



铜

优于大市

铜行业跟踪:TC走低致冶炼减产预期, 2024Q1 铜价震荡升高

投资要点:

证券分析师

翟堃

资格编号: s0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号: S0120522100003

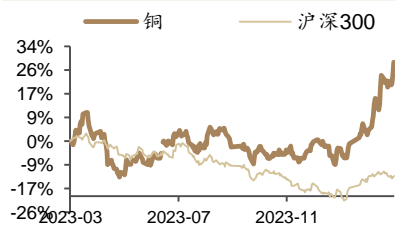
邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

谷瑜

邮箱: guyu5@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 《紫金矿业 (601899.SH): 铜产量突破百万大关, 旗舰矿山蓄势》, 2024.3.26
- 《铜陵有色 (000630.SZ): 米拉多注入, 矿产铜产量迈上新台阶》, 2023.11.20
- 《紫金矿业 (601899.SH): 股权激励&员工持股计划双双落地, 彰显长足发展信心》, 2023.11.15
- 《紫金矿业 (601899.SH): 主要产品产量增长, 汇率企稳后 Q4 业绩值得期待》, 2023.10.28

- **2024年Q1 电解铜价格震荡走高。**人民银行于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点, 向市场提供长期流动性约1万亿元, 并有定向降息操作; 另一方面受美国原油库存超预期下降影响, 原油期货上涨, 对铜价起支撑作用, 拉动铜价走高。**3月美联储的降息态度、LME库存续降、以及TC走低国内炼厂原料供应紧张, 导致的减产预期风波推动铜价大幅走高。**3月21日, 美联储上调2024年核心PCE通胀预期至2.6%, 预计2024至2026年底核心PCE通胀预期中值分别为2.6%、2.2%、2.0%, 去年12月预期分别为2.4%、2.2%、2.0%。美联储政策声明重申对待对通胀的信心增强再降息。目前来看, 美国2月核心PCE 2.8%, 接近美联储目标, 非农就业数据表现较好。
- **成本方面, 全球铜矿现金成本不断上升。**据安泰科数据, 2021年90分位现金成本飙升至5718美元/吨, 铜价底部空间持续抬升; 冶炼端, 截至3月底, 中国铜冶炼厂粗炼费现货价格已经降至6.3美元/干吨, 长单TC维持在80美元/吨。据SMM测算, 2月铜精矿现货冶炼亏损-1417元/吨, 长单冶炼盈利918元/吨。
- **供需方面, 矿端供应从宽松到紧张, 电力、新能源领域用铜表现较好。**铜精矿TC价格从去年年底的62.2美元/干吨大幅下降至6.30美元/干吨, CSPT小组成员呼吁联合减产, 以缓解铜精矿现货加工费不断下跌的困境, 冶炼预计将受到很大影响, 同时矿端供应从相对宽裕的预期变为紧缺。2024年1月, 据ICSG统计, 全球再生精炼铜产量39万吨, 原生精炼铜产量198万吨, 合计产量237.4万吨, 同比增加4.7%。截至2024年2月, 中国精炼铜产量221.5万吨, 同比增加10.7%。2024年2月, 我国进口铜矿石及精矿220.09万吨, 同比减少3.2%, 从进口来源看, 2月铜精矿进口增量主要来自厄瓜多尔、巴西、沙特等地, 而来自智利、秘鲁、墨西哥的进口量减少; 1-2月我国累计进口铜矿石及精矿465.76万吨, 同比增加0.6%; 2024年2月, 精炼铜出口1.40万吨, 同比减少66.3%; 1-2月累计出口2.26万吨, 同比减少59%。**2023年我国终端行业耗铜量1536万吨, 同比增速5.5%。**下游需求最高的领域是电力(46.7%), 其次是家电(13.8%)、交通运输(12.6%)、机械电子(8.3%)和建筑(8.0%)。
- **投资建议。**2024年全球货币环境由紧向松转变、国内经济逐步修复, 有色金属板块有望迎来超额收益, 经济底部夯实后, 与国内经济相关的工业金属价格有望迎来持续上涨行情, 铜行业金融属性和工业属性或将迎共振。**据我们测算整理, 2024年全球铜矿供给增量为37.5万吨, 增速1.7%, 再生铜增量4万吨, 增速0.9%, 铜总供给2734万吨, 增速1.5%; 2024年全球精炼铜需求为2747万吨, 增速1.9%; 全年铜供给平衡为短缺13万吨。**推荐紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、藏格矿业, 关注西部矿业、江西铜业、云南铜业、金诚信、五矿资源、中国黄金国际、中国有色矿业。
- **风险提示:** 光伏、新能源等领域需求不及预期; 经济复苏不及预期; 铜矿供给放量超预期

行业相关股票

股票 代码	股票 名称	EPS			PE			投资 上期	评级 本期
		2022	2023A/E	2024E	2022	2023A/E	2024E		
601899.SH	紫金矿业	0.76	0.80	0.99	16.80	16.37	17.04	买入	买入
603993.SH	洛阳钼业	0.28	0.38	0.50	19.25	18.51	16.50	买入	买入
000630.SZ	铜陵有色	0.22	0.27	0.35	18.05	14.70	11.34	买入	买入
000408.SZ	藏格矿业	3.58	2.16	1.91	28.76	7.08	16.59		买入

资料来源: Wind, 德邦研究所

内容目录

1. TC 走低致冶炼减产预期，2024Q1 铜价震荡升高.....	5
2. 供给：铜矿进口及精炼铜出口增速收窄.....	6
3. 需求：电力、新能源领域用铜表现较好.....	7
4. 库存：仍处于五年内低位，支撑铜价.....	10
5. 投资建议.....	11
6. 风险提示.....	11

图表目录

图 1: 美国核心 PCE 物价指数及 LME 铜价	5
图 2: 美国非农就业数据	5
图 3: 2024 年 Q1 铜价震荡走高	5
图 4: 全球铜矿现金成本 (C1) 不断上升 (美元/吨)	6
图 5: 铜精矿现货&长单冶炼盈亏平衡	6
图 6: 现货:中国铜冶炼厂:粗炼费(TC).....	6
图 7: 铜精矿长单 TC	6
图 8: 铜价和电解铜成本	6
图 9: 全球原生铜和再生铜产量及增速	7
图 10: 中国精炼铜累计产量及累计同比增速	7
图 11: 中国累计进口铜矿石及精矿数量及同比增速	7
图 12: 中国累计出口精炼铜数量及同比增速	7
图 13: 2023 年我国终端行业耗铜量 1536 万吨, 同比增速 5.5%	8
图 14: 2023 年铜的终端需求结构 (万吨)	8
图 15: 电源工程投资完成额累计值及累计同比增速	8
图 16: 电网工程投资完成额累计值及累计同比增速	8
图 17: 中国汽车累计产量及同比增速	8
图 18: 中国汽车累计销量及同比增速	8
图 19: 中国新能源汽车累计产量及同比增速	9
图 20: 中国新能源汽车累计销量及同比增速	9
图 21: 中国家用空调累计产量及增速	9
图 22: 中国家用空调累计销量及增速	9
图 23: 中国冰箱累计产量及增速	9
图 24: 中国洗衣机累计产量及增速	9
图 25: 中国房地产累计开发投资额及增速	10
图 26: 中国房地产累计新开工面积及增速	10
图 27: 上海期货交易所阴极铜库存 (吨)	10
图 28: LME 铜全球库存 (吨)	10
图 29: COMEX 铜库存 (短吨)	11

1. TC 走低致冶炼减产预期，2024Q1 铜价震荡升高

美联储于 2022 年 3 月正式宣布加息以来，其货币政策转变为引导核心 PCE 回归至 2% 附近，由于铜价和美国通胀指数的高度相关性，铜价或承压；3 月 21 日，美联储上调 2024 年核心 PCE 通胀预期至 2.6%，预计 2024 至 2026 年底核心 PCE 通胀预期中值分别为 2.6%、2.2%、2.0%，去年 12 月预期分别为 2.4%、2.2%、2.0%。美联储政策声明重申等待对通胀的信心增强再降息。目前来看，美国 2 月核心 PCE 2.8%，接近美联储目标，另外非农就业数据表现较好。

图 1：美国核心 PCE 物价指数及 LME 铜价

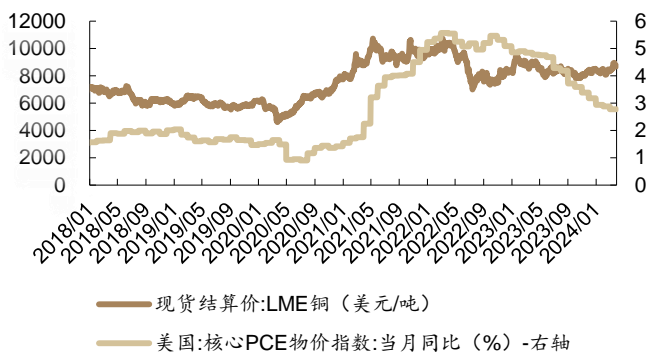
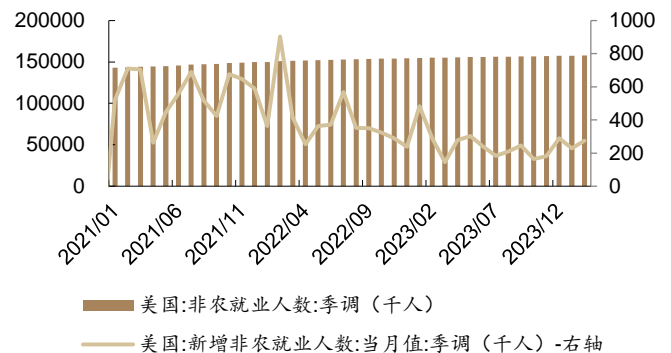


图 2：美国非农就业数据

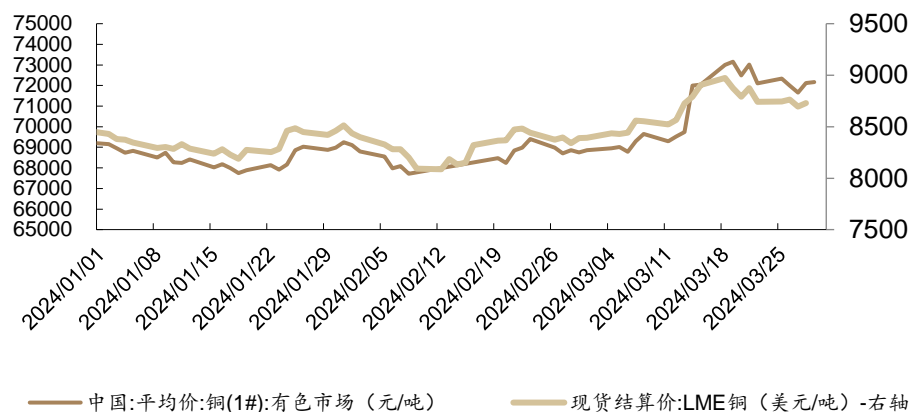


资料来源：iFinD，美国经济分析局，LME，德邦研究所

资料来源：iFinD，美国劳工局，德邦研究所

2024 年 Q1 电解铜价格震荡走高。 人民银行于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元，并有定向降息操作；另一方面受美国原油库存超预期下降影响，原油期货上涨，对铜价起支撑作用，拉动铜价走高。3 月美联储的降息态度、LME 库存续降、以及 TC 走低国内炼厂原料供应紧张，导致的减产预期风波推动铜价大幅走高。

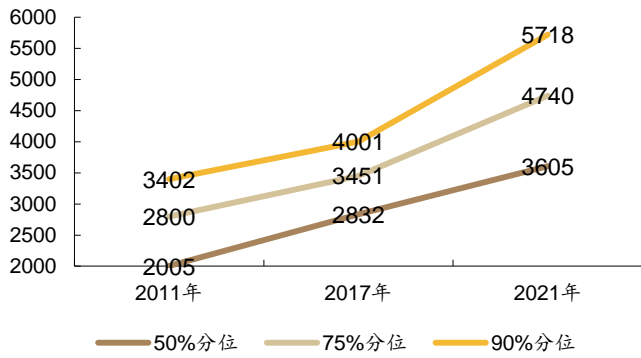
图 3：2024 年 Q1 铜价震荡走高



资料来源：Wind，LME，德邦研究所

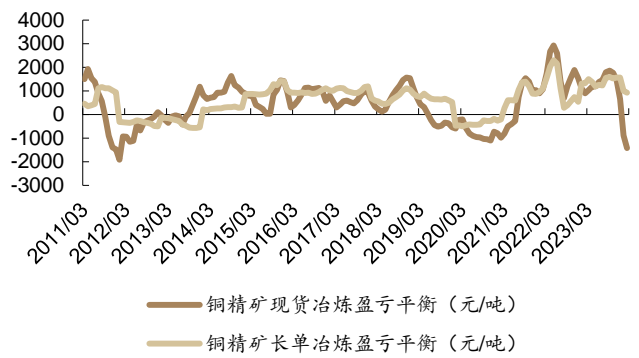
成本方面，全球铜矿现金成本不断上升，据安泰科数据，2021 年 90% 分位现金成本飙升至 5718 美元/吨，铜价底部空间持续抬升；冶炼端，截至 3 月底，中国铜冶炼厂粗炼费现货价格已经降至 6.3 美元/干吨，长单 TC 维持在 80 美元/吨。据 SMM 测算，2 月铜精矿现货冶炼亏损-1417 元/吨，长单冶炼盈利 918 元/吨。

图 4：全球铜矿现金成本（C1）不断上升（美元/吨）



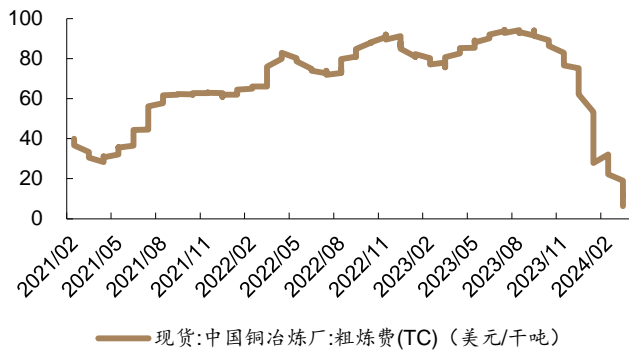
资料来源：Woodmac, S&P Capital, 安泰科, 德邦研究所

图 5：铜精矿现货&长单冶炼盈亏平衡



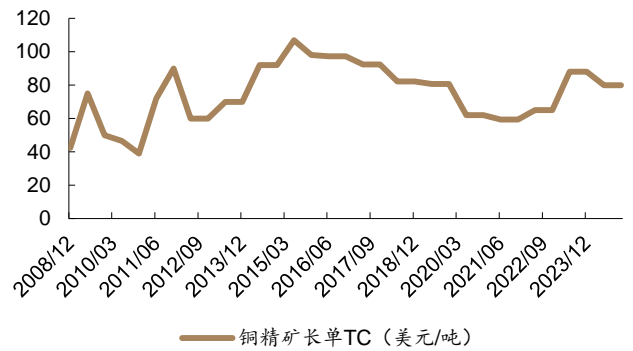
资料来源：SMM, 德邦研究所

图 6：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费(TC)



资料来源：Wind, 德邦研究所

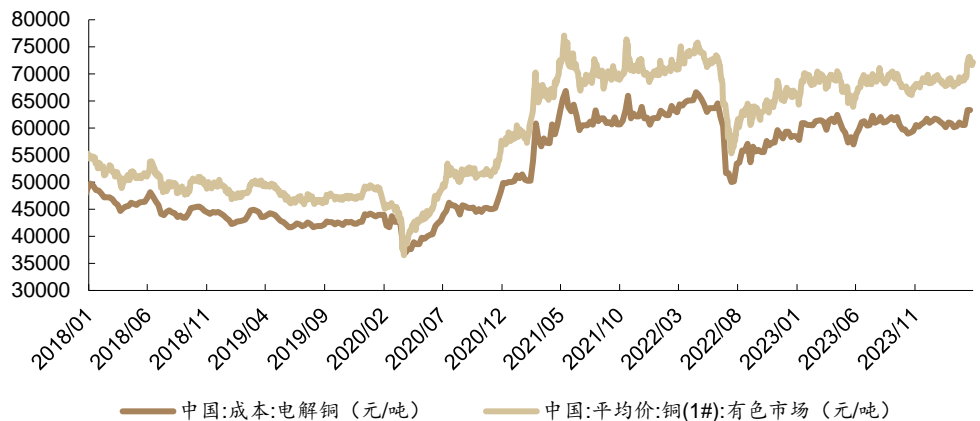
图 7：铜精矿长单 TC



资料来源：SMM, 德邦研究所

据百川盈孚数据，2020年中开始，电解铜成本进入上行趋势，主要原因有矿山品位逐年下降，开采深度增加；人工成本上涨；受环保因素影响，污染物治理费用以及环保设备投资增加。上述因素推高铜成本从而对价格形成支撑。

图 8：铜价和电解铜成本

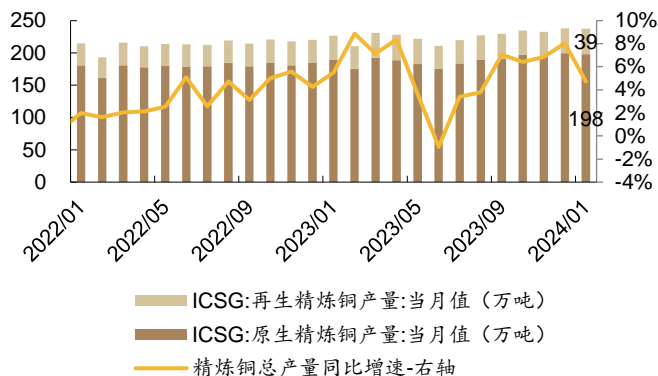


资料来源：Wind, 百川盈孚, 德邦研究所

2. 供给：铜矿进口及精炼铜出口增速收窄

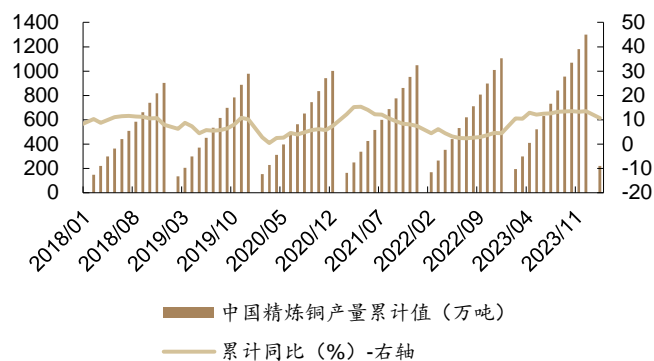
铜精矿 TC 价格从去年年底的 62.2 美元/干吨大幅下降至 6.30 美元/干吨，CSPT 小组成员呼吁联合减产，以缓解铜精矿现货加工费不断下跌的困境，冶炼预计将受到很大影响，同时矿端供应此前相对宽裕的预期也在发生改变。2024 年 1 月，据 ICSG 统计，全球再生精炼铜产量 39 万吨，原生精炼铜产量 198 万吨，合计产量 237.4 万吨，同比增加 4.7%。截至 2024 年 2 月，中国精炼铜产量累计 221.5 万吨，同比增加 10.7%。

图 9：全球原生铜和再生铜产量及增速



资料来源：Wind, ICSG, 德邦研究所

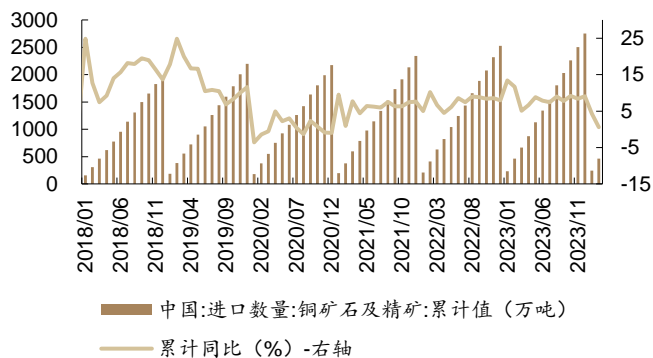
图 10：中国精炼铜累计产量及累计同比增速



资料来源：Wind, 国家统计局, 德邦研究所

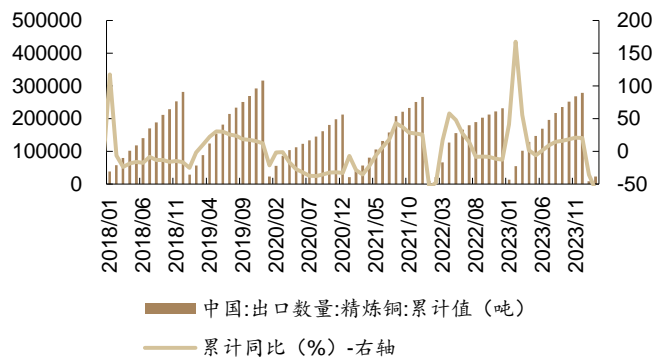
2024 年 2 月，我国进口铜矿石及精矿 220.09 万吨，同比减少 3.2%，从进口来源看，2 月铜精矿进口增量主要来自厄瓜多尔、巴西、沙特等地，而来自智利、秘鲁、墨西哥的进口量减少；1-2 月我国累计进口铜矿石及精矿 465.76 万吨，同比增加 0.6%；2024 年 2 月，精炼铜出口 1.40 万吨，同比减少 66.3%；1-2 月累计出口 2.26 万吨，同比减少 59%。

图 11：中国累计进口铜矿石及精矿数量及同比增速



资料来源：Wind, 海关总署, 海关统计数据平台, 德邦研究所

图 12：中国累计出口精炼铜数量及同比增速

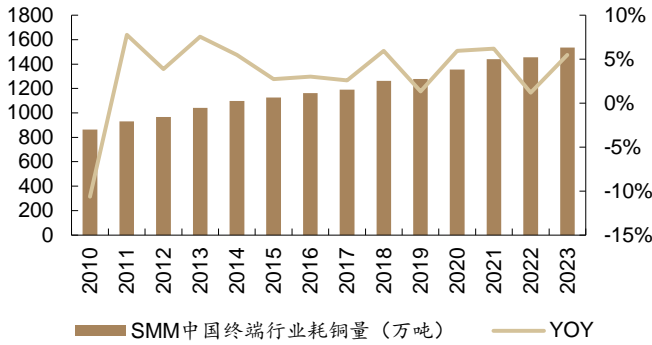


资料来源：Wind, 海关总署, 德邦研究所

3. 需求：电力、新能源领域用铜表现较好

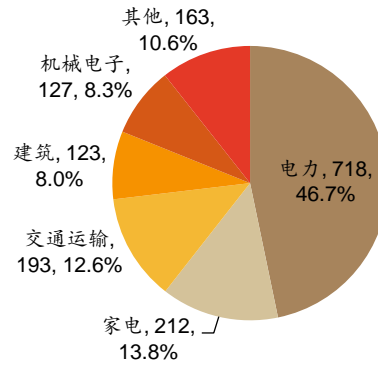
铜被广泛应用于现代工业的各个领域，主要包括电力电子、家用电器、建筑材料、汽车等。2023 年我国终端行业耗铜量 1536 万吨，同比增速 5.5%。下游需求最高的领域是电力（46.7%），其次是家电（13.8%）、交通运输（12.6%）、机械电子（8.3%）和建筑（8.0%）。

图 13：2023 年我国终端行业耗铜量 1536 万吨，同比增速 5.5%



资料来源：SMM，德邦研究所

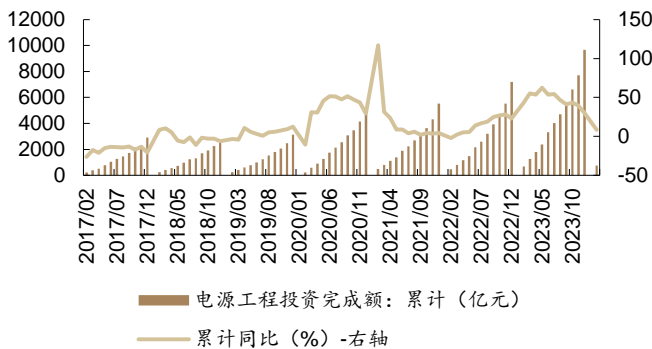
图 14：2023 年铜的终端需求结构（万吨）



资料来源：SMM，德邦研究所

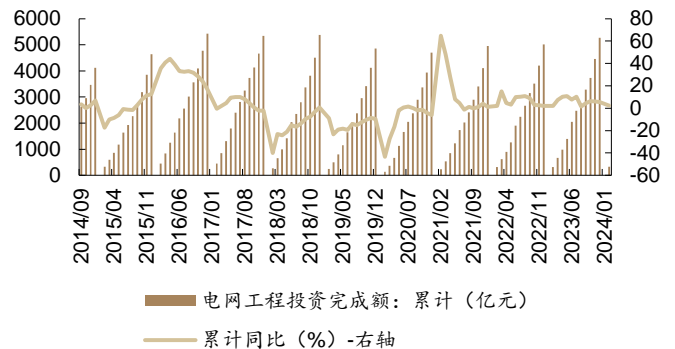
电力领域用铜表现良好，电源和电网完成投资均同比增长。2024 年 1-2 月，全国主要发电企业电源工程完成投资 761 亿元，同比增长 8.3%；电网工程基本建设投资完成额累计值为 327 亿元，累计同比增加 2.3%。考虑到社会能源需求渐增，且国家不断出台利好政策推动基建工程建设，预计未来电网建设将表现良好，对未来长期铜材消费有较好拉动作用。

图 15：电源工程投资完成额累计值及累计同比增速



资料来源：SMM，CEC，德邦研究所

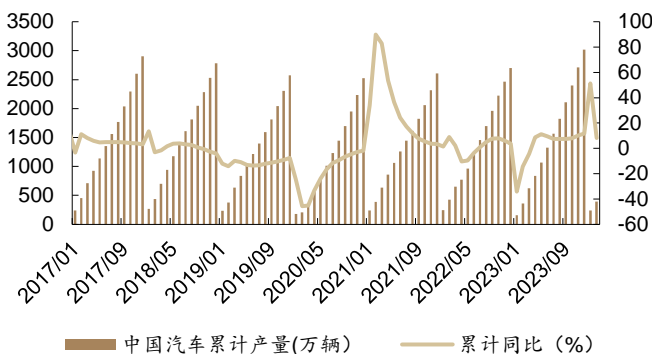
图 16：电网工程投资完成额累计值及累计同比增速



资料来源：SMM，CEC，德邦研究所

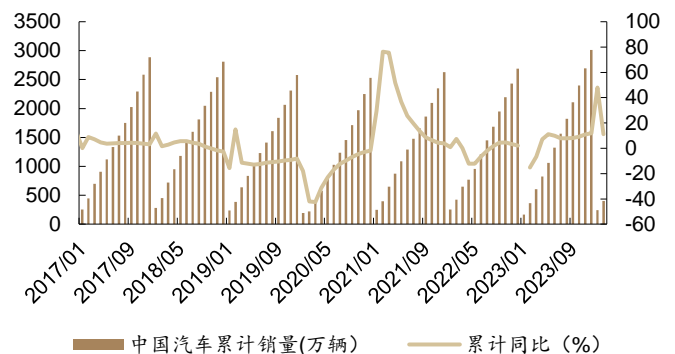
新能源汽车产销量高增，对铜消费拉动明显。2024 年 1-2 月，汽车产销分别完成 392 万辆和 403 万辆，同比分别增长 8.1%和 11.1%，其中，新能源汽车产销分别达到 125 万辆和 121 万辆，同比分别增长 28.2%、29.4%，市场占有率达 30.0%。

图 17：中国汽车累计产量及同比增速



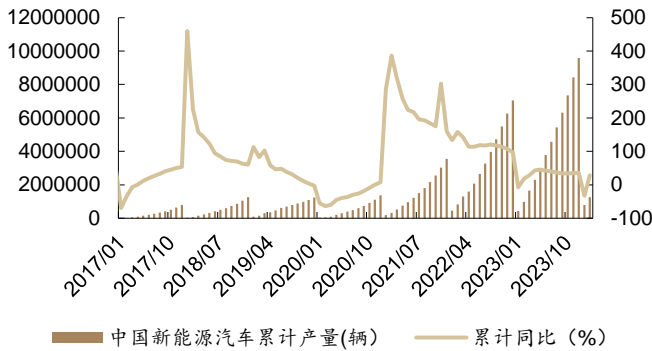
资料来源：SMM，CAAM，德邦研究所

图 18：中国汽车累计销量及同比增速



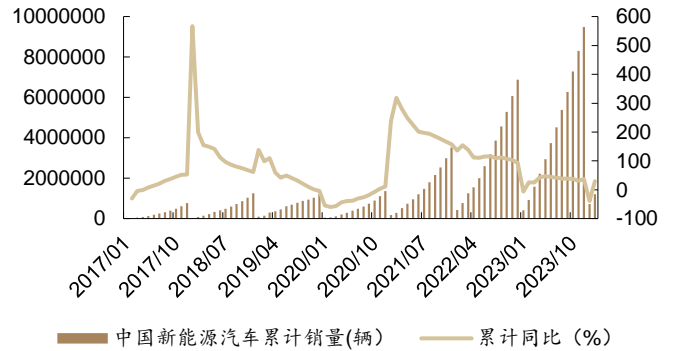
资料来源：SMM，CAAM，德邦研究所

图 19：中国新能源汽车累计产量及同比增速



资料来源：SMM, NBS, 德邦研究所

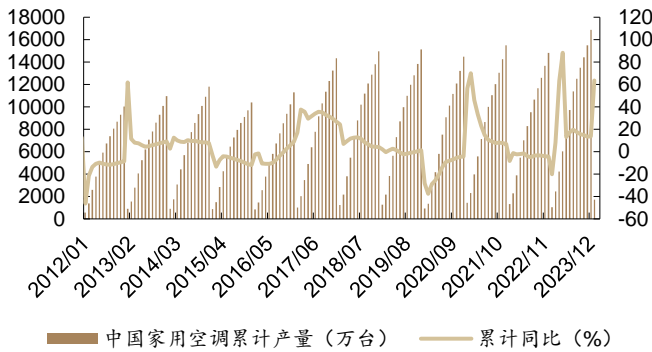
图 20：中国新能源汽车累计销量及同比增速



资料来源：SMM, NBS, 德邦研究所

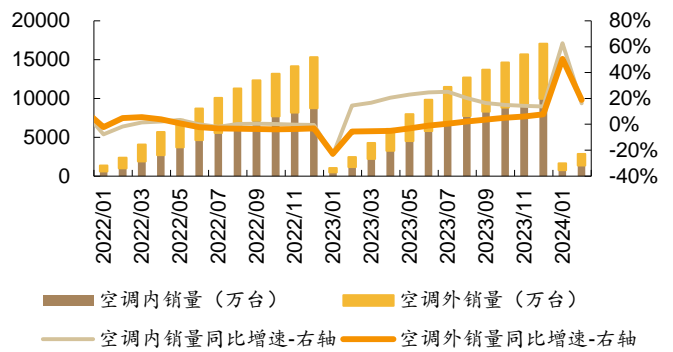
家电产销回暖。2024 年 1 月，家用空调生产 1705 万台，同比增加 63.65%；销售 1632 万台，同比增加 58.2%，其中，内销 732 万台，同比增加 62.6%；出口 899 万台，同比增加 50.6%。2024 年 1-2 月，冰箱累计产量实现 1374 万台，同比增加 12.8%；洗衣机累计产量实现 1623 万台，同比增加 18.5%。

图 21：中国家用空调累计产量及增速



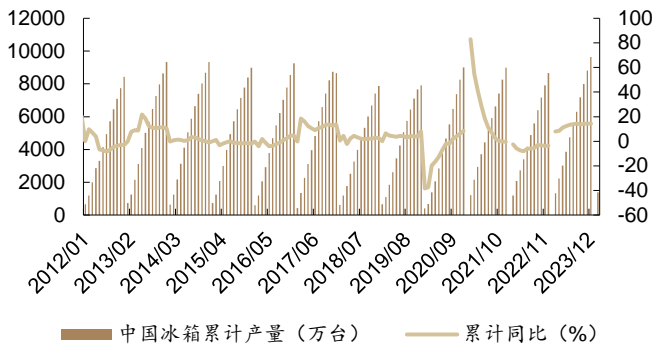
资料来源：SMM, ChinaIOL, 德邦研究所

图 22：中国家用空调累计销量及增速



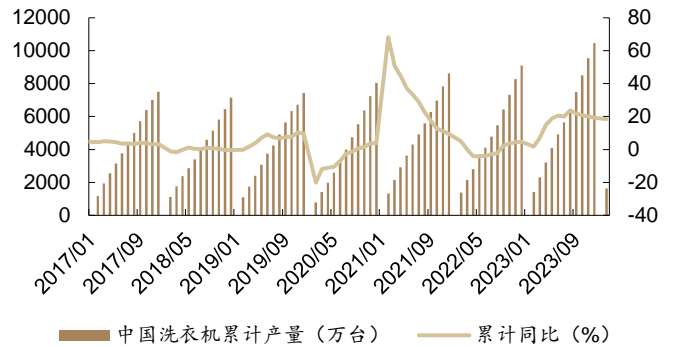
资料来源：SMM, ChinaIOL, 德邦研究所

图 23：中国冰箱累计产量及增速



资料来源：SMM, NBS, 德邦研究所

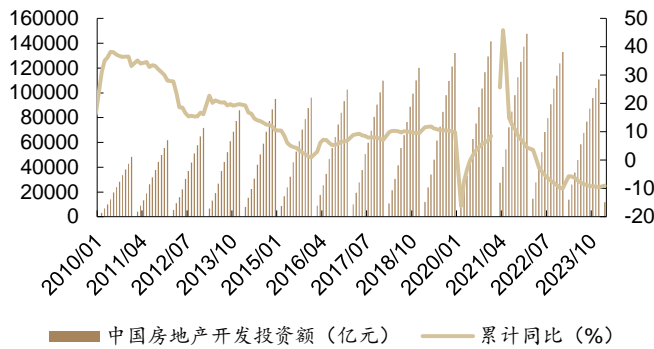
图 24：中国洗衣机累计产量及增速



资料来源：SMM, NBS, 德邦研究所

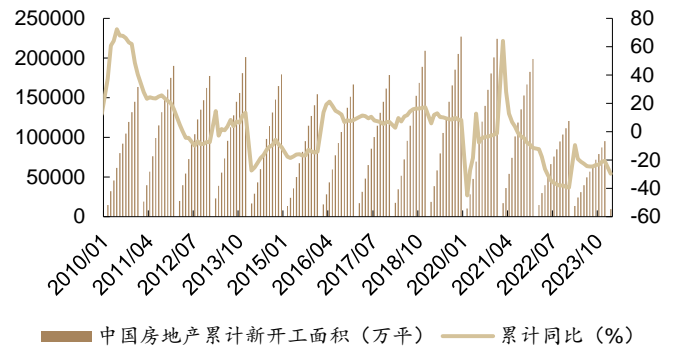
房地产恢复迹象不明显。2024年1-2月，全国房地产开发投资11842亿元，同比下降9%；房地产累计新开工面积9429万平方米，同比下降29.7%。

图 25：中国房地产累计开发投资额及增速



资料来源：SMM, NBS, 德邦研究所

图 26：中国房地产累计新开工面积及增速



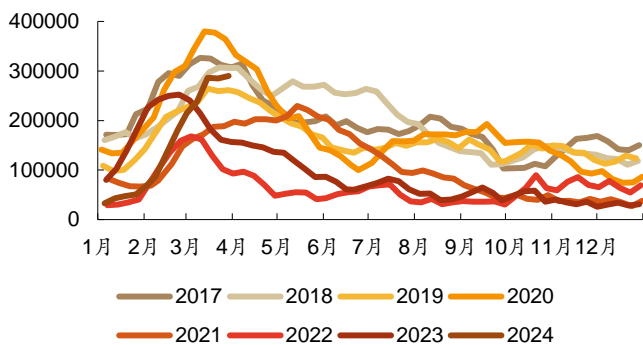
资料来源：SMM, NBS, 德邦研究所

从铜终端产品的整体数据来看，电源电网工程投资涨幅依然可观，新能源汽车等新兴行业依然保持高速发展趋势，对铜消费有较好的带动作用。

4. 库存：仍处于五年内低位，支撑铜价

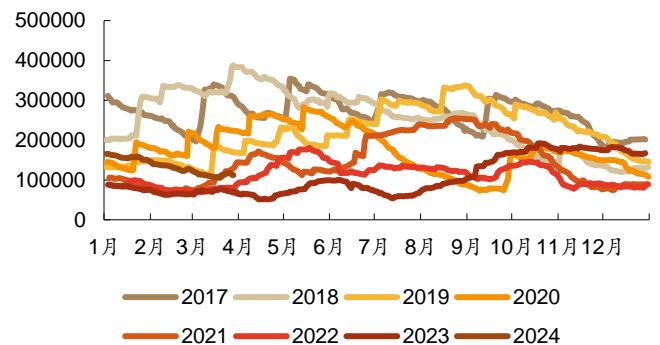
从季节性角度分析，LME 和 COMEX 的铜库存较近五年相比维持在较低水平，低库存对铜价形成支撑。截止至 2024 年 3 月 29 日，上海期货交易所阴极铜库存为 290228 吨，较上一周增加 5138 吨；截止至 2024 年 3 月 28 日，LME 铜库存为 112475 吨，较上一交易日减少 625 吨，注销仓单占比为 13.07%；COMEX 铜库存为 30059 吨，较上一交易日减少 445 吨。

图 27：上海期货交易所阴极铜库存（吨）



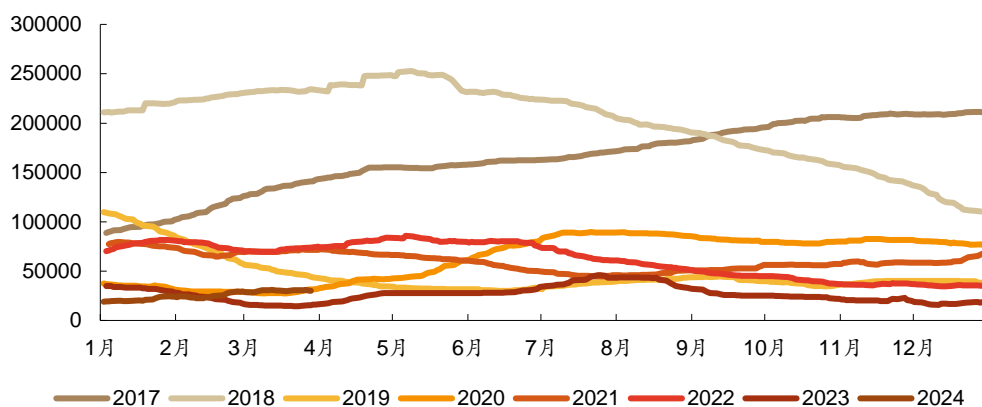
资料来源：Wind, 上海期货交易所, 德邦研究所

图 28：LME 铜全球库存（吨）



资料来源：Wind, LME, 德邦研究所

图 29: COMEX 铜库存 (短吨)



资料来源: Wind, COMEX, 德邦研究所

注: 1 公吨 (tonne, metric ton) = 1000 公斤, 1 长吨 (ton) (英制单位) = 1016.05 公斤, 1 短吨 (ton) (美制单位) = 907.2 公斤。

5. 投资建议

商品属性: 参考百川盈孚整理, 2023 年 10 月开始, 海外铜矿干扰开始抬头。10 月下旬, 因涉嫌违宪, 巴拿马政府勒令第一量子矿产公司 (First Quantum) 关闭其在本国的铜矿山, (2022 年产量为 35 万吨)。另外, 英美集团 12 月宣布大幅下调铜产量预期, 预计 2024 年产量为 73-79 万吨, 下调 20%; 英美集团在智利的洛斯布朗西斯 (Los Bronces) 铜矿将进行保养维护, 在秘鲁的克拉维科 (Quellaveco) 铜矿也因为地质工程隐患进行调整。此外, 淡水河谷公司宣布 2024 年铜产量目标为 32-35.5 万吨, 低于市场预期。巴拿马和秘鲁日益减少的铜供应可能会在 2024 年消除全球铜过剩, 全球铜精矿供需格局或将逐年收紧, 逐步转入略偏紧格局。据我们测算整理, 2024 年全球铜矿供给增量为 37.5 万吨, 增速 1.7%, 再生铜增量 4 万吨, 增速 0.9%, 铜总供给 2734 万吨, 增速 1.5%; 2024 年全球精炼铜需求为 2747 万吨, 增速 1.9%; 全年铜供给平衡为短缺 13 万吨。

金融属性: 2024 年全球货币环境由紧向松转变、国内经济逐步修复, 有色金属板块有望迎来超额收益, 经济底部夯实后, 与国内经济相关的工业金属价格有望迎来持续上涨行情, 铜行业金融属性和工业属性或将迎共振。

我们看好铜板块行情, 推荐紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、藏格矿业, 关注西部矿业、江西铜业、云南铜业、金诚信、五矿资源、中国黄金国际、中国有色矿业。

6. 风险提示

光伏、新能源等领域需求不及预期;

经济复苏不及预期;

铜矿供给放量超预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。