

2020 年 12 月 31 日

星期四

国内重现实海外看预期

铜价涨势仍值得期待

联系人 徐舟

电子邮箱 xu.z@jyqh.com.cn

电话 021-68555105



铜冠有色

要点

- 供应方面，2021 年，全球铜矿供应预计明显增长，增量在 90 万吨左右。但 2021 年国内精炼铜的产能还将继续攀升，铜精矿加工费则继续回落。虽然加工费低迷，但由于金银价格处于高位，叠加硫酸价格回升，整体冶炼依然盈利，2021 年国内精铜产量预计继续增产 40 万吨，达到 971 万吨，再创历史新高。
- 需求方面，由于全球经济的增速将出现回升，对 2021 年全球铜需求来说也将生产正面的促进作用。海外需求将在刺激作用下增长 7.2%，国内则将维持 2.3% 的需求增速。需求增量贡献主要集中在汽车和空调等终端消费领域以及新能源等新兴消费领域。
- 整体而言，2021 年全球铜精矿市场继续面临紧张格局，精铜市场供需同样偏紧，预计 2021 年铜价将延续上涨趋势。2021 年铜价主要运行区间为：伦铜 6600-9000 美元/吨；沪期铜 50000-68000 元/吨。
- 风险点：全球经济放缓超预期，新冠疫情发展超预期。

目录

一、2020 年行情回顾.....	5
二、宏观经济分析.....	6
1、疫情之下，全球经济遭遇重挫.....	6
2、国内经济快速复苏，明年政策退出影响有限.....	6
3、海外经济复苏缓慢，明年预计持续宽松.....	7
三、铜矿供应分析.....	8
1、2020 年海外铜矿供应不增反降.....	8
2、2021 年海外铜矿供应明显增长.....	9
3、国内铜矿产能继续回升.....	9
四、精铜供应分析.....	10
1、国内冶炼产量稳中有升.....	10
2、2021 年精铜产量将再创新高.....	11
3、废铜进口有望明显增长.....	14
4、精铜库存降至低位.....	15
五、精铜需求分析.....	15
1、电网投资难给予厚望.....	15
2、地产竣工重回上升通道.....	16
3、空调行业将维持景气.....	16
4、汽车行业重新步入增长.....	17
5、2021 年下游传统项目有压力，新兴项目有预期.....	17
六、2021 年行情展望.....	19

图表目录

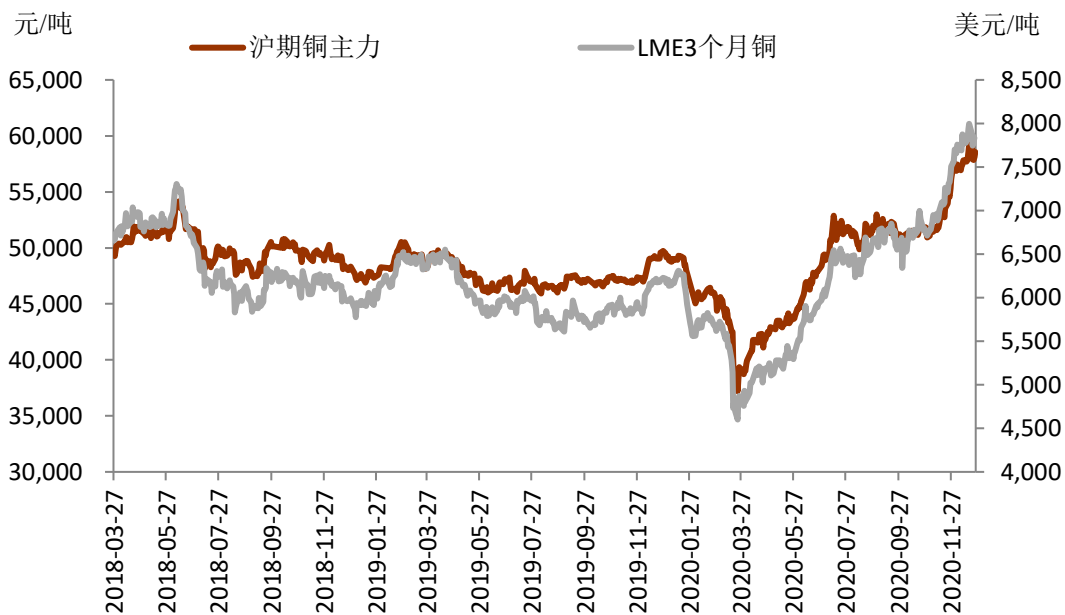
图表 1 铜期货价格走势.....	5
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	6
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	7
图表 4 发达国家制造业 PMI 指数.....	7
图表 5 中国 GDP 增速.....	8
图表 6 中国 PMI 指数.....	8
图表 7 2021 年全球主要铜矿项目增量跟踪 (万吨).....	9
图表 8 全球主要铜矿季度产量 (万吨).....	10
图表 9 2020 年国内新增铜冶炼项目 (万吨).....	11
图表 10 2021 年国内新增铜冶炼项目 (万吨).....	11
图表 11 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	12
图表 12 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	12
图表 13 中国铜精矿现货 TC 走势.....	12
图表 14 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	12
图表 15 中国铜材产量及增速变化.....	13
图表 16 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	13
图表 17 中国精炼铜产量变化.....	13
图表 18 中国精炼铜消费量变化.....	13
图表 19 中国精炼铜进口量及增速变化.....	13
图表 20 中国精炼铜出口量及增速变化.....	13
图表 21 中国废铜进口单月变化.....	14
图表 22 中国废铜进口累计变化.....	14
图表 23 三大交易所库存变化情况.....	15
图表 24 SHFE 和保税区库存走势.....	15
图表 25 电力投资完成额变化.....	18
图表 26 房地产开发投资增速变化.....	18
图表 27 家用空调产量增速变化.....	18

图表 28 家用空调库存变化.....	18
图表 29 汽车产销量变化.....	18
图表 30 新能源汽车产量及销量变化.....	18
图表 31 全球铜供需平衡表（万吨）	19
图表 32 国内铜供需平衡表（万吨）	19

一、2020 年行情回顾

2020 年，铜价整体走势先抑后扬，全年来看，价格有所上涨。2020 年年初，由于新冠疫情在全球的扩散，引发各国都采取了严格的控制措施，市场需求一落千丈，引发铜价大幅回落，3 月份市场恐慌情绪达到极致，铜价也是连续跌停，沪铜指数最低跌至 35350 元/吨；进入二季度之后，随着国内疫情逐步得到控制，各行各业的复产复工持续推进，叠加国内的货币和财政政策双重刺激，铜价自低位开始企稳回升，价格缓慢上行，重心逐步抬高，在 7 月初最高至 53380 元/吨，单季度涨幅创多年来之最；三季度开始，国内进入消费淡季，下游需求也在缓慢消化高位铜价，铜价走势进入区间震荡阶段，基本处于 50000 元/吨-53000 元/吨的区间内盘整，价格上下两难；在持续震荡了近 4 个月时间之后，铜价在年底开始了新一轮的上涨行情，国内经济数据持续好于预期，出口又因海外生产放缓而大幅增加，市场再次陷入乐观情绪之中，铜价也在年底出现了快速上涨行情，最高至 59620 元/吨，创出了多年的新高。最终，截至 2020 年 12 月 30 日，沪铜指数收在 58540 元/吨，较上一年上涨 9320 元，涨幅 18.9%；2019 年沪铜指数均价 49414 元/吨，较上一年的 47784 元/吨，上涨 1630 元，涨幅 3.4%。

图表 1 铜期货价格走势

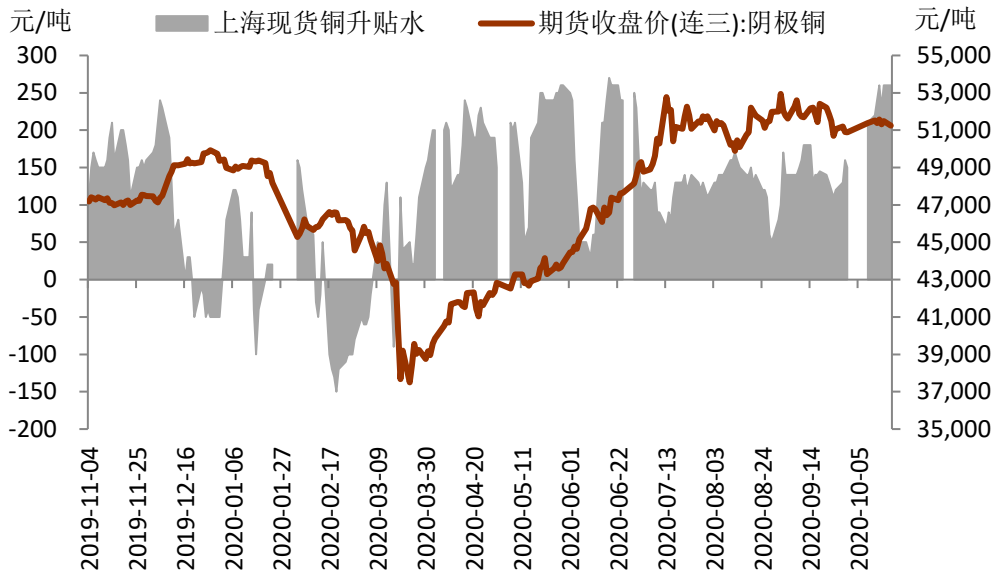


资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

2020 年，国内铜的现货升水走势先跌后涨，主要可以划分为两个阶段，从二季度开始基本维持高升水格局。从走势上来看，一季度，由于疫情影响之下，国内消费出现断崖式下滑，国内铜现货升水也转为贴水，最低至贴水 150 元/吨；进入二季度之后，随着国内复产复工的逐步推进，国内现货贴水开始企稳回升，并逐步涨至升水格局，最高至 270 元/

吨一线。下半年，由于国内需求持续超出预期，国内铜整体库存处于低位，国内铜现货基本保持高升水格局，升水维持在 100-250 元/吨之间。整体来看，2020 年，伴随着国内铜库存持续走低，长期处于低位，支撑了国内铜现货基本以高升水为主。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、疫情之下，全球经济遭遇重挫

2020 年，对于全球经济来说关键词仅有一个，那就是新冠疫情。2020 年年初，市场对于全球经济增速还持有乐观预期，但是由于新冠疫情在全球的扩散，各国都采取了极其严厉的措施，全球经济增速出现了大幅回落。根据统计，美国二季度 GDP 同比增速为-9.03%，三季度 GDP 同比增速为-2.92%；欧洲二季度 GDP 同比增速为-14.8%，三季度 GDP 同比增速为-4.4%；日本二季度 GDP 同比增速为-8.9%，三季度 GDP 同比增速为-4.8%；中国一季度 GDP 同比增速为-6.8%，二季度 GDP 同比增速为 3.2%。

面对惨淡的经济情况，各国都采取了宽松的措施来刺激经济，国内由于疫情防控得当，叠加宽松货币和财政政策，经济率先复苏；欧美等发达经济体在疫情防控上并不严格，目前经济增速依然还未恢复常态，预计未来将会出台更大的刺激政策。

2、国内经济快速复苏，明年政策退出影响有限

由于国内的防疫措施得当，疫情控制有力，自二季度开始国内各行各业的复产复工就开始逐步推进，经济也企稳回升。根据 PMI 数据，11 月份官方制造业 PMI 达到了 52.1，财新

中国制造业 PMI 也达到了 54.9，创出了多年来的新高，这也体现了国内经济的复苏势头。从各项分项数据来看，无论是基建还是地产，亦或是出口数据，也都在印证这一点。

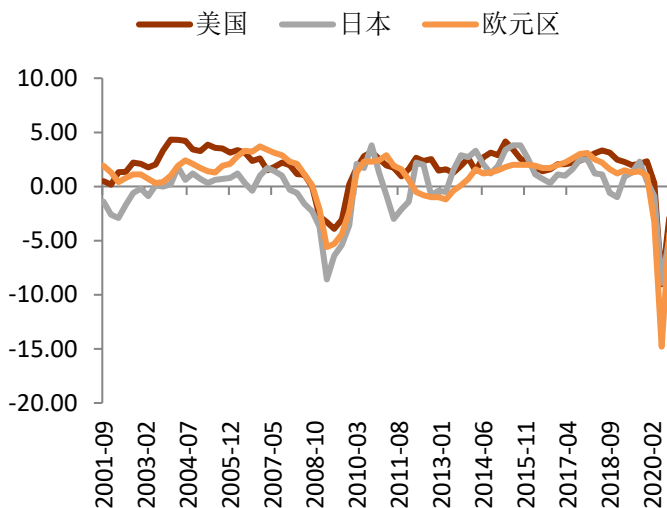
而随着国内经济的快速复苏，市场开始担忧明年的政策退出。根据中央的经济工作会议，会议指出明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，不转急弯。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。我们认为，在疫情之后，市场存在政策退出的必要性，但是从会议精神来看，明年政策退出会比较缓慢，预计会在经济数据继续向好情况下，逐步退出。

3、海外经济复苏缓慢，明年预计持续宽松

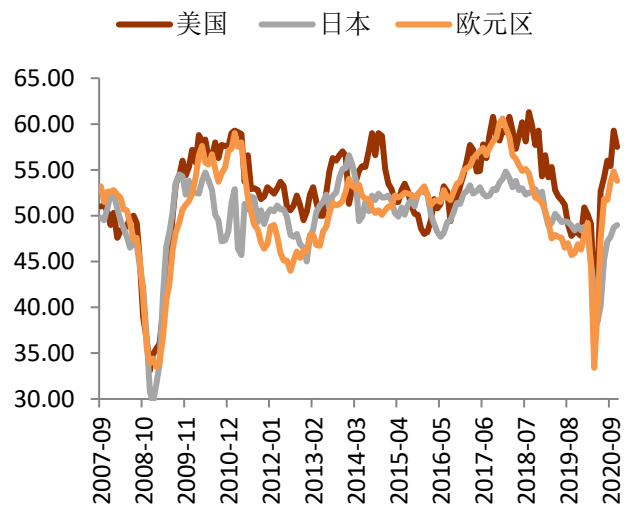
和国内经济的快速复苏相比，海外的经济回暖进程则相对缓慢。从第三季度的 GDP 增速来看，欧美等发达国家依然同比为负增长，经济回暖之路任重道远。特别是近期英国出现变异新冠病毒，为明年的海外经济复苏蒙上了一层阴影。我们认为，当前确实存在新冠疫情的尾部风险，但在进入明年之后，新冠疫苗的大范围逐步接种，疫情影响将逐步消退，海外经济增速值得期待。

此外，我们也要重点关注欧美的刺激政策。在最新的美联储讲话中，明确表示将继续其购买债券的刺激计划，直到在充分就业和 2%通胀的目标上“取得实质性的进展”；其经济刺激计划至少持续至 2022 年。同时，美国的 9000 亿财政刺激政策也在国会达成了协议，预计明年会对美国需求产生正面影响。而欧盟国家领导人也批准了总额约达 1.8 万亿欧元的预算与刺激计划，这意味着新一轮预算计划有望按原计划在 2021 年 1 月 1 日开始生效。整体来看，我们认为明年海外的刺激政策将更将宽松，更加有利于经济的恢复。

图表 3 发达国家 GDP 增速



图表 4 发达国家制造业 PMI 指数

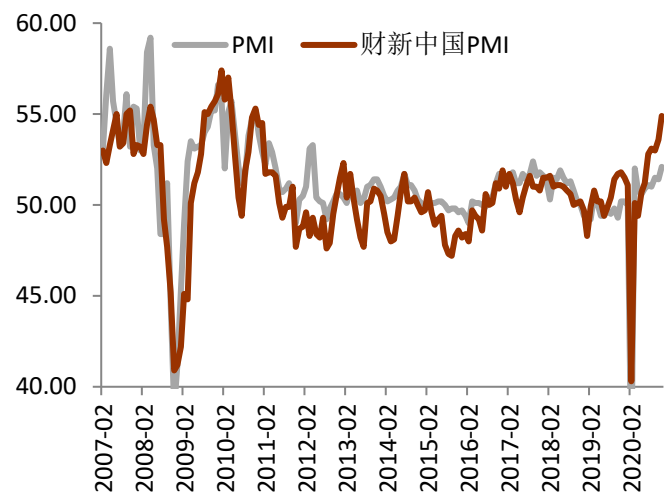


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：Wind，铜冠金源期货

三、铜矿供应分析

1、2020 年海外铜矿供应不增反降

2019 年年底，在经历了一个供应困难的年份之后，我们原本预计 2020 年全球铜矿供应有望出现 2%左右的恢复性增长。但是 2020 年年初的新冠疫情再次打乱了全球铜矿供应的节奏，特别是新冠疫情在拉美快速爆发之后，全球前两大产铜国-智利和秘鲁的铜矿山生产受到了不同程度的影响。根据统计，智利铜矿产量在 6 月首度出现下滑，此后 7、8 和 9 月智利铜矿的产量接连同比下降，直到 10 月份产量才开始逐步企稳回升。同样，二季度秘鲁境内大型铜矿多数被迫停产或降低运营水平，4 月份铜产量同比下降了 34.7%，5 月份铜产量同比下降了 42.2%，直到 10 月份铜产量才逐步恢复至正常水平。而进入年底，智利的铜矿工人频频罢工也在进一步推升全球铜矿供应的紧张程度。整体来看，2020 年全球铜矿又一次未能达到年初预期，特别是新冠疫情直接导致了全球前两大产铜国产量在二季度出现了明显的损失，虽然进入三季度之后，铜产量环比回升，但是此前的产量损失难以补回，全年供应呈现偏紧格局，全年铜精矿加工费也是逐步回落，降至多年新低。预计 2020 年全球铜矿产量较 2019 年下降 1.8%。

我们统计了全球主要十五家境外铜矿企业的产量数据，这十五家境外铜矿企业产量约占全球铜矿产量的 50%以上。根据这些企业的季报显示，一季度全球主要铜矿企业的产量环比下降 7.5%，同比回升 0.3%；二季度全球主要铜矿企业的产量环比继续下降 0.3%，同比则下降 4.6%。三季度产量开始逐渐恢复，全球主要铜矿企业的产量为 293.2 万吨，环比回升 6.4%，同比下降 3.8%，累计同比依然为-2.8%。四季度预计全球主要矿企的产量达到 287 万吨左右，环比略有回落，全年产量预计下降 1.8%，远远不及 2020 年初小幅增长的预期。

2、2021 年海外铜矿供应明显增长

2021 年，我们认为全球海外铜矿产量将出现明显的恢复性增长，全球的主要增量来自于新冠疫情之后的铜矿山产量恢复以及新建、扩建项目的投产。其中值得关注的是自由港的 Grasberg 项目，第一量子旗下的 Cobre Panama 项目和紫金矿业旗下的 Komoa 项目。自由港的 Grasberg 项目在 2019 年从露天转为地下开采，随着项目的逐步推进，预计 2021 年产量将大幅攀升，增加 28 万吨左右，恢复至常态，略高于此前露天开采时数量。第一量子旗下的 Cobre Panama 项目在 2019 年开始投产，2020 年的投产进程因疫情出现延缓，预计 2021 年爬产速度将加快，产量较 2020 年增长 10.5 万吨。紫金矿业旗下的 Komoa 项目是值得关注的，Komoa 项目是 Komoa-Kakula 铜矿的组成部分，Komoa-Kakula 铜矿全部达产之后有望成为全球第二大铜矿，是未来几年最大的投产项目，预计 2021 年年中达产，产量为 5 万吨。

此外，我们认为明年铜矿供应干扰的担忧依然存在。近两年全球铜矿供应干扰率居高不下，从工人罢工，到天气因素都使得预期产量难以达到。2021 年，预计全球铜矿供应干扰率依然保持较高水平。

整体来看，2020 年全球铜矿因新冠疫情出现减产，供应处于偏紧格局。2021 年，疫情影响逐步消退，全球铜矿将在产量恢复和新建产能投产的共同助推下出现大幅增长，预计增量达到 90 万吨左右。

3、国内铜矿产能继续回升

根据国家统计局数据，2020 年 1-10 月国内铜精矿产量达到 137.87 万吨，累计同比增速为 5.81%。2020 年产量预计为 167 万吨，增幅预计达到 5% 以上。整体来看，2018 年以来国内铜精矿产量稳中有升，包括甲马二期、沙溪、普朗、多宝山二期、西藏玉龙、驱龙铜矿在内的大型铜矿项目逐步投产，预计未来几年国内铜精矿产量将继续提升。

2021 年，国内铜精矿产量的主要增量来自于玉龙铜矿的扩建项目以及驱龙铜矿的新建项目。玉龙铜矿的扩建日前已经启动，预计 2021 年新增产量在 7 万吨左右。而驱龙项目的投产将在 2021 年四季度完成，届时将贡献产量 2 万吨，2022 年则贡献产量 7 万吨。

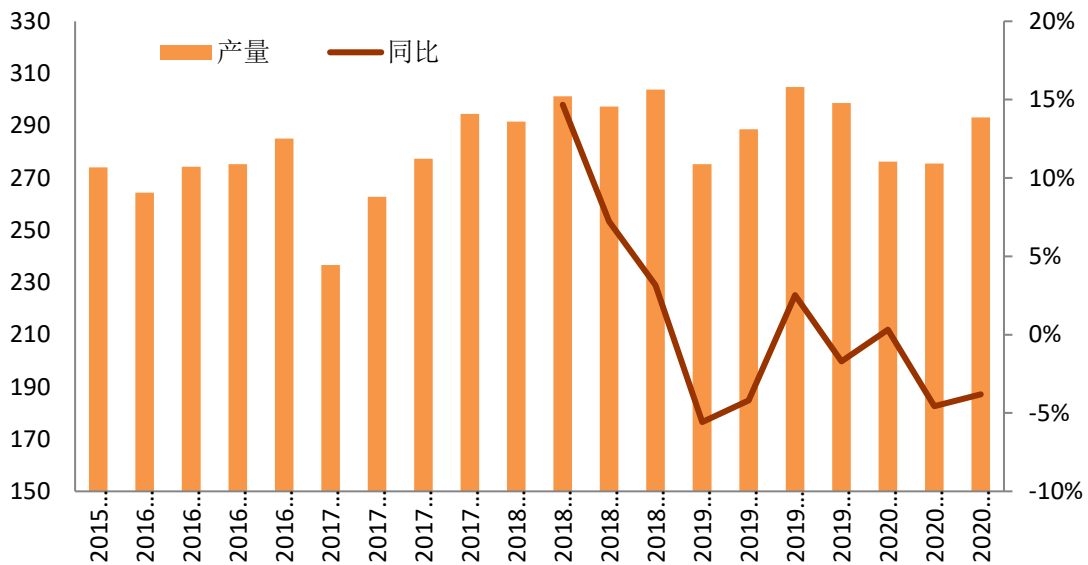
图表 7 2021 年全球主要铜矿项目增量跟踪 (万吨)

铜矿	国家	2021 增量 (万吨)	时间计划
Tominskoye	Russia	2.5	新建或扩建
Darehzar	Iran	0.6	新建或扩建
Dar Alou	Iran	2.7	新建或扩建
Chah Firozeh & Ljue	Iran	1.7	新建或扩建
Cobre Panama	Panama	10.5	爬产增量
Lone Star	U.S.	6.0	新建或扩建

Kennecott	U.S.	4.0	复产增量
Pumpkin Hollow	U.S.	2.2	新建或扩建
Carrapateena	Australia	1.3	新建或扩建
Mina Justa	Peru	2.0	新建或扩建
Pumpi	DRC	2.9	新建或扩建
Kamoa	DRC	5.0	新建或扩建
Mirador	Ecuador	2.0	复产增量
Grasberg	Indonesia	28.2	复产增量
Antamina	Peru	5.0	复产增量
Cerro Verde	Peru	5.2	复产增量
Los Pelambres	Chile	4.1	复产增量
Candelaria	Chile	4.0	复产增量
	合计	89.9	

资料来源：新闻整理，铜冠金源期货

图表 8 全球主要铜矿季度产量（万吨）



资料来源：新闻整理，铜冠金源期货

四、精铜供应分析

1、国内冶炼产量稳中有升

2020 年，国内冶炼产能的扩张步伐出现了明显放缓，年内仅有铜陵有色（奥炉）新增 15 万吨精炼产能以及赤峰金剑新厂搬迁之后新增 10 万吨精炼产能和 20 万吨的粗炼产能，整体来看，远低于前两年的百万吨级别的冶炼产能增加。但是在去年赤峰云铜和广西南国铜业的产能爬升带动之下，2020 年国内精铜产量稳中有升。根据上海有色网统计，2020 年 1-11

月份中国电解铜产量累计为 844.75 万吨，累计同比增长 3.79%；全年电解铜产量预计达到 930.87 万吨，累计同比增长 4.07%。

2021 年，国内冶炼产能的扩张将有所加速。年内主要有紫金铜业的 10 万吨精炼产能，新疆五鑫铜业的 20 万吨精炼产能以及大冶有色的 40 万吨精炼产能和山东烟台国润铜业的 8 万吨精炼产能投放。2021 年国内合计有 68 万吨的粗炼产能和 68 万吨的精炼产能投放，较 2020 年有明显增加。

图表 9 2020 年国内新增铜冶炼项目（万吨）

炼厂名称	新建粗炼产能	新建精炼产能	原料	投产时间
兰溪自立	0	10	废杂铜/阳极铜	2020 年 8 月
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020 年 6 月
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020 年 9 月
总计	20	35		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 10 2021 年国内新增铜冶炼项目（万吨）

炼厂名称	新建粗炼产能	新建精炼产能	原料	投产时间
紫金铜业	10	10	铜精矿	2021 年
新疆五鑫铜业	10	20	铜精矿	2021 年
大冶有色	40	40	铜精矿	2021 年
烟台国润铜业	8	8	铜精矿	2021 年
总计	68	68		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

2、2021 年精铜产量将再创新高

2021 年的 TC 长单谈判已经落下帷幕，中铜、铜陵、江铜、金川与 Freeport 确定了 2021 年 TC 长单价格为 59.5 美元/吨，和 2020 年的 62 美元/吨相比，继续回落 4% 的幅度。虽然长单 TC 再创新低，但是我们对于 2021 年国内精炼铜的冶炼产量却并不悲观。在 2020 年，国内 TC 已经处于低位，尤其是进入下半年后现货 TC 持续处于 50 美元/吨之下，远低于冶炼厂的 TC 盈亏平衡点 65 美元/吨，但国内精炼铜产量却没有显著下降，开工率也依然提升。主要原因是金银价格将继续处于高位，且硫酸价格低位反弹，实际盈利依然可观。因此，我们认为 2021 年国内铜冶炼厂的开工率将继续保持高位。

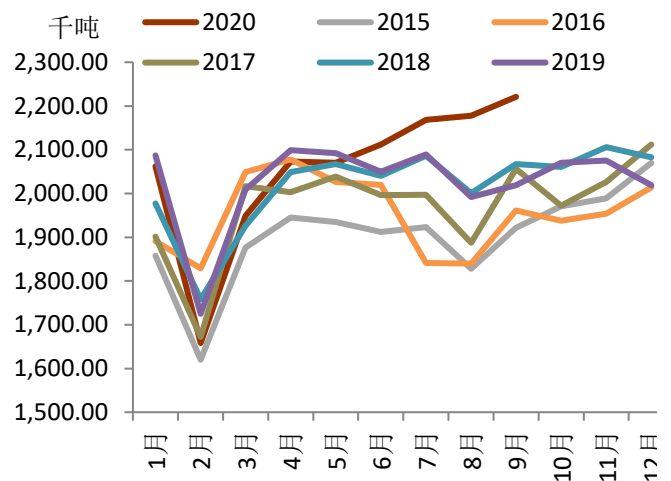
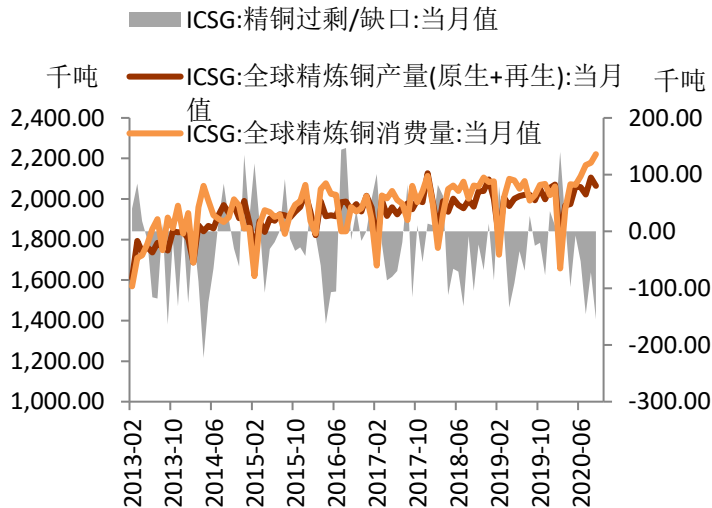
除了开工率保持高位之外，2021 年国内精炼铜的产量增加还有因疫情影响消退后的增

量以及新建产能的投产。2020 年投产的赤峰金剑明年继续增产，预计达到 13 万吨。2021 年一季度投产的紫金铜业和四季度投产的大冶有色将分别带来 7 万吨和 10 万吨左右的增量。

整体来看，2020 年国内精铜产量 931 万吨，同比增长 4.07%。2021 年，在疫情影响消退后的产量恢复，以及新增产能投产的影响下，2021 年产量预计进一步增加，我们认为 2021 年产量为 971 万吨，创出历史新高，同比增幅为 4.31%。

图表 11 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

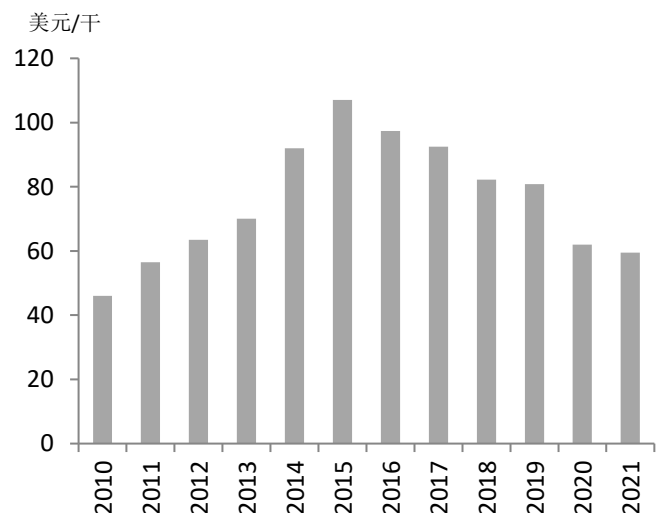
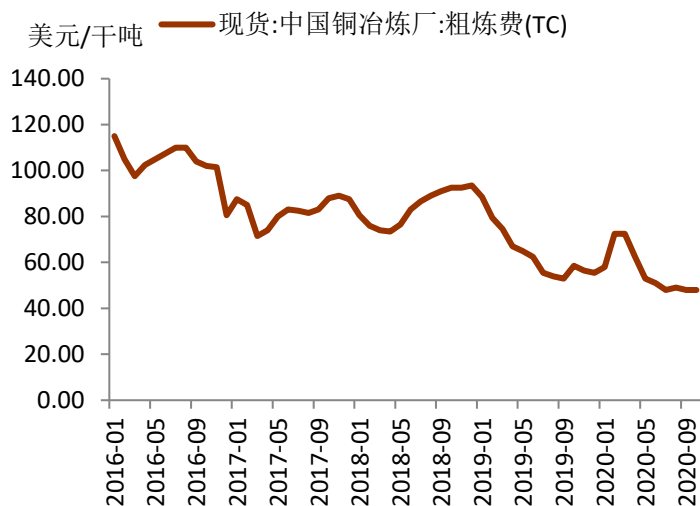
图表 12 ICSG 全球精炼铜消费变化



资料来源：Bloomberg，WBMS，ICSG，铜冠金源期货

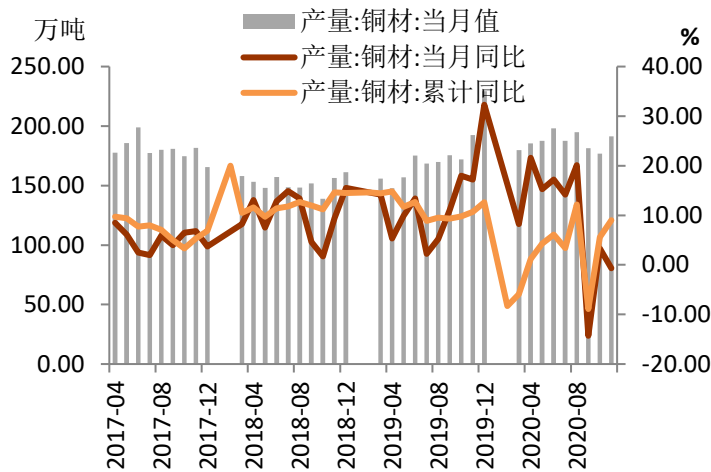
图表 13 中国铜精矿现货 TC 走势

图表 14 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

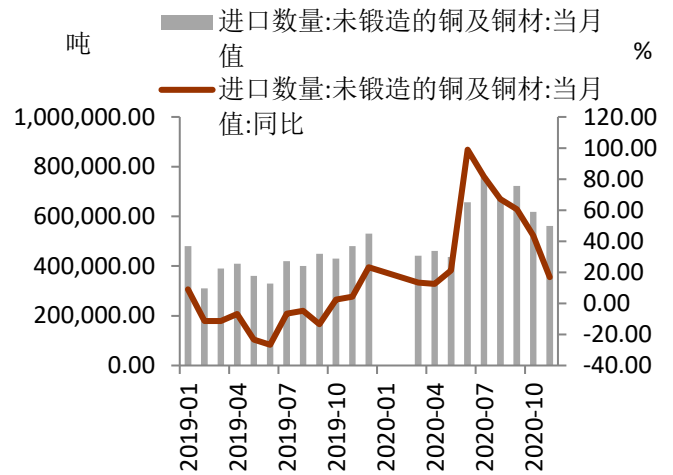


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 15 中国铜材产量及增速变化

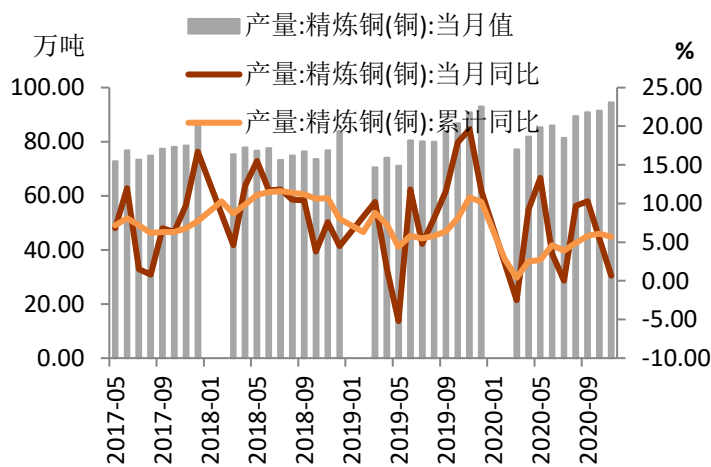


图表 16 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

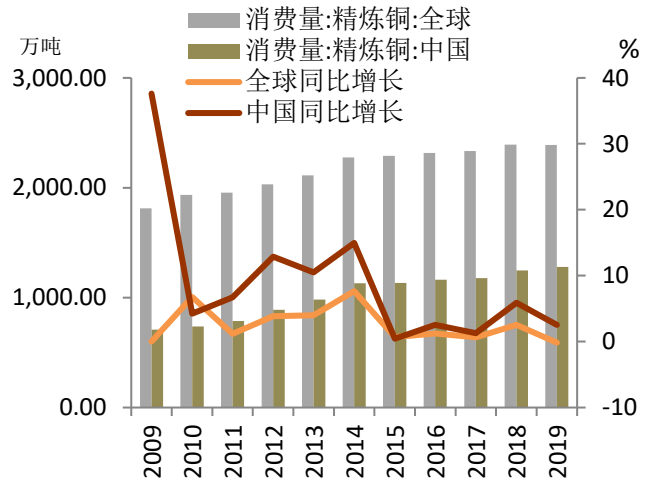


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 17 中国精炼铜产量变化

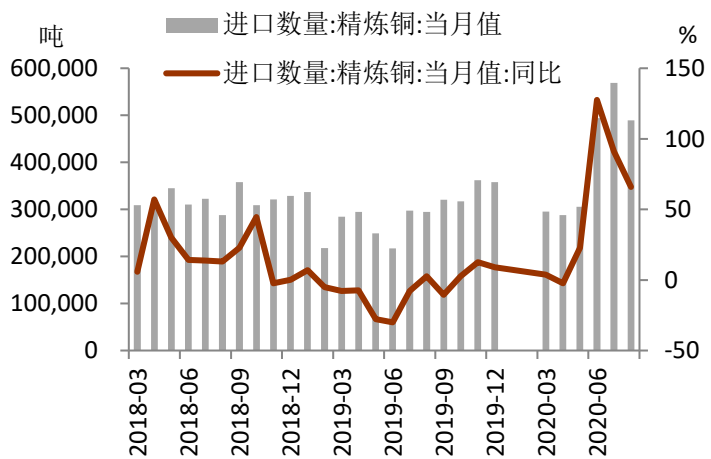


图表 18 中国精炼铜消费量变化

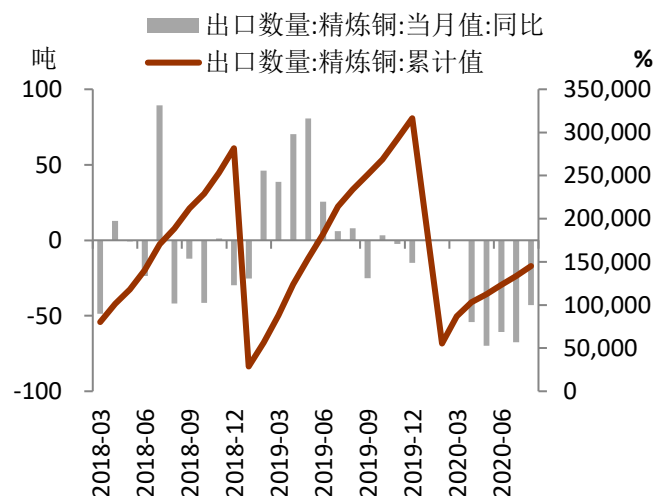


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 19 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 20 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

3、废铜进口有望明显增长

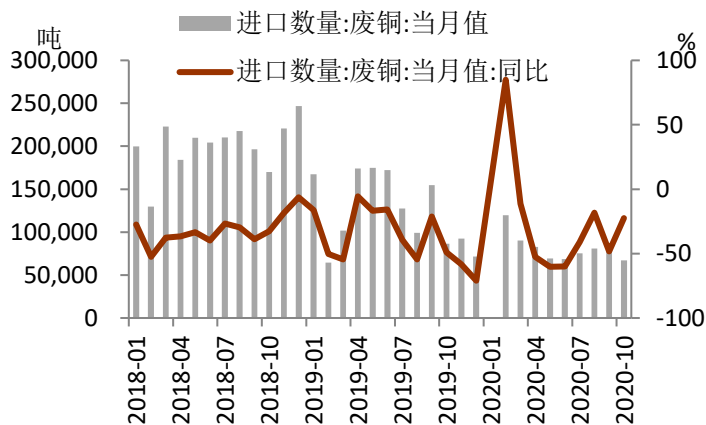
废铜是国内铜供应的一个重要补充，国内有 17% 电解铜来自于废铜的再利用，国内铜材加工中有 10% 左右的产量来自于废铜，因此废铜在冶炼及加工环节对于国内铜供应的调节有重要意义。

2020 年，对于国内废铜市场来说是一个具有里程碑意义的一年。2020 年 1 月，国家市场监督管理总局和国家标准化管理委员会公布了 GB/T 38470-2019（再生黄铜原料）、GB/T 38471-2019（再生铜原料）标准细则。2020 年 10 月，生态环境部办公厅关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告发布，确定符合《再生黄铜原料》（GB/T 38470-2019）、《再生铜原料》（GB/T 38471-2019）、《再生铸造铝合金原料》（GB/T 38472-2019）标准的再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料，不属于固体废物，可自由进口，自 2020 年 11 月 1 日起实施。这也意味着 2021 年，再生（黄）铜将取代废铜，实现废铜零进口。

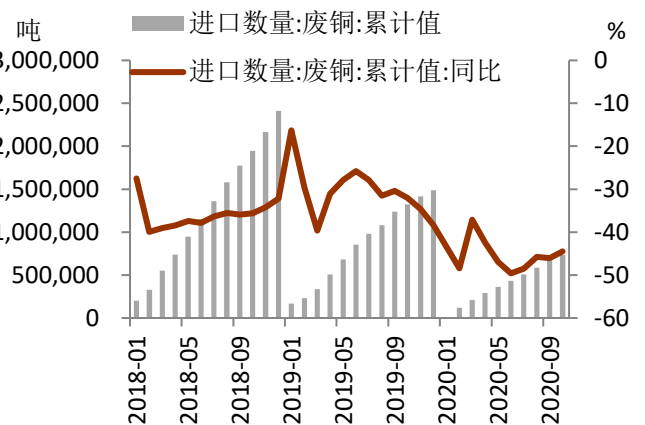
从 2020 年废铜的进口情况来看，1-10 月份国内累计进口废铜 73.38 万吨，累计同比下降 44.52%；而在放开再生铜进口之后，11 月份，国内废铜（铜废碎料）进口量为 93,254 吨，环比增加 38.88%，同比增加 0.89%。根据我们了解，新规实施之后，实际上贸易商进口还未完全上量，更多是在尝试阶段，而进口量已经出现了好转。可见新规落地之后，再生铜进口的潜力巨大，因此我们预计明年国内再生铜进口量将出现明显增长。

整体来看，2020 年国内废铜共发放 88.4 万吨批文，1-11 月份已经累计进口 82.5 万吨，全年进口量预计 90 万吨左右，同比大幅回落。但是再生铜新规已经落地，未来符合标准的再生铜进口没有数量限制。同时，我们认为随着明年海外经济的复苏，海外废铜的回收及拆解逐步恢复，废铜进口的来源也将得到保障。预计 2021 年全年国内再生铜进口量将出现明显增长，达到 140 万吨左右的水平，较 2020 年增长 40%。

图表 21 中国废铜进口单月变化



图表 22 中国废铜进口累计变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

4、精铜库存降至低位

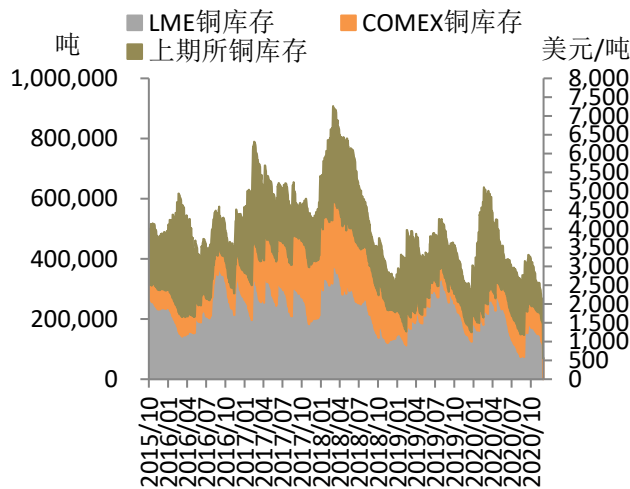
截至 12 月 25 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 11.61 万吨、7.51 万吨和 6.97 万吨，合计 26.09 万吨，为 5 年多来低位，较 2020 年年初下降 4.25 万吨。

中国方面，保税区库存 44.38 万吨，国内显性铜库存（SHFE+保税区）为 51.89 万吨，高于去年同期水平，较 2020 年初增加了 15.81 万吨。

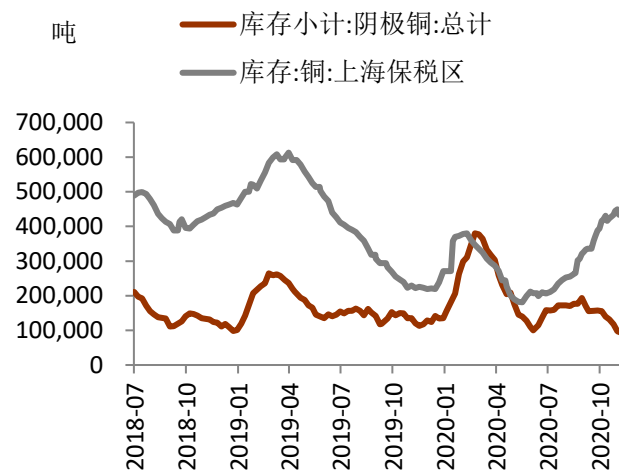
整体来看，国内外显性库存较 2019 年有所回升，但三大交易所库存则继续回落。从库存的变化趋势来看，一季度由于新冠疫情的影响，国内外库存都出现了大幅增加，此后随着国内复产复工推进，国内库存开始率先降库，在二季度创出了新低水平；海外库存也同步回落，库存水平降至低位。进入下半年，保税区和国内社会库存开始分化，国内社会库存继续回落，而保税区库存则逐步增加，这也体现了下半年海外需求不济之后，大量铜流入中国，但因进口窗口未打开，滞留保税区。

2020 年，由于国内库存水平一直保持低位，加之市场需求水平活跃，因此国内电解铜现货大部分时间都处于升水格局，特别是下半年升水持续维持高位。展望 2021 年，预计国内库存难有太大增幅，库存降继续保持低位，现货升水仍将保持坚挺。

图表 23 三大交易所库存变化情况



图表 24 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

五、精铜需求分析

1、电网投资难给予厚望

电力行业是国内精铜消费占比最大的行业。2020 年，由于新冠疫情的影响，国家电网投资波动较大。在年初，2020 年国家电网投资计划金额为 4800 亿元，较 2019 年下降 8.8%。但是在新冠疫情对国内经济的冲击之下，国家对于新基建投资包括特高压的投资也开始增加，从国家电网处获悉，2020 年电网投资修订为 4500 亿元。从前 11 个月的完成情况来看，国

家电网基本建设投资完成额累计为 3942 亿元，累计同比下降 4.2%，预计全年可以完成计划水平。

2021 年是“十四五”的开局之年，根据资料显示，“十四五”期间电网及相关产业投资预计将达到 6 万亿元。按照国家电网的口径，6 万亿不只是国家电网的自身投资，而是包括电网带动的相关产业投资。一个可比数据是，按照国家电网今年年初公布的口径，2020 年，国家电网安排电网投资 4500 亿元，可有效带动社会投资 9000 多亿元，整体规模将超过 1.3 万亿元。按照这个参考值测算，“十四五”期间，国家电网公司自身在电网方面平均每年投入应在 4153 亿元左右，而这个数字在过去 5 年的均值为 4738 亿元。这也意味着国家电网“十四五”期间在电网方面投入相比于“十三五”可能是下降的，而且下降幅度不是小数据。因此，我们对于 2021 年电网投资需求也不需要给予厚望。

但是，我们也关注到 2020 年电源建设投资出现了明显增长，2020 年 1-11 月国内电源基本建设投资完成额达到 4157 亿元，累计同比增长 43.5%。电源建设投资能够增长如此迅速的原因在于对于光伏和风能的新增投资。中国光伏行业协会公布基于 2030 碳达峰、2060 碳中和目标下的光伏装机需求分析：“十四五”一般预计国内光伏新增装机 70GW，乐观预计国内年均光伏新增装机规模 90GW。预计 2021 年国内光伏装机年增 70GW、风电年增 50GW，合计年新增 1.2 亿千瓦。按照国际铜协测算的每 MW 耗铜 4 吨测算，2021 年光伏和风电装机预计带来 48 万吨的需求。

2、地产竣工重回上升通道

房地产用铜也是国内铜消费的重要组成部分，特别是房地产会带动其它行业对于铜的需求。2020 年 1-11 月份国内房屋新开工面积 201084.67 万平方米，同比下降 2%；1-11 月份房屋竣工面积 59172.64 万平方米，同比下降 7.3%；1-11 月份商品房销售面积 150834.0 万平方米，同比增加 1.3%。2020 年上半年，尽管因为新冠疫情，房地产市场遭遇重挫，但是在下半年，随着销售的持续向好，房地产新开工和竣工数据也是逐月向好，但整体可能依然难以填补年初落下进度，预计全年小幅回落。

最值得关注的是房地产的竣工数据，虽然由于疫情的原因，2020 年国内房地产的竣工数据预计整体有所回落，但是从月度数据来看，下半年，特别是四季度以来，国内房地产的单月竣工数据开始同比转正。我们认为，2019 年四季度开始的竣工好转周期在被新冠疫情打断之后，未来将有望再度向好，重返增长周期。因此，我们继续看好 2021 年国内房地产竣工的回升，这对于地产后周期的有色需求来说，将会有重要支撑。

3、空调行业将维持景气

2020 年空调行业经历了动荡一年，根据产业在线数据，2020 年 1-11 月份家用空调累计产量 13205.9 万台，累计同比下降 5.6%；1-11 月家用空调累计销量 12990.6 万台，累计同比下降 7.2%。虽然国内家用空调产销较去年同期有所回落，但这主要是由于上半年受到新冠疫情的影响，下半年进入新冷年之后，国内家用空调的单月产销都开始较去年有明显增长。

当前空调内销市场逐步恢复常态化，外销则处于备货旺季，由于海外依然存在疫情影响，国内优势厂商依然受益于订单转移，而在出口货物运输的紧张局面下，出口订单有前置倾向，未来产销将继续维持景气。

一般来说，商品房销售面积累计增速会领先空调销量累计增速 11 个月，2020 年二季度开始，国内商品房销售面积开始逐步回升，如果能够保持，预计 2021 年国内空调市场的整体产销也将继续回升。

4、汽车行业重新步入增长

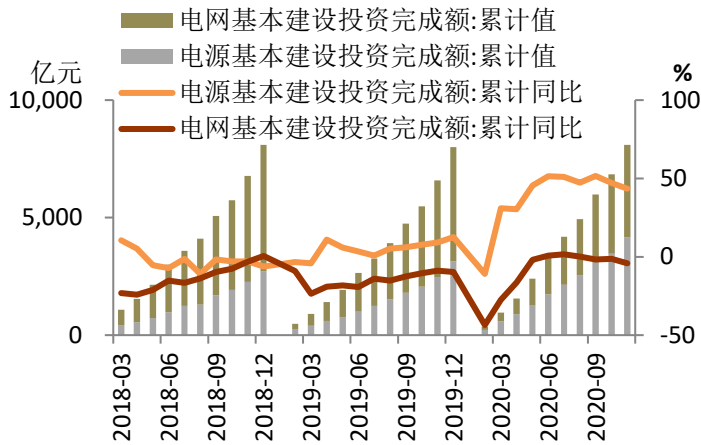
汽车方面，根据中汽协数据，2020 年 1-11 月汽车产量 2237.2 万辆，累计同比下降 3%；1-11 月汽车销量 2247 万辆，累计同比下降 2.9%，预计全年汽车产销仍将小幅下降，连续第三年出现负增长。但是值得欣喜的是，从 5 月份开始，国内汽车的单月产销基本都维持在两位数的增速，特别是新能源汽车的产销的增长，我们认为 2021 年国内汽车产销有望转正，较 2020 年出现明显增长。

中国汽车工业协会副秘书长叶盛基表示，今年新能源汽车销量已经超出预期，预计达到 130 万辆，增幅接近 8%。2021 年会有更大惊喜，我国新能源汽车销量增速很可能超过 30%，达到 180 万辆。如果按照每辆新能源汽车平均耗铜 83 千克计算，国内新能源汽车带来的新增用铜需求在 4.2 万吨。同时，新能源汽车带来的充电桩对铜的需求也在逐步增加，按照 3:1 左右的充电桩装配比，明年国内充电桩预计新增 60 万个，按照平均每个充电桩耗铜 30 千克计算，带来的新增铜需求为 1.8 万吨。

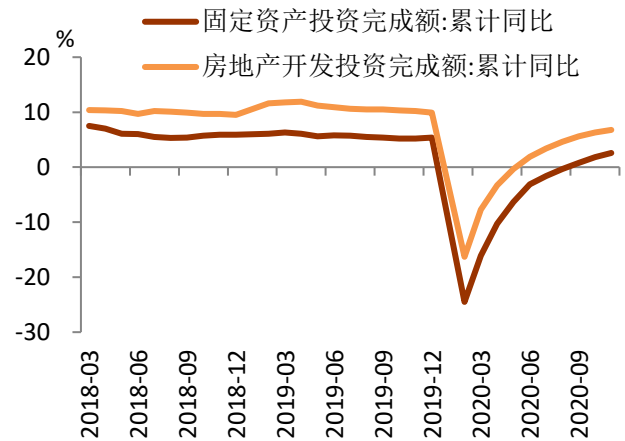
5、2021 年下游传统项目有压力，新兴项目有预期

通过对铜下游终端各领域的分析，2021 年国内精铜下游需求整体有所分化，其中铜需求最大的领域电网投资方面预计将出现回落，但是汽车和空调等终端需求将继续保持目前的景气周期。同时，值得关注的是新兴项目带来的铜需求，根据我们测算，2021 年光伏和风能的装机将继续增长，预计带来 48 万吨的铜需求；新能源汽车产销达到 180 万辆，以及配套 60 万个充电桩，预计带来 7 万吨的新增铜需求。因此，我们对于 2021 年国内铜整体需求维持乐观预期。

图表 25 电力投资完成额变化

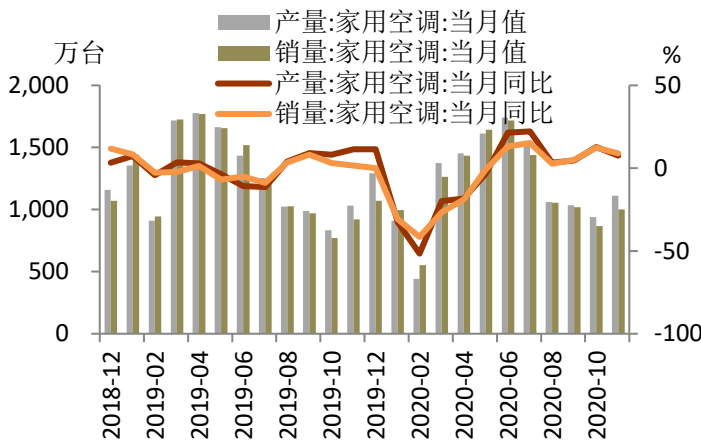


图表 26 房地产开发投资增速变化

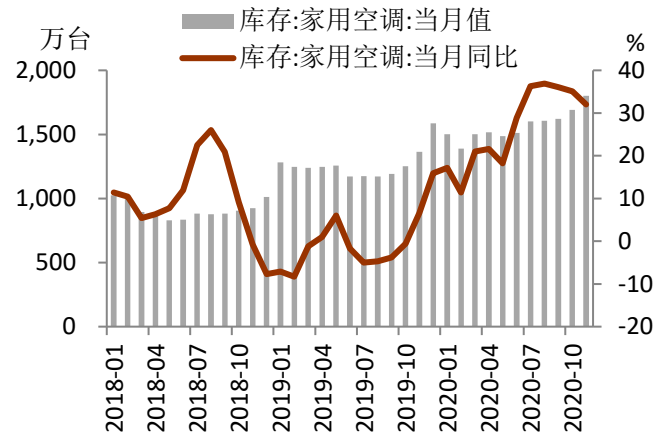


资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 27 家用空调产量增速变化

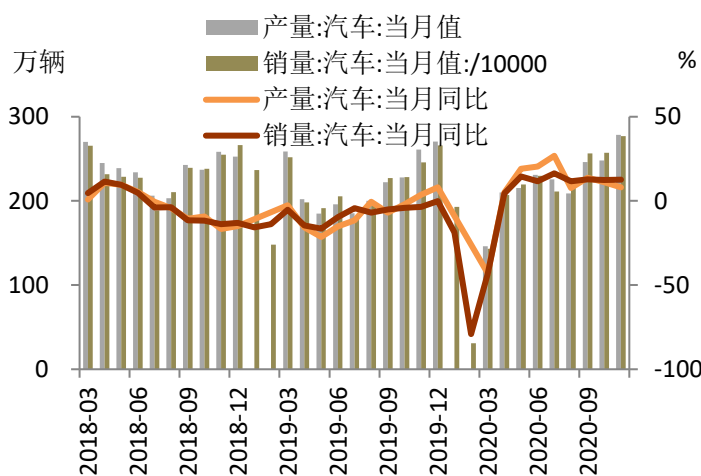


图表 28 家用空调库存变化

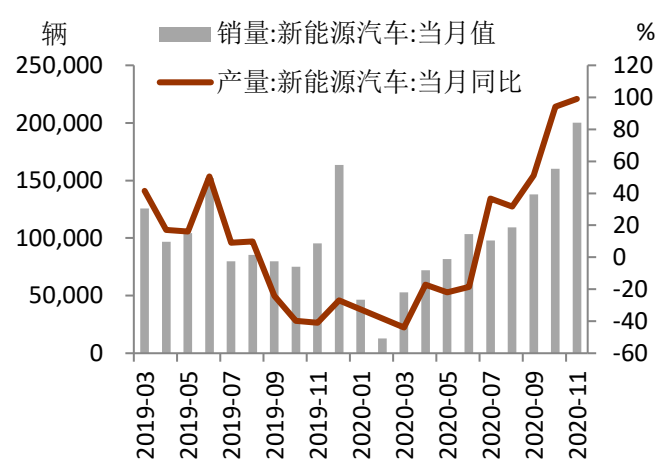


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 29 汽车产销量变化



图表 30 新能源汽车产量及销量变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

六、2021 年行情展望

2020 年全球遭遇新冠疫情的冲击，经济出现了大幅回落，后续由于抗疫政策的不同，国内率先从疫情中复苏，而海外经济复苏则较为缓慢。随着新冠疫苗问世，我们预计 2021 年全球经济将从疫情影响中恢复，但各国表现将有所分化。海外经济，特别是欧美将继续维持宽松政策以刺激经济回暖，而国内经济重返正轨之后则将面临刺激政策的逐步退出。

2021 年，全球铜矿供应预计明显增长，增量在 90 万吨左右。但 2021 年国内精炼铜的产能还将继续攀升，铜精矿加工费则继续回落。虽然加工费低迷，但由于金银价格处于高位，叠加硫酸价格回升，整体冶炼依然盈利，2021 年国内精铜产量预计继续增产 40 万吨，达到 971 万吨，再创历史新高。

需求方面，由于全球经济的增速将出现回升，对 2021 年全球铜需求来说也将生产正面的促进作用。海外需求将在刺激作用下增长 7.2%，国内则将维持 2.3% 的需求增速。需求增量贡献主要集中在汽车和空调等终端消费领域以及新能源等新兴消费领域。

整体而言，2021 年全球铜精矿市场继续面临紧张格局，精铜市场供需同样偏紧，预计 2021 年铜价将延续上涨趋势。2021 年铜价主要运行区间为：伦铜 6600-9000 美元/吨；沪期铜 50000-68000 元/吨。

风险点：全球经济放缓超预期，新冠疫情发展超预期

图表 31 全球铜供需平衡表（万吨）

	2018	2019	2020E	2021E
铜精矿产量	2051	2031	1994	2084
增速 (%)	2.2	-0.98	-1.8	4.5
精炼铜产量	2381	2411	2377	2441
增速 (%)	1.23	1.3	-1.4	2.7
精炼铜需求	2422	2446	2363	2472
增速 (%)	2.2	1.0	-3.4	4.6
过剩/缺口	-41	-35	14	-31

图表 32 国内铜供需平衡表（万吨）

	2019E	2020E	2021E
精铜产量	893.9	931	971
精铜净进口量	318.1	436	320
铜供应量	1212.1	1367	1291
精铜消费量	1235.3	1349	1310
废铜消费量	112.8	83	112
铜需求量	1348.1	1432	1422
库存变化	-23.3	+18	-19

资料来源：CRU，ICSG，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。