

铜行业专题

复盘美联储降息周期的铜价

行业研究 · 专题报告
投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

◆ 铜价主要靠供需基本面驱动

- 铜价涨跌与美联储加息降息没有直接因果关系。很多情况下，美联储的利率决策是数据依赖型的，依赖于周度或月度的就业、通胀等经济数据，正常情况下的加息和降息路径都是渐进式的。不断的加息过程本身反映的就是就业数据强劲、通胀高企，属于经济景气周期，此时的铜价往往呈上涨态势。降息过程反映的是相反的情况，仅依靠单次或几次降息并不能马上扭转经济颓势，因此降息过程中铜价往往呈下跌趋势。
- 虽然从去年年中以来，铜价受美联储利率政策影响显著，但决定铜价运行重心的仍然是供需基本面。在2000-2003年的降息周期，铜价与利率水平变动亦步亦趋，但在后两次降息周期中则有所错位，如2008年和2019年开启降息周期后，铜价仍然运行坚挺甚至创新高，反映的是中国铜需求在2002年超过美国，并在2009年在全球占比超过30%之后，国内经济景气度对全球铜价的影响力在扩大。

◆ 降息不一定导致铜价大幅下跌

- 2007-2008年、2019-2020年降息周期，铜价出现大幅下跌，是因为发生了风险事件，即2008年的金融危机以及2020年的新冠疫情扩散。
- 2001-2003年、1990-1992年降息周期，铜价出现大幅下跌，是因为当时欧美发达经济体是全球铜需求的主力：1990年中国铜需求占全球仅6%，同期欧洲+美国占全球54%；2001年中国铜需求占全球15%，同期欧洲+美国占全球48%，因此铜价更多反映的是欧美经济基本面。到了2022年，中国铜需求已经占全球54%，即使考虑国内消耗的铜最终以电器、线缆等形式出口到国外，粗略假设这部分占国内需求1/3，则中国国内铜需求仍可占全球36%。国内铜需求的增长可以抵消大部分国外需求的减量。
- 随着全球铜矿山品位下滑，以及除开采外的其他成本增加，全球铜矿山成本重心长周期是上移趋势，2008年金融危机铜价触及75分位线，2015年大宗商品熊市底部触及75分位线，2020年一季度疫情扩散期间触及90分位线。2022年7月份美国通胀高企引发市场恐慌时，铜价跌至7000美元/吨，未触及到90分位线（6300美元/吨附近）。因此降息期间如果不发生大的风险事件，铜价很难深跌。

◆ 相关标的

- 回溯过去20多年，中资企业曾借助2008年金融危机以及2016年大宗商品熊市底部附近逆周期收购了一批优质铜矿项目，自此以后这类机会就比较少了，大型在产铜矿山更加稀缺。相关标的：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信。

◆ 风险提示

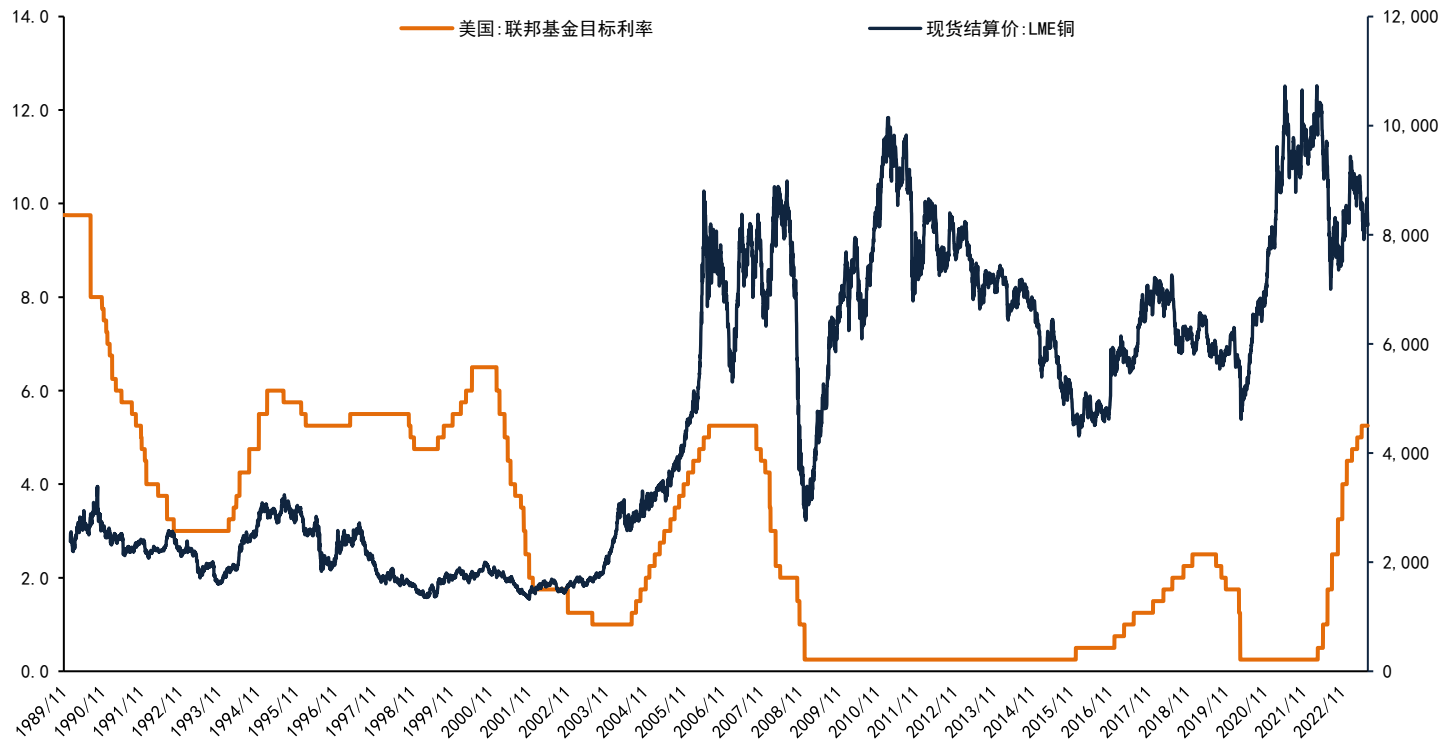
- 受美联储货币政策影响，加息时间更久、终端利率更高对大宗商品价格的抑制风险；欧美等发达经济体大幅衰退风险；能源、原材料价格大幅上行，导致相关上市公司成本抬升，盈利能力下降的风险。

1990年以来四次降息周期概览

◆ 1990年以来美联储四次降息周期

- 四次降息的时间周期呈缩短趋势，降息次数和降息幅度均逐渐减少，每一轮降息前的利率高点逐次下降。每轮降息周期时间呈缩短趋势，可能与每轮降息期间发生的事件有关，2007–2008年、2019–2020年降息周期分别发生了金融危机和新冠疫情扩散，为应对危机，美联储减少了降息间隔、增加了每次降息的幅度。
- 从大趋势看，加息周期对应铜价上涨，降息周期对应铜价下跌，但仅以这个规律无法指导中短期交易，因为每轮降息的背景不同，全球铜市场的供需基本面不同，铜价变动与利率变动往往有错位。考虑到资料可获得性，我们选择后三次降息周期来分析。

图：1990年以来美联储四次降息周期概览



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

表：美国联邦基金目标利率

时间区间	时长	降息次数	降息幅度
1990. 7–1992. 9	2年2个月	18	6. 75%
2001. 1–2003. 6	2年5个月	13	5. 50%
2007. 9–2008. 12	1年3个月	10	5. 00%
2019. 7–2020. 3	8个月	5	1. 25%

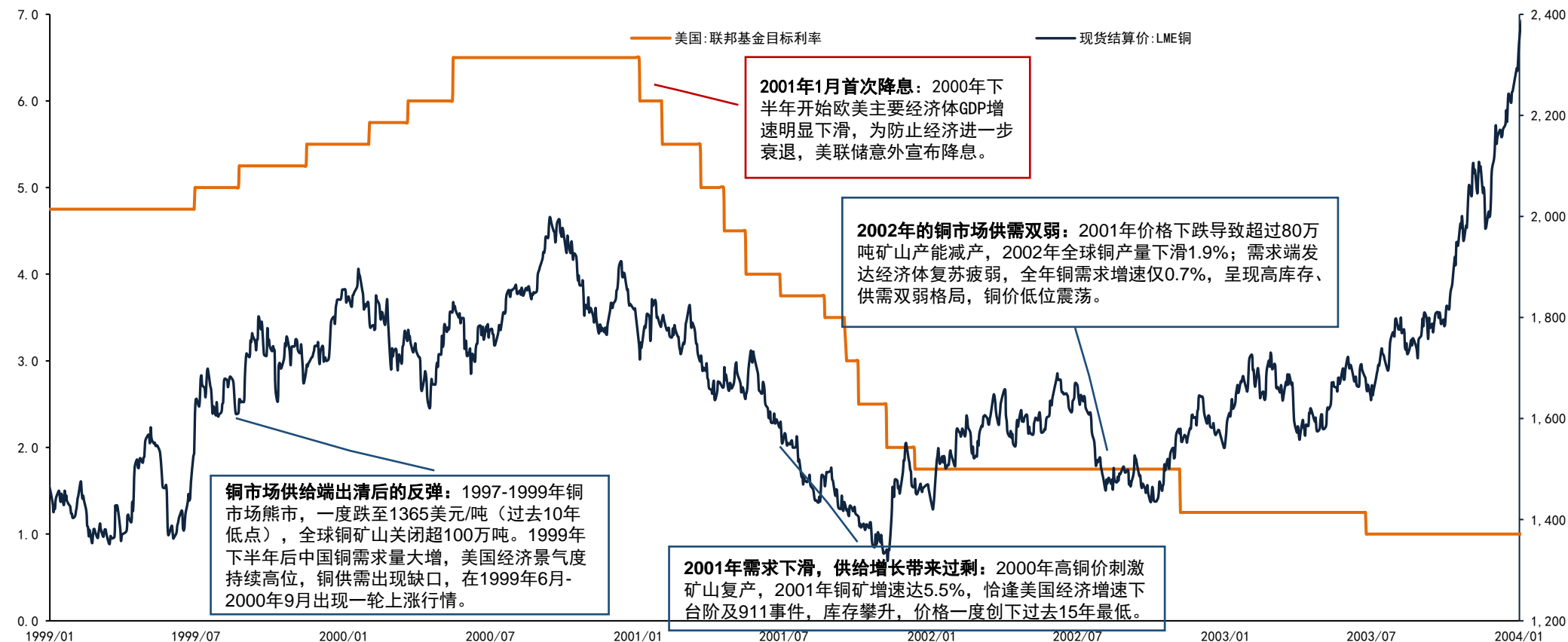
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

2001-2003年美联储降息

◆ 2001-2003年美联储降息：

- 2000年下半年开始，欧洲和美国的GDP增速开始显著下滑，随后进入长达3年的衰退周期。期间伴随有“911事件”、美国知名上市公司财务造假、伊拉克战争等事件。
- 在此期间，2001年全球铜供需格局最差，供应端受上一年高价格刺激增长，需求端快速回落，供应过剩，库存大幅累积，铜价大幅跌至过去15年最低点。随后在2002-2003年铜供给端因亏损收缩，需求端经历2002年弱复苏后，迎来2003年发达经济体和新兴经济体同时复苏，尤其是中国的大宗需求爆发，供需大幅好转，铜价开启了一轮牛市，直到2008年金融危机。

图：2001-2003年美联储降息



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

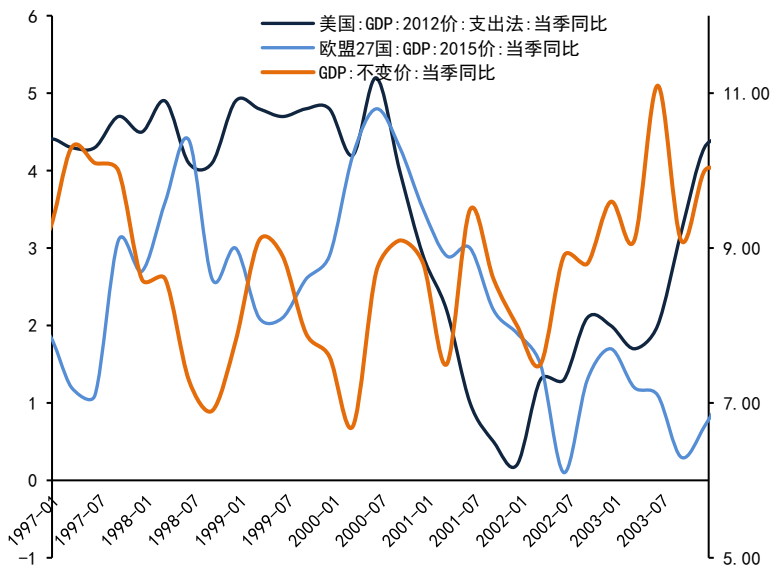
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

降息期间的铜基本面

◆ 2001-2003年美联储降息的铜基本面

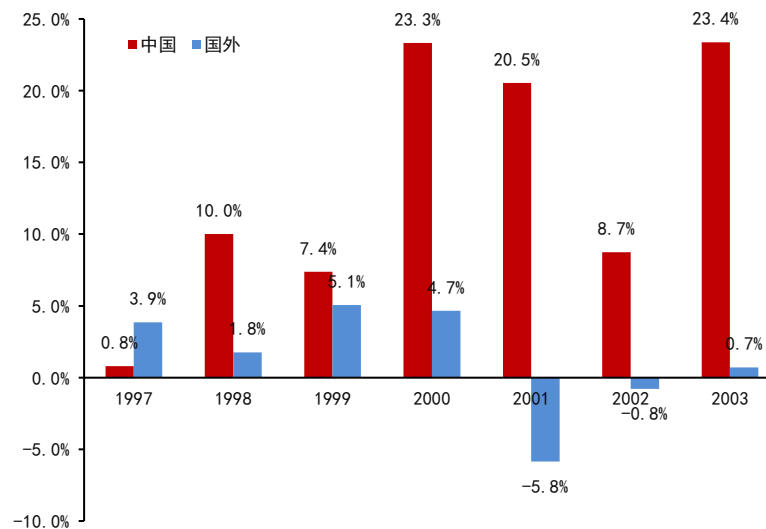
- 2000年中国铜需求仅占全球12%，其他亚洲国家占24%，欧洲占31%，美国占20%。中国铜需求虽然增速快，但基数低，对全球铜需求的影响比较小。但2000年以后中国铜需求的变化开始显著影响全球供需平衡。
- 2001-2003年全球铜市场总体是过剩的，2001年过剩最严重，达到87万吨，是由于欧美经济增速显著下滑，而前一年的高铜价刺激了供给端释放所致；2002年欧美经济弱复苏，铜价低位震荡，2003年下半年开始全球经济增速显著好转，而供给端受低铜价影响没有明显释放产量，开始出现缺口，供需缺口在2004年进一步放大到100万吨以上。

图：国内外部分经济体GDP增速（%）



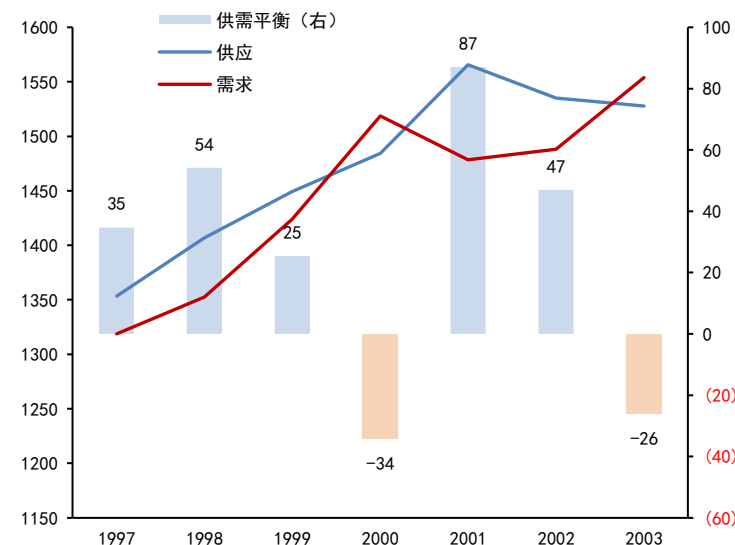
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：国内外铜需求变化



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：全球铜供需平衡（万吨）



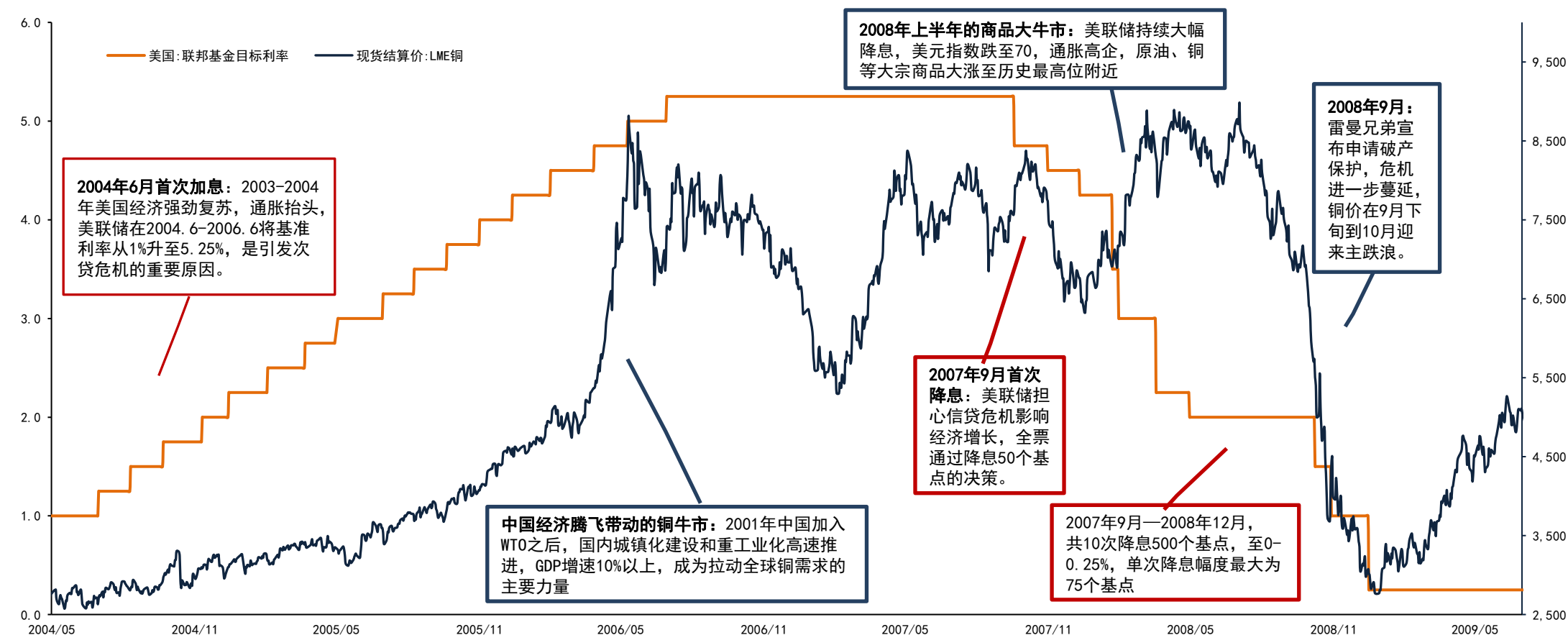
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

2007-2008年美联储降息

◆ 2007-2008年美联储降息：工业品牛市尾声的降息

- 2001年中国加入WTO后，以及国内城镇化建设和重工业化建设，对大宗商品需求大增，恰逢欧美主要经济体在2003年后复苏，形成共振，铜价迎来一轮长时间的上涨行情。
- 2007年2月开始，国外多家金融机构公告因美国房地产次级抵押贷款业务而遭受巨大损失，美联储通过向金融系统注资等多种方式挽救次贷危机，并在2007年9月首次降息50BP。

图：2007-2008年美联储降息



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

此次降息期间的铜基本面：中国需求爆发推动的牛市

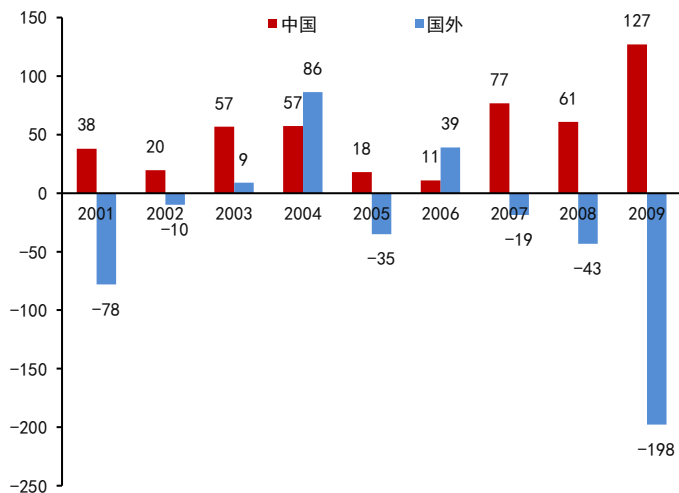
◆ 2007-2008年美联储降息时的铜基本面：讲中国需求的故事

- 2000年的时候，中国铜需求仅占全球12%，欧洲占31%，美国占20%。到了2010年，中国铜需求占全球达到38%，欧洲占20%，美国占9%。在此期间，中国引领了全球铜需求扩张，如左图所示。尤其在2008年和2009年，国外经济体遭受金融危机冲击，铜需求大幅缩水时，国内铜需求仍在稳步增长。
- 2003-2007年中国对大宗商品的需求爆发，恰逢欧美经济强劲复苏：如中图所示，欧美国家经济在2003年下半年开始复苏，中国GDP增速也稳步站在10%以上，需求端的爆发，是构成这一轮牛市的基础。

◆ 供需持续存在缺口，库存下降，期货结构强

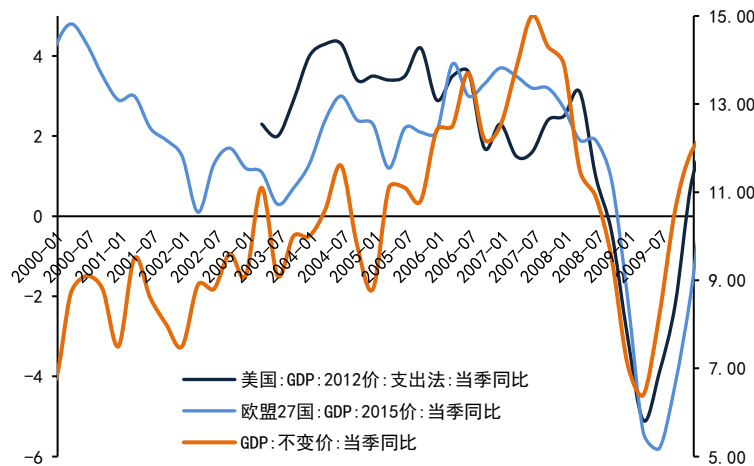
- 2003-2007年，全球精炼铜供需缺口总共达到137万吨，全球铜库存持续维持在低位，伦敦铜期货合约很多时候呈现了较大的BACK结构。

图：国内外铜需求变化YOY（万吨）



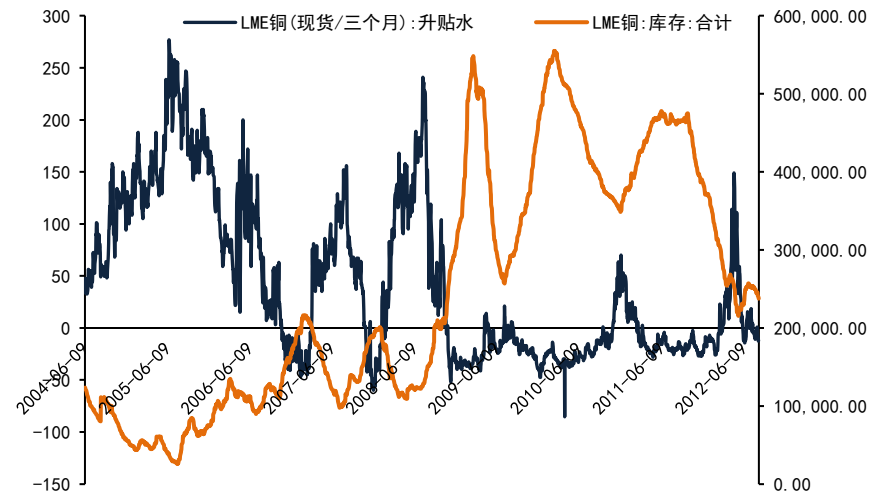
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：部分经济体GDP增速（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：低库存+高升贴水



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

2019-2020年美联储降息

◆ 2019-2020年美联储降息：

- 2016年-2019年是一轮包括铜在内的大宗商品牛市，在此之前的2012-2015年，全球大宗商品持续阴跌长达4年，到了2015年底，铜价跌至铜矿山75%成本分位线，部分高成本矿山减产、停产，供给端出清。需求端，2017-2018年欧美发达经济体增长强劲，新兴国家经济增速企稳，拉动铜的需求。这是2016-2018年铜价上涨的基础。
- 2018年中美贸易摩擦始于3月份并不断扩大化，6月15日特朗普宣布对来自中国500亿美元商品加征25%关税后，铜价随即暴跌。2019年一季度铜价反弹主因中美贸易摩擦缓和以及美联储货币政策转向。随后主要经济体增速继续下滑，铜价持续低迷，直到2020年一季度新冠疫情蔓延引发铜价暴跌。

图：2019-2020年美联储降息



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

此次降息期间的铜基本面：短缺市场，需求走弱

◆ 2018-2019年全球铜市场：供需有缺口+去库存，但需求增速在2018年H1见顶

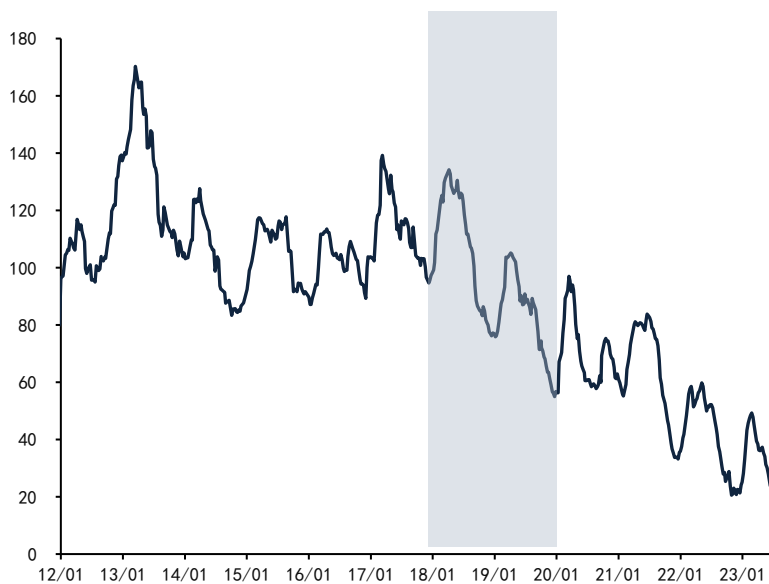
- 2017-2018H1是中国及欧美发达国家经济共振上行阶段，随后在2018年Q2拐头向下。反映到铜的平衡表，2018年是“供给增速正常+需求增速高”，2019年则是“供需双弱”。由于存在供需缺口，2018年和2019年全球铜库存持续下降。但随着2018年Q2之后全球经济增速下滑及中美贸易摩擦升级，普遍担忧铜的需求端，因此铜价在2018年Q2之后也拐头向下，再次说明了工业品“需求决定价格方向，供给决定价格弹性”的特点。
- 2019年虽然在降息，但降息的原因是美联储观察到经济增长动能走弱、贸易摩擦的不确定性以及通胀偏弱，这些因素对于工业品价格本身就是利空，且美联储的降息节奏并未超出市场预期，因此降息过程中铜价持续阴跌。

表：2018-2019全球精铜供需平衡表（万吨）

	精铜产量	产量增速	精铜需求量	需求量增速	供需平衡
2018Q1	593	3.1%	539	2.6%	54
2018Q2	584	1.6%	624	4.2%	-40
2018Q3	581	0.3%	619	2.2%	-37
2018Q4	596	3.7%	587	2.2%	9
2018年	2355	2.2%	2369	2.8%	-14
2019Q1	582	-1.8%	530	-1.6%	52
2019Q2	583	-0.2%	608	-2.6%	-24
2019Q3	591	1.6%	620	0.2%	-29
2019Q4	592	-0.6%	608	3.5%	-16
2019年	2348	-0.3%	2366	-0.1%	-18

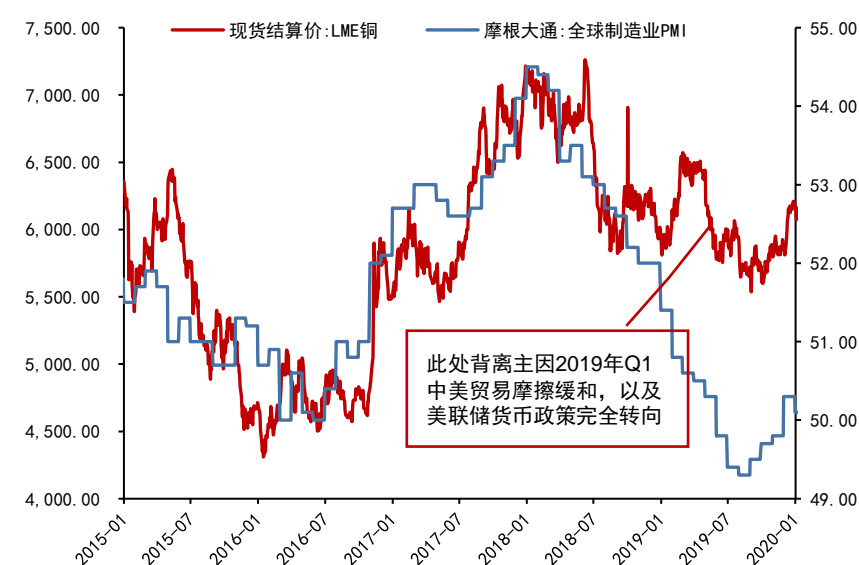
数据来源：Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

图：全球铜显性库存（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：铜价与制造业PMI走势高度吻合

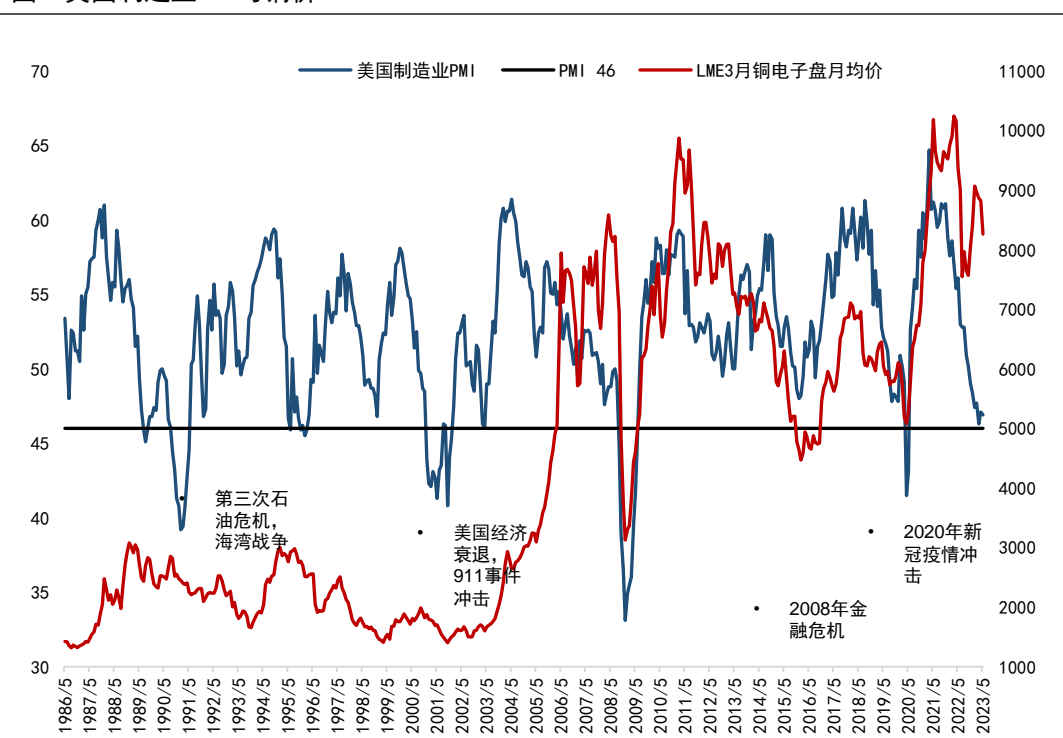


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

总结1：铜价主要靠供需基本面驱动

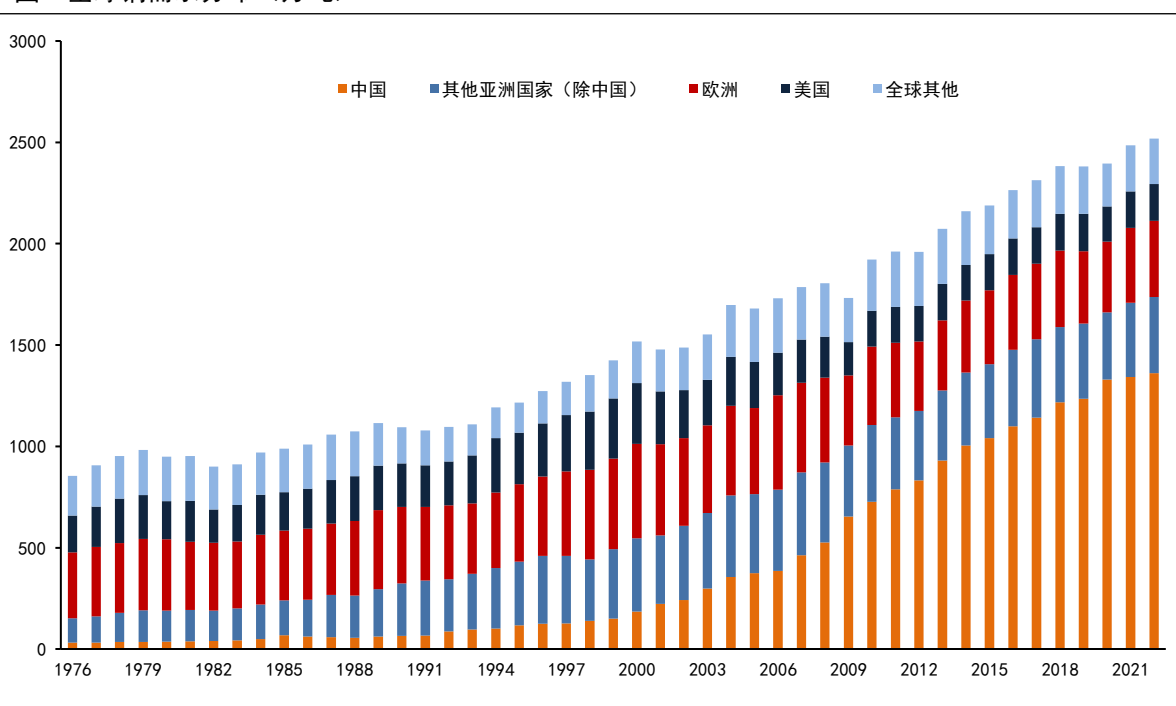
- 铜价涨跌与美联储加息降息没有直接因果关系。很多情况下，美联储的利率决策是数据依赖型的，依赖于周度或月度的就业、通胀等经济数据，正常情况下的加息和降息路径都是渐进式的。不断的加息过程本身反映的就是就业数据强劲、通胀高企，属于经济景气周期，此时的铜价往往呈上涨态势。降息过程反映的是相反的情况，仅依靠单次或几次降息并不能马上扭转经济颓势，因此降息过程中铜价往往呈下跌趋势。
- 虽然从去年年中以来，铜价受美联储利率政策影响显著，但决定铜价运行重心的仍然是供需基本面。在2000-2003年的降息周期，铜价与利率水平变动亦步亦趋。但在后两次降息周期中则有所错位，如2008年和2019年开启降息周期后，铜价仍然运行坚挺甚至创新高，反映的是中国铜需求在2002年超过美国，并在2009年在全球占比超过30%之后，国内经济景气度对全球铜价的影响力在扩大。

图：美国制造业PMI与铜价



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图：全球铜需求分布（万吨）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

总结2：降息不一定导致铜价大幅下跌

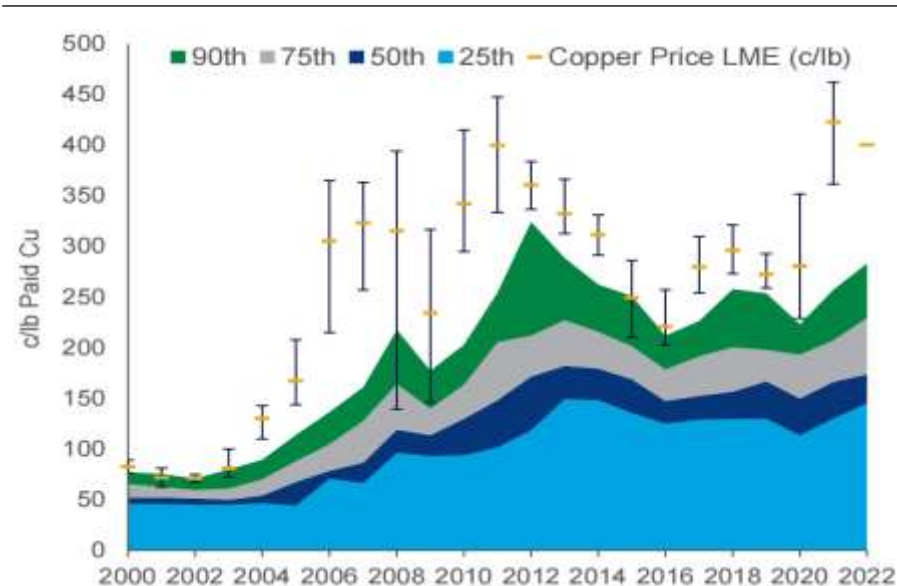
- 2007–2008年、2019–2020年降息周期，铜价出现大幅下跌，是因为发生了风险事件，即2008年的金融危机以及2020年的新冠疫情扩散。
- 2001–2003年、1990–1992年降息周期，铜价出现大幅下跌，是因为当时欧美发达经济体是全球铜需求的主力：1990年中国铜需求占全球仅6%，同期欧洲+美国占全球54%；2001年中国铜需求占全球15%，同期欧洲+美国占全球48%，因此铜价更多反映的是欧美经济基本面。到了2022年，中国铜需求已经占全球54%，即使考虑国内消耗的铜最终以电器、线缆等形式出口到国外，粗略假设这部分占国内需求1/3，则中国国内铜需求仍可占全球36%。国内铜需求的增长可以抵消大部分国外需求的减量。
- 随着全球铜矿山品位下滑，以及除开采外的其他成本增加，全球铜矿山成本重心长周期是上移趋势，2008年金融危机铜价触及75分位线，2015年大宗商品熊市底部触及75分位线，2020年一季度疫情扩散期间触及90分位线。2022年7月份美国通胀高企引发市场恐慌时，铜价跌至7000美元/吨，未触及到90分位线（6300美元/吨附近）。因此降息期间如果不发生大的风险事件，铜价很难深跌。

图：四轮降息周期的金铜比价



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：全球铜矿山成本分位（C1成本+维持开支）



资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

总结3：铜价运行重心上移，反映的是资源稀缺性

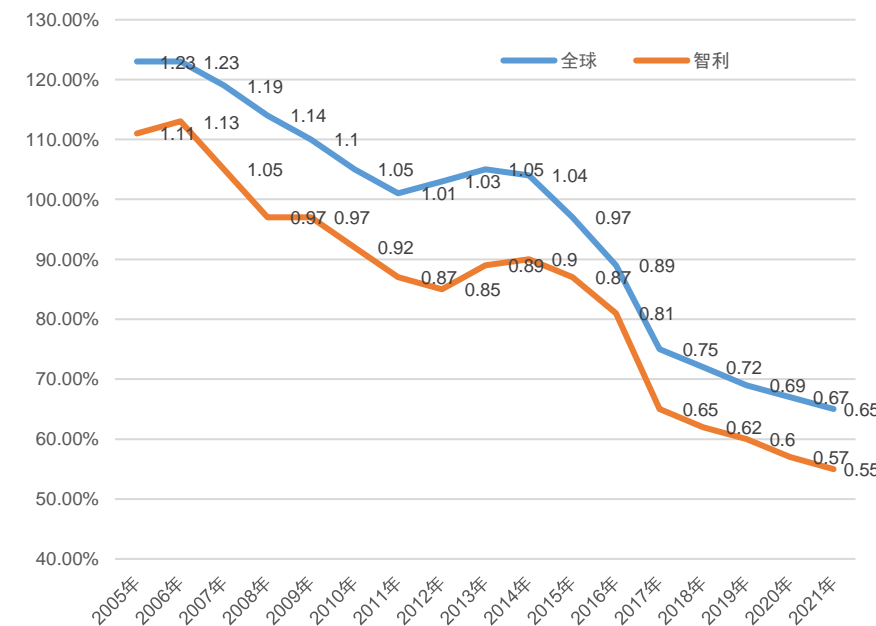
- 铜价底部和运行重心上移是趋势：1999-2002年熊市的底部区间是1300-1400美元/吨，2008年金融危机铜价底部是2700美元/吨，2015年全球大宗商品熊市底部是4300美元/吨，2020年3月新冠疫情扩散引起恐慌时的铜价底部是4700美元/吨。
- 与铝对比，凸显铜的资源稀缺性。铝是资源瓶颈极小的大宗商品，铜的静态可采年限在40年左右，铝在100年以上。铜矿占金属铜的价值量在90%附近，铝土矿占金属铝的价值量在10%附近。铜的价值量主要在矿端，铝的价值量主要体现在冶炼端，因此铜是资源属性的商品，铝是能源属性的商品。
- 在本世纪初的几年，铜和铝的价格非常接近甚至一度等同，但近些年来铜铝比价基本在3倍以上。随着全球铜矿山品位下滑，成本曲线整体上移，反映的是铜矿资源的稀缺性逐渐显现，价格底部在逐渐抬升。

图：铜和铝的价格变动（美元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：全球铜矿山品位下滑



资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

相关标的

◆ 股票价格往往先于商品价格触底反弹

- 虽然当前工业金属需求预期较弱，但铜在未来2-3年并没有大幅过剩预期，金属价格没有必要跌至矿山大面积亏损，当前工业金属价格可能离底部已经不远。我们复盘大宗商品价格与相关上市公司标的股价走势，上涨趋势中，股价往往先于商品价格见顶；下跌趋势中，股价往往先于商品价格触底反弹，如2008年四季度、2015年年底、2020年3月份，股价往往领先于商品价格，率先反弹。

◆ 大型的在产铜矿山稀缺性凸显

- 回溯过去20多年，中资企业曾借助2008年金融危机以及2016年大宗商品熊市底部附近逆周期收购了一批优质铜矿项目，自此以后这类机会就比较少了，大型在产铜矿山更加稀缺。相关标的：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信。

◆ 全球范围内拥有一批世界级高品质矿产资源，快速成长为金属矿业行业全球化企业

- 紫金矿业在全球范围内从事铜、金、锌等基本金属矿产资源和新能源矿产资源勘查与开发，适度延伸冶炼加工及贸易金融等业务，拥有较为完整的产业链。公司在全球运营超30家主力矿山项目和一批世界级增量项目，均以自主设计、建设、运营、管理为主，形成高效率、高效益和低成本的“紫金模式”，其中境外项目布局国家达到15个。
- 公司拥有雄厚的资源储备，铜资源量7372万吨，金资源量3117吨，锌(铅)资源量1118万吨，碳酸锂当量1215万吨，其中铜矿权益储量相当于中国总储量92%左右，金矿权益储量相当于中国总储量40%左右。近年来，公司铜矿产能呈现爆发式增长态势，金矿产能持续提升，锌矿具备国内领先优势，且碳酸锂产能有望在较短时间内建成投产，多品种组合可有效抵御不同金属价格轮动的风险。

◆ 核心矿产品产量

- 2022年，公司矿产金产量56.4吨，同比+18.76%；矿产铜产量87.7万吨(包含卡莫阿权益产量15.0万吨)，同比+48.72%，公司新增矿产铜约29万吨，增量贡献约占全球当年净增量的40%，成为全球主要铜企矿产铜增长最多的公司；矿产锌产量40.2万吨，同比+1.48%；矿产银产量387.5吨，同比+25.47%。公司成长为全球第6大铜生产企业，全球第9大金生产企业，全球第4大铅锌生产企业。

◆ 逆周期并购发力，连续并购助力中长期成长性

- 逆周期并购是公司一以贯之的核心发展战略，2022年公司频频出手收购多个项目：①收购新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿；②收购山东海域金矿30%权益；③收购苏里南Rosebel金矿项目；④收购安徽沙坪沟钼矿；四个并购项目的对价合计达到约130亿元人民币。

◆ 公司年初发布三年(2023-2025年)规划和2030年发展目标纲要。

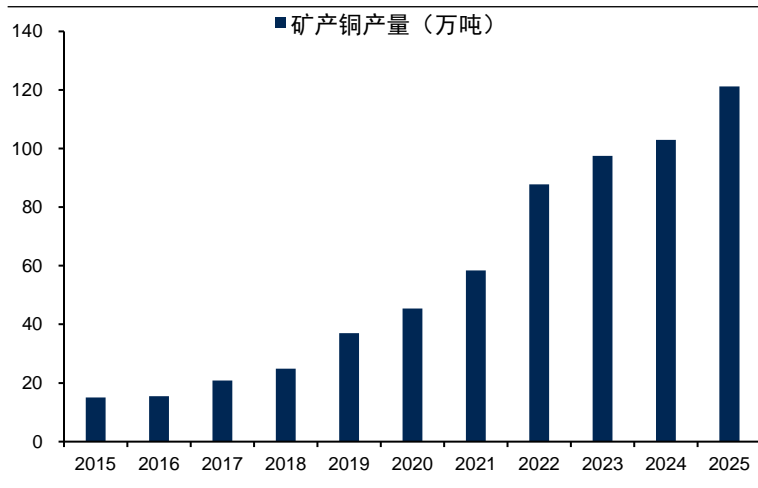
- 2023-2025年部分矿种主要产量规划目标：矿产铜2023年产量95万吨，同比+10.5%，2025年产量117万吨，年复合增长约11%；矿产金2023年产量72吨，同比+28.6%，2025年产量90吨，年复合增长约17%；碳酸锂2023年产量0.3万吨，2025年产量将达到12万吨。

◆ 锂资源布局异军突起，“两湖一矿”格局形成

- 公司于2021年10月收购阿根廷3Q锂盐湖项目，总资源量约763万吨LCE；项目一期年产2万吨电池级碳酸锂项目预计将于2023年底建成投产。
 - 公司于2022年4月收购西藏拉果错锂盐湖70%股权，该盐湖碳酸锂备案资源量约216万吨；项目一期年产2万吨电池级氢氧化锂项目预计将于2023年底建成投产。
 - 公司于2022年6月收购湖南厚道矿业，获得湖南道县湘源铷锂多金属矿，项目一期30万吨/年已建成投产，项目二期500万吨/年工程正积极推进。
- 综上，公司所控制的“两湖一矿”资源量已超过1000万吨LCE，远景规划的年产能有望达到12-15万吨LCE。

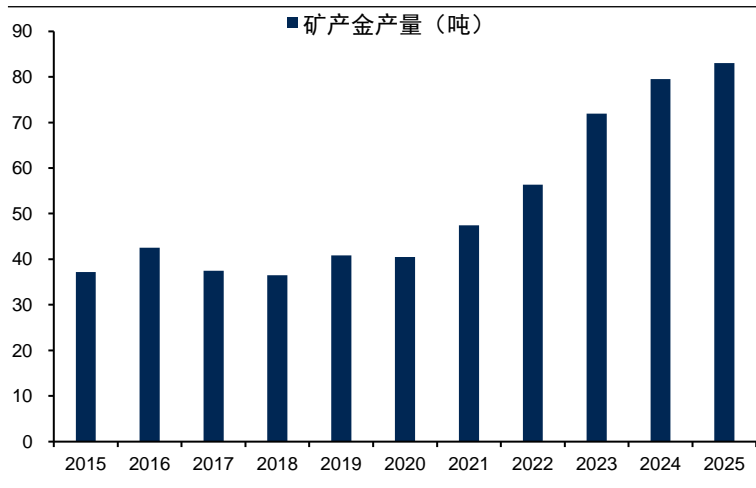
紫金矿业核心矿产品的产量及预测

图：公司矿产铜产量及预测



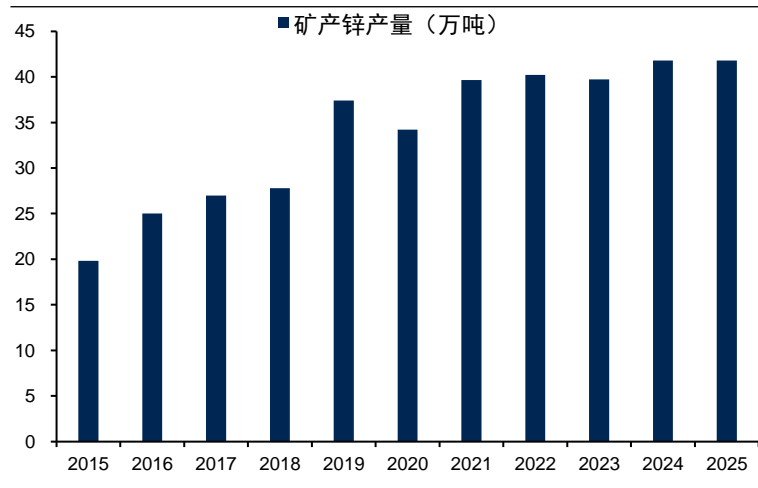
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司矿产金产量及预测



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司矿产锌产量及预测



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 公司铜矿权益资源量7372万吨，权益储量3209万吨，相当于中国铜矿储量(3494.79万吨)的92%。公司是中国最大的矿产铜生产企业，也是全球头部铜矿生产企业中增长最多、最快的企业。

◆ 2021年以刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿、塞尔维亚佩吉铜矿、西藏巨龙铜矿三大世界级铜矿相继建成投产，未来仍具有极大的扩产潜能，使公司铜矿产能呈现爆发式增长态势。其中，刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿二期工程及部分三期工程有望新增年12万吨权益铜金属产能；西藏巨龙铜矿二期工程有望新增年20万吨铜金属产能。

◆ 公司加快大规模地下开采崩落法项目工程建设，黑龙江铜山铜矿、福建紫金山罗卜岭铜(钼)矿、塞尔维亚博尔铜业JM铜矿、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿下带矿等4个地下大型斑岩型矿床崩落法采矿的实施，有望形成年20万吨以上铜金属产能。

◆ 公司金矿权益资源量3117吨，权益储量1191吨，相当于中国金矿储量(2964.37吨)的40%。公司是中国最大的矿产金上市公司，2022年矿产金产量相当于国内总产量(295.4吨)的19%。

◆ 考虑到公司持续发力，并购多项金矿项目，公司黄金资源总量将达到约3000吨。

◆ 公司完成系列金矿项目的并购之后，预计将新增：

- ① 新疆萨瓦亚尔顿金矿70%股权，规划年产金产能约2.76吨；
- ② 山东海域金矿30%股权，规划年产金产能15-20吨，预计将于2025年投产，公司将新增5-6吨黄金权益产量；
- ③ 苏里南Rosebel金矿95%股权，在产，年产金能达8吨以上；
- ④ 招金矿业20%股权，按照招金矿业目前年产金产能20吨来测算，公司权益产能可以再增加4吨左右。

◆ 公司锌(铅)矿权益资源量1118万吨，权益储量480万吨，相当于中国锌(铅)矿总储量(4422.90万吨)的11%。公司是中国最大的矿产锌生产企业，2022年矿产锌产量相当于国内总产量(310.3万吨)的13%。

◆ 公司矿产锌始终保持国内领先优势。未来增量部分主要体现在紫金矿业乌拉根铅锌矿改扩建工程、俄罗斯图瓦龙兴由露采转入地采之后产能爬坡等。

	2022年	2023年	2025年	年复合增长率
矿产铜/万吨	88*	95	117	11%
矿产金/吨	56	72	90	17%
矿产锌(铅)/万吨	44	45	48	3%
矿产银/吨	387	390	450	5%
钼酸锂/万吨	-	0.3	12	/
矿产钨/万吨	0.4	0.6	1.6	59%

* 上述为公司持有艾芬豪矿业13.55%股权部分所对应的权益

洛阳钼业-拥有全球顶级铜钴矿山



◆ 逆周期扩张，深耕海外矿山资源市场

- 公司在2013年出资8.2亿美元收购澳大利亚北帕克斯铜金矿80%矿权，尤其是2015年之后在大宗商品5年熊市底部逆周期发力，2016年以15亿美元收购英美资源的巴西铌磷板块，2016和2017年先后以总共37.86亿美元收购Tenke Fungurume铜钴矿80%矿权，成为了真正的国际化矿业集团。
- 2018年出资5.18亿美元收购IXM 100%股权，实现了向金属贸易业务的延伸，2019年参股华越镍钴30%股权，初步布局新能源金属镍，2020年以5.5亿美元获得Kisanfu铜钴矿95%矿权，并于2021年与邦普时代签订框架协议，邦普时代以1.375亿美元获得KFM控股25%的股权。

表：公司自有矿山汇总

矿山名称	主要品种	资源量				储量			矿石处理量（百万吨）	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期		
		矿石量 （百万吨）	品位 （%）	金属量 （万吨）	矿石量 （百万吨）	品位 （%）	金属量 （万吨）						
三道庄钨钼矿	钼	412.18	0.102	42.04	202.53	0.106	21.47	4.5	7.3年	12年			
	钨	412.18	0.095	39.16	202.53	0.126	25.52						
上房沟钼矿	钼	451.39	0.139	62.74	32.96	0.191	6.3						
	铁	22.75	19.01	432.48	1.345	30.01	40.36						
新疆钼矿	钼	441	0.115	50.71	141.58	0.139	19.68	\	38年	23年			
NPM铜金矿	铜	249.4	0.55	161.92	31.5	0.48	15.12	6.84	18.4年	7-15年			
	金	249.4	0.24g/t	5.99吨	31.5	0.28g/t	0.88吨						
	银	249.4	2.01g/t	50.13吨	31.5	1.56g/t	4.91吨						
TFM铜钴矿	铜	845.2	2.90	2451.08	170.10	2.06	350.41	6.67	25.5年	4-13年			
	钴	845.2	0.29	245.11	170.10	0.29	49.33						
巴西矿区一	铌	137.41	1.05	144.28	42.92	0.96	41.20	2.17	19.8年	无到期日			
巴西矿区二	铌	429.22	0.23	98.72	176.75	0.23	40.65	5.26	33.6年	无到期日			
	磷	429.22	11.60	4978.95	176.75	12.65	2235.89						
KFM铜钴矿	铜	365	1.72	627.80	\	\	\	\	\	25年			
	钴	365	0.85	310.25	\	\	\	\	\				

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

洛阳钼业-重点项目加速推进，迎来产量释放期

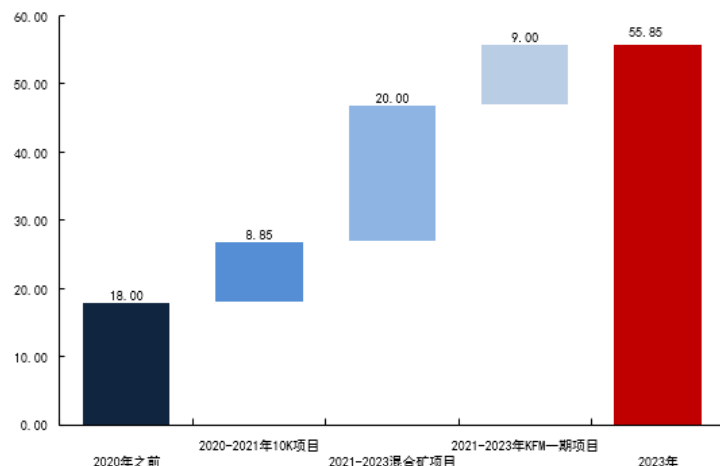
◆ TFM混合矿项目和KFM项目即将放量

- 过去几年是公司的项目建设年，主要发力TFM混合矿项目及开发KFM项目。年内两个项目先后投产，预计两个项目达产后，TFM铜钴矿将增加铜年均产量20万吨、钴年均产量1.7万吨，KFM将增加铜年均产量9万吨、钴年均产量3万吨，公司铜钴产能将实现大幅度提升。待TFM混合矿项目以及KFM项目投产并完全达产后，洛阳钼业钴产能将超过7万吨，助推公司成为全球最大的钴生产商。

◆ TFM权益金达成共识，为公司在刚果（金）长远发展作铺垫

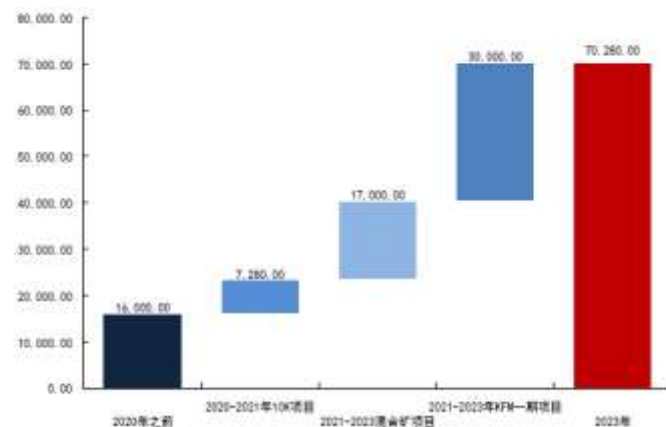
- 由于权益金谈判问题，公司位于刚果金的矿山铜、钴产品从下半年开始销量显著低于产量，2022年全年TFM铜产量25.4万吨，销量仅13万吨，TFM钴产量2.03万吨，销量仅1.26万吨，并在年末形成13.6万吨铜库存和1.1万吨钴库存。
- 今年4月18日，洛阳钼业与刚果（金）国家矿业公司（Gécamines）就TFM权益金问题达成共识，为公司重点项目放量扫清障碍，TFM生产的铜产品及累积的库存已恢复正常发运。

图：公司在刚果（金）铜扩产规划（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司在刚果（金）钴扩产规划（吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 矿山服务做大做精

• 矿山服务行业市场空间巨大，公司凭借技术优势以及优秀的服务表现，得到了国际大型矿业公司的广泛认可，海外业务进一步扩展。公司深耕大型矿山开发服务优质赛道，形成了独特的技术优势，在深度资源开发和自然崩落法等方面处于国内行业前列。同时，公司战略规划清晰，明确以“大市场、大业主、大项目”为市场策略，形成客户黏性。未来，公司在矿山服务领域的高增速或可持续。

◆ 铜矿和磷矿资源可期

• 矿山资源前景广阔。近年公司先后并购了刚果（金）Dikulushi铜矿、刚果（金）Lonshi铜矿、两岔河磷矿，参股Cordoba矿业公司，目前已拥有资源储量铜106万吨，银249吨，金7吨，磷矿石1920万吨（品位32.65%）。铜矿方面，Dikulushi项目2022年计划生产铜精矿含铜（当量）约5000吨，完全达产后可提升至1万吨。Lonshi铜矿预计2023年底建成投产，项目达产后年产约4万吨铜，目前进展顺利。磷矿方面，公司持股90%的两岔河磷矿计划采用分区地下开采，其中南部采区年生产规模30万吨，建设期1年；北部采区生产规模50万吨，建设期3年。资源板块的发展为公司打造第二成长曲线，公司业绩弹性可期。

表：公司铜矿产销量预估（万吨）

铜矿，万吨	权益	采矿权	品位	权益储量	销量2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Dikulushi铜矿	100%	PE606	6.31	7.14		0	1	1	1
		PE13085	1.63	0.94					
Lonshi铜矿	100%	PE13093	2.74	87.14		0	0	4	4
San Matias铜金矿	20%		0.45	10.36					
铜矿合计				95.22		0	1	5	5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：公司磷矿业务盈利预测

磷矿	品位	权益储量	2023E	2024E	2025E
两岔河磷矿，万吨	32.65	627	20	30	80
价格，元/吨			800	800	800
成本，元/吨			200	200	200
营业收入，百万元			160	240	640
营业成本，百万元			40	60	160
毛利，百万元			120	180	480
毛利率，%			75%	75%	75%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 股票价格往往先于商品价格触底反弹

- 虽然当前工业金属需求预期较弱，但铜在未来2-3年并没有大幅过剩预期，金属价格没有必要跌至矿山大面积亏损，当前工业金属价格可能离底部已经不远。我们复盘大宗商品价格与相关上市公司标的股价走势，上涨趋势中，股价往往先于商品价格见顶；下跌趋势中，股价往往先于商品价格触底反弹，如2008年四季度、2015年年底、2020年3月份，股价往往领先于商品价格，率先反弹。

◆ 大型的在产铜矿山稀缺性凸显

- 回溯过去20多年，中资企业曾借助2008年金融危机以及2016年大宗商品熊市底部附近逆周期收购了一批优质铜矿项目，自此以后这类机会就比较少了，大型在产铜矿山更加稀缺。相关标的：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信。

表：相对估值												
简称		股价（6月30日）	EPS				PE				总市值（百万元）	投资评级
			2022	2023E	2024E	2025	2022	2023E	2024E	2025E		
601899.SH	紫金矿业	11.37	0.76	0.91	1.10	1.45	15.0	12.5	10.3	7.8	294,932	买入
603993.SH	洛阳钼业	5.33	0.28	0.51	0.66	0.67	19.0	10.5	8.1	8.0	109,028	买入
603979.SH	金诚信	31.10	1.01	1.66	3.16	3.89	30.8	18.7	9.8	8.0	18,726	买入
数据来源：iFinD、国信证券经济研究所预测												

- ◆ 地产链后周期复苏偏弱，对工业金属需求不及预期的风险；
- ◆ 受美联储货币政策影响，加息时间更久、终端利率更高对大宗商品价格的抑制风险；
- ◆ 欧美等发达经济体大幅衰退风险；
- ◆ 能源、原材料价格大幅上行，导致相关上市公司成本抬升，盈利能力下降的风险。

免责声明



国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032