

库存降至 3 年来低位，预计铜价继续反弹

兴证期货·研发中心

2018 年 10 月 7 日 星期日

有色研究团队

内容提要

孙二春

期货从业资格编号:F3004203

投资咨询资格编号:Z0012934

021-20370947

sunec@xzfutures.com

● 行情回顾

9 月铜价小幅反弹 4%。年初至 9 月底 LME3 月铜价累计跌 14%，在有色金属中跌幅仅次于锌（-21%），铅（-20%）。

● 后市展望及策略建议

1. 上半年大矿企铜矿产量同比大幅增加 9.41%，四季度铜矿供应压力明显减弱。全球前十大矿企上半年产量同比增加 44.68 万吨，增幅达 9.41%。增量主要来自 Escondida、Grasberg、Katanga，其中 Escondida 上半年增量 31 万吨，Grasberg 上半年增量 14 万吨。结合我们对 10 大矿企全年增量预期 60 万吨左右来看，四季度铜矿供应压力明显减弱。

2. 8 月电网投资同比转正，预期四季度电网投资对铜消费好转。8 月电网投资完成额回升至 456 亿元，同比转正，1-8 月累计投资额 2903 亿元，同比下降 13.70%，降幅较 1-7 月缩小。国家电网若要完成年初制定的计划投资额，四季度电网投资增速大概率回升，铜消费存在边际改善预期。

3. 三大交易所及保税区累计库存降至 2015 年四季度以来新低。截至 9 月 28 日三大交易所及保税区累计库存下滑至 2015 年四季度以来低位 86 万吨。其中上期所库存至 6 月底以来累计下滑 58%，至 11.20 万吨。保税区库存下滑至 38.80 万吨低位。

结合供需看，四季度铜矿产量增速将明显下滑，叠加国内环保因素对精铜生产的负面冲击，预计精铜供应端压力将有所缓解。需求端，国内铜下游行业相对疲软，但基建投资释放预期、国庆期间央行降准等政策因素可

能提振四季度国内铜消费，国外美国制造业 PMI 虽然有所下滑，但仍在 60 附近高位，对铜的实体需求不差。整体看，我们认为铜自身基本面在四季度出现边际改善几率较大，叠加目前库存可用天数不足两周，预计铜价继续反弹。

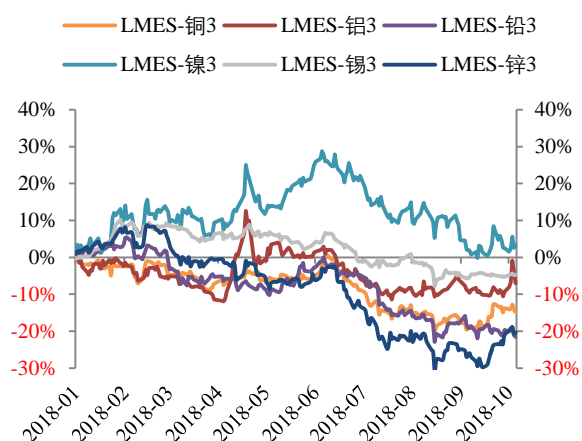
● **风险提示：**

- 1.中美贸易争端加剧，影响实体经济
- 2.国际宏观货币层面风险加大，打压铜金融投机属性

1. 行情回顾

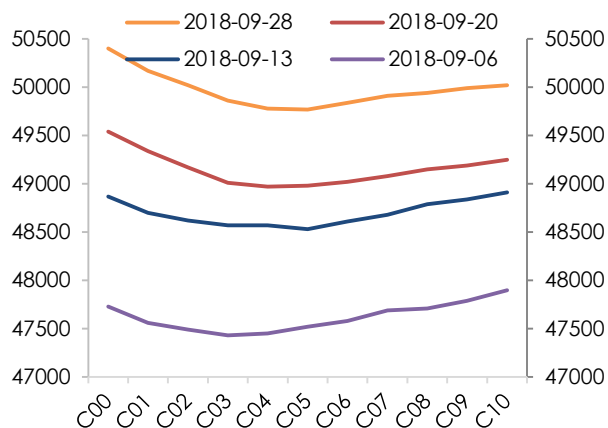
9月铜价小幅反弹4%。年初至9月底LME3月铜价累计跌14%，在有色金属中跌幅仅次于锌(-21%)，铅(-20%)。

图1:LME各品种2018年以来的涨幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2:沪铜期限结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 基本面

2.1 上半年大矿企铜矿产量同比大幅增加 9.41%，四季度铜矿供应压力明显减弱。

全球前十大矿企上半年产量同比增加 44.68 万吨，增幅达 9.41%。增量主要来自 Escondida、Grasberg、Katanga，其中 Escondida 上半年增量达 31.05 万吨（对去年上半年罢工 43 天的产量修复）。结合我们对 10 大矿企全年增量预期 60 万吨左右来看，下半年矿企铜矿增量将大幅下滑，铜矿供应压力将明显减弱。

从中小矿企的产量预期看，今年 11-20 位矿企铜产量预期增量只有 3.2 万吨，增幅仅为 1.06%，明显低于去年同期 4.88% 的增幅。从矿企产能计划来看，今年基本没有新建矿山产能释放，供应端支撑铜价的逻辑短期不会改变。

表 1: 矿企 2018 上半年铜矿增速达 9.41%

序号	公司	2018H1 (万吨)	2017H1 (万吨)	增量	增幅
1	Codelco	87.53	85.10	2.43	2.86%
2	Freeport-McMoRan	90.54	78.20	12.34	15.78%
3	BHP	92.02	61.43	30.59	49.80%
4	Glencore	69.62	64.29	5.33	8.29%

5	Grupo Mexico	47.97	49.58	-1.61	-3.25%
6	Antofagasta	31.70	34.63	-2.93	-8.46%
7	Rio Tinto	41.39	28.60	12.79	44.72%
8	KGHM Polska	29.46	33.01	-3.55	-10.75%
9	MMG	26.51	29.08	-2.56	-8.81%
10	Anglo American	31.30	28.30	3.00	10.60%
总计		519.32	474.65	44.68	9.41%

数据来源：公司财报，兴证期货研发部

表2：矿企2018年产量预期

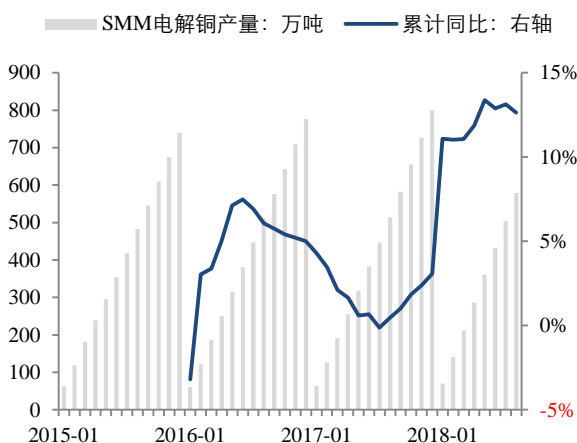
序号	公司	2016 产量 (万吨)	2017 产量 (万吨)	2018 增量	2018E 同比	2017 同比	2017 增量
1	Codelco	182.7	184.20	0.00	0.00%	0.82%	1.50
2	Freeport-McMoRan	191.51	169.51	5.90	3.48%	-11.49%	-22.00
3	BHP	152.96	144.74	21.88	15.12%	-5.37%	-8.22
4	Glencore	142.58	130.97	15.53	11.86%	-8.14%	-11.61
5	Grupo Mexico	105.44	101.06	5.40	5.34%	-4.15%	-4.38
6	Antofagasta	70.94	70.43	1.82	2.58%	-0.72%	-0.51
7	Rio Tinto	77.35	67.53	13.02	19.28%	-12.70%	-9.82
8	KGHM Polska	67.70	65.64	0.00	0.00%	-3.04%	-2.06
9	MMG	50.35	59.82	-2.32	-3.88%	18.81%	9.47
10	Anglo American	57.71	57.93	6.57	11.34%	0.38%	0.22
11	First Quantum	53.95	57.40	1.60	2.79%	6.39%	3.45
12	Vale	44.55	43.85	-1.65	-3.76%	-1.57%	-0.70
13	Norilsk	36.02	40.11	3.69	9.20%	11.34%	4.09
14	Teck Resources	32.4	28.70	-0.90	-3.14%	-11.42%	-3.70
15	Kazakhmys	14.35	25.85	2.65	10.25%	80.14%	11.50
16	洛阳钼业	24.88	24.88	-2.03	-8.14%	0.00%	0.00
17	江西铜业	20.99	20.96	-0.28	-1.34%	-0.14%	-0.03
18	紫金矿业	15.50	20.80	3.60	17.32%	34.22%	5.30
19	Lundin Mining Corp	25.70	20.30	-3.70	-18.22%	-21.01%	-5.40
20	Barrick Gold Corp	18.82	18.73	0.21	1.11%	-0.48%	-0.09
前 10 大矿企		1059.56	1017.61	59.92	5.89%	-3.96%	-41.95
11-20 大矿企		287.15	301.57	3.20	1.06%	5.02%	14.42
前 20 大矿企		1346.71	1319.18	63.11	4.78%	-2.04%	-27.53
全球-ICSG			2006.10				

数据来源：公司财报，兴证期货研发部

2.2 国内 8 月精炼铜产量同比增速小幅下滑至 9.39%，1-8 月累计增速仍有 12.64%

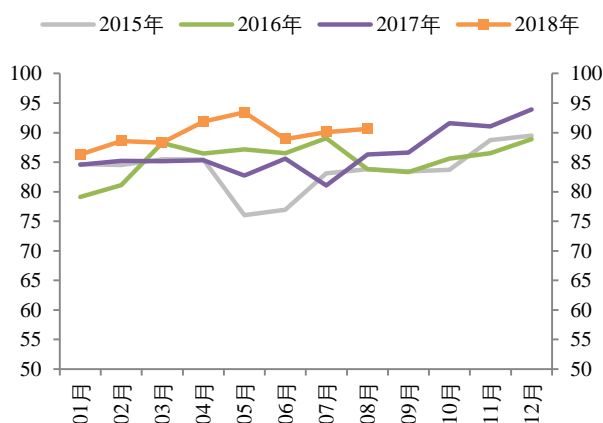
国内 8 月精炼铜产量为 73.73 万吨，同比增长 9.39%；1-8 月累计产量为 578.92 万吨，累计增长 12.64%。根据 SMM 调研的 9 月各炼厂排产预测，9 月产量为 74.15 万吨，同比增长 8.33%，环比增量主要来自于新扩建产能的释放；预计 1-9 月累计产量达到 653.07 万吨，同比增幅 12.1%。

图 3：国内电解铜产量



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 4：国内冶炼企业开工率

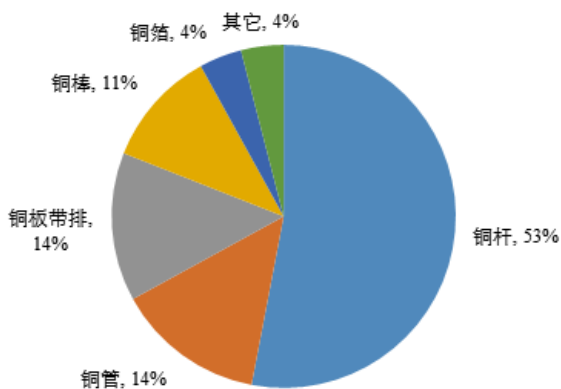


数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.3 8 月铜管开工率大幅下滑至 79.79%

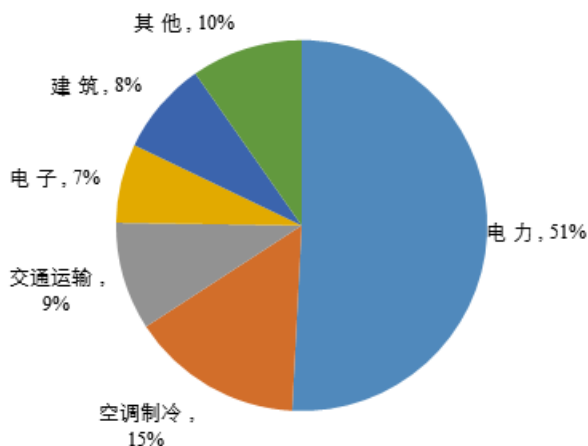
8 月份铜管企业开工率为 79.79%，环比下降 9.7%，同比下降 5.17%。铜杆企业开工率为 81.35%，同比大增 9.74%。8 月份电线电缆企业开工率回升至 88.44%。

图 5：国内铜消费按品种分布



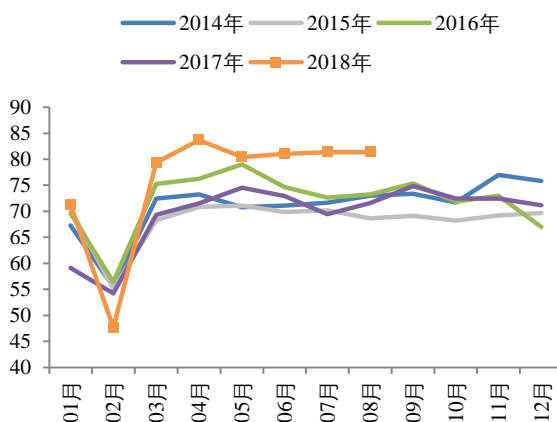
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 6：国内铜终端消费行业分布



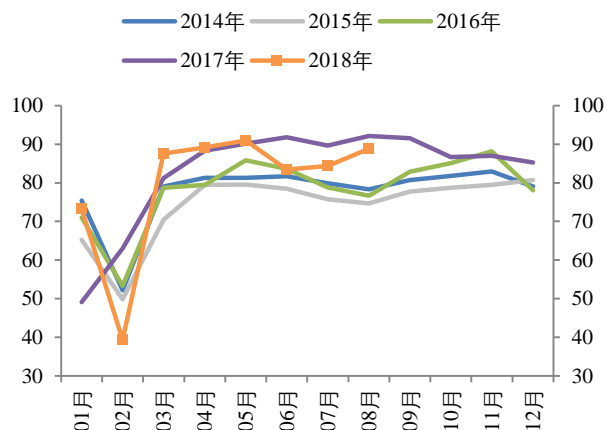
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 7: 铜杆企业开工率 (%)



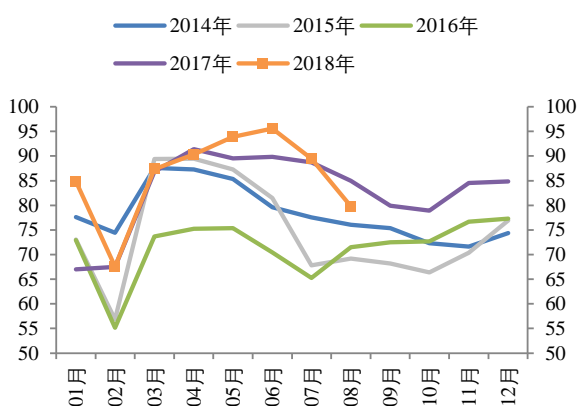
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 8: 电线电缆企业开工率 (%)



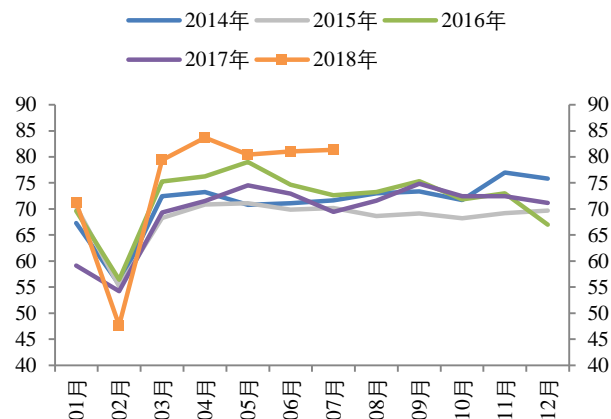
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 9: 铜管企业开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 10: 铜板带箔企业开工率 (%)

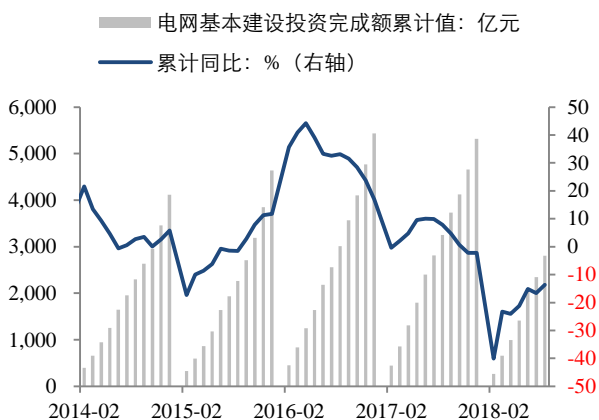


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.4 电网投资同比转正, 预期四季度电网对铜消费好转

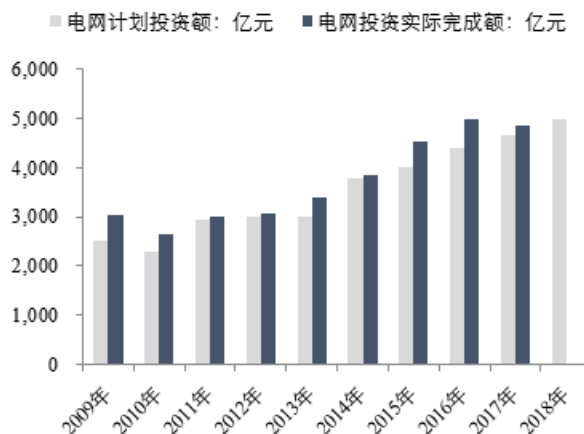
8 月电网投资完成额回升至 456 亿元, 同比转正, 1-8 月累计投资额 2903 亿元, 同比下降 13.70%, 降幅较 1-7 月缩小。国家电网若要完成年初制定的计划投资额, 年内剩余的 3 个月电网投资增速大概率回升, 铜消费存在边际改善预期。

图 11: 电网基本建设投资



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 国家电网计划与实际投资完成额



数据来源: 国家电网, 兴证期货研发部

2.5 空调产量同比大幅下滑 16%，库存小幅下滑 5.2 万吨

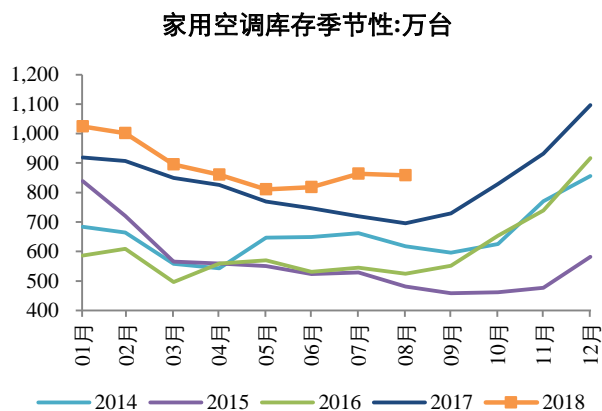
产业在线数据显示，2018 年 8 月家用空调总产量 988.40 万台，同比大幅下滑 16%，1-8 月份国内家用空调总产量 11195 万台，同比增长 8.45%。据我的有色网数据，空调平均用铜量为 5.5-6.5KG/台，预计 2018 年空调用铜总量 126.2 万吨，同比 2017 年增加 11.5 万吨用铜量。

图 13: 空调产量增速继续回升 (万台, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 空调库存 (万台)

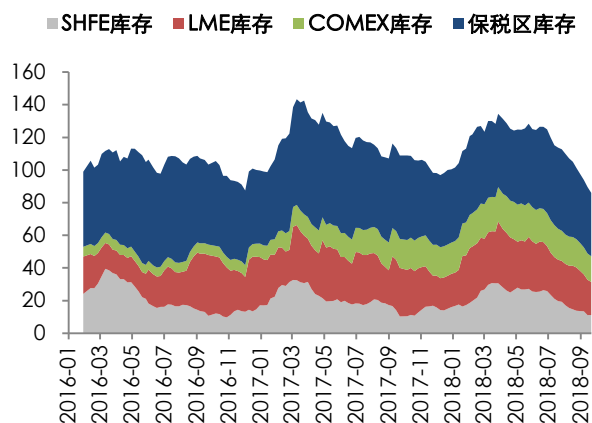


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 三大交易所及保税区累计库存降至 2015 年四季度以来新低

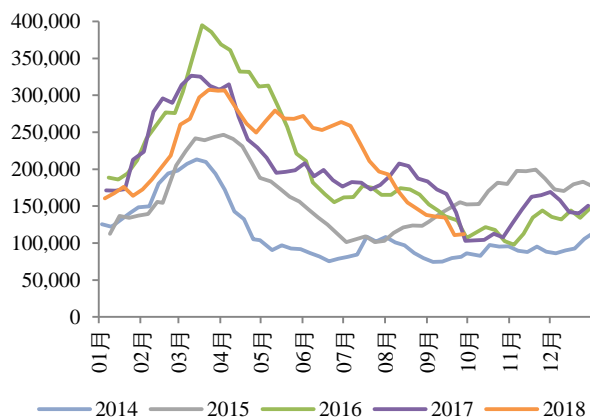
截至 9 月 28 日三大交易所及保税区累计库存下滑至 2015 年四季度以来新低 86 万吨。其中上期所库存至 6 月底以来累计下滑 58%，至 11.20 万吨。保税区库存下滑至 38.80 万吨低位。

图 15：交易所和保税区铜库存：万吨



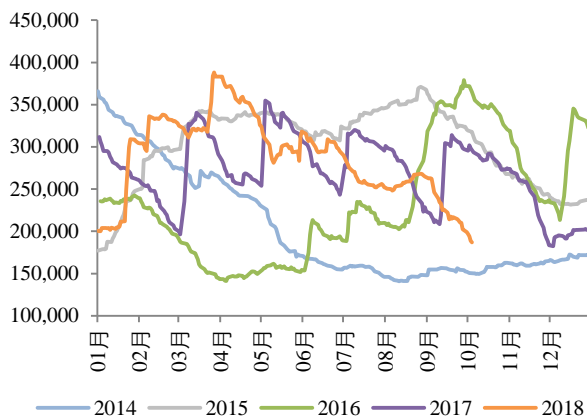
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16：上期所铜库存季节性：吨



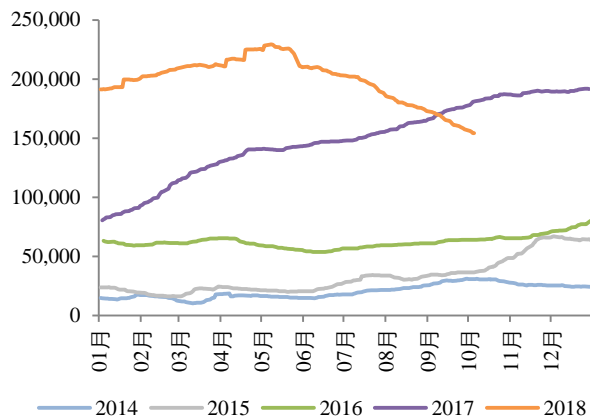
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17：LME 铜库存季节性：吨



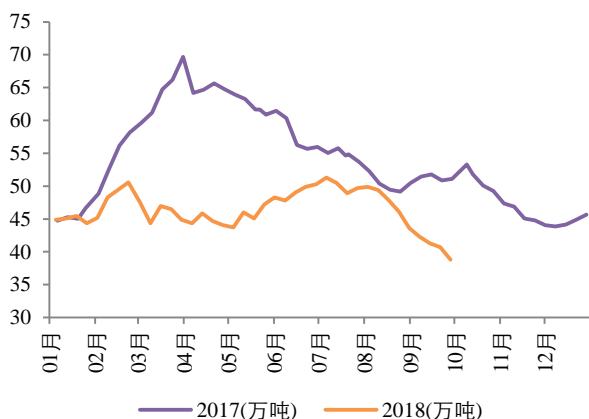
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 18：COMEX 铜库存季节性：吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 19: 保税区铜库存季节性: 万吨



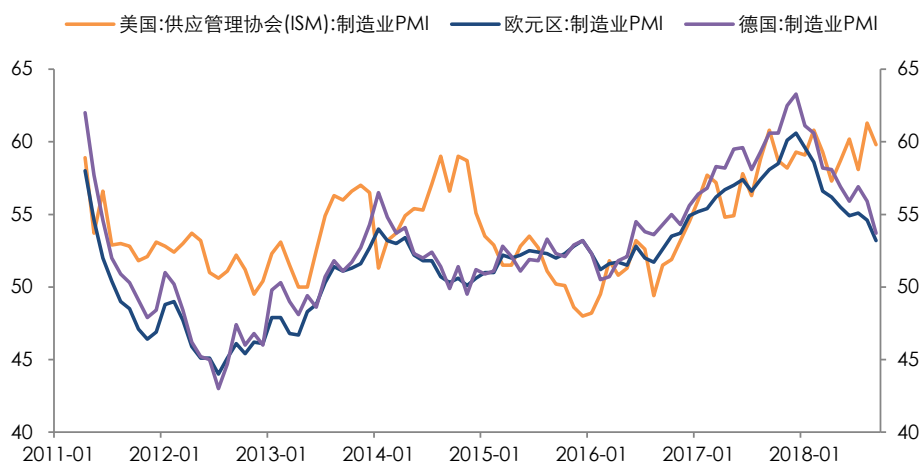
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观面

3.1 欧美国国家制造业 PMI 小幅下滑

欧美国国家精铜消费占全球比例在 20%左右,是中国以外最大的两个消费区域。去年 12 月份以来,欧美国国家制造业景气度高位下滑,但仍维持在扩张区间,其中欧元区 9 月制造业 PMI 下滑至 53.20,美国 9 月制造业 PMI 从 8 月的 61.30 高位下滑至 59.80,整体看欧美国国家制造业情况未见明显的恶化,对铜的消费大概率继续保持低速平稳状态。

图20:欧美地区制造业PMI小幅下滑



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 铜金融属性相关指标

8月美元指数整体走强，月末收于95.1213，环比上月末上升0.5841。月中美元指数最高逼近97，对铜金融投机属性有所抑制。

图21:美元指数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 结论

1. 上半年大矿企铜矿产量同比大幅增加9.41%，四季度铜矿供应压力明显减弱。全球前十大矿企上半年产量同比增加44.68万吨，增幅达9.41%。增量主要来自Escondida、Grasberg、Katanga，其中Escondida上半年增量31万吨，Grasberg上半年增量14万吨。结合我们对10大矿企全年增量预期60万吨左右来看，四季度铜矿供应压力明显减弱。

2. 8月电网投资同比转正，预期四季度电网投资对铜消费好转。8月电网投资完成额回升至456亿元，同比转正，1-8月累计投资额2903亿元，同比下降13.70%，降幅较1-7月缩小。国家电网若要完成年初制定的计划投资额，四季度电网投资增速大概率回升，铜消费存在边际改善预期。

3. 三大交易所及保税区累计库存降至2015年四季度以来新低。截至9月28日三大交易所及保税区累计库存下滑至2015年四季度以来低位86万吨。其中上期所库存至6月底以来累计下滑58%，至11.20万吨。保税区库存下滑至38.80万吨低位。

结合供需看，四季度铜矿产量增速将明显下滑，叠加国内环保因素对精铜生产的负面冲击，预计精铜供应端压力将有所缓解。需求端，国内铜下游行业相对疲软，但基建投资释放预期、国庆期间央行降准等政策因素可能提振四季度国内铜消费，国外美国制造业PMI

虽然有所下滑，但仍在 60 附近高位，对铜的实体需求不差。整体看，我们认为铜自身基本面在四季度出现边际改善几率较大，叠加目前库存可用天数不足两周，预计铜价继续反弹。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。