

证券研究报告

2024年07月09日

行业报告：行业深度研究

有色金属

有色资源品的投资逻辑发生了哪些变化？

作者：

分析师 刘奕町 SAC执业证书编号：S1110523050001



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

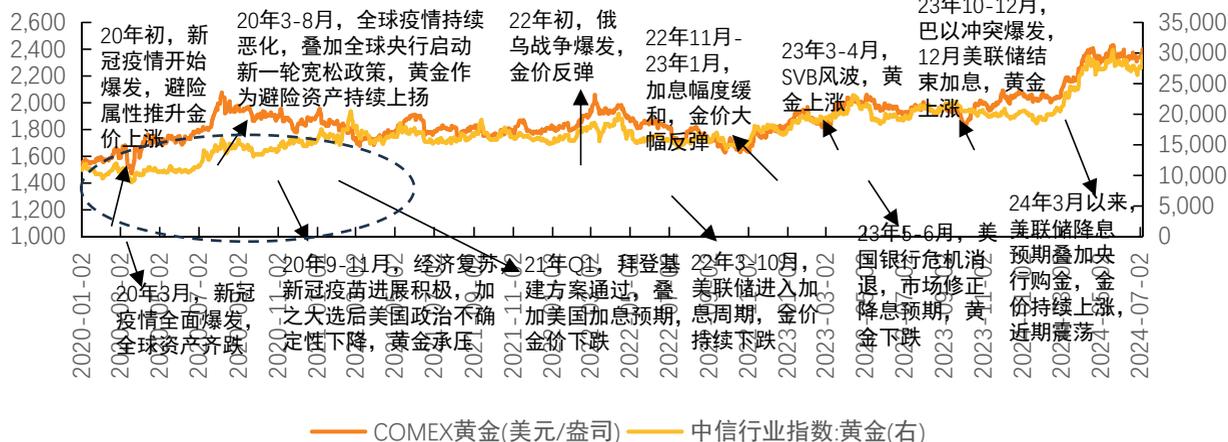
摘要

- **再全球化过程中，资源品价值正在经历重估。**1) **流动性：风险事件频发与货币信用泛滥并行，资源品价值迎来重估。**新冠疫情之后，全球风险性事件频发，在经济制裁、地缘政治事件、货币管制等因素下全球资产流动性受限；同时全球央行为应对新冠疫情的冲击，普遍实施新一轮宽松的货币政策和扩张性财政政策，美元信用危机下黄金与比特币大涨。2) **稀缺性：时代特征更加突出。**作为资源品的固有基因，在资本开支下行、资源贫化的刚性供给约束下，叠加地缘政治危机、全球资源保护主义盛行，稀缺性的时代特征将更加突出。3) **必要性：全球再工业化的生产原料。**后疫情时代，全球产业链重构，以美国为代表的发达国家进行再工业化，引导产业链回迁，同时以印度为代表的新兴经济体快速发展，上游资源品作为工业生产的血液，是全球再工业化的原料与基础。
- **供给面临刚性收缩，看起来不错的价格仍难刺激真正有效的供给。**资本开支下行、资源贫化，塑造全球供应端硬约束。后疫情时代，地缘政治格局不确定性上升，局部冲突频发、大国博弈加剧，资源品前期资本开支的不足导致中期供给趋紧，叠加企业家投资决策变得更加谨慎，对预期回报率和风险的比值逐步抬升，刺激新增供给的有效价格高于以往周期。
- **传统需求范式正被逐步打破，地域上和结构上存在双重预期差。****地域方面**，伴随全球制造业产业链正发生重构，全球化转化为区域化，人口结构年轻的东南亚、拉美、中东区域的快速发展，从而拉动资源品的需求，我们预计产业链重构对资源品需求的拉动将成为未来几年的主角，海外新兴市场需求成为主要增长动力之一。**结构方面**，在新旧经济动能交替的过程中，以地产为代表的旧需求体量仍大，以新能源为代表的新需求边际仍在增长，据我们测算，2023年全球新能源用铜量达298万吨，2018-2023年5年CAGR为25%，新能源用铜占比从3%提升至11%。中长期来看，在“双碳”背景下的新能源行业转型趋势中，新能源领域铜需求量有望持续上涨，成为铜消费增长主力。其他潜力场景，AI算力有望成为铜需求新动能。随着科技的不断进步和新材料技术的开发，铜的应用场景有望进一步扩展，拉动铜消费量上行。
- **风险提示：**全球经济衰退的系统性风险，需求不及预期的风险，上游供给大增的风险，测算具有主观性。

引子：20年以来黄金&铜价复盘

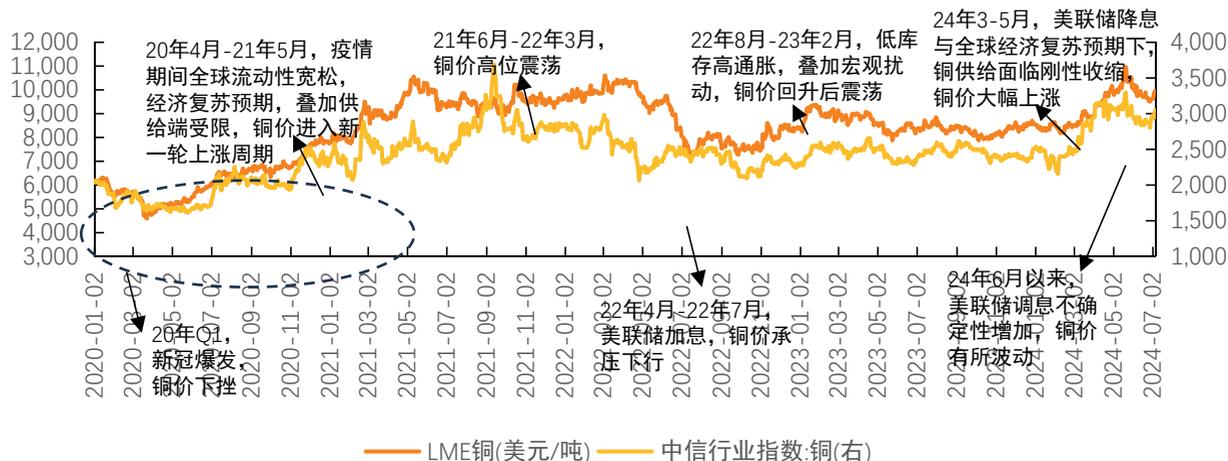
➤ **黄金**：20年初至今，黄金涨幅达57%，黄金行业指数涨幅达171%，走势与金价高度吻合且弹性更高。我们认为当前黄金或站在中长期牛市的起点，美元化成为其定价的底层逻辑，随着降息预期渐起，金融属性边际向好，支撑金价上涨。

图：20年以来金价及股指复盘



➤ **铜**：20年初至今，铜价涨幅61%，铜行业指数涨幅达50%，走势同样与铜价高度吻合。与黄金不同，铜的定价同时受到商品属性与金融属性影响，区别于铝、铅、锌等工业金属，金融属性构成其定价光谱，铜价同样受到宏观因素催化，回归基本面，我们预计供需紧增背景下，中长期铜价中枢有望稳步上行。

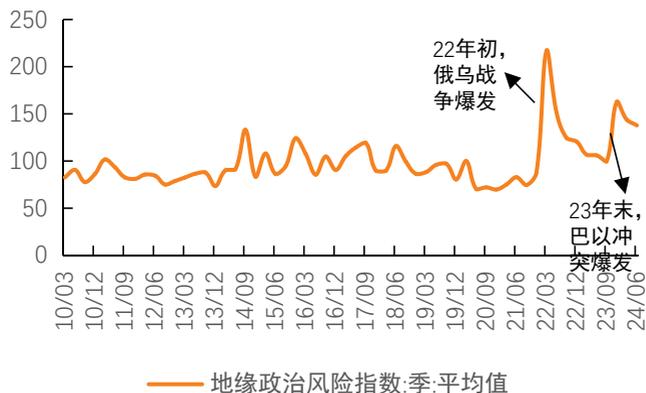
图：20年以来铜价及股指复盘



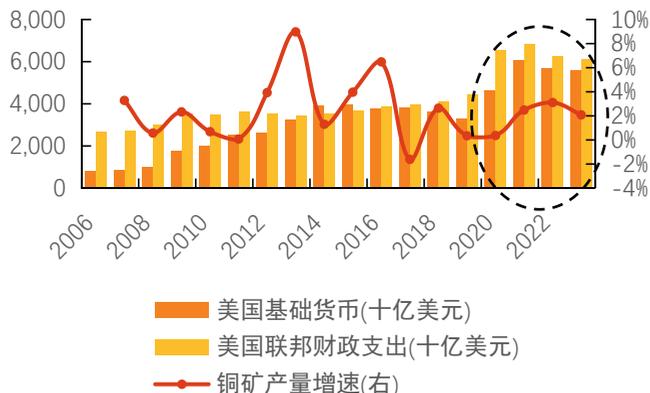
1. 再全球化过程中，资源品价值正在经历重估

- **流动性：风险事件频发与货币信用泛滥并行，资源品价值迎来重估。** 新冠疫情之后，全球风险性事件频发，在经济制裁、地缘政治事件、货币管制等因素下全球资产流动性受限；同时全球央行为应对新冠疫情的冲击，普遍实施新一轮宽松的货币政策和扩张性财政政策，美元信用危机下黄金与比特币大涨(20年初至今涨幅分别为57%/710%)。
- **稀缺性：时代特征更加突出。** 作为资源品的固有基因，在资本开支下行、资源贫化的刚性供给约束下，叠加地缘政治危机、全球资源保护主义盛行，稀缺性的时代特征将更加突出。
- **必要性：全球再工业化的生产原料。** 后疫情时代，全球产业链重构，以美国为代表的发达国家进行再工业化，引导产业链回迁，同时以印度为代表的新兴经济体快速发展，上游资源品作为工业生产的血液，是全球再工业化的原料与基础。

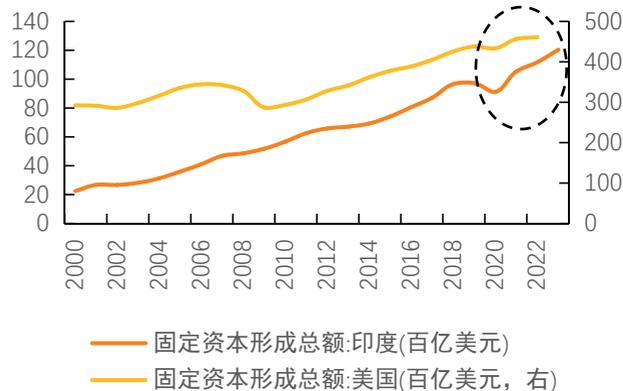
图：近年来全球地缘政治事件多发



图：美国量化宽松与扩张性财政政策下铜矿产量增速却放缓



图：全球步入新一轮工业化进程



图：疫情以来金银与比特币大幅上涨

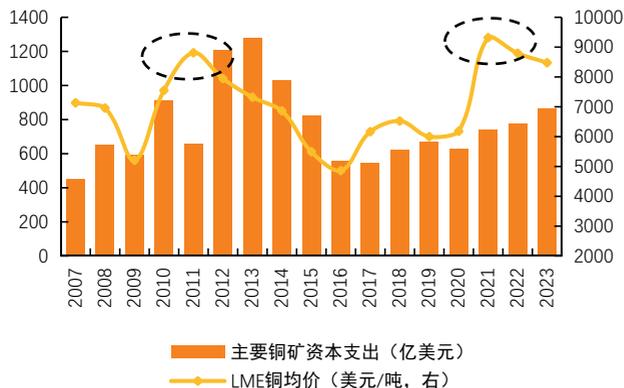


注：以2020年初价格为基期

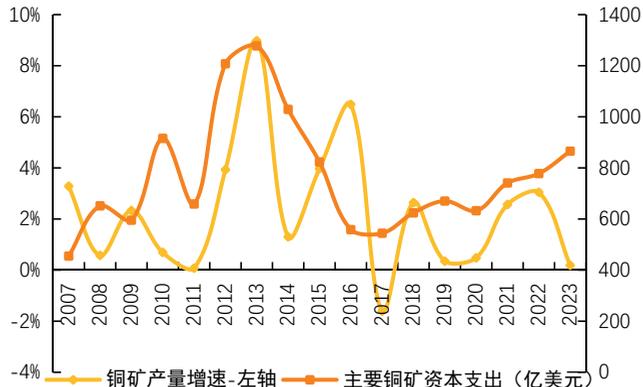
2. 供给：看起来不错的价格仍难刺激真正有效的供给

- **看起来不错的价格仍难刺激真正有效的供给。**后疫情时代，地缘政治格局不确定性上升，局部冲突频发、大国博弈加剧，资源品前期资本开支的不足导致中期供给趋紧，叠加企业家投资决策变得更加谨慎，对预期回报率和风险的比值逐步抬升，刺激新增供给的有效价格高于以往周期。
- **资本开支下行、资源贫化，塑造全球供应端硬约束。**以铜为例，铜矿资本开支与铜价正相关性较强，全球铜矿资本开支于2013年见顶，21年以来虽然铜价已涨回上一轮高点，但整体的资本开支水平较上轮高点仍有明显差异，我们认为这主要是由于随着全球铜矿成本抬升，同样的价格对资本开支的刺激力度减弱，中长期看也限制了铜矿未来供给。此外，近年全球头部铜矿公司的储量品位呈现下滑趋势，根据标普发布的报告信息，全球新矿山勘探持续推进，值得一提的找矿成果却寥寥无几，过去十年中新发现主要铜矿的数量与规模皆呈现大幅下降态势，中长期铜矿项目储备愈发堪忧。

图：2021年以来高铜价对资本开支刺激作用减弱



图：铜矿产量跟随铜企资本支出



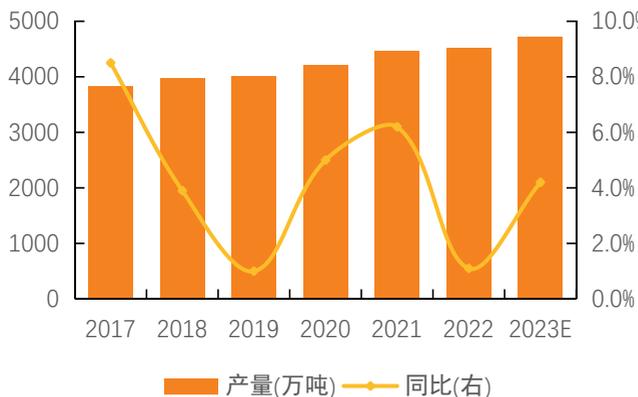
图：全球头部铜矿公司的储量品位呈现下滑趋势



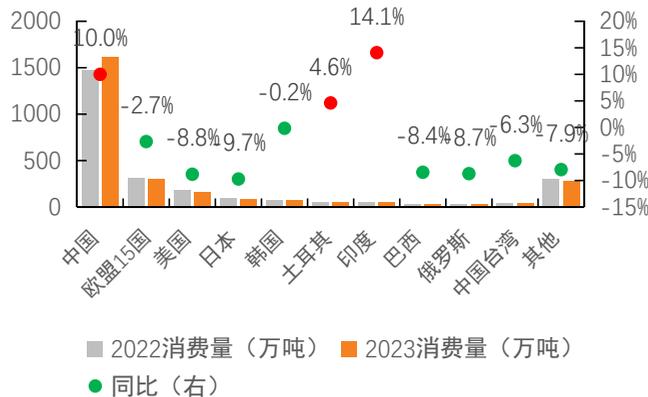
3. 需求：传统需求范式正被逐步打破——地域

- **中国步入工业成熟期，但上游资源品需求体量边际仍在增长。**随着我国步入工业成熟期，经济增长动能从投资拉动向消费拉动转变，但中下游产能仍在扩张。中下游更在意增速，而上游在供给约束明显的条件下更在意需求的绝对体量，当需求的绝对体量在边际增长时，上游仍能收获更多的现金流和利润留存。
- **海外新兴市场需求成为主要增长动力之一。**伴随全球制造业产业链正发生重构，从全球化转化为区域化，人口结构年轻的东南亚、拉美、中东区域的快速发展（印度2023年精炼铜需求同比增长14.1%），从而拉动资源品的需求，我们预计产业链重构对资源品需求的拉动将成为未来几年的主角。
- **不容忽视的一点，以美国、澳大利亚为代表的发达国家进入“再工业化”。**随着全球经济格局的演变，以美国、澳大利亚为代表的主要西方国家进入“再工业化”，基建资本开支结构性扩张明显，同样推动上游资源品需求增长。

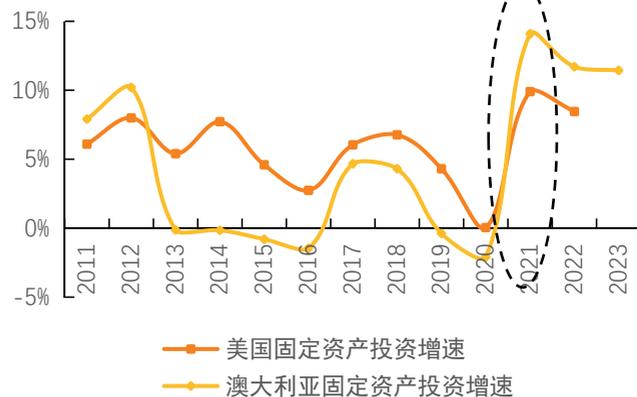
图：我国铝加工产品产量保持增长



图：全球铜消费国别/地区结构



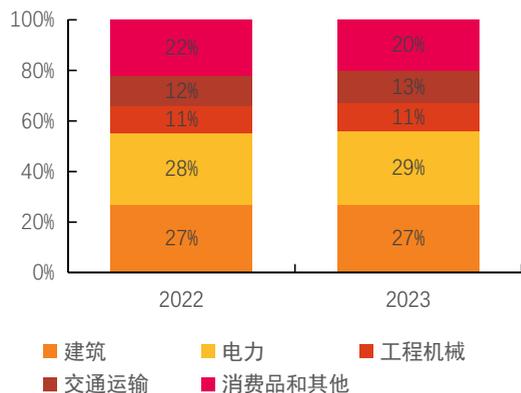
图：全球发达国家进入“再工业化”



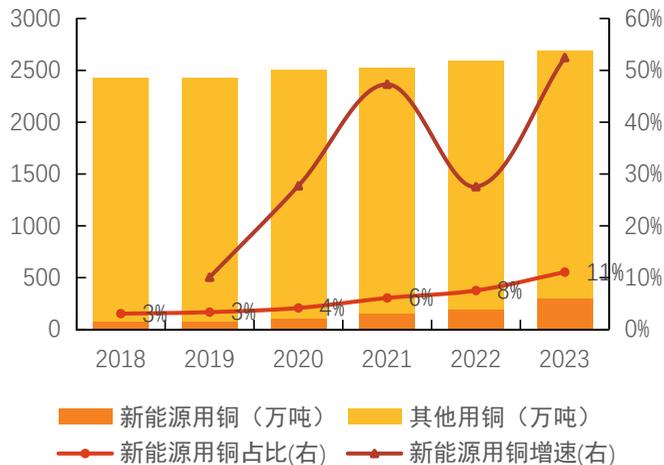
3. 需求：传统需求范式正被逐步打破——结构

- **全球铜消费结构以建筑和电力为主。**继续以铜为例，消费结构方面，全球铜的终端主要集中在建筑、电力、工程机械、交运等领域，在新旧经济动能交替的过程中，以地产为代表的旧需求体量仍大，以新能源为代表的新需求边际仍在增长。
- **新能源用铜量保持高增速，成为全球铜消费增长主力。**新能源消费主要集中于新能源车、风电和光伏，据我们测算，2023年全球新能源用铜量达298万吨，2018-2023年5年CAGR为25%，新能源用铜占比从3%提升至11%。中长期来看，在“双碳”背景下的新能源行业转型趋势中，新能源领域铜需求量有望持续增长，成为铜消费的重要支撑，根据紫金矿业与CRU预测数据，至2030年全球总铜需求量将达到约3000万吨，新能源用铜将占全球总用铜量的25%。
- **其他潜力场景：AI算力有望成为铜需求新动能。**24年3月，英伟达在GTC大会上发布了GB200芯片架构，以及以GB200为核心的NVL72全新网络架构，架构使用约5000根铜缆（共计2英里）进行交换机和GPU之间的连接。高速铜缆正逐渐为高速传输场景提供更多更优的解决方案，AI算力时代下数据中心用铜量有望显著增长。此外，随着科技的不断进步和新材料技术的开发，铜的应用场景有望进一步扩展，拉动铜消费量上行。

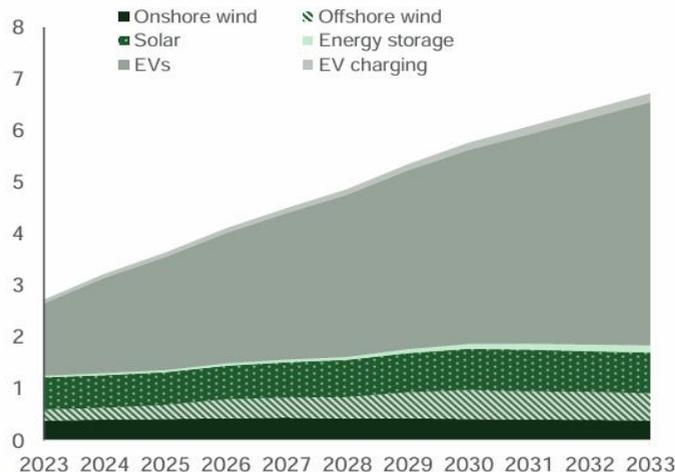
图：2022-2023年全球铜消费结构



图：全球新能源用铜保持高增速，占比明显提升



图：全球新能源用铜量预计持续增长 (百万吨)



风险提示

全球经济衰退的系统性风险：全球经济复苏步伐放缓，若进入衰退会导致需求下降，金属价格大幅下跌，对企业盈利造成不利影响。

需求不及预期的风险：需求若不及市场预期，一方面影响企业产品销量，另一方面会使得产品价格承压，加剧行业竞争，对企业经营和盈利造成不利影响。

上游供给大增的风险：若矿企加速新矿山勘探开采和供给释放，可能对矿石和金属价格形成压制，损害下游企业盈利能力。

测算具有主观性：本文涉及新能源用铜量与占比测算，相关假设具有一定主观性，仅供参考。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS