



## 标配

## 证券分析师

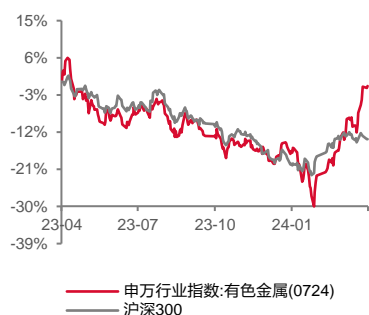
张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn



## 相关研究

1. 美国制裁俄罗斯铝镍对全球供应格局影响——有色金属研究系列（一）

## 上游供应偏紧，铜业进入景气区间

——铜行业深度报告

## ➤ 投资要点:

- **铜矿储量南美依旧保持高位，仍是铜矿储备第一洲：**截至2022年底，全球矿山铜矿储量约8.86亿吨，其中智利储量占世界总储量的21%，南美洲整体占比约为40%。2022年全球铜矿总产量超2600万吨，其中前十大生产国家占比约为65%，世界铜矿的储备相对集中。
- **世界铜矿生产主要集中在头部公司和持股矿山：**2022年，全球矿山铜精矿产量2181.1万吨，较2021年增长3.39%左右，其中产量最大的两个国家是位于南美洲的智利和秘鲁。2022年智利生产铜520万吨，秘鲁生产220万吨。自由港·麦克莫兰铜金公司2022年相比于2021年表现优异，这得益于印度尼西亚的矿山采矿量增长，使其与智利国家铜业的差距进一步缩小。多数铜矿资源仍然由少数公司掌握，2022年行业产量增速有所下降。
- **铜矿的冶炼和精炼主要集中在部分铜生产和消费大国：**全球冶炼铜、精炼铜总产能持续增长，前二十大铜矿产能占比合计达36.7%。据ICSG统计，2022年全球铜矿冶炼产能为2470.3万吨，产能利用率为87%。铜冶炼产能主要集中在中国、智利、日本和美国等铜资源需求大国。目前世界精炼铜和冶炼铜的需求和产能不断增加，但是增幅放缓。
- **我国铜矿需求消费体量庞大，自有资源相对匮乏：**全球每年的铜使用量在2800万吨左右，其中近70%的铜产品用于电气、导体和通信领域。目前中国是铜第一消费大国，占世界消费总量的50%左右，但铜矿储量和自有产量相对落后，主要依赖进口铜矿资源，最主要的进口国是智利和秘鲁。
- **中国铜矿开采存在品位过低和成本攀升的问题：**我国精炼铜能力处于世界领先地位，但是目前我国正面临铜矿储备不足，品位过低的困境，这也是导致开采勘探成本提升的主要原因。自十四五规划以来，国家也正在采取加强境外资源开采设施的建设与合作的措施，希望改善国内铜资源匮乏的现状。
- **国内头部铜矿企业股价处于高位，铜业未来可期：**云南铜业、江西铜业、铜陵有色和紫金矿业均与铜价变化呈现较高相似度。在经历了2019年以来多端波折发展后，头部公司仍然有优越表现，收益率普遍高于沪深300。
- **投资建议：**由于近期受南美洲地区铜矿生产出口限制和印度尼西亚矿山运营限制影响，国际铜矿供应情况相对紧；叠加行业内部协商遏止不正当竞争，TC费率有望提升，建议关注国内具备优质上游矿产资源、产业链一体化成本优势的龙头上市公司，如**紫金矿业、云南铜业、江西铜业、铜陵有色**等。
- **风险提示：**需求增长不及预期；我国经济复苏迟缓；全球经济持续疲软；国家行业政策等。

## 正文目录

<b>1. 世界铜矿储备资源和生产相对集中</b>	<b>4</b>
1.1. 全球铜矿探明储量主要集中在南美洲	4
1.2. 铜矿的产量主要集中在头部地区和公司，生产增速放缓	4
1.3. 全球重点矿山优势依旧明显，印尼表现尤为突出	7
1.3.1. 头部的矿山依然保持很大的领先地位	7
1.3.2. 印尼矿山表现突出，2021 年开始产量显著上涨	8
<b>2. 中国铜矿冶炼优势较大，自有铜矿资源优势较小</b>	<b>9</b>
2.1. 中国对于铜金属的需求处于绝对领先地位	9
2.2. 铜行业冶炼精炼产能分布相对集中	11
<b>3. 铜产品下游应用广泛，与国家经济息息相关</b>	<b>12</b>
3.1. 铜的性能优势明显，下游应用广泛	12
3.2. 铜消费与经济发展息息相关	13
3.3. 供不应求的困境，自有铜矿品位较低	15
3.4. 针对铜矿资源严峻现状的措施	16
<b>4. 铜价复盘</b>	<b>17</b>
<b>5. 国内主要铜业公司生产能力稳定</b>	<b>17</b>
5.1. 我国头部铜业公司股价收益稳步提升，紫金矿业表现优异	17
5.2. 头部铜业公司生产运营稳定，收益能力较强	19
5.3. 铜业公司盈利能力逐步增强，铜加工资本开支维持稳定	21
5.4. 我国现货铜矿粗炼费大幅下降，我国多家冶炼厂计划降产	21
<b>6. 投资建议</b>	<b>22</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

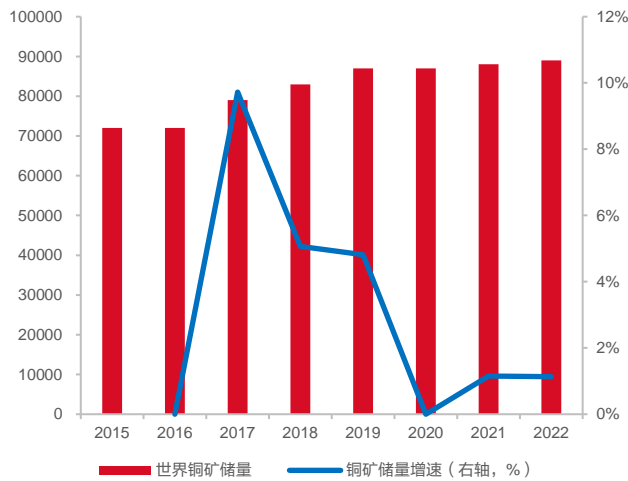
图 1 世界铜矿总储量及增速 (万吨, %)	4
图 2 世界铜矿具体分布图 (%)	4
图 3 全球主导铜矿企业总产量 (万吨)	5
图 4 全球主要国家铜矿生产量 (万吨)	5
图 5 智利国家铜业主要矿区产量变化 (万吨)	6
图 6 自由港-麦克莫兰主要矿区产量变化 (万吨)	6
图 7 必和必拓主要矿区产量变化 (万吨)	7
图 8 嘉能可主要矿区产量变化 (万吨)	7
图 9 ICSG 全球铜精矿产量和增速 (万吨, %)	7
图 10 2022 年世界重点矿区产量 (万吨)	8
图 11 Grasberg 四大矿区储量变化 (万吨)	9
图 12 Grasberg 每日可研磨矿石量和增速 (万吨, %)	9
图 13 全球铜矿主要需求地区变化 (万吨)	10
图 14 中国精炼铜实际消费量和表观消费量 (万吨)	10
图 15 2023 年中国铜精矿进口主要来源国 (万吨)	10
图 16 南美洲铜材和中国的航运图	11
图 17 全球精炼铜主要供应地区与国家 (%)	12
图 18 全球精炼铜产量变化 (万吨)	12
图 19 全球铜下游消费分布 (%)	13
图 20 我国精铜下游主要消费分布 (万吨)	13
图 21 电解铜消费增速 (同期与移动一年后数据) 和中国 GDP 增速关联 (%)	14
图 22 中美月度制造业 PMI 和铜价 (美元/吨)	15
图 23 世界重点铜矿和中国铜矿平均品位对比 (%)	15
图 24 中国平均铜矿石品位当季值 (%)	15
图 25 铜精矿和精铜产能和增速 (万吨, %)	16
图 26 部分矿产公司铜矿勘探开支 (百万美元)	16
图 27 ICSG 电解铜库存和增速 (万吨, %)	17
图 28 LME 铜: 3 个月合约收盘价 (美元/吨)	17
图 29 我国部分头部铜矿企业股价与 LME 铜 3 个月合约收盘价 (美元/吨) 变化率	18
图 30 我国部分头部铜矿企业股价与沪深 300 指数相对收益率对比 (%)	19
图 31 云南铜业股价和 ROE (%)	20
图 32 铜陵有色股价和 ROE	20
图 33 紫金矿业股价和 ROE	20
图 34 江西铜业股价和 ROE	20
图 35 头部铜矿企业毛利率 (%)	21
图 36 头部铜矿企业在建工程新增资本开支 (亿元)	21
图 37 我国精炼电解铜产能 (万吨) 和产能变化率 (%)	22
图 38 我国现货粗炼费 TC (美元/千吨) 和铜价 (美元/吨)	22
表 1 2022 年印度尼西亚自由港-麦克莫兰 Grasberg 矿区矿产储量 (百万吨)	8
表 2 自由港-麦克莫兰铜矿开发资本开支 (百万美元)	9
表 3 2022 年全球重点地区铜矿冶炼产量 (万吨)	11
表 4 2022 年重点精炼厂电解精炼铜产能 (万吨)	12
表 5 2021 年至 2023 年我国铜冶炼行业相关政策	16
表 6 我国头部铜矿企业金属铜和阴极铜产量 (万吨)	21

# 1.世界铜矿储备资源和生产相对集中

## 1.1.全球铜矿探明储量主要集中在南美洲

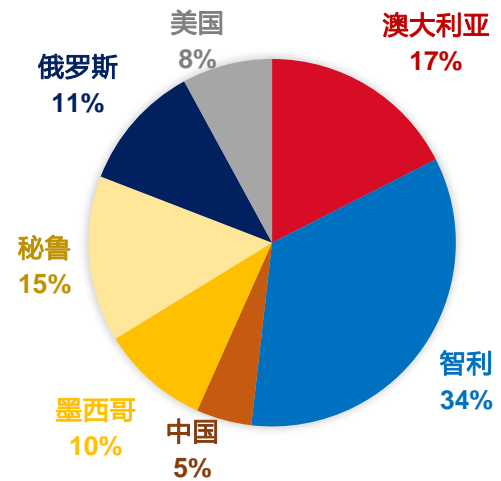
截至 2022 年底,世界已探明铜矿总储量约为 8.9 亿吨,主要的储备国家分别是智利(1.9 亿吨, 21%)、澳大利亚(9700 万吨, 11%)、秘鲁(8100 万吨, 9%)、俄罗斯(6200 万吨, 7%)。按照地域区块来分,世界已探明铜矿储备主要集中在美洲,其次是大洋洲。智利是全球第一大铜矿储量国家,澳大利亚和秘鲁的铜矿储量紧随其后,南美洲各国持有的已探明铜矿储量约为世界总量的 36.4%,而中国 2022 年铜矿资源储备为 2700 万吨,占世界铜矿探明储量的比重不到 4%,资源相对较为匮乏。从 2015 年至 2022 年,全球探明铜矿储量逐步上升,但增速明显放缓。2022 年因全球部分重点矿山铜矿品位下降并伴随罢工游行带来的持续影响,全球勘探活动骤减,导致全球探明铜矿储备仅增长 1.14%,截至 2022 年全球铜矿探明储量约为 8.9 亿吨。

图1 世界铜矿总储量及增速(万吨, %)



资料来源: ENI 能源, 东海证券研究所

图2 世界铜矿具体分布图(%)



资料来源: ENI 能源, 东海证券研究所

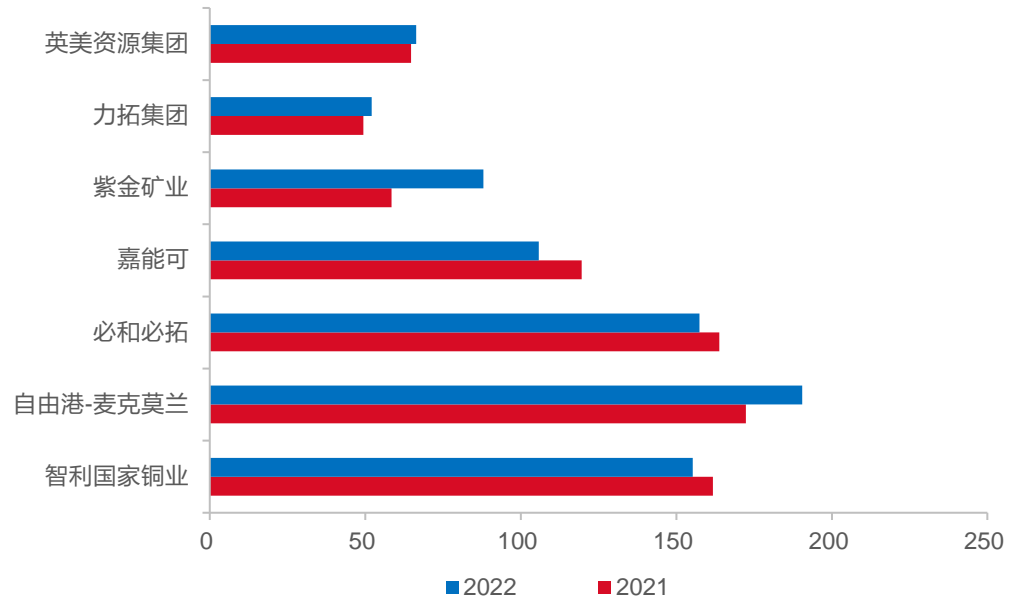
## 1.2.铜矿的产量主要集中在头部地区和公司, 生产增速放缓

2022 年世界铜矿产量约 2196 万吨,其中铜产量排名前十的国家生产总量超 1700 万吨,世界铜矿储备和生产均相对集中。铜矿储备较大的矿山分别有位于智利的 Escondida、Collahuasi、El Teniente, 秘鲁的 Cerro Verde、Antamina、Las Bambas 和墨西哥的 Buenavista del Cobre 等矿山。

Escondida 矿山于 1990 年被发现并投入生产,由必和必拓和力拓分别持股 57.5%和 30%,2022 年该矿山产出铜矿总计超 100 万吨,相较 2021 年下降了 6%。第二大铜矿是位于智利的 Collahuasi 铜矿,股东主要包括英美资源集团(44%)和嘉能可(44%)。目前从总量上看 Escondida 的铜矿储量和产量仍然较多,重点矿山优势依旧明显。

全球铜矿产量的集中性还体现在大型矿区的持股公司,智利国家铜业(2022 年产量为 155.3 万吨)占世界总产量的 7.07%、自由港-麦克莫兰铜金公司(190.5 万吨, 8.68%)、必和必拓(157.4, 7.17%)、嘉能可(105.81 万吨, 4.82%)等其他铜矿生产公司。

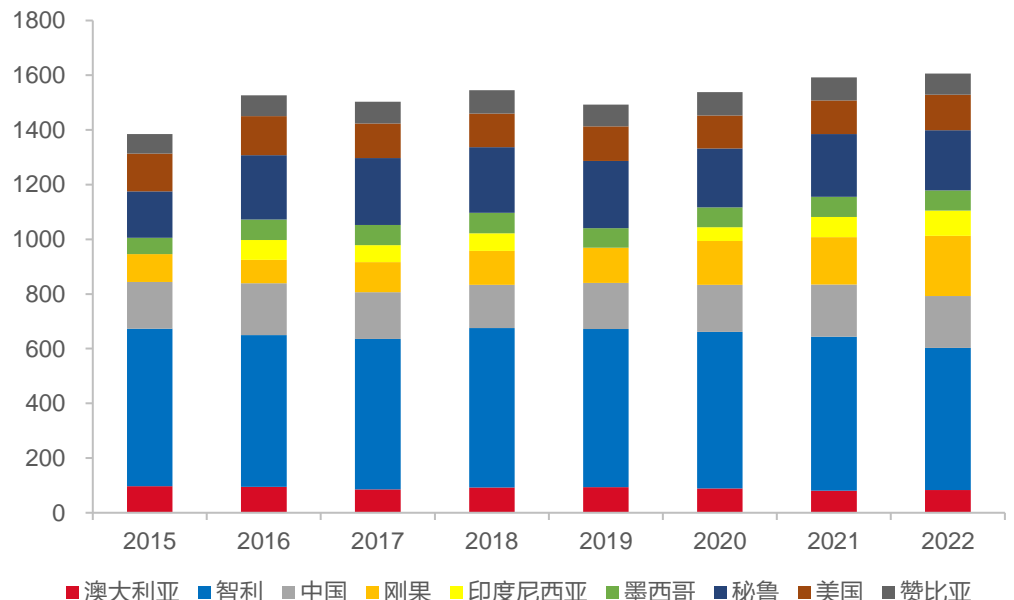
图3 全球主导铜矿企业总产量（万吨）



资料来源：各公司年度报告，东海证券研究所

全球铜矿生产与探明铜储备呈现类似地域分布，最主要集中在南美洲国家，其中产量最大的两个国家是智利和秘鲁。2022 年智利生产铜矿约 520 万吨，较上年同期减少 7.5%，2010 年至 2022 年的年均复合增长率是-0.3%，秘鲁 2022 年生产铜 220 万吨，较上年降低 4.3%，2010 年至 2022 年的年均复合增长率是 4.8%。我国 2022 年铜矿产量是 190 万吨，较上年减少 0.5%，年均复合增长率为 4.0%。数据显示近十年来各主要铜矿生产国产量增速都逐步放缓甚至降速。

图4 全球主要国家铜矿生产量（万吨）



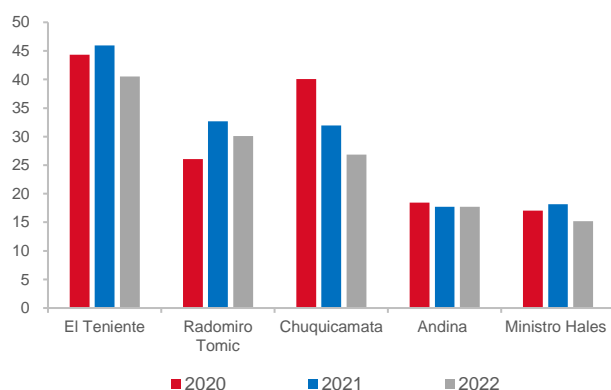
资料来源：ENI 能源，东海证券研究所

智利国家铜业公司（Codelco）作为世界最大的铜矿生产商之一，2022 年铜矿产量为 155.3 万吨，同比下降了 4%，铜矿产量延续了前几年下滑的趋势。过度的开采导致矿石品位降低是造成产量下滑的最主要原因。2004 年公司铜矿平均品位约为 0.71%，截至 2022

年，公司探明铜矿平均品位已降至 0.62%，因此公司需投入更多的勘探开采支出。此外，智利国内多地由于利益分配、环境保护等原因产生的罢工影响以致于部分采矿项目的延误也进一步对铜矿生产供应造成扰动。基于这种情况，公司预测 2023 年公司在该态势下最高产量为 140 万吨。

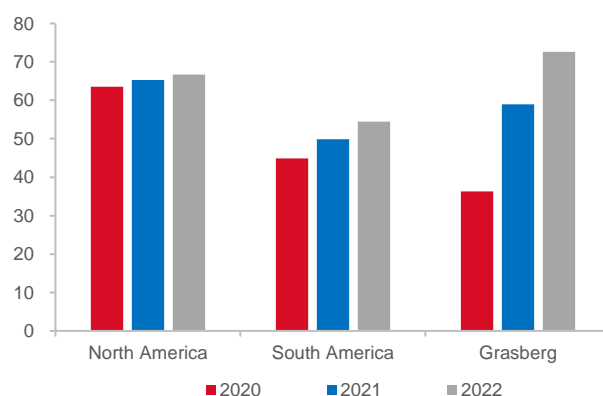
自由港-麦克莫兰公司 (Freeport-McMoRan) 位于美国亚利桑那州，该公司在北美共有七个露天铜矿。近年来公司铜矿增产主要集中在印度尼西亚板块，2021 年和 2022 年公司印尼铜矿产量增幅分别是 62.5% 和 23.1%。自由港-麦克莫兰通过子公司 PT-Freeport-Indonesia (持股 48.76%) 运营印度尼西亚巴布亚中部 Grasberg 铜金矿。2022 年公司资本支出为 35 亿美元，其中 25 亿美元用于印尼矿业。2022 年公司旗下的印度尼西亚 Grasberg 矿山生产表现优异，该矿区铜矿产量中 72.58 万吨属于 Freeport-McMoRan，达到了近四年来的最高产量。该矿区的优异生产表现增厚了自由港-麦克莫兰公司 2022 年铜矿总产量。

图5 智利国家铜业主要矿区产量变化 (万吨)



资料来源：智利国家铜业年报，东海证券研究所

图6 自由港-麦克莫兰主要矿区产量变化 (万吨)



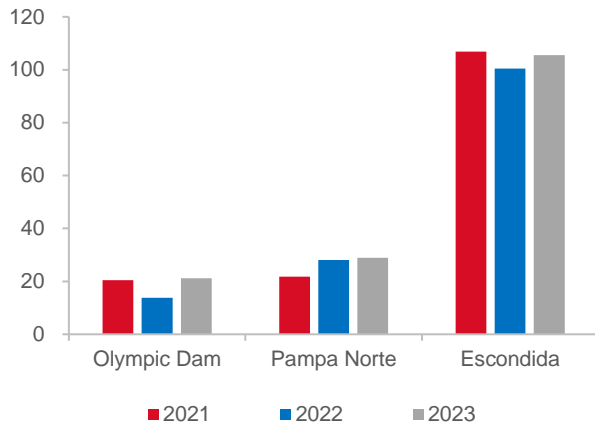
资料来源：自由港-麦克莫兰年报，东海证券研究所

必和必拓 (BHP) 是一家澳大利亚矿产跨国公司。智利的 Escondida 矿区 (持股 57.5%)、秘鲁 Antamina 矿区 (持股 33.75%) 和澳大利亚的 Olympic Dam 矿区 (持股 100%) 是公司的主要铜矿生产区。必和必拓 2023 年产出铜矿 171.7 万吨，较 2022 年产量同比上升 9.1%。其中 Olympic Dam 产量增幅较为明显，原因主要是公司大型冶炼厂的维护在 2022 年 4-6 月已经完成，2023 年投入生产并实现强劲业绩。南美地区铜产量略有回升，主要原因是智利地区游行造成的全国道路封锁影响逐渐消退，生产逐步恢复正常。

嘉能可 (Glencore) 是一家跨国商品贸易和矿业公司，在南美洲、非洲、澳洲等多地均拥有铜矿资源。2021 至 2023 年公司的铜矿生产总量分别是 119.6 万吨、105.8 万吨和 101 万吨，产量明显减少。产量的下滑主要集中在非洲和南美地区。2023 年由于公司旗下智利 Lomas Bayas 矿区在开采过程中因环境检测不达标，面临罚款和吊销许可证的风险，同时 Antamina 和 Collahuasi 铜矿因罢工和铜矿品位降低，导致公司在南美地区总体减产幅度约为 3.32%。在非洲方面，产量降低的原因主要包括 Katanga 铜金矿开采难度增大，2023 年非洲矿区整体减产约为 4.70%。

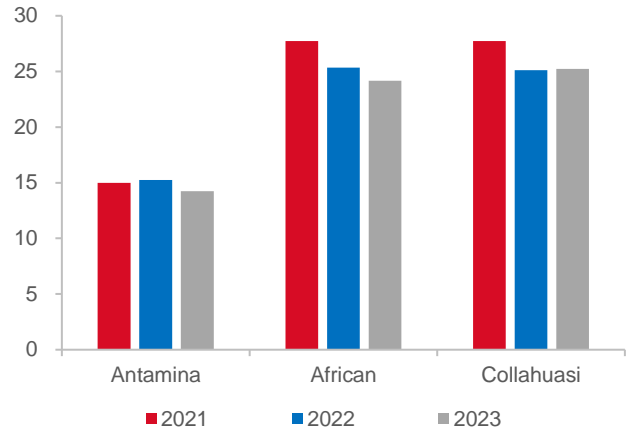


图7 必和必拓主要矿区产量变化（万吨）



资料来源：必和必拓集团官网，东海证券研究所

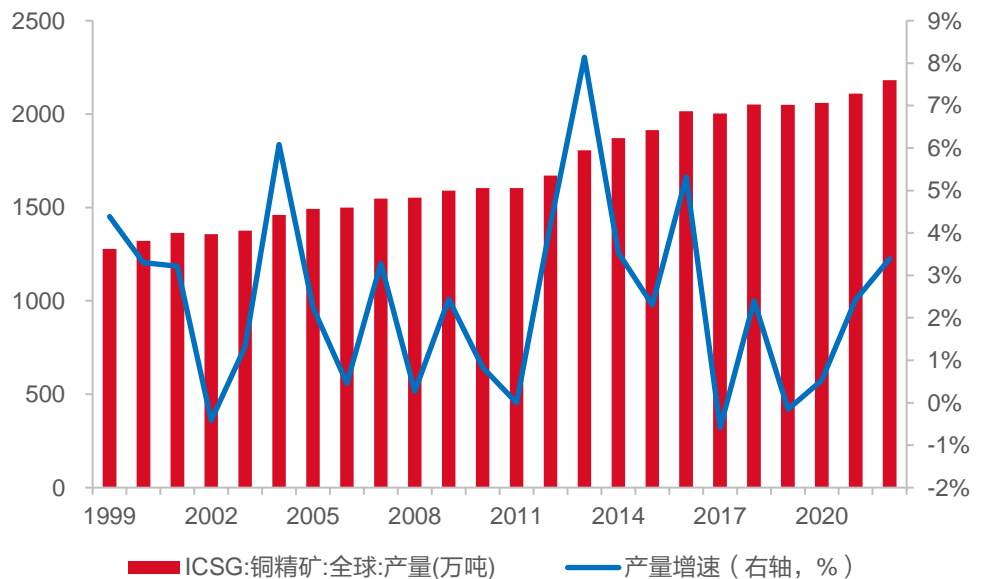
图8 嘉能可主要矿区产量变化（万吨）



资料来源：嘉能可公司官网，东海证券研究所

目前，全球前两大铜矿生产商的铜产量差距较小。其中，智利铜矿生产受政策和铜矿品位变化的影响较大，目前处于增速降低的阶段，2023年，秘鲁在2022年的游行和罢工结束后产量有望继续回升，澳大利亚的铜矿生产也已基本度过用工荒的问题，产量在2023年已经出现较大改善。2022年全球铜精矿产量增速放缓，铜精矿产量为2181.1万吨，增速为3.39%，仍处在增速的低位回升阶段。

图9 ICSG 全球铜精矿产量和增速（万吨，%）



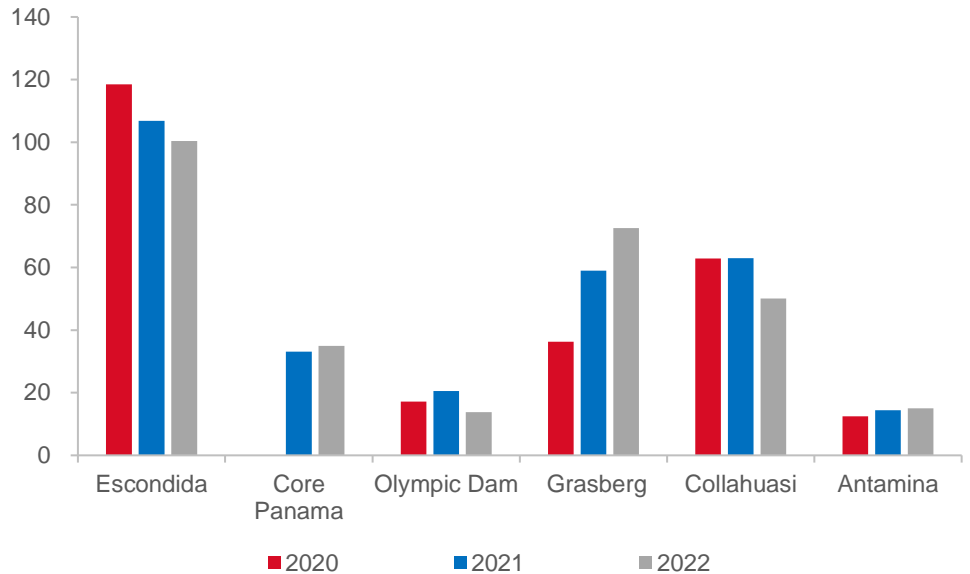
资料来源：Bloomberg，ICSG 数据，东海证券研究所

### 1.3.全球重点矿山优势依旧明显，印尼表现尤为突出

#### 1.3.1.头部的矿山依然保持很大的领先地位

根据全球头部的铜矿生产企业分析，重点公司铜矿产量占据世界领先地位的共同原因是持股大型矿山。各个地区矿山近四年表现来看，Escondida 表现虽然因为政策和品位问题产量有所下降，但生产力依然强劲。2022 年全球众多矿山中综合产量较高的矿山分别是智利的 Escondida、印度尼西亚的 Grasberg 和秘鲁的 Cerro Verde 矿山。智利秘鲁等南美的铜矿产区由于自身储量优势，近四年来依然保持领先地位，2021 年起 Grasberg 矿区开始实现产量反超，其余多数大型矿区均维持生产稳定的状态。

图10 2022 年世界重点矿区产量（万吨）



资料来源：Bloomberg，各公司年报，东海证券研究所

### 1.3.2. 印尼矿山表现突出，2021 年开始产量显著上涨

2021 年后印度尼西亚的 Grasberg 矿山的产量增幅非常明显。Grasberg 矿山 2022 年和 2021 年铜矿产量同比分别增加 23.1%和 62.5%。自由港-麦克莫兰公司（Freeport-McMoRan）持有该矿 48.8%的权益，该公司主要通过子公司 PT-Freeport-Indonesia（PT-FI）对矿区进行开发。2018 年 PT-FI 与印度尼西亚政府达成协议，以确保延长其长期采矿权，目前公司已经将采矿权延长至 2031 年并且有权延长至 2041 年。PT-FI 承诺到 2023 年底，公司每年提供精矿冶炼产能 200 万吨。2021 年后 Grasberg 铜矿产量大幅上涨的主要原因是公司成功开发印度尼西亚 Grasberg 铜矿的 Kucing Liar 地下矿床，同时投资拓展额外冶炼能力，每日可研磨矿石量由 2020 年的 8.77 万吨提升至 2022 年的 19.26 万，大幅提升了铜矿加工能力。

Grasberg 铜矿拥有四大矿区，其中 Kucing Liar 矿区是从 2021 年开始大力开发。截至 2022 年底，印度尼西亚矿山金属铜储量在 1400 万吨以上，矿石的日均产量呈现大幅上涨。2021 年 Grasberg 日均矿石处理量约为 15.16 万吨，较 2020 年增幅约 73%，2022 年日均处理能力增幅为 27%，其中 Grasberg Block Cave 地下矿区产量最高。

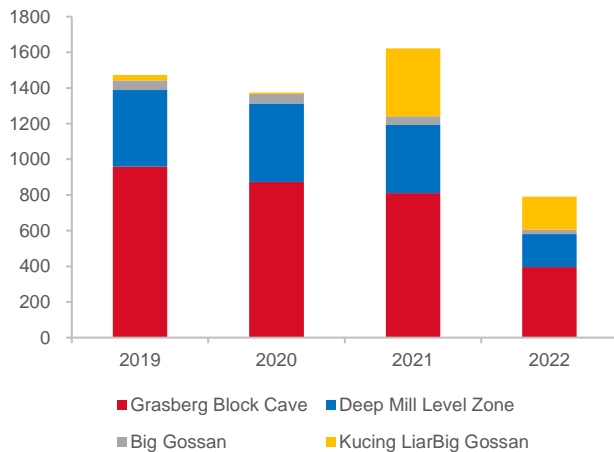
表1 2022 年印度尼西亚自由港-麦克莫兰 Grasberg 矿区矿产储量（百万吨）

矿区名称	储量（百万吨）	平均品位			
		铜（%）	银（%）	金（%）	
GBC	探明	309	1.26	0.92	3.15
	推断	501	1.00	0.65	2.81
DMLZ	探明	77	0.90	0.75	4.13
	推断	305	0.71	0.58	3.51
BG	探明	18	2.50	0.99	15.18
	推断	31	2.14	0.92	12.95
KL	探明	93	1.05	0.96	5.26
	推断	288	0.96	0.85	4.37

资料来源：Freeport-McMoRan 官网，东海证券研究所

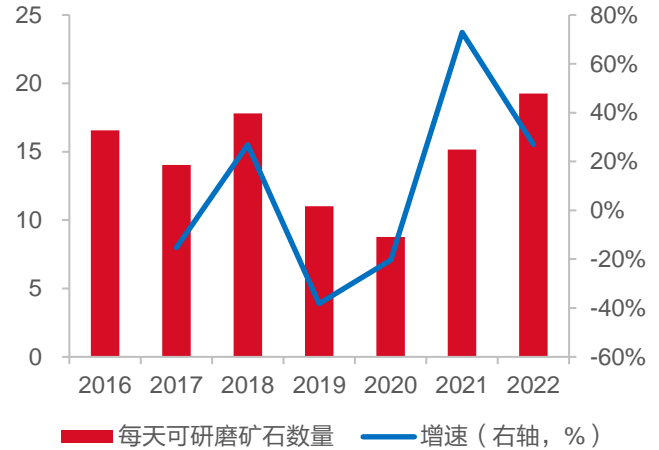


图11 Grasberg 四大矿区储量变化（万吨）



资料来源：必和必拓集团官网，东海证券研究所

图12 Grasberg 每日可研磨矿石量和增速（万吨，%）



资料来源：必和必拓公司官网，东海证券研究所

2021 年自由港-麦克莫兰公司的资本支出总额为 21 亿美元，其中包括 12.5 亿美元主要用于 Grasberg 地下开发活动矿物区和采矿拓展项目，2021 年 Grasberg 地下全新采矿区的开拓实现了铜矿和黄金产量接近 100% 的增长。

2022 年资本支出中 17 亿美元持续用于主要采矿项目包括 Grasberg 地下开发活动，另外有 8 亿美元用于印度尼西亚冶炼厂新建项目，例如自由港-麦克莫兰公司计划在印度尼西亚东爪哇省建设一座铜冶炼厂，设计产能是每年 200 万吨精炼铜，预计在 2024 年完工，该冶炼厂投产后，自由港-麦克莫兰公司在印尼的铜精矿年产出量将超过 370 万吨，预计将能完全覆盖本地铜矿冶炼。

表2 自由港-麦克莫兰铜矿开发资本开支（百万美元）

资本支出	2020	2021	2022
北美铜矿	428	342	597
南美铜矿	183	162	304
印尼矿业	1161	1296	1576
印尼冶炼厂	105	222	806
钼矿	19	6	33
其他	65	87	154

资料来源：自由港-麦克莫兰年度报表，东海证券研究所

从总量上看印尼的矿业生产投资总投资三年平均占总投资的均超过了 60%，说明自由港-麦克莫兰的重点设备支出都在印度尼西亚矿区，从增量上看，2022 年南美铜矿、印尼矿业和印尼冶炼厂都有明显的增幅，原因是自由港-麦克莫兰公司在印度尼西亚扩建新的冶炼厂。2023 年预计资本支出 52 亿美元，其中 23 亿美元用于采矿项目，印度尼西亚的冶炼厂项目预计包括 18 亿美元。PT-FI 正在印度尼西亚安装新的研磨设备，预计 2023 年底完工，研磨能力预计将增加至 24 万吨/天。

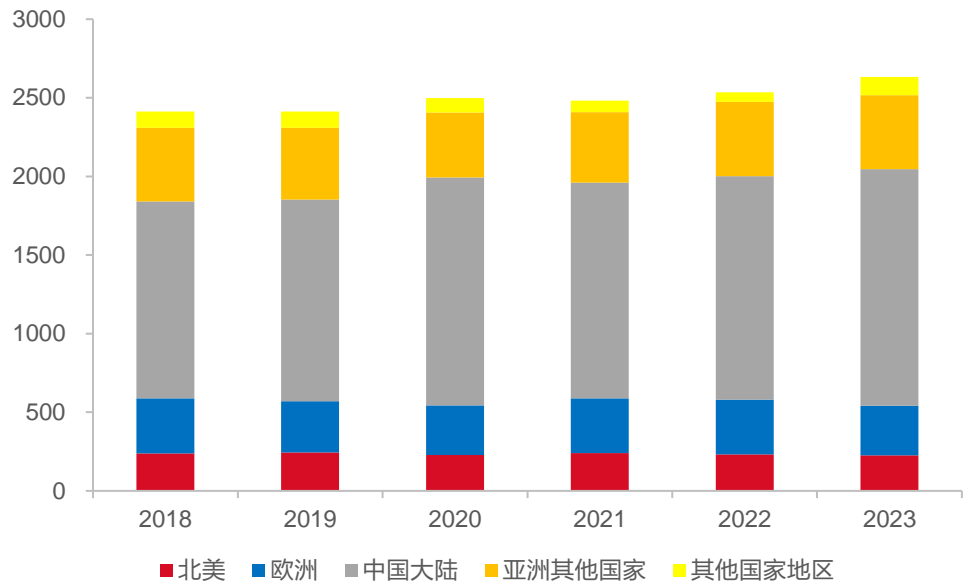
## 2. 中国铜矿冶炼优势较大，自有铜矿资源优势较小

### 2.1. 中国对于铜金属的需求处于绝对领先地位

2023 全球精炼铜需求量约为在 2632.04 万吨左右，其中近 70% 的铜产品用于电气、导体和通信领域。2023 年我国电解精炼铜实际消费量为 1471.1 万吨，在世界铜矿需求中呈

现断层式的第一。总体上中国铜矿需求消费量和全球需求变化呈现相似趋势，在 2020 年初出现明显跌幅，随后 2020-2021 年之间有较大的增幅。

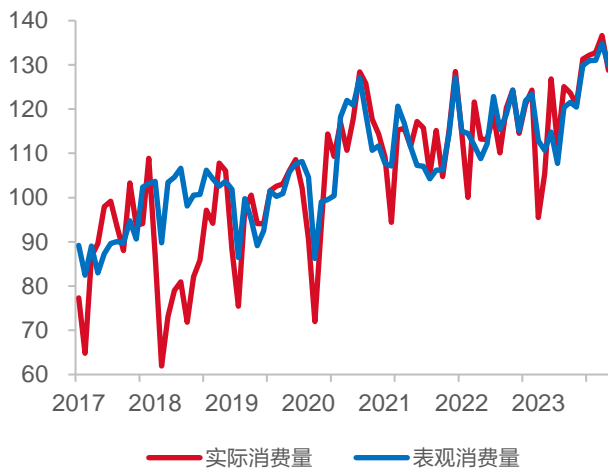
图13 全球铜矿主要需求地区变化（万吨）



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

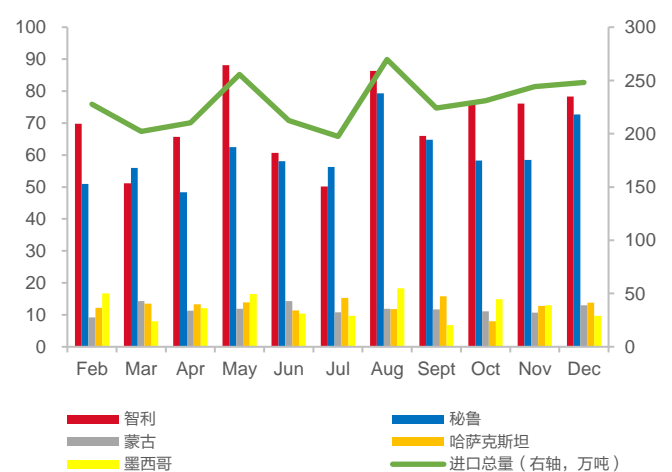
2017 年至 2023 年中国精炼铜消费量增幅明显，但是我国铜矿自有资源与产量相对匮乏，铜矿资源主要依赖进口。据钢联数据，2023 年我国的进口铜矿及其砂矿约 2753.55 万吨，较去年增加 8.8%。2022 年我国电解铜产量约为 931 万吨，表观消费量为 1403.9 万吨，国内电解铜生产能力依然存在缺口。我国大部分铜原矿主要依靠进口。运量最多的两大航线分别是智利和秘鲁到中国的航线，中国从南美洲进口的铜矿超过总进口量的 56%，两地之间的航运航线运输时间一般在 25-30 天左右。我国主要从秘鲁进口铜矿，铜阴极等，从智利进口铜，铁等矿产。截至 2022 年国内铜精矿需求稳定增长，对外依存度约为 80.2%。资源紧缺的现状仍待改善。

图14 中国精炼铜实际消费量和表观消费量（万吨）



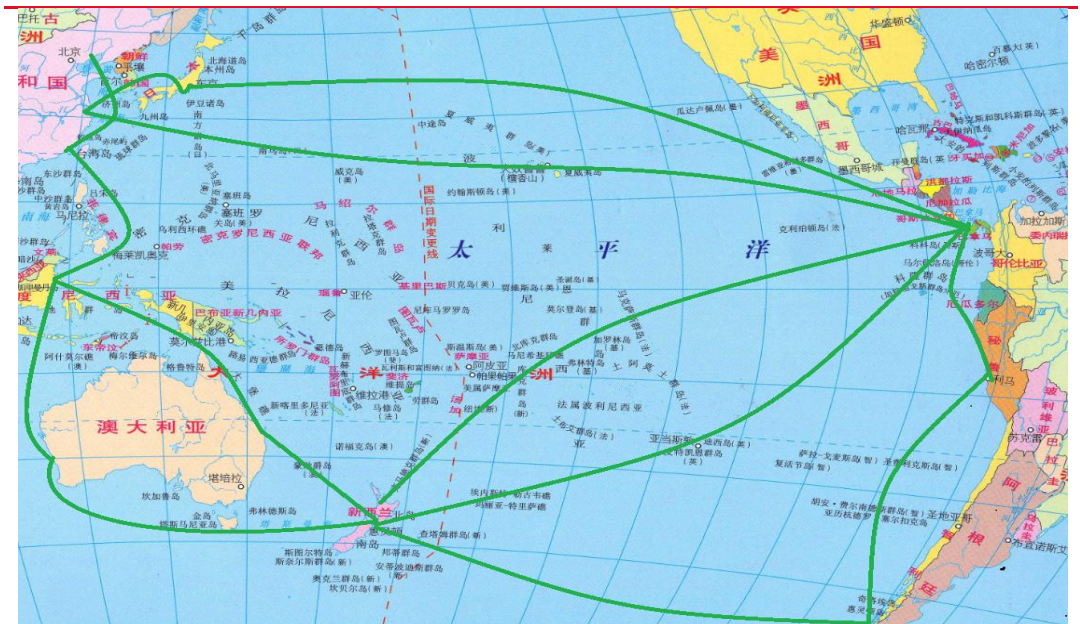
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图15 2023 年中国铜精矿进口主要来源国（万吨）



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

图16 南美洲铜材和中国的航运图



资料来源：ICSG，中国海关，东海证券研究所

## 2.2.铜行业冶炼精炼产能分布相对集中

全球冶炼铜、精炼铜总产能持续增长。全球铜矿冶炼产能主要分布在美洲地区，精炼铜精炼产能主要分布在中国等亚洲地区。截至 2022 年，全球最大的铜矿原产地仍是智利，秘鲁等南美国家。Escondida、El Teniente 和 Morenci 等矿山优势依然明显，近年来，印度尼西亚原矿生产优势也逐步显现。

从世界重点的铜矿冶炼单位中可以看出，这些重点冶炼区域大多为优质矿山，分布集中。多数矿山均为露天开采矿山，且普遍含有铜、金、银等多种金属元素，而且几乎被海外大型矿业集团持有，由发达国家主导开采。中国的大型矿业公司自产铜矿总产量与海外仍有差距，除紫金矿业外，其余公司铜矿产量大多不及海外大型矿区。

表3 2022 年全球重点地区铜矿冶炼产量（万吨）

矿区	国家	持有公司	产量(万吨)
Escondida	智利	必和必拓	100.4
Grasberg	印尼	自由港-麦克莫兰	72.6
Morenci	秘鲁	自由港-麦克莫兰	66.7
El Teniente	智利	智利国家铜业	40.5
Chuquicamata	智利	智利国家铜业	26.8
Collahuasi	智利	嘉能可	25.1
Olympic Dam	澳大利亚	必和必拓	13.8
德兴铜矿	中国	江西铜业	15.6
卡莫阿铜	刚果	紫金矿业	15.0
西藏巨龙	中国	紫金矿业	11.5
云南铜业	中国	云南铜业	6.3
铜陵有色	中国	铜陵有色	5.2

资料来源：各公司年报，WIND，东海证券研究所

据 ICSG 统计，2023 年全球铜精矿冶炼产能为 2824.7 万吨，产能利用率约为 77.9%；精炼铜产能为 3226.3 万吨，产能利用率为 83.3%，总体产能持续增长。中国仍然是电解精

炼铜产量增长的最主要贡献国，占据主导生产地位。从 2017 年至今的数据来看，中国的精炼铜供应始终处于领先地位且增幅大于其他国家和地区。2023 年我国电解精炼铜产量较 2022 年同比增加 8.87%，远超其他发达地区增速。中国头部的电解铜企业产能优势明显，甚至超过多数国家电解精炼铜总产能。其中江西铜业 2022 年电解阴极铜产能最大，为 168 万吨。

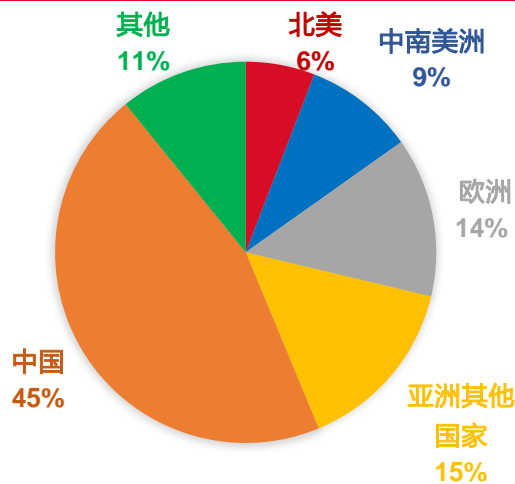
**表4 2022 年重点精炼厂电解精炼铜产能（万吨）**

精炼厂	国家	持有公司	产能（万吨）
贵溪	中国	江西铜业	93
大冶	中国	大冶有色	60
西南铜业	中国	云南铜业	50
赤峰云铜	中国	云南铜业	40
东南铜业	中国	云南铜业	40
金冠铜业	中国	铜陵有色	40
白银	中国	白银有色金属	35
El Teniente	智利	智利国家铜业	40
Morenci	美国	自由港麦克莫兰	40
Chuquicamata	智利	智利国家铜业	45
Birla	印度	埃迪亚博拉集团	50

资料来源：钢联数据，Bloomberg，各公司年度报告，东海证券研究所

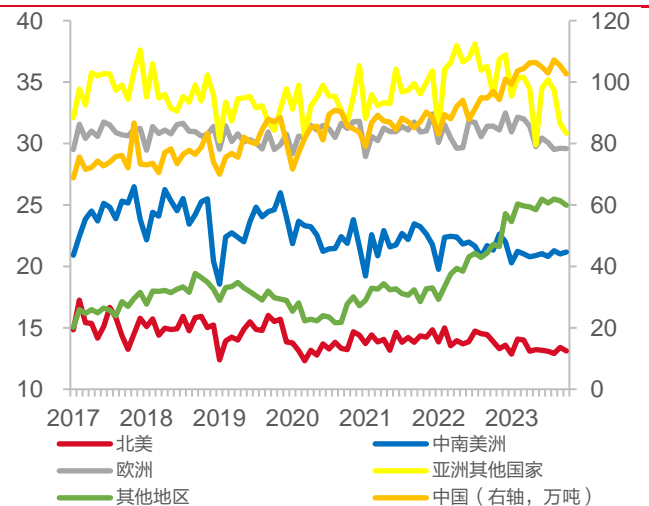
2018 至 2024 年间，我国精炼铜产量供应稳定增长，每年新增电解铜产量至少在 30 万吨以上，2023 年我国电解精炼铜产量供应约 1238.43 万吨，占世界总产量比重为 45.42%，较 2018 年占比增加近 8 个百分点。全球精炼铜的产量主要集中在亚洲地区，发达国家的精炼铜生产水平几乎维持不变。

**图17 全球精炼铜主要供应地区与国家（%）**



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

**图18 全球精炼铜产量变化（万吨）**



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

## 3. 铜产品下游应用广泛，与国家经济息息相关

### 3.1. 铜的性能优势明显，下游应用广泛

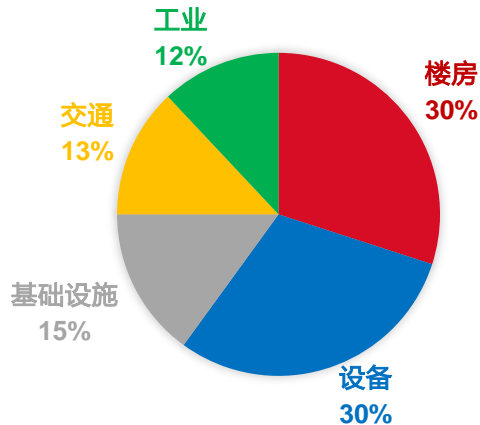
铜矿经冶炼精炼后被加工成各种铜材，如铜线材、铜棒、铜管等。例如铜管主要用于制冷家电、建筑、汽车、船舶、海水淡化等行业。铜管大部分的需求来源于制冷行业，空调需求为主力。从全球应用领域的结构看，设备需求和楼房建造大约各占 30%，截至 2023 年亚



洲地区精炼铜需求约占全球总需求的 75%。我国精炼铜最主要的使用领域是电力，截至 2023 年末电气设备用铜占比达到 38%。

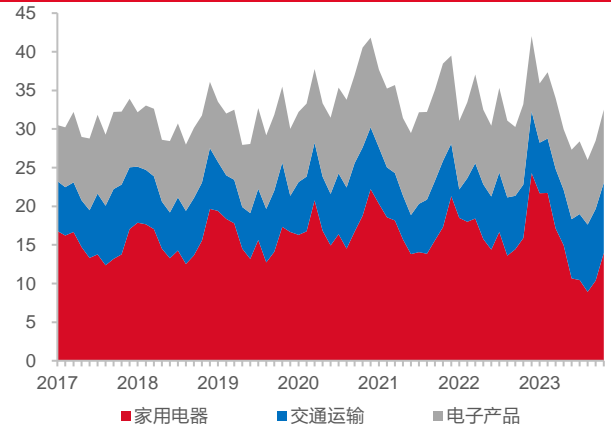
我国的精炼铜消费量增速放缓，但是仍呈现出逐年上涨的趋势。且我国精炼铜消费占全球精炼铜消费的比重越来越大。2023 年我国精炼铜表观消费量为 1465.1 万吨，较上年同期增长 4%，至 2023 年底，精炼铜的单月表观消费量已达到近 130 万吨。目前中国的铜矿需求量占世界总需求的 50% 以上。

图19 全球铜下游消费分布 (%)



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图20 我国精铜下游主要消费分布 (万吨)



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

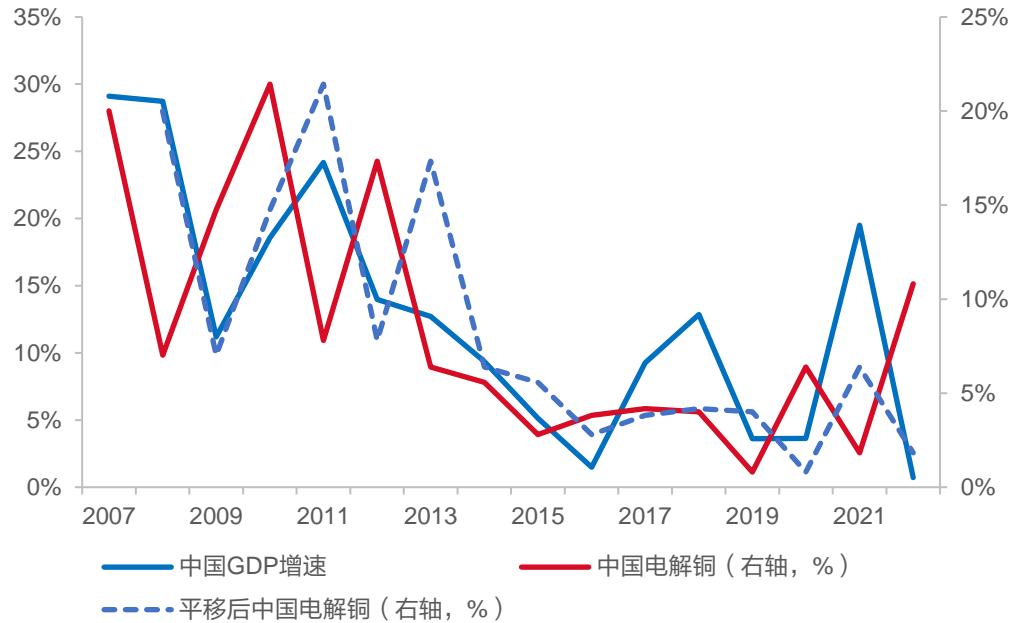
### 3.2.铜消费与经济发展息息相关

2008 年至 2016 年，我国 GDP 增速和精炼铜消费增速呈现相对正相关性，相关系数约为 0.42。我国精炼铜消费稳定增长，在 2013 年后我国精炼铜消费增速放缓。

(1) 2002-2013 年，中国精消费量与 GDP 均增速较快。原因是期间房地产行业是我国的支柱产业之一，我国依旧处在城镇化的进程中，因此铜消费量持续上升。GDP 增速相对于电解铜消费增速呈现相对滞后性。

(2) 2013 后，我国 GDP 增速与电解铜消费增速同步下滑。主要由于经济转型，房地产行业的影响力下降，导致电解铜需求量持续下滑。伴随 2020 年疫情影响，我国电解铜消费增速持续维持在低位。由于管制措施，制造业并未及时恢复，因此出现了 GDP 和铜消费增速负相关的情况。该短期内的突发事件并未从基本上长期影响电解铜的需求格局。

总体来说，我国我国电解铜消费增速大于全球增速，且差距较为明显。电解精铜的消费水平作为反映经济发展的标杆之一，与 GDP 增速呈现相对正相关性。GDP 增速相对于精炼铜消费增速存在相对滞后性，将我国电解铜消费增速向右平移一年后，平移后电解铜消费增速和 GDP 增速相关系数高达 0.83。但在 2020 年后出现了明显的负相关性。

**图21 电解铜消费增速（同期与移动一年后数据）和中国 GDP 增速关联（%）**


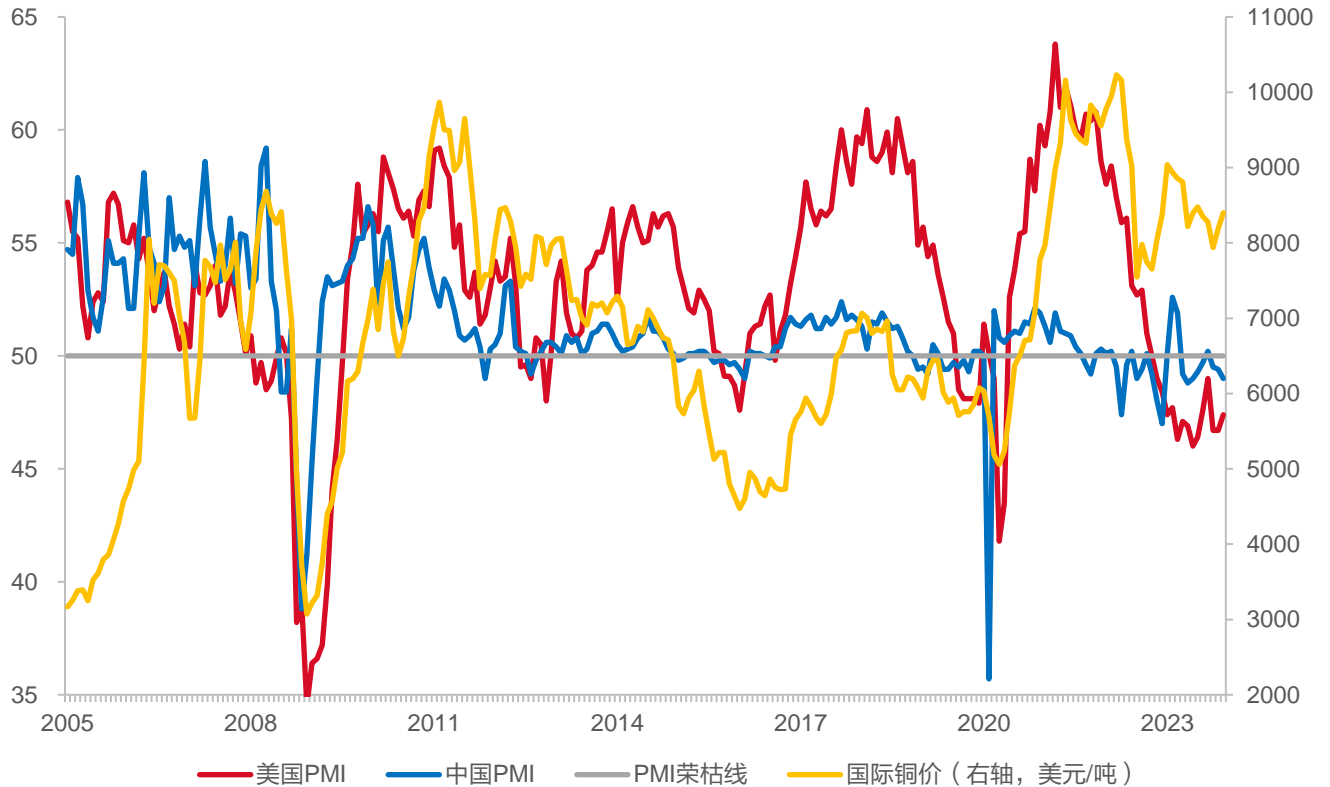
资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

2022年起全球 PMI 数据开始常低于 50 的枯荣线，在低位运行。截至 2023 年末中国、美国制造业 PMI 均已低于 50 的枯荣线。根据彭博数据，2023 年底，美国制造业 PMI 数据已经跌至 47.4，中国的制造业 PMI 跌至 49。全球性的经济增长动力不足，制造业发展迟缓，这对于拉动金属铜需求十分不利。

2020 年-2021 年美国 PMI 大幅增长，主要因为疫情封锁逐渐解除，与前期低迷的数据相比，PMI 出现显著增长。而在 2021 年后持续下跌至 50 以下，原因主要是部分原材料如半导体、铜、钢铁等的价格大幅上涨，从而影响了 PMI。2020 年至今国内制造业 PMI 一直在枯荣线附近震荡，维持在一个稳定水平，近年来，我国政府已经明确表示要从依赖出口和投资驱动的增长模式转向以消费和服务为主导的增长模式。这意味着制造业的经济增速下滑。因此在稳定的经济环境下金属铜产业未来的需求和发展将持续扩大。国际铜价变化和 American 制造业 PMI 变化趋势相关程度总体高于中国。



图22 中美月度制造业 PMI 和铜价（美元/吨）

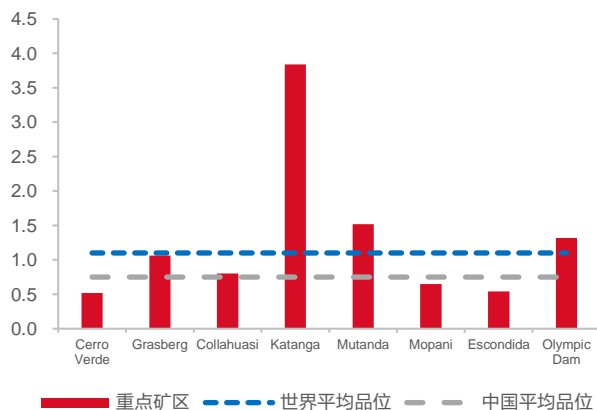


资料来源：Bloomberg，同花顺 iFinD，东海证券研究所

### 3.3.供不应求的困境，自有铜矿品位较低

我国铜矿的需求和自有产能目前处在不匹配状态。国内铜矿普遍存在品位较低的问题，根据我国工业手册，品位在 0.2%-0.5%之间的铜矿被定义为低品位铜矿。尽管世界铜矿平均品位呈现下降趋势，但品位仍优于国内。我国铜矿中小型矿居多，富铜矿（品位>1%）占资源储量比例较小，低品位铜矿占我国铜矿资源的 80%左右。近年来我国一直是全球金属铜消费最大国，对铜矿需求持续增加。从 2019 年至 2023 年我国铜矿的平均品位持续下降，截至 2023 年已跌至 0.56%附近。

图23 世界重点铜矿和中国铜矿平均品位对比（%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图24 中国平均铜矿石品位当季值（%）

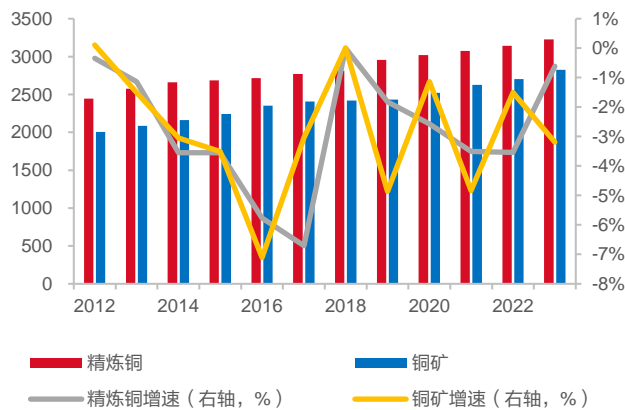


资料来源：Wind，东海证券研究所

由于我国铜矿产资源匮乏导致万吨级铜矿山采选成本高于国外大型矿山，伴随铜矿过度开采的现状，铜矿资源的紧缺和品位下降等问题也会更加严重。万吨级以上铜矿出矿品位较低，平均出矿品位 0.75%，且我国有很大一部分的铜矿都是氧化铜。我国自有铜矿主要分布在西部和南部地区，如江西、云南、西藏等地区，由于长时间的开采，高品位的矿藏已经大多被挖掘，而剩下的矿区品位普遍较低。低品位矿山开采成本相对较高，经济效益较低。

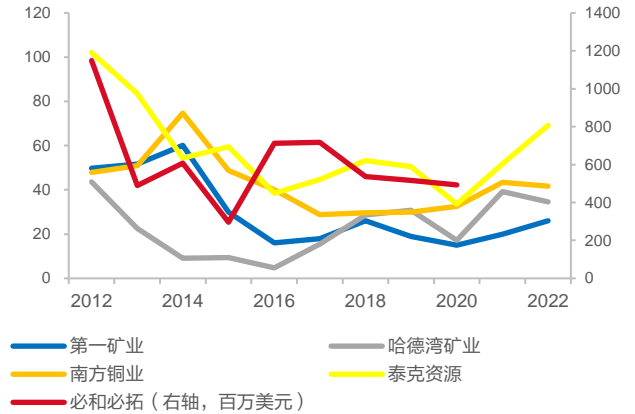
目前全球范围内多数矿山均已出现品位下降的问题，因此现在无论是铜矿还是精炼铜的产能利用率增速均处于低位，产能增速也已放缓。2023 年全球铜矿的产能利用率首次跌破 80%。铜矿品位下降的现状不仅成为了我国也已成为世界铜矿的难题之一，因此众多铜矿生产公司选择缩减勘探开支，提高资金利用率。

图25 铜精矿和精铜产能和增速（万吨，%）



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

图26 部分矿产公司铜矿勘探开支（百万美元）



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

### 3.4.针对铜矿资源严峻现状的措施

在十四五计划中，我国政府希望深入实施智能制造和绿色制造工程，推动高端智能化和绿色化，推动石化、钢铁、有色、建材等原料产业布局优化和结构调整。国家已出台多项有色金属行业规范类和支持类政策以确保资源的正确利用，这些措施主要集中在铜资源的合理利用，加强海外投资，铜资源和环境的保护以及加强铜矿储备等方面。

表5 2021年至2023年我国铜冶炼行业相关政策

发布时间	发布部门	名称	内容
2021.11	工业和信息化部	十四五工业绿色发展规划	大宗工业固废综合利用率达到 57%，主要再生资源回收量达到 4.8 亿吨
2022.1	工业和信息化部、科技部等	十四五原材料工业发展规划	到 2025 年，原材料工业初步形成更高质量、更好效益、更优布局、更加绿色、更为安全的产业发展格局，到 2035 年，成为世界重要原材料产品的研发、生产、应用高地，产业体系安全自主可控
2019.1	国家发改委	《产业结构调整指导目录》	单系列每年 10 万吨以下的粗铜冶炼项目（再生铜项目及氧化矿直接浸出项目除外）属于限制类
2019.9	工信部	《关于铜冶炼行业规范公告》	加快铜产业的转型升级，提升资源利用率和节能环保水平。推动铜冶炼的高质量发展
2021.12.	工信部	《十四五工业绿色发展规划》	建设废钢铁、废有色金属分拣加工配送中心，提升资源回收比例，2025 年目标再生铜产量达 400 万吨
2022.6	工信部	《工业能效提升行动计划》	有序推进工艺升级，加强铜连续吹炼技术，推广以工业互联网为载体，以能效管理为对象的平台化管理

2023.8

国务院

《国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》

完善促进矿产资源综合利用的税收政策。资源税法规定纳税人开采伴生矿、低品位、尾矿，省、自治区、直辖市可以决定免征或者减征资源税。最大限度综合开发共伴生、低品位和难利用资源

资料来源：中国政府公告，东海证券研究所

## 4.铜价复盘

在铜库存和产量都下降的同时，铜价却依然维持在较高的位置。根据彭博数据，从 2017 年至 2020 年 LME 的铜期货价格一直维持在大约 4600-8000 美元/吨的区间震荡，在 2020 年后持续走高至 10600 美元/吨，2021 年经历疫情的影响有所下跌，在疫情恢复之后重回 9000 美元/吨的高位。总体来看，2022 年 3 月以后铜显性库存持续下滑，目前处于较低水平。截至 2023 年 7 月，精铜库存持续五个月下跌，跌幅约为 6.9%，近十年来铜价涨幅 15.54%。铜价总体呈现上升趋势。铜价 2017 至今的变化趋势主要分为四个阶段：

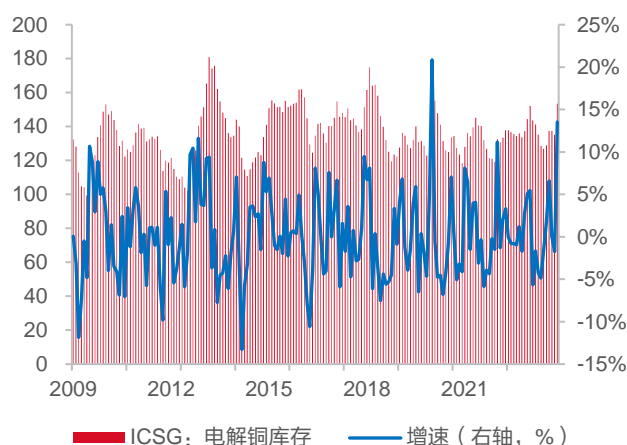
(1) 2017-2018 年：铜价出现了一定程度的回升，全球经济展望好转，尤其是我国的房地产过热的现象增加了对基础设施的投资，推高了铜需求。同时，秘鲁和智利等产铜大国出现了部分罢工，导致铜供应量下降，从而抬高了铜价。

(2) 2018-2020 年铜价跌幅明显，由于 COVID-19 大流行，全球经济受到重创，但铜价在年中后期反弹。由于疫情期间对于前景的担忧和部分国家铜的供应中断，铜价大幅下跌。

(3) 2021 年开始铜价大幅上涨，得益于疫情后的恢复和对绿色和可再生能源的投资增加，尤其是电动车和新能源产业，进一步增加了对铜的需求，推高了铜价。

(4) 2022 年来，欧洲、美国等国家实行紧缩的财政及货币政策，并开始加息，全球经济萎靡，导致铜价下跌。

图27 ICSG 电解铜库存和增速（万吨，%）



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图28 LME 铜：3 个月合约收盘价（美元/吨）



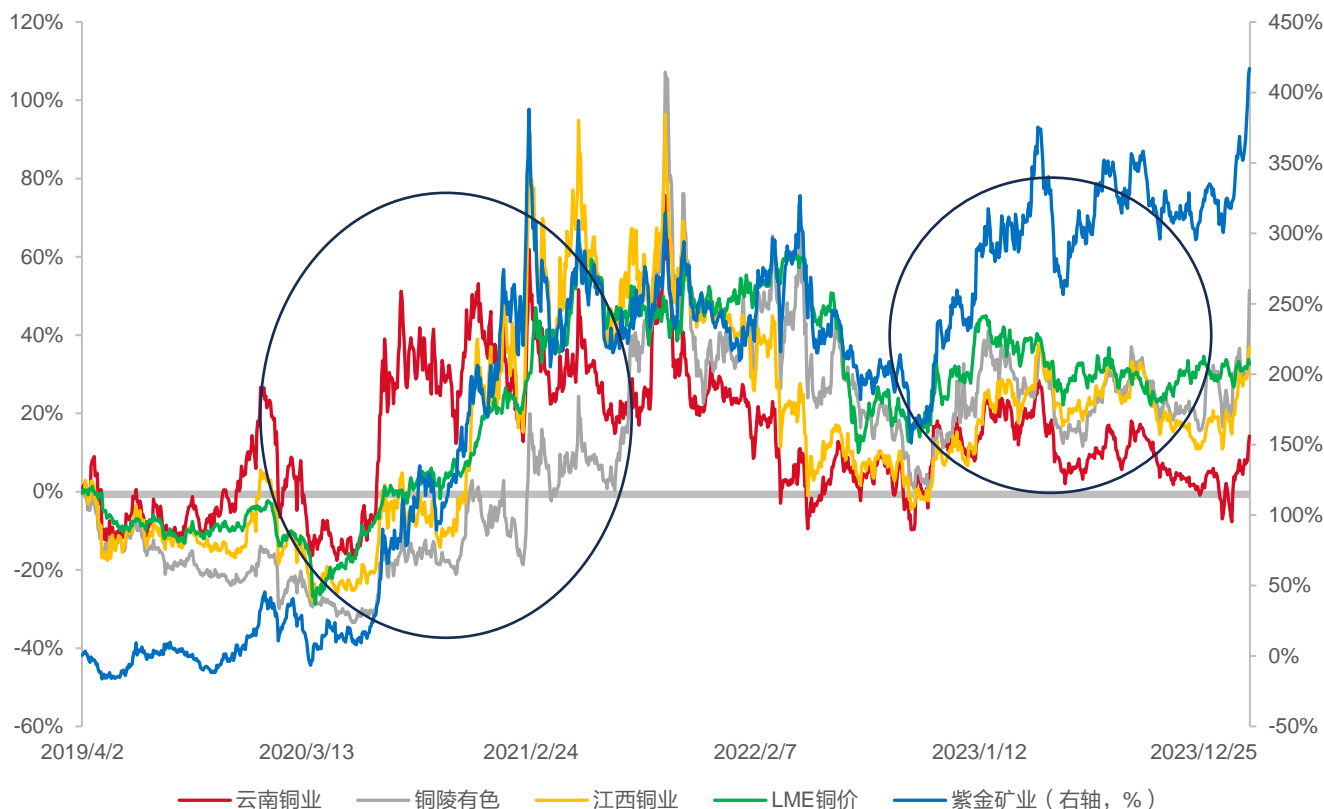
资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

## 5.国内主要铜业公司生产能力稳定

### 5.1.我国头部铜业公司股价收益稳步提升，紫金矿业表现优异

我国头部铜矿企业股价与沪深 300 收益率波动趋势大体相似，其中云南铜业公司收益率与沪深 500 收益率相关度最高，相关系数约为 0.77。紫金矿业收益率增幅最大，2019 年至今收益率已增加至 400% 以上。2021 年，由于大宗商品整体表现良好，国际铜价大幅上涨。2021 年沪铜价格最高达到 75000 元/吨左右，LME 铜价突破 10000 美元/吨，导致主要铜矿公司营业收入大涨，股价收益均有明显涨幅。2023 年后紫金矿业股价收益持续攀升，至今仍维持在高位。

图29 我国部分头部铜矿企业股价与 LME 铜 3 个月合约收盘价（美元/吨）变化率



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

2019 年以来，四个重点铜业公司股价与沪深 300 相对收益率变化主要分为四个阶段

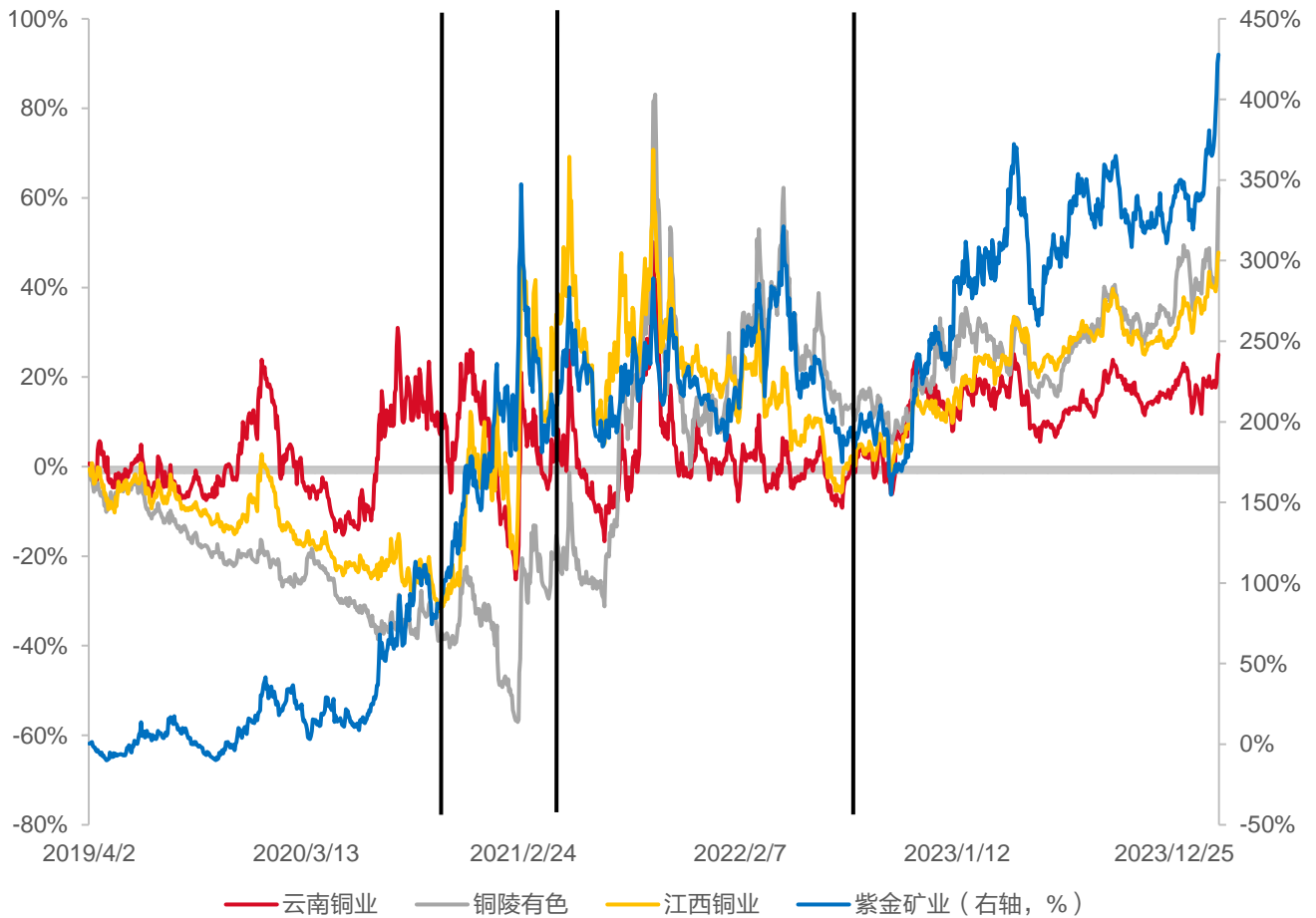
1. 2019-2020 年末，铜业公司相对收益率较低。头部铜业公司仅有两家收益率略高于沪深 300，主要原因是全球经济增长放缓，中美贸易摩擦不断，伴随 2020 年初的新冠疫情爆发，大宗商品的需求锐减，导致铜业公司持续低迷。

2. 2021 年开始，矿业公司股价收益大涨，紫金矿业增速明显。2021 年公司营业收入为 2251 亿元，同比增加 31.3%；利润总额为 248 亿元，同比增加 128.6%，盈利能力获得巨大提升。主要原因是公司旗下三大世界级铜矿建成投产，其中包括刚果卡莫阿-卡库拉铜矿一期选矿系统建成投产（年产 20 万吨铜）；塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿上部矿带投产（年产 9.14 万吨铜、2.5 吨金）；西藏巨龙铜矿一期投产（年产 16 万吨铜）。同时伴随 2021 年主营产品黄金和铜的价格上涨，公司利润再创新高，导致股价收益大幅上涨。其余铜业公司增速同步提升，江西铜业、铜陵有色、云南铜业在相对收益最高分别达到了 70.78%、83.1%、50.09%。

3. 2021 年至 2023 年初，我国各铜业公司收益率普遍高于沪深 300。由于疫情后的经济复苏，同时我国对可再生能源和电动车的需求增加，对铜的需求也在增长。铜是电力传输和储能的关键材料，电动车、充电桩等领域的发展都对铜业有利，各大铜业公司股价收益率均持续走高，超越沪深 300。

4.2023 年至今，铜业公司股价维持高位，紫金矿业增速较快。目前我国新能源行业持续发展，对铜的需求持续增长，铜业公司股价居高不下。受国际铜和金价格上涨的共同影响，紫金矿业股价收益增幅尤为明显。截至 2024 年，与沪深 300 的相对收益率已超 400%。

图30 我国部分头部铜矿企业股价与沪深 300 指数相对收益率对比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

## 5.2.头部铜业公司生产运营稳定，收益能力较强

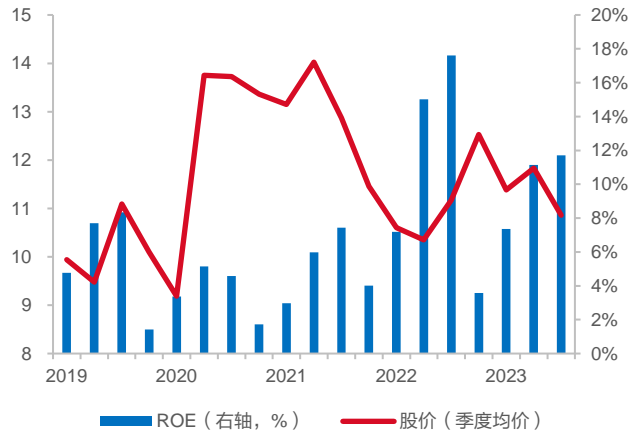
2019 年-2023 年中，我国部分头部铜矿企业股价变化趋势相似，在 2021 年第二季度附近均出现明显增长。主要原因是国际铜价和黄金价格大涨，公司营业收入增长明显，由于选取的四家头部公司均以铜矿生产和电解阴极铜为主营产品，因此受金属价格影响较大。在 2021 年后同样受价格下跌影响，股价均出现不同程度的下跌。

**云南铜业：**2020-2021 年云南铜业的 ROE 较低，但公司股价处于高位。由于公司收购玉溪矿业并开展旗下赤峰云铜子公司相关生产建设，公司产能得到进一步提升，因此公司未来生产预期改善，期间主营产品价格上涨，增强了市场对公司未来的预期，因此公司的股价处于高位。但 2020-2021 年末，公司净资产和营业净利润并未因公司运营出现明显波动，因此 ROE 没有和股价呈现同步趋势，股价的抬升主要原因是市场对于公司的预期拔高。

**铜陵有色：**股价与 ROE 相关性相对稳定，2022 年第二季度公司股价与季度 ROE 出现逆向变化，主要由于铜价在 2022 年 3 月创新高后于年中快速回落。2022 年公司 ROE 稳定上升，但股价受原料和产品价格影响，持续回落，和市场众多铜业公司保持一致。在产品价格稳定后股价缓慢抬升。



图31 云南铜业股价和 ROE (%)



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

图32 铜陵有色股价和 ROE



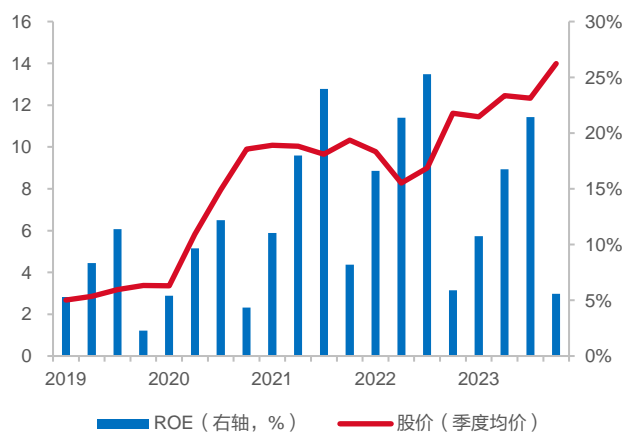
资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

江西铜业和紫金矿业股价变化和 ROE 变化趋势相似，四家头部铜矿公司在 2022 年第三季度附近出现季度股价收益下跌的趋势。主要原因是国际铜价下跌，2022 年第三季度 LME 铜价均价约为 7724.4 美元/吨，环比下降 19%，导致主要铜业公司营业收入明显下降，市场对于铜业公司的预期下滑，因此股价下跌。2023 年后国际铜价和沪铜价格回升，企业营业收入回升，股价持续稳定上涨。

**紫金矿业：**紫金矿业 2023 前三季度 ROE 增速与股价差距较大。2023 年公司前三季度营业收入为 2250.08 亿元，较去年同期增加 10%，营业总成本同比增加 12%。其中财务费用增幅较为明显，2023 年前三季度同比增幅均在 100%以上，且大多来自利息支出，主要由于公司借款数量增加，同时公司增加了股权投资导致公司资产非流动资产同比增加 23%左右。因此公司 2023 年前三季度的 ROE 相对较低，第四季度公司 ROE 重回 21.43%。国际铜价依然处在高位，国内铜业公司的市场预期依旧较好，因此公司的总体收益能力并未受公司资本运作的扰动，行业的景气程度弥补了公司前三季度 ROE 下跌带来的影响，第四季度公司 ROE 回归正常，因此股价持续稳定上升。

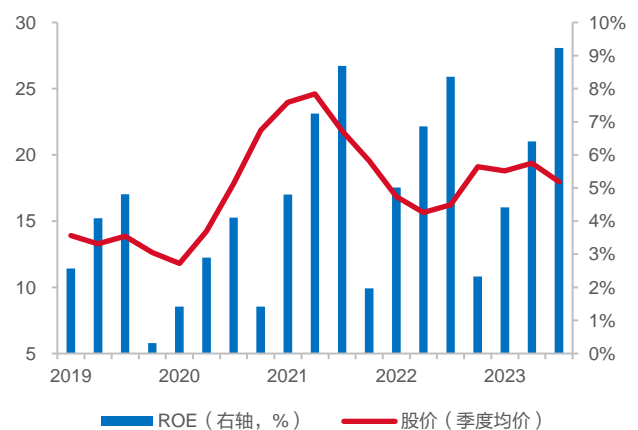
**江西铜业：**公司股价和 ROE 在 2019 年至今并未出现明显的异常波动，2022 年初的股价收益率下滑主要由铜价下跌导致。在 2023 年，公司建成项目快速释放产能江铜国兴 18 万吨/年阴极铜节能减排项目成功投产，进一步提升公司的生产能力，同时公司流动性货币资金自 2023 年起持续下降至年底的 356.3 亿元；非流动性权益工具投资也大幅缩减，2023 年第四季度较第一季度下降 62.5%，导致公司 ROE 短期抬升，在未来产能落地，产品价格回升后股价预计可能重回高位。

图33 紫金矿业股价和 ROE



资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所

图34 江西铜业股价和 ROE



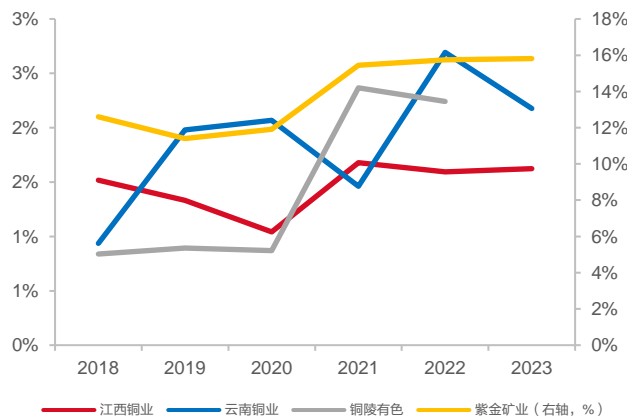
资料来源：同花顺 iFinD，东海证券研究所



### 5.3.铜业公司盈利能力逐步增强，铜加工资本开支维持稳定

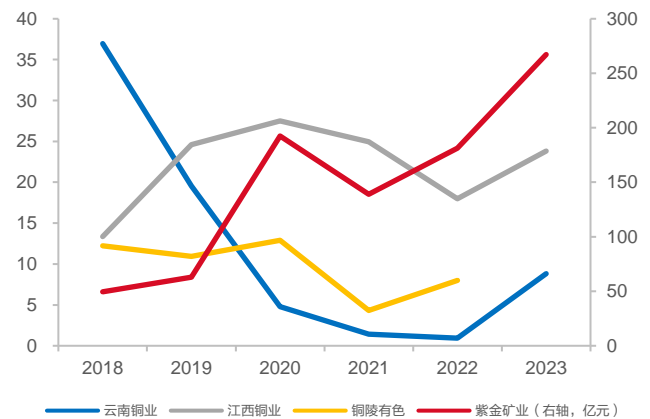
2018-2022年，紫金矿业毛利率较高，主要原因是紫金矿业的主营产品是铜矿等金属原矿、精矿，而其余三家公司产品均以电解阴极铜为主。原矿生产设备、技术成本低于电解阴极铜，因此导致紫金铜矿营业成本相对较低，毛利率较高。截至2023年，云南铜业、江西铜业毛利率分别为1.6%和2.2%。从2018年起，各个铜业公司盈利能力逐步增强。在企业新建工程资本开支方面，2023年紫金矿业新增在建项目开支约为267.18亿元；云南铜业新增在建项目约为23.84亿元；江西铜业新增在建项目8.83亿元。由于紫金矿业主营产品是金属原矿或精矿，因此公司需要更多勘探开采资本开支，2023年铜矿精炼公司同样新增部分项目资本开支，未来项目预计持续落地。

图35 头部铜矿企业毛利率 (%)



资料来源：各公司年报，同花顺 iFinD，东海证券研究所

图36 头部铜矿企业在建工程新增资本开支 (亿元)



资料来源：各公司年报，同花顺 iFinD，东海证券研究所

2022年紫金矿业铜矿产量占全国产量比重约为46%，江西铜业约为11%，云南铜业、江西铜业、铜陵有色是主营产品为阴极铜的三家企业，电解阴极铜的产量均占全国总产量的10%以上。以生产铜矿为主的紫金矿业为例，公司铜资源探明储量为6206万吨。其中储量最大的卡莫阿-卡库拉铜矿、科卢韦齐铜矿等大多为国外铜矿，国内铜矿储备能力相对较弱，其余铜业公司均存在类似相似的问题。截至2022年云南铜业、江西铜业和铜陵有色电解阴极铜产量均在130万吨以上，产量持续稳定上涨。

表6 我国头部铜矿企业金属铜和阴极铜产量 (万吨)

铜矿 (万吨)	2019	2020	2021	2022
紫金矿业	37.0	45.3	58.4	88
铜陵有色	5.5	5.6	5.3	5.2
江西铜业	20.8	20.9	20.9	20.4
云南铜业	8.5	9.8	7.75	6.62
阴极铜 (万吨)	2019	2020	2021	2022
铜陵有色	140.1	142.2	159.7	162.9
江西铜业	146.4	155.6	164.2	183.9
云南铜业	111.5	130.9	134.7	134.9

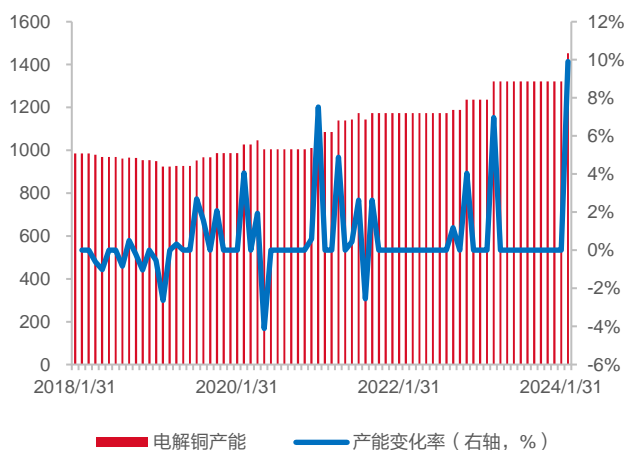
资料来源：各公司 2019-2022 年报，东海证券研究所

### 5.4.我国现货铜矿粗炼费大幅下降，我国多家冶炼厂计划降产

截至 2024 年第一季度，我国现货铜粗炼加工费大幅降至 11.4 美元/千吨，较去年同期下降 85%，而铜价上涨逼近 9000 美元/吨。主要原因是全球铜精矿市场紧缩，供给不足并伴随我国铜矿冶炼产能的不断扩张，导致铜矿冶炼加工费明显下降，但我国作为世界精铜消费最大国，铜矿对外依存度始终保持在高位。

根据中国有色工业协会的最新会议表示，为应对我国铜冶炼行业产能增速过快，国际铜矿供应紧张的问题，国内多家冶炼公司均计划调整运营、减少生产活动、降低开工率，但具体产量变化规模仍未决定。从近几年的去产能行动来看，我国铜冶炼产能始终未能得到有效限制，而精铜产量则逐年上升。因而我们预计，长期来看此次减产并不会对我国产能起到限制作用，但短期内 TC 费率有望回到合理区间，相关上市龙头企业有望受益。

图37 我国精炼电解铜产能（万吨）和产能变化率（%）



资料来源：Bloomberg，钢联数据，东海证券研究所

图38 我国现货粗炼费 TC（美元/千吨）和铜价（美元/吨）



资料来源：WIND，同花顺，东海证券研究所

## 6.投资建议

由于近期受南美洲地区铜矿生产出口限制和印度尼西亚矿山运营限制影响，国际铜矿供应情况相对紧张，预计国际铜矿需求或将出现短期缺口；2023 年以来，国内精铜需求逐步修复，2024 年仍保持景气态势；叠加行业内部协商遏止不正当竞争，TC 费率有望提升，建议关注国内具备优质上游矿产资源、产业链一体化成本优势的龙头上市公司，如紫金矿业、云南铜业、江西铜业、铜陵有色等。

## 7.风险提示

全球经济持续疲软，国内地产行业维持萎靡状态，金属铜需求下滑，需求增长不及预期，工业生产、基建行业对铜金属需求持续降温；

全球铜矿供给端短期内缩减，导致全球铜业供给出现缺口，增加铜加工行业的成本竞争和运营难度；

地缘政治紧张局势或冲突可能导致铜矿生产地区的供应中断或不稳定，国家间的贸易摩擦导致全球贸易不确定性增加，可能影响全球铜供应。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：(8621) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：(8621) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：(8610) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：(8610) 59707100  
 邮编：100089