

兴证期货·研发中心

2020年10月12日 星期一

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格编号：F3004203

投资咨询编号：Z0012934

俞尘泯

从业资格编号：F3060627

联系人

俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

9月铜价窄幅震荡，10月国庆期间海外铜价受美国总统感染新冠病毒及其他风险因素影响，波动加大。截至10月09日，LME铜价收于6772美元/吨，月涨幅1.47%（相对8月28日收盘）。

● 后市展望及策略建议

1. **铜矿加工费处于绝对低位。**受南美等主要铜矿产地疫情影响，铜矿恢复力度有限，加工费TC低位徘徊，截至10月9日当周，铜矿加工费TC仅为48.56美元/吨。从全球前15大矿企（CR15:0.63）产量预期看，铜矿相对短缺的状态短期难改变，预计铜矿加工费TC大概率维持在50美元以下。

2. **冶炼厂经营压力较大，对精炼铜供应的影响逐步发酵。**50美元/吨以下加工费对国内部分冶炼厂来说已经亏损至现金成本，根据测算，当前铜冶炼亏损严重，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响相对钝化，随着炼厂亏损周期的延长，国内精铜产量受影响的预期越来越强。

3. **国内经济持续好转，10月铜消费进入相对旺季。**国内实体经济好转，制造业等行业层面数据表现不差，10月是国内铜消费相对季节性旺季，预计在供需改善状态下，铜库存出现下滑。

4. **欧美国家制造业稳步复苏。**德国9月份制造业PMI超预期回升至56.4，欧美大部分国家制造业景气度都位于50以上，结合中国等主要贸易国家出口数据恢复情况来看，全球经济持续改善，中国铜终端产品有20%以上出口海外，随着海外经济反弹，对国内铜消费的拉动也将逐步显现。

综上，铜矿短缺短期很难出现实质性缓解，供应端对铜价支撑的逻辑延续。叠加消费端未出现明显走弱迹象，铜基本面相对稳健，在不发生大的金融风险的前提下，铜价中长期上涨的概率较大。仅供参考。

● 风险提示：

1. 海外疫情发展不确定；
2. 欧美实体经济恢复不及预期。

报告目录

1.行情回顾	4
2.疫情情况	4
3.基本面	6
3.1 铜矿加工费 TC 处于绝对低位.....	6
3.1.1 大矿企 2020 年二季度产量下滑.....	6
3.1.2 冶炼厂亏损周期拉长，精炼铜减产预期延续.....	9
3.2 国内下游消费进入旺季.....	11
3.2.1 电线电缆开工维持高位.....	11
3.2.2 电网投资小幅下滑.....	12
3.2.3 空调产量维持正增长.....	13
3.2.4 汽车产量增速下滑.....	13
3.2.5 欧美国家制造业稳步复苏.....	14
3.3 国内铜库存有望出现拐点.....	15
4.宏观面：美国大选，疫情二次爆发等因素扰动市场	17
5.结论	18
6.风险提示	18

图目录

图 1： LME 各品种 2020 年以来涨跌幅.....	4
图 2： 沪铜期限结构（元/吨）.....	4
图 3： 海外累计确诊人数（例）.....	4
图 4： 智利、秘鲁新增确诊人数（例）.....	5
图 5： 智利、秘鲁占全球铜矿产量 40%.....	5
图 6： 中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达 62%.....	5
图 7： 全球铜矿成本曲线（美元/吨）.....	8
图 8： 国内电解铜产量（万吨，%）.....	9
图 9： 铜精矿现货加工盈亏（元/吨）.....	10
图 10： 2020 年铜精矿长单 TC 大幅下滑 18.8 美元/吨（美元/吨）.....	10
图 11： TC 处于绝对低位（美元/吨）.....	10
图 12： 硫酸价格（元/吨）.....	10
图 13： 中国制造业 PMI.....	11
图 14： 国内铜消费按品种分布.....	11
图 15： 国内铜终端消费行业分布.....	11
图 16： 电线电缆开工率（%）.....	12
图 17： 铜杆开工率（%）.....	12
图 18： 铜管开工率（%）.....	12
图 19： 铜板带箔开工率（%）.....	12

图 20: 电网投资继续回升 (亿元, %)	13
图 21: 国家电网计划投资额 (亿元)	13
图 22: 空调产量回升 (万台, %)	13
图 23: 空调库存压力较大 (万台)	13
图 24: 汽车产量 (万辆, %)	14
图 25: 汽车产量增速季节性	14
图 26: 乘联会狭义乘用车销量变化 (%)	14
图 27: 欧美国家铜消费占比 20%	15
图 28: 欧美发达国家制造业情况	15
图 29: 三大交易所叠加保税区库存 (万吨)	15
图 30: 国内三地 (上海、江苏、广东) 库存 (万吨)	16
图 31: 保税区库存季节性 (万吨)	16
图 32: 上期所铜库存季节性 (吨)	16
图 33: LME 铜库存季节性 (吨)	16
图 34: COMEX 铜库存季节性 (吨)	16
图 35: 美元指数与铜价走势	17
图 36: 主要资产表现	17
图 37: 市场恐慌情绪有所起伏	17

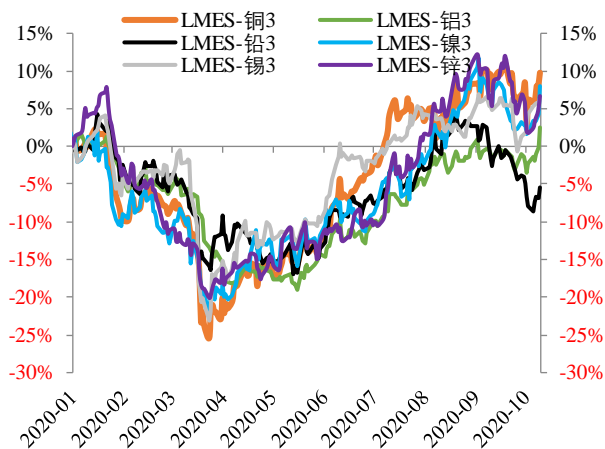
表目录

表 1: 全球前 15 大矿企 2020 年二季度产量负增长-6.34%	8
--------------------------------------	---

1. 行情回顾

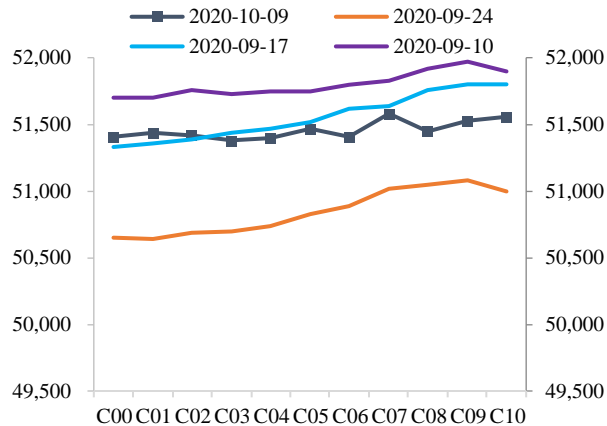
9 月铜价窄幅震荡，10 月国庆期间海外铜价受美国总统感染新冠及其他风险因素影响波动加大。整体看，铜基本面在铜矿相对短缺，消费缓慢复苏的大背景下相对稳健。截至 10 月 09 日，LME 铜价收于 6772 美元/吨，月涨幅 1.47%（相对 8 月 28 日收盘）。

图1：LME 各品种 2020 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：沪铜期限结构（元/吨）

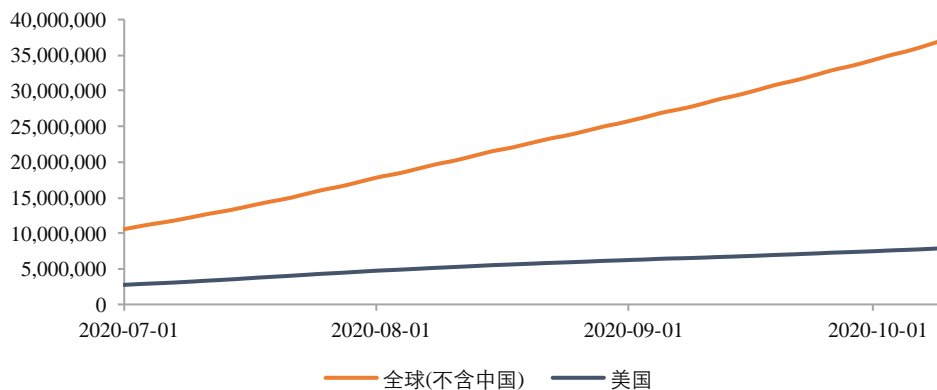


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 疫情情况

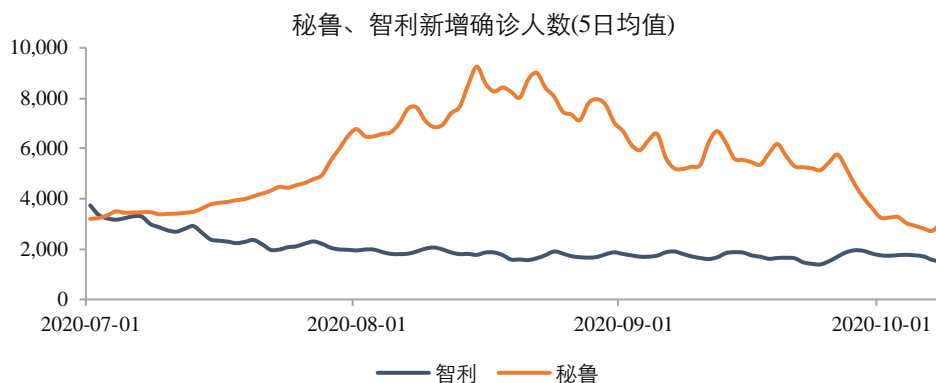
海外疫情二次爆发。截至 10 月 9 日，海外确诊病例超过 3700 万人，其中美国确诊病例超过 789 万人，欧洲、南美等部分国家新增确诊人数创新高，海外疫情二次爆发。智利、秘鲁（智利、秘鲁占全球铜矿产量比重 40%）等主要铜矿生产地疫情有所缓和，每日确诊人数趋势下滑。

图3：海外累计确诊人数（例）



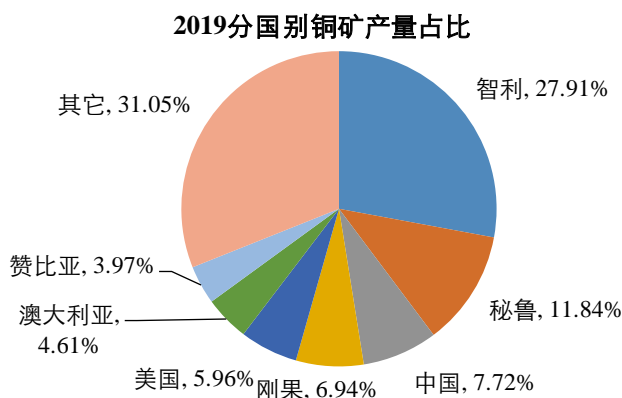
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图4：智利、秘鲁新增确诊人数（例）



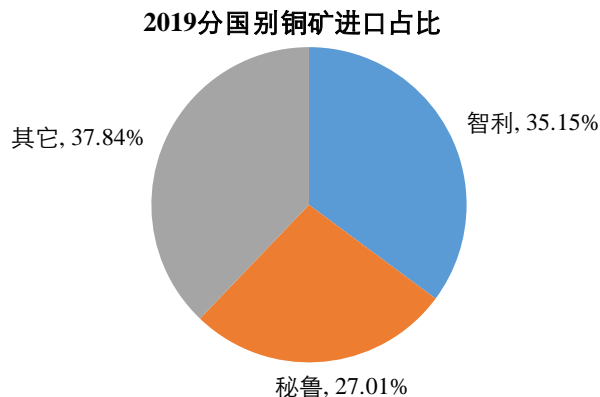
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5：智利、秘鲁占全球铜矿产量 40%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图6：中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达 62%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 基本面

铜矿加工费处于绝对低位。受南美等主要铜矿产地疫情影响，铜矿恢复力度有限，加工费 TC 低位徘徊，截至 10 月 9 日当周，铜矿加工费仅为 48.56 美元/吨。从全球前 15 大矿企 (CR15:0.63) 产量预期看，铜矿相对短缺的状态短期难改变，预计铜矿加工费 TC 大概率维持在 50 美元以下。

冶炼厂经营压力较大，对精炼铜供应的影响逐步发酵。50 美元/吨以下加工费对国内部分冶炼厂来说已经亏损至现金成本，根据测算，当前铜冶炼亏损严重，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响相对钝化，随着炼厂亏损周期的延长，国内精铜产量受影响的预期越来越强。

国内经济持续好转，10 月铜消费进入相对旺季。国内实体经济好转，制造业等行业层面数据表现不差，10 月是国内铜消费相对季节性旺季，预计在供需改善状态下，铜库存出现下滑。

欧美国家制造业稳步复苏。德国 9 月份制造业 PMI 超预期回升至 56.4，欧美大部分国家制造业景气度都位于 50 以上，结合中国、等主要贸易国家出口数据恢复情况来看，全球经济持续改善，中国铜终端产品有 20% 以上出口海外，随着海外经济反弹，对国内铜消费的拉动也将逐步显现。

综上，铜矿短缺短期很难出现实质性缓解，在国内铜冶炼厂减产预期未兑现之前，供应端对铜价支撑的逻辑延续。叠加消费端未出现明显走弱迹象，铜基本面相对稳健，在不发生大的金融风险的前提下，铜价中长期上涨的概率较大。

3.1 铜矿加工费 TC 处于绝对低位

受南美等主要铜矿产地疫情影响，铜矿恢复力度有限，加工费 TC 低位徘徊，截至 10 月 9 日当周，铜矿加工费仅为 48.56 美元/吨。从全球前 15 大矿企 (CR15:0.63) 产量预期看，铜矿相对短缺的状态短期难改变，预计铜矿加工费 TC 大概率维持在 50 美元以下。根据测算，当前铜冶炼亏损严重，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响相对钝化，随着炼厂亏损周期的延长，国内精铜产量受影响的预期越来越强。

3.1.1 大矿企 2020 年二季度产量下滑

全球前 15 大矿企 (CR15:0.63) 二季度产量受疫情等因素影响大幅下滑 6.64%，从矿企对

下半年产量预期来看，大部分矿企仍担忧疫情会限制人员、原料、产成品流动，导致铜矿产量不确定性加大。

分矿企来看，Glencore 二季度产量同比下滑 4.75 万吨 (-14%)。旗下在非洲的 Mutanda 矿山仍处于检修状态，位于秘鲁的 Antamina 矿山二季度因为疫情影响暂停生产 43 天，在秘鲁的另外一座矿山 Antapaccay 因为原矿品位下滑导致产量受损近 1 万吨。2020 全年产量预期方面，缩小产量预期上下边界至 125.5 ± 3.5 万吨，但能否实现产量预期仍受制于疫情对矿山生产的影响。

Rio Tinto 二季度产量大幅下滑 5.97 万吨 (-27%)。旗下位于美国的 Rio Tinto Kennecott 工厂在 3 月 18 日地震中关闭部分设备导致二季度产量受损严重。2020 全年产量预期来看，仍维持在一季度报告中的下修 8.75 万吨至 68.25 万吨的预估。

BHP 二季度产量下滑 3.04 万吨 (-7%)，主因旗下位于秘鲁的 Antamina 矿山二季度因为疫情影响暂停生产 43 天，导致归属于公司的产量受损近 2 万吨。公司预计 2021 财年产量因为旗下位于智利的全球最大铜矿山 Escondida 品位下滑 4%，全年产量预期下滑 16 万吨左右，至 156.25 万吨。

Antofagasta 二季度产量下滑 2.09 万吨 (-11%)。旗下位于智利的 Centinela 矿山品位下滑导致产量受损 1 万吨以上。2020 全年产量预期维持在 72.5-75.5 的区间下沿，但仍受制于没有矿山因为疫情暂停生产的假定条件。

MMG 二季度产量下滑 2.41 万吨 (-24%)，主要因为位于秘鲁的 Las Bambas 矿山受疫情影响二季度产量损失 2.6 万吨。公司对 2020 年全年产量预期仍未更新，需等到矿山运营的恢复的确定性更大的时候，才会发布最新的 2020 年产量预期。

Vale 二季度产量下滑 1.38 万吨 (-14%)，背后主要原因也是疫情对巴西及加拿大矿山生产的影响，全年产量预期仍维持在 37 万吨。

First Quantum 二季度产量基本持平于去年同期，但由于旗下位于巴拿马的矿山 Cobre Panama 受疫情影响生产受损，2020 年产量预期在一季度报告已经下调 7.5 万吨的基础上，二季度报告再度下调 3.25 万吨，至 74.75 万吨。

Freeport 二季度产量微幅下滑 0.41 万吨，公司基于上半年的生产现状及对旗下矿山的评估，

把 2020 年销量预期上调 2.27 万吨。

Anglo American 二季度产量增加 0.77 万吨 (+5%)，公司 2020 年铜矿产量预期维持在 64.5 万吨不变。

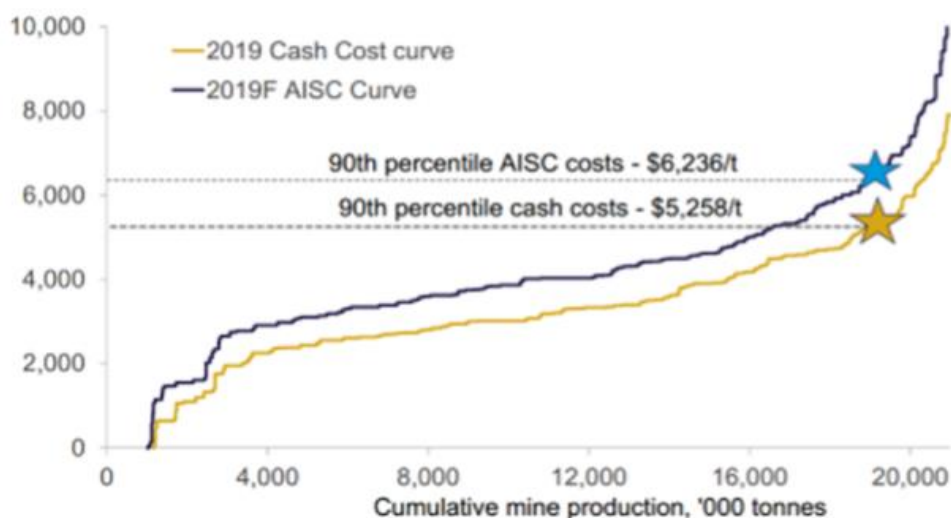
综合全球主要矿区疫情情况及矿企的产量预期来看，我们预计铜矿产量恢复力度相对有限，加工费 TC 或将长时间维持在 50 美元/吨以下。

表 1: 全球前 15 大矿企 2020 年二季度产量负增长-6.34%

序号	公司	2020Q2 (万吨)	2020Q2 增量 (万吨)	2020Q2 同比	2020Q2 环比	2020Q1 同比
1	Codeco	40.94	1.10	2.76%	5.90%	4.20%
2	Freeport	34.79	-0.41	-1.16%	4.92%	-6.28%
3	BHP Billiton	41.39	-3.04	-6.84%	-2.61%	1.26%
4	Glencore	29.48	-4.75	-13.88%	0.51%	-8.54%
5	Grupo Mexico	28.58	-0.28	-0.97%	4.81%	4.33%
6	Antofagasta	17.77	-2.09	-10.52%	-8.40%	2.86%
7	Rio Tinto	15.97	-5.97	-27.21%	-11.43%	-6.19%
8	KGHM Polska	17.66	-0.25	-1.40%	1.44%	0.81%
9	MMG	7.70	-2.41	-23.85%	-16.19%	-19.64%
10	Anglo American	16.68	0.77	4.84%	13.39%	-8.69%
11	First Quantum	16.91	0.07	0.39%	-13.43%	42.58%
12	Vale	8.45	-1.38	-14.04%	-10.58%	0.75%
13	Norilsk	12.49	0.04	0.31%	8.64%	-9.29%
14	Teck Resources	5.93	-1.77	-22.99%	-16.48%	1.43%
15	Kazakhmys	7.89	0.13	1.68%	5.34%	7.00%
Total		289.96	-19.63	-6.34%	-0.40%	-0.62%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 7: 全球铜矿成本曲线 (美元/吨)

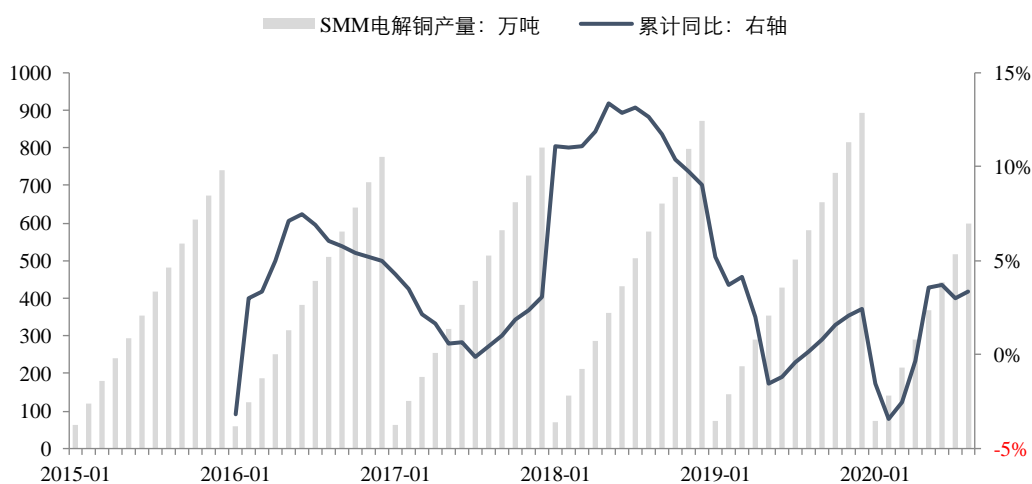


数据来源：CRU，兴证期货研发部

3.1.2 冶炼厂亏损周期拉长，精炼铜减产预期延续

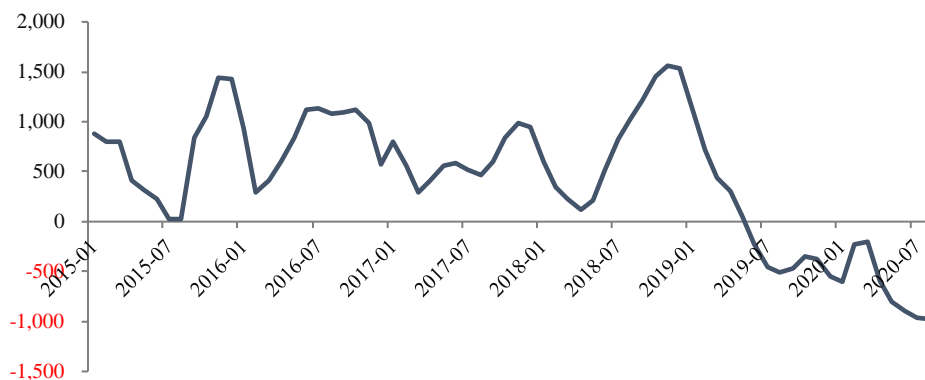
冶炼厂经营压力较大，对精炼铜供应的影响逐步发酵。50 美元/吨以下加工费对国内部分冶炼厂来说已经亏损至现金成本，根据测算，当前铜冶炼亏损严重，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响相对钝化，随着炼厂亏损周期的延长，国内精铜产量受影响的预期越来越强。这是我们认为中长期铜价仍会走强的主要逻辑点。

图8：国内电解铜产量（万吨，%）



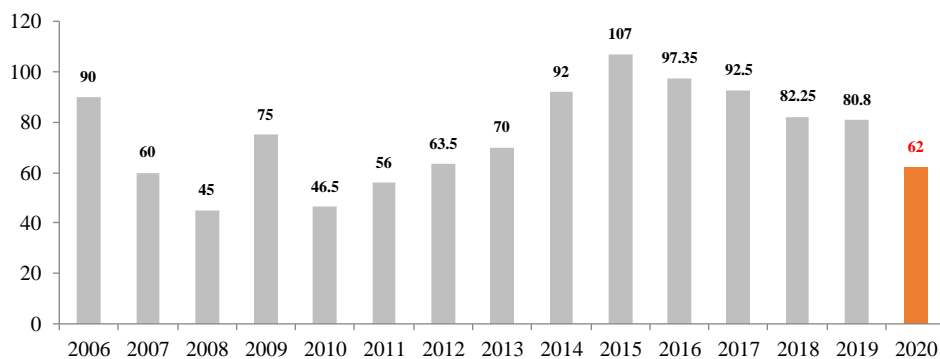
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图9：铜精矿现货加工盈亏（元/吨）



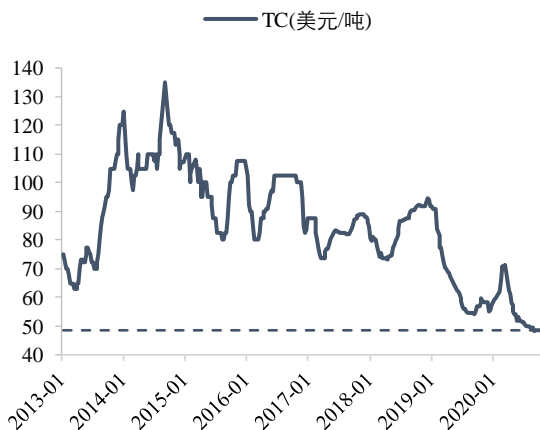
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图10：2020年铜精矿长单TC大幅下滑18.8美元/吨（美元/吨）



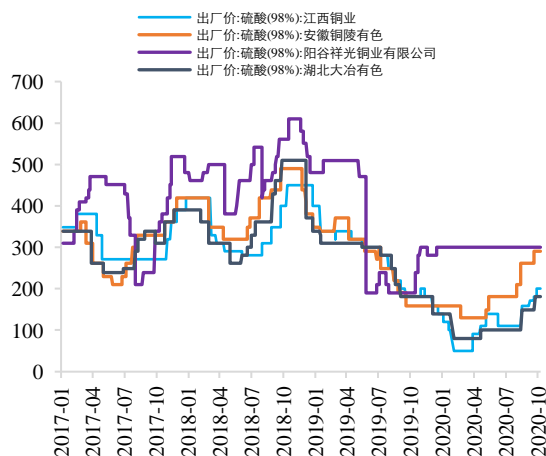
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图11：TC处于绝对低位（美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图12：硫酸价格（元/吨）

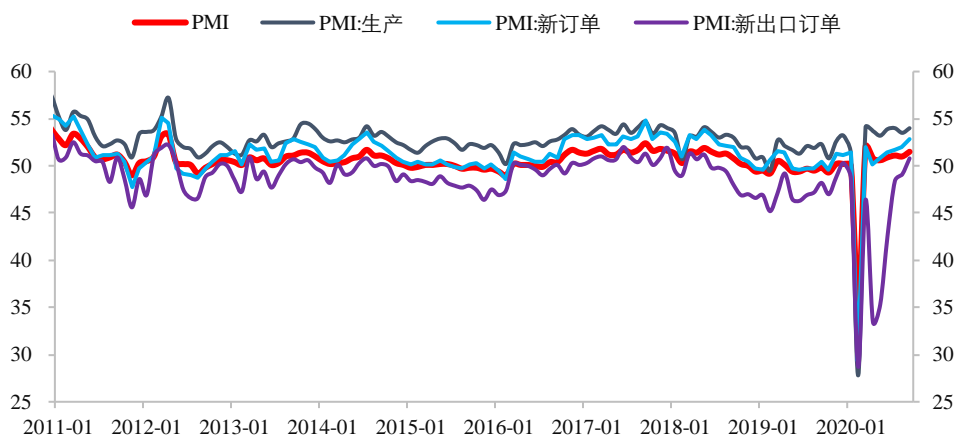


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 国内下游消费进入旺季

国内经济持续好转，10月铜消费进入相对旺季。国内实体经济好转，制造业等行业层面数据表现不差，10月是国内铜消费相对季节性旺季，预计在供需改善状态下，铜库存出现下滑。

图13：中国制造业 PMI

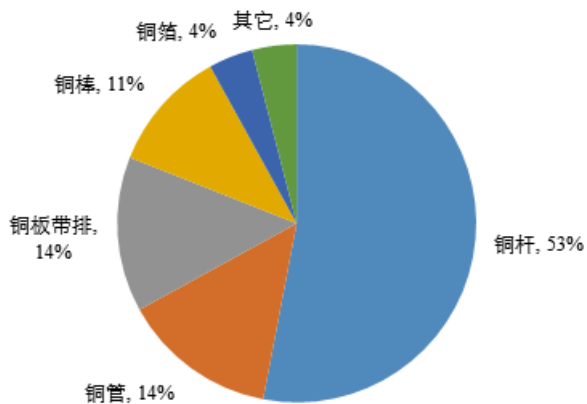


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.1 电线电缆开工维持高位

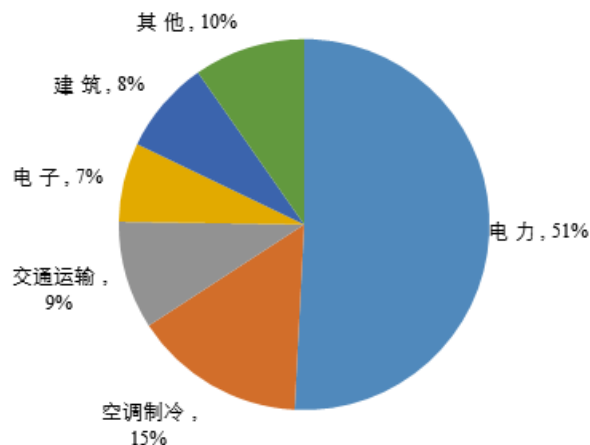
从铜下游开工来看，电线电缆企业开工率8月季节性转弱，但依然维持在97%以上高位，随着9月进入相对旺季，开工率有望再度走高。

图14：国内铜消费按品种分布



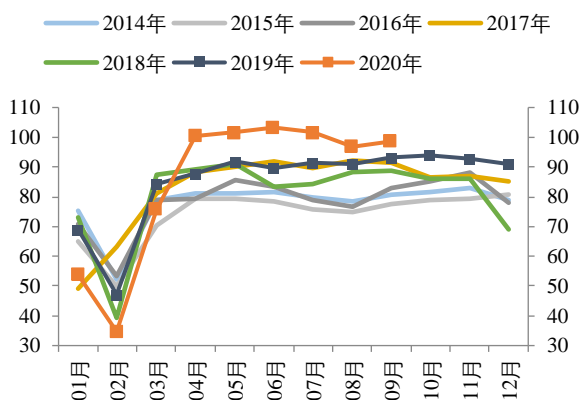
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图15：国内铜终端消费行业分布



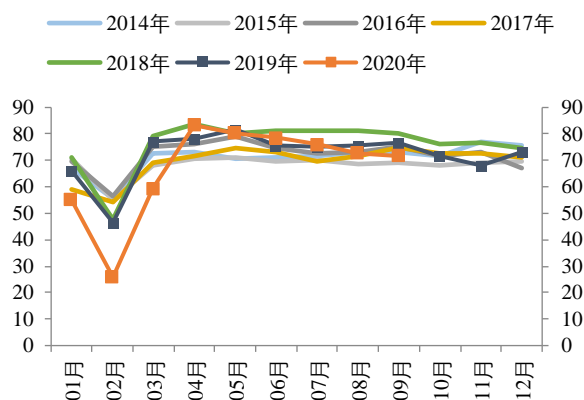
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图16: 电线电缆开工率 (%)



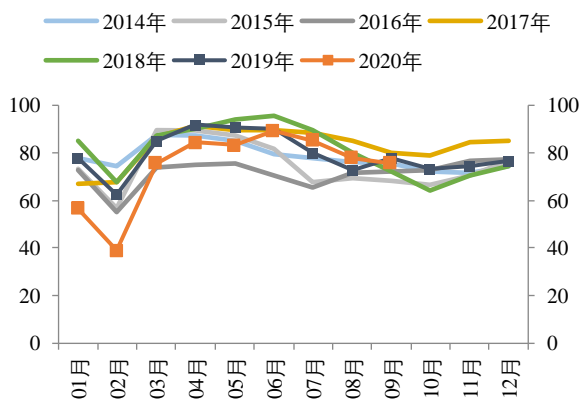
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图17: 铜杆开工率 (%)



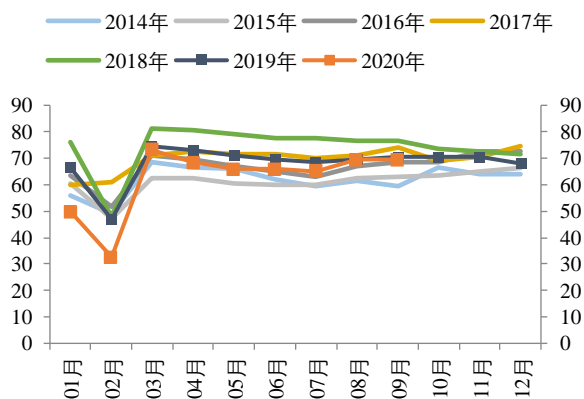
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图18: 铜管开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图19: 铜板带箔开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.2.2 电网投资小幅下滑

2020年8月单月电网投资完成额小幅下滑,前8月实际完成额2379亿元,同比微幅正增长0.04%。

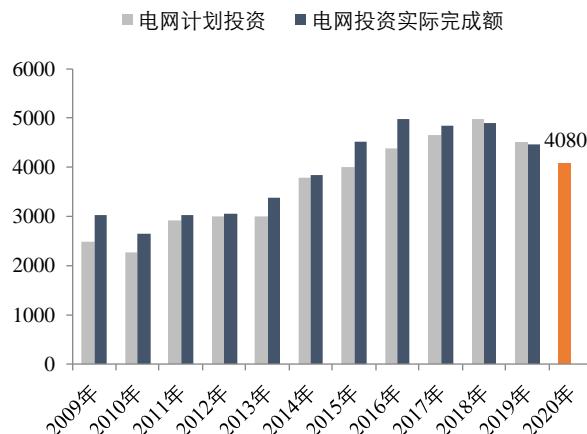
根据最新国家电网披露的数据,2020年国家电网计划电网投资额为4080亿元,同比2019年实际完成额下滑8.79%。

图20: 电网投资继续回升 (亿元, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图21: 国家电网计划投资额 (亿元)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.3 空调产量维持正增长

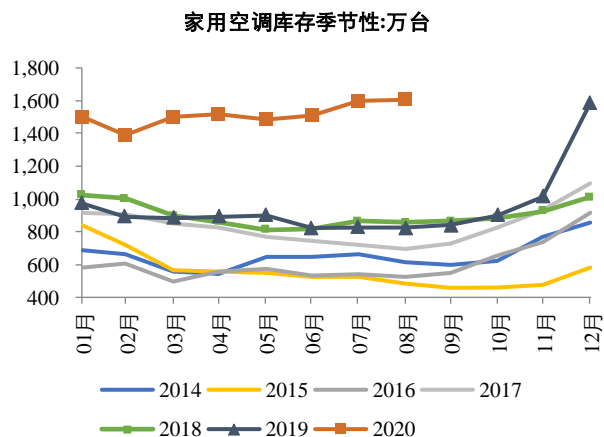
产业在线数据显示, 2020年8月家用空调总产量1059万台, 同比大幅增长3.32%, 1-8月空调产量1021.6万台, 同比下滑幅度缩窄至9.1%。8月空调库存1605.5万台, 空调库存压力仍较大。

图22: 空调产量回升 (万台, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图23: 空调库存压力较大 (万台)



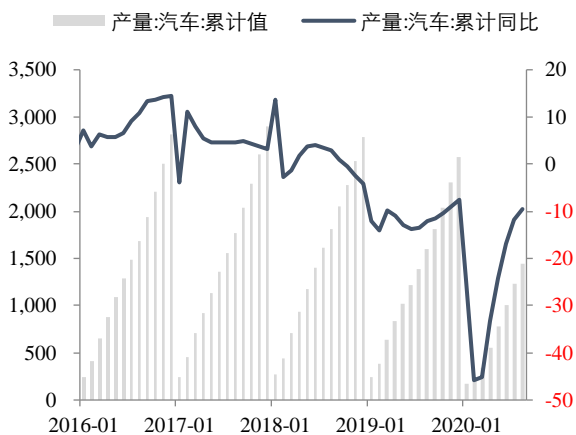
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.4 汽车产量增速下滑

据中国汽车工业协会数据, 8月单月汽车产量同比正增长6.31%, 1-8月全国共生产汽车

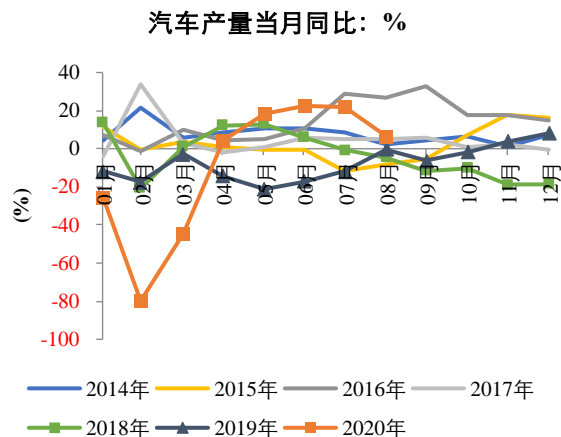
1443.2 万辆，同比下滑幅度放缓至 9.60%。

图24：汽车产量（万辆，%）



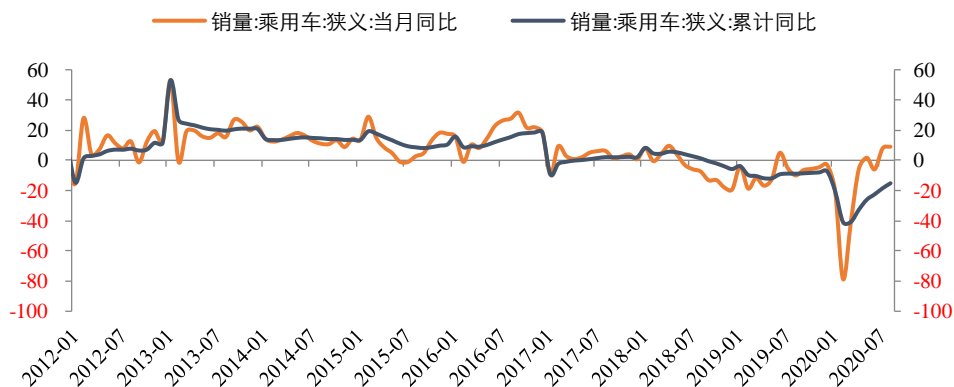
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图25：汽车产量增速季节性



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图26：乘联会狭义乘用车销量变化（%）

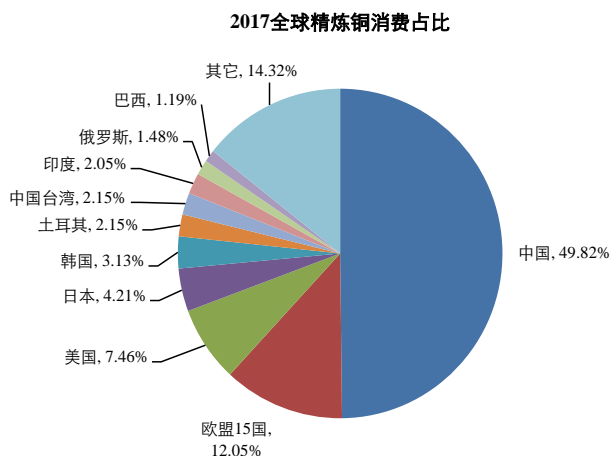


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.5 欧美国家制造业稳步复苏

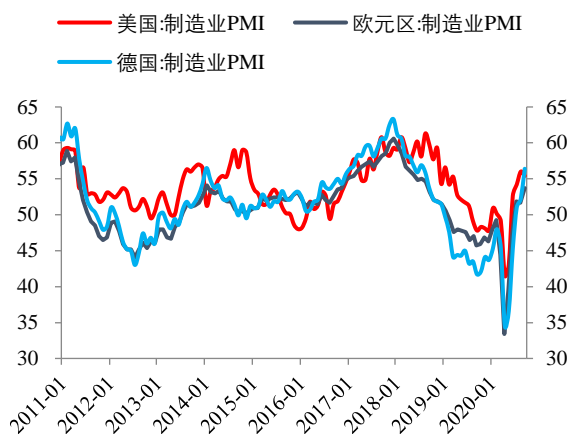
欧美国家制造业稳步复苏。德国9月份制造业PMI超预期回升至56.4，欧美大部分国家制造业景气度都位于50以上，结合中国、等主要贸易国家出口数据恢复情况来看，全球经济持续改善，中国铜终端产品有20%以上出口海外，随着海外经济反弹，对国内铜消费的拉动也将逐步显现。

图27：欧美国铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图28：欧美发达国家制造业情况

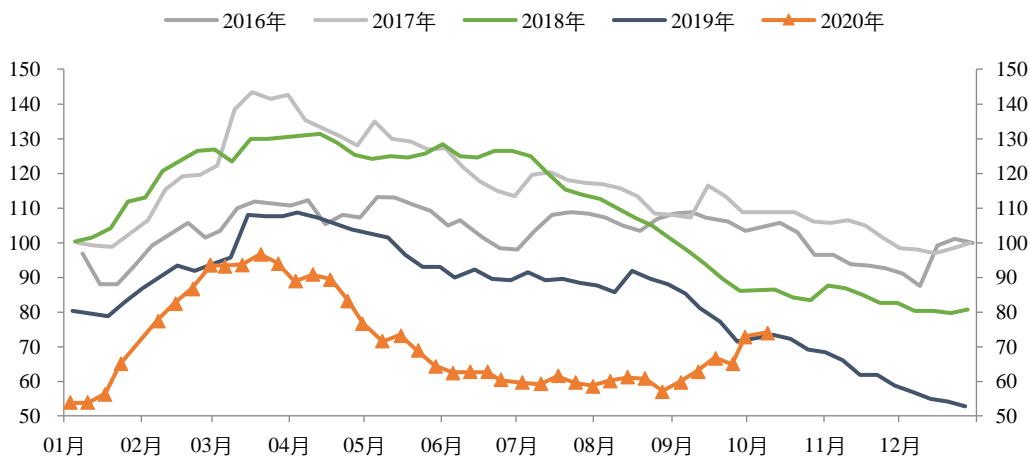


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 国内铜库存有望出现拐点

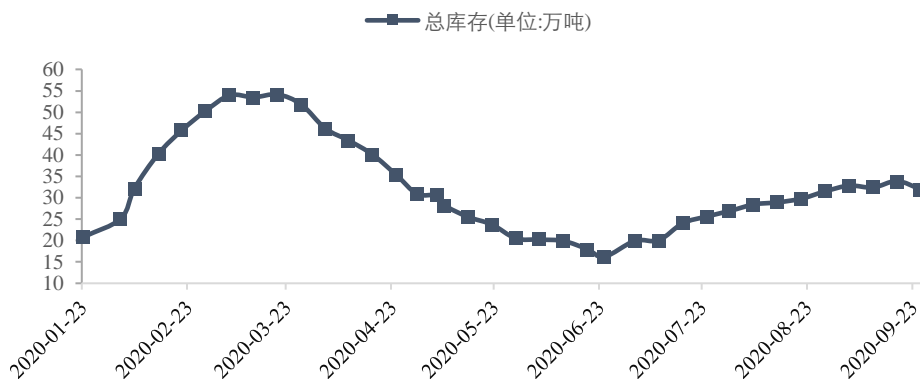
10月是国内铜消费相对季节性旺季，预计在供需改善状态下，铜库存出现下滑。

图29：三大交易所叠加保税区库存（万吨）



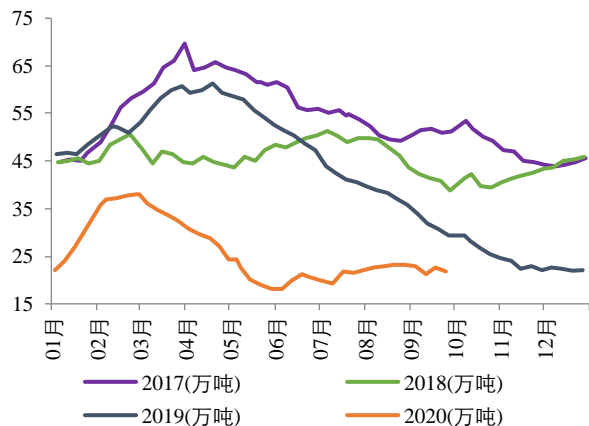
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图30: 国内三地(上海、江苏、广东)库存(万吨)



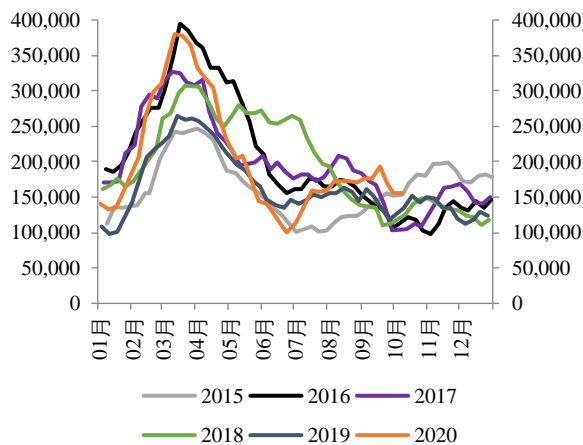
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图31: 保税区库存季节性(万吨)



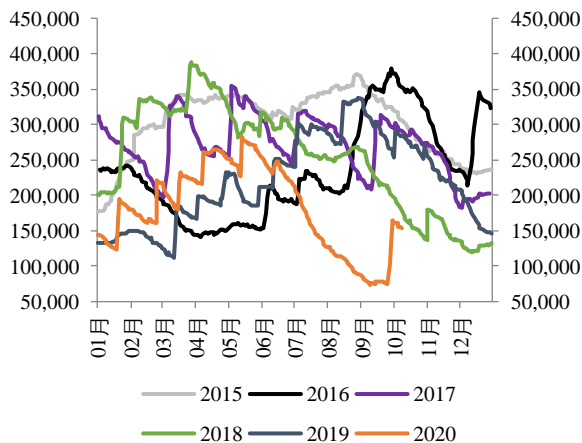
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图32: 上期所铜库存季节性(吨)



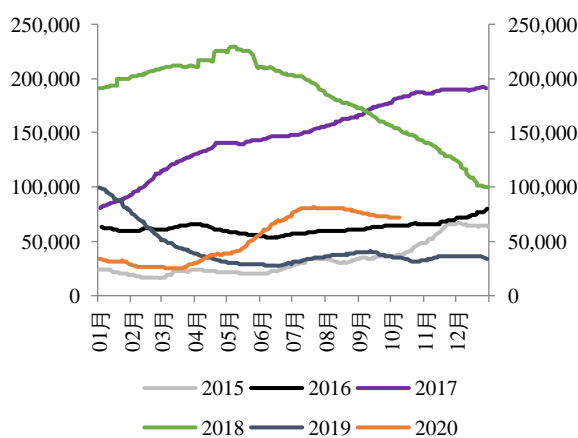
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图33: LME 铜库存季节性(吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图34: COMEX 铜库存季节性(吨)



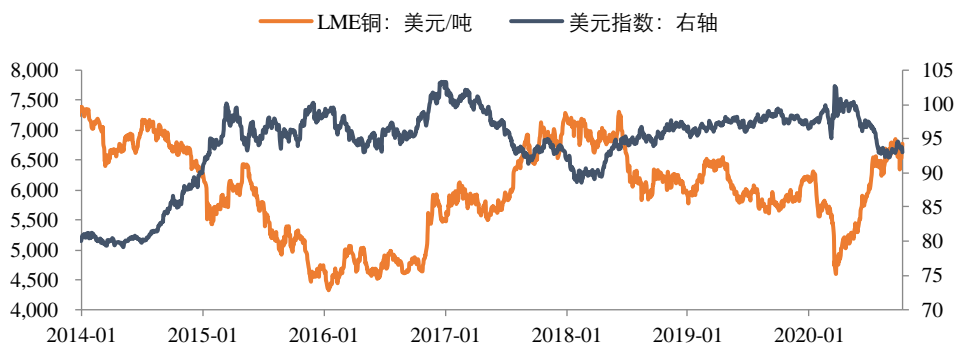
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 宏观面：美国大选，疫情二次爆发等因素扰动市场

美元指数小幅回升，截至 10 月 9 日，收于 93.0109，月环比上升 0.8398。

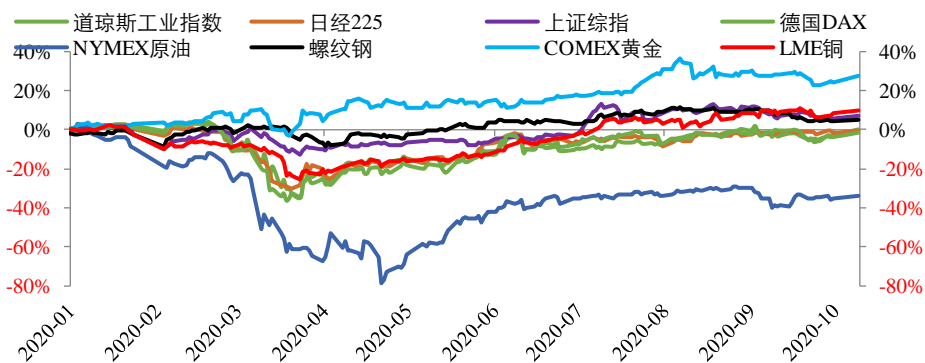
美国总统感染新冠病毒，美国大选不确定性，海外疫情二次爆发等因素扰动市场，抑制铜的金融属性，铜价波动加大。

图35：美元指数与铜价走势



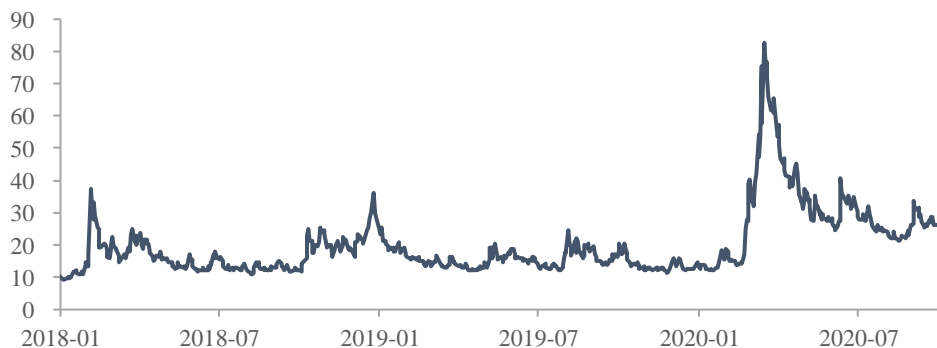
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图36：主要资产表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图37：市场恐慌情绪有所起伏



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 结论

(1) **铜矿加工费处于绝对低位。**受南美等主要铜矿产地疫情影响，铜矿恢复力度有限，加工费 TC 低位徘徊，截至 10 月 9 日当周，铜矿加工费仅为 48.56 美元/吨。从全球前 15 大矿企（CR15:0.63）产量预期看，铜矿相对短缺的状态短期难改变，预计铜矿加工费 TC 大概率维持在 50 美元以下。

(2) **冶炼厂经营压力较大，对精炼铜供应的影响逐步发酵。**50 美元/吨以下加工费对国内部分冶炼厂来说已经亏损至现金成本，根据测算，当前铜冶炼亏损严重，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响相对钝化，随着炼厂亏损周期的延长，国内精铜产量受影响的预期越来越强。

(3) **国内经济持续好转，10 月铜消费进入相对旺季。**国内实体经济好转，制造业等行业层面数据表现不差，10 月是国内铜消费相对季节性旺季，预计在供需改善状态下，铜库存出现下滑。

(4) **欧美国家制造业稳步复苏。**德国 9 月份制造业 PMI 超预期回升至 56.4，欧美大部分国家制造业景气度都位于 50 以上，结合中国、等主要贸易国家出口数据恢复情况来看，全球经济持续改善，中国铜终端产品有 20%以上出口海外，随着海外经济反弹，对国内铜消费的拉动也将逐步显现。

综上，铜矿短缺短期很难出现实质性缓解，供应端对铜价支撑的逻辑延续。叠加消费端未出现明显走弱迹象，铜基本面相对稳健，在不发生大的金融风险的前提下，铜价中长期上涨的概率较大。仅供参考。

6. 风险提示

1. 海外疫情发展不确定；
2. 欧美实体经济恢复不及预期。

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。