

有色金属年报-铜

有色金属策略研究

国元期货研究咨询/有色金属年报

宏观环境主导节奏，铜市迎来震荡格局

摘要

铜精矿：2019 年铜精矿释放增量少于往年，但罢工等扰动预计减少

废铜：2019 年将禁止废七类进口，废铜供应预计减少

精炼铜：新产能集中在一季度和四季度释放，但四季度实际提供产量有限，精炼铜供应预计有所收缩

终端需求：国内经济形势面临一定压力的背景下，2019 年去杠杆的政策方向将对基建形成一定程度的抑制，地产仍将在一定程度上发挥稳增长作用，电力用铜需求难有大幅改善；国内空调库存相对较高的情况下，空调出口能否延续 2018 年繁荣决定了空调增产潜能；国内汽车快速垒库，产销双双放缓，汽车用铜贡献较弱。

结论：2019 年国际宏观经济局势动荡，国内经济仍处于调整期，基本面无实质利多，整体将维持震荡走势。

国元期货研究咨询部

电话：010-84555196

相关报告

早盘直通车：8 点 30 之前

每日点睛：16 点之前

周报：周一 16 点之前

目录

一、行情回顾	1
二、铜精矿市场	1
2.1 2018 年全球矿山产量及现货加工费情况	1
2.2 2019 年全球铜精矿产量释放情况	3
三、废铜市场	5
四、精炼铜供应	6
4.1 国内精炼铜供应	6
4.2 精炼铜进出口	8
4.3 铜供需平衡表	10
五、终端需求	10
5.1 电力	10
5.2 空调	13
5.3 汽车	14
六、库存	15
七、2019 年铜市展望	16

图表 1 2018 年沪铜走势	1
图表 2 全球矿山生产情况	2
图表 3 干净矿加工费	2
图表 4 2019 年全球铜精矿增产情况	3
图表 5 年度长单加工费	4
图表 6 国内废铜进口政策	5
图表 7 国内废铜进口情况	5
图表 8 国内精炼铜产量	6
图表 9 国内冶炼厂检修情况	7
图表 10 国内精炼铜进口量	8
图表 11 上海 CIF 均价	8
图表 12 国内精炼铜出口情况	9
图表 13 全球精炼铜供需缺口	10
图表 14 电源基本建设投资完成额	10
图表 15 电网基本建设投资完成额	11
图表 16 地产开发投资完成额	12
图表 17 国内空调产量	13
图表 18 国内空调库存情况	13
图表 19 国内汽车产量	14
图表 20 全球三大交易所铜库存	15

一、行情回顾

纵观 2018 年,铜价震荡走弱,年内高点出现在年初,为 55860 元,最低在 9 月初曾一度下探至 47010 元,截止 12 月 26 日收盘,铜价年内跌幅为 13.76%。2018 年全年铜价走势,主要分为三个阶段:一季度,上期所库存在年初大增 2.5 万吨,LME 库存大增 6.49 万吨,需求忧虑扶摇直上,后全球股市暴跌令恐慌情绪席卷全球,LME 库存再度大幅增加 4.1 万吨,铜市雪上加霜,后美联储加息,中美贸易战打响,宏观市场动荡叠加基本面忧虑,铜价从 55860 元被打压至最低 50470 元;后中美贸易摩擦开始出现缓和迹象,铜市下游消费旺季到来,5 月末全球库存快速降低 3.9 万吨,铜市基本面支撑作用开始显现,铜价开启了阶段性反弹,自 50500 元一线反弹至最高 54730 元;从六月末开始,中美贸易摩擦再度升级,恐慌情绪再度打压铜价快速回缩,后虽然美元走弱对铜价构成一定程度支撑作用,在铜市基本面再度转强时,宏观市场相对动荡,多空交织,铜价开启漫长的震荡格局。

图表 1 2018 年沪铜走势



数据来源: 文华财经, 国元期货

二、铜精矿市场

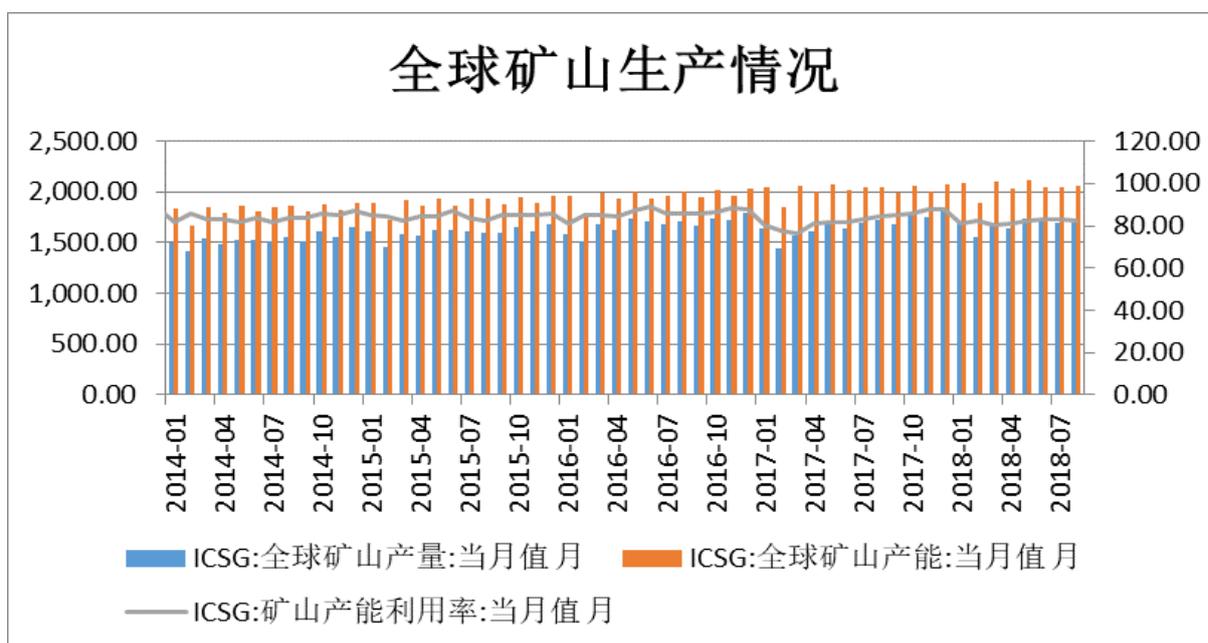
2.1 2018 年全球矿山产量及现货加工费情况

2018 年全球矿山产能仍然处于增加趋势之中,不过产能增长速度较前几年明显放缓。虽然 5 月份全球铜矿产能最高时一度达到 2100 万吨以上的高位,但很快出现了回落,到了下半年甚至出现产能低于去年同期情况。

2018 年全球铜矿产量释放较往年有所变化。一季度时产量较往年同期均有提高，但增量逐步放缓，进入二季度以后铜矿产量较去年基本持平，自年内高位 1750 万吨回落至 1700 万吨以下，而进入三季度以后，产量已不及去年。

今年的矿山产能利用率平均大概只有 82%，处于近几年较低的水平，即使是二季度产能利用率最高的时候也仅有 83%，较往年同期大概有 3%左右的差额。

图表 2 全球矿山生产情况

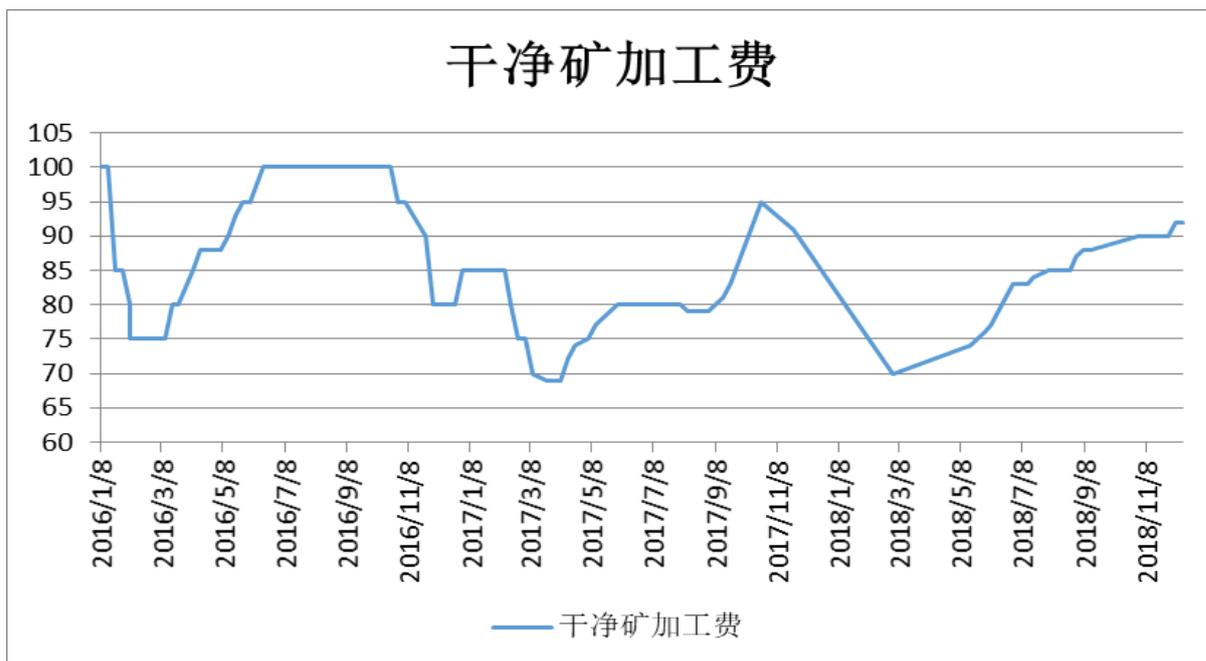


数据来源：ICSG，国元期货

今年海外矿山扰动事件较去年明显减少。虽然今年有包括 Escondida、Cerro Verde、Collahuasi、Antamina 以及 Las Ventanas 等多个世界级铜矿需要进行劳资谈判，但基本上都得以平稳过渡，没有引起过大的波澜。

虽然今年铜矿释放的增量放缓，但由于上游矿山产量扰动较少，因而加工费也逐渐得以抬升，今年铜精矿加工费较去年整体有所提高，维持在 70-95 美元/吨区间，也印证了铜矿供应较去年宽松。12 月 7 日当周，据上海有色网数据，铜精矿 TC 突破 90-95 的长期运行区间，现货之充裕令市场完全偏向买方，SMM 干净矿现货 TC 报 92-97 美元/吨。

图表 3 干净矿加工费



数据来源：SMM，国元期货

2.2 2019 年全球铜精矿产量释放情况

纵观 2019 年，海外矿山将增加约 39 万吨的铜精矿供应量，主要来自于：铜陵有色旗下米拉多铜矿，该矿预计将在 2019 年一季度完工，二季度试生产，预计增加铜精矿增量 9.6 万吨；智利国家铜业旗下 Chuiquicamata 铜矿，由于转入地下开采，铜精矿增量预计增加 8.9 万吨；南方铜业旗下的 Toquepala，预计增产 8.5 万吨；必和必拓旗下 Olympic Dam 铜矿，预计增产 5.4 万吨。从铜精矿增加情况来看，较 2018 年的约 45 万吨增速放缓。

图表 4 2019 年全球铜精矿增产情况

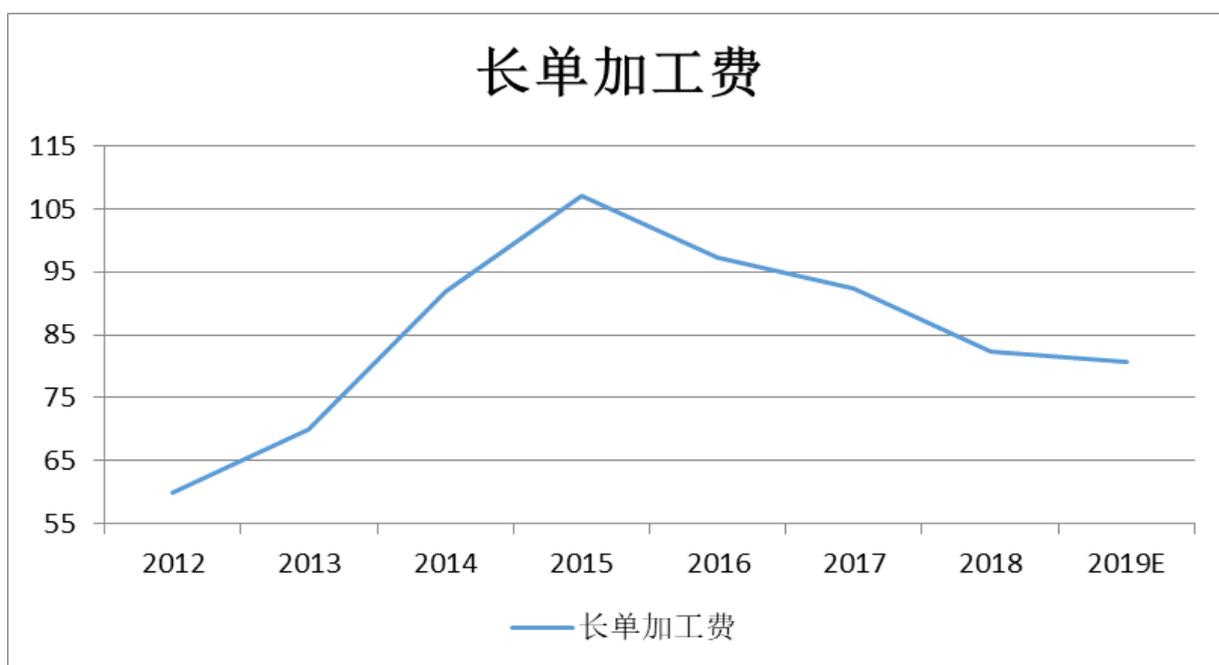
2019 年铜精矿增产情况			
公司	铜精矿项目	国家	2019 年增产数量
南方同业	Toquepala	秘鲁	8.5
南方同业	Buenavista	墨西哥	0
墨西哥集团	San Martin	墨西哥	0.6
自由港	Grasberg	印尼	-31
自由港	Safford Project	美国	0
诺里尔斯克镍业	Bystrinsky	俄罗斯	2.8
第一量子	Sentinel	赞比亚	2
第一量子	Cobre panama	巴拿马	10

必和必拓	Escondida	智利	1
必和必拓	Olympic Dam	澳大利亚	5.4
OZ Mineral	Carrapateena	澳大利亚	1.5
力拓	Oyu Tolgoi	蒙古	-0.4
嘉能可	Mopani	赞比亚	3.5
嘉能可	Katanga	刚果	15
嘉能可	Alumbraera	阿根廷	-2.5
紫金矿业	Kolvezi	刚果	0.5
哈萨克铜业	Aktogay	哈萨克斯坦	0.5
智利国家铜业	Chuiquicamata	智利	8.9
铜陵有色	米拉多	厄瓜多尔	9.6
紫金矿业	Kolvezi	刚果	3
紫金矿业	Kamoa	刚果	0
合计增产数量			38.9

数据来源：国元期货

综合明年海外矿山增产情况，2019年铜精矿供应增速放缓，有出现供应短缺风险，而这也在2019年的铜精矿长单谈判中得到验证。11月中旬，江西铜业和Antofagasta达成2019年铜精矿长单谈判，签订TC/RC为80.8美元/吨和8.08美分/磅，较2018年的82.25美元/吨下降1.45美元/吨。

图表 5 年度长单加工费



数据来源：国元期货

三、废铜市场

2017年中国政府为加强环保治理，出台一系列措施抑制废铜进口：

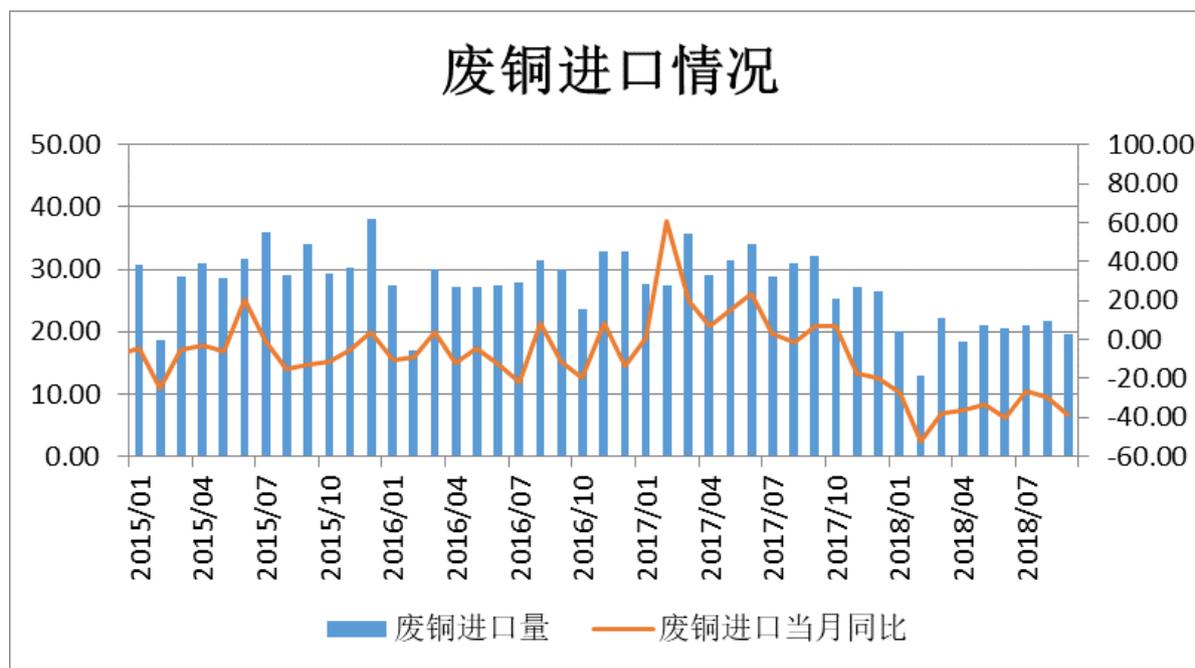
图表 6 国内废铜进口政策

政策	开始时间	政策内容
《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》	2018年1月	从2018年起，贸易商不得代理废铜进口
《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准》	2018年3月	进口废有色金属中应限制其他夹杂物（包括木废料、废纸、废塑料、废橡胶、废玻璃、粒径不大于2mm的粉末状物等废物）的混入，总重量不应超过进口废有色金属总重量的1%（原标准为2%），其中夹杂和沾染的粒径不大于2mm的粉末物（灰尘、污泥、结晶盐、金属氧化物、纤维末等）的总重量不应超过进口废有色金属重量的0.1%，进口废纸与废塑料混有的其他夹杂物总重量不能超过进口总重量的0.5%。
禁止废七类进口	2019年	从2019年开始，禁止七类废铜进口

数据来源：国元期货

国内2018年以废铜进口资格以及废铜杂质含量两个维度限制废铜进口的政策实施后，废铜进口较往年确实明显收缩，比往年同期废铜进口低10万吨以上。

图表 7 国内废铜进口情况



数据来源：海关总署，国元期货

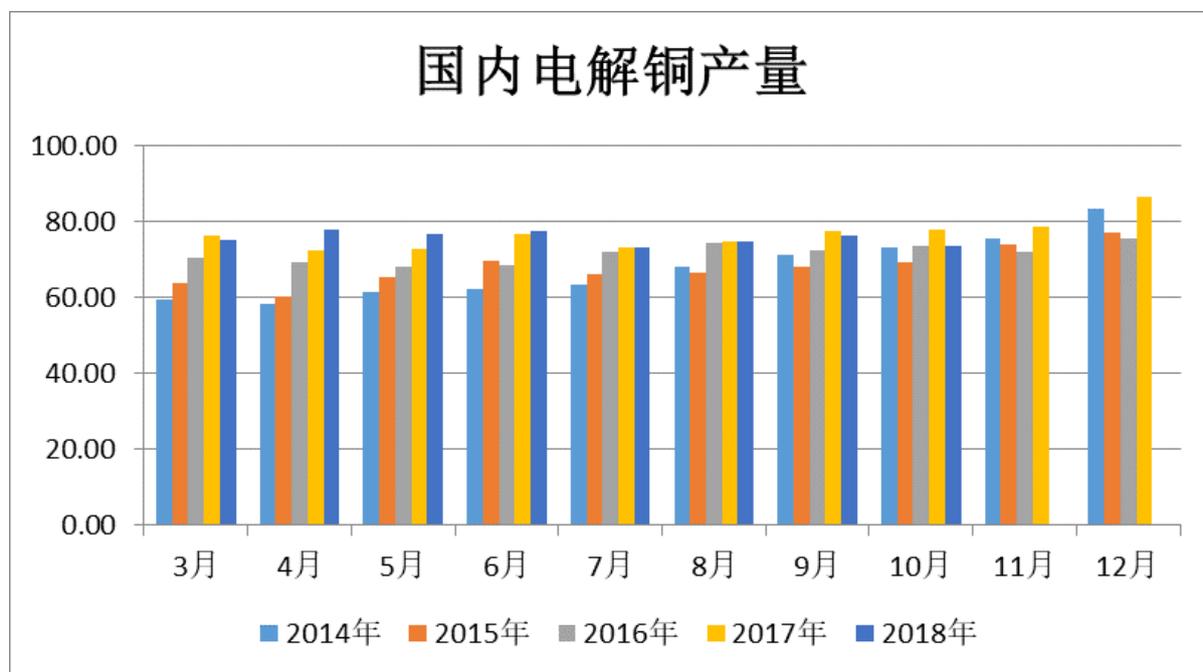
2019 年废七类进口将被禁止，据计算，七类废铜金属量占总废铜进口金属量的 52%左右，废铜品味约为 36.99%，七类废铜的金属量约为 60-70 万吨。由于国内废铜的结构中，进口废铜供应占据绝对比重，因而，2019 年废铜供应将有收紧。

四、精炼铜供应

4.1 国内精炼铜供应

2018 年精炼铜产能共计增加约 98 万吨，但精炼铜产量释放却并不乐观。2018 年国内精炼铜产量趋势主要分为两个阶段，今年上半年精炼铜产量基本高于往年，4 月最高时精炼铜产量达到 77.8 万吨，但随后产量逐步有所下滑，虽然加工费在此后持续走高，一路从 75-80 美元/吨高抬至年末最高 92-97 美元/吨，但产量并未随之受到提振。

图表 8 国内精炼铜产量



数据来源：国家统计局，国元期货

分析来看，今年的冶炼厂检修时间分布相对分散，并非造成精炼铜产量下滑的主要原因，大冶有色、金川集团环比减产以及北方铜业关停旗下 10 万吨的侯马冶炼厂为主要因素。

图表 9 国内冶炼厂检修情况

冶炼厂检修			
企业名称	产能	检修时间	影响产量
豫光金铅	10	2018. 2	0. 6
云南铜业	45	2018. 3	0. 5
金川集团	40	2018. 3	0. 9
赤峰金剑	10	2018. 4	0. 4
华鼎铜业	10	2018. 4	0. 4
大冶有色	60	2018. 4-2018. 5	0. 3
铜陵金冠	40	2018. 5	0. 1
新疆五鑫	10	2018. 5-2018. 6	0. 4
富冶集团	35	2018. 6-2018. 7	1. 5
豫光金铅	10	2018. 5-2018. 7	2
张家港联合	30	2018. 5-2018. 8	3
五矿湖南	10	2018. 6-2018. 7	0. 6
和鼎铜业	36	2018. 6	1
新疆五鑫	10	2018. 5-2018. 6	0. 4
金川本部	40	2018. 6	1
祥光铜业	40	2018	0. 1
福建紫金	32	2018. 8	0. 3
赤峰富邦	6	2018. 8	0. 3
东营方圆	70	2018. 9	2. 3
富冶集团	35	2018. 9	0. 45
赤峰金峰	15	2018. 8-2018. 9	0. 5
葫芦岛宏跃	15	2018. 9	1
大冶有色	60	2018. 1	1
新疆五鑫	10	2018. 9	0. 15
中条山有色	20	2018. 1	1. 3
云南锡业	10	2018. 10-2018. 11	0. 8
江西铜业	100	2018. 11	0
葫芦岛宏跃	15	2018. 11	0. 5
合计			21. 8

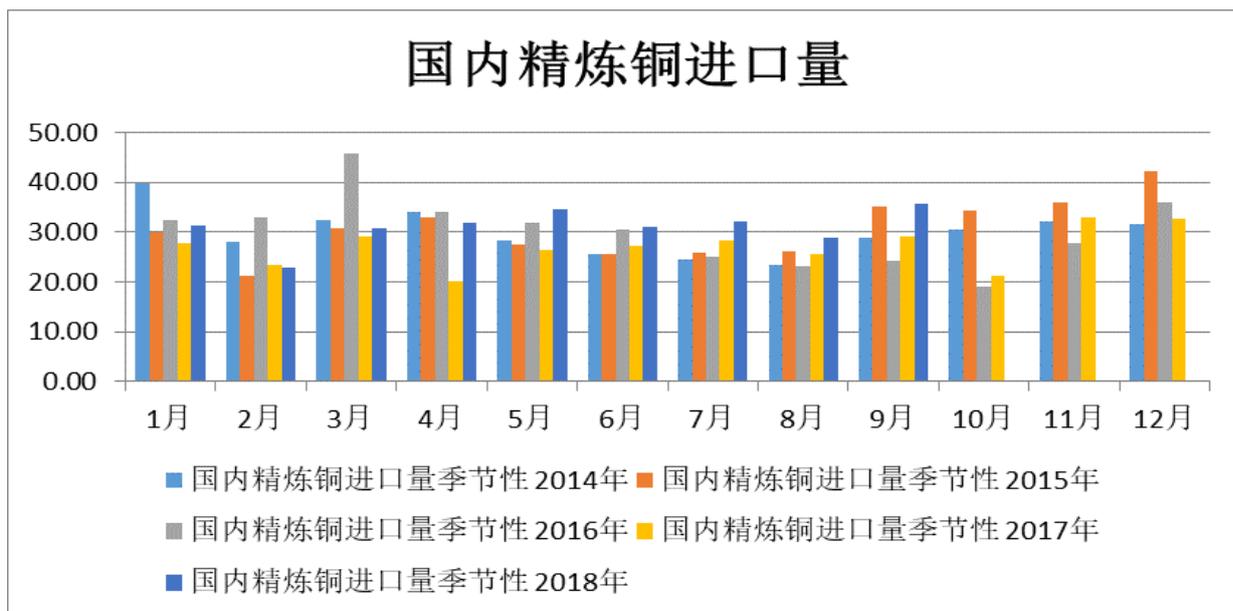
数据来源：国元期货

2019 年国内冶炼厂计划新建产能为 98 万吨，较今年的 117 万吨新建精炼产能有所收缩，从投产时间分布来看，一季度和四季度新建产能释放较多。考虑到明年铜精矿供应有短缺风险，加工费预期不高，虽然冶炼厂主动减产可能性不大，但实际生产积极性大概率受到影响，叠加明年废铜进口量预期有所放缓，2019 年精炼铜产量的释放将在一定程度上受到抑制。

4.2 精炼铜进出口

2018年国内精炼铜进口量较去年有明显提升，这与国内限制洋垃圾进口，严格国内企业废铜进口资质以及废铜杂质有关。

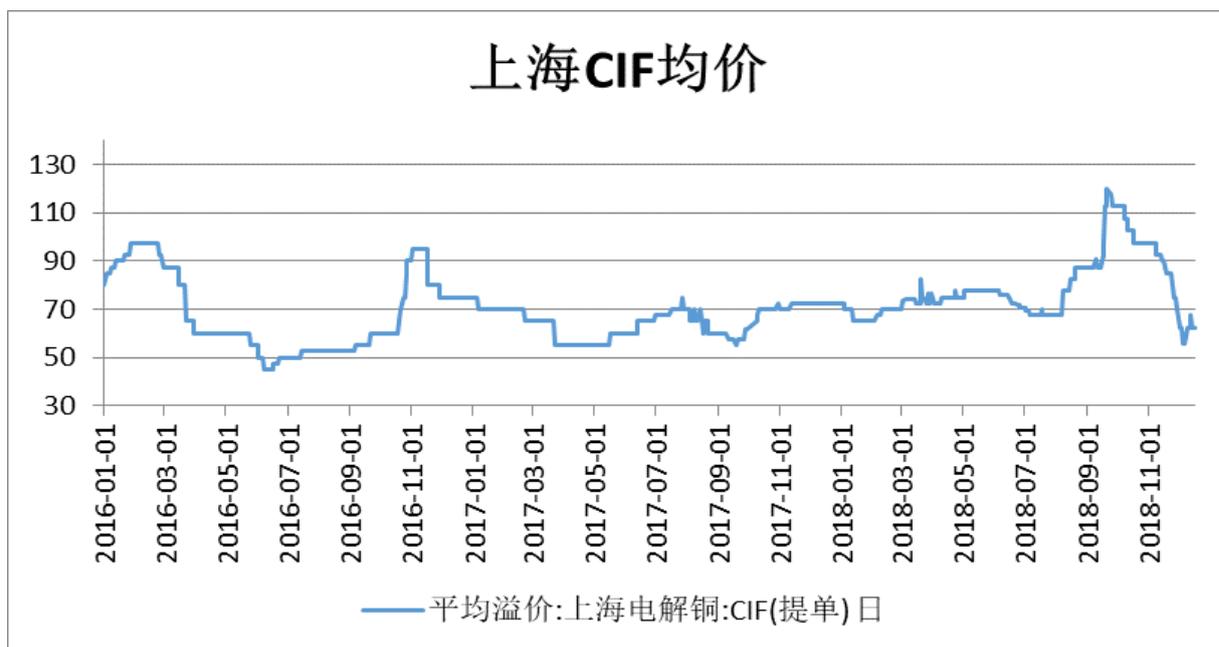
图表 10 国内精炼铜进口量



数据来源：海关总署，国元期货

2018年CIF均值为78.14，较去年的均值65.07明显提高，这反映国内本年进口铜需求较为旺盛，分析认为主要是由于国内需求带动精炼铜进口以弥补国内精炼铜短缺，另外，废铜进口受到限制令下游进口更多的精炼铜替代废铜。

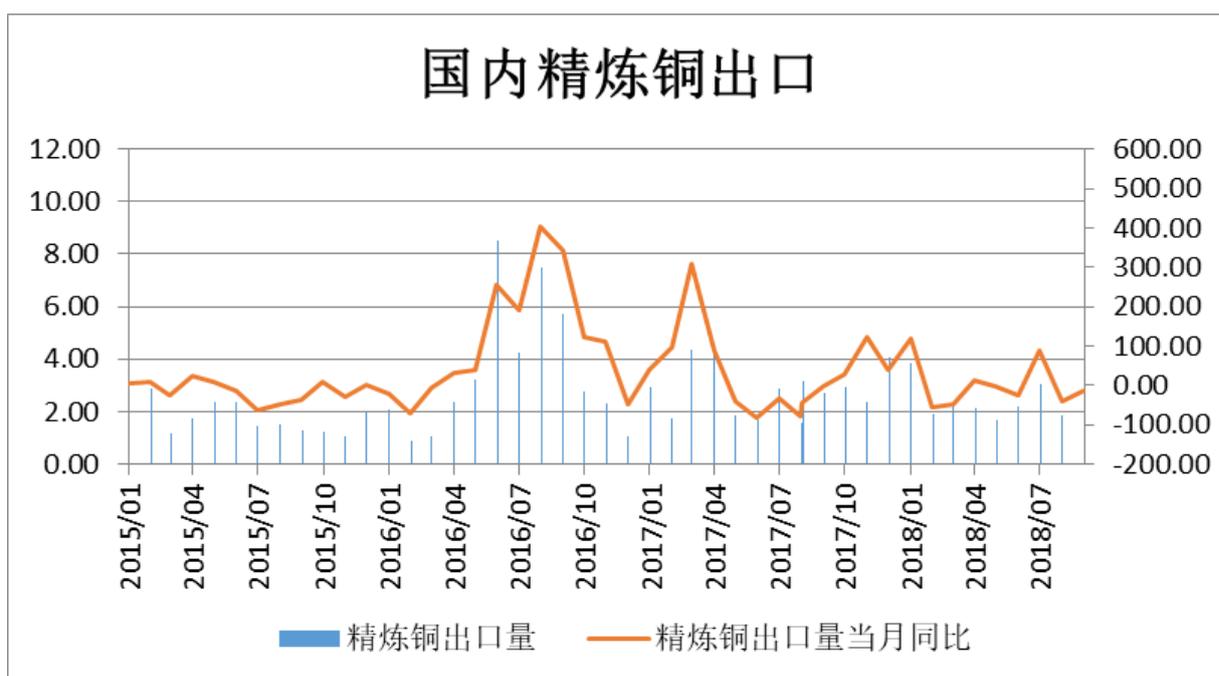
图表 11 上海 CIF 均价



数据来源：上海有色网，国元期货

2018年1-9月，国内精炼铜共计出口21.21万吨，精炼铜出口量较往年同期变化不大，不过值得关注的是，年末由于LME库存持续降低，铜价呈现外强内弱格局，进口利润持续为负且进口亏损额度较大，有资质的企业多在出口精炼铜获取利润，因此，实际2018年全年精炼铜出口预计可能略高于往年。

图表 12 国内精炼铜出口情况

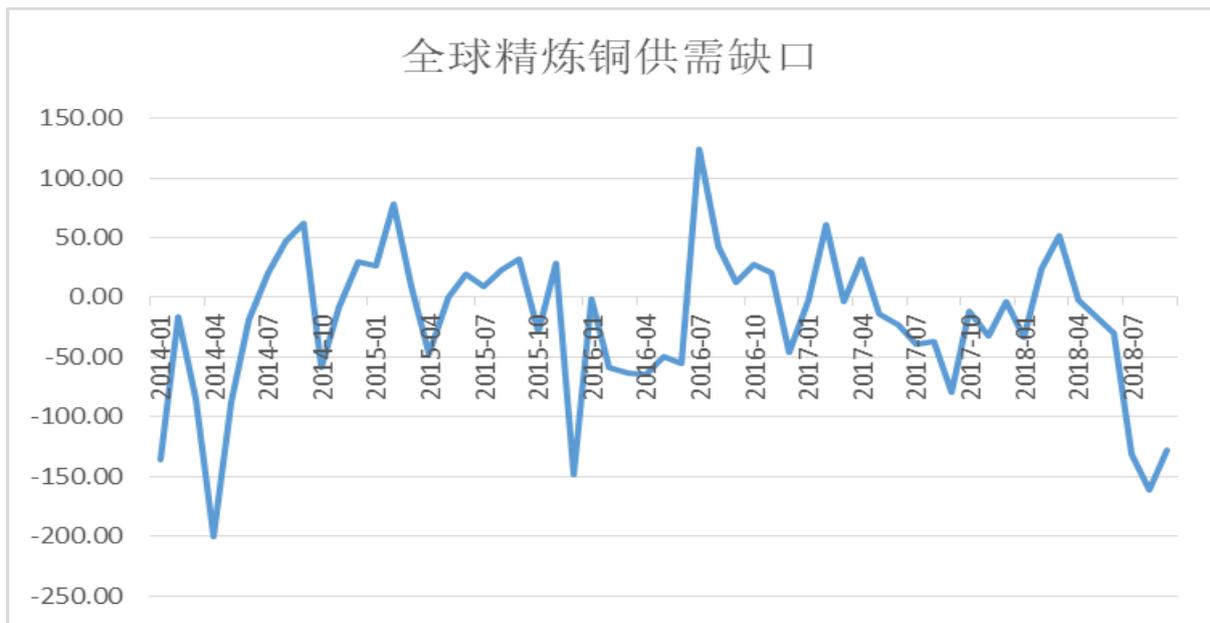


数据来源：海关总署，国元期货

4.3 铜供需平衡表

2018年是精炼铜市场供应相对紧张的一年，尤其自6月份开始，精炼铜市场供应缺口持续快速扩大，供应缺口远大于往年。ICSG最新数据显示，今年8月全球精炼铜供应短缺14.7万吨，考虑到下半年全球显性库存持续降低，全年精炼铜全球供需缺口预计仍然是短缺状态。

图表 13 全球精炼铜供需缺口



数据来源：ICSG，国元期货

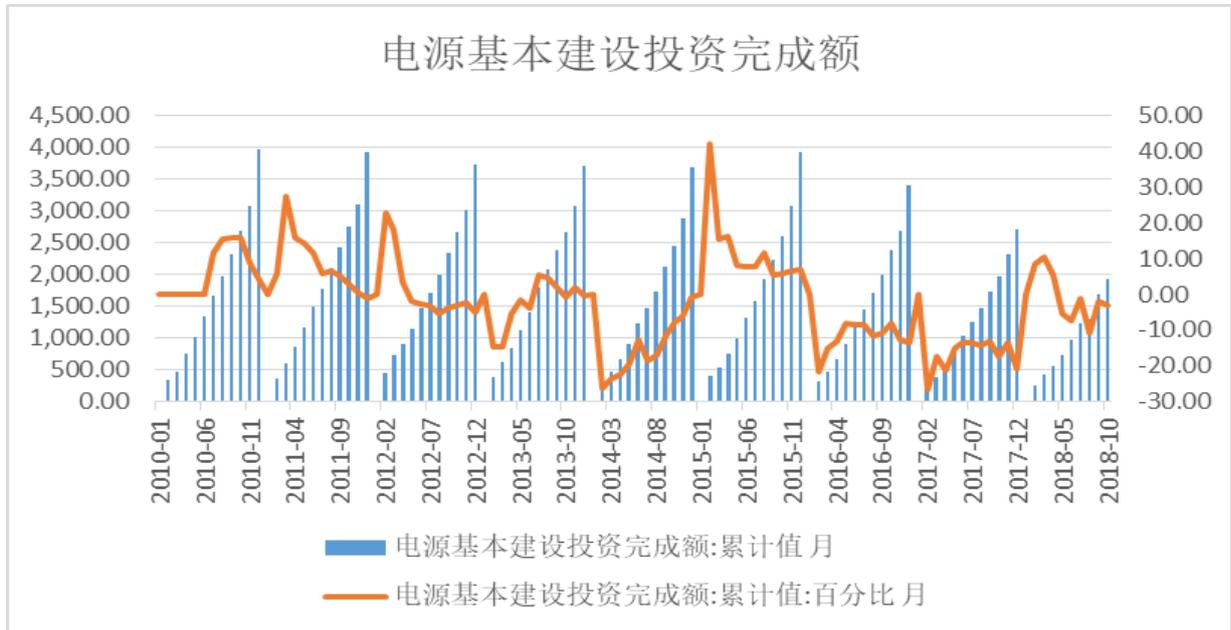
世界金属统计局公布的供需平衡数据虽然与 ICSG 存在差异，但也处于近年来较低水平，且今年多数时候全球精炼铜都处于供应短缺状态。

五、终端需求

5.1 电力

2018年1-10月，国内电源基本建设投资完成额累计同比降低2.95%至1919亿元，从累计同比增速来看，自今年5月起，持续处于负增长，且去年电源基本建设投资完成额增速偏低，国内电源基本建设完成力度较弱。

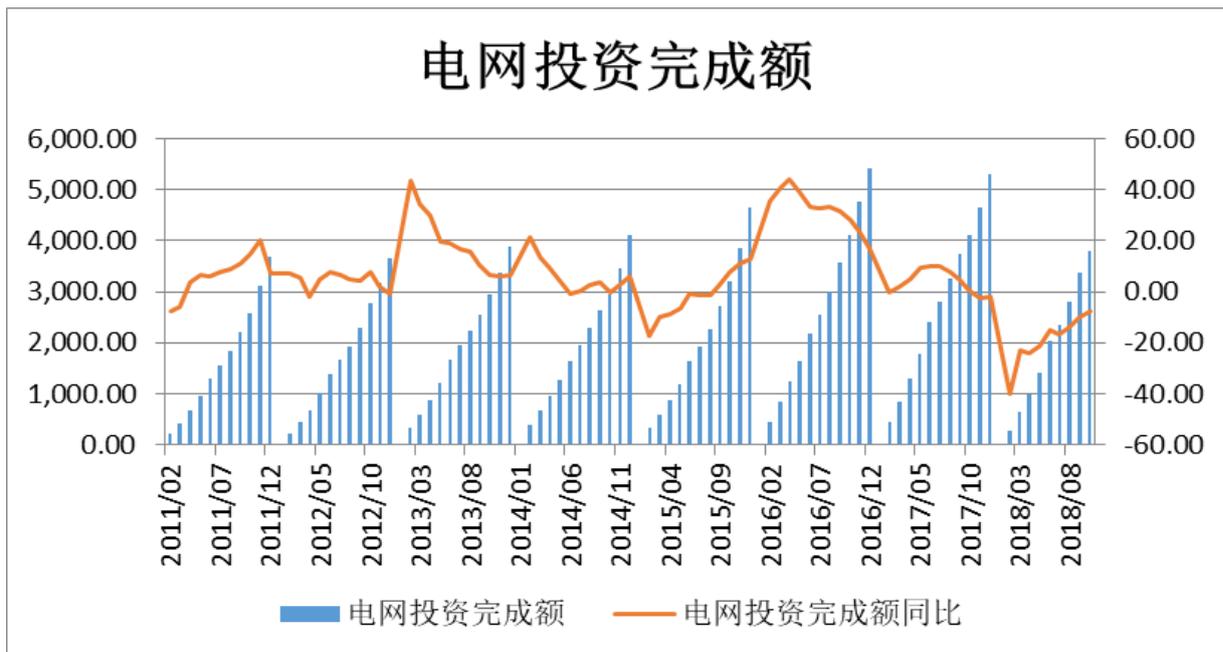
图表 14 电源基本建设投资完成额



数据来源：国家统计局，国元期货

1-10月电网基本建设投资完成额累计同比降低7.57%只3814亿元，年内持续处于负增长。分析来看，这与去年电网基本建设投资完成额基数较高有一定关系，不过值得注意的是，虽然电网建设持续处于负增长，但负增长速度持续收窄，相对于2017年年末电网基本建设偏弱格局，今年还是有所不同，年末电网建设有加速现象。

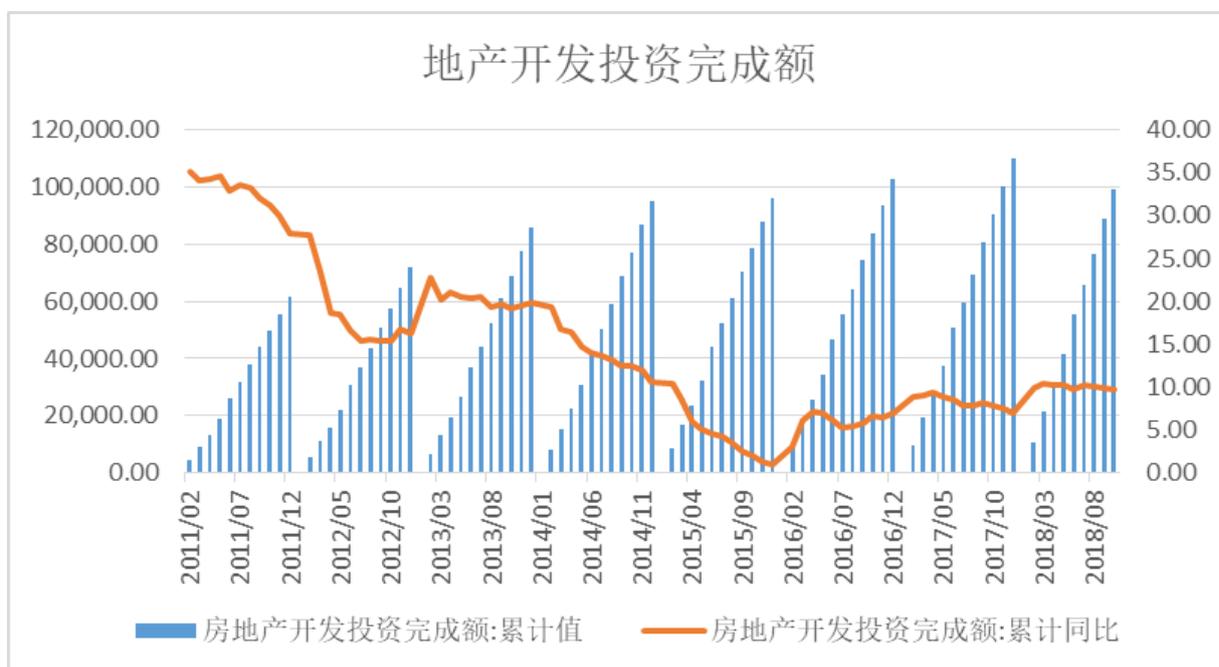
图表 15 电网基本建设投资完成额



数据来源：国家统计局，国元期货

国内房地产开发投资完成额今年 1-10 月累计增长 9.7%至 99324.92 亿元，房地产开发投资完成额大趋势仍然显现出回落走势，但今年房地产开发投资完成额增速处于近几年偏高水平，而去年基数并不低，且今年房地产开发投资完成额增速非常稳定，基本维持在 10%左右的速度，可见在经济增速放缓的大环境下，房地产开发投资建设还是对稳定经济增长起到了一定作用。

图表 16 房地产开发投资完成额



数据来源：国家统计局，国元期货

从房地产整体行业情况来看，主要驱动地产行业的是在新开工一端，房屋销售增速明显放缓使商品房库存增长。

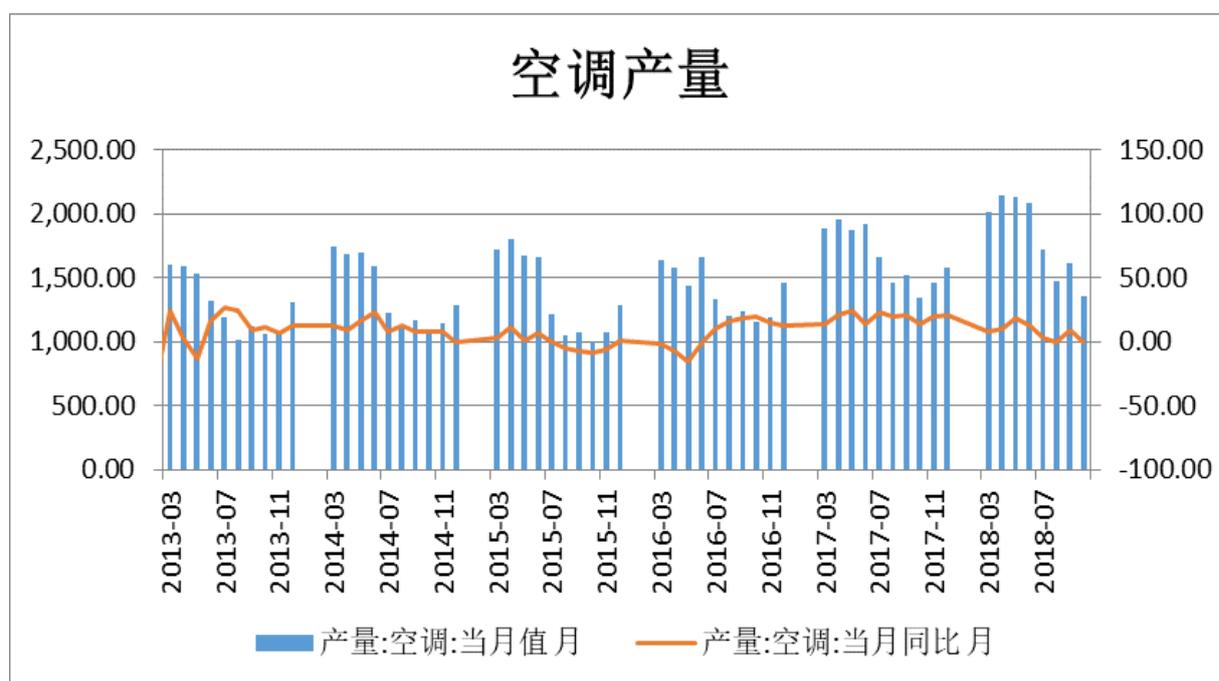
综合来看，2018 年电源和电网整体对于铜需求的贡献还是偏弱，地产开发带来的引致需求对铜需求有一定拉动作用。不过值得注意的是，虽然电网持续处于负增长，但由于年末降幅收窄，对于铜价的支撑作用在年末还是有所体现。

2019 年在去杠杆政策导向下，基建能否大发展存在疑问，经济稳增长仍将部分依靠地产拉动，而政策倾向抑制地产暴涨，铜市需求将主要依靠房屋新开工端拉动。

5.2 空调

2018年1-10月国内空调产量累计达到17175.5万台，同比增长10.6%，今年空调产量增速较去年明显放缓，这与2017年基数较高有关。从分月情况来看，3-5月空调产量增速不断提高，最高达到同比增长18.4%后开始放缓，8月最低时同比下降0.4%，随后9月再次出现短暂反弹。

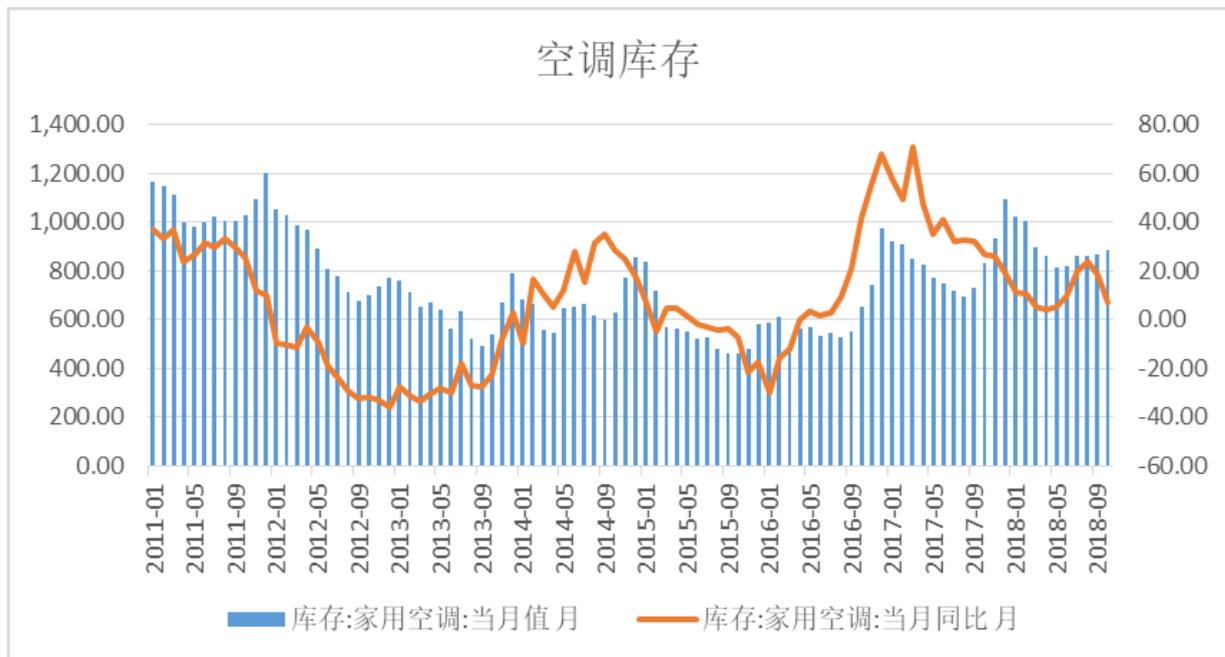
图表 17 国内空调产量



数据来源：Wind，国元期货

2018年国内空调库存经历了前半年的去库存，到5月末库存最低降至810.8万台，随后库存再次转为增加，但增幅不大，截止10月末，空调库存为885.5万台。

图表 18 国内空调库存情况



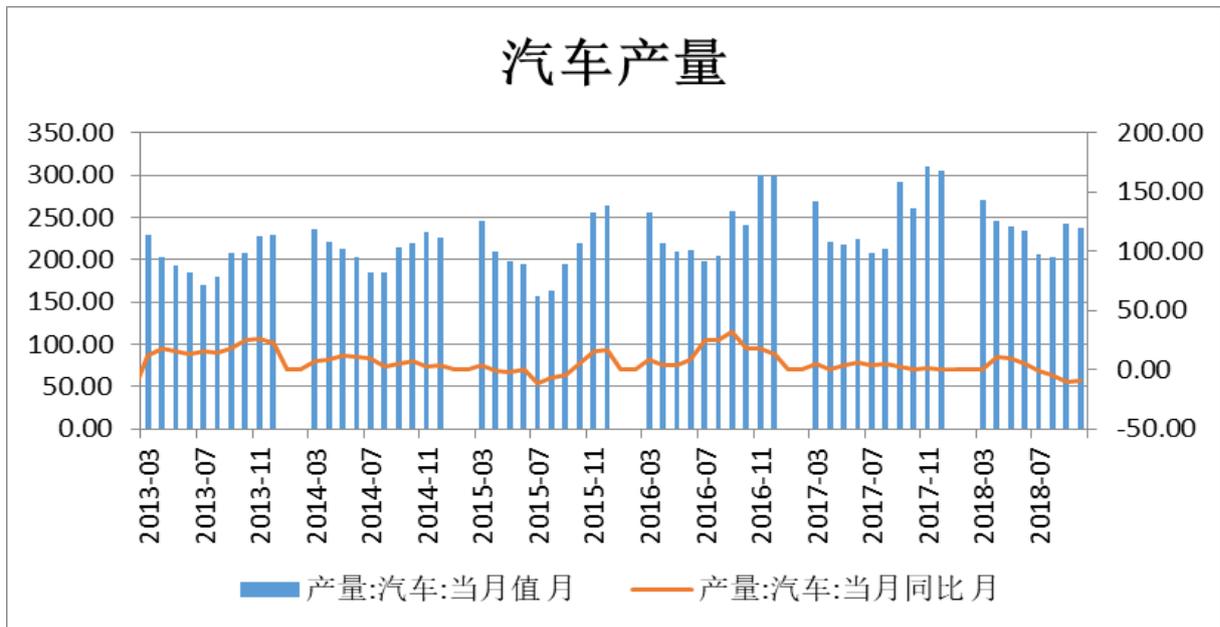
数据来源: Wind, 国元期货

分析来看,上半年库存下降主要源于出口大幅增长。今年上半年空调出口表现强势,1月出口增速同比曾高达37.64%,高速的空调出口增幅直到5-6月间才恢复正常,同期空调库存快速减少,5-6月间最低时为810万台。后随着空调出口放缓,空调产量回升,库存再度转为增加。截止10月末,国内空调库存量为885.5万台。考虑到国内空调库存偏高,如出口没有大幅提振、需求端缺乏实质性增长,空调产量释放潜力不大。

5.3 汽车

2018年汽车产量一度有所回落,9月后产量虽然有所回升,但释放速度较慢,7月起产量增长速度已降至负增长。

图表 19 国内汽车产量



数据来源：国家统计局，国元期货

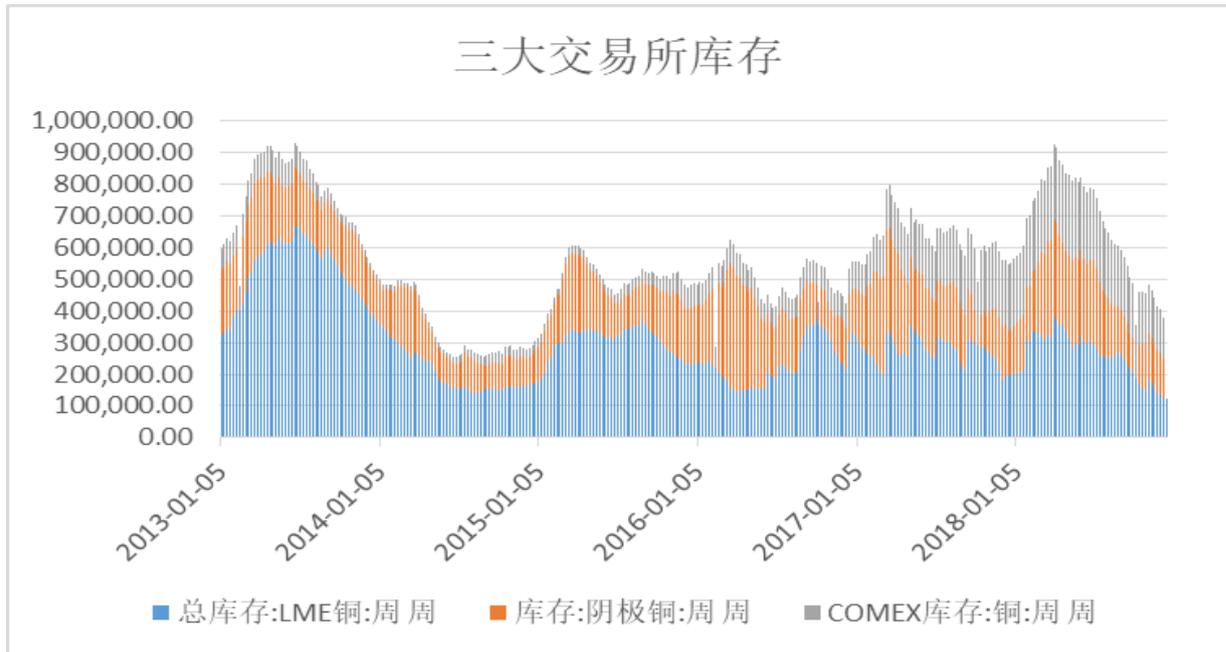
国内今年汽车销售情况不容乐观，在上半年艰难维持销量后，下半年跌破去年水平，且销售速度持续放缓，10月末已达到年内最低-11.7%。

国内汽车库存今年持续处于较高水平，11月数据显示，汽车预警指数到已经高达75.1，虽然年内产量释放并不大，但由于销售端萎靡，造成了汽车后半年的快速垒库。考虑到目前汽车库存高位，汽车产量明年的释放前景难言乐观。

六、库存

2018年全球铜库存显著下降，这几乎在整个后半年给铜价带来支撑。年初，三大交易所总库存为57.5万吨，4月初最高达到91.7万吨高位，但随后库存持续回落，年末三大交易所总库存仅剩37.7万吨，库存较高位时减少高达54万吨。

图表 20 全球三大交易所铜库存



数据来源：LME，COMEX，上期所，国元期货

从库存变化的结构来看，LME 库存年初约为 20.1 万吨，3 月末达到年内最高水平 38.8 万吨后，即开启库存下降趋势，年末已降至 12.2 万吨；COMEX 铜库存在经历了去年库存转入的大趋势以后，年初库存高达 21 万吨，库存缓慢增加至最高 25.2 万吨后，5 月起开始下降，年末已降至仅有 12 万吨；上期所库存年初为 12.9 万吨，三月末库存增加至最高 23.9 万吨后开始下降，年末库存约为 7.5 万吨。

对于全球显性库存的去向，市场观点并不一致，无论是用于套利还是实体需求消耗铜库存，可以确定的一点是，全球显性库存的大幅减少在后半年一度对铜价构成基本面较大的支撑。

七、2019 年铜市展望

12 月 20 日凌晨，美联储宣布年内第四次加息，并将 2019 年加息次数预期从三次下调至两次，市场对于美联储本次会议释放的信息解读为“不那么鸽派”，美国货币政策收紧带来的影响在 2019 年仍是铜市宏观面最大的主题。

国内宏观经济仍然处于调整期，防范金融风险、供给侧结构性改革以及经济增长动能的转换仍是国内宏观经济的重要主线。2019 年国内产业结构调整仍将进行，技术优势继续弥补成本优势对经济增长的贡献，经济增长压力尚在。中美贸易的走向仍然存在诸多不确定性，宏观经济形势仍然错综复杂。

展望 2019 年，铜矿产量释放将少于往年，罢工等扰动情况预期影响不大，铜精矿供应将有收紧，并

预计推动加工费重心下移。废七类进口将在 2019 年全面叫停，废铜供应预期减少。冶炼新增产能明年集中于一季度和四季度释放，由于四季度产能投放时间较晚，对明年整体精炼铜产量释放贡献相对减弱，精炼铜产量释放受到抑制。需求端，国内经济增长速度面临压力的大环境下，在新的经济增长驱动力显著发力之前，稳增长依然需要依靠基建和地产拉动，而经济去杠杆大政策方向使基建带动铜需求的力度存在疑问，地产仍是带动铜需求的主要环节。空调行业伴随 2018 年下半年出口回归常值，库存累加至较高水平，空调出口情况将决定 2019 年空调企业产量释放。汽车行业并未出现实质变化，产销双双放缓的情况下库存仍然快速垒高，预计对铜的需求作用有限。

纵观整个铜产业链，基本面并未有实质性改变，加之全球宏观环境不确定性依然较大，美国和中国经济增长均面临不同程度的考验，我们认为 2019 年铜价仍然较难出现明确的趋势性行情，预计仍以震荡为主，震荡区间 45000-56000。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218 网址：www.guoyuanqh.com

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街46号天恒大厦B座21层

邮编：100027

电话：010-84555000 传真：010-84555009

合肥分公司

地址：合肥市金寨路329号国轩凯旋大厦4层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路1号2204室之01室（即磐基商务楼2501室）

电话：0592-5312522

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路37号（世基大厦12层西侧）

邮编：028000

电话：0475-6380818 传真：0475-6380827

大连营业部

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号国际金融中心A座期货大厦2407、2406B。

邮编：116023

电话：0411-84807140 0411-84807540 传真：0411-84807340-803

青岛营业部

地址：青岛市崂山区苗岭路28号金岭广场1502室

邮编：266000

电话：0532-80936887 传真：0532-80933683

郑州营业部

地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦1410室

邮编：450000

电话：0371-53386809/53386892

上海营业部

地址：上海市浦东松林路300号期货大厦3101室

邮编：200122

电话：021-68401608 传真：021-68400856

合肥营业部

地址：安徽省合肥市金寨路329号国轩凯旋大厦4层

邮编：230001

电话：0551-68115888 传真：0551-68115897

合肥金寨路营业部

地址：合肥市蜀山区金寨路91号立基大厦A座六楼

邮编：230001

电话：0551-62890051 传真：0551-62890051

西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新四路13号朗臣大厦11701室

邮编：710075

重庆营业部

地址：重庆市江北区观音桥步行街2号融恒盈嘉时代广场14-6

邮编：400020

厦门营业部

地址：福建省厦门市思明区莲岳路1号磐基中心商务楼

1707-1708室

邮编：361012

电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部

地址：深圳市福田区百花二路48号二楼

邮编：518028 电话：0755-36934588

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区北新西道24号中环商务20层

2003-2005室

龙岩营业部

地址：厦门市思明区莲岳路1号磐基商务楼2501单元

邮编：361012 传真：0592-5312958

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路1785号网新双城大厦4幢

2201-3室

联系电话：0571-87686300