

# 铜矿产量增速下滑至 2%，铜价重心抬升

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

期货从业资格编号：F3004203

投资咨询资格编号：Z0012934

胡佳纯

期货从业资格编号：F3048898

胡悦

期货从业资格编号：F3050247

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

2018 年 12 月 15 日星期六

## 内容提要

2018 年铜价表现疲软，截至 11 月 30 日，LME 铜跌幅达 14.67%，在六种基本金属中跌幅仅次于锌（23%），铅（22.82%）。

供应端，今年主要矿企铜矿产量恢复性增长，上半年全球前十大矿企铜矿产量增速达 9.41%，即使三季度产量增速下滑，但前三季度累计产量增速依然在 6.97% 高位，矿端产量释放传导到精炼铜产量增速维持高位，国内 1-10 月精炼铜产出增速达到 10.39%。需求端，国内铜消费大头 7 月份之前表现低迷，累计增速下滑至 -16.60%，严重拖累铜消费，叠加本年空调、传统汽车行业走弱，国内铜需求相对较弱。宏观层面，中美贸易摩擦此起彼伏，叠加国内金融去杠杆进程，打压铜金融属性，导致铜价年初至今表现相对低迷。

**1. 铜矿产量增速下滑，供应压力逐步缓解。**根据我们对全球主要矿企产量预期来看，2018 年四季度铜矿供应增速大概率下滑至 2% 以下，预期 2019 年全球铜矿产量增量 41.3 万吨，铜矿供应增速下滑至 2% 附近，远远低于 2018 年，铜矿产量增速下滑长期支撑铜价。

**2. 2019 年国内精炼铜供应增速有限。**国内冶炼产能继续大规模投放，2019 年预期有 73 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿增速下滑，预计明年国内精炼铜供应增速有限。

**3. 海外精炼铜负面供应干扰加大，明年精炼铜供应增速难以提升。**Vedanta 旗下 40 万吨冶炼产能继续关停，叠加近期三菱材料（Mitsubishi Materials）在印尼 Gresik 的 30 万吨冶炼厂因氧气供应问题延长检修期限，海外精炼铜供应负面干扰逐步加大。

**4. 国内电网投资支撑铜消费企稳，海外铜消费相对稳定。**电力领域对铜消费占比在 50% 以上，随着国家通过稳基建刺激经济政策逐步推进，电网投资大概率会继续回升，我们对明年国内铜消费不悲观，预计维持低速增长状态。海外方面，美国实体经济一枝独秀，欧洲制造业变价转弱，但整体看目前欧美发达国家制造业仍处于扩张状态，尤其美国，ISM 11 月制造业 PMI 反升至 59.30

高位。我们认为海外市场对铜消费难以出现明显的下滑。结合海内外来看，我们对明年铜消费不悲观，预计消费增速在 2.5-3% 之间。

**5.全球铜显性库存处于低位，可用天数不足 13 天。**虽然今年国内铜产量增速较快，但由于废铜进口限制影响，存在一部分精炼铜替代性需求增量，即使国内铜终端行业不佳，国内铜库存并未出现明显的累库迹象。海外方面，LME 库存下滑至 2008 年下半年以来低位，目前不足 13 万吨，COMEX 库存自今年 5 月初的 23 万吨高位下滑至目前不足 12 万吨，下滑幅度达 50%。保税区由于近期国内冶炼厂出口出现增加，但仍低于去年同期。目前三大交易所库存叠加保税区库存仅有 80 万吨，可用天数不足 13 天。低库存条件下，铜价出现大跌概率不大。

**6.宏观层面风险因素对 2019 年铜金融属性压制力度有限。**融资属性方面，随着美国加息，中美利差持续收窄，目前中美十年期国债收益率仅相差 0.37%，如果明年美联储延续加息进程，而国内为应对经济下行压力出现降息，中美利差很可能出现倒挂。叠加人民币升值动力不足，铜的融资需求属性已经较弱，后期对铜融资属性压制力度有限。投机需求方面，从 11 月美联储议息会议纪要来看，美国实体经济依旧较强，但考虑到 2019 年减税效应减弱，贸易摩擦对经济的负面冲击，2019 年加息次数可能会低于前期的预期，对铜投机属性压制力度将弱于 2018 年。

综上，我们认为 2019 年铜供需将出现边际改善，叠加宏观层面对铜金融属性压制力度弱于 2018 年，铜价重心大概率会抬升。建议投资者等待宏观贸易战等风险因素释放阶段性做多铜价。仅供参考。

### 风险提示：

中美贸易摩擦再起波澜；中国宏观经济超预期下滑；欧美国家收货币进程超预期。

## 报告目录

1. 行情回顾：铜在有色金属中表现相对较差 .....	4
2. 基本面：2019 年铜供需大概率边际改善 .....	4
2.1 供应：铜矿产量增速下滑，供应压力逐步缓解 .....	4
2.2 需求：国内电网投资支撑铜消费企稳，海外相对稳定 .....	12
2.3 库存：三大交易所库存叠加保税区库存低位，可用天数不足 13 天 .....	18
3. 宏观：宏观层面风险因素对铜金属属性压制力度有限 .....	19
4. 结论：铜矿产量增速下滑至 2%，铜价重心抬升 .....	20
5. 风险提示 .....	21

## 1. 行情回顾：铜在有色金属中表现相对较差

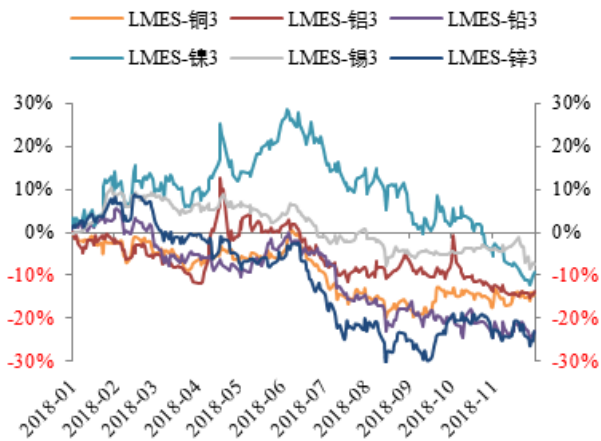
2018 年铜价表现疲软，截至 11 月 30 日，LME 铜跌幅达 14.67%，在六种基本金属中跌幅仅次于锌（23%），铅（22.82%）。

供应端，今年主要矿企铜矿产量恢复性增长，上半年全球前十大矿企铜矿产量增速达 9.41%，即使三季度产量增速下滑，但前三季度累计产量增速依然在 6.97% 高位，矿端产量释放传导到精炼铜产量增速维持高位，国内 1-10 月精炼铜产出增速达到 10.39%。精炼铜供应压力明显高于去年。

需求端，国内铜消费大头 7 月份之前表现低迷，累计增速下滑至 -16.60%，严重拖累铜消费，叠加本年空调、传统汽车行业走弱，国内铜需求相对较弱。

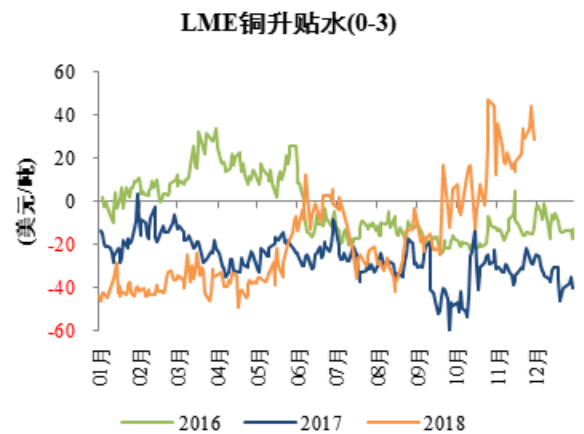
宏观层面，中美贸易摩擦此起彼伏，叠加国内金融去杠杆进程，打压铜金融属性，导致铜价年初至今表现相对低迷。

图 1：LME 各品种 2018 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：LME 铜升贴水季节性



数据来源：SMM、Wind，兴证期货研发部

## 2. 基本面：2019 年铜供需大概率边际改善

### 2.1 供应：铜矿产量增速下滑，供应压力逐步缓解

根据我们对全球主要矿企产量预期来看，2018 年四季度铜矿供应增速大概率下滑至 2% 以下，预期 2019 年全球铜矿产量增量 41.3 万吨，铜矿供应增速下滑至 2% 附近，远远低于 2018 年，铜矿产量增速下滑长期支撑铜价走强。

国内冶炼产能继续大规模投放，2019 年预期有 73 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿增速下滑，预计明年国内精炼铜供应增速有限。

国外精炼铜冶炼干扰频发，明年精炼铜供应增速难以提升。Vedanta 旗下 40 万吨冶炼产能继续关停，叠加近期三菱材料（Mitsubishi Materials）在印尼 Gresik 的 30 万吨冶炼厂因氧气供应问题延长检修期限，对海外精炼铜供应负

面干扰有所加大。

我们认为受制于铜矿产量增速下滑，2019 年精炼铜供应压力将明显小于 2018 年，这将长期支撑铜价走强。

### 2.1.1 预计全球新增铜矿产量 41.3 万吨，增速下滑至 2%

A.三季度全球前十大矿企铜矿产量增速下滑至 2.33%，预期四季度产量增速下滑至 2%以下

上半年矿山释放速度较快，同比 2017 年上半年增 44.68 万吨（增速达 9.41%），主要是 Escondida(31 万吨)和 Grasberg(14 万吨)两个矿山产量增量，但这个增量并不是新增产能释放出来的量，而是对去年上半年这两个大矿山罢工导致的产量下滑的修复，剔除罢工的影响，铜矿基本没有新增的量释放。

三季度来看，矿企铜矿产量明显开始下滑至 2.33%，主要是对应去年下半年的高基数，还有就是今年三季度部分矿山生产受到意外因素的干扰。

Codelco 由于 Andina（安第那铜矿山）选矿厂工人罢工，以及检修、铜矿原矿品位下滑等原因，导致三季度产量大幅下滑 5.12 万吨（-10.85%）。

MMG 五矿资源由于 9 月份 LAS BAMBAS 矿区坑壁滑坡影响采矿，导致三季度产量环比大幅下滑 11.26%，2018 年全年产量也往下调了 3.5 万吨。

BHP 因火灾及硫酸泄露等意外因素影响，三季度铜产量环比大幅下滑 11.72%，同时调低 2019 财年铜产量 6 万吨（-3.48%）。

根据我们对 2018 年全球前十大矿企累计增量 56.42 万吨的预期，在前三季度增量已经有 51.67 万吨的情况下，预计四季度铜矿增量仅为 4.75 万吨，增速大概率下滑至 2%以下。

**表 1：三季度主要矿企产量增速下滑至 2.33%**

序号	公司名称	2018Q3 (万吨)	2017Q3 (万 吨)	2018Q3 增量	2018Q3 同比	2018Q1-Q3 增量	2018Q1-Q3 同比	2018H1 同比
1	Codelco	42.08	47.20	-5.12	-10.85%	-2.69	-2.03%	2.86%
2	Freeport-McMoRan	45.63	45.18	0.45	1.00%	12.79	10.37%	15.78%
3	BHP	40.91	40.41	0.50	1.24%	31.09	30.53%	49.80%
4	Glencore	36.69	30.36	6.33	20.85%	11.66	12.32%	8.29%
5	Grupo Mexico	25.42	25.64	-0.22	-0.87%	-1.83	-2.44%	-3.25%
6	Antofagasta	18.83	18.02	0.81	4.50%	-2.12	-4.03%	-8.46%
7	Rio Tinto	23.05	19.58	3.47	17.72%	16.26	33.75%	44.72%
8	KGHM Polska	17.07	17.03	0.04	0.23%	-3.51	-7.01%	-10.75%
9	MMG	12.19	14.79	-2.60	-17.56%	-5.16	-11.76%	-8.81%
10	Anglo American	17.18	14.73	2.45	16.63%	5.45	12.67%	10.60%
	<b>总计</b>	<b>268.66</b>	<b>262.54</b>	<b>6.11</b>	<b>2.33%</b>	<b>51.67</b>	<b>6.96%</b>	<b>9.41%</b>

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

**表 2：2018 年全球主要矿企产量增量 56.42 万吨**

序号	公司名称	2016 产量 (万吨)	2017 产量 (万吨)	2018E 增量	2018E 同比	2017 同比
1	Codelco	182.7	184.20	0.00	0.00%	0.82%
2	Freeport-McMoRan	191.51	169.51	5.90	3.48%	-11.49%
3	BHP	152.96	144.74	21.88	15.12%	-5.37%
4	Glencore	142.58	130.97	15.53	11.86%	-8.14%
5	Grupo Mexico	105.44	101.06	5.40	5.34%	-4.15%
6	Antofagasta	70.94	70.43	1.82	2.58%	-0.72%
7	Rio Tinto	77.35	67.53	13.02	19.28%	-12.70%
8	KGHM Polska	67.70	65.64	0.00	0.00%	-3.04%
9	MMG	50.35	59.82	-5.82	-3.88%	18.81%
10	Anglo American	57.71	57.93	6.57	11.34%	0.38%
11	First Quantum	53.95	57.40	56.42	5.54%	-3.96%
12	Vale	44.55	43.85	3.55	1.18%	4.88%
13	Norilsk	36.02	40.11	59.96	4.55%	-2.07%
14	Teck Resources	32.4	28.70	56.42	5.54%	-3.96%
15	Kazakhmys	14.35	25.85	3.55	1.18%	4.88%
16	洛阳钼业	24.88	24.88	59.96	4.55%	-2.07%
17	江西铜业	20.99	20.96	56.42	5.54%	-3.96%
18	紫金矿业	15.50	20.80	3.55	1.18%	4.88%
19	Lundin Mining Corp	25.70	20.30	59.96	4.55%	-2.07%
20	Barrick Gold Corp	18.82	18.73	0.21	1.11%	-0.48%
	前 10 大矿企	1059.56	1017.61	<b>56.42</b>	<b>5.54%</b>	<b>-3.96%</b>
	11-20 大矿企	287.15	301.57	3.55	1.18%	4.88%
	前 20 大矿企	1346.71	1319.18	59.96	4.55%	-2.07%
	全球-ICSG		2006.10			

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

**B.预期 2019 年铜矿产量增量 41.3 万吨，增速下滑至 2%**

2019 年主要的矿山增量有两个，First Quantum 在巴拿马的 cobre Panama 项目，Glencore 在刚果金的 katanga 地区矿山产量继续释放 15 万吨。其它还有 Codelco 旗下的 Chuquicamata 释放大约 8.5 万吨，以及墨西哥集团子公司南方铜业在秘鲁的 Toquepala 释放 5 万吨的增量，我们预计 2019 年铜矿增量大约有 68.5 万吨。

但是明年有一个比较大的减量，全球第二大矿山 Grasberg 由露天开采转为地下开采，铜矿产量将大幅下滑，根据 Freeport-McMoRan 三季度财报数据估算的销量减少大概是 27.2 万吨，由于 Grasberg 每年铜矿产出与销量差异不大，我们这里预计明年减少的铜矿产量等于销量减少的量 27.2 万吨。



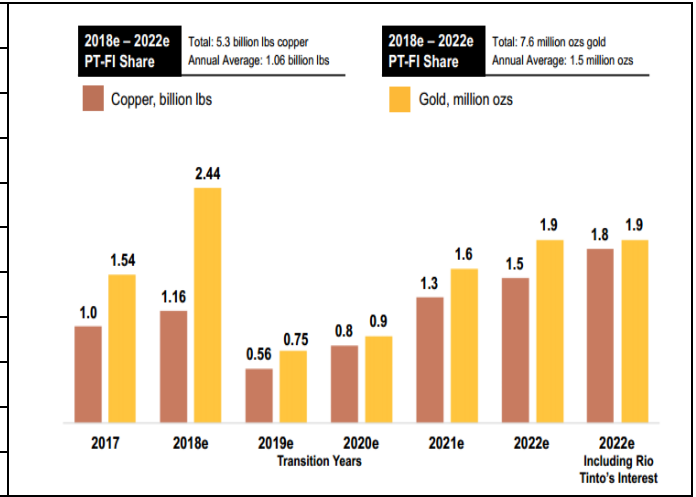
结合 Grasberg 的减量，我们预计 2019 年铜矿产量只有 41.3 万吨，增速下滑至 2% 附近，远远低于 2018 年铜矿产出增速。

表 3: 预期 2019 年全球矿山产量增量 41.3 万吨

公司名称	矿山名称	2019 增量: 万吨
<b>增量:</b>		
First Quantum	Cobre Panama	15
Glencore	katanga	15
Codelco	Chuquicamata	8.5
Grupo Mexico	Toquepala	5
其它		25
<b>小计</b>		<b>68.5</b>
<b>减量:</b>		
Freeport-McMoRan	Grasberg	-27.2
<b>合计</b>		<b>41.3</b>

数据来源: 公司公告、SMM、兴证期货研发部

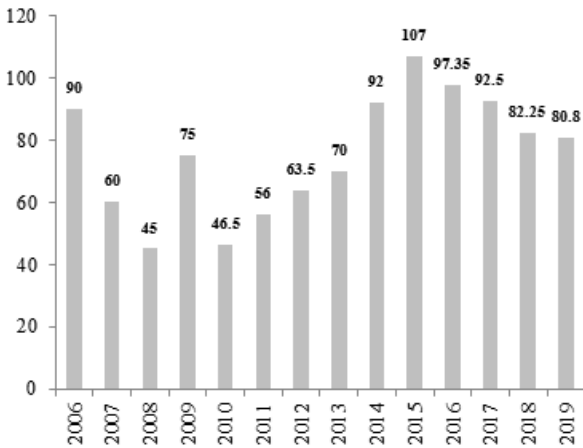
图 3: Grasberg 由露天开采转为地下开采销量规划 (10 亿磅)



数据来源: 公司公告、兴证期货研发部

2018 年 11 月在上海 CESCO 会议期间，江西铜业与智利 Antofagasta 谈定 2019 年铜精矿长单 TC 为 80.8 美元/吨，环比 2018 年长单下滑 1.45 美元/吨，显示市场对明年铜精矿产量增速下滑预期基本一致。

图 4: 2019 年铜精矿长单 TC 下滑 1.45 美元/吨



数据来源: 新闻整理, 兴证期货研发部

图 5: 短单加工费 TC 仍维持在 90 美元/吨上方



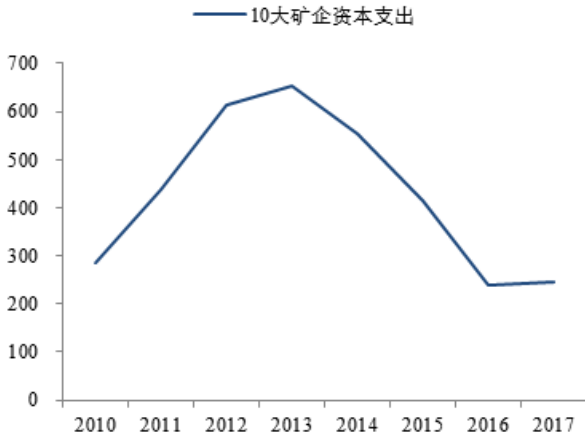
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

### C. 2017 年矿企资本支出有所抬升，但从供应周期看，2018 年以后新增铜矿产能有限

随着 2016 年铜价低位回升，矿企盈利能力回暖，经历 2013-2016 年矿企资本支出的大幅下滑后，2017 年主要矿企资本支出小幅回升至 246.72 亿美元。但从铜矿的产出规律看，一般资本支出 5-7 年才会有铜矿产出释放，短期资本支出增加对未来 1-2 年铜矿产量提振有限。我们维持前期的判断，由于矿企在

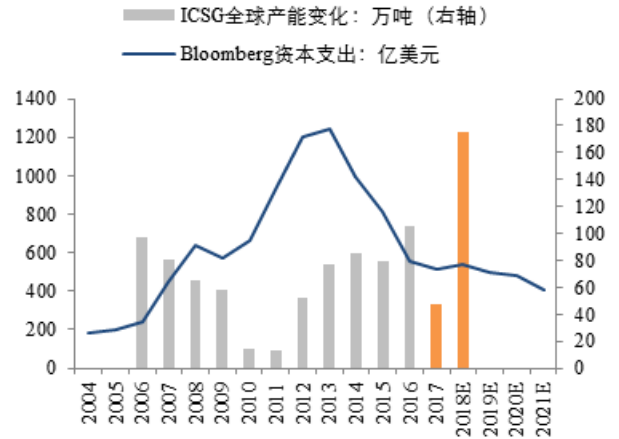
2012/2013 资本支出达到顶峰，2018 年以后铜矿产能释放大概率逐步进入放缓周期，铜矿端产出下滑将长期成为支撑矿价的关键因素。

图 6：2017 年 10 大矿企资本支出小幅回升（亿美元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：Bloomberg 统计矿企资本支出与矿山产能释放



数据来源：Bloomberg、Wind，兴证期货研发部

### 2.1.2 2019 年开始全面禁止七类废铜进口

A.2019 国内将全面禁止七类废铜进口，预计全年影响废铜进口量 15 万金属吨左右。

截至 2018 年 11 月 29 日，国内限制进口类固废第二十五批批文发布，前二十五批废铜进口批文数量为 99.97 万吨，较 2017 年全年 300.58 万吨，同比减少 66.74%。

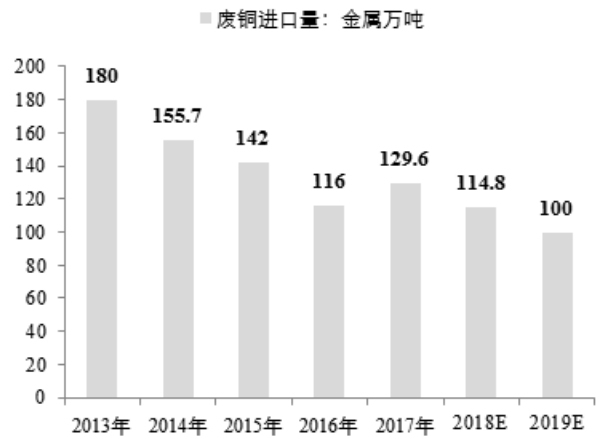
2018 年 1-10 月废铜进口数量仅为 194.68 万吨，同比减少 35.60%，但由于部分七类废铜通过转为六类进入国内，导致进口废铜含铜品位从 2017 年平均的 37%，上升至 56%左右，虽然进口实物大幅下滑，但进口的废铜金属吨减少量仅为 15 万吨左右。2019 年国内将全面禁止七类废铜进口，SMM 预估明年进口废铜减少影响的金属量大致在 15 万吨左右，基本与今年持平。

图 8：2018 年前 10 月废铜进口同比减少 35.60%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：预计 2019 年减少 15 万金属吨废铜进口



数据来源：SMM，兴证期货研发部



**B.废铜供应减少，精铜有一定替代性需求增量**

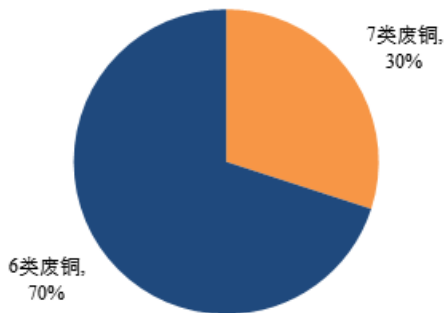
从我们年中对广东地区铜材市场调研的结果看，一方面，部分铜材产线，由于废铜紧缺，更多选择增加精铜作为原料，另一方面，目前铜材新增产线，基本以精铜作为原料，精铜替代废铜生产铜材的比例上升，精铜需求有一定的替代性增量。

国内废铜回收方面，一是国内废铜回收循环体系并未很好的建立起来，虽然国内已经进入家电汽车等用铜产品的淘汰周期，但实际进入废铜贸易循环的量并不多。二是废铜税票政策收紧，国内大规模废铜回收仍存在一定难度。

综合来看，明年由于废铜供应的减少，精铜需求仍有一定的替代性增量。

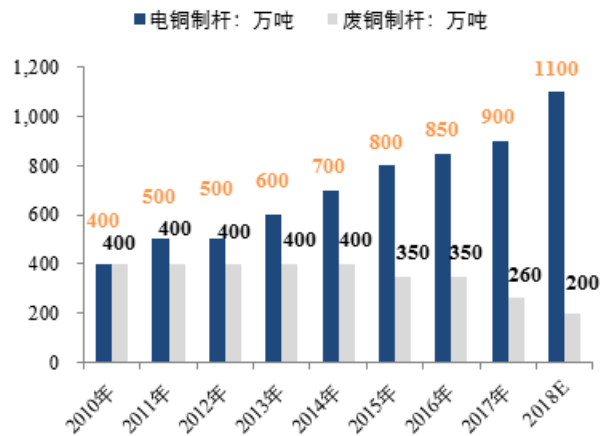
**图 10：进口废铜分布**

六类、七类废铜进口占比（金属吨）



数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

**图 11：废铜制杆产能下滑**



数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

**2.1.3 国内冶炼产能继续扩张，但原料端限制精炼铜供应增速**

由于近几年铜矿加工费处于高位，冶炼厂相对赚钱，国内冶炼产能近两年开始大规模投放，据 SMM 统计 2018 年国内投产粗炼产能 90 万吨，精炼产能 100 万吨。

2018 年前 10 月国内精铜产量增速达 10.39%，但从下半年开始，国内环保趋严，冶炼厂检修增多，8 月开始国内精铜产量增速开始掉头下滑，10 月单月精铜产量同比出现-0.26%的下滑。

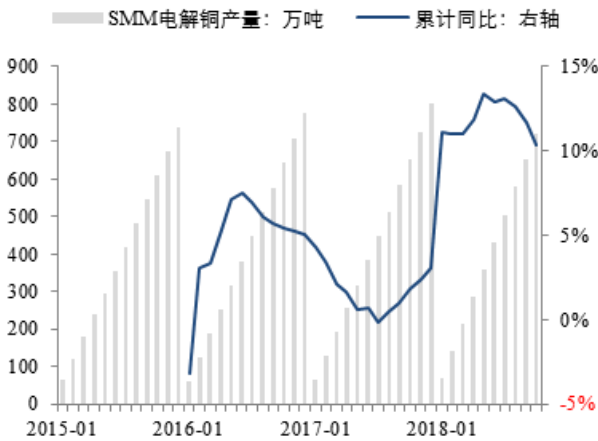
预计 2019 年国内粗炼冶炼产能大约投放 73 万吨，精炼产能投放 93 万吨，但受制于原料端铜矿产量增速下滑以及废铜进口的减少，预计明年国内精炼铜产量增速会大幅下滑，国内精铜供应压力大概率会远远小于 2018 年。

**表 4：预计 2019 年国内冶炼产能投放量达 73 万吨**

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019 年 5 月
广西南国铜业有限公司	20	30	阳极铜/铜精矿	2019 年 1 月
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	10	铜精矿	2019 年年底
紫金铜业有限公司	8	8	铜精矿	2019 年 Q4
黑龙江紫金铜业有限公司	10	10	铜精矿	2019 年
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2019 年 10 月
小计	73	93		

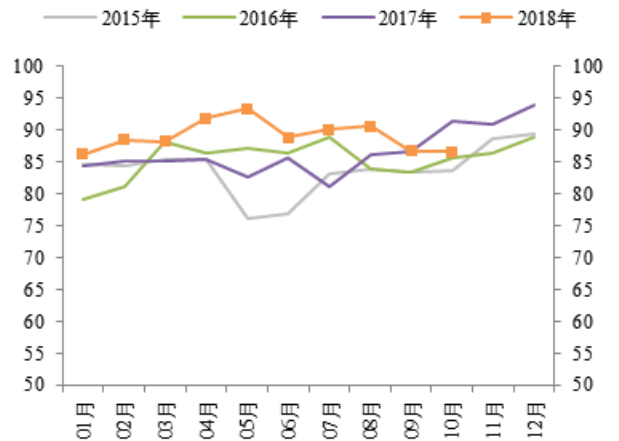
数据来源：SMM，兴证期货研发部

**图 12：1-10 月国内精炼铜产量同比增长 10.39%**



数据来源：SMM，兴证期货研发部

**图 13：10 月国内冶炼企业开工率下滑至 86.66%**



数据来源：SMM，兴证期货研发部

**表 5：冶炼厂 2018 年下半年检修及限产力度加大**

公司名称	产能	开始时间	结束时间	检修环节	产量影响 (万吨)	备注
湖南五矿	10	7 月 1 日	7 月 16 日	检修	0.48	正常检修
浙江富冶	36	7 月	7 月	限产	1.5	环保压力, 限产
金鑫铜业	10	7 月	7 月	限产	0.09	环保压力, 限产
江西铜业	100	7 月	7 月	限产	0.5	环保压力, 限产
云南锡业	10	8 月	8 月	检修	*	计划是 6 月, 但推迟
吉林紫金	12	8 月	8 月	计划检修	*	不影响产量
赤峰云铜	20	8 月	8 月	粗炼检修	0.5	环保所致
山东恒邦	15	8 月	8 月	检修	0.47	9 月新增所致
侯马冶炼	10	8 月	8 月	粗炼和精炼	0.4	环保所致
山东方圆	55	9 月	9 月	粗炼	1.5	影响
中原黄金	35	9 月	9 月	粗炼	0.5	影响
大冶有色	55	10 月 1 日	15 日	粗炼	0.3	预计影响
<b>总计</b>	<b>368</b>				<b>6.24</b>	

数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

### 2.1.4 外生因素干扰海外冶炼厂生产

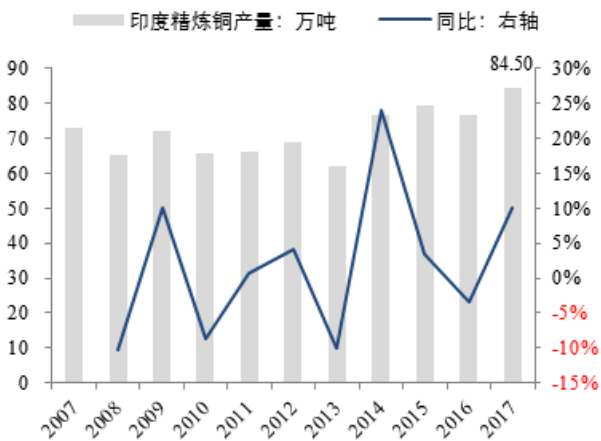
Vedantan 旗下位于印度 Tami Nada 邦的 40 万吨 Tuticorin 冶炼厂（印度第二大冶炼厂）自今年 3 月 26 日因为环保等原因关停以来，复产遥遥无期。虽然 Silvassa 精炼厂一直开启，但由于缺乏粗炼原料，2018 年二季度只生产 2.4 万吨精炼铜，三季度下滑至 1.6 万吨。印度 2017 年精炼铜产量仅为 84.5 万吨，Tuticorin 冶炼厂持续关停对印度本国精铜供应影响巨大。

表 6: Vedanta 阴极铜产量 (万吨)

年份-截至0331	矿铜产量 -赞比亚	阴极铜产量 -赞比亚	阴极铜产量 -印度
2013财年	15.9	21.6	35.3
2014财年	12.8	17.7	29.4
2015财年	11.6	16.9	36.2
2016财年	12.3	18.2	38.4
2017财年	9.4	18	40.2
2018财年	9.1	19.5	40.3
2019财年1季度	2.3	4.6	2.4
2019财年2季度	2.5	4.9	1.6

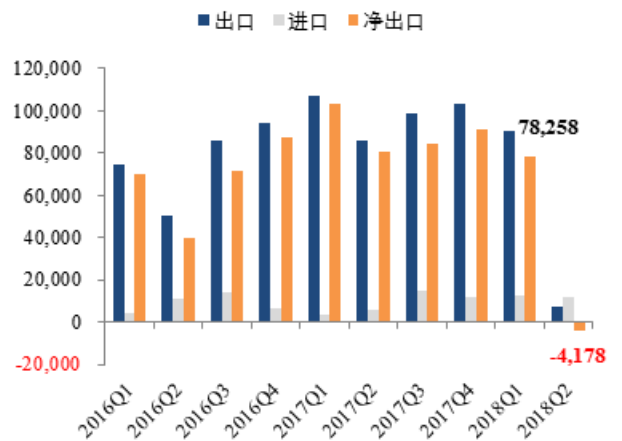
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 14: 2017 年印度精炼铜产量仅为 84.5 万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15: 印度 2018 年二季度转为精炼铜净进口国 (吨)



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

此外，由于氧气供应商出现问题，位于印度尼西亚年产能 30 万吨的 Gresik 冶炼厂检修时限延长一个月。Gresik 的原料基本来自 Freeport 旗下 Grasberg 铜矿，本次意外导致的检修时间延长使得 Grasberg 铜矿大量流向现货市场，短期助推铜精矿 TC 走高。随着 Gresik 冶炼厂检修持续，对海外精炼铜供应负面干扰逐步加大。

### 2.1.5 供应端小结

通过以上分析，我们认为，明年全球铜矿产量增量仅为 41.3 万吨，增速大概率下滑至 2% 左右。国内冶炼产能继续高速投放，2019 年预计投放的粗炼产能达 73 万吨，但由于新投放冶炼产能基本全部以铜精矿作为原料，叠加 2019 年开始国内全面禁止七类废铜进口，我们预计明年国内精铜供应增速将远远低于 2018 年。

海外意外因素干扰精炼铜产出。Vedantan 旗下 40 万吨冶炼厂复产遥遥无期，叠加近期印度尼西亚年产能 30 万吨的 Gresik 冶炼厂检修意外延长，对海外精铜供应干扰力度加大。

综上所述，我们认为，明年铜供应端压力将明显缓解，这是我们对明年铜价相对乐观的主要逻辑支撑点。

## 2.2 需求：国内电网投资支撑铜消费企稳，海外相对稳定

国内电网投资在下半年逐步回升，支撑铜消费企稳。新能源汽车驱动的铜消费前景广阔，但由于目前基数相对较小，对铜消费拉动相对有限，其它消费领域如空调、传统汽车表现相对低迷，拖累铜需求。但整体看，因为电力领域对铜消费占比在 50% 以上，随着国家通过稳基建刺激经济政策逐步推进，电网投资大概率会继续回升，我们对明年国内铜消费不悲观，预计维持低速增长状态。

海外方面，美国实体经济一枝独秀，欧洲制造业边际转弱，但整体看目前欧美发达国家制造业仍处于扩张状态，尤其美国，ISM 11 月制造业 PMI 反升至 59.30 高位。我们认为海外市场对铜消费难以出现明显的下滑。

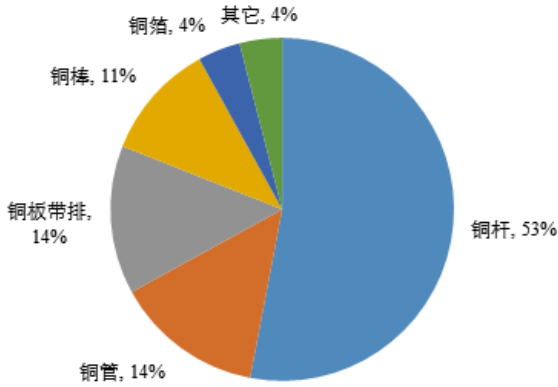
结合海内外来看，我们对明年铜消费不悲观，预计消费增速在 2.5-3% 之间。

### 2.2.1 电网投资支撑国内铜消费企稳

#### **A. 冬季消费旺季将推升铜管开工率逐步回升**

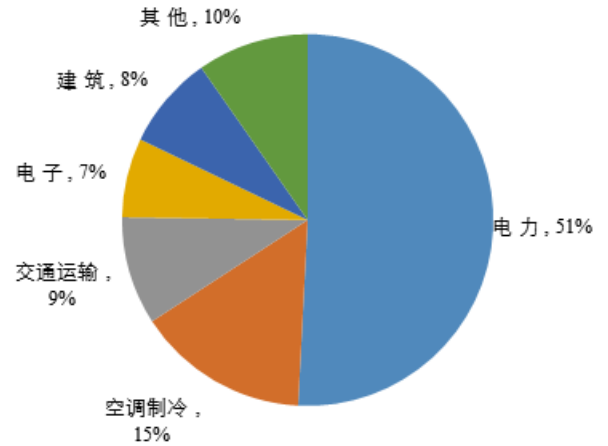
由于下游空调、传统汽车等领域表现低迷，下半年开始铜管与铜板带箔企业开工率明显下滑，尤其铜管开工率下降至 5 年来低位。往后看，11 月开始，随着冬季来临，空调行业即将步入消费旺季，铜管消费预计好转，开工率将明显回升。据 SMM 调研，预计 2018 年 11 月铜管企业开工率为 71.90%，环比增加 7.70%。

图 16: 国内铜消费按品种分布



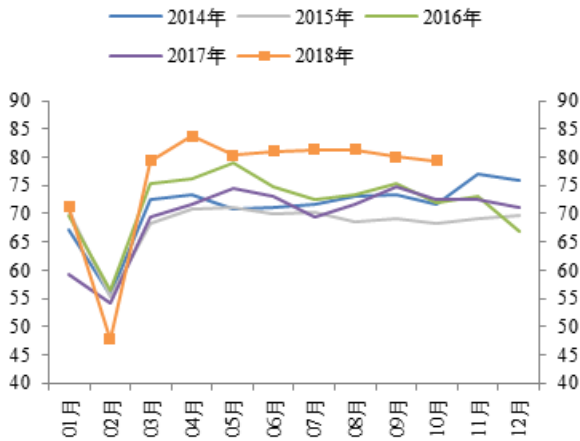
数据来源: 我的有色网, 兴证期货研发部

图 17: 国内铜终端消费行业分布



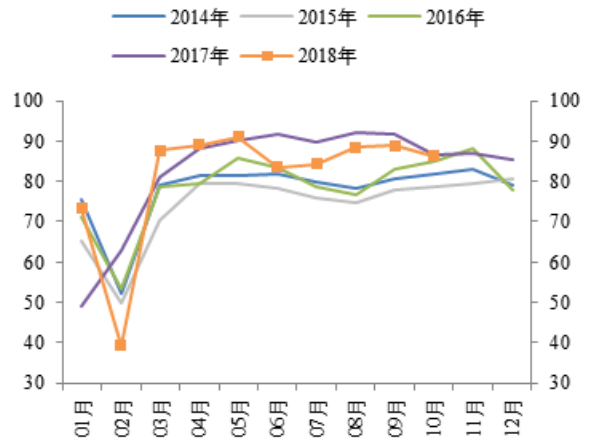
数据来源: 安泰科, 兴证期货研发部

图 18: 铜杆企业开工率



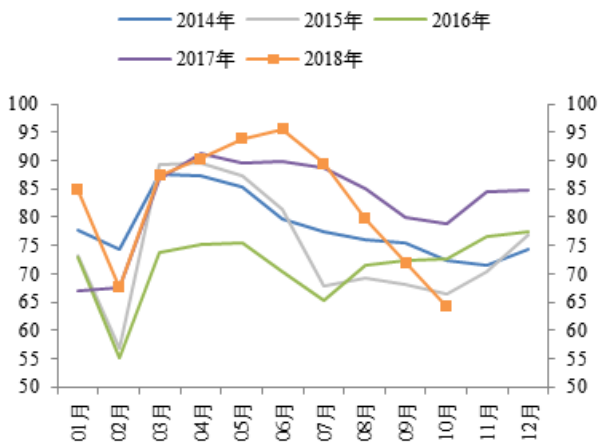
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 19: 电线电缆企业开工率



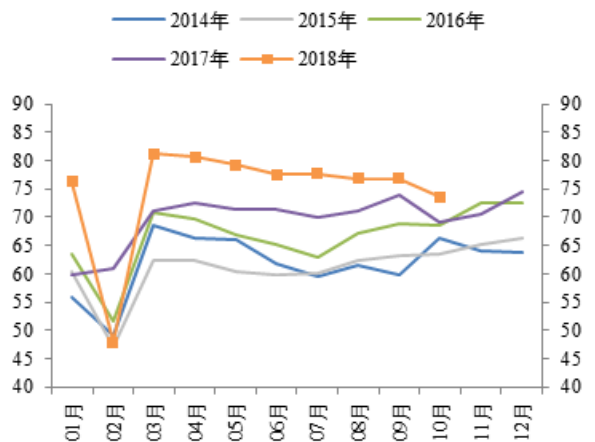
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 20: 铜管企业开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 21: 铜板带箔企业开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

**B. 8 月份开始国内电网投资逐步回升，支撑国内铜消费企稳**

1-10 月全国电网基本建设投资完成额 3814 亿元，同比下降 7.60%，10 月单月 441 亿元，同比大增 11.63%，今年 8 月开始电网投资逐步回暖

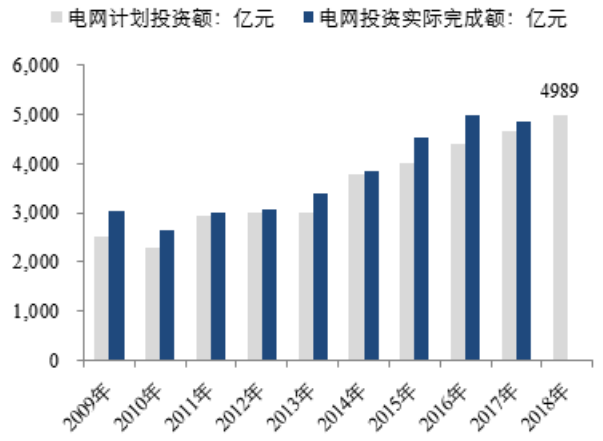
2018 年国家电网计划投资额 4989 亿元，同比 2017 年计划额增 7.12%，同比 2017 年实际完成额增 2.78%，预计下半年电网投资力度将有所加大

图 22：8 月开始国内电网投资逐步回升



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：国家电网 2018 年计划投资额 4989 亿元

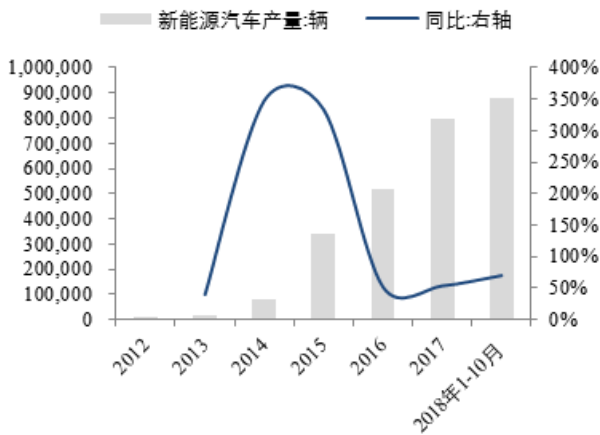


数据来源：国家电网，兴证期货研发部

**C. 新能源汽车维持高增长，精铜消费前景广阔**

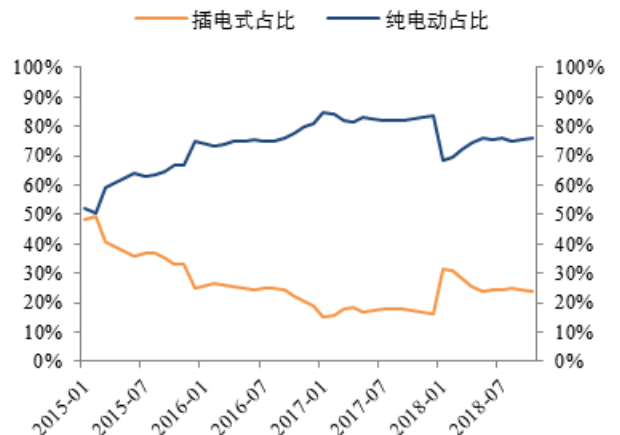
1-10 月新能源汽车产量达到 87.9 万辆，同比增长 70%。假定新能源汽车平均用铜量在 80KG 左右，2018 年新能源汽车产量同比 2017 年增 50%，达到 120 万辆左右，预计 2018 全年用铜 9.6 万吨左右，基数还是相对较小。但长期看，由于目前新能源汽车在各个国家得到大力推广，未来新能源汽车对铜消费前景广阔，Glencore 财报数据预测，到 2020 年新能源汽车领域将额外带动 39 万吨铜的消费量

图 24：1-10 月新能源汽车产量同比增长 70%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25：新能源汽车产量结构



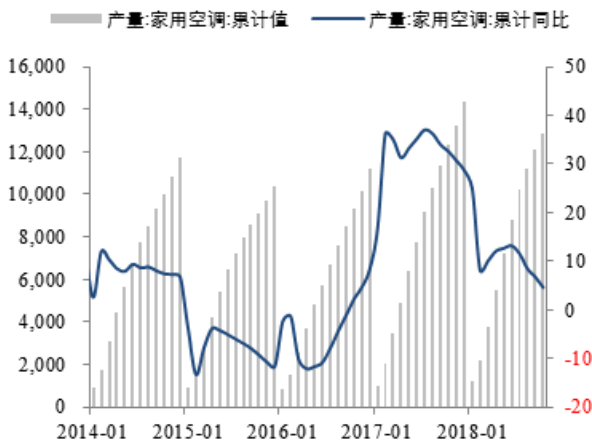
数据来源：Wind，兴证期货研发部



**D.空调表现低迷，冰箱、洗衣机等家电同样不乐观**

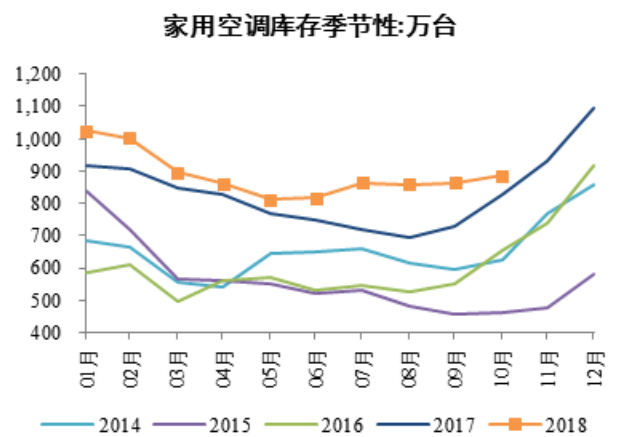
1-10 月份国内家用空调总产量 12874.5 万台，同比增幅收窄至 4.59%。10 月单月产量仅为 772.6 万台，同比大幅下滑 20.40%。但目前接近冬季，空调行业将进入消费旺季，空调企业需要提前准备生产，需求提前传导到铜管供给端，11 月份开始订单将逐渐有趋好趋势。从历史数据来看，每年的 11 月份空调产销量都会开始回升，而铜管开工率也会随之提升。据 SMM 调研，预计 11 月铜管企业开工率为 71.90%，环比增加 7.70%。

**图 26: 1-10 月份国内家用空调产量同比 4.59%**



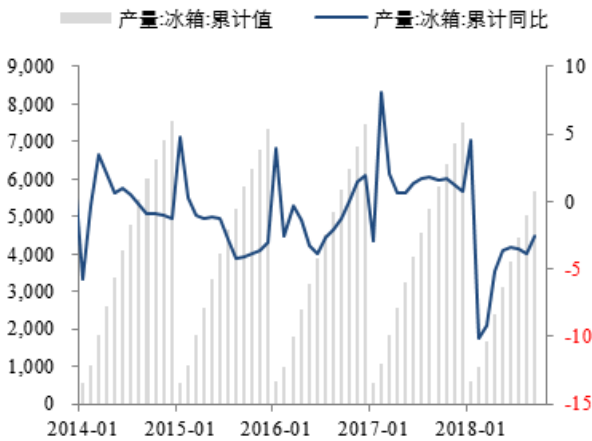
数据来源：Wind，兴证期货研发部

**图 27: 空调库存季节性高位**



数据来源：Wind，兴证期货研发部

**图 28: 冰箱产量负增长**



数据来源：Wind，兴证期货研发部

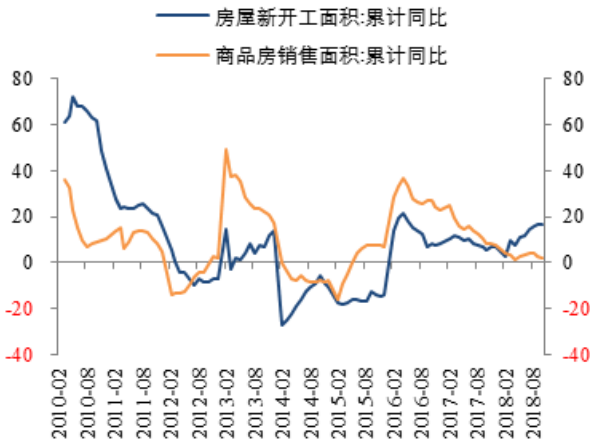
**图 29: 洗衣机产量增速低位**



数据来源：Wind，兴证期货研发部

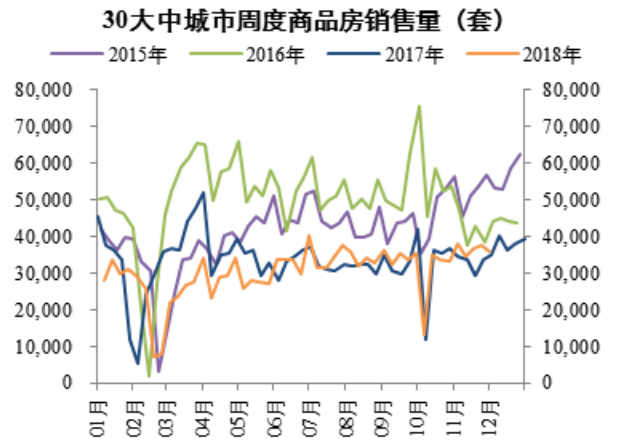
家电本年表现较差的一个主要原因是房地产销售下滑逐步传导到房屋装修对家电的购置。2017 年房地产销售面积增速从 2016 年 22.50% 高位下滑至 7.7%，2018 年房地产销售增速继续下滑，1-10 月累计增速下滑至 2.2% 低位。从高频数据看，全国 30 大中城市下半年以来有所好转，但截至 12 月初周均成交套数同比 2017 年仍然下滑 -9.32%。

图 30: 2017 年初开始房地产销售高位下滑



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 31: 30 大中城市房地产周度销量同比去年低 9%



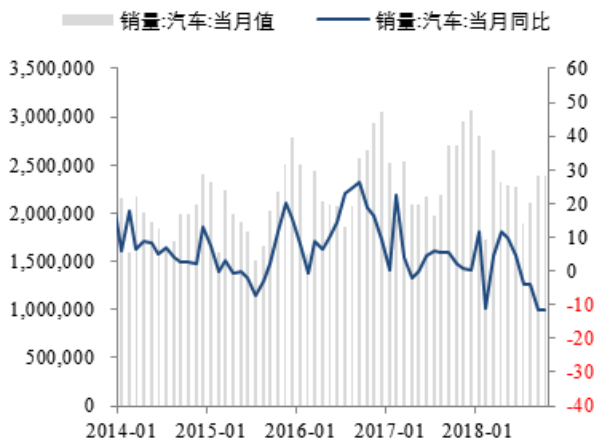
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

**E. 传统汽车 10 月单月产量出现-10%的负增长**

下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑，据中国汽车工业协会数据显示，2018 年 5 月全国共生产汽车 233.45 万辆，同比大幅下滑-10.34%，1-10 月生产汽车 2282.6 万辆，同比出现-0.57%的负增长。

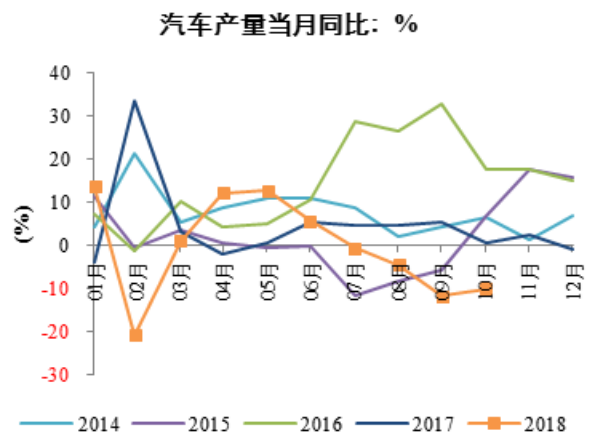
短期来看，11 月前三周乘联会统计的日均销量增速仍在-20%以上，传统汽车产业未见复苏迹象。

图 32: 汽车销量低迷



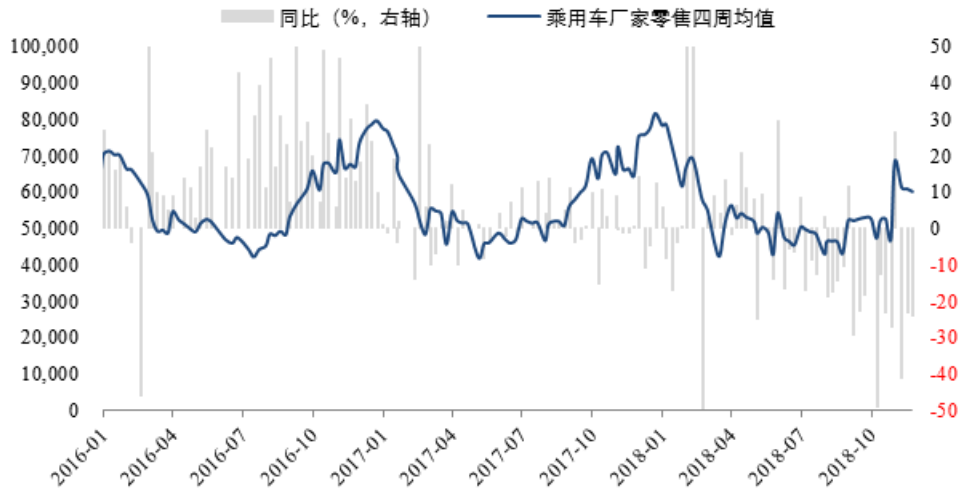
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 33: 9/10 月汽车产量连续两月出现-10%以上负增长



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 34: 乘联会 11 月汽车销量仍未见好转 (单位: 辆/日)

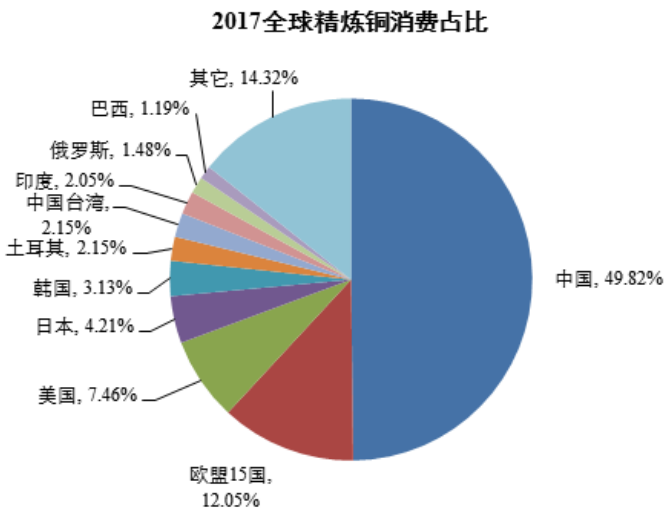


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.2.2 美国制造业一枝独秀, 预计海外铜消费整体平稳

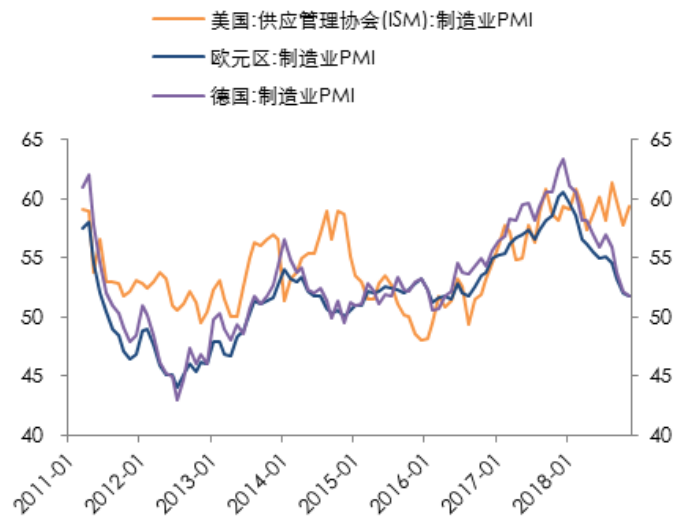
美国实体经济一枝独秀, 欧洲制造业边际转弱, 但整体看目前欧美发达国家制造业仍处于扩张状态, 尤其美国, ISM 11 月制造业 PMI 反升至 59.30 高位。我们认为海外市场对铜消费难以出现明显的下滑。

图 35: 欧美发达国家占全球铜消费 20%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 36: 美国制造业表现强劲



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

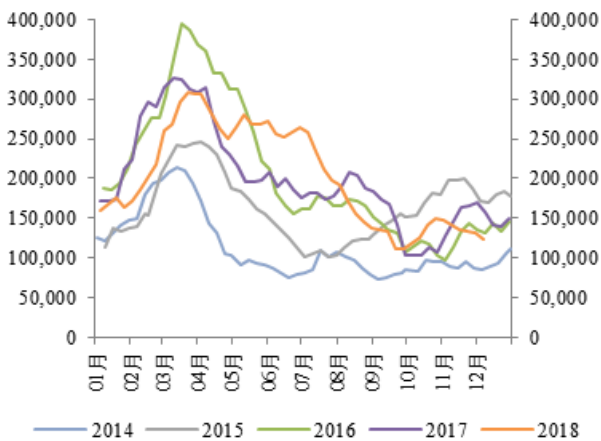
## 2.3 库存：三大交易所库存叠加保税区库存低位，可用天数不足 13 天

由于今年废铜因素影响及海外冶炼厂意外因素干扰精铜生产，全球显性库存快速下滑。

虽然今年国内铜产量增速较快，但由于废铜进口限制影响，存在一部分精炼铜替代性需求增量，即使国内铜终端行业不佳，国内铜库存并未出现明显的累库迹象。海外方面，LME 库存下滑至 2008 年下半年以来低位，目前不足 13 万吨，COMEX 库存自今年 5 月初的 23 万吨高位下滑至目前不足 12 万吨，下滑幅度达 50%。保税区由于近期国内冶炼厂出口出现增加，但仍低于去年同期。目前三大交易所库存叠加保税区库存仅有 80 万吨，可用天数不足 13 天。

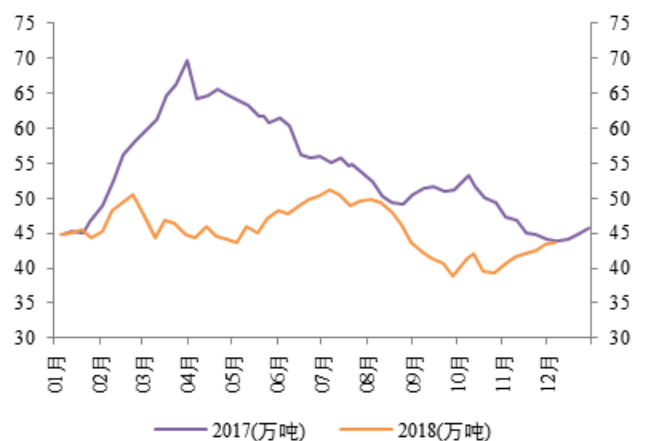
根据前文对精炼铜供需的分析，我们认为明年精炼铜显性库存很难出现累库现象，低库存条件下，铜价出现大跌概率不大。

图 37: SHFE 库存季节性 (吨)



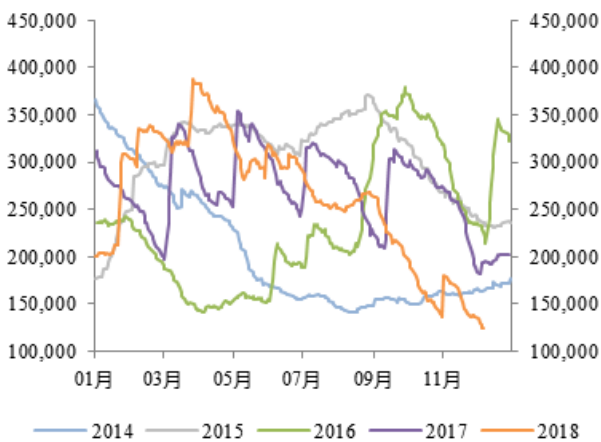
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 38: 保税区库存季节性 (万吨)



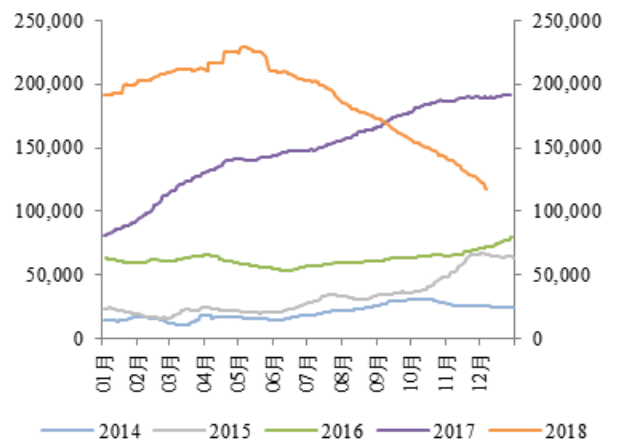
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 39: LME 库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 40: COMEX 库存季节性 (吨)



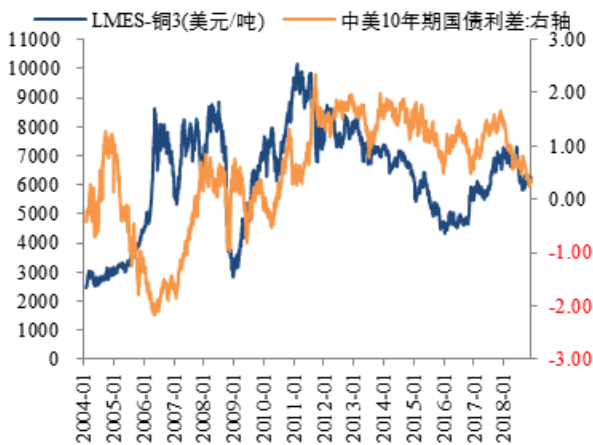
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3. 宏观：宏观层面风险因素对铜金属属性压制力度有限

铜的融资需求已经较差，明年对铜的压制力度有限。

铜的金融属性主要体现在融资、投资、投机三个方面。融资需求方面，随着美国加息，中美利差持续收窄，目前中美十年期国债收益率仅相差 0.37%，如果明年美联储延续加息进程，而国内为应对经济下行压力降息降准，中美利差很可能出现倒挂。叠加人民币升值动力不足，铜的融资需求属性较弱，明年对铜的压制力度有限。

图 41：中美利差持续收窄



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 42：人民币汇率走势



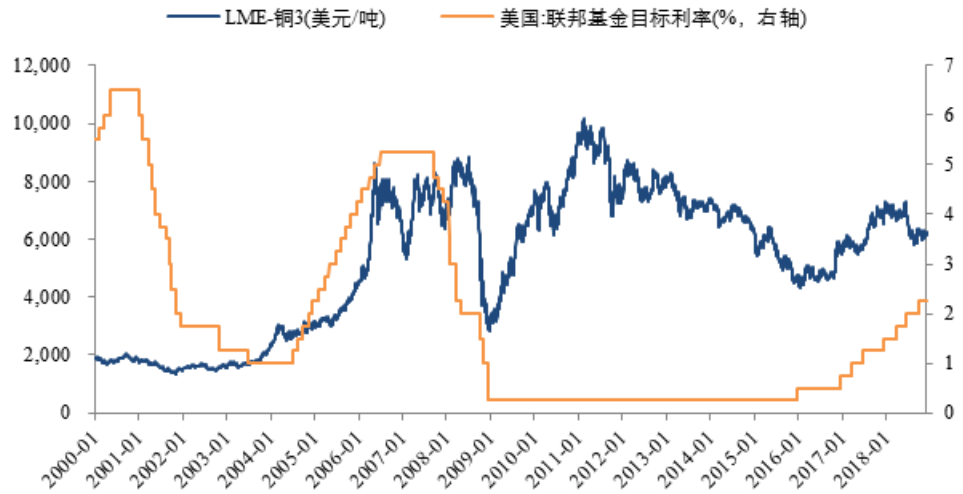
数据来源：Wind，兴证期货研发部

美国明年加息进程可能放缓，将一定程度缓解对铜的投机属性的抑制

年内美国已经加息三次，市场预期 12 月份大概率第四次加息至 2.50%，但从历史数据看，只要加息进程没有实质性损害实体经济，导致铜的商品需求下滑，铜价出现大跌的几率不大。从 11 月美联储议息会议纪要来看，美国实体经济依旧较强，但考虑到 2019 年减税效应减弱，贸易摩擦对经济的负面冲击，2019 年加息次数可能会低于前期的预期，对铜投机属性压制力度将弱于 2018 年。



图 43：美联储加息与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4. 结论：铜矿产量增速下滑至 2%，铜价重心抬升

**1. 铜矿产量增速下滑，供应压力逐步缓解。**根据我们对全球主要矿企产量预期来看，2018 年四季度铜矿供应增速大概率下滑至 2% 以下，预期 2019 年全球铜矿产量增量 41.3 万吨，铜矿供应增速下滑至 2% 附近，远远低于 2018 年，铜矿产量增速下滑长期支撑铜价。

**2. 2019 年国内精炼铜供应增速有限。**国内冶炼产能继续大规模投放，2019 年预期有 73 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿增速下滑，预计明年国内精炼铜供应增速有限。

**3. 海外精炼铜负面供应干扰加大，明年精炼铜供应增速难以提升。**Vedanta 旗下 40 万吨冶炼产能继续关停，叠加近期三菱材料（Mitsubishi Materials）在印尼 Gresik 的 30 万吨冶炼厂因氧气供应问题延长检修期限，海外精炼铜供应负面干扰逐步加大。

**4. 国内电网投资支撑铜消费企稳，海外铜消费相对稳定。**电力领域对铜消费占比在 50% 以上，随着国家通过稳基建刺激经济政策逐步推进，电网投资大概率会继续回升，我们对明年国内铜消费不悲观，预计维持低速增长状态。海外方面，美国实体经济一枝独秀，欧洲制造业变价转弱，但整体看目前欧美发达国家制造业仍处于扩张状态，尤其美国，ISM 11 月制造业 PMI 反升至 59.30 高位。我们认为海外市场对铜消费难以出现明显的下滑。结合海内外来看，我们对明年铜消费不悲观，预计消费增速在 2.5-3% 之间。



**5.全球铜显性库存处于低位，可用天数不足 13 天。**虽然今年国内铜产量增速较快，但由于废铜进口限制影响，存在一部分精炼铜替代性需求增量，即使国内铜终端行业不佳，国内铜库存并未出现明显的累库迹象。海外方面，LME 库存下滑至 2008 年下半年以来低位，目前不足 13 万吨，COMEX 库存自今年 5 月初的 23 万吨高位下滑至目前不足 12 万吨，下滑幅度达 50%。保税区由于近期国内冶炼厂出口出现增加，但仍低于去年同期。目前三大交易所库存叠加保税区库存仅有 80 万吨，可用天数不足 13 天。低库存条件下，铜价出现大跌概率不大。

**6.宏观层面风险因素对 2019 年铜金融属性压制力度有限。**融资属性方面，随着美国加息，中美利差持续收窄，目前中美十年期国债收益率仅相差 0.37%，如果明年美联储延续加息进程，而国内为应对经济下行压力出现降息，中美利差很可能出现倒挂。叠加人民币升值动力不足，铜的融资需求属性已经较弱，后期对铜融资属性压制力度有限。投机需求方面，从 11 月美联储议息会议纪要来看，美国实体经济依旧较强，但考虑到 2019 年减税效应减弱，贸易摩擦对经济的负面冲击，2019 年加息次数可能会低于前期的预期，对铜投机属性压制力度将弱于 2018 年。

综上，我们认为 2019 年铜供需将出现边际改善，叠加宏观层面对铜金融属性压制力度弱于 2018 年，铜价重心大概率会抬升。建议投资者等待宏观贸易战等风险因素释放阶段性做多铜价。仅供参考。

## 5. 风险提示

中美贸易摩擦再起波澜；中国宏观经济超预期下滑；欧美国家收缩货币进程超预期。

## 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。本报告清晰准确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。