

铜行业周报（20191021-20191025）

推荐（维持）

调研铜贸易商以后的一点感想

- **市场回顾:** 本周沪铜主力合约价格上涨 820 元至 47,390 元/吨, 涨幅 1.76%, 伦铜三月合约 15 点价格上涨 157 美元至 5,882.5 美元/吨, 涨幅 2.74%, 剔除汇率以后沪伦比值下修, 伦铜略显强势。本周铜价震荡上行, 市场对于近期矿端干扰事件有所担忧, 叠加美元近期处于弱势地位, 铜价有所反弹。
- **精铜库存:** 本周 LME 铜库存 26.84 万吨, 较上周降 1.39 万吨 (-4.93%)。SHFE 库存 15.25 万吨, 较上周增 1.8 万吨 (+13.37%)。COMEX 库存 3.26 万吨, 较上周降 0.21 万吨 (-6.07%)。保税区库存 26.9 万吨, 较上周降 1.3 万吨 (-4.61%)。本周国内 SHFE 库存维持自国庆以来的第二周累库, 存在进入消费淡季而累库的可能性, 但是还需要观察下周的库存变动情况。保税区目前继续去库, 进口盈利窗口在本周又有所打开。
- **行业逻辑:** 本周全球铜显性库存继续降库, 超预期的是 SHFE 连续两周累库后本周再次开启去库, 但是本周去库并未使得近两周现货升水缩窄的趋势有所缓解。本周上海保税区继续维持去库, 但是因为沪伦比值走差导致进口窗口关闭, 保税区贸易升水同样出现大幅下滑, 内外贸均表现为库存与升水同降的现象。本周国内去库主要发生下江浙沪, 广东地区自 9 月下旬开始持续累库, 两地消费差异可见一斑。另外, 需要关注 LME 欧洲库存已经达到了近 6 年的相对高位, 而上次超过此库存水平发生在 2012 年欧债危机后和 2008 年金融危机后。从 CFTC 持仓可以看出, 自 9 月初开始, 净空头持仓持续下降, 主因空头持续减仓, 但是多头并未受到宏观氛围转暖而出现增仓, 而是随着空头同时平仓, 因此从多空双方持仓力量对比上可以看出, 目前铜价出现反弹主因空头减仓所致, 而空头减仓更多是因为近期中美贸易谈判、英国脱欧有所缓和, 并且加上多地矿山罢工以及目前全球较低的库存, 多空的风险收益比并不高, 并且前期空头获利颇丰, 短期内获利了结更为明智。本周我们调研了多家上海铜贸易商, 普遍反映国庆以后市场成交较节前有所走弱, 今年消费虽然一般, 但也没有市场预期的那样悲观, 因此需求只能定义为中性, 只不过需求增速没有过去几年高。贸易商普遍预期震荡行情仍将维持, 对于明年铜价悲观和乐观态度均存在。近期消费方面可以看到的利多因素是电网投资逐步修复、地产竣工数据连续两个月转暖、9 月铜管开工率同比环比均出现回升, 是否能够对实际消费起到提振作用还有待观察, 而 10 月份以后电线电缆开工率降季节性走弱, 市场对于年内电网能否完成投资计划仍抱有疑虑, 目前的库存趋势和消费数据趋势仍然无法对铜消费有较为乐观的判断。
- **宏观逻辑:** 本周美国 10 月 Markit 制造业 PMI 数据超预期, 叠加英镑欧元走弱, 美元指数有所反弹, 但是依然处于低位。本周欧元区、德国、法国相继公布的 10 月制造业 PMI 均不及预期, 欧央行 10 月议息会议结果符合市场预期, 将存款便利利率维持在 -0.5%, 11 月会按计划启动 QE。英国脱欧不断出现反转, 前期预期的 10 月 31 日脱欧已经无法完成, 而据 BBC 最新消息英国首相约翰逊计划在下周一发动提前大选, 以打破目前的脱欧僵局。下周四将公布中国 10 月制造业 PMI 以及 10 月美联储及日本央行利率决议及政策声明, 届时可观察其影响。本周五中美经贸高级别通话确认了就文本的技术性磋商基本完成, 中美贸易谈判氛围转暖进一步确认。对于目前的铜价, 短期看不到明确的做多信号, 但是短期内做空的风险收益比不是很好, 除非出现宏观方面的黑天鹅, 否则短期内看不到可能使得铜价出现大幅下跌的因素。
- **风险提示:** 精矿供给增速超预期、国内消费大幅下滑、美联储降息不及预期。

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 | | |
| 江西铜业 | 14.38 | 0.78 | 0.85 | 0.97 | 18.44 | 16.92 | 14.82 | 1.0 | 推荐 |
| 紫金矿业 | 3.24 | 0.18 | 0.18 | 0.27 | 18.0 | 18.0 | 12.0 | 2.1 | 推荐 |

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 10 月 25 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

联系人: 李超

电话: 021-25072562

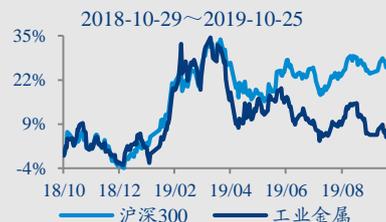
邮箱: lichao@hcyjs.com

行业基本数据

| | | 占比% |
|----------|----------|------|
| 股票家数(只) | 49 | 1.33 |
| 总市值(亿元) | 4,823.92 | 0.78 |
| 流通市值(亿元) | 3,692.28 | 0.82 |

相对指数表现

| | % | 1M | 6M | 12M |
|------|---|-------|--------|--------|
| 绝对表现 | | -2.52 | -13.06 | 5.65 |
| 相对表现 | | -3.19 | -11.92 | -16.34 |



相关研究报告

《铜行业周报(20190916-20190920): 宏观不确定性增加导致风险偏好下降》

2019-09-22

《铜行业周报(20191007-20191011): 贸易战暂时休战, 铜就应该大幅反弹了?》

2019-10-13

《铜行业周报(20191014-20191018): 英国脱欧再生变故, 重点关注欧央行利率决议》

2019-10-20

目录

| | |
|---|----|
| 一、商品价格、库存及持仓..... | 5 |
| (一) 商品价格: 调研铜贸易商以后的一点感想..... | 5 |
| (二) 交易所库存..... | 6 |
| 1、库存整体概览: 三大交易所+保税区库存较上周下降 3.19 万吨, 降幅 4.42%..... | 6 |
| 2、LME 库存分项: 亚洲降 0.67 万吨, 欧洲降 0.04 万吨, 北美洲降 0.03..... | 7 |
| 3、SHFE 库存分项: 上海降 1.05 万吨, 江苏降 0.07 万吨, 广东增 0.2 万吨, 浙江降 0.03 万吨..... | 8 |
| 4、COMEX 库存分项: 库存降 0.11 万吨至 3.15 万吨, 九月中旬以来持续去库..... | 8 |
| (三) 商品持仓及价格结构..... | 9 |
| 1、交易所期货持仓: 10 月 22 日报告周, 非商业空头净持仓降低 12.02%, 空头继续回补, 多头小幅开仓...9 | 9 |
| 2、期限结构及期现价差: 现货升水大幅下滑, LME Cash-3M 绝对价差缩小..... | 9 |
| 二、行业基本面..... | 10 |
| (一) 原料端..... | 10 |
| 1、铜精矿: 进口铜精矿零单指数较上周上涨 1.75 美元至 59.83 美元/吨..... | 10 |
| 2、废铜: 8 月废铜进口 7.45 万金属吨, 同比降 36.36%, 累计同比降 3.67%..... | 10 |
| 3、粗铜: 9 月国内进口粗铜 6.94 万吨, 同比下滑 34.66%, 累计同比下滑 20.75%..... | 11 |
| (二) 冶炼端..... | 11 |
| 1、冶炼厂新扩建及检修: 9-11 月份冶炼检修影响量仅约 2.1 万吨..... | 11 |
| 2、冶炼厂开工率及生产运行情况: 9 月中国电解铜产量为 75.93 万吨, 同比增 5.93%, 累计同比增 0.79%.13 | 13 |
| (三) 精炼铜进口: 9 月国内未锻造铜及铜材进口量 44.5 万吨, 同比降 14.42%, 累计同比降 11.3%..... | 13 |
| (四) 铜材..... | 14 |
| 1、铜材企业开工率: 9 月铜杆企业开工率为 76.81%, 环比上升 1.36%..... | 14 |
| 2、铜材产量及进口: 9 月国内铜材产量 175.6 万吨, 同比增 11.1%, 累计同比增 9.3%..... | 15 |
| 三、行业要闻..... | 16 |
| 四、风险提示..... | 16 |

图表目录

| | | |
|-------|------------------------|----|
| 图表 1 | 沪伦铜价..... | 5 |
| 图表 2 | 沪伦比值（剔除汇率）..... | 5 |
| 图表 3 | 交易所及保税区库存变化..... | 6 |
| 图表 4 | 三大交易所库存（万吨）..... | 6 |
| 图表 5 | SHFE 库存季节图（万吨）..... | 6 |
| 图表 6 | SHFE+保税区库存季节图（万吨）..... | 6 |
| 图表 7 | 全球分地区库存（万吨）..... | 6 |
| 图表 8 | LME 库存分地区..... | 7 |
| 图表 9 | LME 库存及注销仓单率..... | 7 |
| 图表 10 | LME 亚洲库存及注销仓单率..... | 7 |
| 图表 11 | LME 欧洲库存及注销仓单率..... | 7 |
| 图表 12 | LME 北美洲库存及注销仓单率..... | 7 |
| 图表 13 | 上海期货交易所库存分地区..... | 8 |
| 图表 14 | SHFE 库存及未制成仓单比率..... | 8 |
| 图表 15 | SHFE 库存分地区..... | 8 |
| 图表 16 | COMEX 库存及注销仓单率..... | 8 |
| 图表 17 | CFTC 持仓报告..... | 9 |
| 图表 18 | CFTC 非商业持仓..... | 9 |
| 图表 19 | CFTC 管理基金持仓..... | 9 |
| 图表 20 | 沪铜期限结构..... | 9 |
| 图表 21 | 伦铜月差结构..... | 9 |
| 图表 22 | 铜精矿进口季节图（万吨）..... | 10 |
| 图表 23 | 铜精矿进口加工费（美元/吨）..... | 10 |
| 图表 24 | 废铜进口金属量季节图（万吨）..... | 11 |
| 图表 25 | 精废价差（元/吨）..... | 11 |
| 图表 26 | 粗铜加工费均价（元/吨）..... | 11 |
| 图表 27 | 粗铜进口量季节图（万吨）..... | 11 |
| 图表 28 | 2019 年国内冶炼厂新扩建情况..... | 12 |
| 图表 29 | 2019 年国内冶炼厂检修情况..... | 12 |
| 图表 30 | 冶炼厂开工率季节图..... | 13 |
| 图表 31 | 精炼铜产量季节图（万吨）..... | 13 |
| 图表 32 | 冶炼厂硫酸价格（元/吨）..... | 13 |

| | | |
|-------|-------------------------|----|
| 图表 33 | 冶炼厂利润测算（元/吨） | 13 |
| 图表 34 | 未锻造铜及铜材进口量季节图（万吨） | 14 |
| 图表 35 | 电解铜现货进口盈亏 | 14 |
| 图表 36 | 上海保税区库存及升贴水 | 14 |
| 图表 37 | 铜杆线企业开工率 | 15 |
| 图表 38 | 电线电缆企业开工率 | 15 |
| 图表 39 | 铜板带箔企业开工率 | 15 |
| 图表 40 | 铜管企业开工率 | 15 |
| 图表 41 | 国内铜材产量 | 15 |
| 图表 42 | 铜材净进口量（吨） | 15 |

一、商品价格、库存及持仓

(一) 商品价格：调研铜贸易商以后的一点感想

本周沪铜主力合约价格上涨 820 元至 47,390 元/吨, 涨幅 1.76%, 伦铜三月合约 15 点价格上涨 157 美元至 5,882.5 美元/吨, 涨幅 2.74%, 剔除汇率以后沪伦比值下修, 伦铜略显强势。本周铜价震荡上行, 市场对于近期矿端干扰事件有所担忧, 叠加美元近期处于弱势地位, 铜价有所反弹。

行业方面, 本周全球铜显性库存继续降库, 超预期的是 SHFE 连续两周累库后本周再次开启去库, 但是本周去库并未使得近两周现货升水缩窄的趋势有所缓解。本周上海保税区继续维持去库, 但是因为沪伦比值走差导致进口窗口关闭, 保税区贸易升水同样出现大幅下滑, 内外贸均表现为库存与升水同降的现象。本周国内去库主要发生下江浙沪, 广东地区自 9 月下旬开始持续累库, 两地消费差异可见一斑。另外, 需要关注 LME 欧洲库存已经达到了近 6 年的相对高位, 而上次超过此库存水平发生在 2012 年欧债危机后和 2008 年金融危机后。从 CFTC 持仓可以看出, 自 9 月初开始, 净空头持仓持续下降, 主因空头持续减仓, 但是多头并未受到宏观氛围转暖而出现增仓, 而是随着空头同时平仓, 因此从多空双方持仓力量对比上可以看出, 目前铜价出现反弹主因空头减仓所致, 而空头减仓更多是因为近期中美贸易谈判、英国脱欧有所缓和, 并且加上多地矿山罢工以及目前全球较低的库存, 多空的风险收益比并不高, 并且前期空头获利颇丰, 短期内获利了结更为明智。本周我们调研了多家上海铜贸易商, 普遍反映国庆以后市场成交较节前有所走弱, 今年消费虽然一般, 但也没有市场预期的那样悲观, 因此需求只能定义为中性, 只不过需求增速没有过去几年高。贸易商普遍预期震荡行情仍将维持, 对于明年铜价悲观和乐观态度均存在。近期消费方面可以看到的利多因素是电网投资逐步修复、地产竣工数据连续两个月转暖、9 月铜管开工率同比环比均出现回升, 是否能够对实际消费起到提振作用还有待观察, 而 10 月份以后电线电缆开工率降季节性走弱, 市场对于年内国网能否完成投资计划仍抱有疑虑, 目前的库存趋势和消费数据趋势仍然无法对铜消费有较为乐观的判断。

宏观方面, 本周美国 10 月 Markit 制造业 PMI 数据超预期, 叠加英镑欧元走弱, 美元指数有所反弹, 但是依然处于低位。本周欧元区、德国、法国相继公布的 10 月制造业 PMI 均不及预期, 欧央行 10 月议息会议结果符合市场预期, 将存款便利利率维持在 -0.5%, 11 月会按计划启动 QE。英国脱欧不断出现反转, 前期预期的 10 月 31 日脱欧已经无法完成, 而据 BBC 最新消息英国首相约翰逊计划在下周一发动提前大选, 以打破目前的脱欧僵局。下周四将公布中国 10 月制造业 PMI 以及 10 月美联储及日本央行利率决议及政策声明, 届时可观察其影响。本周五中美经贸高级别通话确认了就文本的技术性磋商基本完成, 中美贸易谈判氛围转暖进一步确认。对于目前的铜价, 短期看不到明确的做多信号, 但是短期内做空的风险收益比不是很好, 除非出现宏观方面的黑天鹅, 否则短期内看不到可能使得铜价出现大幅下跌的因素。

图表 1 沪伦铜价



资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 沪伦比值 (剔除汇率)



资料来源: Wind, 华创证券

(二) 交易所库存

1、库存整体概览：三大交易所+保税区库存较上周下降 3.19 万吨，降幅 4.42%

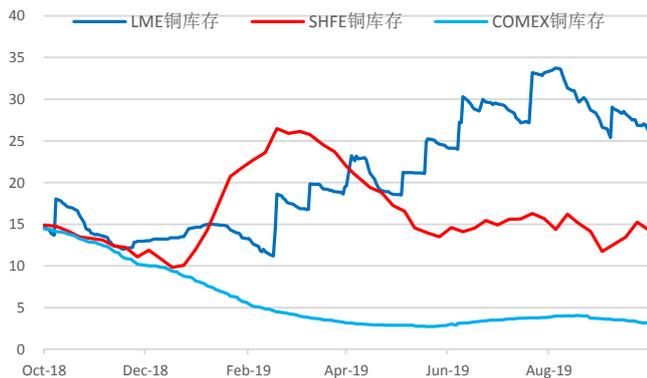
本周 LME 铜库存 26.1 万吨，较上周降 0.74 万吨(-2.75%)。SHFE 库存 14.3 万吨，较上周降 0.95 万吨(-6.22%)。COMEX 库存 3.15 万吨，较上周降 0.11 万吨(-3.27%)。保税区库存 25.5 万吨，较上周降 1.4 万吨(-5.2%)。本周全球库存出现较大降幅，主因国内交易所库存再次开启去库，单周降幅接近 1 万吨，而国内去库主要发生在江浙沪，广东地区继续累库。LME 继续稳定去库，去库主要发生在韩国釜山，而欧洲和北美洲库存降幅不明显。LME 欧洲仓库的累库高度已经达到了近 6 年的相对高位。

图表 3 交易所及保税区库存变化

| 单位：万吨 | LME | COMEX | SHFE | 保税区 | 总计 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2019-10-25 | 26.10 | 3.15 | 14.30 | 25.50 | 69.05 |
| 2019-10-18 | 26.84 | 3.26 | 15.25 | 26.90 | 72.25 |
| 增减 | -0.74 | -0.11 | -0.95 | -1.40 | -3.19 |
| 增减幅 | -2.75% | -3.27% | -6.22% | -5.20% | -4.42% |

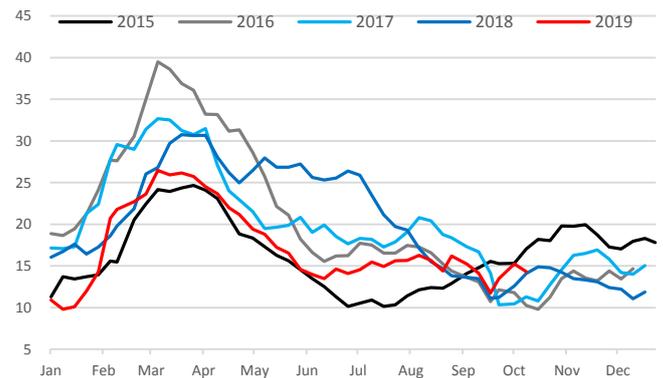
资料来源：Wind，华创证券

图表 4 三大交易所库存 (万吨)



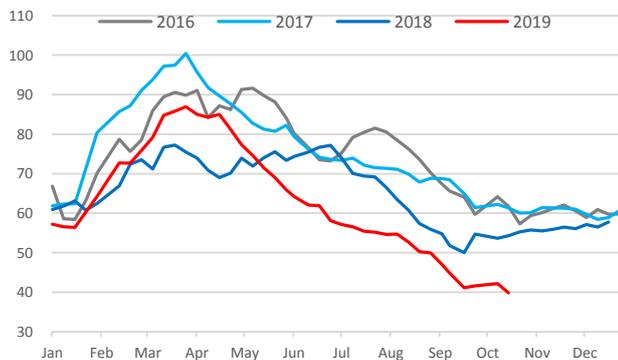
资料来源：Wind，华创证券

图表 5 SHFE 库存季节图 (万吨)



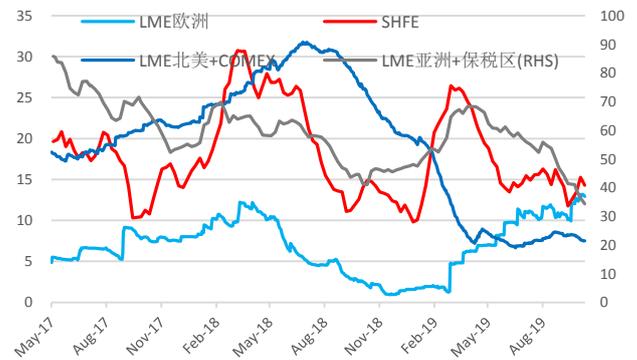
资料来源：Wind，华创证券

图表 6 SHFE+保税区库存季节图 (万吨)



资料来源：Wind，华创证券

图表 7 全球分地区库存 (万吨)



资料来源：Wind，华创证券

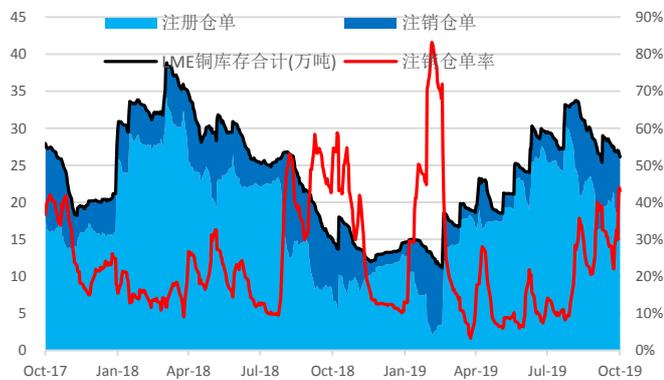
2、LME 库存分项：亚洲降 0.67 万吨，欧洲降 0.04 万吨，北美洲降 0.03

图表 8 LME 库存分地区

| 单位：万吨 | 亚洲 | | 欧洲 | | 北美洲 | | 总库存 | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 时间 | 库存 | 注销仓单率 | 库存 | 注销仓单率 | 库存 | 注销仓单率 | 库存 | 注销仓单率 |
| 2019-10-25 | 8.82 | 72.83% | 12.93 | 29.54% | 4.35 | 23.17% | 26.10 | 43.11% |
| 2019-10-18 | 9.49 | 61.90% | 12.98 | 12.24% | 4.38 | 0.86% | 26.84 | 27.93% |
| 增减 | -0.67 | 10.93% | -0.04 | 17.30% | -0.03 | 22.32% | -0.74 | 15.17% |
| 增减幅 | -7.01% | - | -0.33% | - | -0.69% | - | -2.75% | - |

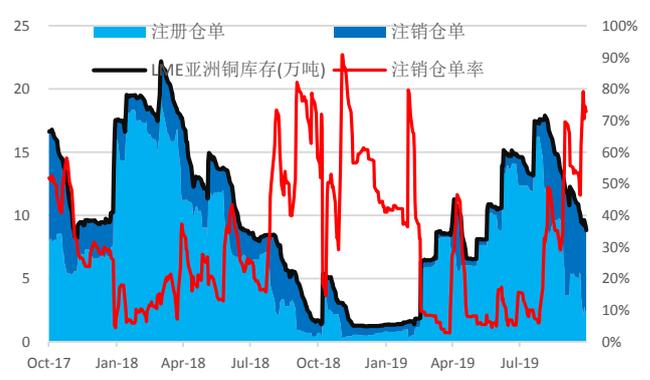
资料来源：Wind，华创证券

图表 9 LME 库存及注销仓单率



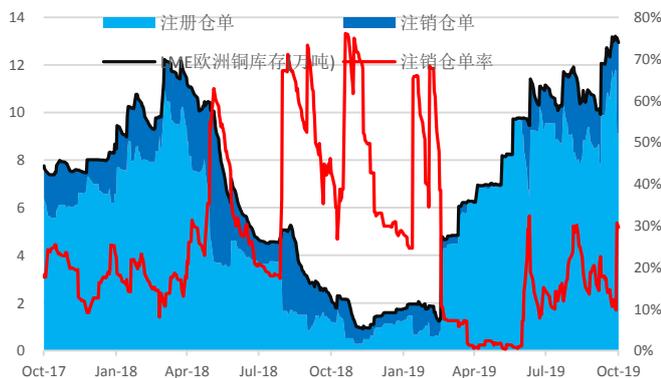
资料来源：Wind，华创证券

图表 10 LME 亚洲库存及注销仓单率



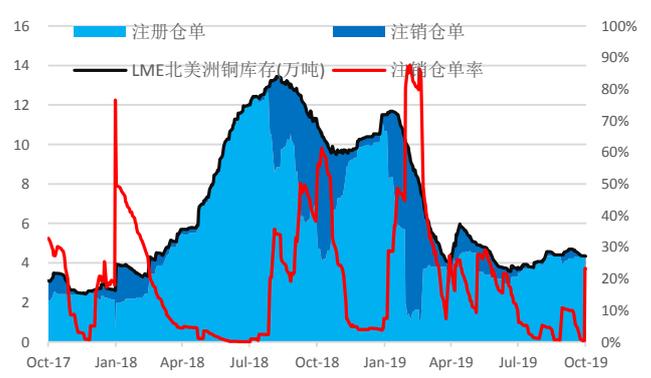
资料来源：Wind，华创证券

图表 11 LME 欧洲库存及注销仓单率



资料来源：Wind，华创证券

图表 12 LME 北美洲库存及注销仓单率



资料来源：Wind，华创证券

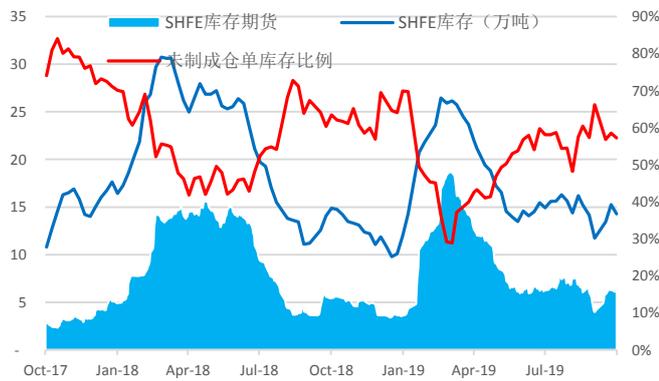
3、SHFE 库存分项：上海降 1.05 万吨，江苏降 0.07 万吨，广东增 0.2 万吨，浙江降 0.03 万吨

图表 13 上海期货交易所库存分地区

| 单位：万吨 | 上海 | 江苏 | 广东 | 浙江 | 合计 |
|------------|---------|--------|-------|---------|--------|
| 2019-10-25 | 8.87 | 1.24 | 3.98 | 0.21 | 14.30 |
| 2019-10-18 | 9.92 | 1.31 | 3.78 | 0.24 | 15.25 |
| 增减 | -1.05 | -0.07 | 0.20 | -0.03 | -0.95 |
| 增减幅 | -10.56% | -5.41% | 5.40% | -14.39% | -6.22% |

资料来源：Wind，华创证券

图表 14 SHFE 库存及未制成仓单比率



资料来源：Wind，华创证券

图表 15 SHFE 库存分地区



资料来源：Wind，华创证券

4、COMEX 库存分项：库存降 0.11 万吨至 3.15 万吨，九月中旬以来持续去库

图表 16 COMEX 库存及注销仓单率



资料来源：Wind，华创证券

(三) 商品持仓及价格结构

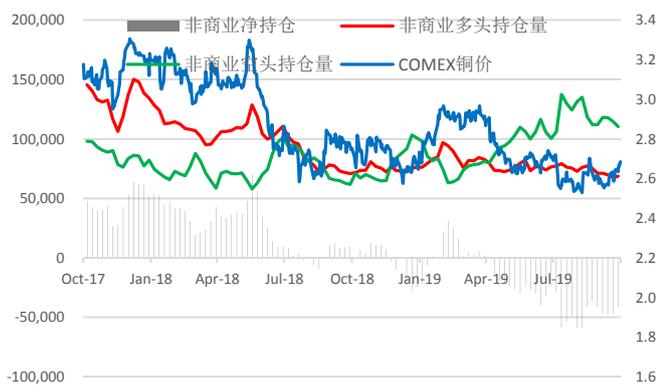
1、交易所期货持仓：10月22日报告周，非商业空头净持仓降低12.02%，空头继续回补，多头小幅开仓

图表 17 CFTC 持仓报告

| 单位：张 | | | 2019/10/22 | 2019/10/15 | 增减 | 增减幅度 |
|-------|-------|--------|------------|------------|--------|--------|
| 总持仓 | | | 251,164 | 257,178 | -6,014 | -2.34% |
| 报告头寸 | 非商业持仓 | 多头 | 68,744 | 67,383 | 1,361 | 2.02% |
| | | 空头 | 110,317 | 114,638 | -4,321 | -3.77% |
| | | 套利 | 58,723 | 63,207 | -4,484 | -7.09% |
| | 商业持仓 | 多头 | 106,650 | 110,400 | -3,750 | -3.40% |
| | | 空头 | 65,810 | 64,622 | 1,188 | 1.84% |
| 非报告头寸 | 多头 | 17,047 | 16,188 | 859 | 5.31% | |
| | 空头 | 16,314 | 14,711 | 1,603 | 10.90% | |

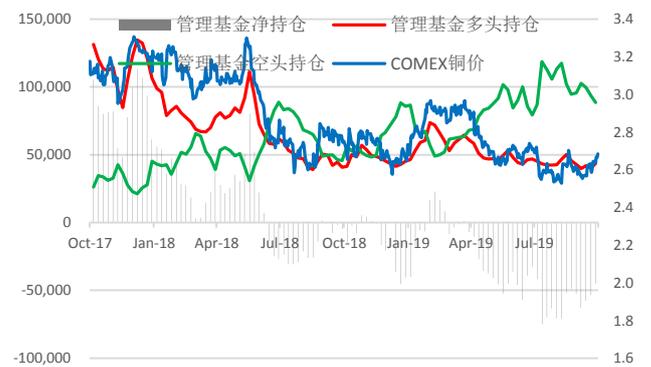
资料来源：Wind，华创证券

图表 18 CFTC 非商业持仓



资料来源：Wind，华创证券

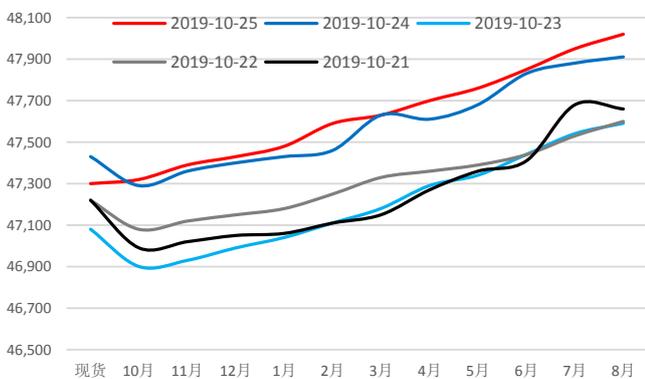
图表 19 CFTC 管理基金持仓



资料来源：Wind，华创证券

2、期限结构及期现价差：现货升水大幅下滑，LME Cash-3M 绝对价差缩小

图表 20 沪铜期限结构



资料来源：Wind，华创证券

图表 21 伦铜月差结构



资料来源：Wind，华创证券

二、行业基本面

（一）原料端

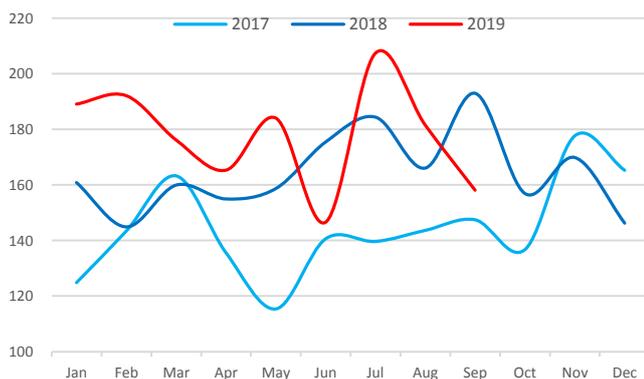
1、铜精矿：进口铜精矿零单指数较上周上涨 1.75 美元至 59.83 美元/吨

据 SMM 数据，本周进口铜精矿零单指数较上周上涨 1.75 美元至 59.83 美元/吨。据 SMM，近期铜精矿现货 TC 的抬升，主因是印尼 Grasberg 出口配额提高至 70 万湿公吨现货铜精矿，致使出口量增多，但因 Grasberg 产出的铜精矿属于干净高金矿，对大多数没有提取贵金属设施和回收率不足的中国冶炼厂吸引力较弱，故而市场对于因 Grasberg 所拉动的这波 TC 回升颇有争议，市场博弈加大。

据 SMM 消息，10 月 17 日 CSPT 小组确定了四季度的 Floor Price，最终将四季度 TC 地板价定为 66 美元/吨，较 2019 年三季度上升了 11 美元/吨。由于会议召开前现货 TC 出现回升，且临近明年长单谈判，CSPT 小组四季度会议敲定的 Floor Price 大幅上升，并且高于目前铜精矿现货 TC 报价，四季度围绕 TC 的博弈将更加激烈。

2019 年 9 月国内铜精矿进口量 158.1 万吨，同比下降 18.08%，1-9 月累计进口 1600.45 万吨，同比增长 6.8%。

图表 22 铜精矿进口季节图（万吨）



资料来源：Wind，海关总署，华创证券

图表 23 铜精矿进口加工费（美元/吨）



资料来源：SMM，新闻资料整理，华创证券

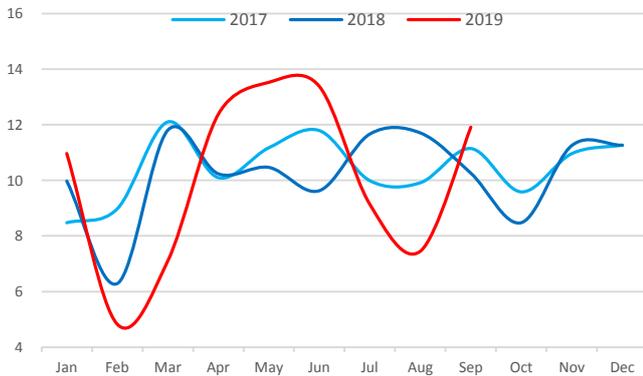
2、废铜：8 月废铜进口 7.45 万金属吨，同比降 36.36%，累计同比降 3.67%

本周 1#铜精废价差位于 1400-1700 元/吨，运行区间较上周有所上升，主因铜价有所上涨，但是目前价差依然处于合理价差以下。

海关数据显示国内 9 月进口废铜 15.49 万实物吨，同比下降 21.37%，1-9 月进口 123.6 万吨，同比下降 30.4%。据我们测算，9 月国内废铜进口 11.92 万金属吨，同比上升 16.16%，1-9 月国内累计进口废铜 90.72 万金属吨，同比减少 1.46%。

我们认为国家对于废铜限制进口政策主要会考虑到过渡期内的企业生产及价格稳定，不会人为造成原料短缺。考虑到今年废铜进口含铜量大幅上升，因此实际金属量同比不会下降很多。今年精废价差维持低位，市场对于废铜的需求较为低迷，废铜短缺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。

图表 24 废铜进口金属量季节图 (万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 精废价差 (元/吨)



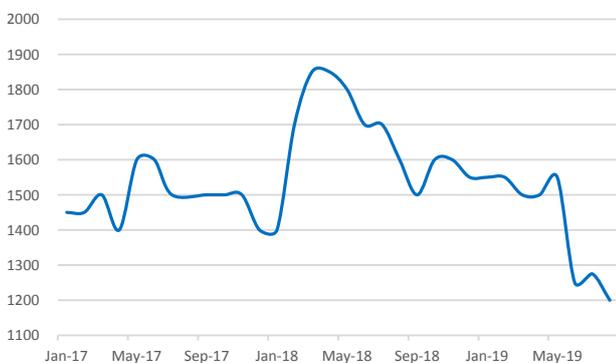
资料来源: Wind, SMM, 华创证券

3、粗铜: 9月国内进口粗铜 6.94 万吨, 同比下滑 34.66%, 累计同比下滑 20.75%

据上海有色网数据显示, 9月国内粗铜加工费位于 1200 元/吨, 较上月持平。自 2018 年开始国内粗铜加工费持续下滑, 近期随着铜精矿进口零单 TC 的持续下滑, 矿端紧缺逻辑也在持续传导至粗铜环节。

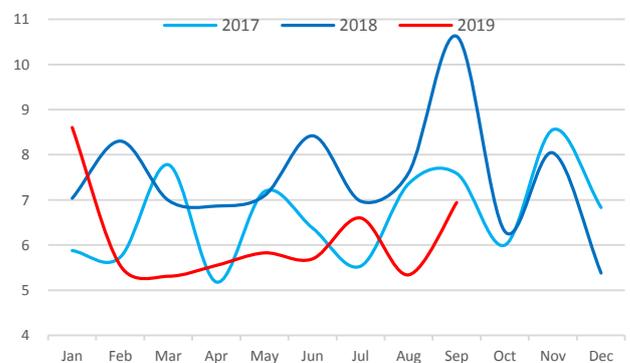
2019 年 9 月国内进口粗铜 6.94 万吨, 同比下滑 34.66%, 1-9 月累计进口粗铜 55.39 万吨, 同比下滑 20.75%。9 月国内粗铜进口同比大幅下滑 主因高基数效应, 但是粗铜进口环比却出现了一定的改善迹象, 主要进口来源国赞比亚、智利、南非等国的进口量环比均有所增长。

图表 26 粗铜加工费均价 (元/吨)



资料来源: SMM, 华创证券

图表 27 粗铜进口量季节图 (万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

(二) 冶炼端

1、冶炼厂新扩建及检修: 9-11 月份冶炼检修影响量仅约 2.1 万吨

随着检修对于冶炼厂开工率影响的逐步减弱, 考虑到新扩建产能的达产, 以及部分冶炼厂为完成年度计划产量开始追产, 开工率持续攀升概率较大。9-11 月份冶炼厂检修影响产量约 2.1 万吨, 涉及金冠铜业、国投金城冶金以及江西铜业。据 SMM, 9 月电解铜产量不如预期, 多数冶炼厂表示是因为阳极铜和废铜供给紧张所致, 因国内部分粗炼厂的关停和进口粗铜的减少。虽然硫酸价格依然保持低迷状态, 部分地区已经低于冶炼厂制酸成本, 但目前尚未对冶炼厂产量产生影响。年内新扩建的产能项目, 9 月投料的黑龙江紫金铜业有限公司 15 万吨/年产能, 在 10 月 1 日已经开始产出电解铜; 广西南国也在逐步达产过程中, 目前产能利用率已经超 60%; 赤峰云铜二期 20 万吨/年产能也于 10 月 2 日开始投料

试产；白银有色的铜冶炼技术提升项目 20 万吨/年，也将于 9 月下旬开始恢复正常运行。

图表 28 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 6 月 |
| 广西南国 | 30 | 30 | 铜精矿 | 2019 年 4 月 |
| 黑龙江紫金 | 10 | 15 | 铜精矿 | 2019 年 9 月 |
| 合计 | 65 | 85 | | |

资料来源: SMM, 华创证券

图表 29 2019 年国内冶炼厂检修情况

| 公司名称 | 粗炼产能 (万吨) | 开始时间 | 结束时间 | 持续天数 | 影响产量 (万吨) |
|-----------|-----------|-----------------|-----------------|-------|-----------|
| 青海铜业 | 10 | 2019 年 1 月 | 2019 年 1 月 | 15 | 0.5 |
| 广西金川 | 40 | 2019 年 3 月 | 2019 年 4 月 | 40-50 | 2.5 |
| 新疆五鑫 | 10 | 2019 年 4 月 1 日 | 2019 年 4 月 30 日 | 30 | 1.2 |
| 赤峰金剑 | 12 | 2019 年 4 月 16 日 | 2019 年 4 月底 | 14 | 0.25 |
| 金隆铜业 | 35 | 2019 年 4 月 10 日 | 2019 年 5 月 8 日 | 28 | 0.6 |
| 山东恒邦 | 15 | 2019 年 4 月 7 日 | 2019 年 5 月中旬 | 40 | 0.5 |
| 豫光金铅 | 15 | 2019 年 4 月 20 日 | 2019 年 5 月 | 40 | 1.9 |
| 东营方圆 | 40 | 2019 年 4 月中 | 2019 年 5 月中 | 30-35 | 1.4 |
| 阳谷祥光 | 40 | 2019 年 4 月 1 日 | 2019 年 5 月 | 45 | 5 |
| 青海铜业 | 10 | 2019 年 5 月 | 2019 年 5 月 | 25 | 0.7 |
| 山东金升 | 20 | 2019 年 5 月 | 2019 年 5 月 | 暂停生产 | 1.8 |
| 赤峰金峰 | 15 | 2019 年 5 月 | 2019 年 5 月 | 27 | 1 |
| 中原黄金 | 35 | 2019 年 5 月 | 2019 年 6 月 | 40 | 3.4 |
| 江西铜业 (清远) | 10 | 2019 年 6 月 | 2019 年 6 月 | 10 | 0.3 |
| 新金昌铜业 | 20 | 2019 年 6 月 | 2019 年 6 月 | 25 | 0.5 |
| 福建紫金 | 30 | 2019 年 6 月 | 2019 年 7 月 | 25 | 0.6 |
| 江铜富冶和鼎 | 30 | 2019 年 7 月 | 2019 年 7 月 | 30 | 1 |
| 云南锡业 | 10 | 2019 年 6 月 | 2019 年 7 月 | 30 | 0.3 |
| 五矿铜业湖南 | 10 | 2019 年 7 月 | 2019 年 8 月 | 25 | 0.2 |
| 白银有色 | 20 | 2019 年 7 月 | 2019 年 7 月 | 20 | 1.6 |
| 宏跃北方铜业 | 10 | 2019 年 8 月 | 2019 年 8 月底 | 20 | 0.8 |
| 金冠铜业 | 40 | 2019 年 10 月 | 2019 年 11 月 | 25 | 1.5 |
| 国投金城冶金 | 10 | 2019 年 10 月 | 2019 年 10 月 | 25 | 0.6 |
| 江西铜业 | 50 | 2019 年 10 月 | 2019 年 11 月 | 48 | 0 |

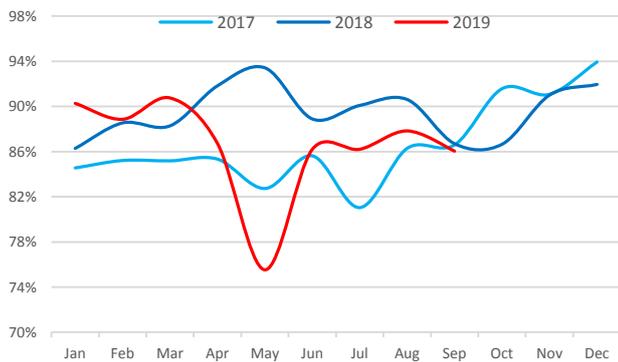
资料来源: SMM, 华创证券

2、冶炼厂开工率及生产运行情况：9月中国电解铜产量为75.93万吨，同比增5.93%，累计同比增0.79%

2019年9月SMM中国电解铜产量为75.93万吨，环比减少1.09%，同比增长5.93%，1-9月累计产量655.74万吨，同比增长0.79%。9月实际产量低于8月预期量78.23万吨明显，主要因为东营方圆、铜陵有色、白银、梧州金升、清远江铜、金川集团产量低于计划，此外赤峰云铜老厂15万吨/年产能在9月23日关停，也对产量产生冲击。

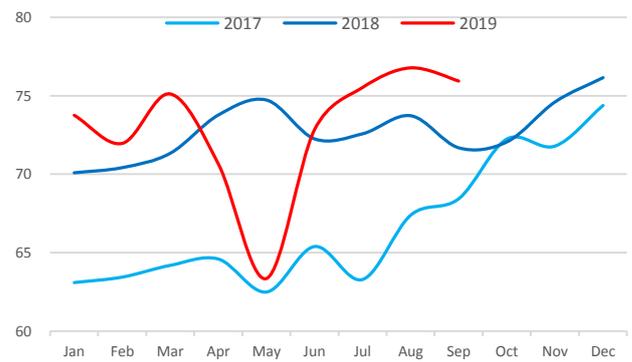
10月，根据各冶炼厂排产来看，阳极铜和废铜仍将影响部分冶炼厂产量，铜陵有色集团旗下金冠铜业将于10月10日开始进行大修。SMM预计10月国内电解铜产量将会提升至77.83万吨，同比增幅8.01%，累计产量达到733.57万吨，累计增幅达1.51%。

图表 30 冶炼厂开工率季节图



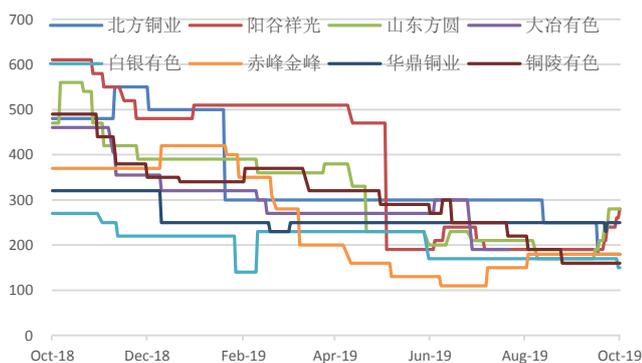
资料来源：SMM，华创证券

图表 31 精炼铜产量季节图 (万吨)



资料来源：SMM，华创证券

图表 32 冶炼厂硫酸价格 (元/吨)



资料来源：Wind，华创证券

图表 33 冶炼厂利润测算 (元/吨)



资料来源：Wind，华创证券

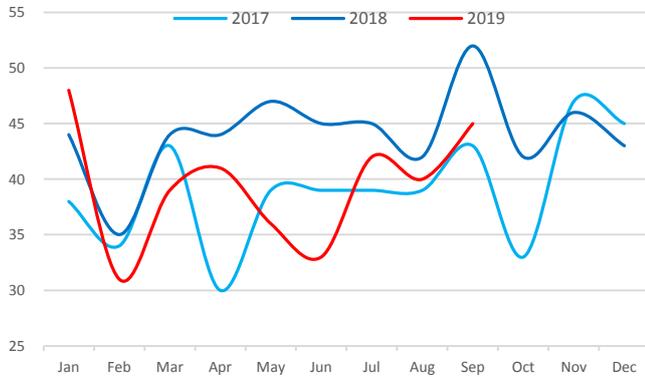
(三) 精炼铜进口：9月国内未锻造铜及铜材进口量44.5万吨，同比降14.42%，累计同比降11.3%

9月国内未锻造铜及铜材进口量44.5万吨，同比下滑14.42%，1-9月累计同比下滑11.3%。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8月国内精炼铜进口29.51万吨，同比增长2.6%，1-8月累计同比下滑10.01%。

本周洋山铜溢价区间较上周下降5美元/吨至73-83美元/吨。该溢价自9月中下旬以来伴随着保税区库存持续去库而维持高位，本周首次开始大幅下降。而溢价大幅下降的原因主要是本周国内现货升贴水有所回落，导致进口盈

利窗口关闭，保税区内采购意愿较差，溢价出现一定降幅。本周虽然国内交易所库存有所下降，但是预计后期累库的概率较大。

图表 34 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 35 电解铜现货进口盈亏



资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 上海保税区库存及升贴水



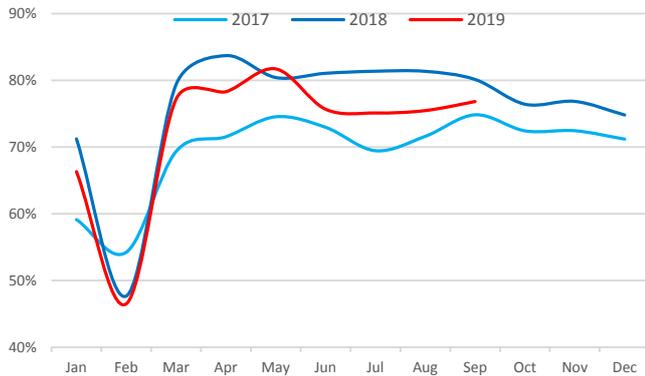
资料来源: Wind, 华创证券

(四) 铜材

1、铜材企业开工率：9月铜杆企业开工率为76.81%，环比上升1.36%

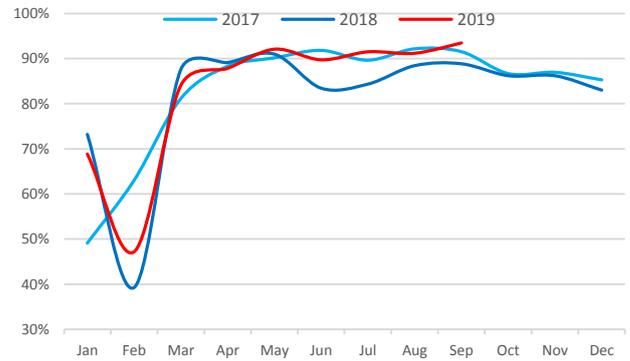
据 SMM 调研，国内 9 月铜杆企业开工率为 76.81%，环比上升 1.36%；9 月铜管企业开工率为 78.06%，环比上升 5.02%；9 月铜板带箔企业开工率 70.62%，环比上升 1.16%。9 月电线电缆企业开工率 93.45%，环比上升 2.29%。

图表 37 铜杆线企业开工率



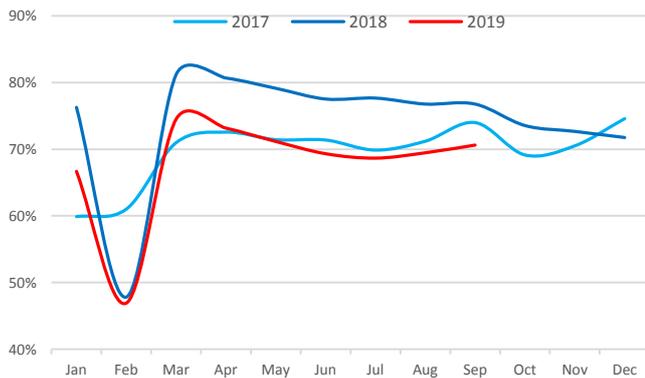
资料来源: SMM, 华创证券

图表 38 电线电缆企业开工率



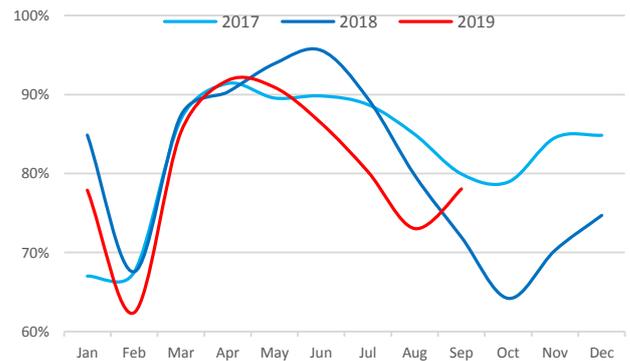
资料来源: SMM, 华创证券

图表 39 铜板带箔企业开工率



资料来源: SMM, 华创证券

图表 40 铜管企业开工率

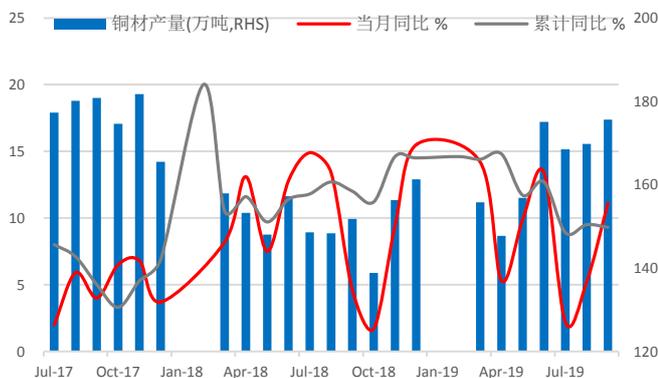


资料来源: SMM, 华创证券

2、铜材产量及进口: 9月国内铜材产量 175.6万吨, 同比增 11.1%, 累计同比增 9.3%

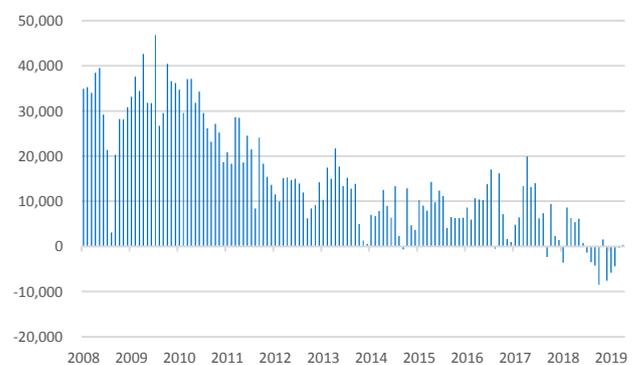
据国家统计局数据, 今年9月国内铜材产量 175.6万吨, 同比增加 11.1%, 1-9月累计同比增加 9.3%。

图表 41 国内铜材产量



资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 铜材净进口量(吨)



资料来源: Wind, 华创证券

三、行业要闻

1. 嘉能可季度铜产量下降近 4% 钴产量前三季度同比增 21%

SMM 网讯: 嘉能可(Glencore)周五公布,其第三季度铜产量下降 3.8%,因该公司准备关闭在刚果的穆塔达(Mutanda)业务,而该公司钴产量增长 11%。为扭转在动荡的非洲国家面临的困境,今年年底这家全球大宗商品贸易商和矿业公司关闭穆塔达矿业务,并加强加丹加钴矿的运营。该公司表示,其在非洲的第三处资产--赞比亚莫帕尼(Mopani)冶炼厂将于 12 月或明年 1 月投产。嘉能可今年 8 月宣布,将剥离其在非洲的铜矿业务。在非洲,该公司面临一系列问题,以及 3.5 亿美元的巨额亏损,因全球钴价暴跌。嘉能可表示,不包括非洲,2019 年其全年铜产量预计为 1,010 公斤,上下浮动 25 公斤。该公司称,第三季度钴产量为 13,100 吨,铜产量为 35.28 万吨。今年以来,公司在非洲的三处铜矿的铜产量下降 5%。

2. 菲律宾监管机构松口 Tampakan 铜金矿有望复产

SMM 网讯: 10 月 24 日消息,菲律宾矿业监管机构建议取消针对 Tampakan 铜金矿项目长达三年的环保许可证停发措施,尽管该项目面临的其他问题仍会阻碍其发展。Tampakan 铜金矿有潜力成为全球大型铜矿之一。自 2016 年以来,政府一直暂停对 Tampakan 铜金矿发放环境合格证书(Environmental Compliance Certificate,简称 ECC)。此外,2010 年以来,棉兰老岛的南哥打巴托省颁布露天矿开采禁令,也掣肘了该项目发展。在强硬的环保人士的监督下,菲律宾环境与自然资源部(DENR)宣布暂停该项目许可证的使用--已故环境部长 Gina Lopez 曾将 Tampakan 铜金矿描述为“建在耕地上的...足足有 700 个足球场大小的露天矿,波及四个省份和六条河流。”Lopez 在 2016 年 7 月至 2017 年 5 月时任环境部长期间,曾强烈反对露天开采,下令关闭国内几十个露天矿,或因违反环保要求暂停这些项目。

3. 智利暴力冲突趋于缓和 采矿业牵扯其中铜产量影响尚待评估

SMM10 月 24 日讯: 近日在智利首都圣地亚哥发生的暴力冲突有缓和迹象。此次暴力冲突的诱因便是上周智利政府宣布由于油价高企,决定将地铁票价上调 4%,进而引发民众对于教育、医疗、社会服务等成本不断上涨的抗议活动,圣地亚哥的公共交通和基础设施遭到破坏,智利政府也由此宣布国家进入紧急状态并再次实行宵禁。关于暴力活动对采矿业的影响,智利矿业部长 Baldo Prokurica 上周日曾表示,由于智利的主要矿区都分布在北部,并远离城镇,故此次骚乱并未对智利的采矿企业造成影响。但随着事态的进一步发展,暴力事件从圣地亚哥蔓延至智利全国,北部主要城市也开始牵扯其中,所以目前智利政府将把紧急状态扩大到北部和南部的城市。物流运输首当其冲,其中包括全国性的港口联盟展开为期一周的罢工与运输道路遭到抗议活动的封锁。

4. ICSG 报告: 2019 年全球精炼铜市场料短缺 32 万吨

国际铜业研究组织(ICSG)周三公布数据显示,今年全球铜市预计供应短缺 32 万吨,2020 年预计供应过剩 28.1 万吨。

5. Antofagasta: 智利动乱可能影响其铜产量

SMM 网讯: 智利矿业公司安托法加斯塔(Antofagasta Plc)公布当季铜产量增长 4.6%,主要受其智利北部 Centinela 矿的优质矿石提振,但该公司警告称,智利最近的动乱可能影响产量。该公司表示,近期的国内动乱预计将影响约 5,000 吨的产量,因为这可能影响供应的交付,以及向其输送劳动力的工作。该公司运营四座矿场,旗舰矿 Los Pelambres 位于圣地亚哥东北 240 公里处。公司表示,2019 年第三季度的产量为 19.7 万吨,高于去年的 18.83 万吨。净现金成本为每磅 1.12 美元。

四、风险提示

国外矿山供给增速超预期、国内消费大幅下滑、美联储降息不及预期。

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 | 销售经理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| | 达娜 | 销售助理 | 010-63214683 | dana@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 | shenyin@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 | 销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 销售助理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| | 董昕竹 | 销售经理 | 021-20572582 | dongxinzhu@hcyjs.com |
| 吴俊 | 销售经理 | 021-20572506 | wujun1@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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900 | 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 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500 |