

铜行业周报（20191125-20191129）

推荐（维持）

宏观逻辑是否需要得到微观验证？

- **市场回顾：**本周沪铜主力合约价格上涨 450 元至 47,320 元/吨，涨幅 0.96%，伦铜三月合约 15 点价格上涨 74.5 美元至 5,896.5 美元/吨，涨幅 1.28%。本周铜价先扬后抑，主要还是受到中美贸易谈判情绪的影响，前半周出现利好因素，市场预期一阶段协议可以顺利签订，铜价有所走高，但是后半周受到美国签署相关法案的影响，铜价看涨情绪有所回落。
- **全球库存：**本周 LME 铜库存 20.86 万吨，较上周降 1.03 万吨（-4.7%）。SHFE 库存 12.02 万吨，较上周降 1.48 万吨（-10.99%）。COMEX 库存 3.64 万吨，较上周持平。保税区库存 22.2 万吨，较上周降 0.7 万吨（-3.06%）。本周全球显性库存去库速度有所加快，其中 LME 亚洲欧洲北美洲均有所去库，上周周尾 LME 亚洲和北美洲注销仓单率出现大幅上升，本周三大洲注销仓单率均有所上升，如果排除库存操纵的可能，后期库存继续下降的可能性更大。本周 SHFE 上海库存去库 1.49 万吨，其他地区库存基本维持稳定，通过调研我们了解到贸易商本周拿货积极性有所提高，SHFE 库存重回国庆节前的水平，淡季累库效应不是很明显。本周 COMEX 库存与上周持平，注销仓单率维持低位，后期去库效应较弱。
- **行业方面：**本周全球显性库存去库速度有所加快，LME 和 SHFE 均有所去库，目前 LME 注销仓单率依然维持高位，预计后期继续去库的可能性较大，SHFE 库存淡季累库效应不明显，本周贸易商拿货积极性有所提高，华东地区升水较上周有所抬高而华南和华北现货贴水幅度进一步加剧。上海保税区库存在两家资讯机构的统计中再次出现趋势性不一致，但是我们的观点更倾向于保税区逐步累库，洋山铜溢价虽较上周有所抬升但是依然偏弱，外贸交易积极性较上周有所好转但依然较差。本周因为感恩节假日的影响，CFTC 没有公布持仓数据。
- **宏观方面：**美国 10 月新房销售数据环比持平，当周初请失业金人数不及预期，10 月核心 PCE 物价指数环比走弱；10 月欧元区经济景气指数略超预期和前值，欧元区失业率数据符合预期；10 月中国官方制造业 PMI 大超预期和前值，重回荣枯线以上。下周美国方面重点关注 11 月制造业 PMI、ADP 就业人数、耐用品新增订单、新增非农就业人数等数据；欧洲重点关注 11 月欧元区制造业 PMI、德国法国英国制造业 PMI 等数据；国内重点关注 11 月财新制造业 PMI 等数据。
- **宏观逻辑是否需要得到微观验证？** 期货价格层面，如果目前基于自上而下的投资逻辑，只将消费研究停留在宏观消费层面，叠加近期全球 PMI 都有边际好转的迹象，这是一个较好的做多信号，并且在 8 月份与机构交流或路演中我们也表示 PMI 的逐步修复是一个利多入场信号，但是如果结合目前的中微观和微观调研数据来看，我们认为目前针对铜价的利多因素依然“稍欠火候”，宏观和微观数据并没有得到共振。从 Mysteel 的铜市场情绪调研数据可以看出，目前对铜价比较乐观的是金融机构和贸易商，但是生产加工企业对于铜价不是很乐观，这也可以从侧面看出目前“宏观和微观数据的不匹配”以及“宏观与微观情绪的不匹配”。因此我们目前仍然对铜价保持着谨慎的态度，如果基于目前的宏观边际好转的因素，我们认为铜价或将继续反弹，但是预计高度有限。股票价格层面，我们认为对于估值较低或存在成长逻辑的铜业公司可以适当配置，以获取估值及预期修复或者企业成长红利。基于估值的逻辑配置铜业公司在目前的状况下更像是买入一个预计明年国内宏观经济转好的看涨期权，而期权费就是时间成本。基于成长逻辑配置铜业公司更应考虑未来公司的产量放量逻辑。但是如果目前是基于预计后期铜价有较大涨幅的价格修复逻辑而配置铜业公司，我们认为应该保持应有的谨慎态度。
- **推荐标的：**江西铜业、紫金矿业。
- **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	14.09	0.78	0.85	0.97	18.06	16.58	14.53	0.98	推荐
紫金矿业	3.56	0.18	0.18	0.27	19.78	19.78	13.19	2.55	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 11 月 29 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

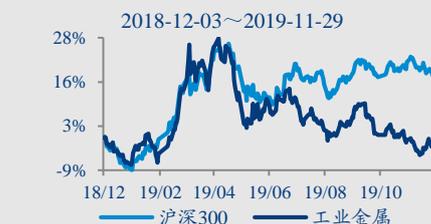
邮箱：lichao@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	49	1.31
总市值(亿元)	4,648.37	0.76
流通市值(亿元)	3,607.74	0.81

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		-1.37	-12.23	-0.1
相对表现		0.13	-17.71	-20.77



相关研究报告

《铜行业周报（20191028-20191101）：LME Week 关于铜的投票为何出现自相矛盾？》

2019-11-03

《铜行业周报（20191111-20191115）：多头信心脆弱，修复尚需时日》

2019-11-17

《铜行业周报（20191118-20191122）：亚洲铜业周参会小结》

2019-11-24

目录

一、商品价格、库存及持仓.....	5
(一) 商品价格: 宏观逻辑是否需要得到微观验证?	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 3.21 万吨, 降幅 5.19%.....	6
2、LME 库存分项: 亚洲降 0.81 万吨, 欧洲降 0.19 万吨, 北美洲降 0.04 万吨.....	8
3、SHFE 库存分项: 上海降 1.49 万吨, 江苏增 0.04 万吨, 广东降 0.03 万吨, 浙江持平.....	9
4、COMEX 库存分项: 库存持平至 3.64 万吨, 注销仓单率维持低位.....	9
(三) 商品持仓及价格结构.....	10
1、交易所期货持仓: 11 月 19 日报告周, 非商业空头净持仓增加 33.55%, 多头继续平仓.....	10
2、期限结构及期现价差: 沪粤升贴水反向变动, LME Cash-3M 绝对价差较上周基本持平.....	10
二、行业基本面.....	11
(一) 原料端.....	11
1、铜精矿: 进口铜精矿零单指数较上周持稳至 58.5 美元/吨.....	11
2、废铜: 10 月废铜进口 6.08 万金属吨, 同比降 28.33%, 累计同比降 3.73%.....	11
3、粗铜: 10 月国内进口粗铜 5.76 万吨, 同比下滑 8.54%, 累计同比下滑 19.83%.....	12
(二) 冶炼端.....	13
1、冶炼厂新扩建及检修: 新扩建产能逐步爬产, 检修影响量微乎其微.....	13
2、冶炼厂开工率及生产运行情况: 10 月中国电解铜产量为 78.3 万吨, 同比增 8.66%, 累计同比增 1.57%.....	14
(三) 精炼铜进口: 10 月国内未锻造铜及铜材进口量 43.1 万吨, 同比升 2.62%, 累计同比降 9.98%.....	15
(四) 铜材.....	16
1、铜材企业开工率: 11 月电线电缆企业开工率 92.84%, 环比下滑 0.42%.....	16
2、铜材产量及进口: 10 月国内铜材产量 171.9 万吨, 同比增 18%, 累计同比增 9.8%.....	17
三、行业要闻.....	17
四、风险提示.....	18

图表目录

图表 1	沪伦铜价.....	6
图表 2	沪伦比值（剔除汇率）.....	6
图表 3	交易所及保税区库存变化.....	7
图表 4	三大交易所库存（万吨）.....	7
图表 5	SHFE 库存季节图（万吨）.....	7
图表 6	SHFE+保税区库存季节图（万吨）.....	7
图表 7	全球分地区库存（万吨）.....	7
图表 8	LME 库存分地区.....	8
图表 9	LME 库存及注销仓单率.....	8
图表 10	LME 亚洲库存及注销仓单率.....	8
图表 11	LME 欧洲库存及注销仓单率.....	8
图表 12	LME 北美洲库存及注销仓单率.....	8
图表 13	上海期货交易所库存分地区.....	9
图表 14	SHFE 库存及未制成仓单比率.....	9
图表 15	SHFE 库存分地区.....	9
图表 16	COMEX 库存及注销仓单率.....	9
图表 17	CFTC 持仓报告.....	10
图表 18	CFTC 非商业持仓.....	10
图表 19	CFTC 管理基金持仓.....	10
图表 20	沪铜期限结构.....	10
图表 21	伦铜月差结构.....	10
图表 22	铜精矿进口季节图（万吨）.....	11
图表 23	铜精矿进口加工费（美元/吨）.....	11
图表 24	铜精矿进口分国别（万吨）.....	11
图表 25	中国铜精矿产量季节图（万金属吨）.....	11
图表 26	废铜进口量季节图（万金属吨）.....	12
图表 27	精废价差（元/吨）.....	12
图表 28	废铜进口分国别（万吨）.....	12
图表 29	废铜进口扣减.....	12
图表 30	粗铜加工费均价（元/吨）.....	13
图表 31	粗铜进口量季节图（万吨）.....	13
图表 32	2019 年国内冶炼厂新扩建情况.....	13

图表 33	2019 年国内冶炼厂检修情况.....	13
图表 34	冶炼厂开工率季节图.....	14
图表 35	精炼铜产量季节图（万吨）.....	14
图表 36	冶炼厂硫酸价格（元/吨）.....	15
图表 37	冶炼厂利润测算（元/吨）.....	15
图表 38	未锻造铜及铜材进口量季节图（万吨）.....	15
图表 39	电解铜现货进口盈亏.....	15
图表 40	上海保税区库存及升贴水.....	16
图表 41	铜杆线企业开工率.....	16
图表 42	电线电缆企业开工率.....	16
图表 43	铜板带箔企业开工率.....	16
图表 44	铜管企业开工率.....	16
图表 45	国内铜材产量季节图（万吨）.....	17
图表 46	铜材净进口量（吨）.....	17

一、商品价格、库存及持仓

（一）商品价格：宏观逻辑是否需要得到微观验证？

本周沪铜主力合约价格上涨 450 元至 47,320 元/吨, 涨幅 0.96%, 伦铜三月合约 15 点价格上涨 74.5 美元至 5,896.5 美元/吨, 涨幅 1.28%。本周铜价先扬后抑, 主要还是受到中美贸易谈判情绪的影响, 前半周出现利好因素, 市场预期一阶段协议可以顺利签订, 铜价有所走高, 但是后半周受到美国签署相关法案的影响, 铜价看涨情绪有所回落。

行业方面, 本周全球显性库存去库速度有所加快, LME 和 SHFE 均有所去库, 目前 LME 注销仓单率依然维持高位, 预计后期继续去库的可能性较大, SHFE 库存淡季累库效应不明显, 本周贸易商拿货积极性有所提高, 华东地区升水较上周有所抬高而华南和华北现货贴水幅度进一步加剧。上海保税区库存在两家资讯机构的统计中再次出现趋势性不一致, 但是我们的观点更倾向于保税区逐步累库, 洋山铜溢价虽较上周有所抬升但是依然偏弱, 外贸交易积极性较上周有所好转但依然较差。本周因为感恩节假期的影响, CFTC 没有公布持仓数据。

宏观方面, 美国 10 月新房销售数据环比持平, 当周初请失业金人数不及预期, 10 月核心 PCE 物价指数环比走弱; 10 月欧元区经济景气指数略超预期和前值, 欧元区失业率数据符合预期; 10 月中国官方制造业 PMI 大超预期和前值, 重回荣枯线以上。下周美国方面重点关注 11 月制造业 PMI、ADP 就业人数、耐用品新增订单、新增非农就业人数等数据; 欧洲重点关注 11 月欧元区制造业 PMI、德国法国英国制造业 PMI 等数据; 国内重点关注 11 月财新制造业 PMI 等数据。

本周专题：宏观逻辑是否需要得到微观验证？

宏观数据来看, 亚洲方面, 11 月中国制造业 PMI 大超市场预期和前值, 其中在指数中占权重最高的生产和新订单指数环比均出现大增, 具体来看生产指数从 10 月的 50.8 上升到 11 月的 52.6, 新订单指数从 10 月的 49.6 重回 11 月荣枯线以上的 51.3, 两项指标带动 PMI 重回荣枯线上方, 另外可以看到主要原材料购进价格指数下降的同时可以看到原材料库存指数出现小幅上升, 可以理解为部分原料价格下降后生产商入市采购原料。另外, 进口订单、新出口订单以及采购量均有不同幅度的改善, 显示出内外需均有环比改善的迹象。分大中小企业来看, 大型企业 PMI 重回荣枯线上方, 中型企业 PMI 虽处于 50 以下, 但是连续 3 个月持续改善, 小型企业 PMI 环比 10 月也出现改善。日本制造业 PMI 指数 11 月环比改善。欧洲方面, 制造业 PMI 虽处于荣枯线下方, 但是连续两个月改善。美国尚未公布 11 月制造业 PMI 但是 10 月环比 9 月出现改善。11 月美国预期通胀为 1.64%, 环比 10 月上升 0.08%。综合来看, 总体的宏观数据边际好转, 叠加前期贸易谈判利好因素, 我们也可以看到铜价运行区间从 9 月初开始不断抬升, 运行区间下沿从 9 月初的 5600 美元/吨上升到 10 月初的 5680 美元/吨, 再上升到 11 月的 5800 美元/吨, 重新回到了上半年的运行区间下沿。而伴随着铜价上涨的是 CFTC 空头持仓逐步下降, 但是总体来看多头的信心依然脆弱, 在 10 月中下旬受贸易谈判利好情绪影响而大幅开仓后, 又再次回撤。目前 CFTC 非商业净空头持仓量已经回到了多年来的运行下沿位置 (20000-40000 张), 后期如果铜价继续上涨, 则需要多头持续增仓, 依靠空头持续回补已经没有太大的推动作用。

宏观消费来看, 房地产竣工数据连续两个月持续转好; 电网投资数据从 7 月份开始持续好转, 10 月单月增速 4.76%, 连续两个月增速为正; 新冷年以后家用空调单月产销增速持续改善, 11 月和 12 月主要空调企业排产数据分别同比增长 5.3% 和 6.8%; 汽车累计产销量增速环比出现改善。总体来看, 下游消费行业的宏观数据在近几个月均出现不同程度的改善。

中微观消费来看, 国内 10 月铜杆企业开工率为 71.7%, 环比下滑 5.11%; 10 月铜管企业开工率为 73.63%, 环比下滑 4.43%; 10 月铜板带箔企业开工率 70.35%, 环比下滑 0.27%; 11 月电线电缆企业开工率 92.84%, 环比下滑 0.42%; 10 月废铜制杆企业开工率 56.41%, 环比下滑 0.79%; 10 月漆包线企业开工率 68.66%, 环比下滑 1.69%。整体来看 10 月份铜材企业开工率均出现不同程度的下滑, 中微观消费与宏观消费数据出现部分矛盾。

微观调研来看, 从今年 8 月至今, 我们分别进行了江苏铜产业链调研、华东铜贸易商调研以及华南铜铝贸易商

调研, 另外也从期货公司和相关咨询机构调研中了解到一些下游消费信息。综合来看, 通过调研下游铜材企业我们了解到, 今年6月份是国内消费最差的时点, 此后至8月初环比有所改善, 但是改善幅度较弱, 部分企业仍然对后期消费持有悲观态度, 8月末电力电缆消费基本持平, 而装备线缆和漆包线同比下滑。10月末的调研显示, 多数线缆企业表示消费整体表现不好, 房地产企业资金紧张且订单较为低迷; 某电缆企业表示预计今年国网无法完成计划投资额, 因为了解到某些国网仓库是满的, 房地产订单也没有起来; 某铜板带企业表示下半年订单有所回升, 主因5G提前建设以及8月份以后汽车回暖, 但是不太看好后续消费; 某铜杆厂表示10月消费不及9月, 但是市场的减淡并没有反映在公司订单上。10-11月的贸易商调研显示, 今年消费状况一般, 但是没有市场想象的那么差, 今年消费结构是华东消费较好而华南因为种种因素消费疲弱, “金九银十”旺季不旺。综合来看, 微观调研的改善状况并不如宏观数据那样乐观。

期货价格层面, 如果目前基于自上而下的投资逻辑, 只将消费研究停留在宏观消费层面, 叠加近期全球PMI都有边际好转的迹象, 这是一个较好的做多信号, 并且在8月份与机构交流或路演中我们也表示PMI的逐步修复是一个利多入场信号, 但是如果结合目前的中微观和微观调研数据来看, 我们认为目前针对铜价的利多因素依然“稍欠火候”, 宏观和微观数据并没有得到共振。从Mysteel的铜市场情绪调研数据可以看出, 目前对铜价比较乐观的是金融机构和贸易商, 但是生产加工企业对于铜价不是很乐观, 这也可以从侧面看出目前“宏观和微观数据的不匹配”以及“宏观与微观情绪的不匹配”。因此我们目前仍然对铜价保持着谨慎的态度, 如果基于目前的宏观边际好转的因素, 我们认为铜价或将继续反弹, 但是预计高度有限。

股票价格层面, 我们认为对于估值较低或存在成长逻辑的铜业公司可以适当配置, 以获取估值及预期修复或者企业成长红利。基于估值的逻辑配置铜业公司在目前的状况下更像是买入一个预计明年国内宏观经济转好的看涨期权, 而期权费就是时间成本。基于成长逻辑配置铜业公司更应考虑未来公司的产量放量逻辑。但是如果目前是预计后期铜价有较大涨幅的价格修复逻辑而配置铜业公司, 我们认为应该保持应有的谨慎态度。

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 3.21 万吨, 降幅 5.19%

本周 LME 铜库存 20.86 万吨, 较上周降 1.03 万吨(-4.7%)。SHFE 库存 12.02 万吨, 较上周降 1.48 万吨(-10.99%)。COMEX 库存 3.64 万吨, 较上周持平。保税区库存 22.2 万吨, 较上周降 0.7 万吨(-3.06%)。本周全球显性库存去库速度有所加快, 其中 LME 亚洲欧洲北美洲均有所去库, 上周周尾 LME 亚洲和北美洲注销仓单率出现大幅上升, 本周三大洲注销仓单率均有所上升, 如果排除库存操纵的可能, 后期库存继续下降的可能性更大。本周 SHFE 上海库存去库 1.49 万吨, 其他地区库存基本维持稳定, 通过调研我们了解到贸易商本周拿货积极性有所提高, SHFE 库

存重回国庆节前的水平，淡季累库效应不是很明显。本周 COMEX 库存与上周持平，注销仓单率维持低位，后期去库效应较弱。

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
2019-11-29	20.86	3.64	12.02	22.20	58.72
2019-11-22	21.89	3.64	13.50	22.90	61.93
增减	-1.03	0.00	-1.48	-0.70	-3.21
增减幅	-4.70%	0.00%	-10.99%	-3.06%	-5.19%

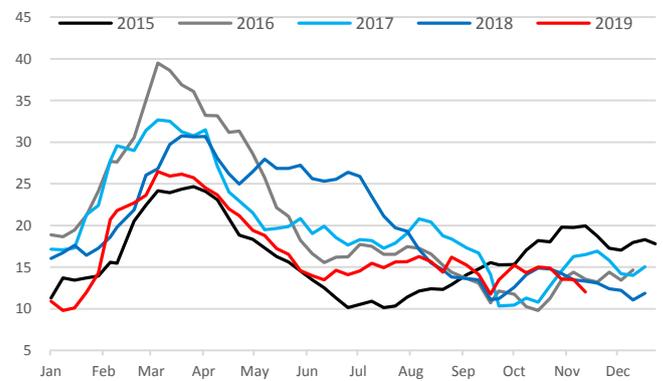
资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 三大交易所库存 (万吨)



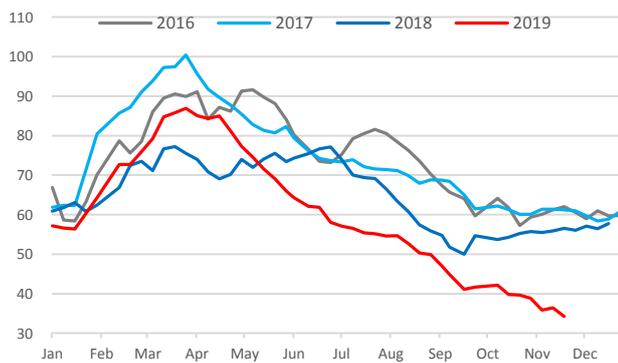
资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 SHFE 库存季节图 (万吨)



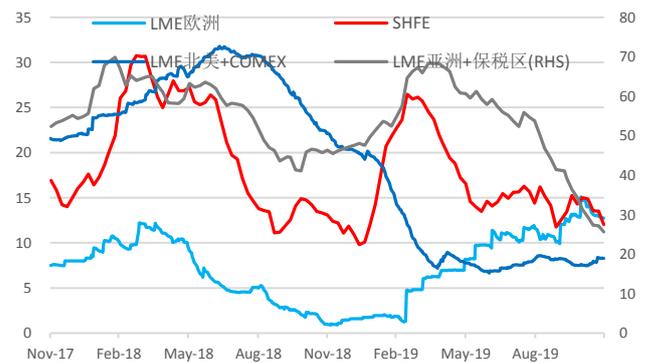
资料来源: Wind, 华创证券

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

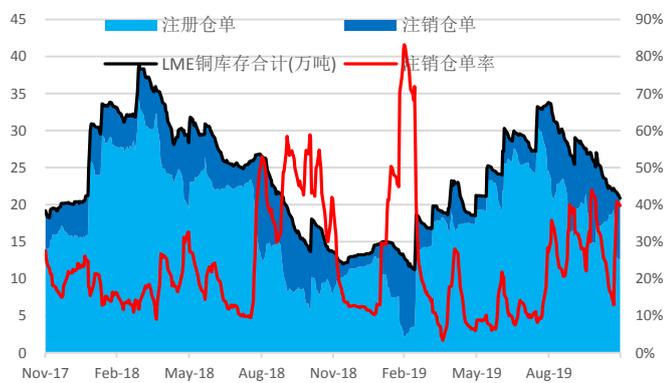
2、LME 库存分项：亚洲降 0.81 万吨，欧洲降 0.19 万吨，北美洲降 0.04 万吨

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
2019-11-29	3.48	63.84%	12.72	25.96%	4.66	59.20%	20.86	39.70%
2019-11-22	4.28	69.47%	12.91	5.67%	4.70	36.20%	21.89	24.71%
增减	-0.81	-5.63%	-0.19	20.28%	-0.04	22.99%	-1.03	14.99%
增减幅	-18.80%	-	-1.43%	-	-0.85%	-	-4.70%	-

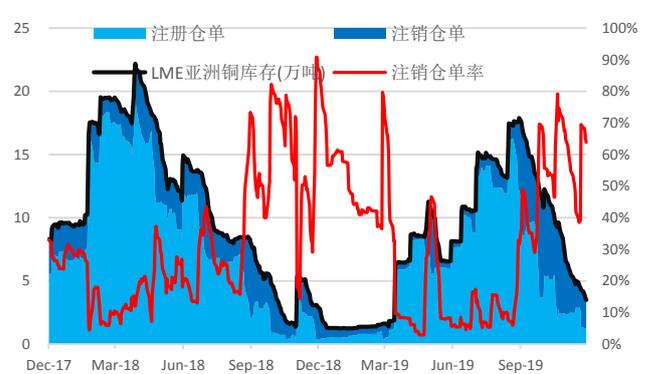
资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 LME 库存及注销仓单率



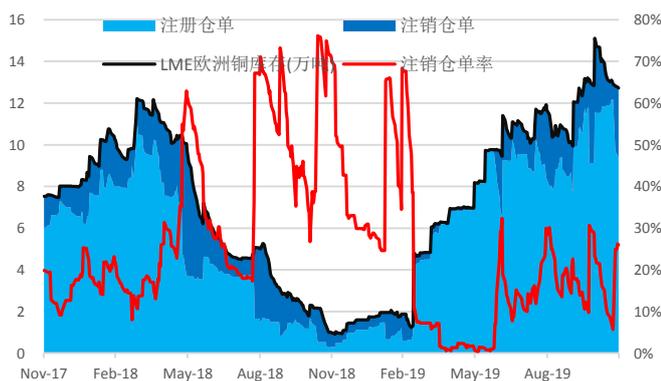
资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 LME 亚洲库存及注销仓单率



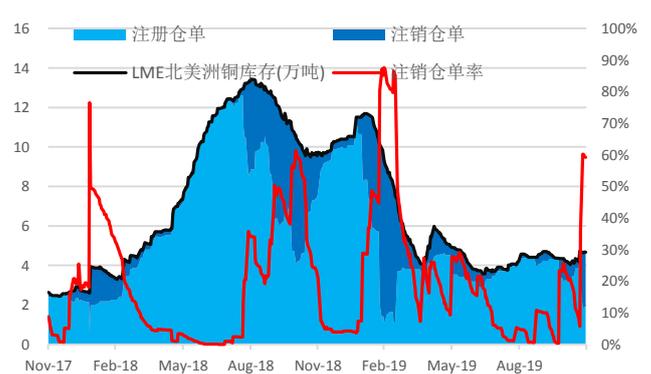
资料来源: Wind, 华创证券

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 1.49 万吨，江苏增 0.04 万吨，广东降 0.03 万吨，浙江持平

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
2019-11-29	6.86	1.24	3.78	0.13	12.02
2019-11-22	8.36	1.20	3.81	0.13	13.50
增减	-1.49	0.04	-0.03	0.00	-1.48
增减幅	-17.88%	3.57%	-0.87%	0.00%	-10.99%

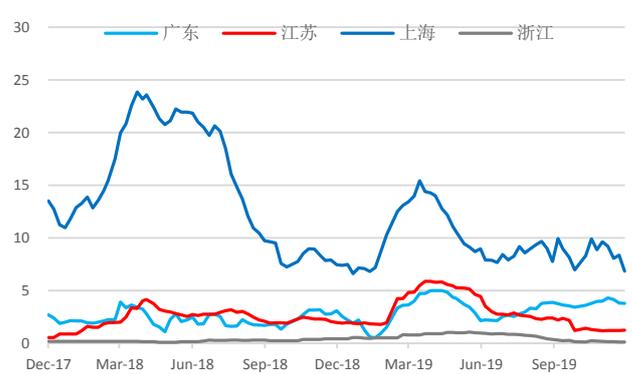
资料来源：Wind，华创证券

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：库存持平至 3.64 万吨，注销仓单率维持低位

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

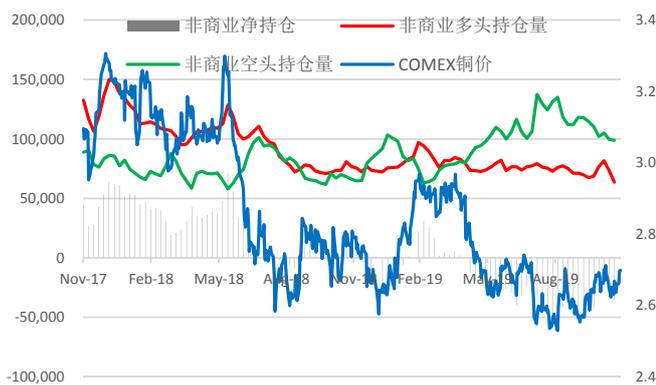
1、交易所期货持仓：11月19日报告周，非商业空头净持仓增加33.55%，多头继续平仓

图表 17 CFTC 持仓报告

单位：张			2019/11/19	2019/11/12	增减	增减幅度
总持仓			228,961	239,830	-10,869	-4.53%
报告头寸	非商业持仓	多头	63,747	73,303	-9,556	-13.04%
		空头	98,853	99,590	-737	-0.74%
		套利	52,568	54,279	-1,711	-3.15%
	商业持仓	多头	93,647	91,310	2,337	2.56%
		空头	61,093	70,023	-8,930	-12.75%
非报告头寸	多头	18,999	20,938	-1,939	-9.26%	
	空头	16,447	15,938	509	3.19%	

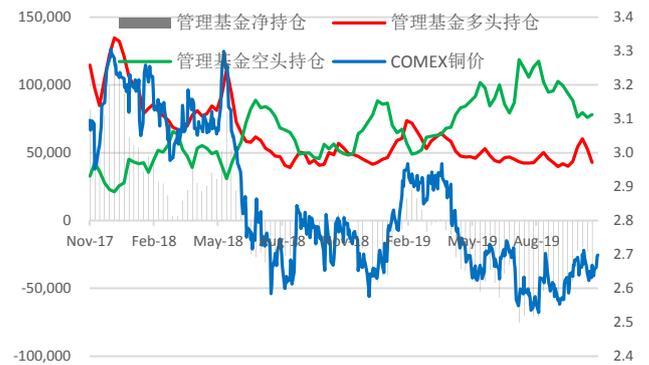
资料来源：Wind，华创证券

图表 18 CFTC 非商业持仓



资料来源：Wind，华创证券

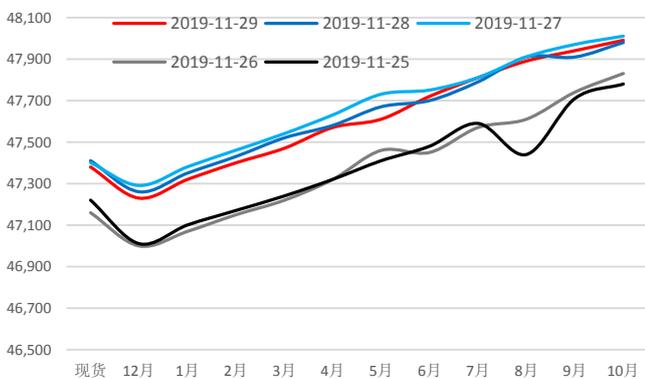
图表 19 CFTC 管理基金持仓



资料来源：Wind，华创证券

2、期限结构及期现价差：沪粤升贴水反向变动，LME Cash-3M 绝对价差较上周基本持平

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

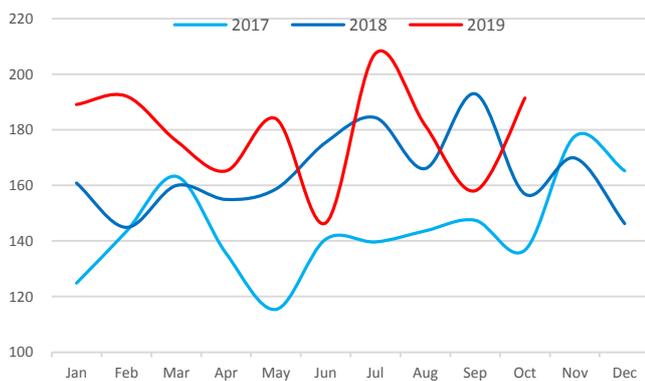
1、铜精矿：进口铜精矿零单指数较上周持稳至 58.5 美元/吨

据 SMM 数据，本周进口铜精矿零单指数较上周持稳至 58.5 美元/吨。在上周长单 TC 确定以后，冶炼厂更多关注后续长单的签订，因此现货交易不是很活跃。

2019 年 10 月国内铜精矿进口量 191.4 万吨，同比上升 21.97%，1-10 月累计进口 1791.66 万吨，同比增长 8.23%。10 月铜精矿进口环比和同比同时大增主因进口自智利和比例的矿环比有所上升，并且源自印尼的铜精矿进口在 10 月也出现大增，达到了 9.33 万吨，这是自今年 5 月份以后的首次进口，期间源自印尼的进口基本停止。

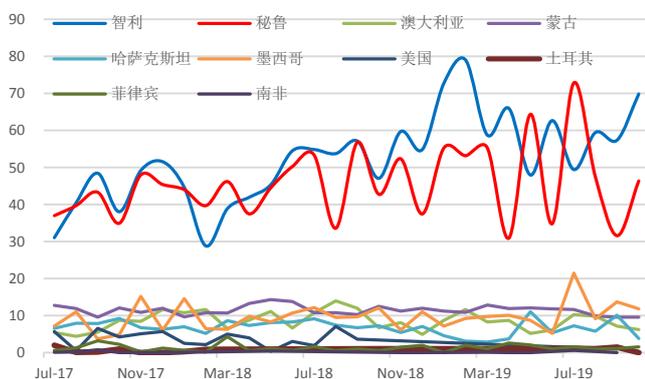
据中国有色金属工业协会，9 月国内铜精矿产量 14.81 万金属吨，同比增长 13.79%，1-9 月产量 115.34 万金属吨，累计同比下滑 1.5%。

图表 22 铜精矿进口季节图 (万吨)



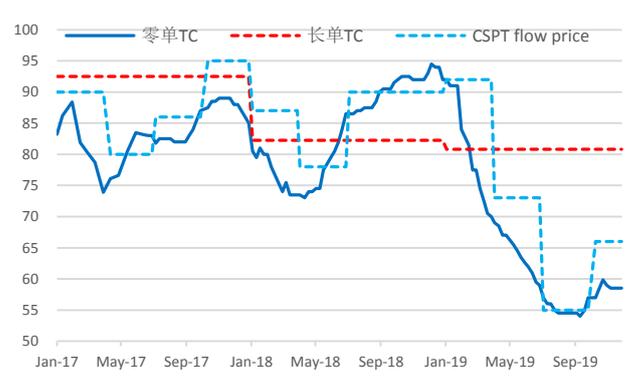
资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 铜精矿进口分国别 (万吨)



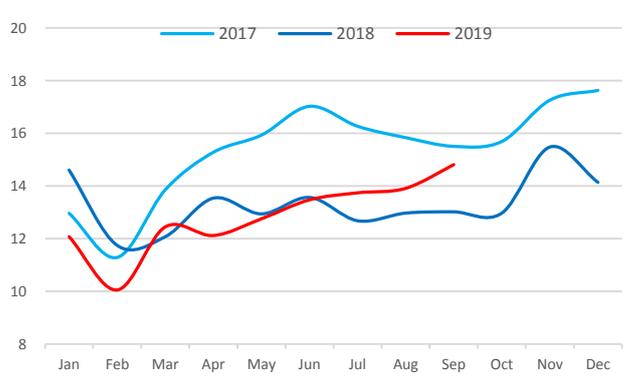
资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 铜精矿进口加工费 (美元/吨)



资料来源: 新闻资料整理, 华创证券

图表 25 中国铜精矿产量季节图 (万金属吨)



资料来源: CHINANIA, 华创证券

2、废铜：10 月废铜进口 6.08 万金属吨，同比降 28.33%，累计同比降 3.73%

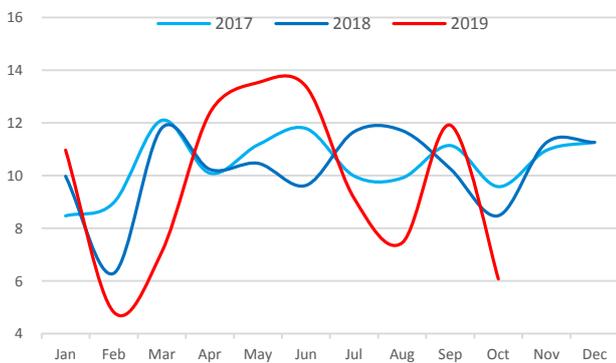
本周 1#铜精废价差位于 1400-1800 元/吨，运行区间较上周有所上升，主因本周铜价有所上涨，但是目前价差依

然处于合理价差以下。本周 1#废紫铜扣减较上周有所下降, 1#废紫铜扣减与上周持平。

海关数据显示国内 10 月进口废铜 8.66 万实物吨, 同比下降 49.07%, 1-10 月进口 132.26 万吨, 同比下降 32.03%。据我们测算, 10 月国内废铜进口 6.08 万金属吨, 同比下降 28.33%, 1-10 月国内累计进口废铜 96.8 万金属吨, 同比下降 3.73%。本月废铜进口环比大幅下降或因国内四季度进口批文量下发较少叠加国庆假期放假。

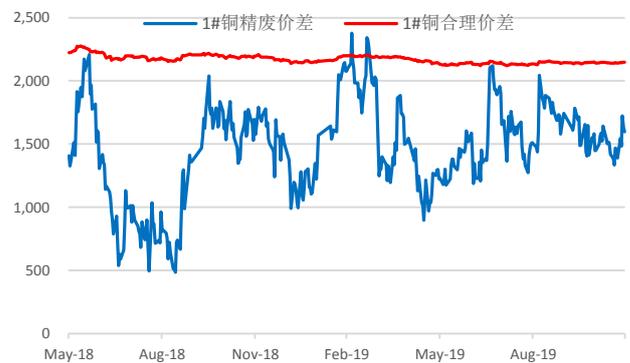
我们认为国家对于废铜限制进口政策主要会考虑到过渡期内的企业生产及价格稳定, 不会人为造成原料短缺。考虑到今年废铜进口含铜量大幅上升, 因此实际金属量同比不会下降很多。今年精废价差维持低位, 市场对于废铜的需求较为低迷, 废铜短缺对于铜价的影响更多是“锦上添花”而非“雪中送炭”, 只有铜价走高, 精废价差拉大以后市场才会考虑废铜的供需。

图表 26 废铜进口量季节图 (万金属吨)



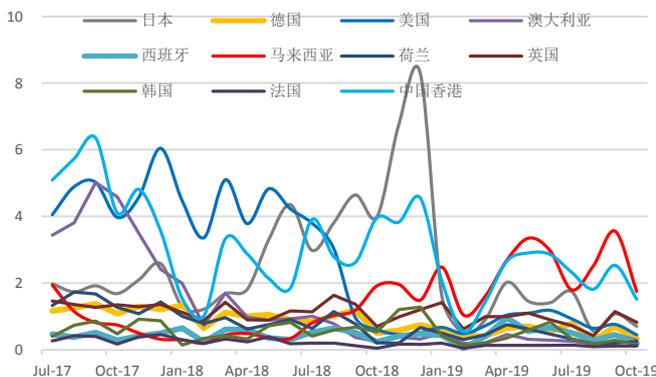
资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 精废价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 28 废铜进口分国别 (万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 废铜进口扣减

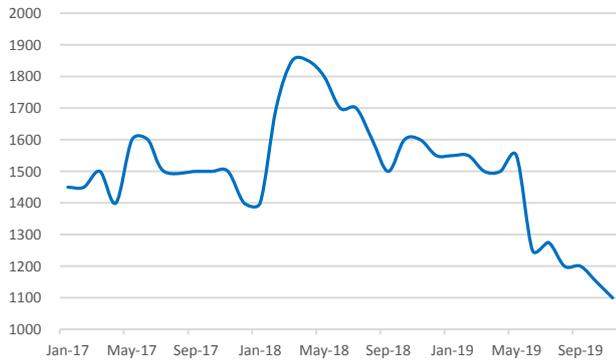


资料来源: SMM, 华创证券

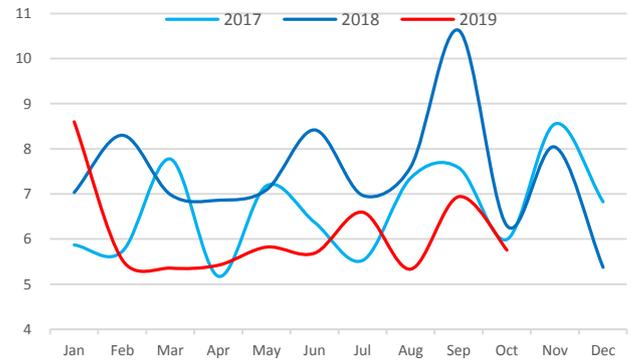
3、粗铜: 10 月国内进口粗铜 5.76 万吨, 同比下滑 8.54%, 累计同比下滑 19.83%

据 SMM 数据显示, 11 月国内粗铜加工费位于 1100 元/吨, 较上月下降 50 元。

2019 年 10 月国内进口粗铜 5.76 万吨, 同比下滑 8.54%, 1-10 月累计进口粗铜 61.08 万吨, 同比下滑 19.83%。10 月份粗铜进口同比下滑幅度较上月有所收窄, 10 月份进口环比下滑主要还是季节性因素为主, 其中来自赞比亚、智利、南非以及刚果金的进口量环比均有所下降, 但是源自巴基斯坦的进口量环比有所上升。

图表 30 粗铜加工费均价 (元/吨)


资料来源: SMM, 华创证券

图表 31 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: 新扩建产能逐步爬产, 检修影响量微乎其微

据 SMM, 赤峰云铜二期 20 万吨/年产能在 10 月 2 日投料, 10 月 10 日产出首批电解铜, 黑龙江紫金铜业 15 万吨/年产能逐步爬产, 白银有色铜冶炼技术提升项目 20 万吨/年恢复正常运行。11-12 月存在金冠铜业和江西铜业的检修, 但是金冠铜业的检修影响量仅为 0.8 万吨, 而江西铜业的检修影响量不大, 可以忽略。

图表 32 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 5/10 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 33 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

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	35	0
福建紫金	30	2019年6月	2019年7月	25	0.6
江铜富冶和鼎	35	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	50	1.8
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	0.8
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

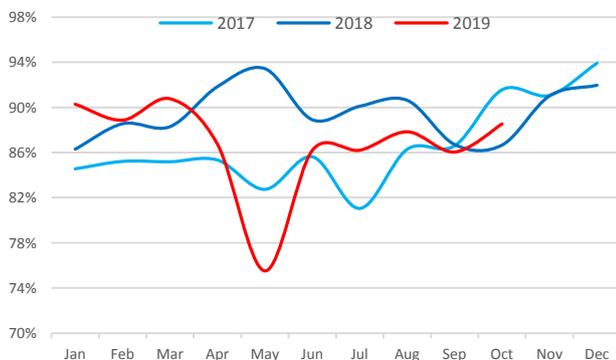
资料来源: SMM, 华创证券

2、冶炼厂开工率及生产运行情况: 10月中国电解铜产量为78.3万吨, 同比增8.66%, 累计同比增1.57%

2019年10月SMM中国电解铜产量为78.3万吨, 环比增长3.12%, 同比增长8.66%, 1-10月累计产量734.04万吨, 同比增长1.57%。10月实际产量高于9月预期量77.83万吨, 主要因为江西铜业、铜陵有色、云南铜业、金川集团产量高于计划, 从一定程度上也反应部分冶炼厂也有年底追赶产量计划的需求。

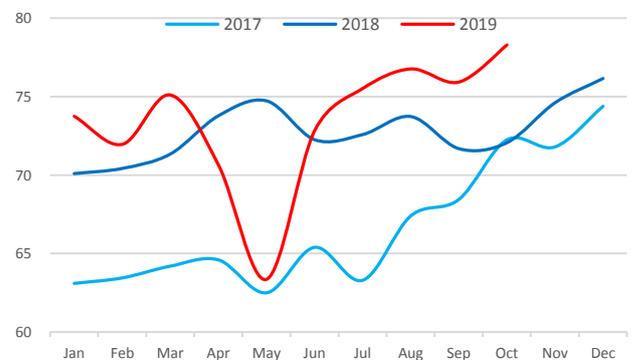
11月, 根据各冶炼厂排产来看, 部分冶炼厂产量仍受到废铜和阳极铜供应紧张影响, 但新投放冶炼产能仍在继续爬产, 二者增减量基本形成对冲。SMM预计11月国内电解铜产量将会提升至78.66万吨, 同比增幅5.43%, 累计产量达到812.7万吨, 累计增幅达1.94%。

图表 34 冶炼厂开工率季节图



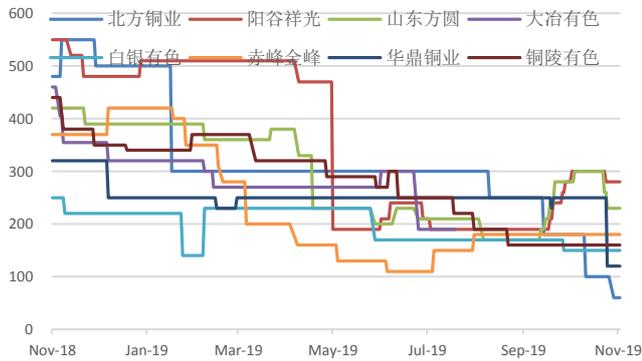
资料来源: SMM, 华创证券

图表 35 精炼铜产量季节图 (万吨)



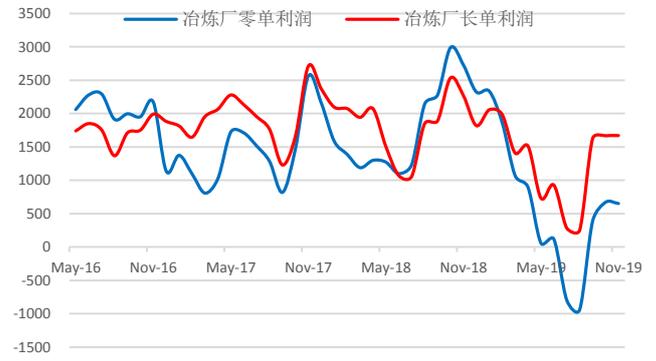
资料来源: SMM, 华创证券

图表 36 冶炼厂硫酸价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 冶炼厂利润测算 (元/吨)



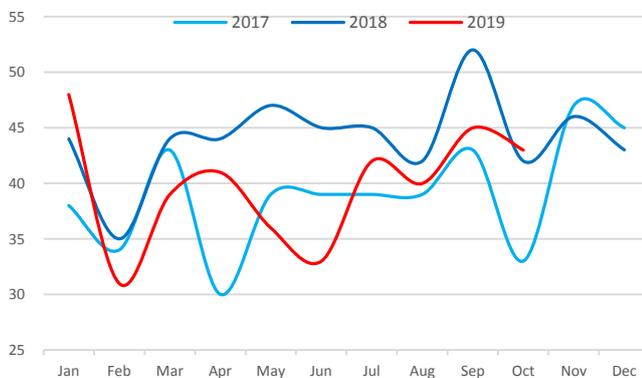
资料来源: Wind, 华创证券

(三) 精炼铜进口: 10月国内未锻造铜及铜材进口量 43.1 万吨, 同比升 2.62%, 累计同比降 9.98%

10月国内未锻造铜及铜材进口量 43.1 万吨, 同比上升 2.62%, 1-10月进口量 398.1 万吨, 同比下滑 9.98%。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10月国内精炼铜进口 31.69 万吨, 同比增 2.71%, 1-10月累计同比下滑 8.81%。

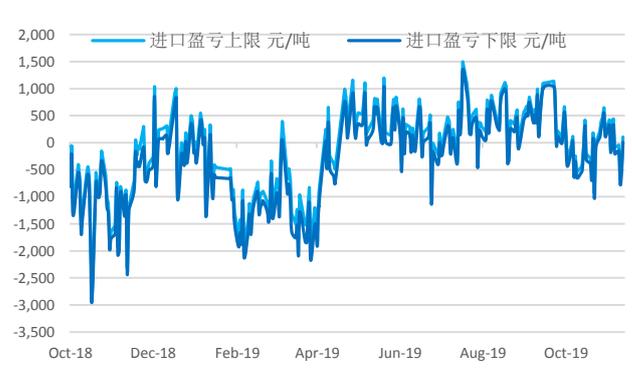
本周洋山铜溢价区间较上周上升至 68-78 美元/吨。本周溢价较上周有所回升。目前电解铜进口依然维持亏损状态, 外贸交易活跃度依然较低。

图表 38 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 39 电解铜现货进口盈亏



资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 上海保税区库存及升贴水



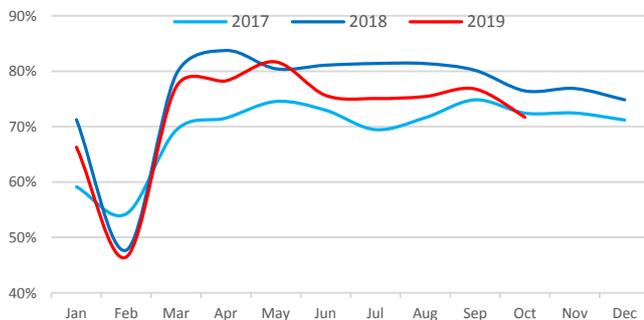
资料来源: Wind, 华创证券

(四) 铜材

1、铜材企业开工率: 11月电线电缆企业开工率 92.84%, 环比下滑 0.42%

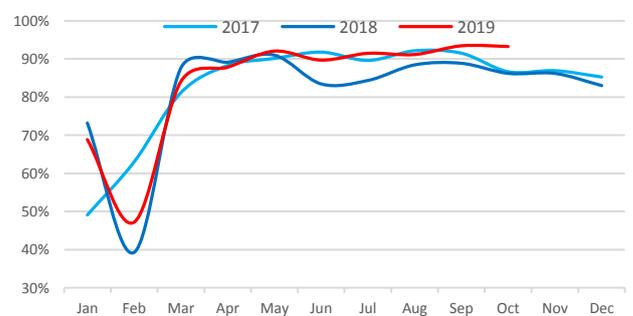
据 SMM 调研, 国内 10 月铜杆企业开工率为 71.7%, 环比下滑 5.11%; 10 月铜管企业开工率为 73.63%, 环比下降 4.43%; 10 月铜板带箔企业开工率 70.35%, 环比下滑 0.27%; 11 月电线电缆企业开工率 92.84%, 环比下滑 0.42%。

图表 41 铜杆线企业开工率



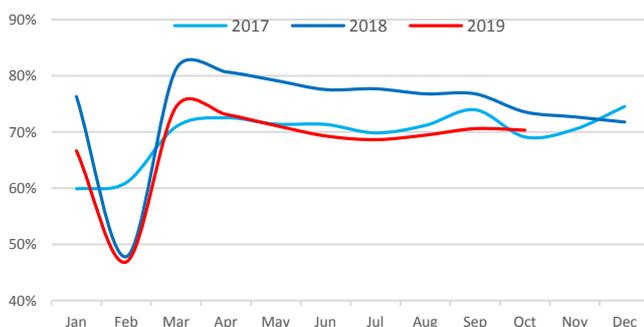
资料来源: SMM, 华创证券

图表 42 电线电缆企业开工率



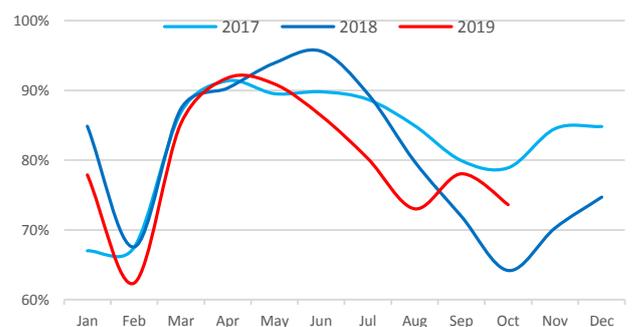
资料来源: SMM, 华创证券

图表 43 铜板带箔企业开工率



资料来源: SMM, 华创证券

图表 44 铜管企业开工率

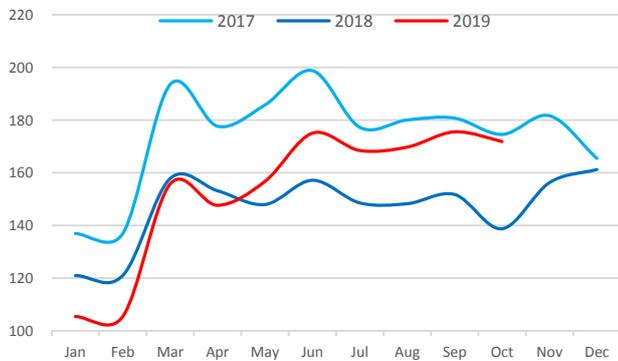


资料来源: SMM, 华创证券

2、铜材产量及进口：10月国内铜材产量171.9万吨，同比增18%，累计同比增9.8%

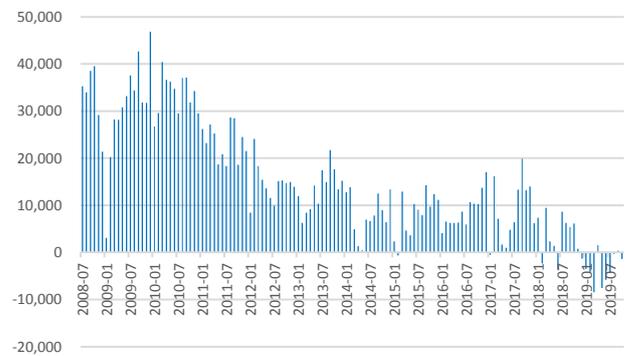
据国家统计局数据，今年10月国内铜材产量171.9万吨，同比增加18%，1-10月累计同比增加9.8%。

图表 45 国内铜材产量季节图 (万吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 铜材净进口量 (吨)



资料来源: Wind, 华创证券

三、行业要闻

1.智利10月铜产量略降至493,988吨 制造业产出同比下滑5.8%

SMM 网讯: 外电 11 月 29 日消息, 周五政府公布的数据显示, 智利 10 月制造业产出较去年同期下滑 5.8%, 矿业产出下滑 1.7%。政府统计机构 INE 称, 制造业产出的下滑主要是受食品产量下滑推动。INE 称, 智利 10 月铜产量略降至 493,988 吨, 较去年同期下滑 0.4%。12 个月内总矿业产出下滑 1.7%。智利是全球最大的铜生产国。

2.1-9月 Codelco 铜产量同比下滑 6.66%

SMM 网讯: 外电 11 月 29 日消息, 全球最大的铜生产商--智利国家铜业公司 Codelco 周五公布, 截至 9 月份的税前利润下降 57%, 原因包括暴雨、位于智利北部的旗舰矿 Chuquibambilla 发生大规模罢工, 以及金属价格下跌。Codelco 表示, 1-9 月铜产量为 112 万吨, 较上年同期下降 6.66%。该公司表示, 现货生产成本为每磅 1.43 美元, 较上年同期增长 2.9%。Codelco 首席执行官 Oscar Araneda 在其位于圣地亚哥的总部举行的新闻发布会上表示, 该公司正寻求削减 80 亿美元支出, 此前公司宣布一项耗资 400 亿美元、历时 10 年的对其老化的矿山进行大修的心心勃勃的计划。其称, “我们正处在历史的关键时刻, 我们有责任进行变革, 这样我们才能在至少 50 年的时间里继续为智利的进步作出贡献。” 该公司财务副总裁 Alejandro Rivera 称, 结束中美贸易战将有助于推高铜价。

3.西部矿业: 玉龙铜矿二期改扩建工程有望于明年 10 月建成投产

SMM 网讯: 近日, 西部矿业(601168)有关负责人在 2019 年三季度业绩交流会上表示, 公司在冶炼方面的战略目标是做精冶炼产业。“我们的一些指标逐渐接近行业的先进指标, 甚至有些指标已经超过行业的先进指标了, 公司将借此打造冶炼产业的精细化, 做精冶炼产业。” 西部矿业负责人着重介绍了旗下三家冶炼企业, 包括青海西豫有色金属有限公司、青海铜业有限责任公司和西部矿业股份有限公司锌业分公司。其中, 西豫有色在 2017 年 7 月完成了铅冶炼技改, 电解铅产能提升到了年产 10 万吨级别; 青海铜业 10 万吨/年阴极铜项目点火试车, 今年正式投产。目前, 西部矿业最核心的工程项目是玉龙铜矿二期改扩建工程, 玉龙铜矿改扩建工程涉及采选能力是处理原生矿石 1800 万吨每年, 预计产生每年十万吨的铜金属量。交流会上, 西部矿业也公布了玉龙铜矿二期改扩建工程的最新进度。

4.安托法加斯塔达成 2020 年铜 TC 价格

智利安托法加斯塔与中国和日本炼厂敲定 2020 年铜 TC/RCs 价格为 62 美元/吨和 6.2 美分/磅, 与自由港议价一致。

5.西藏矿业拟向大股东出售尼木铜业

SMM 网讯：11月28日晚间，西藏矿业发布公告称，近年来，公司控股子公司尼木县铜业开发有限责任公司(以下简称“尼木铜业”，持股100%)受有色金属市场持续低迷以及客观因素影响，铜销售价和成本严重倒挂，且连续亏损，严重影响上市公司盈利能力。为轻装上阵、着力做好铬、锂业务，公司拟向控股股东西藏自治区矿业发展总公司出售尼木铜业100%股权。2019年11月28日，公司与矿业总公司就此事项签署《资产出售协议》。此次出售尼木铜业100.00%股权的交易对价为5.34亿元。

6.加拿大第一量子矿物公司或与力拓合作开发秘鲁铜矿

SMM 网讯：据外电11月27日消息，加拿大矿商第一量子矿物公司（First Quantum Minerals）首席执行官周三表示，公司正在寻找战略伙伴，开发新的铜矿项目，并且可能与力拓在秘鲁组建合资企业。公司首席执行官 Philip Pascall 在伦敦召开的一场会议间隙提到寻找战略伙伴的计划时称：“这是我们将要探索的，这取决于我们又什么样的合作伙伴。”他并称：“有许多不同的潜在伙伴，不一定是矿业公司。”当被问及第一量子是否将与力拓合作开发秘鲁铜矿时，Pascall 表示，这将是选择之一。力拓发言任拒绝予以置评。

7.财务省：日本10月铜出口同比大幅减少21.7%

SMM 网讯：据外电11月28日消息，日本财务省周四公布的数据显示，日本10月结关后精炼铜出口为38,785.246吨，较上年同期减少21.7%；今年前10个月累计出口459,361.813吨，同比下滑11.8%。其中10月阴极铜出口为35,373.142吨，较上年同期减少23.9%；1-10月累计为428,329.912吨，同比下滑11.2%。精炼铜出口中包括阴极铜、铜锭和其他铜。

8.蒙古矿业部长表示 力拓 Oyu Tolgoi 铜矿项目不会停止

SMM 11月27日讯：蒙古矿业部长 Dolgors ü rengiin Sumyaabazar 近日在伦敦的一次行业会议上说到：“力拓 Oyu Tolgoi 铜矿项目将直接进行。”蒙古政府也将与力拓紧密合作改进相关投资协议以促进力拓在 Oyu Tolgoi 的地下开发项目。但是，Dolgors ü rengiin Sumyaabazar 并没有强调蒙古政府将具体如何使协议对蒙古更有利，不过他的言论似乎意味着力拓在 Oyu Tolgoi 的地下开发项目将不会被进一步拖延。

9.Konkola 铜矿或于下周重启运营

SMM 网讯：11月26日消息，赞比亚矿业部长 Richard Masukwa 表示，推迟约两周后，该国 Konkola 铜矿（KCM）可能于下周重启运营。该冶炼厂于10月初关闭进行年度检修，较原计划提前两天，因酸泄漏导致 KCM 员工和附近一所学校的学生住院治疗。它原计划在11月15日重新开放。Masukwa 在伦敦矿业与货币会议间隙表示：“本周我们正在进行测试，我希望机器下周能够启动并投入使用。”其未详细说明推迟投产的原因。该冶炼厂的产能为31.1万吨。KCM 是孟买上市公司韦丹塔（Vedanta）的子公司，持股比例为80%。自从今年5月卢萨卡政府任命一位清算人接管 KCM 以来，韦丹塔就陷入了与赞比亚政府的争端之中。Vedanta 高管 Deshnee Naidoo 周一表示，已任命一名仲裁员来解决争端，双方正在就正式程序的日期进行谈判。

10.穆塔达铜钴矿被迫提前一个月停运

SMM 网讯：11月26日消息，嘉能可(Glencore)位于刚果民主共和国的穆塔达(Mutanda)矿已暂停运营，原因是难以获得硫酸。硫酸是铜和钴开采的关键原料。停运从周一开始，一个多月后，这一全球最大的钴矿将进入检修阶段。嘉能可曾在8月份宣布，将从年底起暂停该矿运营两年。消息人士周二看到的这封日期为11月25日来自管理层的信称：“由于获取硫酸困难，穆塔达矿被迫提前停止铜和钴的开采和处理。”

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
	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
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@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