7%攀升至年底的1.98%；美元指数从11月的94跌至2021年2月份的89.9，LME铜价达8000美金/吨，11月铜板块出现第二轮显著上涨（11月2日至12月2日，涨幅达13.32%）。1月5日OPEC新一年的减产协议中，沙特阿拉伯将在2月和3月自愿大量减产；美国因30年来最寒冷的天气导致石油产量下降了近三分之一，原油价格因此迅速飙升，冲破60美元/桶整数关口，布伦特原油盘中一度触及65美元/桶，推动铜价攀升至9100美元/吨水平，原油与铜现出了非常强的同步性。2021年2月，铜板块出现第三轮显著上涨（2021年2月8日至2月23日，涨幅达12.89%）。

图1：铜价与通胀预期相关



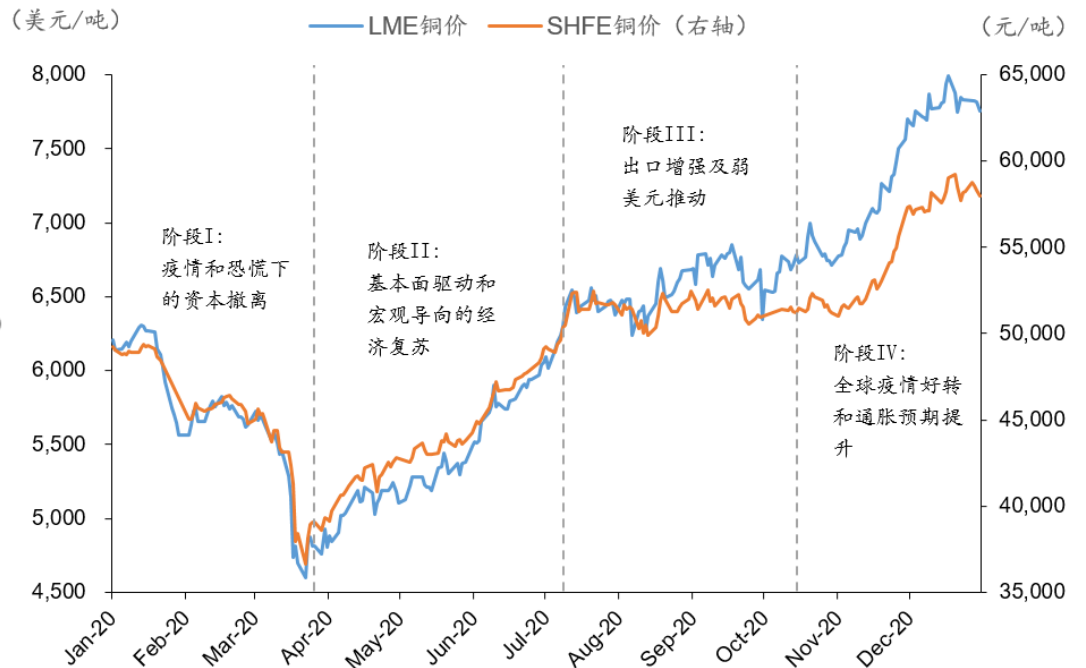
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图2：美元指数与铜价走势



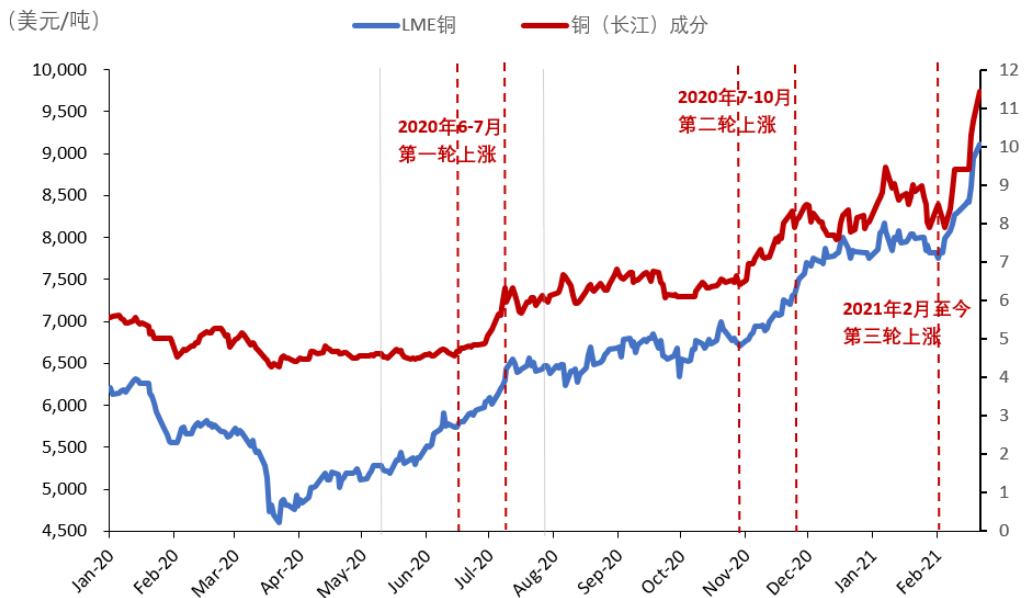
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：2020 年至今铜价走势主要经历四个阶段



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：2020 年至今 A 股铜板块出现三轮明显上涨



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从权益端观测，2020 年全年铜板块跑赢大盘 28%。其中，有明显产量增长预期的紫金矿业、西部矿业、洛阳钼业取得显著超额收益，量增不明显的江西铜业、云南铜业、铜陵有色跑输。紫金矿业经过 2015 年-2019 年的资源收购和矿山建设，2020 年处于厚积薄发的节点，全年大幅跑赢大盘 85%。2021 年以来铜板块保持强势，跑赢大盘 34%，其中五矿资源、江西铜业、铜陵有色强势补涨，但紫金矿业及西部矿业涨幅跑输铜板块，反映出市场对于龙头公司阶段性高估值的消化。

表 1: 2020 年至今铜板块标的的收益情况

绝对收益	万得全 A	铜(长江)	紫金矿业	西部矿业	江西铜业	云南铜业	铜陵有色	洛阳钼业	五矿资源
2019/12/31-2020/12/31	26%	54%	111%	85%	16%	4%	9%	44%	43%
2020/6/30-2020/7/9	17%	31%	41%	27%	24%	39%	20%	25%	34%
2020/11/2-2020/12/2	6%	33%	34%	54%	47%	34%	26%	18%	80%
2021/2/8-2021/2/23	3%	37%	31%	34%	53%	31%	40%	23%	77%
超额收益	万得全 A	铜(长江)	紫金矿业	西部矿业	江西铜业	云南铜业	铜陵有色	洛阳钼业	五矿资源
2019/12/31-2020/12/31	0%	28%	85%	59%	-10%	-22%	-17%	18%	17%
2020/6/30-2020/7/9	0%	14%	24%	10%	7%	22%	3%	8%	17%
2020/11/2-2020/12/2	0%	27%	28%	48%	41%	28%	20%	12%	74%
2021/2/8-2021/2/23	0%	34%	28%	31%	51%	28%	37%	20%	74%

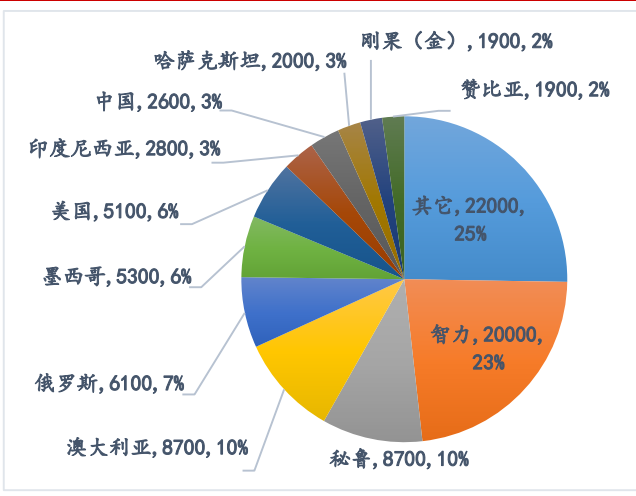
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

## 2. 铜供需错配或将在上半年延续

### 2.1. 铜矿端偏紧的格局未改

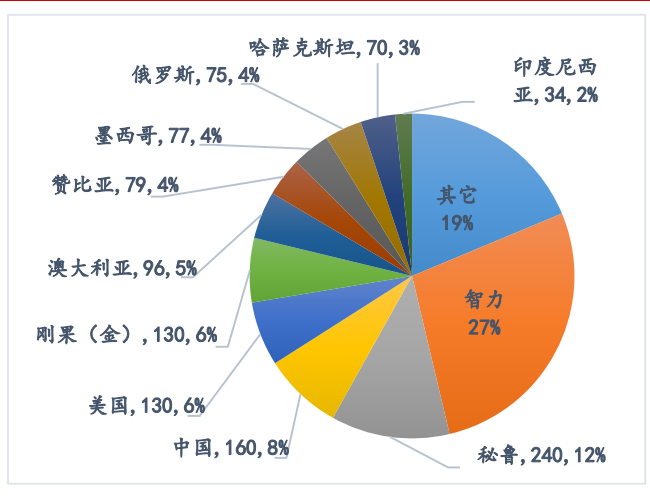
全球铜矿资源主要集中于智利、秘鲁等几个国家, 开采、冶炼产能相对集中。根据 USGS 数据, 2019 年智利、秘鲁矿山铜储量分别为 20000 万吨、8700 万吨, 产量分别为 560 万吨、240 万吨, 分别处于全球一、二位, 储量共占全球的 33%, 产量共占 39%。2019 年中国矿山铜储量为 2600 万吨, 占比为 3%, 产量为 160 万吨, 占比 8%。

图 5: 2019 年全球矿山铜储量及占比 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 6: 2019 年全球矿山铜产量及占比 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

根据 ICSG 数据，2020 年全球矿产铜总产量达 2066 万吨，可统计的全球 28 家主要矿产铜公司占比达 72.6%，产能较为集中。未来两年铜矿新增及扩产增量主要来自必和必拓、自由港、紫金矿业和西部矿业等。其中，随着紫金矿业卡库拉-卡莫阿铜矿、Timok 铜矿以及驱龙铜矿的相继投产，其矿产铜产量有望从 2019 年的 37 万吨增至 2022 年的 80 万吨左右，西部矿业的玉龙铜矿投产后，其矿产铜产量有望从 2019 年 4.9 的万吨增至 2022 年的 18 万吨。

表 2：2021-2022 年全球主要新建/扩产铜矿的年度产量（单位：万吨）

铜矿项目			产量（万吨）			增量（万吨）	
项目名称	所属地区	所属公司	2020	2021E	2022E	2021E	2022E
Escondida	智利	必和必拓	112	107.5	117.5	-4.5	10
PT Freeport Indonesia	印尼	自由港	37.2	66.1	75.0	28.9	8.9
Cerro Verde	秘鲁	自由港	37.1	45	46	7.9	1
Antamina	秘鲁	必和必拓	36.5	40.0	42.5	3.5	2.5
Los Pelambres	智利	安托法加斯塔	34.7	37.7	39.3	3	1.6
Grasberg	印尼	自由港	34.5	60.0	70.0	25.5	10.0
Las Bambas	秘鲁	五矿资源	31	32	37	1	5
Centinela	智利	安托法加斯塔	26.2	24.4	23.2	-1.8	-1.2
Katanga	刚果	嘉能可	26	29	29	3	0
Cobre Panama	巴拿马	第一量子	19.0	29.0	32.0	10.0	3.0
Toromocho	秘鲁	中铝	18	21.3	23.5	3.3	2.2
Oyu Tolgoi	蒙古	力拓	14.5	17.5	18.0	3.0	0.5
Candelaria	智利	伦丁矿业	12.5	18	18	5.5	0
Kolwezi	刚果	紫金矿业	12.0	10.0	10.0	-2.0	0.0
Chuquicamata (地上+地下)	智利	智利国家铜业公司	9.9	19.3	29.8	9.4	10.5
Constancia	秘鲁	Hudbay 矿业	7.8	10.8	11.4	3.0	0.6
El Abra	智利	自由港	7	8	30	1	22
Radomiro Tomic	智利	智利国家铜业公司	6.8	13.8	13.8	7.0	0.0
Las Cruces	西班牙	第一量子	5.5	0.5	0	-5	-0.5
Mirador	厄瓜多尔	铜陵有色	4.5	9.0	9.0	4.5	0.0
玉龙铜矿	中国	西部矿业	0.0	10	13	10	3
Lone Star	智利	自由港	1.0	5.0	8.0	4.0	3.0
Quebrada Blanca II	智利	Teck 公司	1.0	0	2	-1	2
Spence	智利	必和必拓	0.0	8.0	8.0	8.0	0.0
Kamoa	刚果	艾芬豪矿业公司+紫金矿业	0.0	9	24	9	15
Timok	塞尔维亚	紫金矿业	0.0	4.1	13.0	4.1	8.9
Mina Justa (Marcona)	秘鲁	智利石油公司, 秘鲁明苏尔	0.0	14	15.3	14	1.3
carrapateena	南澳大利亚	OZ miners	0.0	8.0	7.6	8.0	-0.4
巨龙铜矿	中国	紫金矿业	0.0	2	20	2	18
合计			494.7	659.0	785.9	164.3	126.9

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

我们整理 2021/2022 年全球主要铜矿新增产量预计 164.3/126.9 万吨，新增产能较大，但同时，我们需提示注意铜矿历史上干扰率也较高，根据 woodmac，2004-2020 平均干扰率约为 5.4%。结合当前的宏观环境，我们认为 2021 年干扰因素主要包含以下几点：

1) 2021 年新增产量地区多分布于拉美、非洲等地区，我们测算这两个地区 2021 年产量增量占比分别为 52%和 17%，即便发达国家已经开始疫苗接种，今年疫苗或仍将无法完全覆盖

发展中国家。近期南非病毒变异，未来拉美、非洲等地疫情控制或仍存在风险。即便疫情影响逐渐消退，各大项目建成投产到满产生产仍需一个产能爬坡的过程。

2) 近年来年铜矿罢工事件扰动较多，例如 Escondida 和 Candelaria。

结合未来两年主要矿山的新增产量及干扰因素，预测 2021-2022 年全球矿产铜厂商的总产量为 2164/2239 万吨，同比增长 4.7%、3.5%。

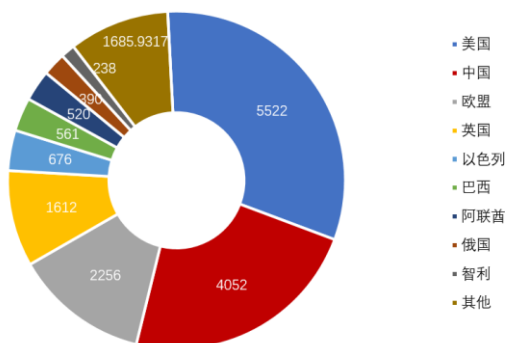
预测 2021-2022 年全球精炼铜总产量分别为 2541、2630 万吨。(1) 根据 ICSG 全球原生精炼铜产量在全球矿产铜产量中的占比约为 97.5%，假设 2021-2022 年依旧延续此占比，同时根据我们对未来两年全球矿产铜总产量的预测数据，得到 2021-2022 年全球原生精炼铜的预测产量分别为 2109/2183 万吨。(2) 假设原生精炼铜占全球精炼铜总产量的 83%，因此我们预测 2021-2022 年全球精炼铜的产量分别为 2541、2630 万吨。

由以上分析看出，2020 年受新冠疫情对于在建铜矿产能释放起到抑制作用，规划产能有望在 2021 年集中投放，伴随着 2021 年疫情控制下的海外经济复苏，预计 2021-2022 年全球矿产铜及精炼铜产量将恢复增长，2021 年铜矿产能增速为阶段性高点。

2021 年度内国内外的主要矿山 2021 年新增产量或主要集中于下半年，新增产量中上半年：下半年=3:7。2021 年的新建矿山投产与旧矿山技改扩产项目合计新增约 59.9 万吨矿产铜产量，但智利国家铜业公司及必和必拓由于矿山老化、矿石品位下降等原因降低了其预测产量，因此 2021 年的全球矿产铜总产量相比于 2020 年预计增加 42.2 万吨。根据新建矿山投产进度测算，2021 年上半年矿产铜产量增量约为 20.1 万吨，下半年矿产铜产量增量约为 39.8 万吨，新增产量中上半年：下半年= 3:7，新增产量主要集中于 2021 年下半年。

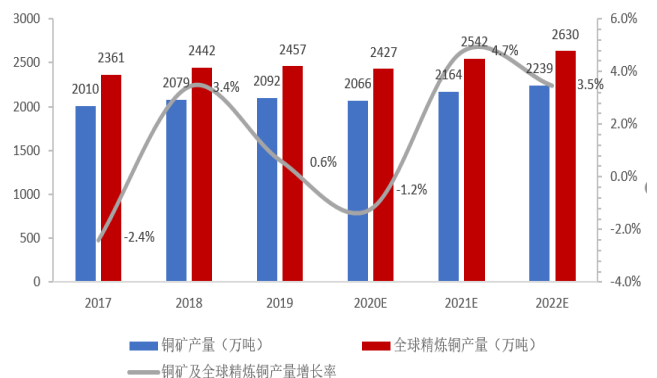
供给端的扰动因素中废铜进口变动趋势影响有限。2020 年 10 月 19 日，国家宣布符合规格的再生铜材料可自由进口，但公告对于废铜进口的含量进行了严格的限制。再生紫铜的铜含量不低于 94%，再生黄铜的黄铜含量不得低于 95%。因此，虽然废铜一定程度实现可自由进口，但是进口标准相应提升，我们预计未来废铜进口总量仍然较为有限。

图 7：全球新冠疫苗接种国家分布（单位：剂次）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：全球铜矿产量预测（单位：万吨）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

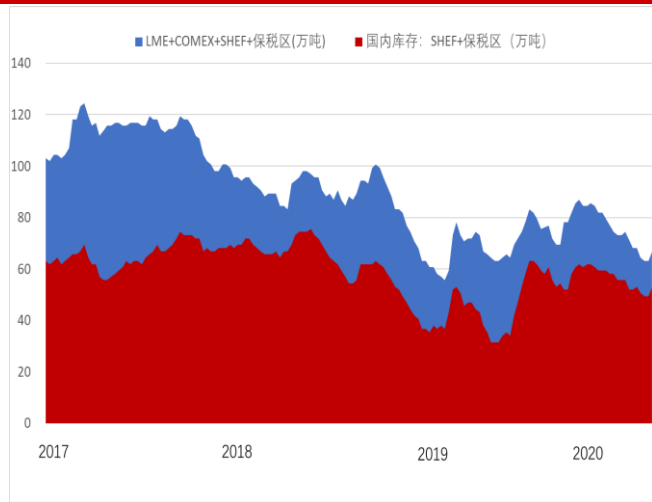
## 2.2. 需求回暖有望驱动铜库存保持低位

南美供应端的扰动将至少影响到国内 3 月甚至 4 月的原料供应对进口铜流入有所抑制，这导致全球显性库存依旧维持在历史低位。2 月 19 日上海铜库存较一月末低位增长 47.67%，上期所阴极铜库存上升较多，主要由于价格快速上升，下游加工厂在终端畏高情绪严重难以提供大量订单的情况下，开工率明显不及预期，并且在铜价涨幅如此之快的情况下，不愿大量采购原料，导致上周现货市场一度出现贴水 250 元/吨行情。下游的持续疲软可能会使市场累库超预期表现，一旦社会库存累库超预期便会给予铜价一定负反馈，近期国内上期所铜显性库存延续

了上周的快速上升趋势，但铜库存整体仍处低库存水平。

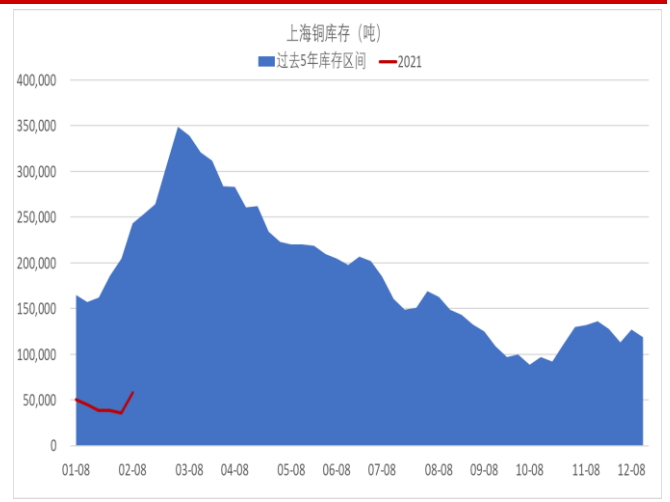
预计进入三月旺季中国需求将继续恢复，将为铜价企稳带来动力。两会临近，预计两会中对于十四五重点区域板块的规划及落地，中央对新基建、碳中和等一系列的政策有望再次带动铜市场消费。短期内看国内供需结构上依旧存在一定缺口对铜价有所支撑，供需错配的状况有望延续至整个二季度。

图 9：铜显性库存处于历史低位



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 10：进入 2021 年以来铜库存有所上升但仍处于低位



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3. 通胀预期上修将推动铜价企稳上行

站在当前这个时点上，我们认为铜价已经进入一个新的上行周期，后续将延续两大主要因素助推：1) 需求端驱动的电解铜供应短缺格局；2) 弱美元（以美元计价）和通胀上行压力下，铜货币属性对价格的推升。因近期的期铜价格调整，市场对于后续铜价及铜板块的走势也产生了分歧，但我们认为铜价及铜板块有望震荡企稳后再次上行。

#### 3.1. 通胀预期有望继续推升铜价

2 月底 LME 铜价从 9617 美金/吨的高点调整到 8994 美金/吨，跌破 9000 美元/吨，对于近期的调整，我们认为首先因为美元升值驱动美元回流，导致新兴市场受资本流出；同时因美债收益率的上升，市场预期大宗商品涨价背景下通胀预期升温，输入性通胀压力使得市场预期货币政策会加速转向，但是从目前美欧货币政策的表态看，美元流动性继续泛滥，这使得铜的金融属性暂时没有大幅度降温。

根据 Fed 的模型，将名义利率（美国 10 年期国债利率）拆解为实际利率、预期通胀和通胀风险溢价的和，因 2021 年 1 月实际利率降为负值，美债收益率近期的收敛，反映出通胀预期不断上升。通胀预期与铜价高度相关，预计通胀预期提升最快的阶段在 2021 年 3 月，预期上修或将持续，一旦通胀预期继续升温，铜价的驱动力也会非常再次增强。

从与铜价关联的先行指标观测，中国 PMI 新订单与铜指数存一定相关性，在 2007 年 5 月、2010 年 1 月、2017 年 10 月发生过三次 PMI 新订单高点，中国 PMI 新订单高点领先铜铝价格 7-13 个月。中国和全球 PMI 新订单相关性较强，最近一波的高点均出现在 2020 年 11 月，并在 2021 年 1 月、2 月出现连续 2 个月的环比回落。从与 PMI 新订单的历史相关性，铜价格高点或将在 2021 年下半年。

从最近 15 年以来的中国 M1 和 M2 增速差与铜价格之间存在一定的相关性；中国 M1 与 M2 增速差解释力强于全球五大经济体（美、日、欧、中、英）的合值；（3）中国 M1 与 M2 增



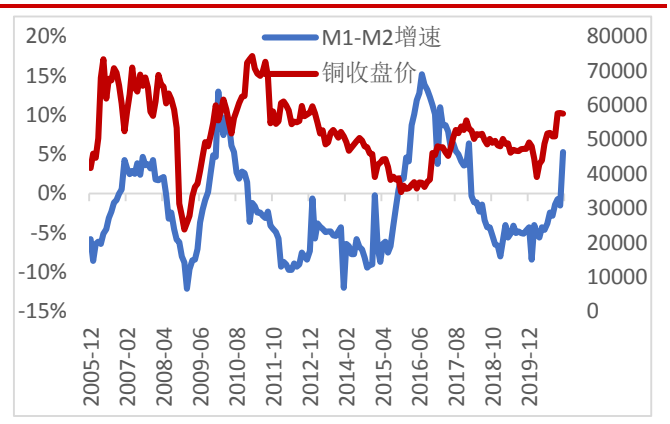
速差在下降过程中经过 0 附近时，往往是金属价格高点，这在 2010 年底、2018 年初体现得明显。中国 M1 与 M2 增速差在 2021 年 2 月达到 5.3%，是自 2018 年 2 月以来的最高值，目前仍处于上升通道中，从这个角度而言，也对铜价格构成利多。

图 11：制造业 PMI 高点领先于铜价高点



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 12：M1-M2 与铜价指数走势有较强相关性



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

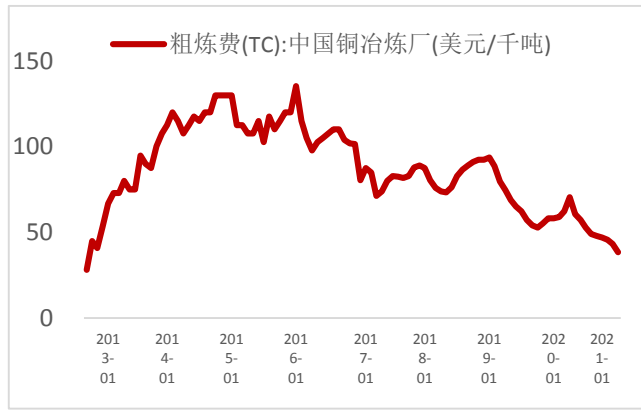
### 3.2. 后市预计铜价呈现先抑后扬的走势

综合流动性、供需基本面、库存等各方面因素，我们认为近期铜价阶段性调整后仍将上行。

- ✓ **供给端：**铜 TC 费用延续下跌走势，铜精矿供应仍偏紧。
- ✓ **需求端：**电解铜需求短期动力主要来自海外市场的补库周期，新冠疫情消退后海外需求的修复，中长期在全球碳中和的大背景下，铜作为主要原材料将受益于新能源和电动车的提速。
- ✓ **库存：**铜库存短期上升，仍处于历史低位。
- ✓ **流动性：**海外方面，众议院通过美国 1.9 万亿刺激法案通过，美联储现阶段表态不会主动收缩流动；国内方面，在海外持续通胀背景下，国内预计将持续“紧信用，稳货币”的政策。
- ✓ **通胀：**通胀预期的上修有望持续。

**预计 3 月将铜价整体将呈现先抑后扬的走势。**近期四大期货交易所发出风险警示函，要求经纪公司提高保证金及涨跌幅幅度，并加强投资者教育，主要针对春节后铜价在投机资金的追捧下涨幅过快，近期铜价下跌短期内对过热的投机性行情有所降温，有利于挤出市场泡沫，铜价在高位的修正整理也将逐渐使下游买兴回归，有利于促进铜价良性慢涨。总体来看，在基本面和宏观面共振下，预计三月铜价将呈现先抑后扬的走势，带动整个产业链回归良性发展。根据预期通胀变化趋势及二季度铜价对需求端的传导情况，分为悲观、中性、乐观三种情形，预计 2021 年 LME 铜均价在悲观预期下为 7000 美元/吨、9000 美元/吨，在乐观预期下为 10000 美元/吨。

图 13: 铜 TC 费用持续下降



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 14: 2021 年铜价走势预测



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

## 4. 投资建议

随着铜价的上涨及高位持续的特点, 对于铜产业链中掌握优质矿端资源的企业最为利好, 同时对于本身具有成长性的龙头企业, 有望更长时间享受到高价带来的利润增厚及业绩弹性。

表 3: 国内主要铜冶炼上市公司

代码	公司名称	介绍
601899.SH	紫金矿业	金、铜、锌是公司核心矿种, 公司拥有雄厚的资源基础, 半年报数据显示公司拥有超过 2000 吨黄金、超过 6200 万吨铜和约 1000 万吨锌(铅)资源。2020 年上半年矿产金产量 20.24 吨, 同比增 5.93%; 产铜 52.18 万吨, 同比增 31.36%; 产锌 26.44 万吨, 同比降 10.48%; 产银 389.3 吨, 同比增 55.33%。2020 年为“项目建设年”, 未来增量可观。预计 2020-2022 年矿产金销量分别为 39.80 吨、40.43 吨、43.73 吨, 增速分别为 1.5%、1.6%、8.2%; 预计 2020-2022 年矿产铜销量分别为 44.7 万吨、54.7 万吨、66.5 万吨, 增速分别为 21.1%、22.4%、21.6%; 预计 2020-2022 年矿产锌销量分别为 36.3 万吨、37.8 万吨、37.8 万吨, 增速分别为-2.4%、4.1%、0%。
600362.SH	江西铜业	国内最大的综合性铜生产企业, 公司年产铜精矿含铜超过 20 万吨, 阴极铜产量超过 140 万吨/年, 年加工铜产品超过 100 万吨; 控股子公司恒邦股份具备年产黄金 50 吨、白银 700 吨的能力, 附产电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的能力。公司德兴铜矿是国内最大的露天开采铜矿山, 单位现金成本低于行业平均水平。贵溪冶炼厂为全球最大的单体冶炼厂, 技术领先且具有规模效应。公司铜精矿自给率高, 成本优势明显。
000878.SZ	云南铜业	公司是国内优质的铜矿企业, 铜资源储量丰富, 截止 2020 年 6 月底, 公司保有矿石量 11.33 亿吨, 铜金属量 475.05 万吨, 铜平均品位 0.42%。公司拥有阴极铜产能 130 万吨/年, 国内三大冶炼基地形成稳定的产业格局, 包括: 依托云南省的铜资源优势, 形成以西南铜业为主的西南冶炼基地; 依托内蒙、外蒙的铜资源和港口交通枢纽优势, 形成以赤峰云铜为主的北方冶炼基地; 依托秘鲁及其他海外铜资源和港口交通枢纽优势, 形成以东南铜业为主的华东冶炼基地, 冶炼规模居于国内前列, 业绩对铜价有高弹性。2020 年上半年产品产量再创新高, 自产铜精矿含铜产量 4.87 万吨, 同比增 13.65%; 阴极铜产量 61.67 万吨, 同比增 34.19%; 生产黄金 9400 千克, 同比增 70.14%。公司 2019 年年报当中制定的全年生产规划是: 矿山铜金属产量 8.60 万吨、阴极铜 121 万吨、黄金 10 吨和白银 600 吨。上半年全部实现“时间过半, 产量过半”的目标, 其中黄金产量 9.4 吨, 几乎在半年时间完成了全年的生产目标。
1208.HK	五矿资源	公司拥有 Las Bambas、Dugald River 等世界级铜、锌矿山项目。其中 Las Bambas 是全球前十大铜矿山, 拥有 720 万吨铜金属储量, 1260 万吨铜金属资源量, 预期矿山年限 18 年, 产量指引预计头 10 年将生产 400 万吨铜。Dugald River 是全球前十大锌矿之一, 预计矿山年限 20 年以上, 年均处理矿石 170 万吨。2020 年上半年公司矿山铜和锌产量分别为 16.89

万吨和 11.31 万吨。

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 5. 风险提示

全球经济复苏不及预期，铜需求端不及预期；美联储货币政策变化，及流动性大幅收紧。

## 风险提示及免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

## 适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。