

2019 年 12 月 30 日

星期一

精铜产量存变数

铜价将先扬后抑

联系人 徐舟

电子邮箱 xu.z@jyqh.com.cn

电话 021-68555105



要点

- 供应方面，2020 年，全球铜矿供应预计小幅增长，增量在 43 万吨左右。但是铜矿供应增速依然比不上铜冶炼需求，因此 2020 年铜精矿冶炼厂加工费降至近 10 年来新低。2020 年国内精铜产量预计继续增产 40 万吨，但依旧有一定不确定性，主要是因为加工费下降，副产品硫酸库存压力等会影响开工率。
- 需求方面，由于全球经济增速企稳回升，对 2020 年全球铜需求预计也将再次出现回升。国内在 2020 年上半年，依然处在房产竣工上升通达中，以及国网交货集中期下，整体需求维持乐观预期。而下半年需求则有更大不确定性。
- 整体而言，2020 年全球铜精矿市场继续面临紧张格局，精铜市场供需同样偏紧，预计 2020 年铜价上半年处于震荡上涨格局，而下半年则可能出现横盘震荡局面。2020 年铜价主要运行区间为：伦铜 5900-6600 美元/吨；沪期铜 48000-53000 元/吨。
- 风险点：全球经济放缓超预期。

目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 一、2019 年行情回顾..... | 5 |
| 二、宏观经济分析 | 6 |
| 1、宽松政策效果显现，全球经济企稳回升..... | 6 |
| 2、中美贸易谈判一波三折 | 7 |
| 三、铜矿供应分析 | 8 |
| 1、2019 年海外铜矿供应遭遇挑战 | 8 |
| 2、2020 年海外铜矿供应小幅增长 | 8 |
| 3、国内铜矿产能继续回升 | 9 |
| 四、精铜供应分析 | 10 |
| 1、国内冶炼产能扩张放缓 | 10 |
| 2、2020 年精铜产量变数较大..... | 12 |
| 3、废铜供应压力预计缓解 | 14 |
| 4、精铜库存降至低位 | 15 |
| 五、精铜需求分析 | 16 |
| 1、电网投资受到严控 | 16 |
| 2、地产竣工进入上升通道 | 16 |
| 3、空调行业有望企稳回升 | 17 |
| 4、汽车行业依然难以见到彩虹 | 17 |
| 5、2020 年下游整体有压力，边际有好转 | 17 |
| 六、2020 年行情展望..... | 19 |

图表目录

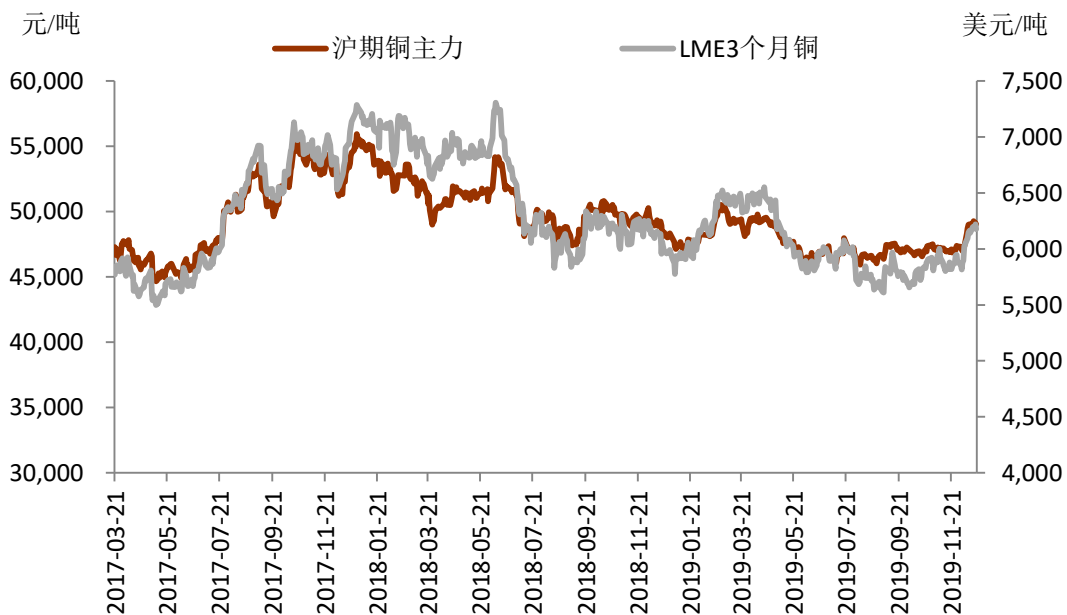
| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 1 铜期货价格走势..... | 5 |
| 图表 2 上海现货铜升贴水走势..... | 6 |
| 图表 3 发达国家 GDP 增速..... | 7 |
| 图表 4 发达国家制造业 PMI 指数..... | 7 |
| 图表 5 中国 GDP 增速..... | 7 |
| 图表 6 中国 PMI 指数..... | 7 |
| 图表 7 2020 年全球主要新建扩建铜矿项目跟踪（万吨）..... | 9 |
| 图表 8 2020 年国内铜矿在建产能情况（万吨）..... | 10 |
| 图表 9 全球主要铜矿季度产量（万吨）..... | 10 |
| 图表 10 2019 年国内新增铜冶炼项目（万吨）..... | 11 |
| 图表 11 2020 年国内新增铜冶炼项目（万吨）..... | 11 |
| 图表 12 国内主要冶炼厂计划检修表（万吨）..... | 11 |
| 图表 13 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势..... | 13 |
| 图表 14 ICSG 全球精炼铜消费变化..... | 13 |
| 图表 15 中国铜精矿现货 TC 走势..... | 13 |
| 图表 16 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势..... | 13 |
| 图表 17 中国铜材产量及增速变化..... | 13 |
| 图表 18 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化..... | 13 |
| 图表 19 中国精炼铜产量变化..... | 14 |
| 图表 20 中国精炼铜消费量变化..... | 14 |
| 图表 21 中国精炼铜进口量及增速变化..... | 14 |
| 图表 22 中国精炼铜出口量及增速变化..... | 14 |
| 图表 23 中国废铜进口单月变化..... | 15 |
| 图表 24 中国废铜进口累计变化..... | 15 |
| 图表 25 三大交易所库存变化情况..... | 16 |
| 图表 26 SHFE 和保税区库存走势..... | 16 |
| 图表 27 电力投资完成额变化..... | 18 |

| | |
|--------------------------|----|
| 图表 28 房地产开发投资增速变化..... | 18 |
| 图表 29 家用空调产量增速变化..... | 18 |
| 图表 30 家用空调库存变化..... | 18 |
| 图表 31 汽车产销量变化..... | 18 |
| 图表 32 新能源汽车产量及销量变化..... | 18 |
| 图表 33 全球铜供需平衡表（万吨） | 19 |
| 图表 34 国内铜供需平衡表（万吨） | 19 |

一、2019 年行情回顾

2019 年，铜价整体走势一波三折，全年来看，价格略有上涨。2019 年元旦过后，铜价在市场悲观预期之下一度连续跳水，沪铜指数最低跌至 46250 元/吨；但是随着国内降准政策出台，美国加息预期下降，宏观流动性宽松助推铜价在 3 月初最高达到 50740 元/吨。进入二季度，由于现货成交不佳，铜价走势有所回落，但整体依然保持在 49000 元/吨之上；“五一”小长假期间，中美贸易摩擦再度升级，市场风险骤增，铜价开始连续下跌，7 月初最低下探至 45650 元/吨。此后，铜价在供应紧张、需求疲弱的共同作用之下，基本处在 46000-48000 元/吨的小区间之内震荡。进入四季度，铜价尽管依然处于震荡之中，但整体运行重心不断抬高，这主要得益于下游需求的边际好转。在 12 月份的年内收官阶段，中美贸易谈判达成初步协定，宏观环境转暖，下游需求持续回暖，供应依然处于偏紧格局的多方面因素作用下，铜价迎来年内最后的快速上涨行情，最高上行至 49580 元/吨。最终，2019 年截至 12 月 30 日，沪铜指数收在 49580 元/吨，较上一年上涨 1270 元，涨幅 2.63%；2019 年沪铜指数均价 47778 元/吨，较上一年的 50749 元/吨，下跌 2971 元，跌幅 5.85%。

图表 1 铜期货价格走势



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

2019 年，国内铜的现货升水走势整体持稳，基本维持升水格局。从走势上看，在一季度，铜现货升水主要在升水 150 元-贴水 100 元之间波动，影响波动因素主要是下游需求的季节性变化。3 月中下旬，由于国内再度公布了下调增值税税率的政策，国内铜现货升水出现了大幅上升，飙升至千元之上。过了 4 月 1 日，增值税税率全面下调之后，现货升贴水恢复正常。此后，国内铜现货一直保持着升水格局，升水在 100-250 元/吨的区间内波动，体现了国内库存下降的影响。12 月份，由于国内期货铜价的大幅拉升，现货涨势有限，现货

升水开始转弱，并转为贴水。整体来看，2019 年，由于国内整体库存持续下降，处于低位，支撑了国内铜现货基本以升水为主。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、宽松政策效果显现，全球经济企稳回升

2019 年，全球宏观经济的焦点都在于宽松之上。从年终印度降息开始，此后包括澳大利亚等国家纷纷加入宽松浪潮之中。而其中最引人注目的无疑全球主要经济体的货币政策动作。其中，美国自一季度首次降息之后，年内连续三度降息，并再度重启扩表动作，致力于经济稳定回升。欧洲方面，欧央行不但在 9 月初宣布了下调存款利率 10 个基点，更是重启新一轮量化宽松进程。中国同样在年内两次下调存款准备金率，并在未来有进一步降低实际利率可能。

在全球宽松周期重启的背后，是全球经济的疲弱。2019 年，欧洲和日本制造业 PMI 持续回落，并一直处于 50 荣枯线之下；而美国也从 2018 年的一枝独秀中开始跌落，制造业 PMI 也是持续下跌，并重返 50 荣枯线之下。2019 年，中国制造业 PMI 大部分时间处在 50 上下波动，GDP 增速则是不断下降，经济增长压力较大。

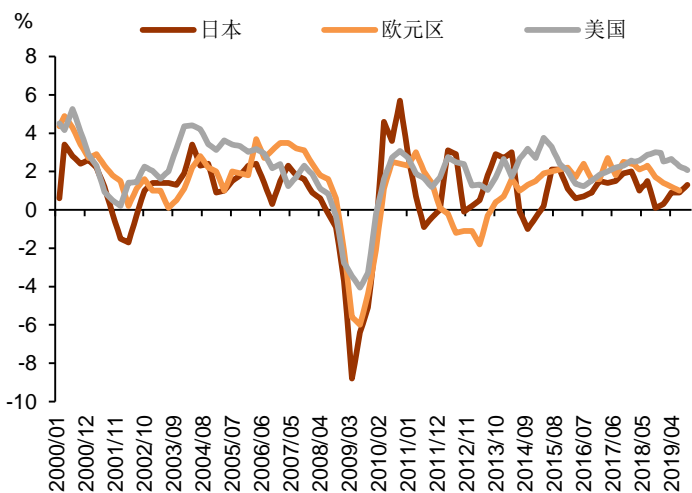
但是，我们也看到了，在年底，包括美国/欧洲/日本在内发达经济体开始出现企稳回暖迹象，制造业 PMI 开始回升。中国同样如此，无论是官方 PMI 还是财新 PMI 都已经重返 50 荣枯线之上，显示了较强经济韧性。一般来说，全球短端利率变化领先全球 PMI 一年左右，因此我们认为始于年初的全球宽松政策效果已经开始逐渐显现，并可能会持续至 2020 年。2020 年全球经济并不需要特别悲观，至少上半年复苏完全可以期待。

2、中美贸易谈判一波三折

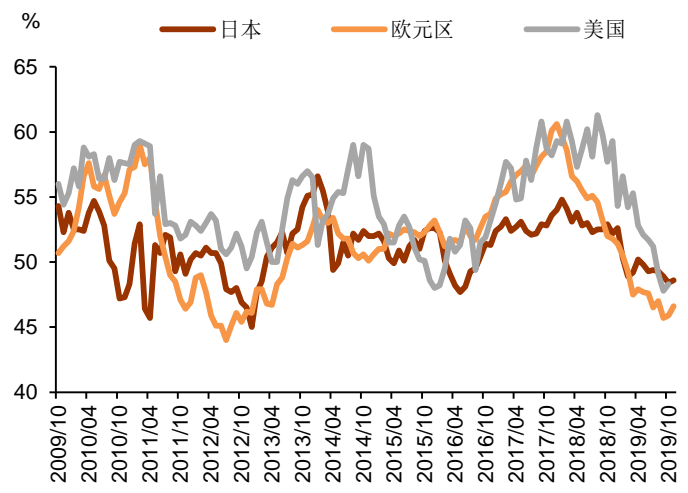
中美贸易摩擦是 2019 年的另一个关键词。2019 年年初，中美贸易谈判向好进展；而五一长假期间，美国再次宣布加征关税，中美贸易摩擦升级；此后临近年底，中美贸易谈判取得初步进展，双方已经达成第一阶段协议，未来将就此具体签署细节进行谈判。

从目前来看，中美贸易谈判已经达成第一阶段协议，未来一段时间将就具体签署细节谈判，因此可以预计未来相当一段时间之内，全球宏观经济的最大风险已经大幅回落。但是从过去美日贸易战进程来看，美日贸易战持续时间近 30 年，双方竞争领域从纺织/钢铁等实体经济领域转移至后期的金融领域。因此，中美贸易协定达成，从此双方从此就太平的愿望预计难以实现。无论是从中美贸易战起因还是未来发展预测来看，我们认为未来中美贸易摩擦还有反复的可能，特别是在双方第一阶段协定达成之后，发展进程仍可能是一波三折。

图表 3 发达国家 GDP 增速

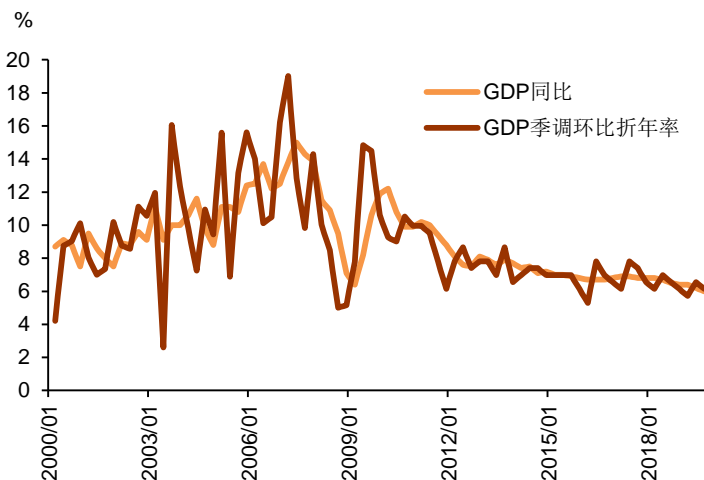


图表 4 发达国家制造业 PMI 指数

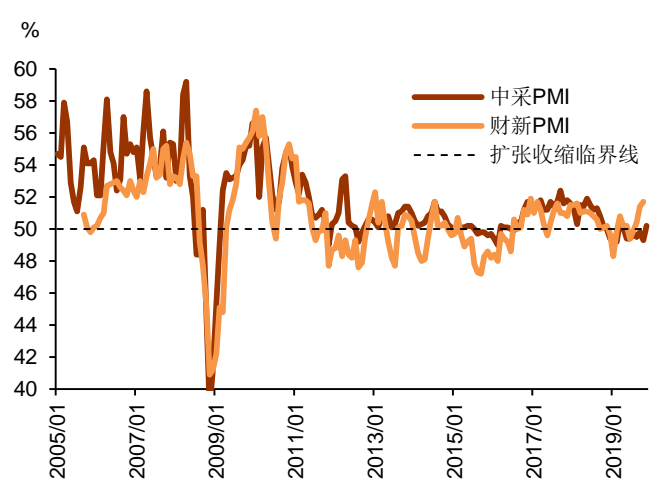


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：Wind，铜冠金源期货

三、铜矿供应分析

1、2019 年海外铜矿供应遭遇挑战

2019 年全球铜矿山遭遇了严峻考验，年初由于智利干旱影响，智利矿山产量都出现了不同程度的下滑；同时，秘鲁居民社区设置路障阻止 Las Bambas 矿运到 Matarani 港，一度引发了国内铜精矿紧张局面。8 月份，嘉能可宣布对于非洲的 Mutanda 铜矿项目将关闭两年，以及 Mopani 铜矿项目关闭两个竖井，使得全球铜矿供应愈发紧张。进入 10 月份之后，智利发生全国性罢工，各地宣布进入紧急状态。虽然目前仅有安若法加斯塔宣布由于罢工影响，产量出现下调；但是事件还并未平息，不排除后期升级情况以及周边出现道路封锁可能性，产量担忧也依然存在。整体来看，2019 年全球铜矿供应由于缺乏大型矿山投产本就处于偏紧格局之中，而 2019 年矿山干扰因素影响增多造成的产量意外下调，使得全球铜矿供应雪上加霜，这也是 2019 年铜矿加工费下滑的主要原因。

我们统计了全球主要十五家境外铜矿企业的产量数据，这十五家境外铜矿企业产量约占全球铜矿产量的 50% 以上。根据这些企业的季报显示，一季度全球主要铜矿企业的产量环比下降 9.4%，同比下降 5.6%。此后产量开始逐渐恢复，至三季度全球主要铜矿企业的产量为 304.8 万吨，环比回升 5.6%，同比上升 2.5%，累计同比依然为-2.4%。四季度预计全球主要矿企的产量达到 305 万吨以上，环比继续回升，则全年产量预计下降 1.7%，远远不及 2019 年初小幅增长的预期。

2、2020 年海外铜矿供应小幅增长

2020 年，全球海外铜矿产量仍将有小幅增加，其中主要增量来自于第一量子的 Cobre Pnanma 项目、自由港的 Grasberg 转地下开采项目以及 OZ 矿业的 Carrapateena 项目。第一量子的 Cobre Panama 项目在 2019 年年中开始首次发运精矿，产量在下半年逐渐攀升，预计 2020 年产量继续攀升，预计达到 28.5 万吨，增加 13 万吨。自由港的 Grasberg 项目在 2019 年从露天转为地下开采，造成产量下降，但是随着项目进展，预计 2020 年产量将出现回升，同比增加 10 万吨。此外，OZ 矿业的 Carrapateena 项目在 2019 年年底开始投产，预计 2020 年产量同比增加 6 万吨。但是，嘉能可此前宣布将关闭非洲的 Mutanda 项目以及 Mopani 的两个竖井，将对 2020 年产量产生负面影响，预计减产超过 10 万吨。

整体来看，2019 年全球海外铜矿因为缺乏大型矿产投产，处于偏紧格局，而矿山干扰因素在 2019 年大幅增加，使得铜矿供应雪上加霜，全年产量出现负增长。2020 年全球海外铜矿供应仍将继续小幅增加，增量在 43 万吨左右。

3、国内铜矿产能继续回升

根据统计局数据,2019 年 1-10 月国内铜精矿产量 131.74 万吨,累计同比为 5.64%。2018 年国内铜精矿产量为 150.6 万吨,2019 年产量预计为 162 万吨,增幅预计达到 7.6%。整体来看,2019 年国内铜精矿产量稳中有升,主要得益于国内大型铜矿项目的投产。2018 年开始,国内大型铜矿项目逐步增加,包括甲马二期、沙溪、普朗、多宝山二期、西藏玉龙、驱龙铜矿在内的铜矿项目逐步投产,预计未来几年国内铜精矿产量增速将有所提升。

2020 年国内贡献增量的主要项目是黑龙江的多宝山铜矿二期扩建工程,预计增量在 2.5 万吨;以及西藏的玉龙铜矿项目,预计 2020 年底投产,明年增量有限,或在 1 万吨左右。

图表 7 2020 年全球主要新建扩建铜矿项目跟踪 (万吨)

| 铜矿 | 公司 | 2019 增量 (万吨) | 时间计划 |
|-----------------------------|-----------------|-----------------|-----------|
| Batu Hijau | Amman | 5 | 矿区扩建 |
| Carrapateena | OZ 矿业 | 5.7 | 2019 年底投产 |
| Candelaria | Lundin | 2.5 | 扩产 |
| Chuquicamata Underground | Codelco | 5 | 转地下开采 |
| Spence Growth Operation | BHP | 3 | 扩产 |
| Escondida | BHP | 4 | 扩产 |
| Bystrinskoe | Norilsk Nickel | 1 | 产量爬升 |
| Toquepala Expansion | Southern Copper | 2.1 | 扩产 |
| Mirador | 铜陵有色 | 4.5 | 2019 年投产 |
| Cobre Panama | First Quantum | 13 | 2019 年投产 |
| Sentinel | First Quantum | 2 | 扩产 |
| Lone Star | Freeport | 1 | 扩产 |
| Grasberg | Freeport | 10 | 转地下开采 |
| Highland Vally Expansion | Teck | 2 | 扩产 |
| Antamina | Teck | -1 | 品位下降 |
| Quebrada Blanca | Teck | -2 | 建设中 |
| Pumpkin Hollow | Nevada Copper | 2.5 | 2019 年投产 |
| Las Bambas | MMG | 2 | 产量恢复 |
| Mudanta | Glenco | -10 | 关闭 |
| Mopani | Glenco | -2.5 | 关闭 |
| Centinela | Antofagasta | -3 | 减产 |
| Speon | 赤峰黄金 | -3.5 | 转成金矿 |
| | 合计 | 43.3 | |

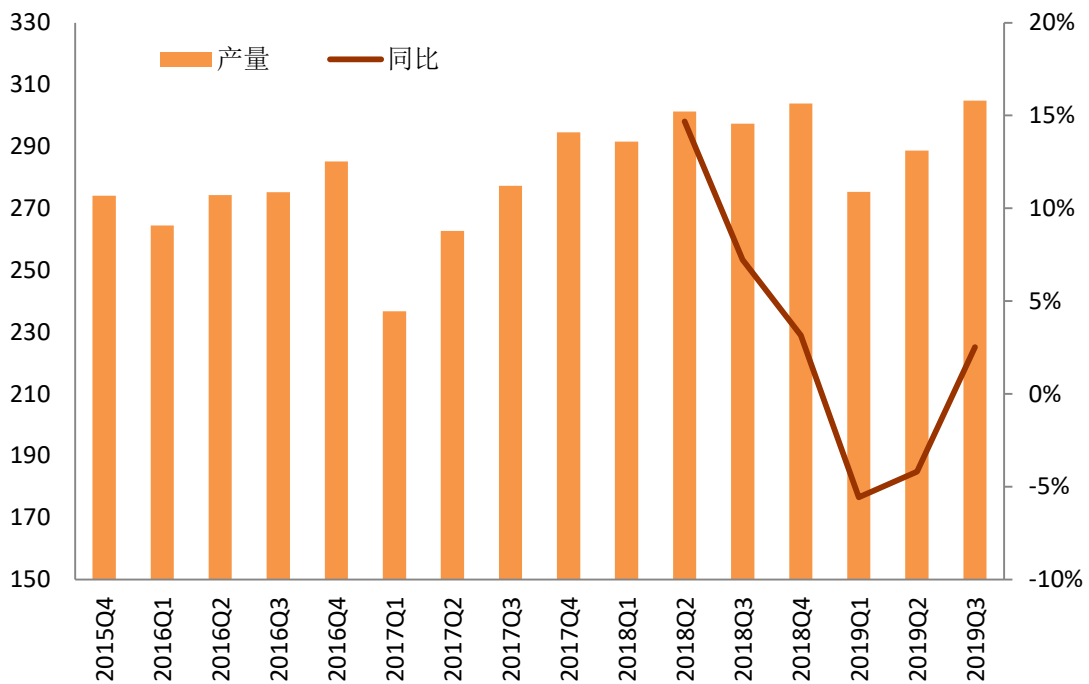
资料来源:新闻整理,铜冠金源期货

图表 8 2020 年国内铜矿在建产能情况（万吨）

| 矿山 | 省份 | 2019 增量（万吨） |
|-------|-----|-------------|
| 金川 | 甘肃 | 0.4 |
| 铜山 | 黑龙江 | 0.2 |
| 多宝山二期 | 黑龙江 | 2.5 |
| 玉龙 | 西藏 | 1 |
| 合计 | | 4.1 |

资料来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 9 全球主要铜矿季度产量（万吨）



资料来源：新闻整理，铜冠金源期货

四、精铜供应分析

1、国内冶炼产能扩张放缓

在 2018 年国内冶炼产能大幅增加之后，2019 年国内冶炼产能扩张脚步没有放缓，依然有高达 65 万吨的粗炼产能以及 80 万吨的精炼产能陆续投产。但是在 2019 年上半年受到大型企业检修影响，产量增速有限；而 2019 年下半年开始，这些产能的产量逐渐释放，国内精铜产量显著提升。根据统计局数据，11 月国内精铜产量已经突破 90 万吨，创出了历史新高；预计全年产量增速将达到 8% 以上，创出近年来新高。

2020 年，国内冶炼产能扩张的步伐则出现放缓。年内主要有兰溪自立 10 万吨精炼产能，

但其材料主要是废杂铜和阳极铜；新疆五鑫的 10 万吨粗炼和精炼产能以及铜陵有色旗下的奥炉 15 万吨精炼产能和金剑 20 万吨粗炼 10 万吨精炼产能投放。2020 年国内合计有 30 万吨粗炼产能和 45 万吨精炼产能投放，较 2018 年、2019 年有明显降幅。这些产能投放主要集中在下半年，对于 2020 年精铜产量的提振作用也有限。

图表 10 2019 年国内新增铜冶炼项目（万吨）

| 炼厂名称 | 新建粗炼产能 | 新建精炼产能 | 原料 | 投产时间 |
|---------|--------|--------|-----|---------------|
| 赤峰云铜 | 25 | 25 | 铜精矿 | 2019 年 5/12 月 |
| 广西南国铜业 | 30 | 30 | 铜精矿 | 2019 年 4 月 |
| 山东恒邦 | 0 | 10 | 铜精矿 | 2019 年下半年 |
| 黑龙江紫金铜业 | 10 | 15 | 铜精矿 | 2019 年 9 月 |
| 总计 | 65 | 80 | | |

资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 11 2020 年国内新增铜冶炼项目（万吨）

| 炼厂名称 | 新建粗炼产能 | 新建精炼产能 | 原料 | 投产时间 |
|----------|--------|--------|-----|------------|
| 兰溪自立 | 0 | 10 | 阳极铜 | 2020 年 6 月 |
| 新疆五鑫铜业 | 10 | 10 | 铜精矿 | 2020 年下半年 |
| 铜陵有色（奥炉） | 0 | 15 | 铜精矿 | 2020 年下半年 |
| 赤峰金剑 | 20 | 10 | 铜精矿 | 2020 年 8 月 |
| 总计 | 30 | 45 | | |

资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 12 国内主要冶炼厂计划检修表（万吨）

| 炼厂名称 | 检修产能 | 持续时间 |
|----------|------|------------------|
| 广西金川 | 40 | 2019 年 3 月-4 月 |
| 金隆铜业 | 35 | 2019 年 4 月-5 月 |
| 东营方圆 | 40 | 2019 年 4 月-5 月 |
| 阳谷祥光铜业 | 40 | 2019 年 4 月-5 月 |
| 中原黄金冶炼厂 | 35 | 2019 年 5 月-6 月 |
| 紫金铜业有限公司 | 30 | 2019 年 6 月-7 月 |
| 江铜富冶和鼎铜业 | 30 | 2019 年 6 月-7 月 |
| 金冠铜业 | 40 | 2019 年 10 月 |
| 江西铜业 | 50 | 2019 年 10 月-11 月 |

资料来源：SMM，铜冠金源期货

2、2020 年精铜产量变数较大

尽管 2020 年国内铜冶炼产能增长有限,但是 2020 年国内精铜产量的不确定性却大幅增加。包括停产检修,加工费下滑,副产品库存压力等都会不同程度影响国内精铜产量。

首先是停产检修,2019 年上半年,国内大型铜冶炼企业纷纷展开大规模检修,对于铜产量影响较大,其中二季度检修对于产量影响将近 20 万吨,超过 2018 年全年水平。因此,我们预计经过 2019 年的大修之后,2020 年国内铜冶炼企业不会再出现这样的大规模停产检修,预计 2020 年国内铜冶炼企业受检修影响产量将回落至 18 万吨左右,较 2019 年下降 8 万吨。

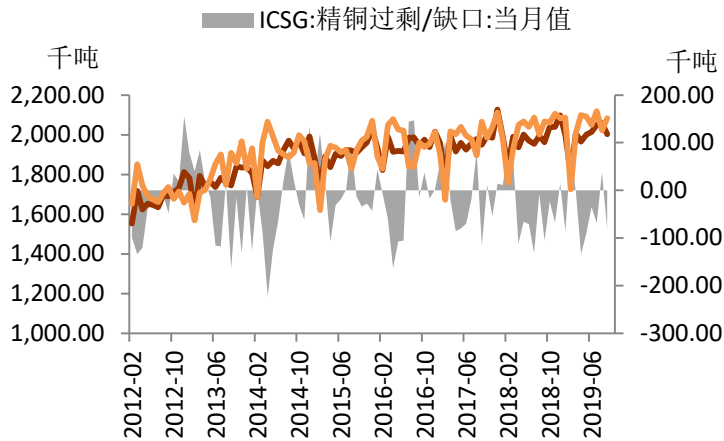
其次是加工费下滑。自由港麦克莫伦公司与江西铜业敲定的 2020 年指标加工费用为每吨 62 美元,较 2019 年的 80.8 美元,下降了 23.3%,加工费水平也处于 2011 年以来新低。加工费的不断下滑也体现了当前冶炼产能的快速增长远远超过了铜矿供应增速,铜矿供应处于偏紧格局。根据 CRU 的数据显示,国内冶炼厂的加工费盈亏平衡点在 55-75 美元/吨之间,这也意味着 62 美元的长单加工费将会使得国内部分冶炼厂出现亏损。

其实这样情况在 2019 年已经有所体现,2019 年国内铜精矿现货加工费一路下滑,下半年一直处于 60 美金之下,12 月份更是回落至 55.5 美金。粗铜加工费同样处于下跌趋势之中。受此影响,国内山东大型冶炼厂东营方圆被爆出财务紧张消息,未来可能不得不动削减产量。同时,以废铜和阳极铜为主要原料的冶炼企业也在近期出现停产情况。因此,加工费下滑将拖累 2020 年国内精铜产量。

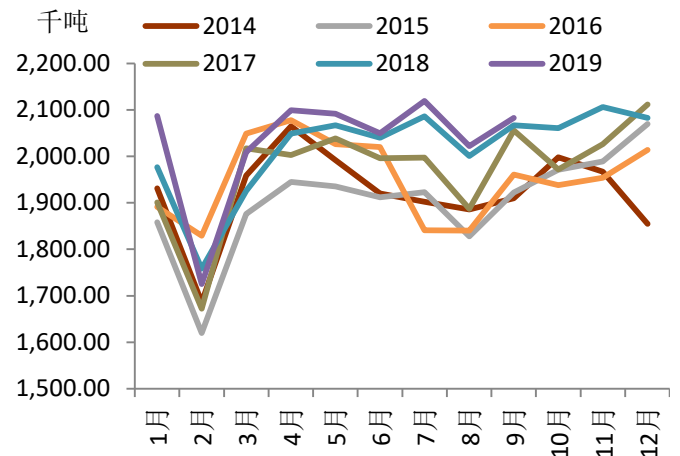
最后是副产品库存压力。国内铜冶炼的副产品主要有各种稀贵金属以及硫酸。稀贵金属价格处在涨势之中,产品体积小,库存无压力。而硫酸 2019 年价格持续下行,目前已经对冶炼企业利润造成较大影响,同时硫酸对于存储要求高,目前出库压力大,不排除未来可能因为硫酸库存压力而出现开工率下降情况。

整体来看,2019 年国内精铜产量 894 万吨,同比增长 2.35%。在 2019 年新增产能投产的影响下,2020 年产量预计进一步增加,但是考虑到加工费下滑、以及硫酸库存压力等,我们认为 2020 年产量为 934 万吨,同比增幅为 5.74%。

图表 13 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势



图表 14 ICSG 全球精炼铜消费变化

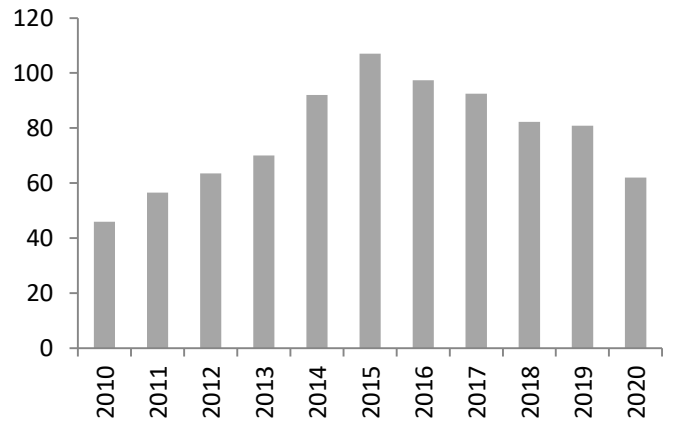


资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

图表 15 中国铜精矿现货 TC 走势

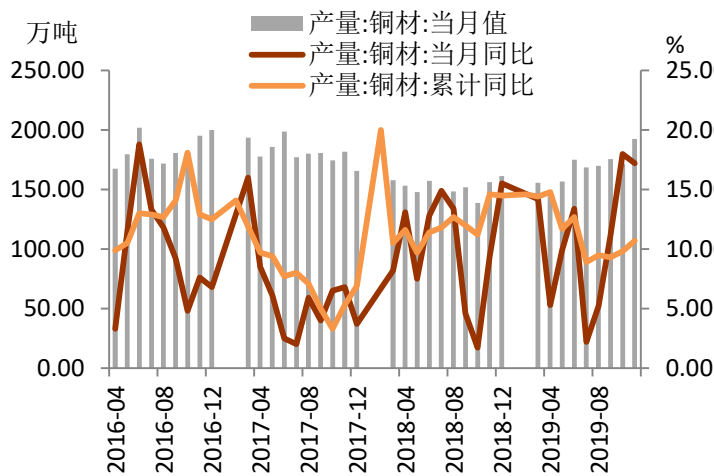


图表 16 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

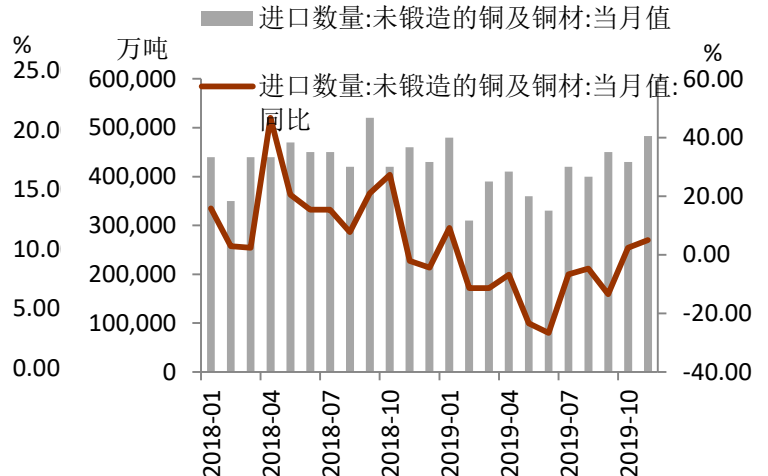


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 17 中国铜材产量及增速变化

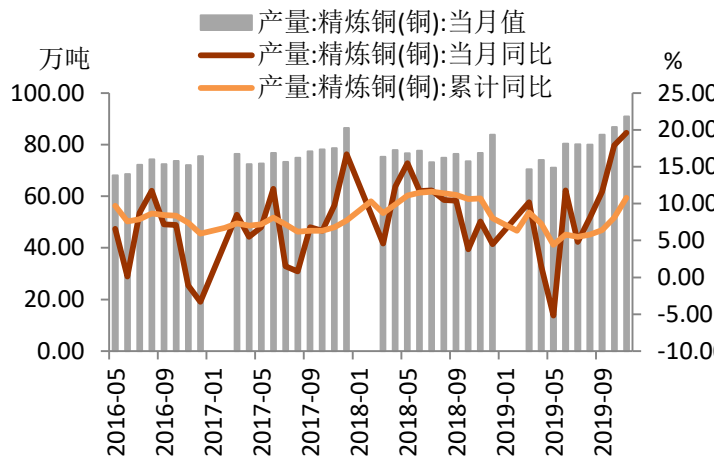


图表 18 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

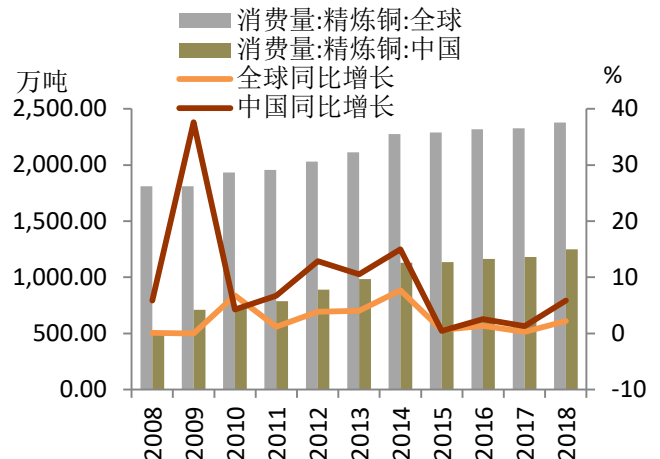


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 19 中国精炼铜产量变化

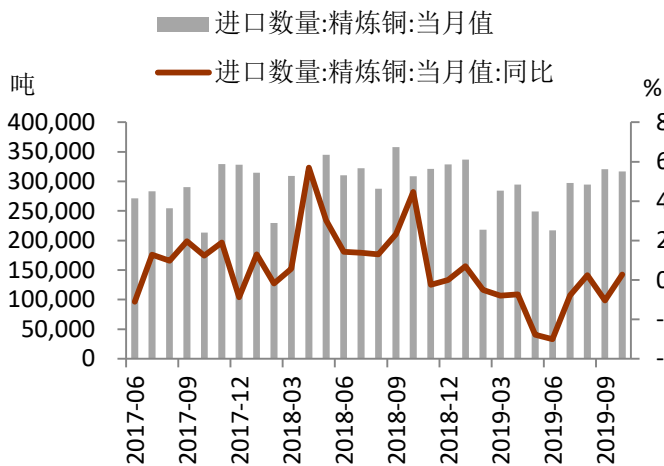


图表 20 中国精炼铜消费量变化

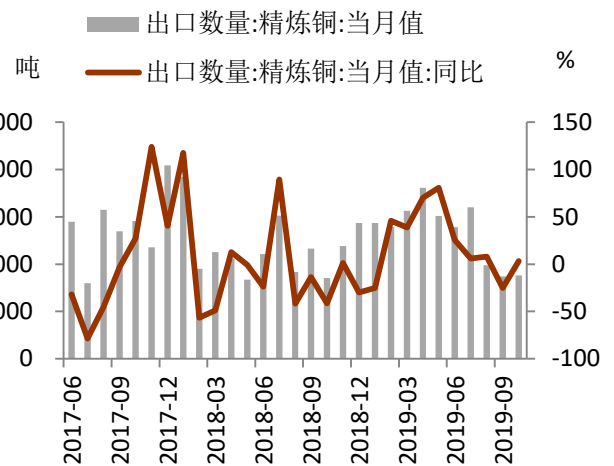


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 21 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 22 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

3、废铜供应压力预计缓解

废铜是国内铜供应的一个重要补充,国内有 17%电解铜来自于废铜的再利用,国内铜材加工中有 10%左右的产量来自于废铜,因此废铜在冶炼及加工环节对于国内铜供应的调节有重要意义。

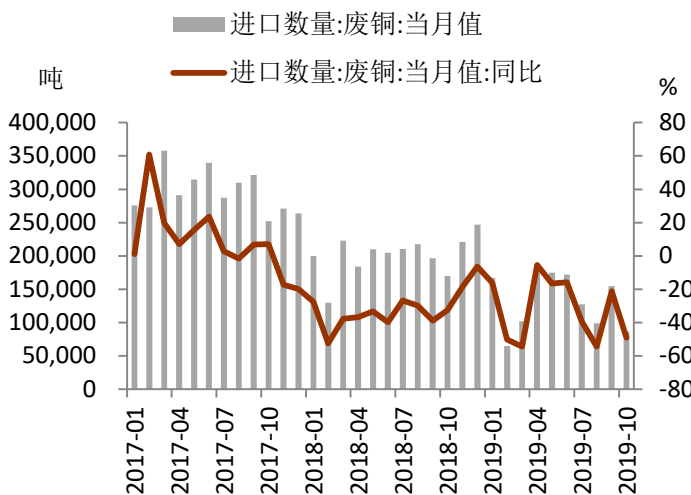
2019 年,废铜市场焦点还在于废六类进口新规的实施。环保部在 2018 年 12 月将铜废碎料(“废六类”)调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》,自 2019 年 7 月 1 日起执行。在新规实施之前,市场出现抢进口现象,因此 2019 年上半年废铜进口金属量同比大幅增长;在新规实施之后,由于环保部下发进口批文数量有限,废铜进口金属量和实物量都大幅下降。根据我们测算,2019 年国内废铜金属量进口预计为 116.7 万吨,同比下降 10.1%。

按照“禁止洋垃圾入境”实施方案提出的目标,“2019 年年底,逐步停止进口国内资

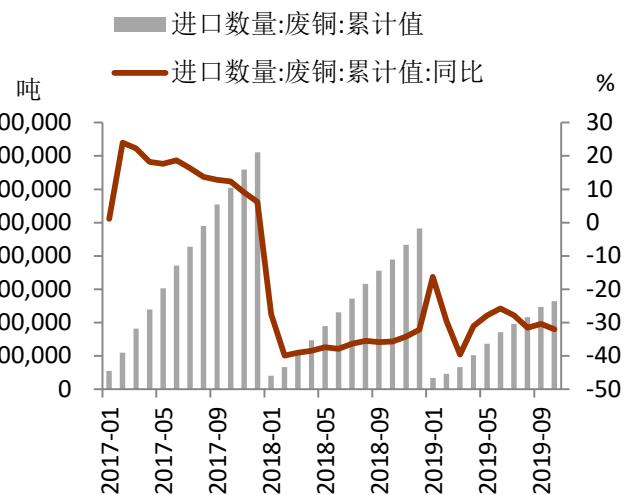
源可以替代的固体废物”，至 2020 年底，“废六类”或也将面临全面被禁止。2020 年国内符合标准的高品位废六类废铜预计将转为再生资源进口。根据目前再生资源标准提案来看，未来将会仅允许进口 96%含量以上的废铜，并且对数量限制不大。结合近期环保部公布的明年第一批废铜进口批文数量来看，新政很可能会在明年二季度开始实施，届时将考验东南亚的废铜处理能力，预计国内废铜进口数量将再次缩减。

整体来看，2019 年下半年实施废铜进口批文之后，废铜供应大幅收窄，国内废铜供应出现偏紧格局。而随着 2020 年第一批废铜批文公布之后，数量和去年同期进口水平相差不大，废铜供应压力缓解。同时，预计 2020 年二季度随着再生铜新规公布后，高品位废铜进口将不再得到限制，届时将考验东南亚的废铜处理能力。预计 2020 年全年废铜进口数量将和 2019 年持平，甚至略有上升。

图表 23 中国废铜进口单月变化



图表 24 中国废铜进口累计变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

4、精铜库存降至低位

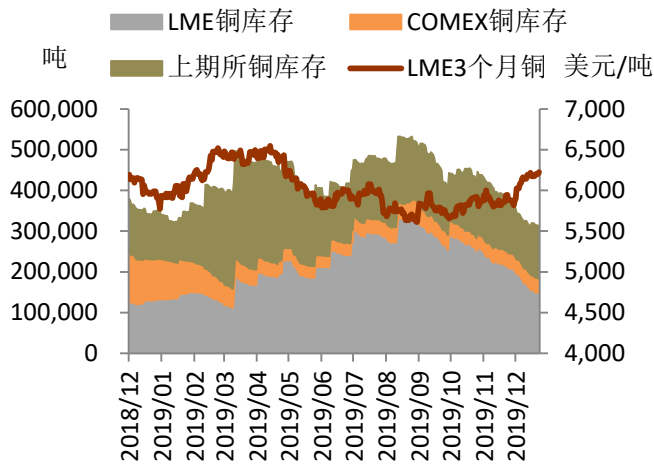
截至 12 月 27 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 14.74 万吨、12.36 万吨和 3.48 万吨，合计 30.58 万吨，为近 5 年来低位，较 2019 年初下降 4.49 万吨。

中国方面，保税区库存 21.95 万吨，国内显性铜库存（SHFE+保税区）为 34.31 万吨，也处于近年来的低位，较 2019 年初下降了 22.87 万吨。

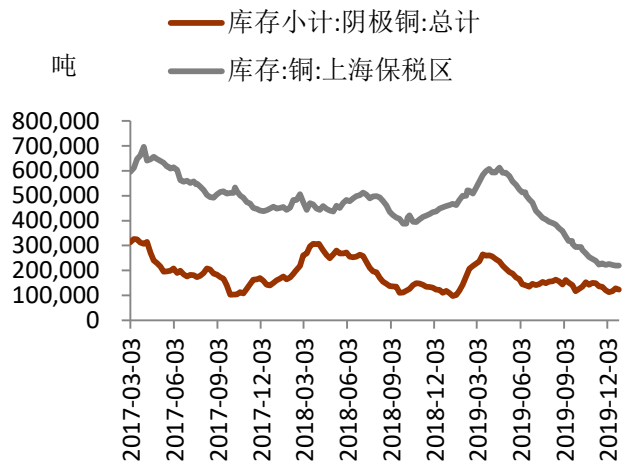
整体来看，国内外库存在 2018 年大幅下降的基础上，2019 继续下降；特别是国内库存出现较大幅度的下滑。从库存变化趋势来看，在一季度的累库存之后，全球显性库存开始持续回落，降至低位；包括国庆之后的传统累库也未能达到往年同期正常水平。其中上半年铜库存下降的主要原因还在于国内冶炼厂检修停产影响，供应量出现下滑所致；而下半年铜库存下降的主要原因则是国内外经济企稳回升之后，需求量出现增加所致。

2019 年库存持续下降的直接影响就是国内电铜现货大部分时间都处于升水格局。展望 2020 年，整体供需依然偏紧，库存仍将处于低位，国内现货升水预计依然坚挺。

图表 25 三大交易所库存变化情况



图表 26 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

五、精铜需求分析

1、电网投资受到严控

电力行业是国内精铜消费占比最大的行业。2019 年国家电网计划电网投资 5126 亿元，较 2018 年增加 4.85%。但是从月度投资情况来看，截至 11 月份国内电网投资在 4116 亿元，累计同比下降 8.8%，预计 2019 年难以完全年初计划投资额。根据国网公司近期下发的《关于进一步严格控制电网投资的通知》来看，电网公司将在未来一段时间内，严控电网投资，主动适应输配电价改革和降价预期。因此，我们对于 2020 年电网投资需求也不需要给予厚望。

而短期来看，从 2019 年 9 月份以来，国内基建投资开始加速，电网单月投资额也是明显上升，同比开始出现正增长。从实际调研情况来看，2019 年四季度国网铜交货量不及往年，但明年交货量可期。

整体来看，2020 年电网投资整体规模预计难以出现大幅上涨，但是短期来看，国网 2019 年四季度交货量可能会在 2020 年初有所爆发，从而对精铜需求形成支撑。

2、地产竣工进入上升通道

房地产用铜也是国内铜消费的重要组成部分，特别是房地产会带动其它行业对于铜的需求。2019 年 1-11 月份国内房屋新开工面积 205194.43 万平方米，同比增加 8.6%；1-11 月份房屋竣工面积 63846.49 万平方米，同比下降 4.5%；1-11 月份商品房销售面积 148905.02 万平方米，同比增加 0.2%。2019 年，房地产市场尽管处在调控政策当中，但是整体表现还是显现了很强的韧性。

最值得关注的是房地产的竣工数据，在经过了连续 9 个季度的房屋竣工同比下降之后，

2019 年三季度房屋竣工出现了久违的同比正增长。如果通过上市公司的计划数据来看，未来竣工数据还将继续向好，迎来上升趋势。因此，我们继续看好 2020 年国内房地产竣工的回升，这对于地产后周期的有色需求来说，将会有重要支撑。

3、空调行业有望企稳回升

2019 年空调行业经历了动荡一年，根据产业在线数据，2019 年 1-11 月家用空调累计产量 13849.7 万台，累计同比增加 0.16%；1-11 月家用空调累计销量 13806.5 万台，累计同比下降 1.38%。由于国内房产销售面积回落，2019 年二季度国内空调产销都出现大幅度下滑，整体库存压力较大；而在进入新冷年之后，空调产销出现回升，特别是在格力掀起新一轮价格战之后，空调整体市场出现回暖。

一般来说，商品房销售面积累计增速会领先空调销量累计增速 11 个月，2019 年上半年空调市场的回落主要就是和商品房销售面积增速回落有关。而目前国内商品房销售面积已经出现企稳回升状态，如果能够保持，预计 2020 年国内空调市场的整体产销并不会出现太大回落，也不必对未来空调市场持有过分悲观预期。

4、汽车行业依然难以见到彩虹

汽车方面，根据中汽协数据，2019 年 1-11 月汽车产量 2303.8 万辆，累计同比下降 9%；1-11 月汽车销量 2311 万辆，累计同比下降 9.1%。预计全年汽车产销将连续第二年出现负增长。同时，此前市场看好的新能源汽车也出现了滑坡现象，2019 年 1-11 月新能源汽车产量和销量分别达到 109 万辆和 104 万辆，累计同比增速分别为 3.8%和 13%，大大低于去年同期 60%以上的增速。这主要是和新能源汽车补贴下调有关。

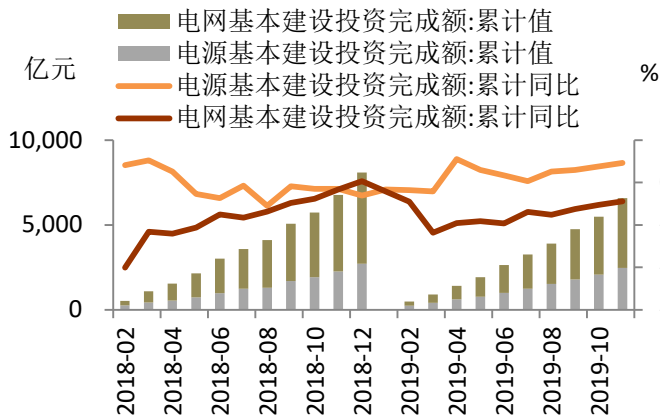
整体来看，2019 年依然汽车行业惨淡的一年，国内汽车需求继续同比下滑，而汽车国五升级国六的政策也对汽车需求造成压力。国内居民消费能力下滑，继续对汽车行业形成拖累。

展望 2020 年，汽车行业在国内经济整体企稳回升基础上有可能也出现复苏，但是整体幅度并不会太大。汽车行业回落的根本原因在于国内居民消费能力下滑，在这没有出现改善之前，汽车产销难有太大增加。

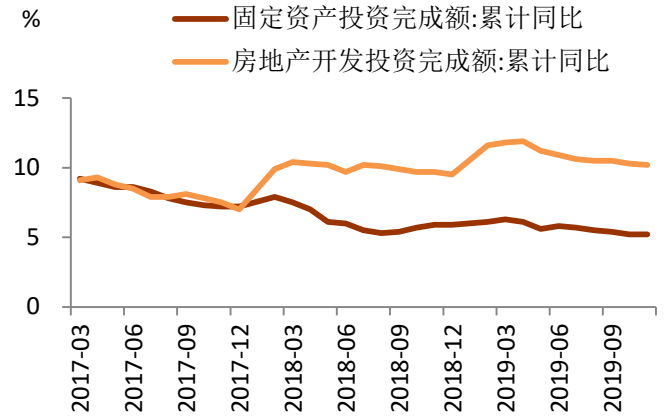
5、2020 年下游整体有压力，边际有好转

通过对铜下游终端各领域的分析，2020 年国内精铜下游需求整体依然处于较大压力之中，特别是铜需求最大的领域电网投资方面预计将出现回落。但是从边际来看，从 2019 年四季度开始，国内下游需求领域包括电网投资、房产竣工以及空调行业都出现了不同程度回暖，这和国内宏观经济在四季度企稳回升有关。因此我们预计 2020 年一季度甚至上半年整体需求还将继续复苏，但是 2020 年下半年需求情况将更为复杂。

图表 27 电力投资完成额变化

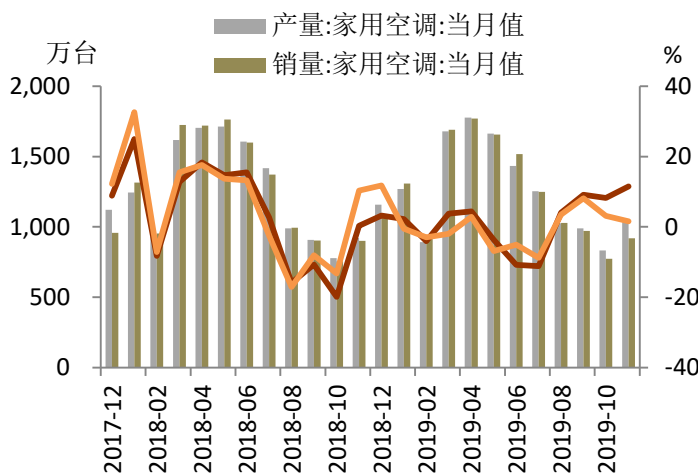


图表 28 房地产开发投资增速变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 29 家用空调产量增速变化

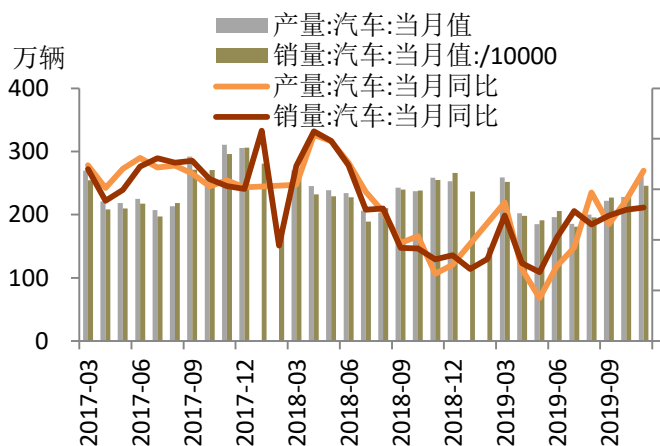


图表 30 家用空调库存变化

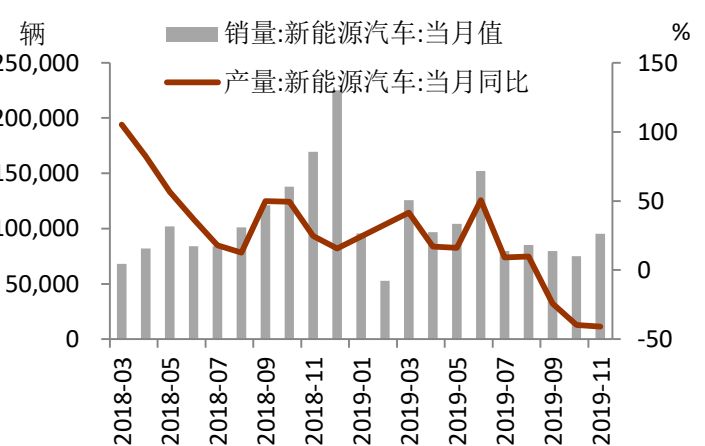


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 31 汽车产销量变化



图表 32 新能源汽车产量及销量变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

六、2020 年行情展望

2019 年全球大部分经济体都处于回落之中，因此全球的宽松周期重启，美联储连续降息，欧央行重启 QE，国内也是连续降准，降实际利率。从实际效果来看，宽松政策的作用已经开始逐渐显现，2019 年底全球经济出现了企稳回升迹象。预计 2020 年全球经济将好于 2019 年情况，但是中长期经济下行，增长乏力的压力并没有消失。以及中美贸易谈判仍有不确定性存在。

2020 年，全球铜矿供应预计小幅增长，增量在 43 万吨左右。但是铜矿供应增速依然比不上铜冶炼需求，因此 2020 年铜精矿冶炼厂加工费降至近 10 年来新低。2020 年国内精铜产量预计继续增产 40 万吨，但依旧有一定不确定性，主要是因为加工费下降，副产品硫酸库存压力等会影响开工率。

需求方面，由于全球经济增速企稳回升，对 2020 年全球铜需求预计也将再次出现回升。国内在 2020 年上半年，依然处在房产竣工上升通达中，以及国网交货集中期下，整体需求维持乐观预期。而下半年需求则有更大不确定性。

整体而言，2020 年全球铜精矿市场继续面临紧张格局，精铜市场供需同样偏紧，预计 2020 年铜价上半年处于震荡上涨格局，而下半年则可能出现横盘震荡局面。2020 年铜价主要运行区间为：伦铜 5900-6600 美元/吨；沪期铜 48000-53000 元/吨。

风险点：全球经济放缓超预期

图表 33 全球铜供需平衡表（万吨）

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|--------|-------|------|-------|-------|
| 铜精矿产量 | 2006 | 2051 | 2031 | 2075 |
| 增速 (%) | -0.65 | 2.2 | -0.98 | 2.2 |
| 精炼铜产量 | 2352 | 2381 | 2411 | 2465 |
| 增速 (%) | 0.77 | 1.23 | 1.3 | 2.2 |
| 精炼铜需求 | 2370 | 2422 | 2446 | 2495 |
| 增速 (%) | 1.1 | 2.2 | 1.0 | 1.0 |
| 过剩/缺口 | -18 | -41 | -35 | -30 |

图表 34 国内铜供需平衡表（万吨）

| | 2018 | 2019E | 2020E |
|--------|--------|--------|-------|
| 精铜产量 | 873.4 | 893.9 | 934 |
| 精铜净进口量 | 347.1 | 318.1 | 320 |
| 铜供应量 | 1220.6 | 1212.1 | 1254 |
| 精铜消费量 | 1223.5 | 1235.3 | 1267 |
| 废铜消费量 | 107.8 | 112.8 | 115 |
| 铜需求量 | 1331.3 | 1348.1 | 1382 |
| 库存变化 | -3 | -23.3 | -13 |

资料来源：CRU，ICSG，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。