

一 诺 千 金      德 厚 载 富

# 一德期货 研究报告

——（半年报）——

基本面存支撑，等待宏观潮水涌来

李金涛

投资咨询部

## ■ 内容摘要

### 李金涛

有色金属分析师

期货从业资格号：

F3015806

投资咨询从业证书号：

Z0013195

lgtoo@163.com

一德期货有限公司

电话：(022) 58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

188 号信达广场 16 层

邮编：300042

宏观层面：G20 峰会首脑会晤将中美两国关系从僵局中再次拉出，同时美国利率周期也逐渐从加息周期走向降息周期前的平稳阶段，外部环境的缓和给国内经济压力带来暂时的缓冲空间，但是在国内经济转型的大背景下，传统经济部门受限在一定程度上导致信用周期向经济周期传导出现边际弱化的可能，据此不能排除 2019 年后半年经济仍有继续回落的可能，这也将成为国内资产定价的主逻辑之一。

供应：铜矿供应峰值已过，矿山罢工风险降低，但铜矿石品位下降，设备老化，环保压力等扰动因素制仍制约矿山产出。废铜进口政策趋严主要为规范进口市场，影响不大。但下半年精铜供应将较上半年上升。

需求：中国需求看，目前下游需求中传统主要需求稳定，部分板块下滑由新需求弥补，而且未来新需求板块将超预期发力。下半年主要关注宏观面危机退去后经济的恢复效果。

## ■ 核心观点

宏观扰动和经济下行压力已在铜价中充分反应，基本面的支撑作用不容忽视。铜矿产出增速放缓，下游需求换挡，但整体需求表现稳定并未随经济下滑出现失速。从供需的最终指标库存这点看，目前全球铜显性库存已至多年来少有的低点，与此同时铜现货升水水平稳定，表征下游消费仍有支撑。在国内废铜政策调整后，精废价差缩小也在支撑着电解铜消费。我们认为当前铜价疲弱是由于来自宏观方面的避险遮掩了铜产业方面的一些亮点，铜自身供需边际改善空间较大，铜的极低位库存为铜价提供了很好的反弹基础。随着全球货币政策预期转向，在外部危机暂时解除后，铜价或迎来情绪上的修复和价值再塑造。我们预计下半年伦铜核心波动区域在 5700-6500 美元，沪铜 45000-50000 元。

风险点：1、中美贸易对抗加剧

2、全球经济持续下滑超预期

3、地缘政治冲突风险

4、货币政策转向不及预期

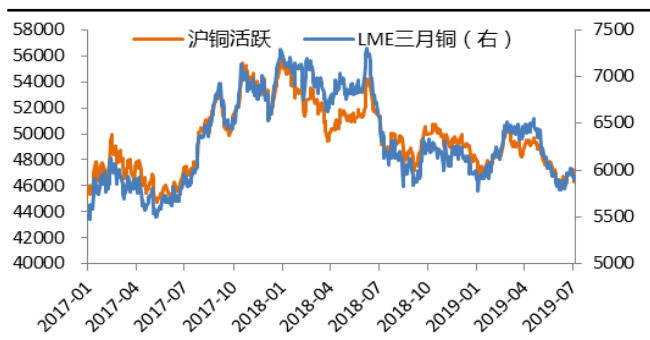
# 目 录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1 铜价回顾与主要逻辑.....               | 2  |
| 2. 基本面分析 .....                 | 2  |
| 2.1 供应分析.....                  | 2  |
| 2.1.1 资本开支周期结束 铜矿产量高点已现.....   | 2  |
| 2.1.2 冶炼端面临 TC 下行压迫.....       | 6  |
| 2.1.3 限制废铜进口政策加码，实为规范进口市场..... | 8  |
| 2.2 消费端：传统需求增长乏力，新产业发展迅速.....  | 9  |
| 2.3 供需平衡：下半年供需双增.....          | 12 |
| 2.4 检修减产支撑库存去化.....            | 12 |
| 3. 宏观有缓和但仍未解除 .....            | 13 |
| 4. 总结与展望 .....                 | 13 |
| 免责声明 .....                     | 15 |

## 1 铜价回顾与主要逻辑

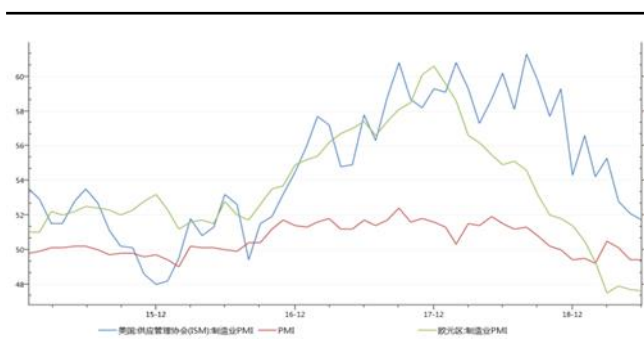
2019 年上半年铜价伴随着宏观情绪的转变呈现出明显震荡下行行情：一季度，一方面是中美贸易谈判释放一定利好消息，市场情绪得到修复，另外一方面国内一系列的政策性加码，市场对国内政策托底经济的强烈预期，进而引发沪铜超出 10% 的反弹行情。进入二季度，中美关系日益严峻，随之谈判陷入僵局。美国宣布对中国 2000 亿美元进口商品加征 25% 的关税、全球制造业 PMI 以及美国非农就业数据的表现不佳给全球经济运行趋势蒙上一层阴影，市场避险情绪集中爆发使得美元指数、黄金等大幅走强，全球大宗商品价格承压，而国内官方再次提出“房住不炒”，引发市场对国内房地产走弱的预期，二季度铜价跌幅达到 10% 左右。然而铜产业方面呈现的仍旧是铜矿进口 TC、电解铜交易所库存持续走低，下游消费平稳的情况。总体来看，上半年铜价受宏观定价和产业定价分裂影响，期间受宏观扰动加大，导致铜价在低点附近运行。

图 1.1：国内外铜价走势



资料来源：wind，一德研究院

图 1.2：主要经济体 PMI



资料来源：wind，一德研究院

## 2. 基本面分析

### 2.1 供应分析

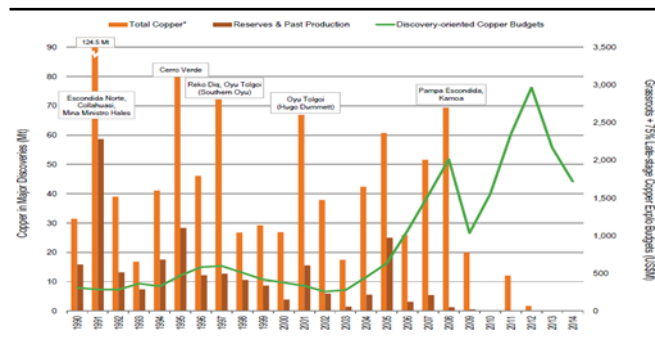
#### 2.1.1 资本开支周期结束 铜矿产量高点已现

铜矿周期性特征很明显，总体看铜价的涨跌走势不取决于供给过剩与否的绝对数，而是取决于供需格局的趋势变化，供需出现改善大概率伴随铜价上涨，供需恶化则会多伴随铜价下跌。

据 Bloomberg 数据，2017 年全球多数铜矿企总资本支出 534 亿美元相较 16 年的 499 亿有所上升，但相较 08 年 689 亿美元和 12 年 1226 亿美元的资本支出高峰仍处于低位。进入 2019 年，随着铜价的走低，矿山盈利情况

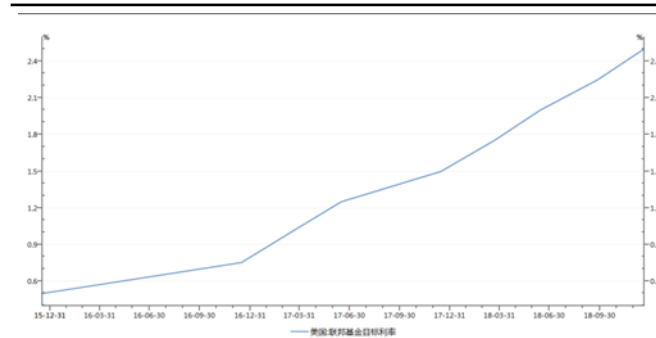
远低于前两轮增产，而伴随着美联储 2016–2018 年的加息周期，直接导致全球融资成本抬升。

图 2.1.1：铜矿资本支出与铜精矿产量



资料来源：安泰科

图 2.1.2：美国国债实际收益率



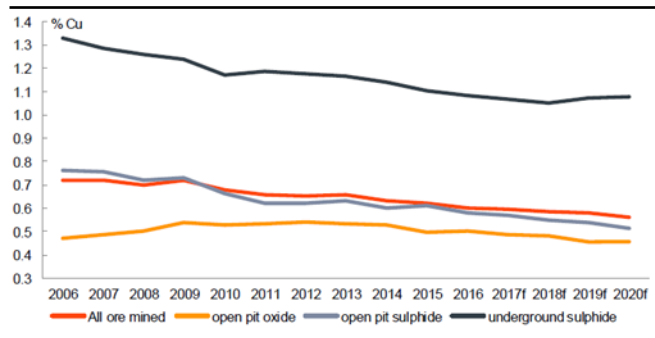
资料来源：wind

在铜矿资本支出压力趋紧的情况下，铜矿供应还面临着两个问题：

2017 年留给市场最深的印象之一就是铜矿山罢工对铜矿供应干扰。2018 年虽然劳工谈判依然较多，尤其是智利和秘鲁，但从 2017 年罢工事件解决的经验来看，矿山劳工谈判最终都是以一次性奖金和薪水幅度上调来解决，在这样解决方案的参照下，2018 年并未出现大规模持续性的罢工。进入到 2019 年，1 季度共有 3 次罢工事件，大都以加薪及提供签约奖金解决；二季度 Codelco 旗下 Chuquibambilla 铜矿罢工，导致影响产量 1 万吨左右。

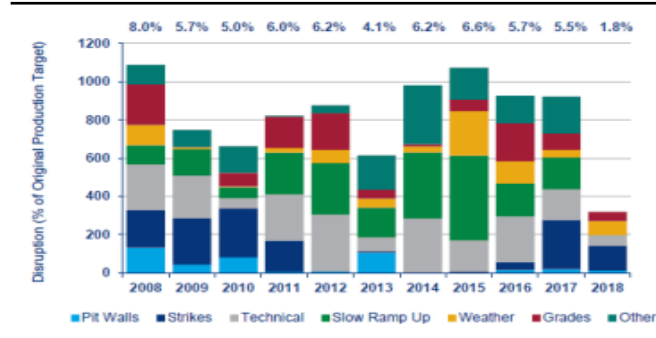
结合 2017 年至今铜价的变化，我们发现铜矿的大规模罢工，大都出现在铜价上行期间，铜企利润得到有效修复，降本增效不是主要矛盾，企业目标则是增产扩产，而劳工薪资提升预期也在增高，因此极易发生罢工；而目前铜价处于低位时，企业的主要任务是尽可能的降低成本，拒绝劳工薪资提升要求态度也很坚决，因此我们认为当铜价处于相对低位时的罢工扰动的效应或将减弱。

图 2.1.3：2006–2020 开采铜矿石品位



资料来源：Goldman Sachs

图 2.1.4：矿山干扰率



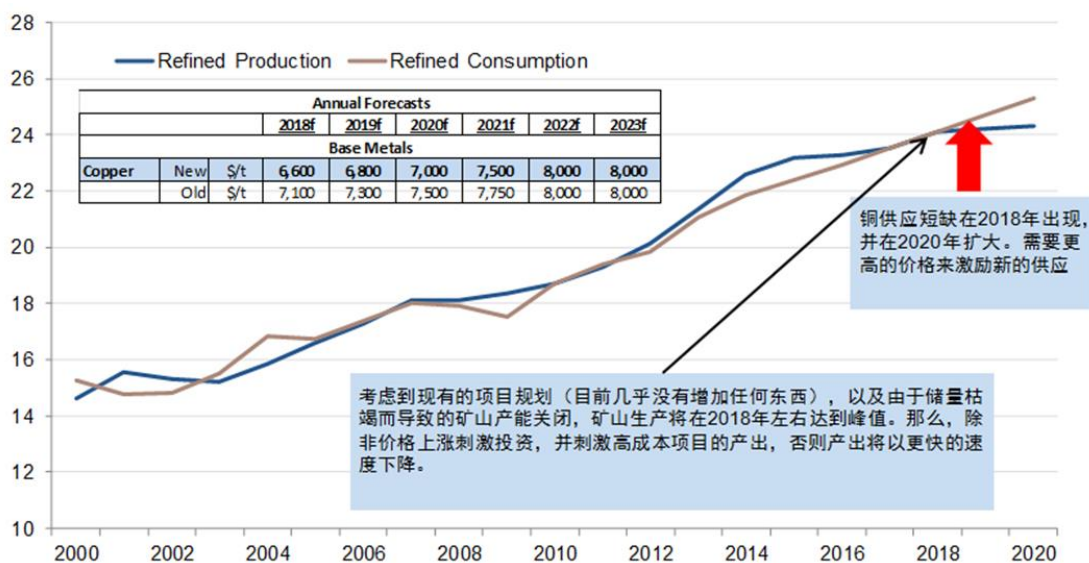
资料来源：Wood Mackenzie

表格 1：铜矿劳工谈判

矿山原矿品位问题也需要重视，CRU 数据显示，现阶段全球的铜矿山，澳大利亚，智利，秘鲁已经开发到中后期阶段，智利和秘鲁的平均品位在逐年下降；全球的平均品位从十年前的 1.6%，下降到 2017 年平均品位 0.6%。预计在未来十年期间，矿石品位下降 17%，而在弥补矿石品位的下降，叠加全球铜需求保持平均增速为 2.3% 的条

件下，这就要求铜矿每年需要 48 万吨的新增供应量。

图 2.1.5：铜矿石供应消费预测



资料来源：安泰科 SG 跨资产研究/商品

表格 1：2018-2021 年境外新投产矿山

| 公司     | 项目                       | 国家    | 产能（万吨） | 启动时间 |
|--------|--------------------------|-------|--------|------|
| 第一量子   | Cobre Panama             | 巴拿马   | <10    | 2018 |
| 嘉能可    | Katanga 复产               | 刚果（金） | 15     | 2018 |
| 南方铜业   | Toquepala Expansion      | 秘鲁    | 4      | 2018 |
| 智利国家铜业 | Chuiquicamata U/G        | 智利    | 37     | 2019 |
| OZ 矿业  | Carrapateena             | 澳大利亚  | 6      | 2019 |
| 自由港    | LoneStar/Safford Project | 美国    | 6      | 2020 |
| 南方铜业   | Tia Maria                | 秘鲁    | 12     | 2020 |
| 力拓     | Oyu Tolgoi Underground   | 蒙古    | >50    | 2020 |
| 必和必拓   | Spence Growth Option     | 智利    | 18.5   | 2020 |
| 安托法加斯塔 | Los Pelambres Exp Ph 1   | 智利    | 5.5    | 2021 |
| 泰克资源   | Quebrada Blanca 2        | 智利    | 30     | 2021 |
| 第一量子   | Taca Taca                | 阿根廷   | 25     | 2021 |
| 紫金矿业   | Kamoa                    | 刚果（金） | 30     | 2021 |

资料来源：百川资讯

表格 2：2018 年境外主流矿企铜产量及目标产量

| 公司   | 铜矿项目             | 国家  | 状况           | 产量   |      |      |      |
|------|------------------|-----|--------------|------|------|------|------|
|      |                  |     |              | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| 南方铜业 | Toquepala        | 秘鲁  | 2018Q3 扩产    | 12   | 16   | 24.5 | 24.5 |
| 南方铜业 | Buenavista       | 墨西哥 | 2020         | 0    | 0    | 0    | 2    |
| 自由港  | Grasberg         | 印尼  | 2017Q1 罢工后恢复 | 44.6 | 64   | 33   | 47   |
| 自由港  | LoneStar/Safford | 美国  | 2020         | 0    | 0    | 0    | 6    |

|         | Project       |       |                                 |      |      |      |      |
|---------|---------------|-------|---------------------------------|------|------|------|------|
| 俄镍      | Bystrinskoe   | 俄罗斯   | 2017 底                          | 0    | 3.7  | 5    | 6    |
| 第一量子    | Sentine       | 赞比亚   | 扩产                              | 19   | 22   | 24   | 26   |
| 第一量子    | Cobre Panama  | 巴拿马   | 2018H2 开, 2019Q1 运营,<br>2020 满产 | 0    | 5    | 15   | 30   |
| 必和必拓    | Escondida     | 智利    | 2017Q1 罢工后恢复<br>+2017Q4 扩产      | 68.2 | 102  | 103  | 103  |
| 必和必拓    | Olympic Dam   | 澳洲    | 扩产                              | 14.2 | 12.9 | 18.3 | 21.5 |
| OZ 矿业   | Carrapateena  | 澳洲    | 2019Q4 完工                       | 0    | 0    | 1.5  | 6.5  |
| 力拓      | Oyu Tolgoi    | 蒙古    | 2020 地下矿出产                      | 15   | 14   | 13.6 | 15.8 |
| 佳能可     | Mopani        | 赞比亚   | 2015Q4-2018late                 | 0    | 0    | 3.5  | 4.5  |
| 佳能可     | Katanga       | 刚果金   | 2015Q4-2018H1                   | 1    | 15   | 30   | 30   |
| 佳能可     | Alumbrera     | 阿根廷   | 接近枯竭                            | 3.8  | 2.5  | 0    | 0    |
| 紫金矿业    | Kolwezi       | 刚果金   | 2018 满产                         | 2.4  | 4    | 4.5  | 4.7  |
| 哈萨克矿业   | Aktogay       | 哈萨克斯坦 | 2018 满产                         | 6.5  | 7.5  | 8    | 8    |
| 智利国家铜业  | Chuiquicamata | 智利    | 转为地下开采                          | 39.3 | 38.2 | 47.1 | 39.7 |
| 铜陵有色    | 米拉多           | 厄瓜多尔  | 2019                            | 0    | 0    | 9.6  | 9.6  |
| 紫金矿业    | Kolwez        | 刚果金   | 2017Q3 一期, 2019Q2 二期            | 2.2  | 5.5  | 8.5  | 10   |
| 紫金矿业    | Kamoa         | 刚果金   | 2020                            | 0    | 0    | 0    | 20   |
| 国外铜精矿增量 |               |       |                                 |      | 84.1 | 36.8 | 51.4 |
| 中国铜精矿增量 |               |       |                                 |      | 11   | 15   | 12   |
| 全球铜精矿增量 |               |       |                                 |      | 95.1 | 51.8 | 63.4 |

资料来源：百川资讯

由上表可以看到，铜矿新增供应量峰值是出现在 2018 年，然而未来预估的新增供应量还包含一定程度的弹性供应量，即矿企在铜价相对高位的情况下，才会刺激项目的投资，产生新增供应量。在 2019 年至少上半年来看，随着铜价下行，矿企投资动力不足，铜矿新增供应量可能难以达到预估增量。

经过 2016-2017 年铜价的上涨，目前矿山成本压力并不是现阶段主要矛盾。目前铜矿供应问题主要集中在从品位下降，环保强化，劳动力成本的刚性增长，能源与水的短缺，以及随着非洲铜供应量的提升这些国家政治风险以及税收问题等等因素，将会继续推高未来铜矿成本。预计 2019 年下半年，铜供应方面仍有可能受到来自矿端的干扰，涉及影响产量 165 万吨。

表格 3：2019 下半年铜矿供应扰动

| 事件             | 国别  | 相关企业                                         | 相关铜矿                       | 影响产能 (万吨) |
|----------------|-----|----------------------------------------------|----------------------------|-----------|
| 铜矿罢工           | 智利  | Codelco                                      | Chuquicamata               | 30        |
| 提高矿权使用税        | 刚果  | Glencore、MMG、Eurasian Resources              | Mutanda、Frontier等          | 40        |
| 征收进口关税、增值税改销售税 | 赞比亚 | Glencore、First Quantum、Vedanta、Barrick Gold等 | Kansanshi、Konkola、Lumwana等 | 80        |
| 审查项目合同         | 巴拿马 | First Quantum                                | Cobre Panama               | 15        |
| 总计             |     |                                              |                            | 165       |

资料来源：五矿、网络整理

## 2.1.2 冶炼端面临 TC 下行压迫

受益于前几年铜精矿加工费 TC/RC 处于高位推动，18-19 年中国精铜冶炼产能进入投产的高峰时期。根据数据统计，19 年就有近 110 万吨的规模的新扩建产能上马，而且这些产能大部分在下半年投放。此外今年各冶炼厂在二季度集中检修较多，预计影响量在 13 万吨左右，占全年影响问题的 60%以上。所以总观上半年精炼铜减产支撑了季节性去库存表现。三季度随着大部分检修完成，和新扩建产能上马，精炼铜供应会重新带来压力。

表格 4：2019 年精炼铜新建项目

| 精炼铜新建项目 |       |     |       |          |
|---------|-------|-----|-------|----------|
| 公司名称    | 新扩建产能 | 总产能 | 原料    | 预计投产时间   |
| 恒邦股份    | 10    | 22  | 铜精矿   | 2019年上半年 |
| 赤峰云铜    | 25    | 40  | 铜精矿   | 2019年5月  |
| 广西南国铜业  | 30    | 30  | 铜精矿   | 2019年Q2  |
| 兰溪自立环保  | 10    | 10  | 废铜/粗铜 | 2019年10月 |
| 新疆五鑫铜业  | 10    | 20  | 铜精矿   | 2019年底   |
| 黑龙江紫金铜业 | 15    | 15  | 铜精矿   | 2019年    |
| 紫金铜业    | 8     | 38  | 铜精矿   | 2019年Q4  |
| 总计      | 108   | 175 |       |          |

资料来源：SMM、网络整理

表格 4：2019 年粗炼铜新建项目

| 粗炼新建项目  |       |     |     |         |
|---------|-------|-----|-----|---------|
| 公司名称    | 新扩建产能 | 总产能 | 原料  | 预计投产时间  |
| 赤峰云铜    | 25    | 40  | 铜精矿 | 2019年5月 |
| 广西南国铜业  | 30    | 30  | 铜精矿 | 2019年Q2 |
| 新疆五鑫铜业  | 10    | 20  | 铜精矿 | 2019年底  |
| 紫金铜业    | 8     | 38  | 铜精矿 | 2019年Q4 |
| 黑龙江紫金铜业 | 10    | 10  | 铜精矿 | 2019年   |
| 总计      | 83    | 138 |     |         |

资料来源：SMM、网络整理

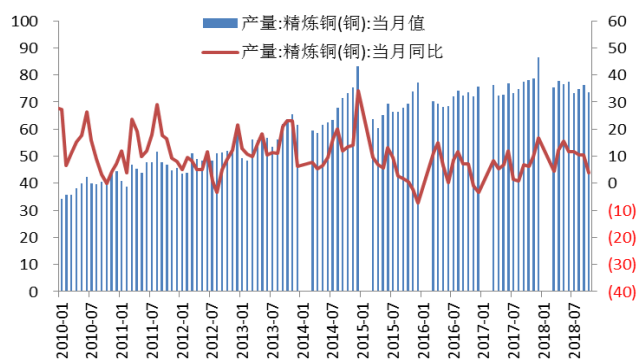
表格 5：2019 年冶炼厂检修计划及影响产量

| 公司名称     | 精炼产能 | 粗炼产能 | 开始时间     | 结束时间     | 检修环节  | 预计影响（万吨） | 实际影响（万吨） | 预计检修天数 |
|----------|------|------|----------|----------|-------|----------|----------|--------|
| 青海铜业     | 10   | 10   | 1 月      | 1 月      | 粗炼    | 0.35     | 0.5      | 15     |
| 烟台国润     | 10   | 10   | 12 月 1 日 | 1 月      | 粗炼和精炼 | 0.34     | 0.35     | 40     |
| 广西金川     | 40   | 30   | 3 月      | 3 月      | 粗炼和精炼 | 1.2      | *        | 35     |
| 赤峰金剑     | 15   | 15   | 4 月 1 日  | 4 月 30 日 | 粗炼和精炼 | 0.5      | 0.5      | 30     |
| 新疆五鑫     | 10   | 10   | 4 月 1 日  | 5 月 10 日 | 粗炼和精炼 | 0.8      | 0.6      | 40     |
| 祥光铜业     | 45   | 35   | 4 月 5 日  | 5 月 10 日 | 粗炼和精炼 | 1.5      | 5        | 45     |
| 东营方圆     | 55   | 45   | 4 月 15 日 | 5 月 10 日 | 粗炼和精炼 | 1        | 2.9      | 30     |
| 山东恒邦     | 15   | 15   | 4 月 15 日 | 4 月 22 日 | 粗炼    | 0.2      | 0.28     | 7      |
| 豫光金铅     | 12   | 10   | 4 月 1 日  | 5 月 26 日 | 粗炼和精炼 | 1.5      | 2.8      | 50     |
| 金隆铜业     | 45   | 30   | 4 月 1 日  | 5 月 10 日 | 粗炼    | 1        | 0.2      | 45     |
| 富冶和鼎     | 28   | 25   | 5 月 26 日 | 6 月 30 日 | 粗炼    | 0.4      | *        | 40     |
| 青海铜业     | 10   | 10   | 5 月 1 日  | 5 月 30 日 | 粗炼    | 0.5      | *        | 30     |
| 赤峰云铜     | 15   | 15   | 5 月 1 日  | 5 月 30 日 | 粗炼和精炼 | 0.9      | *        |        |
| 中原黄金     | 35   | 35   | 5 月 7 日  | 5 月 31 日 | 粗炼和精炼 | 0.8      | *        | 45     |
| 联合铜业     | 30   | 30   | 5 月 5 日  | 6 月 5 日  | 粗炼    | 0.3      | *        | 30     |
| 金昌冶炼（铜陵） | 10   | 10   | 6 月      | 6 月      | 粗炼和精炼 | 0.3      | *        | 30     |
| 紫金铜业     | 28   | 25   | 6 月      | 6 月      | 粗炼和精炼 | 0.5      | *        | 45     |
| 白银有色     | 30   | 30   | 6 月      | 6 月      | 粗炼和精炼 | 0.6      | *        | 35     |
| 五矿湖南     | 10   | 10   | 7 月      | 7 月      | 粗炼    | *        | *        | 40     |
| 远东铜业     | 10   | 10   | 9 月      | 9 月      | 粗炼    | *        | *        | 35     |
| 大冶有色     | 50   | 45   | 9 月      | 9 月      | 粗炼和精炼 | 1.1      | *        | 45     |
| 金冠铜业     | 40   | 30   | 10 月     | 10 月     | 粗炼和精炼 | 0.8      | *        | 40     |
| 江西铜业     | 120  | 80   | 10 月     | 10 月     | 粗炼和精炼 | 2.5      | *        | 40     |
| 总计       | 673  | 565  |          |          |       | 16.89    |          |        |

资料来源：我的有色网、资料整理

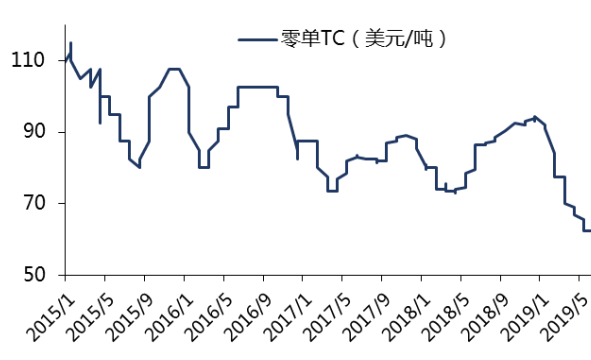
反过来中国精炼产能的增加也是导致铜精矿加工费持续下行的一个主要因素。在去年底时国内几大冶炼厂还谈了不错的粗精炼加工费长单，如果按照年初 80.80 美元吨和 8.08 美分/磅的粗炼精炼费，算上副产品冶炼厂还有上千元的加工利润。但铜精矿现货 TC 却在快速走低，截止到 6 月末已跌破 60 美元/吨达到五年来最低，另外副产品硫酸价格今年也一直回落。国内铜冶炼企业利润被动收缩，只是大中型冶炼厂有年初的长单保护，压力暂时不大。而中小冶炼厂长单签订量小，加工费已达到了盈亏平衡点。由于铜精矿供需缺口是周期性的，下半年 TC 预计延续走低，如果副产品价格不好的情况之下可能出现个别炼厂再停产检修。

图 2.1.6: 精铜产量



资料来源: SMM 一德研究院

图 2.1.7: 加工费 (周)

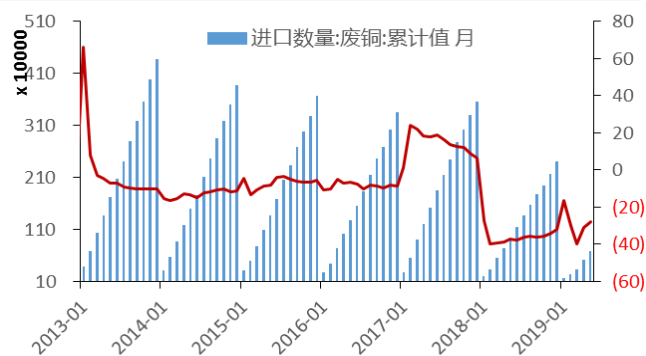


资料来源: SMM 一德研究院

### 2.1.3 限制废铜进口政策加码，实为规范进口市场

从精废价差的角度来分析，年初至今铜精废价差经历先升后降的过程。前期价差扩大是由于精铜价格快速上行，相比之下废铜产业链对价格的传导性较弱而未能同步跟涨，价差扩大废铜会替代精铜。进入三月份，精铜的价格一路下跌，同时由于“抢进口”效应，废铜进口量较为充足，精废价差一直处于收窄的趋势，价差收窄会增加精铜替代废铜的效果。2019 年开始废七类进口已被禁止，但由于 2018 年废旧铜进口结构已经发生较大的调整，废旧七类的进口量已经较低，实物量大幅下滑的背后是进口废铜品位抬升带来的金属量的增加。另外，下半年废六类列入限制类进口名录，利废企业需要拿到进口批文才能进口“六类”废铜。但目前的评估情况来看，或主要改变进口的形式。从公开信息来看，对于废六类进口由加工企业根据实际需求来申请额度的形式。这意味着贸易环节将受到极大的影响。5 月份，六类进口开始接受申报，6 月份从第一批批文情况来看，通过企业高达 50 余家，涉及再生冶炼、以及下游应用企业，因此，废六类政策整体上是规范为主，而不是以限制为主，因此实际影响暂时不大。

图 2.1.8: 废铜进口量



资料来源: SMM 一德研究院

图 2.1.9: 精废价差

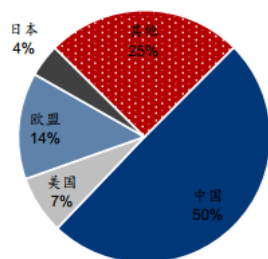


资料来源: SMM 一德研究院

## 2.2 消费端：传统需求增长乏力，新产业发展迅速

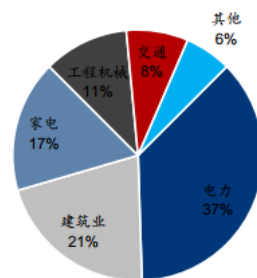
从全球各地区精铜消费变化看，中国是首屈一指的消费大户，占全球消费比重接近 5 成，而全球其他地区目前仍未发现新的增长点。美欧日等发达国家消费平稳，东南亚等新经济体虽然铜需求增速较高，但消费基数较低，在如此低比例的铜消费下，至少 3-5 年对全球铜消费增长贡献作用依然较小，需求分析更多关注中国。

图 2.2.1：各国精炼铜消费占比



资料来源：媒体整理

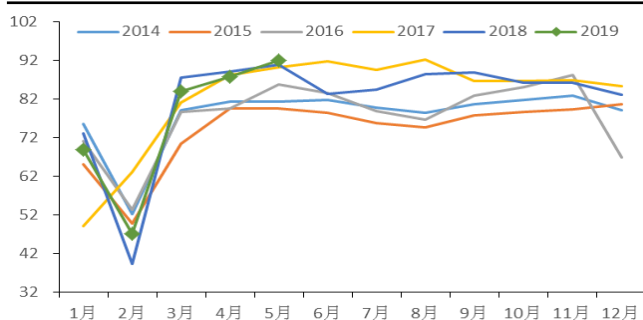
图 2.2.2：中国铜下游消费占比



资料来源：媒体整理

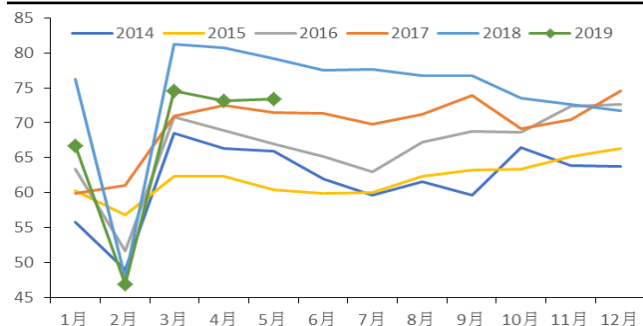
国内铜终端消费主要集中在电力电缆、家电、汽车、房地产等行业板块。其中电力电缆占比接近 37%，家电（空调等制冷设备）占 15%，汽车行业占比 8%，建筑占比 21%。铜材做为电解铜到消费终端的中间过渡品，开工情况能体现下游的消费状况。铜材包括铜杆线、铜管、铜板带等。铜材的开工数据相对好追踪，从铜材情况看，今年需求表现还不错。但需要注意的是，这毕竟是样本统计，不能代表整体情况，接下来还是看具体的下游行业。

图 2.2.3: 电线电缆开工率



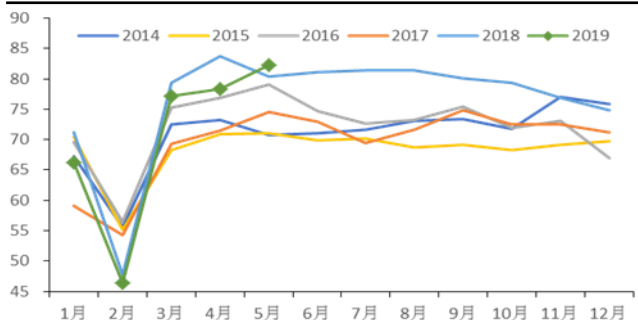
资料来源: smm, 一德研究院

图 2.2.5: 铜板带箔开工率



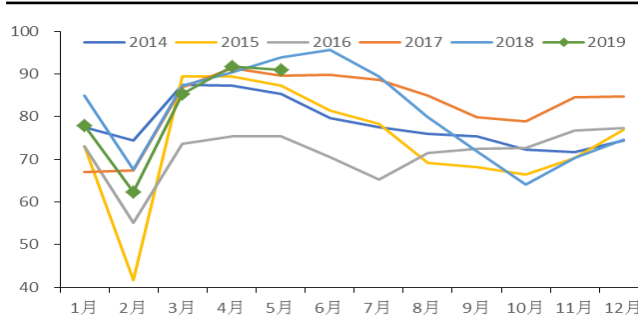
资料来源: smm, 一德研究院

图 2.2.4: 铜杆企业开工率



资料来源: smm, 一德研究院

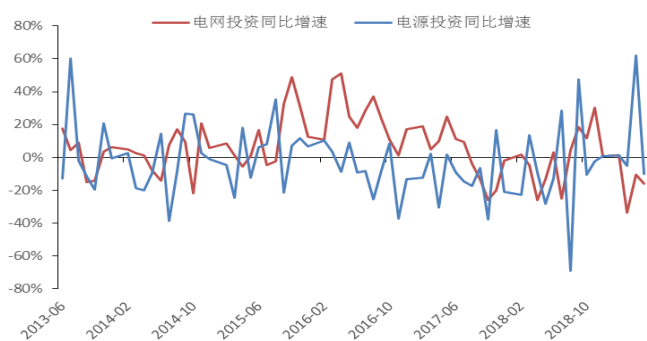
图 2.2.6: 铜管开工率



资料来源: smm, 一德研究院

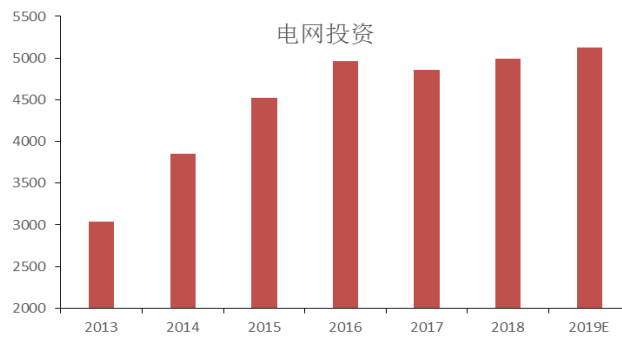
中国铜消费主要依赖电力行业，电力行业用铜主要集中在电力电缆和电网设备。2019 全年国家电网的计划投资额为 5126 亿元，较 2018 全年完成额 4889.4 亿元增加 4.84%，19 年 5 月国内电网基建投资完成额累计同比减少 18.2%。今年财政政策有所宽松，预计今年电网投资的走势和去年一样是前低后高，下半年电网用铜需求会好于上半年。另外今年 6 月工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，我国正式进入 5G 商用元年。5G 设备仍然需要大量的铜做馈线，5G 技术不同于 3G、4G 其组网密度更大，理论上用铜量放大。虽然 5G 通信设施建设仍在起步阶段，但运营商对于 5G 的资金投入也在不断加码，长期看带动铜消费前景较乐观。

图 2.2.7: 电网投资数据



资料来源: wind, 一德研究院

图 2.2.8: 电网投资额



资料来源: wind, 一德研究院

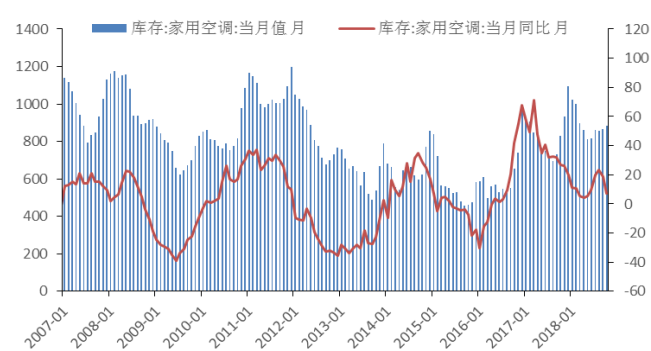
其次我们把房地产和空调行业一块看，房地产需求主要指水电改造和电器安装的电线消费，和空调销售的影响基本是新屋竣工时间往后推移一年。上半年 1-5 月房屋施工面积同比增长 8.8%，增速与 1-4 月份持平。房屋竣工面积下降 12.4%，降幅扩大 2.1 个百分点。其中，住宅竣工面积下降 10.9%，降幅扩大 3.4 个百分点。造成竣工面积大幅下降的原因有几方面，一是地产调控整体仍没放松，限购限贷政策给楼市降温抑制了买房热情。二是试行取消预售政策，造成地产企业回款压力巨大，开发商负债率上升不得已改变以前高周转模式，拉长了开工到竣工周期。今年地产表现对下半年乃至明年地产铜需求是有影响的。当然受影响的还有空调行业，新房交房慢空调初次安装量低。今年厄尔尼诺天气导致南方阴雨气温周比偏低，也影响旧房初次安装需求。而且在需求低迷的背景下，空调市场竞争白热化，生产商陷入比惨阶段，企业采取轻库存的方式先熬过今年是必然选择，所以上半年空调生产对铜消费拉动贡献度相较往年是不够的。

图 2.2.9：空调与房屋新开工数据



资料来源：wind，一德研究院

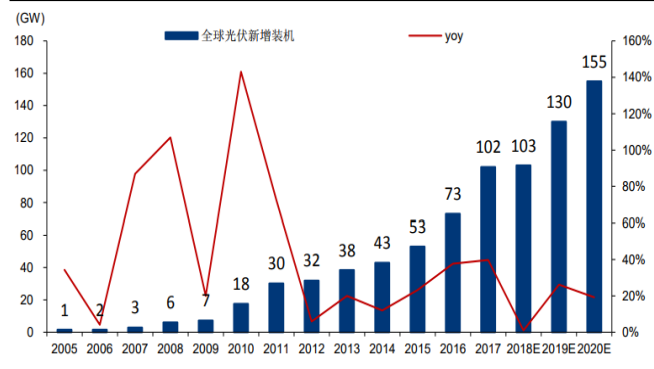
图 2.2.10：空调库存



资料来源：wind，一德研究院

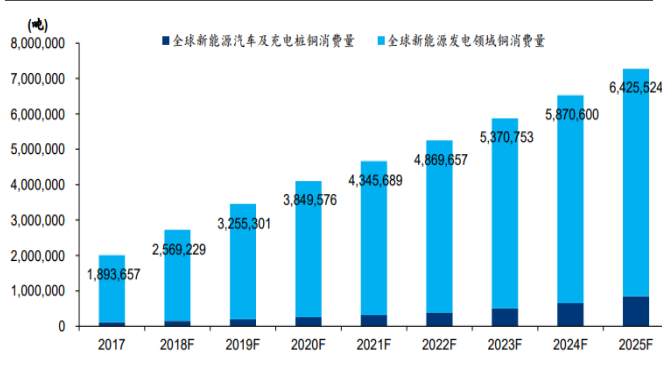
再关注汽车和新能源领域。上半年，各部委多次发布政策，牵头促进汽车消费回暖，厂家通过降价、补贴等手段紧跟政策，但车市仍然表现低迷，前 5 个月汽车产销均保持负增长，只是六月份因为国六标准在七月执行，汽车经销商出于清库存压力进一步放大促销力度，车市销量有回暖但恐怕也是昙花一现。今年新能源汽车国家补贴相较于 2018 年，整体退坡幅度超过 50%。不过上半年出台促消费政策对新能源汽车有照顾，所以产销仍能保持高增长态势。从中长期的角度来看，综合考虑千人汽车保有量的情况，国内车市仍有较大的市场空间。按照 2025 年中国汽车千人保有量达到接近 300 辆的水平来测算，国内汽车销量复合增长率将保持在 3-5%。新能源汽车取代传统燃油车是个必然方向，所以我们对新能源乘用车销量保持乐观预期。另外新能源领域其实涉及范围十分广泛，还有光伏、风电、太阳能发电、核能发电等。5 月 24 日，国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》，对于 2018 年底前已核准海上风电项目，必须在 2021 年底之前建成并网，方可拿到 0.85 元/千瓦时的上网电价，政策的出台无疑将大大推动装机项目的建设进度，2021 年前我国海上风电建设将形成一波“抢装潮”。

图 2.2.11: 全球光伏新增装机



资料来源: Bloomberg, 一德研究院

图 2.2.12: 全球新能源领域铜需求量



资料来源: Bloomberg, 一德研究院

## 2.3 供需平衡: 下半年供需双增

从平衡表来看, 维持对 2019 年铜市场供应缺口逐步收窄甚至到 2020 年转为小幅过剩的判断。全球铜消费增速平稳, 但考虑到废铜替代减少以及来自铜矿供应端的干扰作用, 下调全球精炼铜产量增速至 1.2%, 预计下半年铜产业面整体表现为供需双增, 全球铜库存去库节奏不改, 国内基本面表现恐优于境外表现。

表格 7: 全球铜市场供需预估

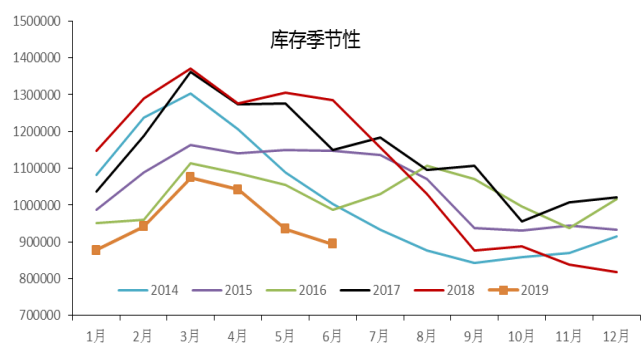
| (万吨)    | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2019H1E | 2019H2E | 2020E |
|---------|------|------|------|------|-------|---------|---------|-------|
| 精铜矿产量   | 1536 | 1629 | 1610 | 1655 | 1690  | 831     | 859     | 1720  |
| 精铜矿消费量  | 1529 | 1618 | 1620 | 1657 | 1694  | 834     | 860     | 1725  |
| 精铜矿供需平衡 | 7    | 11   | -10  | -2   | -4    | -3      | -1      | -5    |
| 精炼铜产量   | 2196 | 2276 | 2290 | 2373 | 2399  | 1180    | 1219    | 2435  |
| 精炼铜消费量  | 2193 | 2252 | 2298 | 2350 | 2401  | 1175    | 1226    | 2430  |
| 精炼铜平衡   | 3    | 24   | -8   | 23   | -2    | 5       | -7      | 5     |

资料来源: 一德研究院

## 2.4 检修减产支撑库存去化

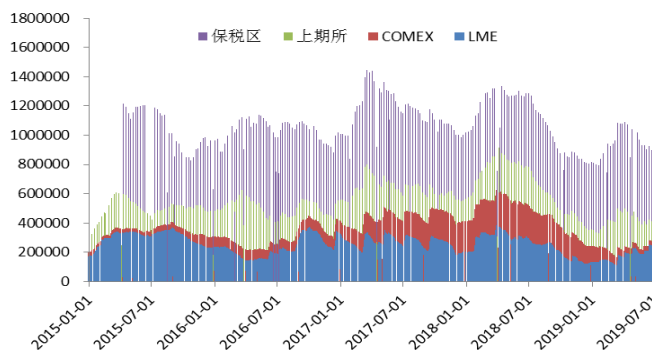
库存是最能体现供需结构的指标, 上半年全球显性库存变化也符合以往季节性走势。由于中国的春节效应, 每年 1-3 月份都是库存累积的阶段, 随着春节后开工率上升, 消费量回归库存一路下滑。今年也大体如此, 上半年库存高点在 3 月份达到 109 万吨, 二季度开始去库存化。今年库存水平一直低于过去几年, 这其实反应的是铜资源周期性短缺, 并不说明消费见好。实际上上半年的检修减产支撑了去库存, 如果精铜消费表现能够保持平稳的话, 去库存速度应该会更好。

图 2.4.1：全球铜库存季节性



资料来源：wind，一德研究院

图 2.4.2：全球铜库存



资料来源：wind，一德研究院

### 3. 宏观有缓和但仍未解除

6月29日，中美两国元首在G20峰会上重启谈判，并就中美关系、关税、华为等方面交换意见，表征中美关系阶段性缓和，会后更表示中美双方暂停互相加征关税。短期来看，缓和是必然的，由于贸易摩擦对中美两国都有一定程度的负面影响，而对美国的影响，正在由一定数据去体现，而此时正值美国启动2020大选关口，因此为了赢得民众的选票，在意民调的特朗普也会在短期内采取缓和中美摩擦关系的方式，但从长期来看，中美贸易之间的谈判存在长期性和严峻性：双方在关税、科技、金融方面分歧过大，即使后期达成协议，仍有撕毁协议的可能；对于国内来说，更应该利用好此时缓冲窗口时间，解决好产业转型过程中需要面对的经济暂时触底的困境，以结构性改革为主线，扩大开放和科技创新。

### 4. 总结与展望

**供应：**铜矿供应峰值已过，矿山罢工风险降低，但铜矿石品位下降，设备老化，环保压力等扰动因素仍制约矿山产出。废铜进口政策趋严主要为规范进口市场，影响不大。但下半年精铜供应将较上半年上升。

**需求：**中国需求看，目前下游需求中传统主要需求稳定，部分板块下滑由新需求弥补，而且未来新需求板块将超预期发力。下半年主要关注宏观面危机退去后经济的恢复效果。

总体上，我们认为当前铜价疲弱是由于来自宏观方面的避险遮掩了铜产业方面的一些亮点，铜自身供需边际改善空间较大，铜的极低位库存为铜价提供了很好的反弹基础。随着全球货币政策预期转向，在外部危机暂时解除后，铜价或迎来情绪上的修复和价值再塑造。我们预计下半年伦铜核心波动区域在5700-6500美元，沪铜

45000-50000 元。

- 风险点：1、中美贸易对抗加剧
- 2、全球经济持续下滑超预期
- 3、地缘政治风险
- 4、货币政策转向不及预期

## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

### 北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel: 010-8831 2088

### 上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室  
Tel: 021-6257 3180

### 天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel: 022-2813 9206

### 天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel: 022-5982 0932

### 天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301  
Tel: 022-5822 0902

### 郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel: 0371-6561 2079

### 大连营业部 116023

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间  
Tel: 0411-8480 6701

### 淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
Tel: 0533-358 6709

### 宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel: 0574-8795 1915

### 唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel: 0315-578 5511

### 烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室  
Tel: 0535-216 3353/216 9678