

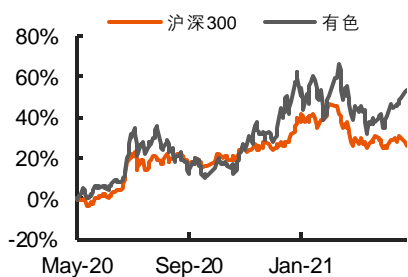
有色行业动态跟踪报告

铜铝价格十年高点，但难言见顶

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn



- **铜铝价格达十年高点：**2021年以来工业金属中铜和铝的价格表现亮眼，市场关注度较高。目前铜价格已突破1万美元/吨，创近十年新高；铝价格接近2万元/吨，接近近十年高点。我们认为未来铜铝价格走势需关注供需、金融环境、库存等主要影响因素的变化。
- **流动性收缩未至，“水涨船高”效应仍存：**2021年以来美联储将疫后经济复苏和充分就业作为优先事项，并未采取收缩流动性措施，截至2021年5月5日美联储总负债相比2020年底增长6%。目前流动性依然十分充裕，铜铝价格继续享受“水涨船高”效应。充裕流动性也促使资金流入期货市场，根据CFTC，2021年以来，铜期货多头净持仓处于较高水平。
- **供需错配，铜铝供给偏紧：**铜铝下游分布广泛，和经济运行正相关。随着疫苗接种、财政政策和货币政策发力，全球经济步入复苏日趋明朗，铜铝需求前景看好。而供给端铜矿由于新项目贡献有限、主要生产国智利铜矿生产受疫情及罢工干扰，供给恢复较为缓慢；铝供给在中国供给侧改革以及“碳中和”政策影响下，产能增长较小，开工率处于高位，产量继续提升空间有限。且未来“碳中和”政策实施可能影响铝生产所需电力稳定性，增加电解铝生产不确定性。总体上，相对需求，铜铝供给恢复相对缓慢，维持偏紧格局。
- **库存水平较低，对铜铝价格影响正面：**尽管相比2020年底有所提升，目前铜铝库存仍处较低水平，对价格影响正面。其中铜交易所库存处历史较低水平，国内上海保税区库存低于2017年平均水平；铝交易所库存也处于历史较低水平，国内现货库存接近2017年平均水平。
- **投资建议：**我们认为虽然铜和铝价格达到了近十年的高点，但仍有较强的支撑，现阶段价格难言见顶，或将继续有所上行，行业维持较高的景气度。建议关注受益铜铝价格高企，业绩持续显著改善的铜矿龙头公司西部矿业以及电解铝龙头公司云铝股份、中国铝业。
- **风险提示：**1、需求低于预期风险。如果未来疫情反复，将影响铜铝需求，不利价格上行；2、流动性支撑减弱的风险。如果美联储收缩流动性，铜铝价格流动性支撑将减弱；3、供给和库存增长超预期的风险。如新项目投产进度较快，或者库存较快增长，将对铜铝价格造成负面影响。

正文目录

一、	引言：铜铝价格达到近十年高位，未来走势需观测主要影响因素变化.....	4
二、	流动性收缩未至，“水涨船高”效应仍存.....	5
三、	供需错配，铜铝供给偏紧.....	6
四、	库存处于较低水平，对铜铝价格影响正面.....	9
五、	投资建议.....	10
六、	风险提示.....	11

图表目录

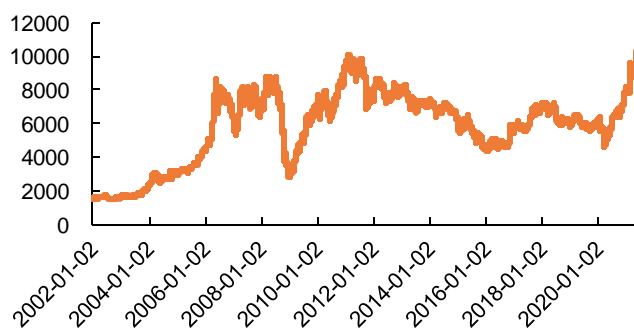
图表 1	LME 铜价格走势（美元/吨）	4
图表 2	SHFE 铜的价格走势（元/吨）	4
图表 3	LME 铝价格走势（美元/吨）	4
图表 4	SHFE 铝价格走势（元/吨）	4
图表 5	2021 年以来美联储总负债仍增长（万亿美元）	5
图表 6	2021 年以来欧洲央行总负债仍增长（万亿欧元）	5
图表 7	2021 年 4 月美债收益率回落（%）	5
图表 8	2021 年 4 月美元汇率走弱	5
图表 9	CFTC 铜期货非商业多空持仓（万张）	6
图表 10	2021 年以来，CFTC 铜期货非商业多头净持仓（万张）	6
图表 11	全球铜消费结构	6
图表 12	全球电解铝消费结构	6
图表 13	全球主要国家 PMI	7
图表 14	2021 年一季度，中国铜材产量较快增长	7
图表 15	2021 年中国铝材产量较快增长	7
图表 16	全球铜矿产量分布（2020 年）	8
图表 17	全球铜矿产量（万吨）	8
图表 18	中国铜冶炼费持续下行	8
图表 19	中国电解铝在产产能变化较小（万吨）	9
图表 20	中国电解铝的开工率处于高位（%）	9
图表 21	中国及海外电解铝产量（万吨）	9
图表 22	三大交易所铜库存（万吨）	10
图表 23	上海保税区铜的库存（万吨）	10
图表 24	两大交易所铝的库存（万吨）	10
图表 25	中国铝的现货库存（万吨）	10

一、引言：铜铝价格达到近十年高位，未来走势需观测主要影响因素变化

2021年以来,工业金属中关注较高品种铜和铝价格表现尤为亮眼。铜铝价格2021年2月启动上涨,3月在美债受益率上行影响下盘整,4月以来铜铝价格又重新步入上涨通道。目前铜的价格已经突破1万美元/吨,超过上轮铜周期在2011年初的价格高点,创十年新高;铝的价格上行至接近2万元/吨,超过2017年电解铝供给侧改革的价格高点,逼近近十年价格高点。

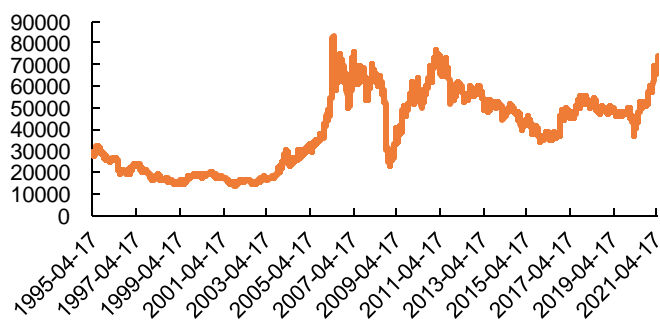
作为全球定价的商品,铜和铝价格影响因素较多,主要包括行业供需和金融环境,此外库存也起到一定的作用。为此,我们认为在目前铜铝处于历史较高水平背景下,不宜简单线性外推,而需分析影响价格主要因素变化。

图表1 LME 铜价格走势 (美元/吨)



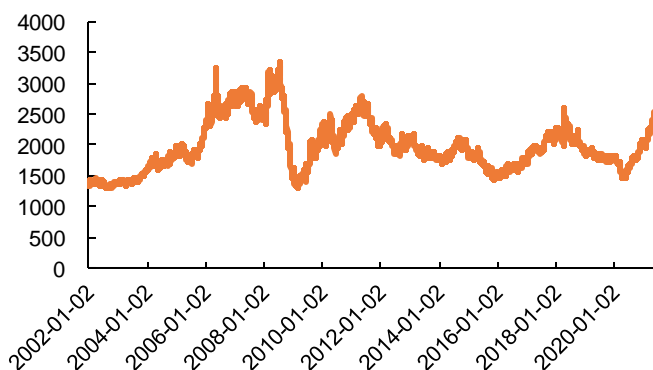
资料来源: Wind

图表2 SHFE 铜的价格走势 (元/吨)



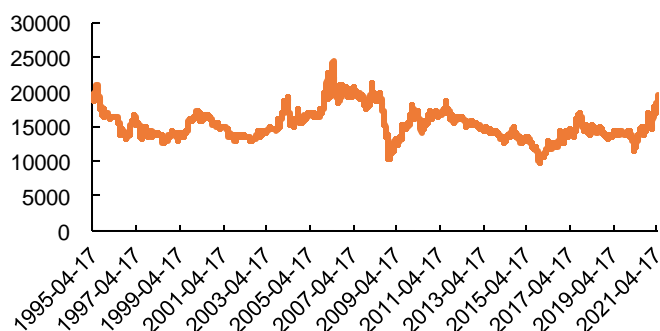
资料来源: Wind

图表3 LME 铝价格走势 (美元/吨)



资料来源: Wind

图表4 SHFE 铝价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind

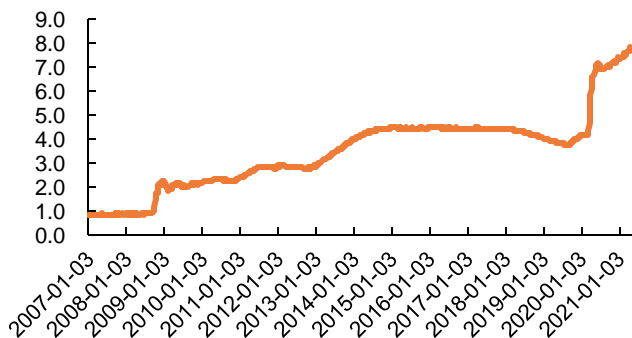
二、流动性收缩未至，“水涨船高”效应仍存

铜铝是以美元为基础的全球定价商品，和美联储的货币有较为密切的关系。一般而言，在经济周期向上，货币政策处于扩张时期，流动性对工业金属铜铝价格具有助推作用。

尽管 2021 年以来，市场预期随着疫苗接种和全球经济复苏，美联储可能收缩流动性。但美联储将促进疫情后经济复苏和充分就业列入优先事项，并未采取加息等收缩流动性的措施。相反美联储在经过了 2020 年大幅宽松后，2021 年货币继续保持宽松。截至 2021 年 5 月 5 日，美联储总负债为 7.8 万亿美元，相比 2020 年底仍提高 6%。可见，目前流动性依然十分充裕，铜铝价格继续享受“水涨船高”的效应。

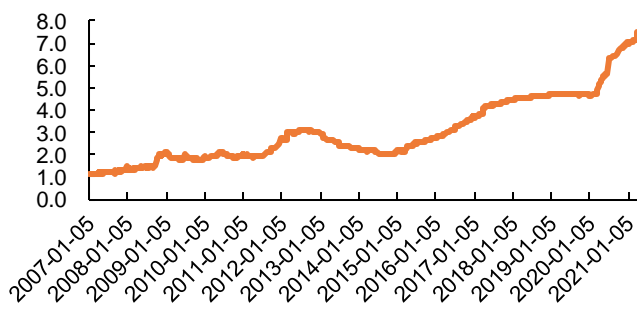
较为充裕的流动性促使资金流入期货市场，助推了商品价格上涨。根据美国商品期货交易委员会（CFTC）数据，2021 年以来，铜期货多头净持仓处于较高水平，在经历了 2021 年 3 月短暂下滑后，4 月以来出现了强劲回升。

图表5 2021 年以来美联储总负债仍增长（万亿美元）



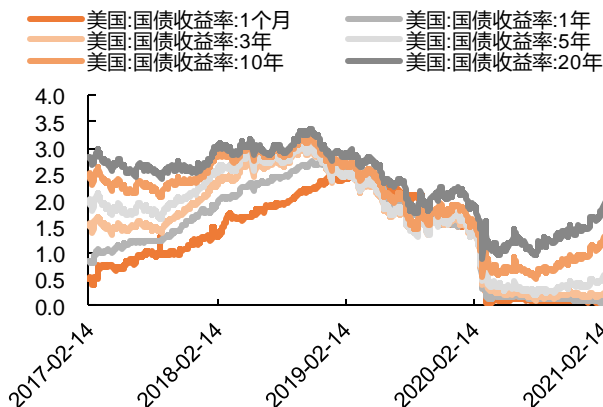
资料来源：Wind

图表6 2021 年以来欧洲央行总负债仍增长（万亿欧元）



资料来源：Wind

图表7 2021 年 4 月美债收益率回落（%）



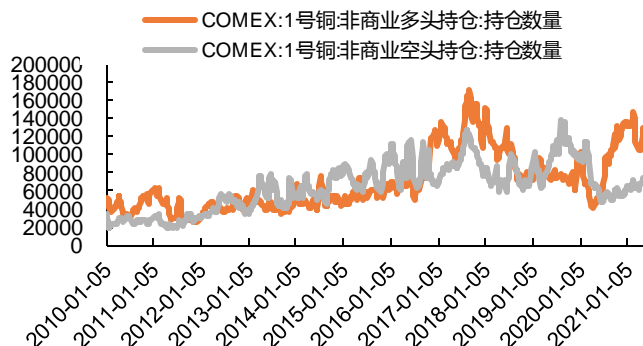
资料来源：Wind

图表8 2021 年 4 月美元汇率走弱



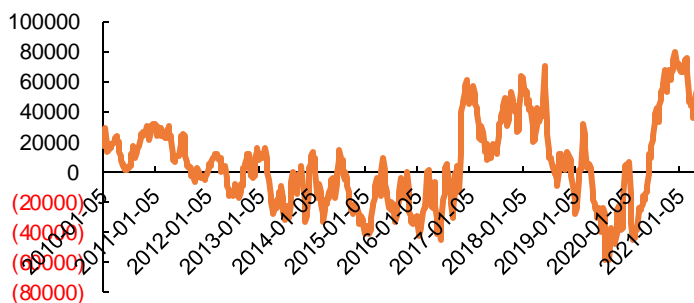
资料来源：Wind，备注：1973年3月=100

图表9 CFTC 铜期货非商业多空持仓 (万张)



资料来源: Wind

图表10 2021年以来, CFTC铜期货非商业多头净持仓 (万张)



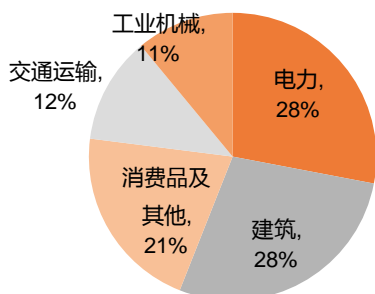
资料来源: Wind

三、供需错配, 铜铝供给偏紧

需求端: 铝和铜是市场需求最大的两种有色金属, 下游分布广泛, 需求和经济运行正相关。随着各国货币、财政政策发力以及疫苗接种带来的经济复苏, 全球经济度过难关, 进入复苏日趋明朗。主要国家中美国 2021 年一季度 GDP 恢复正增长, 为 0.4%; 中国 2021 年一季度 GDP 同比增长 18.3%。尽管印度疫情再起, 全球主要经济体 4 月 PMI 维持较高水平, 其中美国和欧盟 PMI 高于 60, 全球经济复苏的态势未变, 铜铝需求前景良好。

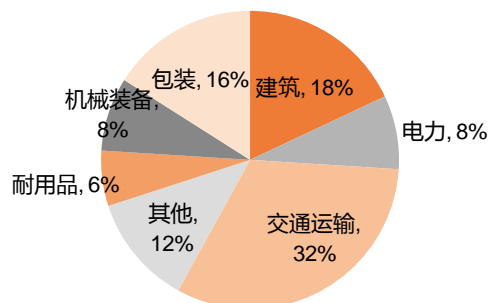
铜材和铝材是铜和铝消费的主要产品形态, 能较大程度反映铜铝需求。全球最大的铜铝产销国中国, 2021 年一季度铜材和铝材产量同比分别大幅增长 14.8%和 31.0%, 已高于疫情前水平, 显示铜铝需求较为旺盛。

图表11 全球铜消费结构



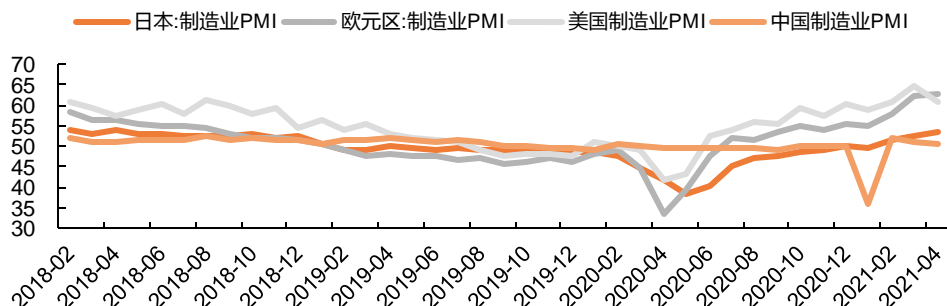
资料来源: Wood Mackenzie

图表12 全球电解铝消费结构



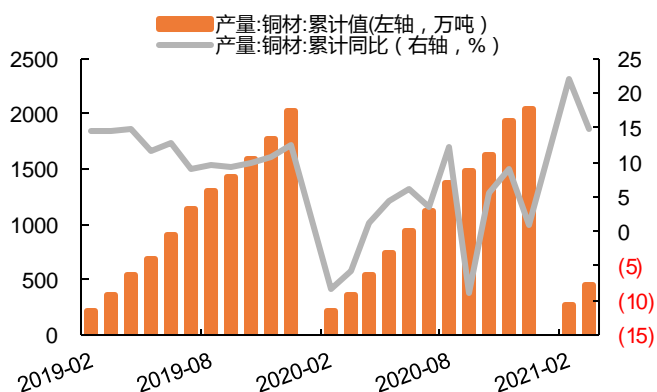
资料来源: CNKI

图表13 全球主要国家 PMI



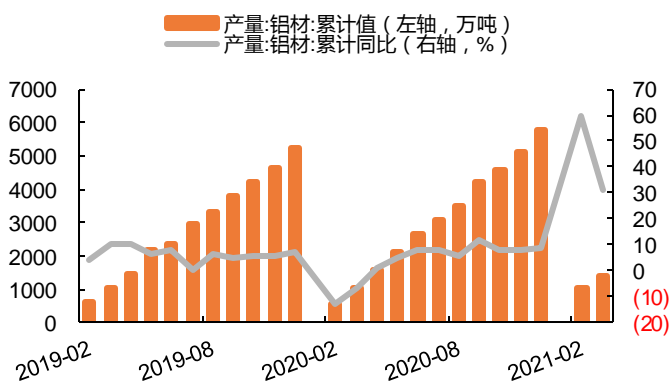
资料来源: Wind

图表14 2021年一季度,中国铜材产量较快增长



资料来源: Wind

图表15 2021年中国铝材产量较快增长

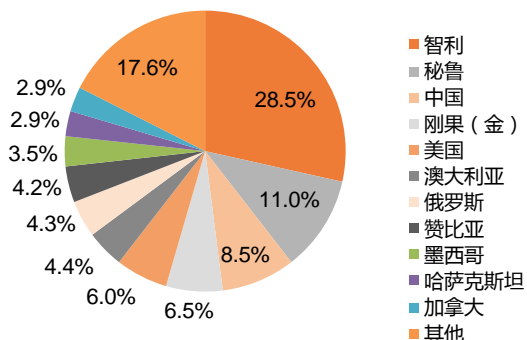


资料来源: Wind

供给端: 相对需求增长,铜和铝的供给恢复则存在制约。分产品看,由于铜矿品位下降以及近年来新项目开发较少,铜矿成为影响铜供给的主要环节,并导致铜冶炼的加工费持续下降。尽管2021年有新少量铜矿项目投产,但投产时间大多在下半年,对当年产量贡献较为有限,铜矿供给偏紧格局短期难以缓解。

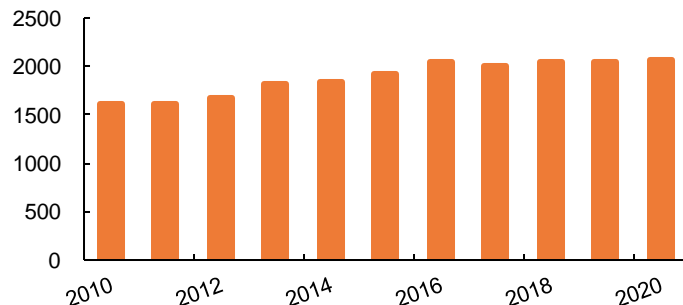
此外,全球主要的铜矿生产国智利受铜矿品位下降以及疫情和罢工对生产干扰,铜矿生产恢复节奏较为缓慢,根据INE,2021年一季度智利铜产量140万吨,同比下降2.2%。考虑到智利约占全球铜矿供给的29%,智利铜矿生产现状将延缓全球铜矿供给恢复。

图表16 全球铜矿产量分布 (2020年)



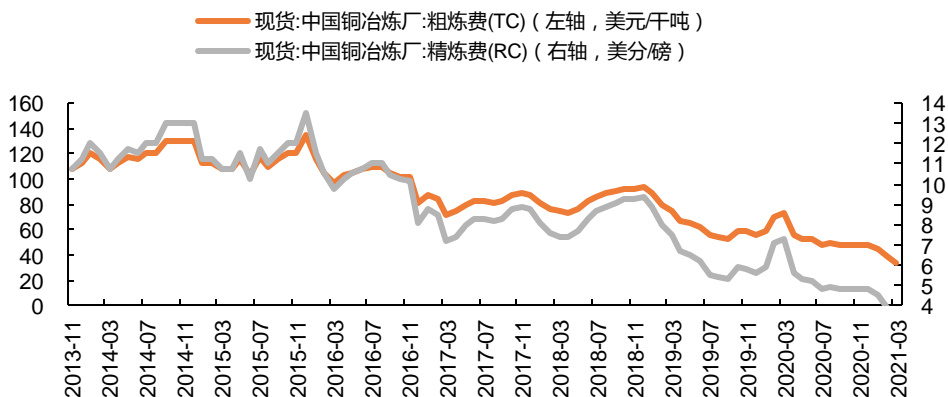
资料来源: USGS

图表17 全球铜矿产量 (万吨)



资料来源: ICSG, Wind

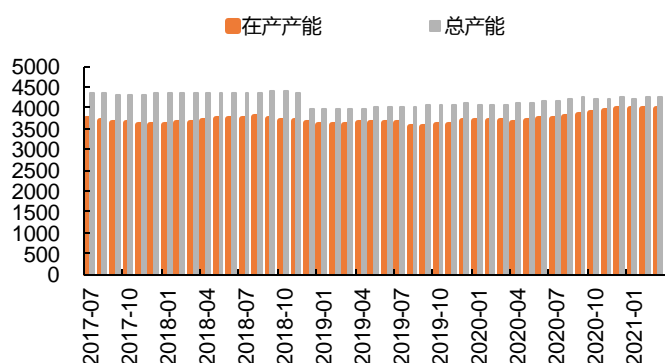
图表18 中国铜冶炼费持续下行



资料来源: Wind

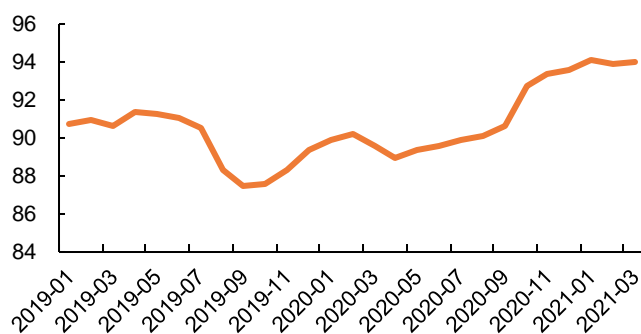
铝方面, 从 IAI (国际铝业协会) 产量数据, 海外电解铝产量弹性较小, 中国对全球电解铝供给影响较大。自 2017 年供给侧改革后, 中国电解铝产能增长较慢。根据阿拉丁, 2020 年底中国电解铝总产能 4256 万吨, 仅比 2019 年增长约 4%, 2021 年一季度总产能和 2020 年底基本相当。由于下游需求复苏, 2020 年 9 月以来, 我国电解铝开工率维持在 90% 以上高水平, 产能利用率继续提高的空间有限。目前我国正推进实施“碳中和”政策, 而电解铝消耗大量电力, 属于高耗能行业, “碳中和”政策的影响较大。未来电解铝存在因“碳中和”导致电力供应不稳定的风险, 增加电解铝生产不确定性。

图表19 中国电解铝在产产能变化较小(万吨)



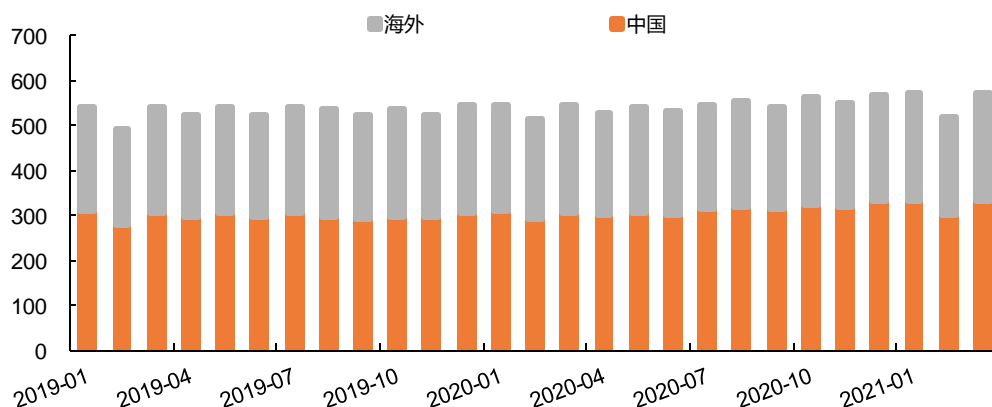
资料来源:阿拉丁, Wind

图表20 中国电解铝的开工率处于高位(%)



资料来源:阿拉丁, Wind

图表21 中国及海外电解铝产量(万吨)



资料来源:IAI, Wind

因此,从供需面看,目前铜铝下游需求复苏相对确定,而铜矿和电解铝供给恢复则相对缓慢,供给维持偏紧格局,有利于铜铝价格上行。

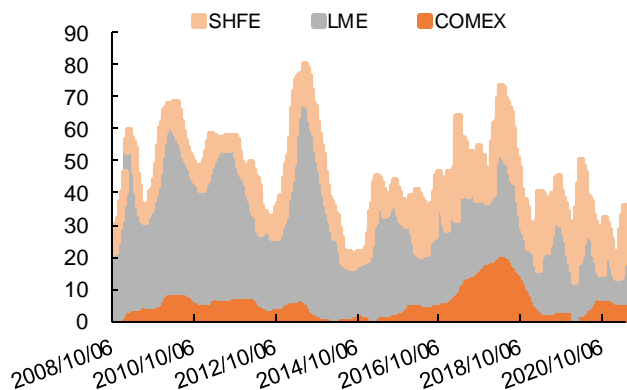
四、 库存处于较低水平,对铜铝价格影响正面

库存方面,三大期货交易所(纽约商品交易所、伦敦期货交易所和上海期货交易所)铜库存尽管相比2020年底的低位有一定提升,但仍处于历史较低水平;国内铜现货库存中上海保税区库存低于2017年以来的平均水平。

包括伦敦期货交易所和上海期货交易所内两大交易所，铝的交易所的库存亦处于历史较低水平；国内铝现货库存则接近 2017 年以来的平均水平。

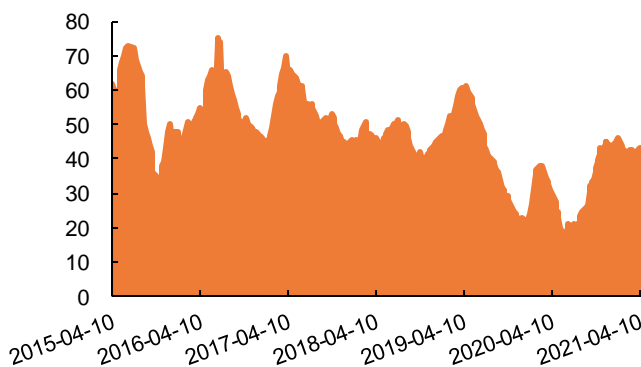
可见，目前铜和铝的库存位于近年来相对较低水平，库存对铜和铝价格影响偏正面。

图表22 三大交易所铜库存（万吨）



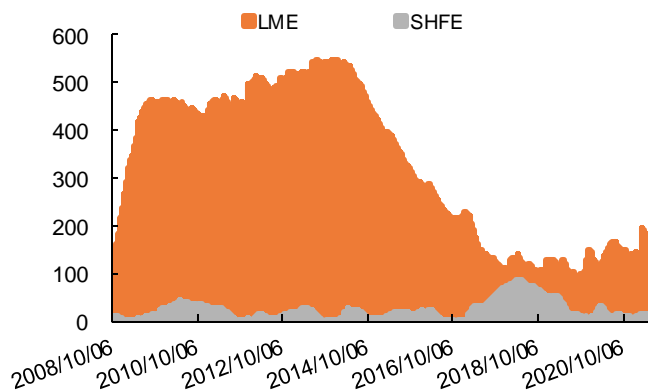
资料来源：Wind

图表23 上海保税区铜的库存（万吨）



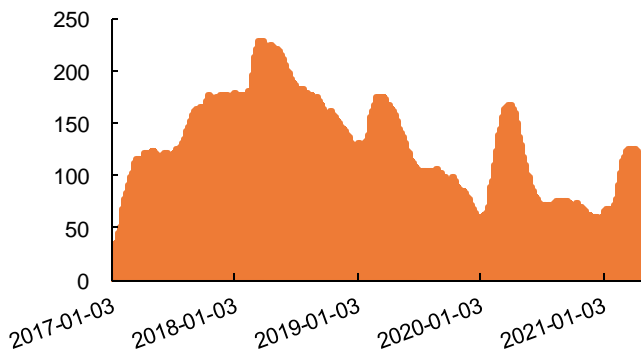
资料来源：Wind

图表24 两大交易所铝的库存（万吨）



资料来源：Wind

图表25 中国铝的现货库存（万吨）



资料来源：Wind

五、投资建议

综上，我们认为虽然铜和铝价格达到了近十年的高点，但铜铝供需基本面良好，所处流动性充裕，库存也处于相对较低水平，价格仍有较强的支撑，现阶段铜铝的价格难言见顶。我们判断未来铜铝

价格或将继续有所上行，行业将维持较高的景气度。建议关注受益铜铝价格高企，业绩持续显著改善的铜矿龙头公司西部矿业以及电解铝龙头公司云铝股份、中国铝业。

六、风险提示

（1）疫情反复，铜铝需求低于预期的风险

尽管目前随着疫苗推出，全球经济增长以及铜铝需求前景看好。但如果未来疫苗接种低于预期或者新冠病毒变异，使疫苗失效，将影响需求复苏，对铜铝价格构成压制。

（2）流动性支撑减弱的风险

尽管目前美联储货币维持宽松，如果未来随着经济复苏，通胀压力增加，美联储货币政策开始收紧，将使得流动性对铜铝价格支撑减弱，并导致价格下跌。

（3）供给及库存增长超预期的风险

目前全球铜矿及电解铝供给整体上仍偏紧，如果未来新项目投产进度较快，将对铜铝价构成不利影响。另外，如果交易所以及铜铝社会库存上升较快，并进入去库存阶段，也会对铜铝价格造成压力。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033