

有色研究团队

孙二春

期货从业资格编号：F3004203

投资咨询资格编号：Z0012934

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

亏损减产或将发酵，铜价重心上移

2019年12月27日星期五

内容提要

行情回顾

2019年铜价窄幅波动。截至12月13日，LME铜收涨3.91%。在国内4月份降低增值税3%，中美贸易关系紧张等因素影响下，国内铜价表现相对弱于LME。

供应端，大矿企铜矿产量萎缩。上半年全球前15大矿企（CR15：62%）铜矿产量持续负增长，即使三季度产量有所恢复，前三季度累计产量依然出现-1.50%（-14万吨）的负增长。铜精矿加工费TC从年初92美元/吨下滑至55美元/吨附近低位，叠加冶炼副产品硫酸价格低迷，年内冶炼厂经营压力逐步加大，截至11月份国内电解铜产量累计增幅仅为2.09%，远低于2018年同期接近10%的增速，今年电解铜供应端压力远小于2018年。需求端，国内铜消费大头电网投资表现低迷，截至10月份累计增速-10.50%，严重拖累铜消费，叠加本年空调、汽车行业表现不佳，国内铜需求缺乏亮点。整体看，2019年铜基本面呈现供需双弱的格局。

后市展望及策略建议

1. 2020年全球铜矿产量增量有限。根据我们对全球主要大矿企产量预期来看，2019年四季度铜矿供应增速依旧不乐观。基于当前铜价，我们认为部分中小矿企明年经营压力较大，小矿山减停产情况可能会加剧，12月份澳洲Metals X公司决定关停旗下Nifty铜矿（成本高企，2019年前三季度平均现金成本高到8548美元/吨，2018年产1.87万金属吨铜精矿）。预期2020年中小矿山可能会出现10万吨左右的减产。

结合已公布的主要大矿企2020年产量预期，我们认为明年全球铜矿产量增量20万吨，增速在1%附近。

2. 冶炼厂经营压力较大，产业链上供应端成本对铜价支撑较强。国内冶炼产能继续增加，2020年预期有30万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿产量增速低位，铜精矿加工费TC难上涨，叠加冶炼副产品硫酸价格低迷，预计2020年国内精炼铜供应增速有限。

我们认为产业链上，小矿山及国内中小冶炼厂亏损减产对电解铜供应的影响将逐步发酵，成本端对铜价的支撑较强。

3. 海内外主要经济体铜消费相对疲软。国内电力领域对铜消费占比在 50% 以上，1-10 月电网投资增速仍在-10.5% 低位，汽车、空调等领域未有明显回暖，国内铜消费延续低迷。海外方面，欧美国家制造业景气度维持在荣枯线下方，但短期有所改善。随着中美经贸关系缓和，海内外实体经济铜消费的悲观预期有望出现缓解。

4. 全球铜显性库存处于绝对低位，可用天数仅 8 天。截至 12 月 13 日，三大交易所叠加保税区库存仅为 54.79 万吨，目前库存可用天数仅 8 天左右，处于绝对低位。根据前文对铜供需的分析，我们认为明年精炼铜显性库存很难出现大幅累库现象，低库存条件下，铜价向上的弹性更大。

5. 中美经贸关系有所缓解，提振铜金融投机属性。融资需求方面，目前中美十年期国债收益率再度扩大至 1% 以上，如果明年美联储延续降息进程，中美利差有望继续扩大。叠加近期中美经贸关系缓和，人民币贬值压力有所缓解，铜的融资属性有望在 2020 年出现改善。

综上，我们认为 2020 年铜供需出现边际改善的概率较大。随着产业链上铜矿山及冶炼厂亏损发酵，精铜供应压力相对有限。需求端，随着中美经贸关系缓和，铜消费悲观预期有所缓解。

预计 2020 年铜价重心有所抬升，我们对 2020 年铜价区间判断为：
[46500,55000]。

建议投资者偏多思路为主，或在全球显性库存降至低位时，适当关注近远月正套机会。仅供参考。

风险提示：

中美贸易摩擦再起波澜；中国宏观经济超预期下滑；欧美国家经济波动超预期。

报告目录

1. 行情回顾：铜价窄幅波动.....	4
2. 基本面：矿山，冶炼厂亏损减产或将发酵.....	5
2.1 供应：铜矿产量增量有限，冶炼厂经营压力加大.....	5
2.2 需求：海内外实体经济疲软，铜消费大概率维持低速增长状态.....	14
2.3 库存：全球显性库存绝对低位，可用天数仅有 8 天.....	20
3. 宏观：中美经贸关系有所缓解，提振铜金融投机属性.....	21
4. 结论：亏损减产或将发酵，铜价重心上移.....	24
5. 风险提示	25

1.行情回顾：铜价窄幅波动

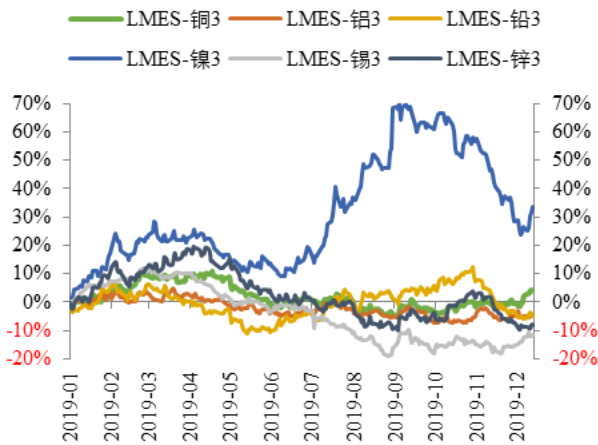
2019年铜价窄幅波动。截至12月13日，LME铜收涨3.91%。在国内4月份降低增值税3%，中美贸易关系紧张等因素影响下，国内铜价表现相对弱于LME。

供应端，大矿企铜矿产量萎缩。上半年全球前15大矿企（CR15：62%）铜矿产量持续负增长，即使三季度产量有所恢复，前三季度累计产量依然出现-1.50%（-14万吨）的负增长。铜精矿加工费TC从年初92美元/吨下滑至55美元/吨附近低位，叠加冶炼副产品硫酸价格低迷，年内冶炼厂经营压力逐步加大，截至11月份国内电解铜产量累计增幅仅为2.09%，远低于2018年同期接近10%的增速，今年电解铜供应端压力远小于2018年。

需求端，国内铜消费大头电网投资表现低迷，截至10月份累计增速-10.50%，严重拖累铜消费，叠加本年空调、汽车行业走弱，国内铜需求缺乏亮点。

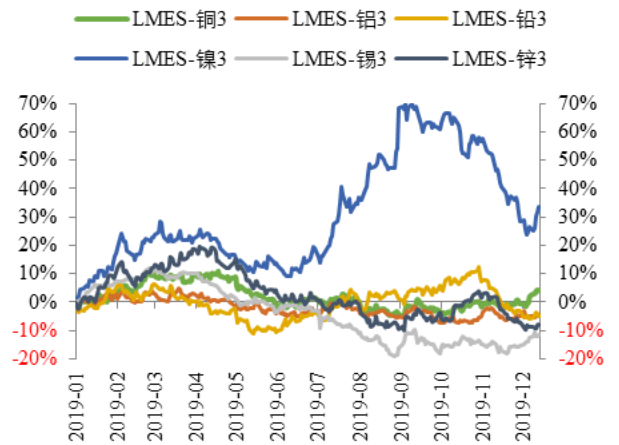
宏观层面，美联储年内三次降息，中美贸易摩擦此起彼伏，12月中旬中美第一阶段经贸磋商取得进展，有望实质性提振铜金融投机属性。

图 1：LME 各品种 2019 年以来涨跌幅



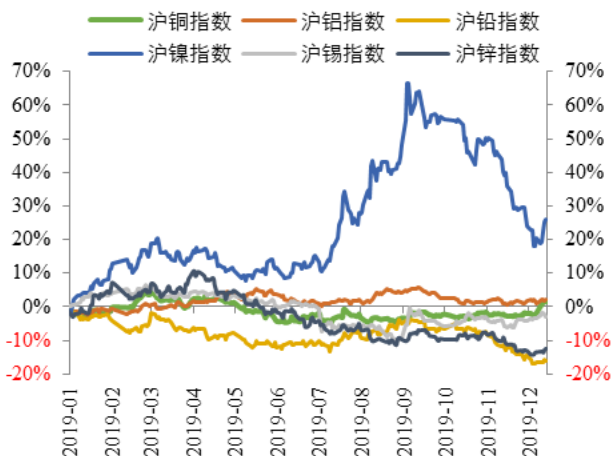
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：LME 铜升贴水季节性（美元/吨）



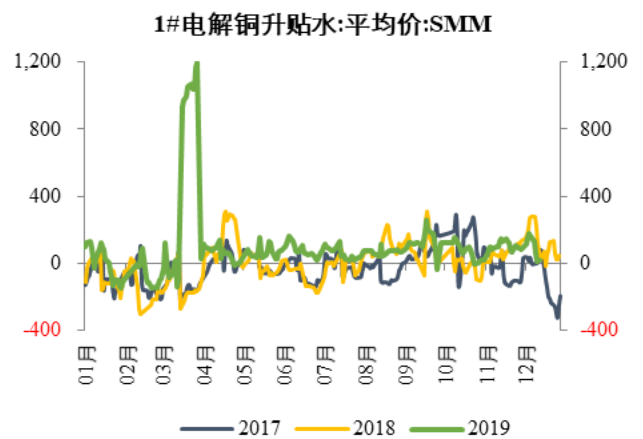
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：上期所各品种 2019 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：国内铜升贴水季节性（元/吨）



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

2. 基本面：矿山，冶炼厂亏损减产或将发酵

2.1 供应：铜矿产量增量有限，冶炼厂经营压力加大

根据我们对全球主要大矿企产量预期来看,2019 年四季度铜矿供应增速依旧不乐观。基于当前铜价及主要矿企对 2020 年产量预期来看,我们认为 2020 年全球铜矿产量增量大约 20 万吨,增速在 1%附近。

国内冶炼产能继续增加,2020 年预期有 30 万吨粗炼产能投放,但由于原料端铜矿产量增速低位,铜精矿加工费 TC 难上涨,叠加冶炼副产品硫酸价格低迷,预计 2020 年国内精炼铜供应增速维持低位。

我们认为产业链上,小矿山及国内中小冶炼厂亏损发酵引发的减停产对电解铜供应影响较大,成本端对铜价的支撑较强。

2.1.1 预计 2020 年全球新增铜矿产量 20 万吨,增速仅为

1%

A.前三季度全球前 15 大矿企铜矿产量负增长,预期四季度产量仍不乐观

上半年全球前 15 大矿企铜矿产量连续两个季度负增长,同比 2018 年上半年下滑 16 万吨。Freeport 旗下在印尼的 Grasberg 矿山由露天开采转为地下开采,上半年损失的产量接近 19 万吨。Codelco 上半年产量大幅下滑近 11 万吨(-12%),一是 2 月份极端暴雨天气影响旗下矿山开采,二是旗下 Chuquicamata 矿山发生 14 天罢工,三是旗下部分矿山铜矿品位下滑。

三季度矿企铜矿产量有所恢复,全球前 15 大矿企铜矿产量小幅增加 1.06%(3.37 万吨),主要是由于 First Quantum 旗下在巴拿马的 Cobre Panama 矿山产量释放,贡献近 4 万吨增量。Freeport 旗下 Grasberg 矿山产量继续大幅下滑,三季度 Freeport 产量同比下滑 6.44 万吨(-14.12%)。

根据我们对 2019 年全球前 15 大矿企产量累计下滑 28.76 万吨的预期,在前三季度前 15 大矿企产量已经下滑 14 万吨的情况下,预计四季度铜矿产量减量仍在 10 万吨以上。

表 1: 2019 年前三季度 15 大矿企铜矿产量-1.50%

序号	公司名称	2019Q3 (万吨)	2018Q3 (万吨)	2019Q3 增量	2019Q3 同比	2019Q1-Q3 增量	2019Q1-Q3 同比	2019H1 同比
1	Codelco	43.95	42.08	1.87	4.44%	-8.72	-6.73%	-12.07%
2	Freeport-McMoRan	39.19	45.63	-6.44	-14.12%	-26.40	-19.39%	-20.85%
3	BHP	42.95	40.91	2.04	4.99%	-3.58	-2.69%	-6.11%
4	Glencore	35.28	36.69	-1.41	-3.84%	-4.73	-4.45%	-4.77%
5	Grupo Mexico	28.63	25.42	3.21	12.63%	10.23	13.94%	14.64%
6	Antofagasta	19.70	18.83	0.87	4.62%	7.89	15.61%	22.15%
7	Rio Tinto	21.50	23.05	-1.55	-6.72%	-1.78	-2.76%	-0.58%
8	KGHM Polska	17.77	17.07	0.70	4.10%	6.42	13.80%	19.42%
9	MMG	11.59	12.19	-0.61	-4.97%	-5.57	-14.39%	-18.71%
10	Anglo American	15.89	17.18	-1.29	-7.51%	-0.57	-1.18%	2.33%
11	First Quantum	19.25	15.12	4.13	27.29%	5.03	11.25%	3.06%
12	Vale	9.83	9.45	0.38	4.02%	0.47	1.65%	0.47%
13	Norilsk	12.07	12.04	0.03	0.24%	2.21	6.30%	9.47%
14	Teck Resources	7.90	7.20	0.70	9.72%	0.50	2.26%	-1.34%
15	Kazakhmys	8.29	7.72	0.57	7.38%	1.37	6.32%	5.73%
	总计	320.16	316.79	3.37	1.06%	-14.01	-1.50%	-2.59%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

图 5: 2019 年全球铜矿产量微幅正增长



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 2：2019 年全球主要矿企产量预期负增长

序号	公司名称	2017 产量 (万吨)	2018 产量 (万吨)	2019E 增量 (万吨)	2019E 同比	2018 同比
1	Codelco	184.20	180.60	-10.60	-5.87%	-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	3.47	4.78%	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	Lundin Mining Corp	20.30	19.96	3.49	17.47%	-21.00%
20	Barrick Gold Corp	18.73	17.37	0.88	5.09%	-7.25%
	前 20 大矿企	1313.35	1372.63	-12.92	-0.94%	4.51%
	前 15 大矿企	1202.72	1269.58	-28.76	-2.27%	5.56%
	前 10 大矿企	1006.81	1063.21	-43.64	-4.10%	5.60%
	全球-ICSG	2052	2064			

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

B.预期 2020 年铜矿产量增量 20 万吨，增速在 1%附近

从矿企的角度看，已公布的 10 家大矿企 2020 年产量预期相较 2019 年增加近 30 万吨。

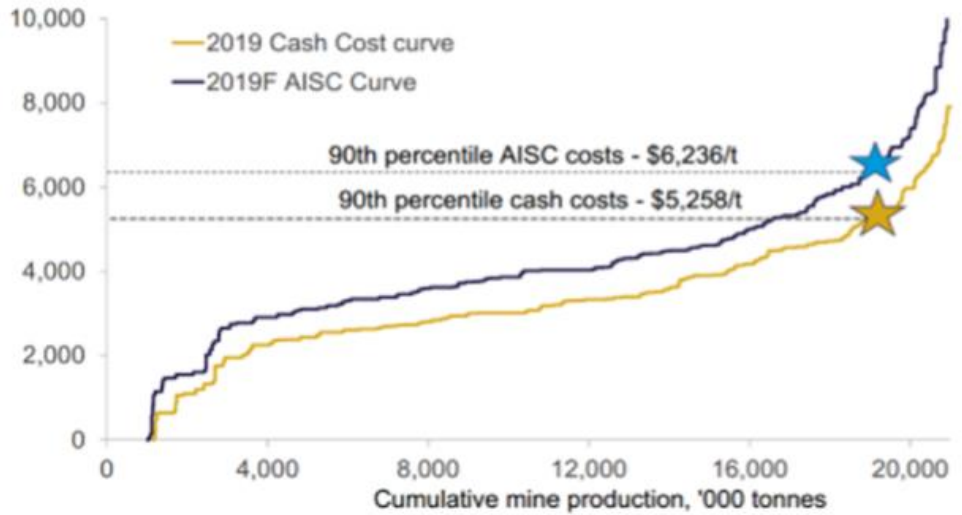
First Quantum 旗下在巴拿马的 Cobre Panama 矿山产量继续释放，2020 年预期增量 13.75 万吨。Freeport 旗下 Grasberg 矿山产量恢复性增加，2020 年预期增量接近 9 万吨。BHP Billiton 预期随着旗下全球最大铜矿山 Escondida 品位回升，2020 财年产量大约增加 7 万吨。其它增量方面，紫金矿业预期 2020 年产量将达到 41 万吨，同比 2019 年增加 4 万吨。

减量方面，Glencore 旗下 Mutanda 矿区在 2019 年末关停，Mopani 矿区检修，以及非洲业务外矿山品位下滑等因素影响，Glencore 预期 2020 年产量下

滑至 130 万吨附近，同比 2019 年下降约 8.5 万吨 (-6.14%)。

据 CRU 数据，全球 90%分位铜矿现金成本 C1 达 5258 美元/吨，90%分位 AISC 成本达 6236 美元/吨（AISC 成本=C1+管理费用+维持性资本支出+特许权费用）。基于当前铜价，我们认为部分小矿企明年经营压力较大，小矿山减产停产情况可能会加剧。

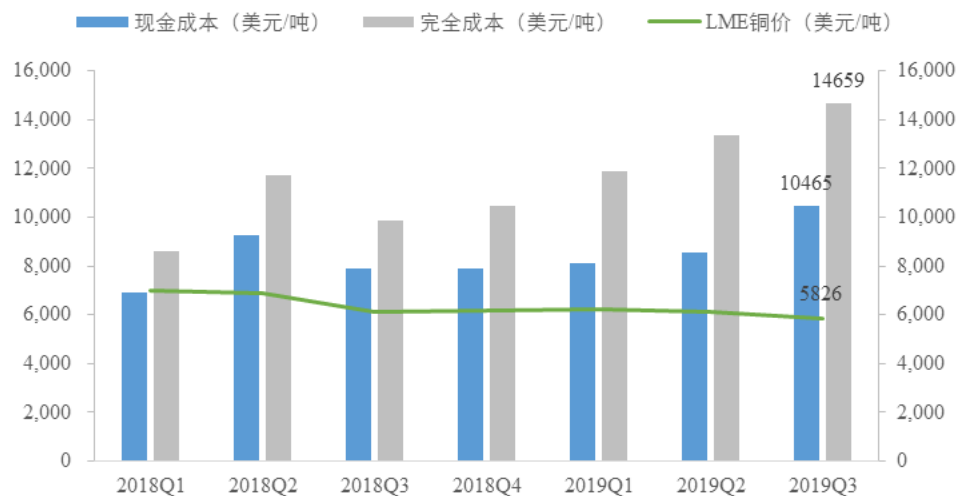
图 6：全球铜矿成本曲线（美元/吨）



数据来源：CRU，兴证期货研发部

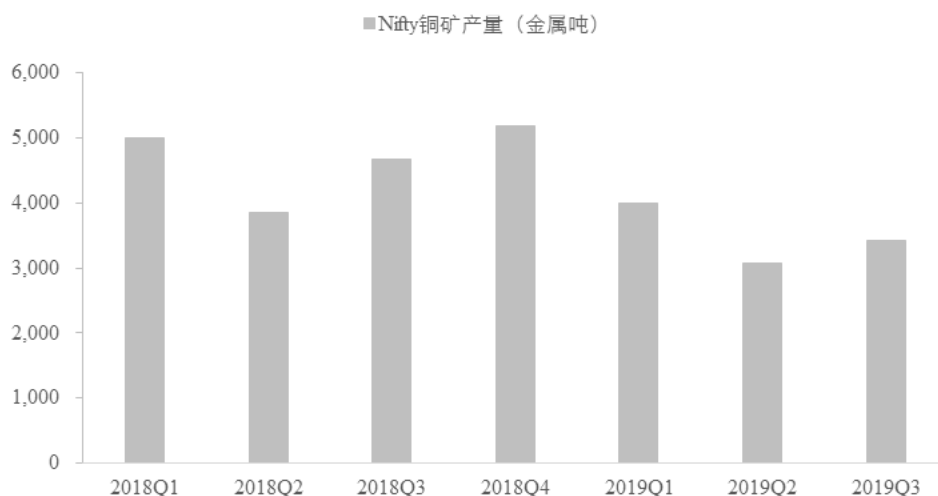
12 月份，澳洲 Metals X 公司决定关停旗下 Nifty 铜矿（成本高企，2019 年前三季度平均现金成本高到 8548 美元/吨，2018 年产 1.87 万金属吨铜精矿）。预期 2020 年中小矿山可能会出现 10 万吨左右的减产。

图 7：澳洲 Metals X 旗下 Nifty 铜矿成本高企



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 8: 澳洲 Metals X 旗下 Nifty 铜矿产量 (金属吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

结合以上分析, 我们认为 2020 年全球铜矿产量增量为 20 万吨, 增速在 1% 附近。

表 3: 预期 2020 年全球铜矿产量增量 20 万吨

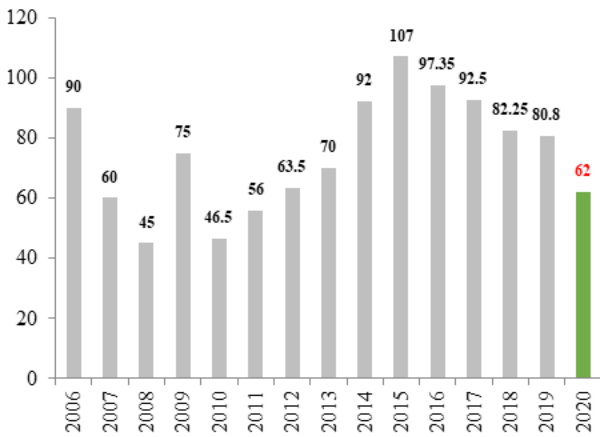
序号	公司名称	2019 产量 E (万吨)	2020 产量 E (万吨)	2020E 增量	2020E 同比	备注
1	Codelco	170.00	-	-	-	未公布
2	Freeport-McMoRan	149.78	158.76	8.98	6.00%	-
3	BHP	169.25	176.25	7.00	4.14%	-
4	Glencore	138.50	130.00	-8.50	-6.14%	-
5	Grupo Mexico	112.78	-	-	-	未公布
6	Antofagasta	76.00	-	-	-	未公布
7	Rio Tinto	81.00	-	-	-	未公布
8	KGHM Polska	69.10	-	-	-	未公布
9	MMG	45.00	-	-	-	未公布
10	Anglo American	64.00	64.50	0.50	0.78%	-
11	First Quantum	71.75	85.50	13.75	19.16%	-
12	Vale	41.20	40.00	-1.20	-2.91%	-
13	Norilsk	48.30	49.00	0.70	1.45%	-
14	Teck Resources	30.00	29.50	-0.50	-1.67%	-
15	Kazakhmys	30.00	-	-	-	未公布
16	洛阳铝业	21.60	-	-	-	未公布
17	江西铜业	20.58	-	-	-	未公布
18	紫金矿业	37.00	41.00	4.00	10.81%	-
19	Lundin Mining Corp	23.45	28.40	4.95	21.11%	-

20	Barrick Gold Corp	18.26	-	-	-	未公布
	小计			29.68		
	其他调整			-9.68		小矿山减产等
	全球			20.00		

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

2019年11月在上海CESCO会议期间,Freeport与江西铜业、铜陵有色、中国铜业确定了2020年铜精矿TC长单价格为62美元/吨,环比2019年长单价格大幅下滑18.8美元/吨,显示市场对2020年铜精矿相对偏紧的预期逐步趋于一致。

图 9：2020 年铜精矿长单 TC 大幅下滑 18.8 美元/吨



数据来源：新闻整理，兴证期货研发部

图 10：现货加工费 TC 仍维持在 55 美元/吨低位



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.1.2 废铜供应存在不确定性

A.2019 年进口废铜金属量减少 15 万吨左右。预计 2020 年二季度开始，废铜转资源的相关政策逐步实施，2020 年废铜进口量存在不确定性。

2019 年 12 月 03 日，第 15 批限制类进口废料批文公布，涉及铜废料 7970 实物吨，批文量环比继续减少。2019 年下半年 7 批废铜批文共批复废铜数量为 56.07 万实物吨，按照 80%左右的平均品位测算，折合约 44.9 万金属吨。

根据海关总署公布的废铜进口数据来看，2019 年 7-10 月，中国共进口废铜 46.81 万实物吨，其中 10 月份废铜进口实物量只有 9.7 万吨，环比下滑了超 40%。目前仅仅剩下 9.26 万实物吨批文尚未使用，11、12 月份废铜进口量预计继续大幅减少。

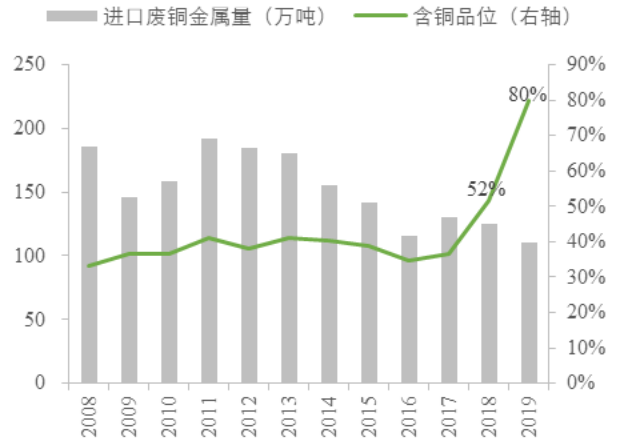
预计明年废铜批文情况仍不乐观，但 2020 年二季度开始，废铜转资源的相关政策可能会逐步实施，2020 年废铜进口量存在较大不确定性。

图 11：2019 年前 10 月废铜实物进口量（万吨）



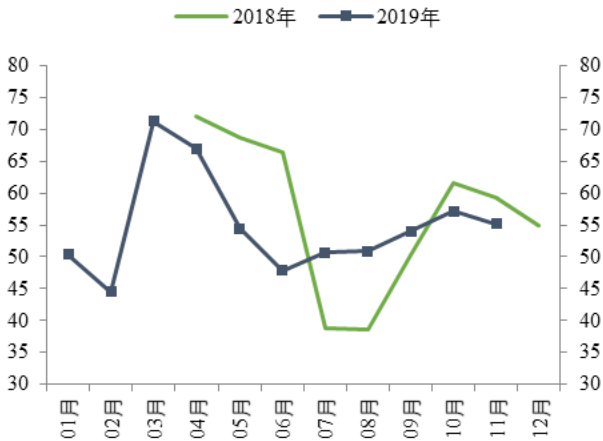
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：进口废铜品位大幅提升



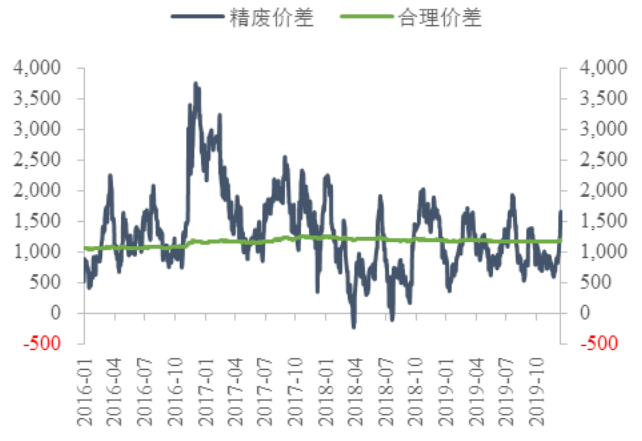
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 13：废铜制杆企业开工率（%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 14：精废价差走势（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.1.3 国内冶炼产能继续扩张，但冶炼厂经营压力较大，

精铜供应增速有限

由于前几年铜矿加工费处于高位，冶炼厂相对赚钱，国内冶炼产能近年来大规模投放，据 SMM 统计 2019 年国内投产粗炼产能 65 万吨，精炼产能 90 万吨。

2019 年前 11 月国内精铜产量增速 2.09%。下半年开始，随着国内炼厂集中检修结束，国内精铜产量缓慢回升，11 月单月产量增速在 7% 以上。但当前铜精矿加工费 TC 处于低位，叠加冶炼主要副产品硫酸价格低迷，国内炼厂生产经营压力较大，后期不排除出现减停产行为。

预计 2020 年国内粗炼冶炼仍有 30 万吨待投放，根据前文对 2020 年铜矿

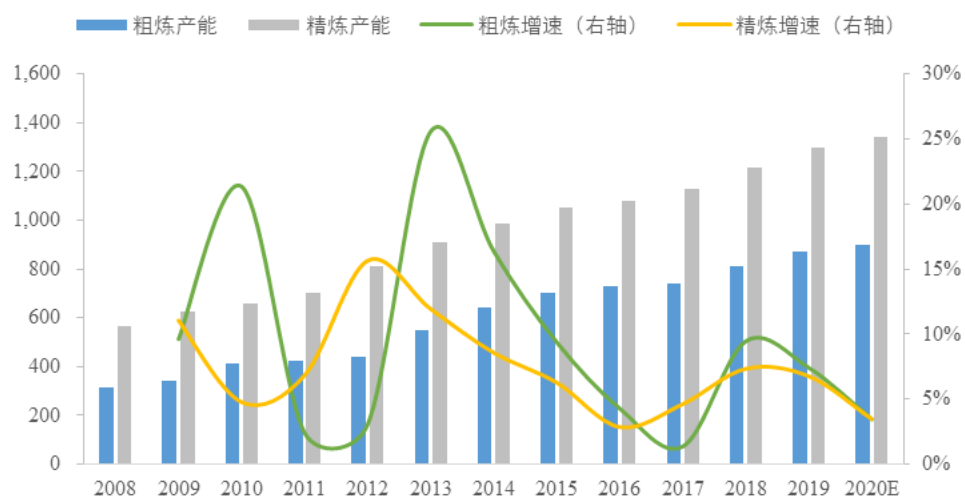
产量的预期，我们认为 2020 年铜精矿加工费很难出现实质性回升，即使冶炼产能持续投放，精炼铜产量受制于原料端的相对不足，增量有限。预计 2020 年国内精铜产量增速在 2%附近。

表 4：预计 2020 年国内粗炼产能投放 30 万吨

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
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
2019 年小计	65	80		
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2020 年 6 月
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	10	铜精矿	2020 年下半年
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020 年下半年
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020 年 8 月
2020 年小计	30	45		

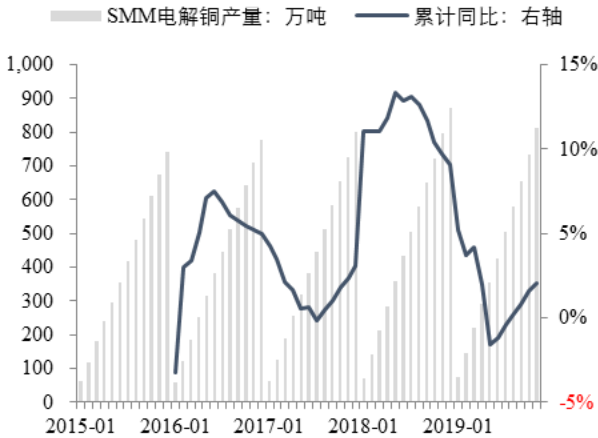
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 15：中国冶炼产能变化（万吨）



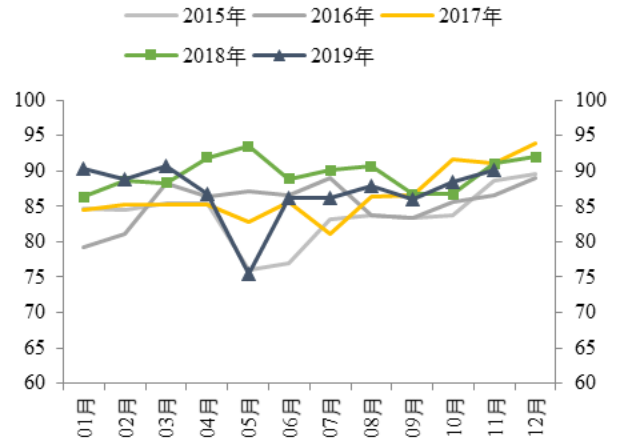
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 16: 1-11 月国内精炼铜产量同比增长 2.09%



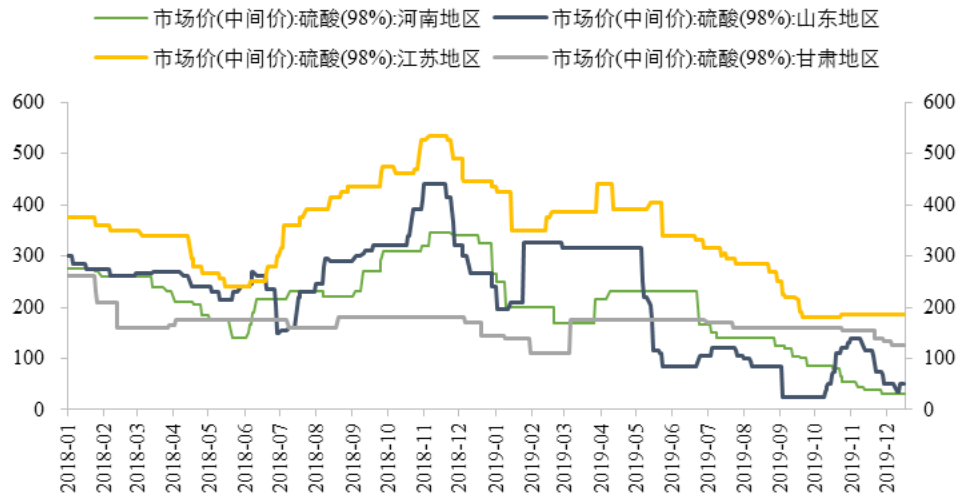
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 17: 11 月国内冶炼企业开工率上升至 90.14%



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 18: 铜冶炼主要副产品硫酸价格低迷 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 5: 2019 上半年国内冶炼厂集中检修

序号	公司名称	公司产能 (万吨)	开始时间	结束时间	备注
1	青海铜业责任有限公司	10	2019 年 1 月	2019 年 1 月	15 天
2	广西金川有色金属有限公司	40	2019 年 3 月	2019 年 4 月	40-50 天
3	新疆五鑫铜业有限公司	10	2019 年 4 月 1 日	2019 年 4 月 30 日	30 天
4	赤峰金剑	12	2019 年 4 月 16 日	2019 年 4 月底	14 天
5	金隆铜业	35	2019 年 4 月 10 日	2019 年 5 月 8 日	28 天
6	山东恒邦股份有限公司	15	2019 年 4 月 7 日	2019 年 5 月中旬	40 天
7	豫光金铅	15	2019 年 4 月 20 日	2019 年 5 月	40 天
8	东营方圆	40	2019 年 4 月中	2019 年 5 月中	30-35 天
9	阳谷祥光铜业	40	2019 年 4 月 1 日	2019 年 5 月	45 天

10	青海铜业责任有限公司	10	2019年5月	2019年5月	25天
11	山东金升铜业有限公司	20	2019年5月	2019年6月	暂时停产
12	赤峰金峰铜业有限公司	15	2019年5月2日	2019年5月底	27天
13	中原黄金冶炼厂	35	2019年5月	2019年6月	40天
14	江西铜业（清远）有限公司	10	2019年6月	2019年6月	10天
15	新金昌铜业（奥炉项目）	20	2019年6月中旬	2019年7月	35天
16	紫金铜业有限公司	30	2019年6月	2019年7月	25天
17	江铜富冶和鼎铜业有限公司	30	2019年6月	2019年7月初	35天
18	云南锡业股份有限公司	10	2019年6月底	2019年7月底	30天
19	五矿铜业湖南有限公司	10	2019年7月18日	2019年8月5日	18天
20	白银有色金属	20	2019年7月初	2019年7月20日	50天
21	宏跃北方铜业	10	2019年8月8日	2019年8月下旬	20天
22	国投金城冶金	10	2019年9月	2019年9月	25天
23	金冠铜业	40	2019年10月	2019年10月	25天
24	江西铜业	50	2019年10月	2019年11月	48天

数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.1.4 供应端小结

通过以上分析，我们认为，2020年全球铜矿产量增量预计20万吨，增速在1%附近。

国内冶炼产能继续投放，2020年预计投放的粗炼产能30万吨。2020年铜精矿加工费很难出现实质性回升，叠加冶炼主要副产品硫酸价格低迷，国内炼厂生产经营压力较大，即使冶炼产能继续投放，精铜产量受制于原料端的相对不足，增速有限。

综上，我们认为，明年铜供应端压力不大，产业链上小矿山以及国内冶炼厂成本对铜价支撑较强。

2.2 需求：海内外实体经济疲软，铜消费大概率维持低速增长状态

国内实体经济下行压力仍在。分行业看，电网投资低迷，前10月同比增速仍在-10.5%低位，汽车板块维持负增长，家电、房地产领域无明显亮点，但随着国家稳增长措施逐步落实，国内铜消费有望企稳。

海外方面，主要经济体制造业景气度维持在荣枯线下方，短期有所改善，但力度有限，我们认为海外市场对铜消费相对稳定。

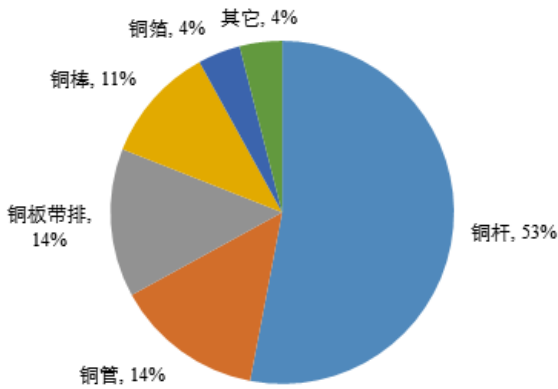
结合海内外来看，我们认为 2020 年铜消费无明显亮点，大概率维持低速增长状态。

2.2.1 国内铜消费有望逐步企稳

A. 下游铜材企业开工率整体弱于 2018 年

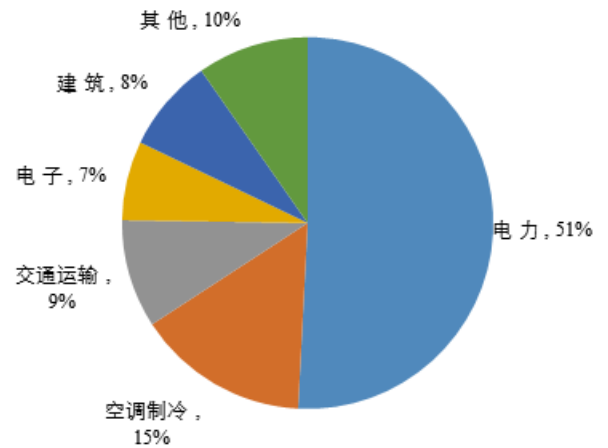
从精炼铜直接下游各铜材企业开工率来看，2019 年国内铜消费相对疲软，铜杆、铜板带、铜管开工率无明显好转。

图 19：国内铜消费按品种分布



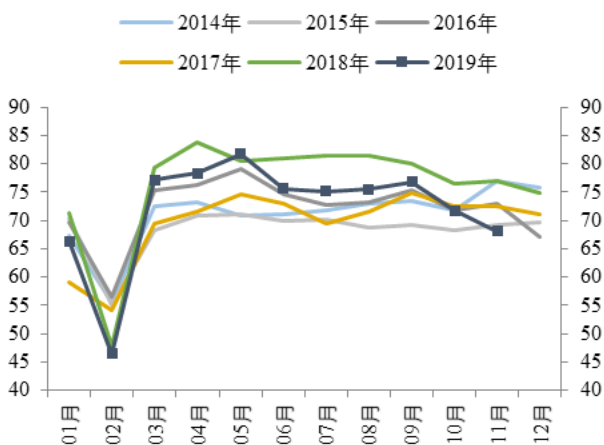
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 20：国内铜终端消费行业分布



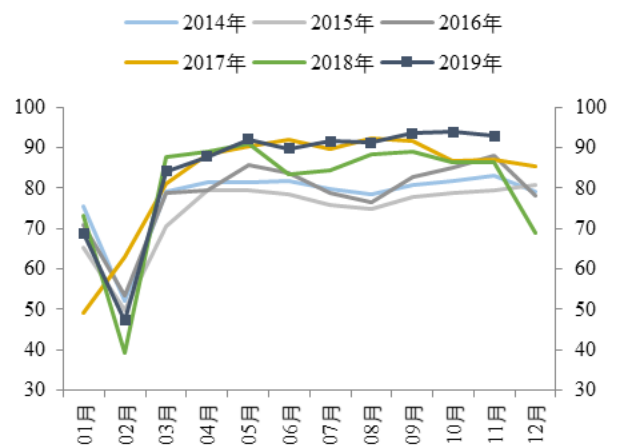
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 21：铜杆企业开工率



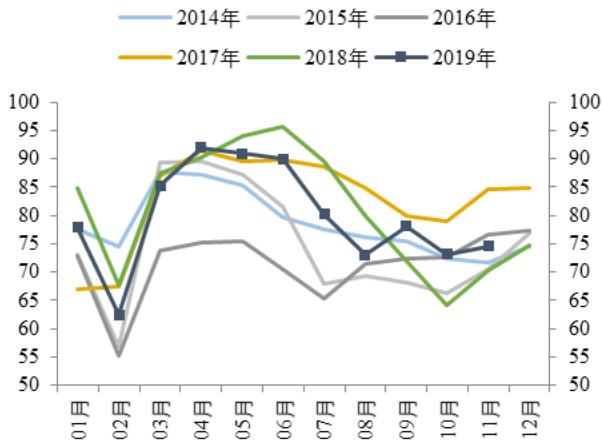
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 22：电线电缆企业开工率



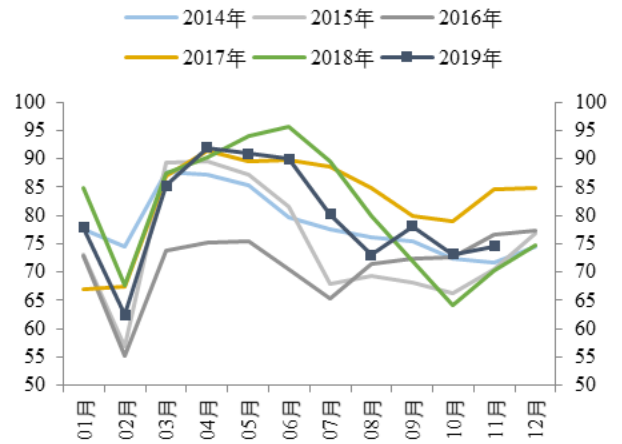
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 23: 铜管企业开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 24: 铜板带箔企业开工率



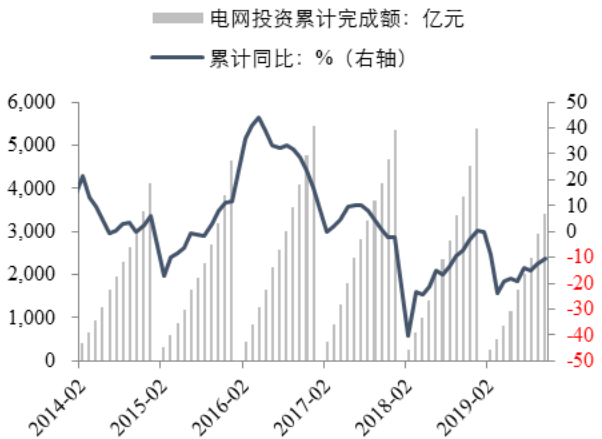
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

B. 电网投资两位数负增长

电网投资低迷, 1-10 月全国电网基本建设投资完成额 3415 亿元, 同比下降 10.5%, 10 月单月 462 亿元, 同比增 4.76%。

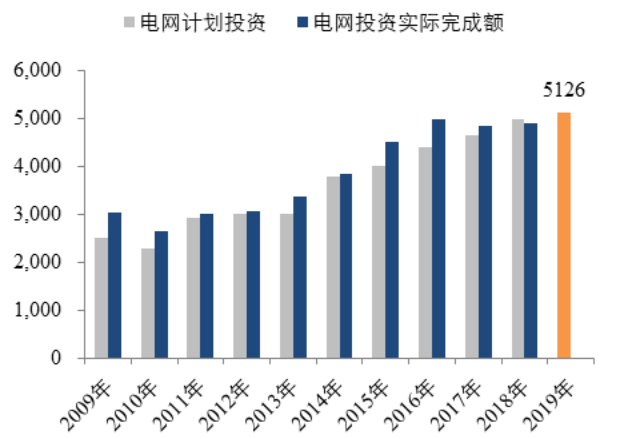
国家电网 2019 年电网投资计划达到 5126 亿元, 比 2018 年实际完成额上升 4.84%。国家电网若要完成年初投资计划, 预期年末会逐步加大投资力度。

图 25: 1-10 月电网投资两位数负增长



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 国家电网 2019 年计划投资额 5126 亿元



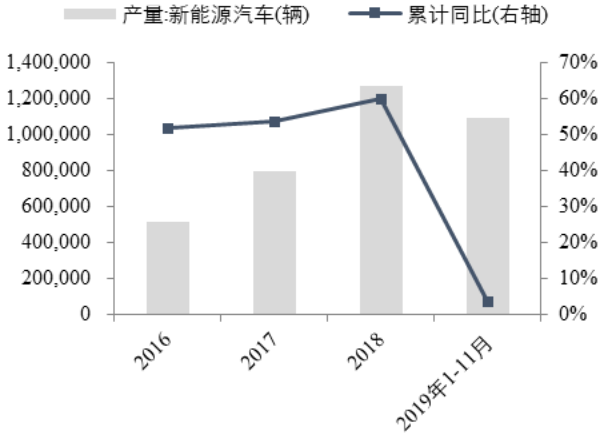
数据来源: 国家电网, 兴证期货研发部

C. 新能源汽车产销持续负增长

随着相关补贴逐步退坡, 2019 年下半年开始, 新能源汽车产销持续负增长, 10、11 月两个月产量负增长幅度都在 30% 以上, 新能源汽车领域短期暂时看不到明显向上的驱动力。

但从产业趋势上看，未来新能源汽车前景依然广阔，一旦国家有相关刺激政策出台，新能源汽车领域对精铜的消费增长空间依旧值得期待。

图 27: 1-11 月新能源汽车产量同比增长 3.74%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 28: 新能源汽车产量结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

D. 空调表现低迷，冰箱、洗衣机等家电同样不乐观

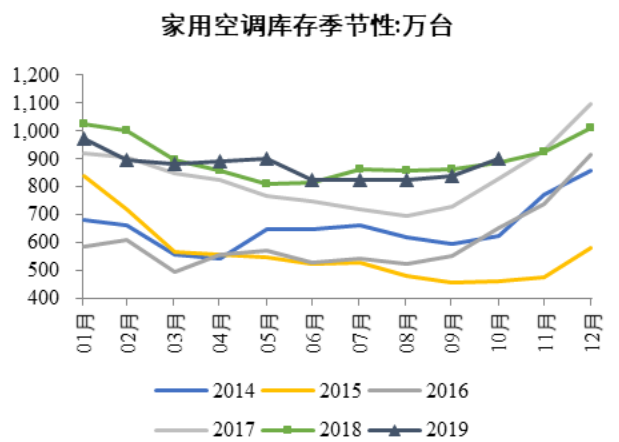
1-10 月份国内家用空调总产量 12817 万台，同比负增长-0.45%。家用空调 10 月单月产量为 832.5 万台，同比增长 7.06%。目前空调行业已经进入冬季消费旺季，规律上，空调企业需要提前备料生产，但从今年铜管开工率看，空调消费季节性回升力度有限。据 SMM 调研，国内 11 月铜管企业开工率为 74.52%，环比回升仅为 1.41%，远低于往年季节性回暖的力度。

图 29: 1-10 月份国内家用空调产量同比-0.45%



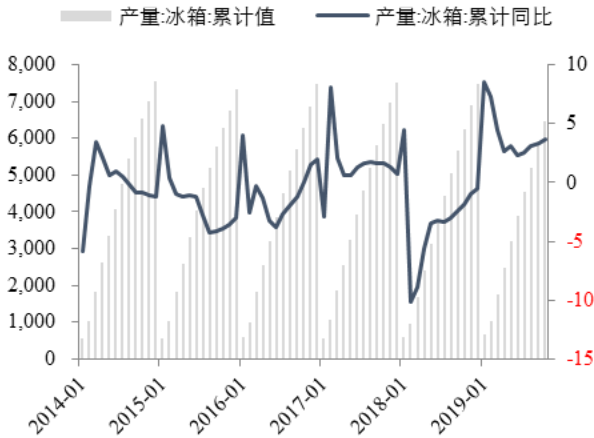
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 30: 空调库存季节性高位



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 31: 冰箱产量小幅正增长 (万台)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 32: 洗衣机产量增速低位 (万台)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

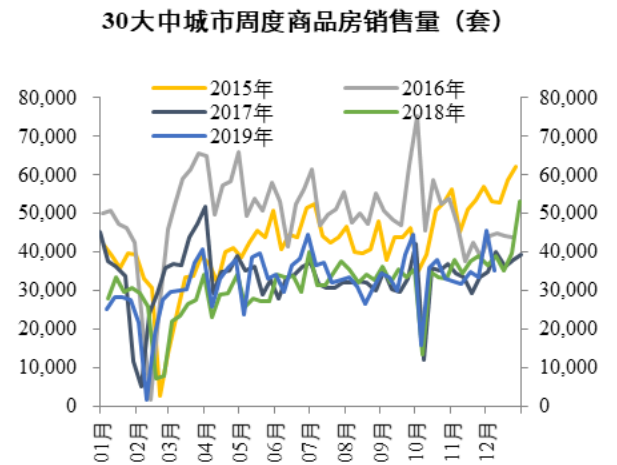
家电本年表现较差的一个主要原因是房地产销售低迷逐步传导到房屋装修对家电的购置需求。2019 年房地产销售疲软, 1-11 月全国房地产销售累计增速仅为 0.2%。从高频数据看, 大中城市表现相对较好, 截至 12 月初, 全国 30 大中城市周均成交套数同比 2018 年增长 2.68%。

图 33: 2019 年房地产销售表现低迷



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 34: 30 大中城市房地产周度销量同比去年增 2.68%

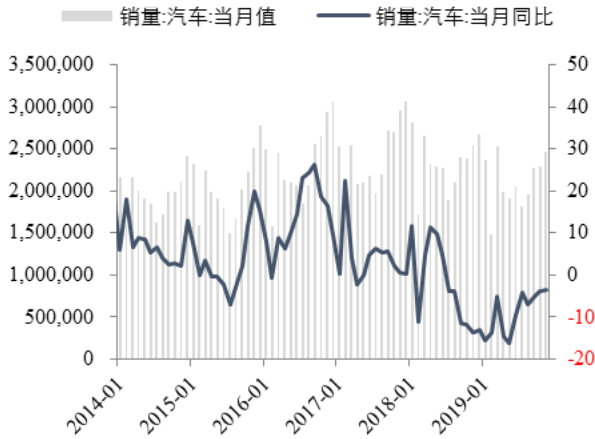


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

E.传统汽车产销萎缩幅度收窄

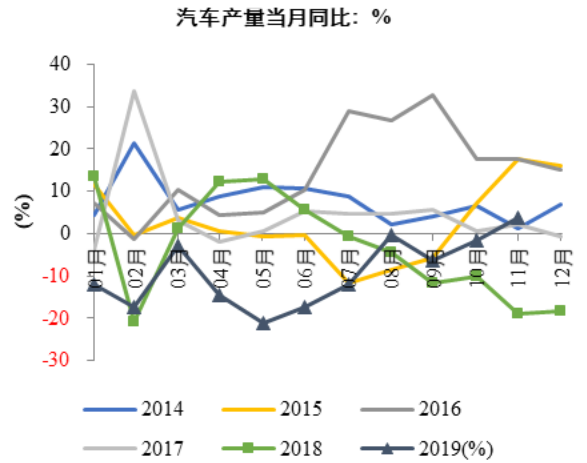
2018 年下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑, 据中国汽车工业协会数据, 2019 年 1-11 月全国共生产汽车 2311 万辆, 同比下滑 9.10%。汽车产销萎靡状态短期出现边际改善, 11 月单月产量 259.3 万辆, 同比增长转正 3.8%。

图 35: 汽车销量负增长幅度收窄



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 36: 11 月汽车产量同比转正



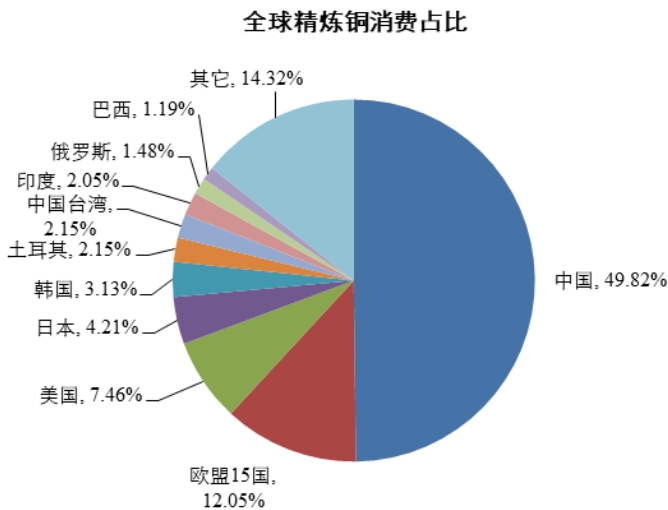
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.2 海外主要经济体制造业景气度阶段性改善

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。

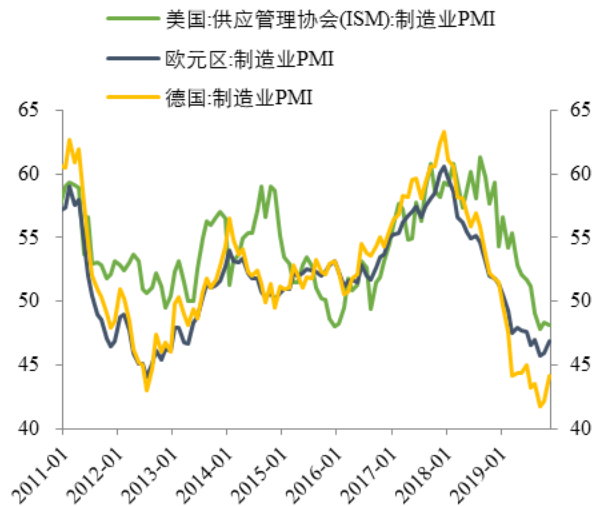
近期欧美国家制造业景气度出现阶段性改善，欧元区 11 月制造业 PMI 小幅回升至 46.9，其中德国制造业回升至 44.1。整体看，欧美发达国家实体经济仍处于探底阶段，整体对铜消费拉动有限。

图 37: 欧美发达国家占全球铜消费 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 38: 欧美国家制造业出现阶段性改善



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.3 需求端小结

国内铜消费相对疲软，但随着国家稳增长措施逐步落地，国内铜消费有望企稳。海外主要经济体制造业景气度阶段性改善，在中美经贸关系出现缓和的局面下，2020年海内外铜消费虽然无明显亮点，但企稳的概率较大。

我们认为，2020年全球铜消费大概率维持低速增长状态。

2.3 库存：全球显性库存绝对低位，可用天数仅有8天

截至12月13日，三大交易所叠加保税区库存下滑至54.79万吨，目前全球铜显性库存可用天数仅8天左右，处于绝对低位。根据前文对精炼铜供需的分析，我们认为明年精炼铜显性库存很难出现明显累库现象，低库存条件下，铜价向上的弹性更大。

图 39：全球显性库存处于绝对低位（万吨）

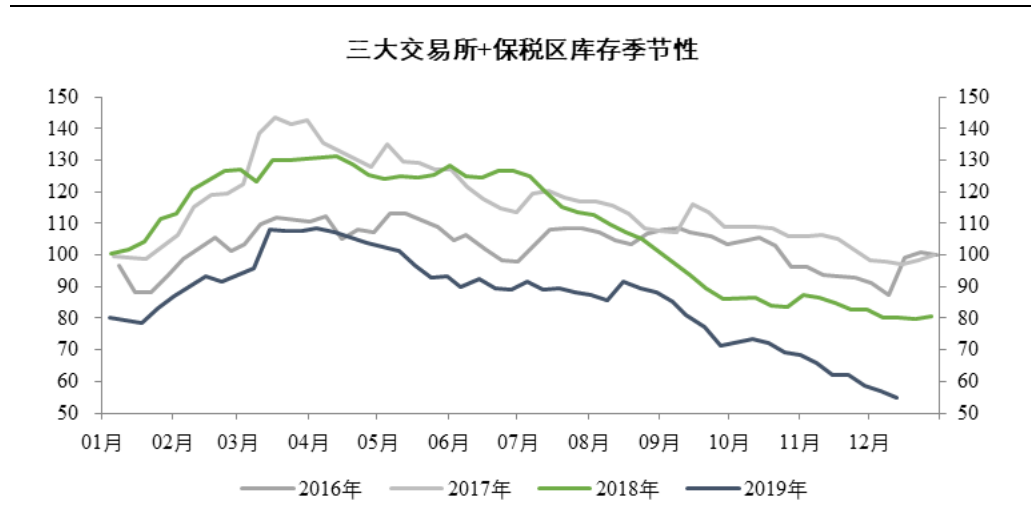


图 40：SHFE 库存季节性（吨）

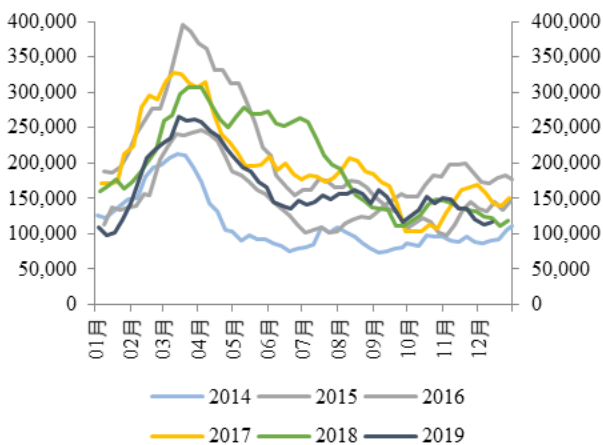


图 41：保税区库存季节性（万吨）

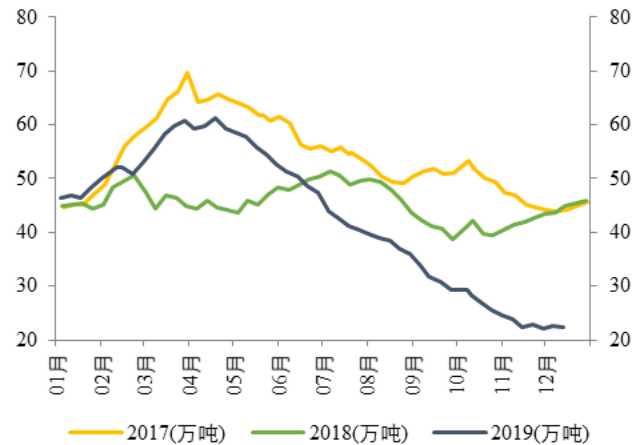
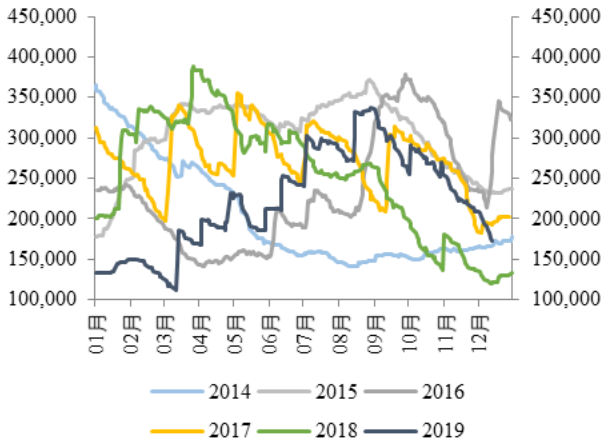
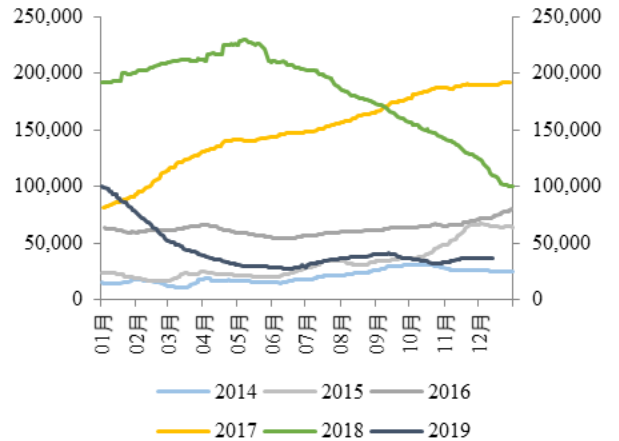


图 42: LME 库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 43: COMEX 库存季节性 (吨)



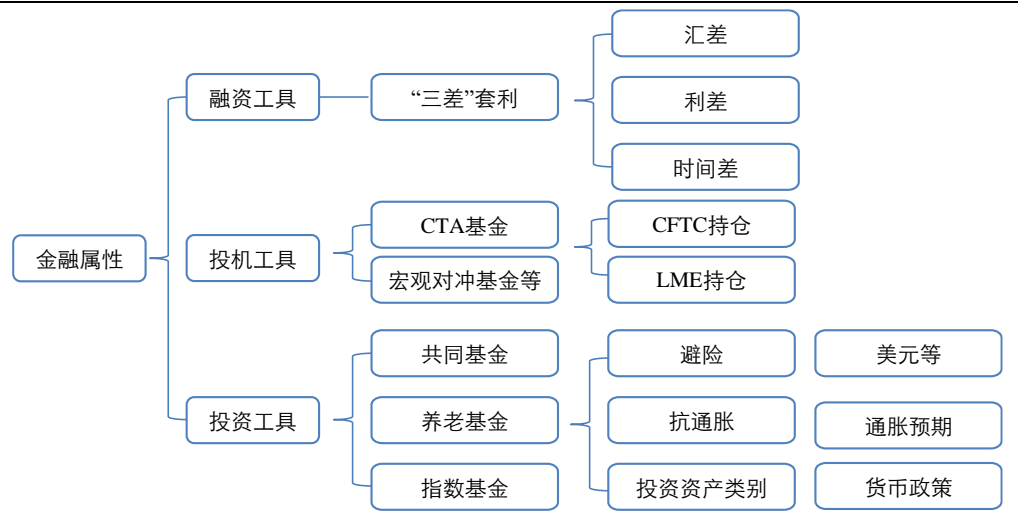
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观: 中美经贸关系有所缓解, 提振铜金融投机属性

铜融资需求有望在 2020 年出现改善。

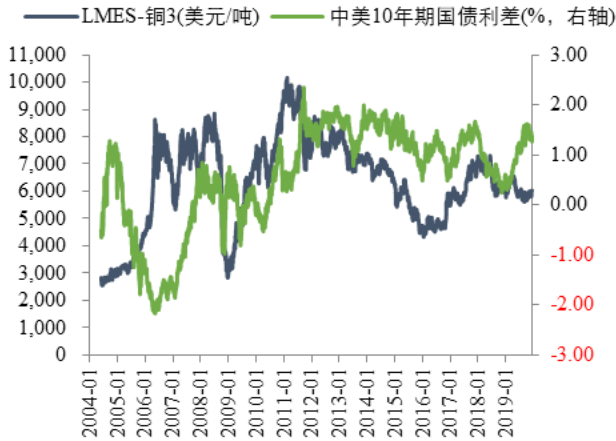
铜的金融属性主要体现在融资, 投资, 投机三个方面。融资需求方面, 目前中美十年期国债收益率再度扩大至 1% 以上, 如果明年美联储延续降息进程, 中美利差有望继续扩大。叠加近期中美经贸关系缓和, 人民币贬值压力有所缓解, 铜的融资需求有望在 2020 年出现改善。

图 44: 铜金融属性分析框架



数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

图 45: 中美利差扩大至 1%以上



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 46: 人民币汇率走势

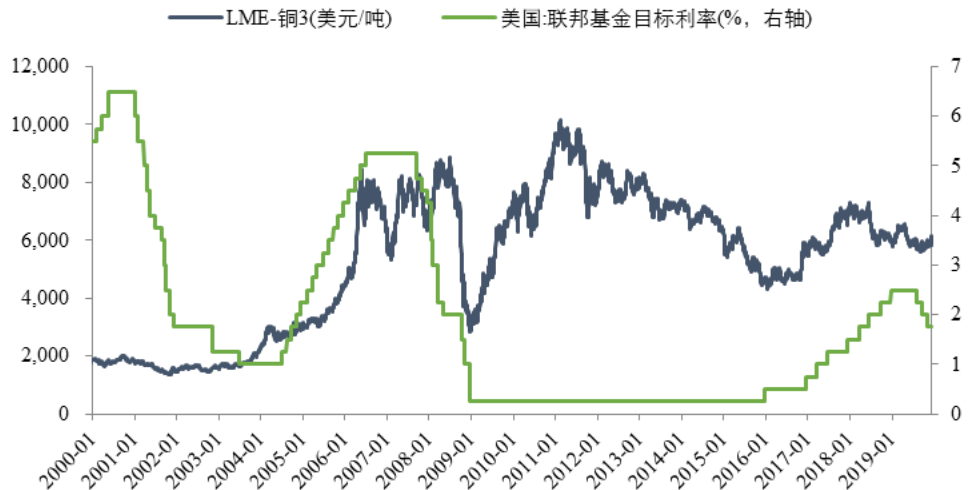


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

美国进入降息周期, 将一定程度提振铜的投机属性

美联储自 2019 年 7 月以来连续三次降息, 12 月会议联储委员一致通过维持基准利率 1.50-1.75% 不变。多数委员预期未来一段时间将维持基准利率不变, 结合其对未来三年通胀及核心通胀均未超过 2% 的预测来看, 美联储降息进程有暂停, 但很难结束。美国居民消费需求下行可能在 2020 年下半年表现得更突出, 预计美联储 2020 年下半年再度重启降息进程。

图 47: 美联储降息与铜价走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 48: COMEX 管理基金多头持仓 (张)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

国内有色金属期货指数 ETF 成立, 增强铜投资属性

2019 年 10 月 24 日, 国内首支有色金属期货指数 ETF 成立, 募集份额 3.11 亿份, 该 ETF 标的是上期所有有色金属指数, 投资标的主要是上期所上市的 6 个有色金属品种期货, 其中铜占有色金属指数比重达 43.60%, 对指数走势影响最大。

货币宽松大环境下, 货币超发引发实物资产价格重估, 而大宗商品是有效缓冲货币宽松稀释的保值标的, 商品期货 ETF 抗通胀作用明显。随着国内投资者对此类基金配置比例上升, 铜的投资属性将逐步得到体现。

表 6: 上期所有有色金属指数最新权重分布

品种	铜	铝	锌	铅	锡	镍
比重	0.4360	0.1264	0.1309	0.0800	0.0800	0.1468

数据来源: 上海期货交易所, 兴证期货研发部

图 49: 上期所有有色金属指数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 结论：亏损减产或将发酵，铜价重心上移

1. 2020 年全球铜矿产量增量有限。根据我们对全球主要大矿企产量预期来看，2019 年四季度铜矿供应增速依旧不乐观。基于当前铜价，我们认为部分中小矿企明年经营压力较大，小矿山减停产情况可能会加剧，12 月份澳洲 Metals X 公司决定关停旗下 Nifty 铜矿（成本高企，2019 年前三季度平均现金成本高到 8548 美元/吨，2018 年产 1.87 万金属吨铜精矿）。预期 2020 年中小矿山可能会出现 10 万吨左右的减产。

结合已公布的主要大矿企 2020 年产量预期，我们认为明年全球铜矿产量增量 20 万吨，增速在 1%附近。

2. 冶炼厂经营压力较大，产业链上供应端成本对铜价支撑较强。国内冶炼产能继续增加，2020 年预期有 30 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿产量增速低位，铜精矿加工费 TC 难上涨，叠加冶炼副产品硫酸价格低迷，预计 2020 年国内精炼铜供应增速有限。

我们认为产业链上，小矿山及国内中小冶炼厂亏损减停产对电解铜供应的影响将逐步发酵，成本端对铜价的支撑较强。

3. 海内外主要经济体铜消费相对疲软。国内电力领域对铜消费占比在 50% 以上，1-10 月电网投资增速仍在 -10.5% 低位，汽车、空调等领域未有明显回暖，国内铜消费延续低迷。海外方面，欧美国家制造业景气度维持在荣枯线下方，但短期有所改善。随着中美经贸关系缓和，海内外实体经济铜消费的悲观预期有望出现缓解。

4. 全球铜显性库存处于绝对低位，可用天数仅 8 天。截至 12 月 13 日，三大交易所叠加保税区库存仅为 54.79 万吨，目前库存可用天数仅 8 天左右，处于绝对低位。根据前文对铜供需的分析，我们认为明年精炼铜显性库存很难出现大幅累库现象，低库存条件下，铜价向上的弹性更大。

5. 中美经贸关系有所缓解，提振铜金融投机属性。融资需求方面，目前中美十年期国债收益率再度扩大至 1% 以上，如果明年美联储延续降息进程，中美利差有望继续扩大。叠加近期中美经贸关系缓和，人民币贬值压力有所缓解，铜的融资属性有望在 2020 年出现改善。

综上，我们认为 2020 年铜供需出现边际改善的概率较大。随着产业链上铜矿山及冶炼厂亏损发酵，精铜供应压力相对有限。需求端，随着中美经贸关系缓和，铜消费悲观预期有所缓解。

预计 2020 年铜价重心有所抬升，我们对 2020 年铜价区间判断为：
[46500,55000]。

建议投资者偏多思路为主，或在全球显性库存降至低位时，适当关注近远月正套机会。仅供参考。

表 7: 中国精炼铜供需平衡表 (万吨)

中国	2018	2019H1	2019H2	2019E	2020E
产量	873	425	468	893	910
净进口	347	142	175	317	310
实际需求	1225	565	655	1220	1240
供需平衡	-5	2	-12	-10	-20

数据来源: 兴证期货研发部

表 8: 全球精炼铜供需平衡表 (万吨)

全球	2018	2019H1	2019H2	2019E	2020E
产量	2380	1170	1225	2395	2420
实际需求	2400	1165	1250	2415	2445
供需平衡	-20	5	-25	-20	-25

数据来源: 兴证期货研发部

5. 风险提示

中美贸易摩擦再起波澜; 中国宏观经济超预期下滑; 欧美国家经济波动超预期。

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。