新能源“黄金十年期”开启 铜价调整后会再发力

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

作者：有色贵金属组 曾俊晖

执业编号：F3084384(从业) Z0016341（投资咨询）

作者：有色贵金属组 刘崇娜

执业编号：F3038931（从业） Z0014864（投资咨询）

作者：有色贵金属组 王 骏

执业编号：F0243443（从业） Z0002612（投资咨询）

联系方式：010-68572969/zengjunhui@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年7月5日星期三

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项

摘要：

我们认为上半年铜价的两轮上涨主导因素存在差异，2 月份的第一轮上涨主要因素在于疫苗大规模接种的开始使得发达国家和发展中国家疫情发展不一，全球供需错配的格局进一步深化，市场对经济复苏极为乐观，而 4 月份的上涨更多原因则是由于流动性宽松和美联储态度的改变，从黄金价格先于铜价启动可以观察到，而且发现市场对于预期的定价明显提前，对于下半年，我们认为铜价走势仍将遵循预期定价提前和关键因素主导的逻辑，铜价在三季度回归铜市场今年的基本面状态将进行调整，四季度开始切换至初步反应明年的供需状态，进而逐步反弹，主要原因在于：

第一，宏观方面，世界银行预计 2021 年全球经济增长 5.6%，美国经济增长有望达到 6.8%，这是在全球大放水的基础上实现的，天量流动性导致的通货膨胀已经显现，在经济和就业恢复之后美联储政策将进行改变，6 月美联储已经超出市场预期向市场传递收紧信号，因此未来政策收紧是必然，只是时间早晚问题，最早可能在 8 月就会出台，因此对铜价而言产生压力也是必然，在预期定价提前的逻辑下市场极有可能在三季度先进行反应；

第二，供给方面，下半年铜矿供给紧张局面将有明显缓解，全球铜矿产量将同比增长 7%，近 2/3 的增量在下半年释放，在铜矿生产逐步恢复后精铜产量将进一步增加，尤其是国内精铜产量有望持续创历史新高， 供给压力较大；

第三，需求方面，今年铜消费的高点已经过去，下半年无论是国内还是国外均没有太多的亮点，国内家电出口回落，基建投资减少，房地产市场受到政策压制，仅维持刚需支撑，汽车市场仍受“缺芯”问题影响，海外美国房地产市场环比走低，欧洲在开放之后疫情影响可能加大，尤其是在相关救助政策结束后对耐用品的消费将明显走低，整体需求难言乐观；

第四，新能源“黄金十年期”大幕拉开，全球市场对于光伏、风电和新能源汽车市场投资大幅增加，预计到 2025 年，新能源市场所带来的铜需求增量有望超过 300 万吨，根据历史供需平衡和铜价估算，1%的供需变化大约引起 5%左右的价格变化，同时根据铜矿的开采成本来看，在远期新能源需求较为确定的情况下，不考虑金融属性的前提下铜价的合理估值中枢有望提升至 8200-8400 美元/吨；

综合来看，三季度在宏观和基本面双重影响下铜价将继续调整，四季度将有所反弹，价格呈现“V”字形走势，以高位宽幅波动为主，伦铜价格区间在 8200-10000 美元/吨，沪铜价格区间在 62000-75000 元/吨，价格重心在 68000 元/吨左右，建议在区间内先做空后做多，下游加工企业在三季度价格低位时买入套保，期权方面，建议三季度以卖出看涨期权为主，四季度可尝试买入看涨期权，在相关事件之前布局做多波动率策略。

目录

第一部分 上半年行情复盘.....2
第二部分 宏观分析.....4
一、美联储收紧是必然 最早八月份开始.....4
二、全球经济继续复苏 不同地区差异明显.....5
三、美元指数完成筑底 人民币稳中有升.....7
四、中国经济增速放缓进入正常区间.....8
第三部分 全球铜市场分析.....9
一、铜矿紧张下半年大幅缓解，南美仍存部分扰动.....9
二、海外消费继续回升 增速有所放缓.....11
三、新能源“黄金十年”拉开大幕 铜估值中枢提升.....11
四、显性库存增幅较大.....13
五、全球精铜维持小幅过剩局面.....14
第四部分 中国铜市场分析.....14
一、国内铜原料供给无忧.....14
二、精炼铜产量创历史新高.....15
三、铜加工企业表现分化 高铜价下开工率偏弱.....17
四、终端消费承压 恢复不及预期.....18
五、国内供需表现偏弱 库存去化缓慢.....20
第五部分 CFTC 持仓及季节性分析.....21
一、季节性分析.....21
二、持仓分析.....21
第六部分 铜期权交易及策略.....22
第七部分 技术分析.....23
第八部分 结论及操作建议.....24
附录 铜相关股票.....25

第一部分 上半年行情复盘

一月份拜登 1.9 万亿刺激计划基本达成，但国内多地出现点状疫情加上信贷数据尤其是 M2 增速回落，对货币政策收紧和消费受影响担忧再起，部分抵消美国将加码刺激的正面影响，铜价一度下探，总体以区间震荡为主；**2 月份拜登正式签署刺激计划，海外疫苗开始大规模应用，发达国家接种较快，美国单日新增疫情感染人数从最高点减少三分之二，以南美、非洲代表的发展中国家仍受疫情干扰，秘鲁、智利加大封锁，铜矿产量恢复缓慢，供需错配明显，市场对经济复苏预期极为乐观，叠加股期联动效应，铜价在春节后出现今年的第一波上涨，一度突破 7 万大关**；3 月铜价呈现震荡整理走势，旺季到来高铜价反而抑制了国内的消费，美债收益率持续上涨压制风险资产走势；**4 月份美联储多次喊话表示通胀只是短期出现，维持货币宽松，流动性原因刺激铜价再度发力，黄金先于铜价启动，带动铜价创出历史新高**；5 月宏观因素和铜矿供给是导致铜价回落的主要因素，国内连续聚焦大宗商品价格，黑色金属价格大跌拖累整个商品市场，非洲部分新建铜矿投产，供需错配的格局有所改善，铜冶炼加工费 TC 触底反弹，向上拐点确立，美联储明确释放货币收紧预期，海外多个新建矿山投产，国内下游需求处于淡季，铜价从高位开始回落。6 月份发改委多次发声，打击投机资金，并放出抛储消息，在 6 月中旬确定抛储，同时美联储超市场预期的鹰派态度使得宏观情绪承压明显，铜价再度下行，沪铜一度跌至 66000 元/吨附近，在确定第一批抛储仅有 2 万吨后才小幅回升。

价格走势关键点回顾：复盘上半年铜价走势可以发现两点，**一是市场对预期的定价明显提前，遵循先定价后调整再定价的逻辑运行**，实际上半年铜价上涨是市场共识，主流预期是在国内需求旺季时也就是 4 月份开始上涨，但实际上铜价从二月初开始就大幅上涨，资金对于预期的定价提前，主要上涨信号在于疫苗的应用使得发达国家新增疫情感染人数大幅下降，且在发达国家和发展中国家进展不一，供需错配明显；**另一方面是市场的资金越来越敏锐，关键指标出现拐点马上得到反应**，原因在于机构投资者的增加，同时还包括市场信息越来越透明，资金越发敏感，可以看到第二轮上涨主要信号是美联储维持货币宽松，黄金先于铜价启动，而美联储上半年收紧货币政策也是市场共识，从提前定价的角度思考 5 月初开始回调也就在所难免，而 TC 和美联储实际上都开始释放信号，TC 在 5 月出现拐点，美联储 5 月释放货币政策收紧预期，铜价马上从最高点回落。

图 1-1 沪铜日线复盘

数据来源：博易大师、方正中期研究院

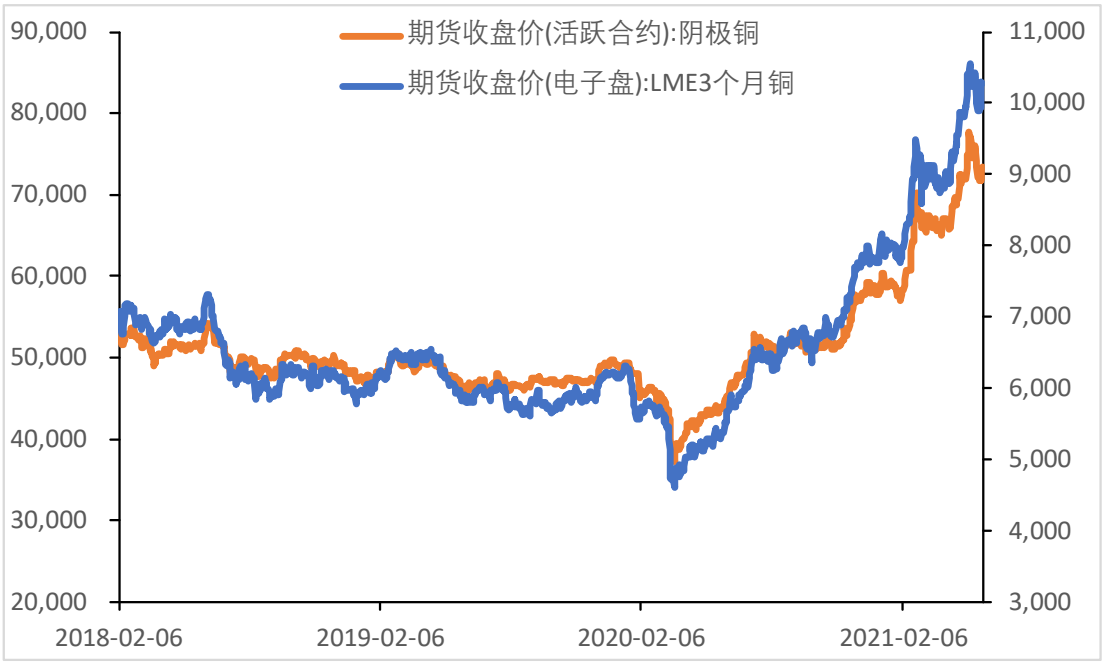

图 1-2 沪铜及伦铜收盘价

数据来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 宏观分析

一、美联储收紧是必然 最早八月份开始

从疫情发生开始，全球主要央行均维持宽松的状态，而中国在去年底开始收紧货币，日本央行债务扩张速度放缓，美国和欧洲央行资产负债表扩张速度均比较快，截止 2021 年 6 月底，美联储资产负责表约为 8.04 万亿美元，远远超过 2008 年金融危机时所投放的规模，天量流动性必然带来通货膨胀问题，美国 4 月份的消费者物价指数（CPI）是 4.2%，5 月就迅速上涨到了 5%，创 2008 年 8 月以来新高，尽管市场仍分歧，美联储一再强调只是短期通胀，但即使是短期通胀在持续不断的放水之下也有变成长期通胀的一天，因此在最新的美联储会议上，虽然没有调整联邦基金目标利率（即仍然维持 0-0.25%的零利率区间）、也没有缩减资产购买计划规模（即仍然维持每月至少增持 800 亿美元美国国债和至少 400 亿美元 MBS），但上调隔夜逆回购工具利率（ON RRP）5 个 BP 至 0.05%、上调超额准备金利率（IOER）5 个 BP 至 0.15%，显然上调这两个利率实际上收紧了银行间市场的流动性，下一步便会逐步过渡到缩减 QE 及收紧其它利率，这是政策收紧的预演或者尝试，而且大幅上调了通胀预期，预计 2021-2023 年的通胀率（中位数）分别为 3.40%、2.10%和 2.20%，较 3 月（中位数）的 2.40%、2.20%和 2.0%均有上升，特别是大幅上调了 2021 年的通胀预期（较 3 月大幅抬升 1 个百分点）。

另一方面，众所周知美联储有两个明确的政策目标，第一是通货膨胀，第二则是失业率，目前美联储倾向于失业率，现在随着美国的就业环境逐渐好转，美联储失去了最后一个保持宽松的理由，那么收紧货币政策的讨论价将会提前，根据市场的中性预期，美联储非常有可能在 7 月到 8 月之间的议息会议上讨论缩减购债，基本确认货币政策拐点的到来。

图 2-1 美国国债收益率及美元指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

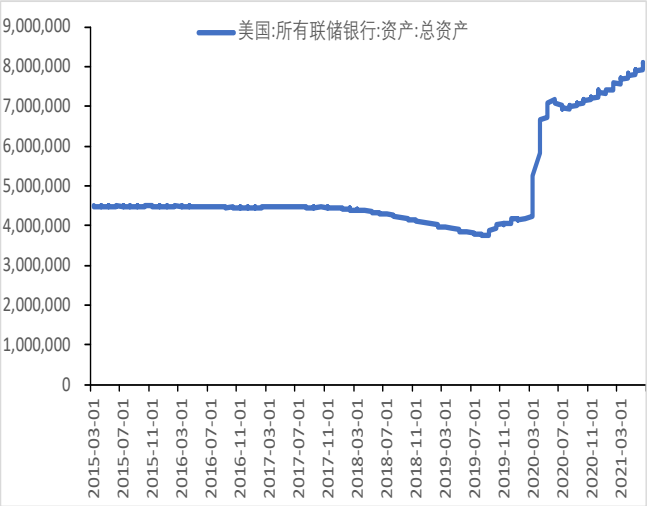

图 2-2 美联储总资产

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 2-3 美国标准普尔 500 指数及波动率

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 2-4 布伦特原油及铜价

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、全球经济继续复苏 不同地区差异明显

世界银行预计 2021 年全球经济增长 5.6%，是过去 80 年经济衰退后达到的最快增速。但这一复苏是不均衡的，在很大程度上是主要经济体大幅反弹的影响。如预计美国今年增长将达到 6.8%，主要是大规模财政支持和放松防疫限制措施的影响。预计中国今年增长 8.5%，主要是被压抑的需求得到释放。但在很多新兴市场和发展中经济体，疫苗接种面临的障碍继续对经济活动造成压力。在 2022 年之前，约三分之二新兴市场和发展中国家去年的人均收入损失将无法充分消除。低收入经济体今年的增速将是过去 20 年来（除 2020 年外）最慢的，原

因之一是疫苗接种进展缓慢。全球增长前景依然面临严重的下行风险，包括新冠肺炎疫情再度卷土重来以及新兴市场和发展中经济体债务高企带来的金融压力。

从 OECD 指数和经济意外指数也可以看出，地区间复苏存在差异，美国、日本和中国 5 月 OECD 分别为 100.5,100.6 和 101.8，欧元区 5 月领先指标为 100.3，欧元区表现偏弱，花旗经济意外指数中国已经是负值，进入正常经济增长区间，欧美也开始从高点回落，超预期复苏势头有所放缓。

							与2021年1月预测相比的百分比变化	
	2018	2019	2020e	2021f	2022f	2023f	2021f	2022f
世界	**3.2**	**2.5**	**-3.5**	**5.6**	**4.3**	**3.1**	**1.5**	**0.5**
发达经济体	**2.3**	**1.6**	**-4.7**	**5.4**	**4.0**	**2.2**	**2.1**	**0.5**
美国	3.0	2.2	-3.5	6.8	4.2	2.3	3.3	0.9
欧元区	1.9	1.3	-6.6	4.2	4.4	2.4	0.6	0.4
日本	0.6	0.0	-4.7	2.9	2.6	1.0	0.4	0.3
新兴市场和发展中经济体	**4.6**	**3.8**	**-1.7**	**6.0**	**4.7**	**4.4**	**0.8**	**0.4**
东亚太平洋	6.5	5.8	1.2	7.7	5.3	5.2	0.3	0.1
中国	6.8	6.0	2.3	8.5	5.4	5.3	0.6	0.2
印度尼西亚	5.2	5.0	-2.1	4.4	5.0	5.1	0.0	0.2
泰国	4.2	2.3	-6.1	2.2	5.1	4.3	-1.8	0.4
欧洲中亚	3.5	2.7	-2.1	3.9	3.9	3.5	0.6	0.1
俄罗斯联邦	2.8	2.0	-3.0	3.2	3.2	2.3	0.6	0.2
土耳其	3.0	0.9	1.8	5.0	4.5	4.5	0.5	-0.5
波兰	5.4	4.7	-2.7	3.8	4.5	3.9	0.3	0.2
拉美加勒比	1.8	0.9	-6.5	5.2	2.9	2.5	1.4	0.1
巴西	1.8	1.4	-4.1	4.5	2.5	2.3	1.5	0.0
墨西哥	2.2	-0.2	-8.3	5.0	3.0	2.0	1.3	0.4
阿根廷	-2.6	-2.1	-9.9	6.4	1.7	1.9	1.5	-0.2
中东北非	0.6	0.6	-3.9	2.4	3.5	3.2	0.3	0.3
沙特阿拉伯	2.4	0.3	-4.1	2.4	3.3	3.2	0.4	1.1
伊朗伊斯兰共和国[3]	-6.0	-6.8	1.7	2.1	2.2	2.3	0.6	0.5
埃及阿拉伯共和国[2]	5.3	5.6	3.6	2.3	4.5	5.5	-0.4	-1.3
南亚	6.4	4.4	-5.4	6.8	6.8	5.2	3.6	3.0
印度[3]	6.5	4.0	-7.3	8.3	7.5	6.5	2.9	2.3
巴基斯坦[2]	5.5	2.1	-0.5	1.3	2.0	3.4	0.8	0.0
孟加拉[2]	7.9	8.2	2.4	3.6	5.1	6.2	2.0	1.7
撒哈拉以南非洲	2.7	2.5	-2.4	2.8	3.3	3.8	0.0	-0.2
尼日利亚	1.9	2.2	-1.8	1.8	2.1	2.4	0.7	0.3
南非	0.8	0.2	-7.0	3.5	2.1	1.5	0.2	0.4
安哥拉	-2.0	-0.6	-5.2	0.5	3.3	3.5	-0.4	-0.2

图 2-5 全球经济增长预测

数据来源：世界银行、方正中期研究院

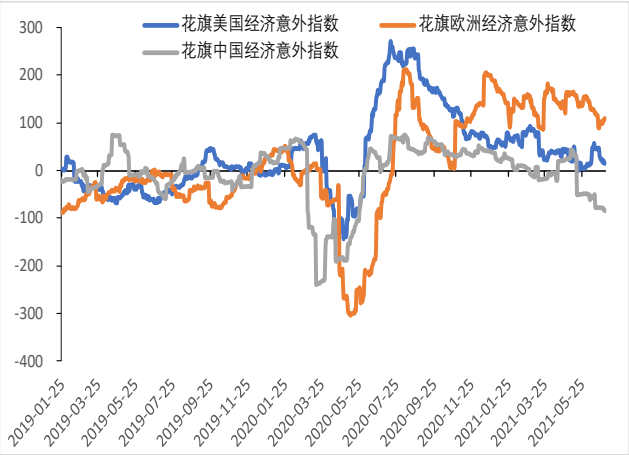

图 2-6 主要地区花旗经济意外指数

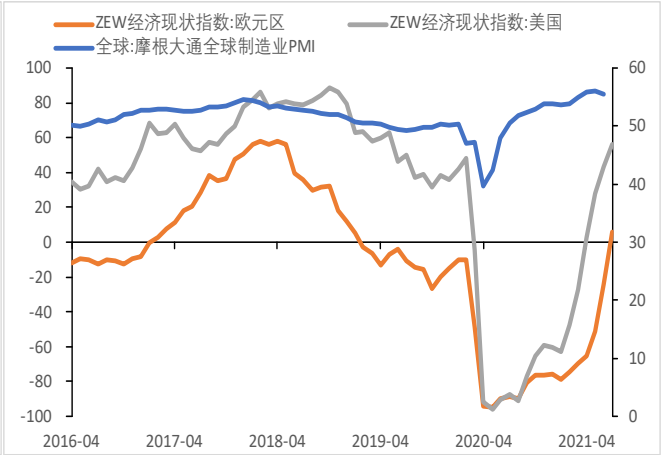

图 2-7 全球制造业 PMI 和 ZEW 经济指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

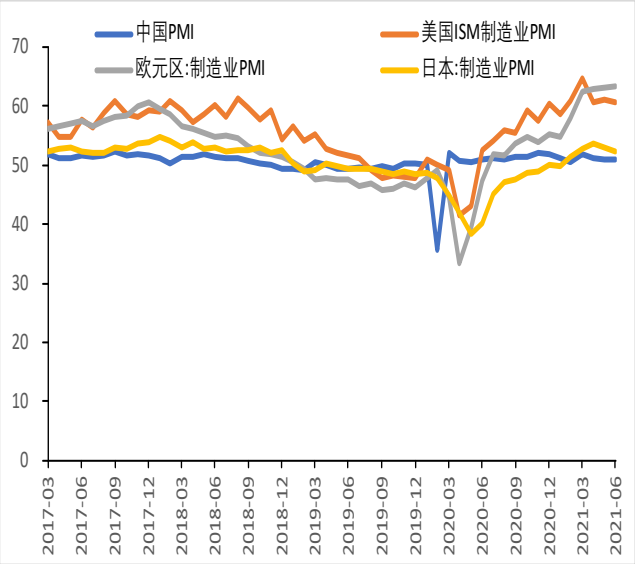

图 2-8 主要地区制造业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

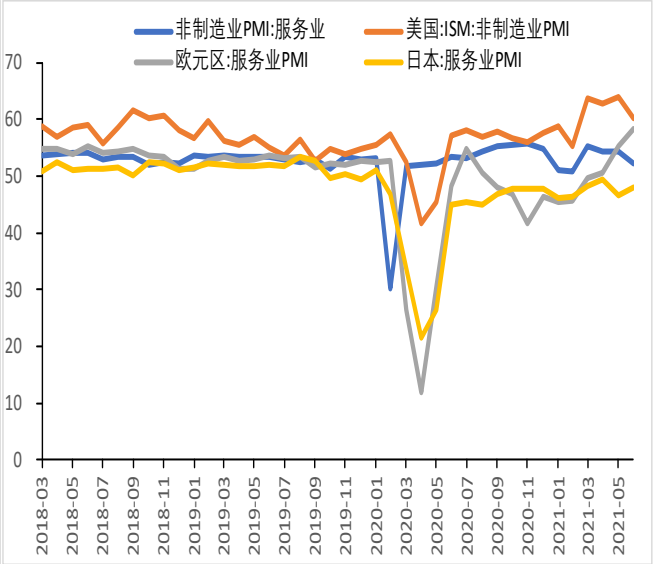

图 2-9 主要地区服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、美元指数完成筑底 人民币稳中有升

美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度，是美元与非美货币强弱的指标，就经济恢复来看，美国经济恢复表现好于欧洲，世界银行预测欧元区要在 2022 年才能恢复到和 2019 年同样的水平，目前看欧洲疫情在秋天仍有新一轮爆发的可能，在欧洲连续两个月病例数下降后，受 Delta 变体的传播影响欧洲新冠感染人数可能再次上升，且目前欧洲疫苗平均覆盖率只有 24%，有一半的老人和 40%的卫生工作者仍然没有受到疫苗的保护，和此前世卫推荐的 80%的覆盖率还差得很远。另一方面，美联储已经在释放收紧货币政策的预期，下半年大概率进行缩减购债规模，完成货币政策转向第一步，美元指数下半年的看涨预期较为强烈。

人民币方面，从中长期角度来看人民币升值的趋势没有改变，中国经济增长速度相比较其他经济体仍然领先，但就下半年来看，随着海外制造业生产的恢复，需求转移订单将明显回落，而且欧美刺激政策效果减退，需求边际放缓的走势较为明显，都使得我国出口增速环比将持续走低，叠加美元指数的反弹，都将拖累人民币表现，从人民币汇率和铜价走势相关性来看，两者同涨同跌的概率较大，也会一定程度上影响铜价表现。

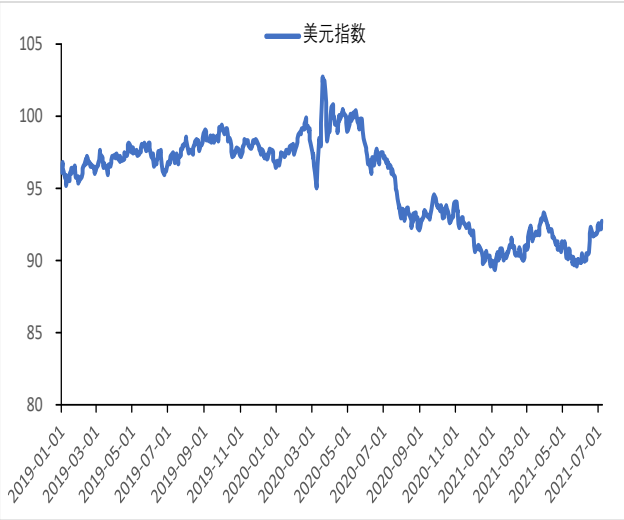

图 2-10 主要地区制造业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 2-11 人民币汇率和铜价

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、中国经济增速放缓进入正常区间

世界银行预计中国全年经济增长为 8.5%。1-5 月，全国固定资产投资同比上涨 15.4%，涨幅较前 4 月收窄 4.5 个百分点。5 月，社会消费品零售总额同比上涨 12.4%，涨幅较 4 月收窄 5.3 个百分点，规模以上工业增加值同比上涨 8.8%，涨幅较 4 月收窄 1 个百分点。投资方面，1-5 月，基础设施投资同比增长 11.8%，两年平均增长 2.6%；制造业投资同比增长 20.4%，两年平均增速由 1-4 月的下降转为 0.6%；房地产开发投资同比增长 18.3%，两年平均增速为 8.6%。信贷方面，5 月 M2 同比增长 8.3%，预期增长 8.1%，前值增长 8.1%。新增人民币贷款 1.5 万亿元，预期新增 1.43 万亿元，前值新增 1.47 万亿元。社会融资规模新增 1.92 万亿元，预期新增 2.11 万亿元，前值新增 1.85 万亿元。5 月中国出口额 2639 亿美元，与上月基本持平，同比增 27.9%，较 2019 年同期增长 11.1%，低于预期，环比开始走低。总体来看，国内经济增长明显放缓，消费虽有恢复但仍然疲软，出口增速开始回落，社融持续走低，流动性拐点显现，实体经济活跃度下降。

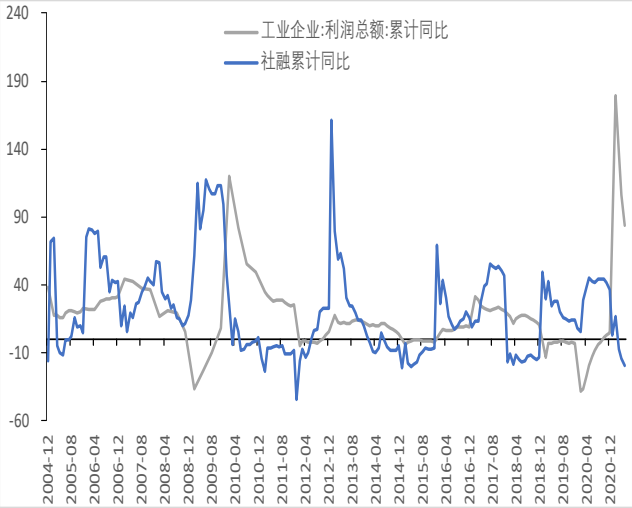

图 2-12 工业企业利润和社融
数据来源：Wind、方正中期研究院

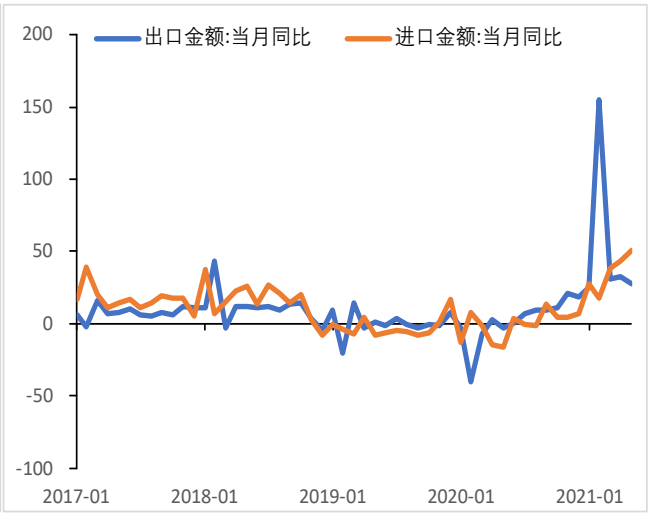

图 2-13 出口和进口当月同比
数据来源：Wind、方正中期研究院

第三部分 全球铜市场分析

一、铜矿紧张下半年大幅缓解，南美仍存部分扰动

上半年海外矿山生产持续紧张，5 月份开始缓解，TC 价格触底反弹，从最低点开始上浮超过 60%，上涨至 46.25 美元/吨，已经接近炼厂的生产成本线，拐点完全确立。据 FSCRIR 的最新报告，由于大量新项目上线以及新冠肺炎疫情封锁令去年产量下降导致基数效应较低，预计今年全球铜矿开采量将增长 7.8%，在铜价和需求上涨的支持下，今年投产的新项目将在未来几年保持强劲的生产，大多数新项目将在非洲和澳洲投产，智利部分原油铜矿将进行扩张。 据 SMM 统计，今年第一季度，全球主要矿企铜矿产量均有明显增加，智利国家铜业公司一季度产量同比上涨 7%，嘉能可同比上涨 2.7%，自由港同比上涨 24.5%，力拓上涨 25.2%，英美资源上涨 9%，淡水河谷上涨 28.6%，紫金矿业同比上涨 10.4%。紫金矿业刚果金的卡莫阿- 卡库拉铜矿一期工程已于 2021 年 5 月 25 日正式启动生产，该矿预计在 2021 年生产约 100,000 吨铜，然后逐步提高至 150,000 吨/年的最大产量。扩建项目中，由于 Grasberg 矿井地下产量的持续增加，印度尼西亚的一季度铜产量增加了约 91%，Spence2 期也在二季度逐渐爬产，预计下半年将进一步释放更多产能。

总体来看，随着今年新扩建的矿山逐步投产，叠加海外供应自疫情中恢复，维持今年全球铜矿产量增长 7%的判断，近 2/3 的增量在下半年释放，下半年铜矿生产将大幅恢复。尽管下半年智利和秘鲁都在讨论增加矿业税，但目前来看不会以压制铜市场发展为目标，更多的

是原有矿山权益的重新划分，今年智利和秘鲁铜矿劳资合同到期较为密集，但目前铜市场利润丰厚，公司和工会都会尽力达成协议避免罢工产生，前期 Codelco 的 Tomic 铜矿工会和 Spence 矿山的工会都已经达成了劳资协议。

图 3-1 铜现货 TC

数据来源：Wind、方正中期研究院

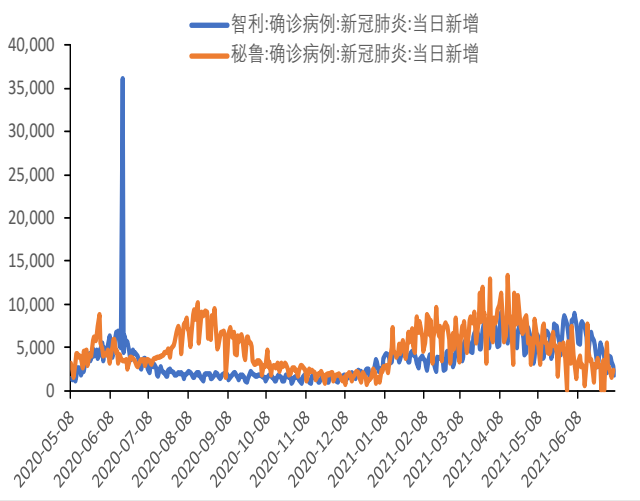

图 3-2 智利及秘鲁新冠新增确诊人数

数据来源：Wind、方正中期研究院

表 3.1 近两年新建矿山

铜矿	国家	预计增量（千吨/年，金属吨）	
		2021E	2022E
Cobre Panama	巴拿马	100	10
Mirador	厄瓜多尔	55	0
Kamoa-Kakula	刚果金	50	180
Mina Justa	秘鲁	50	45
Carrapateena	澳大利亚	33	0
Tominsky	俄罗斯	30	15
Mantos Verde	智利	30	15
Pumpkin Hollow	美国	11	0
Grasberg Underground	印尼	305	115
Spence II	智利	100	60
Chuquicamata Underground	智利	90	100
Yulong II	中国	70	20
Batu Hijau	印尼	53	0
Palabora	南非	39	11
Toromocho	秘鲁	30	10
Mantos Blancos	智利	20	5
Timok	塞尔维亚	20	70
Khoemac a u	博茨瓦纳	30	32
Quellaveco	秘鲁	0	25
合计	\	**1,116**	**713**

数据来源：SMM、方正中期研究院

二、海外消费继续回升 增速有所放缓

随着疫情影响的逐步降低，全球经济继续恢复，相应带来全球铜消费的增长，海外市场以房地产和制造业为代表，美国仍处于房地产周期的上行阶段，价格持续走高，美国全国房地产经纪人协会的最新数据称，美国 5 月现房销售中位价格创下了 37.7 万美元的历史新高，同比增长 26%，上涨幅度是 1999 年有记录以来的最大涨幅，也是自 2012 年 3 月连续 111 个月上涨，但房价上涨也抑制了销售表现，美国 5 月成屋销售同比继续大涨，但环比连续第四个月下降，下滑 0.9%，经季节调整后年率为 580 万户；五月新屋销售季调之后为年化 76.9 万户，低于市场预期的 86.5 万户，该数据创下 2020 年 5 月以来的最低值。

随着 5 月欧洲各国逐步解除封锁，重启大部分封锁区域，欧洲的新能源销量也再度上扬。数据显示，5 月欧洲共计售出 178,290 辆纯电和插混乘用车，今年内这一表现仅次于 3 月的 227,969 辆。美国新能源汽车市场也在上半年迎来小爆发， 5 月份电动汽车销量达到 53,779 辆，环比上个月增长 19.2%，同比和去年销量 12,536 辆相比增长了 329%。

图 3-4 美国成屋销售数据

数据来源：Wind、方正中期研究院

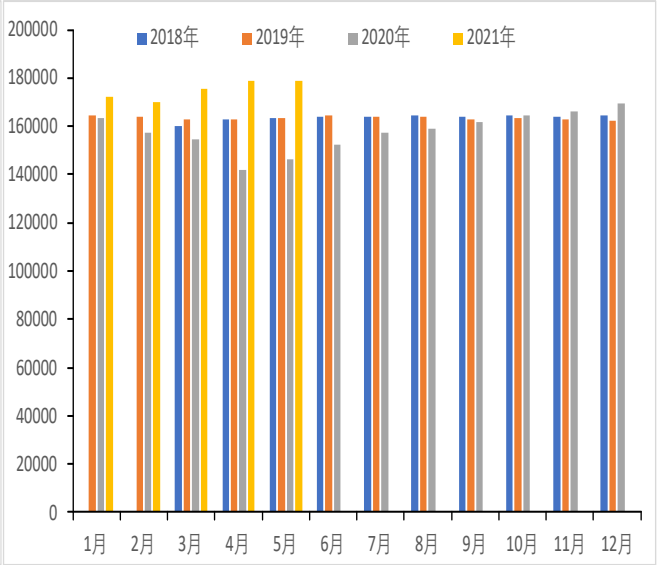

图 3-5 耐用品订单数据

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、新能源“黄金十年”拉开大幕 铜估值中枢提升

2021 年度可再生能源装机容量统计，去年全球新增可再生能源装机容量超过 260 吉瓦，同比增长近 50%，创下历史新高。尽管新冠肺炎疫情导致全球经济放缓，但可再生能源行业仍然实现了超预期的增长，这标志着“新能源时代”愈来愈近，2021 年将成为新能源“黄金

十年”的起点。国际能源署（IEA）指出，2021 年开始的 10 年间，全球清洁能源技术支出至少需要增加两倍，才可能避免气候变化带来最坏的影响。

根据 Canalys 最新预测，到 2025 年，全球电动车销量将达到 1500 万辆，全球方面新能源车历年纯电和插混销量保持在 2：1 左右，按照这个比例，到 2025 年全球新能源汽车新增耗铜量有望达到 110 万吨。在风电方面，根据 IREA 预测，1MW 陆上风电耗铜量在 3.5 吨，而 1MW 海上风电耗铜量在 9.7 吨，到 2025 年，全球风电新增耗铜量有望达到 53.8 万吨。光伏方面，根据相关协会数据，1MW 光伏装机量耗铜约在 4-5.5 吨，考虑到分布式光伏的增多选取 1MW 光伏耗铜量在 5 吨，可以看到光伏产业的蓬勃发展对铜需求带来明显的增量，预计到 2025 年全球光伏新增耗铜量有望超过 160 万吨。总体来看，预计到 2025 年，新能源市场所带来的铜需求增量有望超过 300 万吨，根据历史供需平衡和铜价估算，1%的供需变化大约引起 5%左右的价格变化，同时根据铜矿的开采成本来看，在远期新能源需求较为确定的情况下，在不考虑金融属性的情况下铜价的合理估值中枢有望提升至 8200-8400 美元/吨。

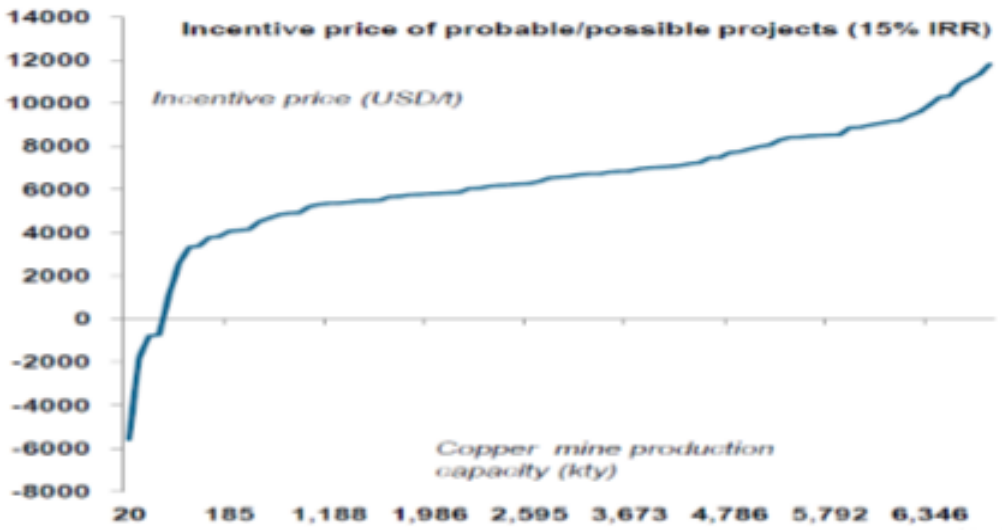

图 3-6 铜矿成本曲线

数据来源：Wood Mackenzie 方正中期研究院

表 3.2 光伏新增耗铜量预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国光伏新增装机量（GW）	48	60	67.5	80	90	100	105	110	113	117	120
中国新增耗铜量（万吨）	24	30	33.75	40	45	50	52.5	55	56.5	58.5	60
全球光伏新增装机量（GW）	127	167	204	246	272	322	514	529	638	780	804
全球新增耗铜量（万吨）	63.5	83.5	102	123	136	161	257	264.5	319	390	402

数据来源：国际可再生能源机构、方正中期研究院

表 3.3 光伏新增耗铜量预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国陆上风电(GW)	26	38	45	50	54
中国海上风电(GW)	6	4	5	5	6
中国风电新增耗铜量(万吨)	14.9	17.1	20.6	22.3	24.7
陆上风电(GW)	76.3	73.4	77.4	83.7	88.3
海上风电(GW)	11.2	7.7	13.1	14.3	23.9
全球风电新增耗铜量（万吨）	37.5	33.1	39.7	43.0	53.8

数据来源：国际可再生能源机构、方正中期研究院

表 3.4 新能源汽车新增耗铜量预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国新能源汽车销量(万辆)	111	150	212	300	423	600	702	821	961	1124	1320
中国新增耗铜量（万吨）	8.70	11.76	16.62	23.52	33.16	47.04	55.04	64.37	75.34	88.12	103.49
全球新能源汽车销量（万辆）	324	441	599	815	1108	1500	1725	1984	2281	2624	3000
全球新增耗铜量（万吨）	24.36	33.13	45.05	61.27	83.33	112.77	129.69	149.14	171.51	197.24	225.54

数据来源：中汽协、Canalys、方正中期研究院

四、显性库存增幅较大

今年除以来，全球交易所库存受季节性影响一直处于累库的状态之中，主要原因在于国内供给增加但需求端恢复缓慢，但在传统旺季 4 月份开始，库存并未得到去化，截至 2021 年 7 月 2 日，LME 库存较年初增加 104525 吨至 212475 吨，上期所库存增加 55841 吨至 142520 吨，COMEX 库减少 28254 吨至 49345 吨，三大交易所总库存为 39.92 万吨，较今年年初增加 13.4 万吨。上海保税区库存为 44.6 万吨，较今年年初变化不大。库存去化不佳的主要原因在于国内下游消费不佳，以线缆为代表的主要行业受到高铜价的影响开工率处于低位，基建投资和房地产投资均环比走弱，随着出口增速的放缓，叠加国储抛售，下半年交易所库存或将继续小幅增加，保税区库存方面由于上半年进口长期维持在大幅亏损状态，保税区库存去化缓慢，且有部分国内炼厂转做出口，导致保税区库存没有明显波动，预计下半年仍将维持在 40 万吨以上的高位。

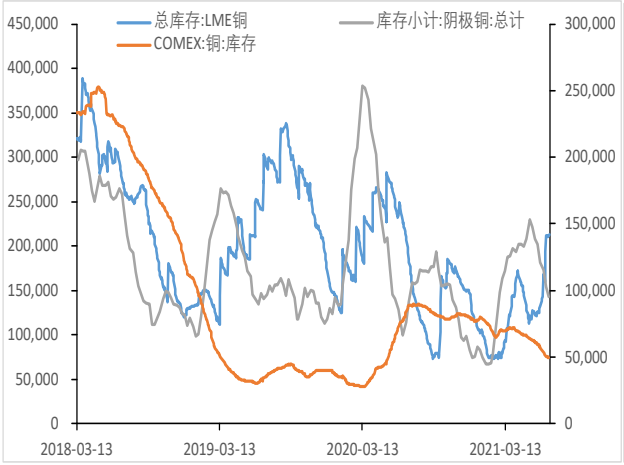

图 3-5 三大交易所库存

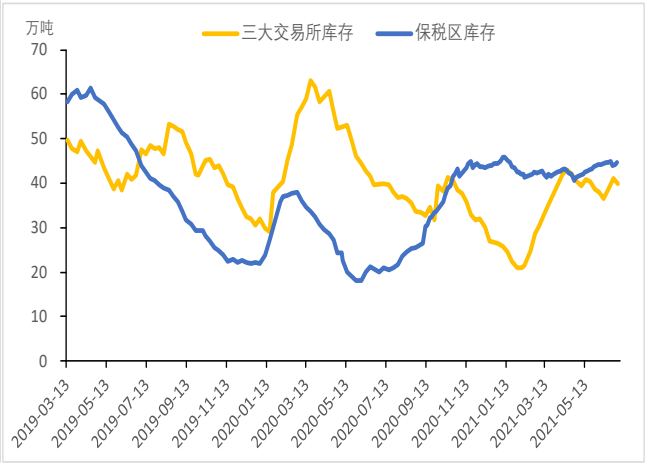

图 3-6 交易所及保税区库存

数据来源：Wind、方正中期研究院　　数据来源：Wind、方正中期研究院

五、全球精铜维持小幅过剩局面

全球方面， WBMS 数据显示， 2020 年全年供应短缺 95.4 万吨，2021 年 1-4 月全球铜市供应短缺 4.6 万吨；2021 年 4 月全球铜消费量为 208.8 万吨，1-4 月铜消费量为 799 万吨；2021 年 4 月全球铜产量为 203.88 万吨，1-4 月铜产量为 794 万吨。对于全年，我们认为下半年铜矿产出将有明显增长，新增铜矿产量有望达到 70 万吨，

表 5.1 全球精铜供需平衡表

年份	2018	2019	2020	2021E
铜矿产量	2051	2046	2001	2111
精炼铜产量	2478	2455	2399	2482（国储12万吨）
精炼铜消费量	2422	2433	2400（国储55万吨）	2440
供需平衡	56	22	-26	42

数据来源：SMM，方正中期研究院整理

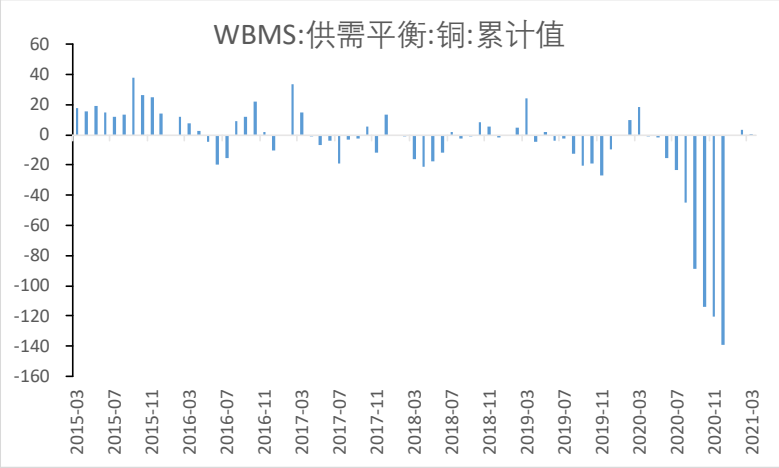

图 5-1 WBMS 供需平衡

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

第四部分 中国铜市场分析

一、国内铜原料供给无忧

今年全球铜矿生产紧张，加工费一度低于 30 美元/吨处于历史低位，但国内在铜精矿、废铜、粗铜等方面加大进口，保证了铜原料供给，5 月中国铜精矿进口 194.5 万实物吨，同比增长 15%，1-5 月累计进口 983.2 万实物吨，同比增长 6.1%。今年阳极铜进口的增加有力的缓

解了铜原料偏紧的问题，一方面是非洲地区受铜价大涨影响，产出大幅增加，另一方面是粗铜加工费处于高位，能够改善炼厂利润，6 月国产粗铜加工费报价 1600-1800 元 /吨，CIF 进口粗铜加工费报价 190-200 美元/吨。2021 年 1-5 月中国阳极铜进口总量为 41.96 万吨，较 2020 年 1-5 月份阳极铜进口总量增加 7.7 万吨，同比增加 22.52%。废铜方面，5 月中国废铜进口 13.94 万实物吨，同比增长 101%，1-5 月累计进口 67.1 万实物吨，同比增长 79%。5 月国内废铜产量 11 万吨，同比增长 40%，1-5 月累计 51.1 万吨，同比增长 111%，随着市场对再生铜进口新政的熟悉，再生铜进口量持续增加，但海关在 6 月 10 日出台新政，对涉及进口的再生钢铁、再生铜等原料商品，海关总署必须实施检验，加上马来西亚疫情难以控制，管控措施无限期延长，下半年再生铜进口量受到一定影响。

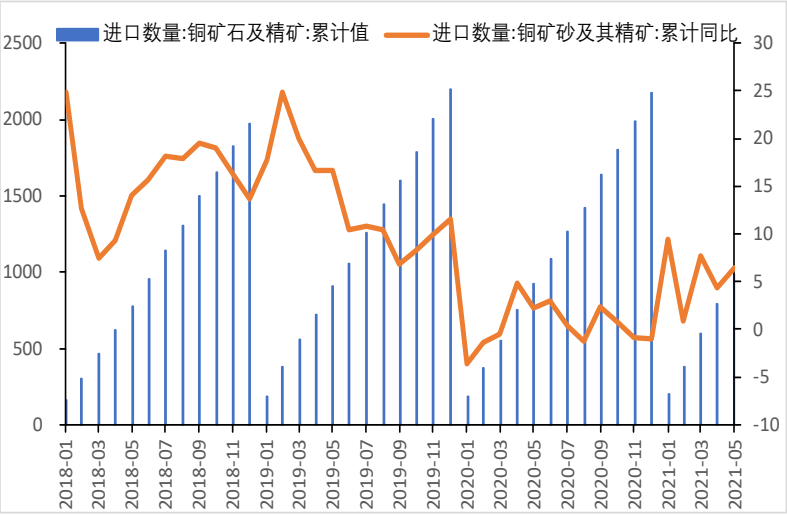

图 4-1 铜进口进口及同比

数据来源：wind，方正中期研究院整理

二、精炼铜产量创历史新高

2021 年 5 月 SMM 中国电解铜产量为 85.01 万吨，环比降低 3.1%，同比增加 10.4%。1-5 月中国精铜产量达到 420.9 万吨，同比增长 15%。上半年国内精铜产量创历史新高，主要原因在于炼厂开工并未受到低加工费影响，副产品硫酸等价格走高弥补利润，而且粗铜加工费维持在高位，大量外购粗铜以及阳极板导致并未影响到实际产量，部分冶炼厂产量甚至不降反升，SMM 预计 6 月国内电解铜产量为 83.14 万吨，环比降低 2.2%，同比增加 9.5%；至 6 月份累计电解铜产量为 503.96 万吨，累计同比增长 13.6%。 检修方面，今年炼厂主要集中在二季度检修，下半年检修影响相对较少，精铜产量或将再创单月历史新高。

进口方面，海关总署最新数据显示，5 月我国电解铜进口量为 27.7 万吨，净进口量 25.2 万吨，同比下降 13%，环比下降 8%，1-5 月累计进口 145.1 万吨，同比增长 0.5%。上半年精铜进口量不足，主要是上半年进口比价持续关闭，长期处于亏损状态，无论是下游实际需求

还是融资需求都受到强抑制，零单市场需求整体疲弱，外贸市场交易多数沉浸在冷清状态中。二季度进口亏损一再扩大，美金铜对国内客户的吸引力有限，下半年预计进口铜数量仍然维持在低位，一是国内精炼铜产量较高，国内实际上不缺铜，二是国储局仍将抛储，按照每月2万吨的数量下半年将抛储12万吨，进一步挤压进口铜的市场。2021年5月份我国未锻轧铜及铜材进口量为445,724.7吨，1-5月份为2,366,275吨，与去年同期相比增加8.4%。

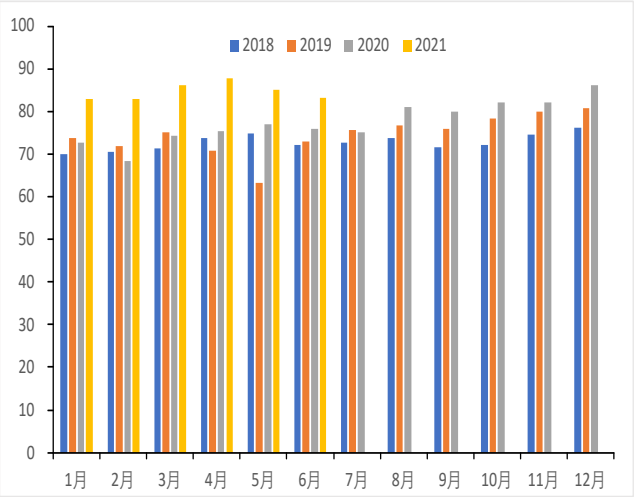

图4-2 国内精炼铜产量

数据来源：Wind、方正中期研究院

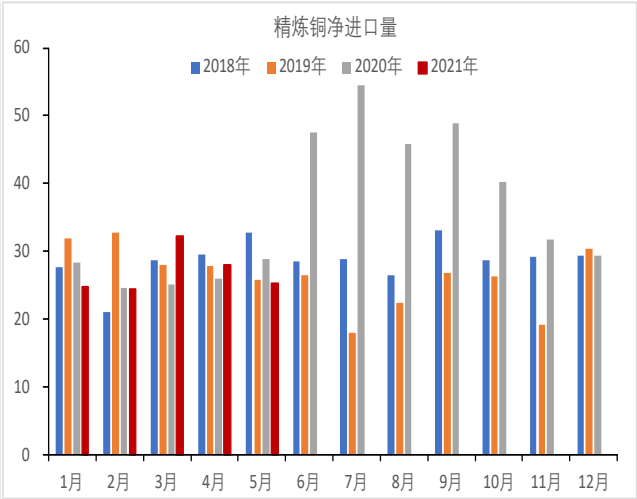

图4-3 国内精炼铜净进口量

数据来源：Wind、方正中期研究院

表4-1 国内铜冶炼厂检修时间

公司名称	粗炼产能(万吨)	开始时间	结束时间	备注
西南铜业（云南铜业）	50	2021年1月	2021年1月	20来天
大冶有色	40	2021年1月	2021年2月	1个月
云南锡业股份有限公司	12	2021年4月	20201年4月	20多天
铜陵金冠（奥炉）	20	2021年4月15日	2021年5月25日	40天
恒邦股份	20	2021年4月	2021年5月	25-30天
金隆铜业有限公司	35	2021年5月	2021年6月	35天
西南铜业（云南铜业）	50	2021年5月	2021年5月	12天
赤峰金峰铜业有限公司	40	2021年5月	2021年6月	50天
阳谷祥光铜业有限公司	40	2021年5月	2021年6月	20来天
赤峰金剑	30	2021年5月	2021年5月	
飞尚铜业有限公司	10	2021年5月下旬	2021年6月上旬	25天
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	10	2021年5月	2021年10月	60-65天
包头华鼎铜业发展有限公司	10	2021年8月	2021年8月	15天
国投金城冶金有限责任公司	10	2021年9月	2021年9月	20-25天
广西金川有色金属有限公司	40	2021年9月	2021年9月	15-20天
吉林紫金铜业有限公司	10	2021年9月	2021年9月	20-30天
黑龙江紫金铜业有限公司	15	2021年10月	2021年10月	20-30天
江西铜业	50	2021年10月	2021年11月	40天
中铜东南铜业有限公司	40	2021年12月	2022年1月	50天
中条山有色金属集团有限公司	13	2021年10月	2021年11月	35天

数据来源：我的有色网，方正中期研究院整理

三、铜加工企业表现分化 高铜价下开工率偏弱

上半年铜加工市场整体表现较弱，铜材开工率整体表现弱于往年，尤其是线缆企业开工率表现不佳，SMM 6 月电线电缆企业开工率为 83.94%，低于往年同期，高铜价已全面渗透传导至终端电力行业，全面遏制电力消费，以上月月均价作为基价重新结算的终端行业包括国网、南网等为了减少投资、垫资的压力，难以按照原定标书合同时间执行，新增订单也不及往年同期。除了国网端基建项目延后外，其他工程项目企业，为缓解原材料上涨而造成的资金压力也多以少量多次、刚需采购为主。5 月份精铜制杆企业开工率为 68.57%，环比减少 2.02 个百分点，同比减少 11.79 个百分点，一方面是线缆需求不佳，另一方面也受到废铜制杆的压制，上半年精废价差较大，废铜制杆企业开工率处于历年高位，挤压精铜杆市场。上半年铜管和铜板带箔企业表现相对较好，5 月份铜管企业开工率为 84.56%，环比下降 4.85 个百分点，同比增加 1.17 个百分点，5 月份铜板带箔企业整体开工率为 85.47%，同比上升 19.5 个百分点，环比回落 0.12 个百分点，主要是家电企业出口较好，新能源市场景气度持续走高，但随着淡季来临，国内空调市场零售表现欠佳，在原材料价格大涨行情下空调企业生产积极性有所减弱，主要空调企业排产低于往年。

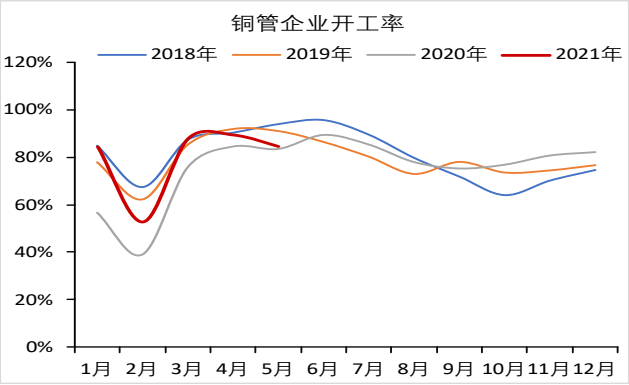

图 4-4 铜管企业开工率
数据来源：SMM、方正中期研究院

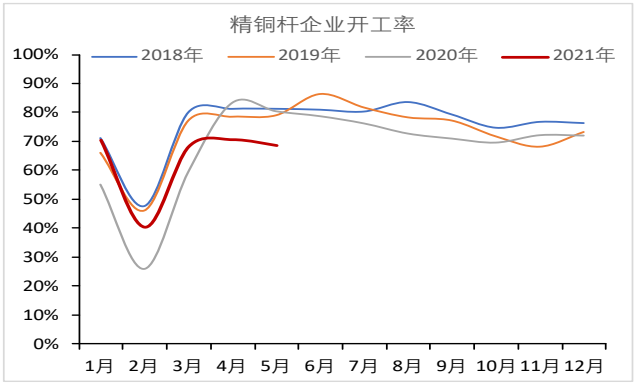

图 4-5 精铜杆企业开工率
数据来源：SMM、方正中期研究院

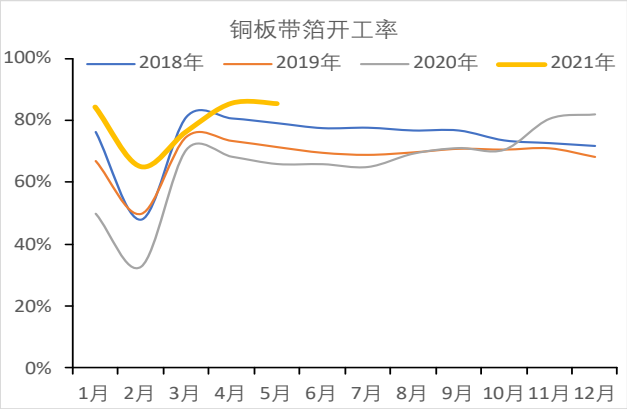

图 4-6 铜管企业开工率

数据来源：SMM、方正中期研究院

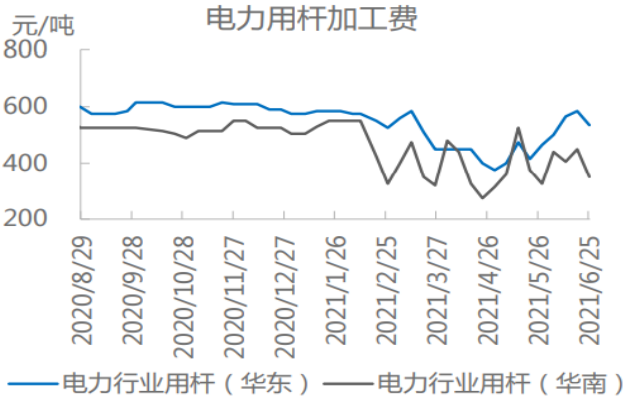

图 4-7 电力用杆加工费

数据来源：SMM、方正中期研究院

四、终端消费承压 恢复不及预期

2021 年 1-5 月，国家电网基本建设投资完成额累计值为 1225 亿元，累计同比 8%。2021 年 1-5 月，电源基本建设投资完成额累计值为 1392 亿元，累计同比为 10%。整体来看上半年国网投资不及预期，同比增速大幅下降，电源投资维持较高增长状态。国家电网计划 2021 年电网投资 4730 亿元，较去年增加 130 亿元，但重点放在电源和能源互联网建设上，对基建投资明显降低，且去年的订单由于原材料价格走高还有较大部分未完成，下游线缆企业开工处于低位。

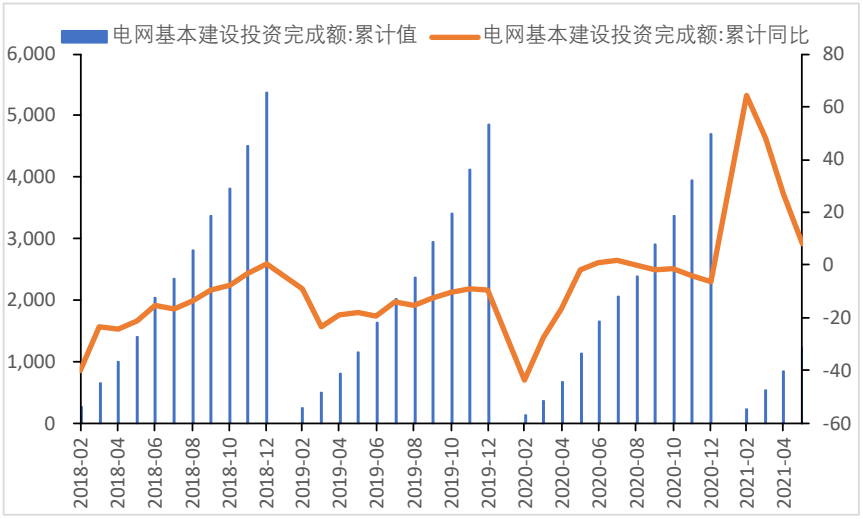

图 4-8 国家电网投资完成额

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

2021 年 1-5 月，房地产开发投资完成额累计 54318 元，累计同比 18.3%，房屋新开工面积累计值为 74348 万平方米，累计同比 6.9%。商品房销售面积累计值为 66383 万平方米，累计同比增长 25%，在政策压制之下房地产市场增速也明显放缓。

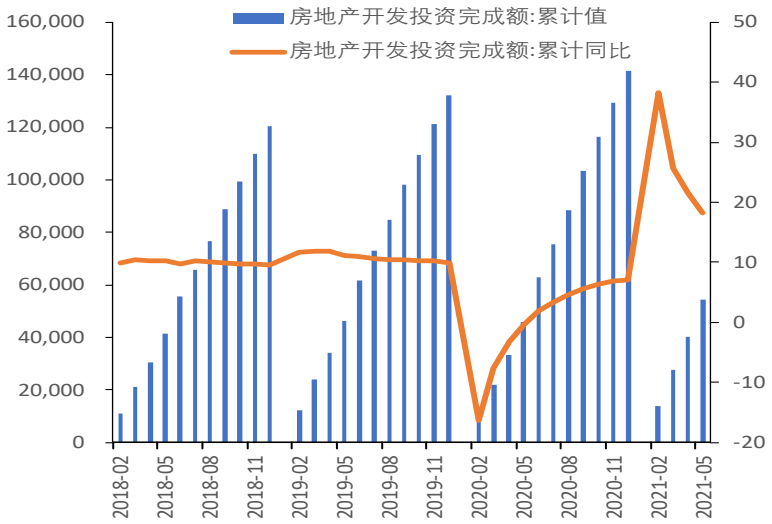

图 4-9 房地产开发投资额

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

2021 年 1-5 月空调累计产量为 10175.9 万台，同比增长 33.4%。产业在线数据显示，2021 年 5 月家用空调生产总量 1546.1 万台，同比下滑 4.0%，总出货量是 1588.4 万台，同比下滑 3.3%，其中内销下滑 14.5%，出口增长 15.5%。行业走势出现拐点，下滑更多来自内销。

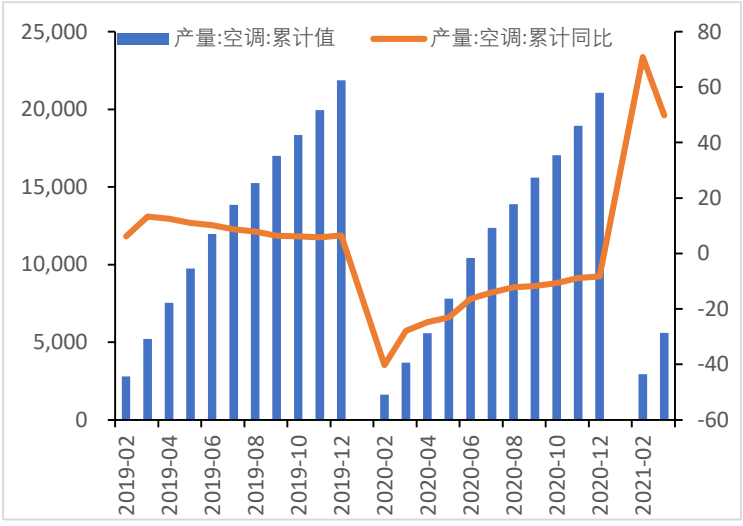

图 4-10 中国空调产量

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

2021 年 1-5 月汽车产量累计增长 38.4%，较 2019 年同期增长 5.6%，5 月中国汽车产销分别为 204.0 万辆和 212.8 万辆，环比下降 8.7%和 5.5%，同比下降 6.8%和 3.1%。不过，与 2019 年同期相比，5 月产销同比分别增长 10.3%和 11.1%。2021 年 5 月,新能源汽车产销均完成 21.7 万辆,同比分别增长 1.5 倍和 1.6 倍。2021 年 1-5 月,新能源汽车产销分别完成 96.7 万辆和 95 万辆,同比均增长 2.2 倍。汽车行业仍受“缺芯”问题影响，对产量影响较大，下半年问题将有所缓解。

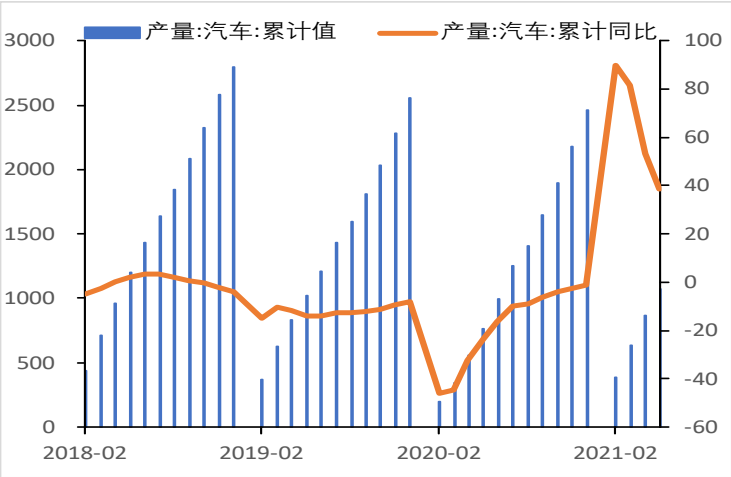

图 4-11 中国汽车销量

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

五、国内供需表现偏弱 库存去化缓慢

综合来看，上半年国内需求一季度维持较好表现，但进入四月份之后旺季不旺的特点较为明显，下半年在出口持续回落的情况下需求或将长期维持淡季，难有明显改观，2021 年上半年，地方政府债新增债总计发行 1.53 万亿元，再融资债发行 1.78 万亿元，新增债中，专项债的发行进度较为缓慢，上半年仅完成了全年发行额度的 30%。基建投资减少较多，房地产市场受到政策压制，仅维持刚需支撑，不过后周期效应仍在，汽车市场仍受“缺芯”问题影响，整体需求难言乐观，供给表现则明显宽松，随着下半年 TC 价格的回升，炼厂在本身的高开工率基础上生产意愿进一步加强，叠加国储抛售，现货市场压力仍然较大，总体供强需弱的格局将维持较长时间。

表 5.1 中国精铜供需平衡表

	2018	2019	2020	2021E
精炼铜产量	873	894	930	961
精炼铜进口量	372	348	447	320
精炼铜出口量	36	35	22	25
精铜实际消费量	1199	1205	1293	1276
政府购买			**55**	**-12**
废铜实际消费量	50	52	40	80
铜总需求量	**1249**	**1257**	**1363**	**1338**
电力	568	575	594	594
家电	190	194	202	208
交通运输	141	134	140	144
建筑	111	112	125	130
机械电子	113	114	122	125
其他	126	128	125	1437
铜总需求量	**1249**	**1257**	**1363**	**1338**

数据来源：SMM，方正中期研究院整理

第五部分 CFTC 持仓及季节性分析

一、季节性分析

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2010	-5.90%	4.71%	5.91%	-4.69%	-6.28%	-5.90%	8.65%	3.84%	3.70%	3.07%	0.32%	15.51%
2011	1.44%	1.23%	-4.87%	-2.12%	-0.91%	1.88%	4.01%	-5.92%	-19.85%	6.28%	-6.30%	1.47%
2012	9.50%	0.74%	-1.74%	-2.58%	-6.72%	1.30%	-0.34%	0.67%	7.85%	-4.87%	0.77%	0.98%
2013	3.16%	-3.37%	-4.94%	-5.58%	1.84%	-7.85%	1.28%	5.61%	1.62%	-1.88%	-2.34%	3.32%
2014	-2.54%	-3.28%	-5.05%	1.84%	2.08%	1.93%	1.88%	-1.45%	-3.52%	-0.52%	-3.75%	-0.41%
2015	-14.65%	9.31%	1.45%	2.05%	0.14%	-4.99%	-9.12%	2.48%	-2.12%	1.04%	-10.39%	5.24%
2016	-2.41%	0.56%	2.73%	2.17%	-5.07%	4.98%	-0.16%	-3.20%	3.97%	1.80%	20.08%	-1.30%
2017	5.58%	-0.62%	0.02%	-2.97%	-2.37%	4.93%	6.85%	4.16%	-1.78%	3.74%	-1.82%	5.19%
2018	-4.25%	-1.18%	-4.58%	2.75%	-0.35%	0.54%	-3.54%	-2.51%	3.27%	-2.21%	1.20%	-2.64%
2019	-0.52%	4.30%	-2.71%	0.27%	-5.62%	1.80%	-0.62%	-0.06%	1.20%	0.17%	-0.02%	3.87%
2020	-2.30%	-7.56%	-11.80%	9.68%	2.33%	11.04%	6.21%	0.31%	-2.02%	0.02%	13.23%	0.12%
2021	-3.46%	9.59%	2.87%	-7.52%	2.50%	-7.52%						

备注：数据截止 6 月 30 日收盘价

图 5-1 沪铜月收盘价涨幅

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

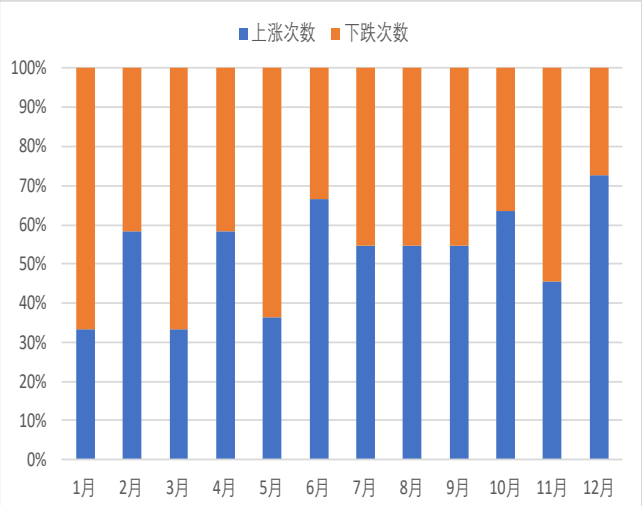

图 5-2 铜价季节性涨跌

数据来源：Wind、方正中期研究院

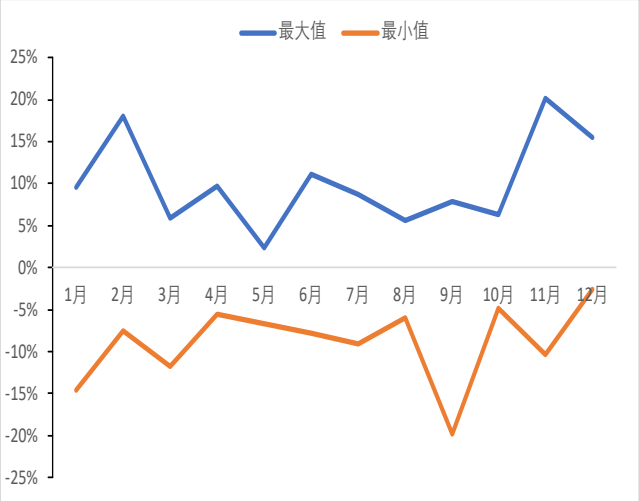

图 5-3 铜价涨跌幅区间

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、持仓分析

今年上半年，在 2 月份非商业持仓创出新高之后持续下行，显示机构投机资金在铜价处于历史高位时减仓，一方面受到美联储政策的影响，铜价受流动性的支撑减弱，另一方面铜价创新高后获利资金离场，尤其是净多头持仓大幅下降，截至 6 月 28 日，COMEX 总持仓较

为 197783 张，COMEX 非商业多头持仓为 83473 张，总持仓已经下降至近两年的低位，显示铜市场的投机度已经较之前明显下降。

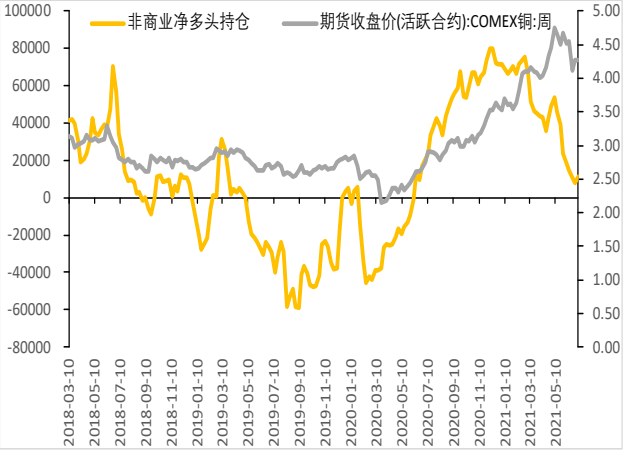

图 5-4 CFTC 净多持仓及铜价

数据来源：Wind、方正中期研究院

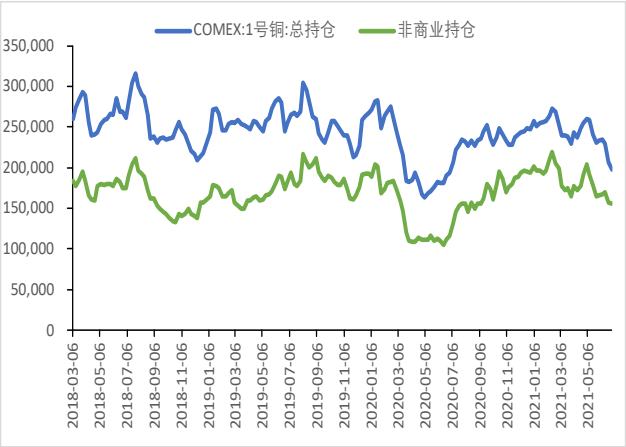

图 5-5 CFTC 总持仓及非商业持仓

数据来源：Wind、方正中期研究院

第六部分 铜期权交易及策略

截至 2021 年 7 月 2 日，今年以来上期所沪铜期权累计成交量 4128064 手，日均成交量 34401 手，日最高成交量为 71604 手，日最低成交量为 13241 手，日均持仓量为 43336 手。自上市以来，成交量 PCR 历史均值为 1.19，最大值为 3.01，最小值 0.41。持仓量 PCR 历史均值为 1.55，最大值为 2.87，最小值 0.85。

结合上面基本面、宏观面分析，我们认为下半年铜价三季度将继续调整，四季度有望再度反弹，因此考虑三季度以卖出看涨期权为主，四季度可尝试买入看涨期权，下半年美联储政策和美国基建计划等事件驱动因素较大，可以在相关事件之前布局做多波动率策略。

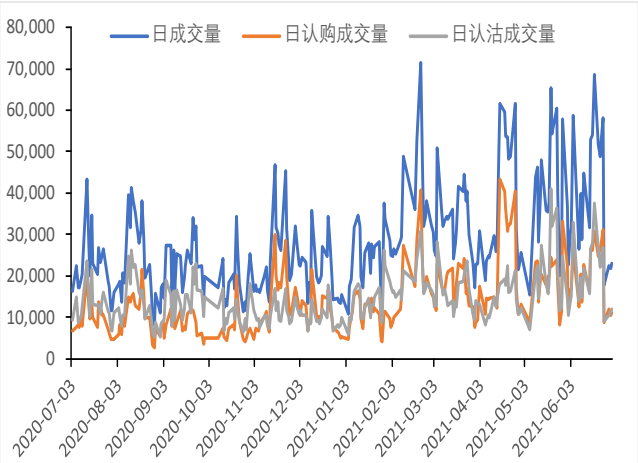

图 6-1 铜期权成交量

数据来源：Wind、方正中期研究院

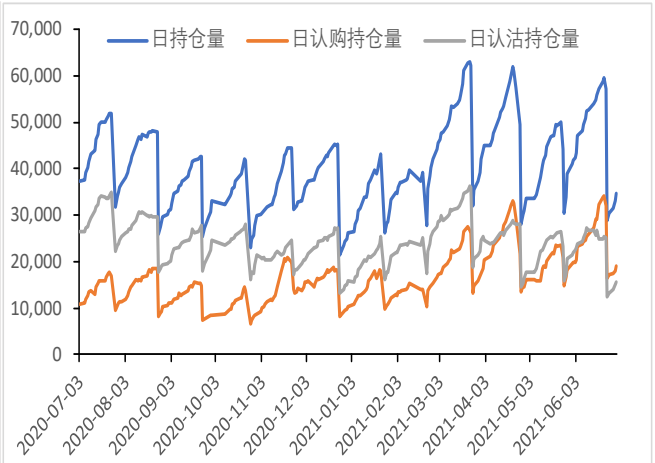

图 6-2 铜期权持仓量

数据来源：Wind、方正中期研究院

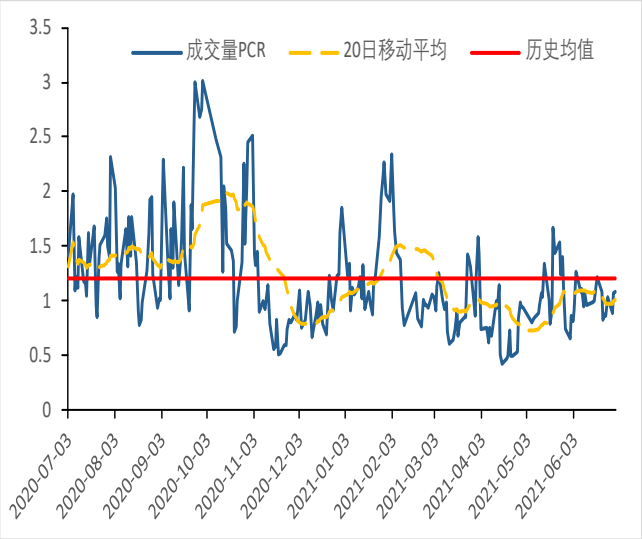

图 6-3 铜期权成交量 PCR

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 6-4 铜期权持仓量 PCR

数据来源：Wind、方正中期研究院

第七部分 技术分析

从 LME 周线级别的角度来看，前期铜价的上涨趋势已经结束，趋势通道线已经破坏，下方第一支撑位在 9155 美元/吨，第二支撑位在 8600 美元/吨附近，上方 9950 美元/吨的阻力位较强。

从沪铜主力周线级别的走势来看，65000-66000 元/吨附近支撑较强，第二支撑位在 62000-63000 元/吨附近。

图 7-1 伦铜周线

数据来源：博易大师、方正中期研究院

第八部分 结论及操作建议

我们认为上半年铜价的两轮上涨主导因素存在差异，2 月份的第一轮上涨主要因素在于疫苗大规模接种的开始使得发达国家和发展中国家疫情发展不一，全球供需错配的格局进一步深化，市场对经济复苏极为乐观，而 4 月份的上涨更多原因则是由于流动性宽松和美联储态度的改变，从黄金价格先于铜价启动可以观察到，而且发现市场对于预期的定价明显提前，对于下半年，我们认为铜价走势仍将遵循预期定价提前和关键因素主导的逻辑，铜价在三季度回归铜市场今年的基本面状态将进行调整，四季度开始切换至初步反应明年的供需状态，进而逐步反弹，主要原因在于：

1) 宏观方面，世界银行预计 2021 年全球经济增长 5.6%，美国经济增长有望达到 6.8%，这是在全球大放水的基础上实现的，天量流动性导致的通货膨胀已经显现，在经济和就业恢复之后美联储政策将进行改变，6 月美联储已经超出市场预期向市场传递收紧信号，因此未来政策收紧是必然，只是时间早晚问题，最早可能在 8 月就会出台，因此对铜价而言产生压力也是必然，在预期定价提前的逻辑下市场极有可能在三季度先进行反应；

2) 供给方面，下半年铜矿供给紧张局面将有明显缓解，全球铜矿产量将同比增长 7%，近 2/3 的增量在下半年释放，在铜矿生产逐步恢复后精铜产量将进一步增加，尤其是国内精铜产量有望持续创历史新高， 供给压力较大；

3) 需求方面，今年铜消费的高点已经过去，下半年无论是国内还是国外均没有太多的亮点，国内家电出口回落，基建投资减少，房地产市场受到政策压制，仅维持刚需支撑，汽车市场仍受“缺芯”问题影响，海外美国房地产市场环比走低，欧洲在开放之后疫情影响可能加大，尤其是在相关救助政策结束后对耐用品的消费将明显走低，整体需求难言乐观；

4) 新能源黄金十年大幕拉开，全球市场对于光伏、风电和新能源汽车市场投资大幅增加，预计到 2025 年，新能源市场所带来的铜需求增量有望超过 300 万吨，根据历史供需平衡和铜价估算，1%的供需变化大约引起 5%左右的价格变化，同时根据铜矿的开采成本来看，在远期新能源需求较为确定的情况下，不考虑金融属性的前提下铜价的合理估值中枢有望提升至 8200-8400 美元/吨；

综合来看，三季度在宏观和基本面双重影响下铜价将继续调整，四季度将有所反弹，价格呈现“V”字形走势，以高位宽幅波动为主，伦铜价格区间在 8200-10000 美元/吨，沪铜价格区间在 62000-75000 元/吨，价格重心在 68000 元/吨左右，建议在区间内先做空后做多，下游加工企业在三季度价格低位时买入套保，期权方面，建议三季度以卖出看涨期权为主，四季度可尝试买入看涨期权，在相关事件之前布局做多波动率策略。

附录 铜相关股票

证券简称	证券代码	最新价格	今年涨跌幅
铜陵有色	000630.SZ	2.87	5.84%
云南铜业	000878.SZ	13.00	-11.33%
楚江新材	002171.SZ	8.73	2.22%
海亮股份	002203.SZ	10.39	43.98%
精艺股份	002295.SZ	6.82	-1.30%
电工合金	300697.SZ	13.30	-15.32%
江西铜业	600362.SH	23.53	12.18%
鹏欣资源	600490.SH	3.93	-16.67%
博威合金	601137.SH	11.37	-0.09%
白银有色	601212.SH	2.65	-11.82%
金田铜业	601609.SH	8.91	-14.48%
众源新材	603527.SH	7.62	-5.98%
紫金矿业	601899.SH	10.04	4.31%
西部矿业	601168.SH	12.35	-3.63%
五矿资源	1208.HK	3.53	1.48%

备注：数据截止 2021 年 6 月 30 日

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦7C	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层 上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦11层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东南路360号2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区中华大街89号大连友谊时代广场B座1105室	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路61号阳光大厦21楼EH单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号909室、906室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海南泉北路营业部	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路359号1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
广州营业部	广州市天河区林和西路3-15号35层07,35层08,35层09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450 号新天国际大厦24 楼	021-20778922

重要事项：

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。