

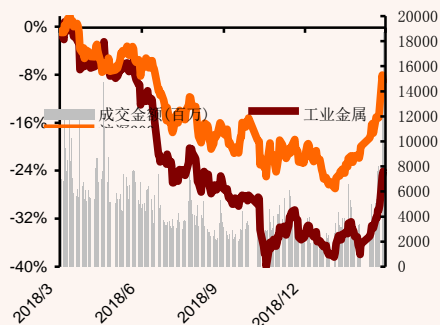
首席分析师 韩振国  
 执业证书编号: S1220515040002  
 TEL: 010-68584800  
 E-mail: hanzhenguo@foundersc.com

联系人: 吴江

TEL:  
 E-mail: wujiang@foundersc.com

**重要数据:**

上市公司总家数	50
总股本(亿股)	1090.61
销售收入(亿元)	7255.06
利润总额(亿元)	195.01
行业平均 PE	52.07
平均股价(元)	7.64

**行业相对指数表现:**


数据来源: wind 方正证券研究所

**相关研究**

《兴业矿业:产能释放,银价上涨利好业绩》  
 2019.01.08  
 《工业金属价格锚定系列之二——贸易战环境下的新平衡建立》2018.09.01  
 《环保压力逼近 氧化铝价格有支撑》  
 2018.08.28  
 《为什么是铝——有色行业投资逻辑再思考》2018.07.26  
 《工业金属价格锚定系列之一——回归后的铜市何去何从》2018.05.01  
 请务必阅读最后特别声明与免责条款

**报告摘要:**

- 2019 年以来,铜市场触底反弹,持续上扬,其中 LME 铜价从 5725 的阶段性低点涨至最新的 6477 美元,涨幅 13.1%。我们认为铜价已经确认近年来的重要底部,开启上涨时间窗口,配置机会凸显。
- 2018 年年初市场集中看好铜市场,但 6 月以来铜价从 7300 美元最高一路跌回 5725 美元,跌幅高达 22%,发生了预期和基本面的错配。
- 2019 年铜市场与 2018 年有显著的四大差异。一是价格水平差异,二是库存差异,三是铜矿市场宽松度的差异,四是需求和预期转化方向差异。
- 基于以上差异,我们坚定看好铜价和相关标的。从基本面的理由,我们认为铜价将迎来持续三年的上涨,两年内将有 50%幅度的上涨空间。

**推荐关注:**

紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业

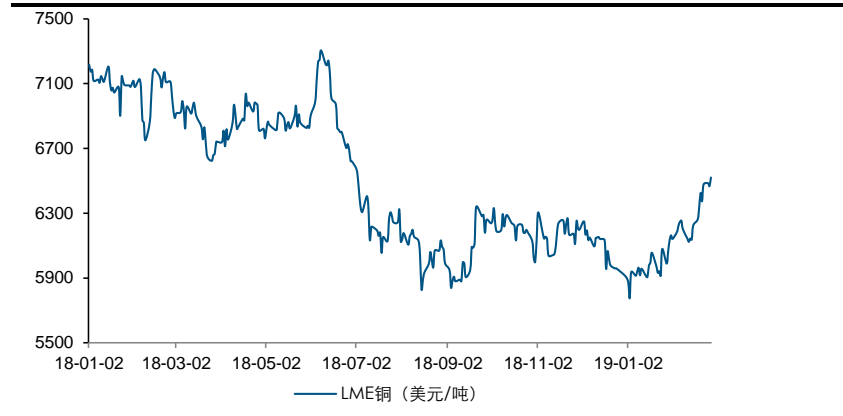
**风险提示:**

中美关系超预期恶化

## 1 铜价触底回升

2019 年以来，铜市场触底反弹，持续上扬，其中 lme 铜价从 5725 的阶段性低点涨至最新的 6477 美元，涨幅 13.1%。我们认为铜价已经确认近年来的重要底部，开启上涨时间窗口，配置机会凸显。

图表1： LME 铜价走势



资料来源：Wind，方正证券研究所

## 2 当前铜市场与 2018 年的显著差异

### 2.1 矿端增量差异

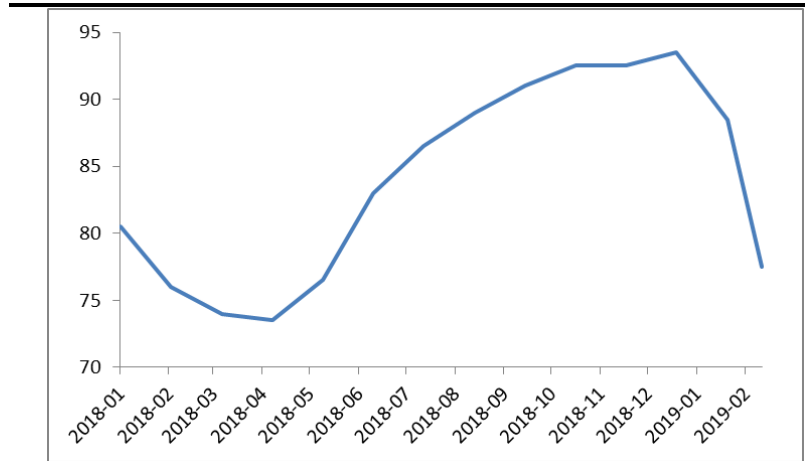
2018 年年初，市场看好铜行业的核心理由是铜矿产能增速放缓叠加罢工预期。但从我们长期跟踪铜精矿市场的经验来判断，2018 年，特别时上半年，铜矿供应显著过剩板上钉钉。

简单测算，2018 年铜矿增量同比至少在 70 万吨以上，且上半年的过剩会非常显著。（扩产罢工的基数效应主要发生在上半年，按一千万矿供需体量粗算，影响至少在 7% 以上）

2017 年一季度，铜矿企业发生历史罕见的集中产量损失，智利 Escondida 铜矿罢工，印尼 Grasberg 铜矿受限出口生产停摆，秘鲁 Cerro Verde 铜矿罢工。之所以说其是“历史性”，在于产量损失的两个特点，一是受损均为主力矿山，均为当年全球铜矿产量最高前五的大矿山，是智利，秘鲁，印尼三国的代表性铜矿；二是持续时间均超预期，其中 Cerro Verde 铜矿罢工三周，Escondida 罢工 44 天（几乎为历史罢工时间最长），Grasberg 罢工加停产，影响时间近两个月。估算 2017 年罢工损失至少在 50 万吨，而这些量在 2018 年均得到恢复，且 Escondida 在 17 年底完成选矿厂扩建，产能在 2018 年提升近 20 万吨/年。

这种过剩可以通过现货加工费进行验证。2018 年铜矿加工费呈现全年上扬的走势。而 2019 年 2 月下旬，最新的铜精矿进口干净矿 TC 现货 TC 报 75-80 美元/吨，现货铜精矿 TC 已经基本回落至 2019 年铜精矿长单加工费 80.8 美元/吨之下。

图表2：加工费走势对比

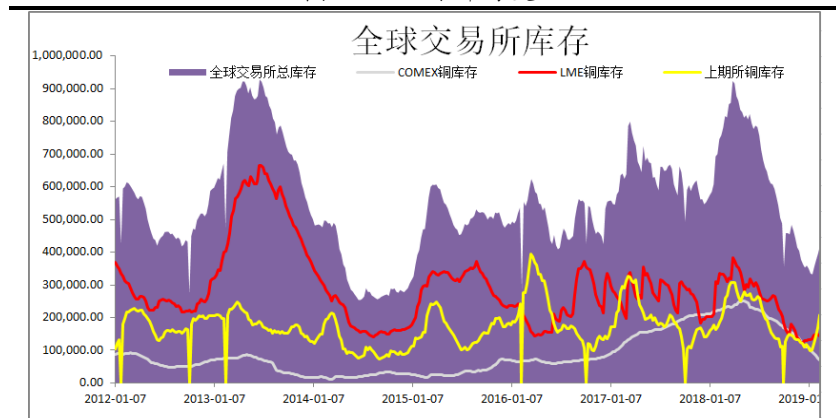


资料来源：Wind，方正证券研究所

## 2.2 精铜库存差异

2018年上半年，由于市场预期与实际供需的错配，全球铜显性库存出现显著飙升，逼近2013年的前历史高点。但从2018年二季度开始，供需平衡逆转带来库存的快速去化。

图表3：全球库存变化



资料来源：Wind，方正证券研究所

截至12月中旬，全球三大交易所库存总量仅为36.3万吨，较3月末的年初高点92.3万吨降幅高达60.7%，上次库存处于这样的低水平要追溯到四年前。年初库存有所反弹，但较之去年同期仍有50万吨水平的下降，占全球供需体量的2%水平。

## 2.3 价格水平差异

我们一般在谈论供需水平时，一般将价格和供需剥离判断。从方法论来说，只是分离变量，简化分析的思维，但实际上价格对于供需的影响不言而喻。

2018年6月以来，铜价一度从7300美元阶段高位崩跌至5700美元一线，国内55000元最低跌至47500元一线。以国内某铜矿4万采矿成本计算，单吨利润从27.3%降至15.8%，生产积极性受到挫伤。冶炼商和中间贸易环节由于价格下降，更倾向于降低产量以减少被动

库存。废铜供应而言，废铜价格跟随铜价下挫，回收利润率也相应下降。下游在低价环境中，采购成本下降，毛利提升，更倾向于加大生产，给价格一个向上的动力。

## 2.4 需求、流动性和预期差异

2018 年全年美国加息四次，全球流动性受到抑制，我们看到非美货币大面积下行。国内面临着汇率破 7 和需求、就业稳定的两大挑战，叠加自身调结构、去杠杆，市场情绪极度低迷。3 月 23 日美国挑起贸易战，市场开始逐步消化贸易战对全球经济带来的影响。全球贸易环境更是急转直下，日韩，欧洲等典型外向型经济体 pmi 全年下挫。在这样的环境下，铜作为风险资产遭遇抛售。

但在 2019 年年初，我们看到美国加息预期急剧扭转，且预期年内结束缩表。在这样的环境下，非美压力缓解，中国年初开启降准；印度央行降息并迎来卢比连续上扬……此外贸易战缓解的预期逐步升温，市场的 risk on 模式有望重新开启。

### 附：2018 年上半年市场集中看好铜价

2018 年年初市场集中看好铜市场，假设需求平稳，供应紧张，主要依据是矿端增量有限。但 2018 年 6 月以来铜价从 7300 美元最高一路跌回 5725 美元，跌幅高达 22%，发生了预期和基本面的错配。我们作为市场上为数不多的谨慎派，在 2018 年 4 月末指出，铜市场处于供应过剩的状态，且下调年度均价预测，预期铜价波动区间在 47500-55000 元。

图表4： 2018 年初铜锚定系列报告

**工业金属价格锚定系列之一**

——回归后的铜市何去何从

行业专题报告	行业研究
工业金属行业	2018.4.30/推荐
<b>最新观点更新</b>	
<p>维持此前 2018 年铜市场实际供需相比 2017 年宽松的判断，且由于一季度国内铜供应超出预期（此前担忧原料问题影响冶炼产量，供应预估偏谨慎），对应上调国内铜供应预估，认为 2018 年全球铜市场 23 万吨的供应过剩。下调全年国内铜均价在 50500 元，较上次报告下调 1000 元，波动区间调整为 47500-55000 元。</p>	

资料来源：Wind，方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

在任何情况下，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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com