

铜价下跌点评

行业基本面边际好转，价格重心有望上移

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 有色金属

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn 执证编码：S0980520040001
 证券分析师：焦方冉 021-60933177 jiaofangran@guosen.com.cn 执证编码：S0980522080003

事项：

7月中旬以来，铜价自80000元/吨以上跌破75000元/吨，回吐3月中旬以来大部分涨幅。

国信金属观点：自今年3月份以来，铜价大幅波动，矿端供应紧张的问题没有得到解决，下半年再生铜供应也有扰动。铜价回落后，需求边际好转，下游赶做前期订单、产业链补库存，国内铜库存已有显著下降，LME铜库存在这一轮交仓过后也会趋稳。行业基本面没有变的更差，美联储9月大概率降息又使得铜市场的悲观交易时间窗口很窄，因此当前时点我们不过度看空铜价，认为铜价有企稳反弹趋向。投资建议：继续推荐拥有优质铜矿山且具备持续成长性的紫金矿业、洛阳钼业、中国有色矿业、西部矿业、金诚信、铜陵有色、云南铜业。风险提示：国内经济复苏不及预期；国外货币政策边际放缓幅度不及预期；全球资源端供给增加超预期。

评论：

◆ 价格暴涨又暴跌，供应不足的问题未解决，下半年供应更紧张

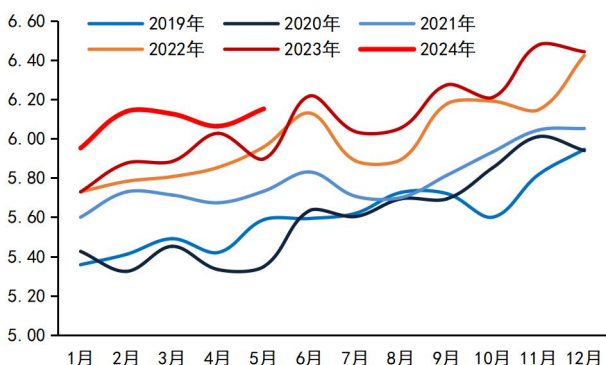
今年以来工业金属价格波动大，交易风格极致，往往在行业供需基本面没有大变动的情况下，价格暴涨暴跌。市场交流来看，7月中旬以来这轮工业金属价格大幅下跌，在行业供需层面没有新的逻辑，无论是LME累库存，还是国内月度经济数据，或是由美国CPI分项数据得出的交易衰退，都是已有利空因素的放大化和情绪化。目前工业金属价格都已跌至3月末行情启动时的水平，展望后市，已然出现一些积极变化。

首先是下半年全球铜矿产量增速回落。根据国际铜研究小组数据，今年1-5月份全球铜精矿产量925万吨，同比增速达4.1%，似乎与铜精矿短缺的事实相矛盾。原因是2023年上半年几个大型铜项目集中投产，有力拓OT矿、卡莫阿扩建项目、QBII项目、TFM混合矿、KFM项目先后投产，产能总计在75万吨左右，从图1中可以看出2023年年内全球铜矿增量很大。2024年上半年这些项目几乎都已满产，因此今年前几个月全球铜矿产量增速高。今年下半年增速会显著下降，一是去年下半年高基数，二是今年上半年仅卡莫阿三期这一个大型项目投产。

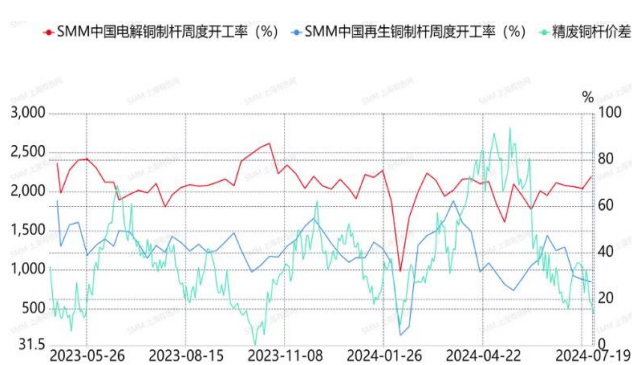
其次再生铜供应量可能减少。今年5月11日国务院第32次常务会议通过《公平竞争审查条例》（国令第783号）（以下简称“783号文”），自2024年8月1日起施行。其中第十条针对各地税收优惠和财政奖补做出了明确的规定，意味着地方政府可能取消给予再生金属的税收优惠、财政奖励或补贴，而再生金属企业普遍依赖于地方政府税收补贴。根据上海有色网、上海钢联等机构信息，受该政策影响江西地区再生铜杆企业停产增加，不少企业表示完成当前订单后就停产观望。这将导致废炼粗铜、废阳极板等供应减少。今年上半年铜精矿供应紧张的情况下，废铜起到明显的补充作用。如果下半年废铜供应跟不上，冶炼企业的原料供应将更加紧张。

图1：全球铜精矿日均产量（万吨/天）

图2：精废铜杆周度开工率



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理



资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

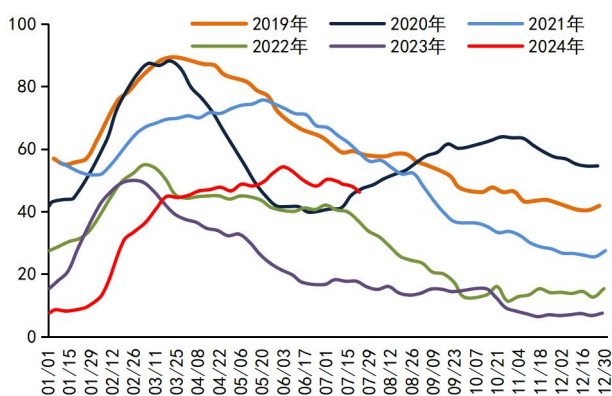
◆ 需求端迎来边际好转

根据铜加工企业反馈，自3月下旬铜价暴涨以来，下游客户拿货明显减少，铜加工企业的出货量在4/5月份传统旺季环比下滑，这是国内铜库存在旺季累库的重要原因。随着铜价回落到75000元/吨以下，逐渐接近产业链可以接受的价格区间，部分因铜价上涨而递延的订单需要执行，产业链也需要适当补充库存，近期国内铜库存在持续回落。

更受关注的是持续增加的LME铜库存，截至7月23日已增加到23.7万吨，比2个月以前增加了12.7万吨，主因4-5月份铜价大涨过程中，国外铜价高于国内，国内冶炼厂的精铜出口增加，在6月份达到15.8万吨，目前普遍预计8月份LME铜交仓结束，届时铜价的压力也会减小。

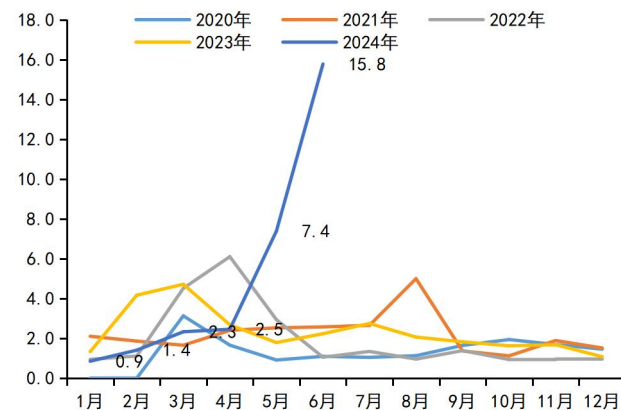
更宏观的角度看，目前市场预期美联储9月降息的概率接近100%，美联储降息落地后，我国货币政策会被进一步打开。另外上周公布的6月国内经济数据显示经济增长放缓程度较大，为完成今年既定的经济增长目标，政策环境可能进一步趋于友好。因此这一轮工业金属价格下跌的时间窗口有限。

图3：国内铜库存季节图（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图4：电解铜月度出口量（万吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

自今年3月份以来，铜价暴涨又暴跌，矿端供应紧张的问题没有得到解决，下半年再生铜供应也有扰动。铜价回落后，需求边际好转，下游赶做前期订单、产业链补库存，国内铜库存已有显著下降，LME铜库存在这一轮交仓过后也会趋稳。行业基本面没有变的更差，美联储9月大概率降息又使得铜市场的悲观交易时间窗口很窄，因此当前时点我们不过度看空铜价，认为铜价有企稳反弹趋向。继续推荐拥有优质铜矿山

且具备持续成长性的紫金矿业、洛阳钼业、中国有色矿业、西部矿业、金诚信、铜陵有色、云南铜业。

表1: 部分铜矿上市公司盈利弹性测算

			价格变动后公司归母净利润 (亿元)							
铜价 (元/吨)			72,000	75,000	80,000	88,000	96,000	104,000	112,000	120,000
紫金矿业	601899.SH	24E	282.3	297.5	323.0	363.6	404.3	445.0	485.7	526.3
		25E	325.7	342.3	369.9	414.1	458.3	502.5	546.7	590.9
洛阳钼业	603993.SH	24E	105.5	112.8	125.0	144.5	163.9	183.4	202.9	222.4
		25E	118.3	126.3	139.6	160.9	182.3	203.6	224.9	246.2
金诚信	603979.SH	24E	17.7	18.3	19.3	20.8	22.4	24.0	25.6	27.1
		25E	24.0	24.9	26.5	28.9	31.4	33.8	36.3	38.8
西部矿业	601168.SH	24E	36.7	38.6	41.9	47.0	52.2	57.4	62.5	67.7
		25E	42.8	45.0	48.7	54.7	60.7	66.7	72.6	78.6
铜陵有色	000630.SZ	24E	32.0	34.2	38.0	44.0	49.9	55.9	61.9	67.9
		25E	36.3	39.2	44.1	51.9	59.7	67.5	75.2	83.0
藏格矿业	000408.SZ	24E	29.8	31.0	33.0	36.2	39.3	42.5	45.7	48.9
		25E	43.9	45.7	48.8	53.8	58.7	63.7	68.6	73.6
云南铜业	000878.SZ	24E	21.5	22.8	24.9	28.4	31.8	35.3	38.7	42.2
		25E	24.1	25.4	27.5	31.0	34.4	37.9	41.4	44.8
中国有色矿业	1258.HK	24E	25.8	26.8	30.7	35.6	40.5	45.4	50.3	55.2
		25E	26.4	27.5	31.5	36.6	41.6	46.7	51.8	56.8

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所测算

◆ 风险提示:

国内经济复苏不及预期; 国外货币政策边际放缓幅度不及预期; 全球资源端供给增加超预期。

相关研究报告:

- 《金属行业 7 月暨中期投资策略-继续看好上游资源板块》 ——2024-07-06
- 《海外铜企专题 3-第一量子 (FM. T0): 高成长性的铜矿公司》 ——2024-06-17
- 《金属行业 6 月投资策略-短期高位震荡, 长期格局向上》 ——2024-06-06
- 《金属行业 5 月投资策略-继续看好有色上游机会》 ——2024-05-09
- 《金属行业 3 月投资策略-核心通胀继续放缓, 看好贵金属和工业金属》 ——2024-03-06

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032