

有色金属行业深度研究报告

推荐 (维持)

降息周期背景下，铜价仍需守候，金价空间尚存

- **美元周期代表着美国经济增速的相对强弱周期。**（1）美元升值周期不一定是美国经济增速持续走高的时期；（2）美元升值周期的初期往往伴随着非美经济的相对走弱；（3）美元贬值周期的初期往往对应着非美经济的相对走强；（4）美元升值与贬值的周期转换阶段逐步拉长。
- **美联储降息周期中美元不一定走弱。**美联储降息周期往往对应着美国经济相对走弱的阶段，但是同时期的非美经济体增速可能比美国经济增速更低，导致美元在美联储降息周期反而走强。
- **美联储降息周期与铜价的直接关系较为模糊。**通过对比 1983 年以来美联储进行的四轮降息周期，我们发现铜价在降息期间涨跌不一。在前两轮降息周期中表现为铜价的弱势上涨，后两轮降息周期的弱势下跌和因为全球金融危机导致的铜价大跌。分析美联储降息周期和铜价的关系需关注铜消费的经济背景。
- **铜价代表美国通胀预期。**2002 年以前美国 1 年期国债利率与铜价具有一定程度的正相关性。究其原因，电解铜因其用途主要存在于终端消费端，而非前期生产建设端，所以铜价反映的是美国的通胀预期。
- **基于铜金比的金价相对静态估值逻辑。**铜金比价目前已经接近 1980 年以来的历史相对低位，如若美联储进入降息周期，则铜金比依然具有下行空间。将 2019 年 7 月的电解铜均价 5941.2 美元/吨以 3.52 的铜金比计算的黄金静态潜在价格为 1687.84 美元/盎司，相对 7 月黄金均价 1412.89 美元/盎司仍有接近 20% 上涨空间。后期金价上涨面临的最大风险就是通胀预期的迅速下移，导致实际利率走高。对于通胀预期下移需要等待九月美联储议息会议结果与美国经济数据的再次确认。
- **国内铜消费量的稳步提升带来中国铜消费定价权的增加，中国制造业 PMI 与 CFTC 非商业净持仓具有一定的正相关关系。**今年 5 月以来，国内制造业 PMI 已经连续三个月处于荣枯线以下，而 CFTC 铜非商业净空头头寸已经刷新了 1990 年以来的历史新高，达到 5.84 万手。
- **中美贸易战的实质性影响已在今年显现。**今年以来，主要经济体当期商品贸易进口额同比出现负增长，全球贸易摩擦的实际影响正在逐步显现。中国作为有色金属消费大国以及有色金属制成品的出口大国，在大部分矿石依赖进口的背景下，全球贸易量的萎缩将会导致全球有色金属消费量的间接萎缩。
- **铜行业基本面依然中性乐观。**近几年全球铜矿紧缺之势加剧，而国内冶炼厂新扩建以及国外冶炼厂的复产使得铜精矿更为紧缺。因此铜矿供应和成本端对于铜价依然存在支撑。近期国内进入消费淡季，全球库存逐步累积，因此短期内铜价在基本面方面依然维持震荡走势。而 9 月份开始，国内将进入下半年的消费旺季，市场对于下半年房地产竣工以及电力投资依然有所期待，但是基于我们 7 月底的消费调研来看，目前下游消费依然较为疲弱，尚未有改善的迹象。因此对于国内下游消费我们认为需要持续追踪。库存方面来看，目前全球库存较历史同期不算太高，并且隐性库存较少，即便下半年国内产量环比增长，预计对于消费端的压力不会很大。
- **风险提示：**铜矿供应增速超预期，铜下游消费增速不及预期，美联储降息幅度超预期，中美贸易谈判快速达成协议。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
紫金矿业	3.83	0.18	0.18	0.27	21.28	21.28	14.19	2.18	推荐
江西铜业	14.68	0.78	0.85	0.97	18.82	17.27	15.13	1.02	推荐

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 08 月 13 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 任志强

电话: 021-20572571
 邮箱: renzhiqiang@hcyjs.com
 执业编号: S0360518010002

证券分析师: 王保庆

电话: 021-20572570
 邮箱: wangbaoqing@hcyjs.com
 执业编号: S0360518020001

联系人: 李超

电话: 021-25072562
 邮箱: lichao@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	115	3.13
总市值(亿元)	14,636.51	2.54
流通市值(亿元)	11,371.91	2.7

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	0.4	10.52	2.65
相对表现	4.16	0.45	-5.01



相关研究报告

《有色金属行业 2019 年中期投资策略: 新兴产业高成长下的有色金属价格展望及投资机会》

2019-05-07

《有色金属行业周报 (20190722-20190726): 钨钒等铁合金价格持续上涨》

2019-07-28

《有色金属行业周报 (20190729-20190802): 短期稀土和钴涨价料将持续, 推荐稀土和钴板块投资机会》

2019-08-05

目录

一、宏观经济与铜价.....	5
(一) 美元指数与美国经济增长: 美元周期代表着美国经济增速的相对强弱周期	5
(二) 美元指数、美联储降息周期与铜价	6
1、美元周期与美联储降息周期: 美联储降息周期中美元不一定走弱	6
2、美联储降息周期与铜价: 美联储降息周期与铜价的直接关系较为模糊	6
3、美国通胀预期与铜价: 美国通胀预期与铜价存在较强的正相关性	7
(三) 美国国债利率、金价与铜价	8
(四) 经济增长与铜价: 国内铜消费量的稳步提升带来中国消费定价权的增加	9
二、行业基本面.....	10
(一) 库存: 全球已然步入阶段性累库阶段	10
(二) 原料端	12
1、铜精矿: 矿端供应紧缩加剧, 干扰事件频发	12
2、废铜: 供应较为宽松, 精废价差持续低位	13
(三) 冶炼端: 新扩建计划较多, 但是实际投产不如年初预期	13
(四) 精铜进口: 进口同比下滑, 主因贸易融资性需求的减少	14
(五) 铜材	15
1、铜材开工率: 下游消费进入淡季, 各品种缺乏亮点	15
2、铜材产量及进口: 产量同比大幅增加, 首次出现净出口格局	16
三、江苏铜材消费调研总结.....	16
(一) 调研总结	16
(二) 调研感悟	17
四、行情研判.....	17
(一) 铜: 宏观定性偏空, 基本面中性偏乐观	17
(二) 黄金: 基于铜金比的相对估值, 金价预期依然有近 20% 的涨幅空间	17
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1	美元周期与美国经济周期.....	5
图表 2	美元指数、美联储降息周期与铜价.....	6
图表 3	铜价与美国 1 年期国债利率.....	7
图表 4	铜消费国别占比与联邦基金目标利率.....	7
图表 5	铜油比价.....	8
图表 6	铜价与美国通胀预期.....	8
图表 7	铜金比与美国 10 年期国债收益率.....	9
图表 8	金价与美国 10 年期国债实际利率.....	9
图表 9	非商业净持仓与中国 PMI (08 年前).....	9
图表 10	非商业净持仓与中国 PMI (08 年后).....	9
图表 11	主要经济体制造业 PMI.....	10
图表 12	中日欧美当期商品贸易进口金额 (亿美元).....	10
图表 13	SHFE 库存季节图 (万吨).....	11
图表 14	LME 库存季节图 (万吨).....	11
图表 15	COMEX 库存季节图 (万吨).....	11
图表 16	上海保税区库存季节图 (万吨).....	11
图表 17	LME 亚洲库存与保税区库存 (万吨).....	12
图表 18	LME/COMEX 比价与库存关系.....	12
图表 19	2020 年以前大型铜矿投产项目较少.....	12
图表 20	2019 年主要矿山项目和扩建项目.....	12
图表 21	铜精矿进口季节图 (万吨).....	13
图表 22	铜精矿进口加工费.....	13
图表 23	进口废铜金属量 (万吨).....	13
图表 24	精废价差.....	13
图表 25	2019 年国内冶炼厂新扩建情况.....	14
图表 26	电解铜产量季节图 (万吨).....	14
图表 27	冶炼厂模拟利润.....	14
图表 28	未锻造铜及铜材进口量季节图 (万吨).....	15
图表 29	电解铜现货进口盈亏.....	15
图表 30	铜杆线企业开工率.....	15
图表 31	电线电缆企业开工率.....	15
图表 32	铜板带箔企业开工率.....	16

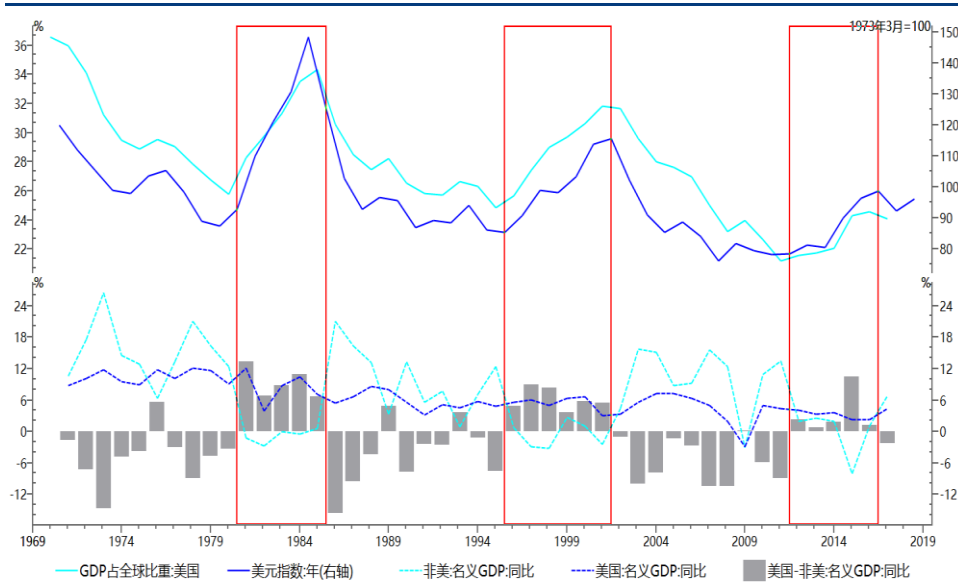
图表 33 铜管企业开工率.....	16
图表 34 国内铜材产量.....	16
图表 35 铜材净进口量（吨）.....	16

一、宏观经济与铜价

(一) 美元指数与美国经济增长：美元周期代表着美国经济增速的相对强弱周期

美元周期代表着美国经济增速的相对强弱周期。自 1980 年以来美元经历了两轮完整的周期，每轮周期约为 16 年，其中升值周期约为 6 年，贬值周期约为 10 年。从长周期角度来看，美元指数与美国名义 GDP 占全球名义 GDP 的比例呈现较强的正相关性，当美国经济增速超过非美经济体增速时，美国 GDP 占比上升，反之则美国 GDP 占比下降。

图表 1 美元周期与美国经济周期



资料来源：Wind，华创证券

通过对比前两轮美元周期，我们可以发现如下结论：

(1) **美元升值周期不一定是美国经济增速持续走高的时期。**从美元的第一轮升值周期（1980-1985）来看，1980-1982 年期间全球经历了一次世界性的经济危机，危机于 1979 年 7 月率先在英国爆发，随后在 1980 年年初传导至美国。因此这一期间的美元指数走高是美元“被动升值”，是在全球经济比差模式下的“劣中选优”。此后 1983-1985 年期间，全球经济逐步从危机中复苏，而美国与非美经济增速差逐步拉大，这一阶段美元“主动升值”。美元的第二轮升值周期（1996-2001）中美国经济增速保持稳定，而 1994 年的墨西哥金融危机以及 1996 年日本楼市泡沫破裂导致非美经济增速出现大幅下滑，美元再次“被动升值”，直到 2001 年互联网泡沫，美国经济增速才有所下行，但是依然高于非美经济增速，导致美元持续强势。

(2) **美元升值周期的初期往往伴随着非美经济的相对走弱。**从前两轮完整的美元周期以及自 2012 年开始的本轮美元升值周期可以看出，美元升值周期的前期往往存在非美经济增速相对美国经济增速走差的现象（如 1980-1982、1996-1998、2014-2015）。

(3) **美元贬值周期的初期往往对应着非美经济的相对走强。**从前两轮美元贬值周期来看，美元贬值的初期往往对应着非美经济体相对美国经济增速走强的时期，这一时期全球经济向好，非美经济体的经济增速超越美国经济增速，在全球经济“优中选优”的格局下，美元黯然失色。具体看美元的第一轮贬值周期（1986-1995）的初期，非美经济体增速相对美国快速走高，此间美元贬值一方面因为 1985 年 9 月期间签订的“广场协议”使得美元相对日元和马克贬值，另一方面因为 1986 年 1 月至 1987 年 2 月期间，日本央行连续 5 次下调再贴现率，推动了日本经济的快速增长。美元的第二轮贬值周期（2002-2011）的初期，亚洲经济迅速崛起，中国经济占全球的比重逐步提高，带动全球经济快速增长，在此期间美国经济增速稳中向好，美元“被动贬值”。

(4) 美元升值与贬值的周期转换阶段逐步拉长。从美元牛熊转换的时间跨度来看，第一轮美元周期由牛转熊只经历了1个月左右（从美元指数达到该轮周期的最高点到开始从高点下降计算），而第二轮周期的转换阶段耗时约14个月（2000年10月-2002年2月），而本轮美元周期的转换阶段到目前耗时约53个月（2015年3月至今）。目前美元指数依然维持在本轮周期的相对高位，并未出现周期性贬值的迹象，究其原因我们认为主要是美联储在全球经济调节中发挥的作用日渐增强，美联储从本轮加息周期伊始便进行了预期管理和预防式的相机抉择货币政策。美元周期也逐步被货币政策“熨平”。

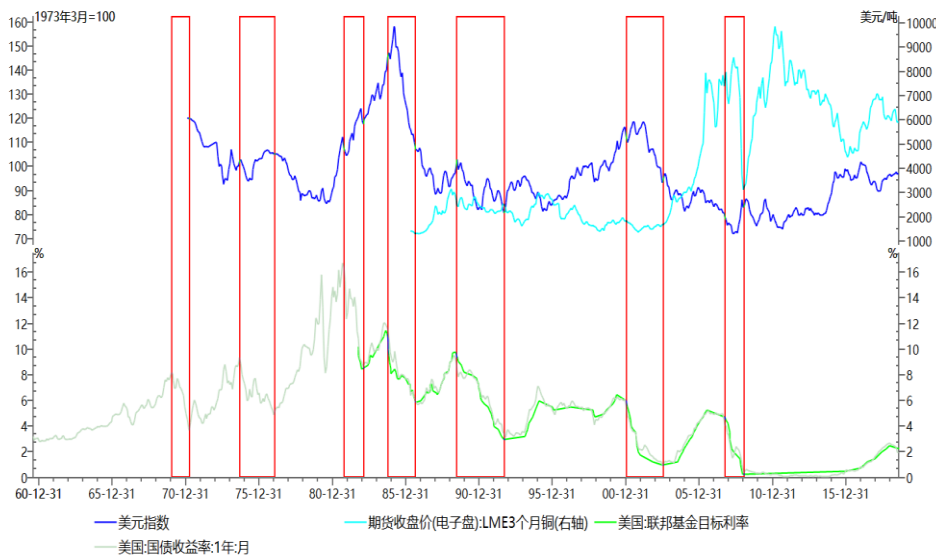
基于以上结论，我们认为站在目前的时点，美国经济较非美经济体依然强势，并且非美经济体目前也面临着较大的增长压力，因此我们认为短期内不会出现非美经济体增速快于美国经济增速而导致美元周期性大幅贬值的可能性。而更可能的是在目前全球经济“劣中选优”的阶段，美元依然维持高位震荡。

（二）美元指数、美联储降息周期与铜价

1、美元周期与美联储降息周期：美联储降息周期中美元不一定走弱

美联储降息周期中美元不一定走弱。通过对比美元指数与美联储降息周期的关系，我们可以发现美联储降息周期美元不一定走弱（例如1975年、1982年、2008年）。即便美元走弱也不是一蹴而就，美元贬值过程中也存在着大幅度升值的阶段（例如1990年）。究其原因，美联储降息周期往往对应着美国经济相对走弱的阶段，但是同时期的非美经济体增速可能比美国经济增速更低，导致美元在美联储降息周期反而走强。另外，美元还受到实际利率、国际资本流动以及市场风险偏好等多重因素影响，因此分析美元指数不应只基于对央行货币政策的判断。

图表 2 美元指数、美联储降息周期与铜价



资料来源：Wind，华创证券

2、美联储降息周期与铜价：美联储降息周期与铜价的直接关系较为模糊

美联储降息周期与铜价的直接关系较为模糊。通过对比1983年以来美联储进行的四轮降息周期，我们发现铜价在降息期间涨跌不一。分时期来看：

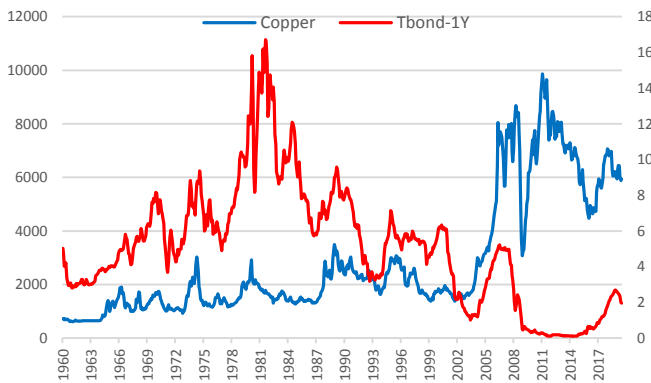
第一轮降息周期：1984.09.20-1986.08.21，历时700天，联邦基金目标利率从11.5%下降到5.875%。此轮降息周期中，铜价从1293.6美元/吨上涨到1317.9美元/吨，涨幅1.88%。

第二轮降息周期: 1989.06.06-1992.09.04, 历时 1186 天, 联邦基金目标利率从 9.8125% 下降到 3%。此轮降息周期中, 铜价从 2427.2 美元/吨上涨到 2506 美元/吨, 涨幅 3.25%。

第三轮降息周期: 2001.01.03-2003.06.25, 历时 903 天, 联邦基金目标利率从 6.5% 下降到 1%。此轮降息周期中, 铜价从 1740 美元/吨下跌到 1676.5 美元/吨, 跌幅 3.65%。

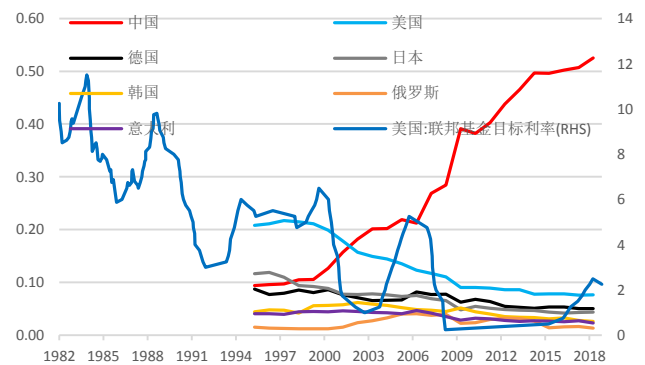
第四轮降息周期: 2007.09.18-2008.12.16, 历时 445 天, 联邦基金目标利率从 5.25% 下降到 0.25%。此轮降息周期中铜价从 7590 美元/吨下跌到 3055 美元/吨, 跌幅 59.75%。

图表 3 铜价与美国 1 年期国债利率



资料来源: The World Bank, Wind, 华创证券

图表 4 铜消费国别占比与联邦基金目标利率



资料来源: Wind, 华创证券

通过上述分析可以看出, 铜价的涨跌和美联储降息周期的关系不是很明确, 在前两轮降息周期中表现为铜价的弱势上涨, 后两轮降息周期的弱势下跌和因为全球金融危机导致的铜价大跌。究其原因, 我们认为二元地机械分析美联储降息周期和铜价的关系忽略了铜消费的经济背景。具体来看, 2002 年以前相关发达经济体铜消费在全球铜消费的占比较高, 而中国的消费占比较低。2002 年以后随着国内经济的崛起, 铜消费占比从 10% 以下攀升到目前的 50% 左右。而目前美国的全球铜消费占比处于 10% 以下。因此实际上 2002 年以前的美联储降息周期和铜价的关系可能更加明确, 即美国经济有走弱的风险, 美联储进行了降息刺激经济, 铜价微弱上涨。但是因为 2002 年以后, 中国在全球铜消费的占比逐步提升, 因此美联储作为全球央行虽然可以对以美元定价的铜价以及很多国家经济产生影响, 其释放流动性也可能导致部分国家跟随释放流动性, 但是美联储的降息和铜价的关系也越来越模糊。

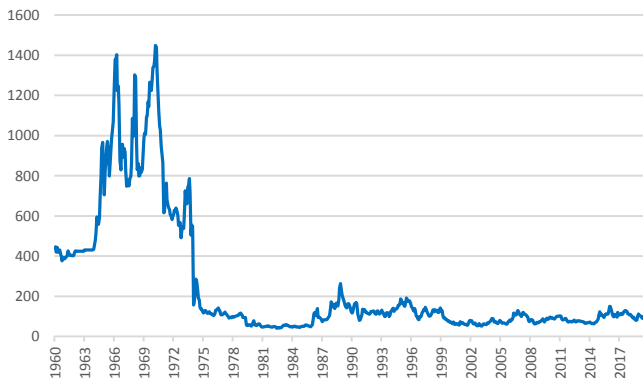
2002 年以前美国经济总量在全球占比较大, 美联储作为全球央行对于全球流动性的管理更具主导性, 但是随着新兴经济体国家的崛起, 各国央行在全球经济中的话语权逐步增强, 美联储对于全球流动性的管理也存在着较大的不确定性和时滞。以 2008 年的降息周期为例, 美国出现金融危机, 率先降息刺激经济, 此后维持了相当长一段时间的极低利率, 而此后也有欧洲的量化宽松货币政策以及中国的“四万亿”刺激政策, 全球流动性泛滥导致铜价出现了一波大牛市。因此我们认为单独讨论美联储降息周期与铜价的直接关系没有太大意义, 并且结论是模糊的, 必须同时考虑是否会引起其他主要经济体的财政和货币刺激才能更好地分析铜价的涨跌。

近期全球已有多国央行提前或跟随美联储降息, 美联储的预期管理已经使得流动性逐步在全球释放。但是我们认为针对美联储的此次降息, 首先要确定它是否是一个“周期”。因为始于 2015 年的本轮美联储加息周期实际是有史以来加息频率最低的一次, 美联储在某种程度上进行了前瞻性经济管理和相机抉择。所以针对此次 8 月初的降息, 我们认为还要考虑这是否会成为一个“周期”, 亦或只是与加息结合的综合调整(类似 1995 年-2000 年的情形)。而因为中国、欧洲以及日韩的全球铜消费占比已经很高, 所以铜价的涨跌和这些国家的货币政策的关联性更强。

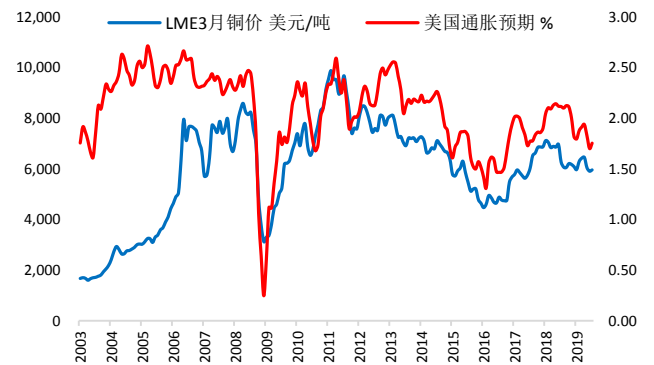
3、美国通胀预期与铜价: 美国通胀预期与铜价存在较强的正相关性

2002 年以前美国 1 年期国债利率与铜价具有一定程度的正相关性。究其原因, 电解铜因其用途主要存在于终端消费

端，而非前期生产建设端，所以铜价反映的是美国的通胀预期。铜油比价可以较好地反映铜价上涨的原因，以1963-1973年为例，1973年以前，石油危机尚未爆发，国际油价长期处于较低水平，但是此期间铜油比价却大幅上涨，主因美国经济向好导致的需求拉动型通胀；而1975年以后，油价逐步恢复市场化定价，1987-1999年铜油比再次走高，铜价达到历史新高。2004-2008年期间，铜价油价联袂上涨，此期间铜油比价的上涨幅度较前期小，主要还是因为此期间的铜消费有亚洲经济崛起的拉动，但是也存在成本推动型通胀，美国的通胀预期更是在此期间前已经达到2.5%的历史高位。

图表 5 铜油比价


资料来源：The World Bank，华创证券

图表 6 铜价与美国通胀预期


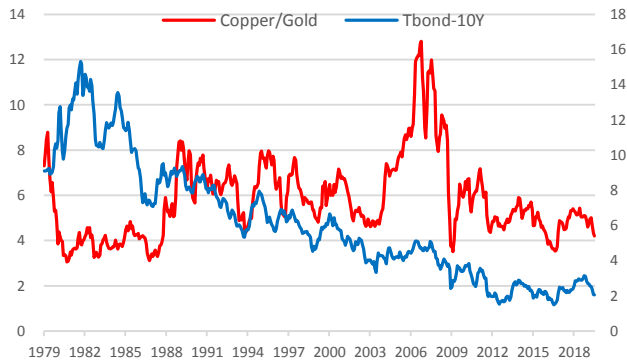
资料来源：Wind，华创证券

（三）美国国债利率、金价与铜价

铜金比与美国 10 年期国债收益率呈现一定程度的正相关。1978 年以前因为布雷顿森林体系的存在，金价受到美元的牵制，因此使得铜金比与美国 10 年期国债收益率的关系不是非常明确。1978 年 4 月，随着《牙买加协定》的签订，全球货币体系的金本位制宣告终结，此后铜金比价绝大部分时间都维持在固定的区间内，并且其波动方向与美国 10 年期国债收益率基本一致，但是幅度有较大差别。

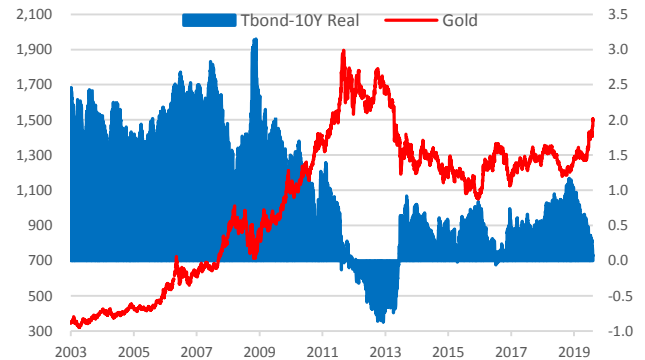
铜金比价目前已经接近 1980 年以来的历史相对低位，如若美联储进入降息周期，则铜金比依然具有下行空间。2019 年 7 月铜金比均值为 4.2，而此前 2016 年 2-10 月和 2008 年 12 月-2009 年 2 月，铜金比均处于 4 以下，最低分别达到 3.55 和 3.52。将 2019 年 7 月的电解铜均价 5941.2 美元/吨以 3.52 的铜金比计算的黄金静态潜在价格为 1687.84 美元/盎司，相对 7 月黄金均价 1412.89 美元/盎司仍有接近 20% 上涨空间。2016 年的 9 个月内铜金比均维持在 4 以下，主因当时铜价维持低位震荡而金价受到美国实际利率走低的影响而大幅走高。目前金价和实际利率的关系与 2016 年类似，美国 10 年期国债实际利率持续走低，甚至短期转负导致金价大涨。目前美国 10 年期国债实际利率逐步向零逼近。

图表 7 铜金比与美国 10 年期国债收益率



资料来源: The World Bank, 华创证券

图表 8 金价与美国 10 年期国债实际利率



资料来源: Wind, 华创证券

宏观经济学中关于利率存在 $(1 + \text{名义利率}) = (1 + \text{实际利率}) * (1 + \text{预期通货膨胀率})$ 的关系，逐步推导可以得到：

- (a) $1 + \text{名义利率} = 1 + \text{实际利率} + \text{预期通货膨胀率} + \text{实际利率} * \text{预期通货膨胀率}$
- (b) $\text{名义利率} \approx \text{实际利率} + \text{预期通货膨胀率}$
- (c) $\text{名义利率} \approx \text{黄金} + \text{铜}$
- (d) $\text{名义利率} \approx \text{铜金比}$

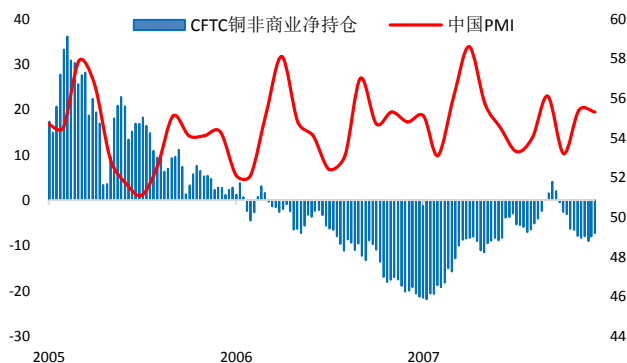
通过此公式可以看出，铜价代表美国通胀预期，金价与实际利率负相关，两者的比值刚好是名义利率。

从铜价的角度来看，目前铜价较前期的支撑位 5800 美元/吨已经下移，或许预示着美国通胀预期有所走弱，那么我们认为后期金价上涨面临的最大风险就是通胀预期的迅速下移，导致实际利率走高。对于通胀预期下移需要等待九月美联储议息会议结果与美国经济数据的再次确认。

(四) 经济增长与铜价：国内铜消费量的稳步提升带来中国消费定价权的增加

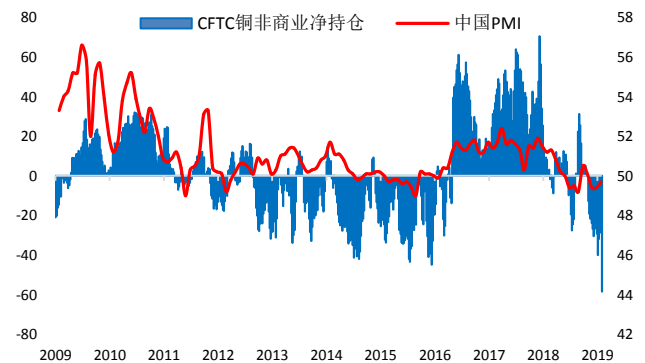
国内铜消费量的稳步提升带来中国消费定价权的增加。2008 年以前国内铜消费占全球的比例低于 30%，此后因为国内为了应对全球经济危机，采用的相关财政和货币刺激政策导致国内的铜消费量占比大幅提升至目前的 50% 左右。因此我们可以看到 2008 年以前铜 CFTC 非商业持仓和中国制造业 PMI 相关性不强，而 2008 年以后国内 PMI 与非商业净持仓具有较强的正相关性。今年 5 月以来，国内制造业 PMI 已经连续三个月处于荣枯线以下，而 CFTC 铜非商业净空头寸已经刷新了 1990 年以来的历史新高，达到 5.84 万手。

图表 9 非商业净持仓与中国 PMI (08 年前)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 非商业净持仓与中国 PMI (08 年后)

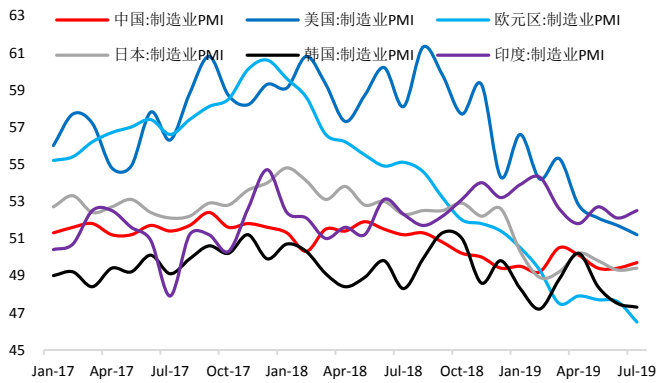


资料来源: Wind, 华创证券

全球经济依然处于“劣中选优”阶段。目前全球主要经济体中，除了美国和印度，中日韩以及欧元区制造业 PMI 均处于 50 以下，但是 7 月份中国和日本的制造业 PMI 环比六月份有边际改善。另外，美国、欧元区以及韩国制造业 PMI 连续多月持续走差，尚未有改善的迹象。在全球经济比差的“劣中选优”阶段，美国依然要好于其他主要经济体，因此也就预示了目前美元指数高位震荡的状态。后期美元指数的下行风险主要来自于目前处于荣枯线以下的主要经济体经济状况的边际改善以及美国经济的承压下行。

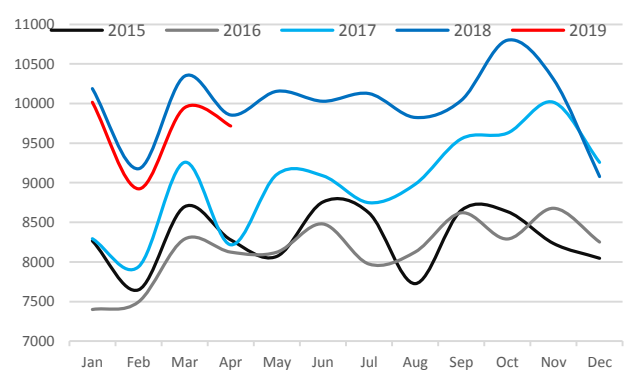
中美贸易战的实质性影响已在今年显现。去年虽然中美贸易战导致金融体系相关资产出现大幅下跌，但是实际只是心理预期层面的影响，而对于实体经济和全球贸易的影响也并没有完全显现。并且因为去年国内存在“抢出口”效应，导致美国、欧盟以及日本等国 10 月份进口额同比环比均出现大幅增长。但是今年以来，主要经济体当期商品贸易进口额同比出现负增长，全球贸易摩擦的实际影响正在逐步显现。中国作为有色金属消费大国以及有色金属制成品的出口大国，在大部分矿石依赖进口的背景下，全球贸易量的萎缩将会导致全球有色金属消费量的间接萎缩。中美贸易摩擦已经使铜价从去年的 7348 美元/吨快速下跌到目前的 5800 美元/吨以下，但是前期贸易战对于铜价的更多是宏观金融层面，而今年更多针对实际铜消费的影响将逐步显现。

图表 11 主要经济体制造业 PMI



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 中日欧美当期商品贸易进口金额(亿美元)



资料来源: Wind, 华创证券

二、行业基本面

(一) 库存: 全球已然步入阶段性累库阶段

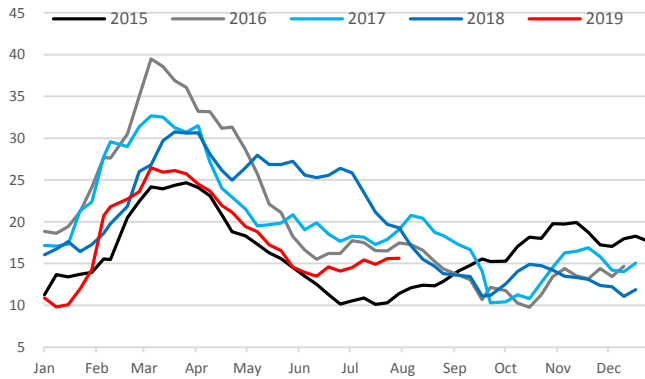
全球已然步入阶段性累库阶段。截止 8 月 9 日当周，全球交易所+上海保税区库存共计 85.54 万吨，较年初增加 5.27 万吨 (+6.57%)。进入六月份以后，国内逐步开始进入淡季累库阶段，今年截止目前的累库幅度低于近三年水平，一方面是因为国内二季度检修较多，导致今年上半年电解铜产量同比下滑 1.15%；另一方面则因为今年上半年国内电解铜进口量较去年同比下滑 12.39%。两项因素叠加导致国内电解铜供应量同比下滑，因此体现在库存上就是淡季累库高度同比偏低。

今年 LME 亚洲库存与上海保税区库存存在此消彼长的关系。今年 3 月份以后 LME 亚洲和欧洲仓库开始逐步累库而 LME 北美洲仓库持续去库。LME 亚洲仓库库存的累计和上海保税区库存的下降有较大的关系，因为四月初国内某大型贸易商出现资金问题，导致不得不出售其控制的保税区货源，导致前期保税区的锁定库存目前全部变为“活库存”，叠加 3 月份 LME 铜价的大幅 Back 结构，库存活化使得贸易商有激励降保税区库存运至 LME 亚洲仓库交货。因此今年虽然看到国内进口盈利窗口打开，并且保税区库存持续下滑，但是并未出现国内库存快速累积的现象。另外，保税区到货数量减少也是导致保税区库存持续下滑的一个原因，我们认为后期只要 LME 价格适宜并且随着国内下半年消费旺季的来临，上海保税区仍会继续去库。

COMEX 库存的增减更多受到套利因素影响。2017 年开始 COMEX 持续累库而 LME 北美洲库存在上半年完成去库

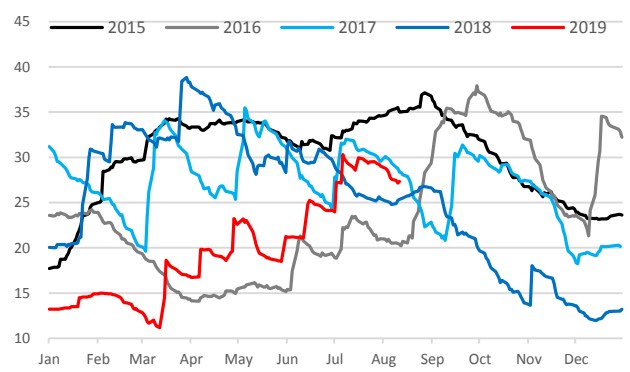
以后维持低位震荡，两地库存之前存在此消彼长的关系，而推动两地库存增减变化的主要原因是市场上存在着 LME-COMEX 市场套利，我们发现 LME/COMEX 比价相对 LME-COMEX 库存差领先约 30 天，两个指标之间存在明显的负相关关系。当 LME/COMEX 比较走高时，就会促使 LME 北美洲库存相对 COMEX 库存增加，进而引发 COMEX 库存的增减变化。另外，今年以来 LME 北美洲库存和 COMEX 库存同时去库说明美国铜消费状况较好。

图表 13 SHFE 库存季节图 (万吨)



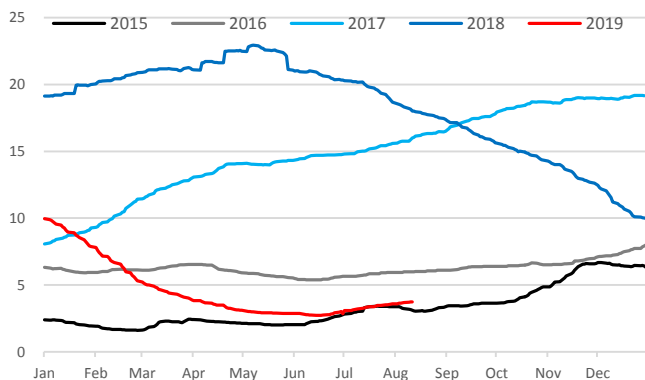
资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 LME 库存季节图 (万吨)



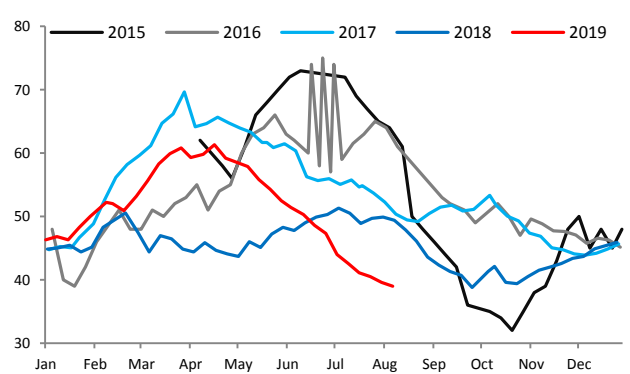
资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 COMEX 库存季节图 (万吨)



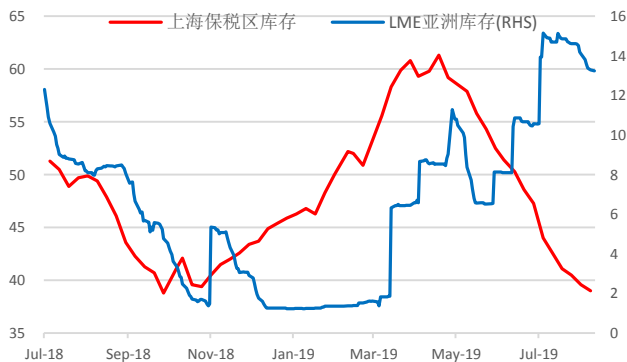
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 上海保税区库存季节图 (万吨)



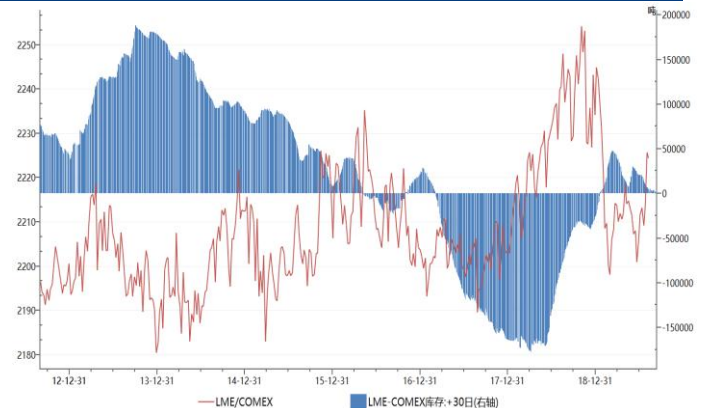
资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 LME 亚洲库存与保税区库存 (万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 LME/COMEX 比价与库存关系



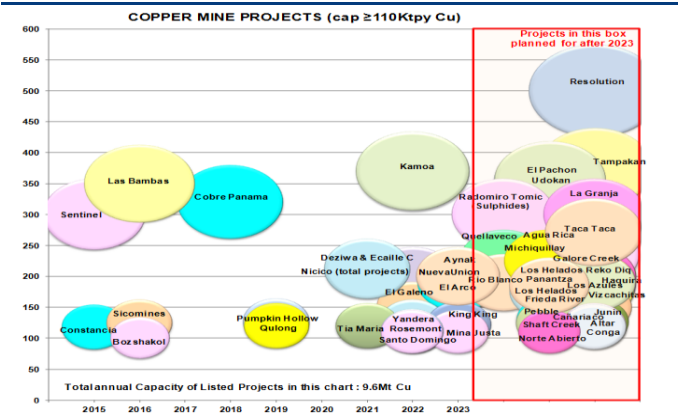
资料来源: Wind, 华创证券

(二) 原料端

1、铜精矿：矿端供应紧缩加剧，干扰事件频发

缺乏大型矿山项目投产，矿端供应紧缩加剧，干扰事件频发。Wood Mackenzie 将今年的铜精矿产量增速调整为-0.8%，预计今年损失的矿产量约为 166 万吨。近五年的统计数据显示，下半年铜矿的干扰率要显著高于上半年，而今年上半年的铜矿干扰率本来就比较高，因此预期下半年干扰事件将会频繁出现。另外智利国家铜业公司旗下 Chuquibambilla 冶炼厂的重启工作被推迟到 10 月底，该冶炼厂去年产量 32 万吨，预计重启后将对今年四季度国外铜精矿供需平衡产生重大影响，四季度铜精矿短缺之势将进一步加剧。

图表 19 2020 年以前大型铜矿投产项目较少



资料来源: ICSG, 华创证券

图表 20 2019 年主要矿山项目和扩建项目

国家	2017	2018	2019	2019年以后
智利			Carapaluma 65kt (Conc.)	Hilcorp 25kt (Conc.) Zona 5 50kt (Conc.)
中国	Jia Ma phase II 43kt exp (Conc.), Puling 50kt (Conc.), Shou 20kt (Conc.), Zhenyuan 35kt exp (Conc.)	Xietongmen 56kt (Conc.)	Qulong 120kt (Conc.), Dubeaoshan 49kt exp (Conc.)	Los Palambres 55kt exp (Conc.), Mantowende 25kt (Conc.), Michita 25kt (Conc.), Sierra Gorda 25kt (SKEW), Spence 170kt (Conc.)
刚果(金)	Kinsenda 24kt (Conc.), Kipit 8kt exp (SKEW)	Kamoto 135kt exp (SKEW), Kipushi Mill 10kt (Conc.)	Kolwezi tailings 70kt (SKEW), Pumps 50kt (SKEW)	Dikuwe & Mashamba Ouest (Sicomines) 80kt exp (Conc.), Misono 43kt (SKEW)
厄瓜多尔				Mislor 60kt (Conc.)
厄立特里亚				Asmara 29kt (Conc.)
印度尼西亚	Samas 12kt exp (Conc.)	ICC mines 10kt (Conc.)	BKM 25kt (SKEW)	
以色列				Darhez 26kt (Conc.), Chaf Firozah and Lye 25kt (Conc.), Dar Alou 27kt (Conc.), Tuff 28kt (Conc.), Suragan 100kt (SKEW)
以色列			Arava Mines 26kt (SKEW)	
哈萨克斯坦	Antogay 90kt (Conc.)			Kachiga 38kt (Conc.)
马来西亚				Bohita 16kt (Conc.)
墨西哥			El Pilar 38kt (SKEW), La Candida exp 35kt (Conc.)	
蒙古				Tasjan Suvarga 75kt (Conc.)
巴西/智利/厄瓜多尔			Solara 1 Project 80kt (Conc.)	
巴拿马				
秘鲁		Cobre Panama 320kt (Conc.) Tropojila exp (Conc.) from 120kt in 2017 to 225kt by 2019		Tia Maria 120kt (SKEW)
俄罗斯	Fater Division 20kt exp (Conc.)	Chita Project 68kt (Conc.)		Tomskoye 63kt (Conc.)
罗马尼亚				Bohita 25kt (Conc.)
美国		Gunnison 50kt (SKEW)	Pumpkin Hollow 24kt + 100kt exp (Conc.)	Flawcra 38kt (SKEW)
赞比亚	Kansanshi 50kt exp to 260kt (Conc.)	Chambishi 60kt exp to 90kt by 2020 (Conc.)		Ichimpe 35kt (SKEW), Konkola 50kt exp (Conc.), Mokatambo 10kt (Conc.)

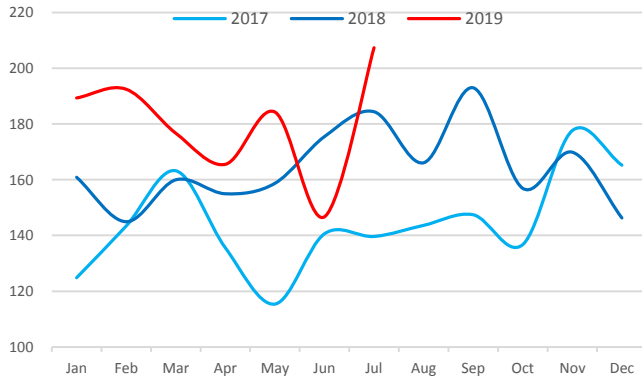
资料来源: ICSG, 华创证券

长单定价跟随零单价格显著下调。截止 8 月 9 日，国内精矿进口零单 TC 已经处于 53-57 美元/吨的价格区间，较年初的 94.5 大幅下滑 42%，矿端紧缩以及下半年国内冶炼厂新建增加导致市场对于 TC 持续下行形成了一定的预期。据 MB 消息，7 月中旬智利大型矿山 Antofagasta 与国内两大冶炼厂签订了 2020 年上半年的长单，TC 定在 65 美元/吨左右，据称此项长单交易涉及约 10 万吨铜精矿。据 SMM 消息，CSPT 小组在吉林珲春召开了最新第三季度的 Floor price 价格会，并敲定第三季度的 TC 地板价为 Mids-50 (55 美元/吨上下)，TC 以 55 美元/吨为基数，较 2019 年 Q2 下降了 18 美元。

铜精矿进口同比大幅增长，冶炼厂三季度备货基本结束。2019 年 7 月国内铜精矿进口量 207.4 万吨，同比上升 12.46%，1-7 月累计进口 1262.53 万吨，同比增长 10.8%。今年铜精矿进口同比大幅增长主因国内冶炼厂新建较多，因此存

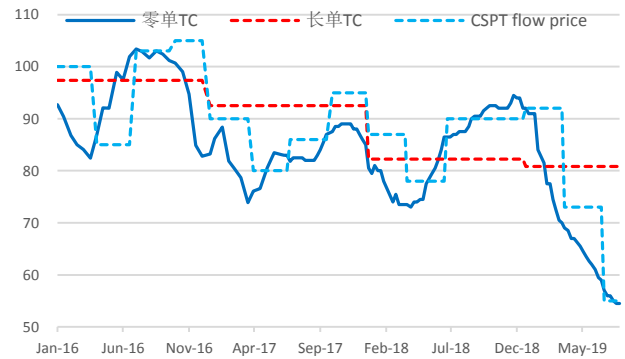
在冶炼厂提前备货，而去年新扩建的冶炼厂因为逐步投产也加大了铜精矿的进口。据 SMM 了解，目前冶炼厂三季度备货已基本结束，因此持续走低的加工费对于短期内冶炼厂的生产压力有所减缓。

图表 21 铜精矿进口季节图 (万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 铜精矿进口加工费



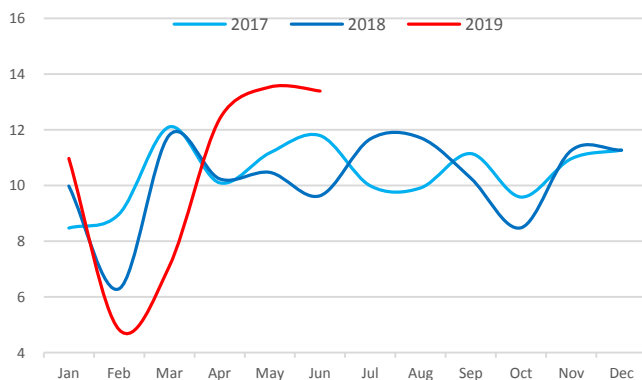
资料来源: SMM, 华创证券

2、废铜：供应较为宽松，精废价差持续低位

废铜供应较为宽松，精废价差持续低位。今年下半年虽然开始执行废六类限制进口政策，并且市场预期上半年会出现“抢进口”，但是实际来看因为精废价差维持低位，废铜经济性较差，因此抢进口效应并不明显，但是上半年进口废铜的含铜量较去年有大幅提升。我们通过测算，目前进口废铜的含铜量接近 78%，1-6 月累计进口废铜 62.2 万金属吨，同比增长 6.48%，因此上半年来看，废铜并不短缺。

废铜对于铜价的影响更多是“锦上添花”而非“雪中送炭”。我们认为国内对于废铜限制进口政策会考虑到过渡期内的企业生产及原料价格稳定，不会人为造成原料短缺。今年精废价差维持低位，市场对于废铜的需求较为低迷，废铜对于铜价的影响更多是“锦上添花”而非“雪中送炭”，只有铜价走高，精废价差拉大以后市场才会考虑废铜的供需。废铜的对于精铜的作用更像是一个“蓄水池”，用来调节精铜的短缺，当精废价差拉大时，会有废铜流出以弥补市场上短期的精铜不足。

图表 23 进口废铜金属量 (万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 精废价差



资料来源: Wind, 华创证券

(三) 冶炼端：新扩建计划较多，但是实际投产不如年初预期

今年冶炼厂新扩建计划较多，但是实际投产不如年初预期。据 SMM 数据，年初时市场预期今年投产的粗炼产能接

近 80 万吨，精炼产能约 100 万吨。但是目前我们调研了解到，部分项目（如新疆五鑫、福建紫金）今年可能无法投产。而 4 月份投产的广西南国尚未达产，依然处于爬产期，预计明年可达产。5 月份投产的赤峰云铜目前已接近满产状态。去年投产的中铝东南等冶炼厂依然处于爬产阶段，逐步释放产量。通过对今年和去年冶炼厂新扩建投产产量的测算，我们预计今年电解铜产量增量在 20-30 万吨，较年初预期的 50 万吨有所下调。

加工费及硫酸价格持续走低，但冶炼厂减产意愿不强。2018 年年底以来，国内硫酸价格持续走低。进入今年六月，部分冶炼厂 98% 硫酸的价格以及达到 100-200 元/吨。目前硫酸价格持续下滑主因国内下游需求羸弱而冶炼厂检修结束导致供应增加。目前较低的铜矿加工费叠加硫酸价格持续下滑，已经有部分冶炼厂出现亏损。目前从调研来看，铜精矿 TC 及硫酸等副产品问题尚未对冶炼厂生产产生影响，部分冶炼厂表示因为减产、停产导致的问题比亏损更严重，因此不会轻易停产减产。

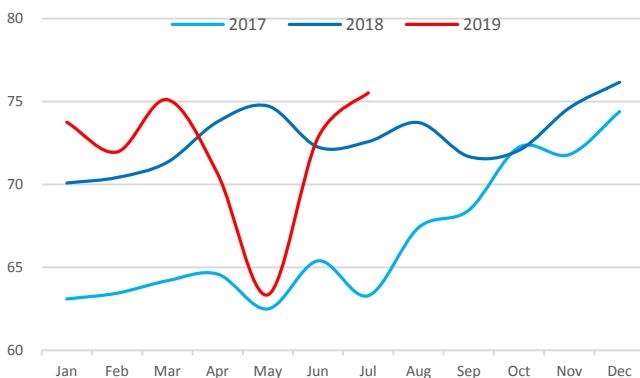
图表 25 2019 年国内冶炼厂新扩建情况

公司名称	新增粗炼产能（万吨）	新增精炼产能（万吨）	生产原料	投产时间
山东恒邦	0	15	铜精矿	2019 年 2H
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019 年 5 月
广西南国	30	30	铜精矿	2019 年 4 月
兰溪自立环保	0	10	废铜/粗铜	2019 年 10 月
黑龙江紫金	10	15	铜精矿	2019 年 9 月
合计	65	95		

资料来源：SMM，华创证券

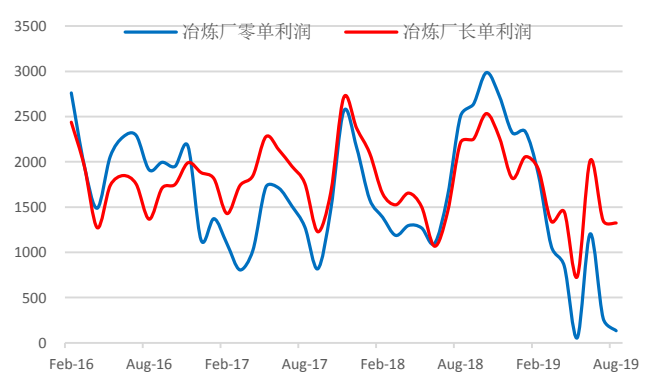
上半年精铜产量受检修等影响，下半年开工率会逐步提高弥补年内计划产量。2019 年 1-7 月 SMM 中国电解铜累计产量 503.04 万吨，累计同比减少 0.43%。因为上半年产量的负增长，我们预计下半年冶炼厂将会逐步提高开工率以达到今年的计划产量。目前持续走低的加工费对于部分中小型私营冶炼厂形成较大的压力。

图表 26 电解铜产量季节图（万吨）



资料来源：SMM，华创证券

图表 27 冶炼厂模拟利润



资料来源：Wind，华创证券

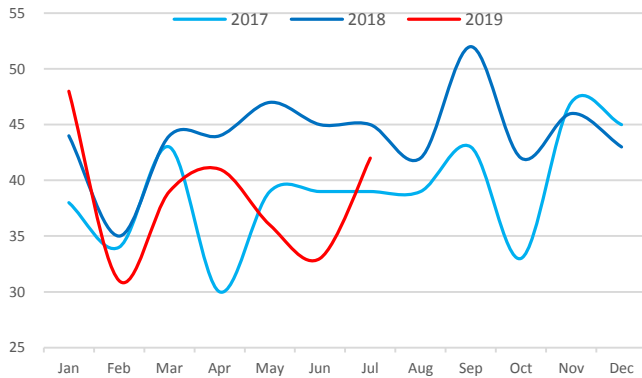
（四）精铜进口：进口同比下滑，主因贸易融资性需求的减少

7 月国内未锻造铜及铜材进口量 42 万吨，同比下滑 6.67%，1-7 月累计同比下滑 11.77%。历史数据显示进口精炼铜占未锻造铜及铜材进口量的 70% 左右。2019 年 6 月国内精炼铜进口 21.7 万吨，同比下滑 30.03%，1-6 月累计同比下滑 12.39%。

下半年国内冶炼厂检修较少以及新扩建产能逐步投放对于精炼铜进口会施加一定的压力。近期因为人民币贬值

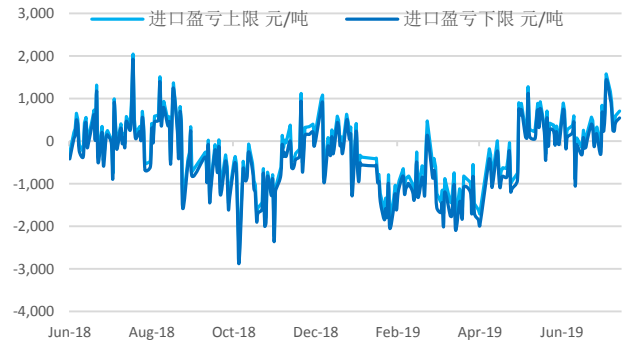
等因素影响，进口盈利窗口有所打开，洋山铜溢价有所走高。7月份进口盈利窗口打开是导致进口环比增加的主要原因。前期某贸易公司资金链出现问题以后导致国内进口趋于理性，贸易性融资进口大幅减少，这也是导致今年进口同比去年下滑的主要原因。

图表 28 未锻造铜及铜材进口量季节图（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 29 电解铜现货进口盈亏



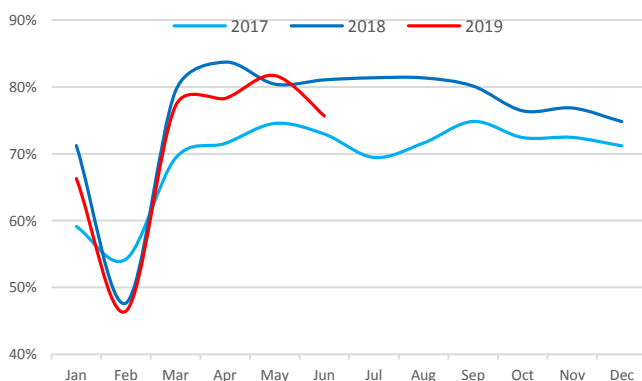
资料来源：Wind，华创证券

（五）铜材

1、铜材开工率：下游消费进入淡季，各品种缺乏亮点

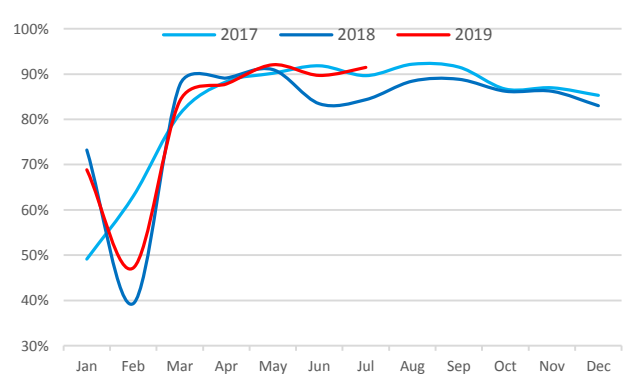
据 SMM 调研，国内 6 月铜杆线企业开工率为 75.65%，环比下滑 6.05%；7 月铜管企业开工率为 80.24%，环比下滑 6.14%；6 月铜板带箔企业开工率 69.32%，环比下滑 1.85%。7 月电线电缆企业开工率 91.48%，环比上升 1.78%。

图表 30 铜杆线企业开工率



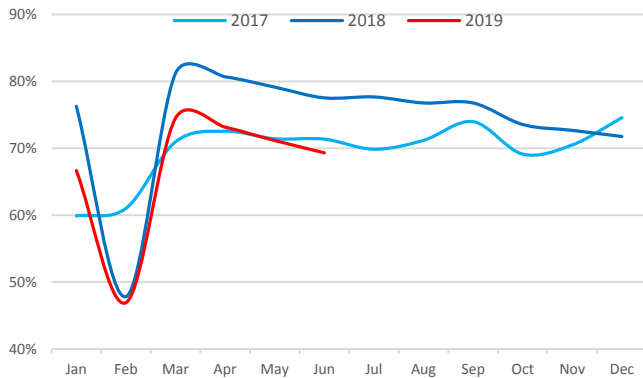
资料来源：SMM，华创证券

图表 31 电线电缆企业开工率



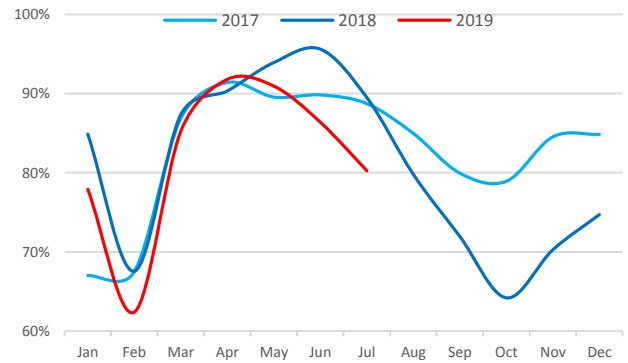
资料来源：SMM，华创证券

图表 32 铜板带箔企业开工率



资料来源: SMM, 华创证券

图表 33 铜管企业开工率

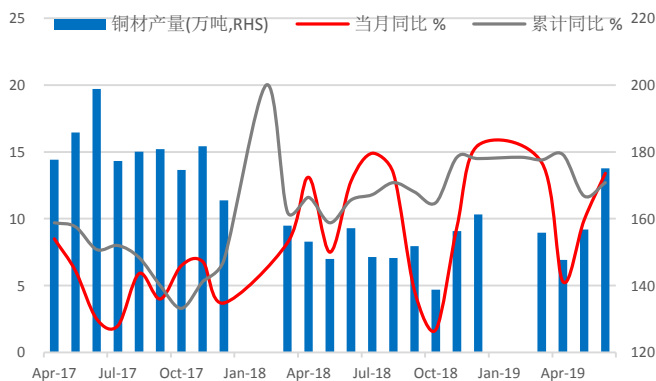


资料来源: SMM, 华创证券

2、铜材产量及进口: 产量同比大幅增加, 首次出现净出口格局

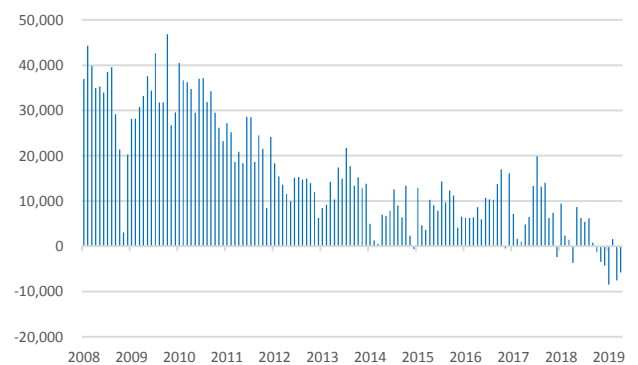
据国家统计局数据, 今年6月国内铜材产量175.1万吨, 同比增加13.4%, 1-6月累计同比增加12.7%。今年以来国内铜材维持净出口, 但是净出口量较小, 每月基本维持在3000-10000吨左右。

图表 34 国内铜材产量



资料来源: Wind, 华创证券

图表 35 铜材净进口量(吨)



资料来源: Wind, 华创证券

三、江苏铜材消费调研总结

(一) 调研总结

- 1.今年上半年个别大型线缆企业中低压线缆产量同比出现明显的正增长, 并且7月份存在好转迹象。其中低压消费较好, 但是中压同比有所减少。其他调研的线缆企业低压线缆与去年同期基本持平, 中压线缆同比出现负增长, 主因上半年电网投资增速维持负增长。
- 2.部分电缆企业在目前铜价46000-47000元/吨的区间内会进行备库或套保, 认为下半年或四季度消费可能会有所好转, 进而带动铜价进入修复行情。部分铜杆和线缆企业进行完全保值, 不会进行提前备库, 按需采购, 认为下半年价格可能不温不火, 不会有太大波动。铜杆线企业表示在目前的价位下, 来自电缆企业的订单量有所增多。
- 3.调研的铜杆线企业中对于汽车线的生产均有所下滑, 主因国内汽车产销疲弱, 但是大型企业汽车线产量下滑的时间较小企业有所延后, 因为供应的主要为国内龙头企业。

4.部分铜杆线企业后期业务将逐步转向高端的铜线产品，对于铜杆的业务量会有所收缩，主因铜杆等低端产品毛利较低，有时还会存在亏损。

5.漆包线方面，部分企业开工率较好，但是有的企业认为下半年消费不会很好。

6.铜板带方面，调研企业受到下游电子产品及汽车家电等行业影响，开工率有所下滑，预计后期不会好转。

（二）调研感悟

从我们近期对江苏铜材消费调研状况来看，大部分现货企业对于三季度铜价不是很乐观，但是对于四季度的铜价依然有所期待。从我们最近的多方交流来看，市场上看多铜价的投资者依然较多，并且现货企业在46000-47000元/吨的位置会考虑套保或原料备库。因此我们认为目前市场多头偏多，并且基于对于国内四季度消费向好的预期，导致前期铜价持续维持在46000元/吨（5800美元/吨）的上方运行，市场似乎缺乏大幅做空的动能。但是如果目前市场基于四季度的消费预期以及支撑位的心理锚定因素在46000元/吨附近的位置布局了较多的多头仓位，那么可能导致后期的多头增仓动能不足，并且如果四季度国内房地产竣工亦或电力投资没有如期反弹，那么价格可能无法获得现有的支撑。因此我们认为虽然目前铜价的核心矛盾在下游消费，但是后期致使价格中枢上移的因素或许不是源自消费方面的刺激因素。

四、行情研判

（一）铜：宏观定性偏空，基本面中性偏乐观

宏观方面，我们预计短期内美元指数依然会维持高位震荡，因此对于铜价的压制不会减弱。而美联储降息周期也不一定导致铜价上涨，需要观察其他主要经济体的货币政策。中美贸易战及其导致的全球贸易量萎缩依然是目前压制铜价的主要因素。铜价代表着美国的通胀预期，介于目前美联储或许进入新一轮降息周期，而降息初期是对经济走弱的确认，后期或带动通胀预期的走低，因此通胀方面对铜价也会有一定的压制。中国作为全球铜消费大国，其经济强弱对于铜价强弱具有举足轻重的作用，目前疲弱的国内经济以及下游消费无法支撑铜价上涨。因此我们认为宏观层面对于铜价的定性更为悲观。

基本面方面，近几年全球铜矿紧缺之势加剧，而国内冶炼厂新扩建以及国外冶炼厂的复产使得铜精矿更为紧缺。因此铜矿供应和成本端对于铜价依然存在支撑。近期国内进入消费淡季，全球库存逐步累积，因此短期内铜价在基本面方面依然维持震荡走势。而9月份开始，国内将进入下半年的消费旺季，市场对于下半年房地产竣工以及电力投资依然有所期待，但是基于我们7月底的消费调研来看，目前下游消费依然较为疲弱，尚未有改善的迹象。因此对于国内下游消费我们认为需要持续追踪。库存方面来看，目前全球库存较历史同期不算太高，并且隐性库存较少，即便下半年国内产量环比增长，预计对于消费端的压力不会很大。因此我们认为基本面层面对于铜价的定性是中性偏乐观。

（二）黄金：基于铜金比的相对估值，金价预期依然有近20%的涨幅空间

如果美联储继续降息，美国10年期国债收益率继续下行，那么铜金比也具备继续下行的压力。在本轮铜金比下行达到2008或2016年的水平的假设下，基于铜金比的相对定价，我们认为针对7月份的金价均价，金价料依然有接近20%的静态潜在上涨空间，但是需要考虑动态情形下，通胀预期下行速度快于名义利率导致的美国实际利率走高的风险。

五、风险提示

铜矿供应增速超预期，铜下游消费增速不及预期，美联储降息幅度超预期，中美贸易谈判快速达成协议。

大宗组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级分析师：王保庆

湘潭大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：李超

上海财经大学经济学硕士，CPA。曾任职于海通期货。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500