

# 铜，经济复苏、通胀归来下最受益的大宗商品之一

有色金属行业

推荐 维持评级

## 核心观点:

- **铜是经济复苏、通胀上行阶段表现最亮眼的大宗商品资产之一。**在疫苗大规模接种彻底改变疫情对经济活动的制约，美国推出新一轮1.9万亿财政刺激，而美联储表态将继续维持货币宽松下，全球经济加速复苏、通胀预期快速上行。铜价的商品属性与金融属性直接受益于经济与通胀的回升。复盘过往20年铜价走势，在经济复苏、通胀归来的宏观经济环境下，铜价于经济底部附近触底，随着经济复苏与通胀反弹从底部开始上涨，且在经济增长停滞、通胀继续上行的类滞胀下继续上涨，直至上涨于通胀顶部附近见顶，是通胀归来下最受益的大宗商品标之一。
- **疫情与罢工扰动下铜精矿供应不确定性大，全球经济复苏铜需求增长明显，行业供需将维持紧平衡。**尽管在大型铜矿新建项目投产、扩产项目产能逐步释放以及受疫情影响铜矿山产量恢复的支撑下，预计全球铜矿的供应将有所回升，但考虑到有55%的新投产能位于非洲与南美等疫情严重、疫苗覆盖较晚地区，且2021年智利和秘鲁总计有466.5万吨产量的铜矿山合同到期面临劳资谈判可能引发罢工事件，全球铜矿供应仍具有较大不确定性。而在全球经济复苏下，国内铜需求稳定消费新亮点频现，美国制造业补库存周期、房地产上行周期与基建投资周期三期共振，全球铜需求将有明显增长，预计2021年全球铜行业供需紧平衡。
- **全球铜显性库存降至历史低位，国内春节累库低于以往，4-5月份或迎来加速去库存阶段。**全球三大交易所的显性铜库存自2020年3月的63.03万吨高点下降近52%至2021年3月初的30.54万吨，已接近历史的最低点。2021年国内上海、广东、江苏三地社会库存春节六周累库合计13.41万吨，低于往年年份的累库水平。按照过往规律，预计今年3月底国内就将开始去库存。在2月国内社融超预期下预计国内春季铝需求有支撑，而在近几个月智利、秘鲁相继受到社区堵路、疫情、海浪、卡车罢工等一系列突发事件影响使国内冶炼厂铜精矿原料供应受限，叠加国内炼厂4-5月份的集中检修，预计今年4-5月份国内铜库存将加速去化，在供需紧平衡的状态下催化铜价上涨。
- **投资策略：**美联储维持宽松政策、全球流动性拐点未至，经济复苏下逐步上行的通胀，叠加历史最低位置附近的全球显性库存在行业供需紧平衡下再去库化，将从金融属性与商品属性两方面一起发力推升铜价。目前铜价已上涨至9000美元/吨，我们认为从时间维度看本轮铜价将继续上涨直至美联储收紧流动性、通胀顶点预期出现，而空间上本轮铜价将大概率突破10190美元/吨创出历史新高。铜价的上涨直接利好于原料自给率高的铜行业上市公司，而铜精矿有新增产量的企业将放大业绩的弹性，基于这两个维度，推荐紫金矿业、西部矿业、江西铜业、云南铜业。

## 分析师

华立

☎: (8621) 20252650

✉: huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516080004

## 相关研究

## 目 录

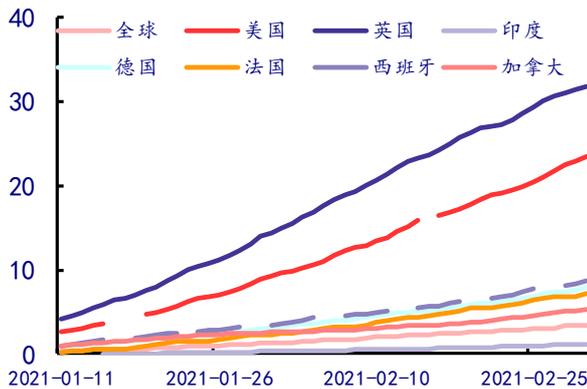
一、铜是经济复苏、通胀归来最受益标的之一.....	2
(一) 新冠疫苗推广加速全球经济复苏进程 .....	2
(二) 美国财政政策继续加码，加剧经济复苏与通胀归来预期.....	3
(三) 以史为鉴，铜价是经济复苏、通胀上行阶段表现最亮眼的大宗商品资产之一.....	4
(四) 美联储不改宽松政策，通胀归来、全球流动性拐点未至将支撑铜价上涨.....	6
二、铜供应端紧张将有所缓和，但不确定性仍较高.....	8
三、全球经济复苏新消费亮点频现，铜需求有望强势增长.....	14
(一) 新基建、新能源将是国内未来铜需求增量新亮点 .....	14
(二) 制造业补库存、房地产上行周期与基建大投资共振下，美国铜需求将有显著增量.....	17
四、供需紧平衡，全球显性铜库存已降至历史低位.....	20
五、投资策略 .....	23
六、风险提示 .....	24

## 一、铜是经济复苏、通胀归来最受益标的之一

### (一) 新冠疫苗推广加速全球经济复苏进程

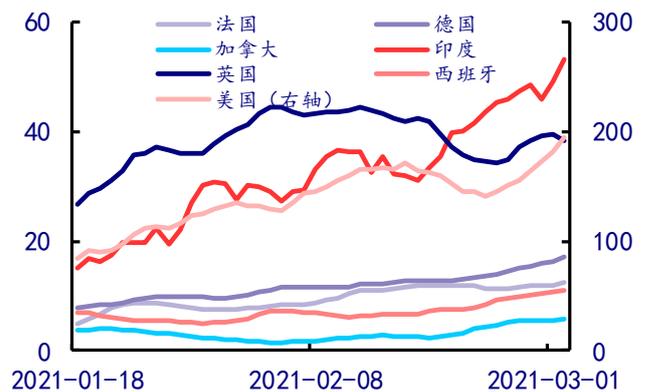
新冠疫苗进展顺利,欧美开始大规模接种。在2020年年底全球疫苗研发获得突破性进展,海外辉瑞、Moderna、阿斯利康等多款新冠疫苗被批准紧急上市,而国内也有国药集团北京所与武汉所、科兴、康希诺新冠疫苗获准上市,中国、美国、英国、欧盟等多国开始大规模接种疫苗。截止2月底,全球新冠疫苗接种总量已达2.57亿剂次,完全接种人数达到5375万人。其中中国、德国、法国已分别接种新冠疫苗5252、622.56、456.09万剂次;美国已接种新冠疫苗7524万剂次,第一剂疫苗接种率近15%,第二剂疫苗接种率近7.5%;英国已接种新冠疫苗2109万剂次,第一剂疫苗接种率近30%。而随着疫苗产能的释放与民众对疫苗接受程度的日益提高,全球疫苗的接种速度也在加快,目前美国新冠疫苗每日接种量已经达到了201.08万剂次,大幅超过了美国总统拜登之前每天接种150万剂疫苗的预期,预计2021年夏末美国通过接种新冠疫苗将实现群体免疫。

图1:全球主要国家每百人新冠疫苗接种量(剂次)



资料来源:Wind, 中国银河证券研究院

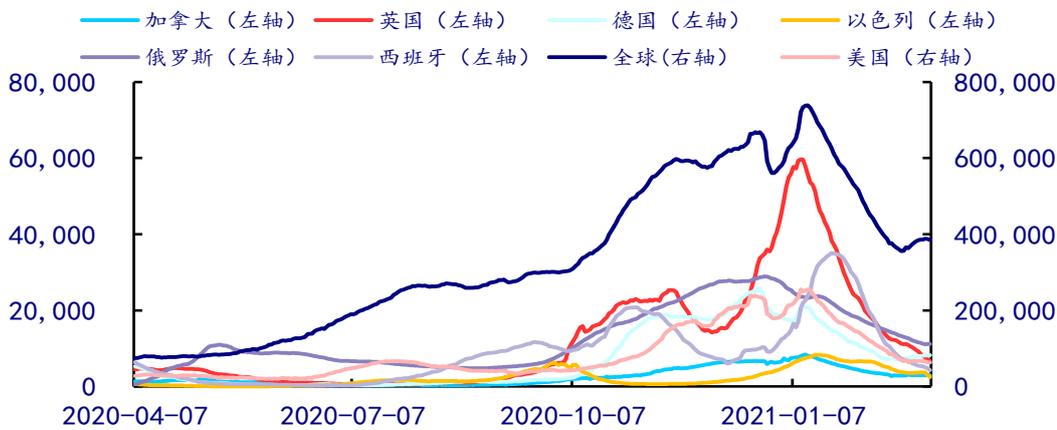
图2:全球主要国家新冠疫苗每日接种量(万剂次)



资料来源:Wind, 中国银河证券研究院

新冠疫苗的接种或将有效抑制疫情,真正确立全球经济复苏拐点。疫苗的使用对疫情显示了明显的抑制作用。《新英格兰医学杂志》表示,在以色列全国成年人口50.1%接种第一针辉瑞新冠疫苗,34.7%完成两针接种的情况下,对以色列120万人的真实世界研究显示,辉瑞新冠疫苗对保护有症状感染的有效性达到94%。而在英国的真实数据也显示,在15.6万接种疫苗前没有新冠感染史的≥70岁英国人群中,阿斯利康与辉瑞两种疫苗接种第一针后28-35天预防有症状感染的有效性约为60%,阿斯利康疫苗在接种35天后的有效性还能进一步提高到73%。在疫苗的作用下接种疫苗的各国每日新增病患出现了显著的下降。随着新冠疫苗在世界各国接种数量与速度的提升,疫情逐步被逐步控制,这将彻底改变疫情对经济活动的制约,彻底确立经济的拐点,加速全球经济的复苏。

图 3：海外主要国家新冠肺炎每日新增确诊病例（7 日平滑数据）出现明显下滑



资料来源：WHO，中国银河证券研究院

## （二）美国财政政策继续加码，加剧经济复苏与通胀归来预期

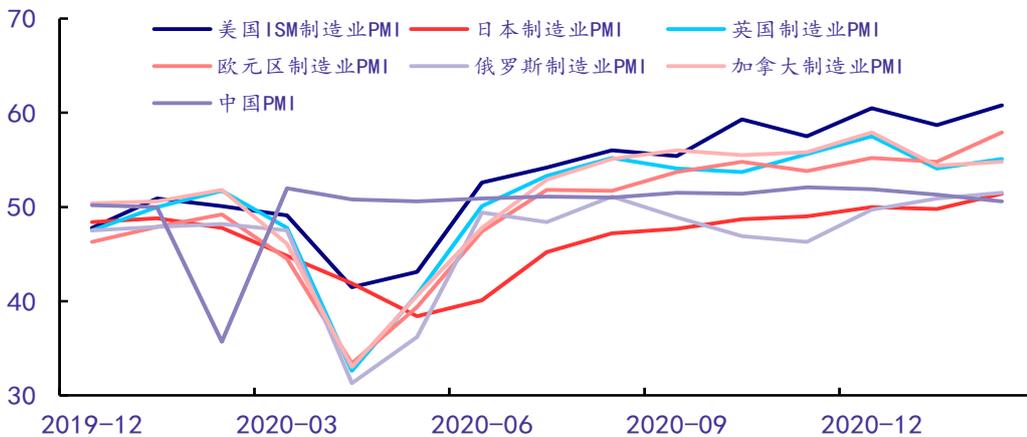
美国新一轮财政刺激推出，使经济复苏与通胀预期抬升。在遭受新冠疫情重创后，美国政府已推出多轮的财政刺激计划以援助美国经济复苏。继 2020 年底美国推出特朗普总统时代最后一次 9000 亿美元的财政刺激法案后，新总统拜登上台后再次提出了新一轮 1.9 万亿美元的财政刺激方案。目前该经济刺激计划已通过参议院投票，正式推出在即。美国新财政部长耶伦此前在 G7 会议上表示财政刺激很有必要并呼吁各国增加财政刺激。在疫情大规模接种有效抑制疫情驱动全球经济复苏的情况下，美国新一轮占 2020 年美国名义 GDP 约 9.1% 的 1.9 万亿美元财政刺激，将加速美国乃至全球经济的复苏，并叠加近期强势上涨的油价，推高美国的通胀。而近期快速上涨的美国国债利率也反映了市场对于经济复苏，以及未来通胀大幅提升的预期。

表 1：美国 1.9 万亿美元财政刺激主要措施

领域	详细内容
个人补贴	向大多数美国人发放 1400 美元/人的支票，使个人补贴金额从 12 月批准的 600 美元提高到 2000 美元
失业援助	每周失业救济额外福利 300 美元，并将援助金的期限延长至 9 月 6 日
住房援助	为疫情中失去工作的中低收入家庭提供 250 亿美元的租金援助；帮助各州及地区面临物价可归的人提供援助；帮助陷入困境的房客支付水电费；把 1 月底到期的联邦驱逐暂停至 9 月 30 日，并允许拥有联邦政府担保抵押贷款的人申请延迟偿付直至 9 月 30 日
饮食援助	将增长 15% 的食品福利期限延长至 9 月底；帮助妇女、婴儿、儿童获得食物，为居民提供营养品
税收减免	将儿童税收减免增加到每个孩子 3000 美元，其中 6 岁以下孩子 3600 美元；将无子女承认的最高年度收入所得税减免额提高到接近 1500 美元，将领取减免的收入上限提高到约 21000 美元，并扩大有资格参加老年工人税收减免计划的年龄范围
健康保费补贴	增加《平价医疗法案》的保费补贴，使参保者不必为医保支付超过其收入的 8.5% 的费用；提供精神健康等方面的服务，并满足退伍军人的医疗保健需求
紧急带薪休假	恢复在 12 月底至 9 月 30 日到期的带薪病假和探亲假；将该项福利扩展以覆盖更多工人
小型企业援助	在 PPP 计划外，再提供 150 亿美元来帮助小企业主；对某些州、地方非营利性融资计划提供 350 亿美元的投资，通过这些计划为企业架提供低息贷款
对机构拨款	向州政府和地方政府提供援助 3500 亿美元，以保证一线工人就业、疫苗分发、增加检测、重新开发学校等功能的正常运行；向 K12 学校和高等教育机构提供 1700 亿美元援助，帮助其重新开放或进行远程教学；向灾害最严重的公共交通机构提供 200 亿美元援助，避免裁员与削减路线
医疗卫生	在新冠病毒检测方面投资 500 亿美元；为国家疫苗接种方案提供 200 亿美元；为雇佣 10 万名公共卫生工作者提供资金，将使社区卫生工作人员增加 3 倍

资料来源：华尔街见闻，中国银河证券研究院

图 4：疫苗大规模接种及新一轮财政刺激有望加速全球经济复苏



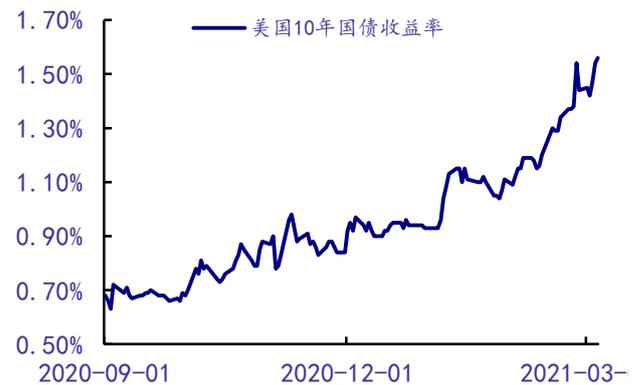
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：经济复苏、油价上涨抬升通胀预期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：美国国债利率上行体现市场对于经济复苏与通胀归来预期



资料来源：美联储，中国银河证券研究院

### (三) 以史为鉴，铜价是经济复苏、通胀上行阶段表现最亮眼的大宗商品资产之一

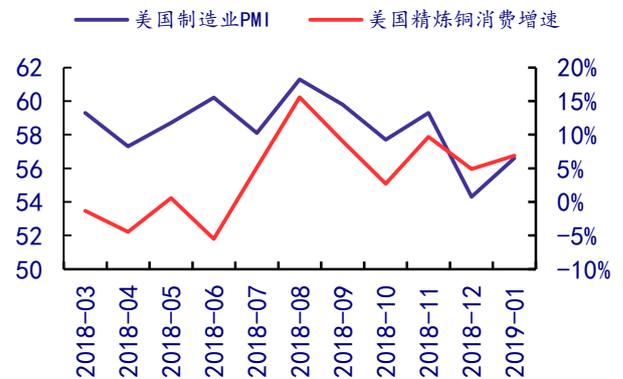
铜直接受益于全球经济复苏与通胀归来。作为最为典型的大宗商品有色金属，铜具备商品属性与金融属性。就商品属性而言铜是应用最为广泛的基本金属与重要工业原材料，其终端需求用于电气、轻工、机械、建筑、汽车等领域，涉及经济生活与制造业的各个环节。因此，铜需求直接映射了广泛的经济活动，当全球经济持续繁荣，铜的需求量就会总体增加，铜需求增速在趋势上与全球经济增速与制造业 PMI 较为拟合。而就金融属性而言铜是全球最为重要的大宗商品金属，与通胀相关性大。且全球铜价以美元定价，在通胀环境下美元贬值其相对比价价格将获得提升。

图 7：全球 GDP 增速与铜需求增速趋势一致



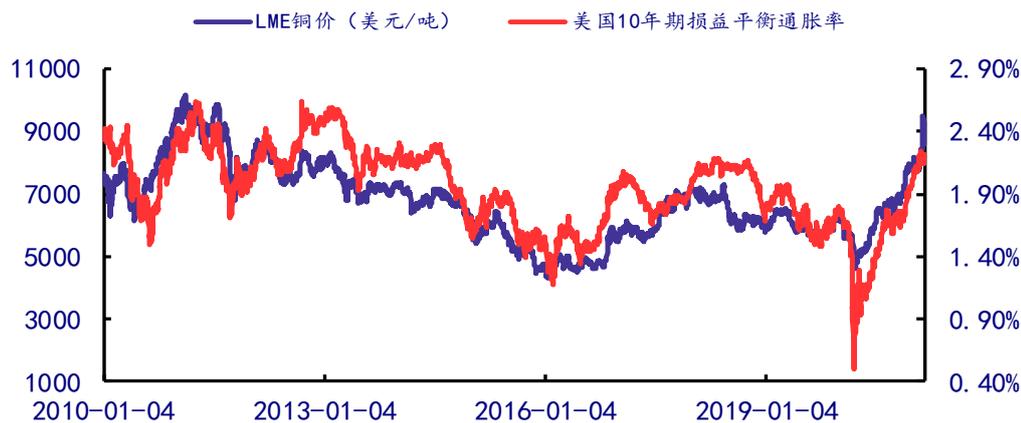
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：美国制造业 PMI 与铜消费增速在趋势上较为拟合



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

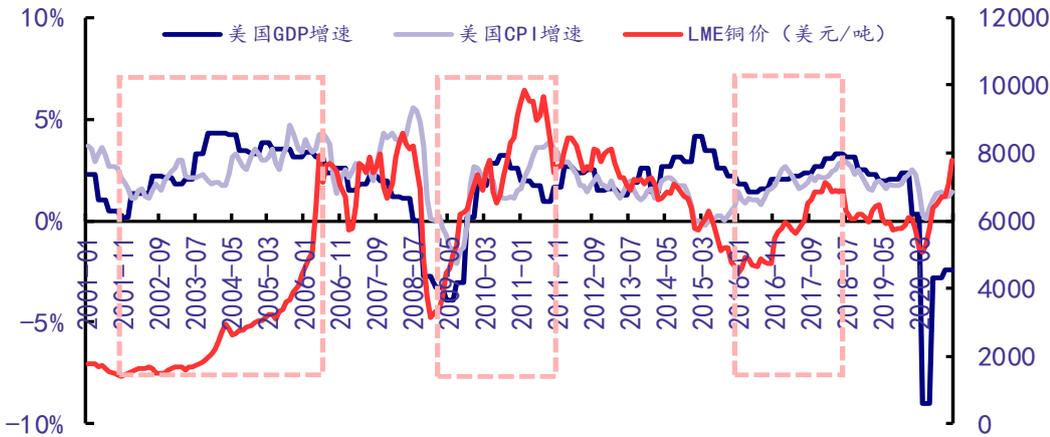
图 9：美国通胀预期与铜价趋势一致



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

回顾近 20 年的铜价走势，铜价在经济复苏、通胀归来阶段中皆有强势上涨的表现，可以说是通胀环境中表现最佳的大宗商品之一。通过复盘近 20 年的铜价表现，我们发现在过去 20 年 3 次美国经济复苏、通胀归来的过程中，美国经济（美国 GDP 增速）与通胀（美国 CPI 增速）触底回升上行至经济增速顶部时，铜价（LME 铜月均价）都呈现大幅上涨态势，这 3 次铜月均价期间平均涨幅高达 46.79%，这一收益率要高于黄金、原油、钢铁、铁矿石、大豆、豆粕等大宗商品，仅次于镍与棉花。而在美国经济扩张上行至顶部（GDP 增速见顶），但美国通胀继续上行，出现类滞胀的情况下，我们发现铜价还将继续上涨，铜价高点出现于更接近通胀高点而不是经济增速高点的时刻。在过去 20 年出现的 2 次美国经济见顶，通胀继续上行直至顶部的过程中，铜价都维持了继续上涨的态势，且这 2 次铜月均价期间平均涨幅为 37.57%，这以收益率要高于黄金、铝、钢铁、大豆、玉米等大宗商品，仅次于原油、糖与铁矿石。综合来看，铜价于经济底部附近触底，随着经济复苏与通胀反弹从底部开始上涨，直至上涨于通胀顶部附近见顶，是通胀归来下最受益的大宗商品标的之一。

图 10: 铜价在底部随美国经济复苏、通胀上行而上涨直至在通胀顶部附近见顶



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 2: 经济复苏、通胀归来下主要大宗商品收益率

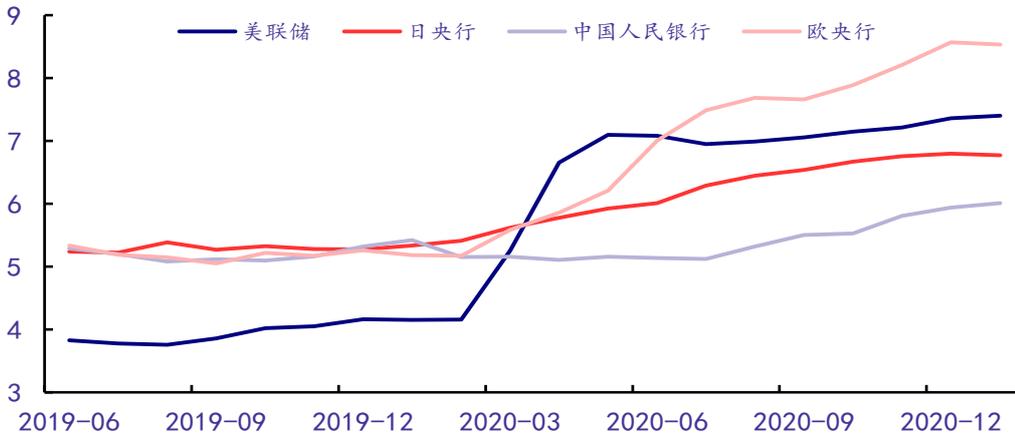
时期	经济指标		大宗商品收益率 (%)													
	美国 GDP 增速	美国 CPI 增速	铜	黄金	铝	锌	锡	镍	原油	钢铁	大豆	玉米	豆粕	棉花	糖	铁矿石
<b>经济、通胀触底回升直至经济顶点</b>																
2002.1-2003.12	0.15%-4.33%	1.10%-1.90%	43	45	13	22	54	143	63	52	78	18	54	93	-13	9
2009.7-2010.9	-3.92%-3.18%	-2.10%-1.10%	48	37	29	36	65	41	18	24	15	45	6	57	28	68
2016.6-2018.6	1.41%-3.33%	1.00%-2.90%	50	0	40	50	22	70	37	40	-17	-8	-13	36	-37	25
<b>平均</b>			<b>47</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>47</b>	<b>85</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>25</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>62</b>	<b>-7</b>	<b>34</b>
<b>经济到顶出现下滑、通胀继续上行至顶点</b>																
2003.12-2005.9	4.33%-3.51%	1.90%-4.70%	68	13	18	41	12	-1	103	24	-25	-15	-23	-28	67	103
2010.9-2011.9	3.18%-0.95%	1.10%-3.90%	7	38	6	-4	-1	-10	8	13	26	42	16	11	17	26
<b>平均</b>			<b>38</b>	<b>26</b>	<b>12</b>	<b>19</b>	<b>6</b>	<b>-6</b>	<b>56</b>	<b>19</b>	<b>1</b>	<b>14</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>42</b>	<b>65</b>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### (四) 美联储不改宽松政策, 通胀归来、全球流动性拐点未至将支撑铜价上涨

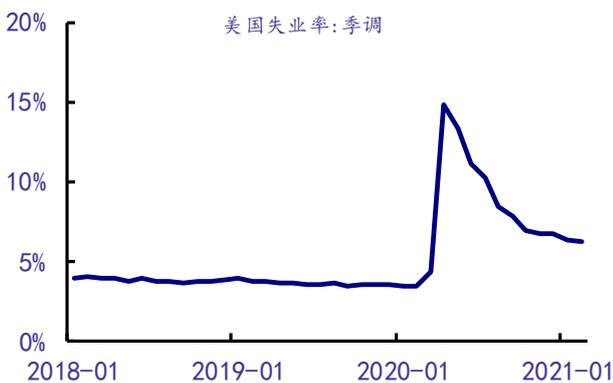
美联储强调维持货币宽松, 全球流动性拐点仍未到来。自疫情发生以来以美联储为首的全球央行采取了超宽松的货币政策, 全球主要经济体央行资产负债表从 2020 年 3 月起大幅增长, 向市场注入巨额流动性。美联储在采用“零利率+QE”的救市政策(将联邦基金目标利率降为 0%, 每月至少购买 1200 亿美元债券), 并进行了货币政策框架的改革, 提出新的货币政策评估框架, 希望通胀在一段时间内平均增长 2%, 即采用“灵活形式的平均通胀目标制”, 提高通胀阈值, 允许通胀率“适度”高于 2%而不立即采取收紧货币政策的措施。尽管近期市场在疫苗大规模接种经济复苏、原油价格大幅上涨与美国新一轮财政刺激即将推出下通胀预期抬升, 美国国债收益率快速上行, 但美联储 1 月会议纪要、美联储主席鲍威尔国会证词以及美联储高官近期表态都强调目前通货膨胀率和就业率仍远低于美联储的目标, 离完成目标还有“相当长的一段距离”, 货币宽松政策还将持续。

图 11: 全球主要经济体央行资产负债表大幅扩张 (万亿美元)



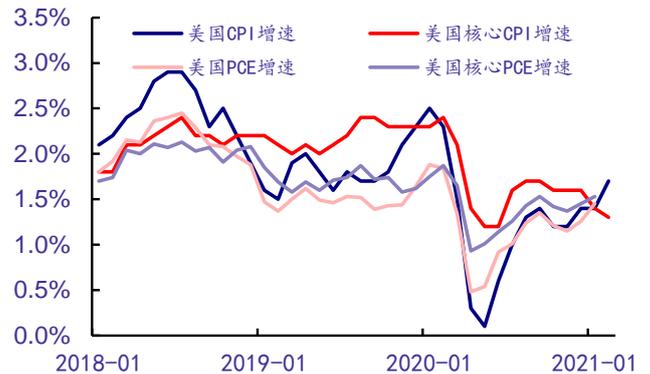
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 美国离恢复就业仍有较长距离



资料来源: 美国劳工部, 中国银河证券研究院

图 13: 美国通胀率仍处于较低位置



资料来源: 美国劳工部, 美国经济分析局, 中国银河证券研究院

表 3: 近期美联储各官员表态货币宽松还将持续

时间	来源	主要内容
2月11日	美联储主席鲍威尔	就就业市场来说, 美国经济复苏仍有“很长的路要走”; 削减美联储购买债券可能性的说法为时过早; 在未来几个月里, 可能会看到通货膨胀数据的上升, 但这并不意味着什么
2月18日	美联储 FOMC 1月货币政策会议纪要	在判断目标进展之时, 需要将影响通胀的短期因素“剥离”出来, 区分一次性的物价波动以及潜在通胀趋势; 目前的经济情况与长期目标相距甚远, 取得“实质性”进展可能需要“一段时间”, 在那之前, 需要保持宽松政策
2月24日	美联储主席鲍威尔国会证词	美国劳动力市场疲软, 经济恢复应以达到最大就业率为目标, 今年1月份美国实际失业率高达10%; 美国通胀的动向并无实质性改变, 距离此前美联储提出的“平均通胀率2%”或需三年才可实现; 美联储将维持债券购买计划不变, 继续提供货币政策支持, 以此保证实现通胀和就业目标; 美联储会清楚告诉市场什么时候缩减债券购买, 以及什么时候会提高利率
3月2日	美国旧金山联储主席戴利	目前通胀过低, 通胀可能还需要一段时间才能回到2%并长时间保持在该水平, 相信新一轮财政援助不会引发不受欢迎的通胀, 而是会充当桥梁, 帮助人们度过疫情; 数百万美国人仍处于失业状态, 货币政策必须在一段时间内保持宽松
3月2日	美联储理事布雷纳德	受疫苗和刺激计划提振, 美国经济前景已显著改善, 但美联储“需要耐心等待”, 美联储将维持宽松, 在考虑改变政策之前, 需要确保就业和通胀目标处于正轨
3月4日	美联储主席鲍威尔	将容忍通胀率在2%上方水平运行一段时间, 以达到最大就业的目标, 在此之前美联储将不会加息, 现在离这个目标还差得很远
3月6日	美联储圣路易斯联储主席布拉德	欢迎通胀率持续在2%以上的情况出现, 如果一段时间内通胀比美联储目标高, 达到2.5%, 是可以接受的; 10年期美债收益率现在在重返新冠疫情爆发前的水平, 如果出现无序交易, 将让人担忧, 但目前还不至于

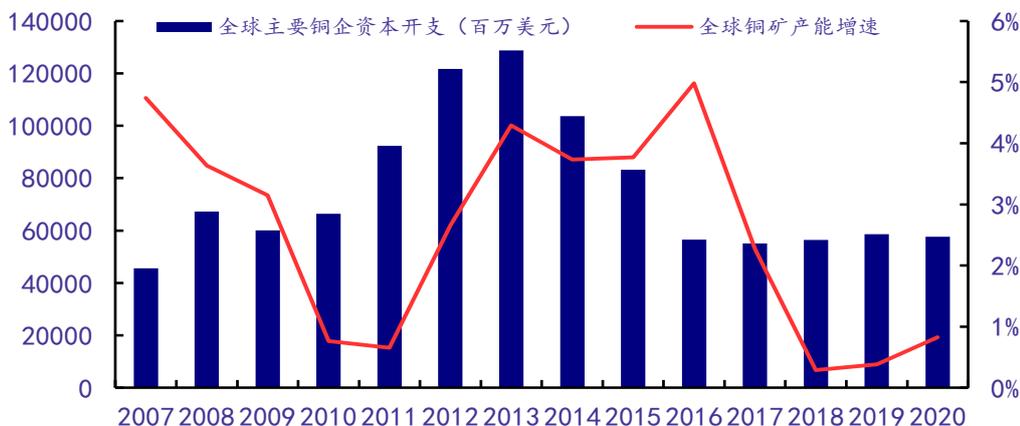
资料来源: 华尔街见闻, 中国银河证券研究院

在疫苗大规模接种确立疫情拐点，全球经济复苏、通胀归来，美联储维持货币宽松，全球流动性拐点未至且美国财政部缩减 TGA 或将继续驱使美联储扩表的情况下，通胀预计将继续上行，从而支撑铜价持续上涨。

## 二、铜供应端紧张将有所缓和，但不确定性仍较高

铜企资本开支下滑影响未来可投产的新建铜矿产能项目进度。全球铜企资本开支在 2012-2013 年达到顶峰后一路下滑，2017-2020 年全球铜企的资本开支仍处于较低位置。按资本开支与铜矿投产规律看，从资本开支高峰转化为铜矿新增产能的投放高峰一般需要 3-4 年的时间。而 2017 年后铜企较低的资本开支的奏，将影响中期铜矿山的建设与扩产项目的进程。虽然目前铜价已远高于铜矿企业开发新矿项目的激励价格，一些企业可能会加速项目建设，但由于新开发下一代铜矿的矿石质量下降问题，以及当前矿山需要遵守更高的环境与社会标准，这将导致新项目的成本与资金成本被拉高，现在建矿所需的时间可能会是过去的两倍。

图 14：全球主要铜企资本开支下滑



资料来源：彭博，ISCG，中国银河证券研究院

**疫情影响 2020 年全球铜精矿产出。**全球在产铜矿山主要集中在南美智利、秘鲁及非洲刚果（金）等地，2019 年智利、秘鲁与刚果（金）铜矿产量占全球总产量的 47%。3 月以来，疫情在智利、秘鲁与刚果（金）等主要铜矿产区的蔓延，使当地被迫进入紧急状态，这严重影响了矿山运营与生产。在疫情扰动下主要生产国智利、秘鲁铜 6 月矿产量出现下滑，而力拓、自由港、淡水河谷等主要铜企较年初下调全年产量预期。据 SMM 统计，疫情直接引发 2020 年全球铜精矿产量较年初计划产量减少近 46 万吨。在疫情的干扰下，2020 年全球铜矿产量有所缩减，较 2019 年产量同比减少近 1.4%。

**表 4：2020 年因疫情影响减少的铜精矿产量**

国家	铜矿山	因疫情影响预计减少产量 (万吨)
巴拿马	Cobre Panama	-10
秘鲁	Antamina	-6
秘鲁	Cerro Verde	-6
秘鲁	Las Bambas	-5
智利	Escondida	-4
秘鲁	Constancia	-3.6
厄瓜多尔	Mirador	-1.3
秘鲁	Antacappay	-1.2
智利	El Abra	-1.2
秘鲁	Cuajone	-1.1
智利	Candelaria	-1
美国	Pumpkin Hollow	-0.9
智利	Collahuasi	-0.8
加拿大	Copper Mountain	-0.8
智利	Caserones	-0.6
美国	Chilno	-0.6
墨西哥	Buenvista	-0.5
智利	Los Bronces	-0.5
智利	Colorado	-0.4
总计		-45.5

资料来源：SMM，中国银河证券研究院

在大型铜矿新建项目开始投产、扩产项目产能逐步释放以及受疫情影响铜矿山产量恢复的支撑下，预计 2021 年全球铜矿的供应将有所回升。据 Wood Mackenzie 统计，2021 年全球铜矿的新增产能（新项目投产产能+现有项目扩产产能）将达到 135.75 万吨，其中铜精矿新增产能 125.15 万吨，湿法铜新增产能 10.6 万吨。预计 2021 年全球铜矿产能将同比增长 6.57% 至 2202 万吨。此外，再叠加 2021 年从去年疫情影响中恢复的铜矿产量预计 28.7 万吨，2021 年全球的铜矿供应将有明显回升。

**表 5：2021 年全球铜矿新增产能**

矿山	国家	2021 年新增铜矿产能 (万吨)
Spence	Chile	11.5
Mina Justa (Marcona)	Peru	9
Kamoa-Kakula	Democratic Republic of Congo	5
Pumpkin Hollow	United States	3
Qulong	China	2
Timok	Serbia	2
	Russian Federation	2
Boseto (Khoemacau)	Botswana	1
Xiongcun	China	1
Woodlawn Tailings	Australia	0.83
Serrote	Brazil	0.5
Chuquicamata Underground	Chile	9.5

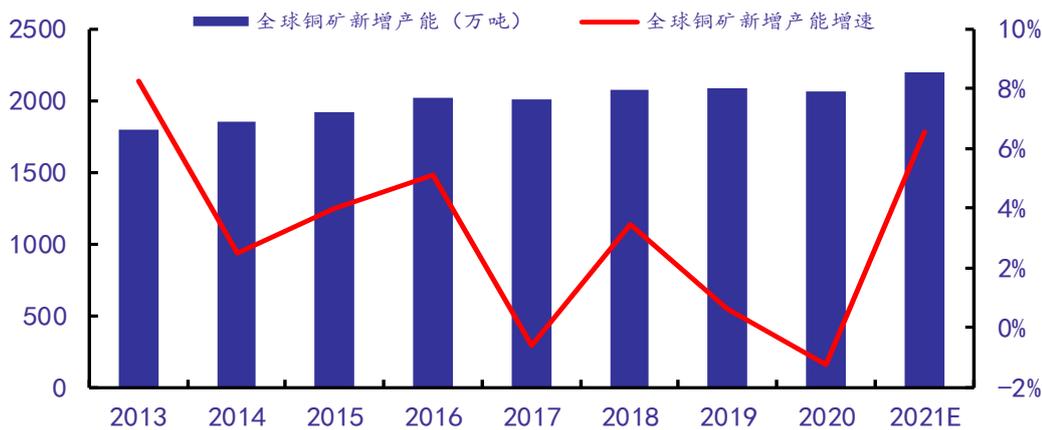
Cobre Panama (Petaquilla)	Panama	12
Carrapateena	Australia	5.75
Mirador	Ecuador	2.9
Gokirmak	Turkey	0.2
Chah Firouzeh / Ijue	Iran	1
San Martin Restart	Mexico	0.05
Celesta	Brazil	0.23
Pedra Branca	Brazil	1
Dikuluwe-Mashamba	Democratic Republic of Congo	0.56
Kambove	Democratic Republic of Congo	0.54
Kambove Tails Retreat	Democratic Republic of Congo	0.78
Konkola Deep	Zambia	0.5
Nkana	Zambia	2.3
Chengmenshan	China	0.5
Jiama	China	0.5
Other Chinese Mines	China	2.7
Zhongtiaoshan	China	0.4
Zijinshan	China	0.1
PT Freeport Indonesia	Indonesia	28.9
	Mongolia	3
Sin Quyen	Vietnam	0.42
Glogow Gleboki Przemyslowy	Poland	0.5
Rudna	Poland	-0.2
Veliki Krivelj	Serbia	-0.2
Salobo	Brazil	1.62
Andina	Chile	3.2
Mina Ministro Hales	Chile	2.2
	Peru	5.47
Tayahua (Santiago)	Mexico	0.54
Chino	United States	1.54
Ray	United States	-0.53
Olympic Dam	Australia	-0.75
Bystrinskoe	Russian Federation	0.5
Norilsk	Russian Federation	-0.39
<b>铜精矿总计</b>		<b>125.15</b>
Deziwa Ecaille C SxEw	Democratic Republic of Congo	1.5
Kolwezi (Commus) SxEw	Democratic Republic of Congo	-0.5
Lone Star SxEw	United States	3.1
Pumpi SxEw	Democratic Republic of Congo	0.32
Gunnison SxEw	United States	0.18
Michilla Restart SxEw	Chile	0.3
Metalkol SxEw	Democratic Republic of Congo	0.2
Mina Justa (Marcona) SxEw	Peru	5
Kamoya SxEw	Democratic Republic of Congo	0.5
<b>湿法铜新增产能合计</b>		<b>10.6</b>
<b>全球铜矿新增产能合计</b>		<b>135.75</b>

资料来源: Wood Mackenzie, 中国银河证券研究院

**表 6：2021 年预计将从疫情干扰中恢复的铜矿产量**

矿山	国家	2021 年疫情干扰中恢复产量 (万吨)
Las Bambas	Peru	6.5
Cerro Verde	Peru	4.8
Antamina	Peru	4
Constantia	Peru	4
Highland Valley	Canada	2.7
Olympic Dam	Australia	2.6
Salabo	Brazil	2.1
Sossego	Brazil	2
合计		28.7

资料来源：SMM，中国银河证券研究院

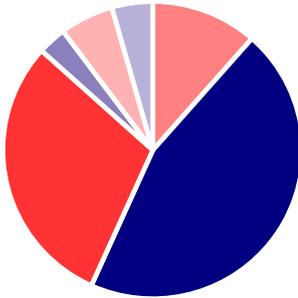
**图 15：全球铜矿新增产能及增速**


资料来源：Wood Mackenzie，中国银河证券研究院

**干扰因素存在，2021 年全球铜矿产量仍有较大不确定性。**虽然 2021 年全球铜矿有大量新增产能投放，但考虑到有 55% 的新投产产能位于非洲刚果金、博兹瓦纳与南美秘鲁、智利等疫情严重、疫苗覆盖较晚地区，其新建矿山项目是否能顺利投产，新增产能是否能顺利释放仍具有较大的不确定性。此外，2021 年是全球铜矿山合同到期的大年，据彭博统计仅智利和秘鲁就总计有 466.5 万吨产量的铜矿山合同到期面临劳资谈判（如智利的 Chuquicamata、Escondida 等大型铜矿山，秘鲁的 Antamina、Cerro Verde 等大型铜矿），目前高涨的铜价将会使劳方提出更高的要求，增加了罢工的可能性，最终影响到矿山的生产。3 月初智利安托法加斯塔矿业公司旗下 Los Pelambres 矿工会成员就选择了罢工。在疫情、劳资谈判等因素的扰动下，2021 年全球的铜矿供应仍有较大的不确定性，预计 2021 年全球铜矿产量同比增长 4.11% 至 2149 万吨。

图 16: 2021 年铜矿新增产能集中在非洲、南美等疫情严重区

非洲 南美洲 亚洲 欧洲 北美洲 澳洲



资料来源: Wood Mackenzie, 中国银河证券研究院

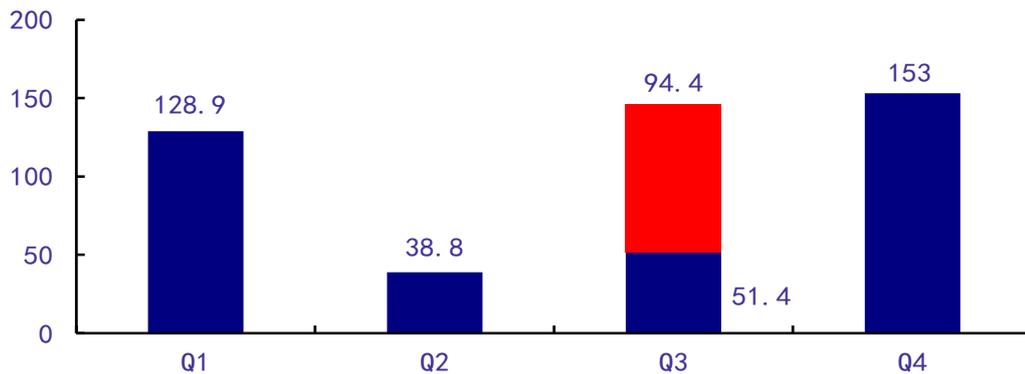
图 17: 全球铜矿产量及增速



资料来源: Wood Mackenzie, 中国银河证券研究院

图 18: 2021 年智利、秘鲁劳工合同到期的铜矿山产量 (万吨)

智利 秘鲁



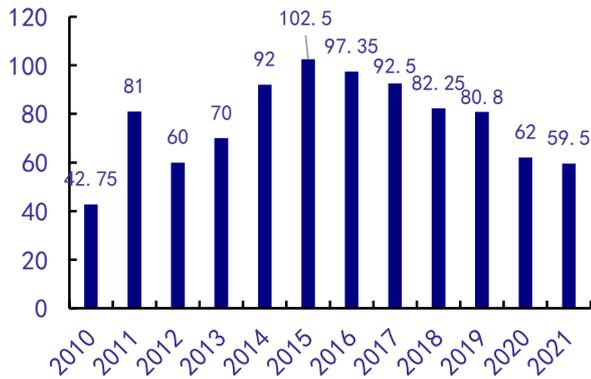
资料来源: 彭博, 中国银河证券研究院

近 10 年新低的长单冶炼加工费显示 2021 年全球铜精矿供应仍然偏紧。虽然明年铜精矿供应在产量大幅增长的情况下将有所改善, 但考虑到 2020 年全球铜精矿的供应短缺后, 行业铜矿库存已被大幅消耗, 再叠加最近两年仅国内就有 78 万吨的新增粗炼产能投放, 全球 2021 年冶炼粗炼增量接近 85 万吨, 预计 2021 年全球铜精矿供应仍将处于偏紧的状态。国内大型冶炼厂与海外矿山敲定 2021 年长单 TC Benchmark 为 59.5 美元/吨, 创下 2011 年以来的新低; 以及近期因天气原因南美铜精矿运输至国内受阻下国内铜精矿现货 TC 持续下跌至 36.7 美元/吨, 也反映了铜精矿市场的供应紧张。而在铜原料相对于 2020 年缓解, 国内冶炼新增产能投放的情况下, 预计 2021 年全球精炼铜产量同比增长 1.64% 至 2411 万吨。

**表 7: 国内新增铜冶炼产能 (万吨)**

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
当溪自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2020年9月
铜陵有色(奥炉)	0	15	铜精矿	2020年6月
赤峰金剑	20	35	铜精矿	2020年10月
紫金铜业有限公司	8	8	铜精矿	2021年
新疆五鑫	10	10	铜精矿	2021年
大冶有色	40	40	铜精矿	2021年
中条山有色金属集团有限公司	18	18	铜精矿	2022年
五矿铜业湖南有限公司	20	20	铜精矿	2022年
山东烟台国润铜业	8	8	铜精矿	2022年

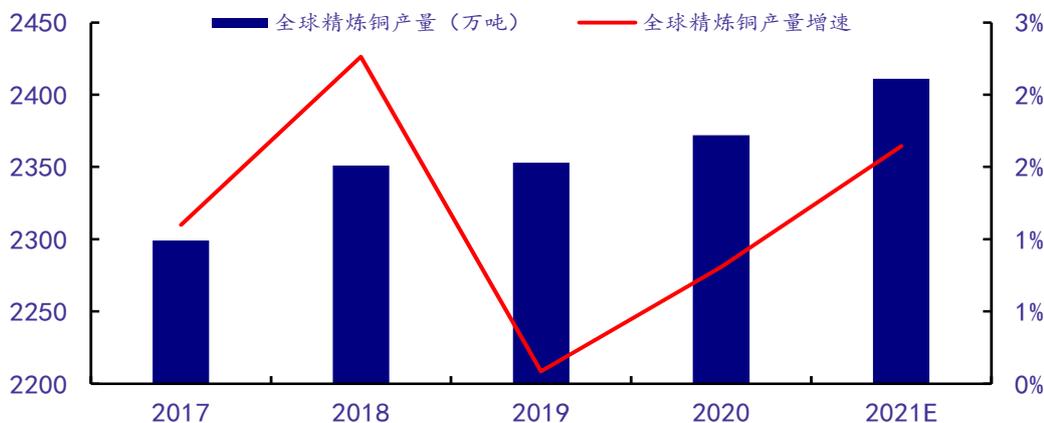
资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

**图 19: 2021 年长单 TC Benchmark 创下 10 年新低 (美元/吨)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图 20: 中国铜冶炼厂现货 TC (美元/吨)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图 21: 全球精炼铜产量及产量增速**


资料来源: Wood Mackenzie, SMM, 中国银河证券研究院

### 三、全球经济复苏新消费亮点频现，铜需求有望强势增长

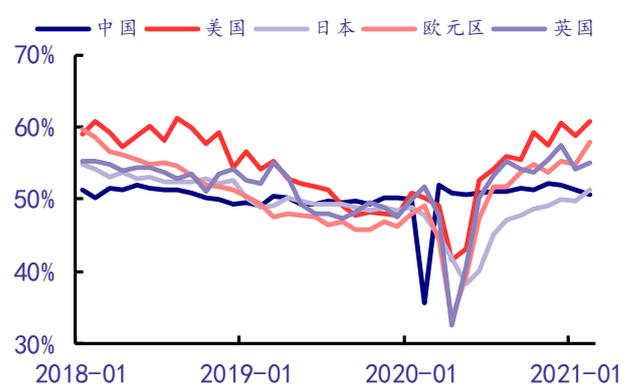
全球经济复苏下铜需求显著回暖。从全球铜的消费属地上看，中国、美国、欧盟是全球最大的消费国与地区，2020年中国、美国与欧盟的铜消费占全球总消费的74%左右。在疫情后，全球各国政府采用了历史新高的货币和财政政策力度托底经济。随着国内有效控制疫情，经济逐步复苏。而海外欧美国家在解除隔离、重启经济后，经济也开始反弹。在全球经济复苏，中美欧等主要的铜消费国家制造业重新进入扩张区间后，全球铜消费在2020年4月后出现明显的回暖。疫情影响下2020年全球全年铜消费同比减少1.01%至2344万吨。而在“十四五”开局之年国内经济保持稳定增长，疫苗大规模接种及财政刺激促欧美经济快速复苏下，预计2021年全球铜需求将有明显的增长。

图 22：全球主要经济体经济复苏



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

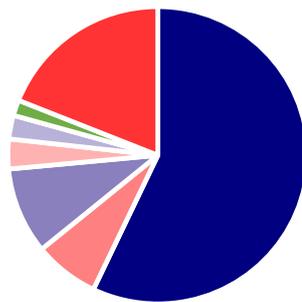
图 23：全球主要经济体制造业 PMI 进入扩张区间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

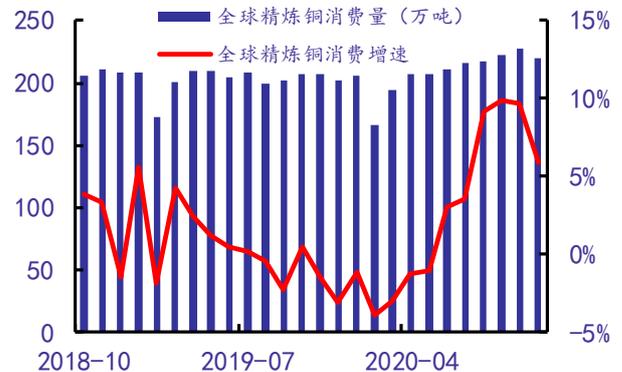
图 24：2020 年中美欧铜消费占全球总消费量的 74%左右

中国 美国 欧盟 日本 韩国 土耳其 其他



资料来源：ICSG，中国银河证券研究院

图 25：全球铜消费明显回升



资料来源：ICSG，中国银河证券研究院

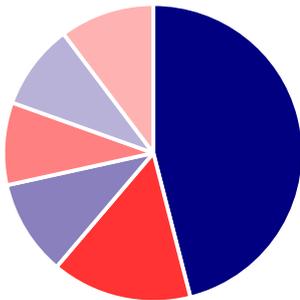
#### (一) 新基建、新能源将是国内未来铜需求增量新亮点

传统领域用铜维持稳定发展。中国是全球铜消费的第一大国，2019年中国铜消费占全球总消费的52.12%。而在国内铜下游终端需求主要集中在电力、家电、建筑、交通、电子这五大领域中，其中电力板块占国内终端需求的46%左右。2021年是“十四五”的开局之年，国家电网预计“十四五”期间电网及相关产业的投资额在6万亿元，年均1.2万亿。电网投资额虽有收窄的趋势，但无大幅下滑可能性，且电力能源结构的转型将使电力耗铜量逐步释放，令电力行业用铜量维持小幅增长。而建筑用铜方面，在国内自2017年房地产新开工增速远高于竣

工增速，房企积极销售期房缓解资金压力，根据交房周期预计2021年起将进入集中交付期，这将使房地产新开工与竣工的剪刀差缩小，地产竣工可能加速。房地产后周期的装修端对于铜的需求量更大，房屋竣工面积有望随着新开工与竣工面积的裂口缩小而企稳回升，拉动建筑用铜消费。此外，汽车、家电在疫情后的消费回暖，都将支持国内的铜消费。

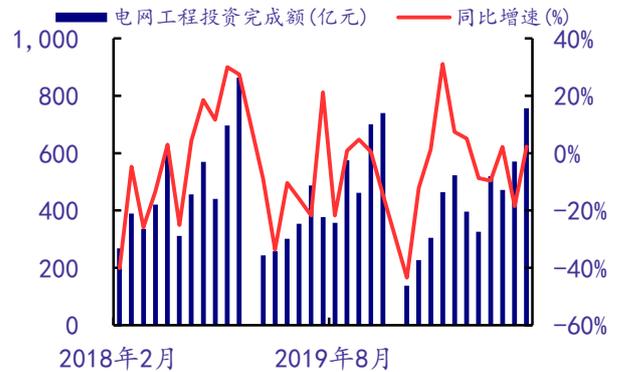
图 26：中国精炼铜下游终端需求结构

■ 电力 ■ 家电 ■ 交通运输 ■ 建筑 ■ 机械电子 ■ 其他



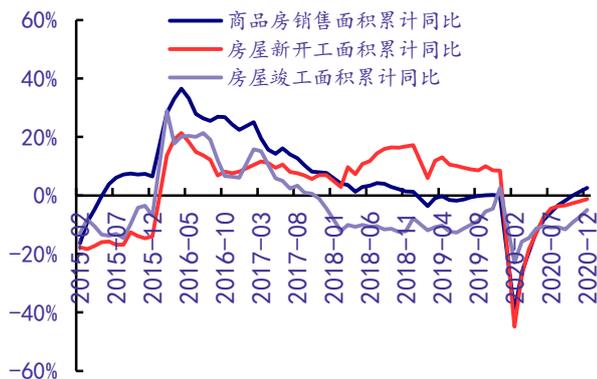
资料来源：SMM，中国银河证券研究院

图 27：中国电网工程投资完成额及增速



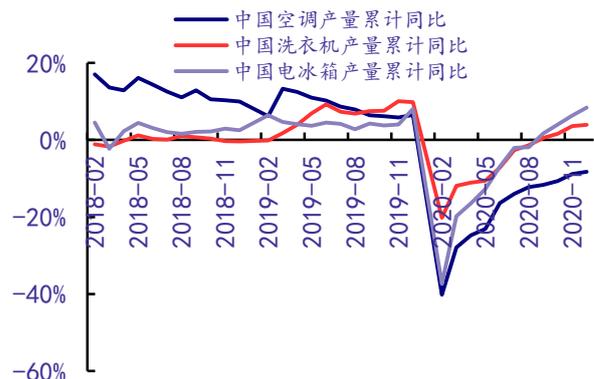
资料来源：CEC，中国银河证券研究院

图 28：中国房地产销售、新开工、竣工面积累计同比增速



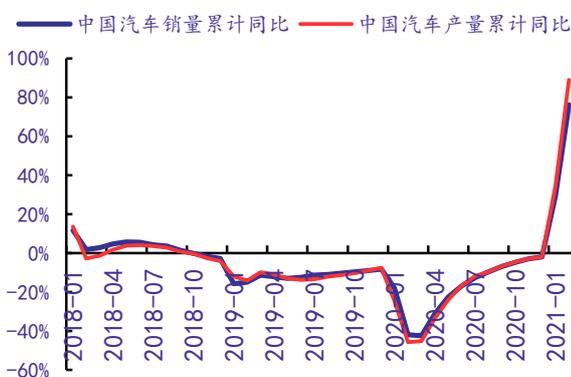
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 29：中国空调、洗衣机、电冰箱产量累计同比增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 30：中国汽车产量、销量累计同比增速



资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

图 31：中国挖掘机、大型拖拉机产量累计同比增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

**新基建、清洁能源或将成为国内未来铜需求增量的新亮点。**新基建作为国内经济转型的基建投资重点，是近些年国内政策支持的重点。而李克强总理在 2021 年“两会”的政府工作报告上进一步明确新基建的至关重要性，要求在十四五期间统筹推进与加快新基建建设。而新基建中的 5G 基站、充电桩建设会带动连接器、高强高导高屏蔽相关铜板带、铜箔需求；特高压、城际高铁和城际轨道交通将带动铜线缆、铜板带、接触性需求。据 SMM 统计，2021 年 5G 基建、充电桩、特高压、轨道交通这些新基建对铜消费合计将达到 13.89 万吨，同比增长 22.92%。

**表 8：国内新建 5G 基站对铜需求**

5G 基站	2019	2020	2021E	2025E
投资金额 (亿元)	650	2925	3418	4080
宏基站 (万站, 1 座基站 50 万元)	13	58.5	68.4	81.6
对应 PCB 价值 (亿元, 1.4 万元/站)	18	82	96	114
对应覆铜板价值 (亿元, PCB 的 35%)	6	29	33.5	40
铜箔投资额 (亿元, 覆铜板的 40%)	2.55	11.47	13.4	15.99
铜箔用量 (万吨)	0.32	1.43	1.67	2.13
精炼铜需求量 (万吨)	0.35	1.58	1.85	2.35

资料来源：SMM，中国银河证券研究院

**表 9：国内新建充电桩对铜需求**

充电桩	交流	直流	私人	合计
2019 年 (万座)	30.1	21.5	70.2	121.8
2020 年 (万座)	49	31.5	85.7	166.2
2020 年增量 (万座)	18.9	10	15.5	44.4
单位用铜量 (吨/座)	0.004	0.07	0.005	0.079
2020 年铜需求 (万吨)	0.20	2.21	0.43	2.83
2020 新增用铜量 (万吨)	0.08	0.70	0.08	0.85
2021E (万座)	75	50	110	235
2021 年增量 (万座)	26	18.5	24.3	68.8
2021 年铜需求 (万吨)	0.3	3.5	0.55	4.35
2021 新增用铜量 (万吨)	0.10	1.30	0.12	1.52

资料来源：SMM，中国银河证券研究院

**表 10：国内新基建领域对铜需求预测**

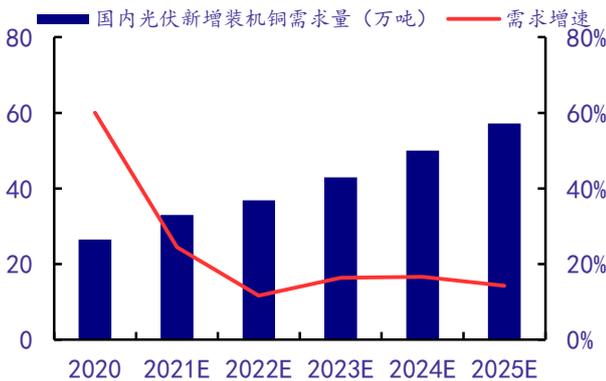
新基建铜需求量 (万吨)	2020	2021E
5G 基建	1.58	1.85
充电桩	2.83	4.35
特高压	1.72	2.58
轨道交通	5.17	5.11
<b>合计</b>	<b>11.30</b>	<b>13.89</b>

资料来源：SMM，中国银河证券研究院

此外，我国的能源结构转型加速，新能源也将带来新的铜需求增量。在“2030 年碳达峰、2060 年碳中和”的目标下，我国加快了新能源的应用，光伏、新能源汽车都将在“十四五”有较大幅度的增长。据中国光伏行业协会统计，2020 年我国光伏新增装机规模 48.2GW，预计

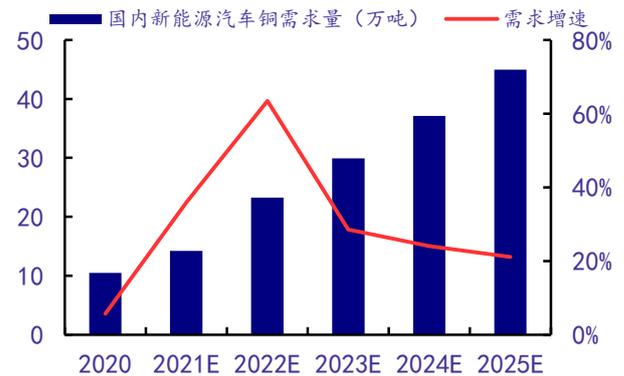
2021 年国内新增装机量需求将达到 55-65GW，“十四五”期间国内年均新装机规模将在 70-90GW。美国铜开发协会统计，光伏发电每兆瓦使用铜约 5.5 吨，预计“十四五”期间国内光伏新增装机量的年均铜需求将达到 44 万吨，较 2020 年增长 66%。而 2020 年国内新能源汽车产量 131 万辆，渗透率为 5.2%。根据我国《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，2025 年我国新能源汽车渗透率将达到 20%，预计我国 2025 年新能源汽车产量将达到 562 万辆。新能源汽车用铜量在传统内燃机汽车的基础上将是全方位的增加。新能源汽车电机、电池与充电功能都需要大量用铜，新能源汽车所带动的汽车智能化所提升的汽车电子，也将增加铜的使用量。据 IDTechEX 分析师测算，纯电动汽车用铜量 83kg，而 2019 年平均每辆汽车用铜量为 12.6kg。假设每辆新能源汽车的用铜量为 80kg，2025 年国内新能源汽车用量将从 2020 年的 10.48 万吨增长至 44.96 万吨，年均复合增长率 34%。

图 32：国内光伏新增装机铜需求量及需求增速



资料来源：中国光伏行业协会，中国银河证券研究院

图 33：国内新能源汽车铜需求量及需求增速



资料来源：中汽协，IDTechEX，中国银河证券研究院

## （二）制造业补库存、房地产上行周期与基建大投资共振下，美国铜需求将有显著增量

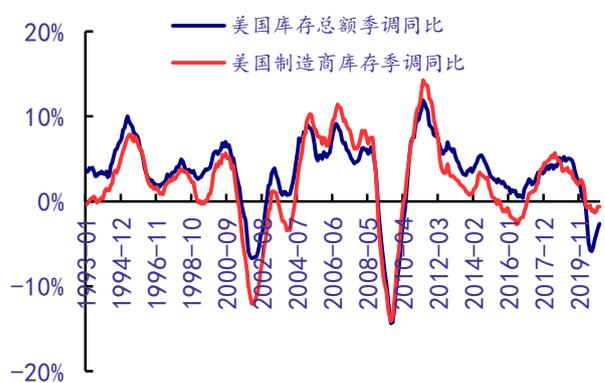
美国补库存周期将带动美国铜消费的增长。在疫情的负面影响下美国经济遭受重挫，生产几近停滞，但消费在美国货币、财政政策刺激下先于生产恢复，这使美国库存水平在 2020 年年中降至非常低的水平。而在疫情控制及多轮财政刺激下，美国经济逐步好转，制造业 PMI 已连续 9 个月处于扩张区间，美国进入新一轮补库存周期。过去 20 年，美国在互联网泡沫、金融危机、2016 年全球共振补库存都开启了补库存周期，补库存周期一半要持续 12 个月以上，最长可达 24 个月左右。美国大规模的疫苗接种，以及新一轮 1.9 万亿美元财政刺激，有望在新冠疫情后的新一轮补库存周期中加速补库存节奏，进一步拉动铜需求。

图 34：美国经济复苏，制造业已连续 12 个月处于扩张区间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

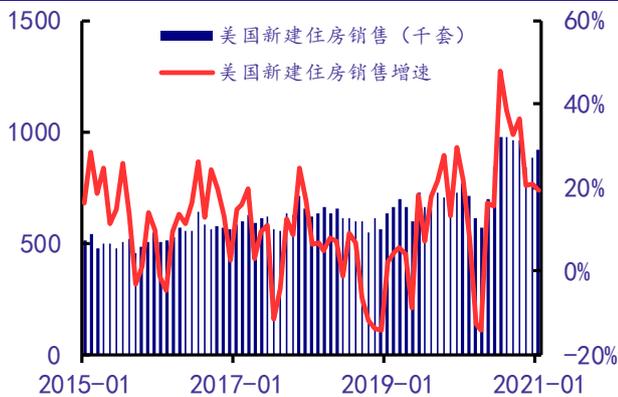
图 35：美国进入补库存周期将拉动铜需求



资料来源：美国商务部，中国银河证券研究院

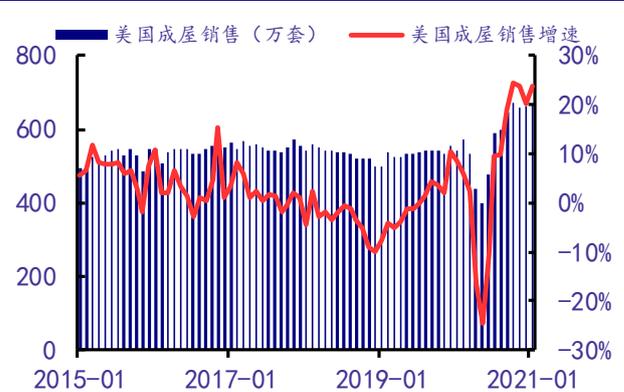
低利率环境叠加人口结构改善，美国开启房地产上行周期，新屋建设与补库存将拉动美国铜消费量增长。在美联储宽松政策下，房贷利率再创历史新低，据 Freddie Mac 2021 年第一周的基准 30 年期房屋贷款的平均利率降至 2.65%，一年前贷款利率仅为 3.64%，15 年期贷款利率降至 2.16%。美国的低利率环境以及人口结构中有购房需求的 20 到 49 岁人口数量呈上升趋势打开了美国房地产需求，使美国房地产需求进入上行周期，美国新屋、成屋销售在 2020 年 4 月后均大幅增长，使美国成屋库存、成屋库销比、房屋空置率已下滑至历史低点。在房地产旺盛需求与低库存下，美国房地产补库存拉动美国房地产投资与新屋建设，美国建造支出、已获得批准新建私人住宅增速在 2020 年年底出现了大幅增长。房地产是美国铜需求最大的消费终端，占美国铜消费总量的 43%。在美国新房销售增长及美国成屋补库存拉动新屋开工建设的情况下，预计美国房地产市场对铜的需求在未来几年将有持续的增长。

图 36：美国新建住房销售及销售增速



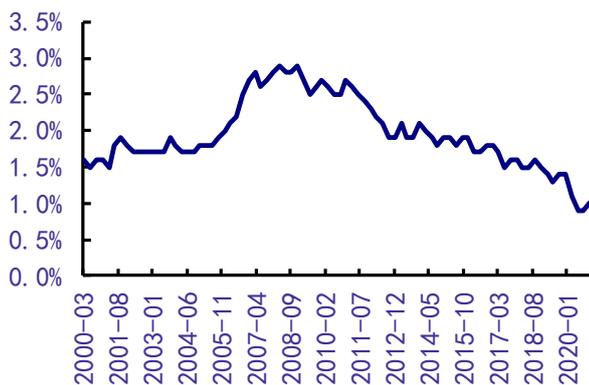
资料来源：美国商务部，中国银河证券研究院

图 37：美国成屋销售及销售增速



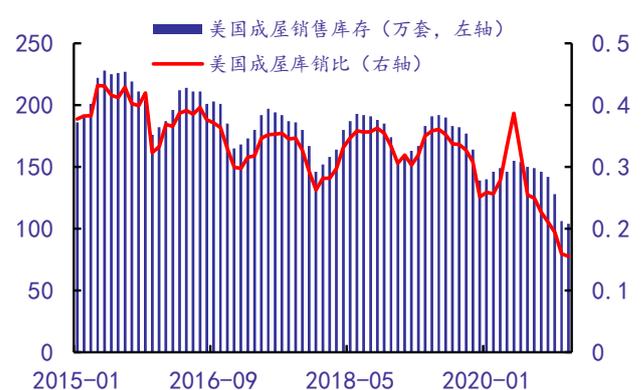
资料来源：全美房地产经纪商协会，中国银河证券研究院

图 38：美国房屋空置率



资料来源：美国商务部，中国银河证券研究院

图 39：美国成屋销售库存、成屋库销比下滑至低位



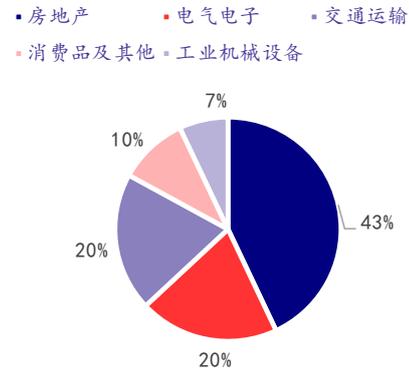
资料来源：美国商务部，中国银河证券研究院

图 40: 美国房地产建造支出加速增长



资料来源: 美国商务部, 中国银河证券研究院

图 41: 房地产是美国铜下游最大的需求终端



资料来源: USGS, 中国银河证券研究院

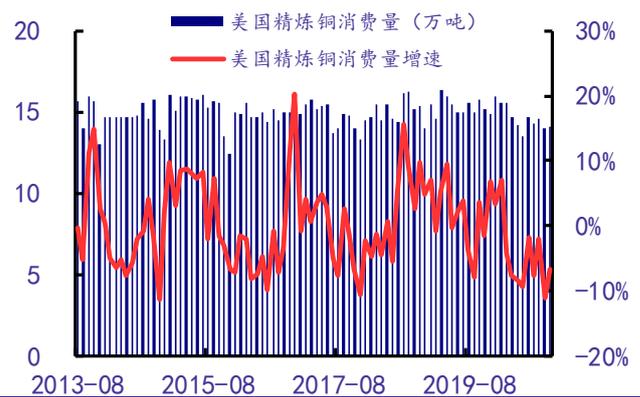
美国新政府有望继续推出基础设施建设投资, 拉动美国基建对铜的需求。美国基础设施建设兴盛于一战和二战战后时期, 在罗斯福新政时期通过大力兴建基础设施工程项目。但近些年美国的基础设施状况每况愈下, 已到了具有巨大缺陷的地步。据美国土木工程师学会估计未来十年美国面临 2.59 万亿美元的基础投资缺口, 重新加大对美国基础设施的翻新与投资对美国来说已变得极为迫切。据 CNBC 消息, 美国参议院一个重要委员会的主席表示, 在 1.9 万亿的疫情纾困法案通过后, 拜登政府的下一个重大优先事项将是大规模的交通基础设施法案, 这个基建计划可能会在 9 月底前作为拜登更广泛经济复苏计划的一部分签署为法律。拜登的基建计划, 预计将基于他在竞选期间提出的“重建美好 Build Back Better”提案, 其中包括在基础设施和清洁能源领域投入 2 万亿美元。除了传统的基建计划, 拜登政府还计划在电动汽车充电站、新能源汽车、零排放公交系统、可持续性建筑、清洁能源创新和保护上投入资金。基础设施建设是拉动铜消费量的有力措施之一, 基础设施相关的电气电子与交通运输分别占铜需求的 20%、20%。而清洁能源设施中光伏、风电、新能源汽车与充电桩也将拉动铜的新兴需求。在美国 2 万亿基建投资的支撑下, 预计基建领域对铜的需求将有大幅提升。

图 42: 美国基建投资及投资增速



资料来源: 美国商务部普查局, 中国银河证券研究院

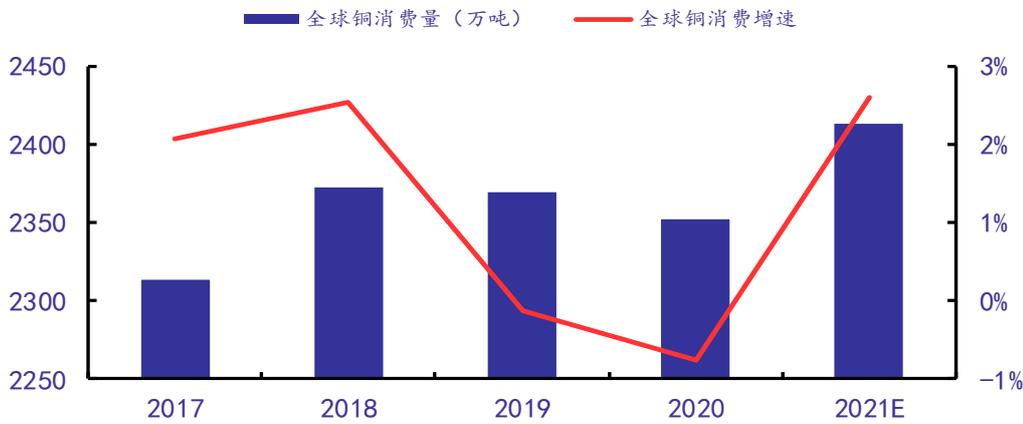
图 43: 美国精炼铜消费量及消费量增速



资料来源: ICSG, 中国银河证券研究院

综合来看, 在国内铜需求稳定消费新亮点频现, 海外经济复苏下铜消费将有明显增量情况下, 预计 2021 年全球铜消费将同比增长 2.59%至 2413 万吨。

图 44：全球精炼铜消费量及消费增速

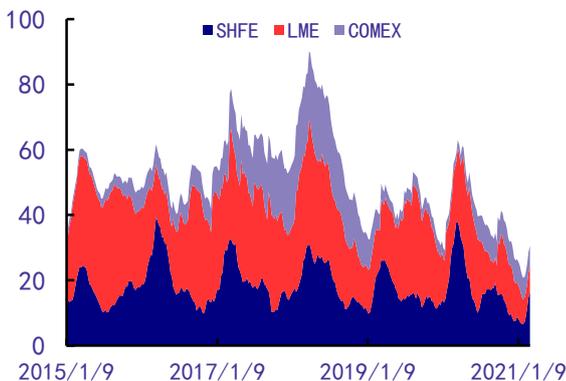


资料来源：SMM, Wood Mackenzie, 中国银河证券研究院

#### 四、供需紧平衡，全球显性铜库存已降至历史低位

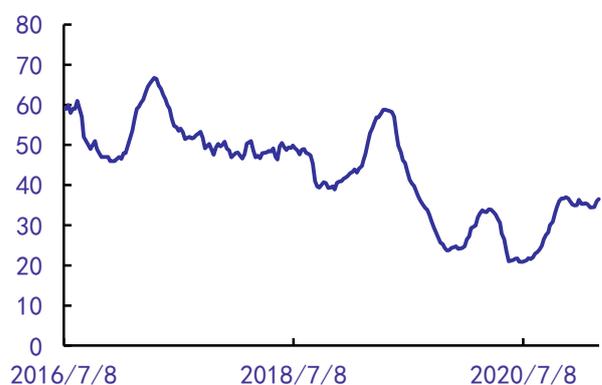
全球铜显性库存降至历史低位。2020Q1 因受疫情影响，全球铜需求大幅受挫，全球铜累库明显。而在 2020 年 4 月后，中国疫情被有效控制后经济逐步复苏，以及欧美经济重启后，全球的铜需求快速回暖。需求景气、供应受限，再叠加有关机构对铜的收储，使全球铜进入一个快速去库存的阶段。全球三大交易所的显性铜库存（SHFE+LME+COMEX）自 2020 年 3 月的 63.03 万吨的高点下降近 32.5 万吨至 2021 年 3 月初的 30.54 万吨，已接近历史的最低点；上海保税区铜库存目前也维持在 36.55 万吨的历史较低水平。而在 2021 年一季度全球铜消费淡季的情况，全球三大交易所铜库存的累库要低于往年年份，也显示了当下全球铜供需的紧张状况。

图 45：全球三大交易所铜显性库存已降至历史低位（万吨）



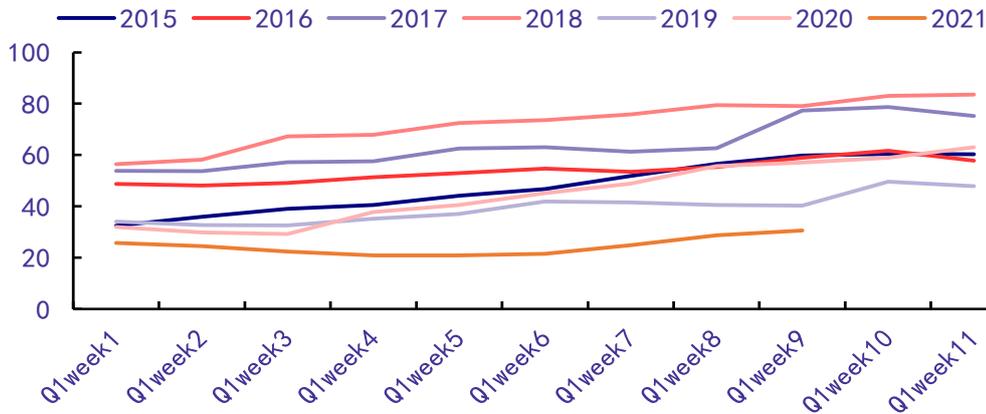
资料来源：SHFE, COMEX, LME, 中国银河证券研究院

图 46：上海保税区铜库存（万吨）



资料来源：SMM, 中国银河证券研究院

图 47: 2021Q1 全球三大交易所铜库存累库低于往年



资料来源: SHFE, COMEX, LME, 中国银河证券研究院

国内春节累库低于以往, 4-5 月份或迎来加速去库存阶段。据 SMM 统计, 2021 年国内上海、广东、江苏三地社会库存春节六周累库合计 13.41 万吨, 低于往年年份的累库水平。按照过往的历史规律, 春节后第七周国内社会库存就将进入去库存阶段, 预计今年 3 月底国内就将开始去库存。在 2 月国内社融超预期下预计国内春季铝需求有支撑, 而在近几个月智利、秘鲁相继受到社区堵路、疫情、海浪、卡车罢工等一系列突发事件影响使国内冶炼厂铜精矿原料供应受限, 叠加国内炼厂 4-5 月份的集中检修, 预计今年 4-5 月份国内铜库存将加速去化, 在供需紧平衡的状态下催化铜价上涨。

表 11: 2017-2021 年国内上海、广东、江苏三地社会库存春节累库情况

时间	春节前第二周库存基数	春节前一周库存增量	春节后前两周库存增量	春节后第三周库存增量	春节后第四周库存增量	春节后第五周库存增量	六周合计库存增量
2017	23.45	-0.68 -2.90%	+13.04 57.27%	+2.36 6.59%	+4.15 10.87%	-1.69 -4.00%	17.18
2018	19.59	+0.62 3.16%	+4.04 20.00%	+5.66 23.33%	+2.85 9.54%	+1.58 4.82%	14.75
2019	11.80	+1.83 15.51%	+15.87 116.43%	+0.97 3.29%	+1.41 4.63%	+0.80 2.50%	20.87
2020	17.26	-0.23 -1.32%	+15.40 90.40%	+8.08 24.92%	+5.88 14.51%	+4.91 10.58%	34.04
2021	16.20	+1.29 7.96%	+9.85 56.32%	+1.02 3.73%	+1.15 4.06%	+0.10 0.34%	13.41

资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

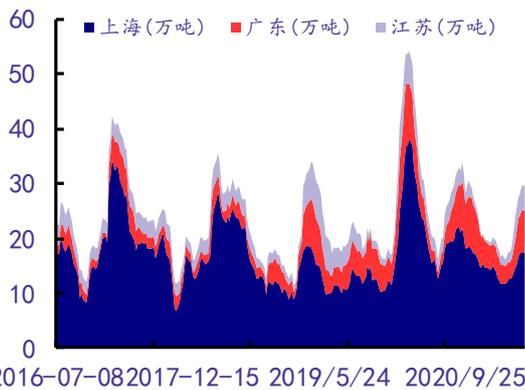
表 12: 国内铜冶炼厂于 4、5 月份集中检修

企业名称	产能	开始时间	结束时间	备注	影响产量
西南铜业(云南铜业)	50	2021 年 1 月	2021 年 1 月	20 来天	1.4
中铜东南铜业有限公司	40	2021 年 1 月	2021 年 1 月	10 来天	0.6
大冶有色	40	2021 年 1 月	2021 年 2 月	1 个月	2
云南锡业股份有限公司	12	2021 年 4 月	2021 年 4 月	20 多天	
铜陵金冠(奥炉)	20	2021 年 4 月	2021 年 5 月	40 天	
恒邦股份	20	2021 年 4 月	2021 年 5 月	25-30 天	
青海铜业责任有限公司	10	2021 年 4 月	2021 年 4 月	20 来天	
豫光金铅	10	2021 年 4 月	2021 年 5 月 1 日	30-40 天	
金隆铜业有限公司	35	2021 年 5 月	2021 年 6 月	35 天	4
西南铜业(云南铜业)	50	2021 年 5 月	2021 年 5 月	12 天	
赤峰金峰铜业有限公司	40	2021 年 5 月	2021 年 6 月	50 天	

阳谷祥光铜业有限公司	40	2021年5月	2021年6月	20来天	0.45
赤峰金剑	30	2021年5月	2021年5月	20天	
飞尚铜业有限公司	10	2021年5月下旬	2021年6月上旬	25天	
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	10	2021年5月	2021年10月	60-65天	
包头华鼎铜业发展有限公司	10	2021年8月	2021年8月	15天	
国投金城冶金有限责任公司	10	2021年9月	2021年9月	20-25天	
广西金川有色金属有限公司	40	2021年9月	2021年9月	15-20天	
吉林紫金铜业有限公司	10	2021年9月	2021年9月	20-30天	
黑龙江紫金铜业有限公司	15	2021年10月	2021年10月	20-30天	
江西铜业	50	2021年10月	2021年11月	40天	
中铜东南铜业有限公司	40	2021年12月	2022年1月	50天	
中条山有色金属集团有限公司	13	2021年10月	2021年11月	35天	
广西南国铜业有限责任公司	30	2021年10月	2021年11月		

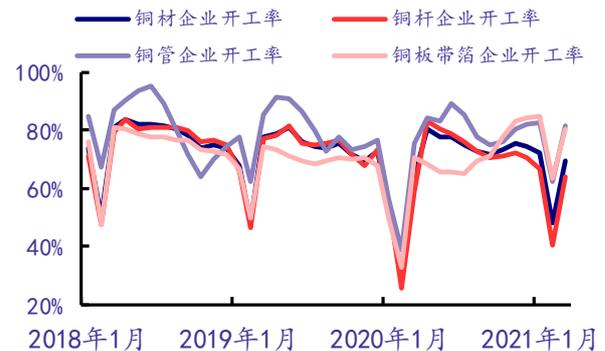
资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

图 48: 国内上海、广东、江苏三地铜社会库存



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

图 49: 国内精炼铜下游加工企业开工率逐步上行



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

表 13: 中国电解铜月度供需平衡表 (万吨)

	2020-3	2020-4	2020-5	2020-6	2020-7	2020-8	2020-9	2020-10	2020-11	2020-12	2021-1 E	2021-2 E	2021-3 E
电解铜产量	74	75	77	76	75	81	80	82	82	86	80	82	85
电解铜进口量	28	28	30	49	56	47	51	42	33	31	33	27	31
电解铜出口量	3	2	1	1	1	1	2	2	2	1	2	1	2
电解铜表观消费量	99	101	106	123	129	127	129	122	114	115	111	108	115
库存变化	-7	-24	-14	-2	9	10	3	4	-8	0	0	15	-3
实际消费量	106	126	120	126	120	117	125	118	122	116	111	93	118

资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

注: 2020年6-11月份国储局会持续发生进口铜收储行为, 估计规模在50万吨以上, 体现在平衡表的“消费”中

表 14: 全球铜供需平衡表 (万吨)

	2018	2019	2020	2021E
全球铜产量	2351	2353	2372	2411
中国铜产量	873	894	927	961
全球铜消费量	2373	2370	2352	2413
中国铜消费量	1191	1205	1339	1264
全球铜供需平衡	-22	-17	20	-2

资料来源: SMM, Wood Mackenzie, 中国银河证券研究院

图 50: 铜价走势



资料来源: LME, SHFE, 中国银河证券研究院

## 五、投资策略

在疫苗大规模接种彻底改变疫情对经济活动的制约, 美国推出新一轮 1.9 万亿财政刺激, 而美联储表态将继续维持货币宽松下, 全球经济加速复苏、通胀预期快速上行。复盘近 20 年的铜价走势, 我们发现铜价于经济底部附近触底, 随着经济复苏与通胀反弹从底部开始上涨, 且在经济增长停滞、通胀继续上行的类滞胀下继续上涨, 直至上涨于通胀顶部附近见顶, 铜是经济复苏、通胀归来下表现最优异的大宗商品标的之一。受南美、非洲疫情与劳工纠纷等干扰下, 2021 年全球铜精矿增量产出仍具有较高不确定性; 而国内铜传统需求稳定、新需求亮点频现, 海外经济复苏以及美国制造业补库存、房地产上行周期、基建大投资三期叠加下全球铜需求将有明显回升, 预计 2021 年全球铜供需将呈现紧平衡状态。美联储维持宽松政策、全球流动性拐点还未到来, 经济复苏下逐步上行的通胀, 叠加历史最低位置附近的全球显性库存在行业供需紧平衡下再去库化, 将从金融属性与商品属性两方面一起发力推升铜价。目前铜价已上涨至 9000 美元/吨, 我们认为从时间维度看本轮铜价将继续上涨直至美联储收紧流动性、通胀顶点预期出现, 而空间上本轮铜价将大概率突破 10190 美元/吨创出历史新高。铜价的上涨直接利好于原料自给率高的铜行业上市公司, 而铜精矿有新增产量的企业将放大业绩的弹性, 基于这两个维度, 推荐紫金矿业、西部矿业、江西铜业、云南铜业。

**表 15: 铜行业上市公司铜矿产量与储量情况**

公司	2019 年铜矿产量(万吨)	2020 年铜矿产量(万吨)	2021 年铜矿产量预计(万吨)	2021 年铜矿产量增速	2020 年铜矿权益产量(万吨)	2021 年铜矿权益产量(万吨)	2021 年铜矿权益产量增速	铜矿权益储量(万吨)	2021 年铜原料自给率预计
紫金矿业	37	45.6	58	27.19%	38	48	26.32%	6272	80%
西部矿业	4.91	5.4	12	122.22%	4.3	8	86.05%	379	75%
江西铜业	20.9	22	23	4.55%	22	23	4.55%	1360	15%
云南铜业	8.5	10	11	10.00%	6.5	7	7.69%	290	9%

资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

**表 16: 铜价对上市公司的业绩弹性测算**

公司	紫金矿业	西部矿业	江西铜业	云南铜业
市值(亿元)	2722	338	716	243
PB	5.84	3.18	1.64	2.71
PE (TTM)	48.3	32.9	44.8	48.8
市值/2021 年铜矿权益产量	56.71	42.25	31.13	34.71
市值/铜矿权益储量	0.43	0.89	0.53	0.84
铜价每上涨 1000 元增厚归母净利润(亿元)	3.14	0.56	1.55	0.49
铜价每上涨 1000 元增厚 EPS (元)	0.012	0.024	0.045	0.029

资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

**表 17: 不同铜价下对应上市公司业绩与估值测算**

	LME 铜价(美元/吨)	SHFE 铜价(元/吨)	紫金矿业	西部矿业	江西铜业	云南铜业
市值(亿元)			2722	338	716	243
不同铜价假设下, 2021E 公司归母净利润测算(亿元)	8403	62059	120	22	41	14
	9000	67312	136	25	49	17
	10000	74791	160	29	58	21
	11000	82270	183	33	70	24
不同铜价假设下, 2021E 公司 PE 测算	8403	62059	23	16	17	17
	9000	67312	20	14	15	14
	10000	74791	17	12	12	12
	11000	82270	15	10	10	10

资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 仅考虑上市公司的铜矿业务

## 六、风险提示

- 1) 铜下游消费不及预期;
- 2) 美联储货币宽松不及预期;
- 3) 疫苗研发进度与使用效果不及预期;
- 4) 铜精矿产能投放快于预期;
- 5) 金属价格大幅下跌。

## 插图目录

图 1: 全球主要国家每百人新冠疫苗接种量 (剂次)	2
图 2: 全球主要国家新冠疫苗每日接种量 (万剂次)	2
图 3: 海外主要国家新冠肺炎每日新增确诊病例 (7 日平滑数据) 出现明显下滑	3
图 4: 疫苗大规模接种及新一轮财政刺激有望加速全球经济复苏	4
图 5: 经济复苏、油价上涨抬升通胀预期	4
图 6: 美国国债利率上行体现市场对于经济复苏与通胀归来预期	4
图 7: 全球 GDP 增速与铜需求增速趋势一致	5
图 8: 美国制造业 PMI 与铜消费增速在趋势上较为拟合	5
图 9: 美国通胀预期与铜价趋势一致	5
图 10: 铜价在底部随美国经济复苏、通胀上行而上涨直至在通胀顶部附近见顶	6
图 11: 全球主要经济体央行资产负债表大幅扩张 (万亿美元)	7
图 12: 美国离恢复就业仍有较长距离	7
图 13: 美国通胀率仍处于较低位置	7
图 14: 全球主要铜企资本开支下滑	8
图 15: 全球铜矿新增产能及增速	11
图 16: 2021 年铜矿新增产能集中在非洲、南美等疫情严重区	12
图 17: 全球铜矿产量及增速	12
图 18: 2021 年智利、秘鲁劳工合同到期的铜矿山产量 (万吨)	12
图 19: 2021 年长单 TC Benchmark 创下 10 年新低 (美元/吨)	13
图 20: 中国铜冶炼厂现货 TC (美元/吨)	13
图 21: 全球精炼铜产量及产量增速	13
图 22: 全球主要经济体经济复苏	14
图 23: 全球主要经济体制造业 PMI 进入扩张区间	14
图 24: 2020 年中美欧铜消费占全球总消费量的 74% 左右	14
图 25: 全球铜消费明显回升	14
图 26: 中国精炼铜下游终端需求结构	15
图 27: 中国电网工程投资完成额及增速	15
图 28: 中国房地产销售、新开工、竣工面积累计同比增速	15
图 29: 中国空调、洗衣机、电冰箱产量累计同比增速	15
图 30: 中国汽车产量、销量累计同比增速	15
图 31: 中国挖掘机、大型拖拉机产量累计同比增速	15
图 32: 国内光伏新增装机铜需求量及需求增速	17
图 33: 国内新能源汽车铜需求量及需求增速	17
图 34: 美国经济复苏, 制造业已连续 12 个月处于扩张区间	17
图 35: 美国进入补库存周期将拉动铜需求	17
图 36: 美国新建住房销售及销售增速	18
图 37: 美国成屋销售及销售增速	18
图 38: 美国房屋空置率	18
图 39: 美国成屋销售库存、成屋库销比下滑至低位	18
图 40: 美国房地产建造支出加速增长	19
图 41: 房地产是美国铜下游最大的需求终端	19
图 42: 美国基建投资及投资增速	19
图 43: 美国精炼铜消费量及消费量增速	19
图 44: 全球精炼铜消费量及消费增速	20
图 45: 全球三大交易所铜显性库存已降至历史低位 (万吨)	20
图 46: 上海保税区铜库存 (万吨)	20
图 47: 2021Q1 全球三大交易所铜库存累库低于往年	21
图 48: 国内上海、广东、江苏三地铜社会库存	22
图 49: 国内精炼铜下游加工企业开工率逐步上行	22
图 50: 铜价走势	23

## 表格目录

表 1: 美国 1.9 万亿美元财政刺激主要措施 .....	3
表 2: 经济复苏、通胀归来下主要大宗商品收益率 .....	6
表 3: 近期美联储各官员表态货币宽松还将持续 .....	7
表 4: 2020 年因疫情影响减少的铜精矿产量 .....	9
表 5: 2021 年全球铜矿新增产能 .....	9
表 6: 2021 年预计将从疫情干扰中恢复的铜矿产量 .....	11
表 7: 国内新增铜冶炼产能 (万吨) .....	13
表 8: 国内新建 5G 基站对铜需求 .....	16
表 9: 国内新建充电桩对铜需求 .....	16
表 10: 国内新基建领域对铜需求预测 .....	16
表 11: 2017-2021 年国内上海、广东、江苏三地社会库存春节累库情况 .....	21
表 12: 国内铜冶炼厂于 4、5 月份集中检修 .....	21
表 13: 中国电解铜月度供需平衡表 (万吨) .....	22
表 14: 全球铜供需平衡表 (万吨) .....	23
表 15: 铜行业上市公司铜矿产量与储量情况 .....	24
表 16: 铜价对上市公司的业绩弹性测算 .....	24
表 17: 不同铜价下对应上市公司业绩与估值测算 .....	24

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：华立，金融投资专业硕士研究生毕业，2014年加入银河证券研究院，从事有色金属行业研究。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn