

反转已成，新上行周期开启

—— 有色金属行业 2024 年中期策略

有色金属首席分析师：华立

有色金属研究助理：孙雪琪



反转已成，新上行周期开启

—— 有色金属行业 2024 年中期策略

2024 年 06 月 23 日

核心观点

- 经济复苏与流动性改善推升下，有色金属行业景气反转，将进入新一轮上升周期：**国内经济复苏，美联储降息临近，此前压制有色行业的关键主线逻辑预期的改善，使 2024 年上半年有色金属行业业绩与景气出现反转。下半年稳增长、改革政策助力国内经济动能进一步增强，美联储大概率将开启降息周期在流动性上支撑有色金属价格，有色金属行业有望进入新一轮上升周期。而红利策略风格背景下，稳定盈利带来“资源”价值重估，将使 A 股有色金属行业迎来业绩与估值双提升的行情。在经济复苏与流动性改善初期，金铜板块将最先受益。
- 黄金牛市已至，降息周期与全球央行空前的购金力度将抬升金价至新高度：**世界百年未有大变局，逆全球化趋势，地缘冲突加剧，美国政府债务加速扩张，使全球央行增加黄金储备以应对风险，支撑金价逆势上涨。美联储降息临近，点阵图预测下半年将开始降息。随着二、三季度美国通胀、就业数据逐步疲软，预计市场对于美联储降息的预期将会提升，从而拉动金价上涨。而下半年进入降息周期后，实际利率下行将使原先流出的基金 ETF 转而配置黄金，驱动金价上涨。且全球央行的持续购金，将增强本轮黄金牛市金价上涨的弹性与高度，建议关注山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金、湖南黄金。
- 铜矿供应预期瞬息扭转至短缺，经济复苏，新能源、人工智能，全球供应链重塑点亮未来需求增长，多重利好驱动铜价起航：**2023 年底巴拿马铜矿关停，使得 2024 年铜矿的供应过剩预期彻底扭转为短缺。前期资本投入不足、资源国政策收紧、矿山老化、极端天气频发等问题使铜矿生产扰动常态化，铜矿产量预期不断下调，且 2025 年铜矿新增产能高峰将过，铜矿将进入短缺时期，将成为未来几年铜价上涨的最大支撑逻辑。全球经济与制造业复苏，叠加全球迎来降息潮，铜需求有望复苏。新能源、人工智能数字经济等铜消费结构的新亮点，以及全球供应链重塑与欧美电网更新，铜未来消费增量可期。建议关注紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、铜陵有色、金诚信。
- 风险提示：**美联储降息不及预期的风险；有色金属下游需求不及预期的风险；有色金属价格大幅下跌的风险；有色金属矿山新增产能多于预期的风险。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601899.SH	紫金矿业	0.80	1.01	1.26	22	17	14	推荐
600547.SH	山东黄金	0.52	1.02	1.84	44	27	15	推荐
603993.SH	洛阳钼业	0.38	0.50	0.57	22	17	15	推荐
600489.SH	中金黄金	0.61	0.74	0.87	16	20	17	推荐
600988.SH	赤峰黄金	0.48	0.96	1.26	29	18	13	推荐

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

有色金属行业

推荐 维持评级

分析师

华立

☎：021-20252629

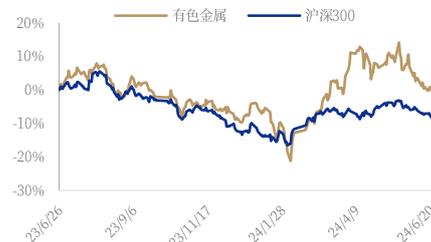
✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

研究助理：孙雪琪

相对沪深 300 表现图

2024-06-21



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河有色】行业周报_美国通胀就业走弱将扭转美联储点阵图的鹰派预期，关注黄金板块投资机会 20240616

目录

Catalog

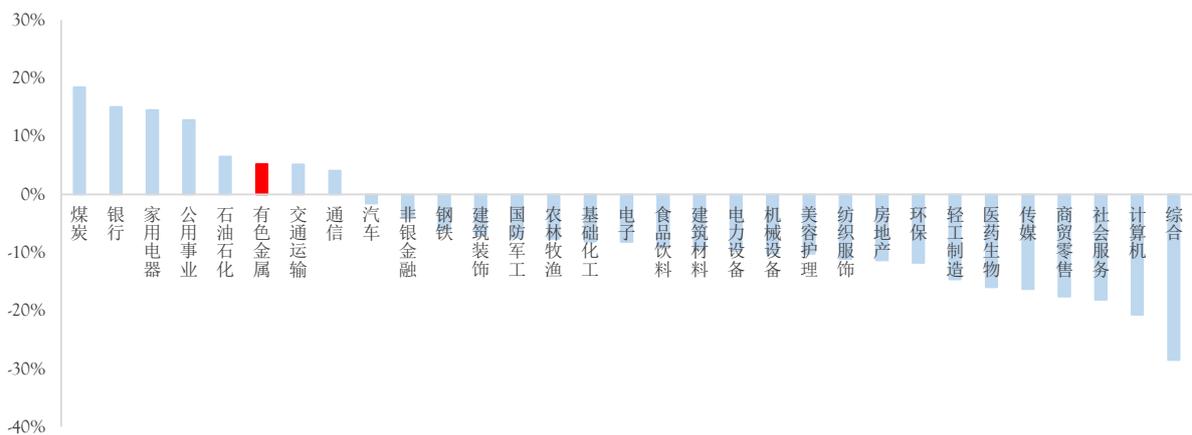
一、 夜尽天明，行业进入新一轮上行周期	4
(一) 行业业绩反转，估值仍处于历史低位	4
(二) 经济复苏与流动性宽松，行业景气度有望持续上行	7
二、 黄金牛市已经来临	8
(一) 多重利好下的完美风暴，金价展露牛市上涨气势	8
(二) 信用贬值交易下央行购金已成为影响黄金定价的新逻辑	9
(三) 美联储降息临近，降息周期引导利率下行驱动金价上涨	13
(四) 金价引领下，A股黄金板块启动趋势性行情	17
三、 上行逻辑确定，铜博士蓄势再起航	19
(一) 2024年上半年铜价回顾：铜牛市的开启	19
(二) 矿端偏紧已成事实，需求逻辑助推铜价中枢上移	22
(三) 铜价上涨引领铜板块行情，长期看好板块配置价值	32
四、 投资建议	34
五、 风险提示	35

一、夜尽天明，行业进入新一轮上行周期

(一) 行业业绩反转，估值仍处于历史低位

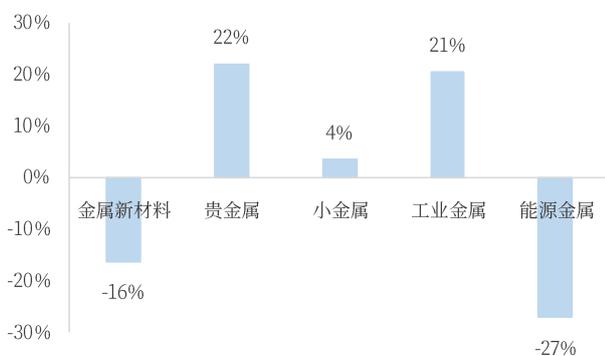
截至到6月14日收盘，A股有色金属行业指数2024年上半年上涨5.20%，而同期上证综指上涨1.94%，沪深300指数上涨3.22%。相对来看，A股有色金属行业指数在2024年初因大盘调整而出现回调，后续在宏观预期改善、金属价格上涨带动下展开了强势的上涨行情，尽管在5月中下旬有所回落，但最终仍跑盈大盘3.26个百分点。而在SW31个一级行业中，A股有色金属行业指数2024年涨幅排名第6位。从细分子行业的视角看，2024年上半年A股有色金属行业二级子行业出现分化，贵金属、工业金属、小金属分别上涨22.07%、20.51%、3.53%，而金属新材料与能源金属板块分别下跌16.22%、27.21%；在三级子行业中，黄金、其他稀有金属、铝、铜板块表现相对突出，分别上涨33.73%、17.06%、16.89%、14.94%，铅锌、钨板块分别上涨10.76%、10.38%，其余子板块均有所下跌。

图1：A股一级行业2024年上半年至今涨跌幅



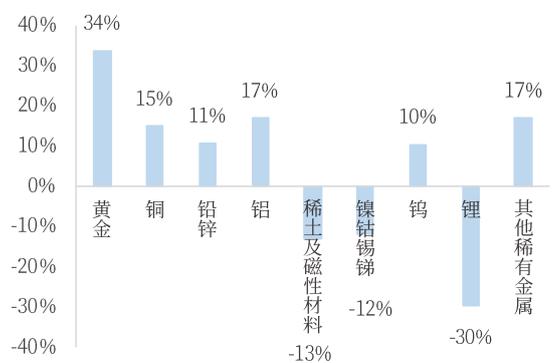
资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：截止2024年6月16日）

图2：A股有色金属二级子行业2024年上半年至今涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：截止2024年6月16日）

图3：A股有色金属三级子行业2024年上半年至今涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：截止2024年6月16日）

2024 年上半年 A 股有色金属行业指数由弱转强，并展开了一段强势的上涨行情，比较好的映射了在宏观经济预期改善驱动下有色金属行业景气度、有色金属商品价格与企业盈利能力的变化趋势。在经历了年初大盘影响下的超跌反弹后，前期困扰有色金属行业的两大关键宏观逻辑发生了边际上积极的变化：1) 2024Q1 国内经济的复苏势头加快，我国 3 月制造业 PMI 时隔 5 个月后重回扩张区间，一季度我国 GDP 同比增速 5.3% 超出预期；2) 3 月美联储主席鲍威尔在国会作证与议息会议中明确今年是适合降息的时点，美联储降息预期升温。市场对国内经济好转与美联储降息预期的交易，首先驱动了对经济复苏与流动性改善最为敏感的金铜价格在 3、4 月份跳涨，并带动了其他有色金属大宗商品价格与在供应上有限制的小金属的上涨，使有色金属行业整体景气度与盈利能力大幅提升。

图4：2024 年年初后有色金属商品价格开始上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

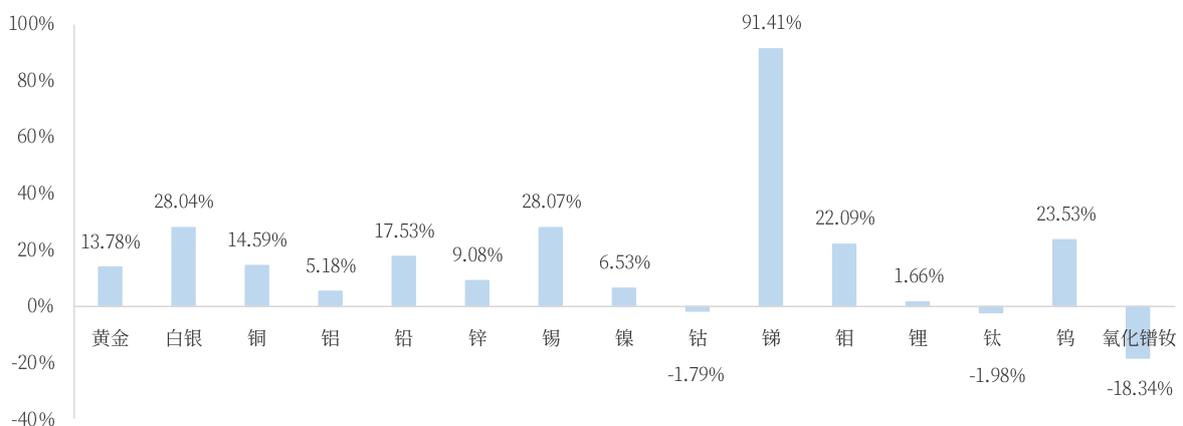
图5：国内有色金属行业业绩增速已出现反转



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

而从细分子行业看，因不同有色金属品种对宏观、流动性预期反应的差异，以及各自所对应的行业基本面情况，2024 年上半年有色金属各品种表现出较大分化。2024 年至今黄金、白银等贵金属，铜、铅、锡等工业金属，以及锑、钼、钨等小金属涨幅相对较高；而钴、锂、稀土等跟新能源相关性较大的能源金属涨幅较低。这与 2024 年上半年有色金属各子行业指数表现较为一致。

图6：2024 年上半年有色金属各品种价格涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

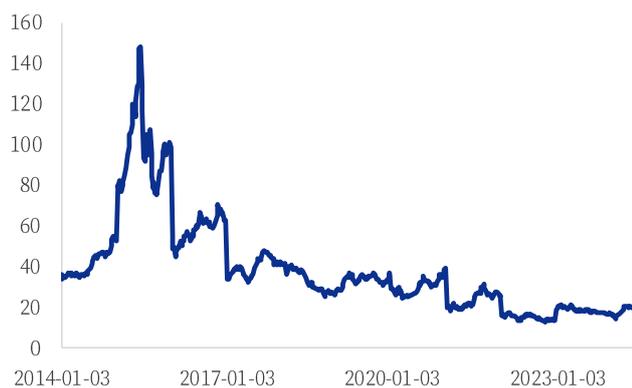
尽管 2024 年 A 股有色金属行业指数有所上涨，但目前 A 股有色金属行业无论是相对于大盘的估值，还是与自身的历史估值相比，都仍处于历史较低的水平。从与大盘估值对比来看，截至 6 月中旬，A 股有色金属行业 TTM 市盈率为 20.01x，A 股有色金属行业相对于全体 A 股的估值溢价率 42.47%，较 2014 年以来的历史平均水平低 69.41 个百分点。从 A 股有色金属行业的历史估值的纵向比较来看，假若以有色金属行业整体 2024 年一季报业绩乘以 4，保守预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为 19.24x，市净率为 2.12x，均显著低于 2014 年以来市盈率 38.71x、市净率 2.73x 的估值中枢，且市盈率处于近 10 年历史 17.84% 的估值分位。子行业中，除去稀土及磁性材料、镍钴锡铟、锂与其他稀有金属板块外，其余有色金属子行业市盈率均处于近 10 年历史的较低估值分位处。

图7: A 股有色金属行业估值及相对于全体 A 股的估值溢价



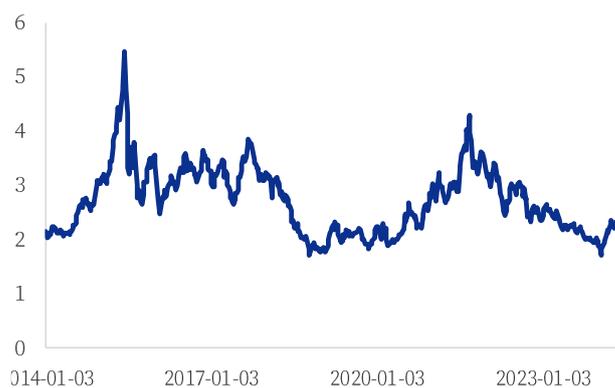
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: A 股有色金属行业 PE 估值



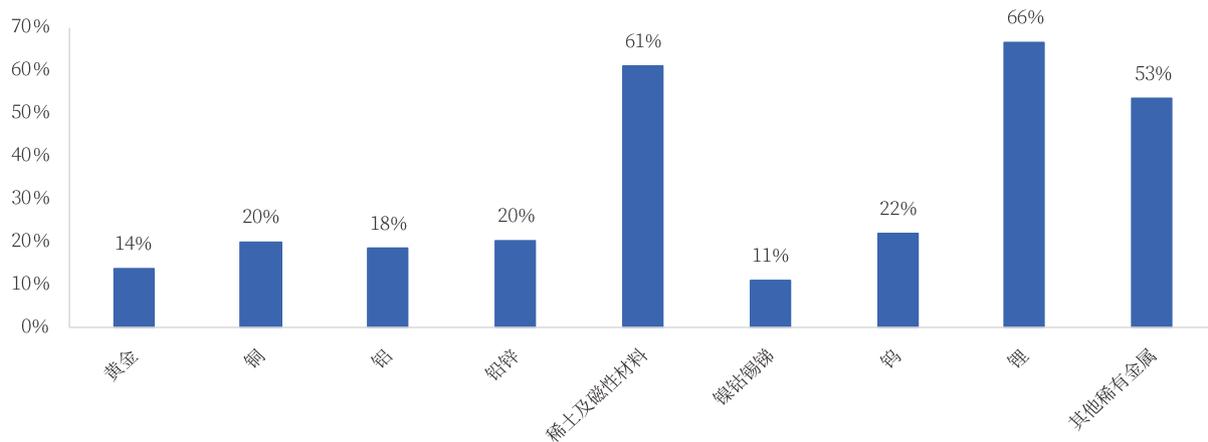
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: A 股有色金属行业 PB 估值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 2024年6月中旬A股有色金属子行业PE估值近10年历史分位点



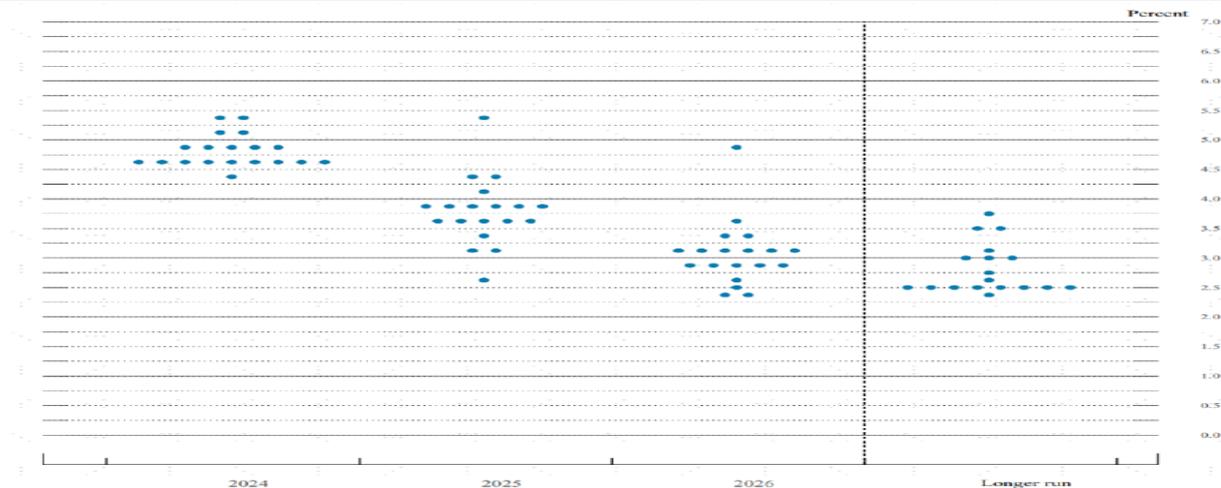
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 经济复苏与流动性宽松, 行业景气度有望持续上行

国内经济动能不足与美联储的高利率政策是过去两年抑制有色金属行业景气度, 致使有色金属价格下跌与有色金属企业盈利能力减弱的关键因素。2024年上半年国内经济复苏与美联储降息预期大幅改善, 有色金属主要品种价格上行, 行业业绩增速出现反转迹象。随着国内经济复苏与海外流动性宽松的主线逻辑不断加强演绎成强现实, 有色金属行业景气度有望持续上行进入新一轮上行周期。

美联储降息临近, 全球迎来降息潮, 有色金属商品价格上涨将获流动性支撑。美联储在2023年7月的议息会议后便已停止加息, 本轮加息周期的利率已达到峰值。随着美国通胀与劳动力市场的降温, 美联储在6月开始放缓缩表, 并大概率将在2024年开启降息周期。美联储6月议息会议的点阵图显示, 美联储官员预计将于2024年下半年开始降息, 2024年将有一次降息, 2025年与2026年将各有4次降息。而今年在美联储之前, 加拿大央行与欧央行已宣布降息。预计在美联储降息后, 更多的国家将选择降息。全球将迎来降息潮, 宽松的流动性将支撑有色金属价格的上涨。

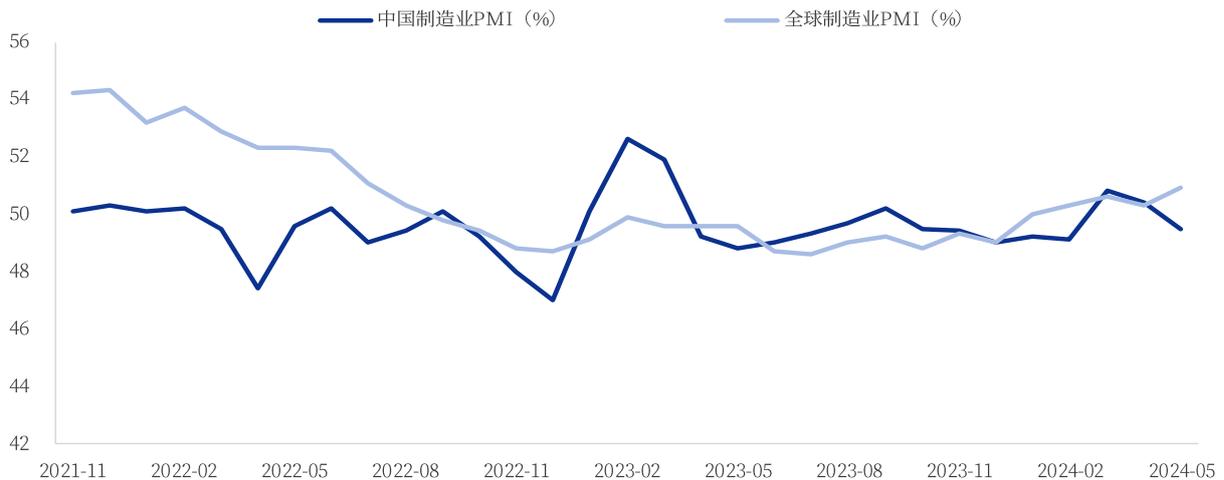
图11: 美联储6月点阵图暗示将于2024年下半年开始降息



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2024 年年初国内经济复苏进程加快，一季度国内 GDP 增速达到 5.3%，超出 5% 的目标。尽管二季度中下旬经济增长势头有所波动，5 月国内制造业 PMI 重新回落至收缩区间。但国内一系列稳增长政策的推行与落实，尤其是历史级别的房地产改善政策的推出，以及特别国债与政府专项债的加速发行，将在下半年进一步推动国内经济增长。而 7 月召开的二十届三中全会，或将出台更为全面深化改革措施，为经济发展提供新的动能。此外，海外主要经济体欧盟、加拿大等国依次进入降息周期，海外流动性的宽松也有助于拉动国内出口。在强力政策扶持下，下半年国内经济与制造业复苏势头有望增强，并带动全球制造业复苏，有效提升全球有色金属行业需求与景气度，支撑有色金属价格的走强。

图12：中国制造业与全球制造业有望继续回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、黄金牛市已经来临

(一) 多重利好下的完美风暴，金价展露牛市上涨气势

美联储 2023 年 7 月后停止加息并随后连续多次议息会议保持政策利率不变，市场认为本轮加息周期利率或已达到峰值，在 2023 年四季度开始全面展望 2024 年美联储开启降息周期，并激进预期降息幅度，黄金价格开始由弱转强。伦敦现货金价从 1810.2 美元/盎司涨至 2062.6 美元/盎司，扭转了 2023 年 5 月以来的下跌，形成上涨趋势。

尽管 2024 年年初强劲的美国就业、经济数据与高韧性的通胀数据使金价出现短暂回落，但进入 3 月后美联储理事沃勒提出“反向扭转操作”（买入短债卖出长债向市场注入流动性），与市场关注美国债务问题的发酵引发“信用贬值交易”，驱动 3 月初黄金价格爆发式上涨。随后 3 月中旬美联储主席鲍威尔在国会作证与 3 月议息会议后的发布会上明确今年是降息合适的时间点，以及美联储点阵图给出了今年 3 次降息预测，超市场预期“鸽派”使市场降息预期升温，叠加 4 月上旬中东以色列与伊朗冲突升级的风险事件使市场避险情绪上升，进一步推动金价上涨，伦敦现货金价最高涨至 2431.78 美元/盎司。

虽然美国 2、3 月通胀数据超预期，美联储官员在 5 月的议息会议上转为“鹰派”立场，提出二次通胀风险下美联储仍有加息的可能，使市场降息预期有所降温。但美国 4、5 月就业数据的超预

期下滑，仍使市场保留了美联储今年降息的希望。美国经济、通胀数据与美联储态度的反复，使金价在4月底至6月中旬呈现高位震荡的走势，并在期间伦敦现货金价创下了2450美元/盎司的历史新高。

图13：2024年上半年黄金价格走势回顾

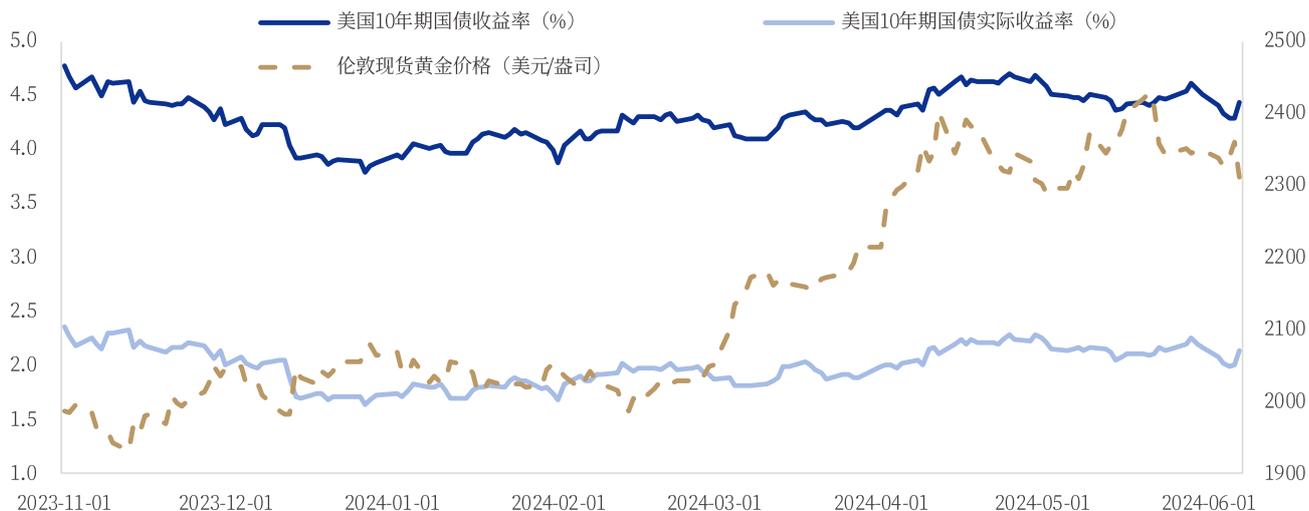


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 信用贬值交易下央行购金已成为影响黄金定价的新逻辑

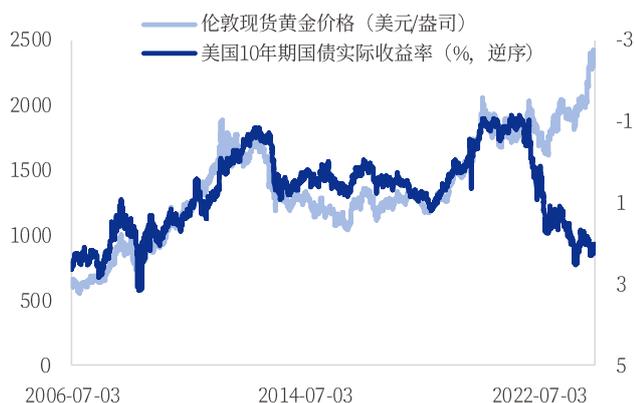
在继2023年四季度的上涨后，2024年上半年黄金价格呈现加速上涨态势，伦敦黄金现货价格从2023年11月下旬的1968.70美元/盎司上涨至2024年6月上旬的2310.80美元/盎司，但期间美国中长期名义利率与实际利率仍然维持在高位，美国10年期国债实际收益率仅从2023年11月下旬的2.16%下降至2024年6月上旬的2.13%。这一现象与美债实际利率关于黄金价格存在显著负相关性的传统定价框架是偏离的。而以年度的时间单位来看，美债实际利率与黄金价格的偏离从2022年开始发生。而在2024年黄金价格跳跃式上涨的3-4月，美国10年期国债实际收益率更是出现了与传统黄金定价框架背离式的上行。

图14: 2023年11月下旬至2024年6月上旬金价大涨但美国国债实际利率并无变化



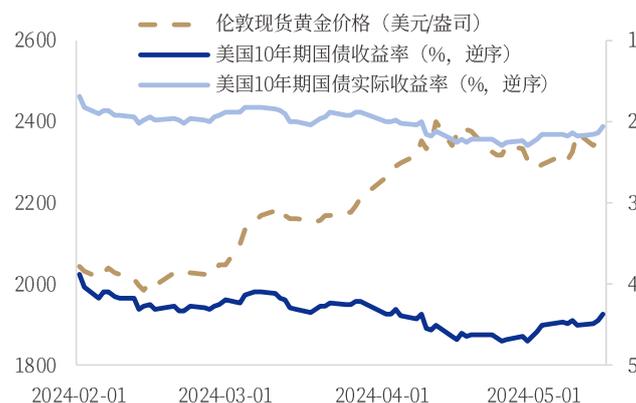
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 2022年后金价与美债实际利率走势发生了偏离



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

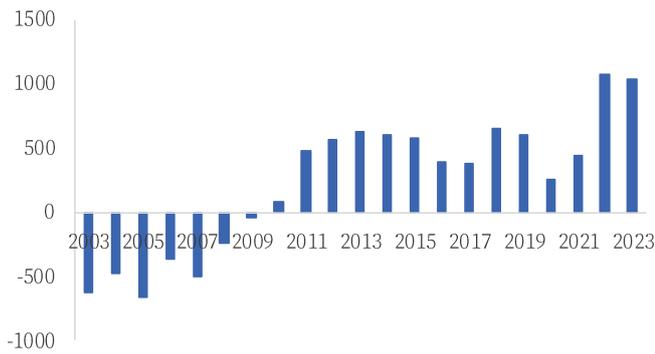
图16: 2024年3-4月金价较美债实际利率发生背离式加速上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

世界百年之未有大变局，逆全球化趋势抬头，地缘冲突加剧以及全球供应链体系的重塑，各国央行购金增加黄金储备以应对单一货币占据外汇储备主导地位的信用风险。尤其在俄罗斯与乌克兰冲突加剧，西方制裁俄罗斯涉及至金融结算领域后，全球各国央行加大了外汇储备中的黄金资产的配置比例，对黄金的购买量大幅增加。根据世界黄金协会统计，2022年全球各国央行的黄金购买量达到了1081.88吨，创下55年以来的新高。而2023年全球央行继续维持着购金力度，全年净购金量达到1037.12吨，仅此于2022年。截至2023年底，黄金在全球央行储备资产中比重已攀升至18%，已超过欧元16%的份额。

图17: 全球央行黄金净购买量 (吨)



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

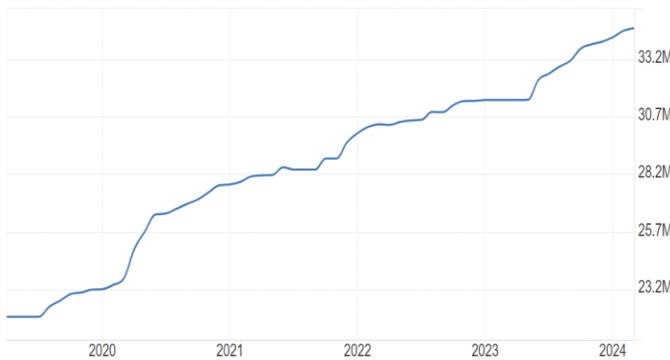
图18: 黄金在全球央行储备资产中占比



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

除去地缘政治冲突风险外, 美国政府的债务问题也带动了全球央行对黄金资产的增持。为支撑制造业回流与经济增长, 美国政府加大财政支出刺激, 这使美国债务规模加速膨胀。截止到 2024 年一季度末, 美国债务规模已扩大至 34 万亿美元, 且扩张万亿美元债务规模速度从 8 个月缩短至 3 个月。2024 年 3 月初市场对美国债务问题关注发酵, 引发了投资者“信用贬值交易”购入黄金与其他信用对冲资产, 黄金与比特币价格大幅皆大幅上涨创历史新高。美国政府债务的加速扩产, 将加大市场对美国政府债务与美元信用的担忧, 为规避美国债务与美元信用风险, 全球央行与投资者或将进一步配置黄金作为美元信用风险对冲资产。

图19: 美国政府债务加速扩张 (百万美元)



资料来源: 美国财政部, 中国银河证券研究院

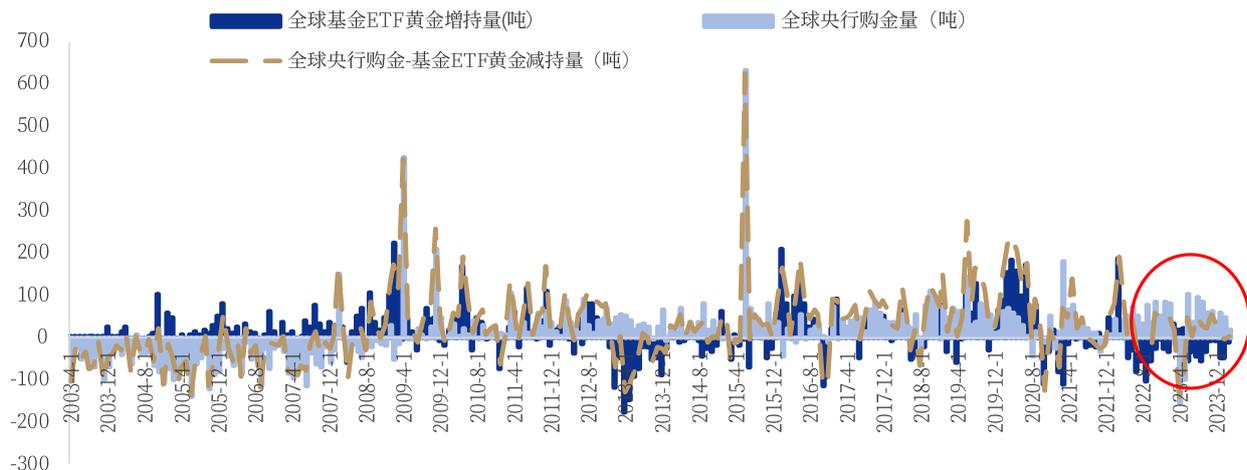
图20: 3月初“信用贬值”交易下黄金与比特币价格皆创新高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在美联储加息周期与美债实际利率上行周期, 黄金 ETF 基金总体对黄金资产的配置一般呈现流出状态。但从 2022 年开始全球央行加大了对黄金资产的配置力度后, 全球央行的净购金量已超过了同期黄金 ETF 基金的净抛售量。根据世界黄金协会统计, 自 2022 年起除去 2022Q3 外, 全球央行每个季度的黄金增持数额均高于基金 ETF 的黄金流出量。这样在 2022-2023 年美联储加息周期中, 央行购金缓解了基金 ETF 的抛售压力, 在实际利率上行过程中相对支撑与抬升了黄金价格中枢, 造成了美债实际利率与黄金价格的偏离。因此, 央行购金已成为黄金定价新关键因子。

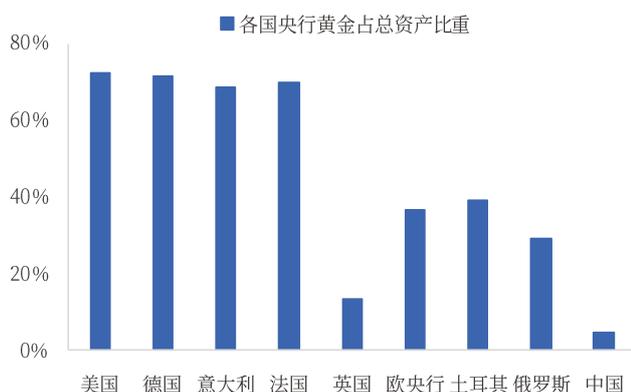
图21: 2022年起全球央行购金量已超出基金ETF黄金抛售量



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

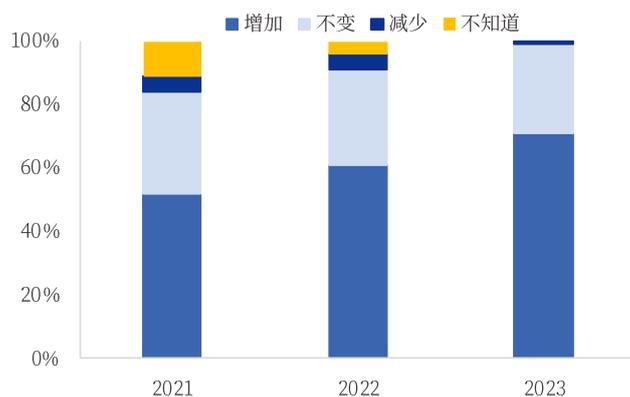
在当前俄乌战争、巴以冲突、伊以冲突、中美贸易战等地缘政治冲突加剧的逆全球化环境，以及美国债务持续扩张（预计2033年美国债务增长至52亿美）的大背景下，为应对美元信用风险与金融贸易交易被禁风险，全球各国央行以及其他投资者或将继续进行信用贬值对冲交易与抗地缘政治冲突风险交易，购入黄金以增加黄金资产在总体外汇储备中的占比。在世界黄金协会2023年的调查中，各经济体对黄金未来的作用变得更加乐观，71%的受访央行认为未来12个月全球央行的黄金储备将增加，62%的受访央行表示黄金在总储备中的占比将在未来上升。而中国人民银行也已在2022年11月至2024年4月连续18个月增持黄金官方储备。全球各国央行未来对黄金资产的持续增持将有力支撑黄金价格的上涨。

图22: 中国与俄罗斯的黄金储备占比远低于西方发达国家



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

图23: 受访央行对未来12个月全球央行黄金储备变化的预测



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

(三) 美联储降息临近，降息周期引导利率下行驱动金价上涨

尽管央行购金已成为黄金价格定价的新因子，但实际利率仍是黄金价格走势的决定性因素之一，2024 年市场对于美联储降息预期的交易对黄金价格的波动产生了较大影响。如 2024 年 2 月初、4 月中旬因美国通胀数据与就业数据超预期，5 月下旬议息会议纪要提出加息可能，以及 6 月初非农新增就业人数超预期，致使市场对美联储降息预期降温，美国 10 年期国债实际收益率上行，打压黄金价格下跌。而在 3 月上旬美联储鲍威尔明确今年适合降息，以及 5 月上中旬美国通胀与就业市场降温，市场又重新提升对美联储降息的预期，美国中长期实际利率下滑，驱动了黄金价格的阶段性上涨。

图24：2024 年市场对美联储降息预期的交易影响黄金价格波动

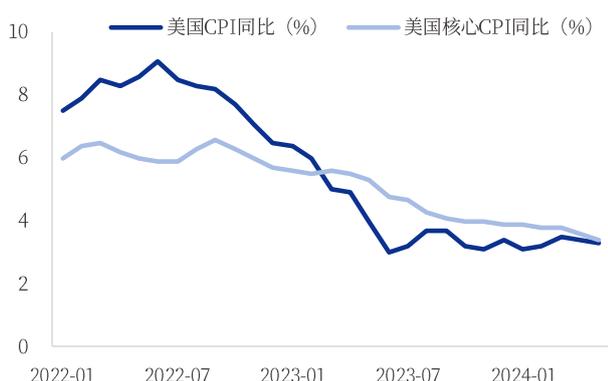


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在美联储 5 月的议息会议中，美联储主席鲍威尔给出了未来三条政策路径：1) 若通胀持续高位，美联储将不降息；2) 若通胀持续下降，美联储将降息；3) 若就业市场超预期走弱，美联储将降息。通胀与就业将是决定美联储能否在今年降息的两大关键条件。

虽然 2024 年一季度美国通胀顽固，2、3 月美国 CPI 数据均高于预期，但从二季度开始美国通胀开始回落。2024 年 5 月美国 CPI 同比增速下降至 3.3%，低于预期的 3.4%；美国 5 月 CPI 环比增长 0%，低于预期的 0.1%，且 5 月 CPI 环比增速为 2022 年 7 月以来的最低水平。而剔除食品和能源成本后的美国 5 月核心 CPI 同比增长 3.4%，低于预期 3.5%，也低于前值 3.6%，为三年多以来的最低水平；美国 5 月核心 CPI 环比增速从 4 月份的 0.3% 下降至约 0.2%，低于预期的 0.3%。美联储关注的超级核心通胀也有所降温，环比下跌 0.05%，为自 2021 年 9 月以来的首次下跌。

图25: 美国 CPI 与核心 CPI 同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

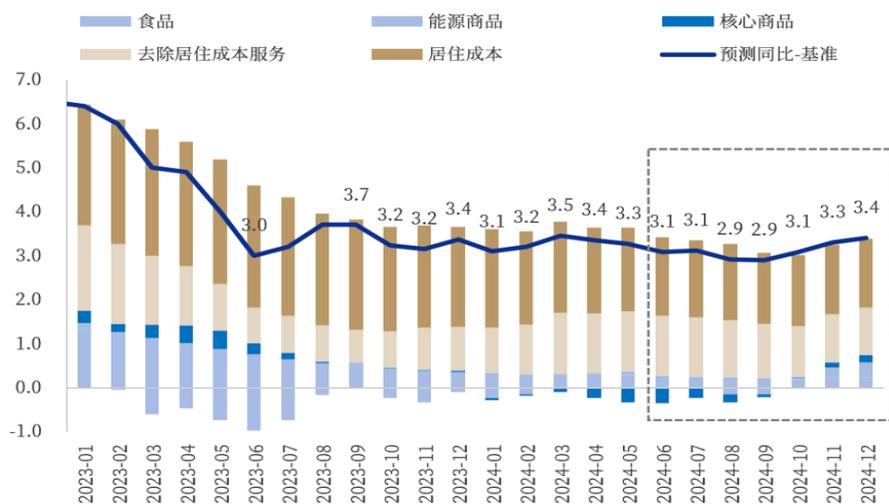
图26: 美国 CPI 与核心 CPI 环比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

银河证券宏观团队判断由于: 1) 高利率环境下私人部门需求和劳动市场的逐步弱化; 2) 市场较一季度显著压缩降息预期后金融条件边际收紧和投融资预期的改变; 3) 通胀中以居住成本、运输服务中的机动车保险以及金融服务为代表的滞后项目的同比依然可以进一步回落, 在能源价格、商品通缩幅度和滞后的服务价格趋势的影响下, 美国 CPI 和 PCE 通胀同比在二、三季度有望持续下行回落至 3% 以内。

图27: 美国 CPI 同比增速预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

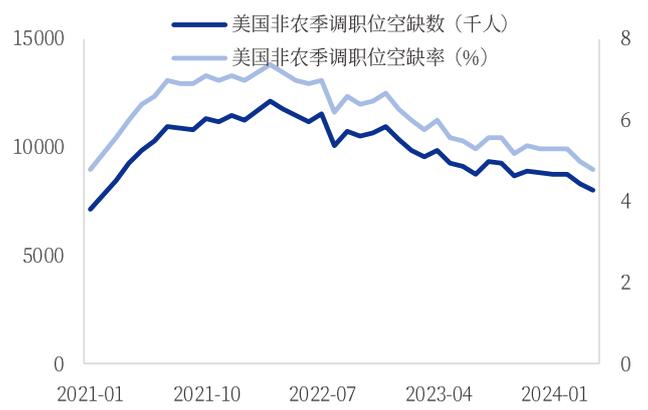
就业方面, 尽管美国 5 月新增非农就业 27.2 万人, 高于 18.5 万人的市场预期, 再度明显超过 2016-2019 年新增就业均值 18.1 万人; 但其 4 月新增就业从 17.5 万人下修至 16.5 万人, 3 月从 31.5 万人下修至 31.0 万人。而美国 5 月失业率从 4 月的 3.9% 升至 4.0%, 略高于预期的 3.9%; 美国 4 月职位空缺数降低至 805.9 万人, 前值从 868.3 万人大幅下修至 835.5 万人, 且领先的职位招聘数预示需求还会进一步降低。失业率的上行、职位空缺率的降低和全职就业的连续下滑, 均印证美国劳动市场缓慢降温的大趋势。银河证券宏观团队预计美国失业率未来可能在需求放缓而供给增加的格局下进一步上行, 或将在三季度末、四季度初高于美联储的目标。

图28: 美国失业率上行



资料来源: 美国劳工部, 中国银河证券研究院

图29: 美国职业空缺数下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在美联储6月的议息会议上, 美联储主席鲍威尔表示通胀的降低出现了温和的进展, 并暗示只要美联储有信心通胀可回落至目标或是看到就业市场有走弱的迹象, 就会选择降息。会后的美联储给出的6月点阵图显示, 美联储官员预测2024年全年将有一次降息。CME利率期货显示市场预计美联储最早于2024年9月开启降息, 在2024年下半年将有二次降息。银河证券宏观团队预计美联储将于2024Q3开始降息, 且2024年全年将有1-2次降息。而美联储降息预期升温, 或是美联储正式开启降息, 将引导名义利率进入下行通道, 目前处于近十几年高位的美国中长期国债收益率与实际利率有望快速下行, 驱动黄金价格进入强势上涨阶段。

图30: CME 利率期货统计未来美联储联邦基金利率所处区间概率

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
7/31/2024				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	89.7%
9/18/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	61.1%	32.3%
11/7/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	26.8%	50.4%	20.3%
12/18/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	21.3%	45.1%	27.1%	4.6%
1/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	12.9%	34.8%	35.0%	14.4%	2.0%
3/19/2025	0.0%	0.0%	0.7%	8.8%	27.2%	34.9%	21.5%	6.3%	0.7%
4/30/2025	0.0%	0.3%	4.5%	17.5%	30.8%	28.5%	14.2%	3.6%	0.4%
6/18/2025	0.2%	2.9%	12.5%	25.7%	29.4%	19.8%	7.7%	1.6%	0.1%
7/30/2025	1.3%	6.9%	18.0%	27.2%	25.4%	14.7%	5.2%	1.0%	0.1%

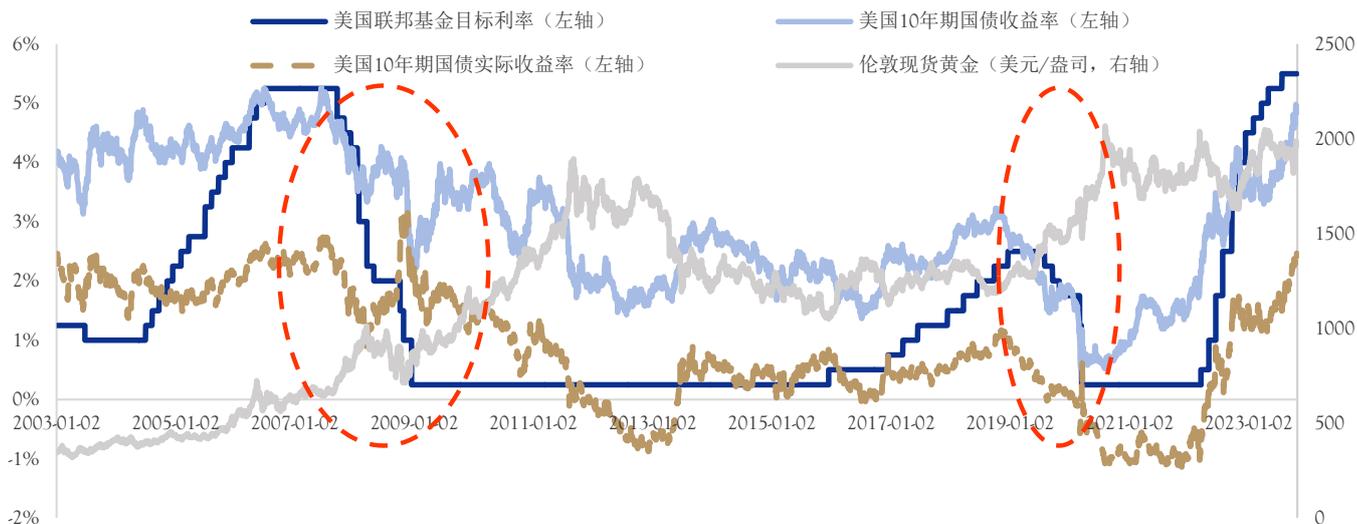
资料来源: CME, 中国银河证券研究院

图31: 美国中长期国债名义利率与实际利率处于近16年来的高位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

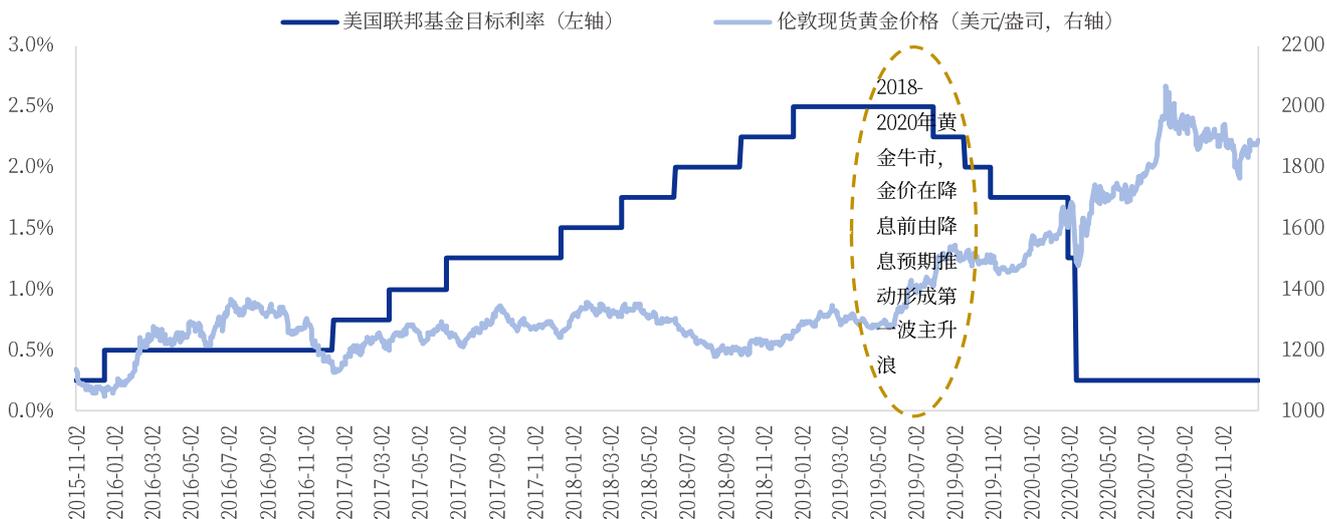
图32: 美联储降息引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行, 驱动黄金价格上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从历史复盘上来看，黄金牛市中的第一轮主升浪，往往是由降息预期抬升所带动的，并非一定需要进入美联储的降息周期。上一轮黄金牛市（2018年至2020年）的起点发生在2015-2018年加息周期的末尾，2019-2020年降息周期开启之前，2019年6月市场对美联储的降息形成确定性预期时，金价即迎来了第一波主升浪。而2024年3-4月黄金价格的跳跃式大涨，也隐含了当时美联储主席鲍威尔表态今年有确定性降息机会提升市场降息预期的推动。而在过去40年历史美联储总计7次的降息周期中，除去1989年-1992年以及1998年仅2个月的超短暂降息以外，在其余的5次降息周期中，黄金价格都是呈现上涨趋势的。且从2000年以后的美联储3次降息周期看，黄金价格的高点均出现在美联储完成最后一次降息以后。

图33: 2018-2020年的黄金牛市在政策转换期由降息预期推动第一波主升浪形成



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表1: 美联储历次降息期间的金价涨幅

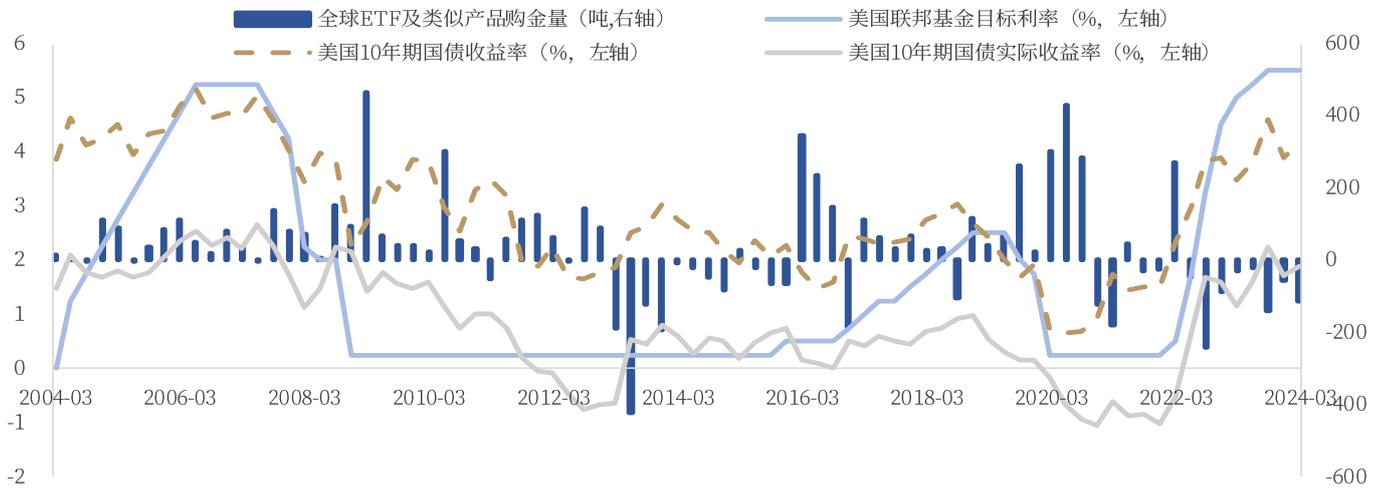
降息开始	降息结束	降息次数	历时(天)	降息幅度(BP)	经济衰退	降息类型	降息背景	降息期间金价涨幅
1984-9-20	1986-8-21	26	700	562.5	未衰退	预防式	通胀稳定, 预防衰退	12.40%
1989-6-6	1992-9-4	24	1186	681.25	1990.8	预防式	通胀稳定, 预防衰退	-6.26%
1995-7-6	1996-1-31	3	209	75	未衰退	预防式	通胀稳定, 预防衰退	5.57%
1998-9-29	1998-11-17	3	49	75	未衰退	暂时性	通胀稳定, 预防衰退	-0.74%
2001-1-3	2003-6-25	13	903	550	2001.4	纾困式	互联网泡沫	30.30%
2007-9-18	2008-12-16	10	455	500	2008.1	纾困式	次贷危机	17.28%
2019-8-1	2020-3-16	5	228	225	2020.3	预防式	通胀稳定, 预防衰退	5.75%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

美联储 6 月份的点阵图暗示到 2026 年年底联邦基金利率将下降至 3.1%，预计 2024 年至 2026 年将分别降息 1、4、4 次，本轮降息周期将有 215 个基点左右的降息幅度。较长的降息周期时间与较大的降息幅度有望使本轮降息周期黄金价格避免重复 1998 年时的下跌，确保金价在本轮降息过程中的涨幅。

随着二、三季度美国 CPI 通胀数据的持续下行以及美国劳动力市场逐步疲软，预计市场对于美联储降息的预期将会提升，从而刺激黄金价格的上涨。而在下半年正式进入降息周期后，政策利率、名义利率、实际利率的下行将使原先流出的基金 ETF 转而配置黄金资产，驱动黄金价格的上涨。且在地缘冲突与信用贬值风险下全球央行的黄金增储，将进一步增强本轮黄金牛市金价上涨的弹性与涨幅。

图34: 美国利率的下行将使全球 ETF 基金从流出转为购入黄金资产



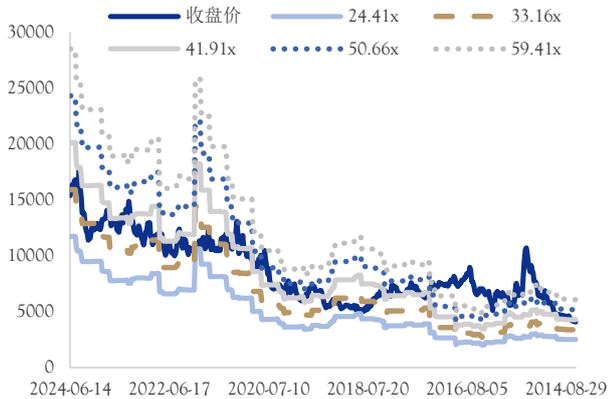
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（四）金价引领下，A 股黄金板块启动趋势性行情

截至 6 月中旬，在美联储降息预期、央行购金、地缘冲突下的避险情绪催化下，2024 年黄金价格初显牛市姿态，上涨 13.08%。而在金价上涨带动黄金企业业绩上行预期下，本年度 A 股黄金板块已上涨 22.10%。目前 A 股黄金板块的动态市盈率 32x，估值与 2023 年年底水平相当，上半年黄

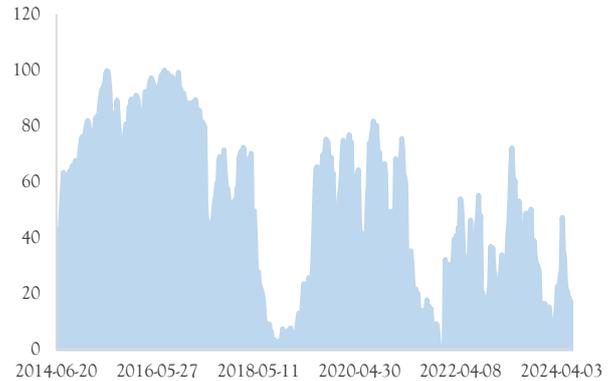
金板块股价的上涨基本由业绩贡献。而纵向比较来看，目前 A 股黄金板块动态市盈率位于近 10 年 13.73% 的历史分位，估值仍处于较为安全的水平。在美联储即将开启降息周期及世界百年之大变局全球央行增加黄金储备配置，金价有望开启新一轮牛市。而 A 股黄金龙头公司在未来 2-3 年均均有矿产金产能大幅扩张计划，量价配合齐升下 A 股黄金龙头公司业绩将更具弹性，建议关注山东黄金、中金黄金、银泰黄金、湖南黄金、赤峰黄金。

图35: A 股黄金板块动态 PE-Bands



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图36: A 股黄金板块历史 PE 分位 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表2: A 股黄金行业相关上市公司权益产量与储量

公司	黄金权益资源量 (吨)	矿产金产量 (吨)		矿产金权益产量 (吨)		2024E 自产矿产金产量增速	单吨矿产金权益产量市值 (亿元/吨)	单吨矿产金权益储量市值 (亿元/吨)	其他金属业务
		2023A	2024E	2023A	2024E				
山东黄金	1383	41.8	47.8	35.7	37.8	5.8%	30	0.81	
紫金矿业	2998	67.7	74.0	57.3	63.6	11.0%	69	1.45	铜、铅锌、白银、钼、铁精矿，碳酸锂等
中金黄金	510	18.9	20.4	14.3	15.7	9.4%	44	1.36	铜、钼、铁精矿
银泰黄金	223	7.0	8.0	6.6	7.1	7.6%	65	2.06	银、铅锌精矿
赤峰黄金	358	14.4	16.0	11.5	12.5	8.5%	22	0.76	银、铅锌、铜精矿
湖南黄金	144	3.9	4.6	3.8	4.5	17%	46	1.43	铋精矿、钨精矿
华钰矿业	57	1.1	2.2	0.5	1.1	107%	104	2.05	铋、锌、铜、铅精矿

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表3: A股黄金行业相关上市公司推荐标的

公司	市值(亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB	公司评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
山东黄金	1137	48	0.52	1.02	1.84	44	27	15	5.3	推荐
中金黄金	728	23	0.61	0.74	0.87	16	20	17	2.7	推荐
银泰黄金	469	29	0.51	0.79	1.01	29	21	17	3.9	推荐
湖南黄金	215	39	0.41	0.67	1.00	27	27	18	3.4	推荐
赤峰黄金	283	30	0.48	0.96	1.26	29	18	13	4.5	推荐

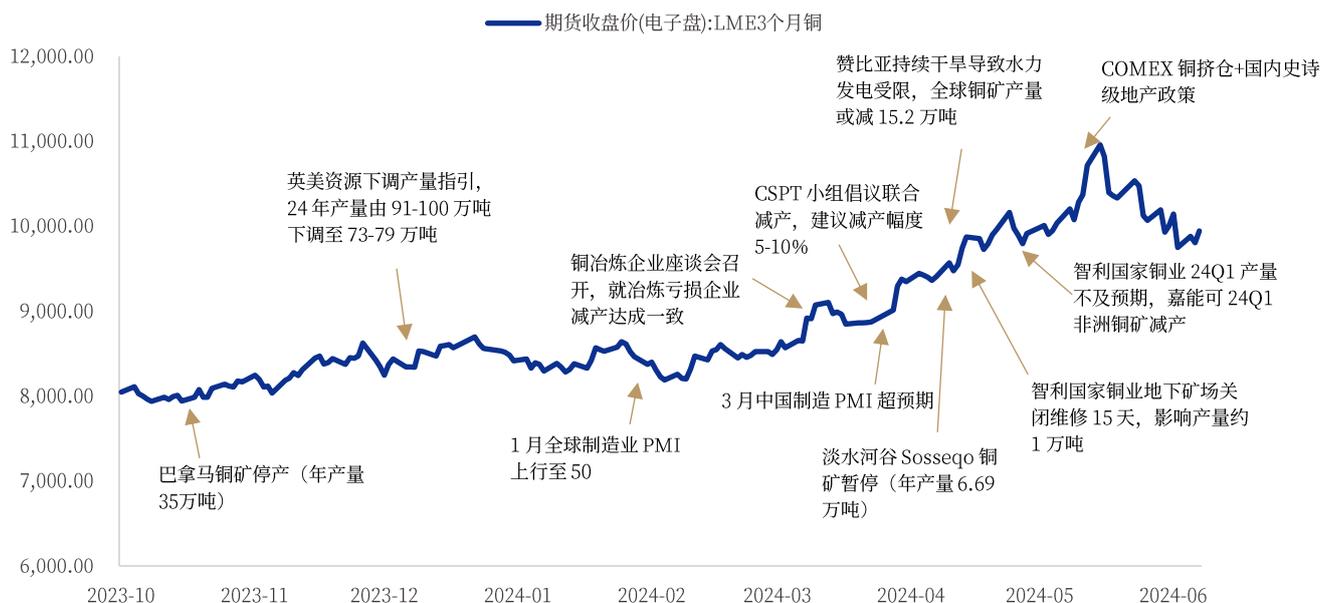
资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

三、上行逻辑确定，铜博士蓄势再起航

(一) 2024年上半年铜价回顾：铜牛市的开启

2024年铜矿产量预期持续下修，供给约束背景下铜牛开启。复盘铜价走势，2023年底巴拿马铜矿关停、英美资源下调产量指引，使得2024年铜矿的供应预期彻底扭转，24年铜矿的供应由过剩预期转变为短缺。铜矿紧缺背景下，铜冶炼加工费TC从23Q4的77美元/吨下跌到24年3月的12美元/吨，国内冶炼厂两次开会讨论减产，铜矿的短缺向精铜减产的预期传导。此后，Sossego铜矿暂停、2024Q1智利国家铜业产量不及预期、嘉能可非洲铜矿减产、刚果金赞比亚电力短缺等扰动频出，使得2024年铜矿产量预期不断下调。截至目前，LME铜年初至今涨幅达16.5%，新一轮铜牛市已然开启。

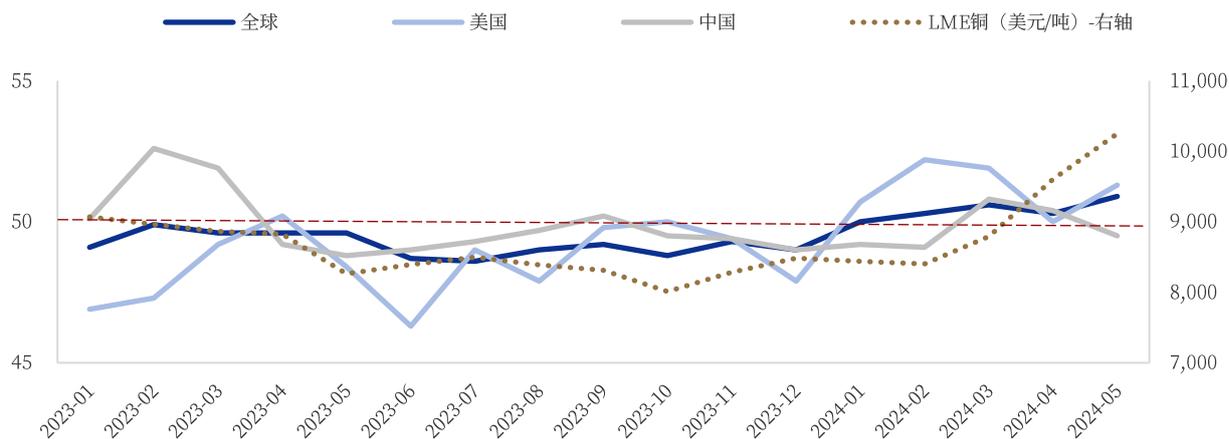
图37: 2023年底至今铜价走势回顾(美元/吨)



资料来源: 公司公告, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

全球制造业回暖，经济复苏预期与再通胀交易带动铜的需求向好。从宏观数据来看，美国 1-6 月季调制造业 PMI 始终维持在枯荣线以上，6 月达 51.7，美国经济韧性较足，目前看经济软着陆概率大；中国制造业 PMI 时隔 6 个月自 2024 年 3 月起重回枯荣线，超预期回升至 50.8，4 月达 50.4，当前仍在修复中。而全球制造业 PMI 在历经持续 16 个月的持续低迷后，自 2024 年 1 月起持续 5 个月位于枯荣线以上。而在欧央行、加拿大相继降息，美国临近降息，全球降息潮的到来或将使全球经济与制造业进一步复苏，带动铜的需求预期向好，叠加降息预期背景下的再通胀交易支撑铜价。

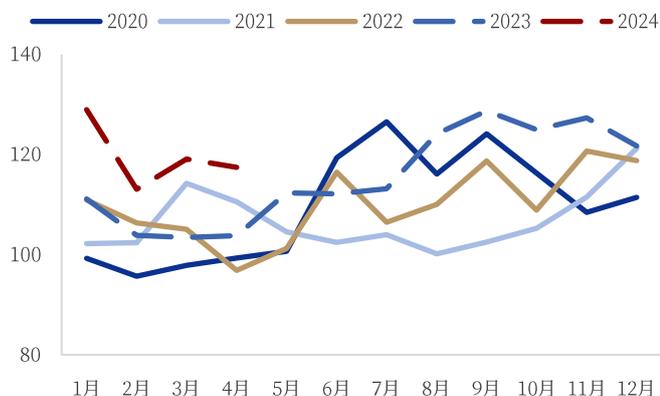
图38: 中美及全球制造业 PMI 与 LME 铜价走势变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

国内电解铜下游需求增长稳健，新能源用铜景气依旧。据百川数据，2024 年 1-4 月国内电解铜表观消费量 478.7 万吨，同比增长 13.3%。其中，以新能源为代表的新兴领域用铜需求正在不断提升，2024 年以来，新能源汽车、风电和光伏新增装机需求继续保持了良好增长态势，1-4 月国内新能源汽车产量 293.6 万辆，同比增长 33.2%；风电新增装机 16.84GW，同比增长 18.6%；光伏新增装机 60.1GW，同比增长 24.4%。而传统需求方面，1-4 月国内电网基本建设投资完成额 1229 亿元，同比增长 24.9%；空调产量 9914 万台，同比增长 17.6%；建筑业固定资产完成额累计同比增长 2.6%；燃油车零售量 391.5 万辆，同比下降 3.3%。

图39: 中国电解铜表观消费量当月值 (万吨)



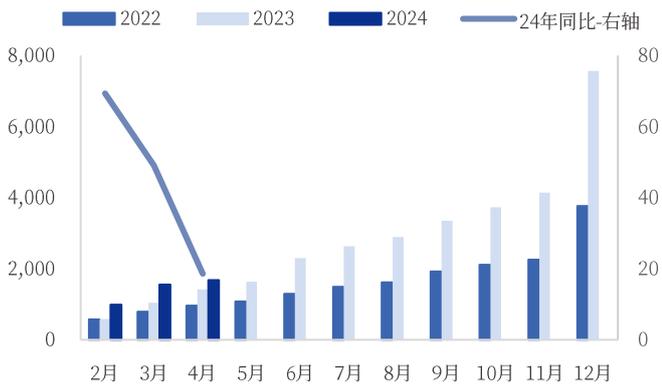
资料来源: 百川盈孚, 中国银河证券研究院

图40: 中国新能源汽车产量累计值 (万辆) 及增速 (%)



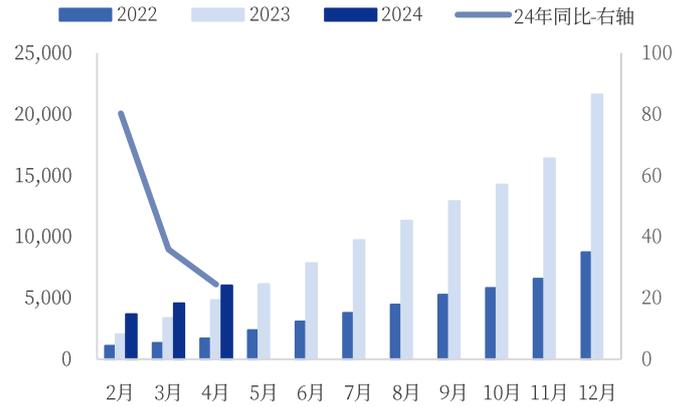
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图41: 中国风电新增设备容量累计值 (万千瓦) 及增速 (%)



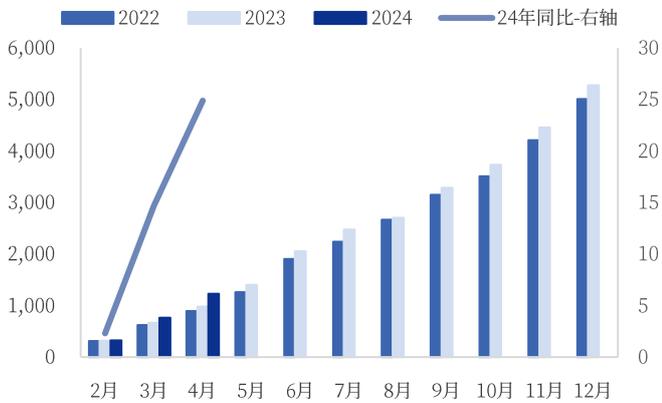
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图42: 中国光伏新增设备容量累计值 (万千瓦) 及增速 (%)



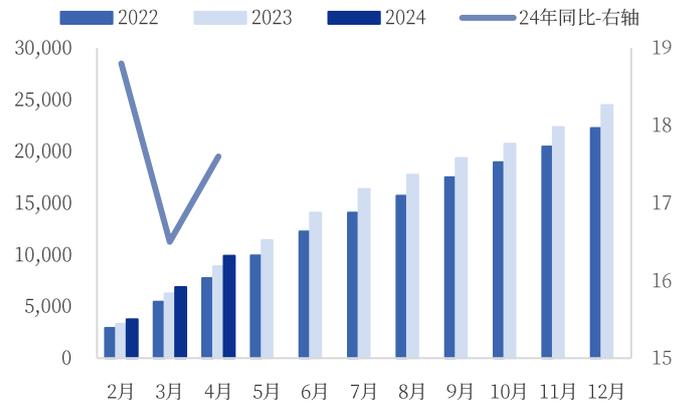
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图43: 中国电网基本建设投资完成额累计值 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

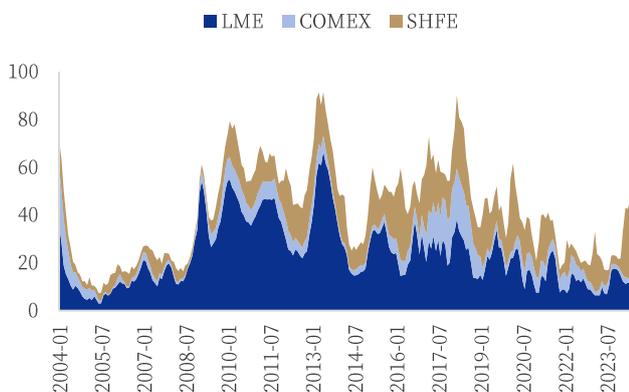
图44: 中国空调产量空调累计值 (万台) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

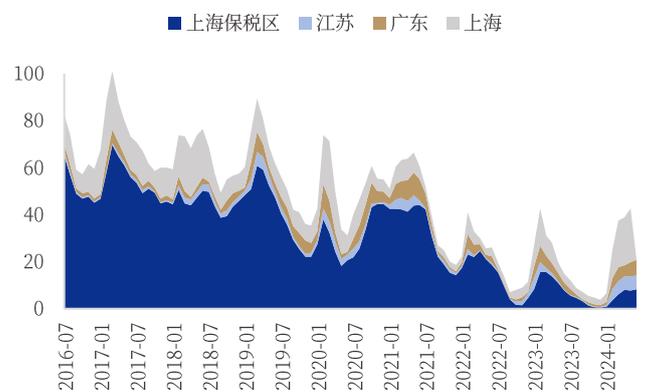
当前全球铜显性库存处于相对低位，不足近10年铜库存峰值的一半。截至2024年5月底，全球三大交易所的显性铜库存（SHFE+LME+COMEX）合计为45.32万吨，不足近10年铜库存峰值的一半，仍处于历史相对低位。其中，LME铜库存11.7万吨，COMEX库存1.5万吨，SHFE库存32.2万吨。

图45: 全球主要交易所铜库存 (万吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

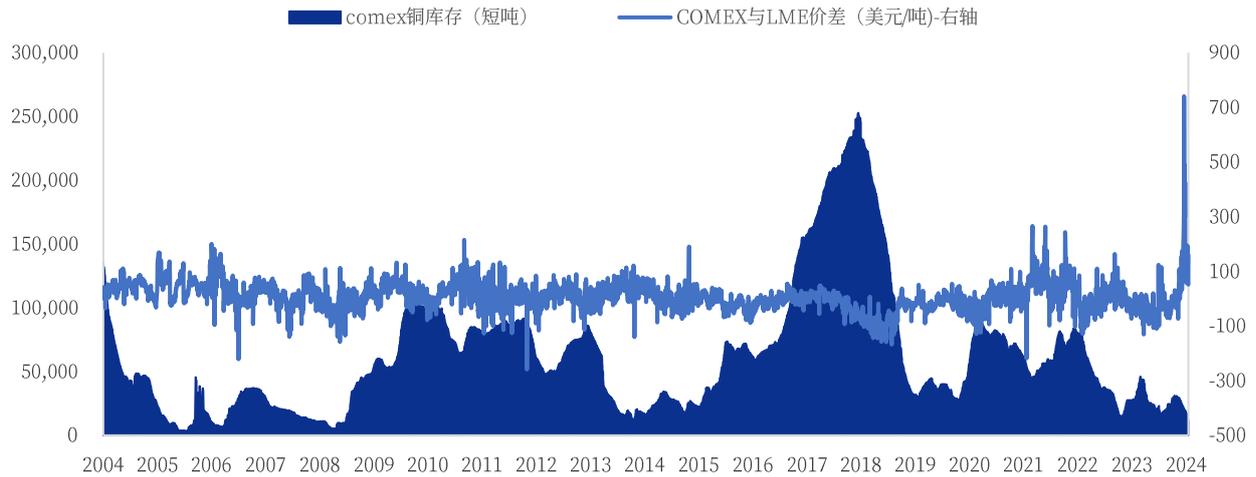
图46: 国内铜社会库存 (万吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

近期 COMEX 铜期货迎来历史性的逼空事件，引发铜价暴涨。从 2023 年以来，COMEX 铜库存始终处于历史地位，今年受美国铜消费需求相对强劲影响，库存进一步下滑至目前的 1.1 万短吨。欧美交易所的低库存，叠加西方制裁俄罗斯铜无法参与交易，库存的结构性问题导致多数铜无法参加交割，资金情绪推动导致投机资金对铜冶炼厂和贸易商进行逼空。COMEX 铜价当周上涨 9.01% 至 5.082 美元/磅，其换算价格大幅超过了 LME 铜与 SHFE 铜同期价格，此后最高攀升至 5.199 美元/磅，创近二十年新高。

图47: 库存结构性问题导致 COMEX 与 LME 价差走高

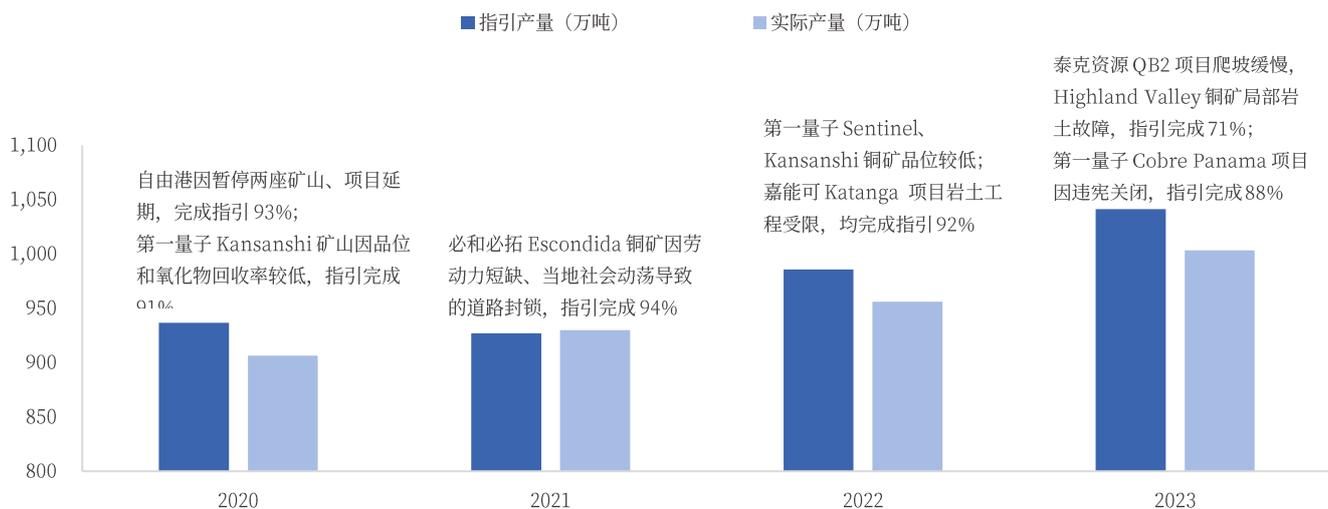


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 矿端偏紧已成事实，需求逻辑助推铜价中枢上移

回顾 2020-2023 年全球主要铜企铜矿产量持续不及预期。通过统计 2020-2023 年全球主要铜企年初指引产量与实际产量差值，我们发现全球铜矿产量持续低于预期，且每年的干扰项不断扩大，由 2020 年的 30.5 万吨扩大至 2023 年的 37.9 万吨。2023 年铜矿产量低于指引主要考虑为第一量子的 Panama 铜矿关闭、泰克资源的 QB2 项目爬坡低于预期等原因，全球主要铜企产量指引完成度仅为 96%。

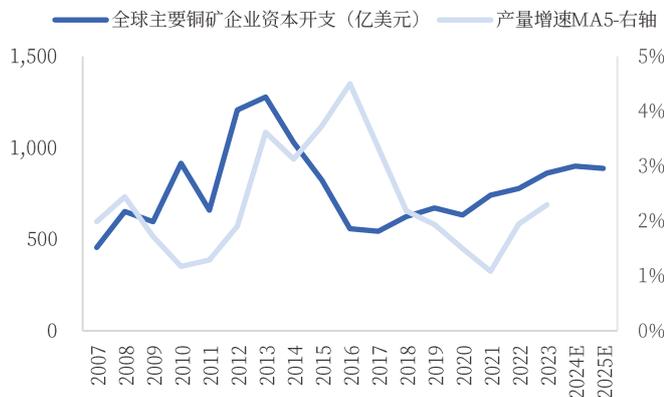
图48: 全球主要铜企铜矿产量持续不及预期



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

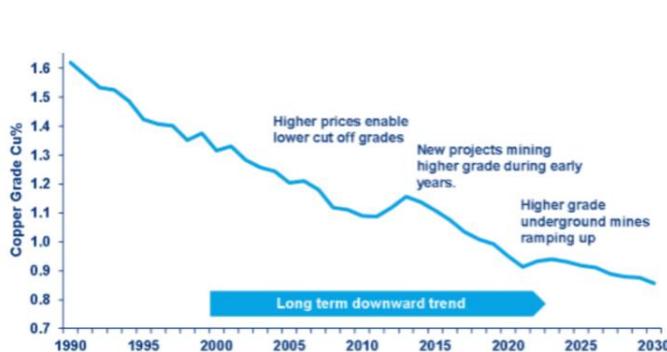
铜矿供应扰动渐成常态，对中长期铜矿供给形成约束。我们认为铜矿产量不及预期的背后，反映出的是近年来前期资本投入不足、资源国政策收紧使得新铜矿项目开发放缓，而矿山老化、极端天气频发等问题又使得存量铜矿项目供给不确定性加剧。我们认为一系列因素将在中长期内影响矿业开采，全球铜精矿产量不及预期或将在未来成为常态，对有效供给形成约束。2024 年以来智利、巴西、赞比亚等铜矿干扰事件频发，预计影响产量近 30 万吨。

图49: 全球铜矿资本开支与产量增速



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

图50: 铜矿品位持续下滑



资料来源: Wood Mackenzie, 中国银河证券研究院

表4: 2024 年以来铜矿干扰事件

国家	矿山	23年产量 (万吨)	时间	事件	预计 24 年影响产量 (万吨)
智利	Radomiro Tomic	31.5	2024 年 3 月	2024 年 3 月，一名工人在该国北部 Radomiro Tomic 铜矿的事故中死亡，暂停了大部分采矿活动。 2024 年 4 月，目前 Radomiro Tomic 矿场只有约三分之一的矿用运输车处于运行状态，预计到 5 月上旬才能逐步恢复正常运营。	10

智利	Chuquicamata	24.9	2024年4月	Codelco 旗下 Chuquicamata 地下矿山进行为期 15 天的检修。	1
巴西	Sossego	6.7	2024年4月	2024年2月，帕拉州环境部最初暂停了 Sossego 铜矿的运营许可，淡水河谷稍后获得了一项临时命令，允许恢复运作。 2024年4月，巴西一家地方法院再次暂停了该公司旗下 Sossego 铜矿的运营许可。淡水河谷表示，该州赢得了上诉，推翻了此前法院恢复该矿运营许可的裁决。	3.3
赞比亚	赞比亚铜矿	76	2024年4月	干旱导致赞比亚水力发电受阻，国家电力公司计划削减对矿业公司的电力供应，需求降幅达 20%。刚果金部分企业依赖赞比亚电力进口，产能同样受影响。	15.2
加拿大	Gibraltar	5.56	2024年6月	Taseko 矿业旗下加拿大 Gibraltar 铜矿的 500 多名工人举行罢工，原因是合同谈判失败。公司表示，已经暂停矿山开采和磨矿业务，仅保留必要的工作人员仍在现场维护关键业务。	0.4

资料来源：SMM，公司公告，中国银河证券研究院

一季度全球重点矿企运行表现分化，海外矿企表现不及预期。从 2024 年一季度的情况来看，洛阳钼业产量表现超预期，Codelco 和 Antofagasta 则不及预期。24Q1 重点矿企铜矿产量同比增长 6.29%，一季度产量偏高主要因 2024 年增产的铜矿多数为 2023 年投产，今年主要为产量爬坡，我们预计 24Q2-Q4 增速会回落至 0 附近。

表5：2024 年 Q1 全球重点矿企运行情况（万吨）

矿企	2024 年 Q1 产量	同比	2023 年 Q2-Q4 产量	2024 年 Q2-Q4 产量	同比
Codelco	29.48	-9.66%	99.82	105.52	5.71%
Freeport	49.21	12.35%	147.30	141.89	-3.67%
BHPB (包含 OZ Mineral)	46.59	6.55%	137.06	134.91	-1.57%
英美资源	19.81	11.23%	64.81	56.19	-19.24%
Riotino	15.58	7.32%	47.44	53.42	12.61%
Antofagasta	12.94	-11.31%	51.47	56.06	8.92%
淡水河谷	8.19	22.24%	25.95	25.56	-1.50%
第一量子	10.06	-27.52%	56.87	29.44	-48.23%
Norlisk	10.98	1.09%	31.68	30.03	-5.21%
五矿资源	6.71	-2.65%	27.83	31.79	14.23%
Glencore	23.97	-1.80%	76.60	74.03	-3.36%
Teck	9.90	74.60%	23.98	40.35	68.27%
南方铜业	24.07	7.80%	68.77	69.52	1.09%
紫金矿业	26.26	5.19%	76.55	84.74	10.70%
洛阳钼业	14.75	103.70%	34.71	39.75	14.51%
KGHM	17.92	2.05%	53.57	53.58	0.02%
总	326.41	6.29%	1024.42	1026.78	0.23%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2024 年产量预期不断下调，铜矿产量增速高峰已过。2024 年铜矿的核心项目有位于智利的

Quebrada Blanca2、刚果金的TFM、俄罗斯的Udokan、蒙古的Oyu Tolgoi项目等；2025年的供给增量来自于Kamola Kakula铜矿、Malmyzh铜矿、Chalcobamba铜矿等。考虑到2024年铜矿供应具有高度不确定性,我们预计铜矿产量为2237.7万吨,同比增加11万吨,对应增速为0.49%,较我们此前的产量预期进一步下降(23年10月预测3.44%,24年3月预测1.95%)。由2017-2021年铜价高峰引发的投资高峰带来新建铜矿的投产增量,预计在2025年后将要结束,此后铜矿新增产能与供应增速或逐步下滑。

图51: 全球铜矿产量增速预期下滑



资料来源: Wind, ICSG, SMM, 公司公告, 中国银河证券研究院

表6: 全球铜矿供需平衡表 (千吨)

	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E
铜矿产量	21133	21787	22267	22377	23177
YOY	2.32%	3.10%	2.20%	0.49%	3.58%
铜矿消费量	21140	21647	22301	22711	23211
YOY	0.71%	2.40%	3.02%	1.84%	2.20%
铜矿平衡	-7	140	-33.44	-333.44	-33.44

资料来源: Wind, ICSG, SMM, 公司公告, 中国银河证券研究院

表7: 全球主要铜矿产量增量预测 (万吨)

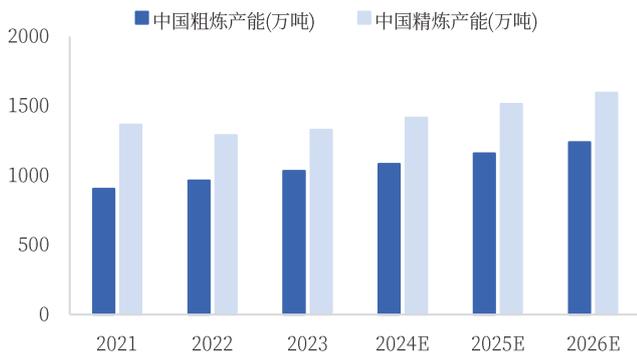
矿山	地区	矿企	2023年	2024E	2025E
Kamoa	刚果金	紫金&艾芬豪	6	7.1	14.3
巨龙铜矿	中国	紫金矿业	3.9	1.16	0
Timok	塞尔维亚	紫金矿业	3.2	2.89	0
KFM (湿法)	刚果金	洛阳钼业	11.4	3.6	0
Lonshi (湿法)	刚果金	金诚信	0.46	1.54	2
Dikulushi(湿法)	刚果金	金诚信	0.56	0.02	0
Quellaveco	秘鲁	英美资源	21	0	1
Mirador	厄瓜多尔	铜陵			2
Mina Justa	秘鲁	Minsur	2	0	0
Pilares	墨西哥	南方铜业	2.5	0	0

Musonoi	刚果金	金川国际	0	0	3.8
Kalongwe (湿法)	刚果金	盛屯	3.2	0	0
Udokan (铜精矿+湿法)	俄罗斯	Udokan	1	6	6
Tucumã	巴西	Caraiba		1	3.9
Motheo	博茨瓦纳	Sandfire	1	3	1
Malmyzh	俄罗斯	RMK			10
Carrapateena	澳大利亚	OzMinerals	0	1	4.5
Musonoi	刚果金	金川国际			3.8
Quebrada Blanca2	智利	Teck	5.55	17.45	7
Buenavista	墨西哥	南方铜业		1.19	0.88
Los Pelambres	智利	Antofagasta	2.5	3.5	1.5
Oyu Tolgoi Underground	蒙古	力拓	3.7	5	9
Salobo	巴西	第一量子	5.25	2	0
Grasberg Ground	印尼	Freeport	4.2	1.8	1
Spence	智利	BHPB	1.39	0	0
Aktogay	哈萨克斯坦	KAZ Minerals	2.49	0	0
Salvador	智利	Codelco			4.4
Toromocho	秘鲁	中铝		1	7
Chuquicamata	智利	Codelco			3
Kansanshi S3	赞比亚	第一量子			5
Chalcobamba	秘鲁	MMG			10
Kinsevere-Nambulwa	刚果金	MMG			3.2
TFM (湿法)	刚果金	洛阳钼业	2.6	12.4	5
KPM(湿法)	刚果金	深圳亿特		2	3
Las Bambas	秘鲁	MMG	4.8	0	0
Mutanda(湿法)	刚果金	嘉能可	0.18	0	0
甲玛铜矿	中国	中国黄金		2.4	4.1
Batu Hijau	印尼	安曼矿业		7	0
Escondida	智利	BHPB	4.6	5.7	7
Highland Valley Copper	加拿大	Teck		1.97	3.15
Caserones	智利	伦丁矿业		6	0.5

资料来源：公司公告，银河期货，中国银河证券研究院

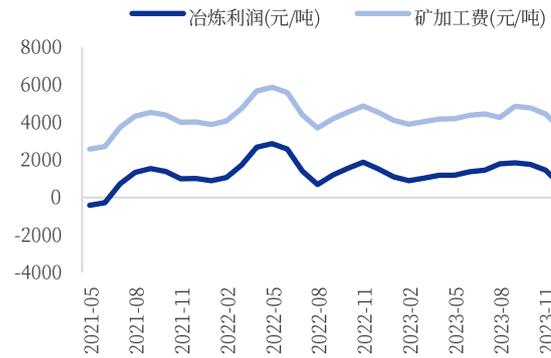
全球冶炼产能持续释放，而矿端供给不足致使原料缺口扩大。2023年以后冶炼厂产能集中释放，2023-2025年全球共有492万吨新增产能，但矿端产能仅增加258万吨，而实际产量或可仅增139万吨。其中，2024年冶炼厂有146万吨的产能释放，但根据前文所述，今年铜矿只能增长11万吨，存在较大的原料缺口。铜冶炼现货加工费TC/RC从2023年10月底的86.3美元/吨、8.62美分/磅，断崖式下跌至目前的2.2美元/千吨、0.23美分/磅。相应的，铜冶炼厂利润自2024年1月已出现亏损，此后亏损逐步扩大，至4月单吨冶炼亏损已达2136元/吨。

图52: 中国铜冶炼厂粗炼、精炼产能持续释放



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

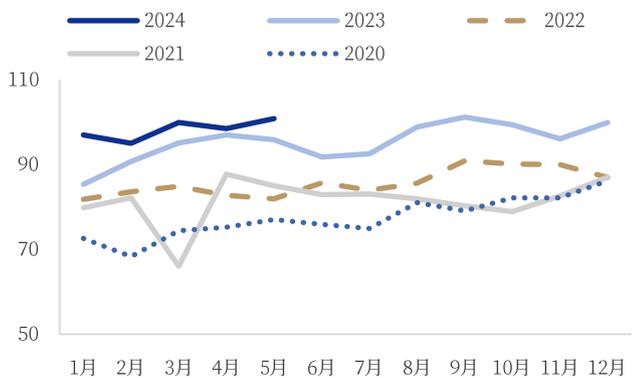
图53: 铜冶炼厂冶炼利润及矿加工费变化



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

今年3月冶炼厂两次开会提倡减产，但4-5月减产效果仍不显著。2024年3月13日，中国有色工业协会召开铜冶炼企业座谈会，在调整冶炼厂生产节奏、减少冶炼亏损企业产量达成一致；3月28日，CSPT中国铜原料联合谈判小组召开会议，倡议联合减产，建议减产幅度5-10%。据SMM，2024年5月中国电解铜产量为100.86万吨，环比增长2.39%，高于预期的97.71万吨；1-5月累计产量为491.33万吨，同比增长5.86%。5月SMM统计有8家冶炼厂要检修涉及粗炼产能164万吨，但减产效果并不显著，主要原因为冶炼厂一般长单比例较高，目前长单加工费仍为80美元/吨，使得冶炼厂利润短期影响有限，另外前期废铜、粗铜和阳极板供应充裕，导致产量下降的幅度小于预期。

图54: SMM 中国电解铜月度产量 (万吨)



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

图55: SMM 中国铜精矿长单 TC



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

TC 下行风险延续，预计后续铜矿短缺会逐步向精铜短缺传导，铜价重心仍存在较大上移空间。进入6月，据SMM统计有8家冶炼厂要检修涉及粗炼产能156万吨。TC持续面临低价风险，而废铜供给有限，上半年大量的废铜供应消耗库存以及进入6月后精废价差的下行，或将使下半年废铜的供应减少。随着2023年底签的半年、一年长协到期，冶炼厂长单后续重新签订长协价预计将大幅走低（目前现货粗炼费TC为2.2美元/千吨），其所面临的亏损减产风险更高，冶炼企业大概率亏损停产。我们预计下半年矿端紧张传导至电解铜缺口将更为明显，铜价重心仍存在较大上移空间。参考2010年，6月TC急速下行至8.66美元/千吨，随后铜价大幅上涨52%至2011年2月的9939美元/吨。

图56: TC 反映了冶炼厂对原料供给的相对预期, 和铜价走势基本呈现负相关

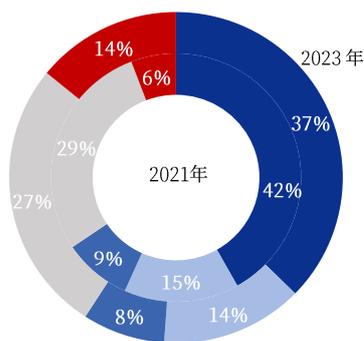


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

铜的需求结构正在发生新旧动能切换, 以新能源、数字经济为代表的新兴领域增长迅速。据SMM数据, 2023年中国铜消费结构中, 电力(47%), 家电(14%), 交通运输(13%), 建筑(8%), 机械电子(8%)。尽管以家电、交运、建筑地产为代表的传统领域需求体量较大, 但新能源、数字经济的快速发展正在打破原有的需求范式。我们测算, 中国新能源用铜需求占比已从2021年的6%提升至2023年的14%, 新能源领域铜消费量从2021年的84万吨增长至2023年的217万吨。未来伴随我国能源结构的进一步调整, 以及数字经济的蓬勃发展, 新兴领域用铜需求增长潜力可观。

图57: 中国铜消费结构

■ 传统电力 ■ 家电 ■ 建筑 ■ 其它传统需求 ■ 新能源



资料来源: SMM, Wind, 中国银河证券研究院 (注: 电力侧用铜拆分为传统电力和新能源用铜)

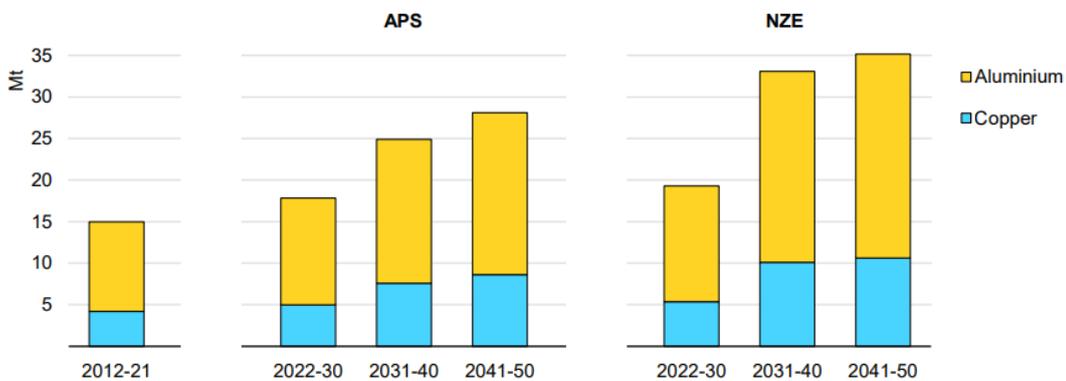
表8: 中国新兴领域用铜量测算

	2022	2023	2024E	2025E
新能源汽车领域用铜量 (万吨)	54	72	90	101
YOY	93%	35%	24%	12%
风光领域用铜量 (万吨)	61	144	140	149
YOY	9%	137%	-3%	6%
数字经济领域用铜量 (万吨)		28	32	37
YOY			15%	15%
新兴领域用铜量合计 (万吨)	115	245	262	287
YOY	37%	114%	7%	9%

资料来源: 中汽协, EVTank, IRENA, Wood Mackenzie, CPIA, GWEC, 中国银河证券研究院

欧美电网开启升级改造计划, 拉动铜消费增量。2023年11月, 欧盟委员会计划在2020-2030年间累计投资5840亿欧元对欧洲的电网进行全面检修和升级, 其中配网投资预估4000亿欧元(含1700亿欧元数字化改造)。参照中国电网每投资1亿元能带动约860吨铜消费来计算, 欧盟电网升级改造预计年均带来约330万吨铜消费量。2023年, 美国能源部宣布将拨款近35亿美元来提高美国全国电网可靠性, 成为美国有史以来最大的电网投资, 投资范围从扩大输电容量、增强电网韧性以减小极端天气影响, 到建设智能电网。据IEA数据, 全球输电线路、配电网和变压器的铜用量预计从2012-2021年的年均5Mt增加到2022-2030年的年均5.5Mt, 在2022-2030年间, 这一铜需求来源将近2021年全球铜总产量的18%。

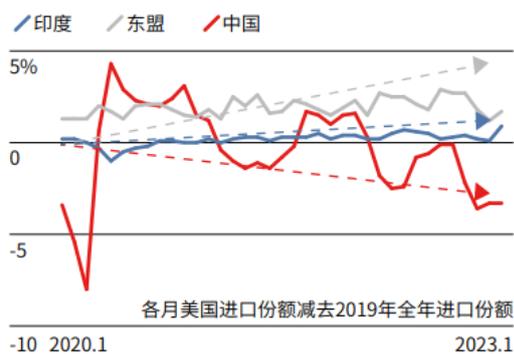
图58: 2012-2050年全球已宣布承诺方案和净零方案中输电和配电线路的年均材料需求量



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院 (注: 输配电线路的材料需求包括电缆和电线)

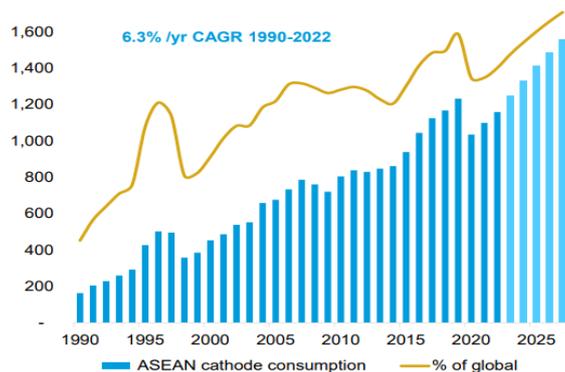
全球产业链加速重塑, 印度、东盟地区铜消费增长强劲。2008年以来, 全球产业链正从中国向东南亚市场迁移。在中美博弈、疫情冲击、俄乌冲突的叠加影响下, 全球产业链加速重塑, 以印度为代表的新兴国家铜需求量攀升。据CRU数据, 1990-2022年东盟地区铜消费需求CAGR达6.3%, 占全球铜需求的5%。2023年印度铜消费量达152.2万吨, 同比增长16%, 印度占全球铜消费比例也由2021年的4%提升至2023年的6%。未来东盟地区有望在建筑、空调领域的需求带动下, 2022-2027年精炼铜需求有望实现6.1%的复合增速增长, 带来合计用铜增量近40万吨。

图59: 疫情以来, 中国向东南亚的产业转移持续推进



资料来源: USITC, 中国银河证券研究院

图60: 东盟地区铜需求增长迅速 (千吨)



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

国内刺激政策加码、海外步入降息周期, 都将推升铜消费需求。4月底的中央政治局会议的政策指引后, 5月超长期特别国债与地方政府专项债的发行节奏明显加快, 叠加国家出台的一系列房地产优化政策, 有助于国内基建与房地产的改善, 此外, 7月二十届三中全会的政策预期, 都将带动国内铜需求的提升。海外制造业复苏迹象已显, 步入降息周期后经济复苏确定性较强。6月加拿大、欧洲央行如期降息, 尽管美联储降息道路曲折, 但5月美国通胀与就业数据的降温, 仍使美联储保留今年降息的可能, 且本轮降息周期美国经济软着陆概率较大, 对铜需求支撑力较强。我们预计2024年全球电解铜消费需求有望在新兴领域的拉动下, 带来100万吨需求增量, 同比增长3.97%。

表9: 全球电解铜消费预测表 (万吨)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国传统电力	602	609	574	602	620
中国家电	214	207	212	218	222
中国建筑	127	120	123	117	113
中国其它传统需求	412	405	382	371	364
中国新兴领域	84	115	245	262	287
海外新能源	91	106	142	173	197
海外其它传统需求	885	874	851	885	905
总计	2415.6	2436.4	2528.6	2629	2707.9
YOY	4.87%	0.86%	3.78%	3.97%	3.00%

资料来源: 中汽协, EVTank, IRENA, Wood Mackenzie, CPIA, GWEC, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

从供需平衡表来看: 供给或由过剩转为紧缺。供给端, 一系列中长期因素对有效供给形成约束, 短期矿端紧缺难以改变。2024年4-5月冶炼厂提倡减产效果仍不显著, 伴随长协订单重新签订, 预计下半年矿端紧张传导至电解铜端口将更为明显。需求端, 国内刺激政策加码, 或将带动内生动能加快修复, 而海外制造业复苏迹象已显, 步入降息周期后经济复苏确定性较强, 或带动铜的消费需求进入景气上升通道。我们预计在铜矿供给约束的背景下, 2024年铜供需平衡表从原来的过剩50-60万吨预期, 转变为短缺10万吨, 未来供需缺口或在经济新动能的带动下进一步拉大。

表10: 全球电解铜供需平衡表 (千吨)

	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E
铜矿产量	21133	21787	22267	22377	23177
YOY	2.32%	3.10%	2.20%	0.49%	3.58%
铜矿消费量	21140	21647	22301	22711	23211
YOY	0.71%	2.40%	3.02%	1.84%	2.20%
铜矿平衡	-7	140	-33.44	-333.44	-33.44
精铜产量	23946	24356	25476	26186	26776
YOY	1.67%	1.71%	4.60%	2.79%	2.25%
精铜消费	24156	24364	25286	26290	27079
YOY	4.87%	0.86%	3.78%	3.97%	3.00%
收储	-110	0	0	0	0
供需平衡	-100	-8	190	-104	-302

资料来源: Wind, ICSG, SMM, 公司公告, 中国银河证券研究院

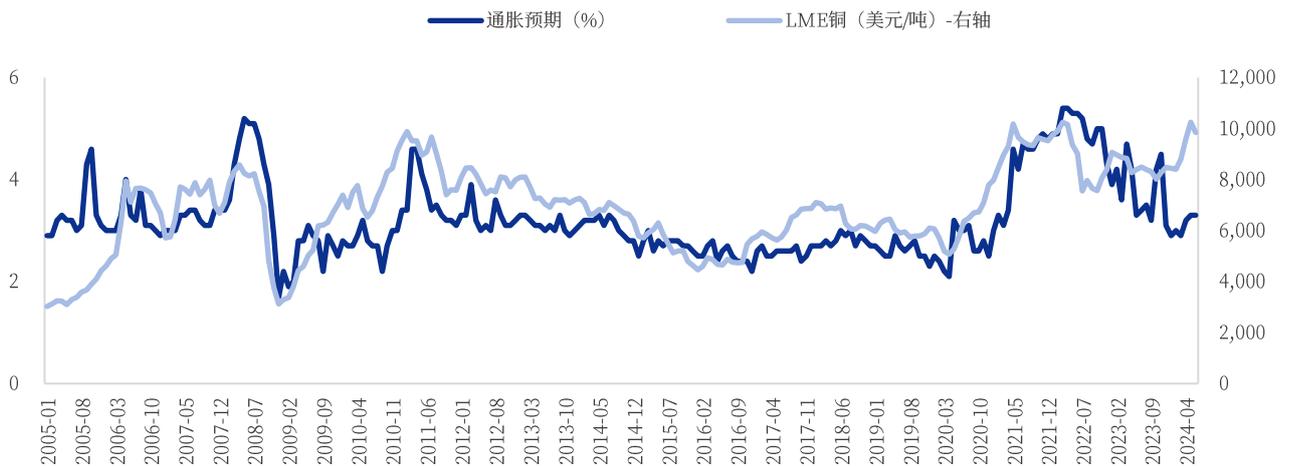
铜价上行逻辑确定。 1) 低库存的延续: 当前全球铜显性库存处于相对低位, 国内经济动能修复后库存或进一步去化, 叠加交运限制、逆全球化的不确定性, 都为本轮铜价提供更大弹性; 2) 成本的支撑: 2024年铜矿供给缺口逐步显现, 2025年后缺口或将进一步扩大, 我们测算 LME 铜价需上涨超过 1.25 万美元/吨才可刺激铜企进行大规模资本开支; 3) 再通胀交易: 尽管短期内市场情绪受美联储降息扰动影响, 但中长期再通胀交易支柱依然有效, 为铜价提供支撑。

表11: 新建铜矿项目 NPV 测算

NPV (美元)		IRR								
		6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
LME 铜价 (美元/吨)	10000	-5655	-6206	-6725	-7215	-7676	-8112	-8525	-8915	-9284
	10500	-3482	-4116	-4714	-5277	-5809	-6311	-6786	-7235	-7661
	11000	-1309	-2026	-2703	-3340	-3942	-4510	-5047	-5556	-6037
	11500	865	64	-691	-1403	-2075	-2709	-3309	-3876	-4413
	12000	3038	2154	1320	534	-207	-908	-1570	-2197	-2790
	12500	5212	4243	3331	2471	1660	893	169	-517	-1166
	13000	7385	6333	5343	4409	3527	2694	1907	1163	457
	13500	9559	8423	7354	6346	5394	4496	3646	2842	2081
	10000	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
	10500	-5655	-6206	-6725	-7215	-7676	-8112	-8525	-8915	-9284

资料来源: Wind, S&P Global, 中国银河证券研究院

图61: 通胀预期与 LME 铜价相关性较强

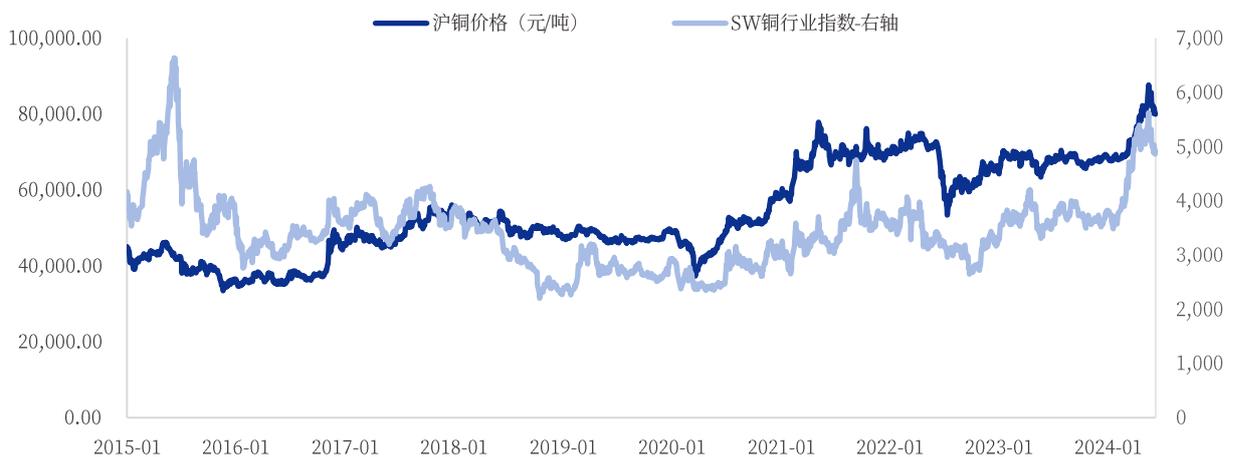


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 铜价上涨引领铜板块行情，长期看好板块配置价值

从历史上看 A 股铜板块行情与沪铜价格走势的相关性更大，铜价上涨往往会引领铜板块行情。在近 10 年两轮大规模的铜行情：2016-2017 年国内供给侧改革，沪铜最高涨幅 60%，同期 SW 铜行业指数涨幅 32%；2020-2021 年疫情后复工叠加全球性流动性泛滥，沪铜最高涨幅 94%，同期 SW 铜行业指数涨幅 39%。在目前铜矿供给偏紧，需求复苏逻辑有望引领铜价延续上涨，并带动铜板块行情。

图62: 铜价上涨引领 A 股铜板块行情

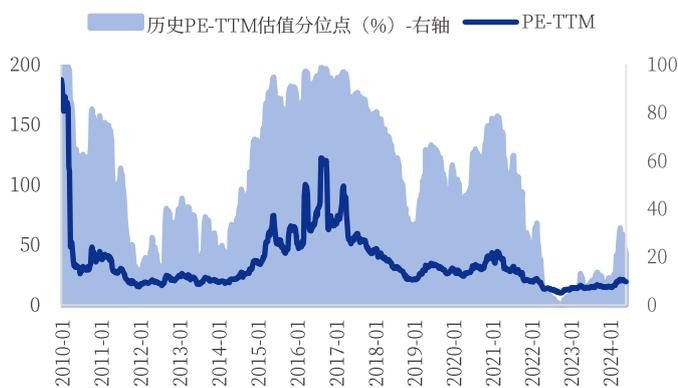


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

A 股铜板块估值安全边际较高，在经济复苏完全确立后铜板块有望获得戴维斯双击。从 A 股 SW 铜行业的历史估值的纵向比较来看，目前 SW 铜行业指数市盈率 (TTM) 为 19.3x，远低于近十年估值中枢 35.2x，处于历史估值的 20.98%分位点，估值安全边际较高。SW 铜行业指数市净率为

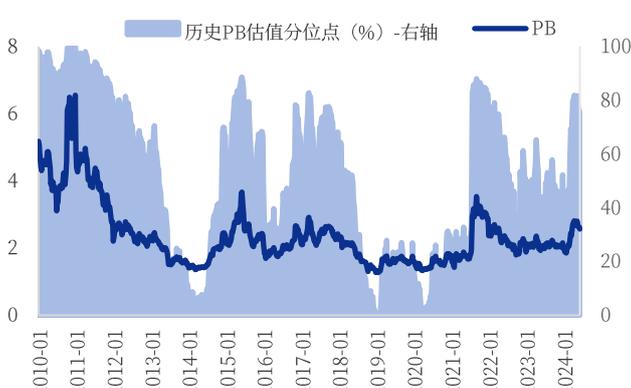
2.6x，处于近十年估值的 73.81%分位点，但较最高值 6.55 仍有空间。历史上铜价滞涨时，铜板块股价在高位盘整，同期 PE-TTM 几乎维持在 30x 以上。我们看好全球经济复苏周期、新能源转型与人工智能基建投资、供给约束下铜价与铜板块的未来走势，铜价与铜板块业绩上行确定性强，推荐紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、铜陵有色、金诚信。

图63: A 股铜行业指数 PE-TTM 与估值分位点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图64: A 股铜行业指数 PB 与估值分位点



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

表12: A 股铜行业上市公司铜精矿产量及未来增量情况

公司	2023 年铜精矿产量 (万吨)	2024 年铜精矿产量规划 (万吨)	铜矿储量 (万吨)	待投产项目
紫金矿业	101	111	3340	塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜(金)矿、刚果(金)卡莫阿铜矿、西藏巨龙铜矿、西藏朱诺铜矿、多宝山铜山铜矿 II 号矿体
洛阳钼业	42	52-57	325.44	刚果(金)TFM 铜钴矿、刚果(金)KFM 铜钴矿
西部矿业	13.13	15.87	605	西藏玉龙铜矿、内蒙古获各琦铜矿
铜陵有色	17.51	16.17	637.2	中铁建铜冠米拉多铜矿
金诚信	1.2	3	120	刚果(金) Dikulushi 铜矿、刚果(金) Lonshi 铜矿、哥伦比亚 SanMatias 铜金银矿

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表13: A 股铜行业相关上市公司业绩弹性与估值测算

公司	2023 年铜精矿市场均价(元/吨)	不同铜价对应 2024 年归母净利润增速			不同铜价对应年化业绩下 2024 年 PE 估值变动幅度		
		铜价相对于 2023 年均价			铜价相对于 2023 年均价		
		上涨 3000 元	上涨 6000 元	上涨 9000 元	上涨 3000 元	上涨 6000 元	上涨 9000 元
紫金矿业	66388	19%	29%	39%	-16%	-22%	-28%
洛阳钼业		23%	34%	44%	-19%	-25%	-31%
西部矿业		23%	32%	42%	-19%	-25%	-29%
铜陵有色		5%	16%	27%	-5%	-14%	-21%
金诚信		28%	34%	40%	-22%	-26%	-29%

资料来源: Wind, 百川, 公司公告, 中国银河证券研究院 (注: 仅考虑铜价对公司业绩与估值影响, 铜价上涨幅度相对于 2023 年均价)

表14: A股铜矿行业上市公司推荐标的

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB	公司评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
紫金矿业	4,426	20.8	0.8	1.0	1.3	22	17	14	4.1	推荐
洛阳钼业	1,733	18.0	0.4	0.5	0.6	22	17	15	3.0	推荐
西部矿业	431	15.1	1.2	1.5	1.7	15	12	11	2.9	推荐
铜陵有色	458	14.6	0.2	0.3	0.4	17	11	10	1.2	推荐
金诚信	318	28.4	1.7	2.8	3.7	30	18	14	4.2	推荐

资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

四、投资建议

国内经济复苏,美联储降息临近,此前压制有色金属行业的关键主线逻辑预期改善,使2024年上半年有色金属行业业绩与景气出现反转。在稳增长与改革政策助力下半年国内经济动能将进一步增强,而美联储在下半年也大概率将开启降息周期在流动性上支撑有色金属价格,有色金属行业有望进入新一轮上升周期。而红利策略风格背景下,稳定盈利能力带来“资源”价值重估,将使A股有色金属行业迎来业绩与估值双提升的行情。在经济与流动性改善,有色金属行业反转上行初期,建议关注最受益于流动性宽松与世界格局大变下央行增持的黄金板块,推荐山东黄金、中金黄金、赤峰黄金;以及建议关注最受益于经济复苏,以及供应上有硬短缺的铜板块行情机会,建议关注紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业。

表15: 重点公司盈利预测与估值

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB	公司评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
紫金矿业	4,426	21	0.80	1.01	1.26	22	17	14	4.1	推荐
山东黄金	1,137	48	0.52	1.02	1.84	44	27	15	5.3	推荐
中金黄金	728	23	0.61	0.74	0.87	16	20	17	2.7	推荐
洛阳钼业	1,733	18	0.38	0.50	0.57	22	17	15	3.0	推荐
西部矿业	431	15	1.17	1.54	1.69	15	12	11	2.9	推荐
赤峰黄金	283	30	0.48	0.96	1.26	29	18	13	4.5	推荐

资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

五、风险提示

- 1) 国内经济复苏不及预期的风险；
- 2) 美联储降息不及预期的风险；
- 3) 有色金属下游需求不及预期的风险；
- 4) 有色金属价格大幅下跌的风险；
- 5) 有色金属矿山新增产能多于预期的风险。

图表目录

图 1: A 股一级行业 2024 年上半年至今涨跌幅	4
图 2: A 股有色金属二级子行业 2024 年上半年至今涨跌幅	4
图 3: A 股有色金属三级子行业 2024 年上半年至今涨跌幅	4
图 4: 2024 年年初后有色金属商品价格开始上行	5
图 5: 国内有色金属行业业绩增速已出现反转	5
图 6: 2024 年上半年有色金属各品种价格涨跌幅	5
图 7: A 股有色金属行业估值及相对于全体 A 股的估值溢价	6
图 8: A 股有色金属行业 PE 估值	6
图 9: A 股有色金属行业 PB 估值	6
图 10: 2024 年 6 月中旬 A 股有色金属子行业 PE 估值近 10 年历史分位点	7
图 11: 美联储 6 月点阵图暗示将于 2024 年下半年开始降息	7
图 12: 中国制造业与全球制造业有望继续回升	8
图 13: 2024 年上半年黄金价格走势回顾	9
图 14: 2023 年 11 月下旬至 2024 年 6 月上旬金价大涨但美国国债实际利率并无变化	10
图 15: 2022 年后金价与美债实际利率走势发生了偏离	10
图 16: 2024 年 3-4 月金价较美债实际利率发生背离式加速上涨	10
图 17: 全球央行黄金净购买量 (吨)	11
图 18: 黄金在全球央行储备资产中占比	11
图 19: 美国政府债务加速扩张 (百万美元)	11
图 20: 3 月初“信用贬值”交易下对冲资产黄金与比特币价格皆创新高	11
图 21: 2022 年起全球央行购金量已超出基金 ETF 黄金抛售量	12
图 22: 中国与俄罗斯的黄金储备占比远低于西方发达国家	12
图 23: 受访央行对未来 12 个月全球央行黄金储备变化的预测	12
图 24: 2024 年市场对美联储降息预期的交易影响黄金价格波动	13
图 25: 美国 CPI 与核心 CPI 同比增速	14
图 26: 美国 CPI 与核心 CPI 环比增速 (%)	14
图 27: 美国 CPI 同比增速预测 (%)	14
图 28: 美国失业率上行	15
图 29: 美国职业空缺数下降	15
图 30: CME 利率期货统计未来美联储联邦基金利率所处区间概率	15
图 31: 美国中长期国债名义利率与实际利率处于近 16 年来的高位	15
图 32: 美联储降息引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行, 驱动黄金价格上涨	16
图 33: 2018-2020 年的黄金牛市在政策转换期由降息预期推动第一波主升浪形成	16
图 34: 美国利率的下行将使全球 ETF 基金从流出转为购入黄金资产	17

图 35: A 股黄金板块动态 PE-Bands	18
图 36: A 股黄金板块历史 PE 分位 (%)	18
图 37: 2023 年底至今铜价走势回顾 (美元/吨)	19
图 38: 中美及全球制造业 PMI 与 LME 铜价走势变化	20
图 39: 中国电解铜表观消费量当月值 (万吨)	20
图 40: 中国新能源汽车产量累计值 (万辆) 及增速 (%)	20
图 41: 中国风电新增设备容量累计值 (万千瓦) 及增速 (%)	21
图 42: 中国光伏新增设备容量累计值 (万千瓦) 及增速 (%)	21
图 43: 中国电网基本建设投资完成额累计值 (亿元) 及增速 (%)	21
图 44: 中国空调产量空调累计值 (万台) 及增速 (%)	21
图 45: 全球主要交易所铜库存 (万吨)	21
图 46: 国内铜社会库存 (万吨)	21
图 47: 库存结构性问题导致 COMEX 与 LME 价差走高	22
图 48: 全球主要铜企铜矿产量持续不及预期	23
图 49: 全球铜矿资本开支与产量增速	23
图 50: 铜矿品位持续下滑	23
图 51: 全球铜矿产量增速预期下滑	25
图 52: 中国铜冶炼厂粗炼、精炼产能持续释放	27
图 53: 铜冶炼厂冶炼利润及矿加工费变化	27
图 54: SMM 中国电解铜月度产量 (万吨)	27
图 55: SMM 中国铜精矿长单 TC	27
图 56: TC 反映了冶炼厂对原料供给的相对预期, 和铜价走势基本呈现负相关	28
图 57: 中国铜消费结构	28
图 58: 2012-2050 年全球已宣布承诺方案和净零方案中输电和配电线路的年均材料需求量	29
图 59: 疫情以来, 中国向东南亚的产业转移持续推进	30
图 60: 东盟地区铜需求增长迅速 (千吨)	30
图 61: 通胀预期与 LME 铜价相关性较强	32
图 62: 铜价上涨引领 A 股铜板块行情	32
图 63: A 股铜行业指数 PE-TTM 与估值分位点	33
图 64: A 股铜行业指数 PB 与估值分位点	33

表 1: 美联储历次降息期间的金价涨幅	17
表 2: A 股黄金行业相关上市公司权益产量与储量	18
表 3: A 股黄金行业相关上市公司推荐标的	19
表 4: 2024 年以来铜矿干扰事件	23
表 5: 2024 年 Q1 全球重点矿企运行情况 (万吨)	24
表 6: 全球铜矿供需平衡表 (千吨)	25
表 7: 全球主要铜矿产量增量预测 (万吨)	25
表 8: 中国新兴领域用铜量测算	29
表 9: 全球电解铜消费预测表 (万吨)	30
表 10: 全球电解铜供需平衡表 (千吨)	31
表 11: 新建铜矿项目 NPV 测算	31
表 12: A 股铜行业上市公司铜精矿产量及未来增量情况	33
表 13: A 股铜行业相关上市公司业绩弹性与估值测算	33
表 14: A 股铜矿行业上市公司推荐标的	34
表 15: 重点公司盈利预测与估值	34

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立 银河证券有色金属行业首席分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn