



铜的精废替代还有多大空间

联系人 徐舟
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要观点

二季度铜价大幅上涨，其中精铜对废铜的替代作用发挥了重要作用。但随着铜价处于高位并有可能进一步上行，废铜开始逐渐替代精铜的消费，因此衡量未来废铜对精铜替代空间对于把握下一阶段铜价涨势有重要意义。

精铜和废铜的相互替代，主要通过精废价差来实现，一般来说，精炼铜与废铜的合理价差约为1200元/吨。当价差大大超过合理价差时，废铜的消费会增加，而价差明显小于1200时候，精铜消费则会增加。

虽然目前精废价差处于历史高位，但是废铜对精铜的替代作用已经达到了瓶颈。

一方面是因为国内废铜制杆开工继续提升的空间有限，即使未来国内铜价再进一步上涨，精废价差再进一步拉开，而废铜对精铜的替代也难以大幅的增加。

另一方面是因为海外废铜产出因疫情受到影响，因此即使四季度再生铜新规落地之后，可以无限制的进口符合标准的再生铜，国内的废铜进口量也将出现下降。

根据我们的测算，假设废铜制杆开工继续维持在高位，今年8-12月份，废铜对精铜替代量在4万吨左右的水平，大幅低于往年正常水平。所以，对于精铜来说，后续废铜的替代作用将逐渐减弱，精铜的库存压力也将在淡季过去之后逐步下降。

今年上半年，国内铜价自低位反弹，整体上涨幅度超过了50%，二季度单季度涨幅也是处于历史高位。支撑铜价上行的主要原因在于需求端的推动，而在需求端推动中，铜的精废替代发挥了重要作用。根据我们统计，上半年国内精铜对于废铜的替代量至少达到了15万吨，占了整个需求增长的四分之一。因此，了解清楚未来国内铜的精废替代空间，特别是在四季度再生铜新规可能落地的情况下就显得格外重要。

一、精废价差和废铜的替代作用

尽管我国是全球第一大产铜国，但是受铜矿资源匮乏牵制，我国对海外进口铜精矿依存度很高。在原料稀缺的情况下，废铜作为原料供给，在国家资源战略上具有重要意义。

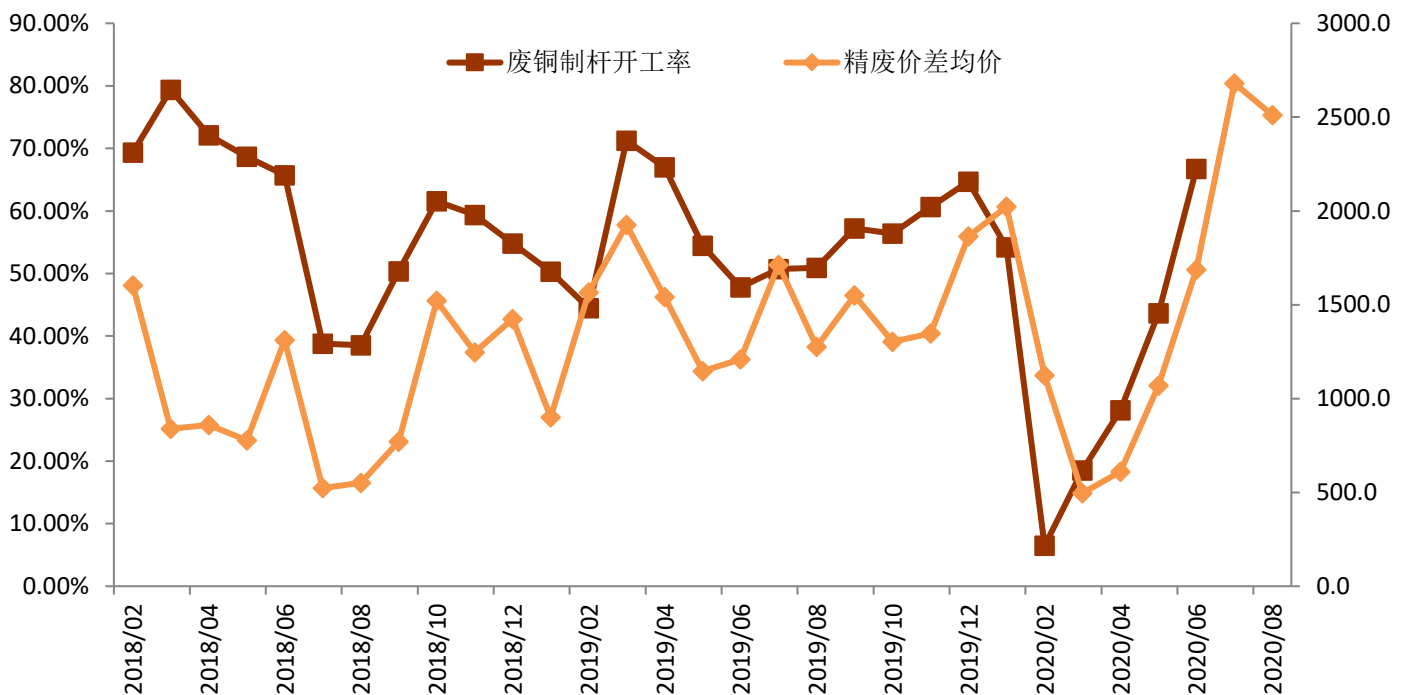
废铜可以作为产业链上冶炼及加工两个环节的原料，在冶炼端作为铜精矿的原料替代品，据调研统计有16-17%冶炼来自废铜；在加工端作为精铜的替代品，8-10%铜材原料来自废铜。废铜在加工端主要流向铜杆、铜板带和铜棒行业。其中废铜制杆占比约70%，是主要的消费领域。本文提及的精废替代主要就是指精铜和废铜在加工端的相互替代。

一般来说，精炼铜与废铜的合理价差约为1200元/吨。当价差大大超过合理价差时，废铜的消费会增加，而价差明显小于1200时候，精铜消费则会增加。

精废价差的走势一般和铜价是同向的。上半年，精废价差由于铜价的大起大落，走势同样从年初的2000元/吨的水平一度下行至0，然后伴随着铜价的上涨，在7月初达到了3000元/吨之上。

由于废铜的需求主要集中在废铜制杆，因此我们用废铜制杆的开工率和精废价差的走势来对比，可以明显看到废铜制杆的开工率和精废价差存在显著的正相关。上半年，由于疫情期间的严格管制措施，废铜制杆开工水平一度接近于0，此后随着复产复工逐步推进，以及精废价差的上涨，废铜制杆开工率也持续上行，但直到6月份才达到了往年的正常水平。

图表 1 废铜制杆开工和精废价差走势



资料来源：SMM，铜冠金源期货

二、废铜替代的瓶颈

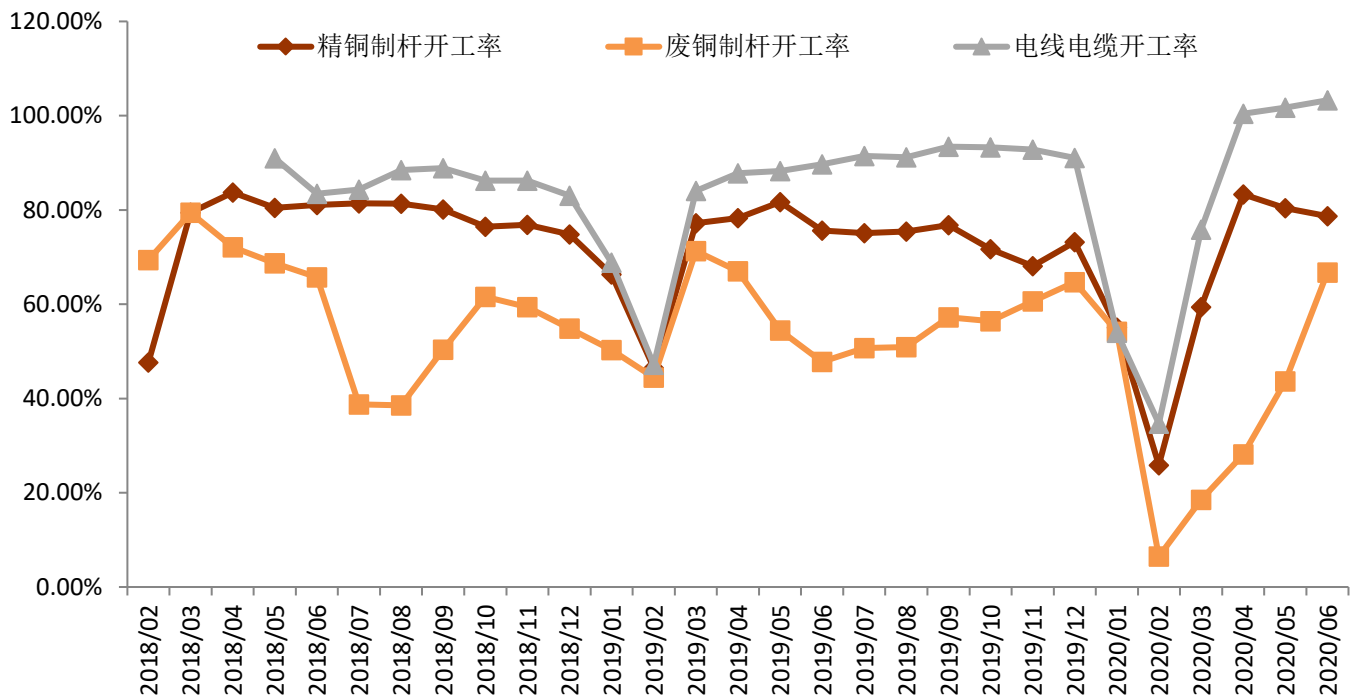
从目前铜价走势以及我们的预期来看，铜价还将持续处于高位，未来也有继续上涨空间。所以精废价差也将继续保持在历史高位，那废铜是否会在未来继续替代精铜的需求，从而限制铜价的涨幅。对此，我们的答案是否定，我们认为未来有两个瓶颈将会限制精废的替代作用。

1、需求上的瓶颈

从最近两个月的铜材加工开工率来看，我们看到电线电缆的开工率居高不下，一直处于满产状态，但是电线电缆的上游，精铜制杆和废铜制杆的开工率却出现了分化。近两个月，精铜制杆的开工率出现下滑，而废铜制杆的开工则一直攀升，这也体现了废铜制杆对精铜制杆的替代。

但我们认为这一趋势难以持续，6月份，国内废铜制杆的开工率为66.7%，已经达到了历史高位。从往年经验来看，70%以上的废铜制杆开工难以持续，因此我们认为国内废铜制杆开工继续提升的空间有限，即使未来国内铜价再进一步上涨，精废价差再进一步拉开，而废铜对精铜的替代也难以大幅的增加。

图表 2 中国铜加工开工情况



资料来源：Wind，铜冠金源期货

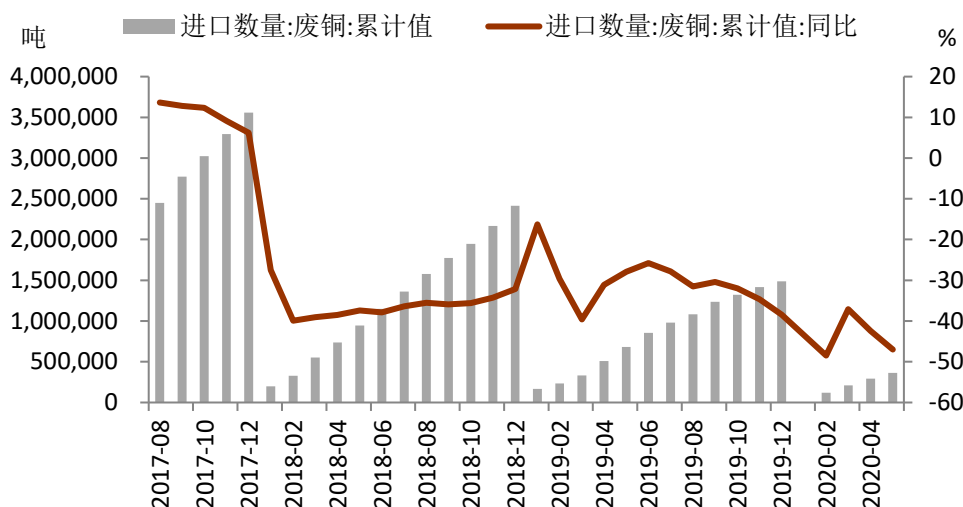
2、供应上的瓶颈

废铜的供应主要分为国产废铜和进口废铜。国产废铜可以分为新废和旧废两部分，约各占国产废铜供给量的一半。新废主要是在铜冶炼和铜加工及终端工业生产中产生的废料，多作为原料重新回炉生产，对市场流通废铜量影响很小。旧废是已经流入到最终消费环节的含铜商品在报废后所收回的铜。从各个终端分类来看，电力、家电、建筑占旧废总供给量的70%以上，是国内旧废的主要来源。

进口废铜占国内废铜供应的一半以上，对国内废铜供给起着重要作用。自2013年中国海关发起“绿篱行动”以来，废铜进口量呈逐年下降趋势。2020年1-6月份，国内铜废碎料累计进口430617.60吨，累计同比减少50.17%。

但同时，今年国内也累计发布了11批次的废铜进口批文，合计数量达到74.2万吨，大幅超过了今年的实际进口量。可见，废铜进口下降的原因除了国家政策限制之外，还有海外废铜供应的不足。

图表 3 中国废铜进口累计变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

国内废铜进口的主要来源地有两类,一类是工业发达的国家和地区是,如欧美地区;另一类是东南亚国家,如马来西亚。在国家限制废铜进口政策发布之后,欧美地区的部分废铜都会经过马来西亚进行进一步的拆解,形成品味更高的废铜后流入国内。而今年受到了疫情的影响,欧美地区的废铜出口量大幅下降,加之马来西亚自身也由于疫情而影响了开工,因此海外废铜供应并不充足。

根据我们了解,目前马来西亚的废铜分拣场的废铜量仍相对充足,足够维持 1 个多月的生产。但后续的货源并不乐观,原因是欧美国家受疫情影响,当地的废铜产出量已经明显减少,部分高品位的废铜留在本国消化。因此即使四季度再生铜新规落地之后,可以无限制的进口符合标准的再生铜,国内的废铜进口量也将出现下降。

三、精废替代空间有限

整体来看,我们认为目前国内废铜制杆的开工率已经达到了历史高位,继续提升空间有限,即使精废价差继续拉开也难以拉动废铜继续大量替代精铜。相反,我们更加关注国内废铜的供应能够继续支持如此高的废铜制杆开工。上半年国内废铜进口同比下降超过 5 成,海外疫情重创废铜产业链,叠加废铜运输将在 9 月之后受限,因此我们认为未来废铜供应同比将继续大幅下降,造成废铜供应偏紧。

根据我们的测算,假设废铜制杆开工继续维持在高位,今年 8-12 月份,废铜对精铜替代量在 4 万吨左右的水平,大幅低于往年正常水平。所以,对于精铜来说,后续废铜的替代作用将逐渐减弱,精铜的库存压力也将在淡季过去之后逐步下降。

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。