

供应端成本支撑，铜价走强的概率较大

兴证期货·研发中心

2019年11月04日 星期一

有色研究团队

孙二春

从业资格编号:F3004203

咨询资格编号:Z0012934

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

截至10月31日，伦铜收于5806美元/吨，月涨幅1.65%，沪铜主力CU1912收于47330元/吨，月涨幅0.11%，铜价维持区间震荡。

● 后市展望及策略建议

1. 铜矿相对短缺的状态延续，TC维持低位，供应端对铜价有一定支撑。铜矿产量增速快速下滑，根据我们对全球主要20家矿企2019年铜矿产量最新预期来看，铜矿产量已经负增长(-0.12万吨)，远远低于2018年实际4.51%的增速。三季度，已公布的13大矿企铜矿产量微幅正增长0.09%，但由于Codelco本年产量受罢工、矿石品位下滑等因素影响较大，我们预计三季度前15大矿企产量大概率仍是负增长。国内冶炼产能2019年有60万吨粗炼产能投放，铜矿加工费TC下滑至60美元/吨以下，部分国内中小冶炼厂经营压力较大，随着冶炼亏损发酵，铜矿紧缺对精铜供应的冲击可能在后期会逐步体现出来，供应端对铜价有一定支撑。

2. 国内外制造业表现不佳，铜消费难有明显回升。国内铜下游各消费终端行业整体表现不佳，铜消费最大头电网投资前9月负增长-12.5%，汽车产量维持负增长。空调领域同样表现不佳，1-9月国内家用空调产量负增长-0.97%。海外方面，主要发达国家制造业表现低迷，难以驱动全球铜消费回暖。结合海内外实体经济情况来看，目前铜消费难有明显回升。

3. 全球铜显性库存处于季节性低位。截至2019年11月01日，三大交易所叠加保税区库存仅为68.51万吨，同比2018年减少18.89万吨，全球铜显性库存处于绝对低位。

铜供需双弱的基本面格局延续。供应端，铜矿供应负增长，国内部分冶炼厂生产经营压力较大，或将逐步对精铜供应形成冲击。需求端，海内外国家实体经济表现不佳，难以驱动全球铜消费回暖。

展望后期，我们认为，随着近期铜矿端干扰因素增多，铜矿相对短缺的状态将延续，叠加部分小矿山及冶炼厂生产亏损，成本端对铜价有一定支撑，后期一旦冶炼厂亏损减产发酵，铜价走强的概率较大。

我们维持对未来几个月铜价的判断：[45500，50000]。

● 风险提示：

1. 中美贸易摩擦再起波澜；
2. 国际宏观货币层面风险加大，打压铜金融投机属性；
3. 中国宏观经济超预期下滑。

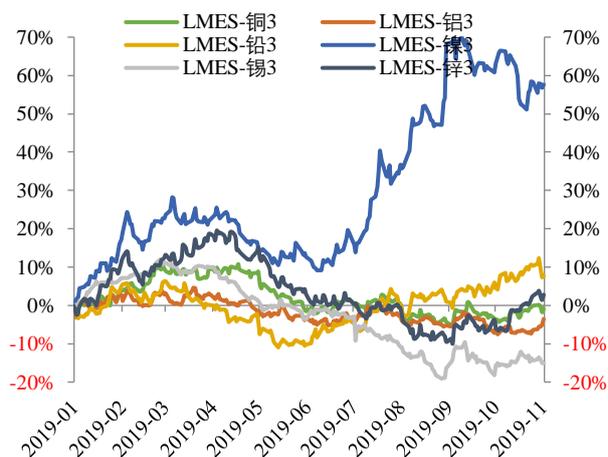
报告目录

1.行情回顾.....	4
2.基本面：铜矿干扰增多，供应端对铜价有一定支撑.....	4
2.1 供应：铜矿相对短缺的状态延续，TC 维持低位	4
2.1.1 全球主要 20 家矿企 2019 年产量预期负增长，三季度大矿企产量仍不乐观.....	5
2.1.2 TC 小幅回升，但仍维持在 60 美元/吨以下	7
2.2 需求：下游铜材开工低迷，终端行业表现不佳	8
2.2.1 铜材开工率整体弱于去年.....	9
2.2.2 9 月电网投资转正	10
2.2.3 空调产量季节性回升	10
2.2.4 传统汽车产量维持负增长.....	11
2.2.5.海外欧美发达国家制造业低迷	12
2.3 全球铜显性库存处于季节性低位	13
3.宏观面：美元指数小幅走弱，美联储年内三次降息.....	14
4.结论	15

1. 行情回顾

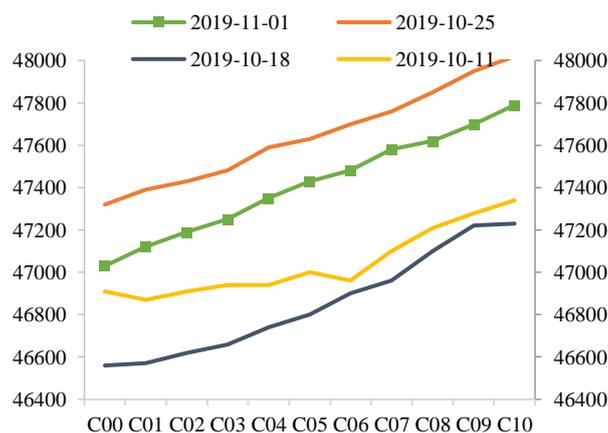
截至 10 月 31 日，伦铜收于 5806 美元/吨，月涨幅 1.65%，沪铜主力 CU1912 收于 47330 元/吨，月涨幅 0.11%，铜价维持区间震荡。

图1：LME各品种2019年涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：沪铜期限结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 基本面：铜矿干扰增多，供应端对铜价有一定支撑

铜供需双弱的基本面格局延续。供应端，铜矿供应负增长，国内部分冶炼厂生产经营压力较大，或将逐步对精铜供应形成冲击。需求端，国内铜消费下游电网投资有所回升，空调、汽车等行业表现不佳，海外主要发达国家制造业表现低迷，难以驱动全球铜消费回暖。

展望后期，我们认为，随着近期铜矿端干扰因素增多，铜矿相对短缺的状态将延续，叠加部分小矿山及冶炼厂生产亏损，成本端对铜价有一定支撑，后期一旦冶炼厂亏损减产发酵，铜价走强的概率较大。

2.1 供应：铜矿相对短缺的状态延续，TC 维持低位

铜矿产量增速快速下滑，根据我们对全球主要 20 家矿企 2019 年铜矿产量最新预期来看，铜矿产量已经负增长 (-0.12 万吨)，远远低于 2018 年实际 4.51% 的增速。

已公布的三季度 13 大矿企铜矿产量微幅正增长 0.09%，但由于 Codelco 本年产量受罢工、

矿石品位下滑等因素影响较大，我们预计三季度前 15 大矿企产量大概率仍是负增长。

国内冶炼产能继续大规模投放，2019 年预期有 60 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿产量增速快速下滑，铜矿加工费 TC 下滑至 60 美元/吨以下，部分国内中小冶炼厂已经出现亏损。由于立即停产或减产导致的问题更严重，冶炼厂不会立马减停产，但随着冶炼亏损持续发酵，铜矿紧缺对精铜供应的冲击可能在后期会逐步体现出来，供应端对铜价有一定支撑。

我们认为受制于铜矿产量负增长，部分冶炼厂生产经营压力较大，有望逐步影响精铜产量，供应端对铜价支撑的逻辑延续。

2.1.1 全球主要 20 家矿企 2019 年产量预期负增长，三季度大矿企产量仍不乐观

我们跟踪的 20 家全球主要矿业企业样本（占全球产量 65%左右），2019 年产量增量预期已经调整为负增长-0.12 万吨（-0.01%），远远低于 2018 年接近 5%的增速。

大矿企三季度报陆续发布，部分矿企再度调低全年铜矿产量预期，其中 Glencore 由于运营方面的调整，全年产量再度下调 1.5 万吨，2019 年产量预期相较 2018 年下滑 6.87 万吨(-4.73%)。Anglo American 由于智利地区干旱天气影响 Los Bronces 矿山产出，下调 2019 年产量预期 0.5 万吨。

其它矿企方面，主要是 Freeport-McMoRan 减少 23.18 万吨。比较大的增量主要是 Grupo Mexico 旗下的 toquepala 今年产量释放，整个集团预期有 12.57 万吨的增量。First Quantum 旗下 cobre panama 大概有 15 万吨的增量。

紫金矿业大约有 10 万吨的增量，主要是在黑龙江的多宝山二期项目以及在刚果（金）的科卢韦齐二期铜钴矿湿法项目产量释放。

表 1: 2019 年全球前 20 大矿企产量负增长

序号	公司	2017 产量 (万吨)	2018 产量 (万吨)	2019E 增量	2019E 同比	2018 同比
1	Codelco	184.20	181.80	1.20	0.66%	-1.95%
2	Freeport-McMoRan	169.51	172.96	-23.18	-13.40%	2.03%

3	BHP	144.74	174.55	-5.30	-3.04%	20.60%
4	Glencore	130.97	145.37	-6.87	-4.73%	10.99%
5	Grupo Mexico	101.06	100.21	12.57	12.55%	-0.84%
6	Antofagasta	70.43	72.53	4.47	6.16%	2.98%
7	Rio Tinto	67.53	90.83	-9.83	-10.82%	34.50%
8	KGHM Polska	65.64	63.39	5.71	9.01%	-3.43%
9	MMG	59.82	51.78	-6.78	-13.10%	-13.44%
10	Anglo American	57.93	66.83	-2.83	-4.23%	15.36%
11	First Quantum	57.40	60.59	11.16	18.42%	5.56%
12	Vale	43.85	39.55	1.65	4.17%	-9.81%
13	Norilsk	40.11	47.37	0.93	1.97%	18.09%
14	Teck Resources	28.70	29.40	0.60	2.04%	2.44%
15	Kazakhmys	25.85	29.47	0.53	1.80%	14.00%
16	洛阳钼业	24.88	20.02	1.58	7.89%	-19.52%
17	江西铜业	20.96	20.83	-0.25	-1.20%	-0.62%
18	紫金矿业	20.80	24.86	10.14	40.79%	19.53%
19	LundinMining Corp	20.30	19.96	0.89	4.44%	-21.00%
20	Barrick Gold Corp	18.73	17.37	0.88	5.09%	-7.25%
前 10 大矿企		1006.81	1063.21	-30.84	-2.90%	5.60%
11-20 大矿企		306.54	3019.42	30.72	9.93%	0.94%
前 20 大矿企		1313.35	1372.63	-0.12	-0.01%	4.51%
全球-ICSG		2006.10	2050			

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

三季度已公布的 13 大矿企铜矿产量微幅正增长 0.09%，但由于 Codelco 本年产量受罢工、矿石品位下滑等因素影响较大，我们预计三季度前 15 大矿企产量大概率仍是负增长。

表 2：2019 年三季度大矿企产量微幅正增长 0.09%

序号	公司	2019Q3 (万吨)	2019Q3 同比	2019Q2 同比	2019Q1 同比
1	Codelco	-	-	-7.13%	-16.82%
2	Freeport	39.19	-14.12%	-23.47%	-18.07%
3	BHP Billiton	42.95	4.99%	-4.12%	-8.12%
4	Glencore	35.28	-3.84%	-2.42%	-7.15%
5	Grupo Mexico	28.63	12.63%	16.35%	12.81%
6	Antofagasta	19.70	4.62%	21.69%	22.63%
7	Rio Tinto	21.50	-6.72%	0.41%	-1.69%
8	KGHM Polska	-	-	18.06%	20.85%
9	MMG	11.59	-4.97%	-26.38%	-10.48%
10	Anglo American	15.89	-7.51%	0.70%	4.00%

11	First Quantum	19.25	27.29%	11.56%	-5.77%
12	Vale	9.83	4.02%	0.41%	0.54%
13	Norilsk	12.07	0.24%	6.19%	12.89%
14	Teck Resources	7.90	9.72%	2.67%	-5.41%
15	Kazakhmys	8.29	7.38%	7.33%	4.01%
Total		261.34	0.09%	-1.67%	-3.55%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

2.1.2 TC 小幅回升，但仍维持在 60 美元/吨以下

国内冶炼产能继续大规模投放，2019 年预期有 65 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿产量持续负增长，铜矿加工费 TC 下滑至 60 美元/吨以下，部分国内中小冶炼厂已经出现亏损。由于立即停产或减产导致的问题更严重，冶炼厂不会立马减停产，但随着冶炼亏损持续发酵，铜矿紧缺对精铜供应的冲击可能在后期会逐步体现出来，供应端对铜价有一定支撑。

表 3：国内冶炼产能继续大规模投放

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
中国黄金（三门峡）	0	15	铜精矿	2018 年 1 月
中铝东南铜业有限公司	40	40	铜精矿	2018 年 8 月
国投金城冶金有限责任公司	10	10	铜精矿	2018 年 9 月
新金昌冶炼厂	20	10	铜精矿	2018 年 5 月
豫光金铅	0	3	铜精矿	2018 年 5 月
山东恒邦股份有限公司	10	0	铜精矿	2018 年 8 月
西矿青海铜业有限公司	10	10	铜精矿	2018 年 5 月底
梧州金升铜业股份有限公司	0	15	废杂铜/阳极铜	2018 年 9 月复产
Total-2018	90	103		
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019 年 10 月
广西南国铜业有限公司	30	30	阳极铜/铜精矿	2019 年 4 月
山东恒邦股份有限公司	0	10	铜精矿	2019 年下半年
黑龙江紫金铜业有限公司	10	15	铜精矿	2019 年 9 月
Total-2019	65	80		

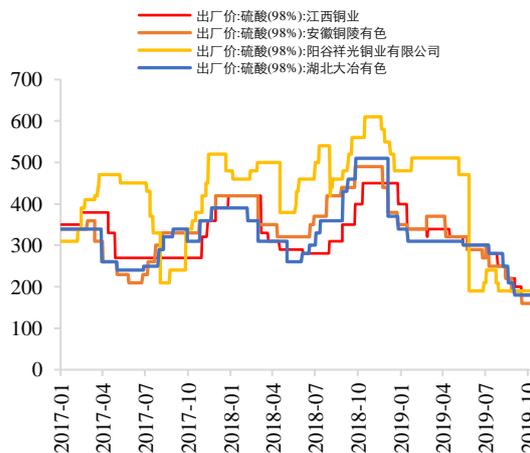
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 3: TC 维持低位



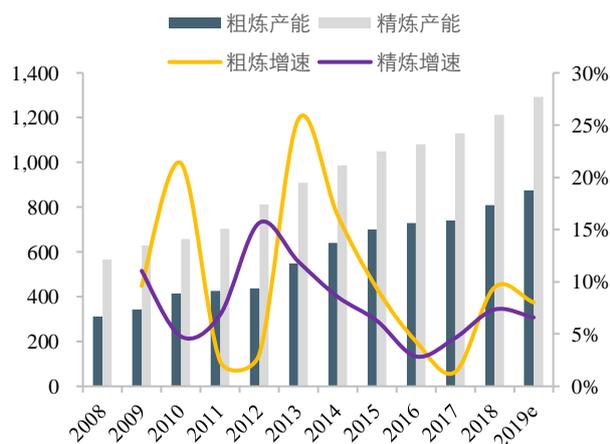
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 4: 硫酸价格 (元/吨)



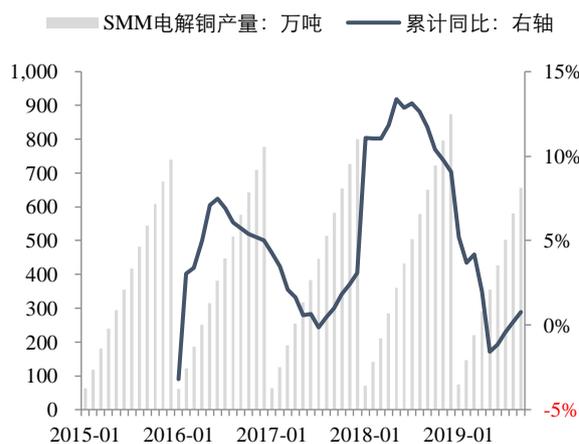
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: 中国冶炼产能变化 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 6: 国内 1-9 月精铜产量增速 0.79%



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

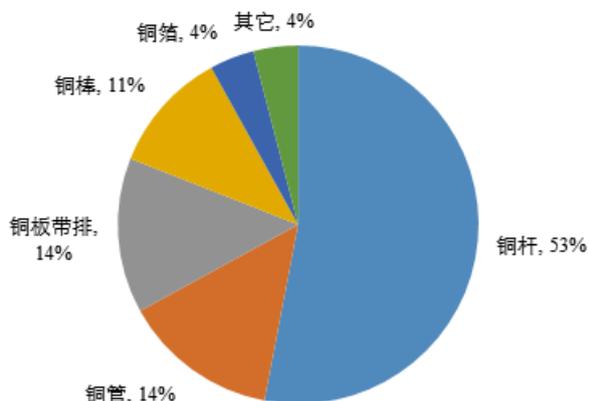
2.2 需求: 下游铜材开工低迷, 终端行业表现不佳

国内铜下游各消费终端行业整体表现不佳, 铜消费最大头电网投资前 9 月负增长-12.5%, 汽车产量维持负增长。空调领域同样表现不佳, 1-9 月国内家用空调产量负增长-0.97%。

海外方面, 海外主要发达国家制造业表现低迷, 难以驱动全球铜消费回暖。

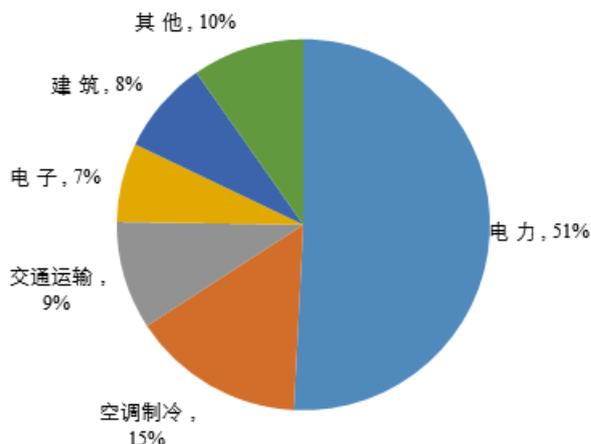
结合海内外实体经济情况来看, 目前铜消费难有明显回升。

图 7：国内铜消费按品种分布



数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 8：国内铜终端消费行业分布

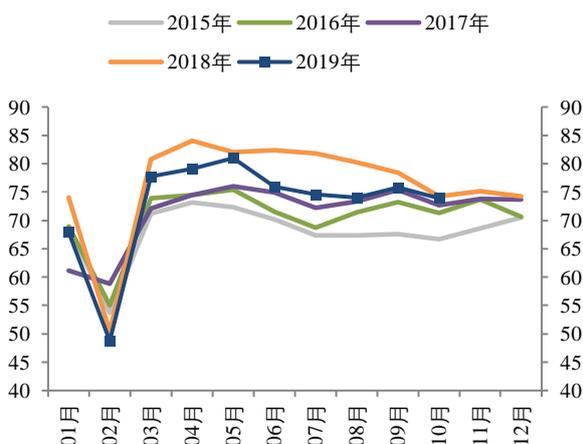


数据来源：安泰科，兴证期货研发部

2.2.1 铜材开工率整体弱于去年

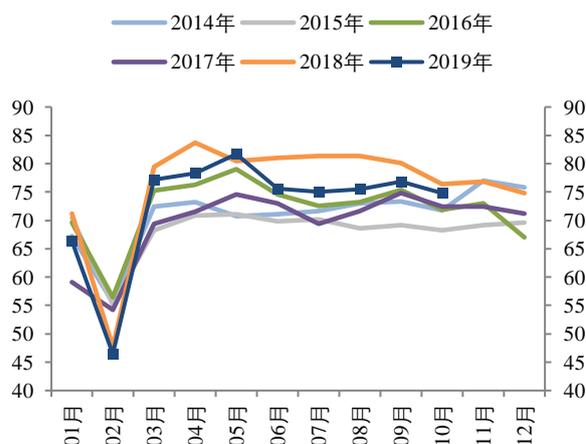
从精炼铜直接下游各铜材企业开工率来看，今年国内铜消费较为疲软，铜杆、铜板带、铜管开工率无明显好转。

图 9：铜材企业整体开工率



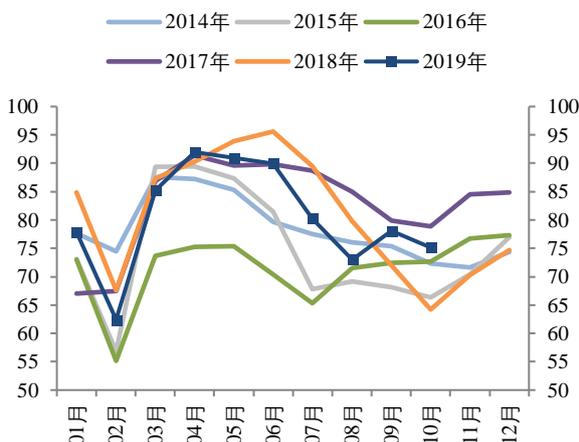
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：铜杆开工率



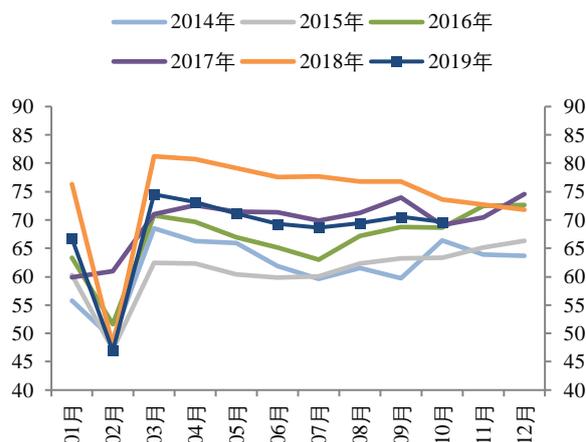
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11: 铜管开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 12: 铜板带箔开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.2.2 9 月电网投资转正

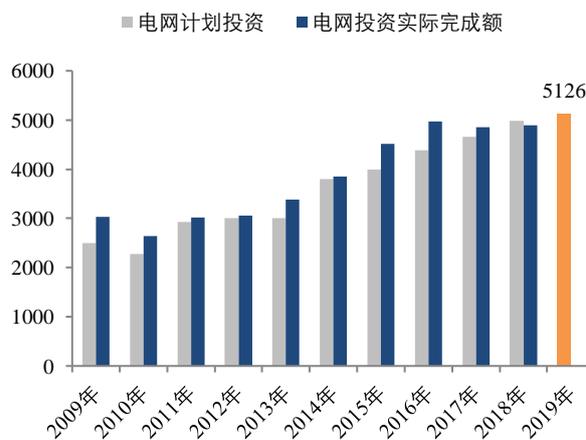
2019 年 2 月 27 日公布的国家电网社会责任报告显示国家电网 2019 年电网投资计划达到 5126 亿元, 比 2018 年实际完成额上升 4.84%。1-9 月电网投资仅为 2953 亿元, 同比下滑 12.5%, 其中 9 月单月电网投资 575 亿元, 同比小幅转正。我们认为国家电网若要完成投资计划, 后期会逐步加大投资力度。

图 13: 1-9 月电网投资负增长



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 国家电网 2019 年计划投资额 5126 亿元



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2.3 空调产量季节性回升

产业在线数据显示, 2019 年 9 月家用空调总产量 989 万台, 同比增 9%, 1-9 月空调产量 11984.5 万台, 同比下滑-0.97%。9 月空调库存环比增加 18.3 万台, 至 841.4 万台, 空调库存压

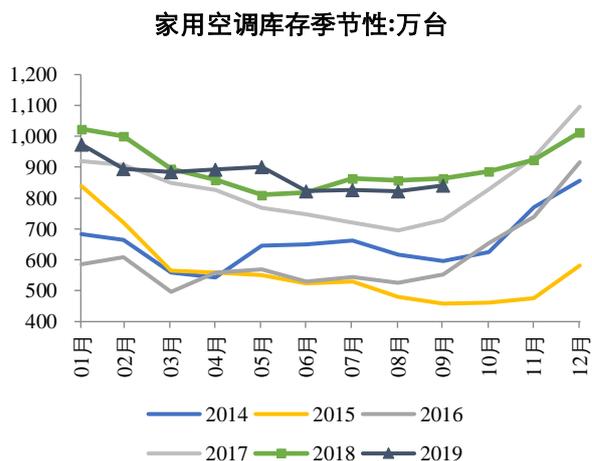
力相对弱于去年同期。

图 15: 空调产量季节性回升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 空调库存压力弱于去年



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2.4 传统汽车产量维持负增长

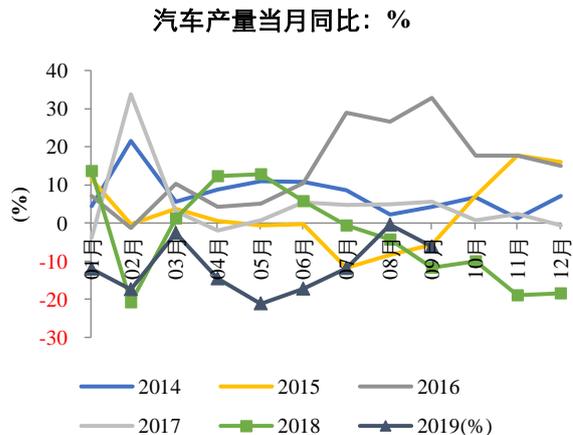
2018 年下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑, 据中国汽车工业协会数据显示, 2019 年 1-9 月全国共生产汽车 1814.9 万辆, 同比下滑-11.4%, 传统汽车仍然拖累铜消费。

图 17: 汽车产量大幅下滑 (万辆, %)



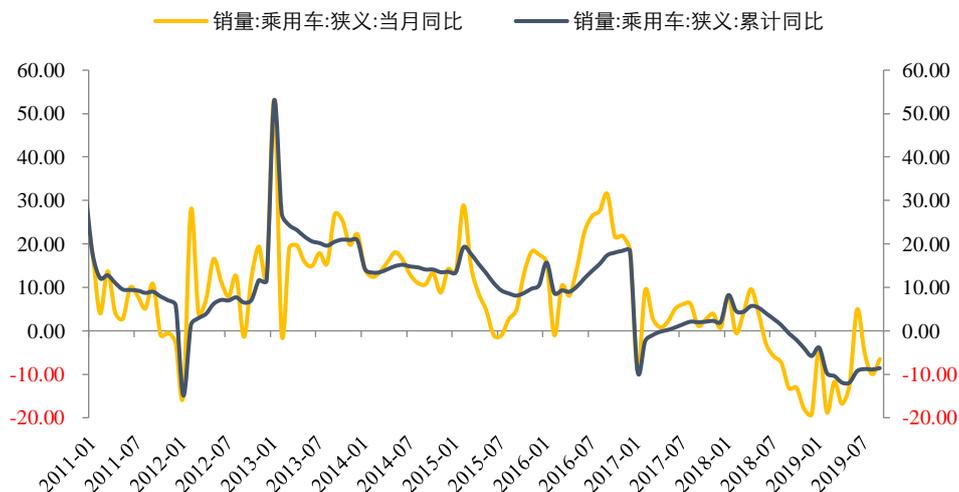
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 汽车产量增速季节性



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图19: 乘联会9月狭义乘用车销量负增长-6.5%



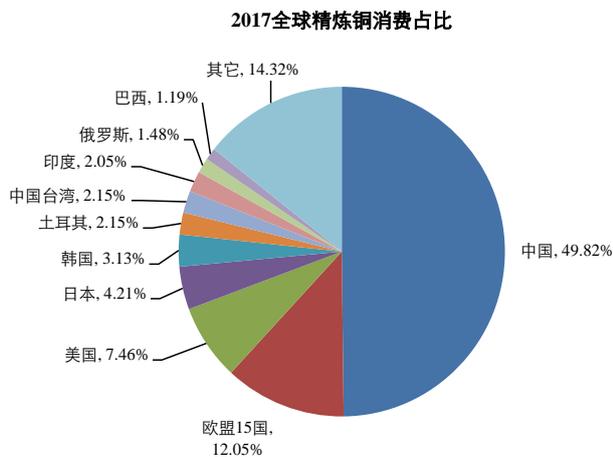
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.5.海外欧美发达国家制造业低迷

欧美国家精铜消费占全球比例在 20%左右，是中国以外最大的两个消费区域。

欧美国家制造业边际转弱,美国 9 月 ISM 制造业 PMI 下滑至 47.80,欧元区 9 月制造业 PMI 小幅下滑至 45.7,其中德国制造业 PMI 处于 41.7 低位。整体看,欧美发达国家实体经济在逐步转弱,对铜的消费相对较差。

图 20: 欧美国家铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21: 欧美发达国家制造业疲软

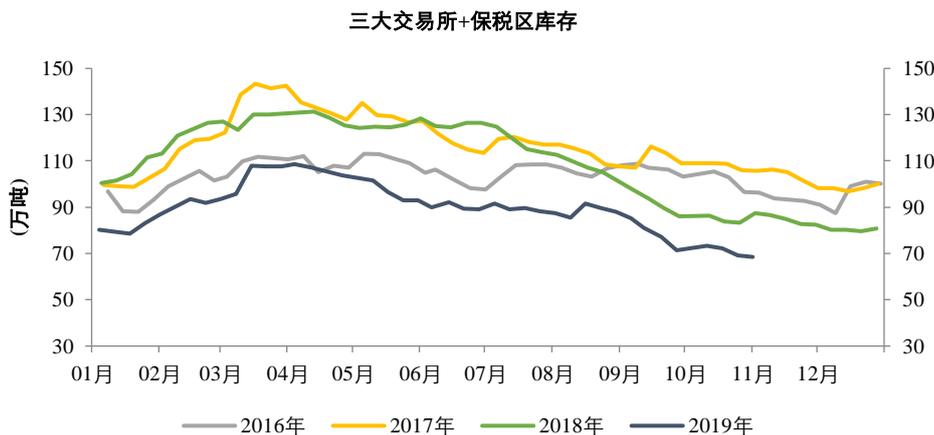


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 全球铜显性库存处于季节性低位

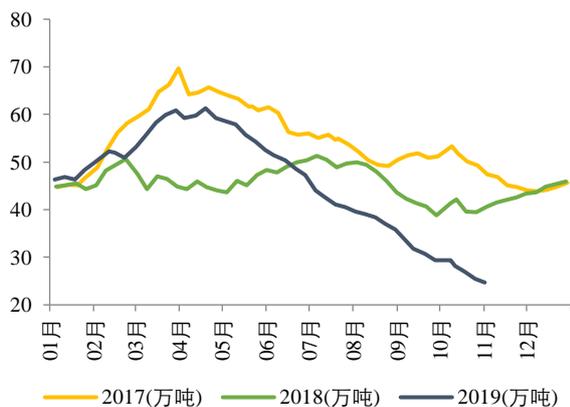
截至 2019 年 11 月 01 日，三大交易所叠加保税区库存仅为 68.51 万吨，同比 2018 年减少 18.89 万吨，处于绝对低位。

图 22：三大交易所叠加保税区库存处于低位



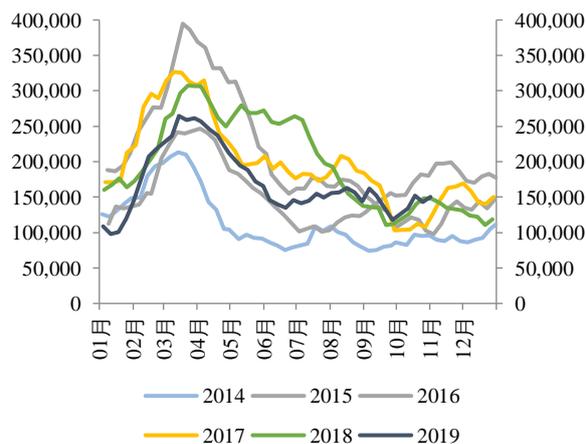
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：保税区库存季节性 (万吨)



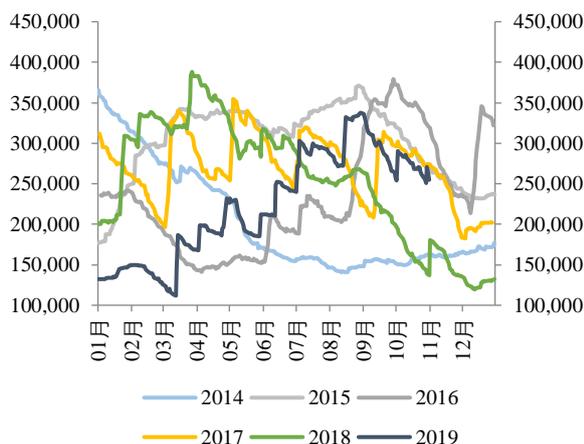
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：上期所铜库存季节性 (吨)



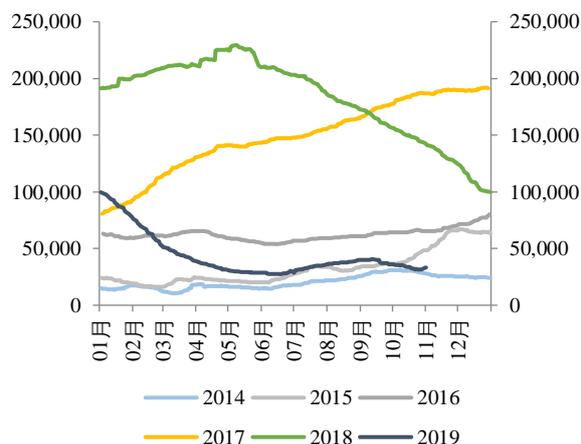
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25: LME 铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: COMEX 铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观面: 美元指数小幅走弱, 美联储年内三次降息

9月美元指数走弱, 月末收于 97.2170, 较月初下跌 2.0888。

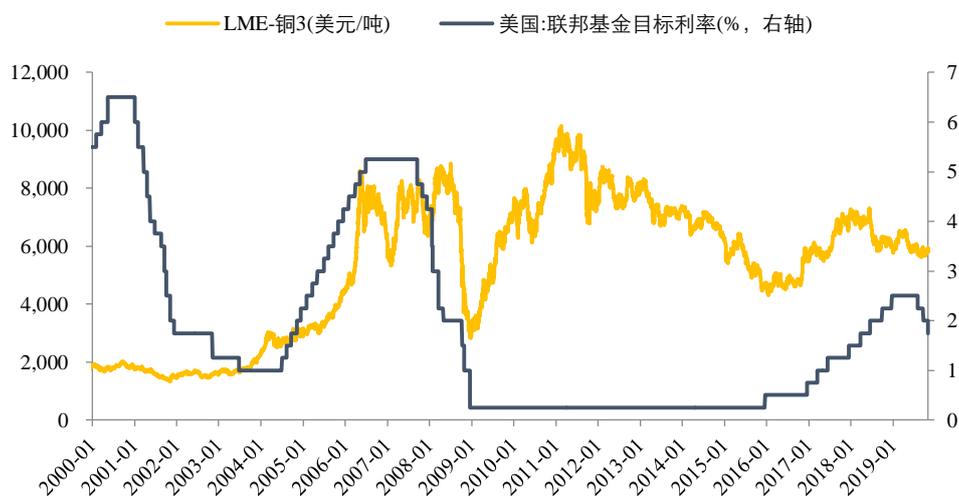
图27: 美元指数与铜价走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

北京时间 2019 年 10 月 31 日凌晨, 美联储举行 10 月议息会议, 年内第三次降息 25bps。新一轮货币宽松进程逐步开启, 对铜金融投机属性的抑制有所缓解。

图28：加息与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 结论

铜供需双弱的基本面格局延续。

供应端，铜矿供应负增长，国内部分冶炼厂生产经营压力较大，或将逐步对精铜供应形成冲击。需求端，国内外制造业表现不佳，难以驱动全球铜消费回暖。

展望后期，我们认为，随着近期铜矿端干扰因素增多，铜矿相对短缺的状态将延续，叠加部分小矿山及冶炼厂生产亏损，成本端对铜价有一定支撑，后期一旦冶炼厂亏损减产发酵，铜价走强的概率较大。

我们维持对未来几个月铜价的判断：[45500，50000]。

表 4：中国精炼铜供需平衡表（万吨）

中国	2018A	2019H1	2019H2	2019E	2020E
产量	873	425	478	903	910
净进口	347	142	170	312	320
实际需求	1225	565	655	1220	1245
供需平衡	-5	2	-7	-5	-15

数据来源：Wind，兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。