

兴证期货·研发中心

2020年11月02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

10月铜价维持震荡走势。海外疫情二次爆发叠加美国大选的不确定性压制基本金属金融属性，但铜基本面相对稳健，铜价较为坚挺。截至10月30日，LME铜价收于6713美元/吨，月涨幅0.40%（相对9月30日收盘）。

● 后市展望及策略建议

1. **铜矿加工费再创新低。**南美等主要铜矿产地疫情虽然有所缓和，但铜矿恢复力度相对有限，主要矿企三季度产量仍不乐观，部分矿企再度调低产量预期。铜矿加工费TC创新低，截至10月30日当周，铜矿加工费仅为48.22美元/吨。从全球前15大矿企（CR15:0.63）产量预期看，铜矿相对短缺状态延续，预计铜矿加工费TC大概率维持在50美元以下。

2. **冶炼厂生产亏损延续，国内精铜减产预期越来越强。**根据测算，在当前不足50美元/吨的加工费水平下，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，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期越来越强。

3. **国内经济向好。**国内9月宏观数据整体不差，从国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费相对稳定。

4. **欧美国家制造业继续复苏。**欧元区10月制造业PMI回升至54.4，其中德国制造业10月PMI继续攀升至58，欧美制造业好转。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。

5. **国内有望延续去库。**库存方面，国内铜社会库存连续下滑三周，10月最后一周大幅去库1.75万吨，至27.48万吨。在供应端减产预期，消费端不差的格局下，国内铜库存可能持续去库。

综上，我们认为短期铜价在海外疫情二次爆发，美国大选的不确定性等因素干扰下，波动加大。但从供需角度看，铜矿相对短缺导致加工费 TC 处于绝对低位，在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。消费端整体向好，铜基本面相对稳健，铜价中长期大概率向上。

● **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	5
2.疫情情况	5
3.基本面	7
3.1 铜矿加工费 TC 处于绝对低位.....	7
3.1.1 大矿企 2020 年二季度产量下滑.....	8
3.1.2 冶炼厂亏损延续，精炼铜减产预期越来越强.....	10
3.2 国内下游消费进入旺季.....	12
3.2.1 电线电缆开工维持高位.....	12
3.2.2 电网投资小幅下滑.....	13
3.2.3 空调产量维持正增长.....	14
3.2.4 汽车产量增速回升.....	14
3.2.5 欧美国家制造业稳步复苏.....	15
3.3 国内铜库存有望出现拐点.....	16
4.宏观面：疫情，美国大选等因素扰动市场	18
5.结论	19
6.风险提示	19

图目录

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

图 20: 电网投资微幅下滑 (亿元, %)	14
图 21: 国家电网计划投资额 (亿元)	14
图 22: 空调产量回升 (万台, %)	14
图 23: 空调库存压力较大 (万台)	14
图 24: 汽车产量 (万辆, %)	15
图 25: 汽车产量增速季节性	15
图 26: 乘联会狭义乘用车销量变化 (%)	15
图 27: 欧美国家铜消费占比 20%	16
图 28: 欧美发达国家制造业情况	16
图 29: 三大交易所叠加保税区库存 (万吨)	16
图 30: 国内三地 (上海、江苏、广东) 库存 (万吨)	17
图 31: 保税区库存季节性 (万吨)	17
图 32: 上期所铜库存季节性 (吨)	17
图 33: LME 铜库存季节性 (吨)	17
图 34: COMEX 铜库存季节性 (吨)	17
图 35: 美元指数与铜价走势	18
图 36: 主要资产表现	18
图 37: 市场恐慌情绪有所起伏	18

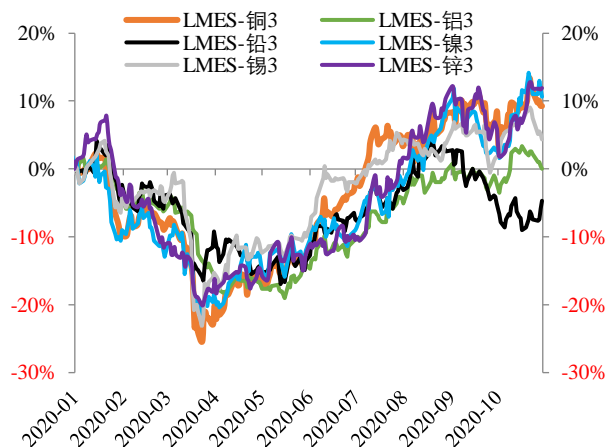
表目录

表 1: 全球前 15 大矿企 2020 年 3 季度产量维持负增长	9
------------------------------------	---

1. 行情回顾

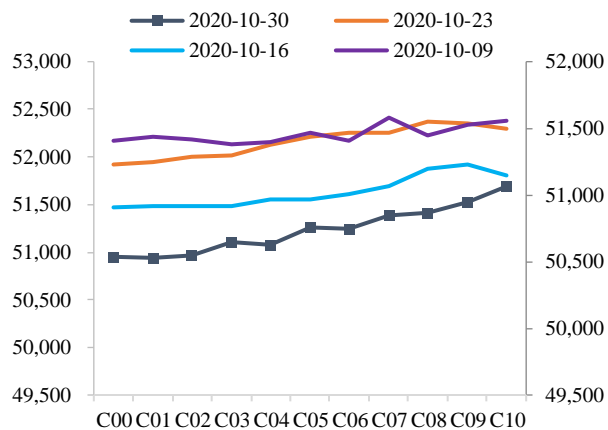
10月铜价维持震荡走势。海外疫情二次爆发叠加美国大选的不确定性压制基本金属金融属性，但铜基本面相对稳健，铜价较为坚挺。截至10月30日，LME铜价收于6713美元/吨，月涨幅0.40%（相对9月30日收盘）。

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)

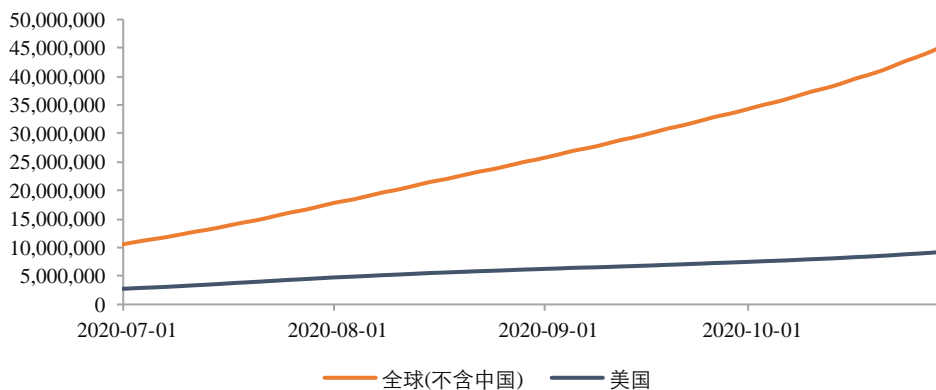


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 疫情情况

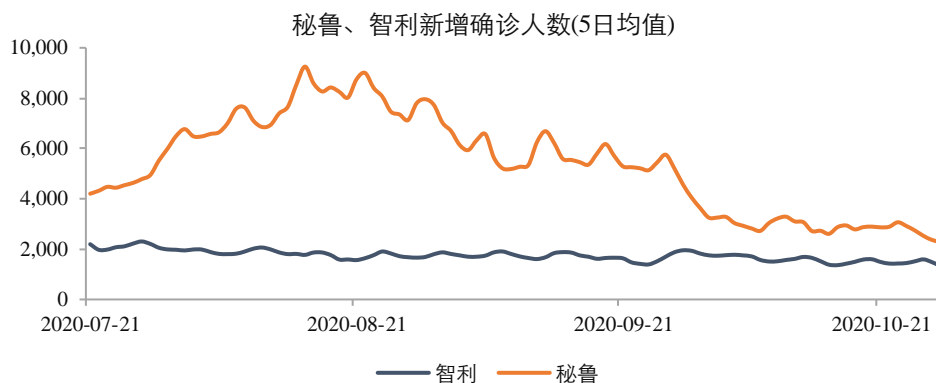
海外疫情二次爆发。截至10月29日，海外确诊病例超过4500万人，其中美国确诊病例超过900万人，欧洲等部分国家新增确诊人数创新高，海外疫情严重。智利、秘鲁（智利、秘鲁占全球铜矿产量比重40%）等主要铜矿生产地疫情有所缓和，每日确诊人数呈下降趋势。

图3: 海外累计确诊人数 (例)



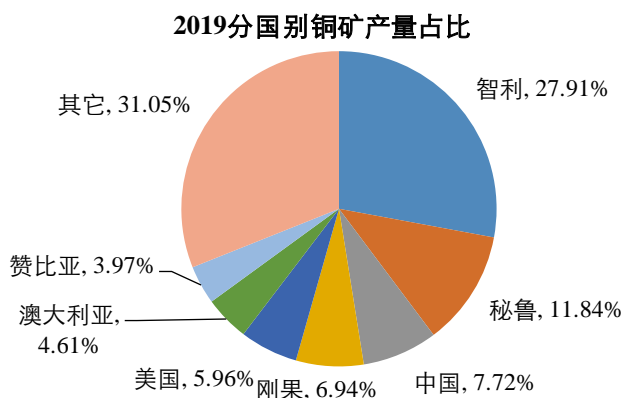
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图4：智利、秘鲁新增确诊人数（例）



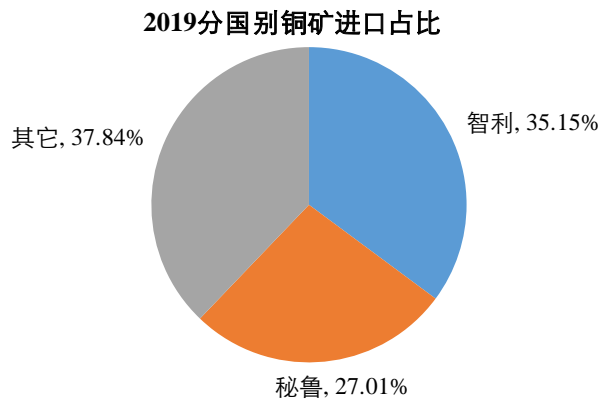
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

铜矿加工费再创新低。南美等主要铜矿产地疫情虽然有所缓和,但铜矿恢复力度相对有限,主要矿企三季度产量仍不乐观,部分矿企再度调低产量预期。铜矿加工费 TC 创新低,截至 10 月 30 日当周,铜矿加工费仅为 48.22 美元/吨。从全球前 15 大矿企 (CR15:0.63) 产量预期看,铜矿相对短缺状态延续,预计铜矿加工费 TC 大概率维持在 50 美元以下。

冶炼厂生产亏损延续,国内精铜减产预期越来越强。根据测算,在当前不足 50 美元/吨的加工费水平下,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,随着炼厂亏损周期拉长,国内精铜减产预期越来越强。

国内经济向好。国内 9 月宏观数据整体不差,从国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看,国内铜消费相对稳定。

欧美国家制造业继续复苏。欧元区 10 月制造业 PMI 回升至 54.4,其中德国制造业 10 月 PMI 继续攀升至 58,欧美制造业好转。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。

国内有望延续去库。库存方面,国内铜社会库存连续下滑三周,10 月最后一周大幅去库 1.75 万吨,至 27.48 万吨。在供应端减产预期,消费端不差的格局下,国内铜库存可能持续去库。

综上,我们认为短期铜价在海外疫情二次爆发,美国大选的不确定性等因素干扰下,波动加大。但从供需角度看,铜矿相对短缺导致加工费 TC 处于绝对低位,在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。消费端整体向好,铜基本面相对稳健,铜价中长期大概率向上。

3.1 铜矿加工费 TC 处于绝对低位

南美等主要铜矿产地疫情虽然有所缓和,但铜矿恢复力度相对有限,主要矿企三季度产量仍不乐观,部分矿企再度调低产量预期。铜矿加工费 TC 创新低,截至 10 月 30 日当周,铜矿加工费仅为 48.22 美元/吨。从全球前 15 大矿企 (CR15:0.63) 产量预期看,铜矿相对短缺状态

延续，预计铜矿加工费 TC 大概率维持在 50 美元以下。

根据测算，在当前不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼亏损严重。但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，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期越来越强。

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) 三季度产量受疫情等因素影响产量下滑幅度仍较大，部分矿企由于担忧疫情限制人员、原料、产成品流动，再度调低产量预期，叠加近期南美地区部分矿山罢工干扰，铜矿产量不确定性仍较高。

分矿企来看：

Rio Tinto 三季度产量大幅下滑 6.06 万吨 (-28%)。由于冶炼厂延迟重启，以及矿山铜品位下滑，旗下位于美国的 Kennecott 铜矿产量下滑 40%，冶炼产量下滑 74%。受制于 Kennecott 冶炼问题，公司再度下调全年预期 3 万吨。

BHP 三季度产量下滑 1.65 万吨 (-4%)，旗下 Escondida 矿山由于疫情管控矿山运营人员以及矿山品位下滑导致产量受损。公司 2021 财年产量预期维持在 156.25 万吨。

Antofagasta 三季度产量大幅下滑 2.74 万吨 (-14%)，主要由于旗下 Los Pelambres 检修以及 Antucoya 矿区铜矿品位下滑导致公司铜矿产量。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 三季度产量下滑 1.34 万吨 (-12%)。公司对 2020 年全年产量预期下调 5 万吨，至 38.15 万吨，Las Bambas 矿山受疫情及运输影响严重。

Vale 三季度产量下滑 1.07 万吨 (-11%)，背后主要原因一是疫情对巴西及加拿大矿山生产的影响，二是 Sudbury 矿区检修及铜矿品位的下滑。全年产量预期仍维持在 37 万吨。

First Quantum 三季度产量增加 1.89 万吨 (+10%)，主要是由于 Sentinel 和 Cobre Panama 产量随着运营逐步恢复，产量创纪录增加。

Freeport 三季度产量微幅下滑 0.91 万吨，公司基于生产现状及对旗下矿山的评估，把 2020

年销量预期上调 1.36 万吨。

Anglo American 三季度产量增加 0.68 万吨 (+5%)，公司 2020 年铜矿产量预期维持在 64.5 万吨不变。

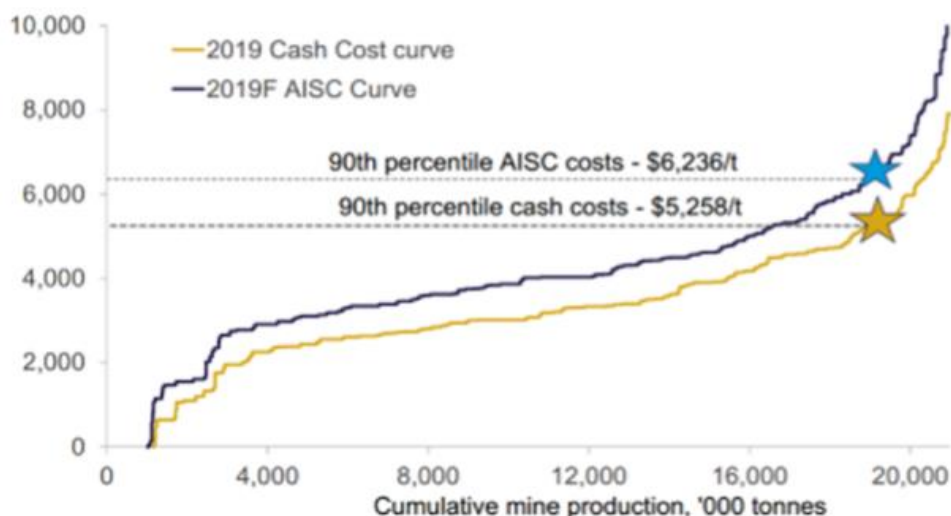
综合主要产地疫情情况及矿企的产量预期来看，我们预计铜矿产量四季度恢复力度有限，铜矿加工费 TC 大概率维持在 50 美元/吨以下。

表 1: 全球前 15 大矿企 2020 年 3 季度产量维持负增长

序号	公司	2020Q3 (万吨)	2020Q3 增量 (万吨)	2020Q3 同比	2020Q3 环比	2020Q2 同比
1	Codeco					2.76%
2	Freeport	38.28	-0.91	-2.32%	10.03%	-1.16%
3	BHP Billiton	41.30	-1.65	-3.84%	-0.22%	-6.84%
4	Glencore					-13.88%
5	Grupo Mexico					-0.97%
6	Antofagasta	16.96	-2.74	-13.91%	-4.56%	-10.52%
7	Rio Tinto	15.44	-6.06	-28.19%	-3.32%	-27.21%
8	KGHM Polska					-1.40%
9	MMG	10.25	-1.34	-11.56%	33.03%	-23.85%
10	Anglo American	16.57	0.68	4.28%	-0.66%	4.84%
11	First Quantum	21.14	1.89	9.81%	25.04%	0.39%
12	Vale	8.76	-1.07	-10.89%	3.67%	-14.04%
13	Norilsk	11.87	-0.20	-1.65%	-5.00%	0.31%
14	Teck Resources	6.78	-1.12	-14.18%	14.33%	-22.99%
15	Kazakhmys					1.68%
	Total	177.62	-11.51	-6.09%	-	-6.34%

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）

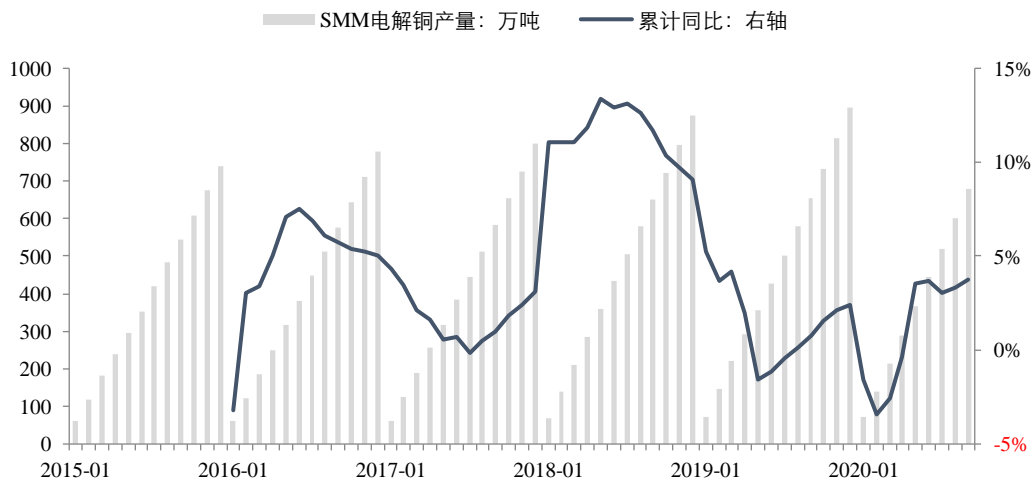


数据来源：CRU，兴证期货研发部

3.1.2 冶炼厂亏损延续，精炼铜减产预期越来越强

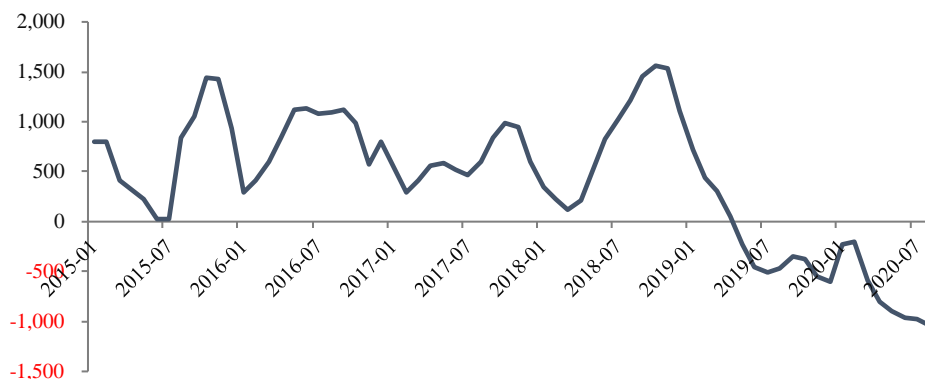
冶炼厂生产亏损延续，国内精铜减产预期越来越强。根据测算，在当前不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼亏损严重，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响相对钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期越来越强。这是我们认为中长期铜价向上的主要逻辑点之一。

图8：国内电解铜产量（万吨，%）



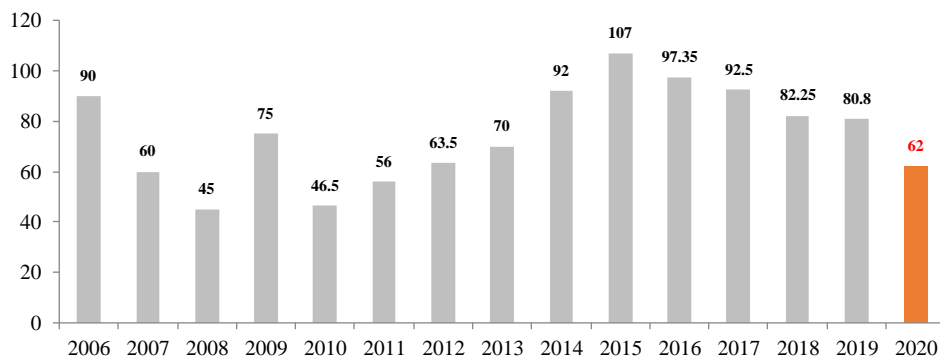
数据来源：SMM，兴证期货研发部

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）



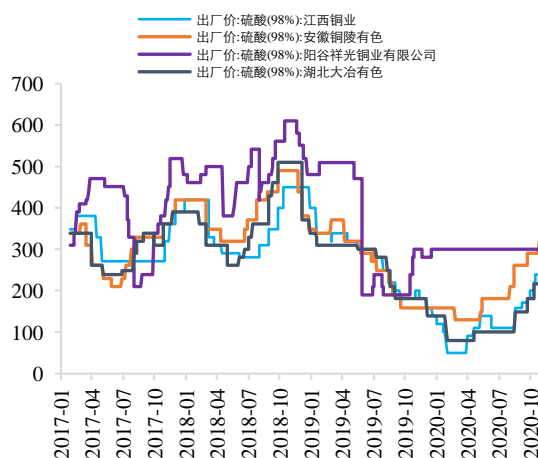
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图11：TC处于创新低（美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图12：硫酸价格（元/吨）

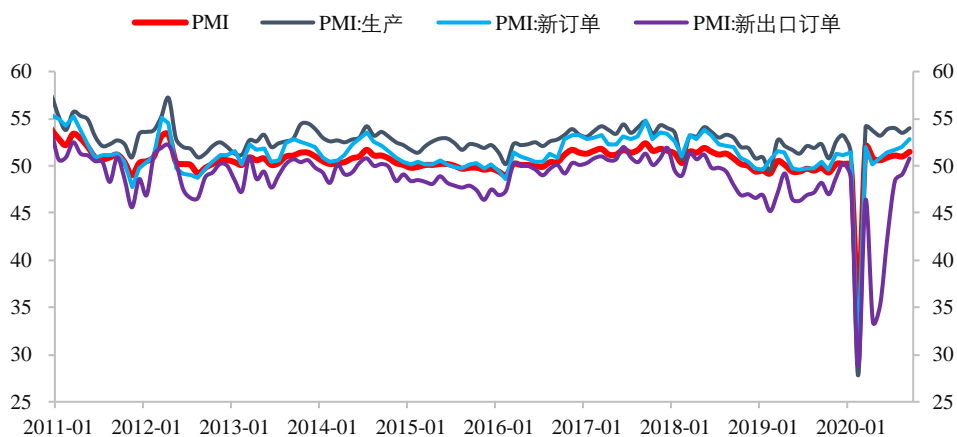


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 国内下游消费进入旺季

国内经济向好。国内 9 月宏观数据整体不差，从国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费相对稳定。

图13：中国制造业 PMI

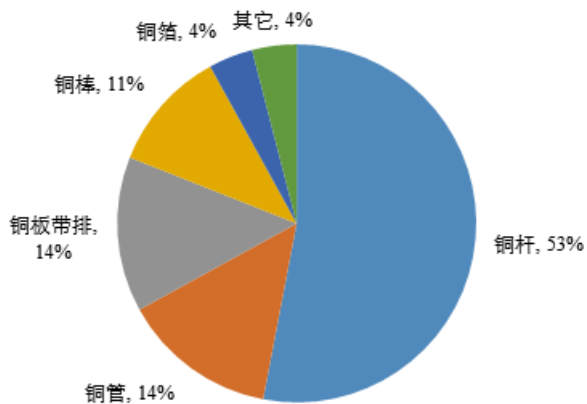


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.1 电线电缆开工维持高位

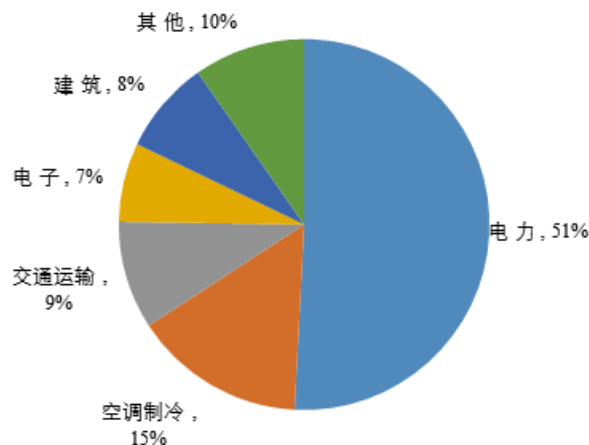
从铜下游开工来看，电线电缆企业开工率 8 月季节性转弱，但依然维持在 97% 以上高位，随着 9 月进入相对旺季，开工率有望再度走高。

图14：国内铜消费按品种分布



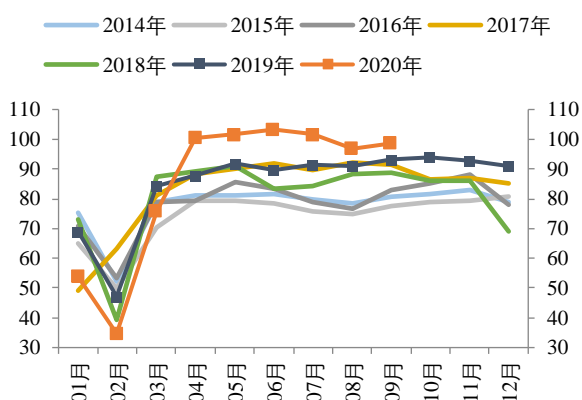
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图15：国内铜终端消费行业分布



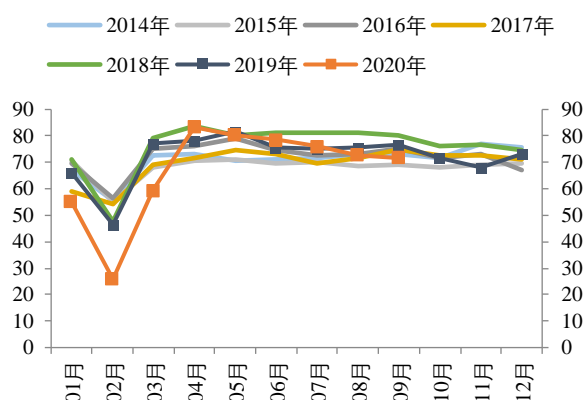
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图16: 电线电缆开工率 (%)



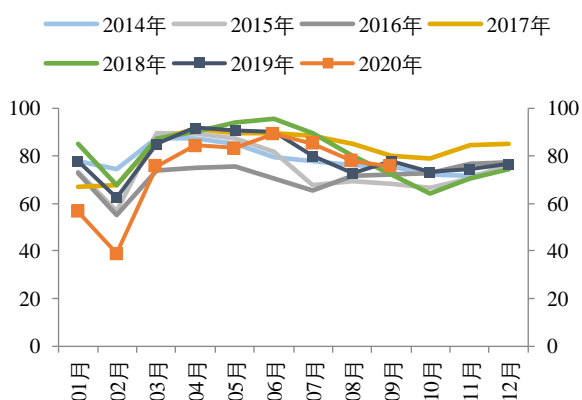
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图17: 铜杆开工率 (%)



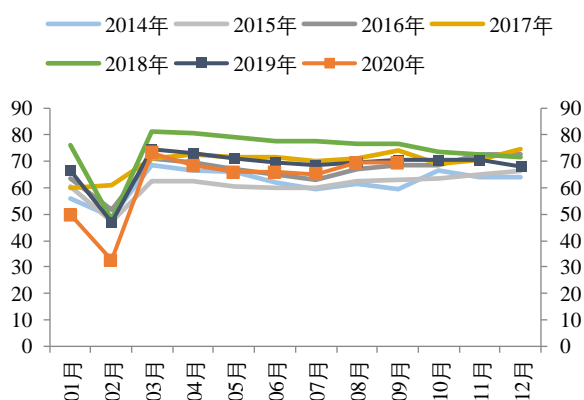
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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9月单月电网投资完成额小幅下滑, 前9月实际完成额2899亿元, 同比微幅下滑1.80%。

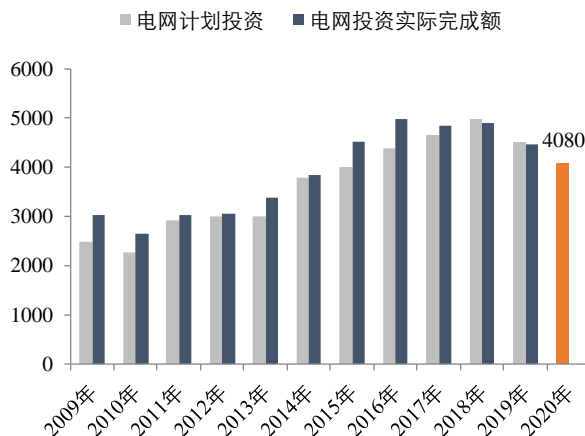
根据国家电网披露的数据, 2020年国家电网计划电网投资额为4080亿元, 同比2019年实际完成额下滑8.79%。

图20: 电网投资微幅下滑 (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

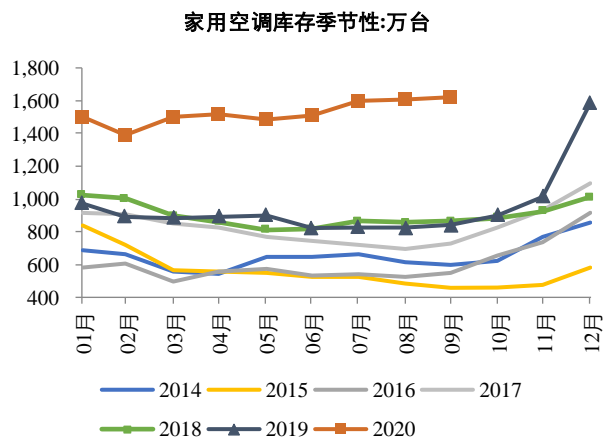
产业在线数据显示, 2020年9月家用空调总产量1035万台, 同比大幅增长4.69%, 1-9月空调产量1116.7万台, 同比下滑幅度缩窄至8%。9月空调库存1621.35万台, 空调库存压力仍较大。

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 汽车产量增速回升

据中国汽车工业协会数据, 9月单月汽车产量同比正增长14.11%, 1-9月全国共生产汽车

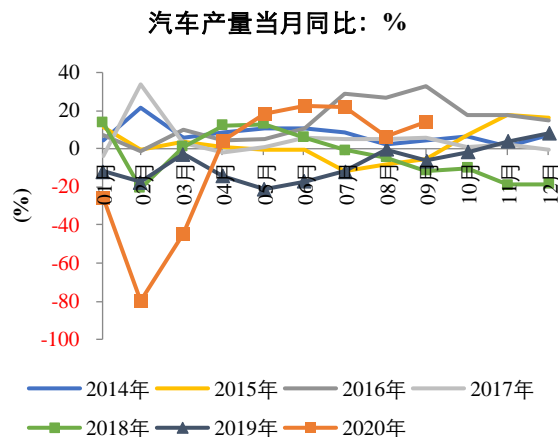
1695.7 万辆，同比下滑幅度放缓至 6.70%。

图24：汽车产量（万辆，%）



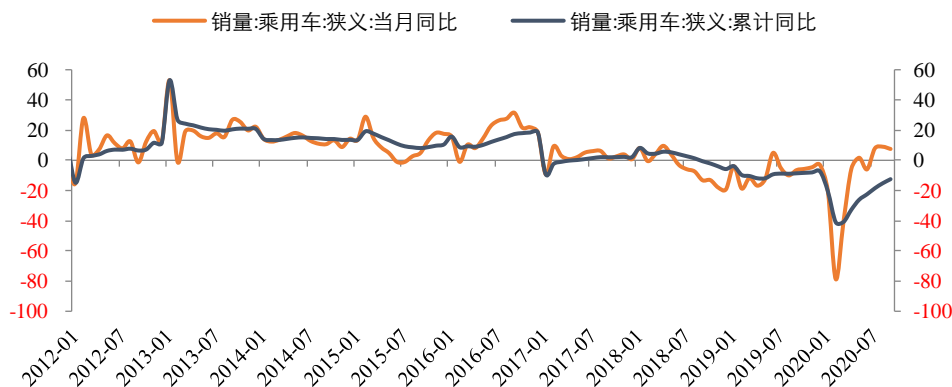
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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（%）

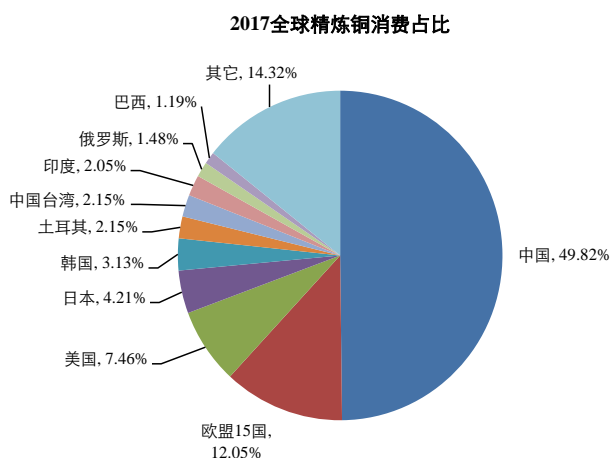


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.5 欧美国家制造业稳步复苏

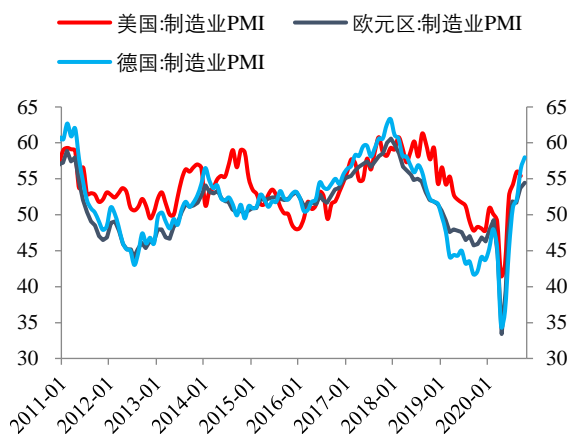
欧美国家制造业继续复苏。欧元区 10 月制造业 PMI 回升至 54.4, 其中德国制造业 10 月 PMI 继续攀升至 58, 欧美制造业好转。结合中国、等主要贸易国家出口数据恢复情况来看, 全球经济持续改善, 中国铜终端产品有 20% 以上出口海外, 随着海外经济反弹, 对国内铜消费的拉动也将逐步显现。

图27：欧美国家铜消费占比 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

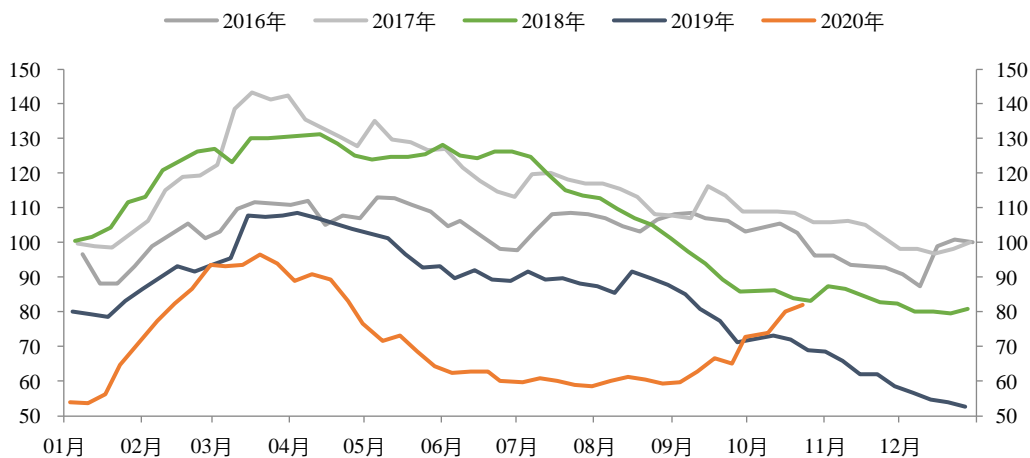


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 国内铜库存有望出现拐点

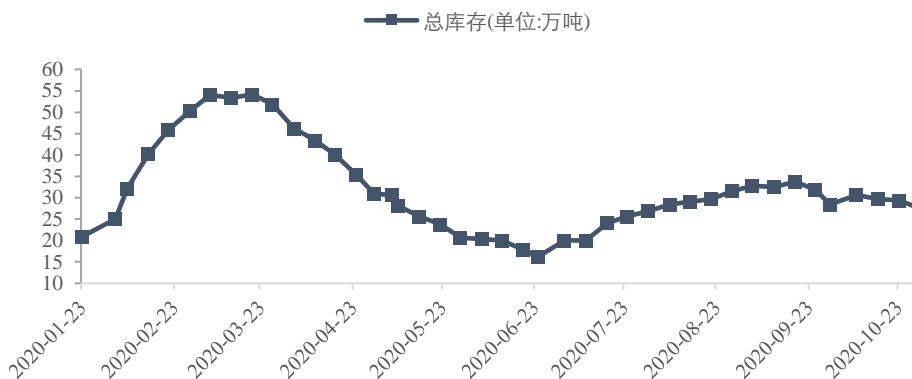
国内有望延续去库。库存方面，国内铜社会库存连续下滑三周，10月最后一周大幅去库 1.75 万吨，至 27.48 万吨。在供应端减产预期，消费端不差的格局下，国内铜库存可能持续去库。

图29：三大交易所叠加保税区库存（万吨）



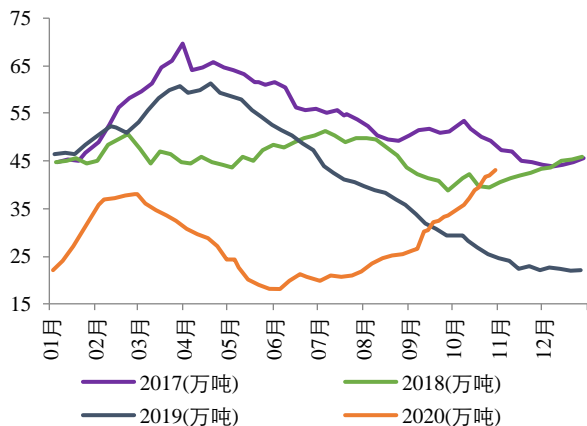
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图30: 国内三地（上海、江苏、广东）库存（万吨）



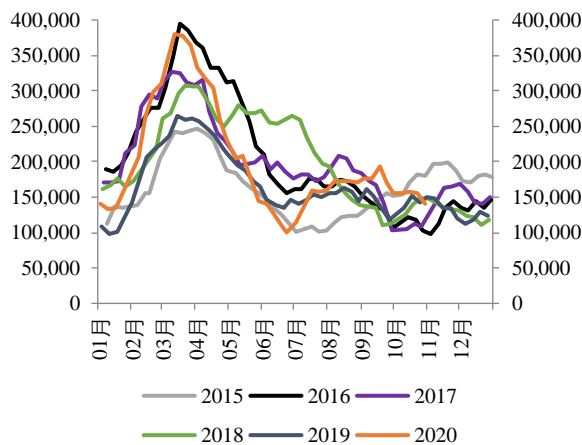
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图31: 保税区库存季节性（万吨）



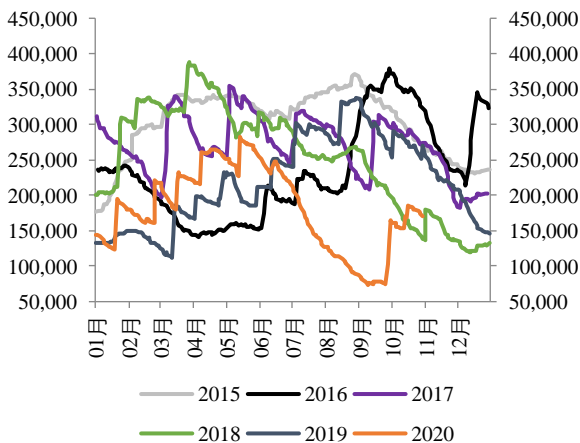
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图32: 上期所铜库存季节性（吨）



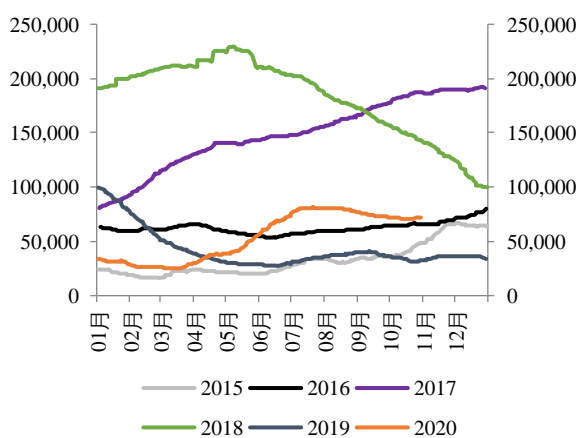
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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）



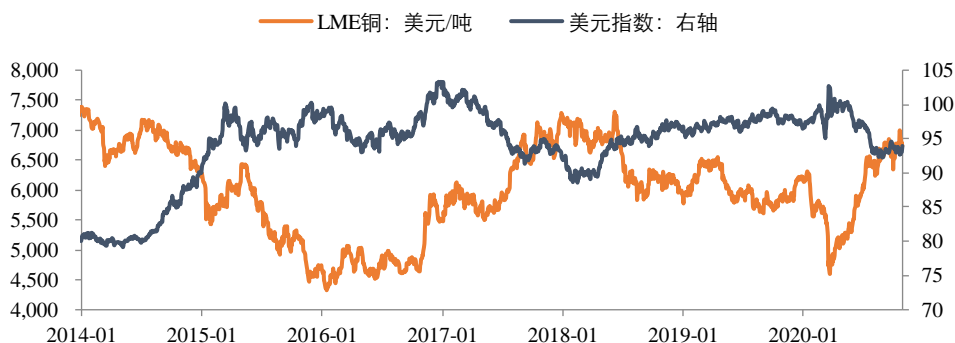
数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 宏观面：疫情，美国大选等因素扰动市场

美元指数小幅回升，截至 10 月 30 日，收于 94.0195，月环比上升 0.1695。

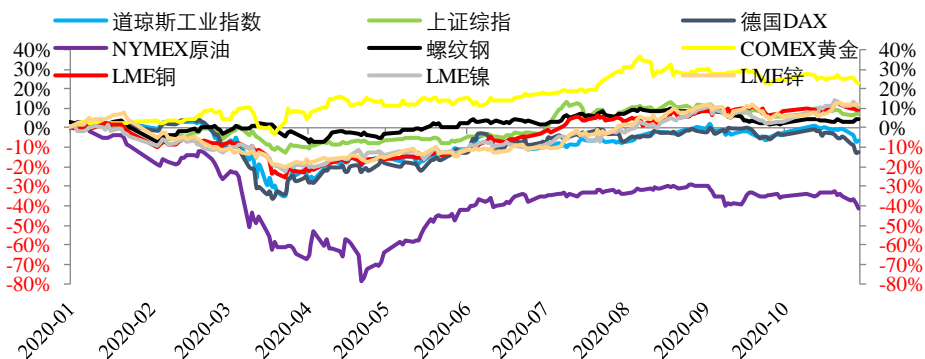
美国大选不确定性，海外疫情二次爆发等因素扰动市场，抑制基本金属金融属性，短期铜价波动有所加大。

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

铜矿加工费再创新低。南美等主要铜矿产地疫情虽然有所缓和,但铜矿恢复力度相对有限,主要矿企三季度产量仍不乐观,部分矿企再度调低产量预期。铜矿加工费 TC 创新低,截至 10 月 30 日当周,铜矿加工费仅为 48.22 美元/吨。从全球前 15 大矿企 (CR15:0.63) 产量预期看,铜矿相对短缺状态延续,预计铜矿加工费 TC 大概率维持在 50 美元以下。

冶炼厂生产亏损延续,国内精铜减产预期越来越强。根据测算,在当前不足 50 美元/吨的加工费水平下,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,随着炼厂亏损周期拉长,国内精铜减产预期越来越强。

国内经济向好。国内 9 月宏观数据整体不差,从国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看,国内铜消费相对稳定。

欧美国家制造业继续复苏。欧元区 10 月制造业 PMI 回升至 54.4,其中德国制造业 10 月 PMI 继续攀升至 58,欧美制造业好转。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。

国内有望延续去库。库存方面,国内铜社会库存连续下滑三周,10 月最后一周大幅去库 1.75 万吨,至 27.48 万吨。在供应端减产预期,消费端不差的格局下,国内铜库存可能持续去库。

综上,我们认为短期铜价在海外疫情二次爆发,美国大选的不确定性等因素干扰下,波动加大。但从供需角度看,铜矿相对短缺导致加工费 TC 处于绝对低位,在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。消费端整体向好,铜基本面相对稳健,铜价中长期大概率向上。

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。