

# 长期逻辑逐步兑现，积极把握短期调整机会

## ---有色金属行业2024年中期投资策略

华龙证券研究所 有色金属行业

行业评级：推荐（维持）

分析师：景丹阳

SAC执业证书编号：S0230523080001

2024年07月29日

证券研究报告

近一年市场走势 (单位: %)



沪深300表现 (2024. 07. 26) (单位: %)

表现	1M	3M	12M
有色金属行业	-5.7	-14.8	-14.1
沪深300	-1.4	-5.3	-15.1

相关报告

《美国6月通胀数据超预期下行, 金属价格短期冲高—有色金属行业周报》

2024. 07. 15

《美国6月非农就业数据符合预期, 金属价格维持高位—有色金属行业周报》

2024. 07. 08

《美国5月PCE指数符合预期, 金属价格或高位震荡—有色金属行业周报》

2024. 07. 01

- 年初至今（截至2024年6月28日），以黄金、铜为代表的主要金属价格一路上行，并创历史新高，带动板块走势大幅跑赢大盘。年初以来，申万有色行业涨幅3.79%，年内最大涨幅18.77%，同期沪深300指数涨幅4.43%，年内最大涨幅9%。
- 黄金与实际利率负相关的传统框架逐步失效，美联储降息节奏变动不改金价易涨难跌。地缘政治局势动荡，全球范围避险情绪上升，美国作为全球霸主及其背后美元作为全球金融体系核心货币，非西方世界对其信用地位的担忧隐隐增加。在此背景下，金价突破与实际利率负相关的传统框架，与高利率同步走高。同时，非西方大国连续多月购金作为外汇储备，短期推高金价，进一步助推黄金与实际利率同步走高。当前，金价进入短期调整阶段，中长期看尽管美国通胀下行进展缓慢，但降息预期确定，一旦进入降息区间，或助推金价中枢上行。
- 全球铜矿可供应储量或进入长期下行区间，叠加生产干扰因素增加，矿端冶炼端供需失衡，铜价或具备较大弹性。上世纪90年代至今，全球范围内铜矿平均品位不断下滑，开采边际成本不断增加。同时，新发现大型矿山不断减少，铜矿开发周期变长且置信度下降，而全球铜矿企业资本开支仍处在低点，未来可供应矿石储量或处于长周期下滑中。短期看，现有铜矿生产面临的干扰情况越来越多，智利、秘鲁等主要产铜国面临长期劳资纠纷和罢工问题，第一量子的巴拿马CP铜矿被迫关闭，使全球每年铜供应量减少400万吨。在铜矿供应短缺预期下，冶炼端产能过剩导致中国等主要冶炼产能国TC费用降至个位数，推动铜价短期快速上行。作为最重要的工业金属，在供需失衡背景下，随着经济逐步复苏，铜价有望产生更大弹性。
- 投资建议：我们认为主要金属价格中枢或持续向上，短期调整后布局价值凸显，维持行业“推荐”评级。建议关注紫金矿业（601899.SH）、山东黄金（600547.SH）、湖南黄金（002155.SZ）、中金黄金（600489.SH）、赤峰黄金（600988.SH）、洛阳钼业（603993.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、西部矿业（601168.SH）、金诚信（603979.SH）。
- 风险提示：海外利率波动风险；工业部门需求恢复不及预期；宏观经济复苏节奏存在不确定性；地缘政治风险；数据引用风险。

# 目录

1

上半年行业走势

2

“挣脱”束缚的黄金

3

铜：新一轮供需拐点出现？

4

投资建议

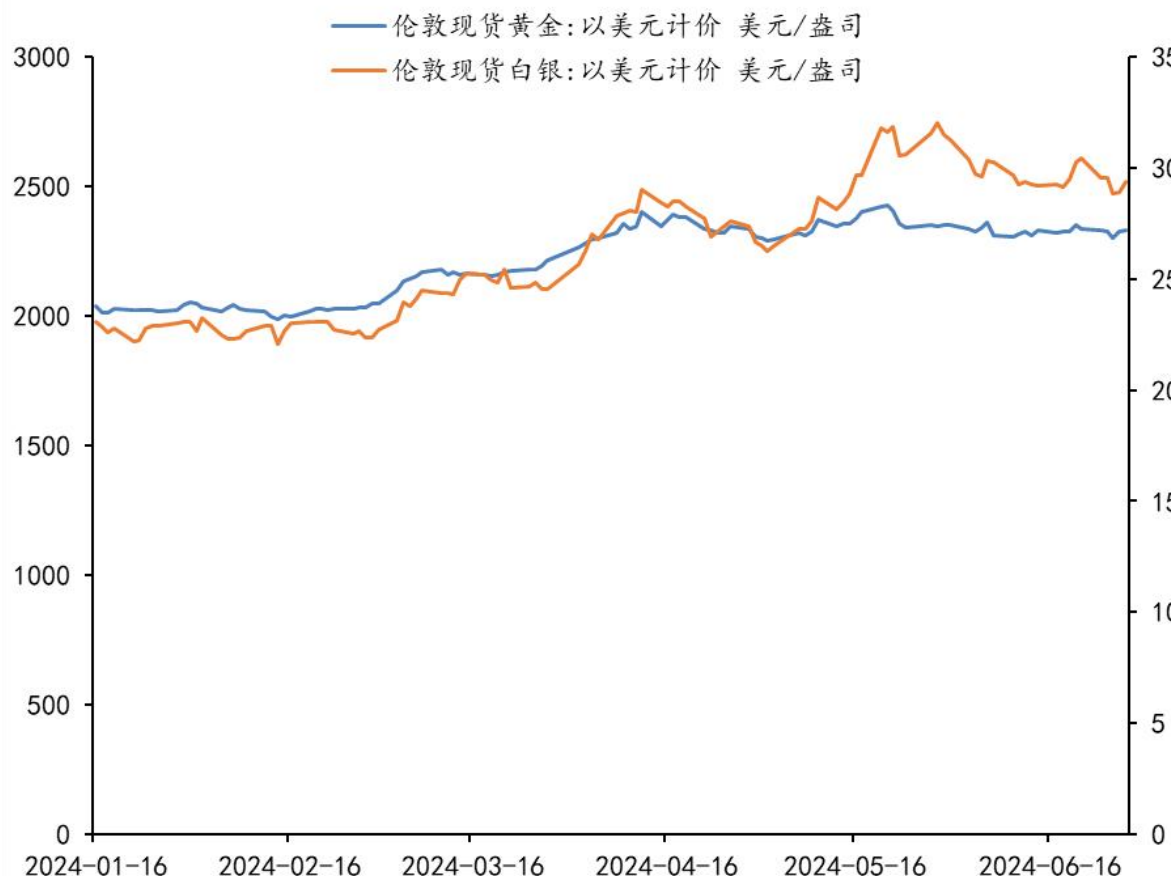
5

风险提示

# 01 年内金、铜等金属价格创历史新高

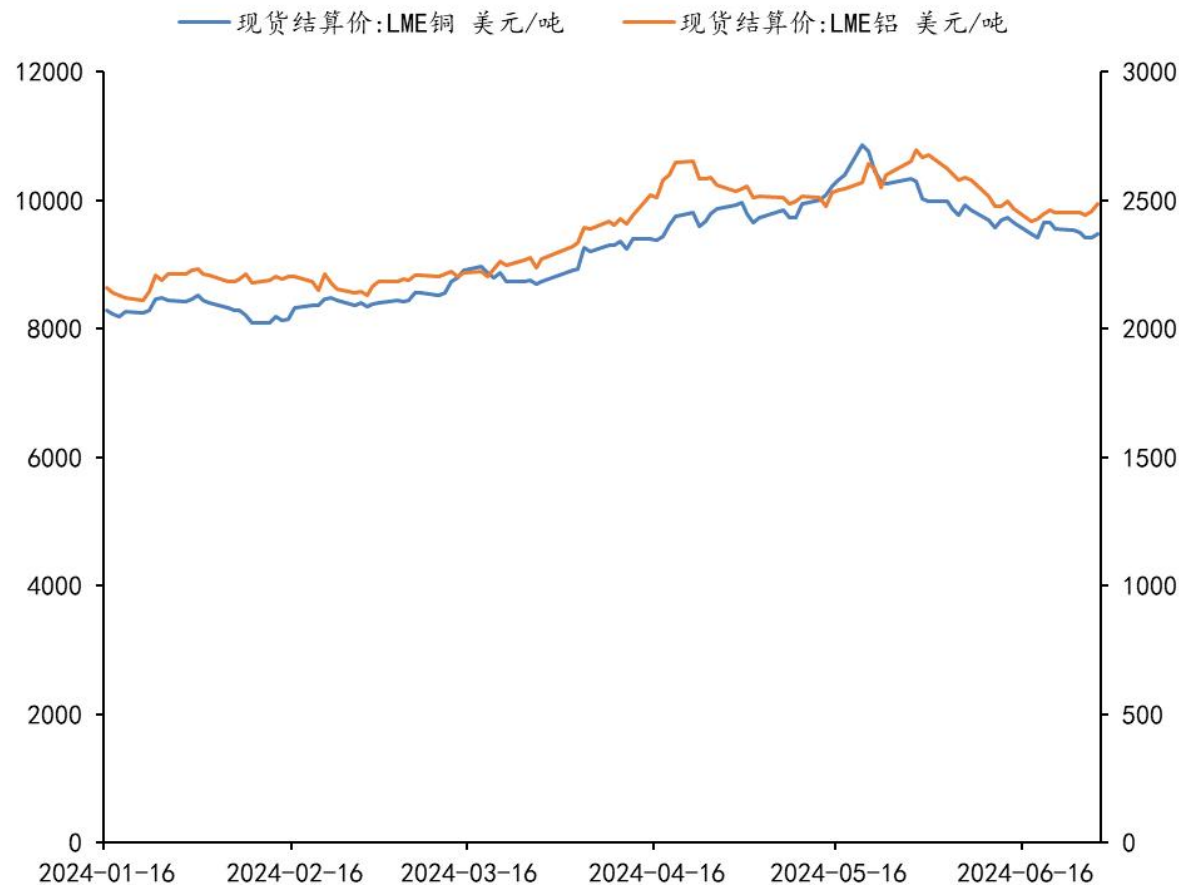
- 截至2024年6月28日，2024年伦敦现货黄金涨幅12.74%，伦敦白银现货涨幅22.66%，伦铜现货涨幅12.41%，伦铝现货涨幅6.38%，其中，金价与铜价一度创历史新高。

图1：年内主要贵金属涨幅（截至2024.6.28）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图2：年内主要工业金属涨幅（截至2024.6.28）

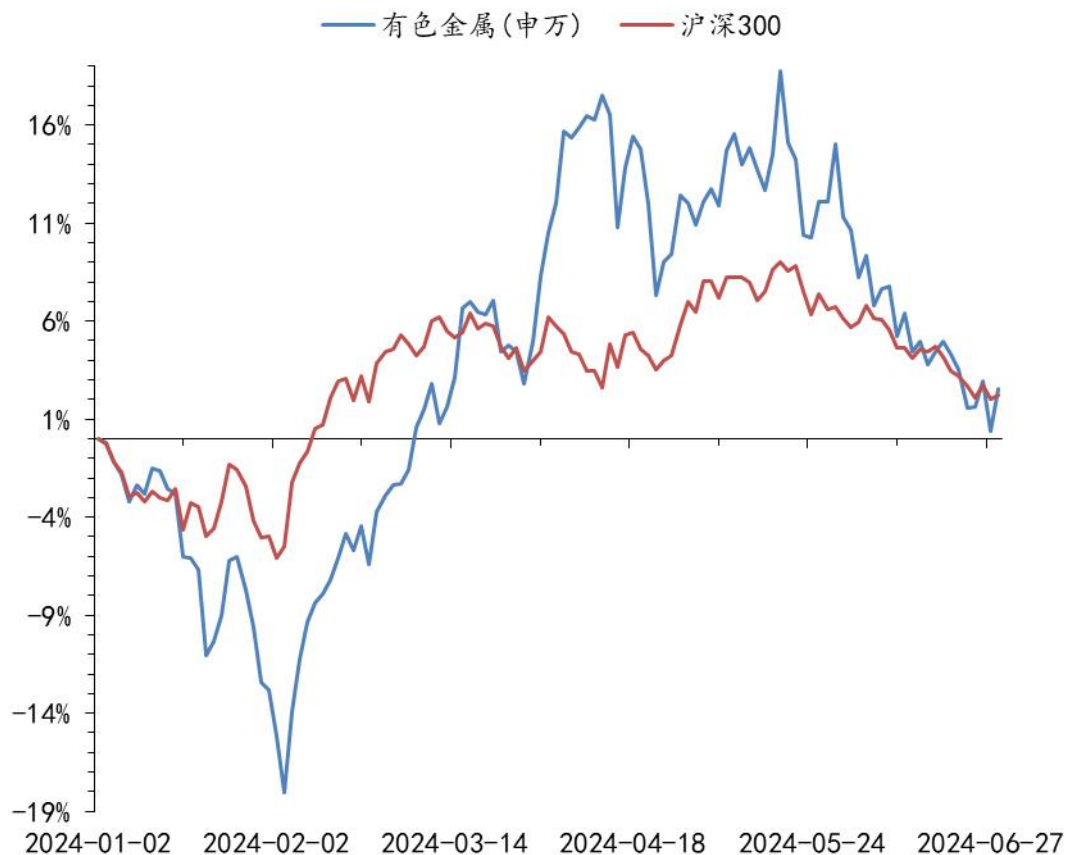


数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 02 子板块表现分化，贵金属、工业金属涨幅领先

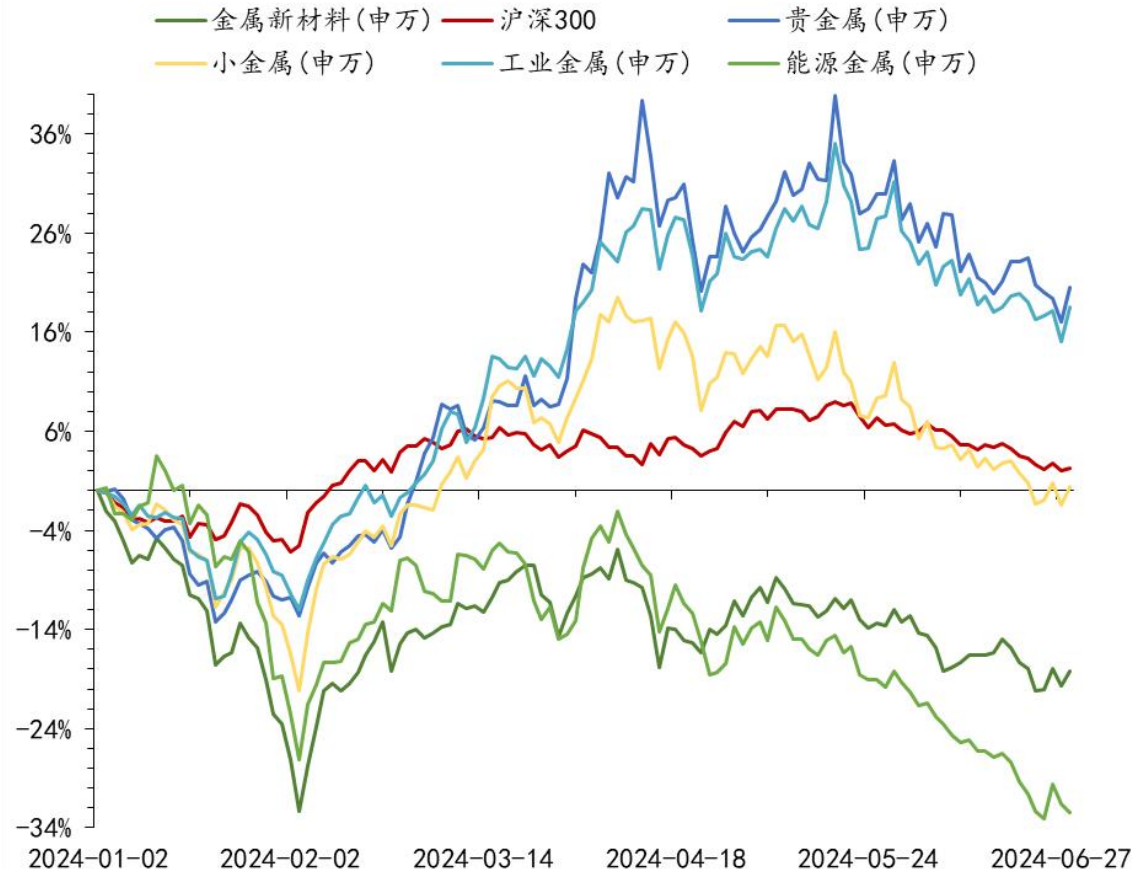
- 在美联储降息预期与地缘政治波动背景下，有色板块上半年表现优异。截至2024年6月28日，2024年申万有色行业涨幅2.52%，年内最大涨幅18.77%；同期沪深300指数涨幅4.43%，年内最大涨幅9%。
- 子板块走势分化较大，其中黄金主要由美联储降息预期与非西方央行购金推动，铜等工业金属则受益于长期视角下矿端供给减少的预期。截至2024年6月28日，贵金属最大涨幅39.34%、工业金属最大涨幅34.98%，大幅跑赢大盘及行业整体，而同期能源金属及金属新材料则仍为负收益，大幅跑输行业整体。

图3：年内A股有色行业相对沪深300走势（截至2024. 6. 28）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图4：年内A股有色二级行业相对沪深300走势（截至2024. 6. 28）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

# 目录

1

上半年行业走势

2

“挣脱”束缚的黄金

3

铜：新一轮供需拐点出现？

4

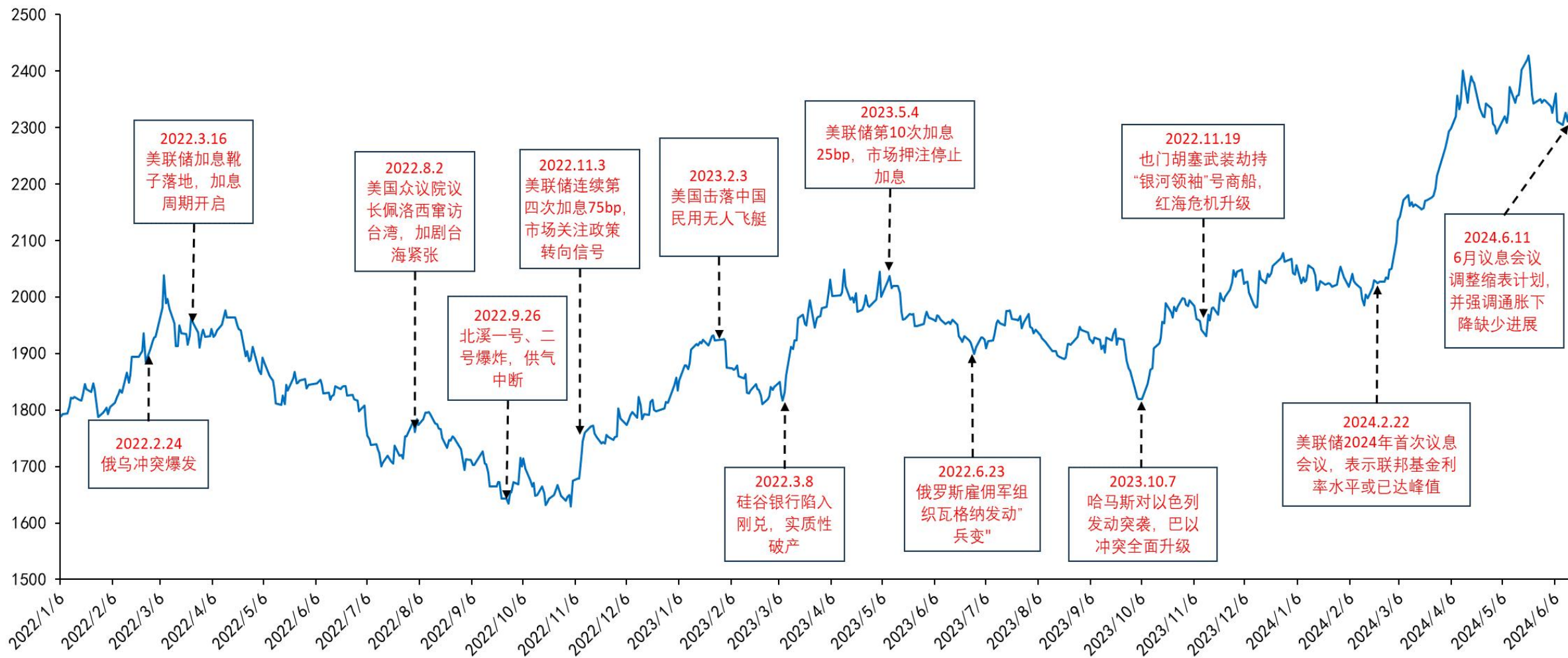
投资建议

5

风险提示

# 01 2022年以来金价：有哪些不寻常？

图5：伦敦现货黄金走势（美元/盎司）

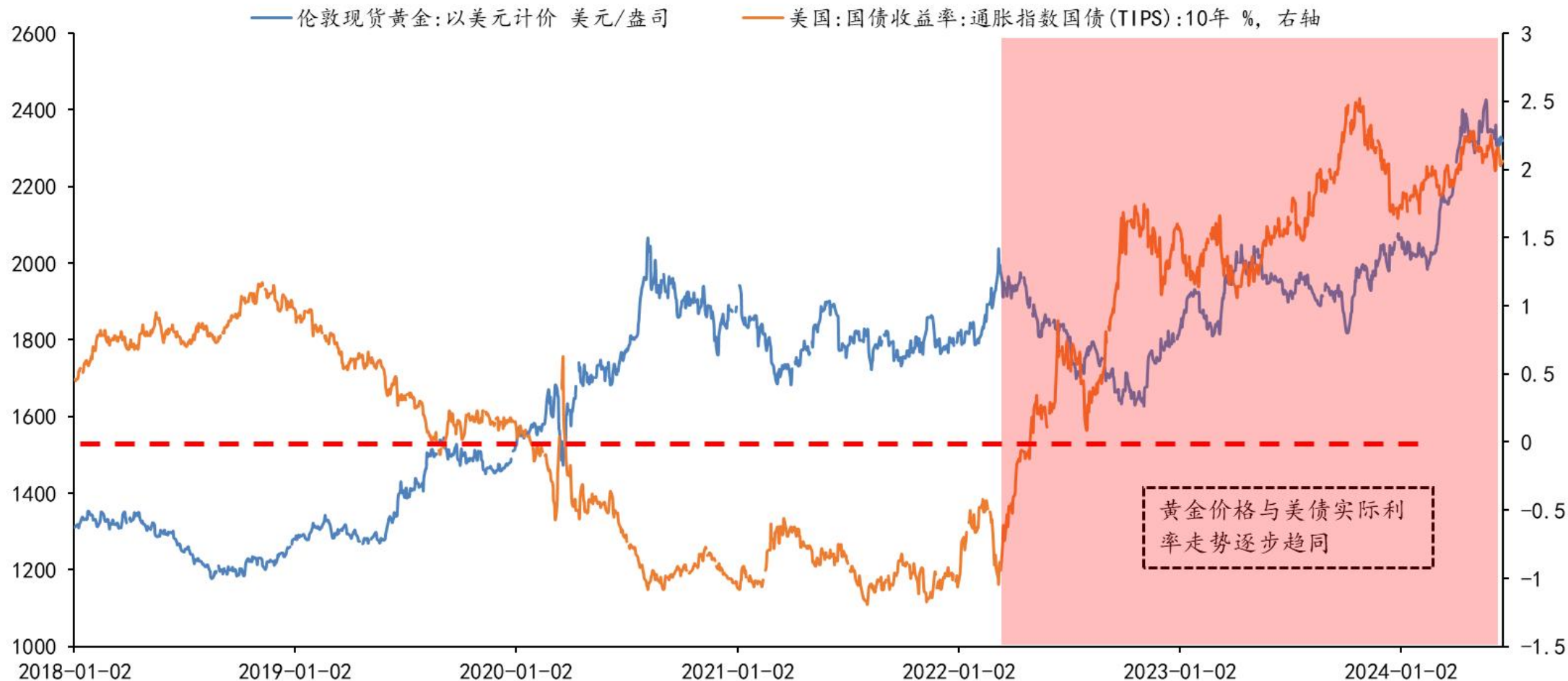


数据来源：Wind，人民网，每日新闻网，澎湃新闻，外交部官网，新华社，证券日报，华尔街见闻，华龙证券研究所



- 一般而言，实际利率是持有黄金的机会成本，两者为负相关，历史上金价与实际利率走势较好反映了这一关系。
- 但2022年年初以来，金价与实际利率的负相关走势出现了历史性扭转，两者走势逐步趋同，同步上涨。

图6：黄金走势逐步突破与实际利率负相关的传统框架

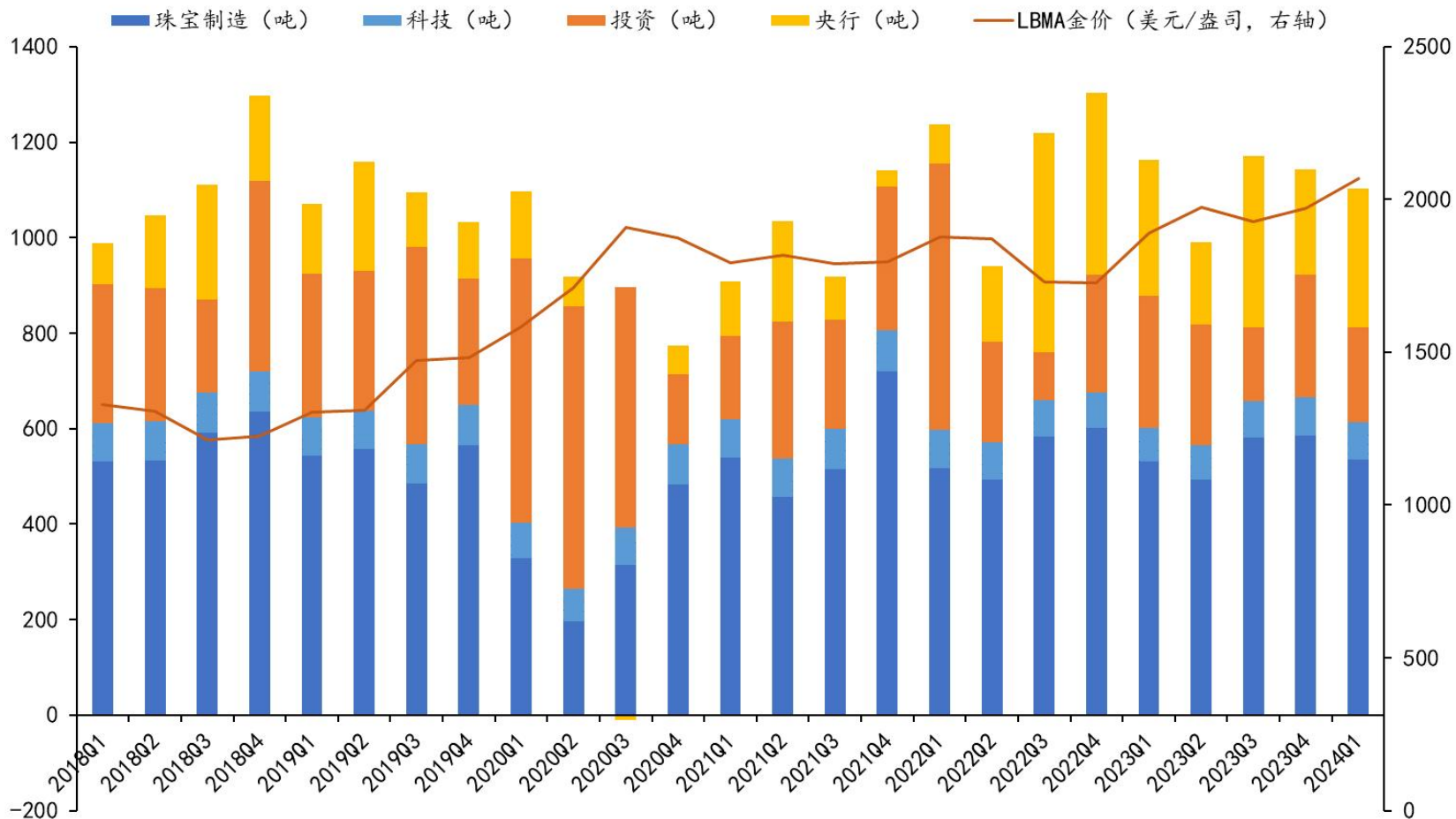


数据来源: Wind, 华龙证券研究所

# 03 2022年至今最大需求增量来自央行购金

- 根据世界黄金协会数据，黄金供给基本稳定，需求主要有珠宝、科技、投资（包括金条、金币、黄金ETF等）、以及央行购金四大类。
- 2022年二季度至今，珠宝与科技需求基本稳定，央行购金为最大需求增量，投资需求波动增加。

图7：2018年至今黄金需求变化

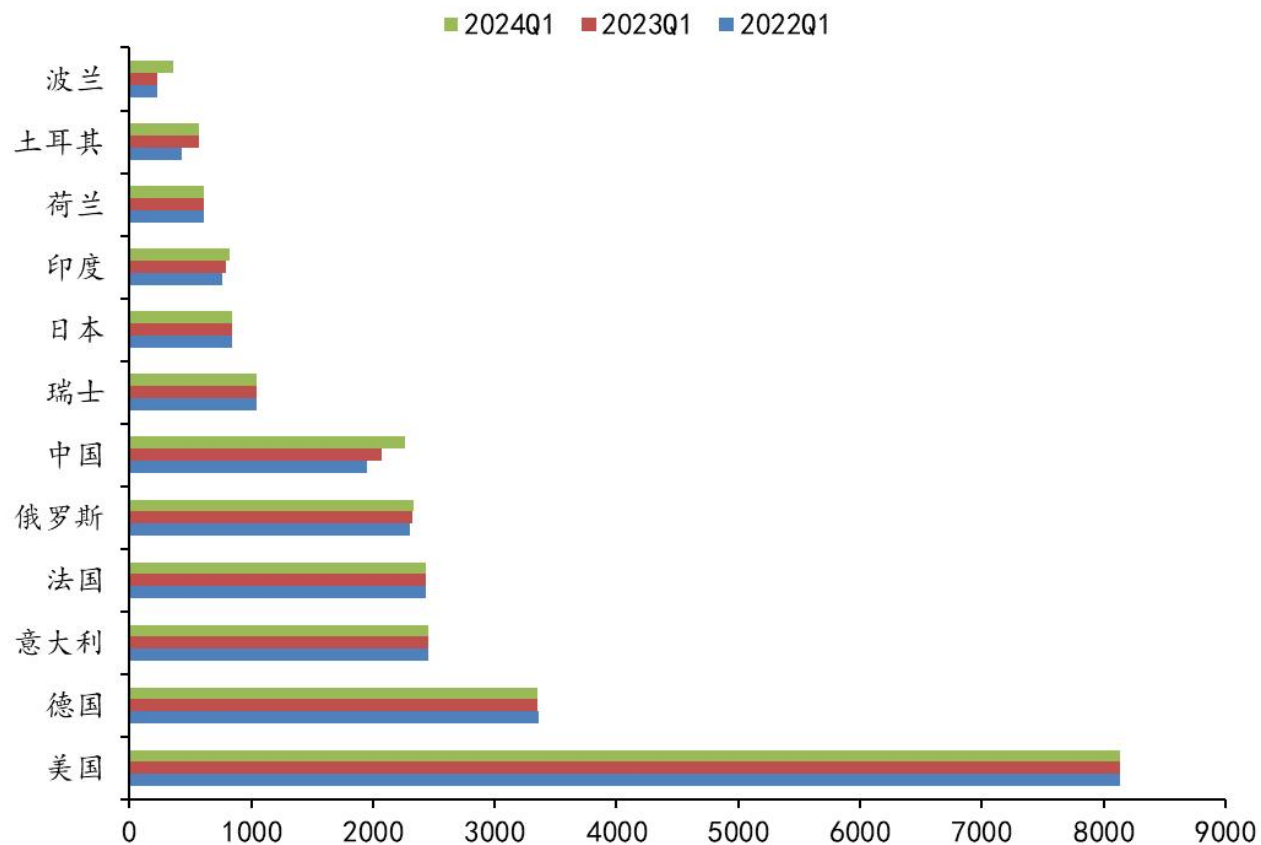


数据来源：世界黄金协会，华龙证券研究所

# 04 新兴经济体为购金主力

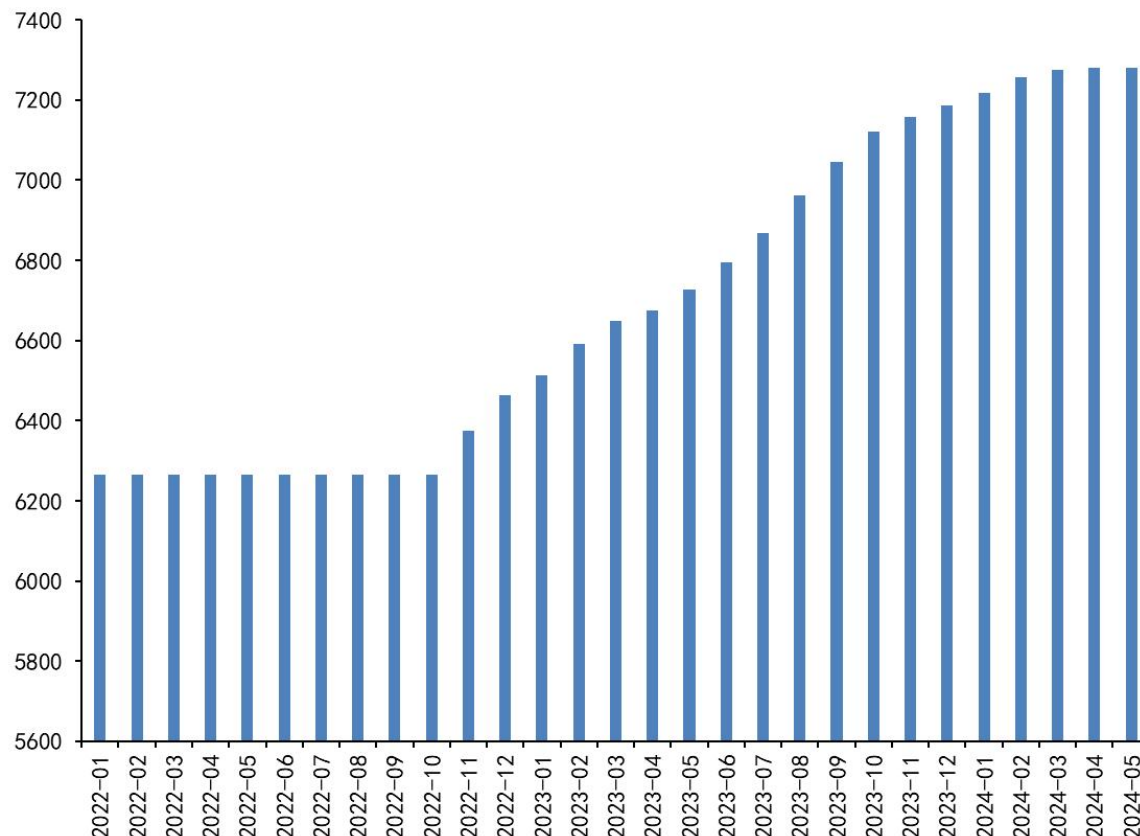
- 根据世界黄金协会数据，近两年来西方国家黄金储备基本稳定，主要购金需求来自新兴经济体央行，其中中国、印度、土耳其、波兰等国黄金储备增加较多。
- 根据中国人民银行公开数据，我国自2022年11月至2024年4月连续18个月增持黄金，黄金储备由6246万盎司增至7280万盎司，增持超1000万盎司。

图8：主要国家央行黄金储备变化（吨）



数据来源：世界黄金协会，华龙证券研究所

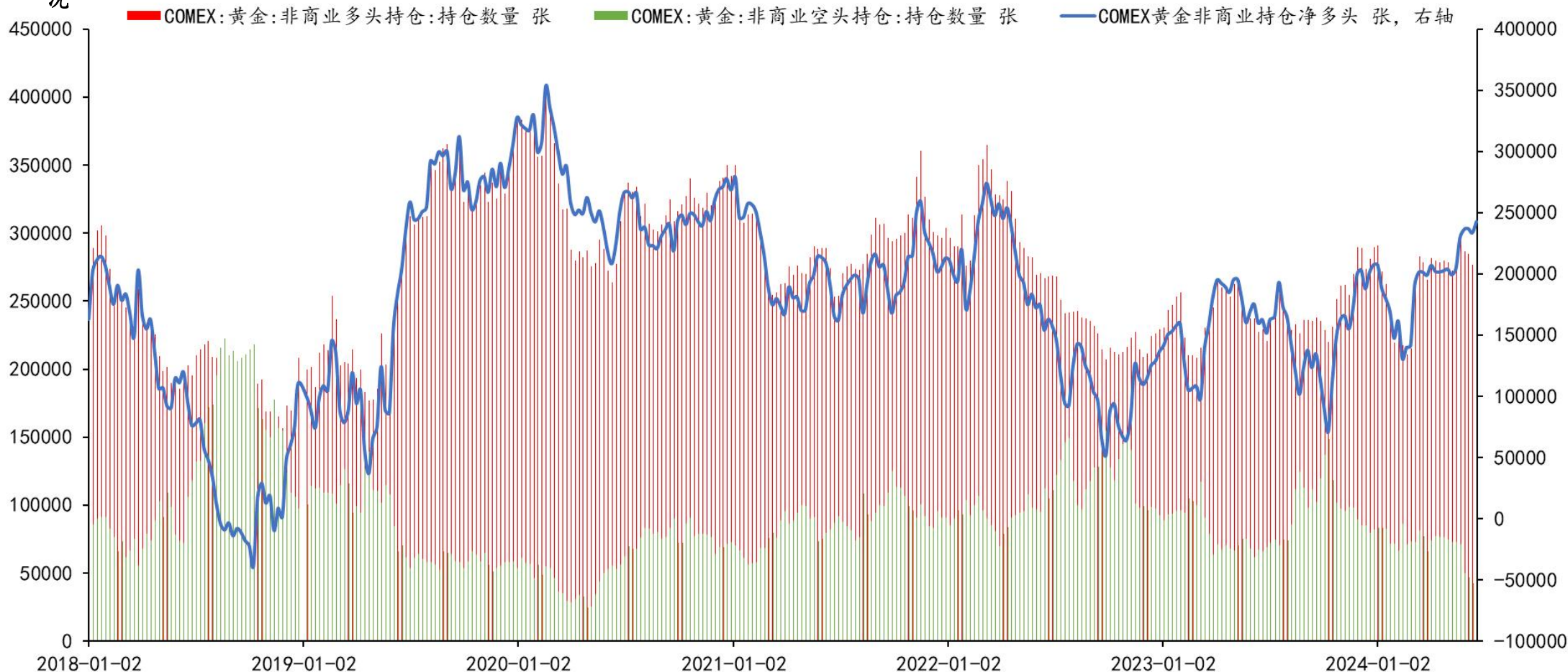
图9：中国央行黄金储备变化（万盎司）



数据来源：中国人民银行，华龙证券研究所

- 作为成熟的投资品种，短期投机资金也是影响金价的重要因素。2024年至今，黄金非商业持仓净多头快速增加，为疫情后高点。截至目前，空单有所减少，多单仍稳定在高位。

图10: COMEX 黄金非商业持仓净多头变化情况



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

- 一方面，地缘政治大趋势变动与去美元化背景下，黄金已经“挣脱”实际利率的“牢笼”，逐步走出独立趋势；另一方面，美联储降息预期对金价仍有影响。换言之，金价对实际利率的压制作用越来越不敏感，但对其正向作用仍有明显反馈，易涨难跌。
- 自2023年12月议息会议释放降息的鸽派信号以来，美国通胀水平距离2%的目标进展慢于预期，甚至有二次通胀风险，降息预期屡次落空。
- 降息决策“走着看”：需监测数据进展与对经济前景的影响。

表1：近几次美联储议息会议要点

会议	会议要点
2023年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>利率维持在5.25-5.5%不变。</li> <li>明确当前利率水平已处于峰值。</li> <li>2024年通胀或继续回落。</li> </ul>
2024年1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>利率维持不变。</li> <li>通胀目标仍未达到，对3月降息“泼冷水”。</li> </ul>
2024年3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>利率维持不变，年内降息预期。</li> <li>经济增速预测上调至2.1%，PCE预测为2.4%。</li> <li>通胀已显著缓解，缩表步伐可能很快放缓。</li> </ul>
2024年5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>维持利率不变。</li> <li>尽管通胀有所缓解，但在实现2%目标方面缺乏进展，在实现该目标之前，下调利率是不合适的。</li> </ul>
2024年6月	<ul style="list-style-type: none"> <li>利率水平不变。</li> <li>在实现2%通胀目标方面取得了“适度进展”，但经济前景仍不明朗，依旧高度关注通胀风险。</li> <li>将仔细评估未来的数据，继续监测最新信息对经济前景的影响。</li> </ul>

数据来源：美联储，华龙证券研究所

# 目录

1

上半年行业走势

2

“挣脱”束缚的黄金

3

铜：新一轮供需拐点出现？

4

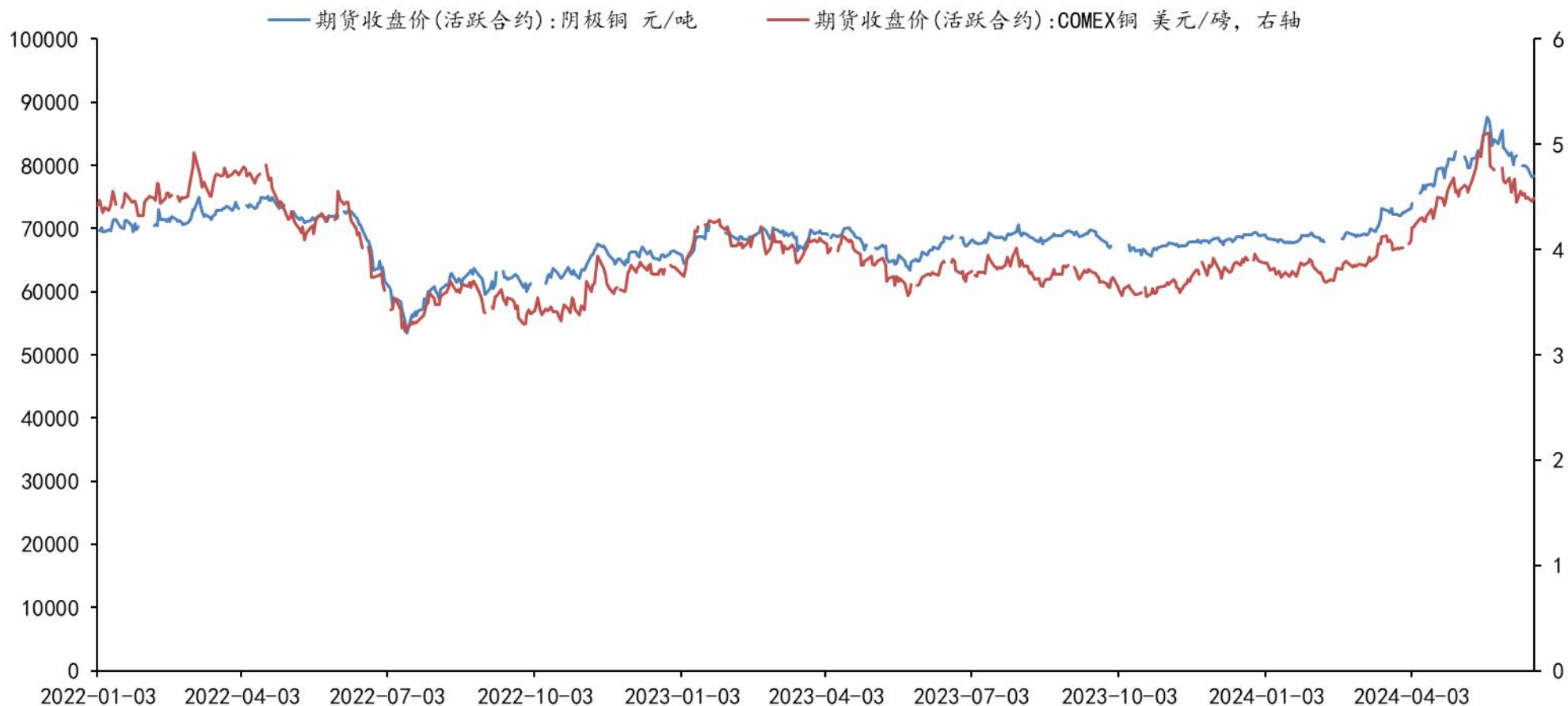
投资建议

5

风险提示

- 2024年以来COMEX铜、沪铜均一路走高，并于5月份创下历史新高。
- 由于交易品种不完全重合、海内外经济周期不同等因素，COMEX铜与沪铜价差经历了快速收窄，但铜价整体走势仍然保持一致。

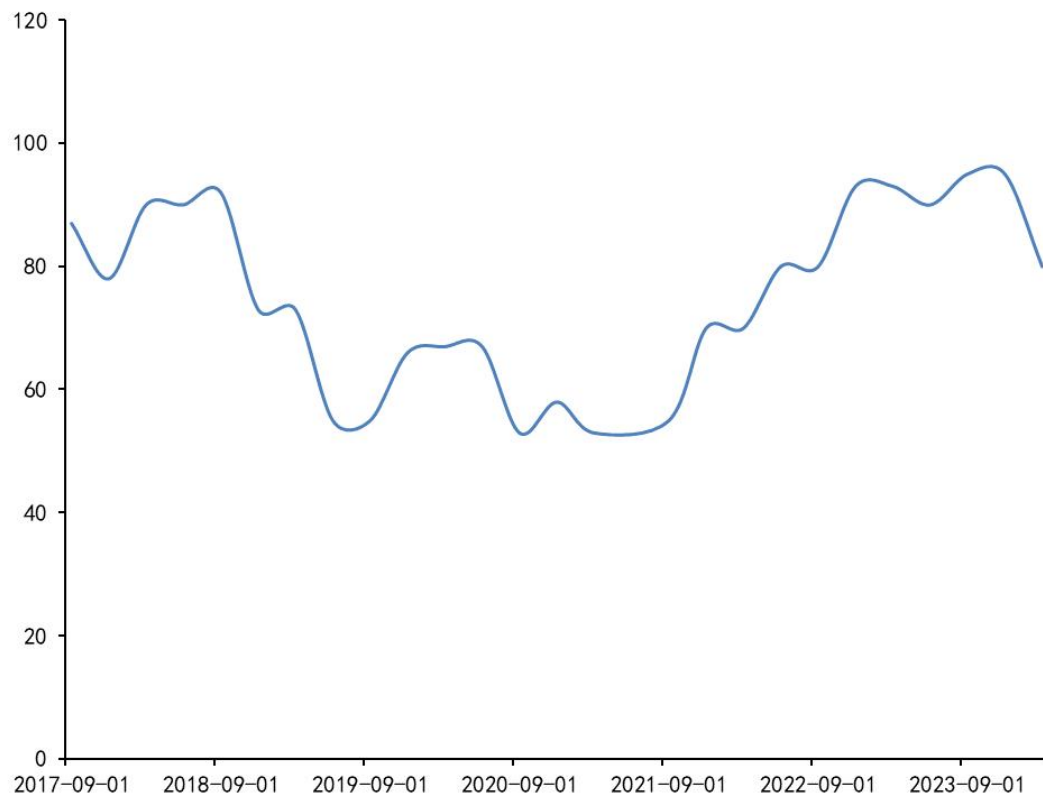
图11: COMEX铜、沪铜价格走势 (截至2024年6月18日)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

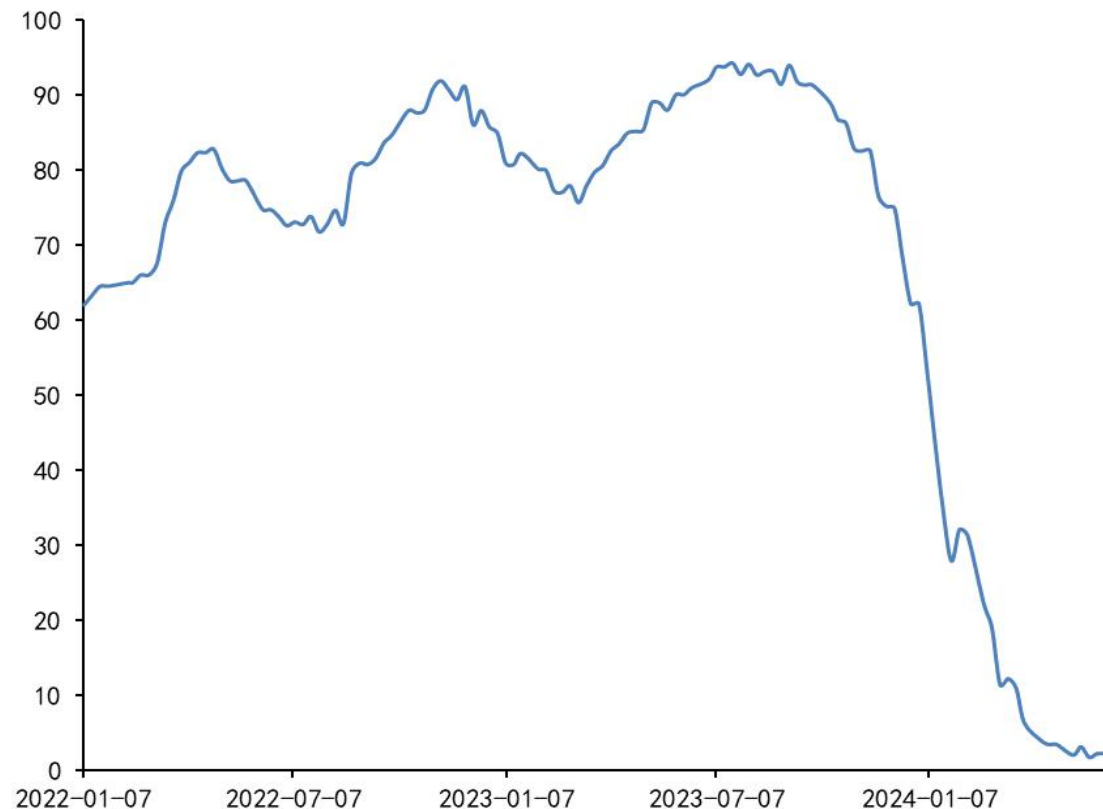
- 进口铜精矿粗炼费（TC）每年由CSPT小组与海外铜精矿企业谈判确定，过去6年多以来，TC指导价在60-100美元/干吨之间波动。
- 与CSPT谈判确定的长单指导价相对，冶炼厂采购现货TC价一般随行就市，随市场变化浮动。2023年下半年至今，中国铜冶炼厂现货TC价一路下跌，截至2024年6月底，已连续数月在个位数波动。

图12：铜精矿现货TC指导价 季度（美元/干吨）



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图13：中国铜冶炼厂铜精矿现货TC价（美元/干吨）

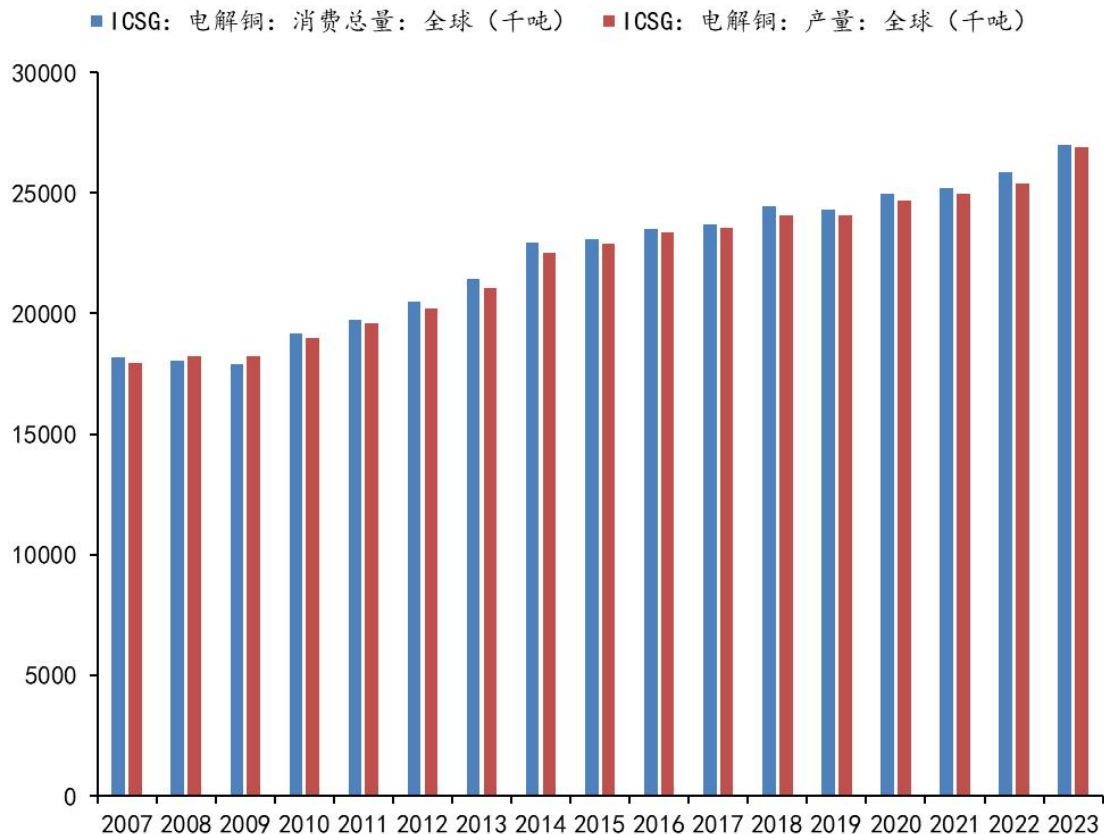


数据来源：Wind，华龙证券研究所



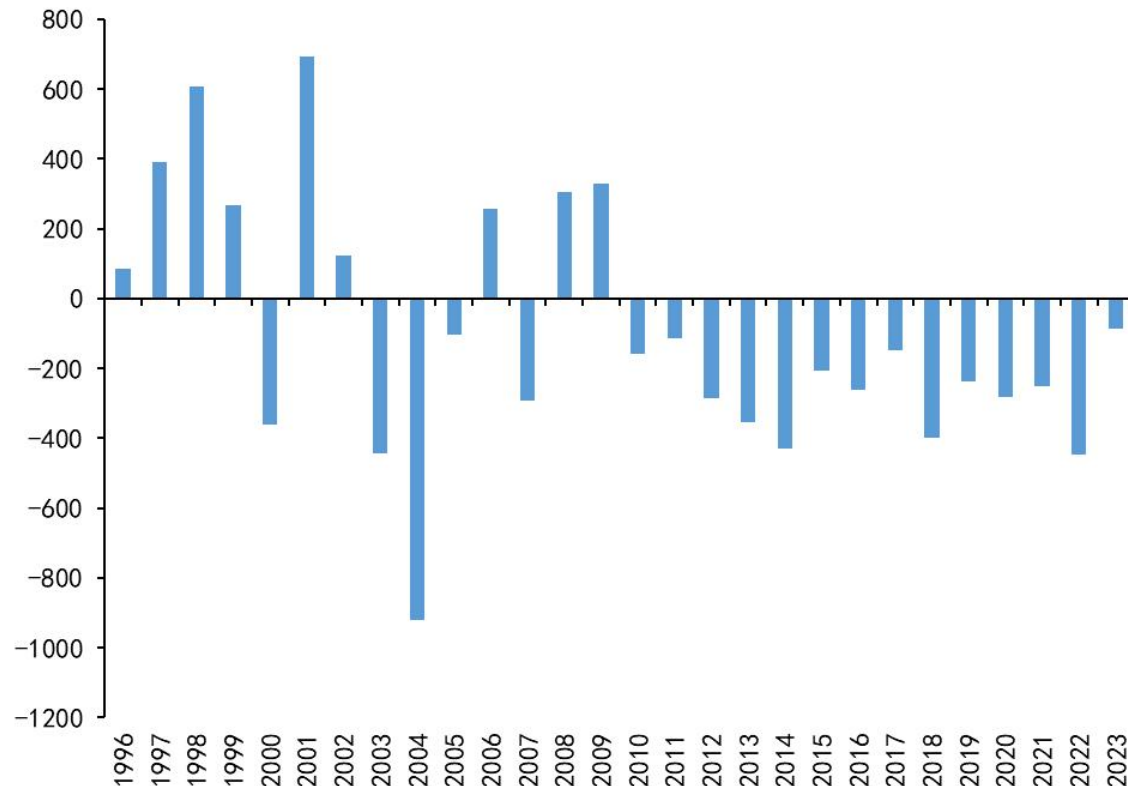
- 铜作为使用最广泛的工业金属之一，全球电解铜消费量多年稳定增长。
- 根据ICSG数据，2007年以来绝大部分年份中电解铜消费量均大于产量。ICSG全球电解铜供需平衡数据也显示，2010年以来电解铜供给均有小幅缺口，表观来看，电解铜消费供不应求。

图14：全球电解铜消费量与产量变化



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

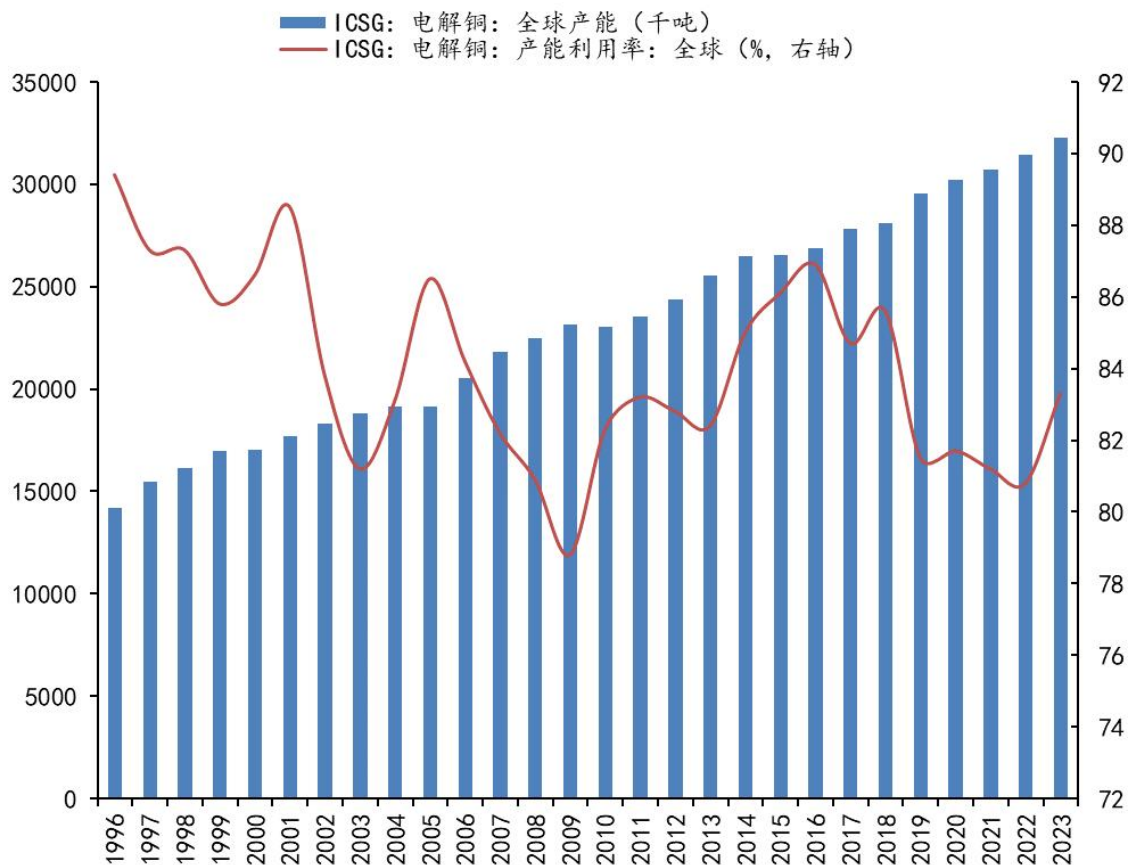
图15：ICSG全球电解铜供需平衡 (千吨)



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

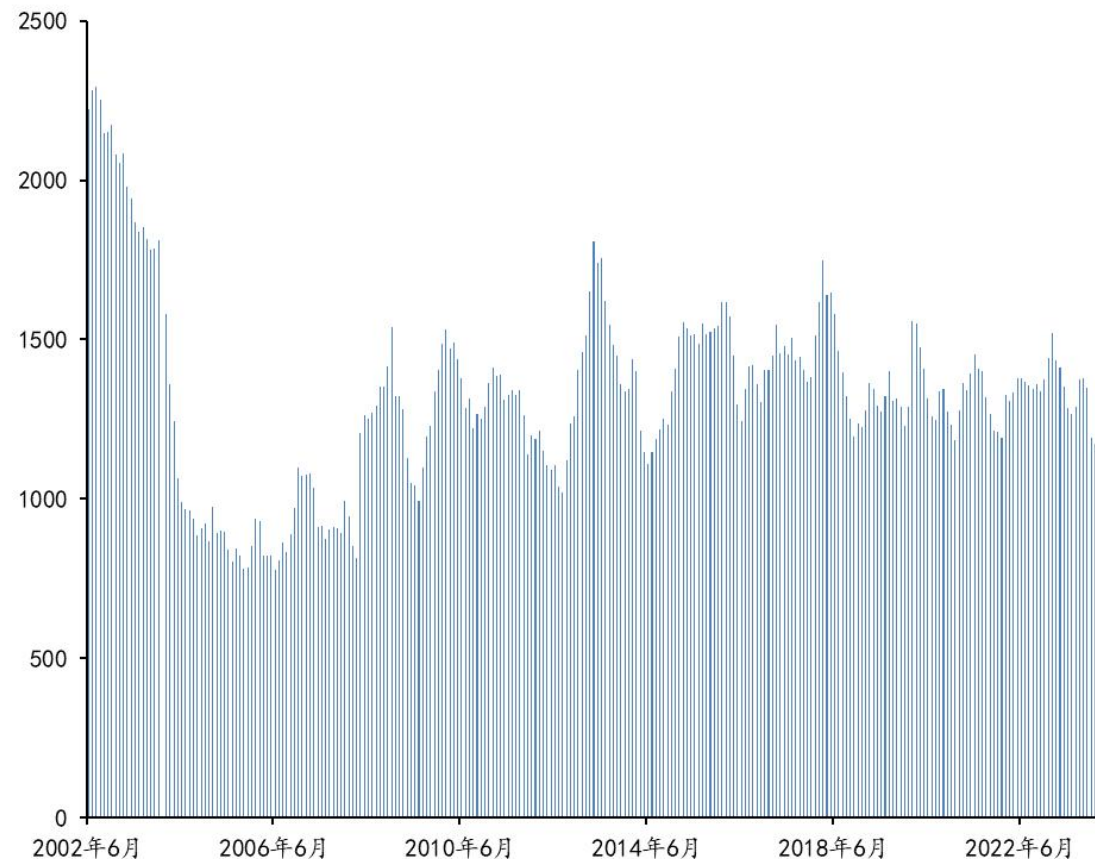
- 拉长周期来看，全球电解铜产能由1996年1418万吨增长至2023年3226万吨，涨幅超过一倍，同时全球产能利用率明显下降，由接近90%下滑至80%上下。
- 对比全球电解铜库存变化，2002-2003年为库存高点，超过200万吨，对应同时期产能利用率显著下滑至2003年的81.2%；2004-2007年全球库存降至100万吨以下的低位，之后十余年至今在100-200万吨之间波动，对应全球产能利用率在80%-86%之间波动。全球电解铜产能持续增长，过剩严重，导致库存维持高位。

图16：全球电解铜产能快速增长，产能过剩严重



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

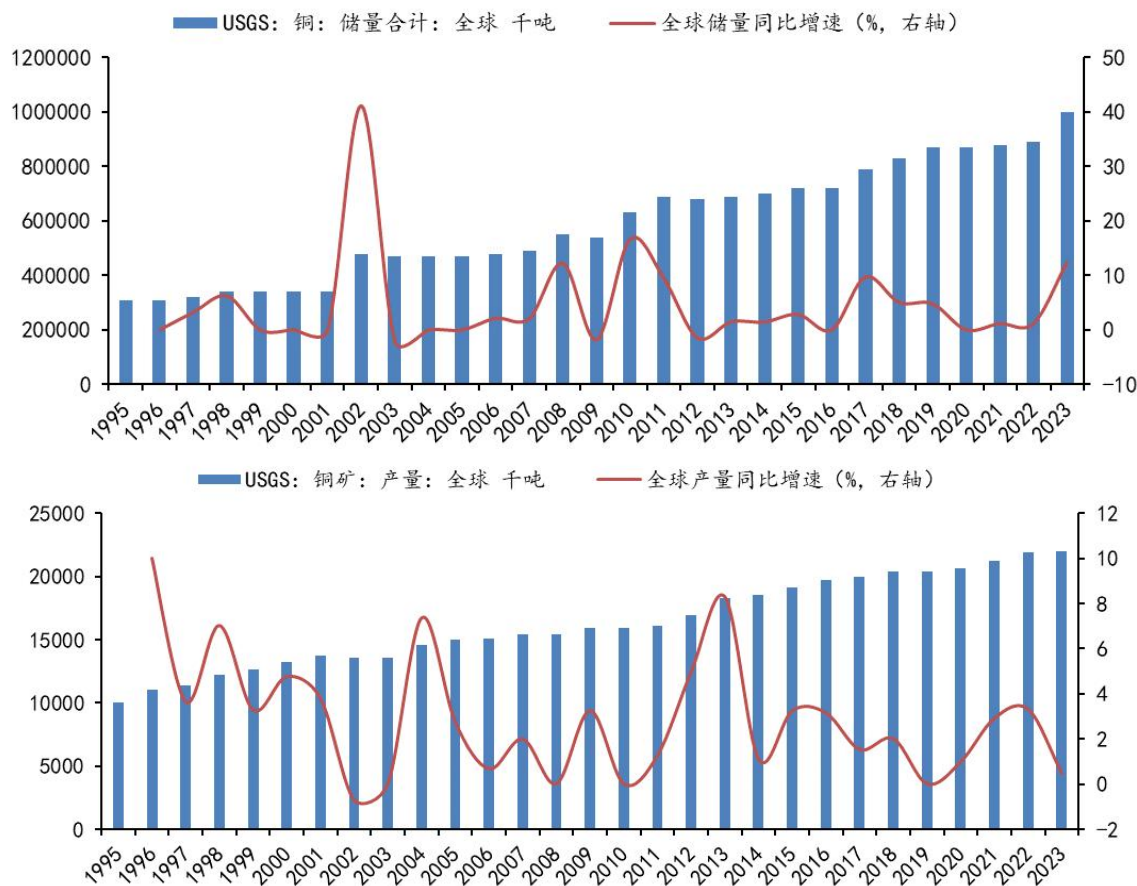
图17：全球电解铜库存情况（千吨）



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

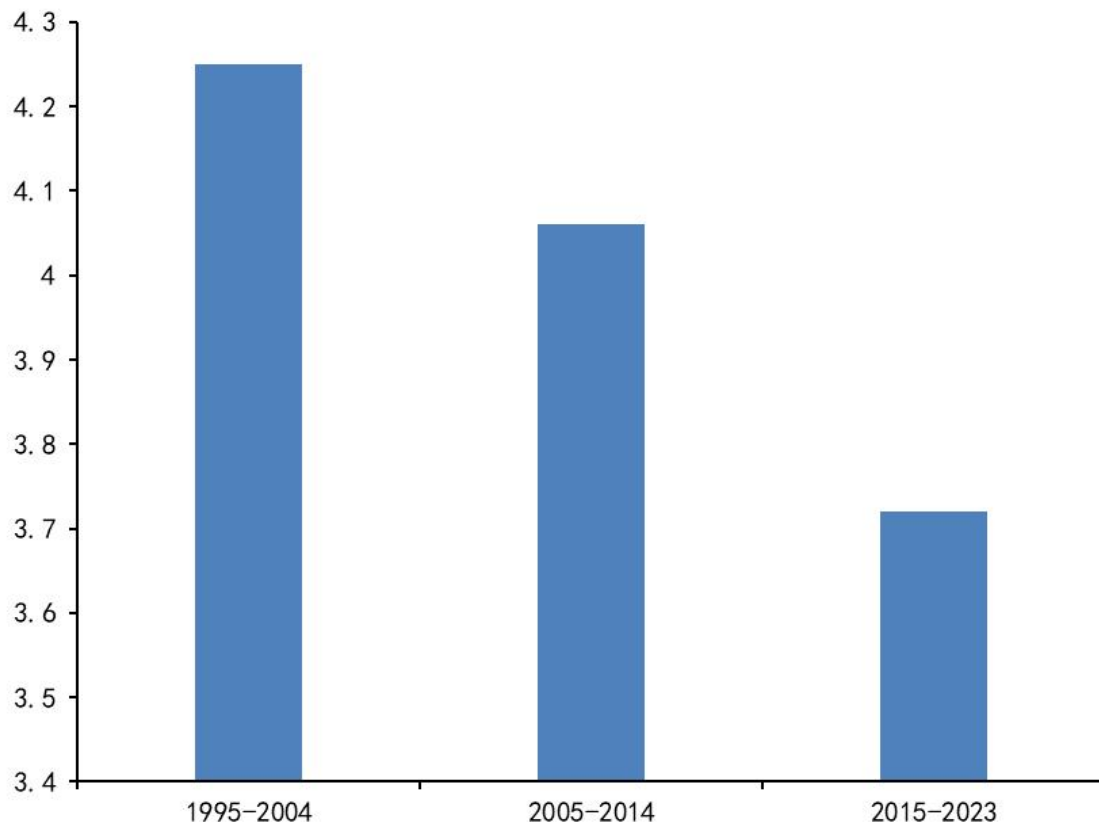
- 一方面，全球铜矿品味进一步下行，开采边际成本大幅增加，另一方面，全球铜矿企业Capex下滑，铜矿开发周期变长且置信度下降，导致可供应矿石储量处于长周期下滑中。
- 1992-2011年，全球铜矿平均品味由1.45%下降至1.12%，主要铜矿生产国如智利，铜矿石品味已下滑至1%以下。储量方面，以10年为维度，1995年至2023年，铜矿储量CAGR不断下滑。

图18：全球铜矿储量、产量变化



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

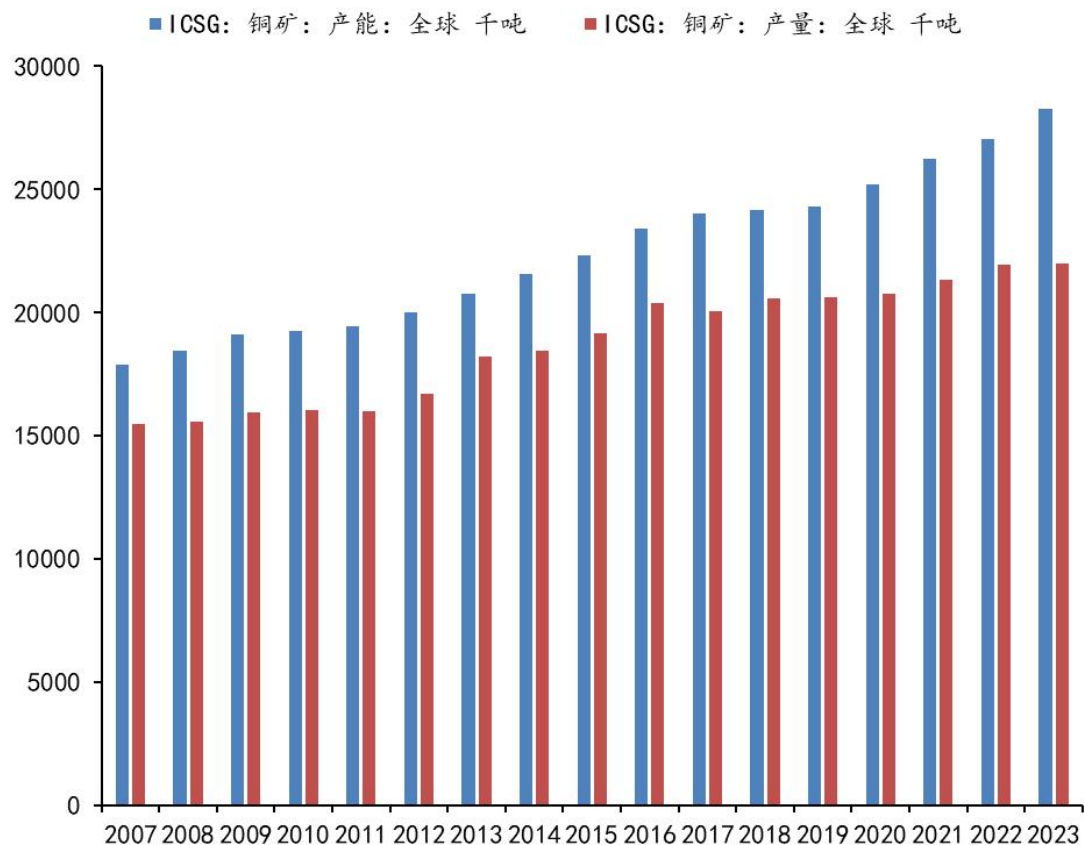
图19：全球铜矿储量CAGR变化 (%)



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

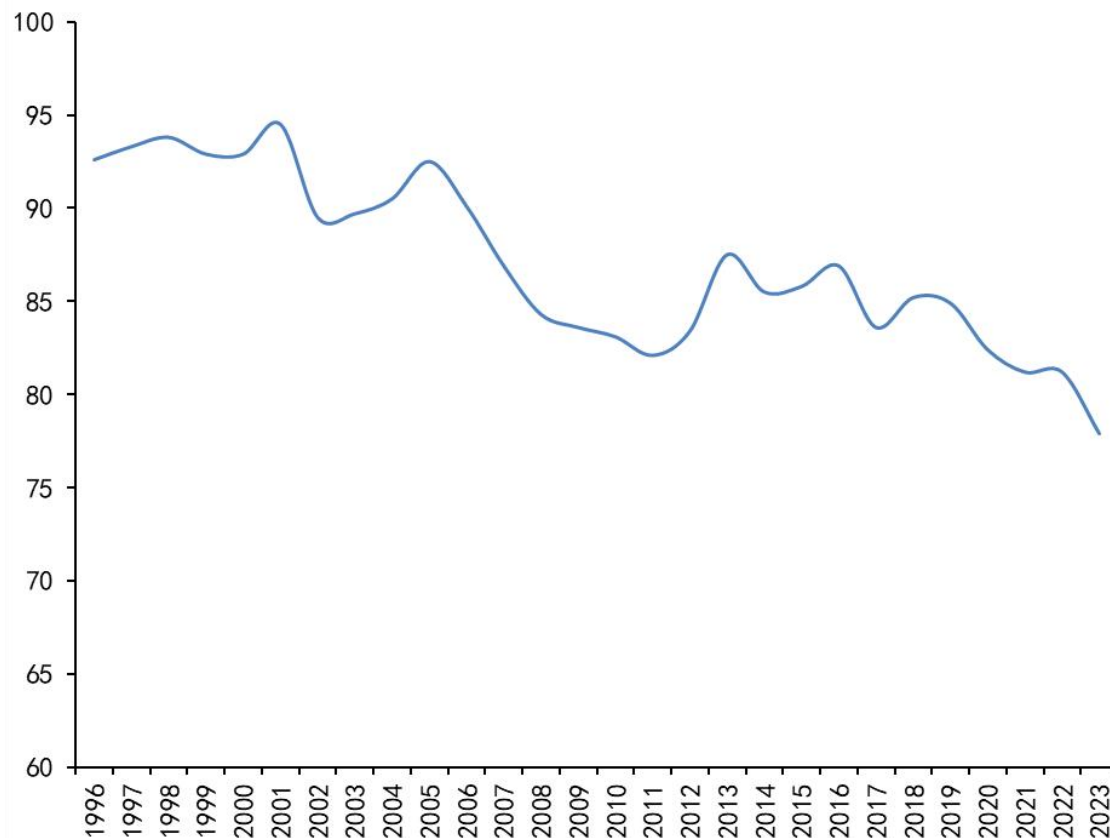
- 在品味下降、储量减少背景下，现有铜矿生产面临的干扰情况越来越多。智利最大矿山之一Escondida曾发生多次罢工，同样的劳工纠纷也多次发生在秘鲁，并造成人员伤亡；2023年底，第一量子所有的巴拿马CP铜矿被迫关闭，使全球每年铜供应量减少400万吨。
- 在长期、短期各种因素干扰下，铜矿供应面临的压力日益加大，全球铜矿产能利用率已连续多年下降，2023年已首次跌破80%至77.9%。

图20：全球铜矿产能产量变化



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

图21：全球铜矿产能利用率 (%)



数据来源：钢联数据，华龙证券研究所

# 目录

1

上半年行业走势

2

“挣脱”束缚的黄金

3

铜：新一轮供需拐点出现？

4

投资建议

5

风险提示

# 投资建议

- 贵金属：**尽管美国通胀数据及经济数据多次反复、甚至频现冲突，导致美联储降息决策预期多次变动，但从更长视角看，通胀缓慢向下，降息确定性高，叠加及地缘政治变动、央行购金等等短期催化因素，长期看金价中枢或仍保持逐步上行。建议关注：**紫金矿业（601899.SH）、山东黄金（600547.SH）、湖南黄金（002155.SZ）、中金黄金（600489.SH）、赤峰黄金（600988.SH）**
- 工业金属：**以铜、铝为代表的工业金属面临长期的供需格局变化。供给方面，铜矿品味长期下行，铜矿企业资本开支下行且开支周期拉长，叠加短期内主要产铜国生产扰动，使得矿端与冶炼端供需错配进一步加剧，下游冶炼企业压力增加。需求方面，欧美经济或逐步下行，国内经济复苏有望加速，同时在全球供应链重构背景下，各国制造业对上游原材料与能源的消耗强度加大，工业金属有望进入新一轮景气周期。
- 我们认为主要金属价格中枢或持续向上，短期调整后布局价值凸显，维持行业“推荐”评级”**建议关注弹性较大龙头公司：**洛阳钼业（603993.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、西部矿业（601168.SH）、金诚信（603979.SH）**。

表：重点公司盈利预测表

股票代码	股票简称	2024/7/26	EPS（元）				PE				投资评级
		股价（元）	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
000630.SZ	铜陵有色	3.08	0.21	0.31	0.36	0.43	15.39	9.83	8.51	7.13	未评级
600547.SH	山东黄金	28.04	0.52	0.88	1.19	1.47	43.95	31.96	23.57	19.06	未评级
600988.SH	赤峰黄金	18.92	0.48	0.84	1.06	1.24	29	22.60	17.82	15.26	增持
601168.SH	西部矿业	15.28	1.17	1.53	1.70	1.87	12.19	9.99	9.01	8.15	未评级
601899.SH	紫金矿业	15.85	0.8	1.08	1.33	1.55	15.53	14.65	11.91	10.22	未评级
603993.SH	洛阳钼业	7.27	0.38	0.52	0.59	0.64	13.61	14.07	12.42	11.35	未评级
002155.SZ	湖南黄金	16.24	0.41	0.67	0.88	1.09	27.38	24.26	18.45	14.94	未评级
600489.SH	中金黄金	15.42	0.61	0.75	0.85	1	16.21	20.58	18.22	15.36	未评级
603979.SH	金诚信	40.3	1.71	2.84	3.80	4.49	22.05	14.23	10.62	8.99	未评级

数据来源：Wind，华龙证券研究所（注：赤峰黄金盈利预测来自华龙证券研究所，其他盈利预测均来自万得一致预期）

## 风险提示

- **海外利率波动风险。**美联储降息节奏直接影响贵金属价格及宏观经济预期。
- **工业部门需求恢复不及预期。**工业金属供需取决于下游行业需求情况。
- **宏观经济复苏节奏存在不确定性。**经济复苏是工业及消费部门复苏的基础。
- **地缘政治风险。**海外地缘政治事件可能引起极端避险情绪，从而影响金属价格。
- **数据引用风险。**本文中的数据引用来源可靠的来源，测算周密，数据经过多次审核，但是不排除有误差的可能性，请以实际为准。

## 分析师声明:

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

## 投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

## 免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

## 版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

## 华龙证券研究所

### 北京

地址：北京市东城区安定门外大街  
189号天鸿宝景大厦西配楼F4层  
邮编：100033

### 兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号  
文化大厦21楼  
邮编：730030  
电话：0931-4635761

### 上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720  
号11楼  
邮编：200000

### 深圳

地址：深圳市福田区民田路178号华  
融大厦辅楼2层  
邮编：518046