

神华期货 2020 年度有色策略报告

莫道需求好，铜锌精炼异

神华研究院 鲁力

摘要.....	2 -
第一部分 2019 年行情回顾.....	3 -
第二部分 宏观分析.....	4 -
第三部分 供应分析.....	6 -
3.1、铜矿减产，决定精铜长期供应偏紧.....	6 -
3.2、锌矿增量兑现，产能释放助推锌价下行.....	9 -
第四部分 需求分析.....	12 -
4.1、下游消费持续疲弱，中游加工商主动去库.....	12 -
4.2、铜锌库存走势趋于分化.....	15 -
第五部分 2020 年行情展望及策略.....	16 -

摘要

铜：宏观面偏空与基本面利多的矛盾，决定铜价继续震荡运行

2019年，四大经济体纷纷加码逆周期调节，资本市场掀起一波“小阳春”行情，而后中美贸易战再起，铜价先扬后抑，市场中期博弈的重心围绕宏观扰动展开。在全球经济趋势下行，中美贸易摩擦不断的背景下，铜价难有较大起色。反观金属基本面情况，精铜冶炼加工费不断下调，矿端收紧与产能扩张间矛盾激化，叠加下游需求不振，现货市场将延续“紧平衡”的供求状态。因此，偏紧的基本面决定了铜价本身具有一定抗跌性，不宜过分看空，但当下复杂的宏观局势又限制了铜价的反弹幅度，未来铜价恐继续震荡运行。操作策略上应在成本区间上方逢低布多为主，即46000附近多单布局，止损45000。

风险点：1. 中美贸易摩擦加剧 2. 实体经济回暖不及预期

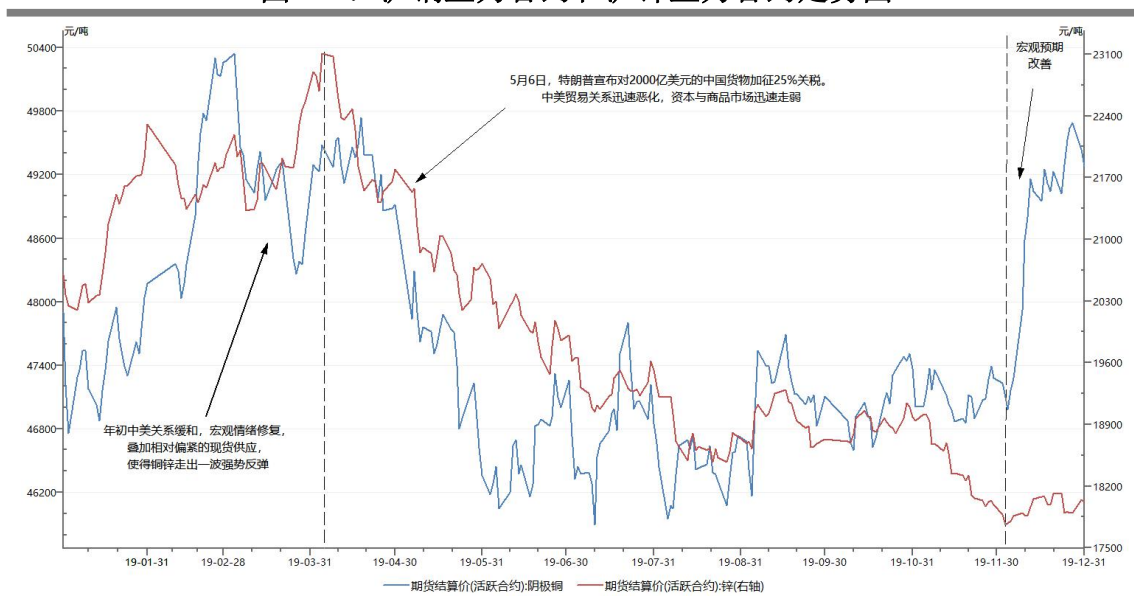
锌：冶炼产能瓶颈突破，锌价破位下挫

此前受制于国内冶炼产能瓶颈，叠加伦锌库存极限低位及强BACK结构，2019年第一季度沪锌走出强势反弹行情。但随着三四月份国内大型炼厂逐渐复产达产，在高冶炼加工利润的刺激下，瓶颈迅速被突破，前期做多逻辑瓦解，锌价掉头向下，进入下行通道。基本上，宽裕的锌矿供应以及陷入负增长的镀锌消费，决定了锌价将继续维持弱势运行。因此在操作策略上，应继续保持空头思维，逢反弹布空，第一目标价17000。

风险点：1. 冶炼产能干扰

第一部分 2019 年行情回顾

图 1-1：沪铜主力合约和沪锌主力合约走势图

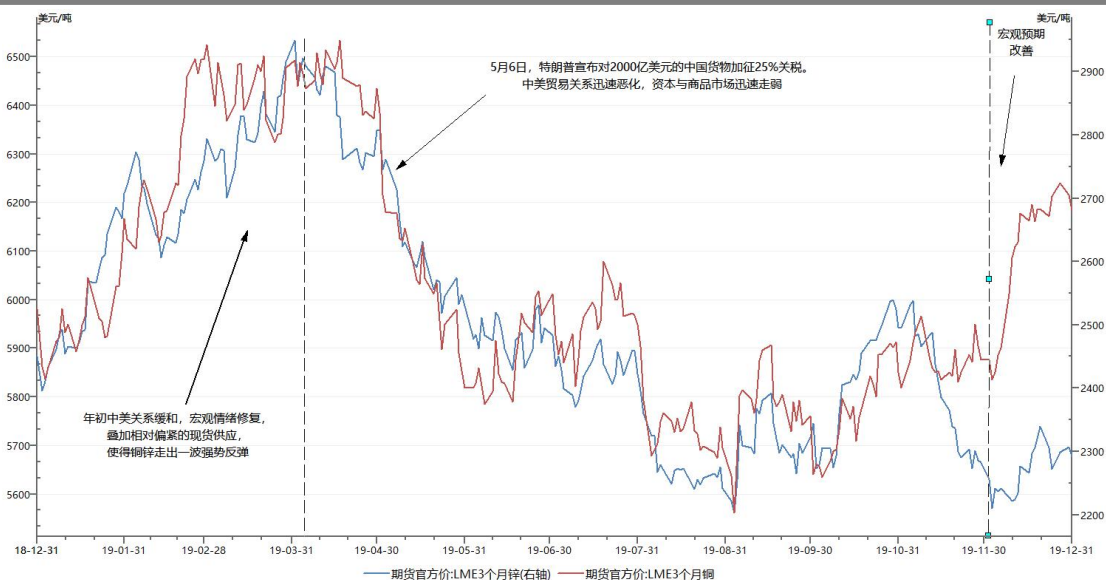


数据来源：Wind，神华研究院

2019 年有色金属价格先扬后抑，以四月份为分界点，处处可见宏观变化对金属价格变动的的影响。在“开年小阳春”和中美贸易关系恶化的背景下，有色金属铜、锌先后走出四段交易行情。

第一阶段，2019 年年初，随着中央不断加大宏观调控力度，先后降准降税，A 股市场率先发力，从 2500 点一路上扬直逼 3300，走出快牛行情。而在资本市场躁动情绪的影响下，有色金属市场备受鼓舞，叠加第一季度金属现货供应偏紧，铜锌出现 10%左右的反弹。第二阶段，受增值税税点于 4 月下调和 5 月初特朗普宣布对 2000 亿美元中国货物加征 25%关税后，铜锌盘面持续下挫，而后中美贸易矛盾不断激化，金属价格一路下探。在第三阶段，9 月至 12 月初，宏观预期和铜锌供需基本平稳，铜锌基本上维持区间震荡。第四阶段，12 月初随着国内宏观预期有所改善 PMI 指数转好，市场库存偏低，铜价持续反弹，锌价止跌企稳。

图 1-2：伦铜 3 月和伦锌 3 月走势图

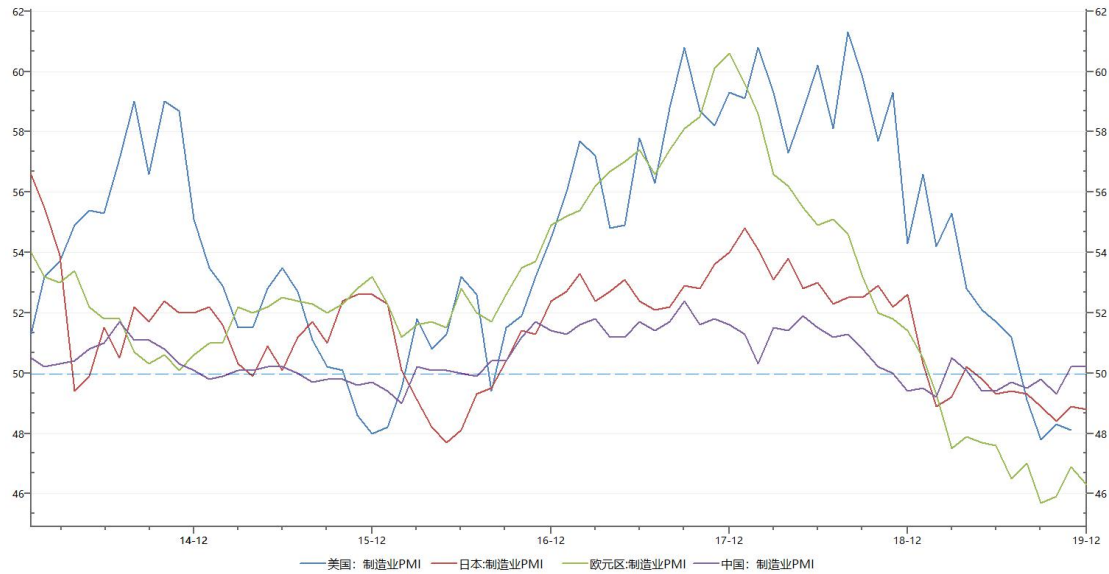


数据来源：Wind，神华研究院

国际市场方面，由于跨市套利盘的存在，内外盘联动性较好。年初以来，受人民币贬值预期的影响，金属价格一直处于内弱外强的局面。进口套利窗口长期关闭，外盘整体运行方向同内盘相近，先扬后抑，但幅度较内盘更大。伦铜自年初 5700 附近反弹 900 点左右至 6600 点，而后又回落至 5600 附近，振幅逾 17%，同期沪铜自年初 47000 附近反弹 4000 点左右至 51000 点附近，而后又回落至 46000，振幅逾 10%。伦锌自年初 2400 点反弹 600 点左右逼近 3000 点，而后又回落至 2200 附近，振幅逾 30%，沪锌自年初 21000 点反弹 2000 点左右至 23000 点附近，而后回落至 18000 左右，振幅逾 23%。由于年内全球贸易摩擦不断、国际地缘政治危机频现，全球宏观情绪波动造成伦锌盘面波幅较国内市场更大。

第二部分 宏观分析

图 2-1：世界经济增长走势



数据来源：Wind，神华研究院

2019 年以来，全球宏观经济整体上呈疲弱态势。美欧日等主要发达经济体经济进一步放缓，多数新兴经济体经济增长也出现放慢迹象。分领域看，世界工业增长低缓，贸易表现低迷，影响世界经济增长的不确定因素依然较多，下行压力持续加大。

国际货币基金组织已连续多次下调全球经济增长率。最新报告已将 2019 年全球经济增速预期下调至 3%，为 2008 年国际金融危机以来最慢增速，也是 2017 年以来最严重下降。国际货币基金组织多次强调关税壁垒冲突上升、贸易和地缘政治风险不确定性以及发达经济体结构性因素导致了全球经济下行压力在 2019 年凸显。

图 2-2：IMF 全球经济增长预测

	2018	2019E	2020E
全球产出	3.6	3	3.4
发达经济体	2.3	1.7	1.7
美国	2.9	2.4	2.1
欧元区	1.9	1.2	1.4
日本	0.8	0.9	0.5
英国	1.4	1.2	1.4
新兴市场和发展中经济体	4.5	3.9	4.6
中国	6.6	6.1	5.8
印度	6.8	6.1	7
世界贸易额（货物和服务）	3.6	1.1	3.2
进口			
发达经济体	3	1.2	2.7
新兴市场和发展中经济体	5.1	0.7	4.3
出口			
发达经济体	3.1	0.9	2.5
新兴市场和发展中经济体	3.9	1.9	4.1

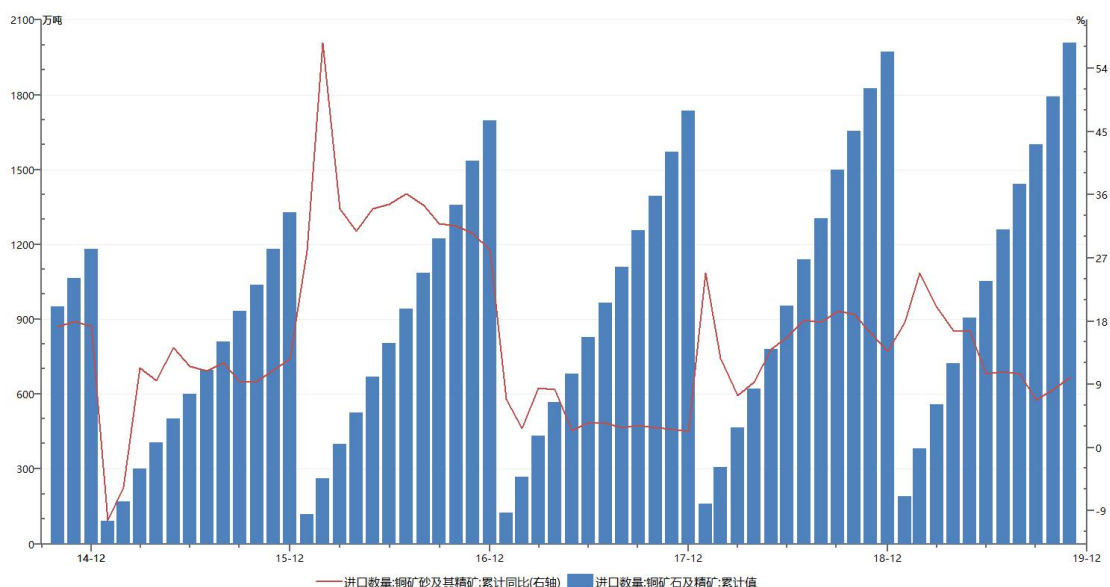
数据来源：Wind，神华研究院

基于中美贸易冲突期间双方屡次磋商动作以及美方反复无常的制裁行为，我们目前更倾向于认为，在未来中美贸易战将是一个长期博弈的过程，并不会在短时间内出现明确性的胜负之分，市场会逐渐认识到这可能是未来一定时间内的经济常态。因此，对于大宗商品而言，2020年贸易战这一部分的宏观不确定性依旧存在，将更多的反映为盘面上的震荡行情，且边际影响将逐渐转弱；但大方向上来看，2020年工业金属大概率仍处于向下寻底的进程中。

第三部分 供应分析

3.1、铜矿减产，决定精铜中长期供应偏紧

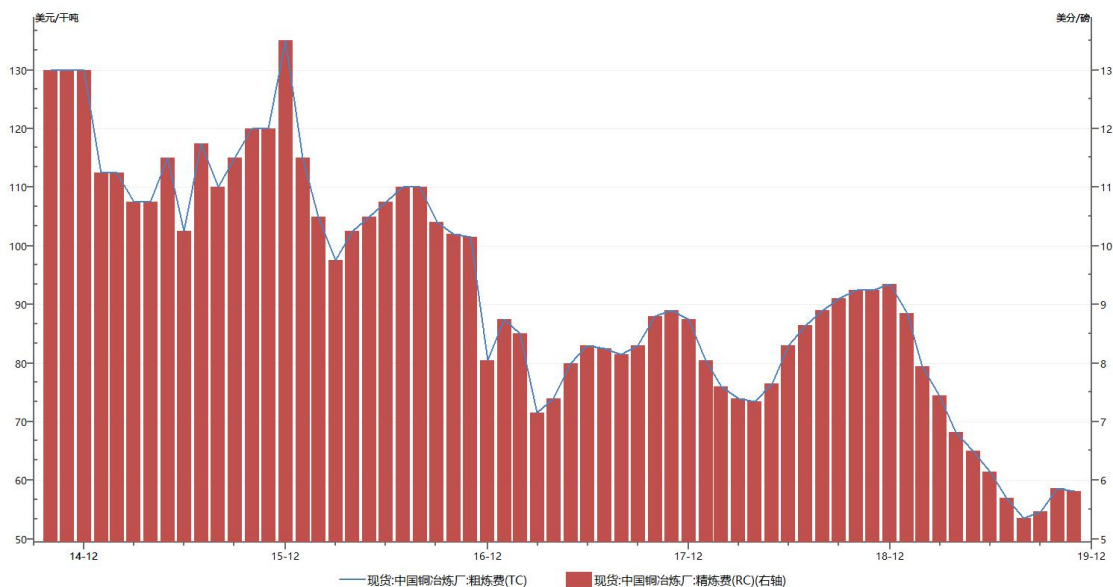
图 3-1：中国铜精矿进口量



数据来源：Wind，神华研究院

铜精矿进口方面，中国对进口铜精矿的依赖度不断提升，铜精矿进口量大幅增长。2019年中国铜精矿进口量预计将达到2167.5万吨，同比增长11%；而2020年因为TC的下降，预计进口量2270万吨，同比增长将放缓至4.7%。2019年国产铜精矿产量预计在157万金属吨左右，同比增长0.9%；而2020年受到进口及国内精铜产能提升影响，预计国产铜精矿在160万金属吨，同比增长1.3%。

图 3-2：中国精炼铜加工费变化



数据来源：Wind，神华研究院

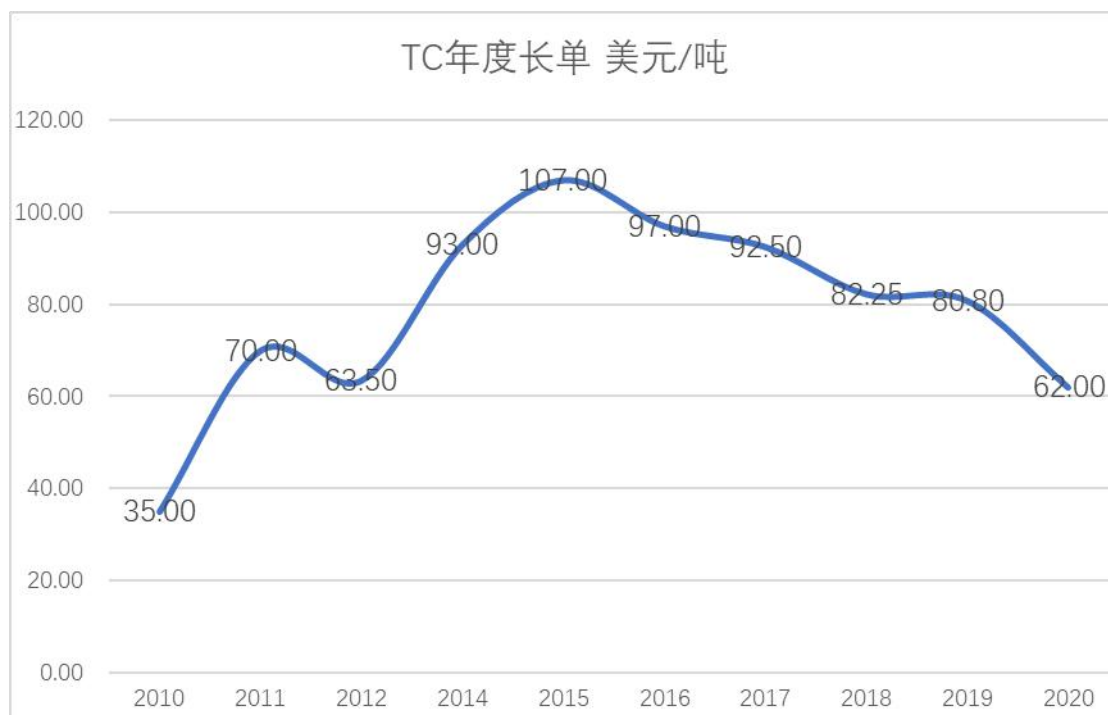
表 2-1:全球 2019-2021 扩建铜冶炼产能项目

公司	新增粗炼	新增精炼	生产原料	投产时间
梧州金升	0	15	废铜/阳极铜	2019.11
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019.12
广西南国	30	30	铜精矿/阳极铜	2019.4
山东恒邦	0	10	铜精矿	2019 下半年
黑龙江紫金	10	15	铜精矿	2019.9
兰溪自立	0	10	铜精矿/阳极铜	2020.6
包头华鼎	10	0	铜精矿	2020 下半年
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020.8
广西金川	10	10	铜精矿	2020
紫金铜业	10	10	铜精矿	2021
中条山有色	18	18	铜精矿	2021
五矿湖南	10	10	铜精矿	2021
烟台国润	10	10	铜精矿	2021
大冶有色	40	40	铜精矿	2021
Vedanta Resources	40	40	铜精矿	2020 复产

数据来源：SMM，神华研究院

中国粗炼产能方面，2020 年中国粗炼产能将继续扩张，对外依存度继续增加，这无疑将加剧全球铜矿供应偏紧局势。2020 年国内计划新增 43 万吨粗炼产能和 64 万吨精炼产能。其中 10 万吨精炼产能主要用原料为粗铜或阳极板。2021 年国内计划新增 108 万吨粗炼产能和 110 万吨精炼产能，原料基本以铜矿为主。

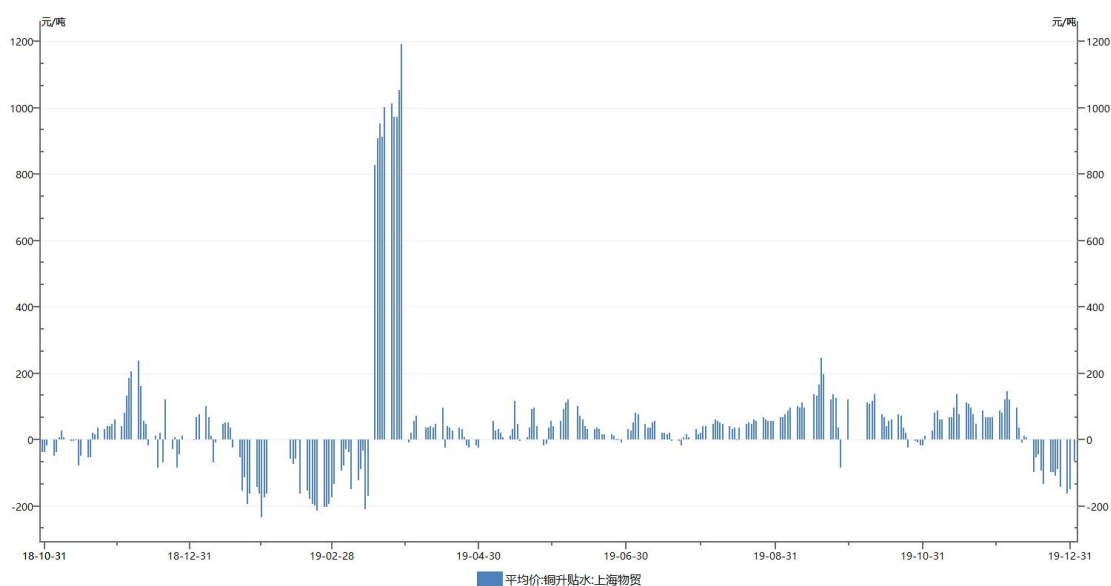
图 3-3：精炼铜年度长单加工费变化



数据来源：Wind，神华研究院

对于今年国内铜矿供应，我们通过冶炼加工费指标得到验证。首先精铜年度长单加工费出现明显下滑趋势，细分到月度数据，国内精炼铜冶炼加工费自年初95美元水平以来，最低下滑至53美元附近。换算至铜加工商冶炼利润，每吨盈利已下滑至50元/吨下方。加工费下调一方面反映了年初预计的国内冶炼产能加速释放，另一方面也体现了铜矿端产量的快速收紧。

图 3-4：沪铜升贴水走势

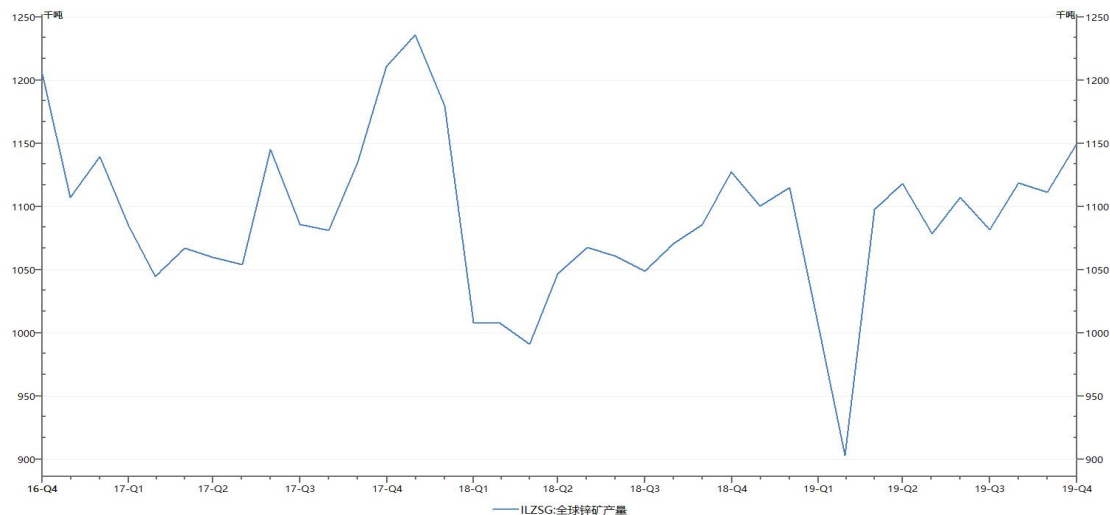


数据来源：根据新闻整理，神华研究院

从现货升贴水指标变化也能看到国内精炼铜现货供应趋紧的迹象。上半年第一季度，在增值税降税前，现货以贴水态势为主，反映了第一季度精炼铜产能的集中释放，而二季度以后在需求未出现明显改善的背景下，现货呈长期小幅升水的态势，体现了矿端收紧与部分产能检修带来的实质性精铜供应减少。

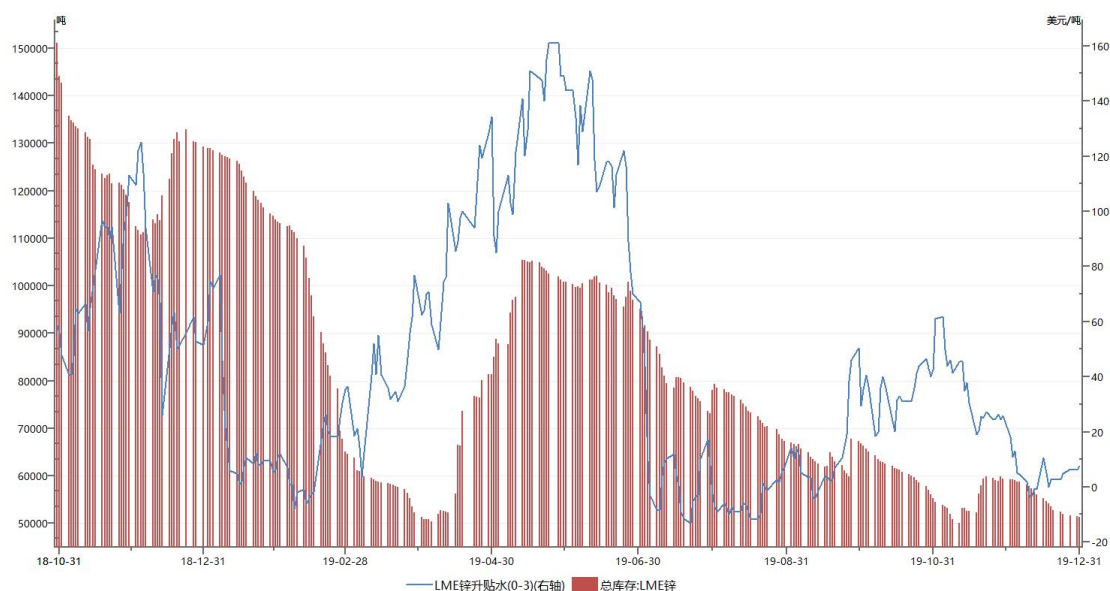
3.2、锌矿增量兑现，产能释放助推锌价下行

图 3-5：全球锌矿月度产量



数据来源：Wind，神华研究院

图 3-6：全球精锌现货升贴水及库存



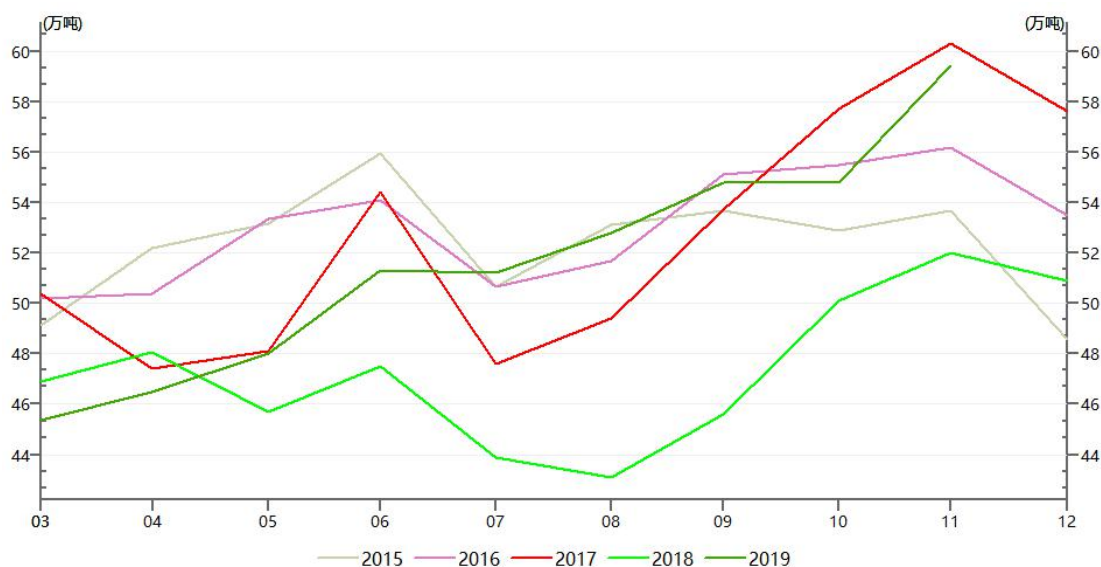
数据来源：公司报告，神华研究院

2019 年上半年，锌价走出一波强势反弹，尽管当时市场对“远期锌矿复产推动锌价下行”这个逻辑持有一致预期，但锌价表现仍然抢眼。主要原因是在

2019 年第一季度，全球锌矿月度产量不断下滑，三月份达到低点，反映出当时国内外锌矿实际供应存在一定滞后，加上冶炼干扰导致实际精锌供应有限；同时在伦敦市场，自 2018 年年末以来，现货升水高企，而伦锌库存则不断下测新低。结合伦锌强 BACK 结构以及极端低库存的背景，过于一致的市场偏空预期反而有利于刺激短期内大资金的做多意愿。

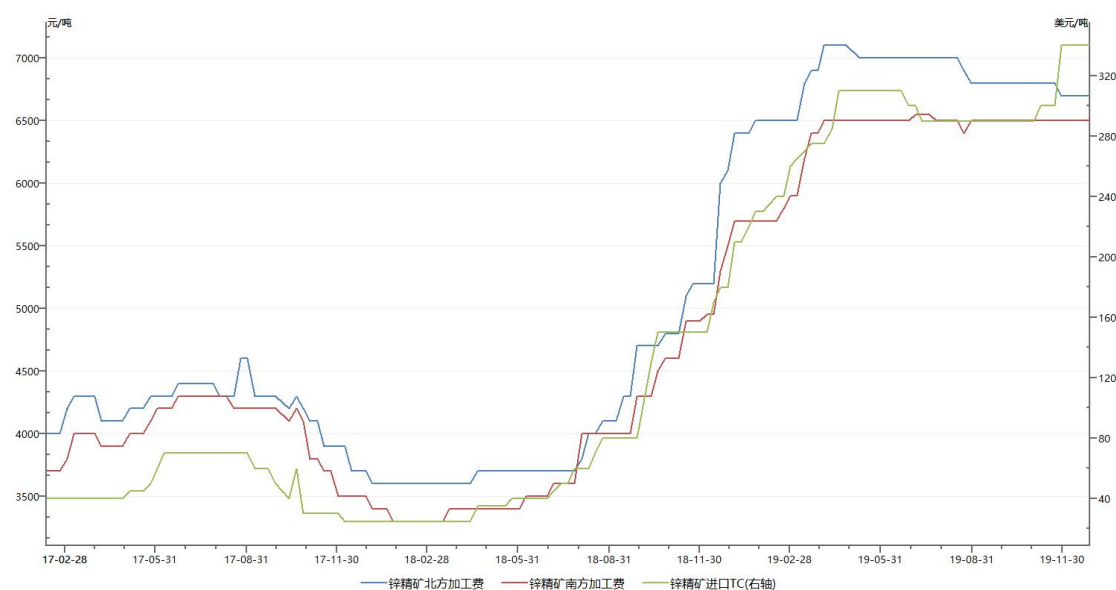
因此，在 4 月全球锌矿产量回升，伦锌出现大幅交仓后，这一做多逻辑出现松动，盘面也快速转势下行。之后市场重回“远期锌矿复产推动锌价下行”这一长期逻辑。

图 3-7：国内精炼锌月度产量



数据来源：SMM，神华研究院

图 3-8：锌精矿冶炼加工费



数据来源：Wind，神华研究院

2019年2月份国内精炼锌产量触底后，锌锭产量已经连续九个月出现回升，而冶炼加工费则在3月份结束了长达一年的上涨趋势，但2019年全年仍维持在高位。2019年国外矿山预计增量为40-50万吨，较年初预计的70万吨，尽管增量出现一定的下调，但锌矿整体偏宽松的格局不改。

在锌矿复产已成共识的背景下，由矿端供应宽松至冶炼端的传导性将直接决定锌锭市场的供应情况。即炼厂的利润情况决定开工，开工决定锌市最终供应。那么在高位加工费水平下，炼厂的利润水平如何？

图 3-9：锌锭社会库存



数据来源：Wind，神华研究院

在《铜市震荡未歇，锌市流畅下跌》中按“6月市价水平下，炼厂冶炼利润近3000元/吨，同比增长超过3倍”推算，当时炼厂成本线在17000-18000区间。

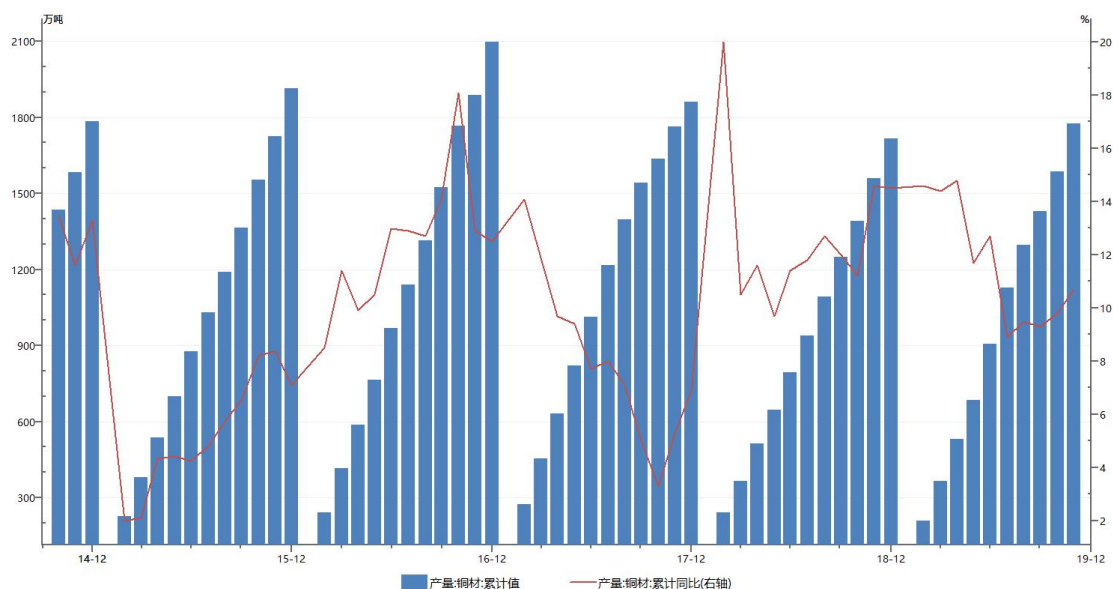
从国内来看，主流矿山的采选总成本为8000-10000元/吨，部分矿山高成本为11000元/吨左右。因此，若锌矿加工费维持于当前的高位，按照当下的加工费协议，锌价再度下调至17000-17500元/吨时，国内部分矿山的利润将被挤压至基本为0。此时，国内锌冶炼利润尽管也有所下调，但仍处于1800-2000元/吨的相对高位。

我们预计未来时间中，当内外锌价分别跌破15000元/吨或1700美金/吨时，矿山及冶炼成本支撑才将真正体现。当前锌价已降至18000水平以下，矿企利润空间逐步缩小，但由于锌矿供应充足状况下，加工费维持高企，炼厂开工率仍有上升空间，未来2年内的锌矿供应将维持宽松，精炼锌产量有望继续增长，锌价未来大概率仍以震荡偏弱，重心缓慢下移为主。

第四部分 需求分析

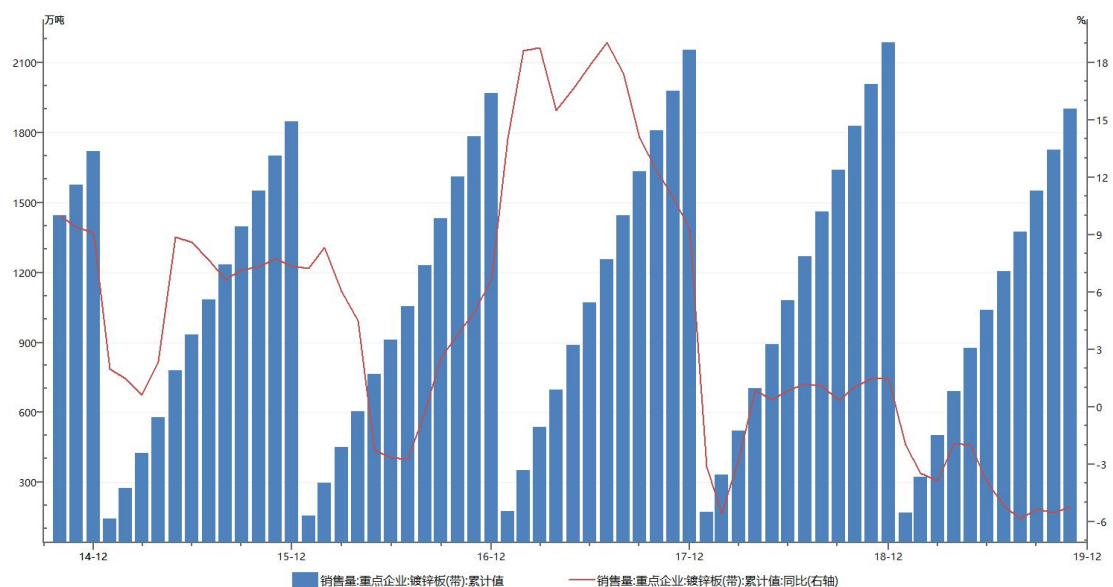
4.1、下游消费持续疲弱，中游加工商主动去库

图 4-1：全国铜材产量



数据来源：Wind，神华研究院

图 4-2：全国重点企业镀锌板销量



数据来源：Wind，神华研究院

由于有色金属的终端应用广泛分布于下游各个领域，因此，除中游加工商外，下游需求可整体对待。

铜的下游应用主要集中在汽车以及基建铜缆上，而锌的下游应用集中在镀锌

板（房地产）上。2018 年底我们曾预计 2019 年铜锌下游整体消费疲弱，但铜的相对表现会略好于锌，主要系基建是政策加码的重点领域，而房地产则是政策严控的重点领域，导致两种金属下游反馈分化。结合 2019 年具体数据来看，铜材产销量在上半年同比增速有所回落，但全年 整体仍保持在 10%以上；而镀锌板自 2019 年以来，长期处于负增长区间，需求乏力也印证此前的推测。

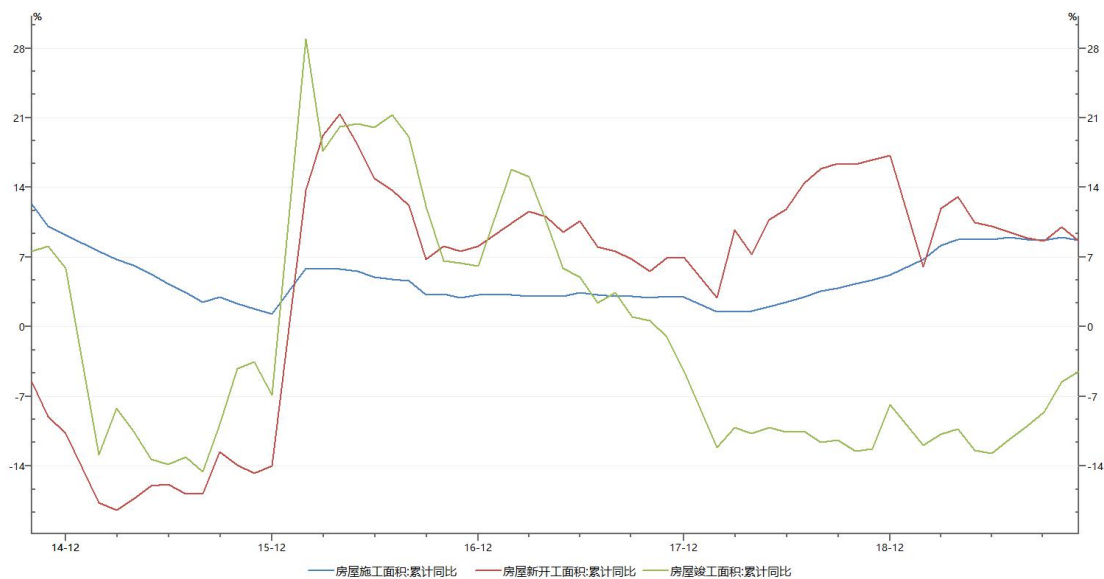
图 4-3：基础设施投资建设



数据来源：Wind，神华研究院

回望基建板块 2019 以来的动向，此前我们预计基建板块将成为提振有色金属需求的增长点，而事实上基建投资（不含电力）整体保持低位平稳增长，并未出现明显增幅。细分到电网与电源两大基本电建元素上，电源基建出现明显加速，配套的电网基建也有转暖迹象，通常电网基建较电源基建会有一定滞后建设，因此未来仍可对电网基建拉动精铜需求有一定期待。但需要强调的是，国内的大面积配套电网建设与房地产，尤其是房地产竣工有紧密的相关性，如果房地产竣工没有明显起色，短期内恐难看到来自电网基建对精铜需求的显著刺激。

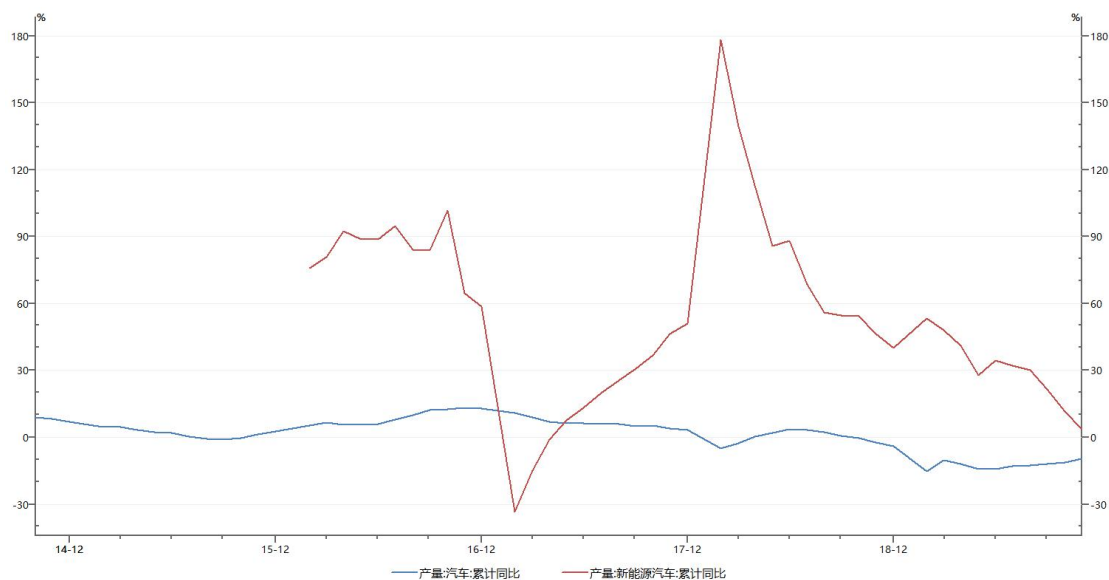
图 4-4：房地产投资建设



数据来源: Wind, 神华研究院

另一大下游领域则是房地产行业,在限售政策出台后,房地产市场持续萎靡,尤其是年内提出取消预售制后,市场普遍预期房地产行业将进入下行阶段。但就19年上半年数据表现上来说,房屋施工面积同比稳定增长,竣工面积同比持续减少,降速放缓,而新开工面积2019年保持涨势,涨幅放缓。这是由于2019年以来央行持续推进货币刺激,降息降准带来资金面的宽松导致地产拿地热情不减。因此,对于未来房地产市场,尽管预计政策上依然会进行严格调控,下行趋势不改,但考虑到新开工到施工期的过渡缓冲,铜锌的需求仍可在地产行业获得一定支撑。尽管房市趋弱,但并不意味着房地产行业在2020年会大幅拖累铜锌消费。

图 4-5: 汽车行业产量

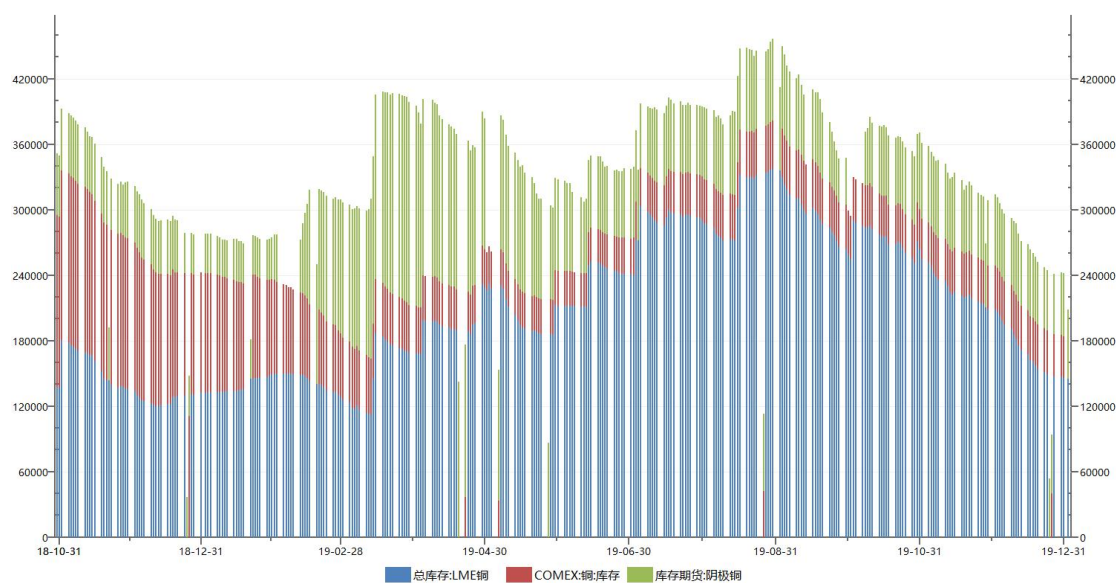


数据来源: Wind, 神华研究院

汽车行业作为铜锌的另一大需求板块前景则不容乐观，2019年以来以来无论是传统汽车还是新能源汽车同比增长继续回落，符合此前的市场预期。这是由于此前汽车行业的增长依赖于国家出台的各类政策补贴，包括购置税，新能源车补贴等等。之前的快速增长实质上是透支了很多未来的消费，而在这一系列补贴取消后，汽车行业将面临相当长一段时期的下行调整。中国汽车工业协会预计2020年车市全年将呈现负增长态势，尽管饱受关注的新能源车仍有增长，但新能源车只占不足5%的市场份额，并且增速呈现放缓态势。新能源车基数过小仍无法拉动客观的金属需求，汽车或在2020年继续拖累金属需求。

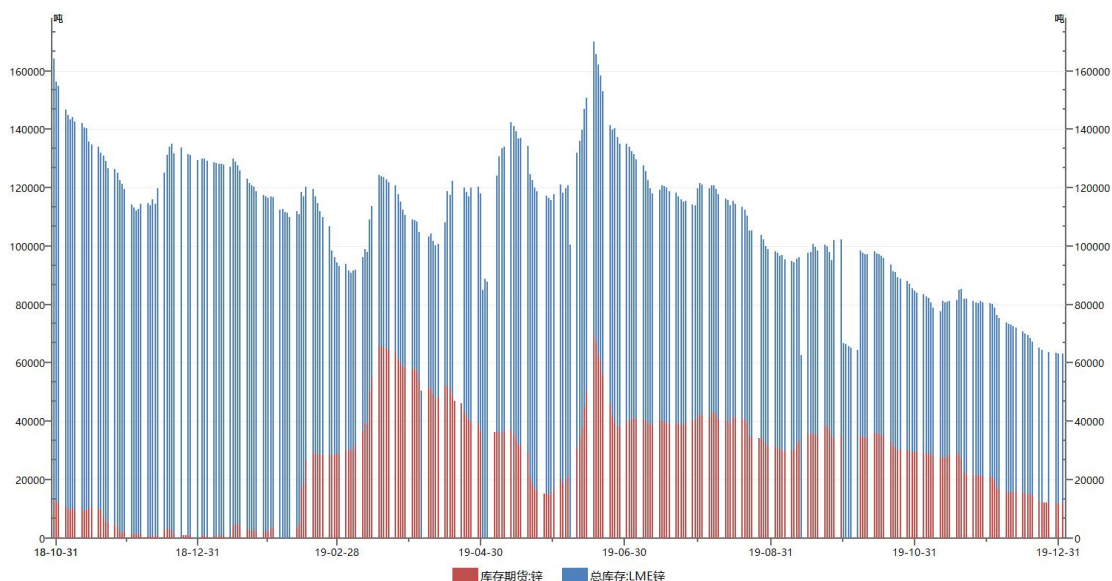
4.2、铜锌库存走势趋于分化

图 4-6：全球交易所铜库存



数据来源：Wind，神华研究院

图 4-7：全球交易所锌库存



数据来源：Wind，神华研究院

当前全球铜锌显性库存均处于低位，市场价格长期处于现货升水期货的状态，由此，我们很容易感受到低库存对于价格的支撑，尤其是锌。但是我们对于这两种金属低库存形成逻辑的看法略有不同。

以年度来看，铜的显性库存自15年至17年一直处于增加累库过程，18年开始去库，在结束19年初季节性累库后，同过去5年相比，目前处于历史性低位。结合下游需求实际情况，我们认为目前需求整体仍然偏弱，市场对需求的整体预期偏低，因此其低库存处于主动去库存的后期，库存仍有去化空间。但下一阶段库存的去化将进入被动去库过程，动能则来自与供应的短缺逐步凸显，造成实际需求超预期的相对返升，铜价将偏强震荡。

而对于锌来说，锌的显性库存则处于长期去库周期的末期。目前由于前期环保因素所导致的产能限制已被释放，在充足的冶炼利润刺激下，精锌产量将会快速增加。叠加下游消费的疲软，被动累库的拐点即将到来，未来锌金属的社会库存将进入明显的累库周期，引致锌价进一步下跌。

第五部分 2020年行情展望及策略

图 5-1：沪铜主连合约周 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

图 5-2：沪锌主连合约周 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

2019 年以来，在全球经济渐现疲弱的背景下，各大经济体均加码逆周期性政策调控，以期维持国内经济增长。尽管从实体经济数据上来看，经济刺激手段收效甚微，各项经济指标仍未显示止跌企稳的迹象，但积极的财政政策及宽裕的资金面却极大的修复了宏观情绪，使得资本市场走出一波“小阳春”行情。然好景不长，中美贸易矛盾将长期存在，宏观需求未好转情况下，工业品价格未来恐继续承压。

对于铜金属而言，铜矿处于缩产周期。一方面，矿端产量的减少与冶炼端产能不断增加形成鲜明对比，带动精铜冶炼加工费持续下调，铜加工商利润已不足 50 元/吨；而另一方面下游需求未见明显起色，“供应收缩，需求羸弱”的特征将决定现货端或长期处于“紧平衡”状态。在基本面没有明显矛盾时，铜金属价格走势将更多受到宏观因素变化影响。预计全年沪铜波动区间从 46000-51000 元/吨。

风险点：中美贸易矛盾恶化，实体经济回暖不及预期。

对于锌金属而言，全球锌矿目前处于扩产周期。当前来自矿端的供应宽松在前期冶炼产能瓶颈突破后，已逐步传导至现货市场，锌价位于下行通道。但结合处于高位的冶炼加工费来看，市场价格仍有进一步下调的空间。下方关注 17000

元/吨和 2000 美金/吨的第一支撑，因此操作策略上，整体保持空头思维参与，第一目标价位 17000。预计全年沪锌波动区间从 16000-19000 元/吨。

风险点：人民币大幅波动，冶炼产能干扰。

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。

本报告版权归神华研究院所有。在未获得神华研究院书面授权下，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“神华研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。投资有风险，入市须谨慎！