

国内供需改善，铜价向上概率较大

5月铜价小幅走强，截至2020年5月29日，沪铜主力CU2007收于43940元/吨，月涨幅2.54%。基本上，国内供需持续好转，社会库存自3月底以来连续下滑10周。展望6月，供应端，智利、秘鲁（两国占全球铜矿产量比重40%）等主要铜矿生产国疫情加速恶化，全球主要大矿企下调全年产量预期，其中确定的影响量已经在40万吨以上，部分矿企因无法评估疫情对产量的影响，暂未公布具体的预估影响量，我们预计二季度大矿企产量或大幅下滑。短期指标来看，铜精矿加工费TC降至54美元/吨低位。需求端，随着下游复工复产正常化，铜消费逐步好转。铜基本面呈现国内向好，海外恶化的格局，国内铜社会库存持续下滑，显示国内供需仍在改善，铜价有望维持强势。

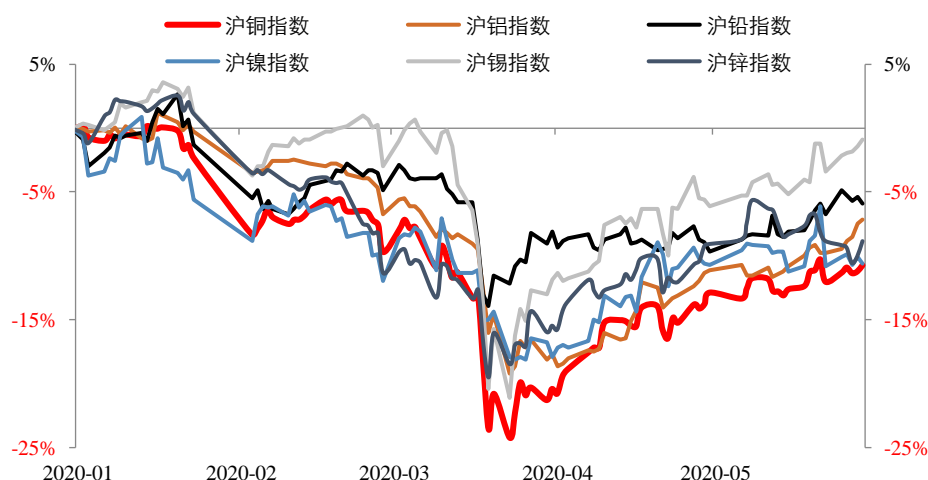


图 1：2020 年以来有色金属价格表现

主要铜矿生产国疫情恶化，冲击铜矿供应

一季度全球前 15 大矿企铜矿产量负增长，预计二季度产量下滑幅度或加大。

分矿企来看，Glencore 一季度产量下滑 2.74 万吨，旗下在非洲的 Mutanda 矿山仍处于检修状态，Mopani 虽然重启，但一季度冶炼厂处理的 5000 吨铜矿仍未形成产成品（产量计入二季度），而且 Mopani 冶炼厂的重建可能会耗时几个月，公司再度下调 2020 年全年产量预期 4.5 万吨，至 125.5 万吨（同比 2019 年实际产量下滑 11.62 万吨）。

Freeport 一季度产量下滑 2.22 万吨，旗下位于秘鲁的 Cerro Verde 矿山（2019 年产量 45.5 万吨）受疫情影 3 月开始进入检修状态，影响产量 2.63 万吨。由于新冠疫情影响，公司下调全年铜销量 18.14 万吨，至 140.62 万吨，同比 2019 实际销量下滑 5.83%。

MMG 一季度产量下滑 2.25 万吨，旗下位于秘鲁的 Las Bambas 矿山受地面矿石传送带维修、一月和二月社区堵路造成的物流中断、三月中旬新型冠状病毒疫情对矿山活动水平造成的不利因素等影响。公司强调由于新型冠状病毒的不确定性对 Las Bambas 营运造成的影响，MMG 于四月十三日撤回 Las Bambas 二零二零年产量指引，公司正研究一系列限制解除后的恢复方案，并将在恢复正常营运的时机向市场提供最新产量指引信息。

Anglo American 一季度产量下滑 1.4 万吨，智利中部地区继续面临前所未有的干旱气候条件（有记录开始以来持续最长时间），旗下 Los Bronces 矿山产量大幅下滑。公司 2020 年铜矿产量预期暂维持在 64.5 万吨不变，但一旦后期智利地区干旱天气及新冠疫情恶化对矿山生产造成影响，公司会调整产量预期。

增量方面，First Quantum 一季度产量大幅增加 5.83 万吨，旗下位于巴拿马的 Cobre Panama 矿山持续放量。但 4 月份开始 Cobre Panama 矿山因为疫情影响进入检修状态，公司下调 2020 年产量预期 7.5 万吨，至 78 万吨。

其它矿企方面，BHP Billiton、Teck Resources、Norilsk、Kazakhmys 暂未调整产量预期，Vale 下调全年产量预期 3 万吨，Antofagasta 在旗下矿山持续运营的情况下产量预期会达到 72.5-75.5 万吨区间的下边界，但很大程度上取决于疫情发展。Rio Tinto 由于疫情对旗下全球最大矿山 Escondida（权益量占 30%）的影响下调 2020 年矿产铜产量预期 5.25 万吨，由于地震对旗下 Kennecott 生产单元的影响，下调 2020 年精炼铜产量预期 3.5 万吨。

展望后期，智利、秘鲁等主要铜矿生产地疫情加速恶化，全球主要大矿企下调全年产量预期，其中确定的影响量已经在 40 万吨以上，部分矿企因无法评估疫情对产量的影响，暂未公布具体的预估影响量，我们预计二季度大矿企产量或大幅下滑。短期指标来看，铜精矿加工费 TC 降至 53.4 美元/吨低位。

序号	公司	2020Q1 (万吨)	2020Q1 增量 (万吨)	2020Q1 同比	2020Q1 环比	2019Q4 同比
1	Codelco	38.66	1.56	4.20%	-22.21%	-2.64%
2	Freeport	33.16	-2.22	-6.28%	-11.61%	-1.66%
3	BHP Billiton	42.50	0.53	1.26%	-6.68%	9.42%
4	Glencore	29.33	-2.74	-8.54%	-17.47%	-9.01%
5	Grupo Mexico	27.26	1.13	4.33%	-3.67%	5.54%
6	Antofagasta	19.40	0.54	2.86%	4.58%	-15.68%
7	Rio Tinto	18.03	-1.19	-6.19%	-14.39%	-20.20%
8	KGHM Polska	17.41	0.14	0.81%	1.22%	2.08%
9	MMG	9.19	-2.25	-19.64%	-23.77%	-7.78%
10	Anglo American	14.71	-1.40	-8.69%	-7.37%	-13.46%
11	First Quantum	19.53	5.83	42.58%	-4.40%	29.04%
12	Vale	9.45	0.07	0.75%	4.65%	-17.76%
13	Norilsk	11.50	-1.18	-9.29%	-9.56%	2.75%
14	Teck Resources	7.10	0.10	1.43%	0.00%	-2.74%
15	Kazakhmys	7.49	0.49	7.00%	-7.42%	3.85%
	Total	294.01	-1.82	-0.62%	-10.20%	-2.93%

表 1：全球前 15 大矿企 2020 年一季度产量负增长

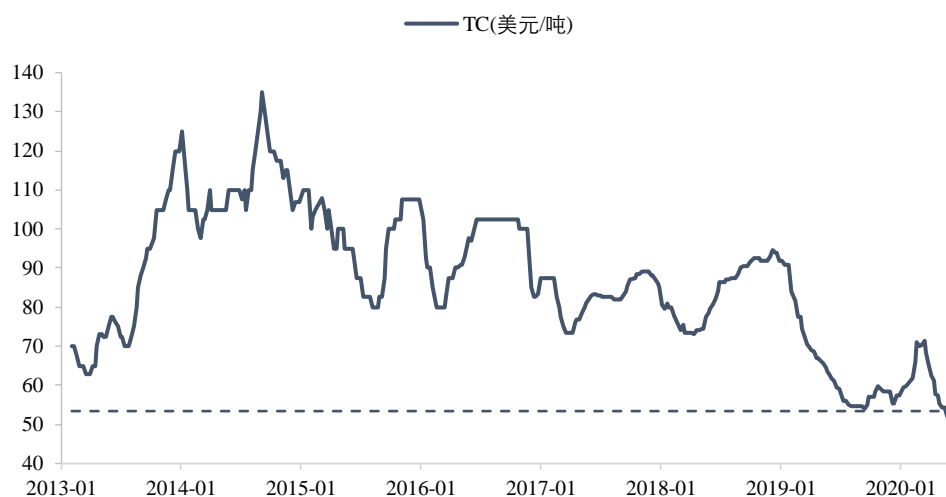


图 2：TC 下滑至 53.4 美元/吨（美元/吨）

下游复工复产正常化，国内铜消费好转

随着下游复工复产正常化，铜消费逐步好转。6 大发电集团日均耗煤量超越去年同期，截至 5 月 29 日，6 大电厂日均耗煤量 64.41 万吨（7 日滚动均值），同比增长 8.27%。从精炼铜下游企业开工率来看，4 月国内电线电缆企业开工超越 100%，5 月在基建刺激等影响下，电线电缆企业开工继续抬升，国内铜消费整体向好。

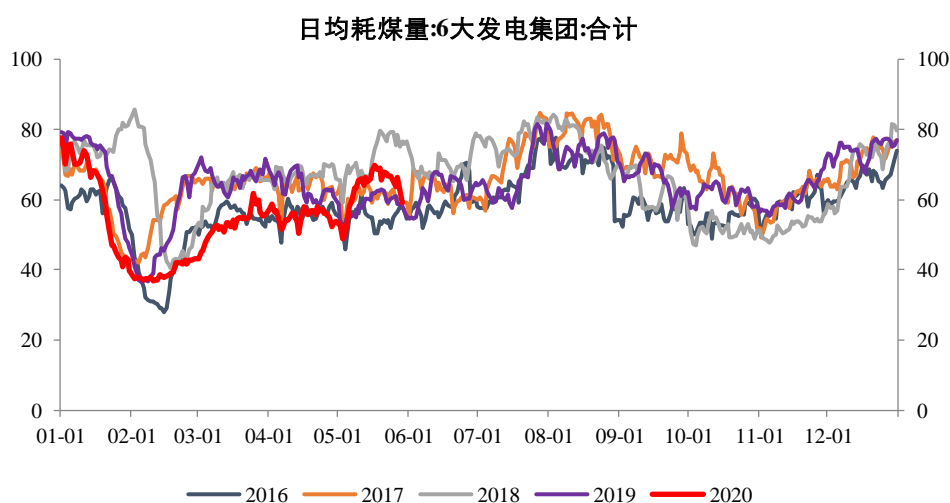


图 3：国内 6 大发电集团日均耗煤量（万吨/日）

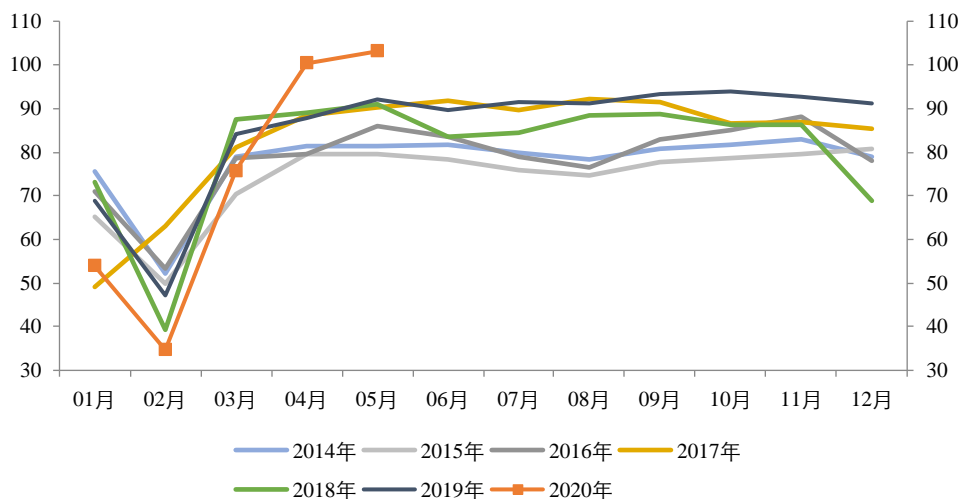


图 4：电线电缆开工率 (%)

宏观层面：海外疫情不确定性仍较大

海外疫情仍在恶化，欧美发达国家制造业深陷泥淖，美国 4 月制造业 PMI 下滑至 41.5 低位，欧元区 5 月制造业 PMI 有所回升，但仍处于 39.5 低位。中国出口至海外的铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20%以上，海外疫情对国内铜消费的间接冲击延续。

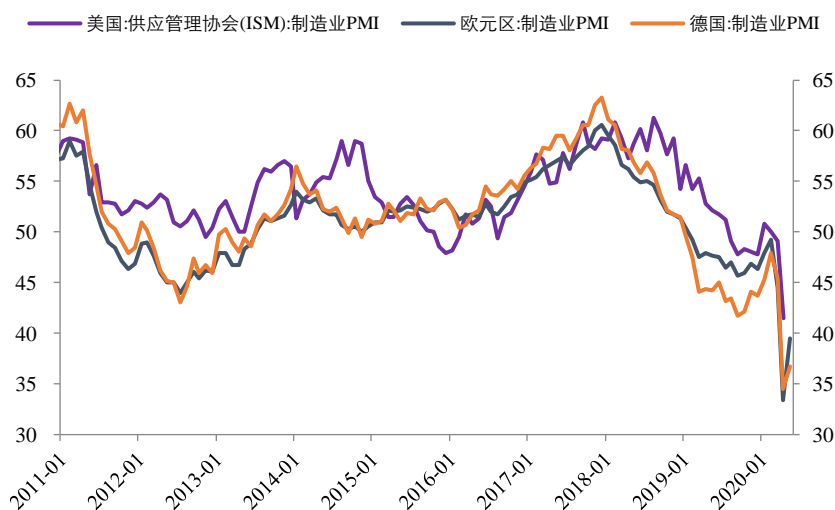


图 5：欧美发达国家制造业情况

铜社会库存持续下滑，显示国内铜供需出现实质性好转

国内铜库存自 3 月底出现拐点以来，连续下滑 10 周，累计下滑 33.63 万吨，显示国内铜供需出现实质性好转，后期随着国内刺激政策逐步落地，铜基本面有望继续改善。综上所述，铜基本面国内向好，海外恶化的局面延续，国内铜社会库存不断下滑，显示供需仍在改善，铜价有望维持强势。

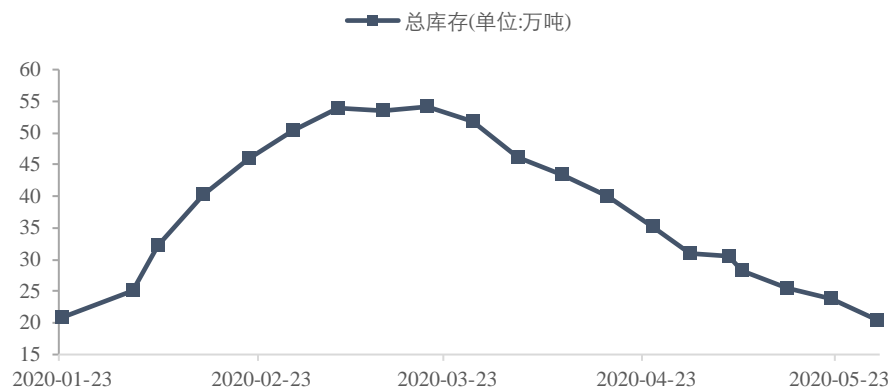


图 6：国内三地（上海、江苏、广东）铜社会库存连续下滑 10 周（万吨）