

行业深度
有色金属
周期行情有望延续，关注产品价格的轮动

2021年03月08日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
有色金属	4.96	15.50	40.65
沪深300	-5.42	5.05	27.17

张鹏

 执业证书编号：S0530520080002
 zhangpeng@cfzq.com

分析师

18373169614

相关报告

- 《有色金属：有色金属行业点评：与供给侧改革对比看本轮大宗商品》 2020-12-08
- 《有色金属：有色金属行业点评：如何看铜为代表的大宗商品未来走势》 2020-11-24
- 《有色金属：有色金属行业点评：关注未来通胀交易下的有色金属行情》 2020-11-12

重点股票	2019A		2020E		2021E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
紫金矿业	0.17	62.76	0.26	41.04	0.49	21.78	谨慎推荐
西部矿业	0.49	29.02	0.72	19.75	0.91	15.63	谨慎推荐

资料来源：财信证券

投资要点：

- **本轮周期行情尚未走完，经济复苏周期中产品价格的上涨依次轮动。**本轮是2000年之后的第四轮周期行情，复盘2009-2011以及2016-2017年的产品涨价的节奏顺序，依次是黄金—铜—原油（涤纶）等。
- **经济复苏中周期行情具有波折性。**经济的复苏中，往往会出现“货币紧缩和经济复苏”的现象，2009-2011和2016-2017年的经济周期中均出现过该现象，在此期间CRB金属指数出现调整。从周期行情的演绎上看，主要分为三段：（1）政策宽松阶段，估值扩张为主，盈利见底并开始修复，对股价来说，估值的扩张占据大头；（2）“货币紧缩+经济复苏”阶段，此时往往表现为调整和波动；（3）产品继续涨价，业绩实现兑现。
- **铜迎来供需和金融属性的共振。**（1）本轮大宗商品较多依赖于流动性，故而美元定价、金融属性更强的铜更为受益；（2）从固定资产投资角度看，中美欧2021年固定资产增速有望在6.7%（和2016-2017年相似），需要关注供给端更紧的环节，供给较紧的铜受益于此；（3）以往周期股的工业需求，更多是和房地产等旧基建联系在一起，本轮需要重视新基建的贡献，中、美、欧形成了碳中和的共识，光伏、风电、新能源车对铜的消耗有望贡献未来铜的增量，铜处于新老基建的交汇处。我们测算后认为新能源车、风电、光伏等领域对铜的消耗量有望从2020年的111万吨增长到2025年的311万吨，复合增速为23%。
- **周期股的α属性正在演绎。**对于本轮周期行情，我们认为近年来逐渐有公司在行业β的基础上，有了α属性，当前需要重视周期股的重大变化，即重视其自身的成长性。2020年周期行业前20的上市公司市值占比达到35%，较2019年提升了9个百分点，我们认为这是产业逻辑演绎与资金选择的共同结果，未来行业头部化的趋势仍将继续。股票层面，建议关注紫金矿业、西部矿业等。
- **风险提示：疫情反复；中、美货币政策超预期转向；经济复苏不及预期。**

内容目录

1 周期行情的复盘	4
1.1 2000 年之后的四轮周期行情	4
1.2 经济复苏周期中产品价格依次轮动	8
1.3 论经济复苏周期中的波折性	10
2 铜迎来供需和金融属性的共振	13
2.1 铜迎来供需和金融属性的共振	13
2.2 重视“新基建”对铜需求的影响	15
3 投资建议	16
4 风险提示	17

图表目录

图 1: 2000-2007 期间的黄金和铜价涨幅	4
图 2: 2000-2007 期间的美国利率和通胀预期	4
图 3: 2009-2011 期间的黄金和铜价涨幅	5
图 4: 2016-2017 期间的黄金和铜价涨幅	5
图 5: 2009-2011 期间的美国利率和通胀预期	5
图 6: 2016-2017 期间的美国利率和通胀预期	5
图 7: 2009-2011 期间的美国通胀预期和经济数据	5
图 8: 2016-2017 期美国通胀预期和经济数据	5
图 9: 全球主要经济体的库存变动情况	7
图 10: 中国的库存、PPI 以及 CRB 金属指数走势	7
图 11: 主要经济体 M2 和 CRB 金属指数走势	7
图 12: M1-M2 和 CRB 金属指数走势	7
图 13: 欧洲汽车市场注册量数据	7
图 14: 美国汽车销量数据	7
图 15: 欧洲地区房地产市场情况	8
图 16: 美国房地产市场情况	8
图 17: 欧美地区工业产能利用率	8
图 18: 中国工业产能利用率	8
图 19: 2009-2011 年产品涨跌幅	9
图 20: 2016-2017 年产品涨跌幅	9
图 21: 2020 年 3 月以来的产品价格涨跌幅	9
图 22: 中国 shibor 和 M2 走势	12
图 23: 美联储基准利率走势 (2009-2011)	12
图 24: 利率和 CRB 金属指数的变动 (2009-2011)	12
图 25: 利率和 CRB 金属指数的变动 (2016-2017)	12
图 26: 美国通胀与通胀预期	12
图 27: 铜的 TC 费用	13
图 28: 铜的库存情况 (不完全统计)	13
图 29: 智利和秘鲁的疫情与疫苗情况	14
图 30: 全球矿产铜产量 (2019)	14
图 31: 全球铜下游需求	14

图 32: 中国铜下游需求	14
图 33: 全球 PMI 和铜价走势.....	14
图 34: 周期股的头部化明显 (有色、化工、钢铁行业公司市值情况)	16
表 1: 全球新能源车领域对铜的消耗预测.....	15
表 2: 全球光伏和风电领域对铜的消耗预测.....	15

1 周期行情的复盘

本轮疫情后的周期行情是 2000 年之后的第四轮，CRB 金属指数从 2020 年 3 月份的低点至 3 月 5 日上涨约 54%，近期的周期行情在 2021 年 2 月爆发后，迎来一定的调整，后续周期行情的走向是我们关注的重点。

1.1 2000 年之后的四轮周期行情

我们复盘 2000 年之后的周期行情，观察黄金和铜等产品的价格变化。

1) 2000-2007 年

2000-2007 年周期行情是在中国为代表的工业化下催生的，是长需求拉动的周期行情；流动性方面，并无明显的大水漫灌，在此期间，在需求的持续拉动下，黄金和铜等金属价格一路上涨。

2) 2009-2011 年

2009-2011 年周期行情是在中国“四万亿”下催生的；流动性方面，全球央行（中、美、欧）扩表幅度较大，其中美联储总共进行了四轮 QE。在流动性和实际需求的推动下，经济出现了过热，美国十年期国债利率和通胀预期一路上行，且通胀预期比名义利率高，带动实际利率一路下行，黄金和铜等金属走出长牛趋势。

3) 2016-2017 年

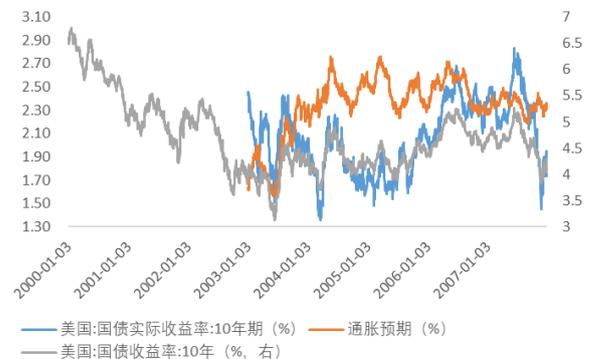
2016-2017 年是需求侧库存周期的推动和中国为首的供给侧改革下催生的经济复苏，流动性方面，欧洲央行有较大的扩表（中、美较为克制）。本轮复苏比 2009-2011 年温和，在此期间黄金价格先行领涨，在后续的企业盈利上行中，美国十年期国债利率和通胀预期开始攀升，铜为代表的工业金属开始上涨。由于复苏相对温和，所以通胀预期后续并未走到很高，实际利率保持稳定，制约了后续黄金的表现。

图 1：2000-2007 期间的黄金和铜价涨幅



资料来源：wind，财信证券

图 2：2000-2007 期间的美国利率和通胀预期



资料来源：wind，财信证券

图 3：2009-2011 期间的黄金和铜价涨幅



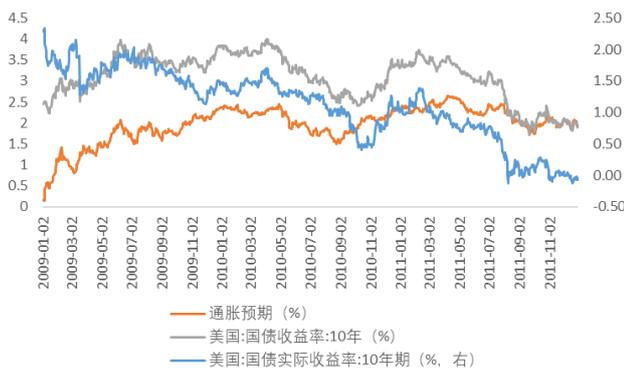
资料来源：wind，财信证券

图 4：2016-2017 期间的黄金和铜价涨幅



资料来源：wind，财信证券

图 5：2009-2011 期间的美国利率和通胀预期



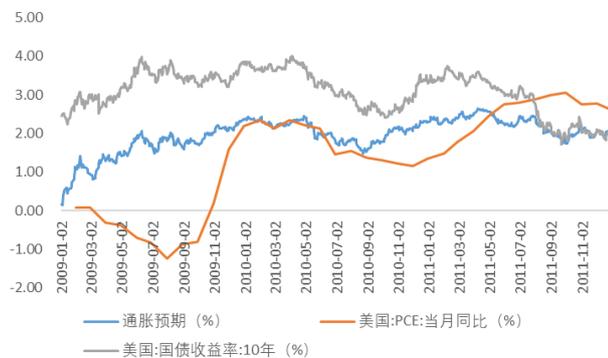
资料来源：wind，财信证券

图 6：2016-2017 期间的美国利率和通胀预期



资料来源：wind，财信证券

图 7：2009-2011 期间的美国通胀预期和经济数据



资料来源：wind，财信证券

图 8：2016-2017 期美国通胀预期和经济数据



资料来源：wind，财信证券

4) 2020 年 3 月至今

一、2020.3-2020.7 是美联储流动性释放下催生的行情。此时美国国债利率名义利率基本平稳，放水导致通胀预期上行，实际利率下行。在此期间迎来了铜和黄金的行情，黄金价格从3月份的1500美元/盎司左右开始上涨，创出2100美元/盎司左右的历史新高，铜价从3月底的4600美金/吨上涨到7月份的6500美金/吨左右。

二、2020.11-2020.12 是辉瑞疫苗事件催生的经济复苏预期，在此期间，美国十年期国债利率和通胀预期双双上升，实际利率保持平稳。

三、2021.2 至今，是美国财政刺激+确诊病例下降+美国基建预期催生的复苏预期，消息面上，在2月5日美国地区有1.9万亿美元新一轮的财政刺激的预期（这个有望是20年以来的第6轮），这个力度仅次于2020年3月份的2.2万亿美金的刺激，这个消息引爆了周期行情；疫情方面，此时新增确诊病例下滑；在固定资产投资方面，2月11日，拜登在白宫与两党参议员团体会面，敦促两党共同达成一项协议，以实现美国基础设施的现代化和改善（拜登竞选时承诺在未来投资2万亿美元加强美国的清洁能源基础设施建设）。所以三者合力，推升了周期的行情。在此之后，周期股票和商品价格迎来了调整，我们认为这是宏观预期的一个修正。

后续周期行情如何，我们首先需要明确当前周期所处的位置。

(1) 从经济运行的观测指标看。从库存周期角度，当前美国、中国处于刚开始加库存阶段，日本处于去库存阶段，主动加库存的共振尚未结束。从流动性的观察指标角度，美国和欧元区M2仍处上行期，中国的M2高位回落；中国和欧元区的M1-M2剪刀差仍处于上行态势，暗示CRB金属指数的高点尚未到来。

(2) 从各大经济体角度看，欧美是仍未完全恢复，我们以几个重要的市场为例。

汽车市场。欧洲地区2020年12月份欧洲汽车注册量同比下滑3.6%，美国地区2020年12月份汽车产量同比增长5.4%，中国地区2020年12月汽车销量同比增速为6.37%。

房地产和基建市场。从美国地产景气度（NAHB房地产市场指数）领先美国新屋开工的趋势看，后续美国有望迎来加杠杆购房潮（私人房地产占据美国固定资产投资的比重接近三分之一），从而拉动固定资产投资；欧洲地区房地产市场相对火热；中国地区房地产相对克制，房地产投资开发完成额有望稳中有升。

从工业部门的产能利用率上看，中国地区由于疫情控制良好，2020年Q4的工业产能利用率是78%，和2017年Q4的水平一致；截止2021年1月份的美洲地区工业部门产能利用率是75.55%，离2018年79.57%的高点仍有距离；欧盟地区2020年12月份的制造业产能利用率为78.2%，离2018年的高点83.8%仍有距离。

周期行情仍未走完。从中、美、欧上看，当下全球经济的复苏仍未走完，尤其是欧美地区的工业产能利用率尚未达到疫情前的水平，且欧美的房地产市场相对火热。2021年2月份的周期行情更多反应的是复苏的预期，经济的过热尚未到来。后续周期行情的推动力量有望是疫苗推进下的全球经济复苏+美国财政刺激的最终落地，以及伴随左右的

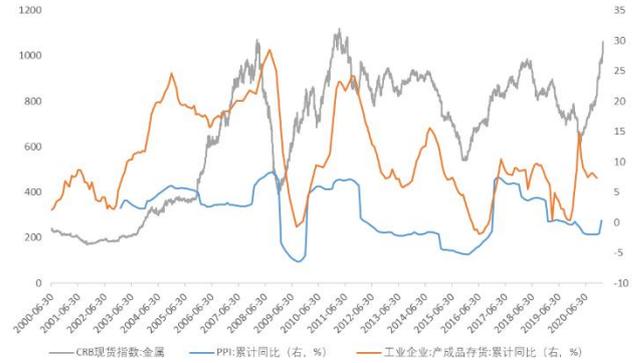
制造业补库存的推动，在上述逻辑的演绎中，周期行情将伴随左右。

图 9：全球主要经济体的库存变动情况



资料来源：wind，财信证券

图 10：中国的库存、PPI 以及 CRB 金属指数走势



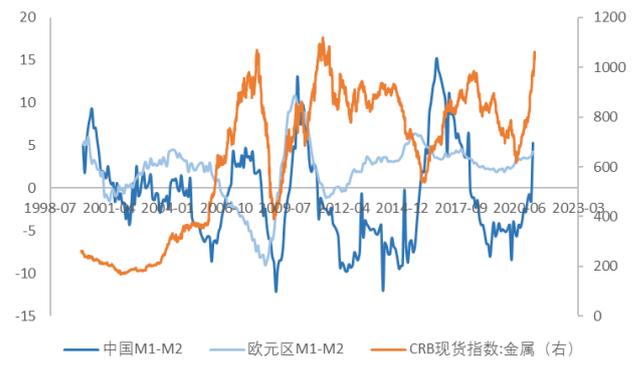
资料来源：wind，财信证券

图 11：主要经济体 M2 和 CRB 金属指数走势



资料来源：wind，财信证券

图 12：M1-M2 和 CRB 金属指数走势



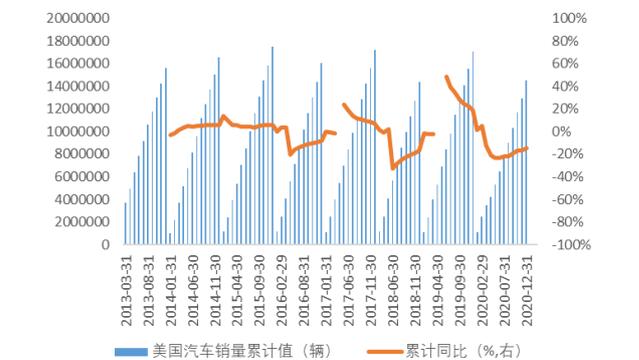
资料来源：wind，财信证券

图 13：欧洲汽车市场注册量数据



资料来源：wind，财信证券

图 14：美国汽车销量数据



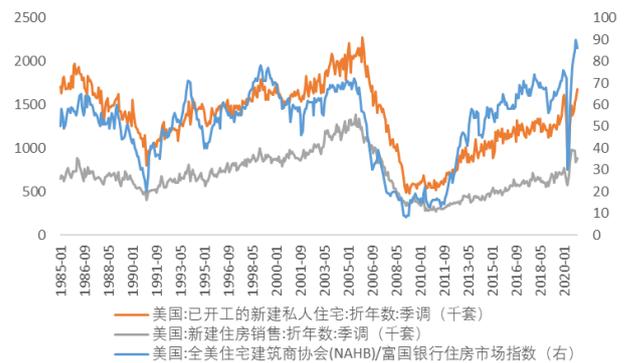
资料来源：iFind，财信证券

图 15: 欧洲地区房地产市场情况



资料来源: wind, 财信证券

图 16: 美国房地产市场情况



资料来源: wind, 财信证券

图 17: 欧美地区工业产能利用率



资料来源: wind, 财信证券

图 18: 中国工业产能利用率



资料来源: wind, 财信证券

对周期行业来说, 我们将其剖为宏观层面以及实际的供需层面。(1) 供需结构: 从固定资产投资增速视角看, 本轮大宗商品需求依赖于中美欧携手, 中国区的房地产市场相对克制, 美国地区和欧洲地区的房地产市场是相对火热, 这对大宗商品为代表的周期品种形成利好。2021 年中美欧固定资产投资增速预计是 6.7%, 与 2016-2017 年相似, 需求复苏相对温和, 所以在供需上需要关注供给端更紧的环节。同时供给端需要关注疫情的影响。(2) 宏观层面: 美联储为代表的货币政策处于历史极值, 美元走弱对大宗商品的提振不可忽视, 这是本轮和以往很大的一个不同的地方。

1.2 经济复苏周期中产品价格依次轮动

从经济复苏中不同产品的涨价节奏看, 我们认为每轮经济复苏周期具有一定的逻辑顺序, 复盘 2009-2011 以及 2016-2017 年的产品涨价的节奏顺序, 依次是黄金—铜—原油(涤纶)等, 主要有三个步骤:

一、首先是宽松阶段，经济在底部时，为了刺激经济的复苏，各个经济体会出台刺激政策，此时的关注点在于货币政策，金融属性和避险属性最强的贵金属往往受益于此，在此阶段领衔；随着宽松的货币政策到达高点逐步回落，实体经济刚开始复苏，此时更多是交易通胀预期，复苏性质的铜为代表的金属往往领衔，此时货币政策仍相对充足；

二、然后是在经济的复苏中，往往出现“货币紧缩+经济复苏”的现象，本质是流动性在分母端和盈利性在分子端的相互冲突，这时往往会产生波动和调整；

三、最后是经济的过热和企业盈利的兑现期，消费需求往往最后恢复，对应的化工、农产品价格等涨幅往往领衔。对于黄金，往往会在经济过热期有行情，比如在 2009-2011 年的后半段。

图 19：2009-2011 年产品涨跌幅



资料来源：wind，财信证券

图 20：2016-2017 年产品涨跌幅



资料来源：wind，财信证券

图 21：2020 年 3 月以来的产品价格涨跌幅



资料来源：wind，财信证券

1.3 论经济复苏周期中的波折性

在经济的复苏中，往往会出现“货币紧缩和经济复苏”的现象。我们发现在经济的逐步复苏中，货币是逐步收紧，在某个时候往往会出现“货币紧缩和经济复苏”的现象，从股票的角度看，货币紧缩带来的利率上行会打压周期股的估值，经济复苏带来的盈利上行会提升业绩。在 2000 年后也出现过几次“货币紧缩和经济复苏”的情形。

1) 2009-2011 年周期

本轮周期的调整主要有两次，第一次是在欧债危机的影响下导致的，第二次是在中国房地产政策收紧下，需求预期和流动性被收紧导致的。第二次属于“货币紧缩和经济复苏”的现象。

2009 年 12 月份，全球三大评级公司下调希腊主权评级，2010 年 1 月份，穆迪警告葡萄牙若不采取有效措施控制赤字将调降该国债信用评级。一系列事件带动 CRB 金属指数的下跌，2010 年 1 月初到 1 月底，期间累计下跌 13% 左右，期间 LME 铜价下跌约 18%。欧债危机在 4 月份事态再度恶化，直至 5 月份货币基金组织批准向希腊提供 300 亿欧元救助贷款，危机随后逐步化解。同时中国在 4 月份出台的一季度经济数据显示经济过热，房屋价格明显上涨，随后政府出台了密集的房地产调控政策，4 月 17 日国务院下发《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，4 月 20 日住建部出台《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》，随之央行收紧流动性，Shibor 从 5 月份的 1.8% 一路上涨到 6 月中旬的 4% 左右。CRB 金属指数经历了第二次下跌，4 月份到 6 月份累计下跌 20% 左右，期间 LME 铜价下跌约 23%。

随后在 2010 年中之后，国内经济继续恢复，且在 11 月份美联储推出 QE2，CRB 金属指数继续上涨并突破前高。

2) 2016-2017 年周期

本轮经济复苏中出现了“货币紧缩和经济复苏”的现象，在库存周期的推动下，美国通胀预期从 2016 年 9 月份的 1.5% 快速上行至 12 月份的 2%，PCE 从 9 月份的 1% 上行至 11 月份的 1.9%。通胀的上行带动美联储在 2016 年 12 月份开始加息，并在 2017 年的 3、6、12 月份依次加息。国内方面，2016 年底的 Shibor 利率开始上行，2017 年 3 月底央行行长周小川认为“我们或许已处于宽松周期的尾部”，引发了市场的调整。在此期间，CRB 金属指数从 3 月份的高点下跌至 6 月份的低点 6% 左右。（LME 铜在供给宽松预期以及金融属性的收紧下，从 2 月份高点到 5 月份下跌约 8%）

随后在 2017 年下半年经济数据恢复良好，叠加供给侧改革的影响，CRB 金属指数再次上涨并突破前高。

从 2009-2011 以及 2016-2017 年的经济周期中，均出现过“货币紧缩和经济复苏”的现象，CRB 金属指数出现调整。货币政策的转向方面，美联储以往参考的是通胀预期和 PCE 数据等，2% 往往是货币政策转向的关键指标；中国方面，往往更为关注经济和房地

产数据，在经济数据和房地产过热时，有一定的动机收紧货币。

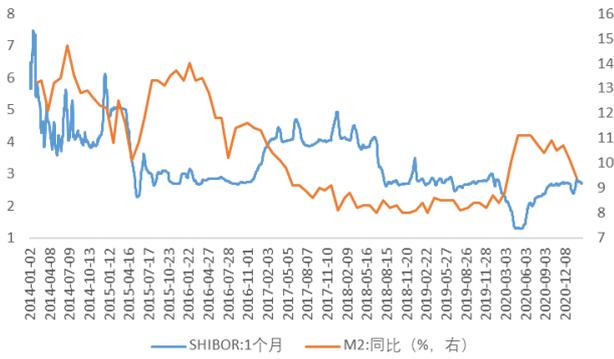
对**本次的周期行情**，我们考虑是否出现了**“货币紧缩和经济复苏”**的现象。(1) 首先看美联储，截止 2021 年 1 月的 PCE 是 1.45%，3 月 5 日的通胀预期在 2.22%。从以往看通胀预期在 2% 是重要的指标(历史上通胀预期往往领先实际的通胀指标 PCE，且两者的高峰点大致一致)，本轮不同的是美联储对于通胀的容忍度上限很高。2020 年，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上宣布“联邦公开市场(委员会)寻求随着时间推移实现平均 2% 的通胀目标”，这表明了美联储对于通胀的容忍度的大幅提升，考虑到 2000 年以来的 PCE 均值在 1.8%，这意味着通胀预期在 2.5% 前可能都不会考虑货币政策的转向。(2) 国内方面，经济恢复节奏快于其余经济体，截止 2021 年 1 月份的 M2 同比增速在 9.4%，从 2020 年 6 月的 11.1% 高点有一定的调整，shibor 利率目前仍保持在 2019 年以来的低位。

在近期的表述上，**美联储仍保持货币的宽松和对通胀的较高容忍度**。2021 年 1 月 28 日的美联储 FOMC 会议陈述上，重申了“直到经济达到委员会评估的最大就业水平且通胀达到 2% 并短期内收敛于稍高于 2% 水平之前，保持联邦基金利率 0-0.25% 不变”的前瞻指引。同时鲍威尔在 2 月下旬的国会听证会上表示央行将维持接近零的利率，并按照当前速度购买资产，直到美国经济进一步复苏。另外，鲍威尔预计可能需要三年多的时间才能使美国通胀水平达到 2% 的目标。

从美联储角度看，可能还没到“货币紧缩+经济复苏”阶段；从国内来看，受益于疫情控制良好，央行的货币政策不转急弯，可能刚处于“货币紧缩+经济复苏”阶段。所以从这个角度看，周期的行情尚未结束。“货币紧缩+经济复苏”阶段可能需要等到 2021 年 2-3 季度的经济数据恢复良好，且美国通胀预期突破 2.5% 后，货币政策出现大幅调整带来。

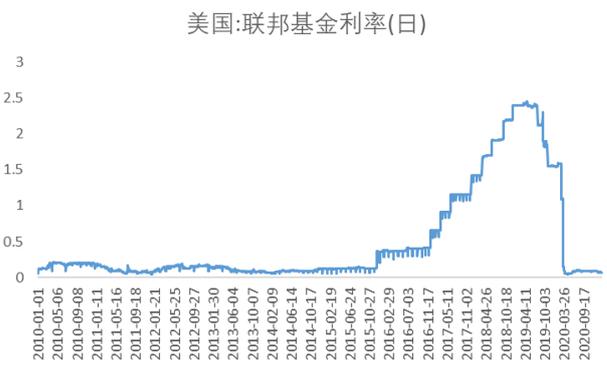
正是由于经济复苏中往往有波折性，从周期行情的演绎上看，一轮完整的周期行情往往也是主要分为三段。(1) 政策宽松阶段，估值扩张为主，盈利见底并开始修复，对于股价来说，估值的扩张占据大头。(2) “货币紧缩+经济复苏”阶段，此时往往表现为调整和波动。(3) 产品继续涨价，业绩实现兑现。

图 22: 中国 shibor 和 M2 走势



资料来源: wind, 财信证券

图 23: 美联储基准利率走势 (2009-2011)



资料来源: wind, 财信证券

图 24: 利率和 CRB 金属指数的变动 (2009-2011)



资料来源: wind, 财信证券

图 25: 利率和 CRB 金属指数的变动 (2016-2017)



资料来源: wind, 财信证券

图 26: 美国通胀与通胀预期



资料来源: wind, 财信证券

2 铜迎来供需和金融属性的共振

2.1 铜迎来供需和金融属性的共振

前期我们的报告《如何看铜为代表的大宗商品未来走势》认为铜的基本面相对扎实，主要基于以下理由：（1）本轮大宗商品较多依赖于流动性，故而美元定价、金融属性更强的铜更为受益；（2）从固定资产投资角度看，根据我们团队前期的报告《全球刺激政策后的投资机遇，迎接复苏拥抱周期》，中美欧 2021 年固定资产增速有望在 6.7%（和 2016-2017 年相似），需要关注供给端更紧的环节，供给较紧的铜受益于此；（3）以往周期股的工业需求，更多是和房地产等旧基建联系在一起，本轮需要重视新基建的贡献，中、美、欧形成了碳中和的共识，光伏、风电、新能源车对铜的消耗有望贡献铜的增量，铜金属处于新老基建的交汇处。

铜具有供需和金融属性的共振。（1）从铜的主要生产国来看，最重要的生产国是智利和秘鲁，两个国家的铜矿供给受到疫情的影响。从 2021 年的供给端来看，主要的增量是由紫金矿业、西部矿业、嘉能可等企业带来的。从 TC 费用上看，目前供需仍处于较紧状态，截止 2021 年 2 月份的 TC 费用是 40.1 美元/吨，处于持续的下行周期。（2）需求侧上，我们认为全球的经济复苏将会带动铜的需求增长，其中重要的增量有望是欧洲的基建计划和美国的房地产市场以及中国区的基建。（3）金融属性上，作为美元定价的商品，美联储货币政策的宽松带来了铜金融属性的增强，在其货币政策不转向之前，铜仍将受益于金融属性的驱动。

图 27：铜的 TC 费用



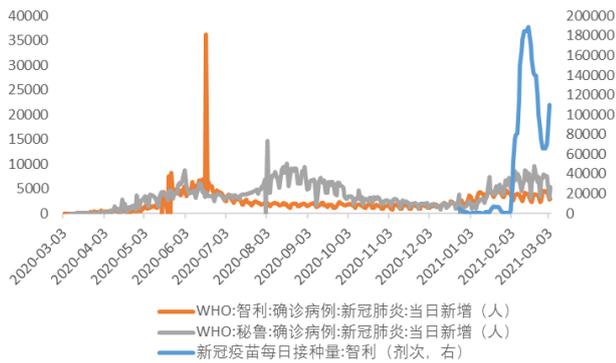
资料来源：wind，财信证券

图 28：铜的库存情况（不完全统计）



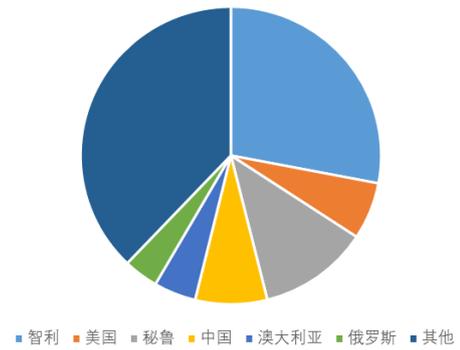
资料来源：wind，财信证券

图 29：智利和秘鲁的疫情与疫苗情况



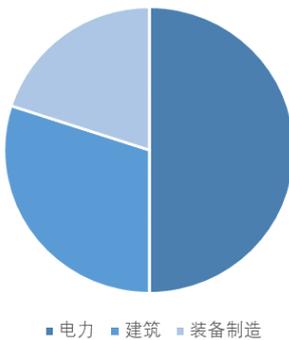
资料来源：wind，财信证券

图 30：全球矿产铜产量（2019）



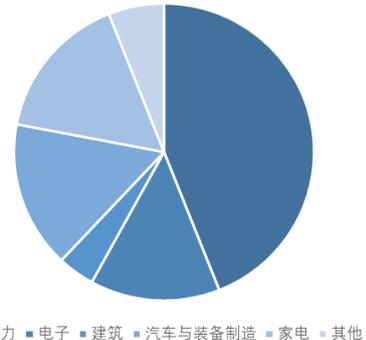
资料来源：wind，财信证券

图 31：全球铜下游需求



资料来源：中国产业信息网，财信证券

图 32：中国铜下游需求



资料来源：中国产业信息网，财信证券

图 33：全球 PMI 和铜价走势



资料来源：wind，财信证券

2.2 重视“新基建”对铜需求的影响

我们测算了全球新能源领域对铜的消耗量。

1) 新能源车领域

根据 ID TechEX 分析师测算，普通汽车耗铜量约 20 kg/辆，插电混合动力汽车耗铜量约 60 kg/辆，纯电动汽车耗铜量约 83kg/辆。充电桩方面，参考 SMM 和安泰科等信息，我们假设家用充电桩用铜量约 2 kg/台，直流快充桩约 60 kg/台，交流充电桩约为 5 kg/台。

表 1：全球新能源车领域对铜的消耗预测

项目	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
全球新能源车销量(万辆)	300	420	575	788	1080	1500	3000
纯电动销量(万辆)	225	315	432	591	810	1125	2250
插电混动销量(万辆)	75	105	144	197	270	375	750
纯电动车耗铜(万吨)	19	26	36	49	67	93	187
插电混动耗铜(万吨)	5	6	9	12	16	23	45
新能源车耗铜(万吨)	23	32	44	61	83	116	232
直流充电桩(万台)	9	13	17	24	32	45	90
交流充电桩(万台)	21	29	40	55	76	105	210
家用充电桩(万台)	70	98	134	184	252	350	700
充电桩总量(万台)	100	140	192	263	360	500	1000
直流充电桩耗铜(万吨)	0.5	0.8	1.0	1.4	1.9	2.7	5.4
交流充电桩耗铜(万吨)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	1.1
家用充电桩耗铜(万吨)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7	1.4
充电桩总量耗铜(万吨)	0.8	1.1	1.5	2.1	2.8	3.9	7.9
新能源车领域总的耗铜量(万吨)	24	34	46	63	86	120	240

资料来源：SMM，安泰科，国际铜业发展协会，ID TechEX，财信证券

2) 光伏和风电领域

根据国际铜业协会数据，风力发电机组每兆瓦用铜量约为 2.5-6 吨，太阳能光伏发电每兆瓦用铜量约 4 吨，我们假设风电、光伏每兆瓦耗铜分别为 5 吨和 4 吨。

表 2：全球光伏和风电领域对铜的消耗预测

项目	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
光伏乐观 (Ghw)	135	160	250	290	350	390
光伏保守 (Gwh)	120	130	190	220	260	300
光伏耗铜(万吨)	51	58	88	102	122	138
风电装机 (Gwh)	71	78	84	91	98	106
风电装机耗铜(万吨)	36	39	42	45	49	53

风电和光伏累计耗铜（万吨） 87 97 130 147 171 191

资料来源：国际铜业协会，财信证券

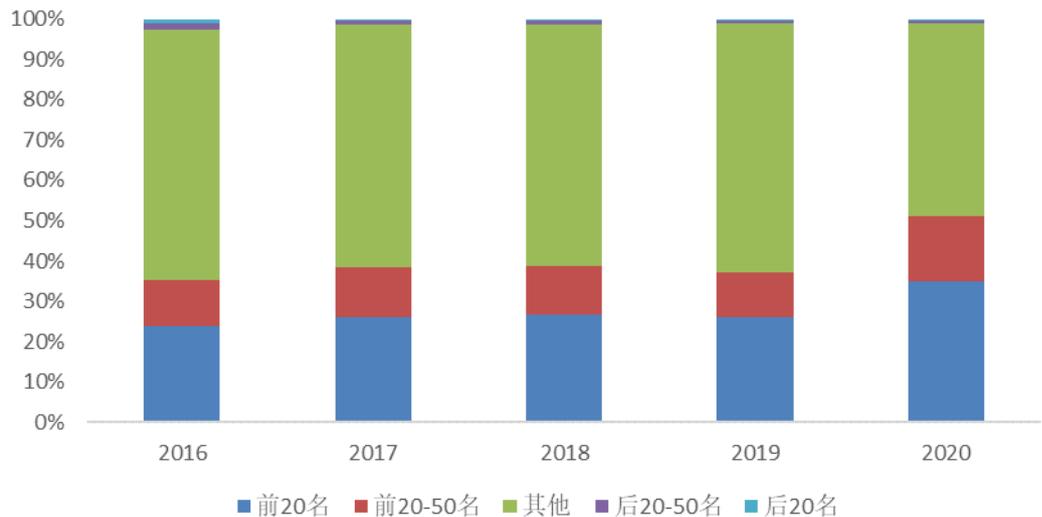
备注：光伏耗铜按照乐观和保守预测的均值计算

总的来看，新能源车、风电、光伏等新能源领域对铜的消耗量有望从 2020 年的 111 万吨增长到 2025 年的 311 万吨，复合增速为 23%。按照 2019 年全球精炼铜产量为 2404.5 万吨的数据，假设精炼铜需求在 2500 万吨，则新能源领域耗铜占比有望从 2020 年的 4.4% 提升至 2025 年的 12.4%。

3 投资建议

周期的 α 属性正在演绎。我们认为近年来逐渐有公司在行业 β 的基础上，有了 α 属性，当前需要重视周期股的重大变化，即重视其自身的成长性。2020 年周期行业前 20 的上市公司市值占比达到 35%，较 2019 年提升了 9 个百分点，周期行业的头部化从 2020 年变得十分的明显，我们认为这是产业逻辑演绎与资金选择的共同结果，未来行业头部化的趋势有望继续。

图 34：周期股的头部化明显（有色、化工、钢铁行业公司市值情况）



资料来源：wind，财信证券

股票层面，建议关注紫金矿业、西部矿业等，其中紫金矿业具有较强的 α 属性，当前是公司层面和行业层面逻辑的共振。

4 风险提示

疫情反复；中、美货币政策超预期转向；经济复苏不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438