

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

|       |         |
|-------|---------|
| 收盘点位  | 4226.03 |
| 52周最高 | 5193.47 |
| 52周最低 | 3437.51 |

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：李帅华  
SAC 登记编号：S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
研究助理：魏欣  
SAC 登记编号：S1340123020001  
Email: weixin@cnpsec.com

近期研究报告

《政策端利好不断，电解铝打开向上空间》 - 2024.03.13

## 2024年铜供需格局向好，有望开启长周期上行趋势

### ● 投资要点

铜在全球经济发展及绿色能源转型中不可或缺。铜是最早发现的化学元素，表面刚切开时为红橙色带金属光泽、延展性好、导热性和导电性高，因此在电缆、电气和电子元件是最常用的材料，也可用作建筑材料，以及组成众多合金。铜是全球经济发展尤其是绿色能源转型过程中必不可少的基本金属，2024年的我国政府工作报告中提出，大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力，新能源、新基建、新材料等方向成为经济转型的重要抓手，铜的应用和需求有望迎来新发展。

铜矿品位长期下滑，开采成本逐年提升。根据 USGS，2023 年全球铜储量为 10 亿吨，铜资源丰富的国家主要有智利（1.9 亿吨）、澳大利亚（1 亿吨）、秘鲁（1.2 亿吨）、俄罗斯（0.8 亿吨）、墨西哥（0.53 亿吨）和美国（0.5 亿吨）等。产量上，2023 年全球矿产铜产量为 2200 万吨，主要产铜国为智利（500 万吨）、秘鲁（260 万吨）、中国（170 万吨）、美国（110 万吨）等。虽然从储采比看，铜资源量仍相对丰富，可供开采 45 年左右，但从品位看，铜资源的品位呈现下降趋势，根据 Bloomberg 数据，全球铜品位从 1998 年的 1.05% 下降至 2021 年的 0.44%，与之对应的铜矿开采成本逐年上升。根据我国规定，硫化铜矿石的工业品位要求含铜在 0.4% 以上，富矿的工业品位含铜在 1% 以上才适合开采，可以看出目前全球铜矿平均品位已接近贫矿水平，部分长期开采铜矿的国家，其主力矿山已接近生命周期的末期，即使是新开发矿山，品位也大不如前。以紫金旗下巨龙铜业为例，选矿平均品位约 0.34%，并且位于西藏自治区，属于全球海拔最高的高原矿山。

资本开支不足，铜矿增量将长期处于较低水平。从铜价上涨周期看，一般从资本开支投入到铜矿建成投产要滞后 5 年左右，考虑投资的滞后，往往需要 7-8 年才能投产。从过往铜矿投资情况看，主要有两轮投资热潮。第一轮是 2004-2006 年前后，中国工业城镇化进程加速增加铜需求，第二轮是 2010-2012 年，各国为摆脱金融危机推出经济刺激政策，铜价创历史新高。反映到铜矿增速看，2012-2016 铜矿产量平均增幅达 5% 以上，2016-2020 年铜矿产量增速为 0.35%，2021-2022 年恢复至 2.7%。2025 年以后铜矿增量将长期处于较低水平。2015—2016 年，全球铜价下降，导致开工建设的项目较少，矿山资本开支处于历史低位，此后即使在 2021 年铜价较高的情况下，资本开支仅为 753.8 亿美元，仅为 2013 年资本开支的 59%，可以预见 2025 年以后的铜矿增量将长期处于较低水平。

铜供给相对脆弱，24 年预期偏紧。从 2024 年铜矿供给看，市场对供给的预期偏紧。主要由于 2023 年 12 月初巴拿马政府表示，将关闭全球最大铜矿之一的 Cobre 铜矿，原因是最高法裁定巴拿马政府与

加拿大矿企 First Quantum Minerals Ltd. 方面续签的 Cobre 铜矿运营合同违约，该矿约 40 万吨的年产量将受影响；二是由于中国及其他地区经济疲软，英美资源集团生产的大部分大宗商品目前都处于过剩状态，为削减成本，在可持续的基础上推动更有利可图的生产，公司宣布将 2024 年的铜产量目标从 100 万吨下调至 73 万吨至 79 万吨之间，旗下矿山包括 Quellaveco、Los Bronces 等。保守估计将为 2024 年带来 41 万吨的供给减量。由于目前开发的新铜矿大多处于发展中国家，政治、经济环境动荡，因此地缘政治、社区抗议、干旱缺水等因素均有可能对铜的供给产生冲击，例如影响智利当地的生产的主要因素为品位下降和气候干旱，虽然有海水淡化工程补充，但缺水现状未改；秘鲁当地社区组织力量强大，可以组织各种社会活动包括示威游行，有时会采取堵路、封门甚至暴力袭击等非法行动，五矿资源旗下 Las Bambas 矿山就曾多次因社区抗议而生产中断。

**2024 年对电力、家电、新能源汽车需求保持乐观。**从国内铜的下游需求看，电力行业占铜总需求的一半，高达 46%；其次是家电，下游需求占比达到 15%；此外，交通运输、电子和建筑领域占铜需求总量的 11%、9%、9%。根据国家能源局，2023 年国家主要发电企业电源工程完成投资 9675 亿元，同比增长 30.1%。电网工程完成投资 5275 亿元，同比增长 5.4%，我们认为 2024 年基建投资仍是国家拉动经济的主要抓手，以电力为代表的能源基建将继续保持高增速，铜在电线电缆上的应用需求维持坚挺。除电力应用外，家电同样是 2023 年铜价高位盘整的重要支撑。一方面，房地产竣工端累计增速在去年上半年维持 10% 以上的高增长，带动地产后周期家电需求提升。另一方面，虽然竣工端增速下半年边际下滑，但空调等家电外销呈现景气状态，2023 年全年空调出口实现了 7.8% 的同比增长，规模创历史新高，2024 年在海外补库需求带动下，家电出口将持续回暖。交通运输领域，2023 年新能源汽车产销量达 950 万辆，增速超过 35%，其中新能源汽车出口 120 多万辆，增长 77.6%，出口量稳居全球首位，带动新车出口数量跃居世界第一，而一辆新能源汽车的用铜量比燃油汽车多用 57 公斤，新能源汽车产销两旺为铜需求增长注入新动能。

**降息周期下铜的弹性更强。**与其他金属相比，铜资源更加稀缺且难以替代，易于保存且单位价值高，以美元计价，期货等衍生品交易较为成熟，因此在基本金属中金融属性最强。根据市场最新预测，美联储或最早于 6 月开始降息，全年降息不超过 100 个基点，即使后续因通胀数据不及预期导致反复，今年降息仍是大概率事件。而降息周期下政策对大宗商品的价格压制放松，美元收益率下滑，资金回流至大宗商品板块，铜将是弹性较强的品种之一。

**铜价具有坚实支撑，即将开启长周期上行的大趋势。**展望 2024 年，我们认为铜的供需格局好于 2023 年，叠加美联储降息周期，铜价具有坚实支撑，考虑到 2025 年以后的供给格局更加紧缺，绿色能源转型方兴未艾，铜供需缺口将越来越大，未来将迎来长周期上行的历史性机遇。

● **风险提示：**

铜价波动风险；下游需求不及预期；政策超预期风险等。

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准  | 类型    | 评级                    | 说明                         |
|---|-------|-----------------------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入                    | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|   |       | 增持                    | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|   |       | 中性                    | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|   |       | 回避                    | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|   | 行业评级  | 强于大市                  | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|   |       | 中性                    | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|   |       | 弱于大市                  | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|   | 可转债评级 | 推荐                    | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|   |       | 谨慎推荐                  | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|   |       | 中性                    | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
| 回避  |       | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |                            |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048