

有色金属3月周报（3.18—3.22）

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

国内历次减产铜价表现如何？

► 铜冶炼企业就调整冶炼生产节奏达成一致

2024/3/13，中国有色金属工业协会在北京组织召开座谈会，国内19家铜冶炼企业就调整现有生产线检修计划及压减生产负荷、新建产能推迟投运以及推迟达产达标时间等方面达成一致。针对铜冶炼行业近年来产能增长过快问题，国家将提高新建项目准入门槛，从而控制新增产能。消息公布后，国内外铜价大涨。伦铜最高涨至9164.5美元/吨，沪铜主力合约CU2405最高涨至73900元/吨。截至3/22，分别收于8847美元/吨、72290元/吨。

► 冶炼加工费下跌是铜企减产直接触发因素

2023Q3以来，受制于原料供应日趋紧张，铜精矿加工费持续下降，挤压了冶炼企业的利润空间。截至2024/3/22，周度现货粗炼费（TC）下跌至10.9美元/吨，为2011年来最低值，铜冶炼企业普遍亏损。此外，国内铜冶炼产能扩张导致原料采购困难。根据SMM调研数据，2024年4月将有7家冶炼厂要检修涉及粗炼产能为121万吨，5月将有8家冶炼厂要检修涉及粗炼产能为184万吨，6月将有8家冶炼厂要检修涉及粗炼产能为156万吨。

► 全球铜供需格局趋紧是铜价上涨根本原因

2023Q4以来，矿端供应扰动不断加大。如加拿大第一量子在巴拿马的年产35万吨的旗舰矿山Cobre Panama因当地民众示威停产，英美资源下调2024年产量指引20万吨，智利国有矿业公司Codelco在智利北部Radomiro Tomic铜矿（2023年铜产量31.5万吨）因安全事故导致罢工，全球第二大产铜国秘鲁2024年1月铜产量较23年同期下滑1.2%等，全球新增铜供给有限。而需求特别是新能源领域需求依然强劲，供给缺口加大推升铜价。

► 历史复盘显示历次减产铜价均出现上涨

2007年，因冶炼产能增加与进口铜精矿数量居高不下导致冶炼加工费持续下滑，国内铜冶炼企业亏损，决定自2007年下半年起联合减产10-15%。铜价探底回升，LME铜最大涨幅约20%，粗炼费TC自38美元/吨上涨至77美元/吨。2015年，因铜价持续下跌，国内铜生产企业业绩承压，决定将2016年铜产量削减35万吨。受减产与需求向好推动，铜价大幅上涨，LME铜最大涨幅68%。冶炼加工费回落，TC自120美元/吨下降至72美元/吨。

► 当前阶段减产或带来铜价与加工费双回升

我国是全球最大的精炼铜冶炼与消费国，对铜价的影响力与话语权不断上升。在降息预期强化叠加新增供给不足引发铜价上涨大趋势下，若主动减产，或进一步加大铜供给缺口，从而提振铜价。同时，主动减产倒逼铜矿山让渡部分利润，铜加工费也有望获得上涨，利好铜生产与冶炼企业。

► 投资建议：建议关注铜价上涨背景下有增量的公司

我们认为，铜价或迎来新一轮上涨周期。建议重点关注有增量的公司：西部矿业（玉龙铜业矿石处理量提升至2280万吨/年，公司计划2024年生产铜精矿158715吨，同比增长21%）、铜陵有色（米拉多二期将于2025年6月建成投产，对应铜产量翻倍）、洛阳钼业（2024年铜产量指引52-57万吨，较2023年增加10.05-15.05万吨）、紫金矿业（2024年铜产量指引111万吨，较2023年增加10万吨）、金诚信（刚果（金）Dikulushi铜矿出矿量稳步增加、Lonshi铜矿计划2024年完成爬坡）、北方铜业（正积极推进现有采矿权底部80米标高以下深部资源勘探，有望增加3亿吨铜矿石储备。）以及海外布局铜资源的中矿资源（收购赞比亚Kitumba铜矿65%的股权，铜金属量61.4万吨。）等，有望持续受益铜价上行大周期。

风险提示：产品价格波动风险、资源量和可采储量估测的风险、矿权到期无法续期的风险、项目开发进度不及预期的风险、安全与环保风险、地缘政治及政策风险等。

相对大盘走势



作者

分析师：丁士涛
执业证书编号：S0590523090001
邮箱：dingsht@glsc.com.cn
分析师：刘依然
执业证书编号：S0590523110010
邮箱：liuyr@glsc.com.cn

联系人：胡章胜
邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

相关报告

1、《有色金属：锂价步入下行周期，关注有增量和低成本公司》2024.03.04
2、《有色金属：黄金：三重属性共振，仍处上涨大周期》2024.02.21

正文目录

1. 铜冶炼企业就调整冶炼生产节奏达成一致	3
2. 冶炼加工费下跌是铜企减产直接触发因素	3
3. 全球铜供需格局趋紧是铜价上涨根本原因	4
4. 历史复盘显示历次减产后铜价均出现上涨	5
5. 投资建议：建议关注铜价上涨背景下有增量的公司	7
6. 风险提示	7

图表目录

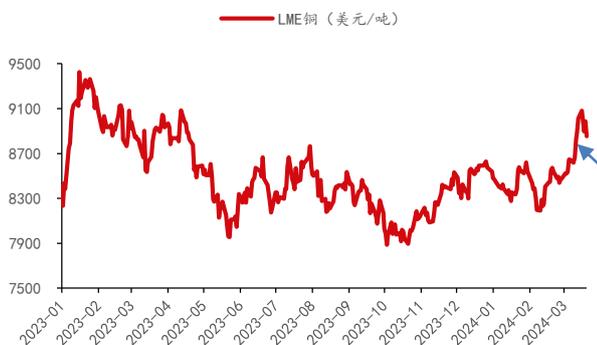
图表 1： 伦铜一度突破 9000 美元/吨关口	3
图表 2： 沪铜主力合约站上 70000 元/吨关口	3
图表 3： 2022 年中国精炼铜产量占比 43.5%	4
图表 4： 2022 年中国精炼铜消费占比 57.4%	4
图表 5： 2022 年我国铜精矿对外依存度 82.7%	4
图表 6： 铜冶炼加工费跌至 2011 年来最低	4
图表 7： 近年来中美 GDP 增速	5
图表 8： 2022 年中美合计耗铜占比达 64%	5
图表 9： 2005 年后铜冶炼产能大幅增加	6
图表 10： 2007 年国内进口铜精矿急剧上升	6
图表 11： 2007 年铜减产后铜价探底回升	6
图表 12： 2007 年铜减产后加工费上升	6
图表 13： 2015 年铜减产后铜价大幅上涨	6
图表 14： 2015 年铜减产后加工费下跌	6

1. 铜冶炼企业就调整冶炼生产节奏达成一致

国内主要铜冶炼企业就减产与控制新增产能达成一致。2024年3月13日，中国有色金属工业协会在北京组织召开了铜冶炼企业座谈会，国内19家铜冶炼企业主要负责人到会。针对当前矿山原料供应和市场变化，为共同维护全球铜冶炼行业健康发展，与会企业就调整现有生产线检修计划及压减生产负荷、新建产能推迟投运以及推迟达产达标时间等方面达成一致。针对铜冶炼行业近年来产能增长过快问题，国家将提高新建项目准入门槛。铜冶炼企业将积极响应《中国有色金属行业自律公约》，严格执行国家政策法规，积极配合国家有关部门推进产能治理，控制新增产能。

减产消息推动国内外铜价大幅上涨。受减产消息刺激，伦铜现货合约价格一度突破9000美元/吨整数关口，最高9164.5美元/吨；上期所沪铜主力合约站上70000元/吨整数关口，最高73900元/吨。截至3/22，分别收于8847美元/吨、72290元/吨。

图表1：伦铜一度突破9000美元/吨关口



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表2：沪铜主力合约站上70000元/吨关口



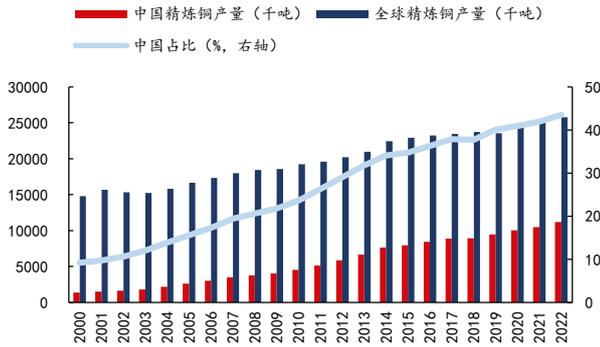
资料来源：iFind，国联证券研究所

2. 冶炼加工费下跌是铜企减产直接触发因素

中国是全球最大铜冶炼和消费国。2022年，中国精炼铜产量1121.6万吨，占全球43.5%；消费量1483.8万吨，占全球57.4%。由于我国铜资源分布不均，且呈现出规模小、品位低、采选难度大等特点，特别是近年来国内环保政策趋严，导致铜精矿对外依存度不断上升，2022年为82.7%。

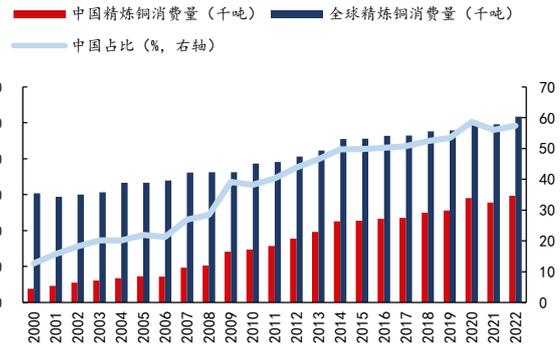
冶炼加工费下跌导致铜冶炼厂亏损。国内铜冶炼企业铜进口铜精矿的基准定价方式为LME铜价扣减铜冶炼加工费之后金额计价结算，因此加工费的变动直接影响行业盈利水平。铜冶炼加工费分为粗炼费（TC）和精炼费（RC），是矿山向冶炼厂支付的将铜精矿加工成精炼铜的费用。TC以美元/吨报价，RC以美分/磅报价。2023Q4以来，TC/RC价格持续下跌。截至2024/3/22最新数据，分别为10.9（美元/吨）/1.09（美分/磅）。在近期价格水平下，冶炼厂亏损逐渐加剧。据SMM统计，若冶炼厂采购现货铜精矿冶炼，目前为亏损约1400元/吨。中国作为全球最大精炼铜生产国，若铜冶炼厂因加工费下滑，企业亏损加剧而减产，可能进一步影响全球铜供给。据SMM调研显示，2024年4月将有7家冶炼厂检修涉及粗炼产能121万吨，5月将有8家冶炼厂检修涉及粗炼产能184万吨，6月将有8家冶炼厂检修涉及粗炼产能156万吨。

图表3：2022年中国精炼铜产量占比43.5%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表4：2022年中国精炼铜消费占比57.4%



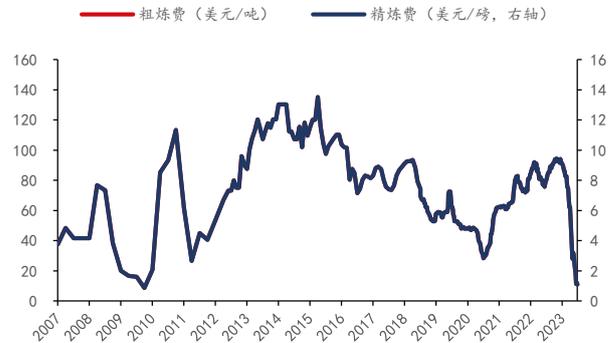
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表5：2022年我国铜精矿对外依存度82.7%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表6：铜冶炼加工费跌至2011年来最低



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 全球铜供需格局趋紧是铜价上涨根本原因

冶炼加工费变动反映出全球铜精矿供应松紧程度。铜冶炼加工费谈判是矿山与冶炼厂之间的博弈过程。TC/RC 上涨表明铜精矿供应充足，铜冶炼企业将在谈判中占主导；反之，当铜精矿供应出现短缺时，则矿山在谈判中占主导。

2023Q4 以来全球铜精矿供应扰动持续加大。2023 年 10 月，国际铜业研究小组在发布的报告中预计 2024 年全球矿山铜产量 2319.5 万吨，同比增长 3.7%；精炼铜产量 2753.4 万吨，同比增长 4.6%。但自 2023Q4 以来，供应端扰动持续加大。如：

第一量子（FMM）在巴拿马的旗舰矿山 Cobre Panama 停产。该项目始建于 2011 年，2019 年投产，年产量约 35 万吨。2017 年，巴拿马最高法院裁定 Cobre Panama 运营合同违宪，迫使第一量子与政府重新敲定合作协议。2023 年 10 月 20 日，巴拿马政府与第一量子达成新的合同。明确第一量子获得 Cobre Panama 20 年采矿权，并可选择续约。但该合同引发巴拿马民众极大不满。认为采矿对环境造成极大破坏，并怀疑合同谈判过程中存在腐败行为。2023 年 11 月 28 日，巴拿马最高法院最终裁定该运营合同违宪，并要求第一量子关闭 Cobre Panama。在关闭该铜矿运营后，第一量子提出国际仲裁，我们预计短期复产的可能性较低。

英美资源（Anglo American）下调 2024-25 年铜产量指引合计 33-39 万吨。因公司在秘鲁的 Quellaveco 铜矿因地质工程隐患进行调整以及其位于智利 Los Bronces 铜矿的加工厂检修，2023 年 12 月，公司将 2024 年铜产量指引下调至 73-79 万吨（前值 91-100 万吨），将 2025 年指引下调至 69-75 万吨（前值 84-93 万吨）。

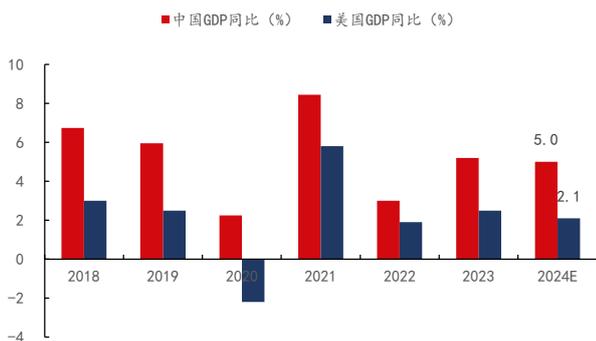
淡水河谷（Vale）旗下 Sossego 铜矿暂停运营。2024 年 2 月，巴西帕拉州环境部长写信通知，暂停淡水河谷 Sossego 铜矿的经营许可证。淡水河谷表示，正在评估采取必要措施，以重新确定该矿经营许可证的完全有效性。Sossego 铜矿是淡水河谷第二大铜矿，2023 年产铜 6.68 万吨。

智利国有矿业公司（Codelco）旗下 Radomiro Tomic 铜矿无期限罢工。2024 年 3 月，因一名矿工在智利北部的 Radomiro Tomic 铜矿事故中死亡，工会主席 Ricardo Torrejón 表示，矿工封锁了通往矿床的入口道路，并完全停止了生产，罢工将是无限期的。2023 年 Radomiro Tomic 铜产量为 31.5 万吨，占铜总产量的 24%。

秘鲁 2024 年 1 月铜产量较 23 年同比下滑 1.2%。据秘鲁矿产及能源部公布数据显示，2024 年 1 月铜产量较 2023 年同期下滑 1.2%，至约 205375 吨。五矿资源旗下 Las Bambas 产量下滑 17%，Freeport-McMoRan 旗下 Cerro Verde 产量下滑 13.4%。

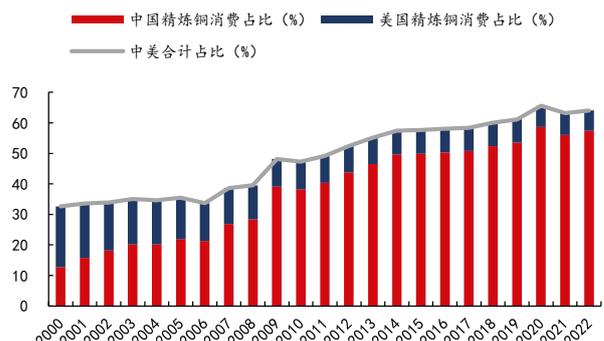
预计铜需求稳步增长。从需求端看，2022 年中美耗铜占比合计达 64%。2024 年 3 月，美联储将 2024 年美国 GDP 增速上调至 2.1%，中国《政府工作报告》2024 年 GDP 增长目标 5% 左右，仍将有力拉动铜需求。而铜在新能源汽车、光伏、风电、算力等领域广泛应用使得需求保持增长，供需格局趋紧或驱动铜价中枢持续上移。

图表7：近年来中美 GDP 增速



资料来源：Wind，美联储，《政府工作报告》，国联证券研究所

图表8：2022 年中美合计耗铜占比达 64%



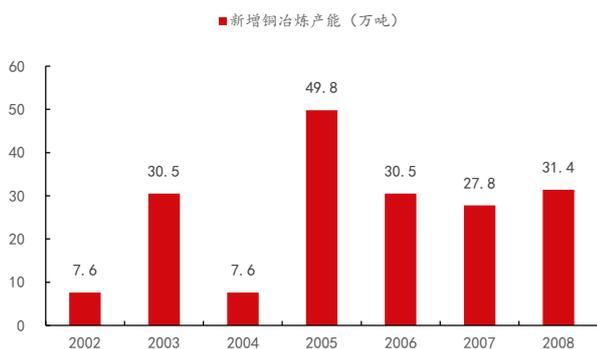
资料来源：iFinD，国联证券研究所

4. 历史复盘显示历次减产铜价均出现上涨

2007 年因铜冶炼产能与进口铜精矿增加导致加工费下滑而被动减产。2005 年之后，因铜价大幅上涨，国内新增铜冶炼产能快速攀升。仅在 2005-2006 年，合计达 80 万吨。冶炼产能增加导致进口铜精矿同比快速上升，使国内铜冶炼企业在大量进口国外铜精矿时处于非常不利的地位。2007 年年中，中国铜原料联合谈判小组（CSPT）与国外铜精矿供应商的年中谈判确立的 2007 年下半年至 2008 年加工费 TC/RC 分别为 60 美元/吨/6 美分/磅，较 2006 年度下降 37%。2007/8/2，CSPT 进一步宣布，2007 年下半年 9 家成员企业电解铜将联合减产 10%-15%。在减产消息公布后，铜价呈现探底回升，最大涨幅达 20%。加工费明显上涨，TC 自 38 美元/吨上涨至 77 美元/吨。

2015 年因铜价下跌导致国内铜生产企业亏损扩大而被动减产。美联储加息预期不断升温以及需求不振，铜价持续下跌，较 2011 年高点最大跌幅超 50%，国内铜企业业绩承压。铜冶炼加工费仍处于历史较高水平，TC 为 120 美元/吨。2015/11/30，CSPT 宣布，2016 年将减少精炼铜产量 35 万吨。减产消息公布之后，铜价开启上涨，最大涨幅 68%。加工费则明显回落，TC 自 120 美元/吨下降至 72 美元/吨。

图表9：2005年后铜冶炼产能大幅增加



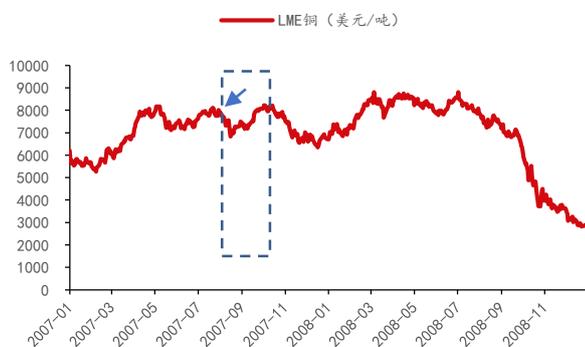
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表10：2007年国内进口铜精矿急剧上升



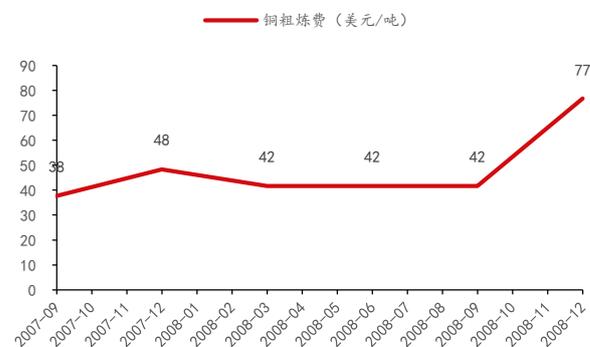
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表11：2007年铜减产后铜价探底回升



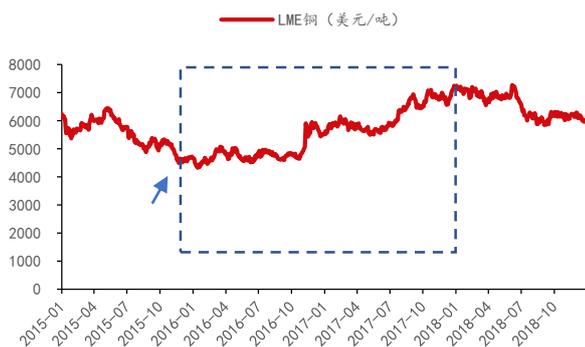
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：2007年铜减产后加工费上升



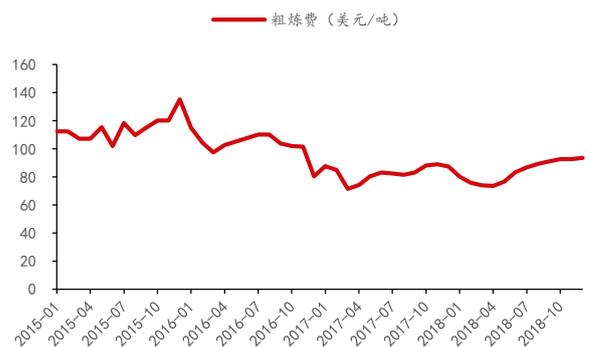
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：2015年铜减产后铜价大幅上涨



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表14：2015年铜减产后加工费下跌



资料来源：Wind，国联证券研究所

当前阶段减产或带来铜价与加工费双双回升。以史为鉴，我们发现，2007年铜冶炼企业减产的大背景是国内冶炼产能增加，进口铜精矿上升导致加工费下跌，再加上铜供需格局整体处于过剩，因此铜价涨幅有限，加工费则明显回升。2015年铜冶炼企业减产的大背景则是铜价持续下跌导致铜生产企业利润受损，冶炼行业自发减产挺价，主动减少供给。目前我国是全球最大的精炼铜冶炼与消费国，对铜价影响力与定价权不断上升。在铜价上涨大趋势下逆势减产，或进一步加大铜供给缺口，从而提振铜价表现。同时，主动减产倒逼铜矿山让渡部分利润，加工费也有望获得上涨。

5. 投资建议：建议关注铜价上涨背景下有增量的公司

铜价上行的大趋势下，我们建议重点关注未来有增量的公司。

西部矿业：根据公司 2023 年年报，玉龙铜业一、二选厂优化升级改造项于 2023 年 11 月 8 日顺利投产，矿石处理量提升至 2280 万吨/年。公司计划 2024 年生产铜精矿 158715 吨，较 2023 年增长 21%。

铜陵有色：根据公司公告，米拉多一期工程已于 2019 年下半年建成投产，矿石处理量为 2000 万吨/年。二期工程预计 2025 年 6 月建成投产，一、二期矿石处理量合计将达到 4620 万吨/年，对应铜产量实现翻倍。

洛阳钼业：根据公司 2023 年年报，2024 年铜产量指引为 52-57 万吨，2023 年产量为 41.95 万吨，较 2023 年增加 10.05-15.05 万吨。

紫金矿业：根据公司 2023 年年报，2024 年铜产量指引为 111 万吨，2023 年为 101 万吨，较 2023 年增加 10 万吨。2025 年铜产量指引为 117 万吨，较 2023 年增加 16 万吨。

金诚信：根据公司公告，刚果（金）Dikulushi 铜矿项目出矿量稳步提高，计划 2023 年生产铜精矿含铜 8000 吨，刚果（金）Lonshi 铜矿 2023 年 3 季度投产，初步计划 2024 年完成爬坡。

北方铜业：根据公司 2022 年年报，公司正在积极推进铜矿峪矿现有采矿权底部 80 米标高以下深部资源勘探，有望增加 3 亿吨铜矿石储备。

中矿资源：2024 年 3 月 15 日，公司发布公告，收购赞比亚 Kitumba 铜矿 65% 的股权，探明+控制+推断铜金属量 61.4 万吨，平均品位 2.2%。

6. 风险提示

产品价格波动风险：阴极铜以及黄金、白银、硫酸等副产品价格受宏观经济形势影响较大，价格可能出现大幅波动，导致经营业绩存在不确定性。

资源量和可采储量估测的风险：公司通过勘查技术对矿产资源量和可采储量进行估测，并据此判断开发和经营矿山的可行性和进行工业设计，实际情况可能与估测结果存在差异。

矿权到期无法续期的风险：若在矿权许可期届满后无法办理延期，将对公司生产经营带来重大不利影响。

项目开发进度不及预期的风险：公司项目能否按计划时间投产存在不确定性，若投产时间推后，将会对公司的生产经营和财务状况造成不利影响。

安全与环保风险：矿产选冶属于高风险行业，若因出现安全事故或造成环境破坏将导致公司减产甚至停产，给公司正常生产运营带来不利影响。

地缘政治及政策风险：铜资源主要分布于拉丁美洲、非洲等国家和地区，不同国家政治、经济发展水平、社会结构存在较大差异，全球资源民族主义日渐加深，政府换届、国家政策变化可能会对相关公司的运营造成一定影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼