

等待疫情出现拐点，择机做多

兴证期货·研发中心

2020 年 02 月 10 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

1 月中下旬开始，新型冠状病毒肺炎疫情逐步加重，市场悲观情绪蔓延，铜价大幅下挫。截至 2020 年 2 月 7 日，伦铜收于 5655 美元/吨，年内跌幅达 8.33%，沪铜主力 CU2003 收于 45690 元/吨，年内跌幅 7.28%。

● 后市展望及策略建议

1. 疫情新增确诊人数、疑似人数出现掉头向下的迹象。预期 2 月中旬左右，疫情可能出现转折点，市场对疫情造成的下游需求推迟的担忧情绪有望逐步缓解。

2. 短期基本面失衡。从各省公布的延迟开工看，节后下游需求萎缩明显，而供应端国内炼厂春节期间基本维持正常生产，各品种节后累库速度或将远超往年情况，短期基本面供需失衡。

3. 铜矿成本支撑仍在。从供应端铜矿成本角度看，当前铜价已经跌至 5600 美元附近，接近全球铜矿 90%分位现金成本线（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）。从铜矿成本支撑的角度看，铜价继续深跌的概率不大。

4. 冶炼厂减产预期强烈。一是加工费 TC 处于 60 美元附近低位，二是部分区域冶炼副产品硫酸因运输道路受阻，可能出现胀库，三是厂内产成品库存快速累积。据资讯机构调研，部分炼厂已经计划减产，预计 2 月份产量环比减少 15% 左右。

展望后期，当前 5600 美元/吨附近的铜价已经阶段性反映市场对下游消费的负面预期，供应端成本支撑仍在，铜价继续深跌概率不大。冶炼厂计划减产，铜供应端压力将逐步



缓解。疫情一旦出现拐点，供需基本面将回归平衡，届时铜价或将逐步走强。仅供参考。

● 风险提示：

1. 疫情发展不确定；
2. 中国宏观经济超预期下滑。

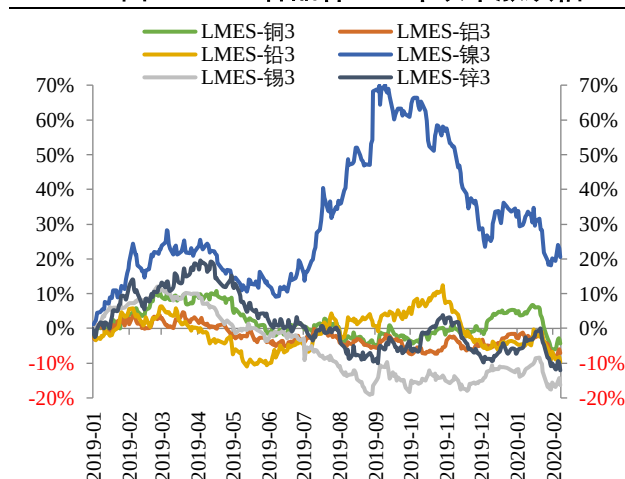
报告目录

1.行情回顾.....	4
2.疫情情况.....	4
3.基本面：短期基本面失衡，成本支撑仍在	5
3.1 供应：铜矿产量负增长，冶炼厂减产预期强烈	6
3.1.1 已公布 9 家大矿企 2019 年四季度产量负增长.....	6
3.1.2 冶炼厂压力较大，减产预期强烈.....	8
3.2 需求：等待开工恢复	9
3.2.1 铜材开工率处于相对低位	10
3.2.2 电网投资大幅下滑.....	10
3.2.3 空调产量季节性回升.....	11
3.2.4 传统汽车产销萎缩幅度收窄	11
3.2.5.海外欧美发达国家制造业景气度有所改善	12
3.3 全球铜显性库存快速累积.....	13
4.宏观面：美元指数走强.....	14
5.结论	16
6.风险提示.....	16

1. 行情回顾

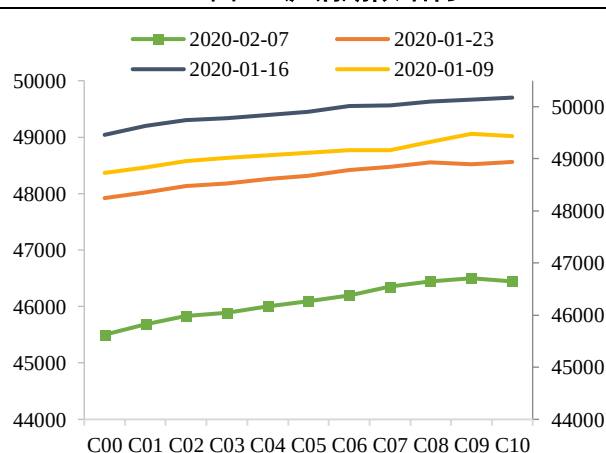
1 月中下旬开始，新型冠状病毒肺炎疫情逐步加重，市场悲观情绪蔓延，铜价大幅下挫。截至 2020 年 2 月 7 日，伦铜收于 5655 美元/吨，年内跌幅达 8.33%，沪铜主力 CU2003 收于 45690 元/吨，年内跌幅 7.28%。

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：沪铜期限结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

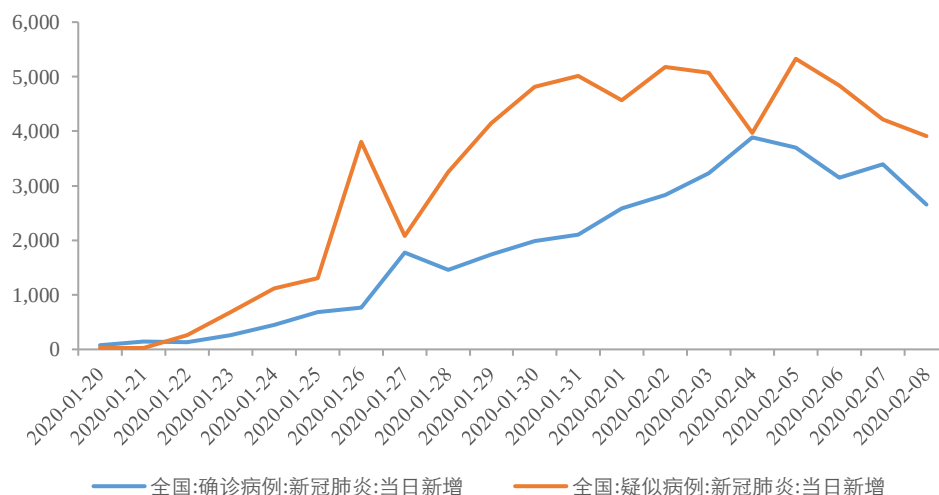
2. 疫情情况

疫情转折点或将在 2 月中旬出现，届时市场对大宗商品下游需求悲观预期可能逐步逆转。

截至 2 月 8 日 24 时，全国共确诊新型冠状病毒感染人数 33738 人，死亡人数 811 人，治愈人数 2649 人。其中 2 月 8 日 0-24 时，全国报告新增确诊病例 2656 例（湖北 2147 例），新增重症病例 87 例（湖北 52 例），新增死亡病例 89 例（湖北 81 例，河南 2 例，河北、黑龙江、安徽、山东、湖南、广西各 1 例），新增疑似病例 3916 例（湖北 2067 例）。

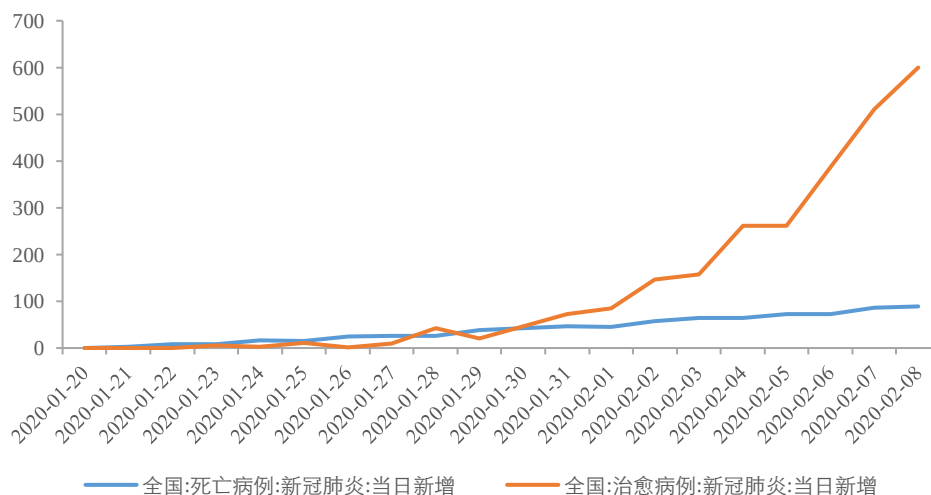
当前每天疫情新增确诊人数、疑似人数出现掉头向下的迹象，市场预期 2 月中旬左右，疫情可能出现转折点，市场对疫情造成的下游需求推迟的担忧情绪有望逐步缓解。

图3：新增确诊、疑似病例出现下滑（单位：人）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图4：治愈病例明显增加（单位：人）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 基本面：短期基本面失衡，成本支撑仍在

短期基本面失衡。从各省公布的延迟开工看，节后下游需求萎缩明显，而供应端国内炼厂春节期间基本维持正常生产，各品种节后累库速度或将远超往年情况，短期基本面供需失衡。

从供应端铜矿成本角度看，当前铜价已经跌至 5600 美元附近，接近全球铜矿 90%分位现金

成本线（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）。从铜矿成本支撑的角度看，铜价继续深跌的概率不大。

展望后期，当前 5600 美元/吨附近的铜价已经阶段性反映市场对下游消费的负面预期，供应端成本支撑仍在，铜价继续深跌概率不大。但短期市场情绪受疫情影响较大，铜价波动可能大幅上升。

3.1 供应：铜矿产量负增长，冶炼厂减产预期强烈

从矿企的角度看，已公布的 9 家大矿企 2019 年四季度产量负增长-11.86 万吨。根据各矿企公布的 2020 年产量预期看，2020 年铜矿新增产量有限。

根据 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（2019 年 2 月 7 日收于 5655 美元/吨），我们认为部分小矿企明年经营压力较大，小矿山减停产情况可能会加剧。

结合以上分析，我们认为 2020 年全球铜矿产量增量为 15 万吨，增速低于 1%。

当前冶炼厂压力较大，减产预期强烈。一是加工费 TC 处于 60 美元附近低位，二是部分区域冶炼副产品硫酸因运输道路受阻，可能出现胀库，三是厂内产成品库存快速累积。据资讯机构调研，部分炼厂已经计划减产，预计 2 月份产量环比减少 15%左右。

我们认为，冶炼厂一旦出现减产，铜供应端压力将逐步缓解，叠加当前铜矿成本支撑仍在，铜价继续深跌概率不大。

3.1.1 已公布 9 家大矿企 2019 年四季度产量负增长

主要矿企 2019 年四季度铜矿产量负增长，已公布的 9 家大矿企产量同比下滑 11.86 万吨。分矿企来看，Glencore 由于旗下在非洲的 Mutanda 矿山暂停生产以及 Mopani 因意外情况关停，四季度产量同比下滑 3.52 万吨(-9%)。Rio Tinto 由于旗下矿山品位下滑四季度产量同比下滑 5.33 万吨。Antofagasta 由于旗下 Centinela 矿山品位下滑以及 Antucoya 罢工因素四季度产量同比下滑 3.45 万吨。

从矿企全年产量预期角度看，已公布的 13 家大矿企 2020 年产量预期相较 2019 年增加近 23 万吨。基于当前铜价（2019 年 2 月 7 日收于 5655 美元/吨），我们认为部分小矿企明年经营压力较大，小矿山减停产情况可能会加剧。

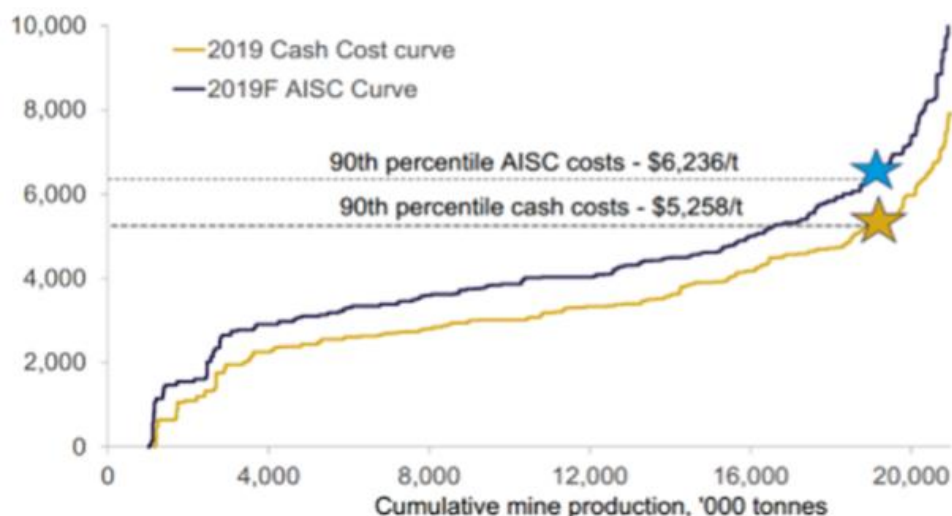
结合以上分析，我们认为 2020 年全球铜矿产量增量有限，增速可能低于 1%。

表 1：已公布的 9 家大矿企 2019 年四季度产量同比下滑 11.86 万吨

序号	公司	2019Q4 (万吨)	2019Q4 增量 (万吨)	2019Q4 同比	2019Q1-Q3 同比	2019Q2 同比	2019Q1 同比
1	Codelco				-6.73%	-7.13%	-16.82%
2	Freeport	37.51	-0.64	-1.66%	-19.39%	-23.47%	-18.07%
3	BHP Billiton	45.54	3.92	9.42%	-2.69%	-4.12%	-8.12%
4	Glencore	35.54	-3.52	-9.01%	-4.45%	-2.42%	-7.15%
5	Grupo Mexico				13.94%	16.35%	12.81%
6	Antofagasta	18.55	-3.45	-15.68%	15.61%	21.69%	22.63%
7	Rio Tinto	21.06	-5.33	-20.20%	-2.76%	0.41%	-1.69%
8	KGHM Polska				13.80%	18.06%	20.85%
9	MMG	12.06	-1.02	-7.78%	-14.39%	-26.38%	-10.48%
10	Anglo American	15.88	-2.47	-13.46%	-1.18%	0.70%	4.00%
11	First Quantum				11.25%	11.56%	-5.77%
12	Vale				1.65%	0.41%	0.54%
13	Norilsk	12.71	0.34	2.75%	6.30%	6.19%	12.89%
14	Teck Resources				2.26%	2.67%	-5.41%
15	Kazakhmys	8.09	0.30	3.85%	6.32%	7.33%	4.01%
Total		206.94	-11.86	-5.73%	-1.50%	-1.67%	-3.55%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 5：全球铜矿成本曲线（美元/吨）

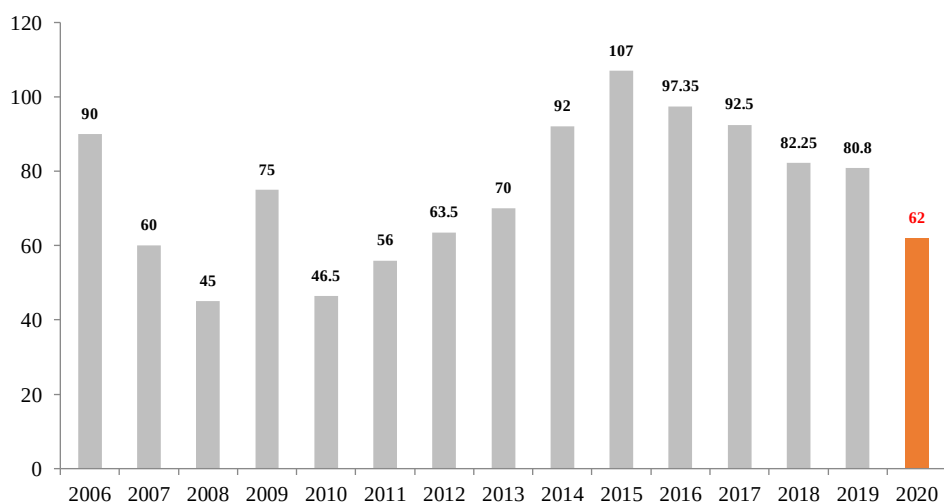


数据来源：CRU，兴证期货研发部

3.1.2 冶炼厂压力较大，减产预期强烈

当前冶炼厂压力较大，减产预期强烈。一是加工费 TC 处于 60 美元附近低位，二是部分区域冶炼副产品硫酸因运输道路受阻，可能出现胀库，三是厂内产成品库存快速累积。据资讯机构调研，部分炼厂已经计划减产，预计 2 月份产量环比减少 15% 左右。

图 6：2020 年铜精矿长单 TC 大幅下滑 18.8 美元/吨（美元/吨）



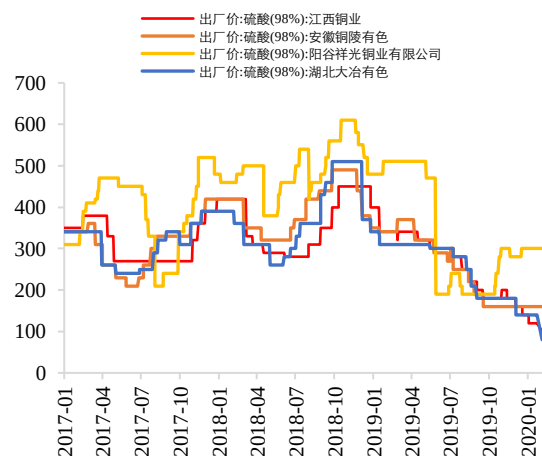
数据来源：CRU，兴证期货研发部

图 7: TC 维持在 60 美元/吨附近 (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 8: 硫酸价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

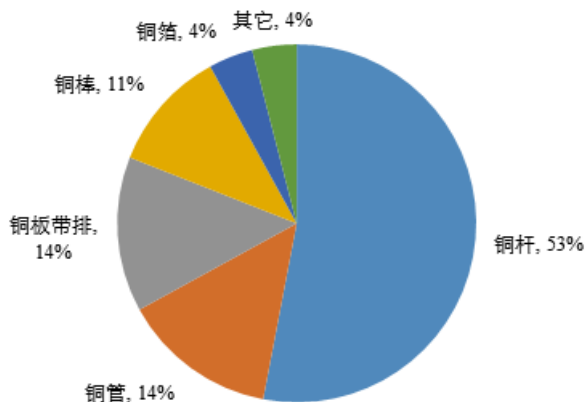
3.2 需求：等待开工恢复

从国内各省公布的延迟开工看，节后下游需求萎缩明显，而供应端国内炼厂春节期间基本维持正常生产，各品种节后累库速度或将远超往年情况，短期基本面供需失衡严重。

海外方面，主要经济体 1 月份制造业景气度有所回暖。

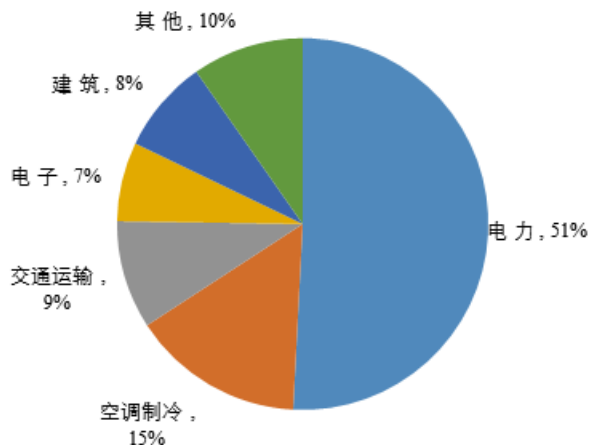
结合海内外来看，我们认为短期铜基本面失衡，但随着国内疫情缓解，下游企业逐步开工，以及国内炼厂减产发酵，供需面大概率很快回归平衡。

图 9: 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 10: 国内铜终端消费行业分布

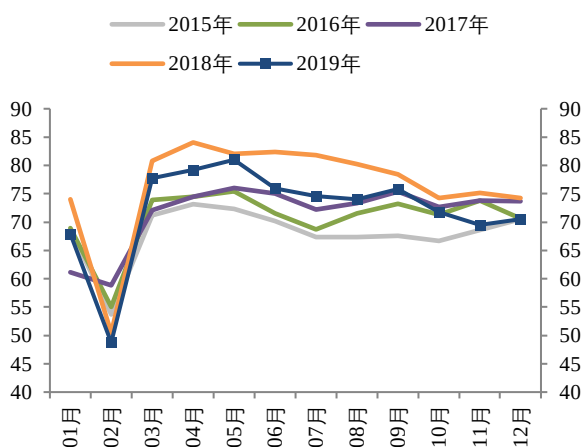


数据来源: 安泰科, 兴证期货研发部

3.2.1 铜材开工率处于相对低位

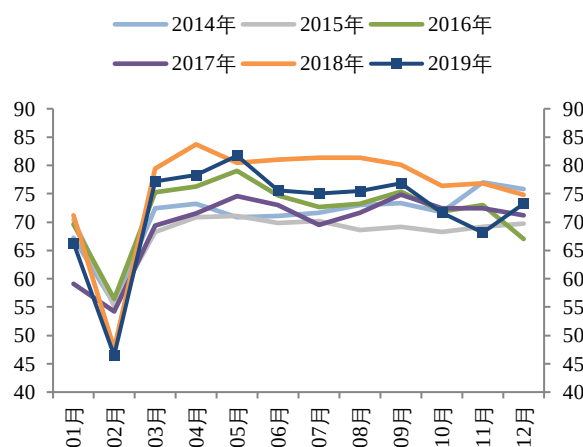
从精炼铜直接下游各铜材企业开工率来看，国内铜消费相对疲软，铜杆、铜板带开工率都低于往年情况。

图 11：铜材企业整体开工率



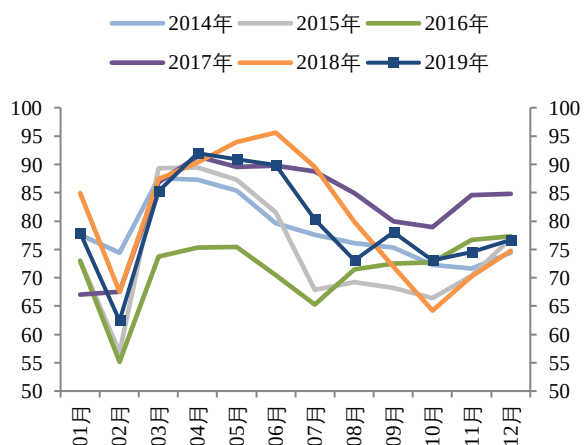
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12：铜杆开工率



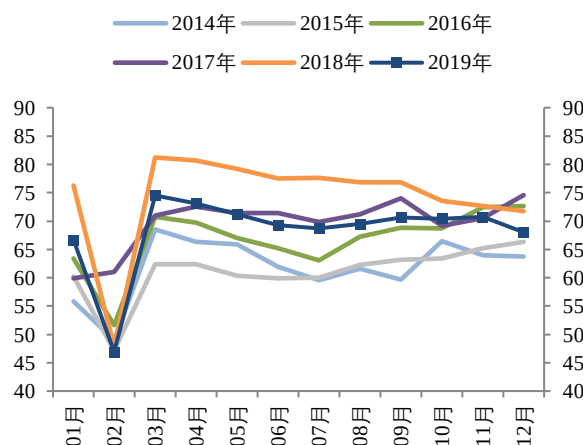
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 13：铜管开工率



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 14：铜板带箔开工率

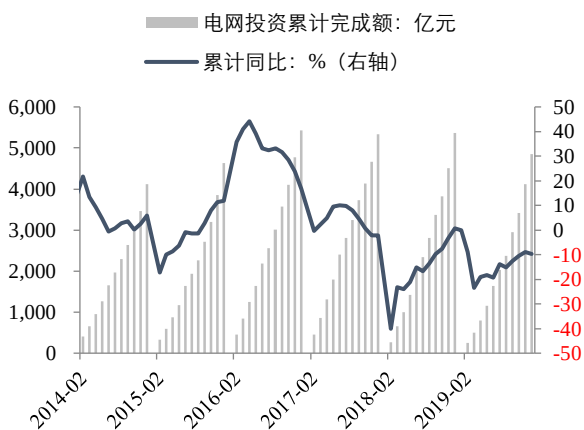


数据来源：SMM，兴证期货研发部

3.2.2 电网投资大幅下滑

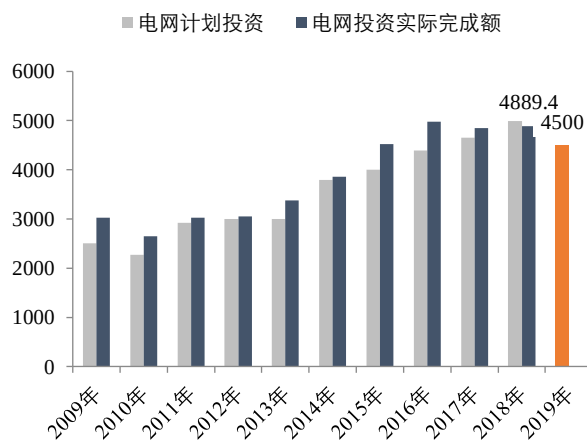
2019 年全年电网投资实际完成 4856 亿元，同比大幅下滑 9.6%，显示目前电网领域对铜消费较为疲软。

图 15: 2019 年电网投资负增长-9.6%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 国家电网 2019 年计划投资额向下调整为 4500 亿元

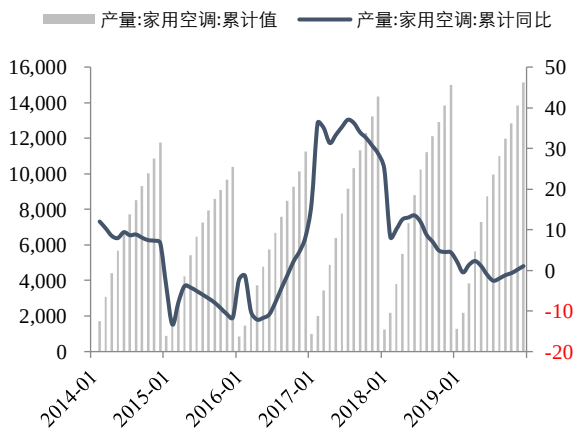


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.3 空调产量季节性回升

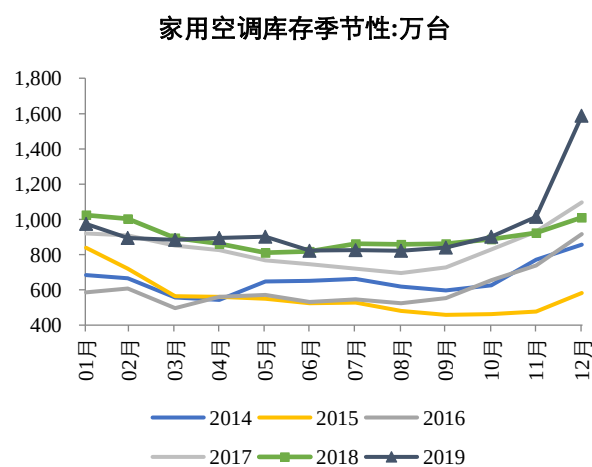
产业在线数据显示，2019 年 12 月家用空调总产量 1291.3 万台，同比增 11.5%，2019 年空调产量 15141 万台，同比微幅正增长 1.04%。12 月空调库存环比增加 570.9 万台，至 1585.7 万台，空调库存压力巨大。

图 17: 空调产量季节性回升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 空调库存压力高于 2018 年同期



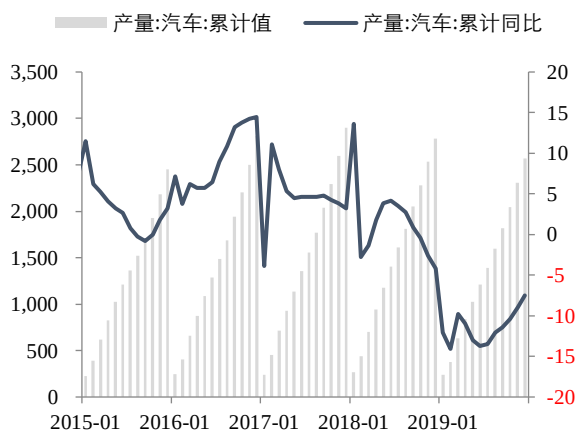
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.4 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 1-12 月全国共生产汽车 2311 万辆，同比下滑 7.5%。汽车产销萎靡状态出现边际改善，12 月单

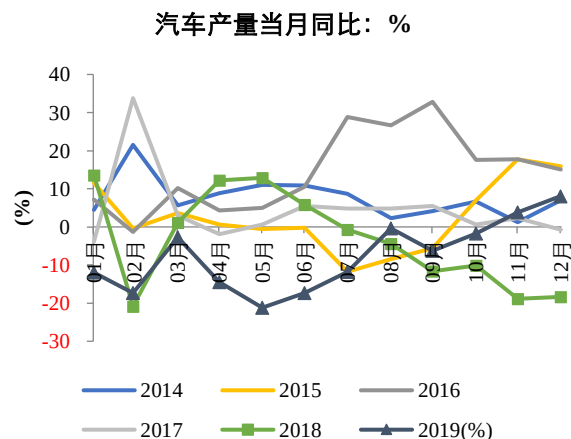
月产量 268.3 万辆，同比增长转正 8.09%。

图 19：汽车产量逐步恢复（万辆，%）



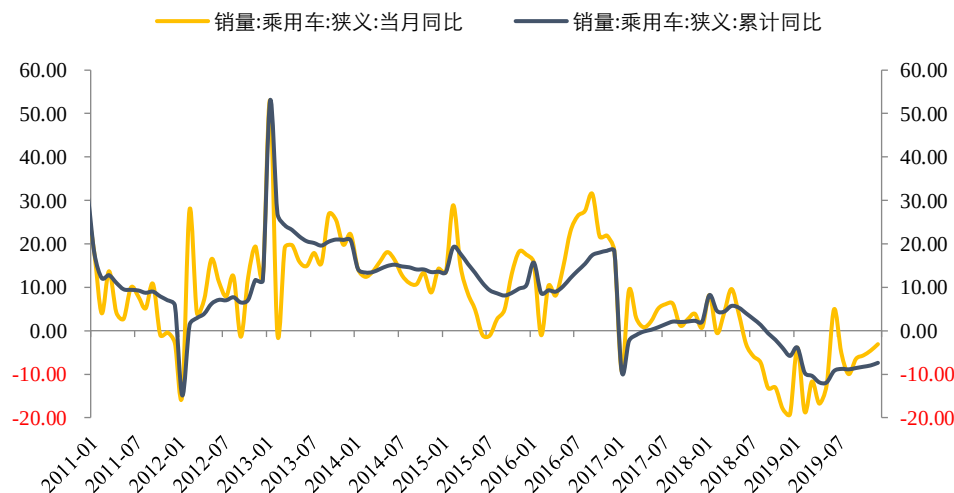
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：汽车产量增速季节性



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：乘联会 12 月狭义乘用车销量负增长 -3.1%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

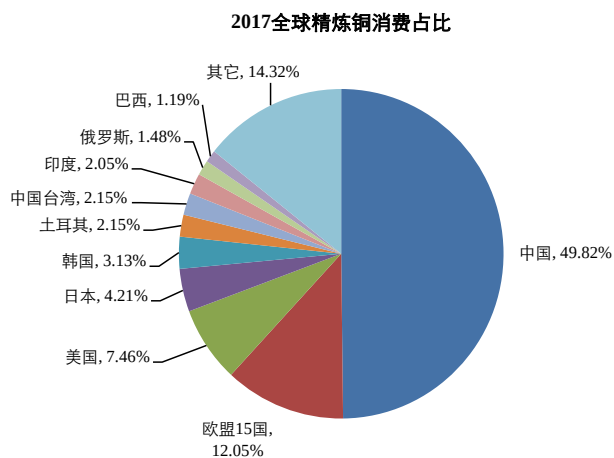
3.2.5. 海外欧美发达国家制造业景气度有所改善

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。

欧美国家制造业边际转弱，美国 1 月 ISM 制造业 PMI 恢复至荣枯线上方 50.9，欧元区 1 月制造业 PMI 小幅回升至 47.9，其中德国制造业 PMI 恢复至 45.3 低位。整体看，欧美发达国家

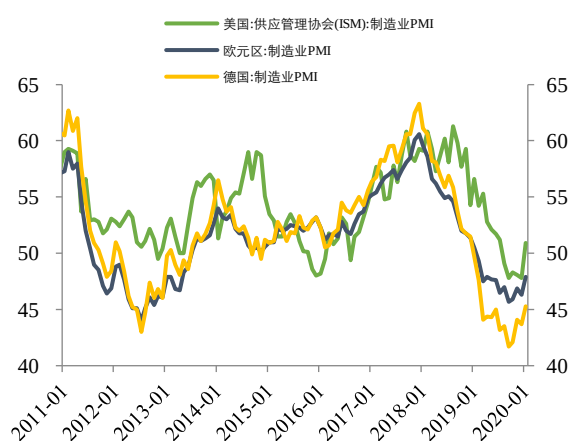
实体经济短期出现边际改善，对铜消费有所拉动。

图 22：欧美国家铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：欧美发达国家制造业疲软

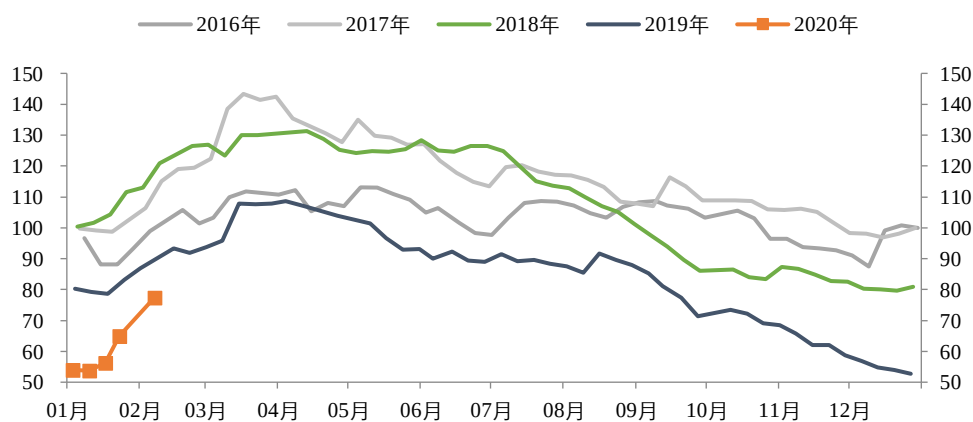


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 全球铜显性库存快速累积

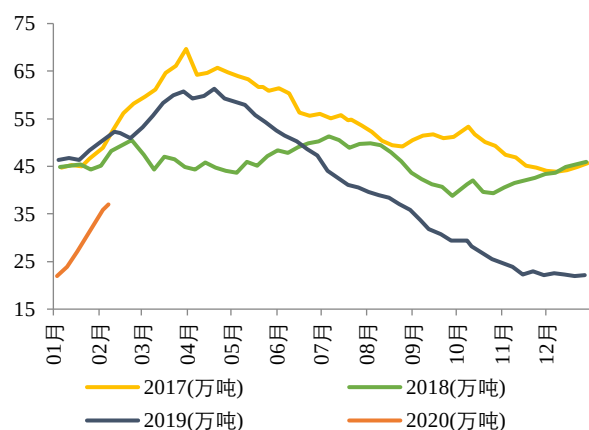
截至2020年2月7日，三大交易所叠加保税区库存上升至77.46万吨，从各省公布的延迟开工时间看，节后下游需求萎缩明显，而供应端国内炼厂基本维持正常生产，各品种节后累库速度或将远超往年情况。

图 24：三大交易所叠加保税区库存快速上升



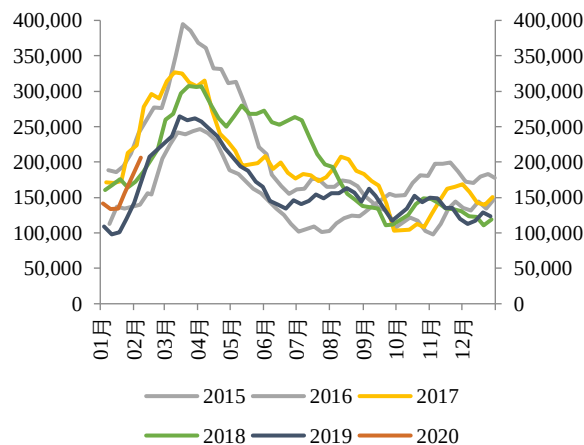
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25: 保税区库存季节性 (万吨)



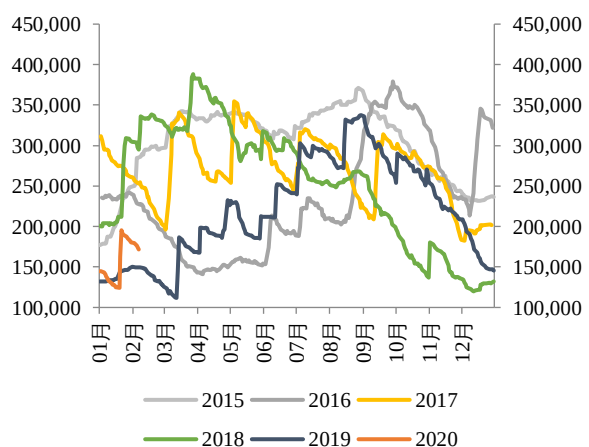
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 上期所铜库存季节性 (吨)



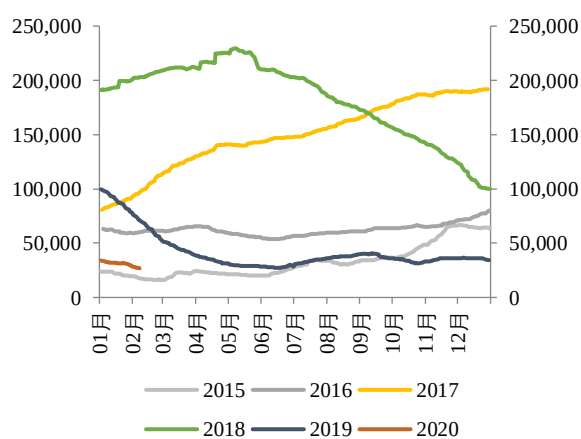
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: LME 铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 28: COMEX 铜库存季节性 (吨)

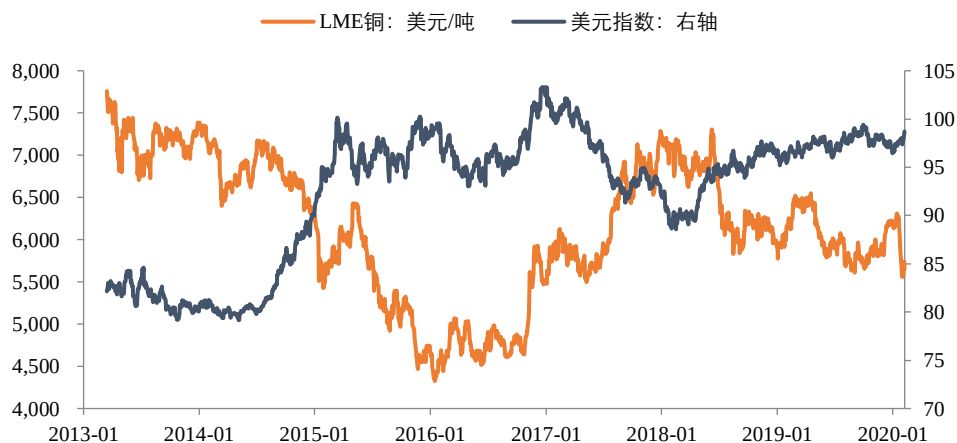


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 宏观面：美元指数走强

年内美元走强，截至2月7日收于98.7001，年内累计上涨2.2520。

图29：美元指数与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

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，届时将一定程度提振铜的投机属性

图30：加息与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 结论

(1) **疫情新增确诊人数、疑似人数出现掉头向下的迹象。**预期 2 月中旬左右，疫情可能出现转折点，市场对疫情造成的下游需求推迟的担忧情绪有望逐步缓解。

(2) **短期基本面失衡。**从各省公布的延迟开工看，节后下游需求萎缩明显，而供应端国内炼厂春节期间基本维持正常生产，各品种节后累库速度或将远超往年情况，短期基本面供需失衡。

(3) **铜矿成本支撑仍在。**从供应端铜矿成本角度看，当前铜价已经跌至 5600 美元附近，接近全球铜矿 90%分位现金成本线（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）。从铜矿成本支撑的角度看，铜价继续深跌的概率不大。

(4) **冶炼厂减产预期强烈。**一是加工费 TC 处于 60 美元附近低位，二是部分区域冶炼副产品硫酸因运输道路受阻，可能出现胀库，三是厂内产成品库存快速累积。据资讯机构调研，部分炼厂已经计划减产，预计 2 月份产量环比减少 15%左右。

展望后期，当前 5600 美元/吨附近的铜价已经阶段性反映市场对下游消费的负面预期，供应端成本支撑仍在，铜价继续深跌概率不大。冶炼厂计划减产，铜供应端压力将逐步缓解。疫情一旦出现拐点，供需基本面将回归平衡，届时铜价或将逐步走强。仅供参考。

6. 风险提示

1. 疫情发展不确定；
2. 中国宏观经济超预期下滑。

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。