

## 铜供给分析

——有色金属

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

## 市场回顾:

截止 3 月 26 日收盘, 有色金属板块下跌 7.25%, 相对沪深 300 指数落后 7.87pct。有色金属板块涨幅在申银万国 28 个板块中位列 27 位, 处于较差水平。从估值来看, 当前行业整体 42.09 倍水平, 处于历史中位。

子板块周涨跌幅: 新材料(-3.10%), 工业金属(-7.96%), 黄金 (-7.87%), 稀有金属 (-6.92%);

- ◆ 股价涨幅前五名: \*ST 利源、章源钨业、ST 金泰、建龙微纳、格林美。
- ◆ 股价跌幅前五名: 有研粉材、焦作万方、鑫科材料、方大炭素、云铝股份。

## 投资策略及重点推荐:

**黄金:** 本周, COMEX 黄金期货收 1731.6 美元/盎司, 周跌 0.58%, 近三周首次下跌。在三月刚公布 1.9 万亿美元的经济刺激计划后, 拜登政府又提出了 3 万亿美元的基础计划, 提振市场对美国经济复苏的信心。3 月 26 日公布的 2 月 PCE 物价指数显示, 美国 2 月 PCE 同比升 1.6%, 核心 PCE 升 1.4%, 凸显了通货膨胀的预期。本周十年期美债收益率在周三跌破 1.6% 的关口, 后又重新上涨至 1.66%; 本周美元指数上涨 0.84%, 至 92.7。本周美元指数和美债收益率上升, 打压了黄金的吸引力, 黄金价格承压下跌。重点还需关注下周公布的非农就业数据和美国财政部的言论与措施。

**铜:** 本周, 铜价高位震荡, 小幅下跌, 沪铜主力收盘价 66170 元/吨, 较上周下跌 0.72%; LME 铜收 8950 美元/吨, 较上周下跌 0.04%。宏观方面, 美元指数继续走强使铜价承压。库存方面, 本周伦铜库存和沪铜库存均保持上涨, 美国、欧洲潜在的补库需求可能对铜价有支撑。需求方面, 并未出现消费的显著上升, 由于房地产信贷受限, 相比之前几轮的铜强周期可能缺少中国房地产的需求支撑。供给方面, 本周长荣海运旗下运营的一艘超大型集装箱船在苏伊士运河发生搁浅事故, 对苏伊士运河航道造成南北交通拥堵, 可能对铜材运输产生影响。短期来说, 宏观局势不确定, 铜价可能保持高位震荡; 中长期来说, 全球经济复苏前景明朗, 但还需关注消费端是否能实现对铜价上升的支撑。

**铝:** 本周, 铝价震荡走稳, 沪铝收 17420 元/吨, 较上周上涨 0.03%; LME 铝收 2273.5 美元/吨, 较上周下降 0.21%。周二传闻囤积铝锭出售, 导致沪铝跌停, 该消息尚未得到官方证实。恐慌情绪过后周四、周五铝价触底反弹。库存方面, 下游已从累库转为去库存。供给端, 整体开工水平增加, 市场货源稳定。消费端, 市场采购有所增加, 即将进入 4、5 月开工旺季, 需求端有望拉动铝价上升。短期内需要关注供给端囤积是否抛售的消息。

## 每周一谈: 铜供给分析

从储量和产量来看, 全球铜矿资源分布较为集中, 主要在智利和秘鲁等几个国家。根据 USGS 数据, 2019 年智利和秘鲁的矿山铜产量分别为 579 吨、240 万吨, 共占全球总产量的 40%。

2018、2019 年全球铜矿产量占精炼铜产量的比例稳定保持在 86%, 且近 20 年来这一比例的均值也为 86%。

铜精矿冶炼加工费 (粗炼费 TC/精炼费 RC) 持续走低, 反映了铜精矿的供给偏紧。

长期来看, 全球铜矿企业资本支出近几年维持低位, 未来铜供给增量或有限。

评级

增持 (维持)

2021 年 03 月 27 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

## 行业基本资料

股票家数	132
行业平均市盈率	74.5
市场平均市盈率	21.99

## 行业表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《有色金属行业研究周报: 复盘上轮铜上涨周期》2021-03-14
- 2、《有色金属: 军工上游有色梳理》2021-03-01
- 3、《有色金属: 有色行业 2020Q4 基金持仓分析》2021-02-22

我们预计 2020-2022 年全球矿产铜产量分别为 2020.8 万吨、2063 万吨、2148.5 万吨，同比增速分别为-0.9%、2.1%、4.1%。

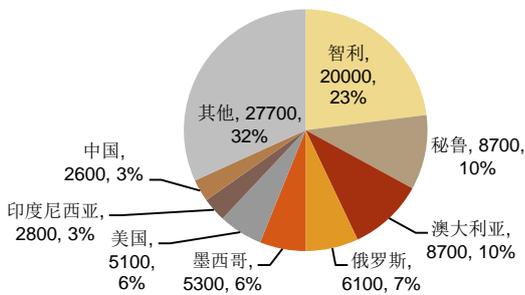
投资组合：云铝股份 神火股份 天华超净 赣锋锂业 紫金矿业 各 20%。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，疫情再次爆发影响经济复苏；

## 1. 每周一谈：铜供给分析

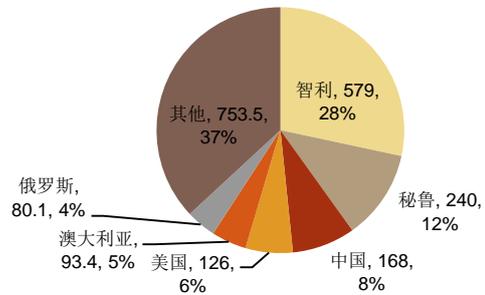
从储量和产量来看，全球铜矿资源分布较为集中，主要在智利和秘鲁等几个国家。根据 USGS 数据，2019 年智利和秘鲁的矿山铜储量分别为 20000 万吨、8700 万吨，共占全球总储量的 33%；产量分别为 579 吨、240 万吨，共占全球总产量的 40%。

图1：2019 年全球矿山铜储量分布（万吨）



资料来源：USGS，申港证券研究所

图2：2019 年全球矿山铜产量分布（万吨）



资料来源：USGS，申港证券研究所

2018、2019 年全球铜矿产量占精炼铜产量的比例稳定保持在 86%，且近 20 年来这一比例的均值也为 86%。观察近年来铜矿与精炼铜产量的比值可以看到，其维持在 86% 的一个平均水平。铜精矿为精炼铜供应的主要来源，其余为废铜回收利用。因此，我们可以通过统计 2020-2022 年全球主要铜矿的预测产量，结合这一比例对精炼铜的产量进行预测。

表1：2000-2019 全球精炼铜及铜矿产量情况

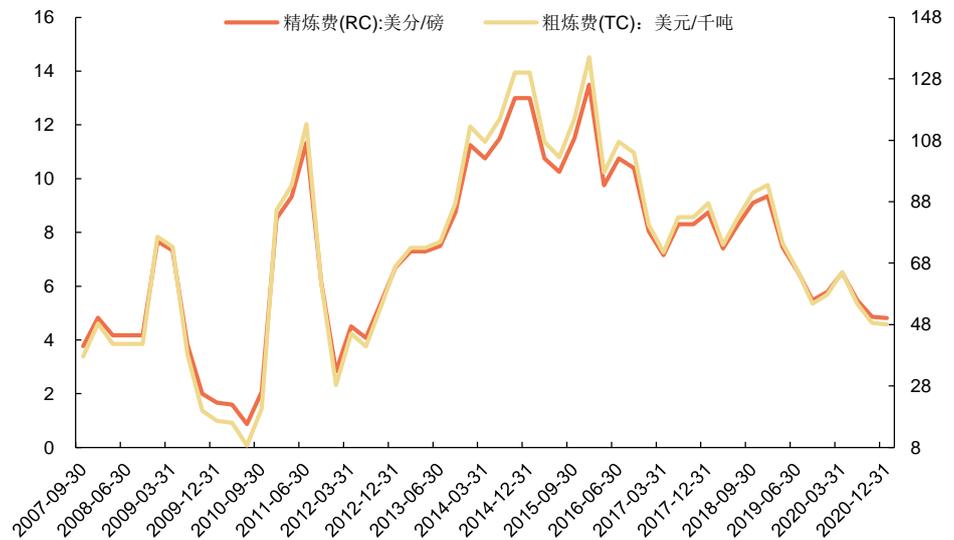
年份	全球精炼铜产量 (万吨)	全球铜矿产量 (万吨)	铜矿产量/精炼铜产量
2000	1,480.45	1320	89%
2001	1,568.34	1370	87%
2002	1,533.56	1360	89%
2003	1,522.06	1360	89%
2004	1,583.36	1460	92%
2005	1,667.00	1500	90%
2006	1,736.24	1510	87%
2007	1,799.73	1540	86%
2008	1,842.24	1540	84%
2009	1,854.99	1590	86%

年份	全球精炼铜产量/(万吨)	全球铜矿产量(万吨)	铜矿产量/精炼铜产量
2010	1,921.81	1590	83%
2011	1,959.45	1610	82%
2012	2,021.19	1690	84%
2013	2,095.30	1830	87%
2014	2,246.32	1850	82%
2015	2,303.52	1910	83%
2016	2,322.03	2010	87%
2017	2,346.36	2000	85%
2018	2,364.99	2040	86%
2019	2,361.89	2040	86%

资料来源: Cochilco, USGS, 申港证券研究所

**铜精矿冶炼加工费(粗炼费 TC/精炼费 RC)持续走低,反映了铜精矿的供给偏紧。** TC 表示铜精矿加工成阳极铜的费用, RC 表示阳极铜经电解产出阴极铜的费用。加工费是矿产商支付给冶炼厂商的费用,当铜精矿供给短缺时,拥有资源的矿产商的议价能力提升,体现在加工费上则是逐渐下降。根据 wind 数据,我国铜冶炼费自 2019 年初开始持续走低,截至 2020 年底,粗炼费为 48.1 美元/千吨,精炼费为 4.8 美分/磅,处于历史低位水平。

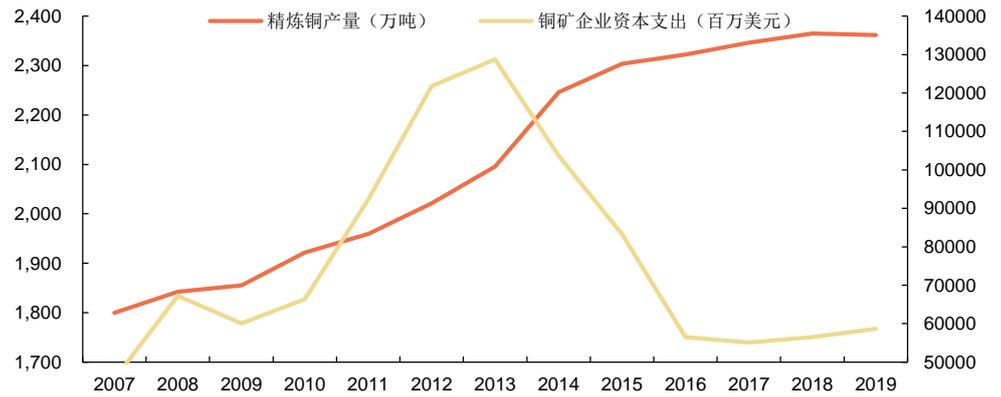
图3: 中国铜精矿冶炼费持续走低



资料来源: wind, 申港证券研究所

长期来看,全球铜矿企业资本支出近几年维持低位,未来铜供给增量或有限。全球铜矿企业资本开支自 2013 年达 1287.5 亿美元见顶后持续回落至 2016 年,之后保持在低位运行。

图4: 全球铜矿企业资本开支近几年持续低位运行



资料来源: Cochilco, 彭博, 申港证券研究所

我们预计 2020-2022 年全球矿产铜产量分别为 2020.8 万吨、2063 万吨、2148.5 万吨，同比增速分别为-0.9%、2.1%、4.1%。我们统计了 28 家主流铜矿产商 2019 年的实际铜矿产量及公司公布的 2020-2022 年的规划产量数据。鉴于一些公司并未公布其规划产量，且没有明确的资料表明其未来有明显扩增计划，我们假设其规划产量不变。

根据公司官网及 SMM 资讯，2021 年新增矿山主要为秘鲁的 Mina Justa 矿山和刚果金的卡莫阿铜矿（扣除紫金矿业权益部分），产量合计为 16.1 万吨；2022 年新增矿山主要为俄罗斯的 Udokan 铜矿、国内的驱龙铜矿（扣除紫金矿业权益部分）和刚果金的卡莫阿铜矿（扣除紫金矿业权益部分），产量合计为 46.6 万吨。除此之外，我们假设其他矿山的产量与 2019 年持平。

表2：2020-2022 年全球 28 家主流铜矿产商矿产铜产量（万吨）

公司名称	2019A	2020E	2021E	2022E
必和必拓	175.5	120.1	114.4	114.4
自由港	162.8	157.9	162.4	166.9
智利国家铜业公司	158	173	166	166
嘉能可	137.1	125.5	133.5	130
南方铜业	99.4	99.7	99.7	99.7
Antofagasta	77	74	74.5	74.5
第一量子	64.7	85.5	82.5	82.5
英美资源	63.8	64.5	65	75.5
波兰铜业	58.4	54.7	54.7	54.7
俄罗斯诺里尔斯克镍公司	49.9	48.8	48.8	48.8
五矿资源	45.2	38.2	38.2	38.2
Sumitomo Metal Mining	39.9	39.9	39.9	39.9
淡水河谷	38.1	37	43	46
紫金矿业（权益）	37	45	55	80
力拓	33.1	49.8	49.8	49.8
哈萨克铜业	31.1	29	29	29
泰克资源	30.7	27.7	29.8	29.8
伊朗国家铜业公司	26	30	30	30

公司名称	2019A	2020E	2021E	2022E
中铜集团	25.9	33	33	33
Kazakhmys	24.6	24.6	24.6	24.6
Mitsubishi Corp	23.8	23.8	23.8	34.5
伦丁矿业	23.5	25.4	28.6	30.4
UMMC	22.1	22.1	22.1	22.1
江西铜业	20.9	20.8	20.8	20.8
洛阳钼业	20.7	18.2	18.2	18.2
Barrick Gold	19.6	21.4	21.4	21.4
铜陵有色	5.5	5.5	5.5	5.5
西部矿业(权益)	5	5	12	15
总计	1519.3	1500.1	1526.2	1581.2
其他	520.7	520.7	536.8	567.3
<b>全球矿产铜总量</b>	<b>2040</b>	<b>2020.8</b>	<b>2063</b>	<b>2148.5</b>

资料来源：公司公告、申港证券研究所

## 2. 本周有色金属块行情回顾

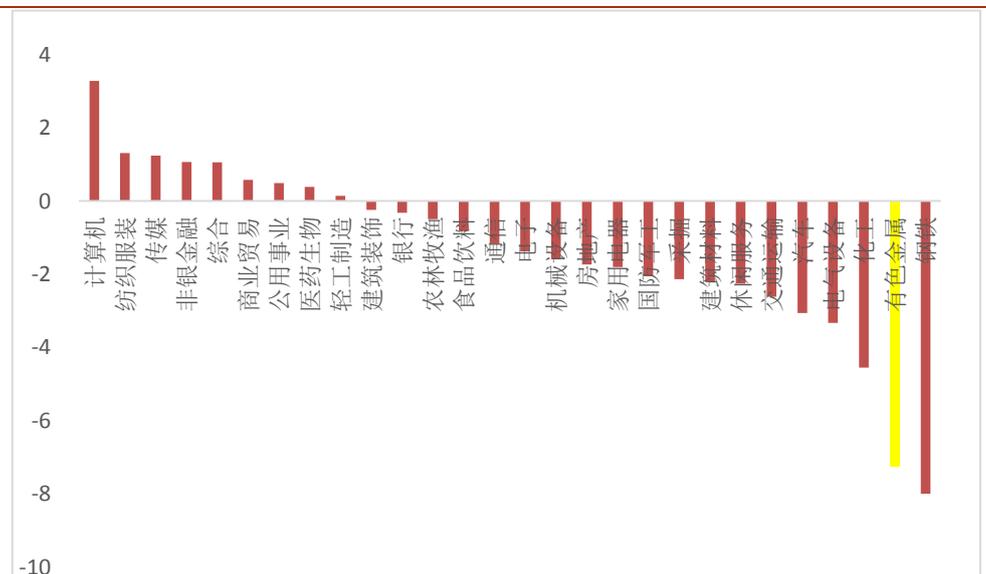
截止3月26日收盘，有色金属板块下跌7.25%，相对沪深300指数落后7.87pct。有色金属板块涨幅在申银万国28个板块中位列27位，处于较差水平。从估值来看，当前行业整体42.09倍水平，处于历史中位。

子板块周涨跌幅：新材料(-3.10%)，工业金属(-7.96%)，黄金(-7.87%)，稀有金属(-6.92%)；

股价涨幅前五名：\*ST利源、章源钨业、ST金泰、建龙微纳、格林美。

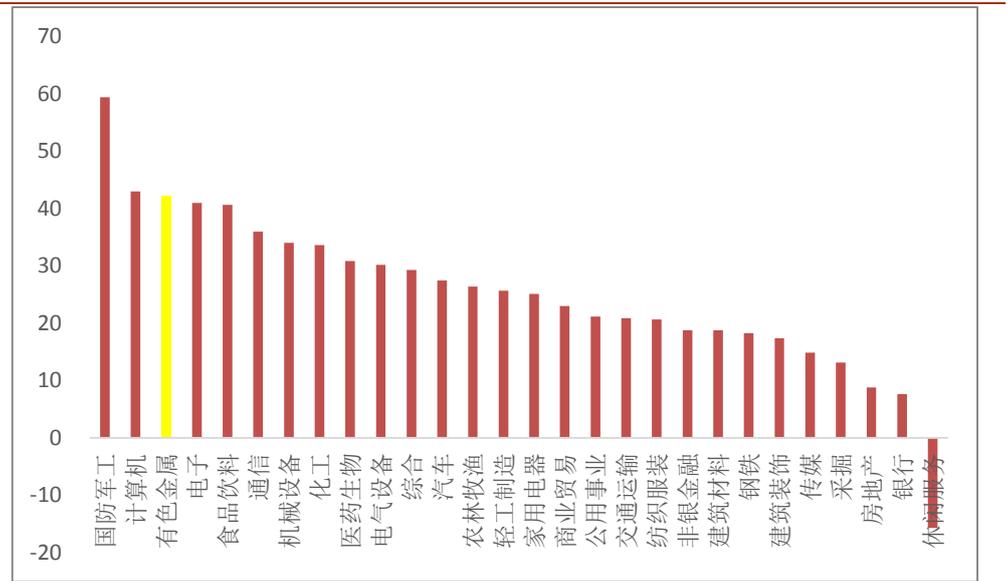
股价跌幅前五名：有研粉材、焦作万方、鑫科材料、方大炭素、云铝股份。

图5：本周各板块涨跌幅(%)



资料来源: wind, 申港证券研究所

图6: 各版块 PE(TTM) 对比



资料来源: wind, 申港证券研究所

### 3. 行业新闻及公司公告

#### 格林美(002340.SZ): 下属公司签署印尼镍资源项目增加股权至 72%的正式协议

针对全球新能源发展对镍资源带来的紧缺性挑战, 为扩大镍资源**战略**掌控能力, 更好地推进印尼镍资源项目的进行, 在各合作伙伴的支持与理解下, [格林美股份有限公司](#)下属公司[荆门市格林美新材料有限公司](#)与宁波邦普时代新能源有限公司、香港邦普循环科技有限公司、永青**科技**股份有限公司、新展国际控股有限公司、印度尼西亚 IMIP 签署了关于 PT. QMB NEW ENERGY MATERIALS 之**备忘录**, 约定同意公司下属公司直接及间接持有 PT. QMB NEW ENERGY MATERIALS 72% 股份。

#### 北方稀土(600111.SH)拟 3218.2 万元收购磁材公司 11.31% 股权

北方稀土(600111.SH)公布, 公司拟以现金方式出资 3218.20 万元人民币收购公司下属包头稀土研究院(以下简称稀土院)持有的公司控股子公司内蒙古包头稀土磁性材料有限公司(以下简称磁材公司)全部 11.31% 股权。本次收购完成后, 公司对磁材公司的控制力将进一步加强, 进一步理顺和简化公司内部企业股权投资关系, 减少公司与控股子公司及控股子公司之间的重复和交叉持股现象, 逐步剥离稀土院非科研转化类的经营实体产业。

### 3.1 3.2 公司公告

【紫金矿业】紫金矿业:2021 年第一季度业绩预增公告

【洛阳钼业】洛阳钼业:2020 年年度报告

【山东黄金】山东黄金:关于开展矿山安全检查进展的公告

【北方稀土】北方稀土:关于收购下属包头稀土研究院持有的公司子公司内蒙古包钢稀土磁性材料有限公司全部股权的公告

【中国铝业】中国铝业:2020 年年度报告全文

【天齐锂业】天齐锂业:关于控股股东减持股份比例达到 1%的公告

## 4. 投资策略及重点推荐

**黄金:** 本周, COMEX 黄金期货收 1731.6 美元/盎司, 周跌 0.58%, 近三周首次下跌。在三月刚公布 1.9 万亿美元的经济刺激计划后, 拜登政府又提出了 3 万亿美元的基建计划, 提振市场对美国经济复苏的信心。3 月 26 日公布的 2 月 PCE 物价指数显示, 美国 2 月 PCE 同比升 1.6%, 核心 PCE 升 1.4%, 凸显了通货膨胀的预期。本周十年期美债收益率在周三跌破 1.6% 的关口, 后又重新上涨至 1.66%; 本周美元指数上涨 0.84%, 至 92.7。本周美元指数和美债收益率上升, 打压了黄金的吸引力, 黄金价格承压下跌。重点还需关注下周公布的非农就业数据和美国财政部的言论与措施。

**铜:** 本周, 铜价高位震荡, 小幅下跌, 沪铜主力收盘价 66170 元/吨, 较上周下跌 0.72%; LME 铜收 8950 美元/吨, 较上周下跌 0.04%。宏观方面, 美元指数继续走强使铜价承压。库存方面, 本周伦铜库存和沪铜库存均保持上涨, 美国、欧洲潜在的补库需求可能对铜价有支撑。需求方面, 并未出现消费的显著上升, 由于房地产信贷受限, 相比之前几轮的铜强周期可能缺少中国房地产的需求支撑。供给方面, 本周长荣海运旗下运营的一艘超大型集装箱船在苏伊士运河发生搁浅事故, 对苏伊士运河航道造成南北交通拥堵, 可能对铜材运输产生影响。短期来说, 宏观局势不确定, 铜价可能保持高位震荡; 中长期来说, 全球经济复苏前景明朗, 但还需关注消费端是否能实现对铜价上升的支撑。

**铝:** 本周, 铝价震荡走稳, 沪铝收 17420 元/吨, 较上周上涨 0.03%; LME 铝收 2273.5 美元/吨, 较上周下降 0.21%。周二传闻国储铝锭出售, 导致沪铝跌停, 该消息尚未得到官方证实。恐慌情绪过后周四、周五铝价触底反弹。库存方面, 下游已从累库转为去库存。供给端, 整体开工水平增加, 市场货源稳定。消费端, 市场采购有所增加, 即将进入 4、5 月开工旺季, 需求端有望拉动铝价上升。短期内需要关注供给端国储是否抛售的消息。

表3: 推荐组合

公司

权重

云铝股份	20%
神火股份	20%
天华超净	20%
赣锋锂业	20%
紫金矿业	20%

资料来源: wind, 申港证券研究所

## 5. 风险提示

新能源汽车销量不及预期;

疫情再次爆发影响经济复苏;

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上