

## 内容提要

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

联系人

孙二春

021-20370947

[sunec@xzfutures.com](mailto:sunec@xzfutures.com)

### ● 行情回顾

11月铜价大幅走强，创2013年6月份以来新高，截至11月27日，LME铜价收于7505.5美元/吨，月涨幅11.81%。铜自10月国庆后去库7周，基本面持续好转。情绪层面，疫苗推进，美国大选尘埃落地，提振基本金属金融属性。

### ● 后市展望及策略建议

1. **铜矿加工费低位徘徊。**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，叠加近期铜矿、港口罢工问题逐步显现，铜矿干扰有所加大，主要矿企产量仍不乐观，部分矿企再度调低产量预期。铜矿加工费TC低位徘徊，截至11月27日当周，铜矿加工费仅为48.70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. **冶炼厂生产亏损减产预期仍在。**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，随着炼厂亏损时间延长，国内精铜减产预期增强。

3. **国内经济延续复苏。**国内10月宏观经济继续好转，从国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费不差。

4. **欧美国家制造业继续好转。**美国10月制造业PMI攀升至59.3，欧元区11月制造业PMI初值53.6，其中德国制造业11月制造业PMI初值57.9，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，随着海外经济复苏，对国内铜消费的拉动逐步显现。

5. **国内持续去库。**库存方面，国内铜社会库存连续下滑7周，11月最后一周去库1.33万吨，至20.54万吨。在供应端减产预期，消费端不差的格局下，国内铜去库有望持续。

综上，铜矿加工费历史低位徘徊，冶炼亏损减产预期仍在，供应端对铜价支撑较强。铜消费随着海内外经济复苏，表现不差。我们认为铜基本面持续好转，国内铜去库进程有望延续，叠加情绪层面疫苗推进、美国大选尘埃落地，提振基本金属金融属性，铜价大概率继续向上。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.....	5
2.疫情情况.....	5
3.基本面.....	7
3.1 铜矿加工费 TC 低位徘徊.....	7
3.1.1 大矿企 2020 年三季度产量维持负增长.....	8
3.1.2 冶炼厂亏损减产预期仍在.....	10
3.2 国内下游消费不差.....	12
3.2.1 下游开工有所分化.....	12
3.2.2 电网投资单月转正.....	13
3.2.3 空调产量大幅增长.....	14
3.2.4 汽车产量维持正增长.....	14
3.2.5 欧美国家制造业继续好转.....	15
3.3 国内铜库存持续下滑.....	16
4.宏观面：疫苗推进，美国大选尘埃落地，提振基本金属金融属性.....	18
5.结论.....	19
6.风险提示.....	20

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: 市场恐慌情绪持续下滑	19

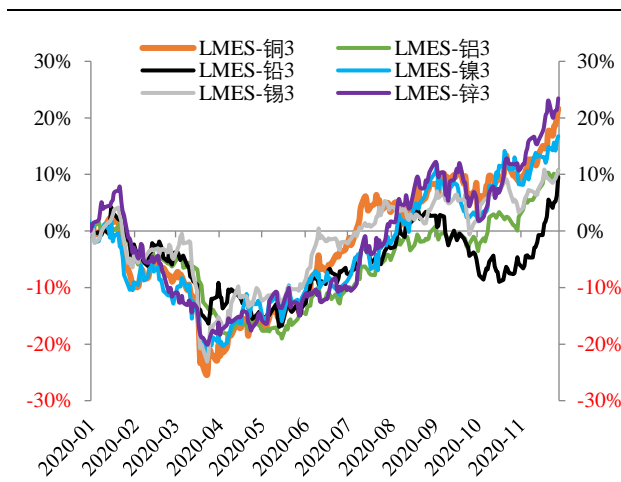
**表目录**

表 1: 全球前 15 大矿企 2020 年三季度产量维持负增长	9
----------------------------------	---

## 1. 行情回顾

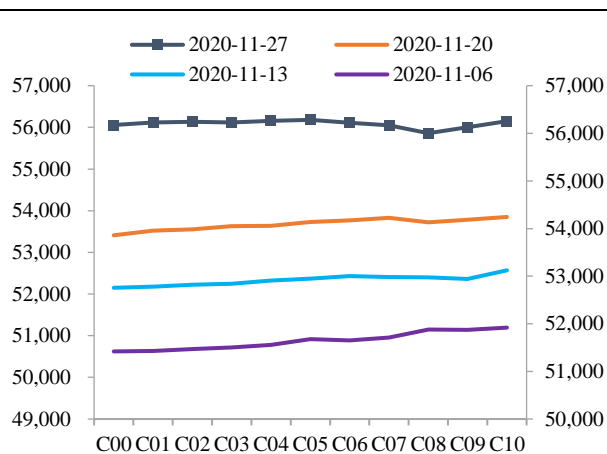
11月铜价大幅走强，创2013年6月份以来新高，截至11月27日，LME铜价收于7505.5美元/吨，月涨幅11.81%。铜自10月国庆后去库7周，基本面持续好转。情绪层面，疫苗推进，美国大选尘埃落地，提振基本金属金融属性。

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)

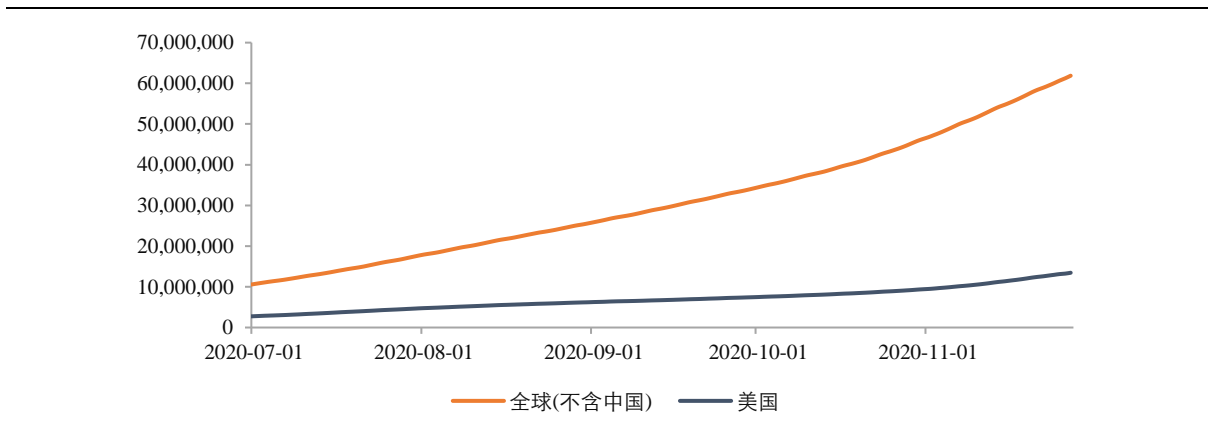


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 疫情情况

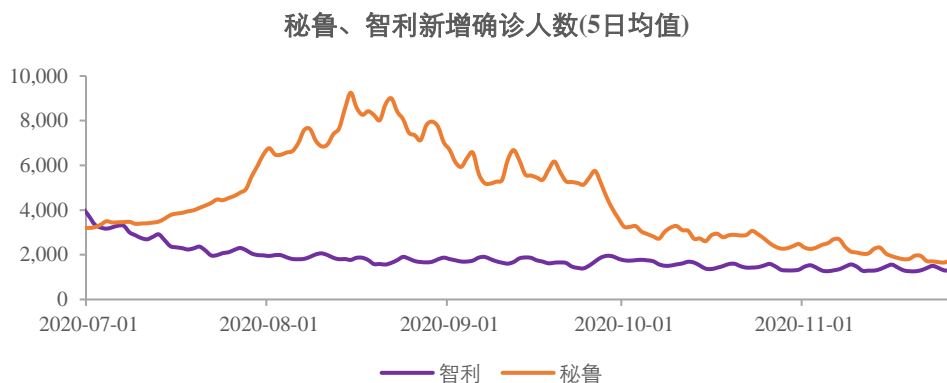
海外疫情仍较为严重。截至11月27日，海外确诊病例超过6000万人，其中美国确诊病例超过1300万人，欧洲等部分国家新增确诊人数仍在万人以上，海外疫情严重。智利、秘鲁（智利、秘鲁占全球铜矿产量40%）等主要铜矿生产地疫情缓和，每日确诊人数逐步下降。

图3: 海外累计确诊人数(例)



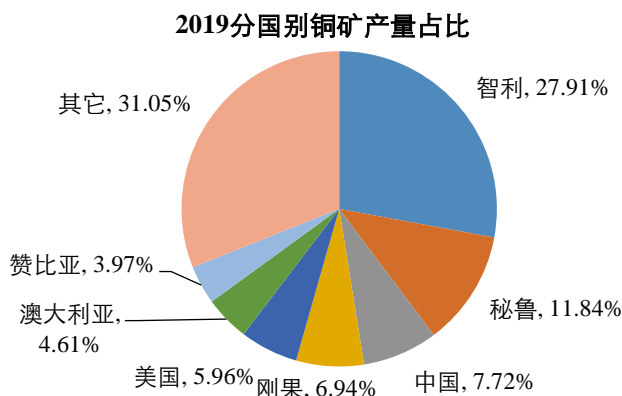
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

**图4：智利、秘鲁新增确诊人数（例）**



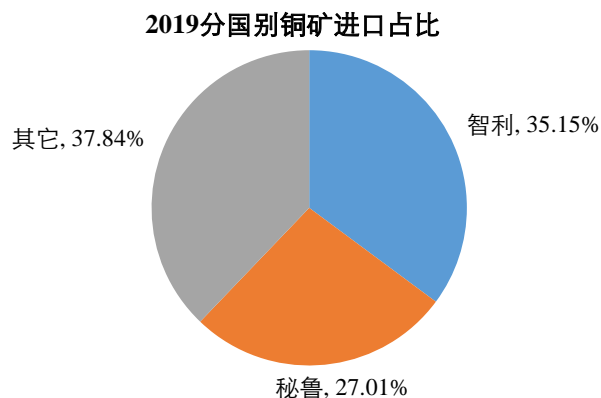
数据来源：Wind，兴证期货研发部

**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

**铜矿加工费低位徘徊。**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，叠加近期铜矿、港口罢工问题逐步显现，铜矿干扰有所加大，主要矿企产量仍不乐观，部分矿企再度调低产量预期。铜矿加工费 TC 低位徘徊，截至 11 月 27 日当周，铜矿加工费仅为 48.70 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。

**冶炼厂生产亏损减产预期仍在。**根据测算，在当前不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼厂亏损严重，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，随着炼厂亏损时间延长，国内精铜减产预期增强。

**国内经济延续复苏。**国内 10 月宏观经济继续好转，从国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费不差。

**欧美国家制造业继续好转。**美国 10 月制造业 PMI 攀升至 59.3，欧元区 11 月制造业 PMI 初值 53.6，其中德国制造业 11 月制造业 PMI 初值 57.9，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，随着海外经济复苏，对国内铜消费的拉动逐步显现。

**国内持续去库。**库存方面，国内铜社会库存连续下滑 7 周，11 月最后一周去库 1.33 万吨，至 20.54 万吨。在供应端减产预期，消费端不差的格局下，国内铜去库有望持续。

综上，铜矿加工费历史低位徘徊，冶炼厂亏损减产预期仍在，供应端对铜价支撑较强。铜消费随着海内外经济复苏，表现不差。我们认为铜基本面持续好转，去库进程有望延续，叠加情绪层面疫苗推进、美国大选尘埃落地，提振基本金属金融属性，铜价大概率继续向上。仅供参考。

#### 3.1 铜矿加工费 TC 低位徘徊

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，叠加近期铜矿、港口罢工问题逐步显现，铜矿干扰有所加大，主要矿企产量仍不乐观，部分矿企再度调低产量预期。

铜矿加工费 TC 低位徘徊，截至 11 月 27 日当周，铜矿加工费仅为 48.70 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。

冶炼厂生产亏损减产预期仍在。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，随着炼厂亏损时间延长，国内精铜减产预期增强。

### 3.1.1 大矿企 2020 年三季度产量维持负增长

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。

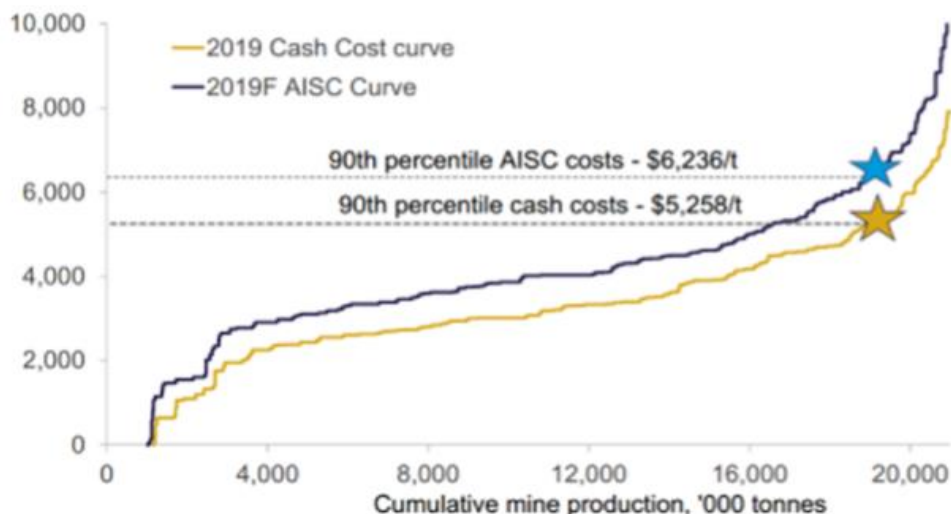
综合主要产地疫情情况及矿企的产量预期来看，我们预计铜矿产量四季度恢复力度有限，铜矿加工费 TC 大概率维持在 50 美元/吨以下。

表 1: 全球前 15 大矿企 2020 年三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	Codelco	44.70	0.75	1.71%	9.18%	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	34.66	-0.62	-1.76%	17.57%	-13.88%
5	Grupo Mexico	28.06	-0.58	-2.01%	-1.81%	-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	17.03	-0.74	-4.16%	-3.57%	-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	7.62	-0.67	-8.08%	-3.42%	1.68%
<b>Total</b>		<b>307.09</b>	<b>-13.07</b>	<b>-4.08%</b>	<b>5.91%</b>	<b>-6.34%</b>

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）

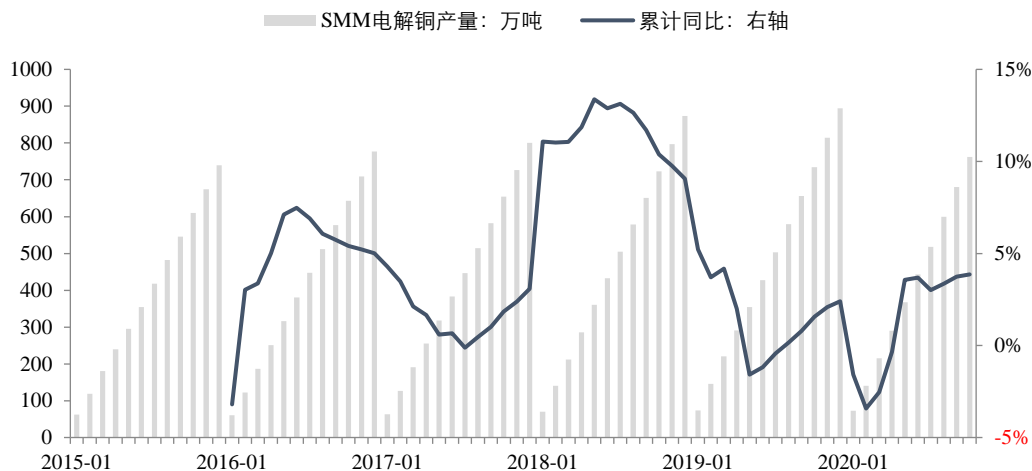


数据来源：CRU，兴证期货研发部

### 3.1.2 冶炼厂亏损减产预期仍在

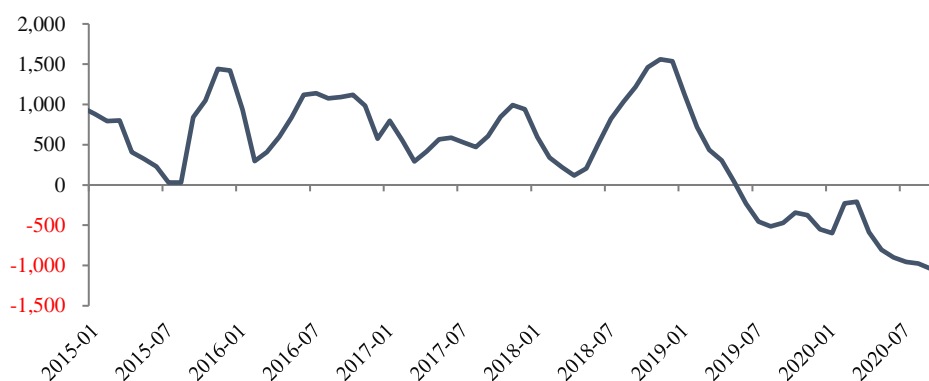
冶炼厂生产亏损减产预期仍在。根据测算，在当前不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼亏损严重，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响相对钝化，随着炼厂亏损时间延长，国内精铜减产预期增强。这是我们认为中长期铜价向上的主要逻辑点之一。

图8：国内电解铜产量（万吨，%）



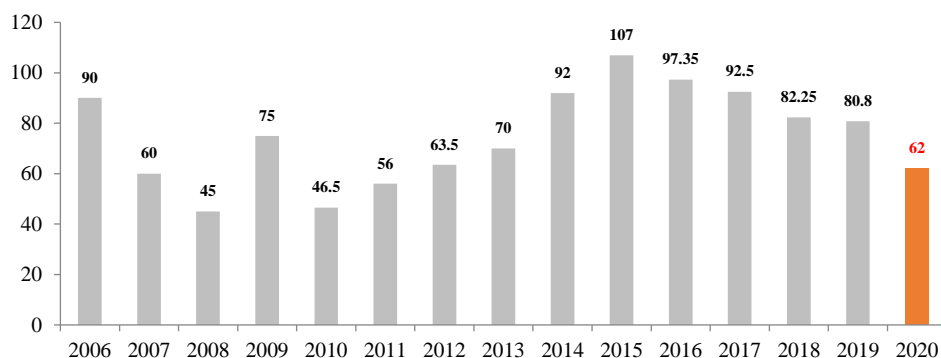
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图9：铜精矿现货加工盈亏（元/吨）



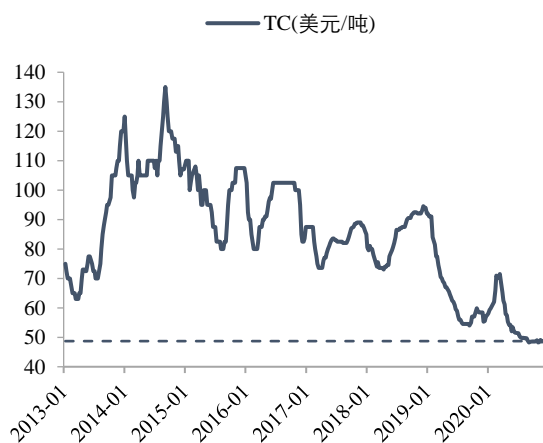
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图10：2020年铜精矿长单TC大幅下滑18.8美元/吨（美元/吨）



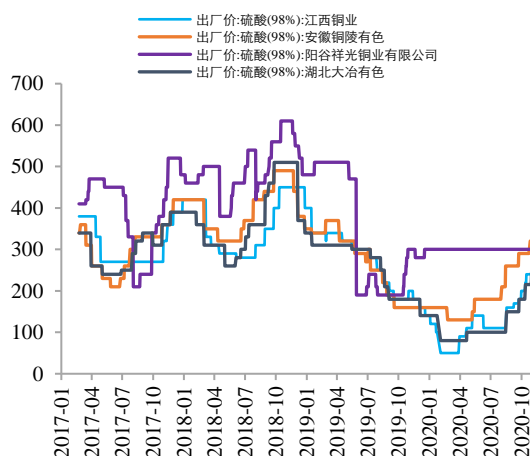
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

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）

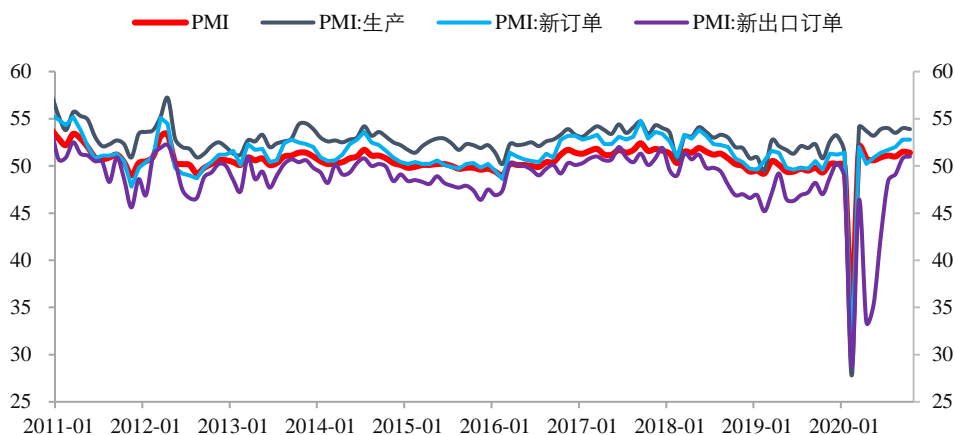


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.2 国内下游消费不差

国内经济延续复苏。国内 10 月宏观经济继续好转，从国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费不差。

图13：中国制造业 PMI

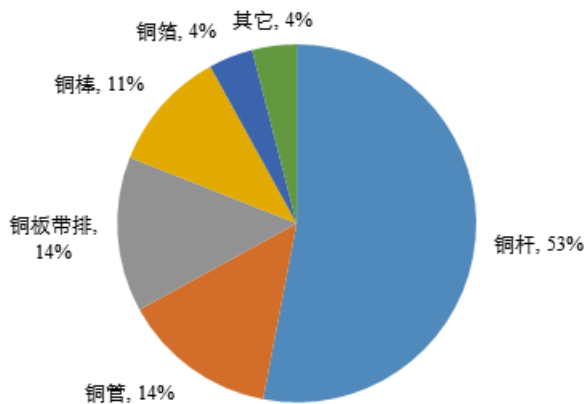


数据来源：Wind，兴证期货研发部

#### 3.2.1 下游开工有所分化

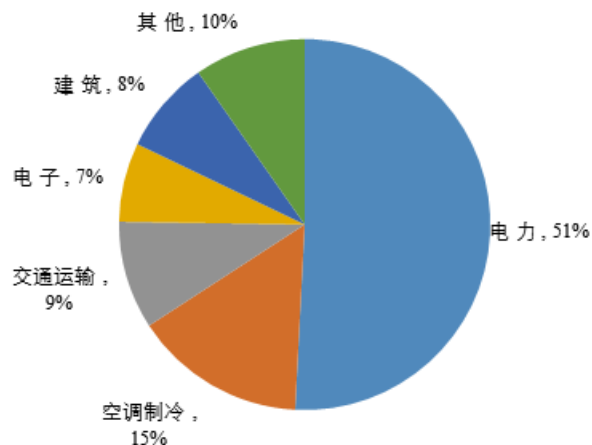
从铜下游开工来看，电线电缆企业开工率有所转弱，但依然维持在 94%以上高位，铜管、铜板带开工小幅走高。

图14：国内铜消费按品种分布



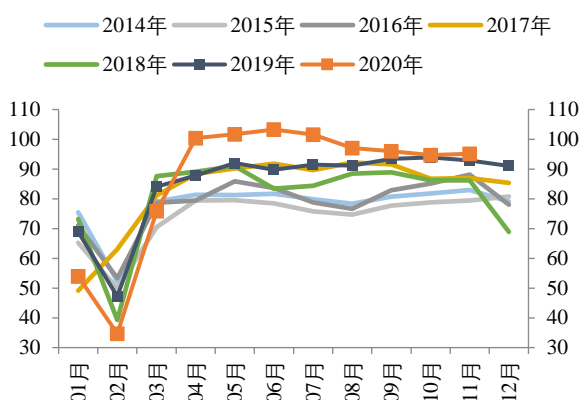
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图15：国内铜终端消费行业分布



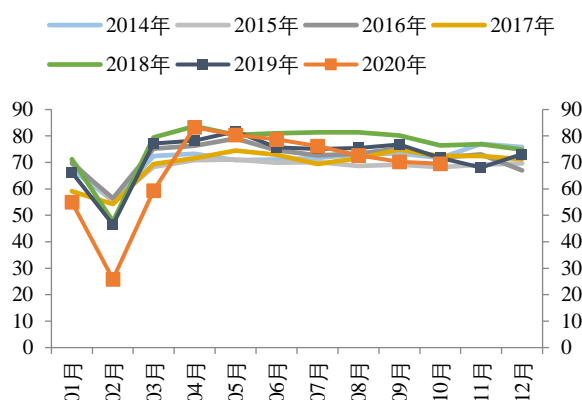
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图16: 电线电缆开工率 (%)



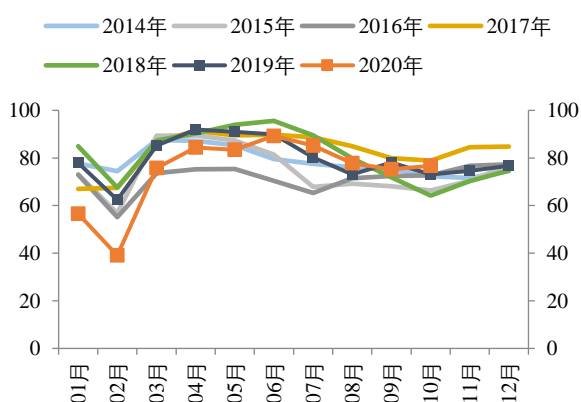
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图17: 铜杆开工率 (%)



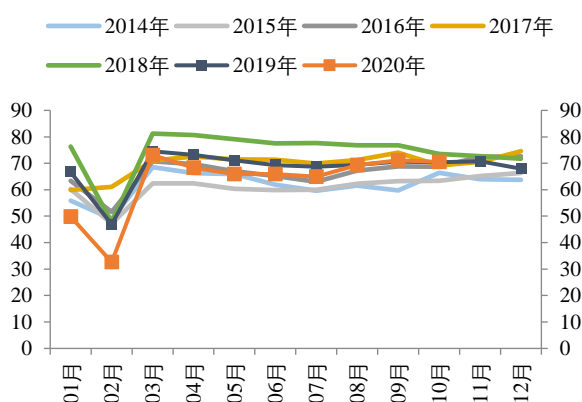
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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 (%)



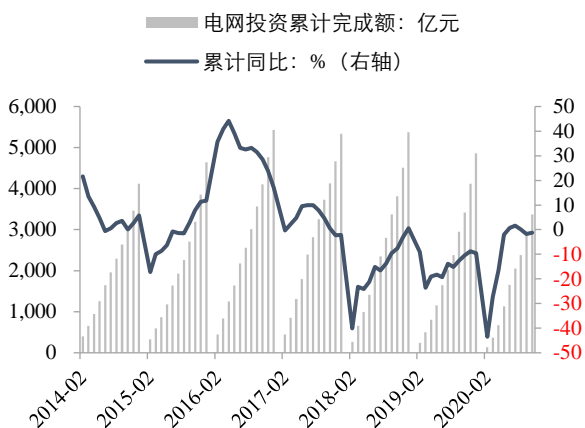
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### 3.2.2 电网投资单月转正

2020年10月单月电网投资完成额同比转正2.16%，前10月实际完成额3371亿元，同比小幅下滑1.30%。

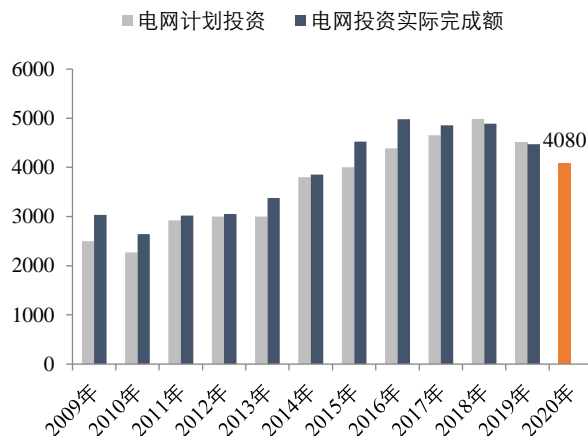
根据国家电网披露的数据，2020年国家电网计划电网投资额为4080亿元，同比2019年实际完成额下滑8.79%。

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 空调产量大幅增长

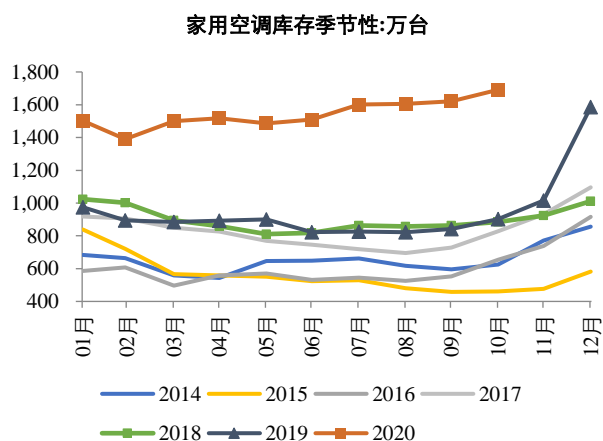
产业在线数据显示, 2020年10月家用空调总产量938万台, 同比大幅增长12.67%, 1-10月空调产量12095万台, 同比下滑幅度缩窄至-6.65%。10月空调库存1691.69万台, 空调库存压力仍较大。

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)



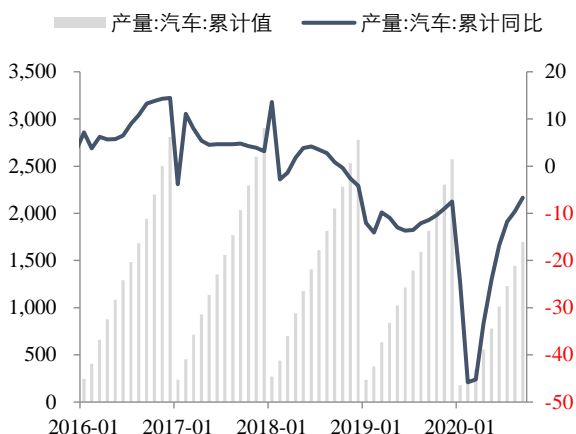
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2.4 汽车产量维持正增长

据中国汽车工业协会数据, 10月单月汽车产量同比正增长11.18%, 1-10月全国共生产汽

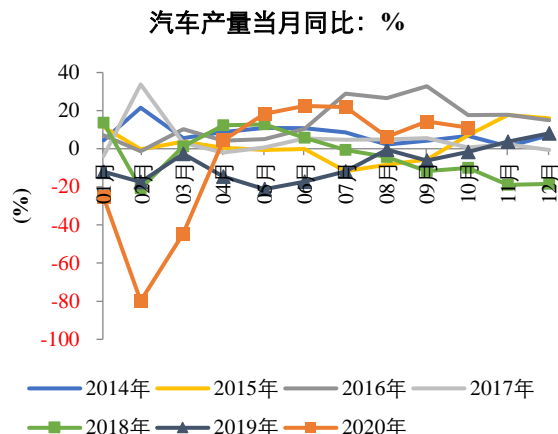
车 1951.9 万辆，同比下滑幅度放缓至 4.52%。

图24：汽车产量（万辆，%）



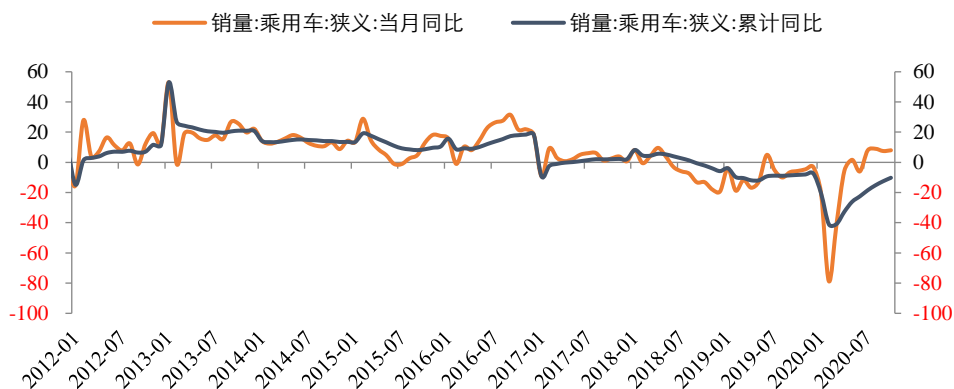
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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（%）

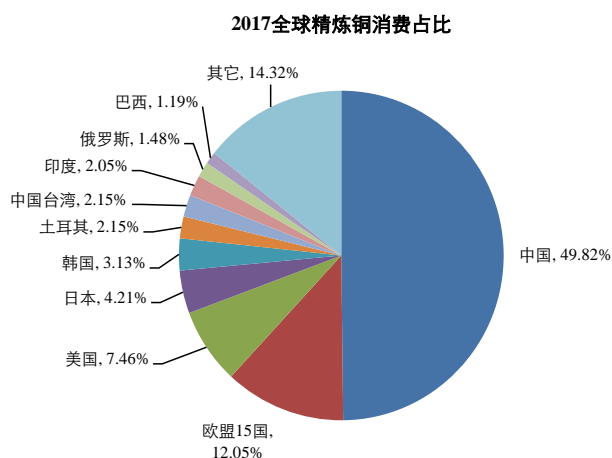


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.2.5 欧美国家制造业继续好转

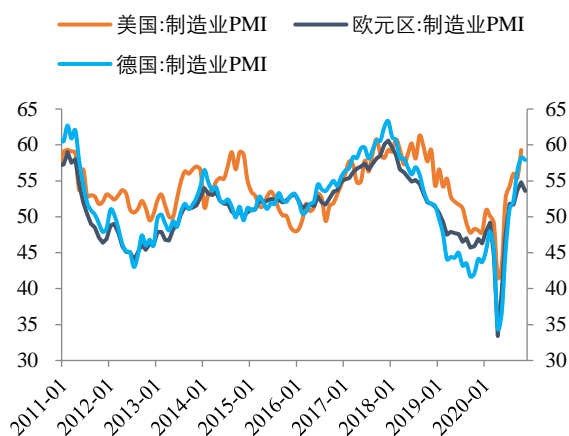
欧美国家制造业继续好转。美国 10 月制造业 PMI 攀升至 59.3，欧元区 11 月制造业 PMI 初值 53.6，其中德国制造业 11 月制造业 PMI 初值 57.9，欧美制造业好转。结合中国等主要贸易国家出口数据恢复情况来看，全球经济持续改善，中国铜终端产品有 20%以上出口海外，随着海外经济复苏，对国内铜消费的拉动逐步显现。

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

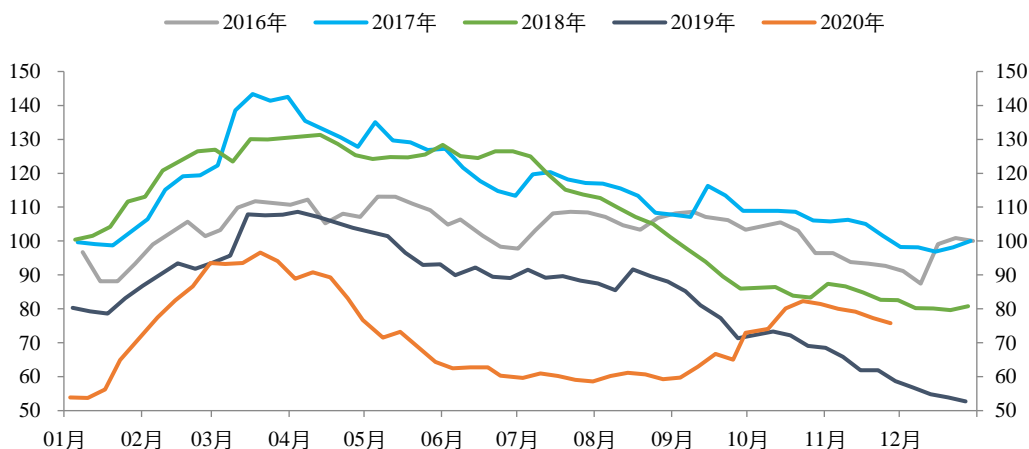


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.3 国内铜库存持续下滑

国内持续去库。库存方面，国内铜社会库存连续下滑7周，11月最后一周去库1.33万吨，至20.54万吨。在供应端减产预期，消费端不差的格局下，国内铜去库有望持续。

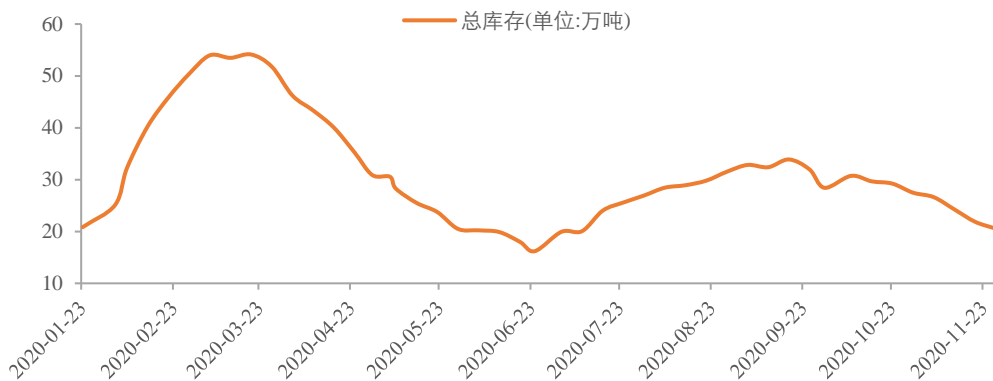
图29：三大交易所叠加保税区库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

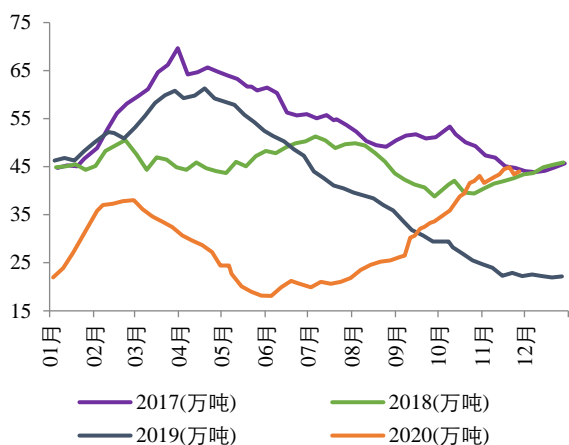


图30: 国内三地(上海、江苏、广东)库存(万吨)



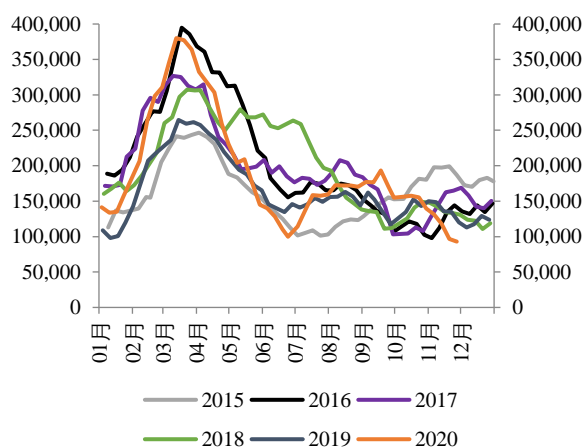
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图31: 保税区库存季节性(万吨)



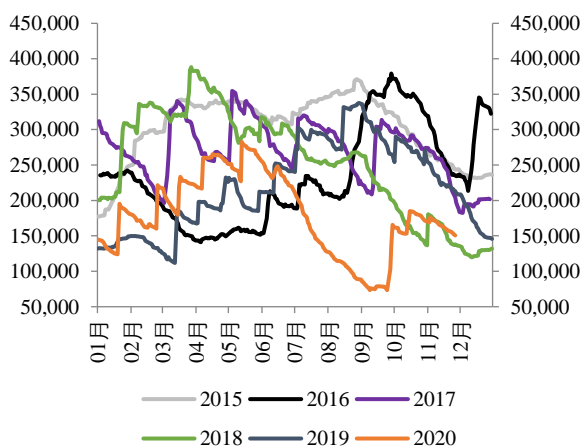
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图32: 上期所铜库存季节性(吨)



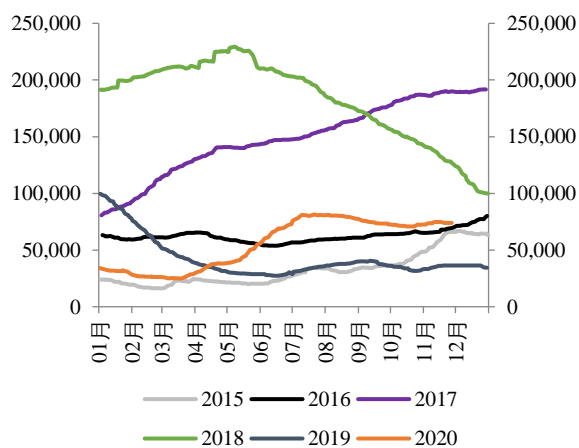
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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)



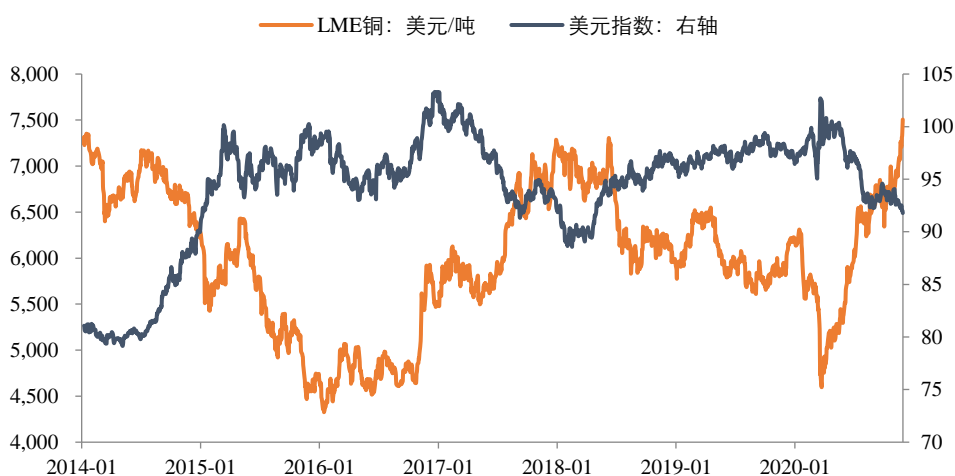
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 4. 宏观面：疫苗推进，美国大选尘埃落地，提振基本金属金融属性

美元指数大幅下滑，截至 11 月 27 日，收于 91.7845，月环比下滑 2.2330。

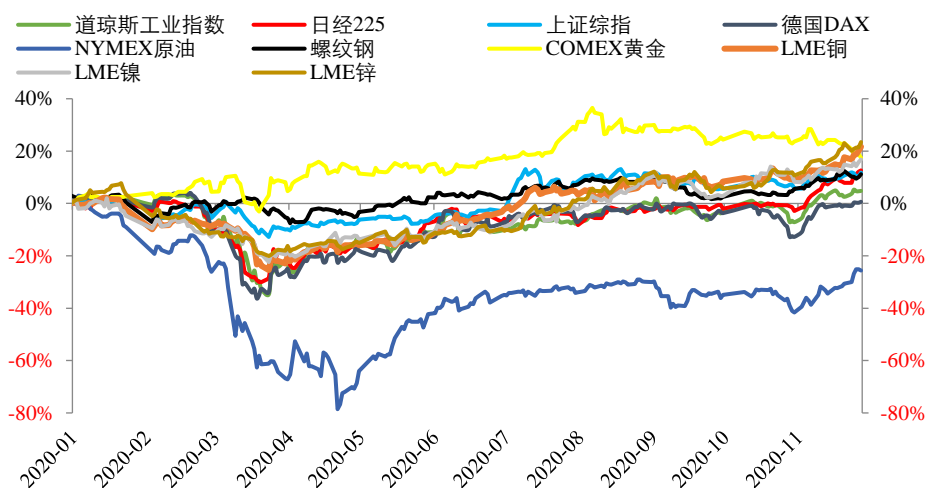
疫苗推进，美国大选尘埃落地，提振基本金属金融属性。

图35：美元指数与铜价走势



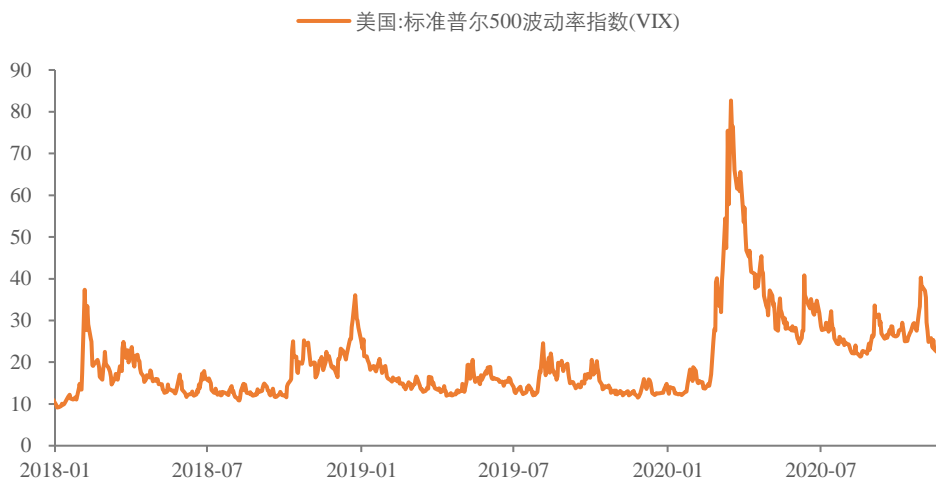
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图36：主要资产表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图37：市场恐慌情绪持续下滑



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 5. 结论

**铜矿加工费低位徘徊。**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，叠加近期铜矿、港口罢工问题逐步显现，铜矿干扰有所加大，主要矿企产量仍不乐观，部分矿企再度调低产量预期。铜矿加工费 TC 低位徘徊，截至 11 月 27 日当周，铜矿加工费仅为 48.70 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。

**冶炼厂生产亏损减产预期仍在。**根据测算，在当前不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼厂亏损严重，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，随着炼厂亏损时间延长，国内精铜减产预期增强。

**国内经济延续复苏。**国内 10 月宏观经济继续好转，从国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费不差。

**欧美国家制造业继续好转。**美国 10 月制造业 PMI 攀升至 59.3，欧元区 11 月制造业 PMI 初值 53.6，其中德国制造业 11 月制造业 PMI 初值 57.9，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，随着海外经济复苏，对国内铜消费的拉动逐步显现。

**国内持续去库。**库存方面，国内铜社会库存连续下滑 7 周，11 月最后一周去库 1.33 万吨，

至 20.54 万吨。在供应端减产预期，消费端不差的格局下，国内铜去库有望持续。

综上，铜矿加工费历史低位徘徊，冶炼亏损减产预期仍在，供应端对铜价支撑较强。铜消费随着海内外经济复苏，表现不差。我们认为铜基本面持续好转，国内铜去库进程有望延续，叠加情绪层面疫苗推进、美国大选尘埃落地，提振基本金属金融属性，铜价大概率继续向上。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。