

供给不及预期、低碳经济高速发展助推“铜博士”身价走高

分析师

唐大千 CPA, CFA

+86 (10) 5663 3873

darius.tang@fitchbohua.com

媒体联系人

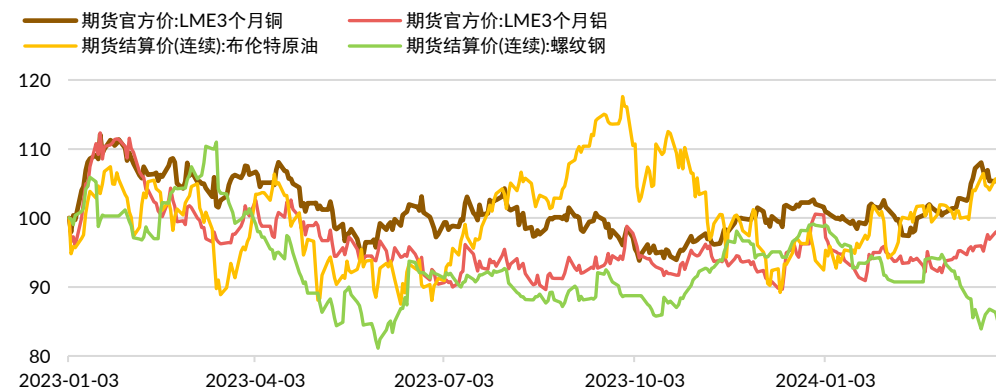
李林

+86 (10) 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

美欧央行货币政策转向时机迫近将推动大宗商品开启新一轮景气周期。虽然数据显示通胀颇具黏性，3月美联储FOMC会议声明仍坚持“实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡”的判断，点阵图提示至2024年末基准利率将回落至4.5%~4.75%区间，即较当前基准下调75bp，或对应三次25bp降息行动。受制于经济低迷，欧洲央行亦可能于6月开启降息进程。对紧缩货币政策逐步松绑的预期刺激多数关键商品价格重拾涨势：2024年3月，LME铜、LME铝、布伦特原油期货均价较2023年11月美国通胀显著降温、市场情绪发生逆转时分别上涨6.1%、1.6%、2.9%。在美国经济软着陆甚至不着陆情景下，渐进宽松的金融环境将强化其增长韧性，叠加中国经济复苏步伐有所提速，非衰退环境下的降息浪潮为大宗商品价格上涨创造了得天独厚的条件。

美欧央行货币政策转向开启大宗商品景气周期



注：商品价格以2023年1月3日价格=100（为基准），其余时点价格已经指数化处理。
来源：Wind，惠誉博华

相较于多数金属品类，铜金属价格涨幅凌厉。至3月中旬，伦敦金属交易所（LME）与上海期货交易所铜期货价格已分别突破9,000美元/吨与73,000元/吨，（各）重返2023年一季度与2022年中高位。惠誉博华认为，本月铜价的超预期涨幅由供给端紧缩触发。基于国际铜业研究组织（ICSG）数据，2023年全球铜矿产量录得2,199万吨，同比微增0.2%，增幅明显低于该组织于

2023年4月与10月做出的3%、1.9%的预测。品位下降、成本提升、环保政策、劳工及政府关系紧张是导致主要矿山产量削减和（或）产量指引不断下修的关键原因。我们监测的13家核心铜矿企业2023年铜（矿石）产量合计1,191万吨（+3.2%），占全球铜矿产量的54.2%。除BHP、Codelco、紫金矿业、洛阳钼业、KGHM产量达成2023年初指引外，其余7家（不含未公布产量指引的Freeport-McMoran）矿企2023年矿石产量均不及预期，其中不乏如Teck Resources、First Quantum等指引达成率偏低的企业。与此同时，监测矿企（不含Freeport-McMoran）2024年铜（矿石）指引产量为986~1,045万吨，低于2023年1,000~1,066万吨的指引水平，矿端供给收缩预期被不断加强。

核心铜矿企业2023年铜（矿石）达产情况与2024年产量指引

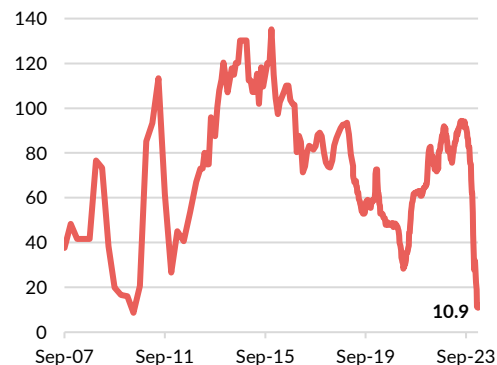
公司名称	总部所在国	产量			产量指引					
		2022A （万吨）	2023A （万吨）	YoY （%）	2023E（年初） （万吨）		指引达成率 （%）		2024E （万吨）	
					下限	上限	下限	上限	下限	上限
Freeport-McMoRan（自由港麦克莫兰）	美国	191.0	191.1	0.1	—	—	—	—	>186.0	>186.0
BHP（必和必拓）	澳大利亚	157.4	171.7	9.1	163.5	182.5	105.0	94.1	172	191
Codelco（智利国家铜业）	智利	155	142	-8.4	135	145	105.2	97.9	134	134
Glencore（嘉能可）	瑞士	106	101	-4.7	104	104	97.1	97.1	95	101
紫金矿业	中国	91	101	11.0	95	95	106.3	106.3	111	111
Southern Copper Corporation（南方铜业）	美国	89.5	91.1	1.8	92.6	92.6	98.4	98.4	93.6	93.6
Anglo American（英美资源）	英国	66.5	82.6	24.3	84	93	98.3	88.8	73	79
First Quantum（第一量子）	加拿大	77.6	70.8	-8.8	77	84	91.9	84.3	37	42
Antofagasta（安托法加斯塔）	英国	64.6	66.1	2.3	67	71	98.7	93.1	67	71
Rio Tinto（力拓）	英国	60.7	62.0	2.1	65	71	95.4	87.3	66	72
洛阳钼业	中国	27.7	42.0	51.6	38.4	44.7	109.4	94.0	52	57
KGHM（波兰矿业）	波兰	39.3	39.5	0.5	39	39	101.3	101.3	39.1	39.1
Teck Resources（泰克资源）	加拿大	27.1	29.7	9.6	39	44.5	76.2	66.7	46.5	54

注：红色标识代表2024年产量指引低于2023年指引水平，绿色标识代表2024年产量指引等于或高于2023年指引水平。
来源：各公司年报，公开资料，惠誉博华

矿石供给紧俏使得冶炼厂加工费加速探底。2024年3月下旬，中国铜冶炼厂现货粗炼费（精炼费）已坠落至10.9美元/干吨（1.09美分/磅），处于自2010年6月以来最低水平。大面积亏损迫使炼厂提前检修、主动减产。3月13日，中国有色金属工业协会组织召开铜冶炼企业座谈会，19家冶炼企业主要负责人到会参与讨论，就抑制产能过快增长、提高新建项目准入门槛、优化冶炼生

产节奏等紧迫议题达成一致，以共同促进矿石加工费重返合理区间。因中国拥有全球逾四成精炼铜产能，中国冶炼节奏的放缓必将加剧市场对铜供给短缺的担忧，这也是在矿端达产不及预期氛围下引发铜价快速上涨的导火索。

中国铜冶炼厂现货粗炼费处于2010年6月以来最低水平（美元/千吨）



来源: Wind, 惠誉博华

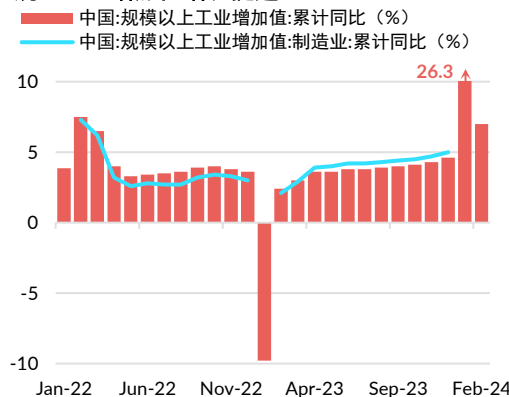
铜累库将打压价格上行动能(万吨)



来源: Wind, 上海期货交易所, 惠誉博华

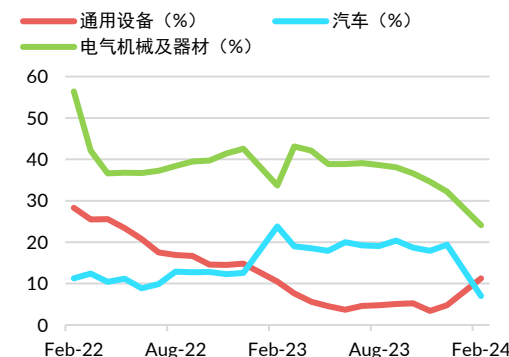
惠誉博华认为，3 月铜价的靓丽增长在很大程度上是市场对供给紧缩信号的应激反应。随着价格上扬引发下游观望意愿增强，铜价料将面临回调压力，特别是在库存不断累高下。上海期货交易所截至 3 月 22 日的阴极铜库存达 28.5 万吨，处于自 2022 年以来最高点位；SMM 截至 3 月 11 日的全国主流地区铜社会库存达 36.4 万吨，亦系自 2020 年 4 月以来的最高水平。虽然库存高企对铜价于短期内迭创新高形成掣肘，但我们仍就 2024 年铜价中枢上移持乐观态度，这主要是基于对终端需求增长将持续坚挺的判断。全球近六成的铜消费源自中国，而中国铜消费与低碳转型关系密切：电力行业铜耗量占比接近 50%，交通运输（汽车）行业铜耗量占比逾 10%，其余应用场景多为家用电器（通用设备）、机械电子等制造业，建筑业铜耗量比重则不足 10%。当前，以新能源为主体的新型电力系统建设方兴未艾，新能源汽车蓬勃发展；2023 年，规上制造业工业增加值（累计）增速不断提升且（自 4 月以来）持续超越全部规上工业增加值增长口径，重要细分领域，如电气机械及器材，固定资产投资完成额实现逾 30% 的高速增长。2024 年 3 月，中国政府印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，即将大规模开展以汽车、家电产品为代表的消费品以旧换新行动，这将为相关耗铜制造业延续 2023 年的高涨走势“火上浇油”。因此，终端需求保持旺盛是 2024 年铜价中枢上行的引擎，而前述的金融环境与供给格局则系铜价维持景气的重要支撑。

规上工业增加值增长提速



来源: Wind, 惠誉博华

主要耗铜制造业录得较快固定资产（累计）投资完成额增长



来源: Wind, 惠誉博华

铜价前景乐观与冶炼费深度低迷的分歧将使得中国铜企 2024 年盈利与财务灵活性表现分化加剧。深度整合矿山资源、矿石自给率高的企业可充分享受铜价走高带来的周期红利。紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业等矿山倚重型铜企 2023 年铜板块毛利率（除贸易铜后）多逾 40%，这一高盈利特征在 2024 年随着铜价走强料将得以强化。然而，更为专注于下游冶炼和（或）铜材制造而矿石资源匹配欠缺的铜企则可能挣扎于加工费低迷引发的业绩挑战，这对于其本已微薄的盈利更是雪上加霜。考虑到近年来全球铜矿投资规模不尽人意而难以大幅扩产，2024 年矿端紧张格局或扭转乏术，中国多数铜冶炼厂将面临加工费走低与加工量缩减的双重挑战，这将对财务灵活性与独立信用状况产生负面影响。

部分已完成年报披露的上市铜企 2023 年经营与财务业绩

公司简称	矿产铜 (万吨)	冶炼铜 (万吨)	矿产铜 / 冶炼铜 (%)	铜板块毛利率 (%)	EBITDA 利润率 (%)	净债务 / FFO (x)
江西铜业	20.2	209.7	9.6	2.3 (含贸易)	2.3	3.4
洛阳钼业	42.0		—	45.3	8.1	1.8
西部矿业	13.1	18.3	71.6	15.2 (含贸易)	17.9	2.6
紫金矿业	100.7	72.5	138.9	精矿: 59.5 / 冶炼: 3.1	14.4	3.3

注: 洛阳钼业未区分披露矿产铜与冶炼铜产量。

来源: 各公司年报, Wind, 惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。