

铜金上涨周期，成长持续绽放

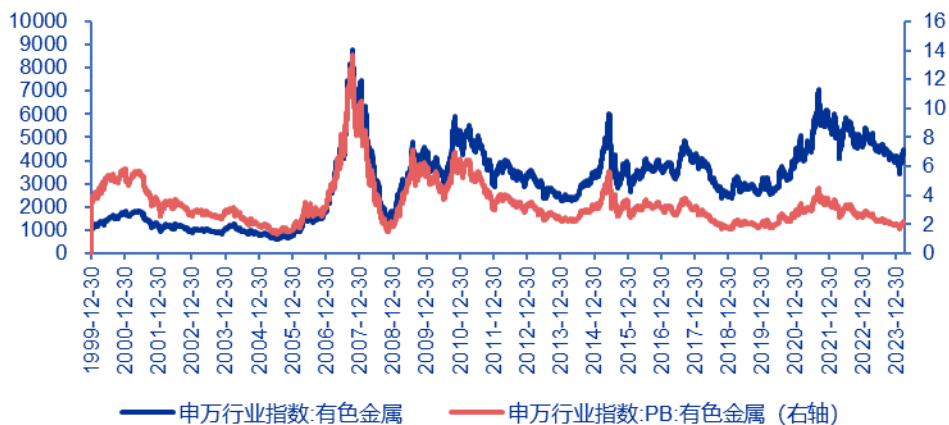
2024年春季金属行业投资策略

美国利率近20年新高，有色行业PB历史低位

美国联邦基金利率



1999-2024年申万有色金属指数及行业PB



资料 : wind , 申万宏源研究

- 利率环境：美联储加息周期末端，2024年有望开启降息周期。
- 供需：供给端有约束、需求端地产依赖度较低的行业有望率先回暖。

2024年度策略：周期首选铜、金，成长首选华峰铝业、宝武镁业、东阳光、亚太科技。

- 1、贵金属：金价有望上涨（紫金矿业、中金黄金、赤峰黄金、西部黄金、湖南黄金）。
- 2、基本金属：预计2024年铜价前低后高（优质成长具备配置价值，紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、铜陵有色、河钢资源），电解铝震荡偏弱。
- 3、能源金属：锂钴镍价格承压（华友钴业三元成长逻辑较好）。
- 4、新材料：铝热管理材料高景气（华峰铝业），铝挤压材料成长（亚太科技），镁汽车轻量化持续成长（宝武镁业），制冷剂涨价高弹性+积层箔电容器成长（东阳光）。

风险提示：宏观经济不及预期、新产能投放超预期、电动车产销低预期。

主要内容

1. 贵金属&基本金属：降息预期利好金铜
2. 能源金属：锂钴镍承压
3. 新材料：重视优质成长个股

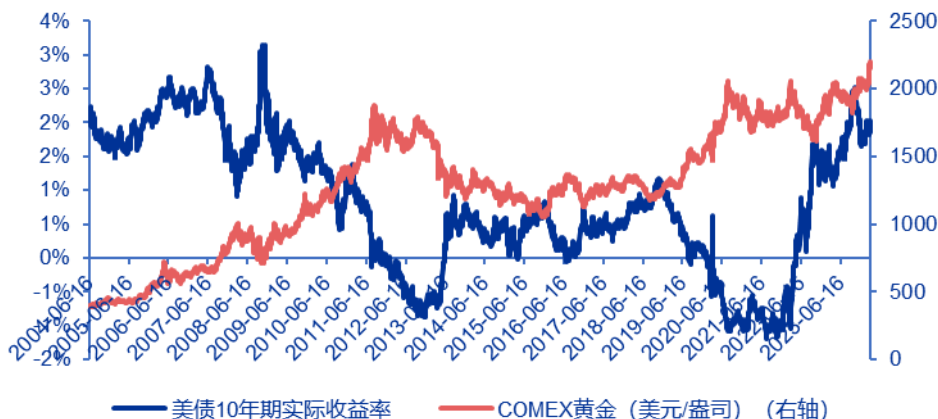
■ 金价与实际利率负相关

- **黄金需求本质上是保值需求。**在实际利率较低甚至为负时黄金的保值作用将十分明显，金价将显著上涨，相反则金价下跌，历史上看黄金价格与实际利率是显著负相关关系，负相关关系仅在金价周期顶部或周期底部少数预期反转时短暂失效。

■ 金价与美元指数负相关

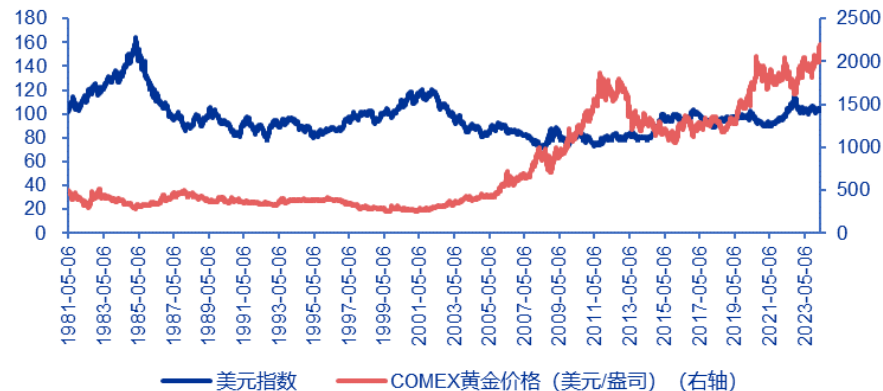
- 美元指数走强通常意味着美国经济相对其他经济体走强，经济走强情况下为防止经济过热名义利率通常为上升状态，而加息后通胀则有下降预期，因此美元指数与实际利率呈正相关关系，即导致金价与美元指数呈现负相关关系。

图1：黄金价格与美国十年期国债实际利率负相关



资料：ifind，申万宏源研究

图2：黄金价格与美元指数负相关



资料：ifind，申万宏源研究

1.1.2 通胀回落，加息末期，降息预期主导价格

■ 通胀回落，降息预期影响金价

- 2024年2月美国CPI同比上涨3.2%，前值3.1%；核心CPI同比上涨3.8%，前值3.9%。
- 自美联储2023年7月加息25bp以来，联邦基金目标利率区间维持在5.25-5.50%区间，2024年3月点阵图显示年内降息3次，鲍威尔重申本轮周期利率已经触顶，确认了在今年启动降息是合适的。
- 2024年2月美国制造业PMI (ISM) 47.8，连续16个月位于荣枯线以下。

图3：美国CPI数据高位回落



图4：美国：联邦基金目标利率

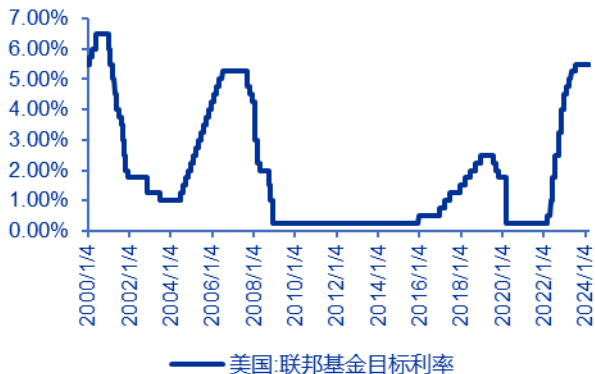
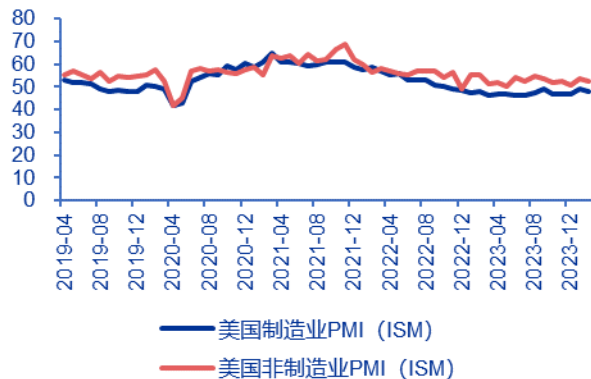


图5：美国PMI



1.1.3 黄金股弹性兼顾产量及储量

- 黄金股弹性兼顾产量及储量，考虑成长性以及业绩确定性

表1：估值表

	山东黄金	赤峰黄金	银泰黄金	招金矿业	中金黄金	紫金矿业	湖南黄金	西部黄金
24E黄金名义产量（吨）	45.0	15.0	7.0	20.0	20.0	73.5	4.9	0.8
24E黄金权益产量（吨）	43.2	11.6	7.0	20.0	16.5	64.8	4.9	0.8
黄金权益储量（吨）	497.5		78.7	472.0		1148.0		29.2
黄金权益资源储量（吨）	1318.6	398.0	146.7	1185.0	382.9	2998.0	141.8	
市值（亿元）	1145.6	239.3	465.4	279.1	585.1	4138.4	148.1	99.0
市值产量比（亿元/吨）	26.5	20.6	66.5	14.0	35.5	63.9	30.2	123.8
市值储量比（亿元/吨）	0.9	0.6	3.2	0.2	1.5	1.4	1.0	

资料：ifind、公司公告、申万宏源研究

注：招金矿业货币单位为港元，银泰黄金、招金矿业、紫金矿业、湖南黄金储量为2023年底数据，其余公司为2022年底数据

1.2 中国需求：24M1-2 家电、汽车需求高增，竣工下滑

图6：2023电网建设投资yoy+5%

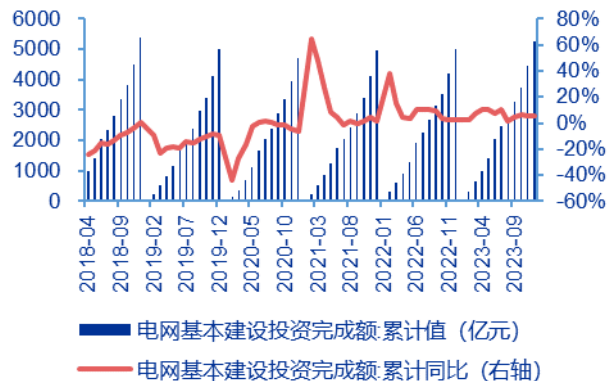


图7：2023电源建设投资yoy+30%



图8：2024M1-M2空调产量yoy+19%

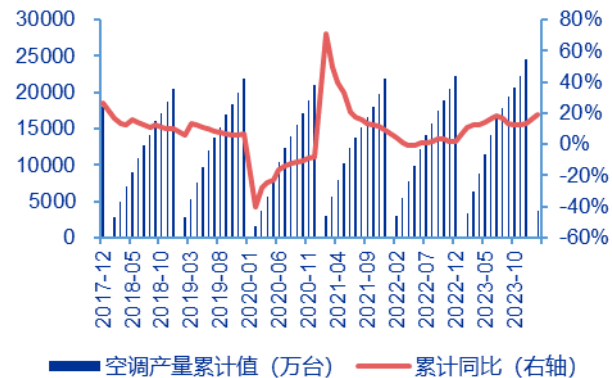


图9：2024M1-M2房屋竣工面积yoy-20%

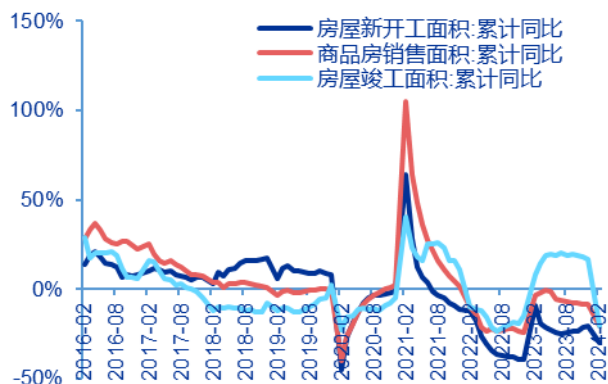


图10：2024M1-M2汽车销量yoy+11%

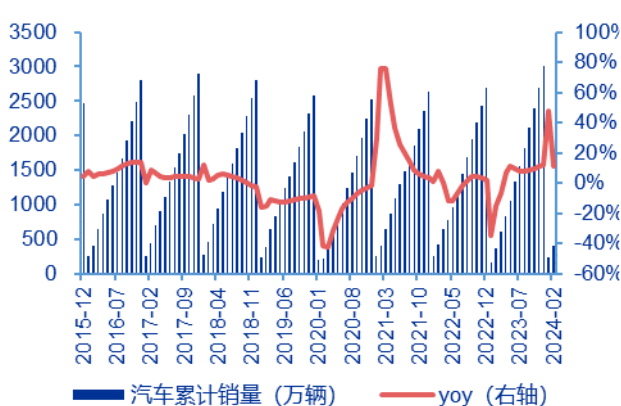


图11：2024M1-M2新能源汽车销量yoy+29%



1.3.1 铜供给：2014年至今资本开支低迷

■ 增量供给：增速放缓

- 2014年以来铜矿企业较低的资本开支决定了未来铜矿产量增长有限。

■ 存量供给：品味下降，干扰不断

- 全球铜矿山老龄化严重，约有一半的铜矿开采年限超50年，品味下降问题普遍，据CRU、Woodmac数据统计，1993-2020年全球铜矿山露天矿平均品位由0.81%降至0.6%，地下矿平均品位由1.36%降至1.12%。2024年英美资源下调2024年的铜产量指引，由91-100万吨下调至73-79万吨。
- 生产干扰不断。第一量子位于巴拿马的Cobre Panama铜矿因被判定违宪停产，其年产量约35万吨；淡水河谷Sossego铜矿因环保问题经营许可证被暂时吊销，其2023年产量为6.68万吨。

■ 矿端紧缺传到至冶炼端，TC由23年10月的90美元/吨+跌至10美元/吨+，国内铜冶炼企业针对原料紧缺、加工费下跌联合减产

图12：全球主要铜企资本开支增速

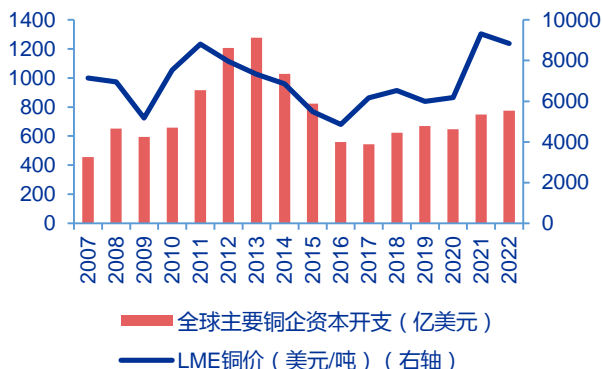


图13：铜精矿TC下跌



1.3.1 铜供给：2014至今资本开支低迷

表2：22-25E全球主要铜矿新增产能（万吨）

公司	矿山	所在地区	2022	2023E	2024E	2025E	投产年份	所处阶段	规划产能（万吨）
自由港	Grasberg	印尼	10.5	-3.1	6.0	3.0	2024H2	爬产	72.6
艾芬豪/紫金矿业	Kamoa-Kakula	刚果(金)	24.0	9.0	2.7	10.0	2022Q1	扩建+爬产	80
洛阳钼业	TFM	刚果(金)	4.5	5.6	9.0	5.0	2023	爬产	45
洛阳钼业	KFM	刚果(金)	0.0	8.0	1.0	0.0	2023H1	爬产	9
紫金矿业	Timok上带矿	塞尔维亚	5.6	0.9	1.0	1.0	2021H1	爬产	10.3
紫金矿业	Bor	塞尔维亚	2.7	2.7	0.0	2.0	2022Q2	扩建+爬产	16
必和必拓	Spencegrowthoption	智利	-0.3	9.0	2.0	2.0	2021H1	爬产	27
安托法加斯塔	LosPelambres二期	智利	0.0	2.0	4.0	-6.0	2023H2	扩建增产	6
智利国家铜业	Chuquicamata	智利	-5.1	4.2	2.0	2.0	0	扩建+爬产	35
智利国家铜业	salvador	智利	-2.0	0.8	2.0	3.0	2024	扩建	9
泰克资源	QuebradaBlanca二期	智利	0.0	9.0	5.3	14.3	2023Q1	爬产	31.5
Minsur	MinaJusta	秘鲁	7.6	0.4	1.0	1.0	2021M7	爬产	10.2
MMG	LasBambas	秘鲁	-3.5	10.5	1.0	2.0	2023年底	恢复生产+扩产	40
英美资源	Quellaveco	秘鲁	10.2	19.8	0.0	0.0	2022H2	爬产	30
力拓	OyuTolgoi地下	蒙古	0.0	5.0	10.0	6.0	2023Q1	扩建爬产	露天+地下50
第一量子	CobrePanama	巴拿马	1.9	1.5	2.0	1.5	2023Q1	扩建爬产	40
淡水河谷	Salobo三期	巴西	0.0	3.0	1.0	0.0	2022M12	扩建爬产	4
USM	Udokan	俄罗斯	0.0	0.0	5.0	5.0	2023M9	爬产	13.5
哈萨克铜业	Aktogay二期	哈萨克斯坦	3.2	0.0	0.0	0.0	2021M10	扩建	17
铜陵有色	Mirador	厄瓜多尔	3.3	-0.1	0.0	5.0	2025H2	扩建	25
南方铜业	pilares	墨西哥	1.0	1.0	1.5	0.0	22Q4	爬产	3.5
南方铜业	BuenavistaZinc	墨西哥	0.0	0.5	1.0	0.5	23M8	建设中	2
紫金矿业	巨龙铜矿	中国	9.9	3.7	2.2	10.0	2021Q4	爬产+二期扩产	60
西部矿业	玉龙铜矿	中国	3.0	0.0	3.0	0.0	2023M11	扩建爬产	15
新增产能合计（万吨）			76.5	93.3	62.6	67.3			

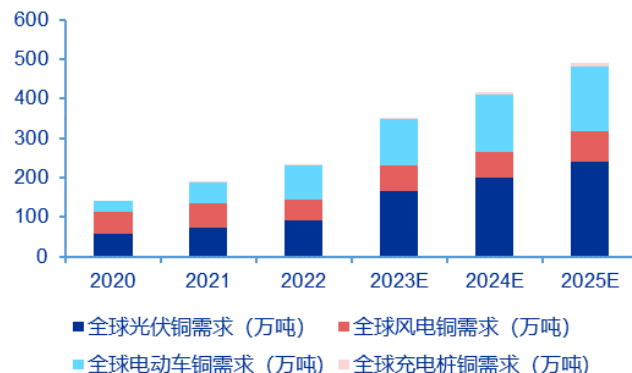
1.3.2 铜需求：新能源逐渐成为需求边际影响最大下游



表3：新能源铜需求测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
光伏						
中国光伏新增装机容量 (GW)	48.8	53.0	87.4	216.9	260.0	300.0
全球光伏新增装机容量(GW)	145.0	182.0	230.0	417.0	500.0	600.0
中国光伏铜需求 (万吨)	19.5	21.2	35.0	86.8	104.0	120.0
全球光伏铜需求 (万吨)	58.0	72.8	92.0	166.8	200.0	240.0
风电						
中国风电新增装机容量 (GW)	52.0	47.7	37.6	60.0	70.0	85.0
全球风电新增装机容量 (GW)	92.5	93.6	85.7	102.4	105.7	119.4
中国风电铜需求 (万吨)	30.7	33.5	23.9	35.8	43.4	53.9
全球风电铜需求 (万吨)	56.5	61.1	51.9	62.7	64.9	77.0
电动车						
中国新能源汽车销量 (万辆)	136.7	352.1	689.0	949.5	1150.0	1300.0
全球新能源汽车销量 (万辆)	324.0	650.0	1082.4	1465.3	1800.0	2050.0
中国电动车铜需求 (万吨)	10.9	28.2	55.1	76.0	92.0	104.0
全球电动车铜需求 (万吨)	25.9	52.0	86.6	117.2	144.0	164.0
充电桩						
中国充电桩总计 (万个)	167.2	261.7	521.0	858.4	1337.6	1928.5
全球充电桩总计 (万个)	1070.8	1431.6	1940.5	2658.1	3604.3	4829.9
中国充电桩铜需求 (万吨)	0.7	1.3	2.4	3.4	4.8	5.7
全球充电桩铜需求 (万吨)	0.0	2.0	3.2	5.6	7.4	9.2
合计						
中国新能源领域铜需求 (万吨)	61.9	84.1	116.4	201.9	244.2	283.6
全球新能源领域铜需求 (万吨)	140.4	187.9	233.7	352.3	416.3	490.2
中国新能源领域铜增量需求 (万吨)		22.2	32.3	85.5	42.3	39.4
全球新能源领域铜增量需求 (万吨)		47.5	45.8	118.6	64.1	73.8
新能源需求占比	6%	7%	9%	13%	15%	17%

图14：2020-2025E新能源各领域用铜需求



资料：国际能源组织、全球风能理事会、国际汽车制造商协会、中国光伏行业协会、中国充电联盟、中汽协、《CopperforWindPower》，申万宏源研究

表4：新能源单位用铜

	单位用铜量	单位
电动车	80.00kg/辆	
燃油车	23.00kg/辆	
在岸风电	0.56万吨/GW	
离岸风电	0.96万吨/GW	
光伏	0.40万吨/GW	
公共快充桩	60.00kg/个	
公共非快充桩	8.00kg/个	
私人充电桩	2.00kg/个	

资料：NavigantResearch，国际能源组织、《CopperforWindPower》、申万宏源研究

1.3.3 铜价：预计2024年迎来长期上涨周期

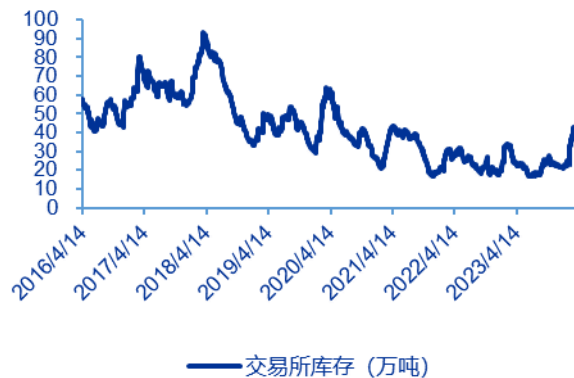
- **供需角度**：预计2024年全球新能源需求持续增长，需求增量大于供给增量，供需紧平衡。
- **宏观角度**：加息末期，若降息利于铜价上涨
- **库存角度**：历史相对低位

表5：全球铜供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球矿铜产量 (万吨)	2057	2063	2110	2181	2206	2239	2306
增量 (万吨)		6	47	71	25	33	67
yoy		0.3%	2.3%	3.4%	1.2%	1.5%	3.0%
全球精炼铜产量 (万吨)	2402	2451	2480	2567	2693	2737	2810
增量 (万吨)		49	30	87	125	44	73
yoy		2.0%	1.2%	3.5%	4.9%	1.6%	2.7%
全球精炼铜需求 (万吨)	2441	2499	2526	2605	2707	2784	2878
增量 (万吨)		58	28	78	102	77	94
yoy		2.4%	1.1%	3.1%	3.9%	2.8%	3.4%
供给-需求 (万吨)	-39	-48	-46	-38	-14	-47	-68

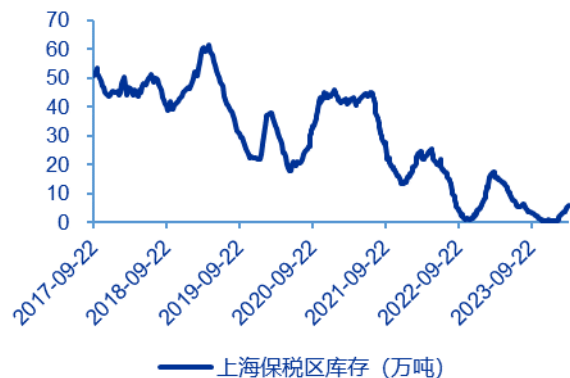
资料：国际能源组织、国际汽车制造商协会、中国光伏行业协会、中国充电联盟、中汽协、《CopperforWindPower》、各铜矿公司公告、上海有色网，申万宏源研究

图15：交易所铜库存处于历史相对低位



资料：wind，申万宏源研究

图16：上海保税区铜库存处于历史相对低位



资料：wind，申万宏源研究

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/118115024100006052>