

推荐 (维持)

供给需求两翼齐飞 助力铜价乘风而起

2019 年 04 月 17 日

铜行业深度报告

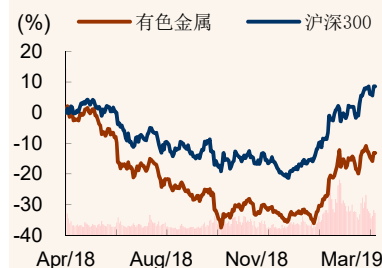
上证指数 3263

行业规模

	占比%
股票家数 (只)	115 3.2
总市值 (亿元)	16143 2.7
流通市值 (亿元)	13197 2.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.8	29.8	-15.9
相对表现	-3.3	-1.9	-23.1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《第八届国际镁业峰会会议纪要—供不应求持续 硅铁成为影响镁锭价格的重要潜在因素》2019-04-15
- 2、《消费提振 铜铝上涨有望加速—招商有色基本金属深度周报》2019-04-14
- 3、《钴回暖趋势延续 镉铟产品后市看涨积极—招商有色锂钴周报》2019-04-14

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn
S109051904002

黄梓钊

0755-83295441
huangzizhao@cmschina.com.cn
S1090517090003

本篇报告分析了全球铜供应和消费市场, 基于供应增速下调和消费预期上修, 对行业的投资评级维持“推荐”。

□ **看好二季度铜价:** 2019 年进入供应紧缩期, 春节后开始供应重估提振多头信心。基建投资和房屋竣工面积增速拐头, 政策对汽车行业的扶持也较为明确。消费超预期和二季度电解铜企业集中检修带动库存刷新低, 随着消费预期走强和宏观经济数据向好, 有望支撑铜价加速走强。推荐江西铜业 (铜价敏感度高, 扩张预期)、云南铜业 (集团优质矿产持续注入预期)、紫金矿业 (高成长)、铜陵有色 (集团优质矿产注入预期、锂电铜箔放量), 以及洛阳钼业、鹏欣资源等矿资源优势标的。

□ **铜矿供应重估:** 春节后, 市场已经重估铜矿供应。随着铜精矿 TC 超预期下调, 当前各机构对 2019 年铜矿产量预估已经下调逐步接近 0, 甚至个别机构给到负增长。2019 年开始, 铜矿供应进入紧缩期。

□ **电解铜供应预计同样紧张:** 2019 年海内外冶炼厂集中检修。海外目前已经检修预计影响产量 74 万吨, 比去年增加 23 万吨。考虑到额外可能发生的检修, 预计比去年检修影响量在 25-30 万吨之间。国内预计总体检修影响产量同比去年增加 10 万吨, 而这主要集中在二季度。预计二季度电解铜产量可能会出现负增长。2019 年二季度去库将大于往年, 库存有望刷新去年的最低位。

□ **消费有上修的必要:** 房屋竣工面积增速迎来趋势性拐点, 2019 年预计同比增速或达到 8% 左右。建筑直接受益, 占铜消费 14%。家用电器地产周期高关联, 占铜消费 15%。合计 29% 的消费受地产景气度回升的正向影响。

随着新能源汽车的基数越来越大, 新能源汽车对铜消费贡献增量逐渐变得可观。2016 年以来, 新能源汽车产销量维持 50% 以上增速。2018 年录得 60% 产量增速, 假设 2019 年按照 50% 增速保守估算, 对铜消费有望增加 7 万吨。

□ **风险提示。** 中国 and 全球宏观经济不及预期、铜消费不及预期、全球铜矿干扰率不及预期、上市公司新建产能投产不及预期、公司安全生产风险。

重点公司主要财务指标

	价格弹性	市值 (亿元)	PB ^{LF}	PE2019E	EPS2019E
江西铜业-A	30.9	590.1	1.2	19.6	0.9
云南铜业	43.6	203.1	2.6	38.2	0.3
铜陵有色	17.0	283.2	1.6	33.4	0.1
紫金矿业-A	37.5	825.7	2.3	16.3	0.2

资料来源: 公司数据、招商证券

备注:

价格弹性: 铜价上涨 1000 元/吨单位市值对应增厚毛利, $1000/1.13 \times \text{铜矿产量}/\text{市值}$
PE 和 EPS 为 wind 一致性预期。

正文目录

看涨二季度铜价	3
铜矿供应重估	3
铜精矿供应紧张的情况下，电解铜供应预计同样紧张	5
消费预期上修	7
房屋竣工面积增速迎来趋势性拐点	7
电网投资有望提高增速	9
传统汽车产销增速转正 新能源汽车拉动开始明显	9
有色行业历史 PE Band 和 PB Band	10
风险提示:	11

图表目录

图 1 全球铜矿生产干扰率	3
图 2 中国进口铜精矿年 TC 长单（美元/吨）	4
图 3 中国现货铜精矿 TC（美元/吨）	4
图 4 中国电解铜产量（万吨）	6
图 5 全球铜库存	6
图 6 房屋竣工面积和施工面积同比增速趋势图	8
图 7 玻璃累计产量同比增速	8
图 8 国家电网投资额增速	9
图 9 中国汽车和新能源汽车产量累计同比	10
图 10 汽车用铜量测算（万吨）	10
图 11: 有色金属行业历史 PEBand	10
图 12: 有色金属行业历史 PBBand	10
表 1: 全球精炼铜和铜矿供需平衡（千吨）	4
表 2: 2018 年海外冶炼厂检修（万吨）	5
表 3: 2019 年海外冶炼厂检修（万吨）	5
表 4: 全球库存变化按季节统计（万吨）	6
表 5: 国内铜消费结构	7

看涨二季度铜价

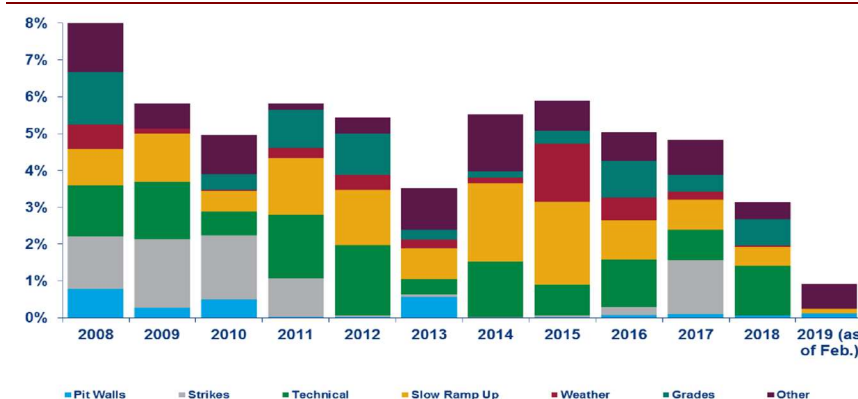
铜精矿 TC 不断刷新低。春节后连续不断的出现矿供应干扰问题，已经让市场集中调低铜矿供应增速，已经接近 0，甚至负增长。2019 年进入供应紧缩期，供应重估进一步提振了多头信心。

降税造成的精废价差收窄给精炼铜复苏带来更好的机会。一季度全球铜库存累库低于往年，二季度去库有望给市场惊喜。4 月空调排产数据同比持续大增。基建投资和房屋竣工面积增速拐头，政策对汽车行业的扶持也较为明确。铜消费可看点不少，消费超预期修复和二季度电解铜企业集中检修，加之超预期的 PMI、社融以及 GDP 数据，宏观预期回暖，铜价有望加速走强。

推荐关注标的：江西铜业（铜价敏感度高，扩张预期）、云南铜业（集团优质矿产持续注入预期）、紫金矿业（高成长）、铜陵有色（集团优质矿产注入预期、锂电铜箔放量），以及洛阳钼业、鹏欣资源等矿资源优势标的。

铜矿供应重估

图 1 全球铜矿生产干扰率



资料来源：伍德麦肯锡、招商证券

因大型矿山罢工等因素的影响导致 2017 年全球铜矿产量大幅下滑。2018 年矿干扰率未如预期保持高位，下降到 3%，偏离中枢，因此 2018 年全球铜矿供应增速从 2017 年的-1.0%提高到 3.3%。之前市场普遍预计预计 2019 年铜矿供应增速将再度下滑至 2-2.5%左右，矿产铜增量约 50 万吨，这是基于 3%左右的干扰率。

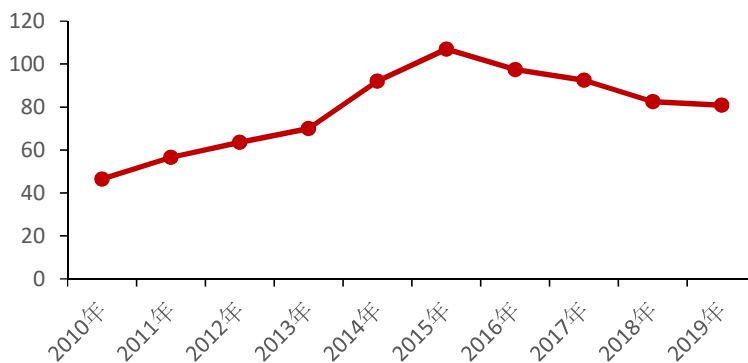
春节以来海外铜矿连续发生供应干扰事件，秘鲁南部，智利北部暴雨，嘉能可计划刚果金铜钴矿减产等，市场集中重估全年矿干扰率以及矿产量增速。当前各机构对 2019 年铜矿产量预估已经下调逐步接近 0，甚至个别机构给到负增长。2019 年开始，铜矿供应进入紧缩期。

表 1: 全球精炼铜和铜矿供需平衡 (千吨)

	2018	%	2019	%	2020	%
全球铜矿产量	20826	3.7	20674	-0.7	21313	3.1
全球矿产铜产量	19432	1.9	19770	1.7	20255	2.5
全球精炼铜产量	23592	2.4	23895	1.3	24256	1.5
全球铜消费量	23685	2.8	24187	2.1	24559	1.5
铜矿库存	114		-225		150	
精炼铜库存	-94		-292		-303	
精炼铜消费天数	68		62		57	

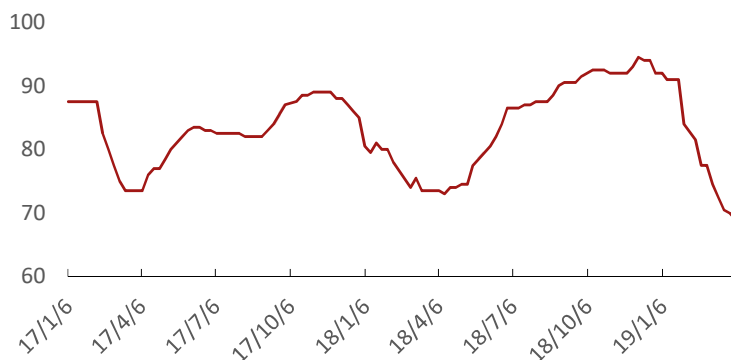
资料来源: 伍德麦肯锡、招商证券

图 2 中国进口铜精矿年 TC 长单 (美元/吨)



资料来源: SMM、招商证券

图 3 中国现货铜精矿 TC (美元/吨)



资料来源: SMM、招商证券

2019 年进口矿年长单签定 80.8 美元/吨, 连续四年下降。春节之后现货 TC 快速下滑至长单水平以下, 并创下五年多以来的新低。

而春节之前, 市场普遍预计, 因为 2019 年上半年国内外冶炼厂检修集中, TC 将会走强。

事实走势相反, 更加凸显了铜精矿供应的紧张程度。2 月底开始已经全面掉落在 2018

年长单价下方，目前的价格已经跌破 2018 年最低值 73 美元/吨，市场价格跌到 65-70 美元/吨，刷新了 2013 年以来最低。

铜精矿供应紧张的情况下，电解铜供应预计同样紧张

2019 年海内外冶炼厂集中检修。海外目前已经检修预计影响产量 74 万吨，比去年增加 23 万吨。考虑到额外可能发生的检修，预计比去年检修影响量在 25-30 万吨之间。

表 2: 2018 年海外冶炼厂检修 (万吨)

公司名称	检修时间	精炼产能	影响产量
Onsan	2018.3	65	1.5
Sterlite	2018.4	40	24
Chuquicamata	2018.4	35.8	3
Saganoseki	2018.7	25	1
Pasar	2018.7	33	6
Gresik	2018.11-12	30	1
Aurubis	2018.11	99	2
Chuquicamata	2018	35.8	13
总计			51.5

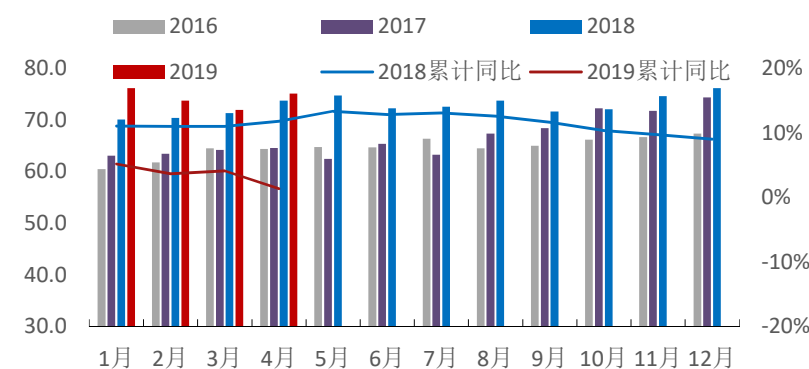
资料来源：银河期货、招商证券

表 3: 2019 年海外冶炼厂检修 (万吨)

冶炼厂	检修时间	冶炼产能	影响量
Sterlite	停产	40	40
Pasar	Q1	33	5
Chuquicamata	1-4 月	35.8	8
Harjavalta	未知/40 天	15	2
Ronnskar	未知/40 天	22	2.5
Aurubis(Pirdrop)	五月/两周	36	1.4
Aurubis(Hamburg)	十月 (四周)	45	3.5
Onsan	3-4 月 (35 天)	30	3
Saganoseki	未知 (两个月)	45	7.5
Birla	1 月或 2 月/9-10 天	50	1.4
总量			74.3

资料来源：银河期货、招商证券

图 4 中国电解铜产量（万吨）

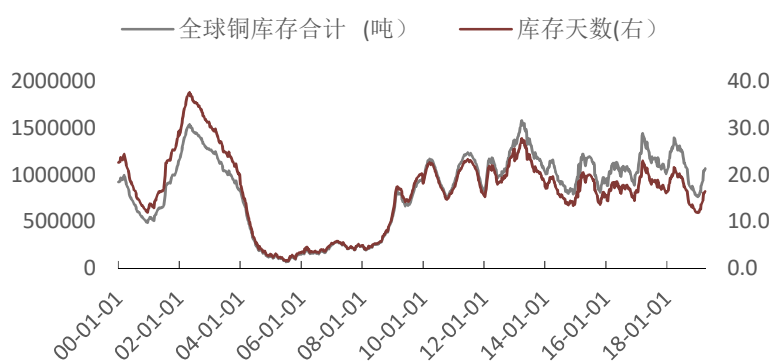


资料来源：SMM、招商证券

今年，国内电解铜产量增速逐渐下降。

统计全年计划检修量涉及 250 万吨/年产能，预计影响 19 万吨产量，考虑到额外检修，预计总体检修影响产量同比去年增加 10 万吨，而这主要集中在二季度。预计二季度电解铜产量可能会出现负增长。

图 5 全球铜库存



资料来源：LME、COMEX、SHFE、SMM、招商证券

表 4：全球库存变化按季节统计（万吨）

	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2017	38.0	-27.2	-4.1	-5.8	0.9
2018	36.3	-13.0	-38.2	-10.0	-24.8
2019	26.0	2.4			28.3

资料来源：招商证券

目前中国刚完成季节性累库。

2018 年库存全年累计下降 24.8 万吨。2019 年上半年全球冶炼厂集中安排检修，预计春节期间季节性累库比往年低。尤其海外预计一季度现货供应预计紧张，国内冶炼厂检修主要集中在 3 月和二季度。一季度累库低于往年。累库之前，全球库存是 2011 年以

来熊市最低,进入上一轮大牛市期间库存区间范围内。2019 年二季度去库将大于往年,库存有望刷新去年的最低位。

消费预期上修

延展性好,导热性和导电性高,因此在电缆和电气、电子元件是最常用的材料。

81%的铜消费受益地产景气回升,家电、汽车政策扶持,电网投资等基建投资拐头的支撑。

表 5: 国内铜消费结构

	2018 年铜消费占比	2018 年铜消费量
电力	46%	568
家电	15%	189
交通运输	11%	141
建筑	9%	107
电子	9%	112
其他	10%	124

资料来源: SMM、招商证券

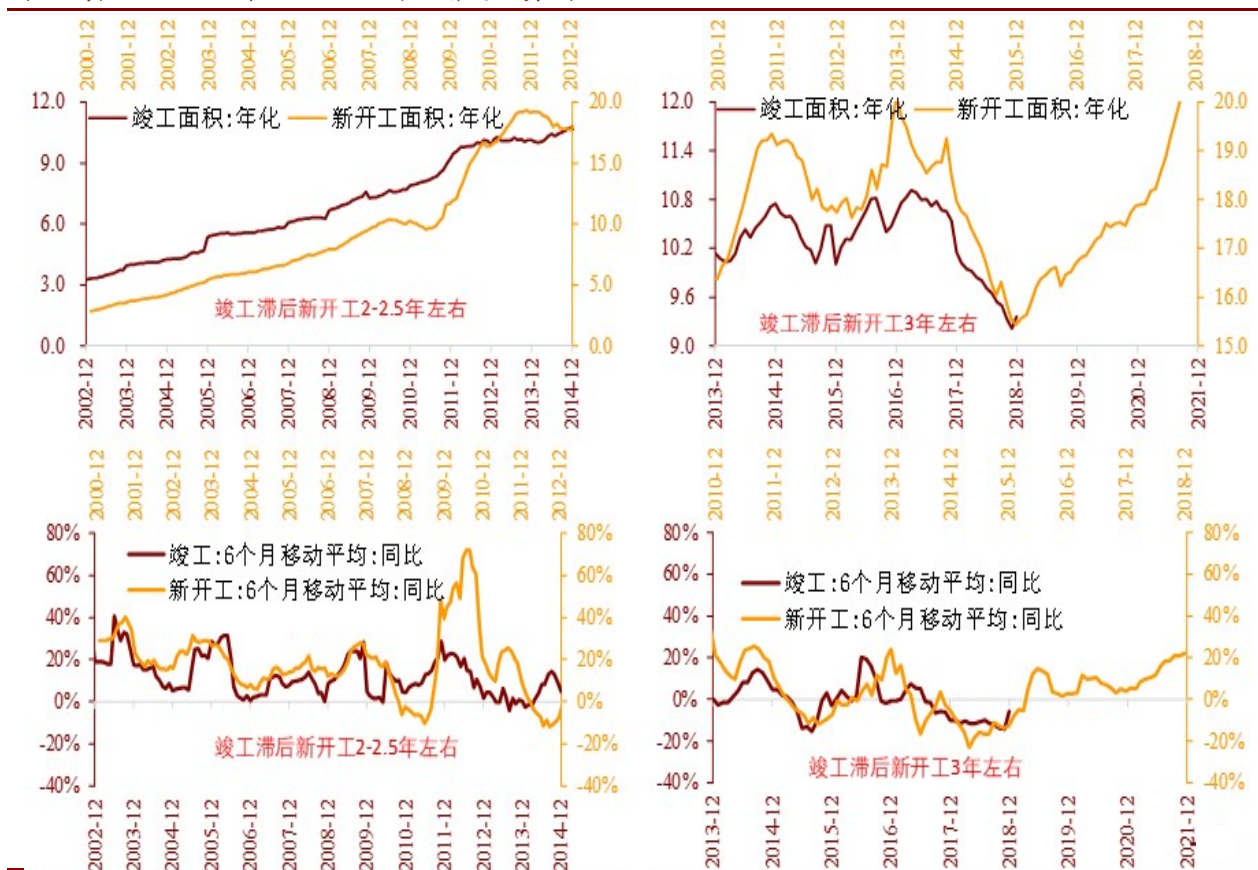
房屋竣工面积增速迎来趋势性拐点

招商证券赵可地产团队研究认为,2014 年之前新开工的趋势是领先于竣工约 2-2.5 年,2014 年以来至今,领先性增加了大概半年,大致 3 年左右。2018 年房屋竣工面积同比下降 7.8%。2018 年 12 月,竣工复苏周期已经开始,2019 年预计同比增速或达到 8% 左右。

建筑占铜消费的 9%,加上小区布电线、电压器等,合计占比 14%。建筑消费是 2018 年唯一消费增速下滑的板块。建筑布线一般在竣工前 6 个月左右,竣工面积的增速拐头,同样对铜消费有带动性。

此外,家用电器中空调也是和地产竣工面积有着高关联度。家电和建筑合计占铜消费的 29%。

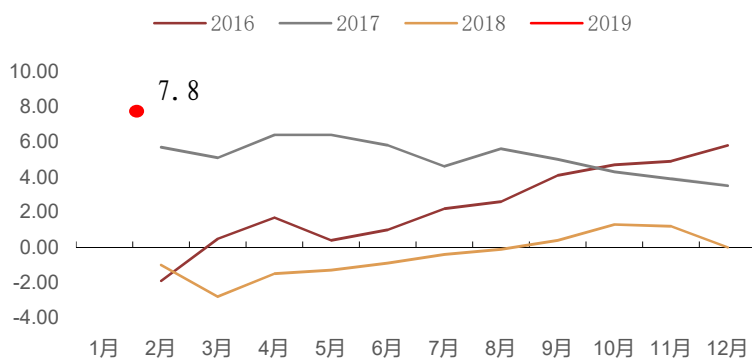
图 6 房屋竣工面积和施工面积同比增速趋势图



资料来源：招商证券

建筑玻璃在平板玻璃消费中所占比例高达 75%左右。平板玻璃一般领先竣工面积 4-7 个月，2019 年 1-2 月玻璃产量大增，对竣工面积有一定正向指引性。

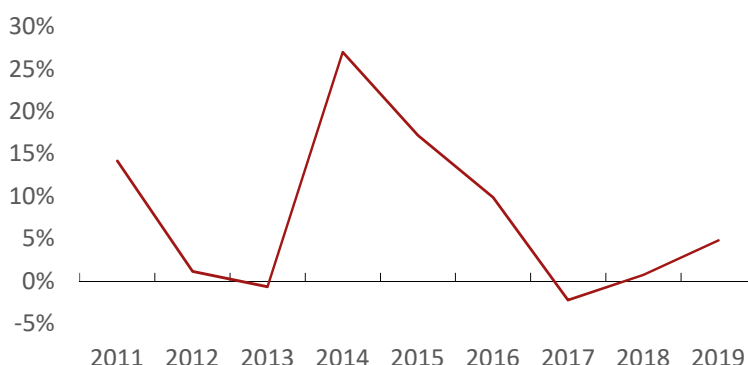
图 7 玻璃累计产量同比增速



资料来源：wind、招商证券

电网投资有望提高增速

图 8 国家电网电网投资额增速



资料来源：招商证券

如果要完成“十三五”（2016-2020）规划对电力行业发展的计划，2019-2020 年投资增速需要回升到 5-10%之间。和上个五年一样，前三年减速，后两年发力。

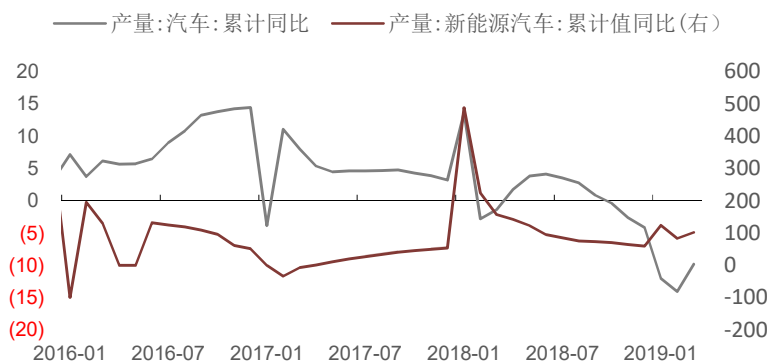
传统汽车产销增速转正 新能源汽车拉动开始明显

1月9日，国家发改委表态，将出台措施促进汽车、家电等产品的消费，指定政策鼓励汽车下。1月28日即出台《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，其中针对汽车提出6项具体措施。1、有序推进老旧汽车报废更新，对报废国三及以下排放标准汽车同时购买新车的车主，给予适当补助。2、持续优化新能源汽车补贴结构。3、促进农村汽车更新换代，引导农村汽车消费升级。4、稳步推进放宽皮卡车进城限制范围。5、加快繁荣二手车市场。6、进一步优化地方政府机动车限购管理措施。

4月10日，上海市政府新闻办公室召开新闻通气会。对上海市新能源汽车行业发展以及“以旧换新”情况进行介绍。各地政策陆续出台落地，3月汽车产销已经出现拐点，年内增速回正指日可待。

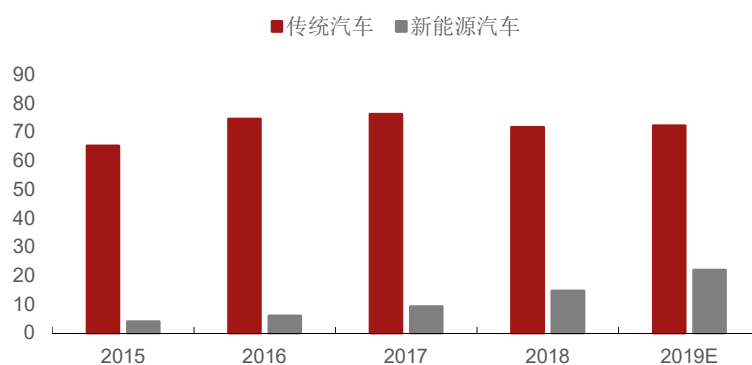
随着新能源汽车的基数越来越大，新能源汽车对铜消费贡献增量逐渐变得可观。2016年以来，新能源汽车产销量维持50%以上增速。2018年录得60%产量增速，假设2019年按照50%的增速保守估算，对铜消费有望增加7万吨。

图 9 中国汽车和新能源汽车产量累计同比



资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

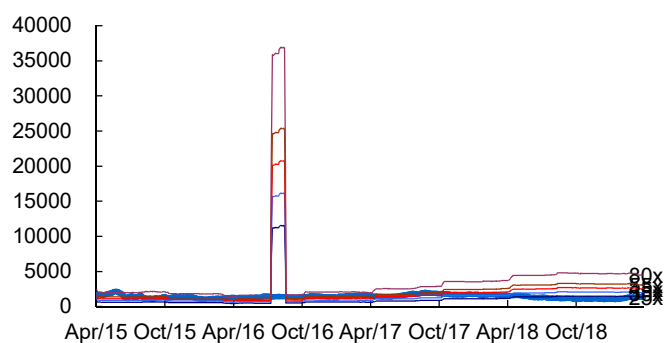
图 10 汽车用铜量测算（万吨）



资料来源：招商证券

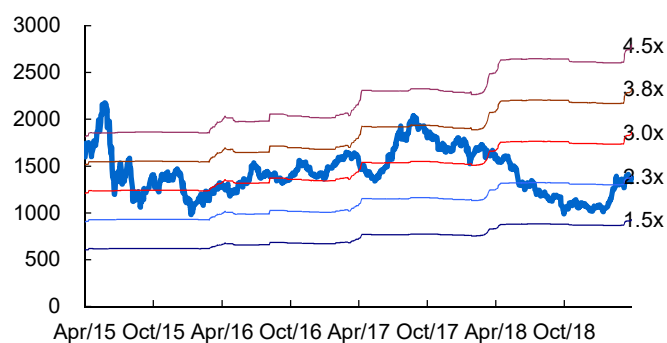
有色行业历史 PE Band 和 PB Band

图 11: 有色金属行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 12: 有色金属行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示：

- 1、中国和全球宏观经济不及预期。因为铝价除了商品属性外，还具有较强的金融属性，宏观经济不及预期，将会拖累铝价；
- 3、铜消费不及预期；
- 3、全球铜矿干扰率不及预期。铜矿供应超预期增加，造成 TC 下降不及预期；
- 4、上市公司新建产能投产不及预期，公司安全生产风险，这均可能影响企业盈利。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，7年基本金属研究经验。2017年3月份加入招商证券。

黄梓钊：美国东北大学硕士，2015年7月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，现为有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。