

行业点评

有色金属

如何看铜为代表的大宗商品未来走势

2020年11月23日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
有色金属	20.00	11.94	48.03
沪深 300	6.07	6.06	30.00

张鹏

执业证书编号: S0530520080002
zhangpeng@cfzq.com

分析师

18373169614

相关报告

- 《有色金属: 有色金属行业点评: 关注未来通胀交易下的有色金属行情》 2020-11-12
- 《有色金属: 有色金属和新能源汽车行业 2020 年 8 月份报告: 关注美联储财政刺激出台时点, 新能源车继续改善》 2020-09-14
- 《有色金属: 黄金行业点评: 黄金暴跌后走向何方》 2020-08-12

重点股票	2019A		2020E		2021E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
紫金矿业	0.17	53.88	0.27	33.93	0.39	23.49	谨慎推荐
云南铜业	0.39	40.72	0.41	38.73	0.54	29.41	谨慎推荐

资料来源: 财信证券

投资要点:

- 本轮大宗商品行情类似于 2008-2011 年。2000 年之后的大宗商品周期主要有三轮, 分别是 2003-2011 年, 2016-2017 年以及自 2019 年底开始的大宗商品周期, 本轮更类似于 2008-2011 年的行情。我们对比 2000 年以来三轮大宗商品行情, 认为在货币政策和财政刺激均是历史新高的本轮行情有望延续, 但是由于中国的类似于“四万亿”的基建投资缺失, 本轮大宗商品行情预计会有一定的分化, 供需格局好的产品上涨更为确定, 本轮大宗商品的需求推动力量是超大规模货币宽松和全球制造业补库周期上行。
- 预计本轮大宗商品行情仍将继续, 具有一定的可持续性。主要依据是未来美联储为首的央行扩表在短期难以结束, 美国等国后续的财政刺激有望出台, 这将推升大宗商品的行情。从观测指标上, 我们选取库存变动、金铜比、流动性指标来观测后续的大宗商品运行方向, 结果均暗示后续铜为代表的大宗商品高峰点尚未到来。
- 重视本轮周期股行情的不同。以往的周期股行情具有一定的趋同性, 近年来逐渐有公司在行业 β 的基础上, 有了 α 属性, 我们认为当前需要重视周期股的重大变化, 即重视其自身的成长性。当一些周期股慢慢通过纵向的产业链整合(桐昆股份)、或横向的合理并购以及副产品的挖掘(华鲁恒升、万华化学)证明了自己对产业链利润的把控能力, 其属性就从传统高波动的周期股逐渐走向周期成长股。以铜行业为例, 我们认为紫金矿业具有较强的 α 属性, 当前是公司层面逻辑的共振, 估值上我们认为需要考虑其“确定性”的溢价。建议关注紫金矿业、云南铜业等。
- 风险提示: 美国财政刺激落空或大幅低于预期; 美国经济超预期走强; 全球货币提前大幅收紧。

1 大宗商品行情将继续演绎

本轮大宗商品价格涨势从 2019 年底启动，在疫情影响下有所中断，在后续全球史诗级的货币宽松和财政刺激下，大宗商品价格连连攀升。截止 11 月 20 日，LME 铜价为 7090 美元/吨，已经接近 2017 年底的价格高点；LME 铝价为 1989 美金/吨，相比 3 月底的价格上涨 33% 左右。Comex 黄金价格也在 8 月初突破 2000 美金/盎司的历史新高，相比 3 月底的价格上涨约 37%。在当前背景下，我们审视 2000 年以来大宗商品的行情走势，试图寻找本轮行情的未来方向。

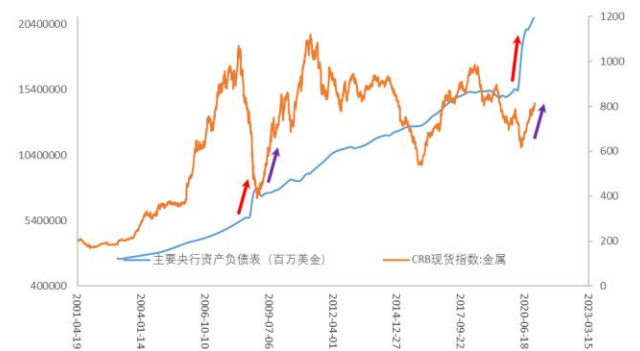
2000 年之后的大宗商品周期主要有三轮，分别是 2003-2011 年，2016-2017 年以及自 2019 年底开始的本轮周期。2003-2011 年的大宗商品周期行情是在中国和欧美等全球需求的拉动下催生的，期间叠加了 2008 年经济危机，从价格指数上看，2008 年 12 月到 2011 年 4 月的 CRB 金属指数涨幅 186%，LME 铜价涨幅为 243%。2016 年开始的大宗商品周期是供给端的中国供给侧改革和需求端的全球库存周期上行推动的，在此期间的 CRB 金属指数涨幅 65%，LME 铜价涨幅为 58%。本轮的大宗商品行情自 2019 年底启动，后被疫情中断，自 2020 年 3 月份的低点以来，CRB 金属指数涨幅约 26%，LME 铜价涨幅约 55%。

图 1：2000 年以来的 CRB 金属指数变化



资料来源：wind，财信证券

图 2：2000 年以来主要央行资产负债表（左轴）和 CRB 金属指数（右轴）走势



资料来源：wind，财信证券

备注：主要央行扩表统计为美联储+欧洲央行+中国央行

表 1：2008-2011 以及 2016-2017 年大宗商品涨幅

	CRB 金属指数涨幅	LME 铜价格涨幅	主要央行扩表情况
2008.12-2011.4	186%	243%	1.11 万亿美元（14%）
2016.1-2017.12	65%	58%	2.66 万亿美元（21%）
2020.3-2020.11	26%	55%	5.71 万亿美元（37%）

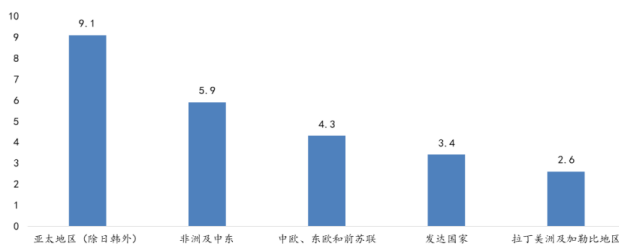
资料来源：wind，财信证券

备注：数据截止 2020 年 11 月 20 日，主要央行扩表统计为美联储+欧洲央行+中国央行

本轮大宗商品行情可以参考 2008-2011 年全球经济危机后的走势。2008 年的经济危机起源于 2007 年 9 月的次贷危机，危机在 2008 年 3 月份的贝尔斯登的破产后扩大，CRB 金属现货价格大幅下跌。2008 年 9 月份雷曼兄弟申请破产保护，危机达到高潮，此时美联储向市场注入大量流动性，同时在中国的大规模基建投资刺激下，大宗商品价格企稳回升。随后在 2010 年由于欧元区的债务危机，商品价格经历了一定的修整，之后继续上涨至 2011 年 4 月的高峰。

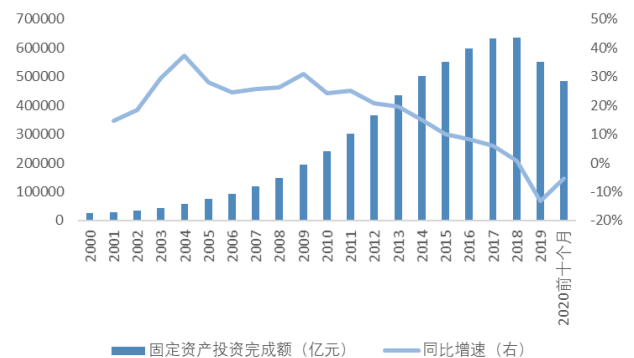
2008 年经济危机期间主要的货币政策和财政刺激如下。(1) 货币政策方面，美联储为代表的货币当局采取量化宽松政策，美联储总资产从 2008 年 9 月份的 0.95 万亿美金扩张到 2011 年 6 月份 QE2 结束时的 2.9 万亿美金，最终在 QE4 结束后总资产为 4.5 万亿美金，资产负债表涨幅为 374%。欧洲央行总资产也从 2008 年 8 月的 1.44 万亿欧元增长到 2012 年 6 月份的 3.10 万亿欧元，资产负债表涨幅为 115%。(2) 财政刺激上，根据华尔街见闻的统计，2008 年全球推出的财政刺激措施在 GDP 中的占比平均值约为 4.5%，其中，中国进行了 4 万亿元的基础设施建设投资计划，占据当年 GDP 比重为 12%。

图 3：2008 年全球主要经济体财政刺激占 GDP 比例



资料来源：International Institute for Labour Studies (IILS)，财信证券

图 4：中国固定资产投资增速完成额（左轴）和同比增速（右轴）



资料来源：wind，财信证券

本轮自 2020 年危机期间的货币政策和财政刺激如下。(1) 货币政策方面，以美联储为代表的货币当局同样采取量化宽松政策，美联储在 2020 年 3 月 16 日开启 7000 亿美金的量化宽松，在 3 月 23 日再次开启不限量的量化宽松，总资产从 3 月份的 4.3 万亿美金增长到 11 月份的 7.3 万亿美金，涨幅为 70%，摩根士丹利预计 2021 年底美联储资产负债表有望扩张至 10 万亿美金。欧洲央行资产负债表也从 2020 年 3 月的 4.70 万亿欧元增长到 2020 年 11 月份的 6.83 万亿欧元，涨幅为 45%。(2) 财政刺激上，2020 年全球主要经济体的财政刺激规模较大，其中美国陆续出台四轮约 2.8 万美金的财政刺激计划，占据 2019 年 GDP 比重为 12%。德国在 3 月 23 日出台了 7500 亿欧元的财政刺激计划。中国发行了 1 万亿元的抗疫特别国债，主要用于公共卫生等基础设施建设（7000 亿元）和抗疫相关支出（3000 亿元）。

通过比较 2008 年和 2020 年度货币政策和财政刺激发现：(1) 货币政策方面，本轮主要央行扩表幅度均大于上一轮，2020 年 3 月至今的主要央行扩表幅度为 37%，大于 2008-2011 年的 14%，5.71 万亿美元的扩表额度也大于上一轮的 1.11 万亿美元。(2) 财政刺激方面，根据第一财经研究院的统计，截止 4 月份的主要国家出台的财政刺激总额远超 2008 年，且财政刺激规模占据 GDP 规模预计是 8%，远大于 2008 年的 4.5%。我们发现在危机中，发达国家倾向于进行就业问题、低收入群体的转移支付、降低企业债务和税收负担等方面的刺激政策，而中国为代表的发展中国家倾向于基础设施等固定资产投资，这些固定资产投资的刺激政策往往更能推升大宗商品价格。此次中国在房地产三道红线以及“房住不炒”的影响下，并未开启类似于 2008 年的大规模基建投资，这对于大宗商品的上行力度略有制约。

我们再比较本轮和 2016-2017 年的大宗商品行情。(1) 在供给端，2016 年有中国为代表的供给侧改革，本轮在疫情影响下，矿产端有一定程度的供给收缩，以矿产铜为例，根据 ICSG 数据，2020 年 1-7 月份全球矿产铜产量 1159 万吨，同比下滑 0.4%。(2) 从需求端看，2016 年并未有全球级别大规模的量化宽松，财政刺激力度较弱，本轮的货币和财政刺激力度均处于历史最高值。

我们对比 2000 年以来三轮大宗商品行情，本轮行情下，由于中国类似于“四万亿”的基建投资缺失，本轮大宗商品行情预计会有一定的分化，供需格局好的产品上涨更为确定，本轮大宗商品的需求推动力量是超大规模货币宽松和全球制造业补库周期上行。

表 2：2008-2011 年美联储四轮 QE 情况

	内容	美联储资产负债表变化
QE1:2008.4-2010.4	购买政府支持企业的直接债务以及 MBS，期间购买了 1.725 万亿美元资产。	从 0.9 万亿美金到 2.4 万亿美金。
QE2:2010.11-2011.6	美联储增加了 6000 亿美元的长期国债购买量	从 2.3 万亿美金到 2.9 万亿美金。
QE3:2012.9 开始	每月按计划购买 400 亿美元抵押贷款支持证券	
QE4:2012.12 开始	每月采购 450 亿美元国债，加上 QE3 每月 400 亿美元的宽松额度，联储每月资产采购额达到 850 亿美元	QE4 结束后总资产为 4.5 万美金

资料来源：wind，财信证券

表 3：2020 年以来美联储货币政策和财政政策

	美联储政策	内容
货币政策	3 月 15 日	5000 亿美金国债+2000 亿美金 MBS 购买计划
	3 月 23 日无限量量化宽松	宣布每天都将购买 750 亿美元国债和 500 亿美元机构住房抵押贷款支持证券
财政政策	第一轮：3 月 6 日，83 亿美元	主要用于抗疫等领域
	第二轮：3 月 18 日，1040 亿美元	疫情检测、失业保险、带薪病假等

第三轮：3月27日，2.2万亿美元

2500 亿美元失业保险，3000 亿美元直接派发，5000 亿用于发放企业贷款、提供贷款担保或投资，3500 亿用于小企业贷款，1117 亿用于医疗机构，其余用于运输行业等的补贴

第四轮：4月24日，4840亿美元

3200 亿美元用于小型企业贷款计划，其余用于灾难贷款、补贴医院等

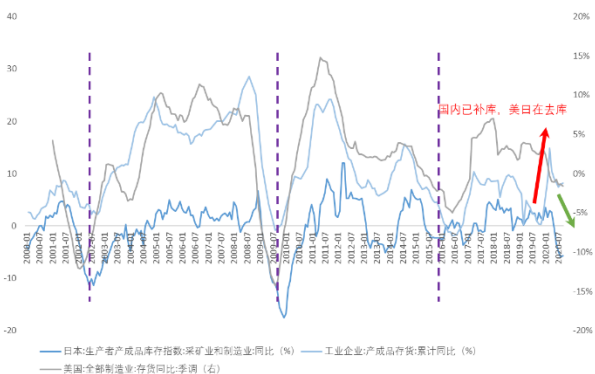
预期第五轮

资料来源：wind, govtrack, 新华社, 财信证券

我们认为大宗商品行情仍将继续，且具有一定的可持续性。主要依据是未来美联储为首的央行扩表在短期难以结束（疫情仍有反复且欧美新增确诊人数仍处于高位），且美国等国后续的财政刺激有望出台，这将继续推升大宗商品的行情。从观测指标上，我们选取库存变动、金铜比、流动性指标来观测后续的大宗商品运行方向。

一、从库存周期看，当前中国刚处于主动加库存阶段，美、日仍处于被动去库存阶段。大宗商品价格上涨一般处于被动去库存（价升量跌）和主动补库存阶段（量价齐升），中国刚处于主动补库存阶段，美、日由于疫情影响，当前仍处于被动去库存阶段，这意味着全球未来的主动补库存的共振尚未到来。同时本轮的价格指数底点在3月份，截止目前经历8个月的上行期，按照CRB金属指数大多领先库存变动6-8个月的规律，目前全球或是刚处于主动加库存阶段。

图5：全球主要经济体的库存变动情况



资料来源：wind, 财信证券

图6：中国的库存、PPI以及CRB金属指数走势

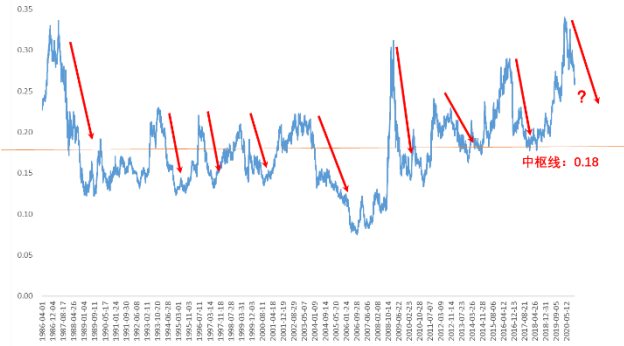


资料来源：wind, 财信证券

二、从金铜比来看，后续金铜比的修复将主要依赖于铜价的上涨。1986年以来的金铜比中位数和平均值均为0.18。复盘历史上八次金铜比的修复，发现均是以铜价的大幅上涨结束的。截止11月20日的金铜比是0.26，虽从3月份的0.34高点有所回落，但仍处于历史较高区间，高于0.18的历史中枢值。对比历次的金铜比修复，我们认为2009年2月到2011年2月的金铜比修复行情和当前较为类似（均是危机后大幅量化宽松下的

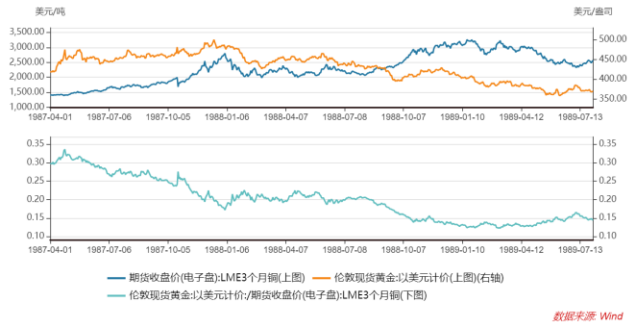
修复)。考虑到当前金铜比仍处于较高区间，且后续有财政刺激的预期，我们认为本轮金铜比修复尚未结束，且后续金铜比的修复将主要依赖于铜价的上涨。

图 7：金铜比走势



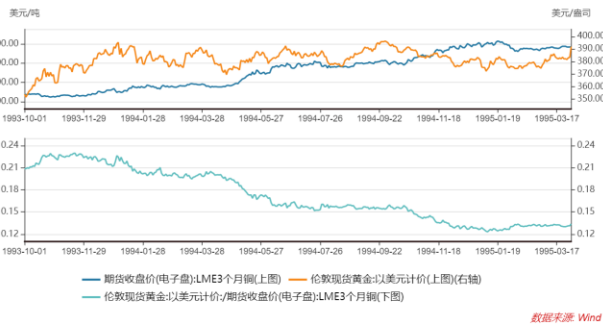
资料来源：wind，财信证券

图 8：金铜比修复（1987.4-1989.1）



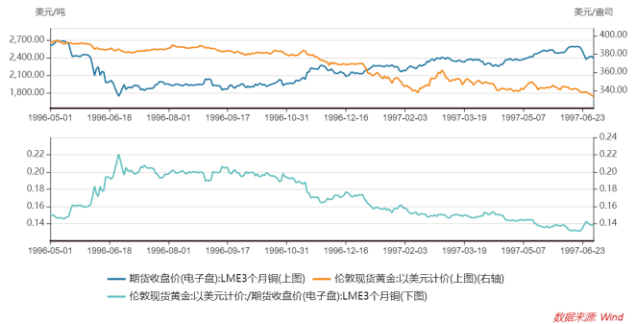
资料来源：wind，财信证券

图 9：金铜比修复（1993.11-1995.1）



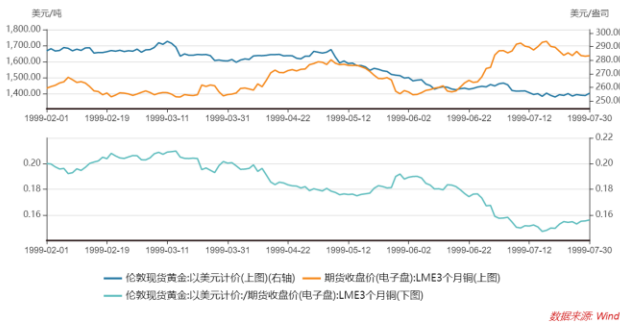
资料来源：wind，财信证券

图 10：金铜比修复（1996.6-1997.6）



资料来源：wind，财信证券

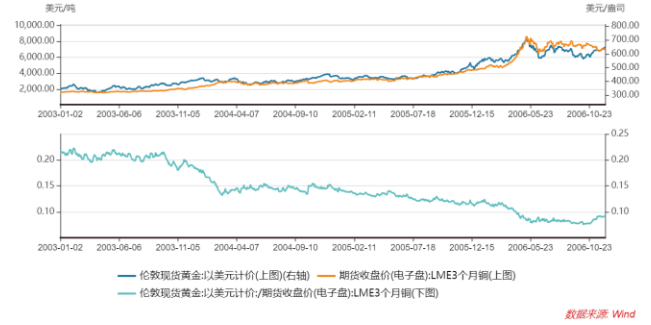
图 11: 金铜比修复 (1999.3-1999.7)



数据来源: Wind

资料来源: wind, 财信证券

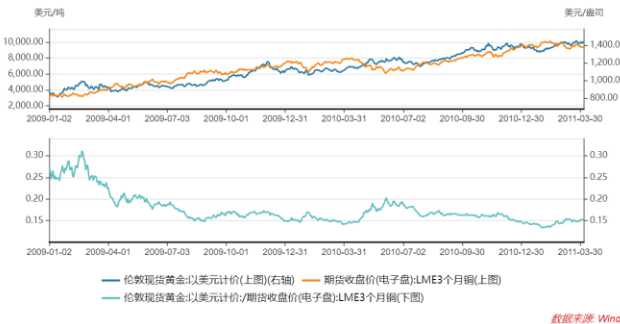
图 12: 金铜比修复 (2003.2-2006.6)



数据来源: Wind

资料来源: wind, 财信证券

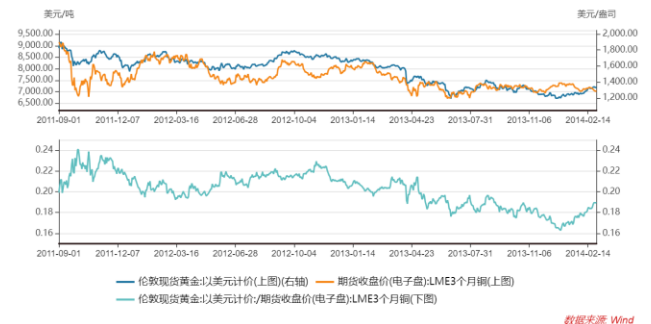
图 13: 金铜比修复 (2009.2-2011.2)



数据来源: Wind

资料来源: wind, 财信证券

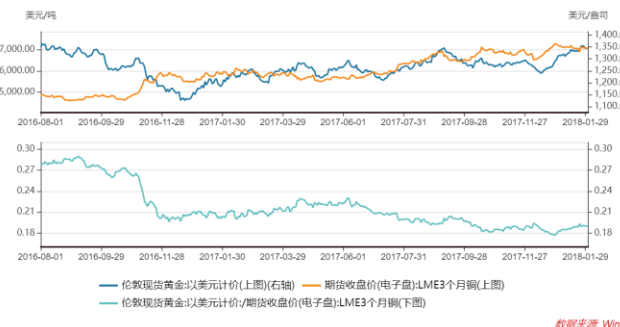
图 14: 金铜比修复 (2011.10-2013.12)



数据来源: Wind

资料来源: wind, 财信证券

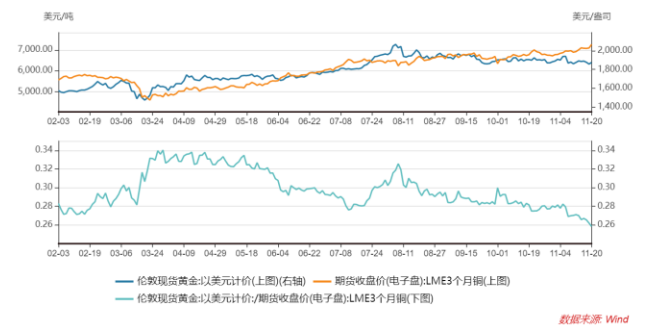
图 15: 金铜比修复 (2016.9-2017.12)



数据来源: Wind

资料来源: wind, 财信证券

图 16: 金铜比修复 (2020.3-截止到 2020.11)

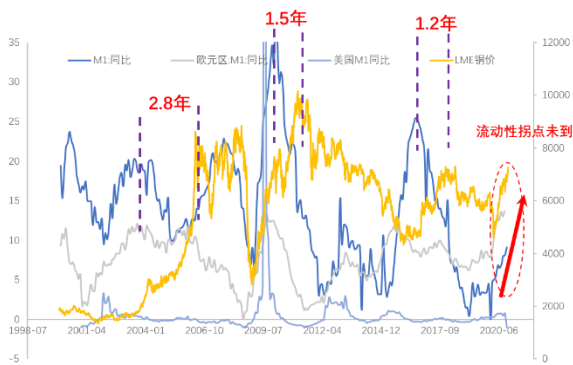


数据来源: Wind

资料来源: wind, 财信证券

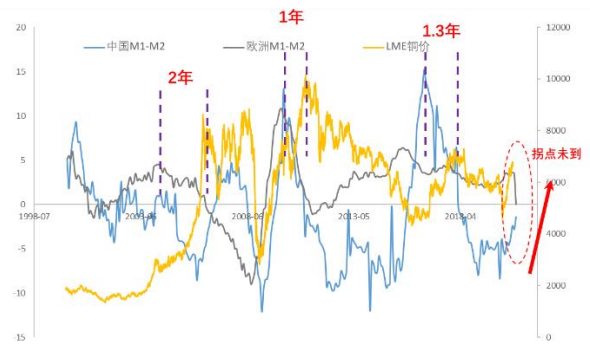
三、从流动性的观察指标来看，全球主要经济体 M1 增速以及 M1 和 M2 增速剪刀差均暗示后续铜为代表的大宗商品高峰点尚未到来。从逻辑上看，超发的货币在实体经济中流通后再到通胀抬升都需要经历一定的时间。(1) 我们复盘 2000 年以来的 M1 增速和 LME 铜价的变化，发现 M1 增速的拐点提前于铜价拐点 1.2-2.8 年，当前 M1 增速处于上行态势，拐点尚未到来，暗示铜价的高峰点尚未到来。(2) 从 M1-M2 剪刀差来看，其往往提前于 LME 铜价 1-2 年，当前 M1-M2 剪刀差整体处于上行态势，暗示铜价的高峰点尚未到来。

图 17：主要经济体 M1 和铜价的变化趋势



资料来源：wind，财信证券

图 18：M1-M2 同比增速剪刀差和 LME 铜价变化



资料来源：wind，财信证券

2 重视本轮周期股行情的不同

前面我们论证了大宗商品行情仍将继续，以往的周期股行情具有一定的趋同性，近年来逐渐有公司在行业 β 的基础上，有了 α 属性，我们认为当前需要重视周期股的重大变化，即重视其自身的成长性。传统的周期股行情大幅的波动本质是业务单一带来的盈利能力的波动，而价格为主要决定因素的盈利情况往往较难判断，导致了其盈利有一定的不确定性，市场往往难以给予高估值。当一些周期股慢慢通过纵向的产业链整合（桐昆股份）、或横向的合理并购以及副产品的挖掘（华鲁恒升、万华化学）证明了自己对产业链利润的把控能力，其属性就从传统高波动的周期股逐渐走向周期成长股。

以铜行业为例，我们认为紫金矿业具有较强的 α 属性，当前是公司+行业层面的共振，其不断通过并购，公司层面有了量的逻辑，且大幅放量的年份起始于 2020 年，按照公司规划，会持续到 2022 年。

我们按照 2022 年公司的产能规划以及不同价格假设下测算公司的利润情况，假设条件如下：

(1) 产量方面，假设 2022 年公司矿产金产量为 54 吨，矿产铜为 74 万吨，矿产锌为 42 万吨。

- (2) 经济较为乐观：国内铜价 5.5 万元/吨，金价 320 元/g，锌价 2 万元/吨。
- (3) 经济较为中性：国内铜价 5 万元/吨，金价 340 元/g，锌价 1.8 万元/吨。
- (4) 经济较为悲观：国内铜价 4.6 万元/吨，金价 370 元/g，锌价 1.6 万元/吨。

表 4：紫金矿业在三种基准假设下的盈利情况（亿元）

	经济较为乐观	经济较为中性	经济较为悲观
2019A	42.84	42.84	42.84
2021 E	80.24	71.70	69.06
2022 E	111.74	99.40	94.49

资料来源：wind，财信证券

从测算结果来看，以 2019 年的归母净利润 42.84 亿元为基准，2022 年公司在经济乐观/中性/悲观条件下的利润分别为 111.74/99.40/94.49 亿元，分别是 2019 年度利润的 2.61/2.32/2.21 倍。这表明紫金矿业的盈利增长确定性较高，而这是其 α 属性的来源，所以估值上我们认为需要考虑其“确定性”的溢价。建议关注紫金矿业、云南铜业等。

3 风险提示

美国财政刺激落空或大幅低于预期；美国经济超预期走强；全球货币提前大幅收紧。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438