

铜价大概率区间震荡

兴证期货.研发中心

2020 年 05 月 06 日 星期三

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

4 月铜价大幅回升，海外疫情恶化引发矿山减产预期增强，国内供需持续好转，社会库存连续下滑。截至 2020 年 4 月 30 日，沪铜主力 CU2006 月末收于 42940 元/吨，月涨幅达 9.71%。

● 后市展望及策略建议

1. **国内铜社会库存持续下滑。**3 月最后一周国内铜社会库存开始出现拐点，上海、江苏、广东三地社会库存连续下滑 6 周，累计下滑 23.24 万吨，显示国内供需持续好转。

2. **铜矿山减产，铜矿加工费下滑至 55 美元/吨附近。**主要铜矿生产国智利、秘鲁等地矿山受疫情影响进入减产状态的越来越多，对冶炼的冲击逐步发酵，短期指标来看，铜精矿加工费连续 7 周下滑，目前降至 55 美元/吨附近。如果后期海外疫情得不到有效控制，不排除后期铜矿减产力度加大。

3. **国内下游消费复苏，海外疫情冲击逐步体现。**随着下游进入复工节奏，铜下游消费继续复苏，6 大发电集团日均耗煤量 4 月中下旬一度超越去年同期，但随着五一长假开始，耗煤量开始下滑，截至 5 月 5 日，6 大电厂日均耗煤量下滑至 52.55 万吨。海外疫情恶化对国内消费冲击逐步发酵，由于铜下游中间及终端产品出口占国内铜消费比例在 20%以上，市场对海外方面的冲击预期相对悲观。

4. **海外疫情不确定性仍较大，叠加原油市场波动剧烈，金属价格高波动性短期难消除。**

综上，国内铜基本面继续好转，但海外疫情对消费的冲击逐步发酵，冶炼端国内炼厂经营压力上升，如果后期铜矿相对紧缺状况得不到有效缓解，精铜产出受影响程度或加大。我们认为铜基本面供需双弱，5 月铜价区间震荡概率较大。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。

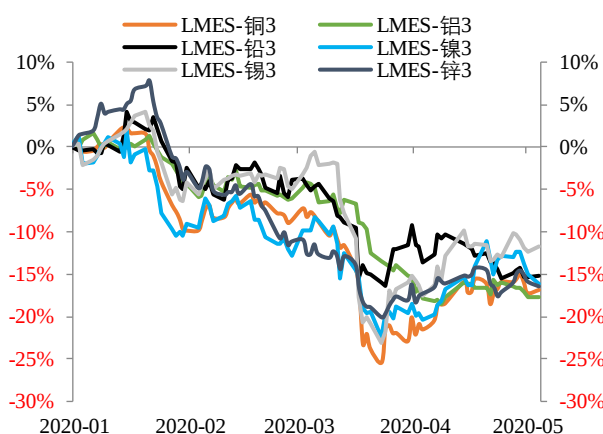
报告目录

1.行情回顾	3
2.疫情情况	3
3.基本面：国内供需持续好转	5
3.1 铜矿山减产，铜矿加工费持续下滑	5
3.1.1 全球大矿企 2020 年一季度产量负增长	5
3.1.2 铜矿减产对冶炼厂影响逐步发酵	7
3.2 国内下游消费复苏，海外疫情冲击逐步体现	8
3.2.1 铜材开工率处于相对低位	9
3.2.2 电网投资继续下滑	10
3.2.3 空调产量下滑	11
3.2.4 传统汽车产量负增长	11
3.2.5 海外欧美发达国家实体经济严重萎缩	12
3.3 全球铜显性库存下滑	13
4.宏观面：不确定性仍较大	15
5.结论	16
6.风险提示	16

1. 行情回顾

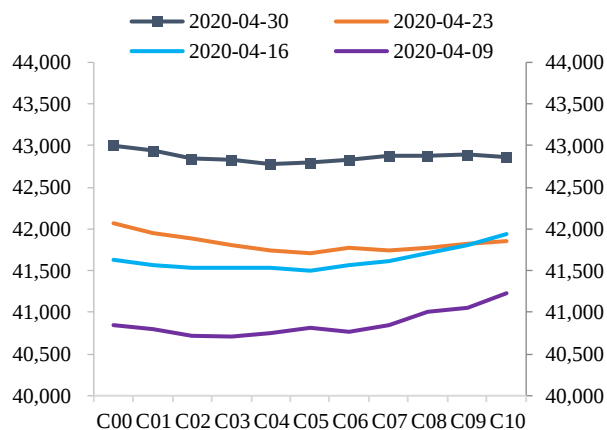
4 月铜价大幅回升，海外疫情恶化引发矿山减产预期增强，国内供需持续好转，社会库存连续下滑。截至 2020 年 4 月 30 日，伦铜回升至 5246 美元/吨，沪铜主力 CU2006 月末收于 42940 元/吨，月涨幅达 9.71%。

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 (单位: 元/吨)

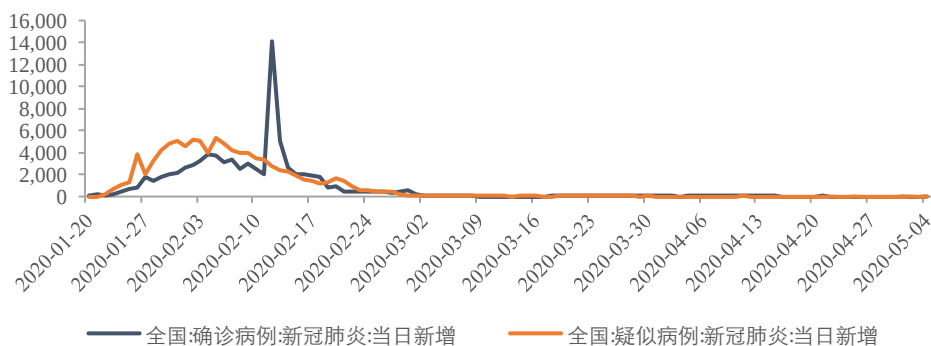


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 疫情情况

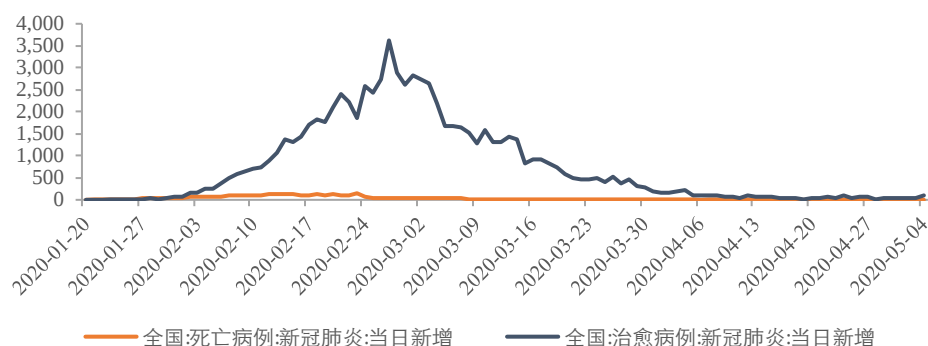
海外疫情仍未见明显好转。截至 5 月 4 日，海外确诊病例达 356 万人以上，其中美国最为严重，确诊病例 121 万人以上。全球铜矿主要地区智利、秘鲁等国家疫情较为严重，部分矿山已经进入减产检修状态，若疫情迟迟得不到有效控制，不排除后期矿产减产力度加大。

图3: 国内新增确诊、疑似病例 (单位: 人)



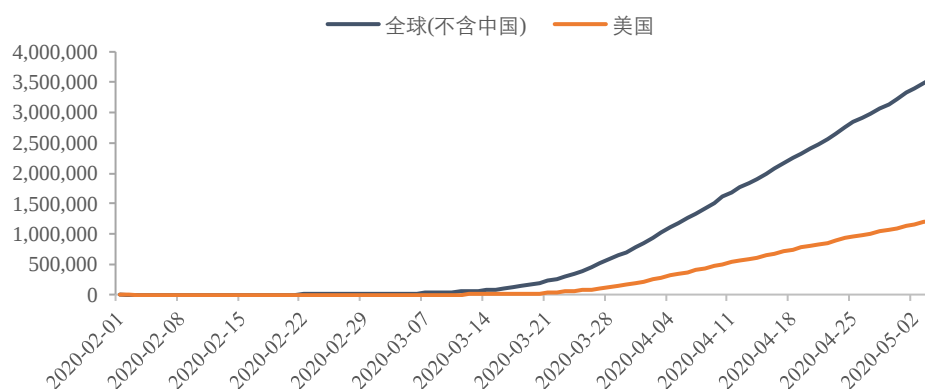
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图4：国内治愈病例（单位：人）



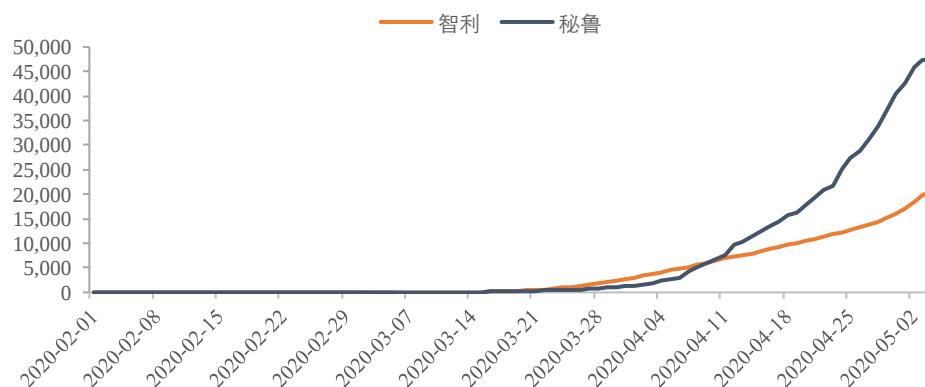
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5：海外累计确诊人数（单位：人）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图6：智利、秘鲁累计确诊人数（单位：人）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 基本面：国内供需持续好转

国内铜社会库存持续下滑。3 月最后一周国内铜社会库存开始出现拐点，上海、江苏、广东三地社会库存连续下滑 6 周，累计下滑 23.24 万吨，**显示近期国内供需持续好转。**

下游精铜消费稳步复苏。随着下游进入复工节奏，铜下游消费复稳步复苏，6 大发电集团日均耗煤量 4 月中下旬一度超越去年同期，但随着五一长假开始，耗煤量开始下滑，截至 5 月 5 日，6 大电厂日均耗煤量下滑至 52.55 万吨。海外疫情恶化对国内消费冲击逐步发酵，由于铜下游中间及终端产品出口占国内铜消费比例在 20%以上，市场对海外方面的冲击相对悲观。

供应端，矿山受疫情影响进入检修、减产的数量越来越多，对冶炼的冲击逐步发酵，从短期指标来看，铜精矿加工费连续 7 周下滑，目前降至 55 美元/吨附近。

综上，我们认为当前国内铜供需好转，但海外疫情对铜消费的冲击逐步发酵，国内基本面存在反复可能。铜价在海外矿山减产，海外消费萎靡、市场情绪不稳定等多重冲击下，大概率维持区间震荡。

3.1 铜矿山减产，铜矿加工费持续下滑

主要铜矿生产国智利、秘鲁等地矿山受疫情影响进入减产状态的越来越多，对冶炼的冲击逐步发酵，短期指标来看，铜精矿加工费连续 7 周大幅下滑，目前降至 55 美元/吨附近。如果后期海外疫情得不到有效控制，不排除后期铜矿减产力度加大。

3.1.1 全球大矿企 2020 年一季度产量负增长

主要矿企 2020 年一季度产量铜矿产量负增长，13 大矿企产量同比下滑 2.28 万吨。

分矿企来看，Glencore 一季度产量下滑 2.74 万吨，旗下在非洲的 Mutanda 矿山仍处于检修状态，Mopani 虽然重启，但一季度冶炼厂处理的 5000 吨铜矿仍未形成产成品（产量计入二季度），而且 Mopani 冶炼厂的重建可能会耗时几个月，公司再度下调 2020 年全年产量预期 4.5 万吨，至 125.5 万吨（同比 2019 年实际产量下滑 11.62 万吨）。

Freeport 一季度产量下滑 2.22 万吨，旗下位于秘鲁的 Cerro Verde 矿山（2019 年产量 45.5 万吨）受疫情影响 3 月开始进入检修状态，影响产量 2.63 万吨。由于新冠疫情影响，公司下调全

年铜销量 18.14 万吨，至 140.62 万吨，同比 2019 实际销量下滑 5.83%。

MMG 一季度产量下滑 2.2.5 万吨，旗下位于秘鲁的 Las Bambas 矿山受地面矿石传送带维修、一月和二月社区堵路造成的物流中断、三月中旬新型冠状病毒疫情对矿山活动水平造成的不利因素等影响。公司强调由于新型冠状病毒的不确定性对 Las Bambas 营运造成的影响，MMG 于四月十三日撤回 Las Bambas 二零二零年产量指引，公司正研究一系列限制解除后的恢复方案，并将在恢复正常营运的时机向市场提供最新产量指引信息。

Anglo American 一季度产量下滑 1.4 万吨，智利中部地区继续面临前所未有的干旱气候条件（有记录开始以来持续最长时间），旗下 Los Bronces 矿山产量大幅下滑。公司 2020 年铜矿产量预期暂维持在 64.5 万吨不变，但一旦后期智利地区干旱天气及新冠疫情恶化对矿山生产造成影响，公司会调整产量预期。

增量方面，First Quantum 一季度产量大幅增加 5.83 万吨，旗下位于巴拿马的 Cobre Panama 矿山持续放量。但 4 月份开始 Cobre Panama 矿山因为疫情影响进入检修状态，公司下调 2020 年产量预期 7.5 万吨，至 78 万吨。

其它矿企方面，BHP Billiton、Teck Resources、Norilsk、Kazakhmys 暂未调整产量预期，Vale 下调全年产量预期 3 万吨，Antofagasta 在旗下矿山持续运营的情况下产量预期会达到 72.5-75.5 万吨区间的下边界，但很大程度上取决于疫情发展。Rio Tinto 由于疫情对旗下全球最大矿山 Escondida（权益量占 30%）的影响下调 2020 年矿产铜产量预期 5.25 万吨，由于地震对旗下 Kennecott 生产单元的影响，下调 2020 年精炼铜产量预期 3.5 万吨。

从矿企公布的生产预期情况看，二季度矿山生产受影响程度较大，全年产量预期也不乐观，铜矿加工费可能会进一步走低。

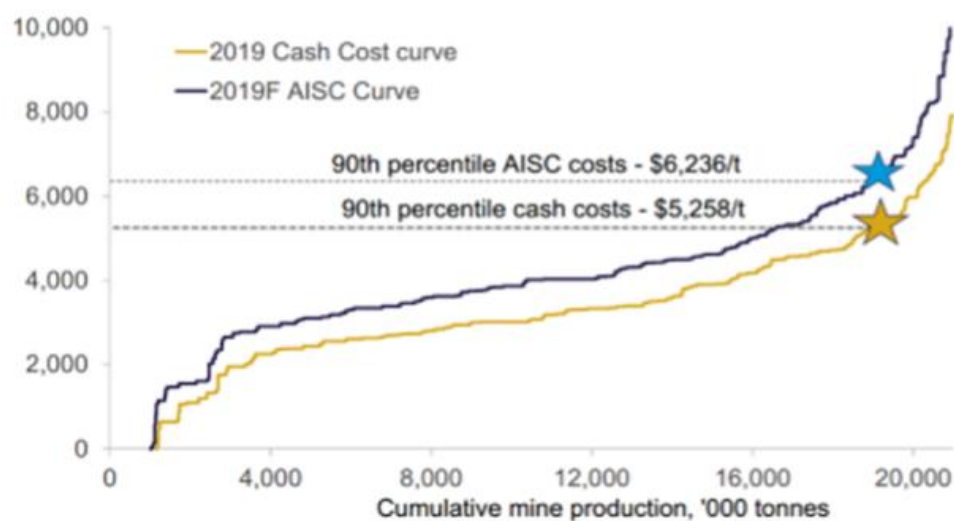
表 1：已公布的 13 大矿企 2020 年一季度产量同比下滑 2.28 万吨

序号	公司	2020Q1 (万吨)	2020Q1 增量 (万吨)	2020Q1 同比	2020Q1 环比	2019Q4 同比
1	Codeco	-	-	-	-	-2.64%
2	Freeport	33.16	-2.22	-6.28%	-11.61%	-1.66%
3	BHP Billiton	42.50	0.53	1.26%	-6.68%	9.42%
4	Glencore	29.33	-2.74	-8.54%	-17.47%	-9.01%
5	Grupo Mexico	27.26	1.13	4.33%	-3.67%	5.54%
6	Antofagasta	19.40	0.54	2.86%	4.58%	-15.68%

7	Rio Tinto	18.03	-1.19	-6.19%	-14.39%	-20.20%
8	KGHM Polska	-	-	-	-	2.08%
9	MMG	9.19	-2.25	-19.64%	-23.77%	-7.78%
10	Anglo American	14.71	-1.40	-8.69%	-7.37%	-13.46%
11	First Quantum	19.53	5.83	42.58%	-4.40%	29.04%
12	Vale	9.45	0.07	0.75%	4.65%	-17.76%
13	Norilsk	11.50	-1.18	-9.29%	-9.56%	2.75%
14	Teck Resources	7.10	0.10	1.43%	0.00%	-2.74%
15	Kazakhmys	7.49	0.49	7.00%	-7.42%	3.85%
Total		248.65	-2.28	-0.91%		-2.93%

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）

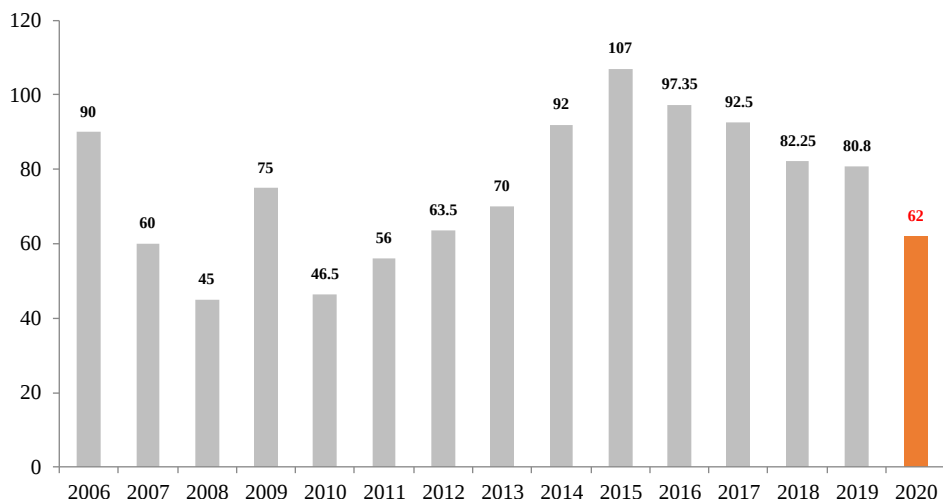


数据来源：CRU，兴证期货研发部

3.1.2 铜矿减产对冶炼厂影响逐步发酵

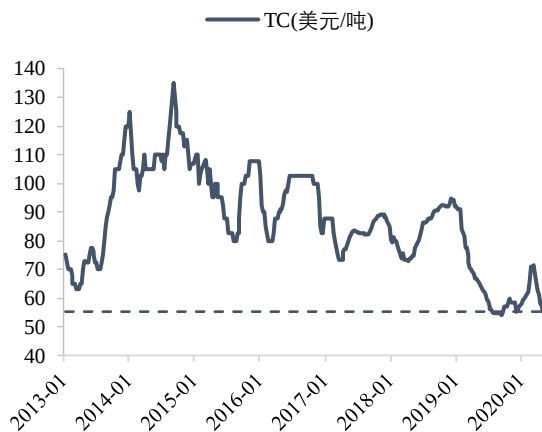
随着疫情对矿山生产运输等方面造成影响，国内铜矿相对紧缺程度加重，铜精矿加工费已经连续 6 周下滑至 55 美元附近，冶炼厂经营压力逐步加大，部分冶炼厂选择检修、降低生产负荷等措施来应对。

图 8：2020 年铜精矿长单 TC 大幅下滑 18.8 美元/吨（美元/吨）



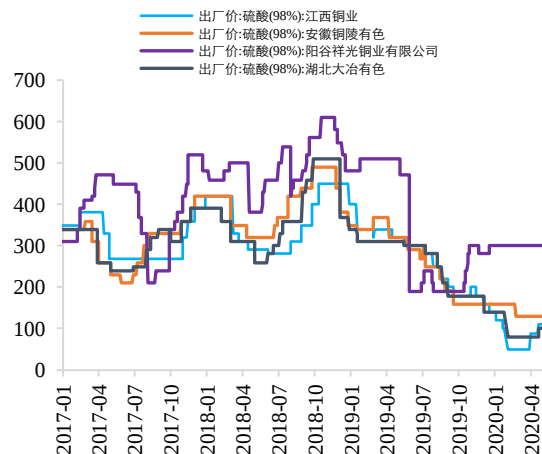
数据来源：CRU，兴证期货研发部

图 9：TC 下滑至 55 美元/吨附近（美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：硫酸价格（元/吨）

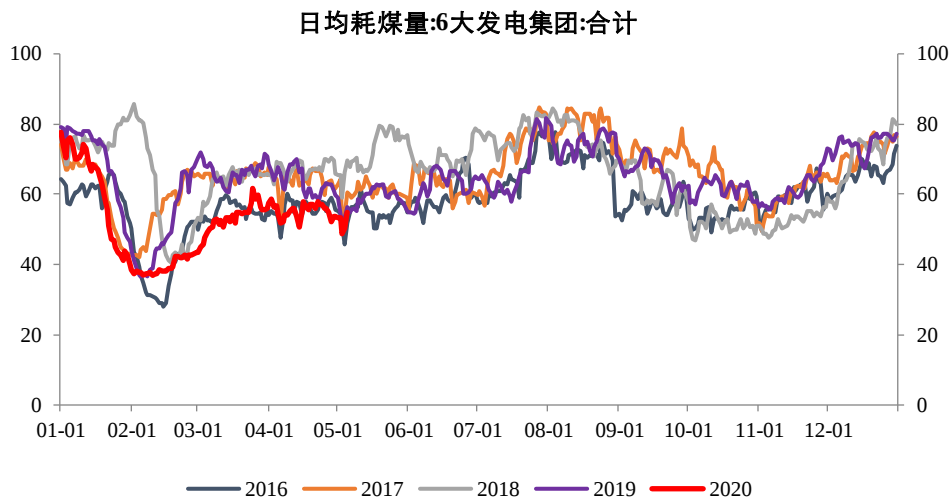


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 国内下游消费复苏，海外疫情冲击逐步体现

国内下游精铜消费稳步复苏。随着下游进入复工节奏，铜下游消费复稳步复苏，6 大发电集团日均耗煤量 4 月中下旬一度超越去年同期，但随着五一长假开始，耗煤量开始下滑，截至 5 月 5 日，6 大电厂日均耗煤量下滑至 52.55 万吨。海外疫情恶化对国内消费冲击逐步发酵，由于铜下游中间及终端产品出口占国内铜消费比例在 20%以上，市场海外方面的冲击相对悲观。

图11: 日均耗煤量(万吨/日)

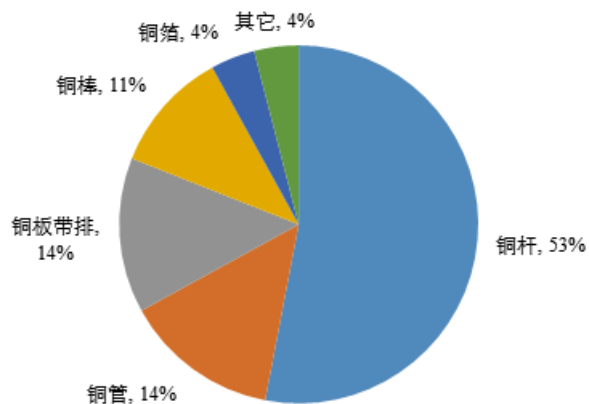


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.1 铜材开工率处于相对低位

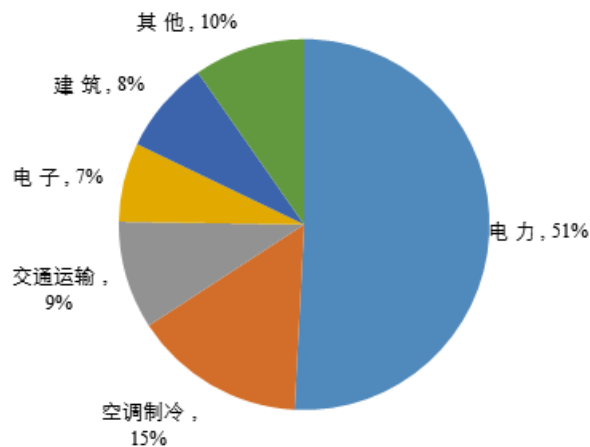
从精炼铜直接下游各铜材企业开工率来看, 国内铜消费仍弱于去年, 铜杆、铜板带开工率都低于往年同期。

图 12: 国内铜消费按品种分布



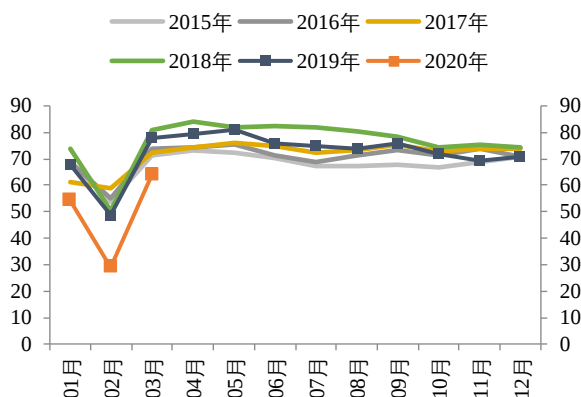
数据来源: 我的有色网, 兴证期货研发部

图 13: 国内铜终端消费行业分布



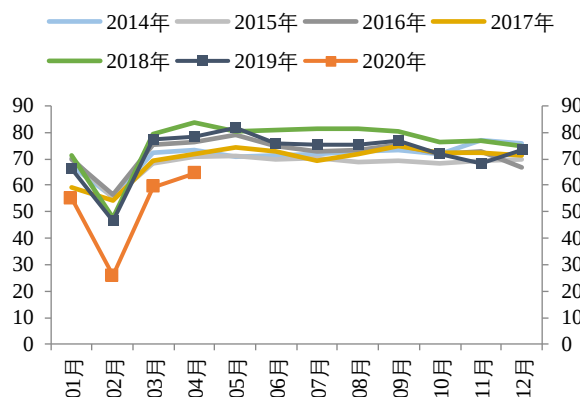
数据来源: 安泰科, 兴证期货研发部

图 14: 铜材企业整体开工率



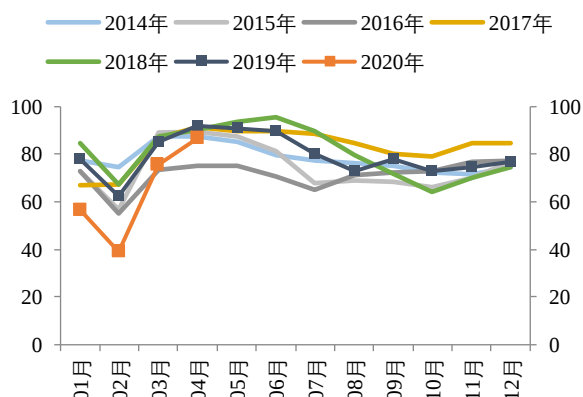
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 15: 铜杆开工率



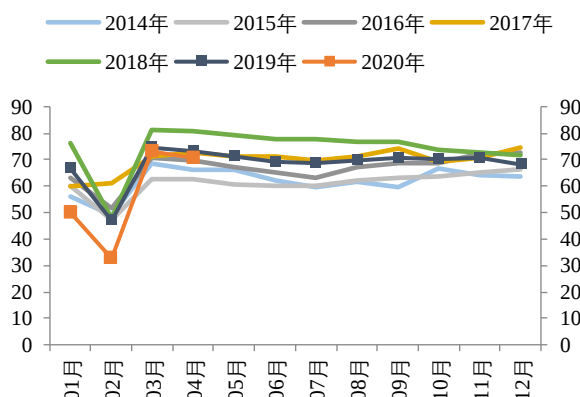
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 铜管开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 17: 铜板带箔开工率



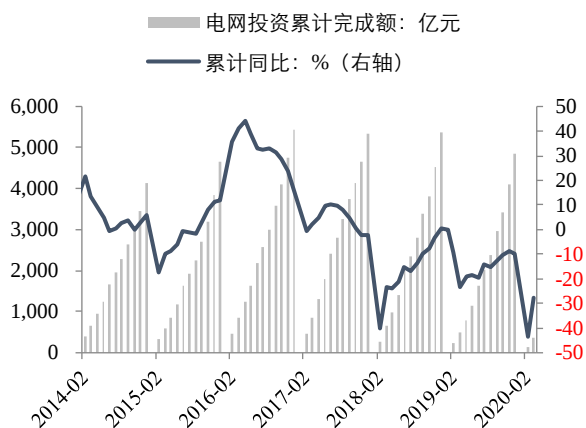
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.2.2 电网投资继续下滑

2019 年全年电网投资实际完成 4856 亿元, 同比大幅下滑 9.6%。受疫情影响, 2020 年前 3 个月电网投资完成额为 365 亿元, 同比下滑 27.4%, 目前电网领域对铜消费较为疲软。

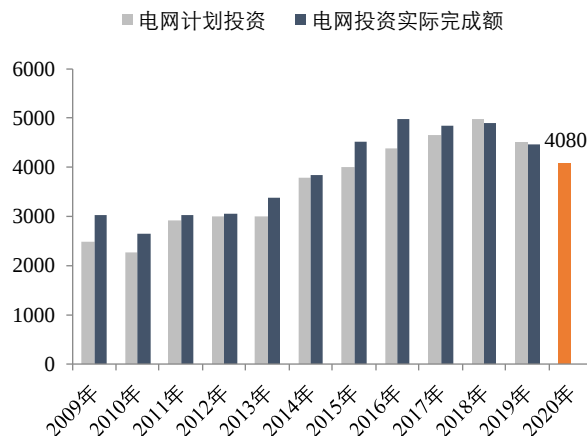
根据最新国家电网披露的数据, 2020 年国家电网计划电网投资额为 4080 亿元, 同比 2019 年实际完成额大幅下滑 8.79%。

图 18: 电网投资疲软



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: 国家电网计划投资额 (亿元)

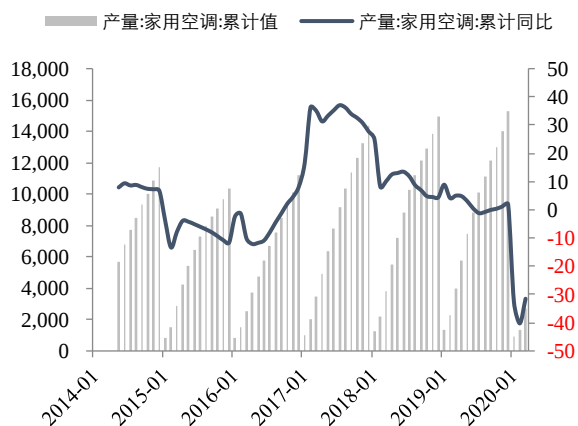


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.3 空调产量下滑

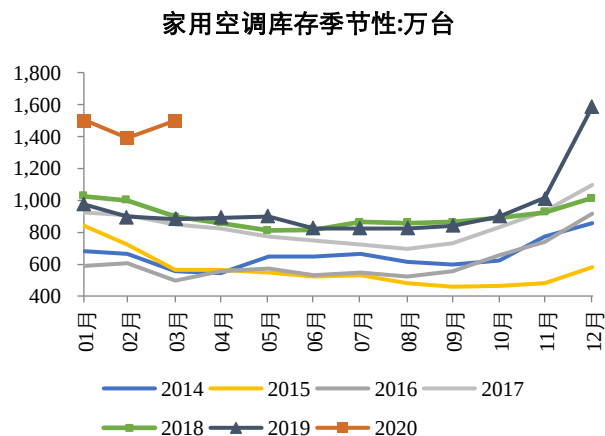
产业在线数据显示, 2020 年 3 月家用空调总产量 1374.7 万台, 同比下滑 19.91%, 1-3 月空调产量 2727.5 万台, 同比下滑 31.5%。3 月空调库存 1500.5 万台, 空调库存压力巨大。

图 20: 空调产量下滑



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 空调库存压力巨大

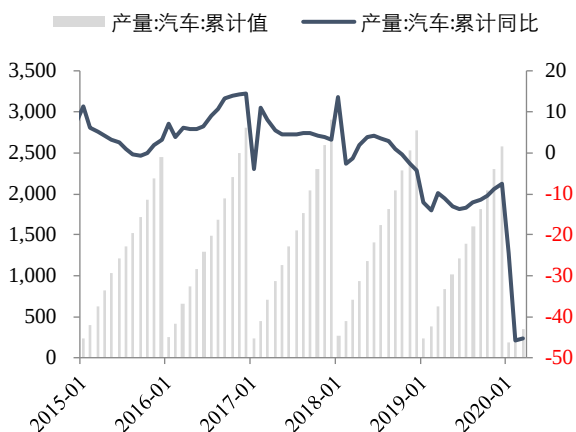


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.4 汽车产量负增长

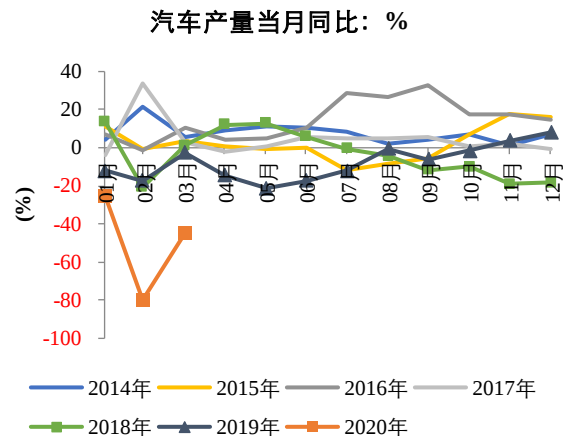
据中国汽车工业协会数据, 2020 年 1-3 月全国共生产汽车 347.4 万辆, 同比下滑 45.2%。

图 22: 汽车产量负增长 (万辆, %)



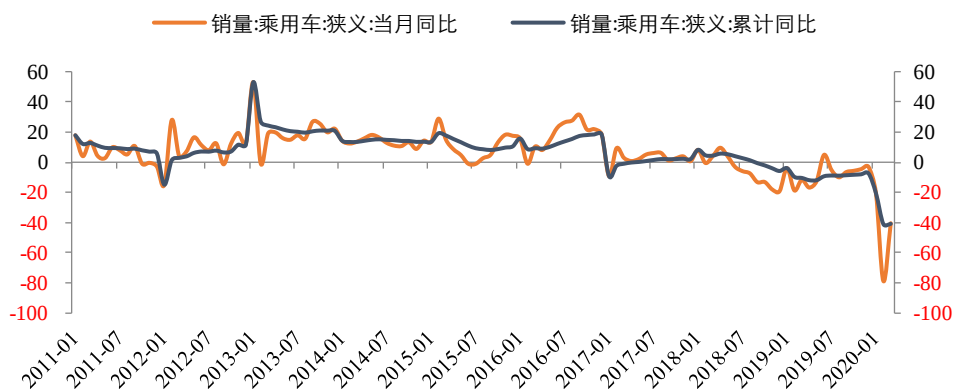
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: 汽车产量增速季节性



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: 乘联会 3 月狭义乘用车销量负增长 40.4%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

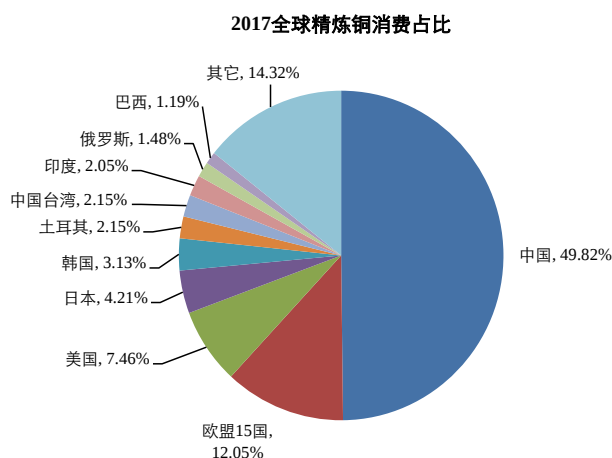
3.2.5 海外欧美发达国家实体经济严重萎缩

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。

截至 5 月 4 日，海外确诊病例达 356 万人以上，其中美国最为严重，确诊病例 121 万人以上。

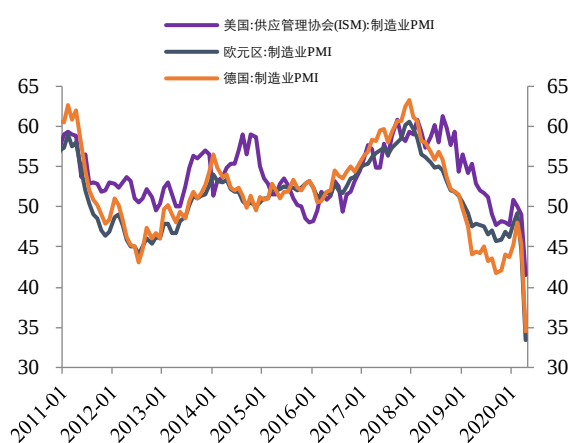
疫情恶化对海外实体经济影响逐步升级，美国 4 月制造业 PMI 下滑至 41.5 低位，欧元区 4 月制造业 PMI 下滑至 33.4。

图 25：欧美国家铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 26：欧美发达国家制造业情况

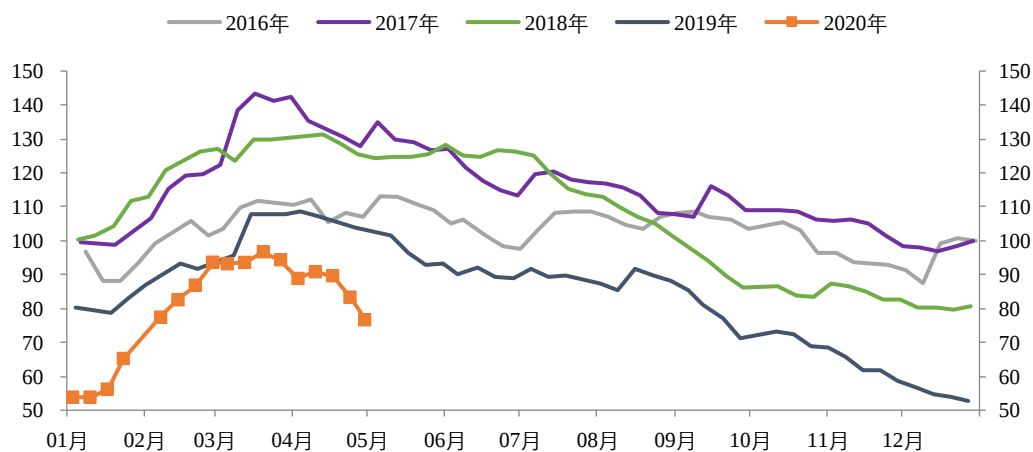


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 全球铜显性库存下滑

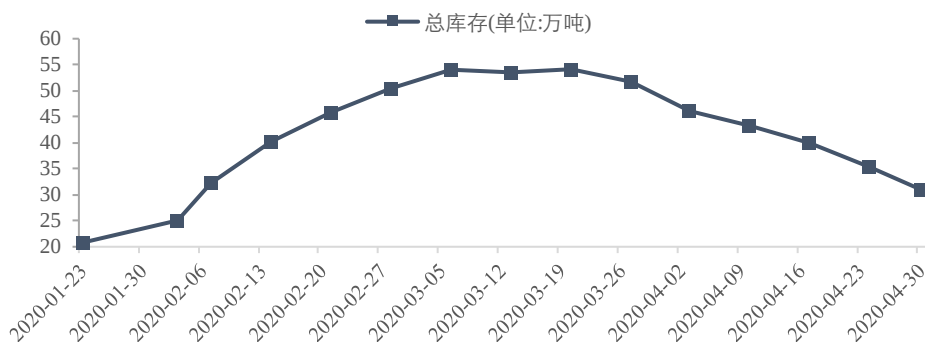
截至 2020 年 4 月 30 日，三大交易所叠加保税区库存下滑至 76.70 万吨，随着国内下游消费复苏以及精铜对废铜的替代效应，国内铜库存在 3 月底出现拐点后，连续下滑 6 周。

图 27：三大交易所叠加保税区库存下滑（万吨）



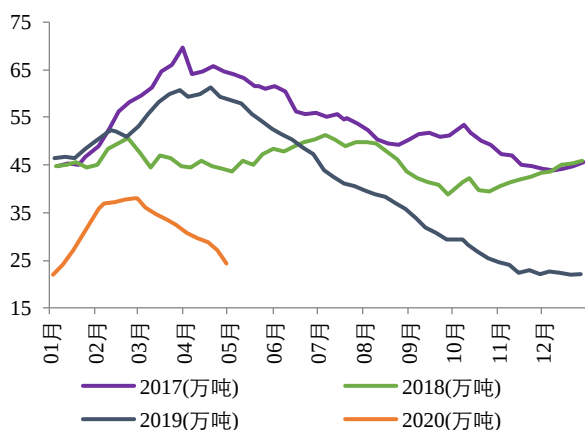
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 28: 国内三地（上海、江苏、广东）库存 3 月底出现拐点（万吨）



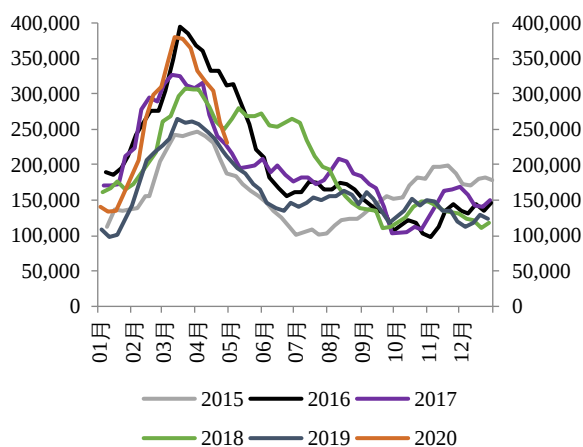
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 29: 保税区库存季节性（万吨）



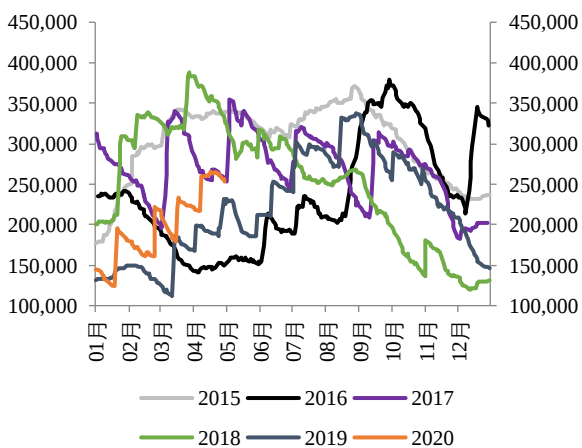
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 30: 上期所铜库存季节性（吨）



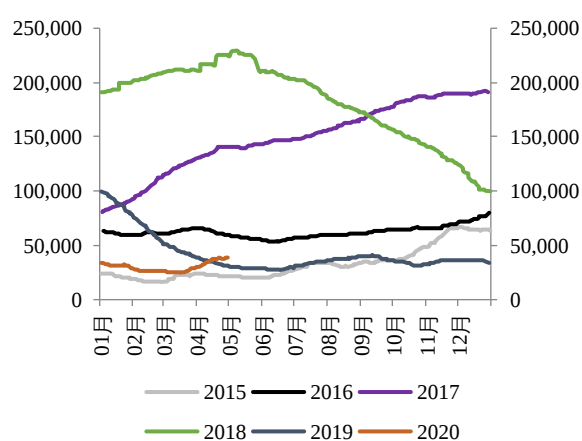
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 31: LME 铜库存季节性（吨）



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 32: COMEX 铜库存季节性（吨）



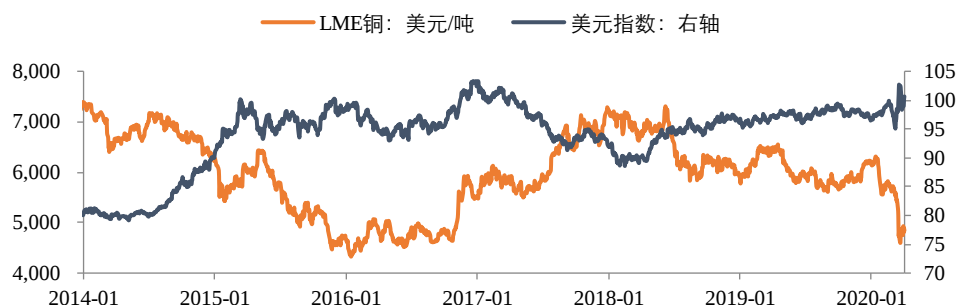
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 宏观面：不确定性仍较大

4 月份美元指数小幅走高，截至 4 月 30 日收于 99.0167，年内累计上涨 2.5686。

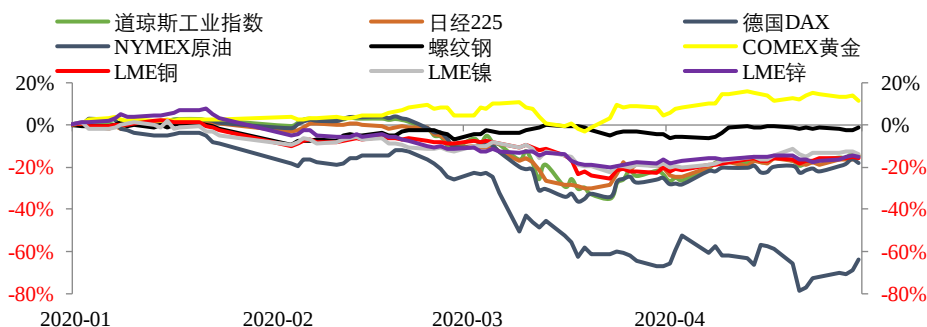
海外疫情不确定性仍较大，叠加原油市场波动剧烈，金属价格高波动性短期难消除。

图33：美元指数与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图34：主要资产表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图35：市场恐慌情绪



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 结论

(1) **国内铜社会库存持续下滑。**3月最后一周国内铜社会库存开始出现拐点，上海、江苏、广东三地社会库存连续下滑6周，累计下滑23.24万吨，显示国内供需持续好转。

(2) **铜矿山减产，铜矿加工费下滑至55美元/吨附近。**主要铜矿生产国智利、秘鲁等地矿山受疫情影响进入减产状态的越来越多，对冶炼的冲击逐步发酵，短期指标来看，铜精矿加工费连续7周下滑，目前降至55美元/吨附近。如果后期海外疫情得不到有效控制，不排除后期铜矿减产力度加大。

(3) **国内下游消费复苏，海外疫情冲击逐步体现。**随着下游进入复工节奏，铜下游消费继续复苏，6大发电集团日均耗煤量4月中下旬一度超越去年同期，但随着五一长假开始，耗煤量开始下滑，截至5月5日，6大电厂日均耗煤量下滑至52.55万吨。海外疫情恶化对国内消费冲击逐步发酵，由于铜下游中间及终端产品出口占国内铜消费比例在20%以上，市场对海外方面的冲击预期相对悲观。

(4) **海外疫情不确定性仍较大，叠加原油市场波动剧烈，金属价格高波动性短期难消除。**

综上，国内铜基本面继续好转，但海外疫情对消费的冲击逐步发酵，冶炼端国内炼厂经营压力上升，如果后期铜矿相对紧缺状况得不到有效缓解，精铜产出受影响程度或加大。我们认为铜基本面供需双弱，5月铜价区间震荡概率较大。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。